

## 日本の OTC デリバティブ規制改革 —改革の具体的な方向性を示した金融庁—

磯部 昌吾

### ■ 要 約 ■

1. 2011年12月26日、金融庁の「OTC デリバティブ市場規制にかかる検討会（検討会）」は、OTC デリバティブ取引の、①清算機関での清算義務、②取引情報の保存・報告義務、③電子取引基盤での取引義務、を課す具体的な対象商品・対象者などに関する議論の取りまとめを公表した。
2. 日本の OTC デリバティブ規制改革を巡っては、2010年5月の金融商品取引法改正では電子取引基盤での取引義務の制度化が見送られていたが、国内外の動向を踏まえて2011年11月より金融庁が検討会を設置し、議論を行っていた。
3. 今後、金融庁は、清算機関での清算義務と取引情報の保存・報告義務を具体化する内閣府令の策定と、電子取引基盤での取引義務を定めるために金融商品取引法のさらなる改正を図っていくものとみられる。
4. 各国の規制の実施時期・内容や、清算機関などの取引インフラの稼働時期次第で、グローバルな OTC デリバティブ市場の競争関係に変化が生じる可能性がある。国内外の動向を注意深く見る必要があるだろう。

### I. 議論の取りまとめを公表した、OTC デリバティブ市場規制にかかる検討会

2011年12月26日、金融庁の「店頭（OTC）デリバティブ市場規制にかかる検討会」は、OTC デリバティブ取引の、①清算機関での清算義務及び取引情報の保存・報告義務の具体化と、②電子取引プラットフォーム（電子取引基盤、後述）での取引の義務付けに関する議論の取りまとめを公表した<sup>1</sup>。

日本の OTC デリバティブ規制改革を巡っては、既に2010年5月に金融商品取引法が改正（以下、改正金融商品取引法）され、OTC デリバティブ取引の、①清算機関での清算義

<sup>1</sup> <http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20111226-3.html> を参照。

務、②取引情報の保存・報告義務が定められている。改正金融商品取引法は、2009年9月のG20ピッツバーグ・サミットにおける、「2012年末までに、標準化されたすべてのOTC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、清算機関を通じて清算されるべきである。OTCデリバティブ契約は、取引情報集積機関に報告されるべきである。」という合意内容に沿うものである。しかしながら、電子取引基盤での取引の義務付けに関しては、国際的な議論が十分に進んでおらず、日本での取引実態もあまりないことなどから、制度化が見送られていた。

その後、電子取引基盤は、米国ではスワップ執行ファシリティ（swap execution facility、SEF）として、EUでは組織化された取引施設（organized trading facility、OTF）として、取引所等とともに利用を義務付けることが、米国では決定、EUでは提案されている<sup>2</sup>。

また、各国の証券監督当局などで構成される証券監督者国際機構（IOSCO）は、2011年2月に、電子取引基盤での取引義務付けの意義・目的として、①取引コストの低下や流動性向上の可能性、②市場参加者の多様化を通じたシステムリスクの低減、③取引の透明性や当局による不公正取引の監視の実現などを指摘する報告書を公表した<sup>3</sup>。

こうした国際的な動きに加えて、国内においてもOTCデリバティブ契約の想定元本ベースの残高が、2011年6月末時点で56.2兆ドル（2008年末比92%増）と増加する傾向にあることから、金融庁は、電子取引基盤での取引義務の導入を検討するとともに、改正金融商品取引法で定めたOTCデリバティブ規制の具体化を図るべく、2011年11月より、OTCデリバティブ市場規制にかかる検討会（以下、検討会）を設置し議論を行っていた<sup>4</sup>。本稿では、検討会の議論の取りまとめの内容を、日本のOTCデリバティブ規制改革の全体像を確認しつつ見ていく。

## II. 日本のOTCデリバティブ規制改革の概要

金融危機では、欧米を中心に急速に拡大していたクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場において、市場参加者が互いの健全性に不信感を抱いたことでカウンターパーティ・リスクが高まり、市場流動性が急激に低下した。また、当局は、誰がどの程度のエクスポージャーを持っているのか正確に把握できず対応に窮することとなった。

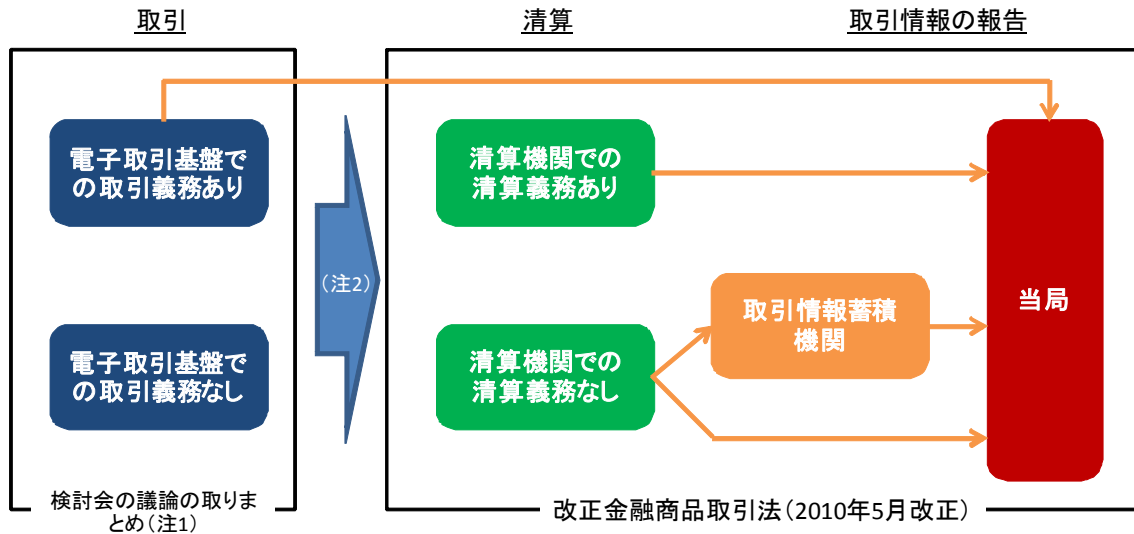
そこで、改正金融商品取引法では、CDSを含むシステムリスクをもたらし得ると考えられるOTCデリバティブ取引に対して、清算機関での清算を義務付けることで、取引におけるカウンターパーティ・リスクの低下を図っている（図表1）。また、清算機関に対して、内閣府令で定める取引情報を当局に報告することを義務付けている。一方で、清算義務を課されない取引に関しては、金融商品取引業者等に対して、内閣府令で定める取引

<sup>2</sup> 米国のOTCデリバティブ規制改革に関しては、磯部昌吾「米国のOTCデリバティブ規制改革 - 改革の全体像と課題 -」『野村資本市場クォーターリー』2012年冬号を参照。

<sup>3</sup> IOSCO, “Report on Trading of OTC Derivatives”, February 18, 2011

<sup>4</sup> 検討会は、金融機関、清算機関、決済機関、システム会社、大学、弁護士事務所からの16名のメンバーで構成。

図表1 日本の OTC デリバティブ規制の下での取引プロセス



- (注) 1.検討会の議論の取りまとめでは、清算機関での清算義務及び取引情報の報告・保存義務の具体化も扱っている。  
 2.電子取引基盤での取引義務と、清算機関での清算義務の関係は、取引商品と取引者に応じて異なることが想定される。  
 3.清算機関での清算義務を課せられない場合の取引情報の保存・報告義務は、内閣府令で定める取引に対して適用される。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

の取引情報を取引情報蓄積機関あるいは当局に報告することを義務付けている。取引情報蓄積機関は、金融商品取引業者等から報告された取引情報を当局に報告する。

検討会は、これらの規制を段階的に導入する方向性を示した(図表2)。さらに、一定の標準化と流動性を備え、かつ清算機関で清算される OTC デリバティブを、取引量が多い金融商品取引業者等同士で取引する場合には、電子取引基盤での取引を義務付けることが適当であるという考えを示した。

今後、金融庁は、検討会の議論の取りまとめを踏まえて、清算機関での清算義務と取引情報の保存・報告義務を具体化する内閣府令の策定と、電子取引基盤での取引義務を定めるために金融商品取引法のさらなる改正を図っていくものとみられる<sup>5</sup>。

### Ⅲ. 清算機関での清算義務

改正金融商品取引法は、取引高等の状況に照らして、その取引における債務の不履行が日本の資本市場に重大な影響を及ぼすとして、内閣府令が定める OTC デリバティブを金融商品取引業者等が取引する場合に、清算機関での清算を義務付けている(第156条の62)。

<sup>5</sup> ニッキン「金融庁、2012年に金商法改正へ、デリバティブ規制改革で」2011/11/25

具体的には、2012年11月を目処とする改正金融商品取引法の施行当初に、①iTraxx Japan<sup>6</sup>の国内清算機関での清算と、②プレーンバニラ型の円建て金利スワップの国内外の清算機関等での清算<sup>7</sup>を義務付けることを想定している。iTraxx Japan は CDS がシステミック・リスクを生じさせるという懸念から、プレーンバニラ型の円建て金利スワップは日本における取引規模が大きく市場全体に与える影響が大きいことから<sup>8</sup>、カウンターパーティ・リスク低減の必要性があると判断されたと考えられる。プレーンバニラ型の円建て金利スワップに関しては、クロスボーダー取引が多いことから、国内外の清算機関等での清算を求めている。

検討会はこの方針を確認するとともに、清算義務を課すプレーンバニラ型の円建て金利スワップに関しては、変動金利の対象指標が LIBOR であるものとするを示した。改正金融商品取引法の施行当初（第1フェーズ）には、取引を多く行うなど国内での活動が可能な清算機関の清算参加者要件と整合的な要件を満たすディーラー同士が、上記の商品を取引する場合に清算義務を課すとした（図表2）。

そして、第1フェーズの開始後2年程度を目処（第2フェーズ）に、清算取次ぎ（クライアント・クリアリング）ができるようになっていくことを前提に、清算義務の対象となる商品の取引の大きさからみて、取引相手が破綻した場合の影響が大きい金融商品取引業者等に清算義務の対象者を拡大する。また、国際的な動向を踏まえつつ、取引相手が外国金融機関である取引も清算義務の対象に加えることを検討する。

図表2 検討会が示した段階的適用の概要

	清算機関での清算義務	取引情報の保存・報告義務
改正金融商品取引法の施行当初 (2012年11月目処)	<対象商品> <ul style="list-style-type: none"> <li>円建て金利スワップ(プレーンバニラ型で変動金利の対象指標をLIBORとするもの)</li> <li>iTraxx Japan(投資適格の日本企業50社のインデックスCDS)</li> </ul> <対象者> <ul style="list-style-type: none"> <li>対象商品の取引を多く行うなど国内での活動が可能な清算機関の清算参加者要件と整合的な要件を満たすディーラー同士(第1フェーズ)</li> </ul>	<対象商品> <ul style="list-style-type: none"> <li>左記の清算機関での清算義務の対象取引</li> <li>当該アセットクラスを扱う取引情報蓄積機関が存在している商品</li> </ul> <対象者> <ul style="list-style-type: none"> <li>清算機関</li> <li>第一種金融商品取引業者、登録金融機関である銀行、農林中央金庫、信金中央金庫</li> </ul>
その後の対象範囲拡大の検討	<対象商品> <ul style="list-style-type: none"> <li>ドル及びユーロ建ての金利スワップ(プレーンバニラ型)</li> <li>変動金利の対象指標をTIBORとする円建て金利スワップ</li> <li>日本企業を参照するシングルネームCDS</li> <li>欧州及び北米銘柄のインデックス及びシングルネームCDS</li> </ul> <対象者> <ul style="list-style-type: none"> <li>清算取次ぎ(クライアント・クリアリング)ができるようになっていくことを前提に、清算義務の対象商品の取引の大きさからみて、取引相手が破綻した場合の影響が大きい金融商品取引業者等(第2フェーズ)</li> <li>国際的な動向をふまえつつ、取引相手が外国金融機関である取引を加える</li> </ul>	<対象商品> <ul style="list-style-type: none"> <li>左記の清算機関での清算義務の対象取引の拡大にあわせて、保存・報告義務の対象商品を拡大</li> </ul> <対象者> <ul style="list-style-type: none"> <li>中小規模の金融商品取引業者等</li> </ul>

(出所) 検討会の議論の取りまとめより野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> 投資適格の日本企業50社のインデックスCDS。

<sup>7</sup> 国内清算機関と外国清算機関の相互リンクを利用した清算も可能。国内清算機関と外国清算機関には免許が、国内清算機関と外国清算機関の相互リンクには認可が必要。

<sup>8</sup> 2011年6月末時点で、日本のOTCデリバティブ契約の残高の約7割が金利スワップである。

清算義務の対象者とは別に、改正金融商品取引法の施行後に、清算義務の対象となる OTC デリバティブの種類も随時見直す方針である。取引の規模や標準化の程度、清算機関での清算状況などを踏まえて、清算義務の対象となる金利スワップと CDS の種類の拡大を検討する。

なお、①清算義務の適用前の既存取引、②関係会社（外国会社含む）間の内部取引、③日本政府・外国政府・国内外の中央銀行・国際機関との取引に関しては、清算義務を課さないことが適当であるとの考えが示された。

日本では、既に 2010 年 7 月より日本証券クリアリング機構（JSCC）が iTraxx Japan の清算を開始しているほか、清算対象にシングルネーム CDS を加えることを検討する予定である<sup>9</sup>。他方、金利スワップに関しては、JSCC が、改正金融商品取引法の施行期限である 2012 年 11 月までにプレーンバニラ型の円建て金利スワップの清算を行うことを検討しており、清算義務の適用に向けて清算機関の整備が進められている。

#### IV. 取引情報の保存・報告義務

改正金融商品取引法は、清算機関での清算義務を課される取引に関しては、清算機関が、内閣府令で定める取引情報を当局に報告することを義務付けている（第 156 条の 63）。一方で、清算義務を課されない取引に関しては、金融商品取引業者等が、内閣府令で定める取引の取引情報を取引情報蓄積機関あるいは直接当局に報告することを義務付けている（第 156 条の 64）。取引情報蓄積機関は、金融商品取引業者等から報告された取引情報を当局に報告する（第 156 条の 65）。

検討会は、改正金融商品取引法の施行当初の保存・報告義務の対象者を、清算機関に加えて、①第一種金融商品取引業者、②登録金融機関である銀行、③農林中央金庫、④信金中央金庫とすることが適当であるという考えを示した（図表 2）。日本の OTC デリバティブ取引の大半がこれらの金融機関によるものだからである。その他の中小の金融商品取引業者等に関しては、今後の状況次第で対象者に追加するか検討される。

清算機関は清算義務を課された商品に関して、上記①～④の業者は取引情報蓄積機関が扱っているアセットクラスの商品に関して、それぞれ取引情報の保存・報告義務が課される。後者に関しては、基本的に、取引情報蓄積機関が報告を求めている項目<sup>10</sup>が保存・報告項目となる。現在、国内に取引情報蓄積機関は存在しないことから、米国の証券預託機関である DTCC といった海外で取引情報蓄積機関を運営する機関を、金融庁が指定して利用することになると考えられる。

<sup>9</sup> 平野剛「日本における店頭デリバティブ取引の清算業務」『金融財政事情』（2011/10/10）

<sup>10</sup> 現在、取引情報蓄積機関が時価情報を求めているため、検討会は、改正金融商品取引法の施行当初は、時価情報の報告を求めないとしている。ただし、米国の商品先物委員会（CFTC）が 2011 年 12 月に公表した取引情報の保存・報告義務に関する最終規則において、時価情報を取引情報蓄積機関に報告するよう求めている点に留意する必要があるだろう。CFTC の最終規則に関しては、<http://www.cftc.gov/PressRoom/Events/ssLINK/federalregister122011b> を参照。

報告のタイミングに関しては、清算機関は清算引受から原則 1 営業日以内に当局に報告する一方、上記①～④の業者は、取引情報蓄積機関に報告する場合には取引約定から原則 1 営業日以内に報告し、当局に直接報告する場合には週次で報告することが適当であるという考え方が示された。なお、改正金融商品取引法の施行の前月末時点で契約が継続している既存取引に関しては、上記①～④の業者が取引情報を一括報告することを求めている。

当局は、集められた OTC デリバティブの取引情報を集計し、月次を目処に、期間中の取引件数と想定元本額の累計といった基本的な情報を公表する予定である。

## V. 電子取引基盤での取引義務

### 1. 電子取引基盤の概要

改正金融商品取引法は電子取引基盤での取引義務を定めていなかったが、検討会は、国際的な議論の進展等を鑑みて、取引義務を課すべきであるという考えを示した。検討会は、電子取引基盤での取引義務を課す意義を、①当局が取引の実情を迅速に監視できること、②信頼性の高いルールに基づく取引が市場の安定化にとって重要であること、③価格情報等の透明性の向上が市場の効率化と市場参加者の拡大につながること、④取引の電子化によってストレート・スルー・プロセッシング (STP) 化<sup>11</sup>の進展が促されることであると指摘している。

検討会は、電子取引基盤を、その運営者と顧客との間を通信回線をつなぎ、OTC デリバティブ取引の注文及び執行を電子的に行うことができるシステムと定義した。ただし、取引の柔軟性を確保するために、注文の受付やマッチングを電話等で行い別途電子的に入力・記録するといった、ハイブリッド型の電子取引基盤も認めることが適当であるという考えを示した。

電子取引基盤の運営形態としては、①電子取引基盤の運営者が OTC デリバティブ取引の媒介等のみを行うマルチ・ディーラー型と、②電子取引基盤の運営者自身が取引の相手方になるシングル・ディーラー型の 2 種類を認める考えを示した。ただし、後述のように当初は、取引義務の対象を取引量の多い金融商品取引業者等同士の取引に限定する方向であるため、制度施行当初は、マルチ・ディーラー型での取引が基本となると想定される。

なお、国内で運営される電子取引基盤には、第一種金融商品取引業者としての登録が要求されるほか、必要な記録の保存・公表や当局への報告等が要求される。他方、外国で運営される電子取引基盤は、外国当局に登録・適切な監督を受けているなどの条件を満たしている場合には、第一種金融商品取引業者としての登録なしに取引を認める特例を設けることが適当であるという考えを示した。マルチ・ディーラー型に関しては、国内に電子取引基盤となり得る業者が米国と比較して少ないと考えられる中で、今後どのような電子取引

<sup>11</sup> 取引の約定から資金決済までの一連の事務処理を、人手を介さずに自動的に行うこと。

基盤が出てくるのか注目される。

## 2. 電子取引基盤での取引を義務付けられる取引者・商品

検討会は、制度施行当初から電子取引基盤での取引を義務付ける取引者を、OTC デリバティブ取引の取引量が多い金融商品取引業者及び登録金融機関とすることが適当であるとの考えを示した<sup>12</sup>。これらの業者同士が、一定の標準化と流動性を備え、かつ清算機関を通じて清算される商品を取引する場合に、電子取引基盤での取引を義務付ける。具体的には、プレーンバニラ型の円建て金利スワップを対象商品とするのが適当であるとの考えを示した。

検討会は、iTraxx Japan も取引の公正確保の観点から対象商品とする意義があるが、流動性が低いことから、今後の取引状況を見つつ取扱いを検討するとしている。また、必要に応じて、電子取引基盤での取引を義務付けられる対象者となる、金融商品取引業者等の範囲の拡大を検討するとしている。

なお、電子取引基盤での取引内容はリアルタイムで公表されるが、ブロック取引に関しては、他の取引者が情報を知ることによって取引が不利になり、流動性の低下や取引コストの上昇につながるおそれがあることから、別途措置を示した。すなわち、ブロック取引の注文が価格提示を要請した数社以外に見られないようにするシステムが整備されていることなどを前提として、ブロック取引の電子取引基盤での取引を義務付ける一方で、取引内容の公表を遅らせることなどの措置を認めることが想定されている。

電子取引基盤での取引義務付けには、制度整備後最大3年程度という準備期間が必要であるとの考えが示された。国際的に見ると、米国ではスワップ執行ファシリティ (SEF) を具体化する規則案が最終化されておらず、EU では組織化された取引施設 (OTF) や取引所等での取引義務の適用が2015年初となる可能性がある中で、国際協調のための時間が考慮されたともいえるだろう。

## VI. 海外の動向に留意する必要性

クロスボーダー取引が多い OTC デリバティブ市場では、各国の規制動向次第で市場構造が大きく変わる可能性がある。G20 ピッツバーグ・サミットの合意の履行期限である2012年末まで、残り1年を切ったが、国際的に先行して OTC デリバティブ規制改革を行うはずであった米国ではドッド・フランク法の規則策定が難航し<sup>13</sup>、EU では未だ OTC デリバティブ規制改革の2本の法案が成立していない。日本は、改正金融商品取引法の施行期限である2012年11月までに、規制内容を具体化する内閣府令を策定する必要がある。

<sup>12</sup> 一般事業会社やグループ内取引は、電子取引基盤での取引義務の対象としないことが適当であるとしている。

<sup>13</sup> ドッド・フランク法の規則策定状況に関しては、磯部昌吾「難航する米国の OTC デリバティブ規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2012年冬号（ウェブサイト版）を参照。

このように、各国の規制が出揃っていない中で、日本の市場関係者は依然として、国内外のどの取引インフラ（清算機関、取引情報蓄積機関、電子取引基盤など）を利用できるあるいは利用しなければならないのかが不明であるという問題に直面している。例えば、それぞれの清算機関と、取引情報蓄積機関、電子取引基盤がどのように接続されるのか、クロスボーダー取引において双方の取引者の母国が清算義務を課すときに、どちらの国の清算義務に従って清算すればよいのかといった問題である。

他方、新たな規制内容が確定する前から取引インフラに関わるプレーヤーは着々と準備を進めており、各国で次々と清算機関や取引情報蓄積機関の設立・計画が公表されている（図表3）。各国当局の OTC デリバティブ規制の実施時期・内容と取引インフラの稼働時期次第で、グローバルな OTC デリバティブ市場の競争関係に変化が生じる可能性もある。市場関係者は、日本に加えて、海外の動向と各国当局の国際協調の動きを注意深く見ていく必要があるだろう。

図表3 各国の OTC デリバティブの清算機関・取引情報蓄積機関

アセットクラス	清算機関	取引情報蓄積機関
金利	LCHクリアネット・スワップクリア(英) CMEクリアリング(米) IDCG(International Derivatives Clearing Group)(米) ユーレックス(独) アジアクリア(シンガポール) 日本証券クリアリング機構(日本、計画) 香港証券取引所(香港、計画) 韓国取引所(韓国、計画) NYPC(米、計画) CMEクリアリング・ヨーロッパ(英、計画) ナスダックOMXスワップクリア・ノルディック(スウェーデン、計画) KDPW CCP(ポーランド、計画)	DTCC(英) トライオプティマ(スウェーデン) REGIS-TR(ルクセンブルク)
クレジット	ICEクリア・クレジット(米) ICEクリア・ヨーロッパ(英) CMEクリアリング(米) LCHクリアネットSA(仏) 日本証券クリアリング機構(日本)	DTCC TIW(Trade Information Warehouse)(米) REGIS-TR(ルクセンブルク、計画)
エクイティ	ユーレックス(独) LCHクリアネット(英) NYSE Liffe(英) CDCC(カナダ) BM&F Bovespa(ブラジル) オブションズ・クリアリング・コーポレーション(米、計画)	DTCC EDRR(Equity Derivatives Reporting Repository)(英) REGIS-TR(ルクセンブルク、計画)
コモディティ	CMEクリアポート/CMEクリアリング・ヨーロッパ(米英) LCHクリアネット(英) NYSE Liffe(英) ICEクリア・ヨーロッパ(英) ナスダックOMXストックホルムAB(スウェーデン) アジアクリア(シンガポール)	DTCCとEFETnet(計画) ICE(計画) REGIS-TR(ルクセンブルク、計画)
為替	CMEクリアリング(米) BM&F Bovespa(ブラジル) クリアリング・コーポレーション・オブ・インド(印) 香港証券取引所(香港、計画)	REGIS-TR(ルクセンブルク) DTCCとSWIFT(計画)

(注) “CME, Ice to launch repositories rivalling the DTCC”, Risk.net, August 15, 2011 によると、扱うアセットクラスは不明だが、CME も取引情報蓄積機関の設立を計画している。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成