

サマリー

先物市場に対する金融規制動向とエネルギー企業への影響 ー米国ドッド・フランク法を中心にー

石油・ガスユニット 松本 知子

2008年金融危機を経て、世界では金融規制強化の方向に動いている。本稿では、多岐に亘る金融規制の中でも、原油が商品として取引されている先物市場に対する規制強化に焦点を当てる。まず、金融規制強化がどうしても必要とされたか、その背景やG20での動きを把握する。次に、世界の金融規制強化を牽引する米国の政策、いわゆるドッド・フランク法による規制動向（OTCデリバティブ市場改革）を捉え、米国商品先物取引委員会が定める規制やその規制によるエネルギー企業への影響を検討する。現時点では、エネルギー企業の多くは規制対象から免れているが、規制内容が厳しくなる可能性も残されているため、どのように規制が具体化されていくか今後も注目を要する。そして、米国以外に主要な金融市場を持つEU、日本、シンガポールでの規制動向を概略する。米国の規制策定に関する行き先が不透明なことも手伝い、全体的には、金融規制強化のプロセスは遅れている。従って、G20で合意された2012年末という金融規制強化の履行期限の達成は難しい状況である。また、OTCデリバティブ市場は国際的な取引を含むため、各国間の異なる規制内容についていかに国際間の協調を図っていくかが課題として挙げられる。

お問合せ: report@tky.iej.or.jp

先物市場に対する金融規制動向とエネルギー企業への影響 —米国ドッド・フランク法を中心に—

石油・ガスユニット 松本 知子

はじめに

2008年金融危機を経て、世界では金融規制強化の方向に動いている。2008年11月、金融危機直後に米国ワシントンDCで行われた金融・世界経済に関する世界首脳会合(G20)で、各国は、金融市場と規制枠組みの強化を実施することで合意した。その後のG20でも毎回金融規制強化について論じられ、重要な課題として扱われている。他方、G20での合意内容を受けて、各国はその対応(法整備)に迫られており、日本も例外ではない。本稿では、多岐に亘る金融規制の中でも、原油が商品として取引されている先物市場に対する規制強化に焦点を当てる。まず、金融規制強化がどうして必要とされたか、その背景を把握する。次に、世界の金融規制強化を牽引する米国の政策、いわゆるドッド・フランク法による規制動向を捉え、同規制によるエネルギー企業への影響を検討する。そして、米国以外に主要な金融市場を持つEU、日本、シンガポールでの規制動向を概略し、最後に、今後の注目点についてまとめる。

1. 金融規制強化の背景

1-1 OTCデリバティブ市場の規制

金融規制強化のきっかけとなったのは、2008年リーマンショックに端を発した世界金融危機であった。金融危機の発生によって市場の脆弱性が顕になり、金融規制の包括的な改革が必要と認識されたのである。中でも、金融危機のトリガーとなったシステムック・リスクへの対処方法が問題視された¹。そのため、システムック・リスクの再発を防止するためのフレームワークが必要と考えられた。

そこで\$650兆規模とされるスワップ市場のリスクを低減することが、金融市場の安定化に不可欠とされ、それまで殆ど規制の対象外であったOTC(over-the-counter)デリバティブ取引の規制が注目された²。欧米では、クレジット・デフォルト・スワップのOTCデリバティブ取引が拡大していた中で、リーマン・ブラザーズのような大手投資銀行が経営危機に陥ったため、市場にカウンターパーティ・リスクが高まり、システムック・リスクにつ

¹ 「システムック・リスクとは、個別の金融機関の支払不能等や、特定の市場または決済システム等の機能不全が、他の金融機関、他の市場、または金融システム全体に波及するリスクのこと」をいう。(日本銀行HP)

² OTC(店頭)デリバティブ取引とは、証券取引所や金融商品取引所のような取引所ではなく、金融機関(銀行や証券会社)で取引されるデリバティブ(株や債権などの原資産から派生した商品)取引のことをいう。

ながら懸念が生じたとされる³。また、OTCデリバティブ市場の取引量が拡大した結果、取引関係が複雑化し、規制当局や市場参加者は市場を把握するのが困難になっていたことも問題を悪化させた⁴。従って、OTCデリバティブ市場の透明性を高めることがシステミック・リスク再発防止には重要と考えられた。

為替などのリスク・ヘッジを行うためにスワップ市場を利用していたエネルギー企業は、このOTCデリバティブ市場の規制強化の内容次第では影響を被ることを察知し、その規制動向を注視した。米国では、OTCデリバティブ市場規制対象になるか否かで、エネルギー企業の負担は大きく変わるため、規制対象となる「スワップ・ディーラー」や清算義務免除となる「エンド・ユーザー」の定義に対する関心が強かった。

1-2 G20における金融規制強化

G20では、2008年11月第1回ワシントンDCサミットで金融市場と枠組みの強化に合意されて以降、各国にコミットメントを求め、金融規制改革への取組みを促している。OTCデリバティブ取引について大きな動きが見られたのは2009年9月ピッツバーグ・サミットであった。同サミットで2012年末を履行期限と設定して、次の事が合意された。

標準化されたOTCデリバティブ契約について、

- ①取引所又は電子取引基盤を通じた取引を行う。
- ②中央清算機関（central counterparty clearing house, CCP）を通じた決済を行う。
- ③取引情報蓄積機関（trade repository）への報告義務を課す。
- ④中央清算機関を通じて決済がされない契約に対しては、より高い自己資本賦課の対象とする。

という4点が定められた。各国は、この4項目を全てもしくは部分的に規制として立案し、導入すべく動いている。

さらに、G20では各国の金融規制を管理する体制も整えている。2009年4月のロンドン・サミットにて、金融規制・監督体制を強化するため、金融安定化フォーラム（1992年G7ボン会合にて設立された国際的なフォーラム）の役割と組織基盤を強化した金融安定理事会（Financial Stability Board, FSB）を設立し、金融規制強化に関する政策提言や各国政府の金融規制強化に関する進捗状況を定期的に報告することが要請された。

また、G20は、証券監督者国際機構（International Organization of Securities

³ カウンターパーティ・リスクとは、「金融商品の取引において相手方（カウンターパーティ）がデフォルトすることで損失を被るリスク」を指す。（桜井悠司「OTCデリバティブ取引におけるカウンターパーティ・リスクの管理手法：CVAの理論と実務上の論点に関するサーベイ」金融研究第30巻第2号）

⁴ 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2011Summer

Commissions, IOSCO) や支払・決済システム委員会 (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS)等の国際的なフォーラムに対して、商品先物市場に関する規制の改善や基本原則の提供を要請し、各国が法整備を行うにあたって指針となるような枠組みを策定するように求めている。例えば、2011年9月、IOSCOは、石油や農産物などの商品デリバティブ（金融派生商品）市場の国際規制に関して新たな指針となる「商品デリバティブ市場の規制及び監督に関する原則」(Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets) を発表した⁵。2008年の石油や食品の価格の乱高下が世界経済の不安要因の一つであったため、G20は、投機マネーが流入し透明性の低い商品デリバティブ市場への規制強化を求めている。この指針をもって、各国に具体的な規制作りが求められた。また、2012年10月、IOSCOは、「石油価格報告機関に関する原則(Principles for Oil Price Reporting Agencies)」を発表した。同書は、PlattsやArgusのような石油価格報告機関⁶に透明性の向上や説明責任を改善させるために、価格算定方法の見直しや内部監査の確立等、自主的に実施すべき原則事項を定めている⁷。発表後18ヶ月間、石油価格報告機関は本原則の遵守状況について監視され、更なる措置が必要とされた場合は、今回は見送られた原油価格報告機関に対する直接的な規制が課される可能性もまだ残されている。

2. 米国の金融規制動向

2-1 ドッド・フランク法の OTC デリバティブ市場改革

金融規制強化において先行する米国の動きは世界的に注目されている。各国は、OTC デリバティブ規制が国際的な調和を必要とする分野ということもあり、米国が定める政策と齟齬を少なくするため、その動向を見据えているといっても過言ではない。次に、米国の OTC デリバティブ市場の規制内容を概観する。

米国の OTC デリバティブ市場に対する規制は、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 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、以下、ドッド・フランク法)」の中に定められている。OTC デリバティブ市場に関する要点は次の通りである⁸。

⁵ IOSCO や CPSS は先物市場や金融インフラについて多数の報告書を発表している。

⁶ Pricing reporting agencies (PRAs). 現物・デリバティブ市場における取引価格及びある時点における価格の算定値を報告する、また、商品市場に関するニュースを報告する出版社や情報提供企業のこと。(IOSCO, *Principles for Oil Price Reporting Agencies*, 5 October 2012.)

⁷ Petroleum Intelligence Weekly, October 15, 2012.

⁸ 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 Summer。ドッド・フランク法は、包括的な金融改革制度であり、OTC デリバティブ市場の改革の他に次のような内容を含んでいる。①システムミック・リスク・レギュレーターの設定、②トゥー・ビッグ・トゥー・フェイル (too big to fail) の終焉 (システムミック・リスクをもたらし得るシステム上重要な金融会社に対しては、通常の金融機関より厳格なブルーデンス規制を課してその破綻の確率を引き下げ、大規模な金融会社が破綻に至った場合には、システムミック・リスクを回避するとともに納税者負担を回避し

- OTC デリバティブ取引の標準化として、集中清算機関における集中清算の執行
- 取引所または規制下に置かれる電子取引システムにおける取引の執行
- デリバティブ市場の参加者について、「スワップ・ディーラー (swap dealer)」及び「主要スワップ参加者 (major swap participants)」に対する登録義務
- 銀行からデリバティブ部門の分離を求めるスワップ・プッシュアウト条項の設置

これらの規定は OTC デリバティブ市場規制の大枠にすぎず、具体的な規則の策定が必要となる⁹。その役を担うのが、商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 及び証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) である。ドッド・フランク法ではクレジット・デフォルト・スワップや金利スワップを含むデリバティブを「スワップ」と定義しており、CFTC の規制は商品取引所法に規定する「スワップ」、SEC の規制は証券取引所法に規定する「証券派生スワップ (securities-based swap)」に対して適用される。

2-2 商品先物取引委員会が定めた規制

CFTC は OTC デリバティブ取引に関する規定作りを徐々に進めている。特に注目を集めたのは、集中清算、報告義務、自己資本賦課の対象となる「スワップ」、「スワップ・ディーラー」及び「主要スワップ参加者」の定義がどのように定められるかであった。2012年4月18日、CFTC は「スワップ・ディーラー」及び「主要スワップ参加者」の定義を承認し¹⁰、同年7月10日、「スワップ」「証券派生スワップ」の定義、及び、清算義務が免除されるエンド・ユーザーに関する最終規則が承認された。8月13日に Federal Register に公表され、その60日後となる2012年10月12日、これらの定義が発効となった。最終的に定義づけられた「スワップ・ディーラー」では、定期的にスワップ取引に従事する事業者の中で、年間\$80億以上の取引を行う事業者を当面その対象とする、とされた¹¹。

ながら当該金融会社を清算するという政策方針)、③ヘッジファンド規制の導入、④銀行・保険規制システムの改善、⑤格付機関規制の強化、⑥証券化市場規制の導入、⑦役員報酬、コーポレート・ガバナンスの改善、⑨消費者保護、投資家保護の強化。

⁹ ドッド・フランク法の中で、規則策定が必要な法規上の項目は240以上、調査や勧告を含めれば300項目以上になると言われた (ロザノ容子・関雄太「ドッド・フランク法に対する米国証券業界の反応 - SIFMA 規制改革サミットの内容報告」野村資本市場クォーターリー 2010 Autumn)。本稿執筆時点 (2012年12月10日) で、CFTC は41項目の最終規則と8項目の最終指針を発表している。

¹⁰ 「スワップ・ディーラー」とは、自らをスワップのディーラーとして称する者、スワップでマーケット・メーカー (make a market) をする者、自己勘定のために通常業務過程でスワップを定期的に締結する者、取引においてスワップのトレーダーもしくはマーケット・メーカーとして一般に認識されるような業務を行う者、を指す。また、「主要スワップ参加者」とは、主要なスワップのカテゴリーで相当規模のポジション (substantial position) を保有している者 (商業的リスクをヘッジもしくは軽減する目的で保有しているポジションを除く)、相当規模のポジションを保有し、高いレバレッジを効かせ、かつ、連邦金融監督機関の自己資本賦課の対象となっていない金融機関、米国金融システムに深刻な悪影響を及ぼし得る相当規模のカウンターパーティ・エクスポージャー (counterparty exposure) を生み出す顕著なスワップ・ポジションの保有者、を指す。

¹¹ 当初、基準額は\$1億以上と提案されていたので、最終案では大幅に金額が引上げられ、多くのエネル

こうして「スワップ・ディーラー」の定義が明確になったことで、「スワップ・ディーラー」を対象とした OTC デリバティブ取引に関する規制が可能になった。まず、市場の効率性や透明性を改善するために、G20 でも挙げられていた報告義務や集中清算の義務付けが課される(表1)。また、投機を抑制するため、持ち高制限についても、2011年10月、CFTCは、石油や穀物等28種類の商品に関する先物・オプション・スワップ取引全てを対象にした規制案を承認した。持ち高を制限することで、商品市場が多数の参加者から構成されるため、市場価格の歪みを防ぎ、結果的にシステミック・リスクが減少すると考えられた。

表1 CFTCによる主な OTC デリバティブ規制

規制	目的	動向・現状
報告義務	市場の効率性・透明性の改善	<ul style="list-style-type: none"> •2012年3月、「スワップ取引者」が報告義務を負う業務行為に関する最終規制を承認 •取引の管理を行うことで、持ち高制限規定違反を防ぐ
集中清算の義務化		
持ち高制限	リスク・マネジメント 投機抑制	<ul style="list-style-type: none"> •2011年10月、商品投機規制案可決 •石油や穀物等28種類の商品に関する先物・オプション・スワップ取引の全てが対象 •当限月に関する先物取引については受け渡し「可能な供給量 (deliverable supply)」の25%が上限 •当限月以外は、全体の取組高が25,000枚以下であればその10%、25,000枚を越える部分については追加で2.5%に制限 •当限月分は「スワップ取引者」(スワップ・ディーラーや主要スワップ参加者)の定義が確定してから60日後、当限月分以外は、一年間のスワップ取引に関する情報収集を終えてから、規制が施行される予定 <p>⇒2012年9月28日、DC地方裁判所、持ち高制限を無効としCFTCに差し戻し</p>

(出所) 日本エネルギー経済研究所

しかし、持ち高制限については、施行の約2週間前である2012年9月28日、ワシントンDC地方裁判所が、CFTCの持ち高制限規定を無効とし、CFTCに差し戻す判決を出したため、CFTCは再検討を迫られている。この裁判は、国際スワップ・デリバティブ協会(International Swaps and Derivatives Association)及び証券業・金融市場協会(Securities Industry and Financial Markets Association)が原告として、CFTC(被告)の「米国商品取引法」及び「行政手続法」違反を根拠とし、特に、CFTCに与えられた法的な権限の解釈が誤っているとして訴訟を起こしたものである。同裁判での争点は、ドッド・

ギー企業が対象外になったと考えられる。しかし、この\$80億という基準額について、今後データを収集しながら\$30億にまで引き下げるという案もある。

フランク法成立に伴い「1936年米国商品取引法(Commodity Exchange Act of 1936)」のSection4(a)を修正した7 United States Code §6(a)は、CFTCが商品デリバティブ市場において新しい持ち高制限を課すことを義務付けているか否かであった。原告は、CFTCは持ち高制限を公布する際、持ち高制限が州際事業の障害の除去・軽減に“必要である(necessary)”という結論(finding)が要求されており、その持ち高制限が“適切である(appropriate)”ことを確認しなければならないが、CFTCはこれを怠っていると主張した。この主張に対し、CFTCは、そのような持ち高制限の必要性や適切性を証明しなくても持ち高制限を課すことができる権限を議会からCFTCは明確に付与されていると反論した。ワシントン DC 地方裁判所は、争点となった条項の法的解釈を行い、7 U.S.C §6(a)は、CFTCが主張するような持ち高制限を課すことができる明確な文言ではないとして、差し戻す判決が下された¹²。従って、2012年10月12日から課されるはずであった持ち高制限は施行されなかったが、CFTCが持ち高制限が必要であると結論づけた後に新しい持ち高制限を公表できる可能性は残された。

2-3 2012年米国大統領選挙の争点となった金融規制改革

ドッド・フランク法は2012年米国大統領選挙の争点の一つであった。結果的にはオバマ大統領が再選されたため、金融規制改革の方針に大きな変更はないと考えられるが、金融規制改革に関する両陣営の選挙を見越した考えがどのようなものであったか簡潔に記しておく。

2012年4月17日、オバマ政権は、下記のようなエネルギー市場の価格操作に対する監視強化策を提案し¹³、金融規制強化を継続していく姿勢をみせた。

- 石油先物市場監視のための予算増額
- CFTCにエネルギー市場監視のための最新技術の導入を許可
- 石油先物市場操作に対する罰金の増額
- 石油市場の取引傾向を把握できるようCFTC取引データへのアクセス拡大
- 石油市場の攪乱を防ぐためCFTCに証拠金の引き上げ権限を付与

他方、ロムニー候補によるOTCデリバティブ市場改革に関する考えの詳述はみられなかったものの、公約では、ドッド・フランク法を撤廃し、合理的で現代的な規定と置き換えると述べている。ロムニー候補は、金融機関が、融資よりもドッド・フランク法の遵守のために資金を活用するため、同法が経済回復を遅らせる一要因として捉えていた。

¹² *International Swaps and Derivatives Association, et al. v. U.S. Commodity Futures Trading Commission*, Civil Action No. 11-cv-2146, Memorandum Opinion issued by U.S. District Court Judge Robert L. Wilkins.

¹³ International Energy Agency. *Oil Market Report*. 11 May 2012.

この両者の金融規制改革への取り組みに関する評価は混在していた。オバマ大統領は有権者の支持を獲得したが、金融・保険・不動産業界からの献金はロムニー候補の半分以上と劣勢に立たされた¹⁴。また、ロムニー政権が誕生したら、金融規制改革にブレーキがかかると見られる一方で、ドッド・フランク法を公約どおり撤廃できるか不明とする見方も根強かった。これは、共和党や産業界でも、ドッド・フランク法を撤廃ではなく同法の一部改正が望ましいとする意見があったからである。オバマ大統領再選により、金融規制改革が進められていくことが確実となったが、今後も多くの規則策定が残されているため、共和党や産業界の理解・協力は不可欠となるであろう。

2-4 産業界の反応

では、ドッド・フランク法（特に、OTCデリバティブ市場規制）によって、影響を受けると考えられる産業界はどのような反応を示したであろうか。まず、モルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスのような大手投資銀行は、エネルギー市場で金融商品及び現物商品の両方の取引に携わっているため、最も規制強化の影響を受けやすいと考えられる。特に大手投資銀行の場合、ドッド・フランク法の「ボルカー・ルール(Volcker Rule)」の下、銀行、銀行持株会社及びその子会社が自己トレーディングを行うことを禁止されているため、大きな金融プレーヤーが市場から追放され、エネルギー市場の流動性が減少するのではないかと考えられた¹⁵。

他方、エネルギー企業にとっては、「スワップ・ディーラー」に分類されるか否かが大きな懸念であった。「スワップ・ディーラー」と分類されると、規定遵守（報告義務等）に伴うコスト増加は企業にとって新たな負担となる。現時点では、前述したように年間取引合計が\$80億を超える事業者が対象とされるため、メジャーのような石油企業は「スワップ・ディーラー」に分類される可能性が高いと考えられる。また、ヘッジング目的のスワップ取引ができるよう「エンド・ユーザー適用免除」を得られるかどうかも懸念材料であった。最終的に清算義務が免除される条件として、非金融事業者もしくは特定の金融事業者（資産\$100億以下の小規模金融機関、外国政府や国際金融機関のような政府機関、エンド・ユーザーの関連会社）が、スワップを商業的リスクのヘッジ目的で活用する場合に、清算するか否かを選択できる、とされた。最近行われた調査では、多くの石油・ガス生産企業や電力事業者は、エンド・ユーザーとして分類され清算義務を免除されると見込んで、ドッド・フランク法を遵守するための資金を準備していないと回答したとの報告もされている。

金融規制強化に対する反応として、スワップ市場のコスト負担増加や複雑で不透明な規

¹⁴ Bloomberg. 2012年9月3日「オバマ米大統領、金融規制改革法で有権者に宣伝-資金集め劣勢」

¹⁵ ボルカー・ルールの実施時期は、当初の予定（2012年7月）から2年延期され2014年7月21日へと変更された。

定を回避する行動が現れてきている¹⁶。市場参加者は、各国の規定の違いを利用して、規則がより緩やかな国の市場へ動く可能性があり、これではリスクの単なる移動にすぎないと考えられる。また、スワップではなく他の先物・オプション商品へと移行する動きも見られるようになった。インターコンチネンタル取引所 (IntercontinentalExchange, ICE) は、2012年10月15日より、ICEで清算されるOTCエネルギー・スワップ・オプション商品 (OTC cleared energy swaps and option products) を経済的に同等の先物・オプション商品へ移行し始めた。これにより、スワップ・ディーラーに課される報告義務や資本賦課から免れることが可能になる。今後、このような動きにも注意が必要と考えられる。

3. 欧州・アジアの金融規制動向

3-1 EU

EUでは、2つの規定でOTCデリバティブを規制している。第一に、2012年8月16日に発効した「欧州市場インフラ規制 (European Markets Infrastructure Regulation, EMIR)」である。但し、完全な施行は、欧州委員会で約20のtechnical standardsの採択が行われてからで、2013年初めの予定とされている。EMIRはEU法制度の“Regulation (規制)”であるため、全てのEU加盟国において適用され、直接法的拘束力をもつ。EMIRでは、標準化された契約に関する中央清算の義務化、及び、デリバティブ契約の報告義務が規定された。2012年9月27日、EMIRの下、technical standardsの策定を担う欧州証券市場機構 (European Securities and Markets Authority) は、€30億 (\$38.5億) 以上のOTCデリバティブ取引について清算義務の対象とすることを起案したが、エネルギー企業の反発は大きかったようである。

第二の規定は、「金融商品市場指令/規制 (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II)」で、2011年10月20日、MiFID (2007年11月施行) の見直し法案として発表された。MiFID IIでは、標準化され十分な流動性を有するOTCデリバティブ取引について取引所等取引の利用を義務付ける。MiFID IIは“Directive (指令)” (各国の国内法を通じて拘束する) と“Regulation”から構成されており、OTCデリバティブ取引については“Regulation”として規制されることになる。MiFIDでは「規制市場」及び「MTF (multilateral trading facility)」を規制対象としていたが、OTCデリバティブ取引はカバーされていなかったため、取引施設として、新たにOTF (organized trading facility) を創設してOTCデリバティブ取引を規制の対象とした。MiFID IIはまだ採択されておらず、欧州委員会や欧州議会を通過しなければならないが、超高速取引の規制や原油や穀物などの商品デリバティブの持ち高制限等の難題も抱えており、採択まで時間を要するよう思われる。

¹⁶ International Energy Agency. *Oil Market Report*. 13 November 2012.

3-2 日本

日本では、2010年5月12日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立し、OTCデリバティブ取引決済の安定性と透明性の向上を図る規定が含まれた。すなわち、一定のOTCデリバティブ取引等について清算機関の利用の義務付け、取引情報の保存及び報告制度の創設、取引情報蓄積機関の創設に伴い規定が整備された。2012年7月11日、細目を定める「店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令」公布され、同年11月1日、施行された。電子取引基盤での取引義務の制度化については、2012年3月9日に国会に提出された「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」に電子取引システムの使用を義務付ける規定が盛り込まれている。

3-3 シンガポール

2012年2月13日、シンガポール金融管理庁はOTCデリバティブ取引を規制するために、「証券先物法 (Securities and Futures Act)」の改正案を発表した。同改正案では、OTCデリバティブ取引について、取引情報蓄積機関への報告義務や中央清算機関での清算を義務付けている。ただし、ドッド・フランク法やEMIRのように、取引基盤での取引義務は含んでいない。2012年11月15日、国会は同案を可決した。

おわりに

金融規制強化について、現在も各国で規定作りが続いているため、どのような政策が導入・実施されていくか今後も注目を要する。米国ではオバマ大統領の再選により、既存路線が継続すると考えられるが、産業界の働きかけで規定内容に変更がもたらされる可能性も考えられる。前述した2012年9月ワシントンDC地方裁判所の判決でみた通り、規制内容の具体化が進んでいても、今後変更される余地が残っていることが明らかになった。このような米国の規制策定に関する行き先の不透明さが、各国の金融規制導入の遅延を招いている一要因だと考えられる。G20では、2012年末という履行期限が合意されたが、達成できる可能性は限りなく低くなっている。

また、OTCデリバティブ市場は国際的な取引も含んでいるため、国際的な金融規制強化に伴う問題点をどのように克服するかは今後の課題である。例えば、クロスボーダーの取引ではどの国（母国もしくは相手国）の規制に従うべきかといった問題が生じる。また、金融規制の実施時期や内容が国によって異なるため、産業（企業）の競争関係に影響を及ぼす可能性も考えられる。2012年6月29日、米国は、パブリックコメントを受けるため、ドッド・フランク法をクロスボーダーのデリバティブ取引に適用する解釈ガイダンスを発表した。これに対して、日本、シンガポール、香港、豪州はCFTCに対して懸念事項を提出している。このように各国の異なる規定内容についていかに協調を図っていくか、大きな

課題が残っている。

2008年世界金融危機をきっかけに、OTCデリバティブ市場規制の重要性が認識され、市場の透明性向上や市場操作等の濫用の防止に主要国が努めているのは確かである。但し、完全に施行されるにはまだ時間を要するようである。これらの規制が確実にシステミック・リスクの再発を防止するのか、市場の透明性の改善や流動性の確保が実現されるのか、といった規制の影響に関する評価については、もう少し動向・状況を見てから、必要になると考えられる。

お問い合わせ: report@tky.iej.or.jp