

わが国における 店頭デリバティブ取引規制の 歩みと展望

一連の対応が出揃い、
今後の規制・監督は新たなフェーズへ

サブプライムローン問題に端を発した金融危機から早くも10年がたとうとしている。その間、種々の規制が国際的に導入されており、店頭デリバティブ取引規制は、その主たるものといえるだろう。本稿では、国際的議論もふまえてわが国に取り入れられた店頭デリバティブ取引規制を概観し、今後の展望を簡単に述べる。とくに、筆者が市場課に勤務した2年間に対応・整備した、マージン規制、外国清算機関への免許付与、清算機関の利用拡大とそれに伴うリスク管理の強化を中心に概説する。

09年のサミット合意以降 わが国でも対応が進展

2009年のG20ピッツバーグ・サミット合意は、店頭デリバティブ取引に係る規制・監督の枠組みを包括的にとらえようとした最初のものといえる。本サミットにおいて、清算機関を通じて清算（清算集中義務）、

取引情報蓄積機関への取引情報の報告、電子取引基盤による取引執行等が国際的に合意された。また、これを補完するものとして、11年のG20カンヌ・サミットにおいて、清算機関で清算されない店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制（以下、「マージン規制」）の実施が合意された。

国内では、この国際合意に対応するかたちで金融商品取引法や関連する政府令、告示等を追加・改正し、所要の制度整備を行ってきた（全体像は図表参照）。

まずは、10年の金融商品取引法改正（以下、「10年改正金商法」）により、12年11月に清算集中義務を開始し、対象指標を

金融庁 総務企画局 市場課

前・課長補佐 **宮本 孝男**

前・課長補佐 **榎本雄一朗**

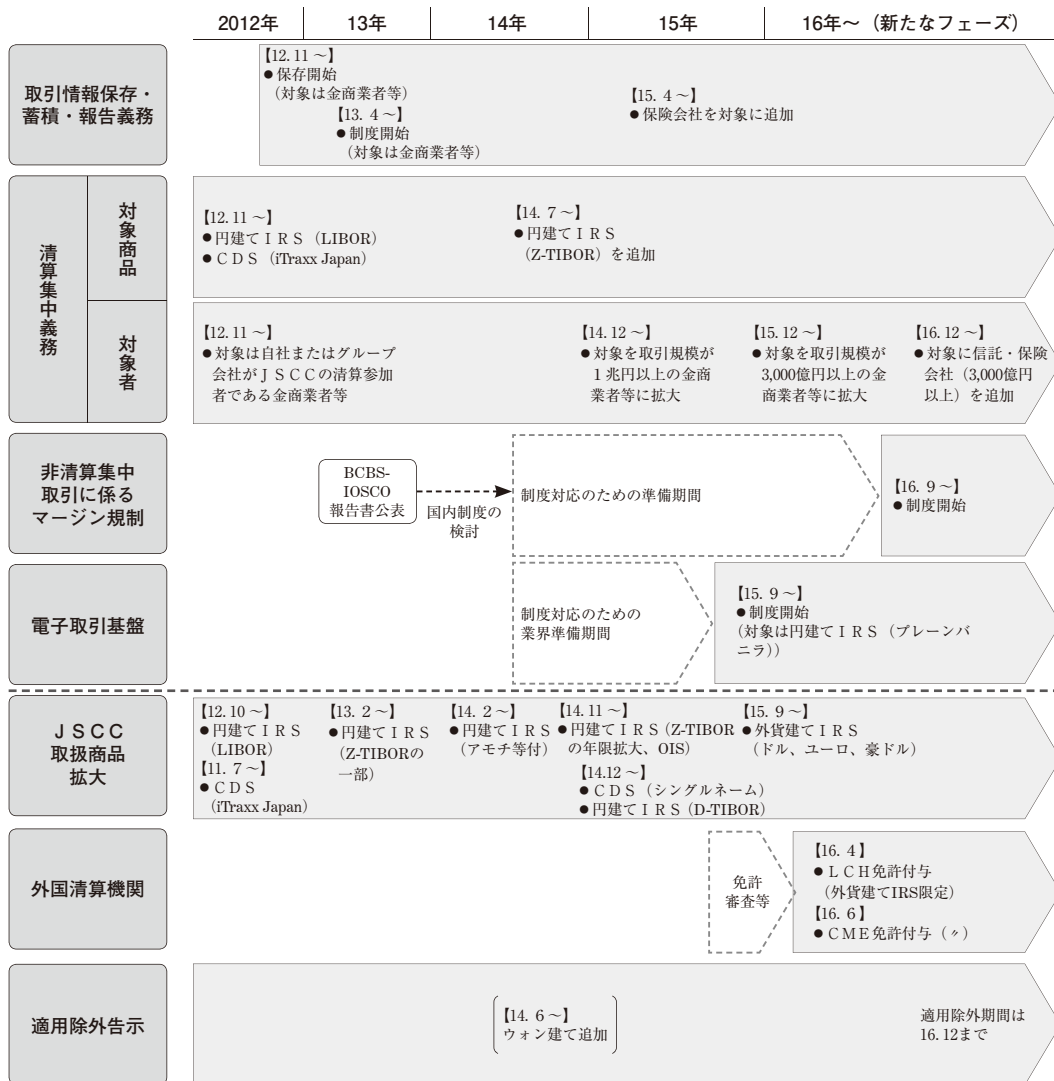
課長補佐 **羽瀨 貴秀**

LIBORとする円貨建て金利スワップとCDS (iThrax Japan) を清算集中することを求め、14年7月には対象指標をZITIBORとする円貨建て金利スワップを追加した。当初、清算集中義務の対象者は、自社またはグループ会社が日本証券クリアリング機構（以下、「JSCC」）の清算参加者である

店頭デリバティブ取引規制の歩みと展望

〔図表〕

店頭デリバティブ取引規制の導入状況と今後の見通し



（注） 2016年6月現在

金融商品取引業者（以下、「金商業者」）等としていたが、義務対象者を徐々に拡大し（注1）、現時点では、店頭デリバティブ取引の想定元本3000億円以上の金商業者等まで幅広く対象としている（注2）。

このほか、12年11月から店頭デリバティブ取引の取引情報の保存を義務付け、13年4月から報告を義務付けた。また、15年9月に円貨建て金利スワップ（ブレンバニラ型）取引に関して電子取引基盤の利用を義務付けた。

さらに、本年3月にマージン規制が最終化され、本年9月以降、取引規模に応じて段階的に適用される予定である。当初証拠金については20年9月までの段階的適用となるが、変動証拠金については来年3月には清算集中義務と同じく、店頭デリバティブ取引の想定元本3000億円以上の金商業者等を対象として、適用されることになっている（さらに、3000億円未満の金商業者等についても監督指針で一定の対応を求めている注3）。

これらの取組みにより、金融危機以降の店頭デリバティブ取引規制の整備は、一連の対応がひとまず出揃ったといえるだろう。

マージン規制と清算機関の利用拡大

日本では清算集中義務の対象商品や対象者を徐々に広げることにより、清算機関の利用拡大が図られてきたが、今後はマージン規制の導入も清算機関の利用に影響を与えると考えられる。マージン規制の効果として、

ある金融機関が破綻した場合に、取引相手は証拠金を受領しているため、その影響が限定され、ひいては金融システム全体へのリスクの伝播を防ぐことが意図されている。同時に、清算集中されない店頭デリバティブ取引を行う金融機関に一定の証拠金を負荷として課すことにより、清算機関の利用を促すことも意図されている。

実際、市場関係者の間では、マージン規制の適用を見据えて、規制適用前であっても、清算機関が取扱い可能な取引について

は清算機関を利用する動きもあるようだ。もともと、マージン規制が導入されたとしても、すべての取引において清算機関を利用するわけではない。清算機関を利用するか否かについては、清算集中義務の対象商品や対象者の範囲、清算機関が取り扱うそれ以外の商品、清算参加者の範囲、クライアント・クリアリングの提供先、清算機関利用のコスト、銀行規制での取扱いなどを総合的に勘案して市場関係者において判断されることになるだろう。

外国清算機関への免許付与

10年改正金商法では、清算機関の利用義務付けに加え、外国清算機関の制度整備も行った。これは、クロスボーダー取引が多い店頭デリバティブ取引の世界で清算機関の利用が拡大するなか、国内清算機関に加え外国清算機関が参入することで金融機関の選択肢を増やし、わが国金融市場の利便性や魅力を高めるといった考えのもと整備されたものであった。

外国清算機関として参入するには内閣総理大臣（金融庁）の免許が必要であり、金商法の免許審査基準等に基づき、参入清算機関の法的位置付け、財務資源、人的構成、リスク管理、業務の健全性などの確認が求められる。これは、国内清算機関と同レベルの清算業務の適切かつ

確実な遂行が可能かを精査し、清算参加者やその顧客を保護するためのものである。一方、国内清算機関と比して、国内拠点設置義務、最低資本金規制の一部の規定を緩和し、外国清算機関の参入を容易にする仕組みも同時に整えた。

これらの改正後、外国清算機関2社から免許の申請があり、本年4月8日JLCH Clearnet Ltd)に対して、6月1日にChicago Mercantile Exchange Inc. に対してそれぞれ免許を付与した。現在、両社がわが国で引受け可能な清算商品は外貨建て金利スワップのみではあるが、今後、さらなる商品・サービスの拡充がなされていく可能性もある。その際には、リスク管理、業務の健全性等の観点から、適

切に認可審査を行っていく必要がある。

一方、国内の清算機関であるJSCCも、12年以来、クロスマージン制度の導入やコンプレッション制度の機能改善など種々のサービス拡充を行っている。また、14年12月にはCDSのシングルネーム（個別銘柄）が、15年9月には外貨建て金利スワップの引受けが可能になるなど、清算引受け可能な商品も拡大している。既存の国内清算機関と外国清算機関が健全な競争を行うことで、わが国で活動する金融機関の利便性の向上に資することが期待される。

また、海外からわが国への参入がある一方で、JSCCも15年10月に、米商品先物取引委員会（CFTC）からデリバティブ清算機関としての登録免除を受けるなど、国内の清算機関による海外への進出の動きがみられる。このように、グローバルレベルで清算機関同士が競争を通じて商品やサービスの拡充を進めることは望ましいが、当局としては健全な競争と利用者の保護という意味で、いまま

店頭デリバティブ取引規制の歩みと展望

以上に注視が必要だと考えている。

清算機関の利用の拡大とリスク管理の強化

清算集中義務の対象となる店頭デリバティブ取引が拡大し、マージン規制による清算機関の利用の促進や、清算機関の競争による商品・サービスの拡充もあり、金融システムの安定性維持における清算機関の重要性が一層高まっている。そもそも、清算集中義務は、一定の水準を満たした清算機関に清算を集中することで、金融機関同士の入り組んだ無数の取引網に個々に対応するよりも、危機時における金融システムの頑健性が高まるとの考えであった。一方、清算機関への清算集中が、清算機関自身が破綻した場合に清算機関を起点とするシステムミック・リスクの源泉になる可能性への認識が高まり、国際的にも清算機関のリスク管理の強化について議論されている。

は、決済・市場インフラ委員会は、証券監督者国際機構（CPMIIOSCO）が12年に「金融市場インフラのための原則（FMI原則）」を公表しており、わが国でもそれをふまえ、13年に「清算・振替機関等向けの総合的な監督指針」を公表している。これらをふまえ、国内の清算機関等においてもリスク管理の強化が行われてきており、また、国内の清算機関等のFMI原則の遵守状況については、監督指針・FMI原則に沿って各社が開示資料を公表している。また、CPMIIOSCOでは、各国におけるFMI原則の実施状況についてモニタリング作業（注4）を行ってきた。14年には、CPMIIOSCOが「金融市場インフラの再建」、金融安定理事会（FSB）が「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性（Key Attributes）のFMIおよびFMI参加者の破綻に関する付属文書（主要な特性に関するFMI付属文書）」（注5）をそれぞれ公表した。

高まりもあり、15年4月には、FSB、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）、CPMIIOSCOから「2015年清算機関作業計画」が公表された。そのなかで清算機関の強靱性、再建、処理可能性の検討が優先課題とされ、現在、実態調査・分析、FMI原則等の追加ガイダンスの必要性について検討が進められている（注6）。

「2015年清算機関作業計画」は、清算機関の強靱性（Resilience）・再建（Recovery）の議論、処理可能性（Re-solvability）、相互依存性（Inter-dependency）から構成され、清算機関の破綻の蓋然性を低減すること、また破綻した場合の影響を限定すること——の二本立ての施策がとられている。前者は強靱性・再建の議論、後者は処理可能性・相互依存性の議論が該当するが、強靱性を高めることで破綻した場合の影響を減少させ、また、秩序ある処理可能性の道筋を示しておくことで市場の心理的不安を緩和し、破綻の蓋然性を低減させる（強靱性を高める）という関係にあるといえる。

清算機関の強靱性・再建については、CPMIIOSCOにおいて、グローバルまたはローカルに活動する清算機関についてFMI原則のリスク管理に関する主要な項目（ガバナンス、信用リスク、証拠金、担保、流動性リスク、再建）についての遵守状況の評価と、ストレステスト等に関するFMI原則の追加ガイダンスの策定の検討が行われている。前者については報告書の公表が、後者については追加ガイダンス案の公表が、本年半ばをメドに行われる予定である。

清算機関の破綻可能性については、FSB傘下の下部部会のfmiCCM（FMIに関するクロスボーダー危機管理グループ）が設立され、FMI破綻に関する各国の制度等の実態調査や上述の「主要な特性に関するFMI付属文書」に関する追加ガイダンス等の策定の検討が行われており、本年中にパブリックコンサルテーションに付される予定である。

相互依存性については、清算

機関と主要な清算参加者（金融機関）のグローバルな相互依存性を調査・分析し、清算機関の破綻が金融機関や他の清算参加者に与える影響や、主要な清算参加者の破綻が清算機関に与える影響を把握することが企図されている。

今後の規制・監督における三つの留意点

筆者は、今後の店頭デリバティブ取引規制や清算機関等の規制・監督にあたっては、以下の3点が重要と考えている。

第一に、銀行規制と店頭デリバティブ取引規制との調和である。たとえば、18年1月の実施に向けて見直しを行っている銀行のレバレッジ比率規制に関しては、清算参加者の規制上の負担が重いため海外では清算ブローカー業務から撤退する金融機関が相次ぎ、清算ブローカーの数が減少した。このため、クライアント・クリアリングによる清算集中が困難になる可能性や、清算ブローカーの破綻が生じた場合にクライアントのポジションを移管する清算ブローカーが

みつからず、清算集中の継続が困難になる可能性について、懸念が表明されてきた。レバレッジ比率規制については、このように清算機関利用のデイスインセンティブになるとい市場参加者やCPMIIOSCOの懸念をふまえ、デリバティブ取引のエクスポージャーから変動証拠金のネットリングを部分的に認めることや、清算集中取引に関連する顧客取引についてさらにエクスポージャーを削減することの妥当性について、BCBSで議論されている。

なお、前記の清算ブローカーの減少については、清算ブローカーの独占・寡占化が進めば、金融システム上のリスクの集中が進むおそれがないかという点も注意が必要だと考えられる。

第二に、銀行と清算機関との違いをふまえた規制・監督であり、店頭デリバティブ取引規制ととりわけ清算集中の義務化とその後国際的な清算機関のリスク管理・監督の強化の流れをみると、銀行規制・監督の考え方をそのまま清算機関規制・監督に適用しようという、いわば雁

行形態型ともいえる傾向が感じられる。確かに清算集中の義務化により金融システムの安定性維持における清算機関の重要性が高まっていることは事実である。しかし、清算機関はリスクテイクによって収益をあげる金融機関とは基本的にビジネスモデルやリスク特性が異なっているほか、清算機関は金融機関に比べて代替可能性が低いといった特徴がある。このため、規制・監督もこうした特徴を十分ふまえる必要があり、たとえば、国際的に盛んになってきている清算機関の破綻可能性とその対処の議論でも、破綻処理そのものよりも、危機時に清算機関の機能をどう維持していくかという点もきわめて重要と考えている。

このように、清算機関の利用を通じて金融システム全般の安定を図ろうとする当初の目的に照らし、銀行規制・監督の枠組みを清算機関規制・監督のために無批判に導入するのではなく、その適切性を慎重に検討することが望ましい。そのため、わが国の清算機関の規制・監督で得

られた経験や情報等を国際的な議論に反映していくことは、今後の清算機関規制・監督の枠組み策定に資するところも大きいと考える。

第三に、金融危機後に国際的に整備された金融規制が、全体として金融システムにどのような影響を与えているかという点である。これについても、当局面で国際的な議論が始まっている。たとえば、本年3月に東京で開催されたFSB本会合でも、規制の予期せぬ結果についても対応することが確認された（注7）。こうした問題意識をふまえながら、国際的な議論へ参加し、ひいてはバランスのとれた国内規制・監督の実施につなげられることが望ましいと考える。

（なお、本稿中意見にわたる部分は、筆者の個人的な見解である。）

（注）1 拡大された義務対象者に課せられる清算集中義務の対象商品は、円貨建て金利スワップのみ。

2 日本における清算集中制度の概要については、榎本雄一朗

店頭デリバティブ取引規制の歩みと展望

- ・塚本晃浩「清算集中制度」の概要と今後の見通し」（本誌14年10月27日号58～62ページ）を参照。
- 3 日本におけるマージン規制の概要については、宮本孝男・白澤光音・朝倉利恵「非清算店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制」の最終化」（本誌16年4月11日号40～47ページ）を参照。
- 4 日本は、国内法・規制枠組みの整備状況 (<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20130813-3.html>)、国内法・規制枠組みとFMI原則の整合性 (<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20150203-1.html>)、当局の責務 (<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20151203-1.html>) のすべてについて、FMI原則を満たしているとの評価を受けている。現在、FMI原則のリスク管理に関する主要な項目（ガバナンス、信用リスク、証拠金、担保、流動性リスク、再建）について、個別の清算機関における遵守状況の評価作業が行われている。
- 5 11年に公表されたKey Attributesは、おもに銀行等の金融機関を想定して書かれていた。
- 6 本年3月のFSBのプレス

リリース（注7参照）でも、清算機関関連施策は16年の優先課題の一つにあげられている。

7 Meeting of the Financial Stability Board in Tokyo on 30-31 March, 31 March 2016.

みやもと たかお

02年東京大学経済学部卒、同年金融庁入庁。ロチェスター大学MBA。銀行第一課課長補佐、保険監督者国際機構（IAIS）事務局、金融担当副大臣秘書官等を経て、16年から企画課総括課長補佐。

えのもと ゆういちろう

03年英ニューカッスル大学・院卒、同年日本取引所入所。07年金融庁に転籍。国際室課長補佐、IOSCO代表理事会議長補佐官、米証券取引委員会（SEC）等を経て、16年から監督管理官（健全性基準）。

はぶち たかひで

01年東京大学法学部卒、同年日本銀行入庁。デューク大学MBA。金融機構局、金融研究所、総務人事局、国際局等を経て、14年から現職（金融庁に出入中）。