

# 第5章 CCP等に関する国際的な側面に関する幾つかの問題

森 下 哲 朗

## 1 はじめに

米国の大手保険会社 AIG の破綻に代表されるように、金融危機の一因は、デリバティブ取引を通じた過度なリスクテイクやデリバティブ取引におけるカウンター・パーティー・リスクの管理不足等にあったこと、そして、監督当局がそうしたデリバティブ取引の実態を把握できていなかったことにあると指摘されている。こうしたデリバティブ取引を巡る問題に対処するため、2009年9月に開催されたピッツバーグ・サミットの首脳声明では、「店頭デリバティブ市場の改善：遅くとも2012年末までに、標準化されたすべての店頭（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、中央清算機関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。中央清算機関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」とされ<sup>(1)</sup>、日本を含む各国で、標準化されたデリバティブ取引について中央清算機関（Central Counter Party: CCP）を通じて清算すべきこと等を定める法整備がなされている<sup>(2)</sup>。

例えば、米国では2010年7月に成立したDodd-Frank法において、欧州では2012年7月に採択されたEuropean Market Infrastructure Regulation（EMIR）として知られるRegulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositoriesによって、そして、日本では2010年5月の金融商品取引法改正によって、一定のデリバティブ取引について清算機関の利用を義務付けること等に関するルールが設けられている。このように、一定のデリバティブ取引について清算集中義務を課すことと

(1) 外務省のウェブサイトにおける首脳宣言の仮訳を参照（[http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/0909\\_seimei\\_ka.html](http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/0909_seimei_ka.html)）。

(2) Financial Stability Boardの報告書によれば、2017年6月時点で、17の法域でCCPへの清算集中を義務付ける法整備がなされており、店頭デリバティブの清算を行うCCPが32存在し、11の法域では清算集中義務が施行済みであるとのことである（FSB, OTC Derivatives Market Reforms, Twelfth Progress Report on Implementation, 29 June 2017, at 12.）。

した理由としては、必要な担保の水準等について明確なルールが定められた清算機関における清算を利用させることによってカウンター・パーティー・リスクの管理が適切に行われるようにするとともに<sup>(3)</sup>、清算機関から取引情報を得ることによって監督当局がデリバティブ取引の実態を把握しやすくするという点がある<sup>(4)</sup>。また、CCPにおける清算の対象とならない非清算店頭デリバティブについても、2011年のカンヌサミットで証拠金の預託を義務付ける規制の導入が合意され、各国で証拠金規制の法制化が進められている<sup>(5)</sup>。

他方で、多くのデリバティブ取引は国境を越えて行われている<sup>(6)</sup>。このような国境を越えて行われる取引は、上述のようなCCPへの清算集中や証拠金規制との関係で、法的に難しい問題を生じさせる。例えば、米国の銀行と欧州の銀行との間のデリバティブ取引のように国境を超えて行われる取引について、米国のルールにより米国法が定める清算機関の利用が義務付けられるのと同時に、欧州のルールにより欧州のルールが定める清算機関の利用が義務付けられることになると、1つの取引を複数の清算機関で清算することはできないことから、取引当事者は不可能を強いられてしまう<sup>(7)</sup>。また、証拠金規制との関係でも、1つの取引に複数国の規制が重複して適用される場合には、いずれの国の規制に従えばよいのかが分からない、といった事態が生じ得る。

このような問題に対する対応策としては、自国の規制と外国の規制が重複して適用される場合、外国の規制に準拠することを条件にして自国の規制に服することなく取引を行うことを認めるといった代替的コンプライアンス (substituted compliance) という手法が採用されてきているが<sup>(8)</sup>、こうした代替的コンプライアンスに対して

---

(3) John C. Coffee, Jr. Extraterritorial Financial Regulation: Why E.T. Can't Come Home, 99 Cornell L. Rev. 1259, 1273 (2014)

(4) 和仁亮裕・大間知麗子・宇波洋介「清算集中・取引情報蓄積機関」ジュリスト1412号24頁(2010)。

(5) 日本では、2016年3月に改正された金融商品取引業等に関する内閣府令123条1項21号の5・6、同条7項から11項により規制されている。米国および欧州の状況については、片山達・戸塚貴晴・河合健・谷本大輔「非清算店頭デリバティブ取引に係る米国及びEUの証拠金規制の動向」([https://www.amt-law.com/pdf/bulletins2\\_pdf/160519.pdf](https://www.amt-law.com/pdf/bulletins2_pdf/160519.pdf)) (2016年5月)を参照。

(6) 例えば、BISの統計によれば、2013年の日本の店頭金利スワップ取引の60%超がクロスボーダー取引であったとのことである(吉川真裕「店頭デリバティブ市場の国際比較－BIS統計に基づく考察－」証券経済研究92号68頁(2015)の表を参照)。

(7) David Felsenthal and Lily Chu, Regulation of Cross-Border Swaps, Harvard Business Law Review Online, at 146 (“a swap can only be cleared once and therefore cannot be cleared in both a U.S. clearinghouse and a European clearinghouse”)と指摘する。

(8) 例えば、証拠金規制との関係では、金融商品取引業等に関する府令123条10項が「第1項

は、積極的に支持する見解もある一方、懸念や課題も示されている。

本稿では、デリバティブ取引の清算機関における清算に関する国際的な問題のうち、特に、CCP への清算集中義務と代替的コンプライアンスに関する問題について、米国、EU、日本の状況を見たうえで、規制の重複を調整する手段としての代替的コンプライアンスという措置について検討することとしたい。

## 2 米国

### (1) CFTCの解釈指針案

Dodd-Frank 法 723 条(a) (3) 及び 763 条(a) により、非証券デリバティブについての Commodity Exchange Act、及び、証券デリバティブについての Securities Exchange Act が改正され、デリバティブ取引の中央清算義務が規定された<sup>(9)</sup>。

Dodd-Frank 法 722 条(d) は、こうしたデリバティブに関する Commodity Exchange Act のルールの域外適用について、米国における活動に直接かつ重要な関係を有し、又は、米国の通商に直接かつ重要な影響を与えるような行為 (have a direct and significant connection with activities in, or effect on, commerce of the United States)、若しくは、Dodd-Frank 法により新設された同法の規定の脱法を防ぐために必要なものとして連邦取引委員会が定めたルールや規制に反する行為を除き、米国外での行為に適用しないと規定する<sup>(10)</sup>。

この規定に関して、Commodity Futures Trading Commission(CFTC)は、2012年7月に、デリバティブに関するルールの国際的な適用に関する解釈指針案 (Cross-

---

第 21 号の 5 に規定する措置と同等であると認められる外国の法令に準拠することその他の事情により同号に規定する措置を講じなくても公益に反し又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがないと認められる場合として金融庁長官が指定する場合における当該取引」については 21 号の 5 の規制を適用しないとし、同条 11 項が同条 1 項 21 号の 6 の規制との関係で同様のことを定めており、明文で代替的コンプライアンスについて規定する。本条項に基づき、同条第 1 項第 21 号の 5 又は第 21 号の 6 に規定する措置を講じなくても公益に反し又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがないと認められる場合を指定する告示案についてなされたパブリックコメントへの回答 (平成 28 年 10 月 21 日) (<http://www.fsa.go.jp/news/28/20161021-1.html>) では、代替的コンプライアンスについて、「本邦規制及び外国規制が重複して適用される場合には、取引当事者等を適切に監督する外国当局が執行する外国規制に準拠して証拠金の授受等を行うことを許容する」こと、との説明がなされている。

(9) Dodd-Frank 法におけるデリバティブの清算集中義務については、例えば、松尾直彦『Q&A アメリカ金融改革法 ドッド＝フランク法のすべて』(金融財政事情研究会、2010) 223 頁以下を参照。

(10) 証券デリバティブとの関係では、Dodd-Frank 法 772 条(b)が国際的な適用範囲について規定する。本稿では、より議論の多い Commodity Exchange Act との関係について検討する。

Border Application of Certain Swaps Provisions of the Commodity Exchange Act) を公表した。そこでは、一般論として、米国の管轄権は、一般に他国の主権を不合理に侵害するように解釈されてはならず、また、米国の連邦法の域外的な適用に際しては国際礼讓 (international comity) の原則が適用されるとしつつも<sup>(11)</sup>、具体的には、米国法人でもなく、また、米国に本店を有しない業者 (non-US person) が行う取引であっても<sup>(12)</sup>、米国法人や米国に本店を有する法人等 (US person) と行う取引については、US person の在外支店と行う取引を除き、米国法による清算集中義務に関する規制の対象となるとの考え方が示された<sup>(13)</sup>。また、non-US person 間の取引であっても、non-US person の債務を US person が保証している場合には、適用の対象となる<sup>(14)</sup>。さらに、子会社を導管 (conduit) のように利用することでグループとしてのリスクを帳簿上米国外に移転させるといった行為に対処するため、① US Person が過半数を直接・間接に保有している non-US Person を相手方とする取引、② non-US Person が定期的に US Person の子会社と行っている取引、③ US Person の連結財務諸表に組み込まれている non-US Person を相手方とする取引についても適用するとの考え方が示された<sup>(15)</sup>。

また、外国法のもとで米国法と同様の規制 (substituted compliance regime) に服している non-US person との関係では米国の規制の対象外とするとの考え方も示されたが、外国の規制が米国の規制と代替可能かどうかは、規制全体として判断するのではなく、個別の規制項目ごと (例えば、清算集中義務については代替可能であるが、報告義務については代替不能とする) に判断するといった考え方が示された<sup>(16)</sup>。

## (2) CFTCの解釈指針案に対する他国の反応

このような CFTC による解釈指針に対しては、過度な域外適用であるとの批判がなされた。金融庁と日本銀行は 2012 年 8 月に連名で CFTC に対してレターを出したが<sup>(17)</sup>、そこでは、「米国法が日本国内に設立され業務を行う本邦金融機関を米国の規制に服させる限り、規制の重複や抵触が生じることは避けられず、ひいては当該金融機関のみならず他の市場参加者に対しても不当な負担が課される」「金融庁は、日本

(11) Federal Register Vol. 77, No. 134, 41223.

(12) US person とは米国法人や米国に本店を有する法人等を指すとされる (Federal Register Vol. 77, No. 134, 41218)。

(13) Federal Register Vol. 77, No. 134, 41228.

(14) Federal Register Vol. 77, No. 134, 41228.

(15) Federal Register Vol. 77, No. 134, 41229.

(16) Federal Register Vol. 77, No. 134, 41229.

(17) <http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20120820-1/02.pdf>

における店頭デリバティブ市場参加者とその取引に対する適切な規制の決定と実施に一義的な責任を負っている。それゆえ、我々は貴委員会に対し、日本国内に設立され業務を行う本邦金融機関に対するスワップディーラー登録要件等の米国デリバティブ規制の域外適用の必要性について、再検討を要請する」「クロスボーダー取引に対する店頭デリバティブ規制の適用の範囲と時期が各国間で異なり、また不整合であるならば、クロスボーダー取引に対するある国の規制が適切な国際的な調整もなく適用されることで、これらの取引に対し追加的コストが不当に課される結果、店頭デリバティブ市場の流動性が低下するリスクが生じる」としており、具体的な措置として、「一番目の懸念は、代替的コンプライアンス措置の適用範囲が狭過ぎることである。日本の規制との重複や抵触が極力回避されるよう、この範囲の一層の拡大を要請する」との主張がなされた。

また、2012年10月には、日本、欧州、英国、フランスの金融当局が連名でCFTCに対して、“We would urge you before finalizing any rules, or enforcing any deadlines, to take time to ensure that US rulemaking works not just domestically but also globally. We should collectively adopt cross border rules consistent with the principle that equivalence or substituted regulation and supervision within those jurisdictions, and consequential reliance on the regulation and supervision within those jurisdictions, should be used as far as possible to avoid fragmentation of global markets. Specifically, this principle needs to be enshrined in CFTC cross border rules, so that all US persons wherever they are located can transact with non-US entities using a proportionate substituted compliance regime” とするレターを送付し、関係国と連携することの重要性、及び、代替的コンプライアンスの必要性を説いた<sup>(18)</sup>。

これを受け、2013年7月には、CFTCは改訂版の解釈指針を公表したが<sup>(19)</sup>、関係者から要望のあった、規制毎ではなく全体として代替的コンプライアンスかどうかを判断するといった仕組みは採用せず、個々の規制内容毎に代替的コンプライアンスを判断するといったアプローチが維持された<sup>(20)</sup>。

---

(18) <http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20121018-2/01.pdf>

(19) Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance With Certain Swap Regulations, Federal Register Vol.78, No. 144, 45292.

(20) Coffey, Jr., supra note 3, at 1279ff.

### (3) 日本の清算機関との関係

その後、2013年12月、EU、オーストラリア、カナダ、日本、香港、スイスとの関係で、一部の規制についての代替可能性を認めるとの決定がなされた<sup>(21)</sup>。日本との関係では、清算集中義務について、日本法の枠組みは米国法と同等であるものの、市場の構造や状況の違いを反映して、適用対象となる主体や商品の範囲の点で日本法と米国法には違いがあることを理由として、清算集中義務との関係では代替的コンプライアンスは認められなかった<sup>(22)</sup>。但し、2012年12月には、日本証券クリアリング機構からの申請に対するかたちで、CFTCは同社が行うiTraxx日本CDSや円LIBOR・TIBORの取引であって、米国の顧客のために行うものでないものに関しては、日本証券クリアリング機構や、そこで清算を行った清算参加者に対して、Commodity Exchange Act違反を理由とするアクションを取らないとのnon-action letterが出されており<sup>(23)</sup>、米国法の適用対象となる場合であっても、上記のnon-action letterの対象となる取引については、日本証券クリアリング機構を通じて清算が可能である旨が言及されていた<sup>(24)</sup>。

日本証券クリアリング機構は、米国法のもとのデリバティブ清算機関(derivatives clearing organization : DCO)としての登録を検討していたが、その後、代替的コンプライアンスをより広く認めていくといったCFTCの方針の変更もあってか<sup>(25)</sup>、2015年、Commodity Exchange Act 5b条(h)に基づき、DCOとしての登録の免除を申請し、認められた<sup>(26)</sup>。この5b条(h)は、外国の清算機関がその母国で適切な監督当局による同等の監督に服している場合に、DCOとしての登録を免除するものである。これにより、日本証券クリアリング機構は、US personが自己取引として行う金利スワップ等の清算を行うことが米国法上認められることとなった<sup>(27)</sup>。

---

(21) 日本との関係では、スワップ業者のChief compliance officerやリスク・マネジメントに関する規制、取引記録義務の点で代替可能性があるとの判断がなされた(Federal Register, Vol. 78, No. 249)。

(22) Federal Register, Vol. 78, No. 249, 78891.

(23) <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6467-12> (CFTC Letter 12-56)。なお、この期限は2013年12月31日であったが、その後延長されている。

(24) Federal Register, Vol. 78, No. 249, 78891.

(25) 2014年以降、そのような方針の変更があったことを述べるものとして、Coffey, Jr. supra note 3, at 1282ff.

(26) <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7269-15>

(27) <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@otherif/documents/ifdocs/jscddcoexemptorder10-26-15.pdf>

### 3 EU

#### (1) EMIRの規定

EUのEMIRでは、4条がOTCデリバティブ取引の清算集中義務を定める。ここでは、欧州の金融機関や一定の規模以上の取引を行う者の間の取引に加え、欧州の金融機関等と第三国の法人であって欧州で設立されていたら清算集中義務の対象となっていたであろう者との間の取引(4条1(a)(iv))、そして、欧州で設立されていたら清算集中義務の対象となっていたであろう第三国の法人間の取引であって欧州に直接、重要、かつ、予見可能な影響を与えるもの、あるいは、EMIRの規制を迂回することを阻止するために規制の対象とする必要があるものについても(4条1(a)(v))、規制の対象とするとする。

但し、規制の重複を避けるため、欧州委員会は、第三国の法制がEMIRの規制と同等のもの(equivalent)であると宣言するimplementation actを採択することができ、そのようなimplementation actが採択された場合には、当該第三国で設立された取引相手方はEMIR上の義務を果たしているとみなすことができるとの規定が設けられている(13条)。

第三国で設立されたCCPについては、そのCCPが欧州証券市場監督局(ESMA)によって承認された場合にのみEUで設立された者やEUの取引所で清算サービスを提供できる(25条1項)。このようなESMAによる承認が可能になる前提としては、第三国の立法及び監督上の措置が当該国におけるCCPがEMIRと同等の法的規制に服することを確保するものであり、当該国のCCPが当該第三国における有効な監督・執行に継続的に服しており、かつ当該第三国における法制度が当該第三国法に基づき権限を与えられたCCPの承認のために有効で同等な制度を提供するものであることを、欧州委員会が認定することが必要である(25条2項、6項)。この25条6項の規定に基づき、欧州委員会はこれまで、オーストラリア、日本(金商法関係)、シンガポール、香港(以上、2014年10月)、韓国、カナダ、メキシコ、南アフリカ、スイス(以上、2015年11月)、アメリカ(2016年3月)、日本(商品取引法関係)、ドバイ、インド、アラブ首長国連邦、ニュージーランド、ブラジル(以上、2016年12月)との関係で、同等性に関する認定を行っている<sup>(28)</sup>。本稿執筆時点(2017年12月5日)、合計で32の第三国のCCPが承認されている<sup>(29)</sup>。

(28) これらのimplementation actのリストについては、[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/emir-level-2-measures-full\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/emir-level-2-measures-full_en.pdf)の25条(6)に該当する箇所を参照。

(29) [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country\\_ccps\\_recognised\\_](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_)

## (2) 代替的コンプライアンスに関する米国との協議

このような EMIR の規定も、その適用範囲は相当広いものであり、特に、米国との関係で規制の重複が生じることが懸念され、米国と EU との間で協議が続けられてきた。そして、2016 年 2 月 10 日、米国と欧州の当局者は、ついに、代替可能性についての相互の承認について合意に達した。この合意によれば、EU 側は米国法に基づき認められている CCP を EMIR のもとで equivalent なものであると宣言し、他方、米国側は EU の規制の多くが米国法と代替可能である旨を決定することによって、米国の CCP は米国法に準拠して欧州における清算業務を行うことができるようになり、また、米国法に基づく登録を行った欧州の CCP は EMIR の基準に従うことによって CFTC の定める基準を満たしたことになるといった取扱いがなされるようになることが目指された<sup>(30)</sup>。

そして、実際、2016 年 3 月 16 日、米国の CFTC は EU に所在する CCP であって、EU でも米国でも CCP として登録しているものについて、EMIR における規則に従うことによって、米国法上の規制に従ったものとして扱うとの決定を行った<sup>(31)</sup>。他方、EU も 2016 年 3 月 15 日、前述の EMIR における第三国の CCP の承認に関する枠組みに基づき、米国の CCP の同等性に関する決定を行っている<sup>(32)</sup>。

なお、2017 年 10 月 13 日には、非清算デリバティブとの関係で、Dodd-Frank 法の規定は EMIR と同等であり、取引の少なくとも一方当事者が米国法人であり米国で CFTC に登録を行っている者である場合における CFTC による監督・執行の措置も EMIR において求められているものと同等である旨を宣言する決定を行っている<sup>(33)</sup>。

## (3) 新たな動き

欧州委員会は、2017 年 6 月、第三国の CCP の監督の強化に関する提案を行った。そこでは、第三国の CCP をシステム上重要でない CCP とシステム上重要な CCP の 2 つに分け、前者については従来の規制を維持するものの、後者についてはより厳格な規制を導入することを提案している。具体的には、欧州の CCP についての健全性規制に従っていること、関係する欧州の中央銀行が定めた追加の規制に服しているこ

---

under\_emir.pdf

(30) [http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/cftc\\_euapproach021016](http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/cftc_euapproach021016)

(31) <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr7342-16>

(32) OJ L 70, 16.3.2016, p. 32 (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32016D0377>)

(33) OJ L 265, 14.10.2017, p. 23 (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32017D1857>)

とを当該中央銀行が確認していること、ESMA に対して全ての関係情報を提供するとともにオン・サイトの検査を受け入れること等である。さらに、CCP のシステム上の重要性に鑑みれば、上記のような措置では不十分であると考えられる場合には、欧州委員会は、ESMA の要請と関係する中央銀行との合意により、CCP が EU 域内に設立された場合に限り、EU 域内でサービスを提供できるとすることもできるとされている<sup>(34)</sup>。

この欧州委員会の提案は、英国の EU 離脱後、ユーロ建ての取引の清算の多くを扱う英国に所在する CCP に対する監督の強化を狙ったものであると指摘されている<sup>(35)</sup>。この提案によれば、ユーロ建て取引の多くの清算を扱う CCP について、清算業務を継続するためには EU 域内へ移転するよう求めることができることになるが、このように CCP の所在地による規制が導入された場合には、各 CCP の参加者が地理的に分断されることになり、その結果、CCP によって価格が異なるといった事態が生じる、CCP によっては取引の規模が縮小してリスクが高まる、そのようなルールの実施に伴いオペレーショナル・リスクが生じる、ネットイングできる取引の規模が縮小してコスト増につながる等といった懸念が示されている<sup>(36)</sup>。また、CFTC の長官は、この提案が、米国を含む第三国の CCP に対する EU の監督権限の強化の可能性に繋がるものであるとして、この提案を批判している<sup>(37)</sup>。今後の展開が注目される。

## 4 日本

CCP への清算集中義務に関して規定する金融商品取引法 156 条の 62 は、以下の通り規定する。

「金融商品取引業者等は、次の各号に掲げる取引を行う場合には、当該取引に基づく自己及び相手方の債務をそれぞれ当該各号に定める者に負担させなければならない。

- 一 店頭デリバティブ取引その他の取引のうち、取引高その他の取引の状況に照らして、その取引に基づく債務の不履行が我が国の資本市場に重大な影響を及

---

(34) <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52017PC0331>

(35) ジェトロ通商広報「ユーロ建て取引の清算業務に関する監督権限強化の法案発表—欧州委、ブレクジットを視野に次の一手—」(2017年6月14日) (<https://www.jetro.go.jp/biznews/2017/06/70c0042be63fa8d9.html>)

(36) ISDA, Brexit-CCP Location and Legal Uncertainty (August 2017), at 3ff.

(37) Christopher Giancarlo, An EU Plan to Invade U.S. Markets, *The Wall Street Journal*, Nov. 5, 2017 (<https://www.wsj.com/articles/an-eu-plan-to-invade-u-s-markets-1509907579>)

ばすおそれがあるものであつて、その特性にかんがみ、我が国において清算する必要があるものとして内閣府令で定める取引 金融商品取引清算機関

- 二 店頭デリバティブ取引その他の取引のうち、取引高その他の取引の状況に照らして、その取引に基づく債務の不履行が我が国の資本市場に重大な影響を及ぼすおそれがあるものとして内閣府令で定める取引（前号に掲げる取引を除く。） 金融商品取引清算機関（当該金融商品取引清算機関が連携金融商品債務引受業務を行う場合には、連携清算機関等を含む。）又は外国金融商品取引清算機関」

こうした我が国の金商法の規定は、我が国の金融機関の多くが国境を越えて取引を行っているという実情に鑑み、当初から、国内清算機関による清算のほか、外国清算機関が免許を受けてわが国の金融機関を相手に清算業務を行う制度や<sup>(38)</sup>、国内清算機関と外国清算機関が連携して清算業務を行う制度についての規定を設けているものである<sup>(39)</sup>。

また、こうした金商法上の清算集中義務の対象となる取引については、金商法 156 条の 62、店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令 2 条 1 項・2 項、金融庁告示第 60 号により、① iTraxx Japan のうち 50 以下の内国法人の信用状態に係る CDS 取引であつて、日本証券クリアリング機構が当該取引に基づく債務をその行う金融商品債務引受業の対象としているもの（必ず国内清算機関を利用しなければならない）と、②変動金利の支払を 3 カ月物または 6 カ月物の円 LIBOR 又は TIBOR とする金利スワップ（前記のいずれかの方法による清算を義務付けるもの）とされている<sup>(40)</sup>。①は、清算要件が我が国での企業の破綻要件と密接に関連する等、我が国の実情に照らした扱いが必要なものについては、クレジット・イベントの認定に当たり、国内清算機関が適切に関与する必要性や、国内清算機関が契約当事者として必要な主張を行うことができるようにするため<sup>(41)</sup>、国内清算機関による清算を義務付け、②は、我が

(38) 本稿執筆時点で外国金融商品取引清算機関の免許を得ているのは、エルシーエイチ・リミテッドと Chicago Mercantile Exchange Inc. の 2 社のみである。

(39) 高橋洋明・矢原雅文「『金融商品取引法の一部を改正する法律』の概説」金融法務事情 1901 号 98 頁（2010）は、「国内清算機関のみへの清算集中を義務付けた場合には、決済リスクの縮減の必要上、我が国市場を避けて海外で取引を行うようになるなど、我が国店頭デリバティブ市場の空洞化（海外への流出）が進む懸念がある。したがって、我が国市場における決済リスクの縮減を確実にかつ速やかに行うための一定の要件のもとで、外国清算機関のリンク参入・直接参入の制度を設けることとした」と説明する。

(40) 店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令 2 条 1 項・2 項。当初は LIBOR だけであつたが、平成 26 年 6 月の金融庁告示第 39 号で、ユーロ円 TIBOR も対象に含まれることとなった。

(41) 実際、日本の清算機関である日本証券クリアリング機構の業務方法書では、クレジット・イ

国における取引規模が多額で、清算集中による決済リスクの減少が我が国の市場の安定に資すると考えられるものについていずれかの方法による清算を義務付けたものであると説明されている<sup>(42)</sup>。また、金融商品取引業者等以外の者との取引等は適用対象外とされており、基本的には取引の両当事者が日本証券クリアリング機構の当該取引に係る参加者であるものに限られるのではないかとされている<sup>(43)</sup>。

なお、清算集中義務に関する規制のあり方について検討した金融庁「『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめ」でも、「クロスボーダーで取引されることの多い店頭デリバティブ取引について、清算集中制度を国際的に整合性の取れた形で実施していくためには、各国の清算機関が外国でも清算業務を提供できる環境の整備や、各国規制の重複・ずれの回避等が不可欠となる。この点については、現在各国当局が様々な場において議論を行っているところである。こうした現状を踏まえ、制度施行当初は、…（ディーラー）同士の間で行う取引のみを清算集中義務の対象取引とし、その後随時、国際的な動向や清算取次ぎの普及状況を踏まえつつ、取引の相手先が外国の金融機関やディーラー以外の一定の者である取引を、対象取引に加える検討を行う」といった見解が示されていた<sup>(44)</sup>。

上記のような我が国の法制は、清算集中義務の対象となる取引が限定されている点で、米国やEUのものに比べると謙抑的なものであるように思われる。但し、そもそも、我が国が独自にデリバティブの清算機関を設け、清算集中制度を定めることについては、我が国のデリバティブの市場規模は欧米に比べると極めて小さく、そうした状態で国内清算機関を設けることは採算が合わないこと、採算を合わせるために参加者から手数料等を徴収した場合には取引コストの増加に繋がること、清算機関の経営を安定させるだけの取引量が存在しないと考えられ、清算機関自体のリスク増加にもつながりかねないことから、外国清算機関による清算に委ねた方が賢明であるとの見解も存在した<sup>(45)</sup>。

---

メントに関する事項は、清算機関が決定するとしている（81条）。

(42) 高橋洋明・矢原雅文「『金融商品取引法等の一部を改正する法律』の概要」商事法務1900号5頁以下（2010）。

(43) 藤瀬裕司「店頭デリバティブ取引等の清算集中義務」金融法務事情1951号5頁（2012）。

(44) 金融庁「『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめ」（平成23年12月26日）8頁。

(45) 和仁他・前掲注（4）、26頁以下。

## 5 規制の競合と代替的コンプライアンス

### (1) 代替的コンプライアンス

国際的な規制の重複や管轄権の競合、金融規制の域外的適用範囲といった問題は、清算集中義務に特有の問題ではない<sup>(46)</sup>。重複する規制の調整についての何らかの明確なルールが存在することが理想かもしれないが、現実的には、このような規制の調整に資する国際法上の明確なルールは存在しないのが実情である<sup>(47)</sup>。

金融取引はますます国境を越えて行われるようになってきており、各国法を必要に応じて適切に域外にも適用していくことは当然の要請となっている。その結果、規制の重複が問題となるケースも増加してくるものと思われるが、そのような規制の重複の調整のための方法としては、規制の相互承認を通じた代替的コンプライアンスというアプローチは、一つの有効な手法であるように思われる。問題となるのは、どうやって同等性を判断するか、という点である。規制はある結果を実現する目的で導入するためのものであり、また、法文それ自体よりも実際にどのような規制がどのような厳格さをもって執行されているかが重要であるので、ルールの文言に囚われるのではなく、特定の結果を実現するために必要な実態が存在するかを判断すべきということになるだろう。

### (2) 代替的コンプライアンスの課題

他方で、代替的コンプライアンスというアプローチに対する懸念も示されている。例えば、コロンビア大学の Coffee Jr. 教授は、米国と外国のルールが同等のものであるように見える場合であっても、実際には外国による執行が米国に比して緩やかなものであったり、また、規制の実施に向けたスピードが米国より遅かったりすることによって、米国の規制の実態と外国の規制の実態に差が生じてしまい、緩やかな規制を求めてビジネスが外国に逃避してしまうといった事態を招く可能性がある<sup>(48)</sup>と指摘する。なお、Coffee Jr. 教授は、多数国で原則について合意するというアプローチについても、ソフト・ローのような拘束力のないルールは各国の具体的なルールの間の

---

(46) 例えば、松尾直彦「金融商品取引法の国際的適用範囲」東京大学法科大学院ローレビュー No. 6, 276 頁以下 (2011)、拙稿「ファイアーウォール規制の国際的側面—顧客の非公開情報の金融グループ間の共有に関する規制を題材に—」金融法研究会『金融グループにおける証券関連業務を巡る諸問題』89 頁以下 (2016)、拙稿「国際取引における利息」金融法務事情 2023 号 33 頁以下 (2015) などを参照。

(47) 小寺彰『パラダイム国際法』(有斐閣、2004) 104 頁以下。

(48) Coffee Jr., *supra* note 3, at 1298ff.

差異を拡大するだけであると批判し<sup>(49)</sup>、むしろ、米国と EU といったマーケットの主要プレーヤーが相対交渉を行い (Coffee Jr. 教授は“minilateral negotiation”と呼ぶ)、あるべきルールについて合意したうえで、そのルールの採択を、FSB や G20 といった場において、他の主要国に迫るといったアプローチの方が望ましいと主張する<sup>(50)</sup>。しかし、米国と EU という限定されたプレーヤーが合意したルールは、内容において偏りがある懸念が存在することに加え、手続的な正統性という点でも問題を抱えることになると思われ、Coffee Jr. 教授の主張には賛成できない。むしろ、同等性評価の精度を向上させることにより、代替的コンプライアンスという手法の課題を克服していくことを目指すべきであると思われる。

CFTC における代替的コンプライアンスにおいては、既にみたように、規制全体として代替可能性を判断するのではなく、個別のルール毎に代替可能性を判断する。このようなルール毎に代替可能性を判断するアプローチは、外国と自国との違いを踏まえた柔軟できめ細かい代替的コンプライアンス措置を可能にし得るものである。他方で、こうしたアプローチに対しては、結果的に規制の一部についてのみ代替することが認められても、結局は両方の規制に服さなければならず (また、代替が認められなかった部分は同等でないことが少なくないことから、両方の規制を遵守することによるコストが増えることも考えられる)、米国市場での取引を躊躇させることに繋がるとの批判もある<sup>(51)</sup>。確かに、複数のルールからなる規制は一体として調和をもって機能することが予定されていることが多く、あまり細かなルール毎に代替可能性が判断されても、調和を失ってバランスを欠いたり、監督当局側も取引当事者側も、実際の対応が困難になることも考えられる。代替可能性の判断はある程度のまとまりをもった規制を単位として行われるべきであろう。

### (3) 同等性の判断におけるプリンシプル・アプローチ

ISDA が最近公表したペーパーでは、外国の規制との代替可能性を判断する際には、外国の規制がシステミック・リスクの削減に対して十分に対処しているかどうかという点についてのみ焦点を当てるべきであり、そのような評価を可能にするため、リスク削減という観点から各国の規制が満たすべき原則 (principle) について国際的な合意を形成すべきであると主張する<sup>(52)</sup>。具体的には、5つの項目について、目指す

---

(49) Id., at 1299.

(50) Id., at 1299ff.

(51) ISDA, White paper, Cross-Border Harmonization of Derivatives Regulatory Regimes: A risk-based framework for substituted compliance via cross-border principles (2017), at 5.

(52) ISDA, Id., at 6.

べき政策目標が示され、その政策目標を実現するような規制となっているかを評価すべきであるとする<sup>(53)</sup>。このような ISDA の提案は、①デリバティブの規制において何が特に重要なのかについての関係国間のコンセンサスを醸成し、同等性の判断作業をより効率的で円滑なものとする、②特に重要ではない相違に拘泥して同等性の認定を躊躇するといった事態を減らすこと、③細かなルール毎に同等性を判断するのではなく、項目毎、政策目標毎といったある程度のまとまりをもった規制を単位として同等性を判断すること、④目指すべき政策目標の実現のための手法や、同等性の判断にとって必ずしも重要ではない点については各国の実情に応じた柔軟性を認めること、といった点に資する可能性があるように思われる。事業者側によってなされた提案に対して、監督当局や立法者がどのように対応するのかに注目したい。

---

(53) ISDA, Id., at 10. 具体的には、1. 資本及びマージン規制：①パーゼルⅢに従った資本規制を求め、②パーゼル委員会と IOSCO の定めた枠組みに従ったマージン規制であること、2. リスク管理：①リスク管理方針を策定し効果的なガバナンスを確立していること、②事業継続のための方針を定めていること、③ポートフォリオの相互確認 (portfolio reconciliation) を実施していること、3. 同等性を示すための記録の保存：①長期間記録を保存していること、②データが十分に包括的であること、③監督当局がデータへのアクセスを有していること、4. 監督当局へのデータの提供：①取引情報蓄積機関が CPSS の定めた Principles for Financial Market Infrastructure (PFMI) に従っていること、②データがデリバティブのエクスポージャーについて十分な情報を規制当局に提供すること、5. 清算集中義務：① CCP が PFMI に準拠していること、②清算集中義務が自国と同様の目的を実現していること