

## 論文

# 近年の店頭デリバティブ取引規制の動向

——電子取引基盤を中心として——

満井 美江

## I 序 論

### 1 世界的金融危機への対処・再発防止のための国際協調の枠組み

2008年9月、リーマン・ショックに端を発した世界的金融危機においては、店頭デリバティブ取引市場が不透明性であったために、監督当局と市場関係者は、実態を把握し適切な対処ができないまま、事態は急激に悪化してしまった。世界的金融危機の要因・背景には、このほかにも複合的なものが存在しているが、<sup>(1)</sup>いずれもその対処と再発防止のためには、主要各国・法域が協調し、国際的な金融秩序の再構築を図る必要があった。そのため、G20首脳<sup>(2)</sup>は同年11月、緊急にサミットを開催し、以降、サミットは主要先進国各地において継続的に開催され、国際金融秩序の再構築のための国際協調の枠組みのベースとなっている。2008年11月15日、ワシントンで開催されたG20サミットでは、世界的金融危機の根本的な原因を特定し、サミット首脳会合宣言中に明確化するに至る。<sup>(3)</sup>これらの原因に対して講ずべき措置については、ワシントンおよびそれ以降のサミットにおいて、また、サミットの指示を受けた国際機関である国際決済銀行（Bank for International Settlements）（以下、BIS という。）、金融安定理事会（Financial Stability Board）（以下、FSB という。）および証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions）（以下、IOSCO という。）によって、<sup>(4)</sup>順次、明確化・具体化された。そして、各国・法域は、サミットが採択した方針お

よび国際機関が検討し提言する施策に基づいて、再発防止のための法規制の整備を進めている状況にある。

## 2 ワシントン・サミットによる店頭デリバティブ規制の要請

ワシントン・サミットでは、金融市場の改革のための共通原則<sup>(5)</sup>が提言された。同サミットでは、さらにG20の財務閣僚・専門家に対して、共通原則に基づき特定の6分野において追加的な政策を策定するよう要請がなされている<sup>(6)</sup>。6分野中には、特に金融商品取引規制と関連し、また、世界金融危機の直接の原因となった金融商品である店頭デリバティブに係るものがある。具体的には、「システミック・リスクを低減すべく、店頭市場のインフラの改善を含む、信用デリバティブ市場の強靱性と透明性を強化せよ」とする要請である。次いで、2009年9月に開催されたピッツバーグ・サミットにおいては、さらに要請の内容が明確され、「遅くとも2012年末までに、標準化されたすべての店頭デリバティブ契約（①契約の標準化）は、適当な場合には、取引所または電子取引基盤を通じて取引され（②取引所または電子取引基盤における取引）、中央清算機関を通じて決済されるべき（③清算集中）である。店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべき（④取引情報蓄積機関への報告）である。中央清算機関を通じて決済がされない契約は、より高い所要自己資本賦課の対象とされるべき（⑤資本規制、⑥証拠金規制）である」（カッコ内は筆者追記。）ことが合意された。これに基づき、各国・法域は、期限である2012年度末までに、各要請事項を具体化する法整備を行うこととなった<sup>(7)</sup>。

## 3 日本、米国およびEUの法整備進捗状況

### (1) 日本

現時点（2013年3月）我が国において、法整備としては、2010年の金融商

品取引法（以下、金商法という。）改正（要請事項①、③、④を整備）と2012年の金商法改正（要請事項②を整備）において、ピッツバーグ・サミットにおいて合意された各要請事項に対応する法改正が行われ、法レベルの一応の対応はほぼ完了しているステイタスにある<sup>(8)</sup>。規制整備としては、2010年度改正関連の内閣府令・告示が2012年7月に公布済であるが、2012年改正関連の内閣府令・告示策定待ちである。

## （2）米国とEU

米国とEUにおいても、それぞれ法規制の整備は進捗している<sup>(9)</sup>。ただし、それらの状況は、我が国の整備状況とは若干異なっているようである。我が国は、現行の業者規制の枠組みのなかで、ピッツバーグ・サミットの要請事項に逐一对応する、店頭デリバティブ取引に限定した法改正を企図しているのに対し、米国とEUの法整備は、それぞれの金融市場および金融監督・規制がこれまで抱えてきた構造的な問題に対処しようとする大きな法改正を試みているようである。

米国の法改正は、2009年に成立したドッド＝フランク法<sup>(10)</sup>がベースになっており、デリバティブ取引の監督・規制スタンスを、市場委任的なアプローチから市場全般を厳格に規制する大きな方針転換<sup>(11)</sup>となっている。ドッド＝フランク法に定めるデリバティブ規制は、第7章（711～754条、761～774条）に置かれているが、詳細は証券取引委員会と商品先物取引委員会が規則策定を行うこととなっており、現時点においても、膨大なボリュームの最終規則とガイダンスを策定中（一部は策定済み）である。

EUの法改正は、サミットが店頭デリバティブ取引における透明性を問題視し対処すべき事項として要請していることについて、まずは後述する欧州市場基盤規則（European Market Infrastructure Regulation）（以下、EMIR という。）の新設により対処するが、この他に、店頭デリバティブ取引規制の一部として利用が義務付けられる電子取引基盤について、金融商品

全体に共通する取引施設として定義化するなど、近年の金融市場の構造的な変化に対応する法整備を行おうとしている。具体的には、2007年に施行された金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive）（以下、MiFID という。）を根本的に見直して、改正金融商品市場指令（以下、MiFID II という）とその規則（Markets in Financial Instruments and Amending Regulation）（以下、MiFIR という。）を制定するものである。詳細は後述するが、EU の改正は、店頭デリバティブにとどまらず、金融商品市場全般における市場の分断、透明性の低下および取引手法の高度化によって発生している懸念や諸問題に対処できるよう、規制の対象とする取引の場と金融商品を見直し、また、規制アプローチがどうあるべきかを検討し、それらの結果を映させた大きな改正案が提示されているのである。

#### 4 本稿の問題意識

これまでのところ、我が国において、店頭デリバティブの取引規模や、金融市場の構造的な変化によって発生する問題の深刻さは、米国・EU にみられるほどではない。そのため、限定的な法改正にとどまっている我が国の対応について、現時点で支障はないと考えられるが、今後、我が国の金融市場が活発化し、市場規模の拡大や市場の構造変化が進んでいけば、我が国も米国および EU が対処を迫られている諸問題に直面する可能性は高く、米国と EU の抜本的な規制整備の動向はあらかじめ参考とすべきものである。もっとも、米国と EU の動向は、それぞれの金融市場および監督・規制の目的やアプローチの違いから類似することなく独自に発展しており、どちらかを正解と定めて我が国が追随できるものではないし、両者の動向を参考とするとしても、それぞれの金融市場の特性や規制改正の経緯について十分に認識し、我が国の場合はどのように取り込むことが適格的であるかを検討すべきことはいうまでもない。

本稿は、まず、近年の店頭デリバティブ規制の動向を把握すべく、国際的な規制の合意を確認したうえで、法レベルの改正が一段落した我が国の状況を概観する。次に、改正法の最終案が提示され法整備の全容が明らかになった EU の状況を概観し、金融市場の構造変化に対して抜本的に対処しようとする EU の改正案から、今後の我が国にとっての示唆を得ようと試みるものである。

店頭デリバティブ規制の動向を把握する切り口としては、前述のピッツバーグ・サミットによる要請事項①～⑥それぞれがポイントとなり得る。我が国においては、前述のとおり2010年および2012年の金商法改正がこれらに対応しており、本稿においては、2012年金商法改正において対応された要請事項②<sup>(12)</sup>で取り扱われる電子取引基盤を中心に据えることとする。

## II 電子取引基盤に関する国際合意

電子取引基盤の利用義務付けの目的および電子取引基盤の要素等に関する国際的な合意は、FSB、IOSCO が検討し議論を取りまとめており、2010年10月、2011年2月、2012年1月にそれぞれから報告書が公表された。G20の各国・法域とも、これらの報告書の提言に基づいて電子取引基盤に関する法規制整備を行っていくことになる。以下、報告書における電子取引基盤に関する規制の国際的な合意内容を確認し、若干の評価を試みる。

### 1 2010年10月25日 FSB 報告書「店頭デリバティブ市場の改革の実施」<sup>(13)</sup>

ピッツバーグ・サミットで合意された店頭デリバティブ市場改革の具体的な要請事項である①契約の標準化、②取引所または電子取引基盤における取引、③清算集中、④取引情報蓄積機関への報告について検討し、勧告を実施する報告書である。本稿の取り扱う②については、取引を要請する範囲と、取引の場として備えるべき特性が検討され、また、取引所または電子取引基

盤で取引を要請することによって改善される取引の透明性に関する分析や、どのような規制アプローチを採用すべきであるかについての提言が示された。以下、概観する。

(1) 標準化されたデリバティブ取引の取引所または電子取引基盤での取引要請の範囲

報告書は、①取引が実現可能なまでに市場が十分に発達した場合、②取引がG20首脳によって設定された目標を促し、そのような取引が標準化、清算、取引報告機関(Trade Repository)への取引報告によって得られる便益を増やす場合に、取引所または電子取引基盤(exchange and electronic platform)での取引を要請することは適当であるとしている(FSB [2010], p.39)。すなわち、各市場の実態に配慮した提言であり、一律に規制を強要していない。したがって、国際協調の枠組みのなかで、各国・法域とも、自国・法域内における規制のコストと便益が見合うかを考慮しつつ、法整備を行えばよいこととなる。

(2) デリバティブ取引のためのプラットフォームの特性

各国・法域は、ピッツバーグ・サミットで特定された取引を要請する場としての取引所または電子取引基盤をどのように規定・整備していくべきであるか。これについて、報告書は、取引の行われる場を「プラットフォーム(platforms)」と表現し、プラットフォームが具体的にいかなる鍵としての特性(key features)を有するものであるかの特定を行った。報告書は、取引執行モデルとして、マルチラテラルとバイラテラルという特性を鍵に、以下の3分類の取引の場(venues)を示している(FSB [2010], p.39)。

- ①マルチラテラル：複数の顧客注文をどのように取り扱うかに関する明確な対当ルールが存在している。規制下におかれる登録取引所が相当する。
- ②バイラテラル：何をいかに取引するかは当事者の合意によって決定され、個々の取引参加者間で行われる。

③①と②間に存在する様々な取引モデル：マルチラテラルだが対当ルールに相当する規則がない、多数の顧客の参加を認めるが、参加者間の取引の対当や価格競争を提供しない等、多様なシステムが存在している。

以上の分類内容によれば、報告書は、規制対象とするプラットフォームの範囲として、市場から相対までの全取引モデルを含めて検討している。そして、この分類の記述に続いて、かつて典型的に OTC（ディーラー取引プラットフォーム）と考えられていた取引メカニズムが、近年では取引所の運営する取引においても通常の要素となりうる<sup>(14)</sup>にもかかわらず、「店頭（over-the-counter）」または「OTC」という用語が、一般的に規制された取引所からは遠い取引モデルを意味するものとして使われてしまっていることも指摘している（FSB [2010], p.39）。このことは、取引所集中原則の撤廃と、顧客のニーズ・技術革新によって取引執行の場が多様化し、場の運営者も取引所と証券会社（業者）で棲み分けがなくなってきた現況から、「OTC は取引所以外の取引」であり、「OTC は規制対象外（または業者規制の対象）」とする従来の運営者毎によって規制する枠組みが適合しにくくなっているということを示唆するものであり、注目に値すると思われる。

さらに報告書は、取引所は規制下にあるが、様々な法域において異なる形で定義・規制されていること、また、規制アービトラージの可能性のあることも指摘しており、国際的に規制を調和させる必要性も示唆されていると考えられる。

### （3）取引前後の透明性を要請することの便益

取引所または電子取引基盤による取引を要請することによって実現が可能となる大きな改善点の一つに、取引前後の透明性がある。報告書は次いで、店頭デリバティブの取引前後の透明性は限定的となることの理由と、透明性を要請した場合の便益について分析を行っている（FSB [2010], p.40～41）。まず、透明性が限定的となる理由としては、①店頭デリバティブ商品の標準

化の欠如から商品性が異なるため適切に取引価格の比較ができない、②店頭デリバティブにはカウンターパーティー・リスクが反映されており、取引相手ごとに異なる価格となっていることを挙げている。取引前後の透明性を要請した場合の影響としては、市場の流動性を向上し、価格の質を改善・価格形成と幅広い市場の効率性という利益がもたらされる一方、取引所等の取引の強制や規制上の措置によって、かえって流動性を損なう不利益の可能性もあることも指摘している。報告書は、これらの要素については、引き続き、IOSCO および他の当局による分析が必要であるとされた。

上記は規制整備の事前評価としての分析 (Regulatory Impact Analysis)<sup>(15)</sup> である。報告書では、特段の言及はなされていないが、取引透明性の確保により行政および自主規制機関の規制コストは大きく改善すると考えられよう。

#### (4) 取引所または電子取引基盤における取引を拡大させるための措置

報告書は、市場参加者に対する規制の実施には、強制適用、インセンティブの付与およびターゲットの設定といった種々のアプローチがあり、いずれを採用するのが有効であるかの検討も行っている (FSB [2010], p.41~42)。報告書は、まず、既に取引所で取引されている商品を対象に取引を義務付け、市場参加者が店頭から取引所または電子取引基盤に移行するにつれて対象範囲を広げるアプローチを想定している。ただし、市場参加者が移行に消極的であると、当局の望む水準達成は困難となってしまう。そのほかのアプローチとして、報告書は、商品毎または横断的に適用される共通の原則を当局が定め、取引所等での取引を義務付けるアプローチも挙げている。これは市場参加者が、義務付けの前に自らプラットフォームを創出するインセンティブまたはターゲットを付与または設定する、ネットワーク外部性に類するアプローチである。報告書は、アプローチそれぞれに、有効に機能するための前提があることを指摘するとともに、市場参加者をうまく調整した共同のアクションを要するとしている。



すなわち、いずれのアプローチを採用すべきであるかは、各国・法域における市場参加者および商品の状況が、どのアプローチの前提条件に最も近いかによって、各国・法域の当局は、十分な調査を実施し、市場参加者の協力を仰ぎつつ、規制整備を行っていかなければならないことになる。

以上のとおり、報告書は、全体として店頭デリバティブ市場の実態を踏まえて、拙速な義務・強制を避け、市場参加者のコミットメントを得つつ、漸進的で現実的な改革を目指すものと評価でき<sup>(16)</sup>、現実的な提言といえる。一方、報告書中で指摘している問題点として、運営者毎によって規制する枠組みが適合しにくくなってきていることに関しては具体的な提言を行っていないため、問題の認識および対応については各国・法域に任されたようである。FSBは、上記にも挙げたとおりIOSCOにさらなる検討を要請しており、IOSCOはこれを受けて検討を開始し、2011年2月にレポートを公表した。

## 2 2011年2月 IOSCO 報告書「店頭デリバティブ取引に関するレポート」<sup>(17)</sup>

前述のFSBの要請を受け、IOSCOは2010年10月に「店頭デリバティブ規制タスクフォース」を組成し、電子取引プラットフォームの特性、電子取引プラットフォームで取引されるべきデリバティブ商品の特性、プラットフォームでの取引を増加させることによる便益とコストおよび規制当局の採り得る行動について検討を行い、2011年2月に報告書を公表した。

報告書は、結論として、取引所(exchange)または電子取引プラットフォームは、単一の取引メカニズムまたはモデルに限定すべきではなく、以下の特性(characteristics)により組織されたプラットフォームであればよいことを指摘している(IOSCO [2011], p.48-49)。

- ①金融資本と運営能力に関する要件を満たし、当局にプラットフォームとして登録する。

- ②参加者が、客観的で公正な基準に基づき、非差別的な方法でアクセスできる。
- ③プラットフォームが提供する商品の特性および流動性や機能に適合した取引前後の透明性が取り決められる。
- ④運営の効率性と、取引後のインフラと適正に連携し、プラットフォームに対する潜在的な障害（disruption）に対処できる回復力（resilience）がある。
- ⑤監査追及能力を含む積極的な市場監視能力がある。
- ⑥プラットフォームの運営を管理（governing）できる透明性ルールがある。
- ⑦全面的に電子化されているか否かに係らず、システムにおける売買の付け合せに関し、プラットフォームの運営者が、類似のプラットフォームの参加者との間で差別を許容しないルールがある。

以上の7点は、当局が規制を行うポイントでもある。すなわち、取引所および電子取引基盤は、規制により、これら7点の特性を機能として装備・維持することが要請されることになろう。7点を概観し、従来当局が取引所と証券業者に課してきた規制に比べた場合、②、③、⑤および⑥を中心に、取引所に課せられてきた規制に近い。特に、②と⑦の非差別性と⑤の市場監視能力の要請は、店頭デリバティブ取引について、相対取引を否定する言及はないものの、マルチラテラルの市場取引であることを規制の前提としているとも考えられ、先に述べたFSB [2010] の報告書が、店頭デリバティブ取引がすでに取引所の運営する取引において通常の要素となっているとする指摘とも整合的である。

FSBは、上記IOSCOの報告書に対し、さらに、現在のマルチおよびシングル・ディーラーのプラットフォームの利用について分析を要請した。

3 2012年1月 IOSCO「店頭デリバティブ取引に関する報告書の追加分析」(IOSCO [2012])

前述のFSBのさらなる要請を受け、IOSCOのタスクフォースは、IOSCO [2011] 報告書において特定したプラットフォームの7特性に適合する既存のプラットフォームのデータの収集と分析を実施し、2012年1月に報告書を公表した。報告書は、現在、店頭デリバティブ取引の執行に利用できるプラットフォームは、流動性によって2タイプに分類され、また、機能として9特性を備えることが重要であることを特定している。

1) 流動性による2タイプ (IOSCO [2012], p.10-11)

プラットフォームを①複数の流動性供給者(ディーラー)が参加するもの(「マルチ・ディーラー・プラットフォーム」) ②一つの流動性供給者のみが参加するもの(「シングル・ディーラー・プラットフォーム」)の2つに大きく分類する。機能としては概ね類似すると結論づけている<sup>(18)</sup>。

また、プラットフォームによって、取引執行モデル、参加者の範囲、自動化の程度、対象アセットクラスや商品の範囲、地理的範囲が異なる。取引執行モデルにより、以下に分類できる；

取引執行モデル	主な利用者	匿名/ 開示	プラットフォームの流動性	
			①マルチ	②シングル
完全電子化されたオーダーブック方式、定期的電子オークション方式、ボイスと電子執行の要素を合わせたハイブリッド方式	ディーラー間	匿名	あり	(存在しない)
リクエスト・フォー・クォート方式やクリック・トゥ・トレード方式	ディーラーと顧客間	開示	あり	あり

2) 利用可能なプラットフォームが備える重要な機能としての9特性 (IOSCO [2012], p.5-6)<sup>(19)</sup>

①取引商品の範囲：金利、信用、コモディティ、エクイティ及び外為市場をカバーする幅広い店頭デリバティブ商品を提供している。

- ②参加者による取引のカスタマイズ化：提供するカスタマイズの範囲は、取引プラットフォームの種類により異なり、最小限の取引プラットフォームもあればかなり広範囲のプラットフォームもある。
- ③取引プロセスの自動化の程度：取引プラットフォームの種類により異なる（違いは、扱う商品の性質や、市場参加者のニーズによる）。
- ④取引前透明性：市場参加者が取引執行前に取引情報を見ることのできる透明性についてのアプローチは多様である。
- ⑤取引後透明性：取引当事者以外の市場参加者に取引情報を配信することについては、現在店頭デリバティブ取引ではかなり限定的であり、一般的には、一定の取引プラットフォームの参加者のみ利用可能である。
- ⑥業務効率性・回復力：シングル及びマルチ・ディーラー・プラットフォーム間に大きな差はない。
- ⑦市場監視<sup>(20)</sup>：各国によって異なる。制度および規制の実施上、シングル及びマルチ・ディーラー・プラットフォームの間に大きな差はない（一般的には、マルチ・ディーラー・プラットフォームは特定の商品市場におけるディーラーの活動について広く見通すことができるので、市場モニタリングに活用できる）。
- ⑧流動性回復力とストレス時の影響：市場におけるストレス発生時、市場参加者の行動は、取引前に当該取引相手方を知っているか、取引のボイスによる交渉の要素があるかの2つの重要な要素により影響を受ける。
- ⑨ 取引後プロセスとのリンク：一般的に、取引プラットフォームの種類により参加者の利用可能な取引後プロセスへのアクセスは制限されていない。

以上の9つの特性は、FSBの報告書（FSB [2010]）が指摘した組織化されたプラットフォームの特性をカバーしている。また、IOSCOが既存のプラットフォームを分析したうえで、利用可能と評価した特性であることから、

規制において実効性のある提言となった。よって、各国・法域規制当局は、IOSCO が分析した上記の枠組みを充足する電子取引プラットフォームとその関連規制を整備していくこととなる。ただし、いかなる規制の枠組みおよびアプローチを採用すべきかについては、前述したとおり特定する言及はなされていない。そのため、選択は各国・法域に委ねられることとなるが、同報告書では、アメリカでは、ドッド=フランク法においてスワップ取引執行ファシリティ（SEF：Swap Execution Facility）を導入し、EU では組織化された取引システム（OTF：Organized Trading Facility）を含む制度が提案され、その他の国は、組織化された取引プラットフォームでの店頭デリバティブ取引に関してどのような規制ステップを取るべきかを検討中であることを指摘している（IOSCO [2012], p.6）。

### Ⅲ 我が国における店頭デリバティブ取引規制の動向

前述のとおり、我が国においては、2010年度および2012年度の金商法改正およびそれに伴う政省令により、ピッツバーグ・サミットによる店頭デリバティブ規制の要請への対応を実施した。法改正の過程では、金融庁が研究会を立ち上げ、我が国における店頭デリバティブ取引規制の規制目的、制度的枠組みのあり方および規制すべき対象について研究が行なわれ、我が国の規制・監督のスタンスの概要が具体化された。以下概観し、若干の考察または評価を付す。

#### 1 2010年度金商法改正による対応（2010年5月12日成立、同月19日施行）

ピッツバーグ・サミットによる店頭デリバティブ規制の要請に対しては、2010年度金商法改正において、「店頭デリバティブ取引等の決済の安定性・透明性の向上」に係る施策が盛り込まれた。具体的には、以下に対応する条文が改正・新設された。

①決済の安定性の確保として、清算機関の利用の義務付け（第156条の2～第156条の22）

②市場の透明性向上として、清算集中されない取引情報保存・報告制度を創設（第156条の62～第156条の84）

以上は、ピッツバーグ・サミットの要請事項①契約の標準化、③清算集中および④取引情報蓄積機関への報告に対応するものである。ただし、法改正では詳細を定めず内閣府令・告示に委ねるものとされ、その具体的な内容は、金融庁に設置される検討会（後述）において検討されることとなった。

法改正で大枠を定め、詳細を追って内閣府令・告示に定めることは、国内的に必要な対応として行う規制の整備において一般的であるが、証券・金融規制の国際協調として行う、近年の規制の整備プロセスにも対応している。この国際協調としての規制の整備プロセスには、法改正前に詳細な検討が十分行われることが一般的である国内対応と異なり、法改正の後に規制整備の詳細を検討するプロセスがあり、その検討結果によって法レベルより下位の規制・ルール整備が実施されていく点が特徴的である。

このようなプロセスを踏むこととなる背景には、以下の事情があると考えられる。すなわち、国際協調として要請される規制整備対応は、国際金融市場の諸問題解決のため、まず主要国・法域の首脳または閣僚による国際的な合意（店頭デリバティブ規制ではG20の合意）がなされ、グローバルに課すべき法規制の大枠が決まる。各国・法域は、合意の実現として法改正を実施するが、この時点において詳細は未だ確定されていない。詳細については、国際的合意を受けた国際機関（店頭デリバティブ規制ではBIS、FSB、IOSCO）が調査および検討を行い、提言を報告書に取りまとめて公表する。この提言が、法レベルよりも下位の規制・ルールにおいて整備を行うためのガイドラインとなるのである。国際機関の報告書は詳細に検討されているものが多いが、実際に各国・法域がそのまま適用できる規制を提示するものと

いうよりは、各国・法域が、どのようなアプローチで、何を対象に、どのように規制を整備するかを分析し検討するための基準や要素を提供する示唆的な内容となっている。したがって、各国・法域内においては、規制当局は、国際合意の内容を国（域）内法化するための規制の具体化を検討するプロセスが必要であり、我が国における店頭デリバティブ規制対応においても、検討会の立ち上げに至ったことは上記のとおりである。このように、国際協調として行う規制の整備プロセスにおいては、規制内容の詳細検討が後回しとされ、とりあえず法改正が先行することがある。今後、証券・金融規制の国際協調として行う規制の整備において、このようなプロセスが定着する可能性があると考えられる。

なお、国際的に合意されたルール自体は「ソフトロー」であって、条約締結のような「ハードロー」ではないが、メンバー国・域において国（域）内法化するなわち「ハードロー」とされることが慣行化されている。なぜ「ソフトロー」である国際的な合意が、各国・法域に対して法規範性をもつのであろうか。

これにつき、神田秀樹教授は、バーゼル銀行監督委員会の「バーゼル合意」<sup>(21)</sup>を取り上げ、国際的な合意によって策定されたルールに違反した場合のサンクションにあるのではないかと指摘されている。たとえば、ある国が国内法化を行わず、国際的な合意に違反した場合、他国は相手国の金融機関の当該国における活動を認めない（金融機関の免許付与はホーム国が担当するが、活動についてはホスト国が規制可能であるというルールが前提となる）というものである。<sup>(22)</sup>「バーゼル合意」のケースでは、銀行をターゲットとする規制であり、銀行業務を行うには当局から免許を取得する必要があるので、このような説明は妥当である。

他方、店頭デリバティブ規制に関する国際的な合意の場合、金融機関への直接の規制である「バーゼル合意」とは異なり、金融機関への規制のみなら

ず市場インフラ整備といった制度改革も含む幅広なものであるため、「バーゼル合意」において指摘された当局の業者に対する免許付与権によるサンクションだけでは説明として十分でないように思われる。興味深い論点であるが、本稿においてはこれ以上扱わず、別途の検討課題としたい。

## 2 「店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会」における議論

### (1) 「店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会」<sup>(23)</sup>概要

2010年度金商法改正後、金融庁政務三役の指示のもと、2011年11月8日、金融機関、日本証券クリアリング機構、証券保管振替機構、神作裕之教授・後藤元准教授らをメンバーとする「店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会」が設置された。検討会の目的は、ピッツバーグ・サミットの合意事項に関する我が国の対応についてより詳細に検討を行うこととされ、2011年11月から12月にかけて、計4回の検討会が行われ、その検討内容は、同年12月に報告書として公表されるに至る。

### (2) 『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめ<sup>(24)</sup>概要

上記検討会のとりまとめとして、2011年12月26日、「『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめ」報告書が公表された。報告書では、[1] 清算機関での清算義務及び取引情報の保存・報告義務の具体化と、[2] 電子取引基盤での取引の義務付けの目的と制度的枠組みのあり方の2点に関する検討内容が報告された。

#### [1] 清算機関での清算義務及び取引情報の保存・報告義務の具体化

##### (i) 清算義務

清算義務については、2010年金商法改正により、内閣府令が定める店頭デリバティブを金融商品取引業者等が取引する場合、清算機関で清算を義務付けることとされた(156条の62)ため、その具体的な対象等についての検討



が行われた。

対象とするデリバティブについては、2012年11月目途の改正法施行時に、システミック・リスクの懸念の観点から①iTraxx Japan<sup>(25)</sup>の国内清算機関での清算と、取引規模の大きさの観点から②プレーンバニラ型の円建て金利スワップの国内外の清算機関等での清算の義務付けを想定することとなった。そして、それ以降も随時見直しを実施し、拡大を検討していくとしている。

対象者に関して、検討会は、2段階（フェーズ）の対応を設定している。第1フェーズでは、清算義務を課す対象である①iTraxx Japanと②プレーンバニラ型円建て金利スワップで変動金利対象指標がLIBORであるものについて、取引が高頻度かつ大量で、清算機関への適正な価格提供能力を有する業者に義務を課し、第2フェーズでは、開始後2年程度を目途に対象者を拡大する、というものである。なお、取引相手が外国金融機関である取引の追加も検討する。ただし、適用の除外として、①清算義務の適用前の既存取引、②関係会社（外国会社含む）間の内部取引、③日本政府・外国政府・国内外の中央銀行・国際機関との取引は対象外とした。

以上のとおり、規制のターゲットは、ディーラー同士の高頻度・大量取引に限定され、市場参加者に過度の負担とならない現実的な範囲にとどまったものといえる。この限定的な範囲で十分であるかについては、範囲外となる取引の量や取引参加者とそのリスク負担能力などの実態把握と検証を要するが、少なくとも、金融危機の再発防止のための最低限のシステミック・リスクへの対策として、高頻度・大量取引および主たる金融機関への規制は整備されたものといえる。また、2段階対応によって範囲の拡張も検討することとなっていることから、今後、規制内容をより充足していくものと予想される。

## （ii）報告義務

清算機関での清算義務が課される取引について、2010年金商法改正では、

清算機関が当局に報告し、課されない取引は、取引情報蓄積機関あるいは直接、当局に報告する（156の63～64条）ことと規定されている。

検討会は、法施行当初の対象者として、①第一種金融商品取引業者、②登録金融機関である銀行、③農林中金、④信金中金を想定することとし、店頭デリバティブの大半を取引する者に限定した。

報告先である取引情報蓄積機関としては、当時国内に取引情報蓄積機関が存在しておらず、米国の証券預託機関などを金融庁が指定して利用することが予想された。

報告のタイミングについては、清算引受または取引約定から原則1営業日以内とし、当局は、集計後、月次を目途に取引件数と想定元本額の類型等の公表を予定するものとされた。

## [2] 電子取引基盤での取引の義務付けの目的と制度的枠組みのあり方

検討会は、国際的な議論の進展等を鑑みて、電子取引基盤での取引を義務化すべきとの結論を出している。検討会は、電子取引基盤について、取引の義務付けがどのような規制目的に資するか、具体的にはどのように運営される場とし、いかに規制するか、どのような取引を義務化の対象とするかについて、以下のとおり整理を行った。

### (i) 義務付けにより期待される規制目的への効果

検討会は、取引の電子取引基盤の義務付けは規制目的に資すると評価している。具体的には、①当局が取引の実情を迅速に監視できる（監視強化）、②信頼性の高いルールに基づく取引が市場の安定化にとって重要（市場の安定化）、③価格情報等の透明性の向上が市場の効率化と市場参加者の拡大につながる（市場の効率性向上）、④取引の電子化によってSTP化の進展を促進できる（インフラ強化）とする（カッコ内は、筆者追記）。

いずれも金融危機において強く改善が意識されることとなった規制目的であり、義務付けの十分な理由である。付言するならば、後述するEUの動向

にみられるとおり、電子取引基盤に関し、店頭デリバティブ取引に限定せず金融商品全般の市場インフラとして整備し、市場参加者に義務付け、金商法1条の目的である「取引の公正」および「公正な価格形成」を図ることも期待する。金融危機対応に限定せず、電子取引基盤を取引の場として捉え、より広い規制目的に資するものとするよう展開する可能性もあったように思われるが、報告書においてそのような記載は見られなかった。

#### (ii) 定義・運営・規制

金商法において電子取引基盤の定義や詳細規定は置かれていない。そこで検討会は、電子取引基盤の定義・運営・規制のアプローチについて、以下のとおり整理を行った。

まず、定義については、取引所やPTSといった取引の場ではなく、提供サービスとして捉え、電子取引基盤の提供について、金商法2条8項4号の「店頭デリバティブ取引又はその媒介、取次ぎ若しくは代理（店頭デリバティブ取引等）」を、「一定の要件を満たす電子情報処理組織を用いて行うこと」とし、電子取引基盤自体を定義はせず、金融商品取引業者が提供するサービスの一つとして位置付けることとした。システムの具体的な内容は、「電子取引基盤は、その運営者と顧客との間を通信回線をつなぎ、店頭デリバティブ取引の注文及び執行を電子的に行うことができるシステム（ただし、取引の柔軟性確保のため、注文やマッチングを電話で行うハイブリッドも認める）」としている。

つぎに運営形態であるが、検討会は、①マルチ・ディーラー型（運営者が取引の媒介のみを行う）、②シングル・ディーラー型（運営者自身が取引の相手方）の2種類を認めることとした（ただし、当初は①を想定）。

そして、規制のアプローチとしては、検討会が上記のとおり電子取引基盤を金融商品取引業者の提供サービスと位置付けていることから、電子取引基盤に対する規制は業者規制となる。検討会では、電子取引基盤を提供する者

は、第一種金融商品取引業者として登録して当局に報告を行い、外国で運営される場合は、外国当局の登録・監督を条件に登録不要とすることとした。

検討会がこのような定義および規制アプローチを採用した理由は明確ではないが、少なくとも検討会が提示した電子取引基盤の要件と関連しているようである。検討会は、制度の目的実現の観点から、要件として以下の2つを特定している。すなわち、①取引の公正確保のために必要な機能の具備、使用に当たり予め定められたルールが存在等、一定の要件を満たした電子取引基盤の提供が確保されるとともに、②電子取引基盤の提供者に対して、これを利用する金融商品取引業者等と少なくとも同等以上の適切な監督が行われる、という条件が満たされることの2つである。要件②は、電子取引基盤の提供者を業者規制として規制するとしたもので、これが定義・規制のアプローチと対応している。ただし、なぜ利用者である業者と同等以上の監督が必要であるかについて、報告書では言及されていない。

FSB および IOSCO の報告書や、EU で行われている検討では、電子取引基盤を取引の場 (platform) として捉え、証券業者規制のみならず取引所規制の一部を必要とする言及がなされているのに比べると、我が国の検討会は、電子取引基盤について、ごく限定的な業者の提供サービスとして検討し、取り入れようとしているものといえる。

### (iii) 義務付けの対象等

[1] で述べたとおり、2010年金商法改正では、清算機関での清算を義務付ける対象と対象者を想定しており、義務付けの対象としては、①iTraxx Japan の国内清算機関での清算と、②プレーンバニラ型の円建て金利スワップの国内外の清算機関等での清算の義務付けを、対象者に関しては、2段階の対応により、まず取引が多く清算機関の清算参加者要件を満たすディーラー同士に義務を課し、第2フェーズでは、開始後2年程度を目途に対象者を拡大する。検討会は、電子取引基盤で取引を義務付ける対象も、この清算

機関での清算を義務付ける対象と同一のものを想定し、検討を行った。

対象取引者について、検討会は、店頭デリバティブ取引の取引量（残高・頻度）の多い金融商品取引業者とし、一般事業会社やグループ会社内取引は除き、必要に応じて拡大を検討するとした。

つきに対象取引について、検討会は、一定の標準化・流動性と清算機関を通じて清算される場合を想定し、プレーン Vanilla 型の円建て金利スワップを対象とするが、iTraxx Japan は、流動性が低いため、今後の取引状況を見つつ検討するものとした。報告書において、流動性の低い取引を除外したことについて、流動性が低い場合、「他の市場参加者と価格情報等を共有させる意義は少ない」ことが理由として挙げられている。(i) の 4 つの規制目的のうち、③市場の効率性向上（価格情報等の透明性の向上が市場の効率化と参加者の拡大に資する）と関連するものと思われるが、流動性の低い取引を除外した場合、これ以外の規制目的（①監視強化、②市場の安定化、④インフラの強化）との対応関係は明確でなく、除外することによって目的の達成に不足しないか、やや疑問が残る記述となっている。

検討会は、さらに、取引の義務付けにより、取引内容の公表が行われ、透明性が向上することとなるため、公表内容の詳細と、実施時期についても検討を行った。取引内容の公表について、検討会は、取引所と同様に、透明性の高いリアルタイムの公表を想定している。ただし、ブロック取引は、他の取引者が知ることによって取引が不利になり、流動性の低下や取引コストの上昇につながる恐れがあることから、ブロック取引の注文が価格提示を要請した数社以外に見られないようにするシステム装備を前提に、ブロック取引の電子取引基盤での取引を義務付ける一方で、取引内容の公表を遅らせることなどの別途措置を認めることとした。ブロック取引の特別措置は、EU・米国の規制においても考慮されており、市場の実態を踏まえたものとして適当といえる。

実施時期については、準備期間を最大3年とし、電子取引基盤の運営者や利用者がシステム対応等に要する時間を考慮した十二分な検討期間を設けている。また、背景には、国際的に、米国がスワップ執行ファシリティ(SEF)をドッド・フランク法に定めたものの、詳細が未だ具体化していないこと、EUでは組織化された取引施設(OTF)や取引所等での取引義務の適用が2015年の可能性があることを考慮したものと考えられ、報告書においても、「諸外国でも導入時期が異なることが想定されており、国際的に協調のとれた形での導入を図る観点からも、我が国として、まずは速やかな制度整備を行い、上記に示した十分な準備期間を置くことができるようにすることが適当」との見解が示されている。よって電子取引基盤に係る詳細を定める内閣府令等の規制整備は、国際協調の観点から遅れは許されないものの、しばらくの時間がかかることが示唆されている。

### 3 2010年度金商法改正に係る内閣府令と金融庁告示

前述の検討会においては、電子取引基盤の利用に係る制度的枠組みの検討以外にも、2010年度金商法改正に基づく店頭デリバティブ取引の清算集中、取引情報の保存・報告制度についての議論が行われた。これを踏まえ、2012年7月、2010年度金商法改正に係る以下概要の内閣府令と金融庁告示が公布された。

#### (1) 平成24年内閣府令第48号(2012年7月11日)

本内閣府令では、①清算集中、②取引情報の保存および報告、③取引情報蓄積機関に関し、以下概要の規制が整備された。

##### ①清算集中

内閣府令2条において、清算機関の利用の義務付けに伴い、その対象となる取引と、例外となる取引とが定められた。対象取引は、1項でCDS、2項で円金利スワップを指定し、いずれも、2010年度金商法改正時、立法担当

者が想定していたとおりとなっている。具体的な取引については、同条において、金融庁長官が「店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令第2条第1項及び第2項に規定する金融庁長官が指定するものを定める件」において指定することとしている。

注目すべき点としては、3項に適用除外を指定し、その1号により、取引の当事者の一方が金融商品取引業者等以外である場合は、清算集中の対象とはしていない。また、5号により、市場の大きな混乱等により、清算機関が円滑に清算業務をできない場合（府令案の段階では、債務を清算機関等にさせることが「困難」な場合としていたが、パブリック・コメントの結果を受け、「不適當」と修正している）も、清算集中から除外されることとなる。

3項1号は、清算集中義務の対象を、取引規模の大きい金融機関同士の取引を想定することから、それ以外の主体による場合（たとえば取引の当事者の一方が一般事業会社であって、事業においてリスク回避のために行うデリバティブ取引を行っている場合や、グループ会社内取引の場合）は除外し、金融商品取引業者等が、集中義務が課される主体として限定されたこととなる。したがって、実質的な規制アプローチとしては、取引に対する規制というより、業者規制が適用されるかたちとなる。

3項5号は、市場の大きな混乱時に、清算機関の破綻回避を保障するものと考えられるが、「不適當と認められる特別の事情」は明確でなく、かえってこの適用除外が一層の市場の混乱に波及しうる可能性も考えられ、ガイドラインなどにより具体的事例を示すなど、追加の情報提供があることが望まれる。

## ②取引情報の保存及び報告

内閣府令では、取引情報保存・報告制度の創設に伴い、(i) 清算機関等による清算集中等取引情報の保存・報告の対象となる取引、記録を作成すべき事項、その保存・報告の方法等（3条～5条）、(ii) 金融商品取引業者等

による取引情報の保存・報告の対象となる取引、記録を作成すべき事項、その保存・報告の方法等（6条～8条）、(iii) 金融商品取引業者等が、自ら取引情報を保存・報告するのに代えて取引情報蓄積、機関・指定外国取引情報蓄積機関へ取引情報を提供する場合の方法等（9条）、(iv) 金融商品取引業者等から (iii) の取引情報の提供を受けた取引情報蓄積機関が記録を作成すべき事項、その保存・報告の方法等（第10条、第11条）が規定された。

取引情報作成対象業者は、一定以上取引残高を有する金融商品取引業者等で、保存・報告となる対象取引は、清算集中の対象となるか否かを問わず、清算機関又は外国金融商品取引清算機関が債務を負担したもの以外である。現時点では、具体的に規定されておらず、追って内閣府令および政令で定められることとなっている（パブリック・コメント95）。前述の検討会においては、「施行当初の段階では、円建て金利スワップのプレーンバニラ型及びCDSのiTraxxJapanが対象となり、その後、清算集中対象取引の拡大に合わせて、保存・報対象取引を拡大」し、「その他のアセットクラス（金利、クレジット、株式、通貨）については、国際的な規制動向を踏まえて柔軟に対応する」とされたことから、当面は上記の2種類の取引に限定されると思われる。

対象取引については、パブリック・コメントの96において、金融商品取引業から除外されるプロ同士の店頭デリバティブ取引（金商法第2条第8項、同法施行令第1条の8の6第1項2号、金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令5条。いわゆるデリバティブ・プロ）についても対象となっているとされる。しかし、金融商品取引業から除外されるデリバティブ・プロの取引とは、有価証券関連の店頭デリバティブ取引以外の店頭デリバティブ取引であり、また、対象取引は、上記のとおり内閣府令および政令によって、円建て金利スワップのプレーンバニラ型及びCDSのiTraxxJapanを指定することが予定されているから、実質的には対象外となると予想され



(26)  
る。

保存義務については、清算機関での清算義務がない場合、取引情報蓄積機関および指定外国取引情報蓄積機関に取引情報を提供すれば、保存義務は課されない。

報告すべき事項は、4条に詳細に規定され、契約の種類（アセットクラスやプロダクト等）は、「ISDA 店頭（Derivatives Taxonomies）」に従って記録することとなった（パブリック・コメント143）。

### ③取引情報蓄積機関

内閣府令では、取引情報蓄積機関制度の創設に伴い、(i) 取引情報蓄積機関の指定を申請する際に必要な添付書類（12条）、(ii) 取引情報蓄積機関の業務・監督に関し、取引情報蓄積機関の役員の兼職の認可、取引情報蓄積機関の兼業の承認の申請等の手続等（13条～21条）が規定された。

取引情報蓄積機関となるには、金商法において内閣総理大臣の指定を要し（金商法156条の67、156条の68）、業務規制や監督規定が設けられている（同法156条の69～156条の84）。内閣府令により、指定制度、業務規制および監督規定の詳細が定められた。

取引情報蓄積機関は、我が国において存在したことはなく、またその機能をもつ国内の業者もない。海外には既に取引情報蓄積サービスを提供する機関が存在しており、当面は、これらを利用することが推測されていた。海外の取引蓄積機関は、指定外国取引情報蓄積機関（同法156条の64第3項）として金融庁が告示指定すれば、国内の場合のような指定申請は不要である。立法担当者によれば、この指定申請を前提としない告示指定制度は、「各国監督当局による協調的な監督の枠組みなどの国際的な合意<sup>(27)</sup>の下で、当該機関の母国の監督当局により取引情報の目的外利用の防止等を含めた適切な監督が行われていることや、わが国当局に対する報告等を確保できていること」を前提としている。その後、2013年3月、金融庁により米国の証券預託機関

グループの日本子会社が指定された。<sup>(28)</sup>

(2) 内閣府令第48号に係る金融庁告示（平成24年金融庁告示第60号）

2010年度金商法改正においては、我が国の資本市場に重大な影響を及ぼすおそれがある一定の店頭デリバティブ取引等について、金商法156条の62により、免許もしくは、承認または認可を受けた清算機関の利用が義務付けられることとなっており、具体的な取引の特定は、同条の62第1号及び2号において内閣府令で定めることとされていた。この内閣府令（第48号）は、2012年7月11日、金融庁告示第60号とともに公布された。金融庁長官は、「店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令2条1項（CDSにあたるもの）及び2項（金利スワップにあたるもの）に規定する清算集中義務の対象となるものについて以下のとおり指定した。

第1項に指定するものとは、iTraxx Japanのうち50以下の内国法人の信用状態に係る事由又は金融商品取引法第2条に規定する定義に関する内閣府令（平成5年大蔵省令第14号）第20条に規定する事由<sup>(29)</sup>（50以下の内国法人に係るものに限る。）を同項に規定する事由とする取引であって、株式会社日本証券クリアリング機構が、当該取引に基づく債務をその行う金融商品債務引受業の対象としているもの（いわゆるCDSの指標取引）である。

第2項に指定するものとは、当事者の一方が相手方に支払う金銭と相手方が当事者の一方に支払う金銭の少なくともいずれか一方が変動金利に基づくもののうち、変動金利が次のいずれかに該当する取引であって、株式会社日本証券クリアリング機構が、当該取引に基づく債務をその行う金融商品債務引受業の対象としている、三か月物の円Liborと、六か月物の円Libor（いわゆる金利スワップのブレンバニラ型）である。

いずれも、2010年度金商法改正時の立法担当者や、検討会が想定していた取引である。取引規模が大きく、また、①については我が国法制下での執行と密接に関連する。2010年度金商法改正時、清算機関は具体化していなかつ

たが、その後、唯一の国内清算機関として、日本取引所グループの株式会社日本証券クリアリング機構が156条の2により免許を受けたことから、今般の金融庁告示に規定されるに至った。前述のとおり取引情報蓄積機関は米国法人に頼らざるを得なかったが、清算集中機関は、国内の株式市場において唯一、市場横断的な統一清算機関である日本証券クリアリング機構が担うこととなった。日本証券クリアリング機構は、2003年1月、旧証券取引法に基づく証券取引清算機関として我が国で初めて有価証券債務引受業の免許を取得し、2010年7月より iTraxx Japan（シングルネーム CDS）を、2012年10月よりプレーンバニラ型の金利スワップの清算実施を開始している。

#### 4 2012年度金商法改正による対応

2012年度金商法改正は、2010年度改正に積み残したピッツバーグ・サミットにおける要請事項②（取引所または電子取引基盤における取引）の対応が行われたものであり、（1）電子情報処理組織の使用義務付けと、（2）電子店頭デリバティブ取引等業務の許可に関する条文が新設された。

##### （1）店頭デリバティブ取引における電子情報処理組織の使用義務付け （新設：金商法第40条の7 関係）

本改正において、電子情報処理組織の使用義務付けの目的は、「一般市場参加者・当局が、取引価格等の容易かつ広範な入手が可能となる、取引の公正性・透明性の向上」とされた。規制内容は、金融商品取引業者等に対して、取引の概要に関する情報の迅速な開示が必要であると認められる店頭デリバティブ取引（内閣府令で定められる「特定店頭デリバティブ取引」）を行う場合には、金融商品取引業者等又は電子店頭デリバティブ取引等許可業者がその店頭デリバティブ取引等の業務の用に供する電子情報処理組織を使用することを要請するものである。

ピッツバーグ・サミットは店頭デリバティブ取引について、取引所または

電子取引基盤という新たな取引の場を通じること要請しており、EU・米国は法整備に際して電子取引基盤を新たに定義し規定しているが<sup>(30)</sup>、我が国の法整備においては、店頭デリバティブに利用する電子取引基盤としての定義規定は置かれず、電子情報処理組織という概念を利用している。同法に新設された40条の7第1項は、「店頭デリバティブ取引を業として行う金融商品取引業者」又は「電子店頭デリバティブ取引等許可業者（同法60条の14）」が電子情報処理組織を提供することを規定していることから、電子情報処理組織は、①店頭デリバティブ取引等を業として行う者（第一種金融商品取引業者（同法28条第1項第2号））と、②総理大臣に同法60条の14の許可を受けた業者のいずれか2者でなければ提供することができない。すなわち、金商法は、電子取引基盤について、取引の場として定義し規制するのではなく、金融商品取引業者の提供サービスとして位置付け、業者規制を課す規制アプローチを採用したことになる。

（2）電子店頭デリバティブ取引等業務の許可に関する規定の整備（新設：  
金商法第60条の14）

外国の電子取引基盤提供者については、金商法60条の14に規定が新設された。同条は、外国の法令に準拠し、外国において店頭デリバティブ取引等を業として行う者（金融商品取引業者又は金融機関は除く）は、有価証券関連業を行う者を相手方とする場合、内閣総理大臣の許可を受けて、その業務の用に供する電子情報処理組織を使用して一定の店頭デリバティブ取引等を行うことができることを規定している。

規制のアプローチとしては、外国の店頭デリバティブ取引業者（金融商品取引業者・金融機関・その他の電子情報処理組織を使用する業者）は、総理大臣に許可を受け、電子店頭デリバティブ取引等業務を行う。これらの者でなければ、同法40条の7により、電子情報処理組織を提供することはできないとされた。すなわち、外国の電子情報処理組織についても、国内同様に、

業者として規制されることとなる。

以上を小括すると、我が国における店頭デリバティブ規制の動向は、ピッツバーグ・サミットにおいて合意された店頭デリバティブ取引規制の要請事項①～④に対し、法レベルでの対応は一段落したものと考えられる。より詳細な規制は、各国・法域の規制動向と、我が国の店頭デリバティブ取引と市場参加者の状況をにらみつつ、内閣府令、金融庁告示および監督指針等において、数年をかけて整備されていくこととなる。

前述のとおり、内閣府令等により既に整備された要請事項もある。要請事項③（清算集中）は、2010年内閣府令と金融庁告示により、清算集中義務の対象となる取引とその例外等の詳細が規定され、また、要請事項④（取引情報蓄積機関への報告）については、2012年内閣府令により、保存及び報告義務の対象となる取引とその内容、清算集中対象外の場合の取引情報の保存及び報告の取り扱い、取引情報蓄積に係る規定（内閣総理大臣の指定、業務・監督等の業者規制）の詳細が規定された。

要請事項②（取引所または電子取引基盤における取引）については、上記のとおり2012年度金商法改正により条文化され、上記同様、今後の内閣府令で詳細が明確化される見通しである。電子取引基盤については、新たな概念を定義することなく、金融商品取引業者による有価証券関連の店頭デリバティブ提供サービスと位置付け、業者として監督・規制するアプローチを採用しており、法改正は最低限ともいえる限定的な手当てに留められている。現時点、2012年度金商法改正に伴う内閣府令等についてパブリック・コメントの募集はまだ行われていない。検討会の報告書によれば、準備期間を最大3年間とし、国際的な動向を見極めつつ、詳細の検討が行われる見込みとなっている。

## IV EUにおける店頭デリバティブ取引規制の動向

サミットの合意事項から要請された店頭デリバティブ取引規制に対し、EUは、EMIRの新設とMiFIDの改正により対応を図りつつある。EMIRは、「欧州市場基盤規則」という規則名であるが、実際の内容は、ピッツバーグ・サミットの要請事項のうち、②取引所または電子取引基盤における取引以外のすべて、すなわち、①契約の標準化、③清算集中、④取引情報蓄積機関への報告、⑤資本規制、⑥証拠金規制に対応するものである。一方、MiFIDの改正は、我が国で行われた店頭デリバティブ取引に限定した法改正とは異なり、金融市場の構造変化に対応すべく、MiFID全般を見直し改正するもので、改正の一部がピッツバーグ・サミットの要請事項をカバーすることとなる。このMiFIDの改正は、近時、EUの証券・金融市場全般が抱えている透明性や取引の場に対する規制アプローチにおける問題に対して、新たな概念の規定も含め、根本的な対応を行おうとするものである。よって、EUの店頭デリバティブ取引規制の動向を把握するには、金融危機以前のMiFID創設から改正にいたる全般的な動向も把握したうえで規制を理解する必要があるため、以下、概観していく。

### 1 MiFIDの創設

MiFIDは、1993年制定の投資サービス指令（Investment Services Directive）（以下、ISDという。）を全面改正する指令であり、2007年11月1日施行された<sup>(31)</sup>。MiFIDは、①証券業者の免許をシングル・パスポート化し、そのガバナンス及び営業行為をハイレベルで規制すること、②規制市場のオペレーションの規制内容の差異の調和を主要目的に据えている<sup>(32)</sup>。具体的には、証券業者に透明性要件を課すかわりに取引所外で取引を認め（市場集中義務の撤廃と代替的取引システムの導入）、また、規制の公正な基盤の上

で、市場の効率性と投資家の保護（最良執行義務、注文取扱ルール、利益相反禁止等）を目指し、市場の透明性が確保された環境の下、証券取引所と証券業者の間に競争を導入し、流通市場における取引費用の削減を図ることを最終目的とする。その意図するとおり、MiFID の制定後、取引所間の競争が促され、証券取引所の合従連衡の引き金となった。フランス、オランダ、ベルギー、北欧の証券取引所は再編されたうえ、米国の証券取引所と合併し、現在は、NYSE ユーロネクストとナスダック OMX が、欧米をまたがる巨大証券取引所を形成するに至っている<sup>(33)</sup>。

MiFID の主な骨格は、①ISD で実現した証券免許のシングル・パスポートの適用対象業務を拡大する、②証券会社のインターナリゼーション（証券会社がマーケット・メーカーとなり、顧客注文に向かうもの）を EU 全域に認める代わりに、報告義務を課して透明性を高める、③証券会社に組織化された取引所外市場である Multilateral Trading Facility（以下、MTF という。アメリカの Alternative Trading System または日本の Proprietary Trading System に相当）創設を認める、④取引所外取引の報告先を取引所に限定せず取引所以外の業者に開放するという 4 つから成る。取引所集中原則を基本とし、業者規制中心であった ISD から、市場運営に関する規制が大幅に取り入れられ、条文数も倍増する大きな改正となった。

## 2 MiFID 施行後の見直し

MiFID は、制定時に企図されたとおり、証券取引所と証券業者の競争を促し、投資家に選択肢と取引費用の削減をもたらしたが、重要な問題も浮上した。①全市場参加者および投資家に必ずしも平等に利益が行き渡っていない、②市場の分散が進んだ結果、取引環境が複雑化した、③金融危機によりプロ同士が取引する株式以外の金融商品のリスクが顕在化した、④金融商品の複雑化により、最新かつハイレベルな投資家保護が必要となった等である

(大橋 [2011]、1頁)。MiFID 改正の声が高まったことを受け、2010年、欧州委員会は、以下のプロセスによる見直しを実施した。

(1) 2010年4～5月 欧州証券規制当局委員会によるコンサルテーション・ペーパー公表<sup>(34)</sup>

欧州委員会は、欧州証券規制当局委員会 (Committee of European Securities Regulators) (以下、CESR という。) に MiFID のレビュー実施を委託した。これを受けた CESR は、取引所や証券会社などの市場関係者の意見を集約してとりまとめ、2010年4月から5月にかけて、①流通市場、②取引報告書、③投資家保護、④株式以外の市場の透明性の4つの分野毎に、コンサルテーション・ペーパー「CESR Consultation on CESR's advice to the commission in the context of the MiFID Review」を公表した。

コンサルテーション・ペーパーでは、取引前後の透明性の確保のための種々の規制 (免除条件の数値基準、対象金融商品、情報の統合、当局への取引報告) の見直しや導入、取引所・MTF・インターナル・クロッシングといった様々な取引施設 (venue) に対する規制の差異の統一化または新たな規制の導入などが提案された。

(2) 2010年7月・10月 CESR のテクニカル・アドバイス公表<sup>(35)</sup>

CESR は、2010年7月29日、(1) のコンサルテーション・ペーパーに対する取引所・証券業者等からの回答を基に、欧州委員会に対する具体的な改正を提言するテクニカル・アドバイスとして、「CESR Technical Advice to Europe Commission in the Context of the MiFID Review and Responses to the European Commission Request for Additional Information」(以下、テクニカル・アドバイスという。) を公表した。

テクニカル・アドバイスでは、多岐にわたる個別的な提案が示された。主なものとしては、取引前透明性の確保 (大口取引の数値基準の見直し)、システマティック・インターナライザー (Systematic Internaliser. 取引所若



しくはMTF外で、システムティックに自己勘定で顧客注文を執行するディーラー)登録基準の明確化(数値導入)、取引後データの透明性改善(取引種類明示の統一的コード・報告訂正方法のルール明確化、欧州証券市場監督局(European Securities and Markets Authority) (以下、ESMA という。)<sup>(36)</sup>)への基準設定権限付与、株式類似商品への透明性確保義務の拡大、取引後報告情報の質の向上と強制的な単一欧州統合テープ(Mandatory Single European Consolidated Tape)の導入、取引所・MTF・インターナル・クロッシングに対する規制相違による取引施設間の不公平性の是正(インターナル・クロッシング運営者に対する報告義務・組織要件の適用、取引一定量を超えた場合のMTFとしての登録義務付け)、高頻度取引(High Frequency Trading) (以下、HFT という。)情報の報告である。

さらに、2010年10月13日、CESRは追加の勧告として、「CESR Second Set of Technical Advice to Europe Commission in the Context of the MiFID Review and Responses to the European Commission Request for Additional Information」を公表した。

この追加されたテクニカル・アドバイスでは、取引情報のフォーマット、取引後情報の透明性のための報告基準・義務などに関する規制改訂または導入が提案された。

### (3) 2010年12月 欧州委員会による市中協議<sup>(37)</sup>の開始

欧州委員会は、上記のCESRの提案を基にMiFIDの見直し案を作成し、2010年12月8日、これを公表して、2011年2月2日を回答期限とする市中協議を開始した。見直しの目的は、①EUの金融市場の円滑で効率的な機能に影響を及ぼし得る市場構造面と技術面の急速な進歩への対処、②G20の合意事項の対応として、店頭市場取引商品の監視の改善を目指し、組織、透明性、市場セグメントの監視の改善、③商品デリバティブ市場の監視および透明性改善のための基準導入、④EUに高水準の投資家保護基準を広めるための目

標を定めた改善 (targeted improvements) が主なものとされ、見直しの主要ファクターとしては、市場構造への対応、市場の透明性の強化、データの統合、商品デリバティブ市場への対応、投資家保護の強化、監督の強化を特定している。

#### (4) MiFID の見直しの背景にある市場構造の変化

欧州委員会による MiFID の見直しの概要は以上のとおりであるが、その背景には、市場の構造の大きな変化がある。具体的には、①MTF の台頭による市場の分散化、②取引手法の高度化 (アルゴリズム取引、HFT) による自動取引システムの取引シェアの増加、③特定の取引参加者のみを対象に価格を提示し、呼び値を公表しないダーク・プール (ダークな流動性・ダークな市場)<sup>(38)</sup> の拡大が挙げられる。これらの市場の構造変化は、発展した金融市場において、程度の差はあるが共通しており、一部の市場において実際に深刻な事象を発生させるに至っている。

一例として、米国で2010年5月6日に発生した「フラッシュ・クラッシュ (2010年5月6日、わずかに数分の間にダウ平均が1000ドル近く下落し、出来高は190億株に達した事象)」<sup>(39)</sup>がある。イングランド銀行は、フラッシュ・クラッシュに関し、2010年12月に公表した定期レポート「Financial Stability Report」の中で、「フラッシュ・クラッシュの原因は、アルゴリズム取引の増加と、多数の取引施設 (trading venues) に渡る流動性の分散化が混乱を拡大したことにある。HFT は流動性を枯渇させる懸念がある」ことを指摘した (The Bank of England [2010], p.47)。欧州委員会の MiFID の見直しは、こうした市場構造の変化により発生および発生が懸念される種々の問題に対応できる規制整備として、個別の事象に直接対応した規制手当ではなく、変化する市場構造に対応しうる新たな概念の創出や規制のアプローチを用意しようとするものである。それらの内容は、後述する MiFID の見直し案において具体化している。もっとも、すべての規制整備が MiFID の見

直しに盛り込まれたということではなく、ピッツバーグ・サミットの要請事項の一部は、MiFIDの改正とは別途、次に概観するEMIRという新たな規則を追加することで対応を図っていることは序論において述べたとおりである。

### 3 EMIRの新設<sup>(40)</sup>

(2012年7月4日欧州委員会採択、同年8月16日施行)

欧州委員会は、ピッツバーグ・サミットの合意を受け、2010年9月15日、店頭デリバティブ規制としてEMIR案を公表し、翌年7月4日に採択した。適用対象は、金融機関（銀行、保険、ファンド等）、および店頭デリバティブのポジションを一定以上保有する非金融機関（EU域内で取引をする第三国の取引主体も含む）とし、清算集中・取引報告義務を定めた。また、清算集中機関・取引情報蓄積機関に関する規制・手続きや、清算集中されないデリバティブ取引を行う取引当事者への資本規制・証拠金規制についても規定が置かれた。これにより、ピッツバーグ・サミットの要請事項のうち、②取引所または電子取引基盤における取引以外のすべて、すなわち、①契約の標準化、③清算集中、④取引情報蓄積機関への報告、⑤資本規制、⑥証拠金規制に関する規則レベルでの対応が手当された（②取引所または電子取引基盤における取引については、次に述べるMiFID IIにおいて、金融商品全般に課す規制整備によりカバーされる）。

EMIRの概要は、[表1]のとおりであり、9編91条からなる詳細な規則である。清算集中義務は、金融機関のみならず店頭デリバティブ市場において大規模なポジションを有する非金融法人（エネルギー関連、航空会社、製造業者等。グループ会社内取引は除かれる）も含まれる。同規則の詳細は、ESMAにテクニカル・スタンダードの策定が義務付けられており、2012年6月25日、ESMAから市中協議書が公表されている。

〔表1〕

## 第1編 主題、適用範囲および定義（1条～3条）

- ・主題と適用範囲、定義、グループ内取引を規定。
- ・店頭デリバティブには、清算義務、リスク管理義務、報告義務を課す。
- ・適用対象者は、金融機関（銀行、保険、ファンド等）および店頭デリバティブの相当額のポジション保有者、第三国の取引主体。

## 第2編 店頭デリバティブの清算、報告およびリスク軽減（4条～13条）

- ・清算義務、清算義務手続き、ESMAによる公告、清算集中機関（以下、CCPという。）へのアクセス、取引施設へのアクセス、報告義務、一定ポジションを超えた非金融業者の義務、CCP清算されない店頭デリバティブのリスク軽減措置、罰則、重複または相反する規則回避の措置を規定。
- ・清算義務の対象は、標準化された店頭デリバティブ。対象者は、金融機関および店頭デリバティブ市場において大規模なポジションを有する非金融法人（グループ内取引は除く）。標準化の程度、ボリューム、流動性、価格情報の入手可能性を考慮して、ESMAが決定。
- ・清算されない店頭デリバティブについては、取引当事者に対し、①日次ベースで取引残高の現在価値への引き直し ②自己資本の維持を要請。
- ・あらゆるタイプの店頭デリバティブ（商品、為替デリバティブ、為替を含む）の取引情報の取引情報蓄積機関への報告を義務付け。報告義務の対象者は、取引当事者・清算集中の場合はCCP。報告内容は、別途ESMAが規定。

## 第3編 CCPの認可と監督（14条～25条）

## 第1章 CCP認可の条件と手続き（14条～21条）

CCP機関の認可、活動とサービスの拡大、資本規制、認可付与と拒否の手続き、ESMA・所管当局などによる団体（College）設立とCCPへの意見表明、認可の取消、レビューおよび評価

## 第2章 CCPの監督および監視（22条）

所管当局

## 第3章 協力体制（23条、24条）

当局間の協力、緊急事態

## 第4章 第三国との関係（25条）

第三国のCCPの承認

## 第4編 CCPの義務（26条～50条）

## 第1章 組織上の義務（26条～35条）

総則、上級経営陣及び理事会（Senior Management and the Boards）、リスク委員会、記録保持、適格保有分を有する株主および会員、所管当局への情報、評価、利益相反、業務継続性、外部委託

## 第2章 業務行為規則（36条～39条）

総則、清算参加、透明性、分別管理と移管

## 第3章 健全性規制（40条～50条）

エクスポージャー管理、証拠金規制、破綻（default）ファンド、その他の財産資源、流動性リスク管理、破綻時の支払順、担保義務、投資方針、破綻手続き、モデル・ストレステスト・バックテストのレビュー、決済

## 第5編 相互運用（interoperability）（51条～54条）

相互運用協定、リスク管理、CCP間の証拠金準備、相互運用契約の承認

## 第6編 取引情報蓄積機関の登録と監督（55条～77条）

## 第1章 取引情報蓄積機関の登録の条件と手続き（55条～74条）

取引情報蓄積機関の登録、登録申請、登録に先立つ所管当局への通知と協議、申請審査、登録に関するESMAの決定通知、規定（61～63条）権限の行使、一般調査（62条）、立入検査（63条）、監督権限行使と罰則賦課の手続ルール、罰則、定期的な罰金支払、異議ある者の聴聞、罰則賦課および定期的な罰金支払の公表・種類および執行、欧州連合司法裁判所によるレビュー、付則（Annex II）の修正、登録の取消、監督手数料、ESMAによる監督手段、ESMAによる所管当局への任務委譲

## 第2章 第三国との関係（75条～77条）

同等性と国際協定、協力協定、取引情報蓄積機関の承認

## 第7編 取引情報蓄積機関の義務（76条～82条）

一般的な義務、業務の信頼性、情報の保護と記録、透明性とデータの利用可能性、権限委譲の実施

## 第8編 共通規定（83条～84条）

職業上の秘密（professional secrecy）、情報交換

## 第9編 移行措置と最終規定（85条～91条）

報告とレビュー、欧州証券委員会の手続き、指令98/26/ECの改正、ウェブサイト、移行規定、ESMAのスタッフと資源、施行

EMIR は、その後、2012年10月2日に、EU の銀行部門の専門家グループ<sup>(41)</sup>によって、近時の規制改革に関するレビューが行われた (Liikanen [2012])。レビューでは、清算集中や資本・証拠金規制などにより改善が進んでいるものの、EMIR は対象が狭いため、特定された他の問題には取り組んでいないと評価されている (Liikanen [2012], p.92)。レビューでは、詳細が特定されていないものの、少なくともピッツバーグ・サミットの要請事項への対応だけでは、現在の EU の市場インフラとして十分な規制整備が完了していないことが示唆されたことになり、EMIR または他の指令等により、規制が強化される可能性がある。

#### 4 2011年10月20日 金融商品市場指令改正 (MiFID II) 案と規則<sup>(42)</sup> (MiFIR) 案公表

欧州委員会は、前述の一連の MiFID 見直しの手続きを行い、2010年12月の市中協議書の結果を踏まえ、2011年10月20日、金融商品市場指令改正案 MiFID II と規則案 MiFIR を公表した。MiFID の見直しに際して規則が追加された背景には、指令は各加盟国が国内法化を行う際、当該国の裁量余地の可能性があるので、規則はすべての EU 加盟国に対して直接適用され、国内法と同じ拘束力をもつことから、規制の差異による裁定取引や法令遵守負担の増大を回避する必要がある事項については規則を選択すべきであると欧州委員会の判断があったことが指摘されている (大橋 [2012]、2 頁)。それぞれの適用の対象と規定の骨格は [表 2] のとおりであり、規制市場や投資業者の許認可や運営の監督に係る規制は、各加盟国の主権との関係から MiFID に、取引やその報告および公表に関する規制は、市場・金融業者間の競争の平等および裁定取引の回避の観点から MiFIR に規定されたようである。注目すべき点として、金融商品への介入権限およびポジション管理及び制限権が、所管当局のみならず、ESMA に付与されることが MiFIR に規

[表 2]

	MiFID II 案	MiFIR 案
適用対象	投資業者、規制市場、データ報告サービス提供者、第三国の業者、投資サービス提供・投資活動を行う信用機関	投資業者、投資サービスの提供・投資活動を行う信用機関、規制市場等
適用規定	投資業者の認可・運営条件 支店を設立した第三国の業者の活動 規制市場の認可・運営 データ報告サービス提供者の認可・運営 所管当局による監督、協力および執行	取引データの公表 所管当局への取引報告 組織化された施設におけるデリバティブ取引 清算への非差別的アクセス 所管当局・ESMA の金融商品への介入権限・ ESMA のポジション管理及び制限権限 支店のない第三国業者の活動

定されている。すなわち、金融商品取引の一部について、ESMA には各加盟国の権限を越えたハイ・レベルの監督権限があることとなる。

MiFID II と MiFIR は、前述のコンサルテーション・ペーパー、テクニカル・アドバイスおよび市中協議で明らかになった問題点と改善提言を踏まえ、また、ピッツバーグ・サミットの要請事項にも対応するよう、MiFID の改正を図ったものであるが、MiFID から規制対象を単に拡張する対応にとどまらず、金融商品の取引の場に対する規制のアプローチを新たに整理した大きな改正となっている。以下、改正の主要点と、新たな規制アプローチについて概説する。

#### (1) MiFID 改正の主要点

2011年10月20日、MiFID II の案とともに公表された欧州委員会のプレスリリース (“New rules for more efficient, resilient and transparent financial markets in Europe”) では、改正の主要点として、①強固で効率的な市場構造、②技術革新への対応、③透明性の向上、④商品デリバティブ市場の監督と枠組みの強化、⑤投資家保護の強化の5点が挙げられている。それぞれの概要は、次のとおりである。

まず、①強固で効率的な市場構造とは、EU で取引される金融商品の取引施設すべてに対して、共通のルールを適用し、各取引施設間の利益対立を緩

和して競争を促すことによって、実現を図ろうとしている市場構造の変化に対応する目標である。取引施設に関しては、新たな概念を定義する大きな改正が提案されている。具体的には、規制市場や MTF にも分類されないため、MiFID の規制対象外となっているが、近年増加しているダーク・プール（典型的には投資業者のインターナル・クロッシング）に照準を定めている。ダーク・プールの存在に対しては、前述の MiFID 見直しのプロセスにおいて、ダーク・プールにおける取引の透明性が低く、MiFID の規制対象外であることが問題視されていた。欧州委員会は、この取引施設は組織化（organized）されたものであり、規制市場および MTF と同様に規制対象とすべく、OTF（Organized Trading Facility）と名付けて新たな取引施設（venue）の一つとして定義を追加し、規制市場および MTF と同一の規制の導入を図ろうとしている。OTF は、ピッツバーグ・サミットの要請事項②にある電子取引基盤にも対応するものであるが、MiFID II は、取引対象を店頭デリバティブ取引に限定せず、金融商品すべてにおいて利用されることを想定している。MiFID II は、この新たな取引施設である OTF も含め、すべての取引施設に同様の透明性ルールと組織面と市場監視に係る要請を適用し、平等な競争条件を確保することによって、強固で効率的な市場構造の構築を企図しているのである。

②技術革新への対応とは、技術発展によって劇的に複雑化およびスピード・アップした HFT およびアルゴリズム取引には、システミック・リスクや市場秩序の混乱の発生可能性があることから、これら回避すべく、特別の規制および監督を導入するものである。MiFID II は、このような取引を行うすべての投資業者に対し十分なリスク管理体制の構築や当局への報告義務を課し、また、取引施設に対し大量注文や不足の事態にも対応できる能力やシステム構築といった組織面の強化を要請し、市場の混乱の回避を図ろうとしている。

③透明性の向上は①とも関連するが、市場構造の変化によって出現した、いわゆるダーク・プールの<sup>(44)</sup>問題への対処を企図している。前述のとおり、MiFID IIはOTFという新たな取引施設カテゴリーを導入するが、ダーク・プール取引をこのカテゴリーで捕捉して、取引を公表させる透明性義務を課すことによって株式市場における取引活動の透明性を改善させようとしているのである。なお、非エクイティ市場（債券、仕組金融商品およびデリバティブ）においても新しい取引の透明性規制を導入する。さらに、すべての市場のデータを一か所に集めることを要請し、投資家がより多くの情報を得て選択ができるよう、EUにおいてすべての取引活動を概観できる設計を想定している。MiFID IIの改正の核心は、透明性の向上にある。

④商品デリバティブ市場の監督と枠組みの強化では、当局の役割と権限を強化する。具体的には、デリバティブのポジション等の情報提供やポジション制限を要請する権限を付与し、さらに、取引の差止めや差押え等の必要な救済手段の行使権限も用意し、デリバティブ取引への介入権を認めるものである。

⑤投資家保護の強化としては、ポートフォリオ・マネジメント、投資助言、複合金融商品の提供に対する要件を強化し、投資業者から投資家に判り易いかたちで情報が提供されるようにすることや、投資業者が第三者からの金銭的利益の受領禁止、抱き合わせ販売（cross-selling）慣行に対する評価およびガイドラインの作成などが規定されている。

以上がMiFID IIの改正の主要点であり、小括するならば、主眼としては、規制外取引の増加や技術革新による新たな取引により急激な構造的変化を遂げつつある金融市場に対して、OTFを一例にとれば、OTFという新たな取引施設概念を定義して規制を導入することにより、それまで対象外であった取引の場を規制対象に取り込み、また、規制の切り口としては、取引の透明性を向上させる報告および公表などのルールを導入して、効率的な市場の



再構築を企図しているものといえよう。

ピッツバーグ・サミットの要請事項との関連では、EMIR ではカバーされなかった要請事項②取引所または電子取引基盤における取引が、MiFID II の改正の主要点①強固で効率的な市場構造において導入される OTF によって対応されることとなる。

## (2) 新たな規制アプローチ

MiFID II の要綱 (Explanatory Memorandum) 中に記述されている提案の詳細説明においては、総論としての記述があり、欧州委員会が、金融商品の取引の場をどのような概念で規定し、いかなる規制アプローチを設計しようとしているかが示されており、注目に値するので、以下訳出する。

### 総論－統一基盤 (General—a level-playing field)

規制案の目的の中心は、すべての組織化された取引が、規制された取引施設：<sup>(45)</sup>規制市場、<sup>(46)</sup>MTFs、<sup>(47)</sup>OTF において執行 (conduct) されることを確実にするにある。同一の取引前後の透明性の要請は、これらすべての施設に対して適用される。組織面および市場監視 (market surveillance) に関する要請も、三つのすべての施設に対して、ほぼ同様である。これにより、機能的に同じアクティビティが行われる場合、第三者に同じ利益がもたらされる公平な取引の場が確実なものとなる。重要なのは、透明性の要件 (requirement) が、異なるタイプの金融商品 (エクイティ、債券、デリバティブ) と、異なるタイプの取引 (<sup>(48)</sup>オーダーブック、クォート・ドリブン・システム) に基準化 (calibrate) されることにある。

三つのすべての取引施設においては、プラットフォームの運営者は中立

のである。規制市場と MTF は、非差別的な執行取引が特徴である。これは、取引が所定のルールによって執行されることを意味している。

対照的に、OTF の運営者は、取引の執行方法に一定程度の裁量がある。その結果、運営者には、利用者に対する投資家保護、行為規制、最良執行が要請される。したがって、OTF のアクセスと執行方法は、透明かつ明確でなければならない。もし、機能的に規制市場や MTFs が提供するサービスと機能的に異なる場合は、顧客に対するサービスについて、運営者は定性的なサービスを提供することが許されている。OTF の運営者の中立性と顧客に負う義務を確実にするため、OTF の運営者には、自己資本取引 (against his own proprietary capital) が禁止される必要がある。

最終的に、組織化された取引は、システムティックな自己執行によっても発生しうる。システムティック・インターナライザー<sup>(49)</sup> (SI) は、自己資本取引に対して、顧客の取引を執行する。しかし、SI には、機能として、規制市場、MTF および OTF が行う第三者の売買取引を付け合せしないので、取引施設ではない。最良執行と他の行為規制が適用され、また、顧客はいつ自分の取引が投資業者や第三者と行われたかを明確に知ることができる。特定の取引前の透明性とアクセスの要件が、SIs に適用され、透明性の要件は、異なるタイプの金融商品、特に、エクイティ、債券、デリバティブに基準化され、特定の閾値 (specific thresholds) が適用される。投資業者による顧客や他の投資業者との自己勘定における取引は、店頭取引と考えられる。SI の定義に該当しない店頭取引行為は、制定法執行に対する修正を通じ、より包括的に、システムティックではなくイレギュラーなものとされる。

上記総論を端的にまとめるならば、「機能的に同じアクティビティが行われる場合」、「異なるタイプの金融商品」と「異なるタイプの取引」に対して「基準化」された規制要件を用意する。それによって「公平な取引の場が確実」なものとなる。取引の場の運営者には、「運営者の取引の執行方法」に応じて、「透明性の要請」・「アクセス要件」・「最良執行義務、行為規制」・「自己資本取引禁止」を課す、ということになる。

総論にみられる欧州委員会の規制の考え方の特徴は、すでに MiFID に端緒がみられる。MiFID 制定時、規制市場を定義する際には、伝統的な市場 (market) に関する考え方から取引システム (trading system) 中心の考え方、言い換えれば機能アプローチ (functional approach) に基づく考え方への転換がみられたとされる (椎名 [2003] (上)、183頁)。また、その結果として規制市場と MTF の差が縮小し、規制上も両者が相乗りとなる規定が存在することとなり、「同じ機能には同じルールを」とする原則が採用されたことも指摘されていた (椎名 [2003] (下)、259頁)。MiFID の改正に際しても、上記総論の記述によれば、さらにこの機能アプローチを発展させていると捉えることが可能である。

総論に掲げられた規制のアプローチを、取引の場毎にそれぞれの特性および要請される規制について整理すると、[表3] のようになると思われる<sup>(50)</sup>。伝統的な市場概念や主体に着目して規制するアプローチから脱し、機能に着目して整理された規制アプローチが整えられているといえよう。

なお、「公平な取引の場」を確実にするためには、このように機能に着目した規制アプローチにおける透明性義務だけではなく、米国の証券取引システムのように各市場をシステムの的にリンクする必要がある。この点については、MiFID II において新たな機関が創設されている。新たな機関は、①投資業者から取引報告を得て公表するサービスを行う認定公表機構 (Approved Publication Arrangement)、②取引施設と認定公表機構から

[表 3]

	第三者の売買取引の付け合せの有無			
	有 (取引施設)			無 (非取引施設)
	規制市場	MTF	OTF	SI
組織的な取引 (organized trading)	○	○	○	○
マルチラテラル	○	○	○	—
運営者の中立性	○	○	○	—
取引執行の裁量性	非裁量	非裁量	裁量あり	裁量あり
投資家保護の要請 (行為規制・最良執行義務)	—	—	○	○
運営者の自己資本取引の禁止	—	—	○	—
取引後の透明性要請	○	○	○	—
取引前の透明性要請	○	○	○	○
アクセス要件	○	○	○	○
組織面と市場監視の要請	○	○	○	—
当局の認可、上場・取引規則、 財源・体制の確保、会員制	○	—	—	—

(上記いずれにも該当しない取引は、店頭取引に分類される)

の価格や売買高の報告を集約して電子的にリアルタイムで開示する取引情報統合システム提供者 (Consolidated Tape Provider)、③投資業者に代わって当局に取引報告を行う認定報告機関 (Approved Reporting Mechanism) の3つである。これらが市場のインフラとして稼働することにより、市場の分散が進んでも、信頼できる集約された公表データが市場参加者および投資家に開示されることによって不公正の回避が図られることとなる。

以上のとおり、MiFID II および MiFIR によって、店頭デリバティブ規制のみならず、EU の金融商品の取引施設に対する規制のあり方は大きく変化する。[表 4] において、EU に存在する取引の場 (プラットフォーム) について、それぞれの取引手法や価格形成などの特性と、MiFID 改正前後の

【表4】

規制	取引の場 (プラットフォーム)	取引手法	取扱商品	価格形成	公表を要請される透明性	執行
MIFID規制	規制市場 (Regulated markets)	マルチラテラル集中注文ブックによる継続的付け合せ	株式、上場債券、ETP	参加者の売買の継続的付け合せ	上場株式では、約定前（リアルタイム）の注文と気配値、約定後（個別取引の約定報告）、施設の特定大口取引は報告運送可	非裁量（約定のルールにより非差別的に執行）
	現物株式のMTF(Multilateral Trading Facility)	マルチラテラル集中注文ブックによる継続的付け合せ	主に株式（ブルーチップ）	参加者の売買の継続的付け合せ	株式の約定前後、典型的な施設の特定	非裁量（約定のルールにより非差別的に執行）
	MTFもしくは規制市場によって運営されるターナオーバーブック	マルチラテラル非公開の注文ブック（約定前の透明性なし）による付け合せ	主に株式（ブルーチップ）のフロットシート	通常は、対応する規制市場の最良気配値の中間による価格	株式の約定後 MTF または規制市場がブック施設を運営している場合は、その特定大規模な約定前放棄最も顕著な放棄における約定前の透明性として参照価格	非裁量（約定のルールにより非差別的に執行）
	MTF マルチデイラーのプラットフォーム	マルチラテラル顧客またはデイラーが、最も頻繁な約定プラットフォームにおける気配値を選択する	債券、デリバティブ	気配値 プラットフォームに参加するデイラーと間のクロスマッチング、業者間の気配値、オーダーブック	非株式は透明性の要請なし EMTR 施行により、取引情報蓄積機関が、店頭デリバティブの取引後の情報をまとめて公開*	非裁量（約定のルールにより非差別的に執行）
	SI (Systematic Internaliser) → MIFID II では取引施設と見做さない	自己勘定における顧客注文のシステマティックな実施	株、債券、デリバティブ	規制市場 上場の株式は、証券会社の売買価格で、標準的な市場規模の気配	株式の約定前、全システムインテグレーションサーは、株式の約定後、匿名で公開する	（自己資本により第三者の売買を付け合せない）
MIFID II 規制	組織化された取引仲介組織（OTA:Organized Trading Facility）	マルチラテラル自己勘定における顧客注文の執行は禁止	株式、債券、デリバティブ	参加者の売買の継続的付け合せ	取引の約定前後	裁量あり 自己資本取引禁止
規制外： 電子プラットフォーム →MIFID II の OTF に相当する可能性	プロカーのインテグナル・クロッシング →MIFID II の OTF に相当する可能性	マルチラテラルとバイラテラル顧客注文との注文付け合せ オペレーターによる注文	株式	顧客注文または証券会社内の注文のマッチングとのクロスマッチング	株式の約定後の透明性（匿名）（施設を特定せず、店頭取引として報告） 大手業者は呼び値を明示 EMTR 施行により、取引情報蓄積機関が、店頭デリバティブの取引後の情報をまとめて公開	裁量あり
規制外： 電話・メール	非 MTF マルチデイラーのプラットフォーム →MIFID II の OTF に相当する可能性	マルチラテラル顧客またはデイラー、複数デイラーから最良売値を選択	債券、デリバティブ	気配値 プラットフォームに参加するデイラーと間のクロスマッチング、業者間の気配値、オーダーブック		
	シングルデイラーのプラットフォーム	バイラテラル 単独業者のプラットフォームの顧客インターリング	債券、デリバティブ	気配値 プラットフォームに参加する業者の気配値		
	バイラテラルの店頭取引	顧客とデイラーまたはデイラー間のバイラテラル 電話またはメール	プラットフォームの株式、債券、デリバティブ	バイラテラルの交渉気配値		

\* 改正指令・新規則案による変更は下線表記

位置づけについて整理を試みた<sup>(51)</sup>。MiFID IIにより導入されたOTFには、現行、規制の対象外であるブローカー（投資業者）のクロス取引（マルチラテラルの場合）と、MTFではないマルチ・ディーラーのプラットフォームが該当すると推測される。MiFID II後は、マルチラテラル取引のほぼすべてが規制下におかれ、ブロック・トレードなどの一部を除いて約定前後の透明性の要請が貫徹する。

### （3）MiFIR案の概要

MiFIDの改正に際して追加された規則であるMiFIR案は、第1編の適用範囲と定義の規定から始まり、取引施設の透明性（第2編）、店頭デリバティブ取引業者に関する透明性（第3編）、取引報告（第4編）、デリバティブ取引に関する義務（第5編）、集中清算へのアクセスの非差別（第6編）、所管当局およびESMAによる商品への介入とポジション管理（第7編）等の10編46条からなる大部の規則である。概要は表[5]のとおりである。

MiFIDからのもっとも大きな改正点は、MiFID II同様、市場透明性の強化にあり、透明性が要請されていなかった規制市場の上場株式以外の金融商品に、透明性要件が拡張される。対象となる金融商品は、①エクイティ類似商品（預託証券、取引所上場ファンドおよび証書など）、②非エクイティ商品（債券と仕組金融商品（規制市場の取引が認可されているか目論見書が発行されている場合）、排出枠とデリバティブ（MTFとOTFで取引されている場合））であり、取引施設で取り扱われるほとんどの商品に透明性要請が課せられることになる。また、SIと投資業者の店頭取引について、MiFIDでは上場株式を呼び値の公表義務の対象としていたものをエクイティ商品に拡張し、非エクイティ商品についても、顧客からの求めに応じ、呼び値を認定公表機構を通じて公表する義務を課すこととしている。

その他にも、取引の報告の範囲については、MiFIDでは規制市場の取引が認可されている金融商品に限定していたが、MTFとOTFで取引されて

[表 5] \* 右欄には、編または章毎に、筆者が概要または注目される点を付記

第1編 主題、適用範囲と定義

第1条	主題と適用範囲	・排出枠も適用範囲
第2条	定義	排出枠の現物市場は規制外であるが、詐欺的慣行等が発生しており、排出枠についても、金融市場規制に従うものとする。

第2編 取引施設の透明性

第1章

第3条	株式、預託証券、取引所上場ファンド、証券および類似金融商品に関する、取引施設における取引前の透明性要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>・エクイティ類似商品と訴訟の対象となりうる利益指標に対して、透明性ルールを拡張（第4条はエクイティマーケットの取引前透明性の免除適用における一貫性強化）</li> <li>・MiFIDでは、株式を取引前後の透明性義務の対象としていた（規制市場で取引されているもので、MTF・OTFで取引された場合も対象）が、エクイティ類似商品にも拡大し、規制市場で取引されていないMTF・OTFの取引にも適用する。</li> </ul>
第4条	免除の認可	
第5条	株式、預託証券、取引所上場ファンド、証券および類似金融商品に関する、取引施設における取引後の透明性要件	
第6条	遅滞公表の認可	

第2章

第7条	債券、仕組金融商品、排出枠、デリバティブに関する、取引施設における取引前の透明性要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>・債券、仕組金融商品とデリバティブに対する透明性ルールの拡張</li> <li>①現在の株式市場のみに適用されている透明性ルールを、4つの非エクイティ商品に拡張する（既存レベルの透明性では、店頭取引には不十分）。</li> <li>②新たな要件では、規制市場・MTF・OTFの3つの取引施設に共通の取引前後の透明性要件を課す。免除については、別途の規制による。</li> <li>③規制市場では、4つの非エクイティ商品に拡張し、MTFとOTFでは、規制市場で取引が認められるか目論見書が発行されている債券と仕組金融商品と、MTFとOTFで取引が行われている排出枠とデリバティブに拡張する。</li> <li>④取引前透明性要件は、所管当局が市場モデル・流動性等の基準に基づき適用除外商品と適用除外取引を定め、ESMAに通知する。</li> <li>⑤取引後透明性については、取引のサイズと種類によって、遅滞公表を認可する。取引前と同様、情報の範囲や遅滞条件については、別途定める。</li> </ul>
第8条	免除の認可	
第9条	債券、仕組金融商品、排出枠、デリバティブに関する、取引施設における取引後の透明性要件	
第10条	遅滞公表の認可	

第3章

第11条	個別に入手できる取引前後のデータ作成義務	<ul style="list-style-type: none"> <li>・データ統合の拡大と一層の効率化を図る</li> <li>①市場データの質・フォーマット・コスト・統合の能力は、透明性、競争力および投資家保護の観点から、MiFIDの原則を維持する鍵であり、多くの基本的な変更を提案している。</li> <li>②取引施設に要求することによって、データのコストを削減する。規制市場、MTF、OTFは、取引執行後15分以内に、無料で取引後情報を提供しなければならない。情報は、取引前後で別々に要請できる。合理的な商業ベースについては、別途定める。</li> <li>③投資業者は、指令によって規制される承認公表契約（Approved Publication Arrangements）によって、取引施設外で公開取引を執行することが要求される。</li> </ul>
第12条	合理的な商業ベースで提供できる取引前後のデータ作成義務	

第3編 店頭デリバティブの取引を行う投資業者（SIを含む）の透明性

第13条	投資業者の確定的な呼び値を公表する義務	<ul style="list-style-type: none"> <li>・SIを含む、投資業者の店頭取引の透明性</li> <li>→統一基盤（a level playing-field）の維持、市場による価格発見のサポートおよびリテール投資家の保護のため、投資業者に対する特定の透明性ルールは、SIにも課せられる。現行ルールでは、SIは、株式とエクイティ類似商品であるが、規則案では、規制市場で認められるか目論見書が発行されている債券、仕組金融商品、排出枠、清算対象であるか規制市場で取引が認められているかまたはMTFもしくはOTFで取引されているデリバティブについても、適用する。</li> </ul>
第14条	顧客注文の執行	
第15条	所管当局の義務	
第16条	呼び値へのアクセス	
第17条	債券、仕組金融商品、排出枠およびデリバティブにおける確定的な呼び値を公表する義務	
第18条	ESMAのモニタリング	
第19条	株式、預託証券、取引所上場ファンド、証券および類似金融商品に関する、SIを含む投資業者による取引後の開示	
第20条	債券、仕組金融商品、排出枠、デリバティブに関する、SIを含む投資業者による取引後の開示	

## 第4編 取引報告

第21条	市場の信託を支える義務	<ul style="list-style-type: none"> <li>・MiFIDに基づく取引報告は、当局の投資業者の行動のモニタリングを可能にし、MiFIDの遵守を確実なものとし、また、市場阻害行為指令（Market Abuse Directive）に基づく阻害行為のモニタリングも可能。取引報告は、一般的な市場モニタリングにも有用。多くの観点における取引報告の質の向上を進める。</li> <li>・金融商品のすべての取引は、所管当局に報告される必要がある。所管当局は、注文執行の全プロセスにおいて、全面的に記録にアクセスができる。</li> </ul>
第22条	記録保持義務	<ul style="list-style-type: none"> <li>①規制市場、MTF、OTF市場は、最低5年間、当局がアクセスできるように全データ（顧客、取引執行責任者、トレーダー、コンピューター・アルゴリズム）を保管する。</li> <li>②取引報告の範囲を、現在の規制市場で取引が認められている金融商品から拡大し、除外されるのは、以下の金融商品のみとする；(i) 取引が認められていないか、MTF、OTFで取引されていない (ii) MTF、OTFで取引されているか取引が認められている金融商品に価値を依存している商品 (iii) MTF、OTFにおいて取引されているか取引が認められている商品に対して、影響のない商品</li> <li>③規則案では、報告の品質も向上させる。規制市場、MTF、OTFに対し、一般的な報告義務のない業者の執行取引の詳細の報告を求める。他の業者にオーダーを送る際は、全データを渡すことが求められる。</li> <li>④コストと効率性の目的から、MiFIDに基づく取引の重複報告と近時提案された取引情報蓄積機関に対する報告要請は除外される。</li> </ul>
第23条	取引報告義務	

## 第5編 デリバティブ

第24条	規制市場、MTFs、OTFsにおいて取引を行う義務	<ul style="list-style-type: none"> <li>・店頭デリバティブ市場の安定性、透明性、監督の改善のため、G20において、店頭デリバティブ取引の取引所又は電子取引プラットフォームへの移行が合意されている。</li> <li>・この合意に基づき、既にEMIRにより清算集中が提案されている。本規則では、デリバティブ取引を、適正な規制市場、MTFまたはOTFで行うことを要請する。この義務は、金融および非金融機関に対して課せられる。</li> </ul>
第25条	規制市場において取引されるデリバティブの清算義務	
第26条	取引義務手続き	
第27条	取引義務に基づくデリバティブの登録	

## 第6編 金融商品の非差別的な清算へのアクセス

第28条	CCPへの非差別的なアクセス	<ul style="list-style-type: none"> <li>①CCPや決済機関等の取引後のインフラは、どのメンバー国に対してもアクセス制限をしてはならず、また、金融商品の決済において、競争を妨げるような商業ベースの障壁を設けてはならない。</li> <li>②規則案の非差別的な行為や障壁の禁止により、より低い投資コストのための決済競争が進展し、非効率性が削減され、EU市場のイノベーションが養成される。</li> </ul>
第29条	取引施設への非差別的なアクセス	
第30条	ベンチマークのライセンスに対する非差別的なアクセスと義務	

## 第7編 商品への介入とポジションにおける監督手段（measures）

## 第1章

第31条	ESMAの一時的な介入権限	<ul style="list-style-type: none"> <li>・委員会は、2009年6月10日、EUの金融監督強化（監督と実行性の強化や、所管当局の商品やサービスの精査を行い得る特別の権限）を決定。</li> <li>・修正案では、第一に、所管当局に恒久的な禁止権限（permanent ban）を、ESMAに一時的な禁止権限を付与することで、監督権限を大幅に強化する。禁止権限により、金融商品のマーケティング（marketing）、販売、慣行、特定の行為等の禁止・制約が可能となる。</li> </ul>
第32条	所管当局による商品への介入	
第33条	ESMAによる調整	

## 第2章

第34条	ESMAによる国内ポジション管理基準（measure）とポジション制限の調整	<ul style="list-style-type: none"> <li>規則案では、禁止権限に一定の条件を課しており、その条件とは、投資家保護、金融市場の秩序ある機能や金融システムの安定に対する脅威がある場合とする。第二に、修正指令提案にもあるとおり、所管当局にポジション制限の権限を付与し、ESMAに、国家間レベルの調整の役割を導入する。また、ESMAには、市場参加者のポジション管理または制限の権限を付与する。</li> </ul>
第35条	ESMAのポジション管理権限	



第8編 支店のない第三国の業者によるサービスの提供

第36条	一般規定	・規制案は、目下の（市場の）分断を克服しEU域内のすべての金融サービス業者に公平な取引の場を確保なものとするため、第三国の業者や市場運営者のために、EU市場へのアクセス認容のための調和的なフレームワークを創設する。規制案は、第三国の事前の同等性評価に基づく制度（regime）を導入する。リテール顧客へのサービスには、支店の設立を要請し、支店を設立するメンバー国において、認証を受けなければならない。支店は、EUの要請（阻止要件、行為規制、利益相反、透明性等）に従う。適格カウンターパーティーへのサービスには、支店は不要であり、第三国の業者は、ESMAの規則に従う。第三国の監督者と、所管当局とESMAの間で、適切な協力協定（appropriate cooperation agreement）を要する。
第37条	同等性決定	
第38条	登録	
第39条	登録の撤回	

第9編 委任・実施規定

第1章

第40条	委任される規定
第41条	委任の行使

第2章

第42条	委員会手続き
------	--------

第10編 最終案

第43条	報告とレビュー
第44条	EMIRの修正
第45条	移行準備
第46条	執行・適用エントリー

いる金融商品すべてに拡張すること、取引記録の保存については、投資業者のみならず、規制市場、MTF および OTF にも義務付けることとした。所管当局および ESMA による商品への介入とポジション管理と併せ、当局の相当の監視強化も図られている。

ピッツバーグ・サミットの要請事項との関連では、要請事項②取引所または電子取引基盤における取引、③清算集中、④取引情報蓄積機関への報告に対応する詳細が手当されたこととなる。

MiFIR 案に対しては、一部市場参加者から、規制の厳格性に対する懸念が示されている。<sup>(52)</sup> もっとも、規制の免除等の詳細については、別途の規制または規制当局もしくは ESMA の定めによることとなっているため、現時点において MiFIR 案の評価は難しいが、少なくとも前出の EU の銀行部門の専門家グループによるレビュー（Liikanen [2012]）において特段の懸念は示されなかったようである。

## V むすびに代えて

### 1 新たな EU の金融規制アプローチ

前述のとおり、近時、EU では、急激に構造変化の進む金融商品の取引の場に関し、EU の加盟国が利用できる強固で効率的な統一基盤を再構築するため、伝統的な市場概念に基づく規制および業者規制ではなく、電子取引基盤については取引の場としての新たな概念を創出し、取引システムに着目した機能的なアプローチによる法体系の構築を目指しているようである。そして、規制適用に際しても、店頭デリバティブの清算集中義務が、金融機関のみならず取引ポジションの大規模な法人に課されていることに見られるように、業者ではなく取引に着目した規制（いわゆる行為規制）が図られることとなっている。

EU がこのような規制アプローチを選択する背景として、各国がそれぞれの国内事情に応じて国内法と許認可権限によって業者を規制しているところ、横断的に一律のルールをスピーディーかつ同時に国内法化させることは、相当に困難であることが推測される。さらに、金融取引に着目すれば、同じ機能をもつ複数の取引の場において、国によって取引の場の定義およびその規制の詳細が異なり、市場参加者の平等なアクセスが保証されていなかった場合、これらの差異を利用した不公正な裁定取引が発生し、市場の効率性と公正性が損なわれる可能性がある。そのような規制環境にある EU において、実効性のある金融取引規制を整備するには、上記の規制アプローチが比較的有効に機能し得るものとして選択されたのではないかと思われる。

このように、EU の近時の規制アプローチは、EU に参加する各国に直接・間接に共通ルールを貫徹しなければならない EU 特有の事情が背景にあることが推測されるが、取引の場の機能と取引行為に着目した規制アプローチは、市場構造の変革や取引参加者の拡大が著しく、またそれらのスピードが速い

金融取引に対して、EU 以外の法域・国においても有効なアプローチとなる可能性があるかもしれない。一連の規制が導入された今後の EU 金融市場の動向が注目される。

## 2 我が国の近時の金商法改正に対する評価

EU が抜本的な金融規制の改正に着手している一方、我が国の近時の金商法改正は、限定的な手当にとどまっている。先の EU の金融規制と対応させれば、電子取引基盤に関しては、市場や PTS といった取引の場や、新たな機能をもつ取引の場としてではなく、店頭デリバティブ取引の規制整備の一環として、第一種金融商品取引業者の行う店頭デリバティブ取引またはその媒介、取次もしくは代理が提供される場と位置付け、その提供者を業規制の対象とする整理を行ったに過ぎない。また、店頭デリバティブの清算集中義務は、取引規模の大きい金融機関同士である場合にのみ課され、取引の相手方が一般事業会社である場合は除外している。

この金商法改正は、世界的金融危機の再発を防止するための店頭デリバティブ取引の規制強化への対応として十分なものと評価し得るであろうか。現行の我が国の店頭デリバティブ取引の広がりとボリュームが米国や EU の先進的な取引市場に比べれば限定的である現状や、国際協調から要請される各国・法域市場と同時期・同等レベルの規制整備は達成されようとしている進捗状況を踏まえ、世界的金融危機につながるシステムミック・リスクの回避を達成目的とするのであれば、現時点において特に不十分なものとはいえないと思われる。今後の店頭デリバティブ取引の拡大を想定し、あらかじめ捕捉範囲を拡大・強化した規制を用意することも選択肢としては考えられるが、現実としては、金融市場規制において、予見し得る発生リスクに見合わない非効率で過剰な規制は、取引参加者への不要なコスト負担増、市場における技術革新の阻害、国際市場間競争の劣後などの弊害がもたらされる可能性も

あり、市場参加者からの支持は得られにくいであろう（金融商品取引法研究会 [2012]、32-33頁〔永井オブザーバー発言〕）。

このように、今般の金商法改正は、ひとまず、我が国の現行の法整備として喫緊の対応を行ったものと評価できる。しかし、弥縫的な手当に留まり理論的に整理されていないため、例えば、現行法のままでは、取引所とPTSが厳格な免許制および認可制となっているのに、有価証券売買よりもリスクが高くなり得る店頭デリバティブ取引の電子取引基盤は、第一種金融商品取引業者の登録のみで開設ができ、許可制になっていないといった具体的な問題が指摘されている（金融商品取引法研究会 [2012]、31-33頁〔松尾委員発言〕）。また、そもそも金融機関同士の取引だけを規制対象とする業者規制で金融システムに対する重大な影響が遮断できるのかという疑問も提起されている（金融商品取引法研究会 [2012]、27-29頁〔神田会長・黒沼委員発言〕）。監督当局には、今後の市場動向を注視し、追加的な規制の必要性について、事前に察知・検討し、対応することが求められる。

### 3 我が国における取引の場と市場概念の再構築の必要性

大きくくりではあるが、我が国において、伝統的には、仲介人を通じた株式の取引が行われる場とは証券取引所が開設する市場であり、市場参加者は証券取引所会員である証券会社に限られていたから、規制アプローチとしては、証券取引所と証券会社を免許制とし、免許（業者）規制を中心とする体裁が整えられている面が強いといえる。しかし、近時、資本市場で取り扱われているのは、株式に限られずデリバティブ等の多様化した金融商品であり、取引の場は、取引所から店頭やPTS、さらには今般の電子取引基盤にまで実質的に拡大しているにも関わらず、証券取引法（以下「証取法」という。）・金商法の定義・体系に根本的な見直しがなされていないため、かなり判りにくく問題のある規定振りとなってしまっている。

我が国における金融商品取引の場の構造変化に関する法整備は、上場有価証券の取引所集中義務を撤廃した平成10年証券取引法改正に遡る。平成10年以前、有価証券市場とは証券取引所が開設する市場すなわち取引所有価証券市場であった（旧証取法2条12項）ところ、同改正により店頭売買有価証券市場（証取法67条2項）が追加され、取引所有価証券市場と店頭売買有価証券市場が併存することとなった。その後、証券取引所を株式会社化するための昭和12年改正において、取引所有価証券市場概念を有価証券市場概念に戻した（証取法2条12項）が、そのままでは店頭売買有価証券市場も有価証券市場として取引所の免許を要することとなる（証取法80条1項）ため、店頭売買有価証券市場への適用を除外した（同条2項）。上記の規定振りについて、上村達男教授は、このような混乱は市場性の強い組織的市場と市場性の弱い相対型市場を併せて有価証券市場として認め、証券取引所の免許制を前者に関するものとしてはっきりと位置付けていないことによるもので、こうした発想を有しないことが金融システム改革全般に影を落としていると批判されており、かねてより、現行証券取引用法（現・金商法）概念・体系の全体にわたる根本的な見直しの必要性を指摘されていた（上村 [2001] 92頁）。

また、平成18年金商法改正において、有価証券市場が金融商品市場と改められた際、市場デリバティブ取引を入れ、有価証券市場概念が機械的に金融商品市場概念に置き換えられたが、そのため、市場デリバティブ取引は取引所でしか行えず、店頭取引ができない論理的帰結が導かれるとする、かつての立法担当者であった松尾直彦教授（金融商品取引法研究会 [2012]、31-32頁 [松尾委員発言]）からの指摘がある。松尾教授はさらに続けて、現在の金商法の体系において市場の定義がなく、マーケットとは何かという根本的な問題が未解決のまま市場が広がっていること、電子取引基盤は実質的に市場に近いこと、今回、金融庁は理論的整理をせずに表面だけ手当りしたとして批判されている（金融商品取引法研究会 [2012]、34頁 [松尾委員発言]）。

以上のように、金商法（旧・証取法）における取引の場と市場概念については、以前から再構築を検討すべきことが指摘されている。また、国際的な市場間競争に劣後することのないよう、そして、近時の金融監督規制の国際協調の枠組みにおいて我が国の金融市場も欧米と同等の法規制の整備が要請されることから、ダーク・プール、HFT、最良執行義務といった金融市場の構造変化により発生し拡大している店頭デリバティブに限らない諸問題についても、欧米の監督当局と同等の本格的な対応に取り組んでいく必要がある。我が国において、取引の場と市場概念の再構築に関する本格的な議論の蓄積がそれほど厚くないなかで、<sup>(53)</sup>金商法における概念的・理論的整理を検討するに際し、今般のEUの新たな概念整理と金融規制アプローチは参考となる。

以上

- (1) 神作 [2010]、74頁
- (2) G20の構成は、G8（日本、米国、英国、ドイツ、フランス、イタリア、カナダ、ロシア）と、アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、中国、インド、インドネシア、メキシコ、韓国、サウジアラビア、南アフリカ、トルコ、欧州連合。
- (3) ワシントン・サミットの「金融・世界経済に関する首脳会合宣言」では、危機の根本的な原因として、市場参加者、金融システム、政策立案者および規制・監督当局に関し以下の3点が特定された。①市場参加者は、この10年弱の高い世界経済の成長、資本フローの伸び及び長期にわたる安定が続いた期間に、リスクを適正に評価せず、より高い利回りを求め、適切なデュー・ディリジェンスの実施を怠っていた点、②同時に、脆弱な引き受け基準、不健全なリスク管理慣行、ますます複雑で不透明な金融商品及びその結果として起こる過度のレバレッジが組み合わさって、システムの脆弱性が創出された点、そして、③いくつかの先進国において政策立案者、規制当局及び監督当局は、金融市場において積み上がっていくリスクを適切に評価、対処せず、また金融の技術革新の速度について行けず、あるいは国内の規制措置がシステムにもたらす結果について考慮しなかったことに加え、背景には、一貫性と十分な調整の欠けたマクロ経済政策と不十分な構造改革があり、これらが世界的マクロ経済上の持続不可能な結果を導き、こう

した状況が、過剰を助長し、究極的には深刻な市場の混乱をもたらした点である。G20の首脳会合宣言をはじめとするG20の公表情報は、外務省HP (<http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/>)を参照。

- (4) 各国際機関の役割分担は以下のとおり。国際金融分野の証券監督規制・ルールの枠組み策定は、BISの支払い・決済システム委員会(The Committee on Payment and Settlement Systems) (以下、CPSSという)およびIOSCOの専門委員会が共同で検討・策定し推進する。FSBは、アジア通貨危機やロシア金融危機の経験等を踏まえて1999年2月のG7ボン会合において設立が決定されたFSF(金融安定化フォーラム)を拡充して2009年に創設された機関で、各国・法域当局間の協調及び情報交換の促進、規制上の基準の遵守におけるベストプラクティスについての助言や監視などを担当する。
- (5) 金融市場改革の共通原則として、以下が特定された。①金融市場の透明性及び説明責任を強化する、②規制枠組み、健全性監督、リスク管理を強化し、すべての金融市場、商品、参加者が適切に規制され、監督の対象とする健全な規制を拡大する、③投資家・消費者保護を強化し、利益相反を回避し、不法な相場操縦、詐欺行為、濫用を防止し、金融市場における公正性を促進する、④国境を越える資本フローを含め金融市場のすべての部門において、規制当局の国際連携を強化する、および⑤FSF(現・FSB)の加盟国をより広く新興市場国に早急に拡大するなどの国際金融機関の改革の以上5点である。
- (6) 要請内容は、以下の6点である。①規制政策における景気循環増幅効果(プロシクリシティ)を緩和する、②市場の混乱時において特に、複雑な証券について、国際会計基準を見直し、調整する、③店頭市場のインフラの改善を含む、信用デリバティブ市場の強靱性と透明性を強化し、システムミック・リスクを軽減する、④リスク・テイクと技術革新のためのインセンティブに関連していることから、報酬の慣行を見直す、⑤国際金融機関の権限、ガバナンス及び資金需要を検討する、⑥システム上重要な機関の範囲を定義し、それらに対する適切な規制又は監督を決定する。
- (7) 実際には、要請事項⑤、⑥は別スケジュールで進行中である。BCBS(バーゼル銀行監督委員会)及びIOSCOは、2012年7月6日、清算集中されないデリバティブ取引に係る証拠金規制に関する市中協議文書を、次いで2013年2月15日、同第二次市中協議文書を公表し、国際的な合意をとりつける途上にある。
- (8) G20において策定された方針に対する各国・法域の対応状況については、随時、FSBが進捗を把握して報告を行っており、店頭デリバティブ市場の改革に

関しては、2011年4月以降、約6か月毎の進捗報告書が公表されている。最新の報告書（FSB [2012]）では、各国・法域が、要請事項に対して、法整備と規制の履行がどこまで進捗しているかの直近の状況が報告された。我が国の進捗は「法整備に関しては、証拠金規制を除き完了。規制の履行に関しては、中央清算機関・取引報告・標準化は完了しているが、資本規制は市中協議中であり、取引所または取引電子基盤と証拠金は未対応」との評価がなされており、国際機関による法レベルの対応完了が確認されている。

- (9) FSB [2012] によれば、EUは「法整備は中央清算機関・取引報告・標準化は完了しているが、取引所または電子取引基盤は市中協議中、資本規制・証拠金規制は未対応。規制の履行は中央清算機関・取引報告が市中協議中、それ以外は未対応」、米国は「法整備は完了（ドッド＝フランク法による）。規制の履行は、取引所または電子取引基盤・資本規制・証拠金規制は市中協議中」との評価がなされている。日本の対応状況は、2012年に実施に向けて大きな進捗があったと評価されており、EUの状況と比較しても、十分なスピードで対応してきているものといえる。
- (10) ドッド＝フランク法の概説については、松尾 [2011] 参照。ドッド＝フランク法による店頭デリバティブ規制改革の概要については、関＝磯部 [2011] 参照。
- (11) 米国のデリバティブ規制の歴史的経緯については、若林 [2009]、岡田 [2010] 参照。米国の近年の店頭デリバティブ規制改革の状況については、岩井 [2012]、磯部 [2011 a]、同 [2012 a]、同 [2012 b]、関 [2009] 参照。
- (12) 2010年度金商法改正の詳細については、立法担当者の解説として、寺田 [2010] 参照。また、国際的な規制・監督の背景から我が国の法整備と清算機関の対応状況まで取り扱ったものとして、拙稿 [2010] 参照。
- (13) FSB [2010]。解説として、小立 [2011] 参照。
- (14) 取引所の運営する立会外取引を指すものと思われる。我が国においては、2004年証券取引法改正により取引所集中原則が撤廃されたことに伴い東京証券取引所が導入した ToSTNeT (Tokyo Stock Exchange Trading Network System) 市場が相当すると考えられる。ToSTNeT では、立会市場の直近値を利用して、相手方を指定し、単一銘柄やバスケット（取引一般的には15銘柄以上かつ1億円以上の大口の取引）の取引を行う単一銘柄取引およびバスケット取引などがある。松尾 [2013]、459頁。
- (15) 規制の導入や修正に際し、実施に当たって想定されるコストや便益といった影響を客観的に分析し、公表することにより、規制制定過程における客観性と透



- 明性の向上を目指す手法。
- (16) 小立 [2011]、1 頁。
- (17) IOSCO [2011]。
- (18) 報告書は、マルチ・ディーラー型が望ましいことを示唆しているが、コストとの見合いで、取引基盤が備えるべき最低限の機能としてあげることには、コンセンサスが得られなかったとされる。神作 [2012]、46～47頁。
- (19) これらの他、プラットフォームが適切に稼働するためのガバナンス構造、とりわけ利益相反をコントロールする仕組みも、重要な要素とされている。神作 [2012]、47頁。
- (20) 具体的には、秩序を破棄する取引、市場濫用行為、相場操縦を含む不公正取引の監視と排除。IOSCO [2012]、p 49。
- (21) 金融危機の対応として、国際的に活動する銀行について一定の自己資本比率の維持を求めるもの。詳細については、神田 [2005]、同 [2012 a] 参照
- (22) 神田 [2012 a]、29頁。
- (23) 金融庁 [2011 a]。
- (24) 金融庁 [2011 b]。
- (25) 具体的には、Markit iTraxx Japan のことで、マークイット社がライセンスを保有し算出する、日本国内の信用リスク取引市場の動向を示す代表的なクレジット・インデックスである。Markit iTraxx Japan インデックスは、投資適格を有する日本国内企業50社の CDS 取引を指標化したものである。市場参加者は「スプレッド（信用リスクを取る際に必要な対価、いわば「保証料」に類するもの）」を用いて価格状況を判断する（信用リスクが大きいほど、「スプレッド」は大きくなる）。取引期間は、標準的には5年物、それ以外として3年物、7年物及び10年物の取引もある。Markit iTraxx Japan の価格集計は、取引ライセンス保有マーケット・メーカー（以下、マーケット・メーカーという。）が日次ベースでインデックスの取引実勢終値（スプレッド）をマークイット社に提供し、一定のルールに基づき平均して算出する。インデックスは6か月ごとに新しいシリーズが発表され、各シリーズは日本企業50社により構成される（構成銘柄には、日本国内に本拠を有する会社で、投資適格の格付けを有し、かつ市場流動性が最も高い50社が選定され、最終的にはマーケット・メーカーの投票により確定される）。クレジット・インデックス取引が通常のインデックスと異なる点としては、個別銘柄のクレジット・デフォルト・スワップ取引をバスケットにした性質を有していることから、①取引の売買に係る約定決済、契約存続期間中のクーポンの支払

い、クレジット・イベント時の決済などのキャッシュ・フローが発生し、②構成銘柄にクレジット・イベントが起きた場合は、その該当する個別銘柄について、個別銘柄のCDS取引を行った場合の手続きに準じた決済が行われ、それ以外の銘柄については引き続きリスクを負担する契約が存続するという2点がある。マークイットグループ日本株式会社HP (<http://www.markit.com/jp/home.page?>)参照。なお、マークイット社は、ロンドンを本拠とし2800人以上の従業員を持つ、金融情報サービスを提供するグローバル企業である。

(26) デリバティブ・プロの金融商品取引業者からの除外の経緯は、2006年の証券取引法から金商法への改正時、当時金融先物取引法にあった線引きを金商法に移行したことによる。このような体系は、本改正にもみられるとおり、規定を非常に判りにくくさせている。プロ概念について敷衍すると、金商法のプロの定義には、他にも、私募における開示の適用除外としての適格機関投資家と、プロ向け市場の顧客としての特定投資家（開示制度）の概念も存在する。このような3種類ものプロ概念が金商法に存在することについて、神田秀樹教授は、事情があって使い分けられているものであるが、再考の余地はあり、特定投資家・一般投資家という枠組みの中で必要に応じた規制の適用除外をするほうが望ましいことを指摘されている。神田 [2012 b]、12～16頁、同 [2012 c]、58～59頁。

(27) CPSSとIOSCOは、2012年4月に「金融市場インフラのための原則 (Principles for financial market infrastructures)」を公表した (CPSS-IOSCO [2012])。同報告書において、取引情報蓄積機関は、資金決済システム・証券保管振替機関・証券決済システム・清算機関といった金融市場インフラ (FMI) のひとつとして位置付けられ、金融システムの安定を促進するうえで、強化が不可欠であるとされる。同報告書には、取引情報蓄積機関が強化すべき法的基盤・ガバナンス・各種リスク管理制度・データの開示等に関する原則が明示されており、各国・各法域の監督当局は、これに従って取引情報蓄積機関を監督・規制することが求められる。なお、取引情報の詳細については、同年1月「店頭デリバティブデータ (取引情報) の報告および集約の要件に係る報告書」が公表されており、収集・保管・配信されるべき店頭デリバティブデータについて、FSB等の国際的な取り組みを反映した要件・フォーマット、グローバルベースでデータを集約するための方法およびメカニズムが取りまとめられている。

(28) 2013年3月8日、金融庁は、金商法156条の67第1項に基づき、取引情報蓄積業務を行うものとして、DTCCデータ・レポジトリー・ジャパン株式会社を指定すると公表しており、検討会の予想どおりとなった。なお、2012年9月19日、同

社グループの米 DTCC データ・レポジトリーは、米国商品先物取引委員会から、スワップの取引情報蓄積機関として登録を承認されている。

- (29) 債務者の経営再建又は支援を図ることを目的として行われる金利の減免、利息の支払猶予、元本の返済猶予、債権放棄その他の債務者に有利となる取決め。
- (30) EU・米国では、電子取引基盤について後述のとおり定義規定が置かれており、マルチ・ディーラー型のプラットフォームに限定した規定となっている。これに対し、日本では定義規定がないことから、シングル・ディーラー型のプラットフォームも可能である。定義規定が置かれなかったことと関連し、神作裕之教授は、検討会の『取りまとめ』が、「電子取引基盤の提供者が欧米に比べても少ない日本においては、取引の柔軟性を確保するため、双方を許容できる枠組みで、義務付けの対象が取引量の多い金融商品取引業者等の取引に限定されている段階においては、一方の当事者が運営するシングル・ディーラー型を用いて取引が行われることは想定しにくいことから、施行当初はマルチ・ディーラー型の利用が基本となることが想定される」ことを指摘されている。神作 [2012]、53頁。なお、金商法上、電子情報処理組織に関しては、第2条8項10号の定めるPTSの運営業務の定義において、「有価証券の売買又はその媒介、取次ぎ若しくは代理であって、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの」との規定がある。
- (31) MiFIDの詳細および市場に与える影響等については、大橋 [2006]、同 [2007]、椎名 [2003]、同 [2004]、神山 [2007] 参照。
- (32) 規制内容の差異として、たとえば取引所への集中義務の有無がある。イギリス・ドイツにおいて集中義務はなかったが、フランス・イタリア・スペインには取引所集中原則があり、取引所外取引は禁止されていた。神作 [2010]、103頁。
- (33) NYSE ユーロネクストとナスダック OMX は、合計で世界の売買金額の49%を占めるとされる（藤田 [2013]、46頁）。欧米の取引所再編の動向については、岩田 [2009]、藤田 [2013] を参照。
- (34) コンサルテーション・ペーパーの概要については、吉川 [2010]、神作 [2010]、112～117頁参照。
- (35) テクニカル・アドバイスの概要については、吉川 [2010]、神作 [2010]、117～126頁参照。
- (36) CESR を母体に、欧州連合における金融規制機関として2011年1月1日に設立。

- (37) 市中協議書の概要については、大橋 [2011] 参照。
- (38) 一般的には、取引のボリュームや流動性が前もって開示されない取引環境を指し、具体的には、投資業者によって運営される取引システムで、顧客の注文を投資業者が内部で付け合せを行うインターナル・クロッシング（いわゆるクロス取引）が想定されている。ヨーロッパのダーク・プールについては、MiFID と関連づけて解説した井上 [2009]、吉川 [2010] に詳しい。
- (39) フラッシュ・クラッシュの概要とメカニズムについて、大崎 [2011]、吉川 [2012] 参照。
- (40) 概要については、川本 [2012] 参照。
- (41) 欧州中央銀行の理事エリック・カーネン総裁を議長とする、EU の銀行部門の改革を検討するハイ・レベル・グループ。
- (42) 概要については、川本 [2011]、大橋 [2012] 参照。
- (43) MiFID においては、規制市場および MTF において取引される標準化された店頭デリバティブを規制対象としていなかったため、要請事項に対応する最低限の法整備として、店頭デリバティブ取引における OTF の導入は必要であった。
- (44) MiFID II の用語集によると、ダーク・プールとは「(注文価格や取引量の表示がない) システムにおいて注文の取引前の透明性がない取引システムで、2つのタイプがある。1つは、取引前の透明性要件が課されていないクロス注文を行うクロッシング・ネットワークのようなシステムで、もう1つは、規制市場や MTFs のような取引施設が行う、注文を表示しない取引前の透明性から免除されている取引である」と定義されている。
- (45) MiFIR 第2条5号で「その規則、及び／又は、システムの下で取引を認められた金融商品に関して、また、指令 (MiFID II) 第3編の規定に従って認可され、規則正しく機能する、市場運営者によって運営され、かつ／又は、管理される、システム内で非裁量規則に基づき、金融商品に関して多数の第三者の買い需要と売り需要を突き合わせ又はその突き合わせを容易にし、その結果契約の成立をもたらすマルチラテラル・システムをいう。」と定義されている。日本の取引所金融商品取引市場（金商法第2条17項）に相当。
- (46) MiFIR 第2条6号で「システム内で、非裁量規則に基づき、指令 (MiFID II) 第2編の規定に従って契約を構成する仕方で、金融商品に関して多数の第三者の買い需要と売り需要を突き合わせる投資業者又は市場運営者により営まれるマルチラテラル・システムをいう。」と定義されている。日本の私設取引システム (PTS) (金商法第2条8項10号) に相当。

- (47) MiFIR 第2条7号で、「システムまたはファシリティで、指令（MiFID II）第2編の規定に従って契約を構成する仕方で、投資業者または市場運営者により運営され、金融商品に関して多数の第三者の買い需要と売り需要を付け合せることのできる、規制市場またはMTFでないシステムまたはファシリティをいう。」と定義されている。日本の店頭デリバティブ取引の業務の用に供する電子情報処理組織（金商法40条の7）に相当。
- (48) 価格優先の原則・時間優先の原則により、投資家同士の競争売買によって売買契約が締結される市場がオーダーブック市場（またはオーダー・ドリブン市場）。これに対し、クオート・ドリブン（Quote Driven）市場とは、登録されたマーケット・メイカー（主に証券会社など）が買値と売値を提示した上で、投資家がそれらのマーケット・メーカーが出す気配値のうち、もっとも投資家にとって都合の良い価格を提示するマーケット・メーカーと売買を行う市場。このような取引方法は「マーケットメイク方式」と呼ばれる。市場参加者（投資家）にとっては、売買量（出来高）が少なくても、売買が成立しやすいというメリットがある一方で、マーケット・メーカーが少ない場合、売値と買値の差（スプレッド）が広がることもある。
- (49) 概ね、「組織的内部執行業者」と訳されている。MiFIR 第2条3号では、「規制市場、MTF、OTF の場外で、組織化され、頻繁にシステムティックなベースで、顧客の注文を自己勘定（on own account）で取引する投資業者をいう」と定義されている。日本においては、証券会社内部での注文の自己執行に相当。
- (50) 総論では規制市場と他の取引施設（特にMTS）との差異についての直接の言及がないので、規制市場すなわち取引所に要請されるものとして、当局の認可、上場・取引規則の整備、取引所を運営するに足る財源や体制の確保および会員制度を〔表3〕に付記した。
- (51) Eurofi [2011], p.5 「Main Types of Venues and Trading Methods used presently in the EU」を参考に、筆者作成。
- (52) 国際スワップ・デリバティブズ協会からは、「G20では取引所または電子取引基盤での取引を一律に強要はせず、適当な場合に行うこととしている。このような留保があるにもかかわらず、MiFIRでは強制となっており、厳格に過ぎる」との懸念が示された。同様に、EUの主要39金融機関のチームにより構成されるシンクタンクEurofiからは、「店頭デリバティブの標準化が行き過ぎ、市場のニーズに反する」とする懸念、欧州金融市場協会からは、「デリバティブの透明性強化による取引前透明性の要請は、流動性を害する」との懸念が示されたことが報

じられている。鈴木 [2011]、9～10頁。

(53) 有価証券市場概念を考え直す必要性を指摘するものとして、河本=大武 [2008]、385-389頁を参照。1990年代後半、カナダにおいて ATS 規制の導入を契機として行われた市場概念の再構築に関し、検証・考察を行い、また、我が国の取引所と市場の歴史的な考え方について言及したものとして木村 [2010] がある。

## 引用・参考文献

### 【英語文献】

- The Bank of England [2010], Financial Stability Report, No. 28, December 2010
- CPSS-IOSCO [2012], Principles for financial market infrastructures, February 16, 2012.
- Erkki Liikanen [2012], High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector “Final Report”, October 2, 2012
- Eurofi [2011], MiFID review : priorities for reviewing the regulation of trading activities, September, 15-16,2011
- FSB [2010], Implementing OTC Derivatives Market Reforms, October 25, 2010.
- FSB [2012], “OTC Derivatives Market Reforms Forth Progress Report on the Implementation,” October 31, 2012.
- IOSCO [2011], Report on Trading of OTC Derivatives, February 2011.
- IOSCO [2012], Follow-On Analysis to the Report on Trading of OTC Derivatives, January 2012.

### 【日本語文献】

- 岩井浩一 [2012] 「適用段階に入った米国デリバティブ規制」資本市場324号76頁
- 岩田健治 [2009] 「取引所の世界的再編とヨーロッパの対応」企業と法創造5巻1号 118頁
- 磯部昌吾 [2011 a] 「適用期限が延期された米国の OTC デリバティブ規制」野村資本市場クォータリー14巻1号ウェブサイト版
- 同 [2011 b] 「日本の OTC デリバティブ規制改革」野村資本市場クォータリー14巻3号ウェブサイト版
- 同 [2012 a] 「米国の OTC デリバティブ規制改革」野村資本市場クォータリー15

巻1号132頁

- 同 [2012 b] 「難航する米国の OTC 規制改革」 野村資本市場クォーターリー15巻2号ウェブサイト版
- 同 [2012 c] 「金融規制改革を継続する方針を示したカンヌ・サミット」 野村資本市場クォーターリー15巻3号ウェブサイト版
- 井上武 [2009] 「新たな段階に入った欧州の取引所間競争」 野村資本市場クォーターリー12巻3号178頁
- 上村達男 [2001] 「証券取引法の基本概念」 企業会計2001年53巻5号85頁
- 大崎貞和 [2011] 「フラッシュ・クラッシュから一年」 金融 IT フォーカス2011年5月号6頁
- 大橋善晃 [2006] 「EU の『金融商品市場指令 (MiFID)』と最良執行義務」 日本証券経済研究所ウェブサイト「トピックス」
- 同 [2007] 「EU 金融商品市場指令 (MiFID)」 証券レビュー47巻11号40頁
- 同 [2011] 「欧州委員会『MiFID の見直しに関する市中協議書』の概要」 証券レビュー51巻3号
- 同 [2012] 「欧州委員会による『金融商品市場指令改正案』の概要」 日本証券経済研究所ウェブサイト「トピックス」
- 岡田悟 [2010] 「米国商品先物委員会 (CFTC)」 レファレンス平成22年12月77頁
- 神山哲也 [2007] 「EU 金融商品市場指令の欧州資本市場への影響」 資本市場クォーターリー10巻3号50頁
- 河本一郎=大武泰南 [2008] 『金融商品取引法読本』(有斐閣)
- 川本隆雄 [2011] 「欧州株式市場の構造変化と金融商品市場指令 (MiFID) の見直し」 資本市場308号42頁
- 同 [2012] 「欧米の店頭デリバティブ市場規制の策定状況」 資本市場325号38頁
- 神作裕之編 [2010] 『金融危機後の資本市場法制』(資本市場研究会)
- 神作裕之編 [2012] 『企業法制の将来展望』(資本市場研究会)
- 神作裕之 [2012] 「金商法におけるインフラ整備」 金融法務事情1951号44頁
- 神田秀樹 [2005] 「国際金融分野におけるルール策定：Basel Accord II を素材として」 ジュリスト1301号49頁
- 同 [2010] 「金融危機後の法整備」 ジュリスト1399号2頁
- 同 [2012 a] 「金融危機後の金融規制に関する国際的なルール形成」 法律時報84号10号24頁
- 同 [2012 b] 「金融商品取引法施行5年の規制と展望」 証券レビュー52巻12号1頁

- ・同 [2012 c] 「ホールセール取引」金融法務事情1951号56頁
- ・木村真生子 [2010] 「市場・取引所概念の再構築（上）・（下）」証券経済研究71号121頁、72号167号
- ・金融商品取引法研究会 [2012] 「デリバティブに関する規制」研究記録第39号
- ・金融庁 [2011 a] 「『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』の設置について」2011年11月8日
- ・同 [2011 b] 「『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめ」2011年12月26日
- ・小立敬 [2011] 「OTC デリバティブ市場改革に関する金融安定理事会の報告書」野村資本市場クォーターリー14巻3号ウェブサイト版
- ・佐賀卓雄 [2004] 「市場競争の論理と現実」証券経済研究48号13頁
- ・椎名隆一 [2003] 「EU 投資サービス規制市場指令案の公表（上）・（下）」証券経済研究41号173頁、42号247頁
- ・同 [2004] 「EU 証券市場における代替的取引システムの規制の試み」証券経済研究45号71頁
- ・鈴木利光 [2010] 「清算集中を中心とするデリバティブ規制の動向」金融財政事情61巻21号46頁
- ・同 [2011] 「欧州 OTC デリバティブ、取引所等取引の強制へ」大和総研ウェブサイト「リサーチレポート」2011年11月22日
- ・関雄太=磯部昌吾 [2011] 「包括的な OTC デリバティブ規制改革を目指す米国ドッド・フランク法」資本市場312号20頁
- ・関雄太 [2009] 「CDS と OTC デリバティブを巡る米国の規制改革の進展」資本市場289号68頁
- ・高木悠子ほか [2012] 「平成24年度改正金商法等の解説（3）」商事法務1982号4頁
- ・高木悠子 [2012] 「わが国における店頭デリバティブ市場規制」金融財政事情63巻6号17頁
- ・寺田達史ほか [2010] 『逐条解説2010年金融商品取引法改正』（商事法務）
- ・藤田勉 [2013] 「世界の証券取引所改革と日本への示唆」資本市場329号44頁
- ・松尾直彦 [2010] 『Q&A アメリカ金融改革法』（きんざい）
- ・同 [2013] 『金融商品取引法〔第2版〕』（商事法務）
- ・松本正紀 [2012] 「世界の証券清算・決済インフラを取り巻く動向と取組」月刊資本市場320号58頁



- 満井美江 [2010] 「2010年金商法改正による店頭デリバティブ規制の見直し」 國士館法学43号
- 吉川真裕 [2009] 「ヨーロッパの市場間競争」 証券レポート1654号27頁
- 同 [2010] 「MiFID と欧州株式流通市場」 証券経済研究72号105頁
- 同 [2012] 「フラッシュ・クラッシュ」 証券経済研究79号79頁
- 若園智明 [2012] 「米国における店頭デリバティブ規制アプローチの変遷」 証券経済研究79号17頁
- 若林泰伸 [2009] 「アメリカにおける証券規制の改革提案」 企業と法創造 6 卷 2 号308頁