

(仮 訳)

2016年12月19日

米国商品先物取引委員会 秘書役  
クリストファー・カークパトリック 殿

件名：スワップ・ディーラー及び主要スワップ取引参加者に適用される登録閾値及び  
外部業務行為基準のクロスボーダーでの適用について (RIN 3038-AE54)

日本証券業協会（日証協<sup>1</sup>）は、米国商品先物取引委員会（CFTC）が2016年10月11日に公表した表記規則提案について、意見表明を行う機会を得られたことに感謝する。

我々は、CFTCが金融の安定性を確保するため、米国へのリスク移転を伴うスワップ取引を広範囲に把握・規制する意図を認識し、理解している。一方で、この目的を達成するために、本規則提案が最適なアプローチと言えるのか、本規則の基となったCFTCの想定が正しいのか、また、本規則が適用された場合に金融機関に生じる負担やそれに見合う便益があるのかなど、いくつか大きな懸念を有している。CFTCがこれらの懸念点について、慎重に検討、対処されることを要望する。

## 1. 各国規制の尊重について

G20の合意の下で実施されているデリバティブ規制については、各国において共同歩調が取られるとともに、各国の規制の適用によって対応すべきところ、日本においても法改正、その他の措置により対応している。例えば、清算集中や取引報告、非清算OTCデリバティブ取引に対する証拠金規制等、一連のデリバティブ取引規制整備が日本法の下において概ね完了しており、本邦で金融商品取引業者として登録されている本邦金融機関は、上記の要件が包含されている本邦法令諸規則を遵守しつつ業務を遂行している。

CFTCの規則提案は、（規則提案の71954ページに定義されている）「その他の外国

---

<sup>1</sup> 日本証券業協会（日証協）は自主規制機関であり、また行政当局を含む様々な利害関係者との間の対話を円滑にする業界団体としての双方の機能を有する機関である。その法的地位は内閣総理大臣により認定された金融商品取引業協会であり、その機能はそれぞれ独立して運用されている。日証協は日本で活動する約470社の証券会社及び証券業務を行う登録金融機関から組織されている。

人」に対して規制の対象範囲を大幅に拡大するものであり、それらの者が閾値を超えるスワップ取引を行った場合にスワップ・ディーラー（SD）として登録しなければならない必要性を増加させるものである。これは米国外で行われたデリバティブ取引を CFTC 固有の規制に服させることとなり、その結果、日本の規制の下で既に負っている規制負担に加えて、米国内でデリバティブ取引を行っていないにも関わらず、多くの本邦金融機関に CFTC による追加的な規制負担を課すことになる。

現行の CFTC のクロスボーダーガイダンスには、「日本における OTC デリバティブの取引参加者及びそれらの者が行う取引に対する適切な規制の決定及び実施に関して日本の金融庁が第一義的に規制責任を負う。」という、米国及び日本の当局間における規制の協調に関する共有された認識が反映されていると我々は理解している。（CFTC 宛ての金融庁と日本銀行の連名による共同書簡（2012 年 8 月 13 日<sup>2</sup>））しかしながら、今次の規則提案は、4 年前に既に調整済みである事項を再度取り上げているように見受けられ、各国規制当局との調整が十分になされた結果、提案されたものとは考え難い。従って、各国当局との調整・議論が尽くされない限り、本規則提案は最終化されるべきではなく、また実施に移されるべきではないと考える。

更に我々は、2012 年に公表されたガイダンスに従い各国の金融機関が業務フロー、管理体制を既に構築していることを指摘したい。また我々は仮に今次の規則提案が提案通りに導入された場合、わずか数年前に確定された規制を大幅に変更することとなり、CFTC の規制に対する予見可能性が著しく損なわれることを懸念している。

以上を勘案し、我々は、CFTC に対し本規制提案全体の見直しを謹んで、しかし強く願います。特に、「その他の外国人」への追加的な規制の導入は容認しがたく、この点については強く再考を求める。

## 2. 規則提案の基となる想定について

規則提案は、「その他の外国人が SD 登録の閾値判定に FCS とのスワップ取引を含めることを規則提案により求められる結果新たに SD 登録が要求されることになり得る者の数を委員会が見積もることは不可能である。」と述べている。また、「その他の外国人が SD 登録の閾値判定に米国人又は米国被保証体との取引を含めることを規則提案により求められる結果新たに SD 登録が要求されることになり得る者の数を、委員会は見積もっていない。」と述べつつ、注釈において、仮に規則提案が実施されたとしても、新たに SD 登録が必要となる非米国人はほとんどいないとしている。現在の本邦市場において、米国金融機関は、米国外支店や米国外現法を通じて、主要な市場流動性供給者として大きな市場シェアを有している。ある本邦金融機関においては、米国金融機関の現法や支店との取引が自社における取引全体の 4 割以上を占め、既に今回提案

<sup>2</sup> <http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20120820-1/01.pdf>

された SD 登録判定基準を超過するスワップ取引の実績がある。他にも同様の状況にある本邦金融機関が存在し得る。

これらの本邦金融機関及びそれらの者の取引は、金融庁により適切に監督されている。更に言えば、それらの者の取引相手方は、米国金融機関の現地法人又は支店であり、そのほとんどが SD 登録をしていることから、CFTC の適切な監督を受けている。仮に規則提案が導入された場合、これらの取引は不当に抑制され、市場流動性が著しく低下する恐れがある。

したがって、我々は、CFTC が正確なデータを再検証し、起こり得る取引の抑制や停止に伴う市場流動性への影響を分析し、規則提案の導入に伴う費用対効果の分析を行い、改めて閾値を含む本規制の適用範囲について再考すべきと考える。

### 3. 日米金融機関に生じる負担と市場分断の懸念について

規則提案に拠れば、本邦金融機関が行う米国外支店、米国被保証体及び FCS を含めた米系金融機関とのスワップ取引高が（SD 登録の）閾値を超過した場合には、その所在地がどこであるかに関わらず、当該本邦金融機関は一定期間内に SD 登録を行い、同規制の求める、「企業レベル規制要件（Entity Level Requirement）」、及び「取引レベル規制要件（Transaction Level Requirement）」を遵守することが求められる。これら規制要件の一部に対しては代替的コンプライアンス（Substituted Compliance）が認められてはいるが、その範囲は限定的である。例えば、企業レベル規制要件では、当初登録が求められることに加えて、コンプライアンスやリスク管理に関する定期報告書の作成/提出を要し、また、取引レベル規制要件では、取引のリアルタイム報告や取引の記録のための大規模なシステム開発やその運用体制の構築が必須となる。加えて、SD 規制は、過去からも頻繁に部分的な改正が繰り返されてきている。このように頻繁に改正される規制要件を本邦サイドで正確に捕捉し得るような社内管理体制を構築し、維持するための膨大な業務量及び費用が必要となる。これらの追加的な規制に対応するために必要となる業務及び費用は、既に各国の規制に服している金融機関にとっては二重規制に服することを意味する。その結果、相当程度の社会的な非効率が生じることとなるが、当該負担を負わなければならない十分な理由は見当たらない。

こうした追加的なコストは、本邦市場において取引コスト増大を不可避的にもたらし、市場流動性を減少させる。規制提案導入の結果、本邦金融機関が、米国人、FCS とのスワップ取引及び米国人が介在する取引（ANE transaction）を抑制若しくは回避しがちになるかもしれない。また、この状況は市場の分断を招き、ひいては市場流動性の低下と米国金融機関の収益低下につながる可能性があることにも留意すべきである。

加えて、12 月 12 日に市中協議のため公表された、「スワップ・ディーラー及び主要スワップ取引参加者の所要資本要件に係る規則提案」（"Proposed Rules Regarding

Capital Requirements of Swap Dealers and Major Swap Participants”)に拠れば、SD登録をした者は、米国健全性当局若しくは米国 SEC の求める所要資本要件や流動性規制要件等に服することとなる。また、当該当局からの内部モデルに関する承認の取得や CFTC 宛の定期的な財務報告等の追加的な要件遵守も提案されている。つまり、SD登録をした者は、CFTC のみならず米国規制当局全般から直接的に管理/監督されることとなり、これは国際礼譲の原則から逸脱するものである。また、この対応に係るシステム開発コスト、対応要員手当て等も金融機関にとって相当な追加負担となる。

#### 4. 閾値の計算対象となる取引について

我々は、上記諸点に記載したとおり、基本的に規則提案の撤回を求めるものであるが、今回提案されている閾値の計算対象についても、以下のとおり懸念する点を述べておきたい。

##### 1) ANE 取引について

取引が米国に所在する者（在米人）によって組成（arrange）、交渉（negotiate）又は執行（execute）される ANE 取引について、市場の健全性を確保するために詐欺や相場操縦の禁止など一定の外部行為規制（External Business Conduct Rules）のみを適用するという CFTC の考え方を我々は支持する。また、我々は両当事者が非米国人である ANE 取引については SD 登録の閾値計算から除外するという CFTC の見解に賛同する。在米人を ANE 取引に介在させる理由は、法令諸規則の潜脱を目的としたものではなく、時差といった地理的要因や取引に関する専門性、市場の流動性等を考慮し、取引を最適化するためである。最適な人材が最適な市場で行う行為は、リスクを増大させる行為ではなく、また在米人が介在する ANE 取引においても、実際のリスクは米国外に所在するブッキングエンティティに帰属するものであり、米国にリスクを及ぼすものではない。むしろ、ANE 取引を SD 登録の計算対象にした場合、非米系金融機関は、ANE 取引を避けるようになり、結果的に米国から同様の業務を欧州その他の地域へ移転させる可能性がある。これは、米国における職業の機会を減少させることに繋がる。

##### 2) SD 導管（conduit）に関する質問について

米国に親会社を持たない日本の金融機関が、米国人ではない者又は米国人の在日支店と日本で行うスワップ取引行為及びその行為に関するリスク管理は金融庁に適切に監督されている。また、これらの行為は米国内の活動に直接かつ重大なつながりを有さず、米国における取引に直接かつ重大な影響を及ぼすものでもない。よって、それらの取引

について米国にリスクを及ぼすとして SD 登録計算の対象に含めることは、国際礼譲の原則に反し、また、CFTC の権限を越えていると考えられる。

加えて SD 導管の場合、日本の金融機関が SD 登録をしている米国関係会社と取引を行った場合、当該米国関係会社が SD 登録していれば当該米国関係会社に対して CFTC の規制が既に全面的に及んでおり、米国市場におけるリスクに全く規制が及んでいない事態は生じていないと考えられる。実際、CFTC は 2013 年 7 月の Cross-border Guidance において、米国人の SD 登録計算から、米国人の保証を受けている SD との取引を除外することを認める理由として、「スワップ取引の一方の相手方が SD として包括的なスワップ規制に服し、CFTC の監督の下で業務を行っている。」(同 Guidance P45324) ことを掲げている。

### 3) 保証取引について

CFTC が現状において認めているとおり、被保証体がバーゼル規制またはそれに準じた適切な資本規制を受けている場合は、米国人ではない保証体が保証している取引については、主要スワップ取引参加者 (MSP) 登録の計算から除外されるべきである。CFTC は規則提案において、「親事業体は、信用維持その他の理由により、海外に所在する関連会社、支店又は事業所のリスクを引き受けることを選択又は余儀なくされる可能性がある。」と述べているように、非米国人が保証するスワップ取引は米国に直接かつ重大な影響を及ぼすとは言えないと考えられる。

### 4) 清算機関で清算された取引について

規則提案は、「Swap Execution Facility (SEF)、Designated Contract Market (DCM)又は Foreign Board of Trade (FBOT)において匿名で執行され、登録を受け又は登録が免除された Derivatives Clearing Organization (DCO)を通じて清算された取引は、非米国人の SD 登録の閾値計算から除外する。」と述べている。これについて、我々は CFTC に対し、DCO 登録または DCO 登録免除を受けている清算機関で清算された取引については、匿名か否かに関わらず SD 計算の対象外とすることを要望する。規制当局も理解している通り、清算機関で清算された取引は、清算機関が取引相手となることからリスクが軽減される。従って、その様な取引は米国市場にリスクをもたらす取引ではなく、SD 計算の対象外とすべきである。たとえ当初の取引相手方が米国人、あるいは米国人の被保証体又は FCS であっても、当該取引が清算機関で清算される限り、米国市場にリスクをもたらしているとはいえない。

## 5) 証拠金規制の適用を受ける取引について

カナダ、日本及び米国において本年9月1日から発効した証拠金規制は、国際的な規制の協調を図りつつ、それらの法域に所在する金融機関により行われる、清算機関で清算されない OTC デリバティブ取引について、当初証拠金及び変動証拠金の受け渡しを厳格に義務付けている。

特に当初証拠金の計算方法に関して法域間での差異がある場合には、金融機関にはより大きな額での受け渡しが義務付けられており、結果として相当程度保守的な取り扱いとなっている。従って、証拠金規制の適用を受けるスワップ取引についても、清算機関で清算される取引と同等レベルの信用補完が為されていると見做し得ることから、SD 登録判定の計算から除外されるべきである。

最後に、我々は、外国の市場関係者をも参画させた今般の市中協議プロセスに謝意を表するとともに、このような市中協議は、国際的に効率的かつ効果的に機能する規制基準の策定に不可欠と考える。我々の上記コメントがCFTCにおける今後の検討に役立つことを望む。ご不明の点があれば、ご連絡願いたい。

敬具