

米国における店頭デリバティブ規制 アプローチの変遷^{*}

若園智明

要 旨

本稿では、米国の店頭デリバティブに対する規制アプローチの変遷を概観した。

主に農産物を対象として発生したデリバティブ取引は、当初は基本的に取引所取引に限定されていた。その後、90年代初めの規制緩和によって、店頭デリバティブ市場は大きく拡大する。この背景には、デリバティブ取引の多様化へのニーズと米国市場の国際的な競争力強化の考えがあり、この時期の規制は市場競争と市場規律を重んじる、いわば市場委任型のアプローチであったと言える。市場の拡大にともない、90年代にデリバティブ取引による巨額損失を出す機関が出現したことによって、規制の見直しを余儀なくされたが、あくまでも市場参加者によるリスク管理の改善や自主規制の強化に留まり、店頭デリバティブ取引への直接的な規制の強化とはならなかった。

ドッド・フランク法の Title VII によって、デリバティブ市場全般が規制の対象とされ、CFTC や SEC 等の連邦監督機関に連邦法による監督権限が与えられた。また、中央清算機関 (CCP) などの市場インフラが整備された。同法によって、米国の規制アプローチは市場の直接的な監視型へと変化したことに間違いはない。このような新たな規制アプローチにとって、CFTC や SEC などの連邦監督機関の十分な管理能力が重要であるが、新規則等には多くの除外規定が設けられ、その構造は複雑であり、実際の法規制の運用にとっては足枷となろう。

^{*}本研究は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団からの研究助成金を活用して行いました。ここに記して、深謝申し上げます。

目次

- I. はじめに
- II. 金融危機発生以前の規制アプローチ
 - 1. 店頭デリバティブに対する初期の規制アプローチ
 - 2. LTCM 問題と Commodity Futures Modernization Act の成立
 - 3. エンロン・ループホールへの対応と財務省ブループリント

- III. 金融危機の発生と規制アプローチの転換
 - 1. 危機における店頭デリバティブの分析
 - 2. 財務省ホワイト・ペーパー
- IV. ドッド・フランク法 (DF 法) と新たな規則
 - 1. DF 法が導入する新たな規制
 - 2. CFTC と SEC が新たに導入した主な規則
- V. まとめ

I. はじめに

本稿では、米国の店頭 (Over-the-Counter) デリバティブ規制に焦点をあて、連邦レベルでの規制アプローチの変遷を概観する。

世界的な経済の低成長化をもたらした金融危機を受け、危機の震源地となった米国を中心に金融規制の包括的な見直しが進められている。店頭デリバティブは、危機を拡散させたツールの1つと考えられ、2009年9月に米国ピッツバーグで開催されたG20の首脳声明には、店頭デリバティブの規制を国際的な協調の下で整備することが盛り込まれた。G20で求められた規制は、①デリバティブ契約の標準化、②取引所や電子取引プラットフォームを通じての取引、③精算機関を通じての精算、④取引情報の報告等である。米国は、2010年に成立したDodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (以下DF法と呼称)で、新たにこれらの規制を導入している。

BISのQuarterly Reviewによると、世界のデリバティブ取引は2005年前後より大きく増加した。1998年12月末時点で世界のデリバティブ

残高は約\$80.3triに過ぎなかったが、2005年末では約299.3tri、2011年末時点では約647.8triまで拡大している。このようなデリバティブ市場の急成長は、大きな法規制ギャップを生んだ。米国金融機関のデリバティブ取引に目を向けると、金融機関が保有する店頭取引を含んだデリバティブ契約のほとんどは、一部の大手金融機関に集中していることがわかる (図表1)。証券関係のデリバティブや、金利や為替の先物やオプションの多くは取引所に上場されているとはいえ、規制ギャップの拡大下での寡占状態は、市場における自由競争にとっても大きな問題である¹⁾。

米国の規制アプローチは市場委任型アプローチから、U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) や U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) などの連邦監督機関による市場監視と連邦法による行為や資本規制の混合型へと急速に変化している。本稿では、米国の店頭デリバティブの規制アプローチについて、その転換点を複数挙げ、それぞれの時点で連邦監督機関や連邦議会がとった対応をまとめる。

図表 1 米国金融機関のデリバティブ契約保有残高 (2012年3月末)

(\$bio)

金融機関名	デリバティブ 契約金額 (名目)	内、店頭取引によるもの			
		フォワード	スワップ	オプション	CDS
① JPMORGAN CHASE BANK NA	\$71,478	\$11,961	\$41,144	\$9,319	\$6,166
② CITIBANK NATIONAL ASSN	51,894	6,808	31,790	8,896	3,070
③ BANK OF AMERICA NA	46,362	9,397	28,200	3,047	3,562
④ GOLDMAN SACHS BANK USA	42,821	3,519	29,590	7,480	629
⑤ HSBC BANK USA NATIONAL ASSN	4,467	884	2,660	178	599
⑥ WELLS FARGO BANK NA	3,778	931	2,077	434	75
⑦ MORGAN STANLEY BANK NA	2,567	441	1,327	769	23
⑧ BANK OF NEW YORK MELLON	1,373	385	697	243	-
⑨ STATE STREET BANK&TRUST CO	957	797	43	66	-
⑩ PNC BANK NATIONAL ASSN	392	24	236	35	4
上位5機関の占有率	95.2%	90.9%	96.2%	94.3%	99.1%
総計	227,982	35,833	138,671	30,665	14,052

[出所] OCC, Quarterly Report on Bank Derivatives Actives.

II. 金融危機発生以前の規制アプローチ

1. 店頭デリバティブに対する初期の規制アプローチ

2010年7月に成立したDF法のTitle VIIには、Wall Street Transparency and Accountability Actが含まれ、このTitle VIIの下で、SECやCFTCが中心となり新たな規制が導入された。次節で検討するが、この包括的な規制の導入によって、それまでの規制アプローチは大きく転換した。

米国において、初期のデリバティブ市場への規制は、歴史的にみて、農産物を対象とする自然発生的な取引の拡大を法規制の整備によって支える意味合いが強かったと言える。例えば、先物やオプション取引を取り扱うChicago Board of Trade (CBOT)は1848年に設立され、

Chicago Mercantile Exchange (CME)の設立が1898年であったのに対して、農産物の先物取引を対象とした(実質的に)最初の連邦法であるGrain Futures Actが成立したのは1922年であった²⁾。法整備までに相当の期間が空いている理由は、デリバティブ市場自体が小規模であったことに他ならず³⁾、同市場が米国経済にもたらす影響を考慮した規制アプローチは、90年代以降に取られたと言えよう。また、連邦政府ベースでのデリバティブ市場に対する規制機能を議論する場合、その根拠法は1936年に成立したCommodity Exchange Act (以下CEA)から捉えるべきであろう。

1974年の改正によって規制対象が拡大されるまで、CEAの対象は農産物に限定されていた⁴⁾。当初のCEAは、現物の受け渡しを条件とする先渡取引(Forward Contracts)などのヘッジ取引を除き、原則としてCMEやCBOTなどの規制された取引所以外での農産物に関するデリバティブ取引を禁止していた。つまり

図表2 1993年の規制緩和移行に発生した巨額損失の主な例

露呈年	企業名等	損失額
1994年	Proctor & Gamble	\$157mio
1994年	Gibson Greeting Cards	\$23mio
1994年	Orange County California	\$1.5bio
1995年	Winsconsin Investment Board	\$95mio
1996年	住友商事 注1)	\$2.6bio
1998年	Long-Term Capital Management 注2)	\$4.0bio

(注) 1) London Metal Exchange での損失。

CFTC は市場操作の罪で住友商事に \$150mio の課徴金。

2) 名目 \$1.0tri におよぶ店頭デリバティブのポジションを保有。

[出所] FCIC [2011], pp.45-51および1998年12月のSEC 議会証言。

は、連邦法である CEA による条件が付与されることでデリバティブ取引が認可されていたことから、農産物を対象としたデリバティブ取引には、一定の制約が課せられていたと言えよう。例えば、先物取引 (Futures Transactions) は規制対象である取引所等での取引とされ、原則として店頭取引は禁止されていた。Stout [2011] を援用すると、CEA によってデリバティブ取引自体に適法性が確保されていたと言える⁵⁾。

しかしながら80年代に入ると、取引所外での金利スワップ取引を代表例として、米コモン・ローや CEA に照らし合わせて明確な禁止行為とは言えない、いわばグレーゾーンの取引が拡大を見せていた。Stout [2011] によれば、金融機関を含めた産業界から、金利スワップ取引などへの適法性の確保が強く求められた結果、CFTC により金利スワップを規制対象としない声明が1989年に出されている⁶⁾。1992年には、連邦議会が Futures Trading Practice Act (FTPA) を成立させ、店頭デリバティブに関して CEA が州法に優先することを連邦法に明記するとともに、特定の店頭スワップを CEA の

対象外に指定する権限を CFTC に与えた (Sec.502)。この1992年法による新たな権限を用いて、CFTC は翌1993年1月にスワップ契約およびハイブリット商品を CEA および州のアンチ・ギャンブル法の対象から除外している (詐欺行為や市場操作等を除く)⁷⁾。FTPA に明記されているように、このような規制緩和の手続きは、米国経済の信頼性の向上や、金融市場のイノベーションおよび公正な競争の促進を目的として進められた。

金融危機の公的な調査報告書である FCIC [2011] 等が分析するように、CFTC による1993年の行為を契機として、米国の店頭デリバティブ取引は金利スワップを中心に拡大した。その一方で、1998年の Long-Term Capital Management L.P. (LTCM) を代表例として、店頭デリバティブを用いた取引で巨額の損失を出す機関も現れている (図表2)。このような市場委任型の規制アプローチは、米国の店頭デリバティブ市場の発展をもたらしたのは事実であろう。その背景には、米国の金融競争力強化に対する根強いニーズがあったと思われる。

2. LTCM 問題と Commodity Futures Modernization Act の成立

店頭デリバティブの規制緩和以降の市場拡大に対して、連邦監督機関も懸念を持っていた。例えば、FRB（1993年）や OCC（1994年）は、監督対象である商業銀行の店頭デリバティブの販売に関してガイダンスを発行している。また1995年には、ボランティアながらも、6つの大手証券業者が SEC と CFTC に対して店頭デリバティブに関する報告を行うことに合意している（「Framework for Voluntary Oversight」⁸⁾）。更に、連邦下院からの要請により金融機関の店頭デリバティブ販売に関する調査を行った GAO [1997]では、財務省を中心とした連邦監督機関で構成される President's Working Group on Financial Markets (PWG) に対して、店頭デリバティブ市場の体系的な監視メカニズムの創設を提案するとともに、FRB 議長に対して、検査ガイダンスの見直しを求めている。

このように、80年代末からはじまった店頭デリバティブ取引自由化の流れは、90年代において維持されつつも、連邦諸機関による懸念の共有の下で、主に販売面における監視努力に留まっていた。しかしながら、1997年7月のタイ・バース暴落から始まったアジア通貨危機が、1998年8月のロシア財政危機へと広がりを見せ、店頭デリバティブ取引の脆弱性が露呈すると、同市場監督の主管である CFTC において、これまでの市場委任型による対応を見直す動きも見られた。特に、1994年に設立されたプライベート・ファンドである LTCM の経営破綻を受けての CFTC の対応である⁹⁾。

LTCM の巨額損失が正式に発覚する直前で

ある1998年5月7日に、CFTC が公表したコンセプト・リリースを見てみよう。このコンセプト・リリースは、近年の店頭デリバティブ市場の変化を受けて、①セーフガードを追加する必要性、②自主規制機能の活用、③新たな規制的制約の検討、などの規制アプローチの見直しを目的として、意見徴収を行っている。当該リリースの時点では、店頭デリバティブ市場の成長や世界的な金融市場における米国企業の競争力維持が前提となっており、これら競争力維持を損なわない範囲での規制アプローチの見直しの表明にすぎなかった。しかしながら、LTCM の巨額損失を受けて、同年10月に当時の CFTC 委員長である Brooksley Born が行った議会証言を見ると、LTCM 問題を受けて、CFTC が検討する規制スタンスは、明確に規制強化へと動いていたことが解る¹⁰⁾。この議会証言において Brooksley Born 委員長は、店頭デリバティブ市場の不透明性を挙げるとともに、連邦議会に対して、連邦監督機関に同市場を規制する権限の付与を求めている¹¹⁾。

しかしながら、このような当時の CFTC 委員長が表明した店頭デリバティブ市場規制に対する要求は、他の連邦監督機関や連邦議会には受け入れられなかった¹²⁾。例えば、同時期の SEC スタッフが行った議会証言を見ると¹³⁾、SEC は店頭デリバティブ取引を行う金融機関の監視と内部統制の整備の必要性を訴える一方で、店頭デリバティブ市場の自立回復力を評価し、市場に対する新たな規制の導入を明確に否定している。当時のデリバティブに関連する連邦機関の方針は、次の PWG [1999]で体现された。

両院の農業委員会の依頼により、PWG は¹⁴⁾、店頭デリバティブ市場および CEA に関

図表3 店頭デリバティブに関する PWG 報告書のリコメンド

- ①洗練されたカウンターパーティ間の店頭デリバティブ取引を CEA から除外
- ②デリバティブの電子取引システムを CEA から除外
(参加が洗練されたカウンターパーティに限定されているシステム)
- ③店頭デリバティブの決済に関して障害となっている現行法を見直し、店頭デリバティブの決済システムを CFTC 等の規制とする
- ④ Treasury Amendment の明確化と該当商品を CEA の対象外とする
(取引所で取引される商品を除く)
- ⑤ハイブリッド手法に対してより大きな法的予測可能性を付与するために CEA の排他的管轄権条項を修正する
- ⑥証券に関連するハイブリッド手法に対して、Shad-Johnson 合意の不適用を法的に明確とする

(注) Treasury Amendment は、CEA の2条に含まれた米財務省の提案による修正条項である。

図表4 CFMA により導入された適格契約参加者の基本定義

- ①規制対象の金融機関
- ②規制対象の保険会社
- ③規制対象の投資会社
- ④総資産が \$5mio を超える規制されたコモディティ・プール
- ⑤ A) 総資産が \$10mio を超える, B) 取引が他の適格契約参加者によって保証されている, C) \$1mio を超える純資産を保有し、業務に関連する取引に従事する、のいずれかに該当する法人、組合、信託等
- ⑥ 総資産が \$5mio を超え、かつ、投資判断が独立したアドバイザーによって行われている従業員給付制度 (Employee Benefit Plans)
- ⑦ A) 他の適格契約参加者と取引を行う, B) 一任ベースで \$25mio を超える投資を行っている, C) コモディティ取引を定期的に行っている、のいずれかに該当する政府機関
- ⑧ 規制されたブローカー・ディーラー規制された先物取次業者
- ⑨ 総資産が \$10mio を超える個人
- ⑩ その他、CFTC が認めた者等

する報告書を1999年11月に取りまとめた。当該報告書 PWG[1999]のスタンスは、米国の店頭デリバティブ市場の発展にあり、店頭デリバティブに対する法的安定性ととも、市場の透明性や流動性の改善を目指している。この考えは、連邦議会とも共有されていた。PWG [1999]は図表3でまとめた6つのリコメンドを提案し、店頭デリバティブの精算に関して CFTC による監視強化を行いながら、基本的には適格スワップ参加者 (Eligible Swap

Participants) が取引する限りにおいて、ほとんどの金融デリバティブを CEA の対象から除外すべきであるとの提言を行っている。

PWG [1999]の提言を受けて、第106回連邦議会で CEA を修正する Commodity Futures Modernization Act (CFMA)が2000年12月に成立した。CFMA は新たに適格契約参加者 (Eligible Contract Participants) (図表4) の定義を導入し、適格契約参加者が行う取引に関しては、スワップやモーゲージ関連など、ほと

んどの金融デリバティブをCEAの適用対象から除外した(詐欺行為や市場操作等を除く)(CEA Sec.2(d)(e)(f)(g))。つまりは、規制された取引所等を経ない店頭デリバティブ取引が正式に認められたことになり、これらはCFTCおよびSECの監督権限外となった。また、CFMAの定めにより、投機的な金融デリバティブに対しても法的安定性が与えられた(CEA Sec.2(h))。これはPWG [1999]の提言にあったように、金融デリバティブに法的安定性を与えることで、システムック・リスクが低減するとの考えが背後にある¹⁵⁾。CFMAによって、米国のデリバティブ取引の中心は、金利スワップを中心として店頭市場へと移行した¹⁶⁾。

2008年のBear Sterns社やAIG社(American International Group)が経営破綻した際に、特に問題視されたのはCredit Default Swap(CDS)の取扱いであった。CDSの取引自体はCFMA後の2005年より増加したため、連邦監督機関はその取引実態の把握が困難であったことがより混乱を招いた。Stout [2011]を代表例として挙げるが、2008年より深刻化した金融危機は、市場におけるイノベーションや、規制の体制がイノベーションの後追いになったことよりも、2000年のCFMAを主因とする識者も多い。また、2009年9月のSEC委員長Mary Schapiroの議会証言にあるように、店頭デリバティブ市場が規制対象であったならば、CDSに関する混乱への対処はより容易であったとの反省もある¹⁷⁾。

3. エンロン・ループホールへの対応と財務省ブループリント

CFMAの定めにより、CEAはSec.2においてデリバティブ取引の多くを対象から除外し

た。このCEAの条文は、エンロン・ループホール(Enron Loophole)とも呼ばれている。この語源は、エネルギー関連のデリバティブを大量に取扱い、不正会計の発覚によって2001年12月に経営破綻したEnron社(Enron Corp.、1985年に設立)に他ならない。2004年から続いた原油価格に代表されるエネルギー価格の高騰を背景に、第110回連邦議会(2007年1月から2009年1月)で、エンロン・ループホールの存在が問題視された¹⁸⁾。

連邦議会での検討は、エンロン・ループホールの存在によりエネルギー取引に関連するデリバティブが規制対象外となっているため、①CFTCが価格高騰に関する情報を十分に得られない、②CFTCに市場の監視権限がないため、エネルギー取引で価格操作が行われている可能性がある、などの問題が主であった¹⁹⁾。

エネルギー関連の取引におけるエンロン・ループホールに対する法規制的処置は、2007年10月に提出されたCFTCの報告書(CFTC [2007])が基礎となっている。このCFTC [2007]では、①大規模なトレーダーのポジション報告、②ポジション制限および説明責任水準、③自主規制による監視、④緊急時の権限設定、などが議会に対してリコメンドされている。CFTC [2007]を受け、連邦議会は2008年5月にFood, Conservation, and Energy Act(2008年5月)を可決し²⁰⁾、当該法によってCEAのSec.2(h)を修正し、電子取引ファシリティ(Electronic Trading Facility)をCFTCの規制対象下におくとともに、大規模なトレーダーに対してCFTCへのポジション報告義務を課した。CFTCのリコメンドの多くが受け入れられているとは言え、同連邦議会へ提出されていた他の類似の法案と比較すると、店頭デ

リバティブ取引への直接的な規制は行われず、その制約は緩やかなものに留まっている²¹⁾。

一方で2007年の秋口から、主にサブプライム・ローン債権の信用失墜を原因とした金融市場の不安定化が問題視されたことを受けて、米国の金融規制体系を見直す動きも見られた。PWG [2008]は、金融市場の脆弱性を分析し、望まれる政策提言をとりまとめている。しかしながら店頭デリバティブ市場に関しては、急成長した同市場のインフラ整備が取り上げられたにすぎない。PWG [2008]はリコメンドの中で、業界に対して①正確かつ適時の取引データの提出の基準作成、②標準となるCDSドキュメンテーションの見直し、③店頭デリバティブを支援する統合された運用基盤に関する長期プラン、の3つの要請を挙げているが、これらはあくまでも自主規制レベルでの見直しである。米国金融規制の包括的な改革の指針として、財務省はBlueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure (財務省ブループリント)を2008年3月に公表したが、この中でも、規制の効率化をもたらす中期的な課題として先物規制と連邦証券規制の統合(CFTCとSECの合併)などが挙げられているに過ぎない。若園 [2009]で指摘しているが、この時点まで、米国で要求されていた金融規制改革の背景には、国際的な金融競争力の強化・維持の考えがあったからに他ならない。

このように、1993年のCFTCによるスワップ取引などの規制適用除外を契機として、米国の店頭デリバティブ市場は拡大を続けた。この時代の米国の店頭デリバティブ規制は、同市場の育成を主たる目的としながら、市場委任のアプローチを取っていたと言えよう。その集大成が2000年のCFMAであったと言える。しかし

ながら、2008年5月のBear Stearns社の経営破綻を経て、同年9月のLehman Brothers社およびAIG社の経営破綻に至り、米国を中心とした金融市場がパニック的な様相を見せたことによって、これまでの店頭デリバティブに対する規制アプローチは大きく変化した。

Ⅲ. 金融危機の発生と規制アプローチの転換

1. 危機における店頭デリバティブの分析

金融危機の発生を受け、米国国内では複数の機関によって危機の要因分析が行われ、米国の金融規制に関する提言が行われている。図表5で、店頭デリバティブの分析を含んだ公的機関による報告書を挙げた。金融危機との関連性については相違があるものの、連邦監督機関が十分に監督権限を与えられなかった「影の銀行システム」(Shadow Banking System)の1つとして、透明性の向上と連邦監督機関による監督権限の必要性和リスク管理の重要性に関しては共通認識となっている。以下で、代表的な報告書の内容を述べる。

米国金融市場が極度に緊張する中で成立したEmergency Economic Stabilization Act (2008年10月)は、金融機関からの不良債権の買取りを行うTroubled Assets Relief Program (TARP)を可能とするなど、危機対応の鍵とも呼べる連邦法である²²⁾。

同法の求めに従い、Elizabeth Warrenを議長とする議会監視パネル(Congressional Oversight Panel)は、米国の金融規制体系の見直しに関する報告書を2009年2月に提出して

図表5 米国内の公的機関から公表された主な報告書

報告書タイトル	作成機関	公表時期
① Modernizing the American Financial Regulatory System	議会監視パネル	2009年2月
② Financial Regulatory Reform a New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation	米財務省	2009年6月
③ A Joint Report of the SEC and the CFTC on Harmonization of Regulation	SEC & CFTC	2009年10月
④ Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure	Federal Reserve Bank of NY Staff Reports No.424	2010年1月 (3月に改訂)
⑤ The Financial Crisis Inquiry Report	Financial Crisis Inquiry Commission	2011年1月
⑥ Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse	Senate Permanent Subcommittee on Investigations	2011年4月

いる²³⁾。当該報告書「Modernizing the American Financial Regulatory System」は、店頭デリバティブを含めた「影の金融システム」(Shadow Financial System, 影の銀行システムと同意)を危機の要因に挙げ、店頭デリバティブに関しては、①精算機関への規制、②店頭デリバティブの標準化および規制された市場での取引、③店頭デリバティブ取引に関する公的な報告、を求めている。これらは、店頭デリバティブ市場の透明性を法規制によって向上させる意図である。また、連邦議会が設置した調査機関である Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC)も²⁴⁾、米国金融規制に関する総合的な調査報告書(FCIC [2011])を作成している。

FCIC [2011]は、クレジットの膨張やサブプライム・ローン問題など一連の事象分析の他、影の銀行システムや金融会社の大きすぎて潰せない(Too Big To Fail)問題、証券化商品や店頭デリバティブの問題まで、米国の金融システム全体を調査対象としている。しかしながら、図表6で比較しているが、最終報告書であるFCIC [2011]は、民主党系の委員6人が署

名した報告書の他に、共和党系の4人の委員(別途2つの反論書)が併記される形式となり、統一した分析が行われているわけではない²⁵⁾。店頭デリバティブに関しても、民主党系委員の結論は、2000年のCFMAは金融危機に向けての契機となっており、CDSを代表例として危機の拡散に寄与するなど、金融危機を引き起こした重要な要因として捉えられた。しかしながら、他の2つの報告書は、CDSの問題点は認めるものの、店頭デリバティブと金融危機の関係には否定的である。

連邦監督機関の報告書としてNY連銀のスタッフレポート(NYFED [2010])を見ると、店頭デリバティブは危機の中心的な要因ではなく、その有用性も認めながら、過度のリスク・テイクを引き起こした市場の不透明性を問題視し、連邦監督機関の監督権限および市場のインフラ整備の必要性を訴えている。具体的にNYFED [2010]は、デリバティブ取引は取引所取引と中央精算機関(Central Counterparty Clearing, CCP)での精算を基本とし、店頭取引である場合には、①追加の資本要求、②担保管理の厳格化、③価格の透明性向上、などを求

図表6 FCIC 報告書の要点

民主党系委員による報告書	共和党系委員による反論書	共和党系 Wallison 委員による反論書
規制・監督の失敗 ・行き過ぎた規制の緩和 ・不透明性取引の拡大 金融機関の問題 ・コーポレート・ガバナンスの欠如 ・倫理観の欠如 ・リスク管理手法の不備 ・過剰な短期借入、リスク投資、透明性の欠如 ・短期的利益に連動した報酬体系 店頭デリバティブは危機の重要な要因 格付の失敗 ・格付リソースの不足 ・格付会社に対する監督の不備	GSE の危機拡大への寄与度は大きい 厳格な規制の対象であった金融会社も破綻 ・影の銀行制度は多様、一律に問題があるとは言えず 金融機関の問題 ・リスク管理手法の不備 ・レバレッジと流動性リスク クレジットバブルの背景 ・海外からの資金流入 ・投資家のリスク見通しの失敗 デリバティブ ・CDS 以外のデリバティブは危機の要因ではない 格付の失敗	民主党のアプローチは先入観の裏付けが中心 ・金融機関の強欲や規制緩和原因説は先入観 GSE の活用を含めた政府の住宅政策の失敗 ・地域再投資法が信用度の低い貸付を促進させた ・政府の住宅政策に起因する大量のデフォルトが危機を引き起こした 低金利や海外からの資金流入ではバブル崩壊の影響を説明しきれない デリバティブは危機の原因ではない ・CDS が問題となったのは AIG のみ

(注) GSE：政府支援法人 (Government Sponsored Entity)

図表7 Financial Regulatory Reform A New Foundation の概要

1. 金融会社 (Financial Firm) の監督と規制 ①金融サービス監視評議会 (Financial Services Oversight Council) の創設 ②新たな規制カテゴリーの創設 ③全ての銀行および銀行持株会社の資本・プルーデンシャル基準の強化 ④ヘッジ・ファンド等へのアドバイザーを SEC に登録 ⑤財務省内に国法銀行と保険業の監督部門を新設 ⑥その他
2. 金融市場の包括的な規制 ①証券化市場の監督および規制の強化 ②CDS を含む全ての店頭デリバティブに対する包括的な規制の導入 ③先物規制と証券規制の調和 ・CFTC と SEC による調和の推進 ④支払い・精算・決済
3. 金融アブュースからの消費者や投資家の保護 ①消費者金融保護庁 (Consumer Financial Protection Agency) の創設 ②投資家保護の強化
4. 金融危機への対処に必要なツールを政府に供与 ①破綻処理制度の整備
5. 国際的な規制水準の引き上げと国際的協調の改善 ①バーゼル銀行監督委員会 ②G20 ・クレジット・デリバティブや店頭デリバティブの標準化と監督の推進 ・その他

めている。また、前 CFTC 委員長であり FCIC 委員でもあった Brooksley Born の議会証言を見ると、NYFED [2010]と同様に、デリバティ

ブ契約の標準化と取引所取引や店頭市場に対する監督権限などを支持しながら、店頭デリバティブ・ディーラーに対して、①監督機関への

図表8 財務省ホワイト・ペーパーが提示する店頭デリバティブ規制改革案

- | |
|--|
| ①デリバティブ・ディーラーに対するブルーデンス規制 <ul style="list-style-type: none"> ・取引記録の保持 ・報告の要求 ・ビジネス・コンダクトの遵守 ・担保管理の厳格化 ②店頭デリバティブ取引を行う銀行や銀行持株会社に追加資本を要求 ③デリバティブ契約の標準化 <ul style="list-style-type: none"> ・規制された取引所での取引 ④規制された CCP での決済 <ul style="list-style-type: none"> ・CCP によるマージンの要求 ・CCP への報告要求 ⑤先物規制 (CFTC) と証券規制 (SEC) の調和 ⑥FRB の権限強化 |
|--|

登録、②取引記録の保持、③取引内容の報告、④ビジネス・コンダクトの遵守、が必要であると訴えている²⁶⁾。

2. 財務省ホワイト・ペーパー

2009年1月に発足した Barack Obama 政権は、金融危機の沈静化をはかるとともに、包括的な金融規制改革法の検討を連邦議会に依頼した²⁷⁾。また、Barack Obama 政権による新たな改革指針として、2009年6月に財務省から「Financial Regulatory Reform A New Foundation」(財務省ホワイト・ペーパー)が公表されている(図表7)。この財務省ホワイト・ペーパーは5つの柱から構成されており、第2の柱である金融市場の包括的な規制において、CDSを含むすべての店頭デリバティブに包括的な規制の導入が盛り込まれている。財務省ホワイト・ペーパーは、CDSを代表とする店頭デリバティブ市場でのリスクの積み上げが金融危機を伝播させたと指摘し、図表8の内容を新たな規制改革として挙げた。特に、CCPを通じた精算は NYFED [2010] や French et al. [2010] も求める施策でもある。CCPを利用す

ることで、店頭デリバティブ市場の透明性の向上を通じたシステミック・リスクの軽減のみならず、Acharya et al. [2009]が述べるように、市場参加者の適切な担保設定をもたらすメリットも期待される²⁸⁾。財務省は、このホワイト・ペーパーを下敷きとして、店頭デリバティブ市場の包括的な規制の見直しに関する法案の草稿を2009年8月11日に連邦下院へ提出している²⁹⁾。

2000年のCFMAの基礎となったPWG [1999]から10年を経て、米国の店頭デリバティブ規制へのアプローチは大きな転換を迎えた。CFMAの考えは、自由な競争による市場自治の達成であり、そのため、店頭デリバティブ市場の発展が最も重視されていた。財務省ホワイト・ペーパーの内容は、市場への明らかな管理の導入であり、規制された取引所取引との競争でもある。また、PWG [2008]において要請されていた業界の自主的な規制は、連邦法や連邦監督機関の規則へと格上げされている。

図表9 DF法 Title VII: Wall Street Transparency and Accountability Actの主な記述

	Subtitle A	Subtitle B
①定義 (CEA および34年証券取引所法へ規定を追加) ・スワップディーラー、主要なスワップ参加者 ・証券ベーススワップ・ディーラー、主要な証券ベーススワップ参加者 ※ CFTC は、スワップ、スワップディーラー、主要なスワップ参加者、適格契約参加者等を規則によって定めなければならない ※ SEC は、証券ベーススワップ参加者、適格契約参加者等を規則によって定めなければならない	Sec.721(a) Sec.721(c)	Sec.761(a) Sec.761(a)
②スワップおよび証券ベーススワップの精算 ※ Derivative Clearing Organization (DCO)を通じた精算を要求 ※ Clearing Agencyを通じた精算を要求 ※精算義務が適用除外となる取引 ※公開会社がカウンターパーティとなる場合の精算義務適用除外規定	Sec.723(a) Sec.723(a) Sec.723(b)	Sec.763(a) Sec.763(a)
③デリバティブの精算機関の規制 ※スワップを対象とする DCO の CFTC への登録 ※ DCO に対する規制 (リスクマネジメント、報告義務、記録の保持等) ※証券ベーススワップを対象とする Clearing Agency の SEC への登録	Sec.725(a) Sec.725(c)	Sec.763(b)
④取引所以外での取引の制限 (店頭デリバティブ取引は適格契約参加者のみが可能に)	Sec.723(a)	Sec.763(e)
⑤スワップ取引情報の報告要求	Sec.727	
⑥スワップデータ蓄積機関 (Swap Data Repository) と登録	Sec.728	Sec.723(i)
⑦精算を要求されないスワップに対する報告と記録保持の要求	Sec.729	Sec.766(a)
⑧大規模スワップ取引者に対する報告要求 (全ての取引に関する記録およびポジション)	Sec.730	Sec.763(i)
⑨スワップ・ディーラーと大規模スワップ参加者に対する規制 (Subtitle B では証券ベーススワップディーラーおよび参加者) (登録、所定の内容の報告、最小資本およびマージンの要求、取引内容の記録と補完、ビジネスコンダクトの保持等)	Sec.731	Sec.764
⑩スワップ執行ファシリティ (Swap Execution Facility) (Subtitle B では証券ベーススワップ執行ファシリティ) (登録、取引の監視体制の整備、記録の保持と保管等の要求)	Sec.733	Sec.763(c) Sec.763(e)
⑪不正取引 ※インサイダー規制の導入 ※その他	Sec.746 Sec.747 Sec.753	Sec.763(g)

IV. ドッド・フランク法 (DF法) と新たな規則

1. DF法が導入する新たな規制

2010年7月21日の大統領署名で成立したDF法は、その Title VII (Wall Street Trans-

parency and Accountability Act) において、店頭デリバティブ規制の包括的な見直しを行っている³⁰⁾。Title VIIの要点を図表9でまとめた。

Title VIIでは、CFTCが管轄するスワップとSECが管轄する証券ベーススワップに関して、ほぼ同様の内容を規定している。スワップ(証券ベーススワップ)ディーラーやCCP、データ蓄積機関などはCFTCないしSECへの登録

が求められ、CEA や1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act) の下、これら連邦監督機関の規制対象として、取引内容等に関する報告や記録およびその保管、最小資本やマージンの要求等が行われる。Title VIIが定める除外規定に該当しないスワップ (証券ベーススワップ) 取引は、別途定める精算機関を通じた精算と、DCM (Designated Contract Market) での取引が義務化された。また、店頭デリバティブ取引は、定義が修正された適格契約参加者に限定されている³¹⁾。

財務省ホワイト・ペーパーが掲げた改革は Title VII で具現化された。連邦監督機関の法的権限の明確化と、CCP やデータ蓄積機関などの市場インフラの整備により、店頭デリバティブ市場の透明性向上や、取引の健全性確保が期待される。一見すると DF 法の成立によって、CFMA に代表される市場委任的な規制アプローチから大きく転換し、デリバティブ市場全般へ厳格な規制が導入されたように見える。しかしながら、スワップ (証券ベーススワップ)、スワップ (証券ベーススワップ) デイラー、主要なスワップ (主要な証券ベーススワップ) 参加者、適格契約参加者等 (CEA を修正) の詳細な解釈は Title VII において示されていない。これらは、CFTC と SEC が協調の上で改めて規則で定める対象とされた³²⁾。また、例えば Sec.723(a) や Sec.763(a) のように、精算が要求されない取引など、Title VII には複数の除外規定も設けられている³³⁾。これらは、デリバティブ取引への参加者に対する Title VII の実効性が、CFTC や SEC の規則に大きく依存することを意味する。つまりは、デリバティブ市場の安定性のみならず、その成長性や革新性の相当程度が連邦監督機関の管理能力に左右される

と言えよう。

Title VII には、財務省ホワイト・ペーパーが想定した新たな規制の他、金融機関のビジネス行為を直接的に制約する Sec.716 も含まれた。Sec.716 は、当時の上院農業委員会委員長であった Blanche Lincoln 議員 (民主党) によって上院案に導入された修正条項をベースとしているため、通称「リンカーン修正条項」と呼ばれている³⁴⁾。

リンカーン修正条項は、スワップ・エンティティ (Swap Entity) に対する連邦政府の財政支援 (Bailout) を禁止しており、この連邦政府の財政支援には、FRB のディスカウント・ウインドウや信用供与 (Credit Facility) の他、Federal Deposit Insurance Corp (FDIC) の提供する預金保険の利用が含まれている³⁵⁾。当初のリンカーン修正条項には以下のような除外規定が含まれておらず、単純に商業銀行などの金融機関がデリバティブ取引を行うことを実質的に禁止する条項であった。このようなビジネス行為を制約する規定は、エキゾチック・スワップなどの高リスクのデリバティブは、預金を受け入れる金融機関の業務の中核であってはならないとの考えを反映しており³⁶⁾、DF 法の Sec.619 (いわゆる「ボルカー・ルール」) と合わせて、大手金融機関の業務を著しく制限する法文として捉えられる。しかしながら上・下院の法案の一本化を検討した両院協議会において、Sec.716(c) の除外規定が加えられた結果、預金保険対象機関は自身が主要なスワップ (証券ベーススワップ) 参加者であることは可能になり、また、スワップ・エンティティを子会社化する場合に上記の禁止事項は適用されないこととなった³⁷⁾。更に、預金保険対象機関本体においても、リスク・ヘッジやリスク軽減などの

図表10 CFTC が定めた主なデリバティブ関係の最終規則 (2012年8月24日現在)

タイトル	施行日	Title VIIの関連セクション
① Agricultural Commodity Definition	2011年9月12日	Sec.721(a)
② Large Trader Reporting for Physical Commodity Swaps	9月20日	-
③ Process for Review of Swaps for Mandatory Clearing	9月26日	Sec.723(a) Sec.745(b)
④ Provisions Common to Registered Entities	9月26日	Sec.745
⑤ Swap Data Repositories: Registration Standards, Duties and Core Principles	10月31日	Sec.727 Sec.728
⑥ Derivatives Clearing Organization General Provisions and Core Principles	2012年1月9日	Sec.725(c)
⑦ Position Limits for Futures and Swaps	1月17日	Sec.737
⑧ Real-Time Public Reporting of Swap Transaction Data	8月13日	-
⑨ Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements	3月13日	Sec.727 Sec.728
⑩ Registration of Swap Dealers and Major Swap Participants	3月19日	Sec.721(a) Sec.712(d)
⑪ Swap Dealer and Major Swap Participant Recordkeeping, Reporting, and Duties Rules; etc.	6月4日	Sec.731 Sec.732
⑫ Further Definition of Swap Dealer, Security-Based Swap Dealer, Major Swap Participant, Major Security-Based Swap Participant and Eligible Contract Participant (SEC とのジョイント・ルール)	7月23日	Sec.721(c) Sec.712(d) Sec.761(a)
⑬ Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements: Pre-Enactment and Transition Swaps	8月13日	Sec.727 Sec.728
⑭ End-User Exception to the Clearing Requirement for Swaps	9月17日	Sec.737 Sec.723(a)
⑮ Further Definition of Swap, Security-Based Swap, and Security-Based Swap Agreement; Mixed Swaps; Security-Based Swap Agreement Recordkeeping (SEC とのジョイント・ルール)	10月12日	Sec.712(a) Sec.712(d) Sec.761(a)

目的で行うデリバティブ取引が認められ、CDS に関しても精算機関で精算を行えば取引が可能とされた (Sec.716(d))。結果として、リンカーン修正条項は非常に複雑な内容となっている。

DF 法の Title VII によって、米国の店頭デリバティブへの規制アプローチは、これまでの競争を基礎とした市場規律型から、連邦監督機関による直接的な監視型へと変化をしたと言える。この新たな規制アプローチが有効であるためには、連邦監督機関による十分な管理能力が不可欠である。例えば、Acharya et al. [2011] が指摘するように、リスクが集中する CCP は、新たな「大きすぎて潰せない機関」として、十分な監視が必要であろう。しかしながら、リン

カーン修正条項に代表されるように、Title VII の複雑さは実際の市場管理において多くの抜け穴を生み、連邦監督機関の現実的な対応を困難にさせかねない。

2. CFTC と SEC が新たに導入した主な規則

Title VII の求めに応じて、CFTC ならびに SEC はデリバティブに関連する規則の作成を行っている。本稿執筆時点で CFTC が成立させた主な最終規則を図表10にまとめた。同時点で SEC も、CFTC と共同で発行したスワップ (証券ベーススワップ) 等やスワップ (証券ベーススワップ) デイラー等の定義に関する規則の他、証券ベーススワップの精算に関する

規則 (S7-44-10, 施行日2012年8月13日) などの新規則を定めている³⁸⁾。これら新規則の中でも、Title VIIのSec.712(d)がCFTCとSECに命じたスワップやスワップディーラー等の定義は、Title VIIが導入した様々な規制の適用範囲を決定し、規制の実効性を左右する重要な項目である。

先に2012年5月23日の連邦官報 (Federal Register Vo. 77, No. 100) で、CFTCとSECの連名でスワップディーラー等、主要なスワップ参加者等、適格契約参加者の定義に関する新規則および解釈ガイダンス (Interpretive Guidance) が公表された。Title VIIのSec.721(c)やSec.761(a)が明記したスワップディーラー等の定義は、CEAのSec.1a(49)(A)および証券取引所法のRule3a71-1として新たに加えられた。CFTCとSECはFRBやデリバティブ市場参加者との協議を経て、この最終規則では、これらの定義の詳細な解釈を与えている³⁹⁾。

Title VIIのSec.721(a)では、いわゆるオプションやこれまで慣例的にデリバティブと呼ばれている取引等を含め、広い概念のスワップ (証券ベーススワップ) を定義し、金利スワップを初めとする22のカテゴリーと、スワップから除外される10のカテゴリーを挙げている⁴⁰⁾。2012年8月13日の連邦官報 (Vo. 77, No. 156) においてCFTCとSECの連名で公表された最終規則により、Sec.721(a)の内容はCEAのSec.1a(47)(A)とされた。天然ガスなどの先渡取引契約やカーボン・オフセット (Carbon Offset) などの環境コモディティ (Environmental Commodity) などの一部の取引を除いて、ほとんどのデリバティブ取引がスワップ (証券ベーススワップ) として定められた。スワップ等の定義が確定したことによって、CFTCならびに

SECは全般的なデリバティブ取引に監督を行うことが可能となった。しかしながら、7月19日の連邦官報で公表された精算を除外されるエンド・ユーザーに関する最終規則と合わせて、一部のエネルギー企業のデリバティブ取引にはCFTCの監督権限が及ばず、2004年に連邦議会で問題視されたエンロン・ループホールは、依然として手当されていない。

V. まとめ

本稿では、米国の店頭デリバティブに対する規制アプローチの変遷を概観した。

主に農産物を対象として発生したデリバティブ取引は、当初は基本的に取引所取引に限定されており、連邦レベルで店頭デリバティブを規制する必要性は低かった。その後、90年代初めの規制緩和によって、店頭デリバティブ市場は大きく拡大する。この背景には、デリバティブ取引の多様化へのニーズと米国市場の国際的な競争力強化の考えがある。CFMAを代表例に、この時期の規制は市場競争と市場規律を重んじるアプローチであったと言える。市場の拡大にともない、90年代にデリバティブ取引による巨額損失を出す機関が出現したことによって、規制の見直しを余儀なくされたが、あくまでも市場参加者によるリスク管理の改善や自主規制の強化に留まり、店頭デリバティブ取引への直接的な規制の強化とはならなかった。米国の店頭デリバティブ市場と法規制のギャップの存在は、この時期から明確になったと言えよう。

DF法のTitle VIIによって、デリバティブ市場全般が規制の対象とされ、CFTCやSEC等の連邦監督機関に連邦法による監督権限が与えられた。また、CCPなどの市場インフラが整

備された。DF 法によって、米国の規制アプローチは市場の直接的な監視型へと変化したことに間違いはない。DF 法がもたらした新たな規制アプローチにとって、CFTC や SEC などの連邦監督機関の十分な管理能力は必要条件になる。しかしながら、Title VII および CFTC や SEC の新規制には多くの除外規定が設けられるなど、その構造は複雑である。これは、取引業務への現実的な対応や、デリバティブ市場の成長の阻害防止が目的と思われるが、実際の法規制の運用にとっては足枷となる。市場の変化への対応や除外規定の想定外の活用に対して、連邦監督機関の管理能力が不十分であった場合、DF 法の実効性は大きく損なわれることになろう。

注

- 1) 2010年7月1日に開催された下記 FCIC の公聴会における CFTC の Gary Gensler 委員長の証言では、同時点での米国における店頭デリバティブ取引はネットで約 \$300tri であり、米国実体経済の約20倍におよんでいた。
- 2) 1921年に Future Trading Act が成立しているが、翌年5月の連邦最高裁判所で憲法違反の判決が出ている。また、1864年の Anti-Gold Futures Act も僅か2週間の短命であった。
- 3) 例えば、1929年のウォール街の株価暴落の原因究明においても、デリバティブ取引は問題視されなかった。
- 4) 1974年の CEA 改正により CEA の管轄が規制取引所で取引されるすべての先物やオプション取引（ただし玉葱などの例外を設定）にまで拡大された。ただし、後述するように、スワップを初めとするデリバティブに対する法的安定性 (Legal Certainty) は、2000年の CEA 改正まで与えられてはいない。また、連邦議会は CEA を改正するとともに、1974年に Commodity Futures Trading Commission Act を成立させ、翌1975年に規制と取引所の監督などを担当する連邦機関として CFTC を創設した。CFTC の組織や権限等に関しては岡田 [2010] が詳しい。
- 5) Stout [2011]によれば、米コモン・ロー上は、店頭デリバティブ取引はギャンブル行為に該当し、例えば州法の Anti-Bucketshop Law などの対象となる。そのため、CEA によって規制された取引所での取引の条件が付与されることで、先物取引などの適法性が確保された。
- 6) Policy Statement Concerning Swap Transactions, 54 Fed. Reg. 30, 694. 1989年7月21日。
- 7) 1998年5月の CFTC のコンセプト・リリースを読むと明らかのように、この除外に関して、デリバティブ市場は機関投資家だけの市場であり、また、店頭デリバティブ市場はカスタマイズされ、専門化された市場との判断があった。ただし、店頭デリバティブが証券 (Security) や先物契約である場合は、連邦証券法や CME 等の詐欺防止条項に従わねばならず、また、その販売は SEC や CFTC の監督の対象となる。しかしながら、Paul Volcker 元 FRB 議長が率いる G30は1993年7月に公開した「Derivatives: Practices and Principles」の中で、デリバティブ取引に関する20のリコメンドを提示し、特に市場のリスク把握の必要性を訴えていたことに注目すべきである。
- 8) 6つの大手証券業者は、CS First Boston 社、Goldman Sachs 社、Lehman Brothers 社、Merrill Lynch 社、Morgan Stanley 社および Salomon Brothers 社。
- 9) LTCM 破綻までの経緯は Lowenstein [2000] が詳しい。後述する CFTC の当時の委員長であった Brooksley Born の議会証言によれば、財務省より CFTC に対して LTCM の経営危機が正式に伝えられたのは1998年9月23日である。
- 10) 1998年10月1日に開催された、米下院議会銀行および金融サービス委員会における Brooksley Born (当時の CFTC 委員長) の議会証言。
- 11) 同時に Brooksley Born 委員長は、当時の第105回連邦下院農業委員会 (House Committee on Agriculture) において検討されていた、1999年3月30日まで CFTC が店頭デリバティブ取引に対して如何なる規制の付与も禁止する Financial Markets Reassurance Act of 1998 (後に廃案) を批判している。
- 12) 1998年5月7日の CFTC のコンセプト・リリース (本文参照) に対して、同日付で財務省長官、FRB 議長、SEC 委員長の連名で、異例とも言えるジョイント・ステートメントが発表されている。この声明では、CFTC のコンセプト・リリースの内容は店頭デリバティブ市場の法定不安定さを助長するものであると非難し、連邦議会を含めた連邦機関全体で対処すべき問題であるとしている。
- 13) Richard Lindsey (当時の SEC ディレクター、現アラバマ州下院議員) が1998年12月16日に上院の農業委員会 (Senate Committee on Agriculture, Nutrition, and Forestry) で行った議会証言。
- 14) PWG は、1988年の大統領令 (Executive Order 12631) により組織された。財務長官、FRB 議長、SEC 委員長および CFTC 委員長で構成される。Brooksley Born は1998年6月に CFTC 委員長を辞任しており、同年11月の報告書に署名した CFTC 委員長は William Rainer であった。他の署名者は、財務長官が Laurence Summers、FRB 議長が Alan Greenspan、SEC 委員長が Arthur Levitt である。
- 15) しかしながら Stout [2011] が指摘するように、CFMA が成立した時点で、このような考えを支持するなんらの実証的な証拠も示されてはいなかった。

- 16) CFMA は、1982年の Shad-Johnson 合意の下で禁止されていた個別株オプションの解禁も行っている。Skeel [2011]によれば、米国の大手金融機関にとって、標準化されていない店頭デリバティブ商品は、顧客と契約ベースでのネゴシエーションが行われられないため、主要な収益源となった。
- 17) 2009年9月22日、上院農業委員会での議会証言。
- 18) Enron 社の経営破綻に関しては、McLean and Elkind [2003]が詳しい。エンロン社の不正会計問題を受け、2002年に Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act (通称サーベンス・オクスリー法、SOX 法) が成立している。
- 19) 連邦議会で議論されていた問題点は、議会提出の報告書である Jickling [2008]で整理されている。
- 20) 連邦議会両院の審議段階では Close the Enron Loophole Act の名称であった。連邦議会で成立した法は、当時の George・W・Bush 大統領によって拒否権 (Veto) が発動されたものの、両院三分の二以上の賛成で再可決 (Override、上書き) されたことにより成立している。
- 21) 第110回連邦議会で提出された店頭デリバティブ取引を規制する法案は、上院では S.577, S.3131, S.3134, S.3202など、下院では H.R.3009, H.R.6264, H.R.6330, H.R.6341, H.R.6372など多数あった。これら法案に関しては、Jickling & Cunningham [2008]が詳しい。
- 22) Emergency Economic Stabilization Act は、当初審議された法案が9月29日の下院採決で否決 (賛成205, 反対228) された後、H.R.1424を元に修正されて両院で可決した (上院は10月1日に可決、下院は10月3日に可決)。TARP と合わせて、当時の金融危機への対応は、財務省が中心であった。
- 23) 議会監視パネルは、両院によって指名された識者によって構成され、その主な目的は TARP の運用を監視することである。2009年末に解散している。議長の Elizabeth Warren (ハーバード・ロースクール教授、破産法を専門) は、DF 法によって設立された消費者金融保護局 (Consumer Financial Protection Bureau) の特別顧問に2010年9月に就任している。
- 24) FCIC は2009年の Fraud Enforcement and Recovery Act により連邦議会内に設置された機関であり、10名の民間有識者 (うち6名が民主党系、4名が共和党系) で構成されている。FCIC の他、上院の常設調査機関である United States Senate Permanent Subcommittee on Investigations も、金融危機の発生原因に関して調査を行っている。常設委員会は上院の国土安全保障・政府問題委員会の小委員会であり、11名の上院議員から構成される。その調査対象は、主に政府機関の運営に関する効率性や経済性などの問題であり、2008年の金融危機に関して調査した結果を「Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse」にまとめている。
- 25) 4人の共和党系委員からは、Peter Wallison 委員が単独で提出した反論書と、他の3人が署名した反論書の他に、これら4人全員が署名した「Financial Crisis Primer Questions and Answers on the Causes of the Financial Crisis」も公開されている。また、FCIC の最終報告書 (FCIC [2011]) が提出されたのは2011年1月であり、DF 法 (2010年7月に成立) の審議過程にどれほどの影響を与えたのかは不明である。全般的な金融規制改革の内容に関して、民主党系と共和党系の間には相対的な意見の相違が見られ、DF 法に基づき各規制・監督機関が行う新たな規則制定において、混乱を招く原因ともなっている。この両党間の意見の溝は、現在でも埋まっていない。
- 26) 2009年12月2日の連議会共同経済委員会 (Joint Economic Committee of Congress) での議会証言。
- 27) 財務省は連邦議会に対して、店頭デリバティブ規制改革に関する Barack Obama 政権の骨子を2009年5月13日に提出している (<http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg129.aspx>)。
- 28) Acharya et al. [2009]によれば、店頭取引では取引相手の保有ポジションや他の市場との連関性が不透明であるため最適な担保の設定が困難であるが、CCP 等の利用により市場参加者は最適な担保設定が可能となる。
- 29) 財務省が下院に提出した草稿は、下院サービス委員会の Barney Frank 委員長 (当時) がスポンサーとなり、10月13日に Over-the-Counter Derivatives markets Act として法案化された (廃案)。当該法案に関しては関 [2009] が詳しい。
- 30) Title VII は、店頭スワップ市場の規制 (主に CFTC) に関する Subtitle A (Sec.711~ Sec.754) と、証券ベースのスワップ市場の規制 (主に SEC) に関する Subtitle B (Sec.761~ Sec.774) から構成される。また Subtitle A は、Part I (規制権限) と Part II (スワップ市場の規制) から成り立つ。
- 31) DF 法以前より、適格契約参加者は CEA の Sec.1a(2) で定義されており、①金融機関、②州政府や外国政府によって規制される保険会社、③1940年投資会社法 (Investment Company Act) の規制に従う投資会社、④コモディティ・プール (商品ファンド) (総資産が \$5mio 超等)、⑤会社やパートナーシップ、信託等 (総資産 \$10mio 超等)、⑥ ERISA 法に従う従業員退職給付プラン (総資産が \$5mio 超等) などが該当する。
- 32) スワップ (証券ベーススワップ) のおおまかな定義は Sec.721(a) で与えられており、また、同条項において10の契約等がスワップの定義から除外されている。定義から除外された契約等には1974年の CEA 改正で規制対象外とされた先渡取引も含まれている。これら定義に関する議会での議論は、両院協議会の記録 (Congressional Record of House, H5233-H5261, 2010年6月30日) を参照されたい。
- 33) Sec.723(a) の除外規定の対象は、取引の一方が① Financial Entity ではない、②ヘッジやリスク軽減が目的である、③ CFTC が認める場合、となっている。Financial Entity には、①スワップ (証券ベーススワップ) デイラー、②主要なスワップ (証券ベーススワップ) 参加者、③コモディティ・プール、④1940年投資顧問法 (Investment Advisers Act) の Sec.202(a) が定める私募ファンド、⑤ ERISA 法が定める従業員退職給付プラン、⑥銀行持株会社法 (Bank Holding Company

- Act) が定める銀行業等の従事者等が該当する。
- 34) 2010年4月に上院へ提出され、5月20日に上院を通過した。Swap Pushout Rule とも呼ばれている。財務省の草稿がベースとなる下院案との摺り合わせを行った両院協議会では、当該修正条項に対する FDIC の Sheila Bair 議長や FRB の Ben Bernanke 議長の反対もあり、DF 法の一本化にとって大きな障害となった。
- 35) スワップ・エンティティとは、CEA もしくは証券取引所に登録されるスワップ (証券ベーススワップ) デイラー、主要なスワップ (証券ベーススワップ) 参加者が該当する (Sec.716(b))。
- 36) Congressional Record of Senate, S3121-S3144, 2010年5月5日を参照。
- 37) また、スワップ・エンティティには、Federal Deposit Insurance Act が規定する預金保険対象機関や、DF 法の Title II が規定する FDIC による Covered Financial Company (Conservatorship, Receivership, Bridge Bank) も含まれない (Sec.716(g))。
- 38) 主に CFTC が担当した店頭デリバティブに関する規則の策定は DF 法が定める期限を超え、大幅に遅れている。この理由には、2011年10月に経営破綻した MG グローバル社が顧客資産の分別管理を徹底せず、約 \$1.6bio もの顧客資産が失われていた問題が露呈したことや、現実のデリバティブ市場における内外の利害関係の調整が困難であることなどがある。詳しくは磯部 [2012] を参照されたい。
- 39) この最終規則で注目されたのは定義からの最小除外条件 (De Minimis Exception) の要件である。Title VII では、最小除外条件の項目のみが与えられていた。2010年12月に提示された規則案では、12ヶ月間での名目デリバティブ契約が \$100mio を要件としていたが、最終規則では \$8bio まで引き上げられ、定義からの除外条件が緩和されている。しかしながら、5年後にこの要件は \$3bio まで引き下げられ、規定では \$100mio まで引き下げることが可能である。
- 40) Sec.761(a)によって、証券取引所法の Sec.3(a)に証券ベーススワップ等の用語が加えられている。

引用文献

- 磯部 昌吾 [2011] 「適用期限が延期された米国の OTC デリバティブ規制」『資本市場クォーターリー』 Summer, 1-9頁
- 岡田 悟 [2010] 「米国商品先物取引委員会 (CFTC) ——組織、権限、証券規制との関係——」『レファレンス』 No.719, 国立国会図書館, 77-98頁
- 関 雄太 [2009] 「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」『資本市場クォーターリー』 Autumn, 65-75頁
- 若園智明 [2009] 「米国における金融規制改革の方向性と問題点」『証券経済研究』第68号, 日本証券経済研究所, 19-40頁
- Acharya V. Viral et al. [2009] "Centralized Clearing for Credit Derivatives," *Restoring Financial Stability*, Acharya V. Viral and Matthew Richardson editor, Chapter 11, John Wiley and Sons.
- Acharya V. Viral et al. [2011] "Derivatives: The Ultimate Financial Innovation," *Regulating Wall Street*, Acharya V. Viral et al. editor, Chapter 10, John Wiley and Sons.
- CFTC [2007] "Report on the Oversight of Trading on Regulated Futures Exchanges and Exempt Commercial Markets," October.
- FCIC [2011] "the Financial Crisis Inquiry Report, Authorized Edition," Public Affairs New York.
- French R. Kenneth, et al. [2010] "The Squam Lake Report," Princeton University Press.
- GAO [1997] "OTC Derivatives Additional Oversight Could Reduce Costly Sales Practice Disputes," October, GGD-98-5.
- Gerding, F. Erik [2012] "Credit Derivatives, Leverage, and Financial regulation's Missing Macroeconomic Dimension," *Berkeley Business Law Journal*, Vo.8, pp.101-145.
- Jickling Mark [2008] "The Enron Loophole," *CRS Report for Congress*, Order Code RS22912, July 7.
- Jickling Mark and Lynn J. Cunningham [2008] "Speculation and Energy Prices: Legislative Responses," *CRS Report for Congress*, Order Code RL34555, July 8.
- Lowenstein, Roger [2000] "When Genius Failed," Random House.
- McLean, Bethany and Peter Elkind [2003] "The Smartest Guys in the Room," Portfolio.

NYFED [2010] "Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure," *Staff Report*, No. 424, January (Revised March).

PWG [1999] "*Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act*," November.

PWG [2008] "*Policy Statement on Financial Mar-*

ket Developments," March.

Skeel, David [2011] "*The New Financial Deal*," Wiley.

Stout, A. Lynn [2011] "Derivatives and the legal origin of the 2008 credit crisis," *Harvard Business Law Review*, Vol. 1, pp. 1-38.

(当研究所主任研究員)