



欧米の店頭デリバティブ市場規制の策定状況

みずほ証券 経営調査部 主任研究員

川本 隆雄

1. はじめに

2009年9月に行われたピッツバーグサミットでは「遅くとも2012年末までに、標準化されたすべての店頭デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関（Central Counterparty；CCP）を通じて決済されるべきである。店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべきである。CCPを通じて決済がされない契約は、より高い所要自己資本賦課の対象とされるべきである」旨が合意された。

〈目次〉

1. はじめに
2. 米国における規則策定状況
3. 欧州における規則策定状況
4. おわりに

また、金融安定理事会（Financial Stability Board；FSB）は、2010年10月に「OTCデリバティブ市場改革の実施に関する報告書（“Implementing OTC Derivatives Market Reforms”）」を公表し、各国規制当局などに対して店頭デリバティブ市場改革に関する勧告を行った。このFSBによる勧告は、主に「清算集中への移行（勧告5～12）」、「取引所もしくは電子取引基盤における取引の促進（勧告13～14）」、「取引情報の報告（勧告15～19）」に分類されていた。

このような状況のもと、各国は、ピッツバーグサミットの合意事項やFSBの勧告に沿った内容で、店頭デリバティブに関する法制度や諸規則の策定を進めている。

例えば、米国においては、2010年7月にドッド・フランク・ウォール街改革および消費者保護法（以下「ドッド・フランク法」）が成立しており、このドッド・フランク法第7章において、店頭デリバティブに関する規制が定め

られている。ここでは、商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission；CFTC）および証券取引委員会（Securities and Exchange Commission；SEC）に対して、店頭デリバティブ市場を規制する権限が与えられることとなり、CFTCおよびSECによって、具体的な諸規則が策定されることとなった。

欧州においては、「店頭デリバティブ、中央清算機関および取引情報蓄積機関に関する規則（“Regulation on OTC Derivatives, central counterparties and trade repositories”）」いわゆる欧州市場基盤規則（European Market Infrastructure Regulation；EMIR）が成立する見込みとなっている。また、EU内での資本市場・投資サービス業に係る基本法である金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive；MiFID）改正に関連して、金融商品市場規則（Markets in Financial Instruments Regulation；MiFIR）案が欧州委員会から公表されているが、ここでも店頭デリバティブに関する規制が取り扱われている。

本稿では、ピッツバーグサミットの合意事項やFSBによる勧告、すなわち①「清算集中への移行」、②「取引所もしくは電子取引基盤における取引促進」、③「取引情報の報告」について、米国および欧州における店頭デリバティブに関する規制の策定状況に関して概観していくこととする。

なお、本稿の意見にわたる部分は、筆者の私見であることをお断りしておく。

■ 2. 米国における規則策定状況

(1) ドッド・フランク法

米国においては、2010年7月に成立したドッド・フランク法第7章において店頭デリバティブに関する規制が既に盛り込まれているが、これにより米国において長らく規制の対象外とされてきた店頭デリバティブ取引が初めて規制の対象となった。

具体的には、まずドッド・フランク法712条、721条、761条においてCFTCの規制対象となるスワップ（Swap）、SECによって規制対象となる証券関連スワップ（Security-Based Swap）といったデリバティブ商品、スワップ・ディーラー（Swap Dealer）、主要スワップ参加者（Major Swap Participant）などの市場参加者の定義が規定されている（ただし、更なる詳細な定義の規定は後述するようにCFTC、SECを中心とした規制当局に委ねられている）。

その上で、ドッド・フランク法723条および763条によって、①「清算集中への移行」、②「取引所もしくは電子取引基盤における取引の促進」に対応する規定が行われている。ここでは、まず清算が義務化される商品を決定する際のプロセスが規定され、その上で、このプロセスを経て清算集中が決定されたスワップおよび証券関連スワップに対して、CCPにおける清算が義務付けられることとなる。加えて、清算が義務付けられたスワップにつ

いては、取引所もしくは登録された取引執行ファシリティで取引されることが義務付けられる。

ここで、CCPはCFTCが管轄するスワップの場合、ドッド・フランク法725条にて、デリバティブ清算組織（Derivatives Clearing Organization）としての登録が、SECが管轄する証券関連スワップの場合は、ドッド・フランク法763条にて、清算代理人（Clearing agency）としてSECへの登録が求められ、それぞれが定める諸規則に従うことが求められる。また、取引執行ファシリティに関しては、ドッド・フランク法733条および763条にて、それぞれ、スワップ執行ファシリティ（Swap Execution Facility）および証券関連スワップ執行ファシリティ（Security-Based Swap Execution Facility）としてCFTCおよびSECに登録の上、やはりCFTCおよびSECが定める諸規則に従うことが求められている。

③「取引情報の報告」に対応するものは、ドッド・フランク法727条および763条（i）の規定である。ここでは、清算義務のあるスワップおよび清算されないスワップともに登録された取引情報蓄積機関へ報告することを義務付ける規定が存在する。ここで、取引情報蓄積機関に関しては、ドッド・フランク法728条において、スワップデータ蓄積機関（Swap Data Repository）として業務を行う法人としての登録義務が、また、証券関連スワップデータ蓄積機関（Security-Based Swap Data Repository）として業務を行う

法人としての登録義務が定められており、また同時にこれに関するCFTCおよびSECの規則策定が求められている。

（2）CFTCによる規則の策定

前述のようにドッド・フランク法第7章により、スワップおよび証券関連スワップなどが規制の対象となったが、CFTCおよびSECに対しては、より詳細な規則の制定が求められている。ここではCFTCに焦点を当てて、スワップに関する規則の策定状況を概観していくこととする。

CFTCはドッド・フランク法の成立以降2012年7月末までに、28回の公開会議および18回の公開円卓会議を開催し、スワップ・ディーラーの登録、デリバティブ清算組織の主要原則に関する規則策定、取引所の主要原則に関する規則策定など36の規制策定領域（図表1参照）を設定した上で、35の最終規則およびガイダンスを定めている（必ずしも1つの規制策定領域に対して1つの最終規則が定められるわけではなく、1つの規制策定領域の中に複数の規則が策定されている領域もある）。

CFTCはドッド・フランク法成立以降、精力的に規則策定を図っていたものの、その進捗は遅れ気味となっていた。実際、2011年末の段階でCFTCにより採択された最終規則の数は21に留まっており、スワップ規則の適用に関して、CFTCはドッド・フランク法第7章の多くの条項が適用される期限である2011

(図表1) CFTCによる36の規制策定領域と最終規則

規制領域	最終規則番号	公表日
スワップ・ディーラーおよび主要スワップ参加者に対する包括的な規制		
登録	77 FR 2613	2012/1/19
スワップ・ディーラー (SD)、主要スワップ参加者 (MSP)、証券関連スワップ・ディーラー (SBSD)、主要証券関連スワップ参加者 (MSBSP) の定義	77 FR 39626 (77 FR 30596)	2012/5/23
カウンターパーティーとの業務行為基準	77 FR 9734	2012/2/17
内部業務行為基準	77 FR 20128	2012/4/3
ノンバンクに対する証拠金・資本規制		
清算義務のあるスワップおよび清算されないスワップに関する分別管理および破綻処理	77 FR 6336	2012/2/7
清算		
デリバティブ清算組織 (DCO) の主要原則に関する規則策定、解釈、ガイダンス	77 FR 21278 76 FR 69334 (*)	2012/4/9 2011/11/8
清算が義務化されるスワップの評価プロセス	76 FR 44464	2011/7/25
清算機関のガバナンスおよび所有・支配に関する制限		
システム上重要なDCOに係る規則		
最終利用者に関する除外規定	77 FR 42559	2012/7/19
取引		
取引所の主要原則に関する規則策定、解釈、ガイダンス	77 FR 36611	2012/6/19
SEFの登録義務と主要原則に関する規則策定、解釈、ガイダンス		
外国取引所に対する新たな登録義務	76 FR 80674	2011/12/23
(取引所、DCO、SEFに適用される) 規則の認定および承認手続き	76 FR 44776 (76 FR 45666)	2011/7/27
DCM及びSEFがスワップを取引可能とするためのプロセス		
データ		
スワップデータ蓄積機関 (SDR) 登録基準および主要原則に関する規則策定、解釈、ガイダンス	76 FR 54538	2011/9/1
データの記録保持および報告義務	77 FR 35200 77 FR 2136	2012/6/12 2012/1/13
リアルタイム報告	77 FR 1182 (77 FR 2909)	2012/1/9
取引執行ファシリティ外の大規模スワップのためのブロック取引規模および取引者情報保護のためのブロック取引および手段		
大規模スワップ取引者報告	76 FR 43851	2011/7/22
調整項目		
特定の商品		
農産物スワップ	76 FR 49291	2011/8/10
農産物スワップの定義	76 FR 41048	2011/7/13
商品オプション	77 FR 25320	2012/4/27
外国為替 (リテール向け非上場商品)	76 FR 56103 75 FR 55409	2011/9/12 2010/9/10
スワップ、証券関連スワップ向けのSECとの共同規則	採択済み	
ポートフォリオベースの証拠金賦課手続き	76 FR 69334 (*)	2011/11/8
エンフォースメント		
相場操縦の防止策	76 FR 41398	2011/7/14
濫用的な取引慣行		
内部通報者	76 FR 53172	2011/8/25
ポジション制限		
真正ヘッジの定義を含めたポジション制限と総ポジション制限	76 FR 71626	2011/11/18
その他の事項		
投資アドバイザーの報告	77 FR 17328 (77 FR 11252) 76 FR 71128	2012/2/24 2011/11/16
ボルカールール		
信用格付けの依存	76 FR 78776 76 FR 44262	2011/12/19 2011/7/25
公正信用報告法と非公開個人情報の開示	76 FR 43874 76 FR 43879	2011/7/22 2011/7/22

(出所) CFTCホームページよりみずほ証券仮訳

(注) *の最終規則は1つの最終規則が複数の規制策定領域にまたがっているもの。また () 内は公表後に訂正された最終規則。

年7月に間に合わないと判断し、その期限を延長している状況にある。

このようにCFTCの規則策定は遅れ気味ではあったものの、2012年7月末の段階では、CFTCの定める規制領域の中で最終規則が存在しない規制策定領域は9つを残すのみとなっている。また、2012年4月の公聴会にて、CFTCは「スワップ・ディーラー、証券関連スワップ・ディーラー、主要スワップ参加者、主要証券関連スワップ参加者の詳細な定義に関する規則」、いわゆる「エンティティ定義」を承認することにより、規制の対象となる市場参加者の定義を明確化し、2012年7月には「スワップ、証券関連スワップ、および証券関連スワップ契約の詳細な定義に関する規則」いわゆる「プロダクト定義」を承認し、規制の対象となるデリバティブ商品の明確化を行った。

とりわけ「プロダクト定義」に関しては、例えば、「先物およびスワップのポジション制限に関する規則」や「スワップデータの蓄積に関する規則」、「スワップ・ディーラーおよび主要スワップ参加者に対する業務執行基準に関する規則」など、他のCFTC規則の適用開始日を決定するための基準となる規則でもあり、この「プロダクト定義」の承認を受けて、他のCFTC規則の適用が順次開始されていくこととなる。

米国における店頭デリバティブ規制の策定は、ドッド・フランク法第7章におけるスワップ規則の適用期限である2011年7月には間

に合わなかったものの、最終段階には到達しつつあるものと考えられる。

■ 3. 欧州における規則策定状況

(1) EMIRについて

EMIR案は、欧州委員会によって2010年9月に公表された。その後、欧州連合理事会と欧州議会による交渉を経て、2012年2月9日に最終的な合意に至り、3月29日には欧州議会にて可決、現在は欧州連合理事会による承認を待つ状態となっている。このEMIR案では、①「清算集中への移行」および③「取引情報の報告」に関連する規定がある。

議会で可決されたEMIR案は、全9編91条から構成（図表2参照）されているが、第1条「主題と適用範囲」では、店頭デリバティブに関して清算義務とリスク管理義務が課されること、デリバティブ契約に対して報告義務が課されること、CCPおよび取引情報蓄積機関の活動に対して統一的な規制が課されることが規定されている。

そして、第2編、第3編および第4編にて、①「清算集中への移行」に対応するより具体的な規定が示されることとなる。まず、EMIR第2編第4条にて、金融機関（EMIR第2条にて定義）および店頭デリバティブ市場において大規模なポジションを有するEMIR第10条にて規定される非金融法人（エネルギー関連、航空会社、製造業者など）に対し、CCPでの清算を義務付けることが規定

(図表 2) EMIRの構成

編	章	条文の内容
第1編	主題、対象と定義 (1条～3条)	主題と適用範囲、定義、グループ内でのトランザクション
第2編	店頭デリバティブの清算、報告及びリスク軽減 (4条～13条)	清算義務、清算義務の手続き、公告、CCPへのアクセス、取引市場への (CCPからの) アクセス、報告義務、非金融取引者、中央清算機関で清算されない店頭デリバティブのリスク軽減措置、罰則、重複もしくは相反する規則を回避するための措置
第3編	CCPの認可と監督 (14条～25条)	
	第1章 CCPの認可の条件と手続き (14条～21条)	CCP機関の認可、活動及びサービスの拡大、資本規制、認可を付与・拒否するための手続き、College (ESMAや所管当局)、Collegeの意見、認可の取り下げ、再検討と評価
	第2章 CCP機関の監督と監視 (22条)	所管当局
	第3章 協力体制 (23条、24条)	規制当局間の協力、緊急事態
	第4章 第三国との関係 (25条)	第三国CCP機関の認識
第4編	CCPが服する義務 (26条～50条)	
	第1章 組織上の義務 (26条～35条)	総則、上級経営陣及び理事会 (Senior Management and the Boards)、リスク委員会、記録保持、株主及び会員、所管当局に対する情報、評価、利益相反、業務の継続性、外部委託
	第2章 業務行為規則 (36条～39条)	総則、清算への参加要件、透明性、分別管理と移管
	第3章 健全性規制 (40条～50条)	エクスポージャー管理、証拠金規制、倒産ファンド、その他の金融リソース、流動性リスク管理、デフォルト時の資金支払い順序、担保規制、投資方針、破綻手続き、モデル、ストレステスト、バックテストのレビュー、決済
第5編	インターオペラビリティ (51条～54条)	インターオペラビリティに関する措置、リスク管理、CCP間の証拠金に関する規定、インターオペラビリティに関する措置の承認
第6編	取引情報蓄積機関の登録と監督 (55条～77条)	
	第1章 取引情報蓄積機関の登録の条件と手続き (55条～74条)	取引情報蓄積機関の登録、登録申請、登録に先立つ所管当局への通知と協議、申請の審査、登録可否の通知、61条から63条に規定されている権限の行使、情報提供依頼 (61条)、一般的な調査 (62条)、立ち入り検査 (63条)、監督権限の行使と罰則を課す際の手続き上の規則、罰則、定期的な罰金の支払い、関係者からの事情聴取、罰則及び定期的な罰金の支払いに関する情報公開、その性質、執行及び分配、欧州連合司法裁判所によるレビュー、付則の修正、登録の取消し、監督手数料、ESMAによる監督手段、ESMAによる所管当局への任務委譲
	第2章 第三国との関係 (75条～77条)	同等性と国際協定、協力のための措置、(第三国で設立されている) 取引情報蓄積機関の認識
第7編	取引情報蓄積機関の義務 (76条～82条)	一般的な義務、業務上の信頼性、情報保全と記録、透明性とデータの利用可能性、権限委譲
第8編	共通規定 (83条～84条)	秘密の保持、情報交換
第9編	移行措置と最終規定 (85条～91条)	(EMIRの) 報告と評価、欧州証券委員会における手続き、指令98/26/EC (EUファイナリティ指令) の改正、ウェブサイト、移行規定、ESMAのスタッフとリソース、効力発生

(出所) みずほ証券仮訳

されており、そして、第5条において、清算対象となるデリバティブを決めるための手続きが定められている。

その上で、中央清算を請け負うことになるCCPの認可手続きや監督、CCPが服する義務などに関して、EMIR第3編および第4編にて規定されている。

③「取引情報の報告」に関する規定は、EMIR第2編、第6編および第7編に定められている。まず、EMIR第2編第9条では、デリバティブ契約当事者およびCCPに対して、締結した全てのデリバティブ契約の詳細、改定、契約の終了を取引情報蓄積機関へ報告することが義務付けられている。

その上で、取引情報蓄積機関の登録や監督、取引情報蓄積機関が服すべき義務に関して、EMIR第6編および第7編にて規定されている。

なお、EMIR案では、欧州証券市場監督局(ESMA)をはじめとする監督当局に対してより具体的な規則を定めるテクニカルスタンダードの策定と欧州委員会への2012年9月30日までの提出を義務付けている。

ESMAはこのような状況の中、EMIRが法律として正式に成立する前の段階ではあるものの、テクニカルスタンダードの策定作業を行っているところであり、2012年6月25日にはテクニカルスタンダードに関する協議文書が公表されている。

(2) MiFIRについて

欧州委員会は、2010年12月にMiFID改正に

関する協議を開始し、2011年10月に2つの法案を公表している。1つは改正MiFID案(MiFID IIといわれている)であり、もう1つがMiFIR案である(注)。

MiFIR案では、②「取引所もしくは電子取引基盤における取引促進」が規定されているが、具体的には、金融機関および非金融法人は、同一グループ内での取引でない場合、一定のデリバティブ取引を規制市場(Regulated Market)、MTF(Multilateral Trading Facility)、OTF(Organized Trading Facility)などで行わなければならないと規定されている。

なお、規制市場とMTFは、MiFIDで規定されている取引市場であり、それぞれ日本の取引所および私設取引システム(PTS)に相当する。また、OTFはMiFID IIにて新たに規制の対象として提案されている取引市場であり、ここでは、規制市場とMTF以外の「投資者もしくは市場運営者が運営し、組織的に金融商品の売買の意思もしくは注文を集める機能を有する全てのファシリティもしくはシステム」と定義することが提案されている。

MiFIR案では、規制市場、MTF、OTFでの取引義務を課すための手続きも規定されているが、EMIR案と同様に、ESMAに対して清算義務のあるデリバティブのうち取引義務が課されるデリバティブの種類、取引義務が課される日付を決定するためのテクニカルスタンダードを策定することを義務付けている。

なお、MiFIDおよびMiFIR案に関しては、

現在、欧州議会と欧州連合理事会による協議を行っているところであり、最終的な合意を得て法律として成立するまでには時間がかかると考えられている。

■ 4. おわりに

これまで述べてきたように、米国においては、ドッド・フランク法成立以降、CFTCが精力的に諸規則を策定しており、遅延気味ではあったものの、ほぼ最終段階に到達したように思われる。

一方で、欧州では、①「清算集中への移行」および③「取引情報の報告」に関する規定を含んだEMIR案がほぼ成立する状況にあるものの、②「取引所もしくは電子取引基盤における取引促進」が規定されているMiFIR案においては成立までにやや時間がかかるものと思われる。

日本では、2010年5月に金融商品取引法の改正がなされ（2012年11月に施行予定）、①「清算集中への移行」および③「取引情報の報告」への対応を行った。また、現通常国会では、電子取引基盤等の利用を義務付ける金融商品取引法の改正案が審議されており、②「取引所もしくは電子取引基盤における取引の促進」に対する対応を行う予定である。

広範囲な広がりをもつ店頭デリバティブ取引において、仮に一国の規制水準が国際的な規制水準と比較して厳しいものであった場合、もしくは、一時的に先行してより厳しい

規制が課されてしまった場合、規制の厳しい国/地域から緩やかな国/地域にデリバティブ取引が移転してしまい、結果として、実効的な店頭デリバティブ市場の規制が行えない、もしくは市場の混乱を招く可能性があるだろう。よって、各国/地域の規制当局は、規制導入の時期や規制の水準に関して足並みを揃えることが求められており、各国の規制導入スケジュールが注目されている。

(注) MiFID IIおよびMiFIRに関しては、川本隆雄「欧州株式市場の構造変化と金融商品市場指令（MiFID）の見直し—市場の分散化と台頭する高頻度取引（HFT）等」『月刊資本市場 2011年4月号』



川本 隆雄 (かわもと たかお)
1998年 東京大学経済学部卒業 商社、運用会社にて勤務
2005年 政策研究大学院大学修士課程卒業
2005年 みずほ証券入社
2007年より 現職