

欧州委員会が公表した店頭（OTC）デリバティブ規制法案

井上 武、小立 敬、磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. 2010年9月15日、欧州委員会は、欧州連合（EU）における店頭（OTC）デリバティブ規制についての法案を公表した。欧州委員会は、欧州議会と欧州連合理事会のそれぞれの採択を経て、2012年末までに OTC デリバティブ規制を実行するべきであるとしている。
2. 金融機関や一定のポジションを保有する事業会社などは、当局が定める特定の商品を取引する場合には、中央清算機関（CCP）を通じた清算を義務付けられる。CCP を通じた清算が義務付けられない商品を取引する場合には、資本の保有などリスクを低減させる措置を取らなければならない。
3. CCP に対しては健全性を確保するために、①健全性規制、②業務行為規制、③ガバナンス規制、④相互運用に係る規制を課すとしている。
4. また、金融機関や一定のポジションを保有する事業会社などは、すべての OTC デリバティブ取引の情報を取引情報集積機関に報告しなければならない。
5. 欧州委員会は、規制法案は G20 での合意に沿うものであり、米国のドッド・フランク法とも平仄を合わせているとしている。ただし、特定の市場参加者のポジションに制限を課せる規定やスワップ・プッシュアウト条項に相当する規定は、欧州委員会の規制法案には含まれていない。
6. 規制法案の内容は市場参加者が大きな違和感を抱くものではないと思われる。ただし、詳細が定まっていない部分も多く、規制の影響については依然として不明瞭なままとなっている。

I. 欧州委員会による OTC デリバティブ規制法案の公表

2010年9月15日、欧州委員会は、欧州連合（EU）における OTC（店頭）デリバティブ規制についての法案を公表した¹。OTC デリバティブ市場は、デリバティブ市場の約 9 割を占め、2009 年末時点における想定元本は、約 615 兆ドルにもなる。相対取引である OTC デリバティブは、取引量と取引者が増えると、取引関係が複雑化し決済リスクが高まる。また、取引所取引と異なり取引に関する情報の入手が困難である。金融危機では、中央清算機関（CCP）を通じた清算により OTC デリバティブ市場におけるシステミック・リスクを低減させ、かつ透明性を向上させる必要性が国際的に認識された。

2009 年 9 月の G20 ピッツバーグ・サミットでは、「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プラットフォーム²を通じて取引され、CCP を通じて決済されるべきである。OTC デリバティブ契約は、取引情報集積機関（Repository）に報告されるべきである」ことについて各国が合意に至っている。取引情報集積機関とは、OTC デリバティブ取引の情報を記録・集計し、その情報を公表する機関のことである。2010 年 6 月の G20 トロント・サミットにおいても、G20 各国はこの方針を再確認している。米国では、2010 年 7 月に成立した金融制度改革法（ドッド・フランク法）によって、既に OTC デリバティブ規制を法制化しており、証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）が具体的な規則を策定する作業を開始している³。

欧州委員会は、2009 年 7 月と 10 月、2010 年 6 月に OTC デリバティブ規制に関する提案を行っており、今回公表した規制法案はそれらを踏まえたものである。欧州委員会は、OTC デリバティブ規制の目的として、①透明性の向上、②カウンターパーティ・リスクの削減、③オペレーショナル・リスクの削減を挙げている。今回の規制法案の内容は、①一定の OTC デリバティブ取引に対する CCP を通じた清算の義務化、②全ての OTC デリバティブ取引に対する取引情報集積機関への報告の義務化、という 2 つの柱で構成されている。

欧州委員会は、公表した法案を欧州議会と欧州連合理事会に送り、欧州議会と欧州連合理事会のそれぞれによる採択を経て、2012 年末までに OTC デリバティブ規制を実行するべきであるとしている。欧州委員会が今回公表した規制法案は、EU 加盟国において国内法化を必要とする「指令」⁴ではなく「レギュレーション」であり、全ての EU 加盟国において直接適用される。欧州では、新たな欧州の監督当局として欧州証券市場機構（ESMA）、欧州銀行機構（EBA）、欧州保険年金機構（EIOPA）が 2011 年 1 月に設置される予定である。法案の細則については一部を除いて、これらの新設される当局に対して、2012 年 6 月末までにドラフトを欧州委員会に提出することを求めている。

¹ http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/20100915_proposal_en.pdf を参照。

² 私設取引システム（PTS）など取引所以外で、電子的に取引を行う取引システムのことを指す。

³ ドッド・フランク法については、小立敬「米国における金融制度改革法の成立」『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号を参照。

⁴ 例えば欧州では金融機関に対する自己資本規制は「資本要求指令」で大枠が規定され、この指令に従って各国が国内法を整備するという仕組みとなっている。

II. CCP を通じた清算義務

欧州委員会は、OTC デリバティブ取引が規制の適用対象となる場合には、CCP を通じてその取引の清算を行うことを求めている。欧州委員会は、CCP を通じた清算を行う際に、カウンターパーティに適切な証拠金を積ませることでリスクの軽減を図っている。万が一カウンターパーティがデフォルトした場合でも、CCP がデフォルトによる損失を十分に吸収することで、金融システム全体に影響が及ぶことを防ごうとしている。

1. CCP を通じた清算が義務付けられる取引

欧州委員会は、OTC デリバティブ規制の適用対象となる市場参加者と商品を定め、その両方に該当する場合に CCP での清算を義務付けるとしている。

適用対象となる市場参加者としては、銀行等 (credit institution) や生損保を含むフィナンシャル・カウンターパーティがあり、フィナンシャル・カウンターパーティ同士が取引する場合に規制が適用される⁵。他方、事業会社などのノンフィナンシャル・カウンターパーティが取引する場合については、ポジションが一定の基準を超えた場合に適用対象となる。基準は、欧州委員会が ESMA の提案を受けて商品毎に定めることとなっている。ただし、ポジションの計算には、ノンフィナンシャル・カウンターパーティが、事業目的 (commercial activity) に直接関連するものとして明確に認識できる取引は含まなくてよいとされている。欧州委員会は、事業目的の取引の例として、航空会社が燃料の購入価格を固定するためや、輸出業者が為替レートの変動によって受ける影響を回避するために OTC デリバティブ取引を行うことを挙げている。なお、カウンターパーティの一方が EU 域外の主体であっても、基準を満たすものであれば規制の適用対象となる。

ノンフィナンシャル・カウンターパーティに対しては、CCP での清算義務が必要となるポジションの水準の前に、取引情報集積機関への報告義務を課せられる水準が定められており、2 段階の基準が設定されている。CCP での清算義務を負う場合には、同時に取引情報集積機関への報告義務も負う (詳細は後述)。

他方、適用対象となる商品は、2 つの方法によって ESMA が決定する。1 つは、CCP が特定の商品の清算を取り扱うことを申請し、各国当局が承認する。そして、ESMA がその商品の EU 域内における取引に CCP での清算義務を課すかどうかを判断する。ボトムアップ・アプローチとして位置付けられている。ESMA は、①システミック・リスクの低減、②流動性、③価格情報の利用可能性、④CCP の清算処理能力、⑤CCP の顧客保護の水準という観点から、清算義務を課すかどうかを判断する。もう 1 つは、ESMA が新設される予定の欧州システミック・リスク理事会 (ESRB) と協議の上、特定の商品に対して CCP での清算義務を課すトップダウン・アプローチである。2 つのアプローチが必要な理由としては、CCP が扱う商品に対して EU レベルでの清算義務を課すべきかを ESMA がボトムア

⁵ フィナンシャル・カウンターパーティには、このほかに投資会社、再保険会社、UCITS (投資信託などの欧州の集団投資スキーム)、職域年金、オルタナティブ投資ファンドマネージャー (ヘッジファンド等) が含まれる。

ップ・アプローチにおいて確認する一方で、清算義務を課すべき商品に漏れがないかを当局がトップダウン・アプローチにおいて確認する必要があるからであると考えられる。

2. CCP を通じた清算が義務付けられない取引

CCP での清算を義務付けられない OTC デリバティブ取引を行う場合には、フィナンシャル・カウンターパーティのみならず、規制の適用対象となるノンフィナンシャル・カウンターパーティも含めて、リスクを低減させるための措置を取るよう求められる。具体的には、①タイムリーな契約条項の照合を確保できる電子的な手段の利用、②日次での時価評価、③タイムリーなリスク管理、④適切な担保の分別管理、⑤資本の保有などが求められる。

3. CCP に対する監督

CCP に対する直接の監督は EU 域内の各国当局が実施する。すなわち、各国当局は、CCP が特定の清算サービスを提供するための認可を求める場合には、CCP が規制を遵守しているかを確認した上で、認可および監督を行う。その際には、CCP が十分な流動性にアクセスすることも条件となる。十分な流動性とは、中央銀行あるいは信頼性の高い商業銀行から流動性供給を受けられる状態のことを指している。

一方で、CCP に認可を与えた当局は、CCP の EU 域内のクロスボーダーでの活動とシステム上の重要性を考慮して、ESMA や各国当局、中央銀行で構成されるカレッジを設置する。カレッジでは、当局間の情報交換や CCP のリスク評価、監督方針の調整などを行う。

EU 域外で設置された CCP が、EU 域内で清算サービスを提供する場合には ESMA の認可を得なければならない。ESMA は、EU 域外で EU と同程度の規制と監督を受けていること、法律上および監督上の枠組みが EU の規制に等しく、監督当局が ESMA との協調に関する取り決めを行うことなどを条件に認可を行う。

4. CCP に対する規制

CCP に対しては健全性を確保するために、①健全性規制、②業務行為規制、③ガバナンス規制、④相互運用に係る規制を課すとしている。

1) 健全性規制

まず、CCP のカウンターパーティ信用エクスポージャーを抑制するために、CCP は清算参加者に証拠金を要求しなければならない。証拠金の水準は、一定期間にエクスポージャーの変動の少なくとも 99% から生じる損失をカバーするために、十分なものでなければならない。また、CCP は集めた証拠金を分別管理しなければならない。このほか、欧州委員会が設定する基準に従って、CCP が受け入れる担保は、高い流動性を持ち、CCP が適切にヘアカットを行うことが必要とされる。また、CCP 自身も、秩序だった解体 (winding-down)

や事業の再構築ができ、かつオペレーショナル・リスクなどに対応できるよう十分な自己資本を確保しなければならない。

さらに、CCPは、清算においてデフォルトが発生した際に生じる損失をカバーするために、デフォルト・ファンドを設立しなければならない。デフォルト・ファンドの規模は、CCPにおける、①最大のエクスポージャー、あるいは②2番目と3番目に大きなエクスポージャーの合計のうち、いずれか大きい方のエクスポージャーの清算参加者がデフォルトした場合でも、CCPが耐えられる水準にしなければならない。デフォルト・ファンドの負担金は、CCPが清算参加者に対して保有しているエクスポージャーに比例して清算参加者に配分される。

このほか CCP は、CCP の自己資本に加えて、デフォルト・ファンドや証拠金でカバーできる水準を超えて損失が発生する場合に備えて、十分な金融リソースを確保しなければならない。金融リソースには、①デフォルト・ファンド以外に清算参加者などから提供される清算ファンド、②ロスシェアリング、③保険、④CCP 自身の資金、⑤CCP の親会社による保証なども含まれる。CCP は、デフォルト・ファンドと金融リソースによって、①CCP がエクスポージャーを保有している上位 2 つの清算参加者がデフォルトする場合や、②金融リソースを急遽売却しなければならないかつ市場流動性が急激に低下する場合に耐えられるようにしなければならない。CCP は、清算参加者から信用供与を受ける枠を設定することができるが、集中リスクを避けるために全体の 25% を超えて個々の清算参加者からの信用供与枠を設定することはできない。

清算参加者がデフォルトした場合には CCP は、①デフォルトした清算参加者の証拠金、②デフォルトした清算参加者からのデフォルト・ファンドの負担金、③CCP の自己資本と金融リソース、④デフォルトしていない清算参加者からのデフォルト・ファンドの負担金、の順に発生した損失に充てなければならない。デフォルトしていない清算参加者の証拠金を使うことはできない。

2) 業務行為規制

CCP は、清算参加者の範囲と参加基準を、非裁量的で透明かつ客観的に定めなければならない。また、CCP はどの清算参加者に対しても原則開かれたものでなくてはならず、包括的なリスク分析に基づいて正当化される場合以外は清算参加者を拒否することはできない。欧州の取引所の中には、清算業務を、取引執行から一貫する業務として運営する体制、いわゆる垂直的な事業体制を取っているところもあるが、これらの取引所では清算業務の運営の見直しが必要となる。

顧客のために取引を行う清算参加者は、追加的な金融リソースを保有し、清算業務を行うための執行能力を維持しなければならない。CCP は、清算参加者に対して、清算参加者と顧客の資産とポジションの分別管理を求めなければならない。顧客は分別管理の厳密性の程度を指定することも可能となっており、CCP は分別管理の程度の違いで異なるコスト

とリスクを開示しなければならない。また、CCPは分別管理の程度に応じて、あらかじめ定められた事象が発生した場合には清算参加者の同意なくして、顧客の資産やポジションを別の清算参加者に移せるようにしなければならない。CCPの清算参加者であったリーマン・ブラザーズが破綻した際に、同社の顧客がポジションと資産を別の清算参加者に移そうとしたが、一部は十分な分別管理がなされていなかったため、同社の資産とともに顧客資産が凍結されてしまい、資産を別の清算参加者に移すことができなくなってしまったケースが生じた。それゆえ、清算参加者が破綻した際に、別の清算参加者に顧客資産を容易に移転できるようにすることで、顧客資産の保護を図っているものと考えられる。

3) ガバナンス規制

CCPは健全なガバナンス体制を構築するために、取締役会の3分の1以上を独立取締役で構成し、独立取締役と清算参加者の代表で構成されるリスク委員会を設立しなければならない。議決権の10%以上を保有する株主や取締役などを各国当局が適格性がないと判断する場合には、各国当局はCCPの認可を拒否もしくは取り消すことができる。CCPは経営者と従業員、清算参加者と顧客の間で生じる潜在的な利益相反を特定し管理するための取り決めを策定しなければならない。このほか、CCPが業務をアウトソーシングする場合には、規制上の責任がCCPに残り、かつ欧州委員会が定めるCCPやアウトソーシング先の条件を満たさなければならない⁶。

4) 相互運用に係る規制

一般的に取引の買い手と売り手はそれぞれ別のCCPを利用することがあり、その際には2つのCCPの間にエクスポージャーが発生する。欧州では、多くのCCPが清算業務を行っているが、それぞれ証拠金の扱いが異なるほか、法制度も各国で異なる。1つのCCPがデフォルトすると連鎖的に他のCCPに影響を及ぼし、システムミック・リスクを引き起こす可能性がある。

それゆえ、欧州委員会は、市場参加者がCCPを選択できる仕組みを相互運用(interoperability)と位置付け、CCPが他のCCPと相互運用を行う場合には、適切なリスク管理体制を構築するとともに、相互運用を行うことについて各国当局の承認を得ることを求めている。各国当局がCCPの相互運用を適切でないと判断する場合には、CCPおよび関係当局に対して説明を行うとともに、ESMAに対してその旨の通知を行う。ESMAはそれに対して評価を行い、ESMAと各国当局との間に意見の相違があった場合には、各国当局は再検討しなければならない。なお、欧州委員会は、OTCデリバティブ市場が複雑で

⁶ 欧州委員会はアウトソーシングを認める条件として、①アウトソーシングが責任の委譲でないこと、②清算参加者や顧客に対するCCPの債務等に変更がないこと、③CCPの認可条件に変更がないこと、④監督や監視の妨害とならないこと、⑤CCPがリスク管理をできること、⑥CCPがアウトソーシングで得られるサービスを評価できること、⑦CCPが関連する情報にアクセスできること、⑧アウトソーシング先が当局と協力できること、⑨アウトソーシング先が情報管理をできることを挙げている。

あり、かつ OTC デリバティブの CCP での清算が発展段階であることを考慮して、当面は現物以外の商品における相互運用を認めることは適切ではないとの見解を示している。

Ⅲ. 取引情報集積機関への報告義務

1. 取引情報集積機関への報告が義務付けられる取引

フィナンシャル・カウンターパーティは、すべての OTC デリバティブ取引について、執行や清算、契約の変更および終了についての情報を、その営業日が終了する前に取引情報集積機関に報告しなければならない。ノンフィナンシャル・カウンターパーティは、①欧州委員会が定めるポジションの水準を上回る場合、あるいは②前述の CCP での清算を義務付けられる水準に達している場合には、同様に取引情報集積機関への報告義務を負う。なお、取引情報集積機関が取り扱っていない商品の場合には、直接当局に報告をしなければならない。報告の内容とフォーマット、頻度は、欧州委員会が決定する。報告内容には、①契約の当事者、②受益者、③債務、④契約の種類・原資産・満期・想定元本額などの契約の特徴を含むとしている。

2. 取引情報集積機関に対する監督と規制

取引情報集積機関の登録と監督は ESMA が行うとしており、各国当局が認可と監督を行う CCP とは異なる。取引情報集積機関が ESMA に登録する際には、健全なガバナンス体制の構築や透明性などを求められるが、取引情報集積機関がシステミック・リスクを引き起こす原因ではないので、CCP ほど厳格な規制は求められていない。

EU 域外で設置された取引情報集積機関が、EU 域内でサービスを提供する場合には、ESMA の認可を得なければならない。ESMA は、EU 域外で認可を受け効果的な監督を受けていること、法律上および監督上の枠組みが EU の規制に等しく監督当局が ESMA との協調に関する取り決めを行うこと、EU が取引情報集積機関を認可した国と情報交換と情報の相互アクセスについて合意していることなどを条件に認可を行う。

取引情報集積機関は、報告を受けた情報を使って商品ごとのポジションの合計を一般に公表しなければならない。また、必要な情報を ESMA や各国当局、中央銀行に提供できるようにしなければならない。欧州委員会は、OTC デリバティブにおける価格や取引、ポジションの透明性の欠如が、デリバティブ市場に対する当局の効果的な監督を阻害していると指摘しており、システミック・リスク・レギュレーターなどの当局がデリバティブ市場を包括的に監視できるよう、すべての取引が取引情報集積機関に報告されるべきであると主張してきた。今回の規制法案によって、今後 ESRB をはじめとする当局が、取引情報集積機関に集められた情報をマクロ・プルーデンス監督に利用していくことを目指している。

IV. OTC デリバティブ規制法案に対する評価

欧州委員会は、今回公表した OTC デリバティブ規制法案は、G20 における合意に沿うものであり、米国のドッド・フランク法における OTC デリバティブ規制とも平仄を合わせているとしている。ただし、ドッド・フランク法では、マーケットメイクなどの業務を行うスワップ・ディーラーと、相当のポジションを保有している主要スワップ参加者に対してポジションの制限を課せる規定を設けている⁷。一方、欧州委員会の規制法案は、市場参加者のポジションを直接制限する規定を含んでいない。このほか、ドッド・フランク法には、スワップ・プッシュアウト条項と呼ばれる、銀行が政府による支援を受ける場合にスワップ・エンティティの分離などを求める規定があるが、欧州委員会の規制法案にはこれに相当する規定はない⁸。

今回公表された規制法案は、懸案となっていた事業会社による業務上のヘッジ目的での OTC デリバティブの利用に配慮がなされるなど、欧州委員会の提案に対して寄せられたコメントを含むこれまでの議論を踏まえた内容となっている。また、OTC デリバティブ、特に CDS の取引などについては金融危機以降、民間のイニシアティブによって既に今回提案されているような CCP の利用や取引情報の集積が進展してきており、内容自体については、市場参加者が大きな違和感を抱くものではないと思われる。

ただし、CCP での清算を義務付けられるデリバティブ商品の範囲やノンフィナンシャル・カウンターパーティに清算・報告義務を求める基準など、規制法案では定まっていない部分も多い。これらの点については、一部を除いて ESMA、EBA、EIOPA が 2012 年 6 月末までにドラフトを欧州委員会に提出し、欧州委員会が決定することになっており（図表 1）、具体的にどの範囲まで規制が及ぶのかという点が依然として不明瞭のままとなっている。また、CCP については米国のように中央銀行の流動性へのアクセスの必要性を求めるドイツやフランスの声も依然として強い。欧州議会と欧州連合理事会での議論では、こうした点が今後、焦点となることも予想される。

⁷ ドッド・フランク法では、CDS や金利スワップを含むデリバティブをスワップとして定義している。

⁸ もともと、スワップ・プッシュアウト条項は適用除外項目を設けており、結果的に多くのデリバティブがスワップ・プッシュアウト条項の対象外となるとみられている。

図表 1 OTC デリバティブ規制法案の細則

提案主体	決定主体	内容	備考
ESMA	欧州委員会	清算を義務付けられるデリバティブ商品の基準等	
ESMA	欧州委員会	デリバティブ取引の報告方法や様式	
ESMA	欧州委員会	ノンフィナンシャル・カウンターパーティに清算・報告義務を求める基準	ESRBなど関連当局と協議の上、提案
ESMA	欧州委員会	デリバティブ契約の締結と照合の間にあるタイムラグの特定方法	
EBA、ESMA、EIOPA	欧州委員会	CCPを通じた清算をしない場合の担保と資本要求の水準	
—	各国当局	CCPに対する罰則の詳細	
EBA	欧州委員会	CCPが認可される際に必要な、流動性アクセスの基準	ESMAと協議の上、提案
ESMA	欧州委員会	CCPが確保しなければならない自己資本等の基準	EBAと協議の上、提案
ESMA	欧州委員会	CCPが確保しなければならないガバナンスの基準	
ESMA	欧州委員会	CCPの業務活動の記録に関する基準	
ESMA	欧州委員会	災害時のCCPの業務継続および回復計画の基準	
ESMA	欧州委員会	CCPが証拠金の水準を算出する際に使うモデルの基準	EBAと協議の上、提案
ESMA	欧州委員会	CCPが想定しなければならない市場悪化シナリオの基準	EBAと協議の上、提案
ESMA	欧州委員会	流動性が高いとみなせる担保の基準と、ヘアカットの基準	ESCBおよびEBAと協議の上、提案
ESMA	欧州委員会	CCPが金融リソースを使って投資できる対象	EBAと協議の上、提案
ESMA	欧州委員会	CCPによるストレステスト等の実施の基準	EBAと協議の上、提案
—	ESMA	CCPの相互運用の評価についてのガイドラインあるいは勧告	
ESMA	欧州委員会	取引情報集積機関のESMAへの登録の詳細	
ESMA	欧州委員会	取引情報集積機関に対する罰金の詳細	
ESMA	欧州委員会	取引情報集積機関が一般に公開、あるいは当局に提供できるようにしなければならない情報の詳細	

(出所) 欧州委員会より、野村資本市場研究所作成