

電子取引基盤の使用義務に関する日米間の相互依拠枠組み

店頭デリバティブ市場の分断回避に向けて

金融庁 総合政策局総務課国際室

国際証券市場決済調整官 望月 一成

課長補佐 大井 秀敏

前・係員 藤丸 峻介

世界各国で金融危機後の金融規制改革が進むなか、各国間の規制の重複などが原因となって世界の金融市場が分断されることへの懸念が高まっている。わが国は議長国となった昨年のG20で「金融市場の分断回避」の問題をプライオリティーの一つとし、米国との間では店頭デリバティブ改革の一つである電子取引基盤の使用義務に関する相互依拠を進めてきた。本稿では、その背景と制度の概要を紹介する。なお、本文中、意見にわたる部分については、筆者らの個人的見解である。

各国規制の重複による市場の分断

金融危機後の金融規制改革が進められる中で、店頭デリバティブ改革はその重要なパーツの一つとして実施が進められてきた。しかし、各国規制の内容とその実施時期のずれや規制の域外適用によって世界の金融市場が分断され、金融危機時に流動性の低下等を通じて金融システムの安定性を脅かすことや、金融仲介機能の効率性を阻害することに対する懸念の高まりを受け、わが国は昨年のG20で「金融市場の分断回避」の問題をプライオリティーの一つとして取り上げた。

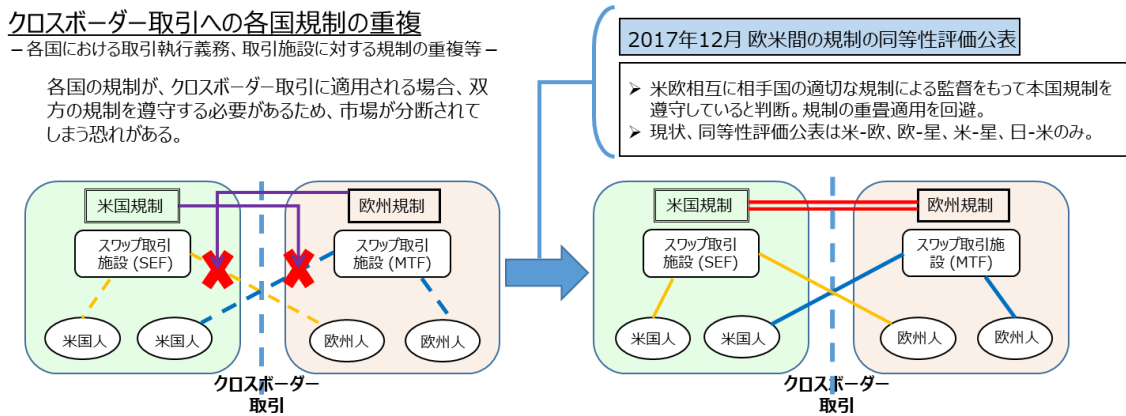
店頭デリバティブ取引の大半は従来、取引当事者同士またはボイスブローカー（肉声による取引形態）を経由した取引により行われていた。しかし、これらの取引において取引内容が不透明であったことが世界的な金融市場の混乱を深刻化させたとの反省から、取引の透明性を向上させ、市場参加者の多様化を通じた将来的なシステムリスクの削減や、当局による不公正取引のモニタリングの実現を図るべく、2009年のG20では「標準化されたすべての店頭デリバティブ取引は、適当な場合には、取引所または電子取引基盤を通じて取引されるべきである」と合意された。これを受けて日本、米国、EUなどは一定の店頭デリバティブ取引に電子取引基盤の使用を義務付ける国内制度（電盤使用義務制度）を整備した。

各国が国際合意に基づき電盤使用義務制度を整備していく一方で、当該制度における市場の分断も指摘されている。19年6月に証券監督者国際機構（IOSCO）が公表した報告書「市場分断とクロスボーダー規制」は、米国の電子取引基盤であるSEF

に係る規制のうち、その効果が米国域外に及ぶ部分が取引活動の偏在化を招いていることや、欧州規制(MiFIR)が一定の店頭デリバティブ取引をEUの電子取引基盤または欧州委員会による同等性決定を受けた欧州域外の電子取引基盤で取引執行するよう求めていることが、取引の流動性を地理的に断片化させる可能性があるとの指摘を紹介している。¹

こうしたなか、17年12月、欧米間の電盤使用義務規制の同等性評価を皮切りに、各国当局間では当該分野における市場の分断を回避するために二国間または多国間で解決策の議論や具体的な制度間の調整が行われてきた。(図表1、2)。

【図表1】 相互依拠による市場分断回避



(出所) 筆者作成(図表2も同じ)

当庁においても、店頭デリバティブについて円滑なクロスボーダー取引を確保するため、米国の電子取引基盤使用義務規制(Swap Execution Facility 規制、以下「SEF 規制」)の本邦電子取引基盤に対する規制適用上の課題について、米国の商品先物取引委員会(CFTC)との間で議論を重ねてきた。その結果、昨年7月、当庁とCFTCは共同ステートメントを公表するとともに、CFTCはSEF規制の本邦電子取引基盤運営業者に対する登録免除命令を公表した。当該命令の内容を踏まえ、当庁では今年4月、金融商品取引業等に関する内閣府令および金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の改正を行い、公布・施行した。

¹ IOSCO レポート“Market Fragmentation & Crossborder Regulation”の Chapter 2-Defining market fragmentation and reviewing the use of the 2015 Tools を参照のこと。

【図表 2】 相互依拠に関する各国当局の調整状況

| FSB 加盟国 | 電盤使用義務に関する 相互依拠枠組みの導入 | 対象国 |
|---------|--------------------------|--------------|
| アルゼンチン | | |
| オーストラリア | ○ | |
| ブラジル | | |
| カナダ | ○ | |
| 中国 | | |
| EU | ○ | シンガポール、米国 |
| 香港 | ○ | |
| インド | | |
| インドネシア | | |
| 日本（注） | ○ | 米国 |
| 韓国 | ○ | |
| メキシコ | ○ | |
| ロシア | ○ | |
| サウジアラビア | ○ | |
| シンガポール | ○ | EU、米国 |
| 南アフリカ | | |
| スイス | ○ | |
| トルコ | | |
| 米国 | ○ | EU、日本、シンガポール |

（注） 電子店頭デリバティブ許可制度に基づく。

（出所） “OTC Derivatives Market Reforms: 2019 Progress Report on Implementation”（FSB, 2019年10月公表）に基づき筆者作成。

日米の電盤使用義務規制について

金融危機後の国際的な議論を踏まえつつ、わが国でも、15年9月から金商業者などが一定の店頭デリバティブ取引を行う際には電子取引基盤の使用を義務付けることとなった。具体的には「特定店頭デリバティブ取引」、すなわち店頭デリバティブ取引想定元本の平均残高が6兆円以上の金商業者等の間におけるプレーンバニラ型の円金利スワップ取引（期間は5、7、10年物に限る）については、金融庁に登録された金商業者が提供する電子取引基盤の使用が義務化された。また、諸外国の電子取引基盤運業者等（金融商品取引法60条の14における条件を満たす場合に限る）がわが国の市場に参入することが可能となるよう、外国の業者で、外国の法令に準拠し、外国において店頭デリバティブ取引業務を行うものについては、適切な母国当

局の監督下にあることを踏まえて、金融商品取引業の登録なしに電子店頭デリバティブ取引等許可業者として認められる枠組みが設けられている。

米国では、14年2月から金利スワップ(IRS)やクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)などの一定の店頭デリバティブ取引において電盤使用義務が導入されている。具体的には、米国において清算集中の対象とされている取引のうち、SEF上での取引が可能(Made Available to Trade=MAT)と認められた取引をスワップディーラー(SD)や主要スワップ取引参加者(MSP)が行う場合にはSEFの使用を義務付けている(例えば標準的な金利スワップに関しては満期が2、3、5、7、10、12、15、20、30年のいずれかに限定され、いわゆるビスポーク型のスワップに関してはSEFの使用義務対象には含まれていない)。SD、MSPともにCFTCへの登録義務があり、資本規制などの規制が包括的に課されている。取引の一方の当事者がSD、MSPなどの場合、クロスボーダー取引であってもSEFの使用義務が適用される。

また米国商品取引法(Commodity Exchange Act)は、外国のスワップ取引施設が「母国の適切な政府当局による、統合的に見て同程度の総合的な監督および規制に服している」とCFTCが判断した場合には、SEF登録義務を条件付き、もしくは無条件で免除する権限をCFTCに付与している(CEA section 5h(g))。

日米共同ステートメントおよび登録免除命令の概要

19年に公表された金融安定理事会(FSB)の市場分断に関する報告書で言及されているとおり、金融危機後に各国で実施された店頭デリバティブ改革は、透明性の向上やシステミック・リスクの低減という利点を有していた一方、各国規制の内容と実施時期のずれや規制の域外適用により市場の分断が発生する恐れがあった。各国は相互依拠によりその問題に対処してきたが、特に、電盤使用義務については、ある法域において外国の電子取引基盤が業務を行う際に、当該外国電子取引基盤の母国規制および監督が適切である場合は、母国法域の規制に服する電子取引基盤運営業者に対して登録義務免除や同等性評価を付与することにより、クロスボーダー取引の円滑な実施の確保や、規制要件の不整合や域外適用から発生する負の影響を軽減してきたといえる。

世界に先駆けて電盤使用義務を導入した金融庁とCFTCは数年にわたる議論を経て、19年7月、双方の電盤使用義務規制にかかる相互依拠について合意し、共同ステートメントおよびCFTCによる登録免除命令を公表するに至った。

金融庁とCFTCは、金融庁規制下のデリバティブ執行施設である電子取引基盤運営業者(Electronic Trading Platform、以下「ETP」)が、CFTCの法律および規則に基づく同等性基準を満たしているかどうかを判断する目的で積極的な意見交換や情報収集を重ねてきた。その結果として19年7月11日にCFTCは米国商品取引法の枠組みにおいて、現在日本国内で登録されている電子取引基盤運営業者7社について、

CEA section 5h (g)に規定されたSEF登録免除の基準を満たすとし、登録免除命令を発出した。一方、金融庁は、金融商品取引法 60 条の 14 に規定される電子店頭デリバティブ取引等業の許可を受けようとするCFTC登録下のSEFについて、CFTCの規制監督下にあることを前提として、許可手続きを速やかに行うことを表明した。

登録免除命令については、業者の電子取引基盤運営業者としての登録がなくなった場合および法令が改正された場合の金融庁によるCFTCへの通知、ならびに後述する電子取引基盤運営業者による業務方法書とデータ保存ルールの整備を条件として、米国規制(本稿で「米国規制」という場合、特に断りのない場合、CFTC規則を指す)におけるスワップ取引は、同命令別添リスト記載のETPにおいて執行することができるとしている。なお、CFTCの取引報告要件(CFTC規則 43 条および 45 条)に関しては、本命令に基づきSEF登録が免除される当該ETPで執行されるスワップ取引についても、当該取引要件の対象となる取引当事者に引き続き適用される。

また、当該ETPで執行されるスワップ取引における清算集中義務については引き続き以下の①から③のように適用される。

- ①米国人が当該ETPで執行するスワップ取引が一定の「顧客」ポジションである場合、基本的にはCFTC登録の先物取引業者(FCM)を通じてCFTC登録のデリバティブ清算機関(DCO)において清算されなければならない。
- ②米国人が当該ETPで執行するスワップ取引が一定の「自己勘定」ポジションである場合、基本的にはCFTC登録のDCOまたはCFTCによりDCO登録を免除された適用除外清算機関(Exempt DCO)において清算されなければならない。
- ③スワップ取引がCFTCの清算集中義務対象であり、当該義務対象である者が取引をする場合、取引はCFTC登録されたDCOまたは Exempt DCO を通じて清算されなければならない。ただしその場合でも①の「顧客」ポジションである場合は特別の許可がない限り Exempt DCO を通じて清算することはできない。

なお、日本の電子取引基盤運営業者に対するSEF登録義務免除には、注文変更および取り消しを含むすべての注文データの保存および利用者による電子取引基盤運営業者のルール遵守の2点が条件とされた。そのため、内閣府令および監督指針を改正し、パブリックコメント期間を経たのち、所定の手続きを経て今年4月 28 日に公布、施行された。²

² 電子取引基盤運営業者が作成・保存すべき帳簿書類に関する事項として、変更および取り消しを含むすべての注文データを 10 年間保存する旨を規定するもの(金商業等府令 157 条 1 項 15 号の3、184 条 1 項の改正)および、同業者と顧客の契約書等において、顧客が当該業者の定められたルールに従うことや、当該業者の求めがあれば、顧客が取引の関連情報の提出に応じる内容の記載を求めるもの(金商業者向けの総合的な監督指針Ⅳ-3-3-4(3)③の追加)。

共同ステートメントの趣旨および留意点

前述のとおり、CEA section 5h(g)は、米国外のスワップ取引施設について、それが米国規制と同程度の母国規制に服している場合、米国でのSEF登録を免除する権限をCFTCに付与している。今回のCFTCの登録免除命令では、CFTCがこの規定により日本の電子取引基盤運営業者を一括してSEF登録から免除し、米国人の関わる取引について日本の電子取引基盤運営業者による執行を認めた。

ところで、CFTCの登録免除命令は、厳密には「電子取引基盤運營業務」がその対象となっている。電子取引基盤運營業務とは、金融商品取引業等に関する内閣府令1条4項16号に規定される業務であり、その業務を特定店頭デリバティブ取引またはその媒介、取り次ぎ(有価証券等清算取り次ぎを除く)もしくは代理に限定している。そのため、今回登録免除された業者であっても特定店頭デリバティブに該当しない取引に関する業務については免除の対象外である。

また、金融商品取引法60条の14は、諸外国の電子取引基盤が日本国内の電子取引基盤運營業務に参入することが可能となるよう、金融商品取引業者としての登録とは別に設けられた規定である。本邦制度上、CEA section 5h(g)のように業者を一括的に処理する運用はできないものの、CFTC登録下のSEFについてはCFTCの監督下にあることを踏まえ、実質的に日本国内で求められるものと同様の業務運営がなされていると認められる場合には、具体的な業務運営の方法は問わないという許可手続きの迅速化を表明することで米国規制への依拠を行うこととした。

* * *

4月の内閣府令および監督指針の改正により、19年7月の日米間の合意に基づく当庁の追加的な対応は完了した。日米間で合意された枠組みにより、日米間の市場分断リスクに一定の対応を行ったことになる。他方、米国ではSEF規制に関する制度改正が検討されており、その内容には円金利スワップ取引をSEF規制に含む提案が含まれている。わが国でも電子取引基盤規制を導入してから数年が経過するなか、適切な制度設計や機能発揮については常に検証していく必要があると思われる。こうした状況も踏まえつつ、実際にこの枠組みを機能させるためには、米国との間で同様の合意に達した関連国と同様、日米当局間の継続的な協調が必要となる。

店頭デリバティブ取引は流動性を求める上でクロスボーダー取引が必要不可欠である。規制当局は、意図せざる市場の分断を回避するため、相互依拠の考え方に基づいた同等性評価の取り決めなどを通じた国際連携を進めていくことが肝要で、金融規制のより賢明なグローバル化を模索していく必要があるだろう。