

2010 年 5 月 25 日 全 6 頁

店頭デリバティブ取引の

清算集中

制度調査部

横山 淳

2010 年金商法改正関連シリーズ

[要約]

- 2010 年 5 月 12 日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が参議院本会議で可決され、成立した。
- この中には、一定の店頭デリバティブに対する清算集中が盛り込まれている。
- 施行は公布日（2010 年 5 月 19 日）から 2 年半以内の政令指定日が予定されている。

はじめに

○2010 年 5 月 12 日、「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（以下、改正法）が参議院本会議で可決され、成立した（公布は 2010 年 5 月 19 日）¹。

○これは、いわゆる金融危機を受けた国際的な議論や、わが国での処分事案から明らかになった投資者保護上の問題などを受けて、2010 年 1 月 21 日に金融庁がとりまとめた『金融・資本市場に係る制度整備について』²を踏まえて、金融商品取引法などの改正を行うものである。

○その主な内容を挙げると次のようになる。

(1) 店頭デリバティブ取引等の決済の安定性・透明性の向上

- ①一定の店頭デリバティブ取引等について清算機関の利用の義務付け（いわゆる清算集中）
- ②清算関連の基盤整備
- ③取引情報保存・報告制度の創設

(2) 証券会社の連結規制・監督の導入等

- ①金融商品取引業者に対する主要株主規制の強化
- ②一定規模以上の第一種金融商品取引業者に対する連結規制・監督の導入
- ③保険会社又は保険持株会社グループに対する連結財務健全性基準（連結ソルベンシー・マージン基準）の導入（保険業法の改正）

¹ 提出時の法案が、金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/174/index.html>）に掲載されている。なお、法案は、2010 年 3 月 9 日に国会提出され、4 月 20 日には衆議院本会議で可決されていた。

² 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7.html>）に掲載されている。なお、拙稿「金融・資本市場の制度整備」（2010 年 1 月 26 日付レポート）も参照。

(3) その他の投資者保護のための措置

- ①裁判所の禁止・停止命令に違反した法人に対する罰則（両罰規定）
- ②当局による破産手続開始の申立権の範囲を金融商品取引業者全般に拡大（金融機関等の更生手続の特例等に関する法律の改正）
- ③信託業の免許取消し等の際の当局による新受託者選任等の申立権の整備（信託業法の改正）

○本稿では、これらのうち(1)①「一定の店頭デリバティブ取引等について清算機関の利用の義務付け（いわゆる清算集中）」について紹介する。まず、1. において、清算集中の意義について説明し、2. において、具体的な法改正の内容を説明する。

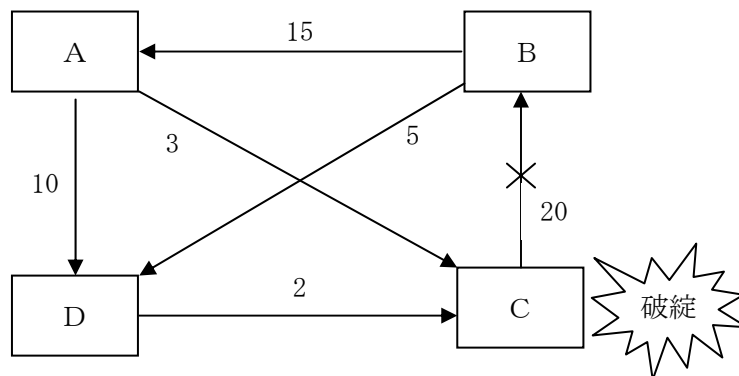
1. 清算集中の意義～議論の経緯～

○改正法は、一定の店頭デリバティブ取引等について清算機関の利用の義務付けることとしている（いわゆる清算集中）。これは、いわゆる金融危機を受けた国際合意などを受けたものである。

○2008年のいわゆる金融危機に当たり、店頭デリバティブ取引を行っている金融機関の破綻が、その取引相手方に波及し、更にそれが連鎖することでシステム・リスクを惹き起こすことが懸念された。

○例えば、次のような支払義務が発生するデリバティブの取引をA、B、C、Dの4社間で行ったとする。

事例1 相対の店頭デリバティブ取引の決済の例



○この場合、B社としてはA社への支払額（15）とD社への支払額（5）の合計とC社からの受取額（20）がバランスしており、事実上、ポジションを解消してリスクをヘッジした状態にあると考えられる。

○ところが相対取引である店頭デリバティブ取引においては、通常、個々の取引ごとに決済が行われる。そのため、B社もA社、D社への支払いとC社からの受取りは別々に行われることとなる。

○仮にC社が破綻した場合、B社はC社から受け取るはずであった金額を受け取ることができないが、A社及びD社に対する支払いは実行しなければならない状態に陥ることとなる。

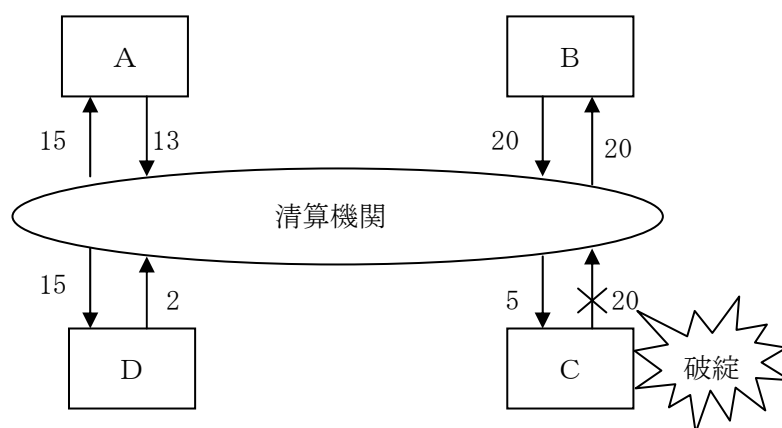
○もしも、B社がA社・D社への支払いに充てる資金を他から調達できなければ、B社も連鎖的に破綻する可能性が生じることとなる。B社が連鎖的に破綻すれば、更に今度はB社からの支払いが止まったA社やD社にも影響が波及する危険性がある。

○それに対して、取引所取引については、清算機関を通じた清算（清算集中）が義務付けられていたために、いわゆる金融危機においても連鎖破綻によるシステミック・リスクの危険性は低かったとされている。

○即ち、取引所取引においては、通常、定められた清算機関が、本来の取引の相手方に代わって債務の引受けを行うことで、取引に関する債権債務関係は、取引参加者同士ではなく、取引参加者と清算機関との間で成り立つこととされていた。取引に関する決済も、個々の取引参加者と清算機関との間で処理されることとなる。

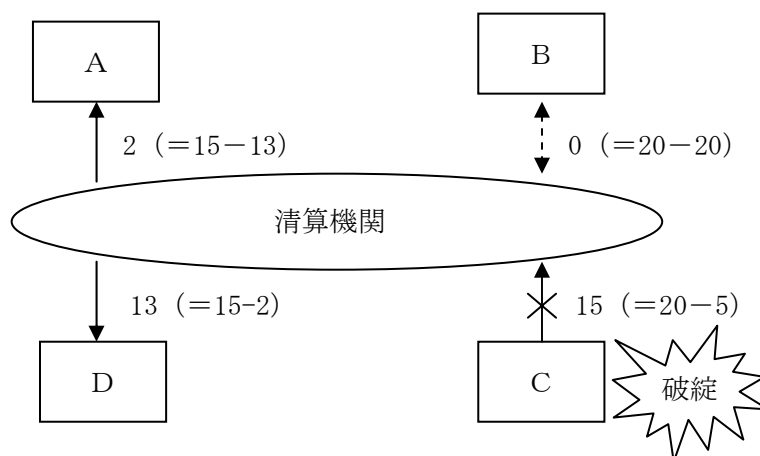
○その結果、仮に取引参加者の一つが破綻したとしても、それは破綻取引参加者と清算機関との関係にとどまる。他の取引参加者は、原則、清算機関との間で約定した取引内容に沿った決済が行われる。言い換えれば、清算機関が「防波堤」として機能して（決済不履行リスクのいわゆる遮断機能）、他の取引参加者への波及を食い止めることができるという訳である（下図）。

事例2 事例1の取引を清算機関を通じた清算とした場合（ネッティングは行っていない）



○加えて、「売り」も「買い」も決済の相手方は清算機関となることから、受取りと支払いの相殺（ネッティング）が可能となる。ネッティングが実施されれば、（グロスで残る場合と比較して）各当事者の決済不履行のリスクを限定することが可能となる（下図）。

事例3 事例2をネッティングした場合



○こうした議論を受けて、2008 年 10 月に金融安定化フォーラムが「O T C（店頭）クレジット・デリバティブの集中清算枠組み」の整備が提言された³。更に、2009 年 9 月のピッツバーグ・サミットでは、「遅くとも 2012 年末までに、全ての標準化された店頭デリバティブ契約は、適切な取引所又は電子取引プラットフォームにおいて取引され、**集中清算機関（central counterparties）を通じて清算**されるべきである」との声明が発表された。

2. 改正の内容

○改正法は、金融商品取引業者等に対して、一定の店頭デリバティブ取引について、清算集中を義務付けることとしている（改正法による金融商品取引法 156 条の 62）。

○即ち、金融商品取引業者は、次の表の①②の取引を行う場合には、その取引に基づく自己及び相手方の債務をそれぞれ次の表の右欄に定めるものに負担させなければならないとしている。

取引の種別	清算集中の先（清算機関）
①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わ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であって、その特性にかんがみ、わ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
②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わ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（前記①の取引を除く）	◇金融商品取引清算機関 ◇連携清算機関等（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） ◇外国金融商品取引清算機関

○換言すれば、わが国における取引規模が大きく、決済リスクがわが国資本市場に重大な影響を及ぼすと考えられる店頭デリバティブ取引を、内閣府令によって個別に指定し、清算集中を義務付けるということである。

○①と②の違いは、清算集中を行うべき先の清算機関の範囲である。①の取引については、「わが国において清算する必要があるもの」として国内清算機関（金融商品取引清算機関）において清算集中することが義務付けられる。他方、②の取引は、国内清算機関だけではなく、外国清算機関（外国金融商品清算機関）や国内清算機関と外国清算機関の連携による方式（連携清算機関等）による清算集中も可能とされている点である。

○①の対象となる具体的な取引は、今後制定される内閣府令によって定められることとなるが、現時点では、C D S（クレジット・デフォルト・スワップ）の指標取引のうち“iTraxx Japan”が想定されているようである⁴。

³ 金融庁ホームページ（<http://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20081011.pdf>）参照。

⁴ 金融庁資料（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/174/01/setsumei.pdf>）、2010 年 4 月 27 日の参議院財政金融委員会にお

○①の取引について国内清算機関への清算集中を義務付ける趣旨については、次のように説明されている。

内藤金融庁総務企画局長の衆議院財務金融委員会での答弁（2010年4月16日）

店頭デリバティブ取引の清算集中につきましては、現在、この法案の中で考えておりますのは、まず、CDSという日本の倒産法制に非常に密接なかわり合いのあるものについては、国内清算機関に義務づけるということで考えております。

（出所）http://www.shugiin.go.jp/index.nsf/html/index_kaigiroku.htm

金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」（2010年1月21日）

ただし、店頭デリバティブ取引のうち、取引自体の清算要件が、我が国での企業の破綻要件と密接に関連しているものについては、取引当事者の間で国際的に採用されている清算要件の認定に係る実務慣行を尊重しつつ、我が国法制に精通等している国内清算機関が、清算の要否の判断に適切に関与するとともに、当該機関が、契約当事者として、認定に対して必要な主張を行う位置付けを確保する必要がある。従って、こうした取引については、国内清算機関への清算集中が求められる。

（出所）<http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7.html>

○他方、②の対象となる具体的な取引は、今後制定される内閣府令によって定められることとなるが、現時点では、円金利スワップのプレーンバニラ型⁵が想定されているようである⁶。

○②の取引について外国清算機関や、国内清算機関と外国清算機関の連携による方式への清算集中も認める趣旨については、次のように説明されている。

大塚副大臣の衆議院財務金融委員会での答弁（2010年4月14日）

ただ、一方で、ロンドンのクリアリングハウスのように、既に先行して世界全体に大変なシェアと影響力を持っているところがありますので、そうしたところとの連携等を行わずに、いわば閉ざされたマーケットとして日本の清算機関だけを使うような形になると、かえって日本のデリバティブ市場というものが空洞化するリスクもありますので、そうしたリスクが顕現化しないように、国内の清算機関をしっかりと育成し、体制を整備していくというのが今後の大きな課題だというふうに思っております。

（出所）http://www.shugiin.go.jp/index.nsf/html/index_kaigiroku.htm

○なお、②の取引についての清算集中は、外国において資格を有する外国清算機関であれば無条件に認められる訳ではない。わが国での清算集中について、わが国の金融商品取引法に基づく「外国金融商品取引清算機関」としての免許を内閣総理大臣（実際には金融庁長官に委任されるものと考えられる）から受ける必要がある（改正法による金融商品取引法156条の20の2など）。

○②の取引についての国内清算機関と外国清算機関の連携による方式への清算集中についても、同様

ける大塚副大臣の答弁（<http://www.sangiin.go.jp/japanese/joho1/kaigirok/daily/select0105/174/17404270060012a.html>）など参照。

⁵ 一定の期間、固定金利の支払いと、変動金利の支払いを交換するタイプの標準化された取引が想定されているようである。

⁶ 金融庁資料（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/174/01/setsumeipdf>）、2010年4月27日の参議院財政金融委員会における大塚副大臣の答弁（<http://www.sangiin.go.jp/japanese/joho1/kaigirok/daily/select0105/174/17404270060012a.html>）など参照。

に、内閣総理大臣（実際には金融庁長官に委任されるものと考えられる）の認可が求められる（同 156 条の 20 の 16）。

3. 施行日

- 店頭デリバティブ取引についての清算機関の理由の義務付けについては、**公布日から 2 年半以内の政令指定日から施行することとされている（改正法附則 1 条 4 号）。**
- これは前述のピッツバーグ・サミットの提言（遅くとも 2012 年末までに実施）を踏まえたものと考えられる。