

# 第7章 アメリカにおけるデリバティブ取引の規制

## ——証拠金に関する規制を題材として

加藤 貴 仁

### 1 (店頭) デリバティブ取引を規制する目的

#### (1) 金融危機と店頭デリバティブ取引の関係

Bear Stearns、Lehman Brothers、そして、AIG という著名な金融機関の経営危機が相次いで生じたことを契機として深刻化した金融危機（以下、単に「金融危機」という）の原因の1つとして、店頭デリバティブ取引（over-the-counter derivative）を挙げるができるように思われる。たとえば、AIG が公的資金によって救済された理由は、AIG が店頭デリバティブ取引の一種である CDS（credit default swap）取引において過剰なリスクを引き受けていたことにあった<sup>(1)</sup>。

CDS 取引では、当事者間で以下のような合意がなされる<sup>(2)</sup>。

- ① XはYに対して、参照資産の価値が下落した際に、当該資産の価値下落分に相当する額の支払いを行う。
- ② YはXに対して、一定額を定期的に支払う。

XはCDSの売り手、YはCDSの買い手と呼ばれるが、取引の実質に着目すれば、YがXから、参照資産の価値が下落することによって被る損害を対象とする保険を購入していることになる。そのため、CDSの買い手はCDSの売り手からプロテクションを購入すると表現されることもある。CDSの買い手は、参照資産の価値が下落することによって利益を得るので、参照資産について short position に立ち、CDSの売り手は、参照資産の価値が維持されることによって利益を得るので、参照資産につい

---

(1) See Yesha Yadav, *The Problematic Case of Clearinghouses in Complex Markets*, 101 GEO. L. J. 387, 410 (2013); Richard Squire, *Clearinghouses as Liquidity Partitioning*, 99 CORNELL L. REV. 857, 875 (2014).

(2) 加藤貴仁「アメリカにおける銀行業務と証券業務の利益相反問題—証券化商品の組成・販売を題材として」金融法務研究会報告書(27)『金融グループにおける証券関連業務を巡る諸問題』39頁(2016年3月)。

て long position に立つことになる。

AIG が行った取引の詳細について説明を行うことは紙幅の都合上できないが、AIG が行った CDS 取引の中には、実質的にサブプライムローン参照資産とする CDS の売り手となるものが数多く含まれていた<sup>(3)</sup>。すなわち、AIG は、サブプライムローンの価値が維持されれば、CDS 取引の買い手からプロテクションの対価として一定額の支払いを受けることができるが、サブプライムローンの価値が下落すれば、CDS 取引に基づきプロテクションの買い手に対して参照資産の価値下落分に相当する額を支払わなければならない地位にあったということである。

AIG が破綻すれば、CDS 取引によって AIG からプロテクションを購入した者は、参照資産の価値が下落したとしても AIG から支払いを受けることができなくなる。このように一方当事者が取引に基づく義務を履行しないことで他方当事者に損失を与える可能性のことを counterparty risk という<sup>(4)</sup>。CDS の買い手は、AIG から CDS 取引に基づき支払いを受けることができることを前提にしてリスク管理を行っているのであるから、AIG の破綻が懸念されれば、当然、自らのリスク管理を見直すことを迫られる。その結果、AIG との CDS 取引以外の金融取引の処分が必要となり、AIG と CDS 取引を行ったわけではない当事者にも影響が生ずることになる。実質的にサブプライムローン参照資産とする CDS 取引の市場において AIG が占める地位が大きかったため、AIG の破綻は多くの関係者に影響を与える可能性があった。そのため店頭デリバティブ取引市場における counterparty risk が systemic risk に発展してしまう危険性が顕在化したのである<sup>(5)</sup>。

AIG が、このような CDS 取引によって引き受けるリスクを適切に管理できていれば、サブプライムローンの価値が下落しても AIG は破綻を免れたかもしれない<sup>(6)</sup>。ま

(3) See Mark J. Roe, *Clearinghouse Overconfidence*, 101 CAL. L. REV. 1641, 1649 (2013). 必ずしも AIG が行った取引を対象としたものではないが、サブプライムローン関連の証券化商品において CDS 取引が果たした役割について、加藤・前掲注(2)38-41 頁参照。

(4) See Roe, *supra* note 3, at 1652; Squire, *supra* note 1, at 862.

(5) See Richard Squire, *Shareholder Opportunism in a World of Risky Debt*, 123 HARV. L. REV. 1151, 1184-85 (2010). Systemic risk とは、金融市場において、ある参加者の破綻が別の参加者の破綻を招いたり金融市場全体を麻痺させ、金融市場の機能不全が資金調達費用の増加等を経由して実体経済にも損害を与える危険性のことを指す。See Steven L. Schwarcz, *Systemic Risks*, 97 GEO. L. J. 193, 204 (2008); Kathryn Judge, *Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and Systemic Risk*, 64 STAN. L. REV. 657, 663 (2012); Roe, *supra* note 3, at 1652. なお、AIG はサブプライムローン参照資産とする CDS 取引において long-position に偏ったポジションを取っていたのに対して、Bear Stearns はサブプライムローンについて long-position をとりたい当事者と short-position をとりたい当事者の双方と CDS 取引を行っていたという違いがある。See Squire, *supra* note 1, at 874.

(6) 前述したように CDS 取引は一種の保険である。著名な保険会社であった AIG が CDS 取引

た、AIG が CDS 取引によって引き受けているリスクの大きさを店頭デリバティブ取引の参加者（特に仲介者の役割を果たすディーラー）が認識できていれば、AIG に対して CDS の売り手としての義務の履行を保証するために担保の提供を求めたかもしれない。しかし、AIG は経営危機が発覚する直前までトリプル A の格付を得ており、かつ、AIG が経営危機に陥った原因が CDS の参照資産と実質的に等しいサブプライムローン関連の証券化商品の価値下落であったため、AIG は CDS の買い手からの担保提供に応じる体力が既に存在しなかった<sup>(7)</sup>。

## (2) 本稿の目的

そこで Dodd-Frank 法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）は、店頭デリバティブ取引市場において counterparty risk が systemic risk に発展することを防止するために種々の施策を導入した。その中でも代表的な施策は、中央清算機関（Central Counterparty, CCP）における清算の義務付けであるが、本稿では CCP において清算されない店頭デリバティブ取引を対象とした証拠金に関する規制を取り上げる。証拠金に関する規制は、CCP に関すると比較して規則の制定や施行時期が遅れていることもあり、アメリカにおいても十分な研究がなされていないように思われる。しかし、全ての店頭デリバティブ取引が CCP において清算されない以上、Dodd-Frank 法がその所期の目的を達成することができるか否かを検討する際には、CCP に関する規制と証拠金に関する規制をワンセットとして扱う必要がある。本稿では、比較的最近に証拠金に関する規制の一部が制定されたことを受けて、アメリカにおける証拠金に関する規制の概要を紹介することを試みる。

なお、本稿では主にアメリカの連邦法におけるデリバティブ取引に関する規制を取

---

という保険を引き受けることに伴うリスクを管理できなかった原因には種々の要因があると思われる。金融危機は、AIG のようなプロが意図的に過剰なリスクを引き受けたり又は判断を誤ったりすることがあり、それが金融市場を崩壊の瀬戸際に追い込む可能性があったことを示している。本稿の筆者は、金融機関のコーポレート・ガバナンスおよび金融商品の複雑化という視点からこれらの問題の分析を試みたことがある。加藤貴仁「金融機関のコーポレート・ガバナンス：会社法と金融規制の関係に関する一考察」金融研究第 35 巻第 1 号（2016 年）71 頁以下、加藤貴仁「複雑な金融商品の規制に関する覚書」JSDA キャピタルマーケットフォーラム（第 1 期）論文集（2017 年）89 頁以下。

(7) See Square, *supra* note 1, at 875. また、実際には、店頭デリバティブ取引のディーリング業務を行う投資銀行がサブプライムローンについて short position をとりたい者と AIG の双方と CDS 取引を行う場合が多かったようである。この場合、投資銀行も自らのディーリング業務によって AIG が引き受けたリスクの内容を知ることができるが、AIG がその他の取引を通じて引き受けたリスクの内容を知ることができないため、担保を徴収することは困難であったことも指摘されている。See Adam J. Levitin, *Response: The Tenuous Case for Derivatives Clearinghouses*, 101 GEO. L. J. 445, 457 (2013).

り上げるが、デリバティブ取引の種類により、適用される規制および監督官庁が異なる。具体的には、証券規制の対象となる場合には、1933年証券法と1934年証券取引所法の下、SECによる監督に服する。商品先物取引規制の対象となる場合には、商品取引所法（Commodity Exchange Act）の下でCFTC（Commodity Futures Trading Commission）の監督に服する。証券規制及び商品先物取引規制の対象となるデリバティブ取引は“swap”であるが、その定義規定はデリバティブ取引を広く含む<sup>(8)</sup>。そして、デリバティブ取引を対象とする規制の適用関係は、有価証券関連スワップ（security-based swaps）はSECによる監督の対象となり、有価証券関連スワップ以外のスワップはCFTCの監督対象となると整理されている<sup>(9)</sup>。ただし、規制の枠組みには共通点が多いため、本稿では商品先物取引規制の対象となるデリバティブ取引を念頭において分析を行う。

## 2 Dodd-Frank法以後のデリバティブ取引に関する規制の概要

Dodd-Frank法は、デリバティブ市場の参加者の中で、Swap DealersとMajor Swap Participantsを対象とする規制を新たに設けた<sup>(10)</sup>。本稿の主たる分析の対象である証拠金について、Dodd-Frank法によって導入された規制は、“bifurcated regulatory system”と説明されることがある<sup>(11)</sup>。すなわち、標準化されているデリバティブ取引で流動性が高いものについて、CCPにおける清算および取引所における取引を義務づける一方で、個別性の強いデリバティブ取引については、CCPにおける清算および取引所における取引の義務づけの対象から除外するが、参加者に対して

- 
- (8) Commodity Exchange Act § 1a, 7 U.S.C.A. 1a(42)(47); Securities Exchange Act of 1934 § 3(a)(68)(69), 15 U.S.C.A. § 78c(a)(68)(69).
- (9) See JOHN C. COFFEE, JR. & HILLARY A. SALE, SECURITIES REGULATION, 55 (12<sup>th</sup> ed. 2012); M. Holland West & Matthew K. Kerfoot, *The Impact of Dodd-Frank on Derivatives*, 18 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 269, 273 (2013). 松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法』216-217頁（金融財政事情研究会、2010年）。
- (10) See West & Kerfoot, *supra* note 9, at 300-318. 松尾・前掲注(9)239-244頁。Swap dealersとは、①自らをデリバティブにおけるディーラーとして示す者、②デリバティブのマーケット・メイクを行う者、③その通常の事業として自己の計算でカウンターパーティとの間で定期的にデリバティブを締結している者、④デリバティブにおけるディーラーまたはマーケット・メイカーであることが取引の相手方において一般的に認識できる業務を行っている者である。Major swap participantsとは、デリバティブ・ディーラーではないが、ある主要な種類のデリバティブについて“substantial position”を持つ者などを指す。
- (11) See ALAN N. RECHTSCHAFFEN, CAPITAL MARKETS, DERIVATIVES AND THE LAW, 221 (Oxford University Press, 2014).

資本金および証拠金規制を適用するというものである。

このように Dodd-Frank 法の証拠金に関する規制 (Margin Requirement) は、CCP における清算の義務付けなどの規制 (Clearing Requirement) と密接な関係がある。したがって、Margin Requirement を分析するには、Clearing Requirement を意識しておくことが望ましいように思われる。そこで、以下では、Clearing Requirement の目的と範囲を簡単に説明した後に、Margin Requirement の概要を紹介する。

Clearing Requirement の目的は、デリバティブ取引の清算の相手方を CCP とすることによって counterparty risk を減少させること、及びデリバティブ取引の清算が滞ることによって counterparty risk が systemic risk に発展することを防止することにある<sup>(12)</sup>。Clearing Requirement の対象範囲は CFTC によって決定されるが、実際に CCP が取り扱っているデリバティブ取引の範囲によっても画される<sup>(13)</sup>。ただし、金融機関ではない者が取引当事者に含まれるデリバティブ取引について、Clearing Requirement の適用が除外されることがある (いわゆる “end-user” exception)<sup>(14)</sup>。

Margin Requirement は、Clearing Requirement と同様の目的を、Swap Dealers 又は Major Swap Participants に対して、デリバティブ取引の相手方との関係で証拠金 (担保) を徴収すること又は証拠金 (担保) を提供することを義務付けるという形で達成しようとする<sup>(15)</sup>。徴収及び提供が義務付けられる証拠金は当初証拠金 (initial margin) と変動証拠金 (variation margin) の2種類であり、このような区別はバーゼル銀行監督委員会 (Basel Committee on Banking Supervision) と証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions) の報告書の提言に従ったものである<sup>(16)</sup>。当初証拠金と変動証拠金の目的は、以下のように説明されてい

(12) See Roe, *supra* note 3, at 1655.

(13) Dodd-Frank Act § 723(a)(3); Commodity Exchange Act § 2(h)(2), 7 U.S.C.A.2(h)(2). See RECHTSCHAFFEN, *supra* note 11, at 221-224. See also CFTC, Clearing Requirement Determination Under Section 2(h) of the CEA (December 13, 2012), Federal Register/Vol. 77, No. 240/Thursday, December 13, 2012 (to be codified at 17 C.F.R. pts. 39 & 50).

(14) Commodity Exchange Act § 2(h)(7), 7 U.S.C.A.2 (h)(7). 以下の2つの要件を満たす場合には、Clearing Requirement は適用されない。第1に、金融機関ではない者 (以下「非金融機関」という。) が商業上のリスク (commercial risk) をヘッジまたは軽減するために行うデリバティブ取引であること、第2に、非金融機関が、CFTC に対して、CFTC が定める方法で、デリバティブ取引を行うことによって負担する支払義務を果たす方法を通知すること、である。ただし、非金融機関は、取引相手の同意を得ることなく、CCP による清算を選択することができる。

(15) Dodd-Frank Act § 731; Commodity Exchange Act § 4s(e), 7 U.S.C.A.6s(e). See RECHTSCHAFFEN, *supra* note 11, at 225.

(16) See BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION & BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURI-

る<sup>(17)</sup>。当初証拠金の目的は、取引相手が破綻した場合に、取引の終了からポジションの再構築を行うまでに生じる可能性のある市場価値の変動によって損失を被る可能性から当事者を保護することにある<sup>(18)</sup>。変動証拠金の目的は、取引相手方が義務を履行しなかったことによって損失を被る可能性から当事者を保護することにある<sup>(19)</sup>。

金融危機以前も、店頭デリバティブ取引の当事者の交渉に基づき、証拠金の遣り取りが行われることはあった<sup>(20)</sup>。証拠金（担保）の徴収及び提供を義務付ける意義は、counterparty riskを限定することで、デリバティブ取引の一方当事者の破綻がsystemic riskに発展することを防ぐ点にある<sup>(21)</sup>。証拠金（担保）の徴収及び提供の義務付けは、以下のような経路でcounterparty riskの限定につながる<sup>(22)</sup>。証拠金（担保）を徴収しておくことによって、Swap Dealers又はMajor Swap Participantsは、相手方の破綻により取引の目的を達成することができなくなることによって生じる損害を限定することができる。また、証拠金（担保）の提供が義務付けられることで、Swap Dealers又はMajor Swap Participantsがデリバティブ取引によって過剰なリスクを引き受けることが抑止される。

---

TIES COMMISSIONS, MARGIN REQUIREMENTS FOR NON-CENTRALLY CLEARED DERIVATIVES (September 2013) (*hereinafter* BCBS & IOSCO [2013]), <https://www.bis.org/publ/bcbs261.pdf>. なお、バーゼル銀行監督委員会と証券監督者国際機構の報告書は2015年3月に改訂版が公表されているが、改訂の主たる目的は証拠金（担保）の徴収及び提供の義務付けの実施時期を延長することにあった。See <https://www.bis.org/press/p150318a.htm>.

- (17) BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 11 (Element 3 Background discussion 3 (c)(d)).
- (18) このような目的に照らし、当初証拠金を徴収及び提供する義務を当事者間で相殺することは許されないこととされている。BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 19 (Element 5 Key principle 5).
- (19) したがって、変動証拠金の額は現時点での取引の市場価値に基づき定められることになる。BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 14 (Element 3 Requirement 3.13).
- (20) Stein & Watterson, *infra* note 28, at 127. 当時、デリバティブ取引のディーリング業務を行っていた業者は、当初証拠金を提供することを拒絶することが通常であったし、再構築が容易な取引との関係では、信用力の高い取引相手に当初証拠金の提供を要求することに消極的であった。See Norman Menachem Feder, Market in the Remaking: Over-the-Counter Derivatives in a New Age, 11 VA. L. & BUS. REV. 309, at 393 (2017).
- (21) BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 2 (Objective of margin requirements for non-centrally cleared derivatives).
- (22) See CFTC, *Fact Sheet - Final Rule Regarding Margin for Uncleared Swaps* (December 16, 2015), [http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/unclearedmargin\\_factsheet121615.pdf](http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/unclearedmargin_factsheet121615.pdf).

### 3 Uncleared swapを対象としたMargin Requirementの概要

#### (1) 規制の枠組み

Margin requirement の内容は、デリバティブ取引が CCP で清算される取引か否か及び Swap Dealers 又は Major Swap Participants の属性によって異なる。Clearing Requirement の対象外であるが CCP で清算されるデリバティブ取引 (cleared swap) については、CCP がその会員を対象として定める証拠金規制が適用される<sup>(23)</sup>。CCP で清算されないデリバティブ取引 (uncleared swap) については、Swap Dealers 又は Major Swap Participants を規制対象とする prudential regulator (PR) が存在するか否かによって適用される規制が異なる<sup>(24)</sup>。Swap Dealers 又は Major Swap Participants が銀行である場合等、PR が存在する場合には PR が定める規制が適用される<sup>(25)</sup>。これに対して、uncleared swap の中で Swap Dealers 又は Major Swap Participants について PR が存在しないものについては、CFTC が定める規制が適用される<sup>(26)</sup>。

PR と CFTC は、Margin Requirement に関する規則を既に制定している<sup>(27)</sup>。その

---

(23) See CFTC, *Derivatives Clearing Organizations and International Standards*, Federal Register/ Vo. 78, No. 159/Friday, August 16, 2013/ Proposed Rules(to be codified 17 C.F.R. parts 39, 140 and 190).

(24) Commodity Exchange Act § 4s(e)(1), 7 U.S.C.A.6s(e)(1). PR とは、Board of Governors of the Federal Reserve System; Office of the Comptroller of the Currency; Federal Deposit Insurance Corporation; Farm Credit Administration; Federal Housing Finance Agency を指す。

(25) たとえば、銀行持株会社については、Board of Governors of the Federal Reserve System (連邦準備制度理事会) が PR となる。Commodity Exchange Act § 1a(39)(A), 7 U.S.C.A. 1a.(39)(A).

(26) なお、連邦証券規制が適用される uncleared swap の中で Swap Dealers 又は Major Swap Participants が銀行ではないものについては、SEC が定める証拠金規制が適用される。

(27) See Department of Treasury; Office of the Comptroller of the Currency, Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Farm Credit Administration & Federal Housing Finance Agency, *Margin and Capital Requirements for Covered Swaps Entities; Final Rule*, Federal Register/Vol. 80, No. 229/Monday, November 30, 2015 (to be codified at 12 C.F.R. pts. 45, 237, 349, 624 &1221); CFTC, *Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants; Final Rule*, Federal Register/Vol. 81, No. 3/Wednesday, January 6, 2016 (to be codified at 17 C.F.R. pts. 23 & 140). これに対して、SEC は Margin Requirement に関する規則の提案を行っているが、未成立である。See <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank-section.shtml#764>. なお、Margin Requirement の国境を跨ぐデリバティブ取引への適用関係についても興味深い問題があるが、本稿では紹介を省略する。See CFTC, *Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Partici-*

内容は膨大であり本稿で詳細な説明をすることは困難であるが、Margin Requirement と Clearing Requirement の関係を分析するのに必要な範囲でその概要を紹介する<sup>(28)</sup>。

## (2) 規制の対象範囲

PR と CFTC の両規則において証拠金（担保）の徴収及び提供を義務付けられる対象は、Covered Swap Entities（CSE）と呼ばれている<sup>(29)</sup>。そして、CSE の中で、PR が存在するものについては PR の規制が適用され、その他については CFTC の規制が適用される。規制の適用範囲という点で、両規則は CSE の取引相手の属性を基準とする点が共通している<sup>(30)</sup>。両規則とも、CSE の取引相手が、① Swap Entities であ

---

*pants - Cross-Border Application of the Margin Requirements*, Federal Register/Vol. 81, No. 103/ Tuesday, May 31, 2016.

(28) PR と CFTC の規則の詳細を対象とした解説として、Sullivan & Cromwell LLP, *Prudential Regulators Capital and Margin Rules for Covered Swap Entities* (October 26, 2015), [https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC\\_Publication\\_Prudential\\_Regulators\\_Capital\\_and\\_Margin\\_Rules\\_for\\_Covered\\_Swap\\_Entities.pdf](https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_Prudential_Regulators_Capital_and_Margin_Rules_for_Covered_Swap_Entities.pdf) (on file with author); Clifford Chance, *Overview of US Margin Requirements for Uncleared Swap* (October 30, 2015), <https://onlineservices.cliffordchance.com/online/freeDownload.action?key=OBWibFgNhLNomwBl%2B33QzdFhRQAhp8D%2BxrlIGReI2crGqLnALtlyZe45JGbFL%2Bqs7bYFSGDKmMbnp%0D%0A5mt12P8Wnx03DzsaBGwsIB3EVF8XihbSpJa3xHNE7tFeHpEbaeIf&attachmentsize=133975> (on file with author); Latham & Watkins, *Prudential Regulations Are First to Finalize Uncleared Swap Margin Rules* (November 20, 2015), <https://www.lw.com/thoughtLeadership/LW-prudential-regulators-finalize-uncleared-swap-margin-rules> (on file with author); Dan Ryan, *Derivatives and Uncleared Margins* (November 21, 2015), <http://corpgov.law.harvard.edu/2015/11/21/derivatives-and-uncleared-margins/> (on file with author); Sullivan & Cromwell LLP, *Margin Requirements for Uncleared Swaps* (January 7, 2016), [https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC\\_Publication\\_Margin\\_Requirements\\_for\\_Uncleared\\_Swaps.pdf](https://www.sullcrom.com/siteFiles/Publications/SC_Publication_Margin_Requirements_for_Uncleared_Swaps.pdf); Davis Polk, *U. S. Uncleared Swap Margin, Capital and Segregation Rules* (January 22, 2016), [https://www.davispolk.com/files/2016-01-22\\_U.S.\\_Uncleared\\_Swap\\_Margin\\_Capital\\_and\\_Segregation\\_Rules\\_0.pdf](https://www.davispolk.com/files/2016-01-22_U.S._Uncleared_Swap_Margin_Capital_and_Segregation_Rules_0.pdf) (on file with author) がある。なお、PR と CFTC による規則案がデリバティブ取引の市場に与える影響を分析した論稿として、Craig Stein & Paul N. Watterson, Jr., *New Margin Requirements for Uncleared Swaps*, 5 HARV. BUS. L. REV. ONLINE 114 (2015), <http://www.hblr.org/?p=4029> (on file with author) がある。以下の本文における PR と CFTC の規則の概要の紹介は、主にこれらの文献に基づく。

(29) E.g. 17 C.F.R. § 23.152 (a)(b); 12 C.F.R. § 237.3(a)(b); 12 C.F.R. § 237.4(a). なお、PR による規則は連邦準備制度理事会によるもののみを引用する。

(30) Margin Requirement の対象となるデリバティブ取引は、CFTC の規則では“uncleared swap”、PR の規則では“non-cleared swap”であるが、その内容は等しい。すなわち、これらは共に、清算機関（CFTC に登録済み又は CFTC が登録を免除したものに限り）において清算されないデリバティブ取引のことを指している。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2. ただし、前掲注(14) とその本文で紹介した“end-user” exception によって Clearing



る場合<sup>(31)</sup>、② Financial End Users With Material Swaps Exposure である場合<sup>(32)</sup>、③ Financial End Users Without Material Swaps Exposure である場合<sup>(33)</sup>、CSE に対して証拠金（担保）の徴収及び提供を義務付けている<sup>(34)</sup>。

①と②の場合、CSE には当初証拠金と変動証拠金の双方について規則に従った徴

Requirement の対象から除外されるデリバティブ取引は、Margin Requirement の対象からも除外されている。17 C.F.R. § 23.150 (b)(1); 12 C.F.R. § 237.1(d)(1)。なお、財務長官 (the Secretary of the Treasury) の決定に基づき、商品取引所法における“swap”の定義から現物の受渡しが行われる外国為替予約 (“foreign exchange forward”) と外国為替スワップ (“foreign exchange swap”) が除外されているため、これらの取引にも Margin Requirement は適用されない。Commodity Exchange Act § 1a(47)(E), 7 U.S.C.A. 1a(47)(E)。See Department of the Treasury, Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards Under the Commodity Exchange Act, Federal Register/ Vol. 77, No. 224/ Tuesday, November 20, 2012。しかし、“swap”の定義から除外される外国為替予約と外国為替スワップも、後掲注(33)で紹介する Material Swaps Exposure の存否を判断する際には考慮される。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2。

- (31) CFTC の規則では Swap Entities は Swap Dealers 又は Major Swap Participants に限られるが、PR の規則の下では SEC の監督下にある業者 (Security-based Swap Dealers と Security-based Major Swap Participants) が含まれる。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2。
- (32) Financial End Users には金融機関が広く含まれる一方、主権国家 (中央銀行を含む)、国際開発金融機関 (multilateral development bank)、国際決済銀行 (BIS)、1936 年商品取引所法 2 条 (h)(7)(C)(iii) に基づき Clearing Requirement の適用除外とされている金融子会社 (captive finance company)、1936 年商品取引所法 2 条 (h)(7)(D)(iii) 又は 1934 年証券取引所法 3C 条 (g)(4) に基づき Clearing Requirement の適用除外とされている法人は含まれないと明示する規定が存在する。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2。
- (33) Material Swaps Exposure の存否は連結ベースで判断され、前年 6 月～8 月の営業日における 1 日あたりの想定元本の平均値が 80 億ドルを超える場合に Material Swaps Exposure の存在が肯定される。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2。
- (34) PR と CFTC の規則の制定過程において、CSE の関連当事者 (affiliate) が①～③である場合にも CSE に証拠金 (担保) の徴収又は提供を義務付けるべきかが争われた。財務諸表の作成に際して連結される会社等は CSE の関連当事者となるが、PR の規制が適用される場合には、PR の決定に基づき財務諸表の作成に際して連結されない会社等が関連当事者とされることもある。17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2。PR と CFTC の規則案において、CSE と関連当事者の取引においても CSE に証拠金 (担保) の徴収又は提供を義務付けることが提案されていたことに対して、実務家から、CSE と関連当事者の取引において CSE が損失を被った場合は関連当事者が利得するなど取引の損益はグループ内で相殺されるので、CSE に証拠金 (担保) の徴収又は提供を義務付ける必要はないとの意見が出された。See Stein & Watterson, *supra* note 28, at 123。制定された規則では当初証拠金についてのみ特則が設けられることになったが、以下のように、その内容は PR と CFTC で異なっている。第 1 に、PR の規則では、CSE に当初証拠金の徴収のみが義務付けられることになった。ただし、関連当事者も PR の規則が適用される CSE である場合、結局、取引の当事者の双方に対して当初証拠金の徴収と提供が義務付けられることになる。第 2 に、CFTC の規則では、関連当事者との取引のリスクを集中管理する仕組みを設けるなど一定の条件を満たす場合には、CSE が当初証拠金の徴収又は提供を行う必要はないこととされた。17 C.F.R. § 23.159; 12 C.F.R. § 237.11。

取及び提供が義務付けられることになる<sup>(35)</sup>、③の場合、CFTCの規制が適用されるCSEには変動証拠金についてのみ規則に従った徴収及び提供が義務付けられる<sup>(36)</sup>。これに対して、PRの規則が適用されるCSEには、変動証拠金については規則に従った徴収又は提供が義務付けられるが、当初証拠金については相手方の信用リスク及びデリバティブ取引のリスクに対処するために必要であるとCSEが判断する方法で徴収することが義務付けられている<sup>(37)</sup>。

### (3) 証拠金（担保）の徴収及び提供の方法

次に、当初証拠金又は変動証拠金の徴収及び提供の方法について、PRとCFTCの規則の概要を紹介する。徴収及び提供されるべき証拠金（担保）の額の算定方法は、当初証拠金と変動証拠金のそれぞれの目的に対応したものとなっている<sup>(38)</sup>。CSEの相手方がSwap Entities又はFinancial End Users With Material Swaps Exposureである場合に徴収又は提供されるべき当初証拠金の額について、CSEは規則が定める標準化された方法を利用するか、監督官庁等から承認を得たモデルを利用するかを選択することができる<sup>(39)</sup>。当初証拠金を徴収及び提供する義務は、取引開始時点だけでは

---

(35) ①の場合、規制の文言上、CSEには当初証拠金の徴収のみが義務付けられているが、取引相手であるCSEも当初証拠金の徴収を義務付けられるので、結局、当初証拠金を取引当事者の間で遣り取りすることが義務付けられることになる。17 C.F.R. § 23.152 (a)(b); 12 C.F.R. § 237.3(a)(b).

(36) 17 C.F.R. § 23.153(a)(b). 当初証拠金の徴収及び提供はCSEと“covered swap entity”の取引において義務付けられるが、変動証拠金の徴収又は提供はCSEと“counterparty that is a swap entity or a financial end user”の取引において義務付けられている。そして、“covered swap entity”には、“financial end user”の中で“financial end user with material swaps exposure”のみが含まれる。17 C.F.R. § 23.151.

(37) 12 C.F.R. § 237.3(d); 12 C.F.R. § 237.4(a). なお、PRの規則が適用されるCSEに対しては、取引相手が①～③ではない場合でも、相手方の信用リスク及びデリバティブ取引のリスクに対処するために必要であるとCSEが判断する方法で当初証拠金及び変動証拠金を徴収することが義務付けられている。12 C.F.R. § 237.3(d); 12 C.F.R. § 237.4(c).

(38) 当初証拠金と変動証拠金の目的の差異については、前掲注(17)～(19)とこれらの本文を参照。なお、証拠金（担保）として認められる資産については、以下のような規定がある。17 C.F.R. § 23.156; 12 C.F.R. § 237.6. 第1に、CSEとSwap Entitiesの取引における変動証拠金はUSドルとユーロや円など主要な通貨に限られる。第2に、その他の取引において当初証拠金及び変動証拠金とすることができる資産は共通しており、通貨に加えて一定の条件を満たす政府発行証券などに限られる。

(39) 17 C.F.R. § 23.154; 12 C.F.R. § 237.8. 規則が定める標準化された方法では、取引の種類に応じて想定元本に対するパーセンテージという形で算出される額が基準となり、ネットティングが認められるuncleared swapを対象とした調整が行われる。See 17 C.F.R. § 23.154(c); 12 C.F.R. Appendix A to Subpart A to Part 237.

なく、各営業日において遵守することが求められている<sup>(40)</sup>。したがって、取引開始後の状況の変化によって徴収及び提供すべき当初証拠金の額が変化した場合、CSEは営業日ごとに不足額などを徴収及び提供しなければならない。なお、徴収及び提供すべき当初証拠金の額には5,000万ドルの控除額が設定されているので、結局、規則に基づき算定される額が5,000万ドル以上となるまで、当初証拠金の徴収及び提供を行う必要はないことになる<sup>(41)</sup>。

変動証拠金の額は、CSEに対して変動証拠金の徴収が義務付けられるのか又は提供が義務付けられるのかと関連付けて算定される<sup>(42)</sup>。すなわち、各営業日において取引開始時以降の市場価値の変動額の累積額から徴収済みの変動証拠金の額を控除し、かつ、提供済みの変動証拠金の額を加算した額（以下「基準額」という）が正の場合にはCSEが基準額と同額の変動証拠金を徴収し、負の場合には基準額の絶対値と同額の変動証拠金を提供することが義務付けられる<sup>(43)</sup>。なお、ある特定の相手方との関係で徴収及び提供すべき当初証拠金と変動証拠金の合計額が50万ドルを超えない限り、証拠金（担保）の徴収及び提供を行う必要はない<sup>(44)</sup>。

証拠金（担保）の徴収及び提供の方法という点で、当初証拠金と変動証拠金には額の算定方法以外にも重要な差異がある。その中で最も重要なのは、CSEに対して、規則に基づき徴収及び提供が義務付けられた当初証拠金についてのみ、独立したカस्टディアンへの預託が義務付けられることである<sup>(45)</sup>。さらに、カस्टディアンとの契約に基づき、当初証拠金を別の取引の担保などとして利用できないようにすることも義

---

(40) 17 C.F.R. § 23.152 (a)(2); 12 C.F.R. § 237.3(c).

(41) 17 C.F.R. § 23.151; 17 C.F.R. § 23.154 (a)(3); 12 C.F.R. § 237.2; 12 C.F.R. § 237.3(a)(2). 控除額の適用関係は、両当事者について連結ベースで判断される。この点については、BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 10 (Element 2 Commnetray 2(iii)) も参照。なお、前掲注(34)で述べたように、PRの規制が適用されるCSEと関連当事者の取引においてCSEには当初証拠金の徴収が義務付けられるが、この場合の控除額は2,000万ドルとされている。12 C.F.R. § 237.11(b)(2). 類似の規定はCFTCの規制には存在しないが、その理由は、前掲注(34)で述べたように、CFTCの規制が適用されるCSEと関連当事者の取引では、そもそも当初証拠金の徴収又は提供が義務付けられる範囲が限定されている点にある。

(42) 17 C.F.R. § 23.151; 12 C.F.R. § 237.2.

(43) 17 C.F.R. § 23.153 (a); 17 C.F.R. § 237.4. なお、当初証拠金及び変動証拠金の徴収及び提供に係る義務を履行する際に（当初証拠金の額の算定についてはモデルに基づき算定する場合に限る）、一定の条件を満たすネットティング合意 (eligible master netting agreement) の対象となる取引を合算することが認められている。17 C.F.R. § 23.152 (c); 17 C.F.R. § 23.153 (d); 12 C.F.R. § 237.5 (a). ただし、ネットティング合意を踏まえて算定された当初証拠金を徴収する義務と提供する義務をネットティングすることまでは認められない。See 80 Fed. Reg. 74867 note153; 81 Fed. Reg. 651 note 136.

(44) 17 C.F.R. § 23.152 (b)(3); 17 C.F.R. § 23.153 (c); 12 C.F.R. § 237.5 (b).

(45) 17 C.F.R. § 23.157; 12 C.F.R. § 237.7.

務付けられた<sup>(46)</sup>。

## 4 分析

Uncleared swap を対象とした Margin Requirement のうち、当初証拠金に関する規制は未だ全面的に施行されているわけではない<sup>(47)</sup>。そのため、Dodd-Frank 法によって導入された Margin Requirement が店頭デリバティブ取引市場にどのような影響を与えたかを、現時点で判断することは困難である。しかし、バーゼル銀行監督委員会と証券監督者国際機構による提言よりも、アメリカは CCP において清算されないデリバティブ取引に対して厳格な態度をとっているように思われる。

たとえば、バーゼル銀行監督委員会と証券監督者国際機構による提言では、CSE と関連当事者の取引を証拠金（担保）の徴収及び提供の義務付けの対象とすべきかは各国に委ねられていた<sup>(48)</sup>。この点についてアメリカでは、当初証拠金に関する規制の一部を除き、証拠金（担保）の徴収及び提供の義務づけの対象としている<sup>(49)</sup>。また、バーゼル銀行監督委員会と証券監督者国際機構による提言では、一定の条件を満たせば、当初証拠金を他の取引の担保などとして利用すること（再利用）が認められていた<sup>(50)</sup>。しかし、アメリカでは当初証拠金の再利用は原則として禁止されている<sup>(51)</sup>。

証拠金に関する規制の目的には、systemic risk の減少だけではなく、当事者に CCP におけるデリバティブ取引の清算を促すことも含まれるといわれている<sup>(52)</sup>。店頭デリバティブ取引の個別性を踏まえると、統一的な基準に基づき証拠金（担保）の徴収及び提供を義務付けることには、そもそも限界があるように思われる。しかし、仮に規制の内容が過剰な証拠金（担保）の徴収及び提供を義務付ける方向で誤ったとしても、それは証拠金に関する規制の目的に照らして不当とはいえない可能性がある。なぜなら、証拠金に関する規制の目的を回避するために、CCP における清算が選択される可能性があるからである。

---

(46) 正確に言えば、CSE とカストディアンとの間の契約において、カストディアンが預託された当初証拠金を担保に再利用することなどを禁止する旨を定めることが義務付けられた。17 C. F.R. § 23.157(c)(1); 12 C.F.R. § 237.7(c)(1).

(47) See 80 Fed. Reg. 74849-50; 81 Fed. Reg. 675-76.

(48) BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 21 (Element 6).

(49) 前掲注(34)。

(50) BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 20 (Element 5 Commentary 5(v)).

(51) 前掲注(46)とその本文。

(52) BCBS & IOSCO [2013], *supra* note 16, at 2 (Objective of margin requirements for non-centrally cleared derivatives).

しかし、証拠金に関する規制は、特に他の用途への利用が大幅に制限される当初証拠金の徴収及び提供を義務付けるなど、これまでの実務に大きな変更を迫るものである<sup>(53)</sup>。したがって、その負担を避けるために、個別性の高い取引を行うことがリスクヘッジの観点から望ましい場合でも、標準化された CCP で清算可能な取引が選択される可能性がある<sup>(54)</sup>。このような行動をとる者の数が増加することは、店頭デリバティブ市場の参加者の数を減少させるだけではなく、これまで店頭デリバティブ市場で取引されてきたリスクが CCP に集中することを意味する<sup>(55)</sup>。デリバティブ取引が CCP において清算されるということは、デリバティブ取引における counterparty risk が消滅するのではなく、CCP（及びその会員）に移転することを意味するにすぎない<sup>(56)</sup>。したがって、仮に CCP によるリスク管理が効果的に行われなければ、CCP へのリスクの集中は、CCP の破綻による systemic risk の顕在化という危険を増加させるのである<sup>(57)</sup>。

すなわち、証拠金に関する規制の合理性は、CCP における清算の義務付けの合理性と表裏一体の関係にある。CCP における清算の義務付けが合理的なデリバティブ取引については、証拠金に関する規制を構築する際に CCP における清算の促進という視点を考慮することが許されてよいように思われる。これに対して、CCP における清算の義務づけが合理的とはいえないデリバティブ取引については、証拠金に関する規制の失敗は CCP への過度なリスクの集中をもたらすだけではなく、経済合理性のあるデリバティブ取引を抑止するという懸念もある。今後は、CCP における清算の義務付けと証拠金に関する規制の相互関係に着目した研究がなされるべきように思われる。

---

(53) Dodd-Frank 法に基づき Margin Requirement が導入される以前の実務については、前掲注(20)を参照。

(54) See Stein & Watterson, *supra* note 28, at 127.

(55) Stein & Watterson, *supra* note 28, at 127. そのため、AIG のように店頭デリバティブ取引において一方向に偏ったポジションをとるものについて CCP における清算を義務付けても、counterparty risk が systemic risk に発展することを防ぐことはできないと指摘する見解がある。See Squire, *supra* note 1, at 921 note 259.

(56) Roe, *supra* note 3, at 1644.

(57) Stein & Watterson, *supra* note 28, at 127; Yadav, *supra* note 1, at 393-394.