

---

日本におけるデリバティブ規制  
と利用：バイサイドの視点

---

## はじめに

日本におけるデリバティブに関する規制は、一般的にバイサイド<sup>1</sup>による利用を特段制限するものではない。一部の主体については、デリバティブの使用目的に関して規定するガイドラインなどが存在するものの、これは日本特有のものではなく、全体として、規制環境としてはデリバティブが果たすリスク管理の機能を評価しているといえる。しかしながら、このような規制環境にもかかわらず、日本のバイサイドにおいてデリバティブは十分な活用がなされておらず、この状況は日本が資産運用立国として推進していくうえで影響を生じる可能性がある。

日本のバイサイドにおいてデリバティブは十分な活用がなされておらず、この状況は日本が資産運用立国として推進していくうえで影響を生じる可能性がある。

## 規制体系

バイサイドに対する規制は、デリバティブ取引を行う主体毎に定められている。一部の主体においては、取引主体や目的ごとに、自主規制団体のガイドラインや規則等によってさらにデリバティブの利用が規定されている。

## セルサイドvs. バイサイド

セルサイド（ディーラー）は金融商品取引法や商品先物取引法等に基づく登録等が必要となり、様々な規制の対象となる。他方、バイサイドのデリバティブ取引に対しては、基本的に法令上の登録等の規制はかからない。また、金融商品取引法上の投資運用業者については、有価証券又はデリバティブ取引に投資するための運用行為を行うことが業務の内容になっており<sup>2</sup>、デリバティブ取引の利用は制限されない。

## 投資主体別の規制等

### 投資信託

法令上の規制はないものの、投資信託協会諸規則により、公募ファンドについては「金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動その他の理由により発生し得る危険に対応する額としてあらかじめ委託会社が定めた合理的な方法により算出した額」が、純資産総額を超えるデリバティブ取引は認められていない。

### 保険会社

保険業法<sup>3</sup>に基づき、デリバティブ取引は認められており、特段の制限はない。また、保険会社向けの総合的な監督指針<sup>4</sup>においても、資産運用のためデリバティブの利用が前提となっており、そのリスク管理態勢の構築の必要性等について規定がされている。

<sup>1</sup> 証券会社などの「セルサイド」から株式や債券などの金融商品を購入し運用する機関投資家の総称（出所：野村証券HP）

<sup>2</sup> 金融商品取引法 第2条8項12号、15号

<sup>3</sup> 保険業法 第98条 1項6号、7号、8号、9号、10号、11号

<sup>4</sup> 保険会社向けの総合的な監督指針 [www.fsa.go.jp/common/law/guide/ins.pdf](http://www.fsa.go.jp/common/law/guide/ins.pdf)

## アセットオーナー

- **年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF):** 年金積立金管理運用独立行政法人法<sup>5</sup>により、自家運用にあたっては、デリバティブ取引に該当するものについては、有価証券の売買や信託における「運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る」という規定があり、リスク管理目的に限定される。委託運用については明示的な制限はない。
- **公務員向け年金:** 国家公務員共済組合法施行令および地方公務員等共済組合法施行令中の積立金等資金の運用方法に関する規定に、デリバティブ取引については「運用に係る損失の危険の管理を目的として行うものに限る」という規定があり、GPIFと同様にリスク管理目的に限定されていると考えられる。
- **厚生年金基金:** 厚生年金保険法において、デリバティブに関する規定は設けられておらず、基本的に各基金において定められるものと考えられる。厚生労働省から示されている、厚生年金基金の「運用の基本方針」に盛り込むべき改正ポイント等の例示<sup>6</sup>では、オルタナティブ投資に係る運用方針・管理規程において、デリバティブに関する例示がある。また、厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（通知）等に関するQ&A<sup>7</sup>の14、15、40にデリバティブに関するQ&Aが示されており、公的年金に対するような限定は書かれていない。

## 自主規制団体の規則

投資信託協会の投資信託等の運用に関する規則<sup>8</sup>にデリバティブ取引に関する規定があるが、適切な運用に関するものとなっている。具体的には、デリバティブに関して以下の規定がある。

- **17条:** デリバティブ取引による最大損失額の想定額が純資産総額を超えることは不可。
- **17条の2:** 信用リスク集中回避のための投資制限。一の者に係るエクスポージャーの投資信託財産の純資産総額に対する比率が所定の区分ごとにそれぞれ10%、合計で20%を超えることのないように運用すること、等。
- **18条の2:** 一定のタイプの投資信託（長期公社債投信、中期国債ファンド及び財形株投その他の細則で定める投資信託）については、デリバティブの利用はヘッジ目的に限定される。

また、投資信託協会の店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託に関する規則<sup>9</sup>においては、店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託について、適正な商品開発・開示資料作成の徹底が求められる。

<sup>5</sup> 年金積立金管理運用独立行政法人法21条1項1号、9号

<sup>6</sup> 厚生年金基金の「運用の基本方針」に盛り込むべき改正ポイント等の例示 [www.mhlw.go.jp/topics/bukyoku/nenkin/nenkin/kousei/qanda-01.html](http://www.mhlw.go.jp/topics/bukyoku/nenkin/nenkin/kousei/qanda-01.html)

<sup>7</sup> 厚生年金基金の資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン（通知）等に関するQ&A [www.mhlw.go.jp/topics/bukyoku/nenkin/nenkin/kousei/qanda.html](http://www.mhlw.go.jp/topics/bukyoku/nenkin/nenkin/kousei/qanda.html)

<sup>8</sup> 投資信託等の運用に関する規則 [www.toushin.or.jp/files/profile/5/jita-reg12.pdf](http://www.toushin.or.jp/files/profile/5/jita-reg12.pdf)

<sup>9</sup> 店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託に関する規則 [www.toushin.or.jp/files/profile/5/jita-reg30.pdf](http://www.toushin.or.jp/files/profile/5/jita-reg30.pdf)

さらに、投資信託協会のデリバティブ取引等に係る投資制限に関するガイドライン<sup>10</sup>において、デリバティブに係る投資制限に該当しないよう、適正な管理・運営していく上での基本的な考え方が示されている。例えば、ヘッジ目的以外でデリバティブ取引等の投資指図を行う場合、標準的方式又はVaR方式に基づくリスク管理が選択可能とされている。

投資顧問業協会の業務運営にあたり留意すべき基準について<sup>11</sup>及びファンド運用業に関する業務運営基準<sup>12</sup>においては、デリバティブ取引の利用に対する特段の制限はない。

## 規制等以外の制約および論点<sup>13</sup>

日本の規制環境はバイサイドによるデリバティブの利用にとっておおむね好意的であるといえるが、実際のデリバティブの使用は依然として限定的である。デリバティブの利用に関する規制環境と実際の利用との間のギャップが生じる要因は様々なものがある。

例えば、オペレーションの複雑さ、運用方針による制約、市場環境などが挙げられる。これらの課題や論点により、デリバティブはリスク管理手段として、十分に活用されていない状況である。

日本の規制環境はバイサイドによるデリバティブの利用にとっておおむね好意的であるといえるが、実際のデリバティブの使用は依然として限定的である。デリバティブの利用に関する規制環境と実際の利用との間のギャップが生じる要因は様々なものがある。

### 市場環境による低いヘッジニーズ

長年にわたる日本銀行によるマイナス金利政策とイールドカーブコントロール（YCC）は、債券ポートフォリオにおけるデリバティブの需要、特にヘッジ戦略に関する需要に大きな影響を与えてきた。2016年以降、2024年3月まで、YCCは10年物日本国債の利回りを0%近辺に維持することを目指し、金利ボラティリティを抑制してきた。この人為的な長期金利の安定化により、金利が大幅に変動する可能性は低いと判断されたため、金利スワップやオプションなどの伝統的な金利ヘッジ手段の必要性が低下した。

### 市場慣行とデリバティブに対する意識

日本のバイサイド、特に年金基金などのアセットオーナーでは、デリバティブは投機的でリスクが高いというイメージから、その利用に伴うリスクに対する警戒感が強く、リスク管理としてのデリバティブを活用する慣行は根付いていない。この背景には、2008年の金融危機での経験や、過去のデリバティブ取引による損失事例が影響していると考えられる。また、リスク管理の手段としてのデリバティブ利用に関する知識が十分に浸透していない可能性がある。これに対して、欧州では金融ソルベンシーリスク管理を目的として、年金基金において金利スワップなどの店頭デリバティブが広く活用されている<sup>14</sup>。

<sup>10</sup> デリバティブ取引等に係る投資制限に関するガイドライン [www.toushin.or.jp/files/profile/5/jita-reg61.pdf](http://www.toushin.or.jp/files/profile/5/jita-reg61.pdf)

<sup>11</sup> 業務運営にあたり留意すべき基準について [www.jiaa.or.jp/profile/pdf/kisoku/gyouun20240613.pdf](http://www.jiaa.or.jp/profile/pdf/kisoku/gyouun20240613.pdf)

<sup>12</sup> ファンド運用業に関する業務運営基準 [www.jiaa.or.jp/profile/pdf/kisoku/fundgyouun20210324.pdf](http://www.jiaa.or.jp/profile/pdf/kisoku/fundgyouun20210324.pdf)

<sup>13</sup> ISDAによる日系および外資系の資産運用会社およびセルサイド（ディーラー）へのヒアリングに基づく

<sup>14</sup> PensionsEuropeによると、2022年第2四半期の金融デリバティブ資産保有額は979億ユーロ (PensionsEurope Report 2022, p15 [https://pensionseurope.eu/wp-content/uploads/PensionsEurope-report-2022-Trends-and-developments-in-funded-pensions\\_compressed.pdf](https://pensionseurope.eu/wp-content/uploads/PensionsEurope-report-2022-Trends-and-developments-in-funded-pensions_compressed.pdf))

また、日本のバイサイドにおいて、ヘッジファンドのようなロングショート戦略が比較的少ないことから、デリバティブを活用した柔軟なポートフォリオ管理の必要性は低い傾向にある。この背景には、日本の社債市場においてショートポジションを取ることが難しく、CDS市場も非常に小規模であることが挙げられる。また、デリバティブ取引に対する「投機的」というイメージが根強く、レバレッジを活用するファンドも少数に留まっている。

## 運用方針におけるデリバティブ利用

投資信託の運用方針においては、規制等による明確な制限はないものの、デリバティブの利用は、ブルベア型のようなレバレッジ取引を主眼としたものを除き、超過収益の追求よりも、安定運用とリスクヘッジ目的での利用が大宗を占めている。また、金利や為替リスクのヘッジ手段としてのデリバティブ取引の有用性は広く認識されているが、実際の運用においては上場デリバティブ（特に先物）が主流であり、より柔軟なリスク管理手段である店頭デリバティブの利用は限定的である。

## オペレーション面での制約

国内投資信託の仕組みとして、その資産は信託銀行に保管され、投信会社は投資信託の運用指図を行い、信託銀行はその指図を受けて有価証券の売買等を行う。ここ最近では担保管理サービスや対応力の向上が見られるものの、店頭デリバティブ取引についての信託銀行のオペレーション体制は限定的であり、その対応力に制限がかかっていると考えられる。店頭デリバティブ規制改革で、担保管理や決済時限の短縮化など、より複雑なオペレーションが求められるが、オペレーション体制構築にはコスト増加や業務負担増になるため、十分な人員とオペレーションの自動化や標準化が必要になる。

また、時価評価や担保管理においても、適正なプライシングや迅速な決済が課題となっている。そのため、日々の時価評価を避けつつ、一方で安定的な収益を得るため、デリバティブを包含したリパッケージ債による投資が行われるケースもある。例えば、CDSで投資を行う場合は時価評価が必要となるが、クレジット・リンク債の形にすることで時価評価の影響を受けずに投資が可能となる。

さらに、これらの問題を回避するため投信会社によっては、国内投資信託ではなく外国籍投資信託としての設定を愛好するケースもみられる。

## デリバティブに関する知識や運用スキル向上の必要性

バイサイドにデリバティブ取引に関する専門知識を持つ人材が不足していることも、デリバティブの利用を制限する要因の一つと考えられる。特に、投信会社を含む資産運用会社、特に国内の資産運用会社において、そういった人材が不足している傾向にある。近年のマイナス金利政策やイールドカーブ・コントロールといった特殊な市場環境が続いていたことから、特に金利スワップのトレーディングやリスク管理などの実務経験者が減少し、市場全体で不足していることが指摘されており、経験者の人材確保が困難な状況が続いている。デリバティブは、高度な金融知識とリスク管理能力が求められるため、人材育成は急務であると思われる。

## ドキュメンテーション

ISDAマスター契約は、店頭デリバティブ取引においてグローバルで広く利用される標準契約書であり、取引の契約条件を定める上で非常に重要な役割を果たしているが、日本のバイサイドにおいては、ISDAマスター契約の締結がデリバティブ利用の障害になるケースが指摘されている。

- **人材不足**: ISDAマスター契約には専門知識を持った人材が求められるが、特に、英語での契約交渉や法務的な知識が不可欠であり、このような人材は限られており、適切な人材の確保は容易ではない。
- **日本語の独自の契約書への依存**: ISDAマスター契約の代わりに、日本語の独自のひな形を使用するケースが見られるが、日本語の独自のひな形は、国際的な標準から外れるため、ベースリスクが生じる可能性がある。また、日本語の独自の契約書は、海外ディーラーや海外の資産運用会社には受け付けられないケースが多い。
- **契約締結にかかる期間の長期化**: 国内投資信託においては、投信会社、信託銀行とディーラーとの三者契約が必要となるため、契約締結に長期間を要することがある。条件面の調整が難しく、数か月かかるケースも指摘されている。

## 最後に

本邦におけるバイサイドのデリバティブ利用は、法令上の規制による制約は比較的緩やかであるにもかかわらず、その利用が限定的なものにとどまっている実態が見られる。その背景には、市場環境、市場慣行、デリバティブに対するリスク認識、運用方針の保守的な傾向、オペレーション面での課題、専門知識やスキルレベルの不足、さらにドキュメンテーションに関わる障壁など、複合的な要因が存在している。

デリバティブは、効率的なリスク管理を行う上で極めて有効な手段であり、特に昨今の金利環境の変化や市場のボラティリティに鑑みると、資産運用におけるデリバティブを利用したリスク管理の重要性はますます増大しているといえる

デリバティブは、効率的なリスク管理を行う上で極めて有効な手段であり、特に昨今の金利環境の変化や市場のボラティリティに鑑みると、資産運用におけるデリバティブを利用したリスク管理の重要性はますます増大しているといえる。

一般的に、バイサイドにおけるデリバティブ取引の拡大には、まず規制やガイドライン等の再評価が求められる。現行の規定が過度に保守的である場合、その見直しが必要となる。

次に、市場慣行の改革が不可欠であり、デリバティブ取引の効用に対する理解を広めていくとともに経済的合理性に反する過度のリスク回避姿勢を払拭するための啓蒙活動が求められる。加えて、各市場参加者においては、オペレーション体制の強化、特に店頭デリバティブ取引に対応できるインフラの整備が急務となる。あわせて、デリバティブ取引のトレーディングや、リスク管理、そしてドキュメンテーションに関する専門知識を有する人材の育成と確保が、デリバティブ利用を推進する鍵となるだろう。

---

## ISDAの概要

1985年の設立以来、ISDAは世界のデリバティブ市場をより安全かつ効率的にするための取り組みを続けています。現在、76か国から1,000を超える機関がISDAに加盟しています。会員には、事業法人、投資運用会社、政府機関や国際機関、保険会社、エネルギー・コモディティ関連企業、銀行、証券会社など、多岐にわたるデリバティブ市場の参加者が含まれています。さらに、取引所、仲介業者、清算機関、データリポジト

リといった市場インフラ機関に加え、法律事務所、会計事務所、その他のサービスプロバイダーも加盟しています。

ISDAやその活動に関する詳細は、公式ウェブサイト ([www.isda.org](http://www.isda.org)) をご覧ください。LinkedInやYouTubeでも情報発信しておりますのでフォローをお願いいたします。