

(参考) 金融市場の分断 (フラグメンテーション) の代表的な事例

※ 第10回研究会 (平成31年3月8日開催) に森田智子委員 (ISDA東京事務所長) より提出された資料の一部を修正した。

① 域外適用

規制内容	要因	影響
各法域の規制の適用範囲: 多くの法域において (1) 規制対象である金融機関が域外で行う取引が規制の対象となる、又は (2) 第三国の規制対象となる第三国の金融機関が域内で行う取引を義務の対象とし、遵守を求める。	重複	● 特にヘッジ目的のエンド・ユーザーは、外国の規制の適用範囲の不一致・不明確を回避するため、自国の金融機関との間でのみ取引を行うようになる。これにより市場が地域化し、リスク管理の手段としてのデリバティブの利用が非効率となる。
同等性/代替コンプライアンスの決定: ある法域の規制当局が、他の法域の規制に関する同等性を評価する場合、細かなルールの内容を比較する方法によって行われている。	競争	● 金融機関としては、複数の法域への規制対応や、重複又は相反する内容のコンプライアンス・プログラムを実行することを強いられないように、自らの活動範囲を地域化し、他の法域の規制対象とならないようにする。これにより、競争が阻害され、流動性が低下する。

② 資本規制

規制内容	要因	影響
マーケット・リスクに関する資本規制 (トレーディング勘定の抜本的改革 (FRTB)): 主要な法域における本規制の実施の内容と時期に関しては、重大な不透明さが残っている。	時期の不一致	● 主要な法域における市場リスク自己資本規制の内容や実施のタイミングに関する不一致によって、金融機関がデリバティブ取引を提供し、プライシングやリスク管理をする能力に重大な影響を及ぼす可能性があり、ひいては、市場の流動性に悪影響を及ぼす可能性がある。
安定調達比率 (NSFR): BCBS による国際基準を策定する一環として安定調達比率に関する見直しが行われ、各法域が、グロスのデリバティブ債務に対する賦課 (GDLA) として 5% から 20% を設定できる。	競争	● 個別の法域による GDLA の適用に不整合があると、顧客の資金調達・投資・ヘッジ取引の仲介を行う市場サービスの提供に対して悪影響を及ぼす可能性がある。
信用評価調整 (CVA): BCBS CVA リスクの枠組みの実施については法域ごとに異なる。	競争	● CVA リスクは、バーゼル規制におけるデリバティブ取引にかかる資本コスト、ひいては、デリバティブ取引のプライスの決定に影響を及ぼす可能性がある。CVA リスクの異なる取り扱いは、結果的に特定の法域の利用者にとって、デリバティブ取引のコストや入手可能性に影響を与えることとなる。
レバレッジ比率: レバレッジ比率における金融機関の規制資本の計算において、清算集中取引に関して顧客から提供され分別管理された証拠金を算入すべからずかについての取り扱いが法域ごとに異なる。	競争	● 信用リスク削減のために顧客から提供された現金担保をオン・バランスの資産として計上する法域においては、金融機関のレバレッジ比率の計算において算入され、規制資本を増やす要因となる。これにより、清算集中のコストが上昇したり、清算集中へのアクセスが阻害されたりする可能性がある。

③ 非清算集中取引の証拠金規制

規制内容	要因	影響
担保授受の期限: 当初証拠金 (IM) 及び変動証拠金 (VM) の計算及び決済について、該当する担保の標準決済期間に応じて、T+1 が要求されている法域もあれば、T+3 又はそれ以上が許容されている法域もあり、法域ごとに異なった取り扱いがなされている。	重複	● 二当事者が異なるタイムゾーンに位置する場合、適時の決済が阻害される可能性がある。とりわけ、アジアのタイムゾーンに位置する当事者にとって、米国の相手方との間での T+1 の決済は困難である。
適格担保の基準: 適格担保の基準については法域によって相当な違いがある。	競合	● 異なる適格担保の基準に服する相手方との取引を行う場合、より厳格な基準に従った取引を行う必要が生じるため、かかる相手方との取引を行わない方向へのインセンティブが働く可能性がある。
グループ会社間の取引に関する当初証拠金の授受: 法域によっては、グループ会社間の取引についても IM の授受が義務付けられている (例えば、米国健全性規制当局)。米国 CFTC では、金融庁及び他の法域と同様に、例外規定を設けている。	矛盾	● グループ会社間の IM の授受が必要とされる金融機関は、システムック・リスクのおそれのない取引についても重大なファンディング・コストを負担することになる。
標準的当初証拠金モデル (ISDA SIMM) のバックテスト: 法域によっては (例えば、EU や日本)、ディーラーではない場合を含む全ての当事者について、各自の取引における IM の計算に使われる業界標準のモデルをモニターし、かつバックテストすることが義務付けられている。	矛盾	● エンド・ユーザーは通常そのようなテストを行うリソースを持ち合わせておらず、したがって、標準法を用いることを強られる点で不利な立場に置かれることとなり、ひいては、より高い価格での取引を強えられる可能性がある。
Phase 5 の相手方との間の契約書整備: IM 計算の結果、IM 閾値 (最大 USD 50million) に達しないため実際の IM の授受が発生しない場合であっても、2020 年 9 月に効力を生じる USD 8billion の想定元本の閾値以上の取引がある場合には、規制遵守のための IM 契約書類を締結する義務を課す法域がある (例えば、米国)。	矛盾	● このような法域においては、IM を実際に授受する必要が生じない取引相手が、時間も費用もかかる契約書の交渉や、使用されないカスタディー口座を開設する義務に服することとなる。

④ 清算集中義務

規制内容	要因	影響
<p><u>清算集中に係る地域政策</u>: 法域によっては、一定類型の取引が国内にて執行された場合には、当該国内において国内の規制が及ぶ中央清算機関 (CCP) において清算集中することが義務付けられている。外為規制のある通貨市場を有する法域における清算集中義務も、事実上の地域政策を課すものである。</p>	競争	<ul style="list-style-type: none"> ● 清算集中に係る地域政策により、流動性に悪影響を及ぼす可能性がある。このことは、異なる CCP において取り扱われている同一の商品についてベース・リスクが事あるごとに生じていることから明らかである。加えて、清算集中に係る地域政策により、ネットिंगセットを分断し、結果的に規制資本やマージン必要額及びこれに関連するコストを上昇させる要因にもなっている。このような競争によりグローバルのシステミック・リスクが増大している。
<p><u>クライアント・クリアリング</u>: 法域によっては、CCP の直接参加者ではない顧客が、当該地域において登録されている CCP (例えば、CFTC において derivatives clearing organization として登録されている) において清算集中をするよう義務付けられている。</p>	競争	<ul style="list-style-type: none"> ● このような義務があることにより、海外の CCP を通じて顧客に対して流動性の供給やヘッジを提供することなどが阻害されている。米国においては、国内の CCP が CFTC からの除外命令を得ている場合であっても、このような結果となっている。
<p><u>IM 規制に係る MPOR</u>: 法域によって、CCP が清算集中取引について IM を設定する際に用いるリスクの最短マージン期間 (minimum margin period of risk (MPOR)) が異なる。</p>	競争/矛盾	<ul style="list-style-type: none"> ● 最短マージン期間の法域間の相違により、顧客は、実際の取引が清算集中がなされた CCP の所在地によって、異なる金額の IM を提供しなければならないことになる。

⑤ 取引執行義務

規制内容	要因	影響
<p><u>取引の執行場所に関する政策</u>: 一定の取引は、特定の法域内の指定されたプラットフォームにおいて執行されなければならないという義務が課される法域がある。</p>	競争	<ul style="list-style-type: none"> ● 場所に基づく取引に対する規制によって、プラットフォーム間による流動性の分断が生じ、結果として類似の取引の流動性や価格について、異なるプールが作出されることになる。 ● 2018 年における US-EU 間の trading venue に関する同等性評価決定によって、ある程度の市場の分断に関する懸念は払拭されたものの、他の法域における trading venue の同等性認識がなされていないことにより、依然としてグローバルのマーケットの分断が継続している。
<p><u>取引関係者の居所地に関する政策</u>: 米国の規制では、非米国組織同士の取引であっても、米国人によってアレンジ、交渉又は執行された取引 (ANE 取引) については、米国の規制に従って清算集中、執行及び報告がなされなければならないとされている。</p>	競争/重複	<ul style="list-style-type: none"> ● この規制により、非米国組織は、米国の規制によって補足され重複する規制 (場合によっては内容が異なる規制) に従う可能性を回避するために、米国人を関与させないようにしている。 ● このような取引を行おうとする非米国組織は、CFTC のルールと当該法域のルール (必ずしもその内容は一致しない) とを重畳的に遵守するコンプライアンスシステムを構築する必要がある。

⑥ データ及び取引報告義務

規制内容	要因	影響
<u>取引報告義務</u> : 取引情報蓄積機関に対して、取引当事者の一方又は両方に取引を報告する義務を課すか否かについては、法域によって異なる。	矛盾	● 自身のデリバティブ取引を報告する義務を課す法域におけるバイ・サイドの市場参加者及びエンド・ユーザーは、相手方によって報告されているデータを二重に作成・報告する義務を負担することとなり、不利益な立場におかれることとなる。
<u>必要な情報内容</u> : 法域によって、報告義務の対象となる異なる定義・フォーマット・利用可能な数値等が異なる。	矛盾	● 法域毎に要求されるデータ型及びフォーマットが一致しないと、必要なコストやリソースを増加させるだけでなく、規制当局がデータを集積し照合することを阻害するという非効率が発生することとなる。

⑦ ネットティング

規制内容	要因	影響
<u>適格カウンターパーティの範囲</u> : ネットティング法によってカバーされるカウンターパーティの範囲は法域によって異なる。例えば、法域により、銀行の種類（国有か、私有か）による分類や、その他の分類（銀行か、証券会社か、保険会社）など、様々。	競争／重複	● 適格カウンターパーティの範囲の違いにより、ネットティングによる効果（特に、カウンターパーティ・リスクの削減効果）が限定される。
<u>適格取引種類の範囲</u> : ネットティング法によってカバーされる取引種類の範囲は法域によって異なる。例えば、現物決済のコモディティ取引は非適格とし、現金決済によるコモディティ取引は適格とする、といった法域がある。	競争／重複	● 適格取引種類の範囲の違いにより、ネットティングによる効果（特に、カウンターパーティ・リスクの削減効果）が限定される。

⑧ 金融指標

規制内容	要因	影響
一部の法域では、当局により承認を受けた金融指標やインデックスのみ、利用が許容されている。金融指標の運営機関やデータの呈示者は規制の対象となり、承認を受けていない金融指標の提供者と利用者には罰則や罰金が課されることもある。	競争	● 金融指標の運営機関やレート提示者が、当該規制遵守を過剰負担であると考えて承認の申請を行わない場合、又は承認が与えられなかった場合、利用できる金融指標の数は減少する。それによって、流動性は分断され、投資の選択肢は減少する。