

域外適用をめぐる混乱が続く店頭デリバティブ規制

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 米国の商品先物取引委員会（CFTC）は 2013 年 7 月 12 日、店頭デリバティブの国際取引を規制するためのガイダンス（域外適用ガイダンス）と、その適用を時限的に免除する指令を公表した。
2. 域外適用について、①厳格な規制の導入を図る CFTC が他の当局と歩調を合わせられず、度重なる適用の延期や規制内容の緩和を行ったこと、②依然として規制内容に差異が存在すること、③海外当局との連携も進まず、規制が重複していることが指摘できる。
3. 対応すべき事項と時期が予見できず市場に混乱が見られたため、CFTC は規制が同等と認めた地域において一部の規制を現地当局に委ね、規制の適用も 2013 年 10 月まで延期した。しかし、移行期間が短く、内容に曖昧な部分が残し、同等性評価の過程も不明確と批判されている。
4. 今後の注目点として、市場参加者の対応状況やコメントを踏まえた規制の修正、CFTC が同等性評価で認める範囲、米国内の CFTC と SEC の連携が挙げられる。その行方に注目するとともに、我が国規制当局や金融機関には積極的に規制適用に関する国際協議に加わることを期待したい。

I はじめに

米国の商品先物取引委員会（CFTC）¹は 2013 年 7 月 12 日、管轄する店頭デリバティブの国際取引を規制するためのガイダンス（域外適用ガイダンス）²と、その規制の適用を時限的に免除する指令（適用除外指令）³を公表した。世界のデリバティブ取引は約 9 割が店頭取引であり、取引の過半が国際取引となっていることから、市場参加者の間では 2012 年に規制案が公表された段階からデリバティブ市場への影響が懸念されていた。

そもそもデリバティブ規制が強化されるのは、世界的な金融危機への反省から、グローバルに金融規制を強化することが 2009 年のピッツバーグ・サミットで合意されたため

¹ Commodity Futures Trading Commission

² Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations

³ Exemptive Order Regarding Compliance with Certain Swap Regulations

ある。合意を受け、米国では 2010 年にドッド・フランク法が成立し、米規制当局において具体的な規則等の策定が進められてきた⁴。

Ⅱ 米当局による店頭デリバティブ規制について指摘されている問題点

まず、米国の店頭デリバティブ規制に関して把握すべきことは、二つの当局が規制・監督している体制である。CFTC が金利、外国為替、コモディティ、広範な証券インデックス (broad-based security index) 等の資産を参照するスワップを管轄し、証券取引委員会 (SEC) が個別証券、限定的な証券インデックス (narrow-based security index) 等の資産を参照する証券派生スワップ (security-based swap) を管轄している。カバーするデリバティブの範囲は、先物市場参加者や商品取引所を規制・監督する CFTC の方が、証券市場参加者や証券取引所を監督する SEC よりも広い。しかし、店頭デリバティブ規制強化が進む中、これまで先物取引業者を中心に規制してきた CFTC に、SEC のように投資銀行等の金融商品取引業者も幅広く規制する役割が求められており、CFTC にとって経験があまりない領域での活動が増えている状況といえる。

また、米国の店頭デリバティブ規制の特徴として、取引に加え、取引者に対して複雑な規制を課していることを指摘できる。店頭デリバティブ規制は、取引者 (エンティティ) レベル、取引 (トランザクション) レベル、金融市場インフラの 3 本の柱で構成されている。取引者に対する規制は、各取引者の健全性監督の観点から導入されているが、CFTC と SEC は取引を活発に行う取引者を定義し、それに該当する場合は登録を求め、登録した取引者に対して厳格な規制を早い段階から導入する方針である。

二つの当局が別々に規制・監督する市場において、規制の策定・導入プロセスについて、主に 3 つの問題点を挙げる事ができる。第一に、先行して各種規制の策定・導入を進める CFTC が、数多くのノーアクション・レター⁵によって、規制の適用時期の延期や内容の緩和を行っていることである。CFTC が単独で規制強化を図っても、現実として SEC や他国・地域が歩調を合わせられなかったり、市場参加者による規制対応が間に合わないといったことが生じているからである。その上、100 本以上のレターを作成したため、市場参加者は日常的に状況の把握に追われ、CFTC 内部からも混乱を招くと批判された⁶。

第二に、店頭デリバティブ規制を分担する CFTC と SEC の間で連携が取れていないことが挙げられる。例えば、規制対象となる米国法人 (U.S. person) の定義に相違があり、取引するデリバティブによって米国法人として扱われるケースと扱われないケースがある

⁴ ドッド・フランク法について詳しくは、小立敬「米国における金融制度改革法の成立—ドッド・フランク法の概要—」『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号参照。米国の店頭デリバティブ規制改革について詳しくは、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』ウェブ版 2012 年冬号参照。

⁵ 行政機関が民間に対して見解等を表明する文書。CFTC は、店頭デリバティブ規制において、適用期限の延期や、規制内容の緩和の通知に利用。

⁶ 2013 年 7 月 23 日開催の下院・農業委員会の小委員会における CFTC の O'Malia 委員による証言 (<http://agriculture.house.gov/sites/repUBLICANS.agriculture.house.gov/files/pdf/hearings/OMalia130723.pdf>)。

という事態が想定されるなど、同じ趣旨の規制でも内容や適用時期が異なっている。その結果、デリバティブの種類によって異なる規制を遵守する必要があるという複雑な状況になり、当局が相互に協調して規制を策定することが、米国内で求められている。2013年6月12日には、米下院・金融サービス委員会において、店頭デリバティブの国際取引に関し、CFTCとSECに共同規則の策定を求める法案が通過した。上院の通過には至らなかったものの、協調に対するニーズの大きさがうかがえる⁷。

第三に、国内に加え、海外の規制当局とも規制策定・適用に関して連携が進まないことがある。米国や欧州連合（EU）の当局は、取引者や金融市場インフラの登録要件、規制対象の取引、それらの遵守期限等を独自に設定したため、両法域の間で規制に差異が生じた。その上、CFTCが規制対象とする国際取引の範囲についても調整することなく決定したことから、一部に重複もあり、取引者がいずれの法域の規制を遵守すべきか、という問題も生じた。CFTCに対し、各国当局からは規制の協調やそのための協議が呼びかけられ、2013年4月18日には金融庁、欧州委員会など10に上る当局が米財務長官宛に共同レターを送付し、「一貫した共同の解決策」を求めた⁸。

III 域外適用ガイダンスと適用除外指令

域外適用ガイダンスは、米国の金融機関が海外拠点（支店・現地法人）を通じてデリバティブ取引を行い、国内規制から逃れる行為を防ぐ目的で策定された。前述のように規制案が公表された際、他国・地域から協調を強く求められたこともあり、2013年7月12日までは移行期間として規制内容が緩和されていた。そこで、CFTCは翌13日以降の対応のため、米国法人とその海外拠点による非米国法人（non-US person）との取引に関する規制としてガイダンスを導入したが、次の点が注目されている。

1. 米国法人（U.S. person）

一般に米国で設立された法人が米国法人であるが、域外適用ガイダンスでは、米国内の拠点と海外支店が米国法人とみなされ、海外現地法人はデリバティブ契約が米国拠点から保証を受けている場合（保証付き現法）でも非米国法人とみなされる。ただし、保証付き現法は非米国法人に分類されても、次項の登録要件の計算のように米国法人と同様の扱いとなるケースがある。また、米国外で設立されたヘッジファンドや集団投資ビークルも主たる拠点が米国にあると判断されると米国法人に分類され、幅広く定義されている。

10月9日までは適用除外指令によって、海外拠点（支店を含む）が非米国法人として扱われるが、本則適用後に定義が拡張され、その一部が米国法人として扱われると、取引

⁷ H.R. 1256 (the Swap Jurisdiction Certainty Act)

⁸ 金融庁ウェブサイト参照 (<http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20130419-1/02.pdf>)。幅広く規制の協調を求める趣旨から、同レターは金融安定理事会議長、CFTC委員長、SEC委員長等にも送付された。

の活発な米国の企業グループとして当局に登録を求められたり、一部のデリバティブ取引について清算や登録要件の遵守が義務づけられるといった影響が予想される。

さらに、SEC が公表している規制案では海外支店も非米国法人とされているため、CFTC による規制と差異が発生する。

2. SD/MSP 登録が求められる最低基準の計算方法

デリバティブ取引の活発な取引者は、Swap Dealer (SD) あるいは Major Swap Participant (MSP) として登録が求められる。その最低基準として、企業グループ単位で合算する過去 12 ヶ月間の新規契約の想定元本やエクスポージャーの水準が設定されている。米国法人はすべてのカウンターパーティとの取引をカウントする必要があるのに対し、非米国法人は米国法人及びその保証を受ける非米国法人との取引のみカウントすればよいとされている。

規制を複雑化しているものの一つがこの計算の例外規定で、前述のように米国法人から保証を受ける場合は米国法人として扱わなくてはならないケースや、登録した SD の海外支店との取引については一定の条件の下で計算対象から除外できることなどが定められており、各取引者は各カウンターパーティの分類を判断し、計算しなくてはならない。さらに、規制案の段階から、例外規定に条件が追加された項目もあり、条件に合致しているか否かの判断も求められる。

3. 非米国法人による取引で考慮される「Substituted Compliance」

各国・地域間において、規制の重複による金融機関等のコスト負担の増加や両法域の規制を遵守できないといった状況への対応として、取引が行われる法域の規制 (local law) に従うことで、取引者の母国の規制を遵守しているとみなす「Substituted Compliance (SC)」という概念が示された。例えば、米国 SD/MSP の東京支店と我が国金融機関 (国内拠点) との取引について、我が国の規制を遵守することで CFTC の規制も遵守しているとみなすという考えである。CFTC により、対象となる「他の法域の規制」が同等の内容であると判断されることが前提となる。

取引者レベルの規制については、非米国 SD/MSP に対して原則 SC が認められる⁹。取引レベルの規制については、基本的に米国 SD/MSP の米国拠点が行う取引に対しては CFTC の規制が適用され、その海外支店や保証付き現法による取引については SC が適用される (図表 1)。

SD/MSP に該当しない非米国法人が行う取引については、取引者レベルと取引レベルのいずれにおいても、少なくとも取引の片方が米国法人の場合は CFTC の規制が適用され、

⁹ 取引者レベルの規制は、First Category (資本、チーフ・コンプライアンス・オフィサー、リスク管理、記録保持のうちクレーム・販売勧誘資料以外の部分) と、非米国法人との取引に限定して Second Category (報告、クレーム・販売勧誘資料に関する記録保持) に SC が認められる。ただし、大口取引の報告には認められない。

保証付き現法同士の取引の場合は SC が認められる。それ以外の場合は、CFTC の規制は適用されない（図表 2）。

他の法域に対する SC の判断が重要となるが、CFTC は店頭デリバティブの規制を 13 のカテゴリーに区分し、各カテゴリーの規制が同等であるか判断する。

4. 適用除外指令

他国・地域の域外適用に関する規則の策定・適用が十分に進んでいないこと、市場参加者の対応が間に合わないとの指摘がなされていたことに配慮し、域外適用ガイダンスの官報掲載（2013 年 7 月 26 日）から 75 日間（10 月 9 日まで）は、移行期間を延長し、一部の規制において厳格化前の規制内容が継続されることとなった。

最も影響の大きな規定は、米国法人の海外支店・海外現地法人のいずれも非米国法人の扱いが継続された箇所である。米国法人の定義が狭い状態のままとされることで、SD/MSP 登録の最低条件に達しにくくなるからである。

さらに、日本、EU、スイス、カナダ、オーストラリア、香港の 6 カ国・地域について

図表 1 SD/MSP に対する取引レベルの規制の適用

カウンター 自社： パーティ：	米国法人 (登録SD/MSPの 海外支店を除く)	米国SD/MSP の海外支店	非米国法人で米国法人 から保証を受ける関連会社	それ以外の 非米国法人
登録SD/MSP の米国拠点	CFTCの規則を適用	CFTCの規則を適用	CFTCの規則を適用	CFTCの規則を適用
米国SD/MSP の海外支店	CFTCの規則を適用	SCを適用	SCを適用	SCを適用
非米国SD/MSP (米国法人の関連会社 のケースを含む)	CFTCの規則を適用	SCを適用	SCを適用	適用されない

(注) SC は CFTC の承認が前提。業務上の行動指針 (External Business Conduct Standards) に関しては、表の SC の部分に規制は適用されない。

(出所) CFTC 資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 SD/MSP 以外の取引者に対する規制の適用

カウンター 自社： パーティ：	米国法人(非米国法人 の米国関連会社の ケースを含む)	非米国法人(米国法人 から保証を受けるケース)	それ以外の 非米国法人
米国法人(非米国法人 の米国関連会社の ケースを含む)	CFTCの規則を適用	CFTCの規則を適用	CFTCの規則を適用
非米国法人(米国法人 から保証を受けるケース)	CFTCの規則を適用	SCを適用	適用されない
それ以外の 非米国法人	CFTCの規則を適用	適用されない	適用されない

(注) 非米国法人が米国の清算機関の清算参加者である場合、大口取引報告の義務は免除されない。

(出所) CFTC 資料より野村資本市場研究所作成

は、SC としての認定を求める申請が提出されたとして、CFTC は次のような優遇措置を設けた。非米国 SD/MSP に対し、取引者レベルの規制の多くが、2013 年 12 月 21 日、あるいは CFTC が SC として認めてから 30 日後のいずれか早い期日まで適用免除となる。取引レベルの規制についても、同様の期日まで、非米国 SD/MSP と米国 SD/MSP の海外支店は、取引執行・清算・リアルタイム報告の規制を除き、各国・地域の規制を遵守すればよいとされた。

5. 市場参加者等の反応

域外適用ガイダンスの適用除外指令に関しては、猶予を延長せずに厳格に適用すべきという意見と、年末までを移行期間とするべきという意見が対立していたが¹⁰、原則 75 日間、6 カ国・地域については SC の結論が出されない場合は 12 月下旬まで適用除外とされた。市場参加者側からは猶予期間が短いとの指摘や、規定に曖昧な部分があるとの批判が出ている。代表的なものとして、米国証券業金融市場協会（SIFMA）等の業界団体が 2013 年 8 月 12 日、CFTC 宛に共同でレターを送付しており、そこでは次のような問題点が挙げられている¹¹。

第一に、本則の適用までの移行期間が短いことによる規制適用上の問題である。米国人と判断される条件が複数定められていることから、期間内に自社やカウンターパーティが該当するか否かを判断することが難しく、カウンターパーティのデリバティブ契約に米国人の保証が付されているか確認することも困難と批判されている。これらを理由に、レターでは 2014 年 3 月末までの適用延期を要請している。また、SC を認めると定められていても、他の法域の清算要件等が確定していないために機能しないことも指摘されている。また、適用免除の条件が新たに追加されていること、大口取引者の報告義務に猶予が認められていないことも問題視されている。

第二に、米国人の定義に曖昧な部分、あるいは当局が主観的に判断できる部分が残されている点が批判されている。米国経済に実質的に大きな影響を与える取引者として「米国人」が定義されたが、当局に解釈を拡張する余地を残していることから、取引者からは不明瞭と見られている。加えて、域外適用ガイダンス、適用除外指令、ノーアクション・レターが複数混在する形で規制されている点が批判されている。

第三に、SC について、市場参加者の間では規制の重複や差異を解消するための対応として評価されているが、他方で SC に関する判断の材料、方法、期間、決定に対する異議の申し立ての可否等について詳細を明らかにすべきとの意見も出されている。明確にするために追加的にガイダンスを示すことも提案されている。

レターでは指摘されていないが、日本や EU など 6 カ国・地域に対し、適用除外指令に

¹⁰ “Deadline on Trading Rules Abroad Splits an Agency,” *The New York Times*, July 2, 2013.

¹¹ Securities Industry and Financial Markets Association, Financial Services Roundtable, Futures Industry Association による共同レター（[http://www.futuresindustry.org/downloads/SIFMA_FIA_FSR_Cross-Border_Comment_Letter_\(RIN_3038-AE85,%203038-AD85\).pdf](http://www.futuresindustry.org/downloads/SIFMA_FIA_FSR_Cross-Border_Comment_Letter_(RIN_3038-AE85,%203038-AD85).pdf)）。

において優遇していることへの批判もある¹²。特に、アジア地域では日本と香港が適用免除と SC によって店頭デリバティブの取引上、有利な状況にあることから、例えばシンガポール、台湾、韓国から両地域に取引が移ることを懸念する報道もある¹³。

IV 今後の注目点

今後の動向で注意すべき点としては、第一に CFTC による域外適用ガイダンスと適用除外指令の修正が挙げられる。適用除外指令に対して募集しているコメントの内容や、市場参加者による規制対応状況を踏まえ、規制内容の緩和や適用期限の延期が図られる可能性もあろう。これまでのように厳格な規制を維持したまま、複数のノーアクション・レターによる対応を図れば、引き続き市場参加者を混乱させ、批判を受けることが予想される。

第二に、6 カ国・地域に対する SC に関する決定と、それ以外の地域への広がりも重要である。取引者が属する国・地域の規制に従うのか、CFTC の規制の適用を受けるのか、あるいは SC が認められる他の国・地域に移動するのか、今後の各地域の金融市場の動向にも影響を与える大きな問題である。SC は規制の重複を避けるためのアイデアであるが、他の国・地域において CFTC が同等と認める規制を整備する必要があるため、規制の策定・適用が遅れている場合は利用が難しくなることに注意が必要である。

第三に、米国内における CFTC と SEC の連携である。国際取引の比率が高い店頭デリバティブ取引であるが、それに対する規制の土台となる米国人の定義、今後確定する資本要件や証拠金規制においてギャップを縮小する努力が求められよう。SEC の規則案では、米国人の海外支店は非米国人としてみなされることから、規則の最終化の結果が注目される。

2013 年 7 月に開催された G20 財務大臣・中央銀行総裁会議声明においても、各国・地域間の店頭デリバティブ規制をめぐる問題について言及があり、主要な規制当局者に対して 9 月のサミットまでに解決方法を報告することが要請されている¹⁴。今後の国際協調の行方に注目するとともに、我が国の規制当局や金融機関には積極的に規制適用に関する協議に加わることを期待したい。

¹² “CFTC cross-border guidelines give US banks in Singapore swap trade booking quandary,” *Risk*, July 19, 2013.

¹³ “CFTC rules divide Asia,” *IFR Asia*, July 23, 2013.

¹⁴ 20 国財務大臣・中央銀行総裁会議声明 (http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g20/g20_250720.htm)。