

して再構築することを提案した。この制度の利点は、損害賠償に關するリスクが限定されることのみならず、事業者が一種の連帯責任を追うことになるため、原子力安全規制委員会による規制とは別に、ピア・レビューによる自主的な安全対策の充実に期待できることだ。

また、電力システム改革との整合性も検討しなければならぬ。総括原価方式による電力料金の設定や一般担保を廃止するのであれば、新設原子力発電所に対しては、公的な債務保証制度や引取保証価格制度の導入が必要と考える。イギリスでは電力自由化以後、原子力発電所の新設がなく、老朽化した原子力発電所の廃止や温暖化対策としての火力発電所の早期廃止によって15、16年には電力不足に陥る懸念が指摘されている。政府と事業者間で一定の引取保証価格の設定に合意することで、25年ぶりの新設を可能とした例が最近現われた。

さらに、使用済み核燃料の再処理や最終処分などのバックエンド問題についても大きなリス

クが存在する。これまでは、使用済み核燃料からプルトニウムと残存ウランを取り出し、それをふたたび燃やすといった核燃料サイクルが構想され、再処理事業がビジネスとして成り立つことを前提に民間事業者である日本原燃がそれを担うことになっていた。しかし、再処理工場はまだ竣工しておらず、竣工してもそこで生産されるプルトニウム燃料を使う高速増殖炉の原型炉「もんじゅ」が停止したまま先行きが見通せなくなっているため、再処理事業がビジネスとして成り立つかどうか微妙な状況になっている。もちろん、それまでの間はプルサーマル発電というかたちで軽水炉でのサイクルを回していくことになっているが、再稼働もままならないなか非常にむずかしい状況が続いている。

日本は国際的にプルトニウムの軍事利用はせず、発生するプルトニウムはすべて使いきることを約束している。再処理事業をやめるわけにはいかない。再処理事業は、核不拡散の観点等からも、高度に国の関与が求

められるものであるから、できるだけ早期に、今後の使用済み燃料やプルトニウムの発生量・消費量、使用済み燃料プールの容量その他の客観的データをもとに、核燃料サイクルをどのように回せば問題が最小化するかを分析し、再処理その他のバックエンド事業に必要な資金・リスクの分担について検討を始める必要がある。そこで、政府内に原子力バックエンド政策本部とバックエンド事業のプロジェクトマネジメントを行う公的法人を設け、廃炉から最終処分までのプロセスを政府が主導してマネージするというのがわれわれ（21世紀政策研究所の政策提言）の提言だ。

日本は化石燃料をほぼ100%輸入しており、交渉力を確保する観点、安定供給を確保する観点、環境性の観点などエネルギー政策の根本に立ち返れば、原子力を電源オプションとしてもつことは必要だとわれわれは考える。しかし、日本の原子力事業はさまざまな難題に直面しており、従前の制度・体制では事業の継続が困難だと認識して

いる。原子力技術の必要性について政治的な強い意思が示されること、総合的に問題をとらえ解決の全体像を描くリーダーシップが必要だ。

さわ あきひろ

21世紀政策研究所研究主幹。NPO法人国際環境経済研究所所長。81年一橋大学経済学部卒業、通商産業省入省。87年行政学修士（プリンストン大学）。工業技術院人事課長、経済産業省環境政策課長、資源エネルギー庁資源燃料部政策課長、東京大学先端科学技術研究センター教授などを歴任。著書に「エコ亡国論」「精神論ぬきの電力入門」など。

たけうち すみこ

NPO法人国際環境経済研究所理事・主席研究員。21世紀政策研究所「原子力損害賠償・事業体制検討委員会」副主査。慶應義塾大学法学部法律学科卒。94年東京電力入社、11年退職。12年から現職。

2013年末までの

グローバルなデリバティブ規制環境

アメリカでは業界団体が当局相手に訴訟を提起

カタリスト・デベロップメント
マイケル・スタインベック・リーヴズ



2013年8月26日号「店頭デリバティブの清算集中を巡る世界的な規制環境」では、グローバルなデリバティブ規制が日本に及ぼす影響について論じた。その後、同分野では多くの進展がみられる。ヨーロッパの規制当局は他国の規制についてEU規制との同等性評価の作業を終え、ヨーロッパ委員会からの正式な承認を待っている。一方、アメリカではスワップ執行機関（SEF）に関する規制の解釈を巡って混乱が生じている。また、域外適用ルールを巡り、業界団体が規制当局を相手に訴訟を提起する事態も発生した。

2013年後半の世界的な規制環境

2013年8月26日号本誌への寄稿以来、グローバルなデリバティブ規制において多くの進展がみられた。ヨーロッパの規

制当局ESMAは、ほとんどの主要なアジアのCCP（中央清算機関）から第三国CCP（注1）の認定の申請を受け付け（注2）、EU規制との同等性を評価するために世界各国の規制枠組みの比較検討を実施した（注3）。一方、アメリカでは商品先物取引

委員会（CFTC）のゲイリー・ゲンスラー議長が年末で退任する予定となっており（注4）、それまでに新たなルールと解釈文書の策定を急いできた。なかでも注目すべきは、スワップ執行機関（Swap Execution Facility: SEF）に関するルー

ルである。SEFに関する最終ルールは最近のアメリカ政府の機能停止の間に発効し、その解釈を巡って多くの議論が沸き起こっている。ほとんどの金融機関のコンプライアンス責任者にとって、脚注88（Footnote 88）（注5）と脚注513（Footnote 513）（注6）はおなじみの言葉だ。つ。

アメリカの規制とSEF

日本やEUでも相当する概念の導入が計画されているもの（日本ではETP：電子取引プラットフォーム、（注7）、SEFは完全にアメリカ固有の概念である。SEFとはCFTCによって規制される取引の場（trading venue）である。電子的な方法によるものと電話で仲介されるものがあり、SEFで取引される店頭デリバティブ取引のほとんどは電話で仲介されている。CFTCは、アメリカ人

(US person)、スワップディ
ーラー(SD)、主要スワップ
参加者(MSP)が一定範囲の
スワップを取引する場合にSE
Fの利用を義務付けている。

SEFは価格の透明性、最低
限の指値数、注文板の管理に関
するルールに従わなければならない。これらのルールは何回か
に分けて公表され、その後、追
加的な解釈文書が出された。ル
ールを理解するためにルール
そのものを読むだけでなく、
草案を巡って行われた議論やそ
うした議論の脚注を読むことが
重要である。たとえば、脚注88
は、SEFのように振る舞う取
引の場合はSEFとみなされるべ
きであり、したがって、SEF
での執行が義務付けられている
スワップかどうかにかかわらず、
すべてのスワップについてSE
Fのルールに従うべきであると
述べている。

SEFは二つの分野に影響を
及ぼす。非アメリカ人の取引限

度額 (de minimis threshold)
と価格の透明性である。

CFTCにより、金利スワッ
プの取引限度額は現在800万
米ドルと設定されている。金融機
関(外国金融機関を含む)が合
計して当該閾値を超える金額を
取引した場合、CFTCにより
規制されるSDとして登録しな
ければならない。これは大きな
負担であることから、日本の銀
行はアメリカの銀行やその関連
会社との取引を避けるようにな
り、市場の分断を招いた。ある
SEFルールは、SEFで執行
され、CFTCの清算集中義務
が課される取引はすべてデリバ
ティブ清算組織(DCO)(注
8)を通じて清算することを求
めている。こうした取引は取引
限度額に算入されないため、市
場の統合が回復するのではない
かという期待もあった。しかし、
SEFでの取引義務とDCOで
の清算義務が先行導入された結
果、アメリカと日本の間で法令

なる混乱が生じている(注9)。

ヨーロッパ

ヨーロッパの規制アプローチ
は、外国の法規制のなかに自ら
の規制と同等なものを探し、そ
れを第三国CCPやその他の市
場インフラ認定の基礎として利
用するものである。技術的な規
制基準(Regulatory Technical
Standards: RTS)として知
られるヨーロッパのルールは、
世界の多くのスワップ規制の基
礎となっており、日本でも受容
されたCPSS-IOSCOの
金融市場インフラ原則に基づい
ている。ヨーロッパ委員会(ES
C)の指示に従い、ESMAは
世界各国の法規制枠組みの詳細
な評価を実施した。それらはい
くつかの段階に分けて公表され、
ECの承認を待っている状況だ。
同時に多くの第三国CCPが経
営資源を割き、ESMAから認
定を受けるための申請を行った。

日本のすべてのCCPを含む申
請者のリストは、ESMAのウ
ェブサイトに公表されている。
評価手続の完了は14年後半にな
ると予想されている。

2014年は どうなるか

バート・チルトン委員が辞任
したことから、CFTCは通常
5人の委員が2人しかいない状
況で14年を迎える。オバマ大統
領が委員長に指名した財務省出
身のテイモシー・マサドはまだ
承認されていないだろう。加え
て、市場では、CFTCがいく
つかのルールの解釈文書の発出
にあたって正しい手続を踏んで
いない。CFTCの域外適用ガ
イダンスを巡り、証券業・金融
業協会(SIFMA)、国際デ
リバティブ協会(ISDA)、
国際銀行協会(IBC)によっ
て最初の訴訟が提起された
が(注10)、今後さらなる訴訟の

・規制上の不一致が発生してい
る。たとえば、日本の円金利ス
ワップについては日本証券クリ
アリング機構が14年初頭にサー
ビスを開始するまで、クライア
ントクリアリングを利用するこ
とができない。

価格の透明性は平等な競争条
件をもたらし、流動性を高める
ため、一般的には市場にとって
よいことである。しかし、SE
Fルールの導入の仕方から、い
くつかの課題が生じている。ル
ールが公表されたとき、市場参
加者がみることができるとは自
らが取引可能な価格のみだと思
われていた。しかし、その後のC
FTCの解釈文書により、市場
参加者はすべての価格をみるこ
とができなければならないこと
が明らかになった。多くのSE
Fにとって、こうした統合され
た価格情報は従来から(直接ま
たは市場データ業者を通じて)
市場に売却している資産である。
個々のSEFルールは実行が

むずかしいようにはみえないが、
ほぼなんの告知もなく、予想外
の解釈を伴うかたちで大量の新
規制がさまざまな法域から同時
に出されるため、すでに疲弊し
た銀行のコンプライアンス・IT
部門は新たな課題を突きつけ
られている。

SEF規制の直接の影響を回
避したいという欲求は、取引が
アメリカの外でブックングされ
ている場合に、いくつかの金融
機関がSEF外での取引を正当
化するために脚注513の解釈
を使ったことに明確に表われて
いる。しかし、その後、CFT
Cは、明示的ではないものの、
当初の解釈がCFTCの考え方
と整合的ではないことを明らか
にした。しかも、CFTCのス
コット・オマリア委員が外国デ
リバティブ取引に対するCFT
Cの規制について「はつきりい
わせていただくが、そろそろ狂
った規制を終わりにするときが
きたのだ」と述べたため、さら

可能性も取り沙汰されている。
一方、ESMAは第三国の同等
性評価についてECからの承認
を待っているだろう。世界の規
制当局は14年、大変重い仕事を
自らに課しており、すでに対応
に疲弊した金融セクターはさら
なる要求に直面することになる
だろう。そして、新規制の中味
やそのグローバルな整合性につ
いても、不確実な状況が続くで
あろう。

- (注1) EU域外にあるが、ESMA
に承認されたCCP(注2)。
2 ESMA Document: ES-
MA/2013/1588 (6 November
2013)
3 http://www.esma.europa.eu/system/files/formal_request_for_technical_advice_on_equivalence.pdf
4 <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/genlerstatement11213>
5 <http://www.cftc.gov/nrm/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregistar051613b.pdf>

- 6 <http://www.cftc.gov/Law-Regulation/FederalRegister/FinalRules/2013-17958>
7 近く草案の公表が予定され
ている。
8 DCOとは、CFTCによ
って規制される中央清算機関ま
たは代替的コンプライアンス措
置により規制を免除された中央
清算機関である。
6 <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opamalia-31>
10 <http://assets.isda.org/media/1218397/at17b509.pdf>

Michael Steinbeck-Reeves
LCHクリアネットのスワップ
クリア、レボクリアの制度設計
に参与した経験をもつ店頭クリ
アリングの専門家。世界的な規
制、リスク管理、事務フローを
含むCCPの清算業務を熟知。
カタリスト・デベロップメントの
コンサルタントとして日本に滞
在し、JSCCにおける金利ス
ワップのクリアリングサービス
の設計やさまざまな規制対応に
関するアドバイスをを行っている。