

炭素市場と金融商品取引法

－EU 排出量取引制度（EU ETS）における
市場阻害行為規制と改正 GX 推進法に基づく
排出量取引制度に焦点を置いて－

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

炭素市場と金融商品取引法

－EU 排出量取引制度（EU ETS）における市場阻害行為規制と
改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度に焦点を置いて－
（令和 8 年 2 月 27 日開催）

報告者 河 村 賢 治
（立教大学法学部教授）

目 次

| | |
|--|----|
| I. 問題意識 | 1 |
| II. EU ETS と金融市場規制（特に排出枠の金融商品扱いと 市場阻害行為規制について | 3 |
| III. 改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度 | 20 |
| IV. 金融商品取引法と排出枠 | 22 |
| V. 本報告のまとめと今後の課題 | 25 |
| 討 議 | 27 |
| 報告者レジュメ | 45 |

金融商品取引法研究会出席者(令和8年2月27日)

| | | |
|--------|------|-----------------------|
| 報告者 | 河村賢治 | 立教大学法学部教授 |
| 会長 | 神作裕之 | 学習院大学法学部教授 |
| 委員 | 大崎貞和 | 野村総合研究所未来創発センター主席研究員 |
| 〃 | 尾崎悠一 | 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | 小出篤 | 早稲田大学法学部教授 |
| 〃 | 後藤元 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | 齊藤真紀 | 京都大学法学研究科教授 |
| 〃 | 武井一浩 | 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士 |
| 〃 | 松尾健一 | 京都大学法学研究科教授 |
| 〃 | 松元暢子 | 慶應義塾大学法学部教授 |
| 〃 | 萬澤陽子 | 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授 |
| 〃 | 宮下央 | TMI総合法律事務所弁護士 |
| オブザーバー | 三井秀範 | 預金保険機構理事長 |
| 〃 | 大門健 | 大和証券グループ本社経営企画部法務課長 |
| 〃 | 横田明彦 | SMB C日興証券法務部長 |
| 〃 | 安藤崇明 | みずほ証券法務部長 |
| 〃 | 窪久子 | 三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長 |
| 〃 | 松本昌男 | 日本証券業協会常務執行役自主規制本部長 |
| 〃 | 森本健一 | 日本証券業協会政策本部共同本部長 |
| 〃 | 坪倉明生 | 日本証券業協会自主規制企画部長 |
| 〃 | 塚崎由寛 | 日本取引所グループ総務部法務グループ課長 |
| 研究所 | 森本学 | 日本証券経済研究所理事長 |
| 〃 | 高木隆 | 日本証券経済研究所常務理事 |
| 〃(幹事) | 高逸薫 | 日本証券経済研究所研究員 |
| 〃(幹事) | 永田裕貴 | 日本証券業協会規律本部規律審査部課長 |

(敬称略)

炭素市場と金融商品取引法

—EU 排出量取引制度（EU ETS）における市場阻害行為規制 と改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度に焦点を置いて—

○神作会長 それでは、定刻になりましたので、ただいまから金融商品取引法研究会の第 16 回会合を始めさせていただきます。

本日は、事前にご案内しておりますとおり、立教大学の河村賢治先生から、「炭素市場と金融商品取引法—EU 排出量取引制度（EU ETS）における市場阻害行為規制と改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度に焦点を置いて—」と題してご報告をいただきます。ご報告の後、皆様で意見交換、討論を行っていただきたいと考えております。

それでは、早速ですが、河村先生、ご報告をお願いいたします。

[立教大学法学部 河村賢治教授の報告]

I. 問題意識

○河村報告者 河村でございます。きょうはどうぞよろしくお願ひいたします。

分量が多いですので、ところどころ省略しながら話をさせていただければと思います。

まず、1 ページにある本研究の「1 問題意識」ですが、最初の「●炭素市場」をご覧ください。温室効果ガスの排出許容量（ないし排出枠）や削減量が取引可能な形に単位化され、取引される場を炭素市場と言います。市場メカニズムを通じて炭素の価格づけ（カーボンプライシング）を行い、外部不経済を内部化することで、炭素排出者の行動変容をもたらそうとする仕組みです。別の言い方をすれば、炭素排出者が経済的損益の観点から高炭素排出行動を低炭素排出行動へと変容させることを後押ししようとする仕組みと

言えます。

大別すると、所定の炭素排出者に参加を義務づける強制参加型のコンプライアンス市場と、任意参加型のボランタリー市場があります。本報告で対象とするのはコンプライアンス市場で、キャップ&トレード型の排出量（排出枠）取引制度になります。これは対象者に排出量の上限（キャップ）である排出枠を設定し、排出枠よりも実際の排出量が少ない対象者（排出枠余剰主体）と、排出枠よりも実際の排出量が多い対象者（排出枠不足主体）との間で排出枠の取引（トレード）ができる制度です。脱炭素の目標年度に向けて、キャップを段階的に減らしつつ、その中で対象者が経済効率的に排出削減の取り組みを進めることを期待するものと言えます。

2ページに行きまして、「●金融商品取引法1条（目的）」です。ここに同条の内容が書いてあります。金融商品取引法は単なる投資者保護法（投資分野の消費者保護法）ではなくて、開示規制・業者規制・取引所規制・不公正取引規制などを通じて、市場メカニズムによる金融商品の公正な価格形成を図ることを直接的な目的とする市場法であると理解しております。

次に問題意識です。「●炭素市場への応用可能性？」のところを書いてあるように、炭素市場が市場メカニズムを通じて公正な炭素価格を形成しようとするものであるならば、こうした金商法の規制や知見を活かすことができるのではないかというのが問題意識となります。

後述するとおり、EUで実施されている排出量取引制度（EU ETS）では、排出枠（emission allowances）を金融商品（financial instruments）の1つとして取り扱っており、排出枠取引に市場阻害行為（market abuse）の規制などを適用しています。こうした中、日本では脱炭素成長型経済構造への円滑な移行の推進に関する法律（GX推進法）が改正され、日本版の排出量取引制度が2026年度から本格的に稼働を開始する予定です。そこで、本報告では、排出量取引制度と金融市場規制との関係に焦点を絞り、先行するEUの取り組みなどから学べるべきものがないか検討したいと考えた次第です。

II. EU ETS と金融市場規制（特に排出枠の金融商品扱いと市場阻害行為規制について）

3 ページに行きまして、「2 EU ETS と金融市場規制」の章です。「●本章の概要」としては、2003 年に EU ETS 指令が採択され、2004 年に採択された MiFID I では排出枠デリバティブは金融商品として取り扱われていたわけですが、排出枠それ自体は金融商品としては取り扱われていませんでした。これに対し、2014 年に採択された MiFID II では、排出枠デリバティブのみならず、排出枠も金融商品として取り扱われることになったわけですが、では、なぜ EU が排出枠を金融商品として取り扱うことにしたのか。また、市場阻害行為規制の中で排出枠に関する規制はどうなっているか、このあたりを中心に見ていきたいと思っています。

最初に、「●EU ETS の概要」についてご紹介したいと思います。これについては JETRO の報告書が非常に要領よくまとめてあると思いましたが、こちらを紹介する形で、EU ETS の概要について紹介したいと思います。

下線が引いてあるところを読んでいきたいと思います。

EU 排出量取引制度（EU ETS）は、エネルギー消費量が多いエネルギーセクター、製造セクター、航空セクター、海運セクターなどを主な対象とし、温室効果ガスの排出量に年次の上限（キャップ）を設定し、余剰排出枠や不足排出枠の売買（トレード）を可能とする手法（キャップ&トレード方式）を通じて、温室効果ガスの効果的な削減を目指す制度です。欧州グリーン・ディールのもとでの気候変動対策と温室効果ガスの効果的削減政策の重要な一部と位置づけられています。

EU ETS は、2003 年に発効した EU ETS 指令に基づき、2005 年から当時の EU 加盟国 25 カ国において導入されて以降、第 1 フェーズから第 4 フェーズに分けて運用されてきており、現在は第 4 フェーズにあたります。

4 ページです。第 1 フェーズ、第 2 フェーズ、第 3 フェーズ、第 4 フェーズ、それぞれどのように EU ETS が発展してきたのかという表が載ってお

ります。

表の下の文章に戻ります。EU ETS では、EU 全体で排出枠の上限（キャップ）を設定し、その上限の範囲で対象事業者は排出枠の無償割当を受けるか、オークションによる有償割当を受ける方式がとられます。EU ETS のもとの排出枠は European Union Allowance (EUA) と呼ばれます。対象事業者は、自身の毎年の排出量に合わせて排出枠を確保し、期日までに償却することが求められます。

EU ETS 市場の長期的安定化を目指して、2019 年 1 月からは市場安定化リザーブ（MSR）という制度が運用されています。この制度は、あらかじめ規則で定められた条件のもとで EU ETS における排出枠のオークションの量を自動調整することで、排出枠の過剰供給を抑え、排出権価格の安定化を図るものです。

無償割当及び市場安定化リザーブを除く EU ETS のもとの全ての排出枠は、オークション実施委任規則に基づき、まずは一次市場（primary market）においてオークション形式で分配されることとなります。EU ETS の排出枠の発行主体は、EU 加盟国及び EU ETS に参加する EEA / EFTA 加盟国です。

また、排出枠の購入方法としては、一次市場におけるオークションを通じた購入と、二次市場における取引所取引または店頭取引を通じた購入に大別されます。下に表が書いてありますが、一次市場のオークションと二次市場の取引があり、それぞれ代表的な取引所、一次市場では EEX（欧州エネルギー取引所）、二次市場の取引所としては、加えて ICE などがあることが紹介されています。

表の下の文章に戻りますが、排出枠購入の実態としては、一次市場において排出枠を購入する事業者はそれほど多くなく、二次市場での取引所における取引が最も活発に活用されています。二次市場では、排出枠そのもの取引する直物の取引（スポット取引）だけでなく、先物、先物オプションといったデリバティブ商品も取引されます。二次市場における取引参加につ

いては、一次市場ほど厳格な参加資格要件はなく、比較的自由に取引に参加できます。そして、排出枠は金融商品として取り扱われるため、二次市場における排出枠の取引も金融商品取引規制の対象となります。具体的には取引所や仲介金融機関などは監督官庁による許認可や各種開示の対象となり、不正取引や資金洗浄の監視の対象にもなります。

以上がジェットロの報告書から抜粋した EU ETS の概要ですが、次に「● EU ETS の現状」について少しご紹介をしたいと思います。それが6ページからになります。

まず、①の報告書はデータに基づいて EU ETS の現状を分析しているものです。その中に幾つかグラフがあったので、ここで引用しているのですが、以下のグラフのうち、左が EU ETS1。新しく EU ETS2 ができたのですが、昔からずっとやっているのが EU ETS1 です。EU ETS1 の対象となる検証済み排出量の推移を示しているのが左側のグラフです。右側は、流通市場での EU 排出枠などの価格を1つのグラフにまとめたものですが、CO₂ 価格の推移となります。

字が小さくて見にくいのですが、2005年以降のグラフになっています。これを見ていただくと、排出量は減少トレンドで、EU 排出枠価格は当初は低迷しているものの、2018年以降、上昇トレンドにあります。2024年度の平均価格は下がっていますが、大きな目で見ると、ここ数年のトレンドとしては上がっているのがわかると思います。

2018年以降、EU 排出枠価格が上昇トレンドにあることに関する説明ですが、1つは、先ほども紹介した市場安定化リザーブがあって、それによって供給量が減少している。つまり、EU 排出枠 (allowance) の需要と供給の関係で価格が決まるわけですが、供給量が多過ぎると価格が下がってしまうという問題があったので、市場安定化リザーブを通して、市場で流通する排出枠の供給量を減少させることによって価格を上げていく。さらに、より厳しい排出量削減目標の法的義務づけがある。これによってキャップがどんどん厳しくなっていきますので、それは裏返して言うと、排出枠に対する需要

が増えることとなります。供給量が減って需要が増えていく。その中で価格が上がっていくというわけです。

さらに興味深いと思ったのが、天然ガスから石炭へのシフトという話があります。これは6ページの英文で言うところの一番下の部分になりますが、ロシアからの天然ガスの供給が少なくなる中で、ガスの価格が上がっていく。そうすると、ガスから石炭へシフトする。石炭はどうしても排出量がふえてしまうわけですが、ガスから石炭へのシフトで排出枠に対する需要が高まるということで、需要がふえて価格が上がっていくという趣旨の説明がされています。2024年度に平均価格が下がっているのは、経済活動の停滞と再エネ割合の上昇であるという分析がされていて、少なくとも現在の価格水準は脱炭素への強いインセンティブを付与するものであるとまとめられています。

7ページに行ってくださいと、②としてESMA（欧州証券市場監督機構）がカーボンマーケットに関するマーケットレポートを出しています。なぜESMAがこういうレポートを出すかということ、EU ETS指令の10条6項が、ESMAに対して欧州炭素市場の健全性・透明性を定期的に監視するよう義務づけているからです。

この報告書の中でも排出枠価格の推移などが紹介されています。以下のグラフは2023年、2024年、2025年を対象にするものですが、左がEU排出枠価格の推移、右が天然ガス価格との比較になります。先ほどと同じような説明になるのですが、2023年度と比較すると、2024年度にEU排出枠価格が下がった理由については、やはり再エネの増加による発電からの排出量減少など、対象事業者の排出量減少に伴い、排出枠に対する需要が弱くなったことであると言われています。

また、先ほども紹介した天然ガスとの関係ですが、このグラフを見ていただくと、非常に相関が強いのかなという感じがします。こちらも同じような説明がされており、7ページの下の方ですが、EU排出枠価格と天然ガス価格の関係に関する説明では、当該年度の一部において、天然ガスはEU排出枠価格の主影響要因になっているように見える。天然ガス価格の上昇によ

り、エネルギー生産者が石炭などのより汚染度の高いエネルギー源に切りかえたことで、EU 排出枠の需要が増加したとの説明があります。ただし、その後の相関関係は低下しているようです。最近の経済ニュースでもそのような記事がありました。

8 ページに行ってくださいまして、オークションないし発行市場の状態についてですが、以下のグラフのうち、左は参加者の属性を示したもので、右は上位 10 社の参加者のシェアになります。まず上記のグラフによりますと、色が見にくいかもしれませんが、左側のグラフで、特に新しい年度で割合的に一番多いのが、いわゆる金融機関になります。したがって、上記グラフによると、オークションにおいて EU 排出枠の多くは、EU ETS 義務対象者以外の者が購入している。とりわけ金融機関の購入割合がふえていることがわかるわけです。

ただ、これらの企業の多くは義務対象者の関係者またはその代理人として行動していることに留意すべきだとも言われています。義務対象者の直接的な参加が少ない主な原因は、組織内の専門性が限られていることですか、排出枠購入の頻度や規模が小さいということで、金融機関を通じてという話になっているようです。それから、発行市場における参加者ですが、右のグラフを見ていただくと、トップテンの参加者で EU 排出枠の 89% を購入しているということで、発行市場の参加者はかなり集中しています。

9 ページに行ってくださいまして、流通市場です。以下のグラフのうち、左上が取引所で取引されている EU 排出枠の商品タイプの割合、右上が取引所で取引する者の属性の割合、左下が取引所で取引する者の本拠国の割合、右下が取引所外で取引される EU 排出枠の商品タイプの割合になります。

グラフの下の矢印の部分に移りますが、流通市場について見てみると、ICE Endex と EEX の 2 つがメインの取引場所です。左上のグラフを見ていただくとわかるように、Futures、先物中心のマーケットであることがわかれると思いますし、右上を見ていただきますと、流通市場でも金融機関による取引量の割合が大きい。左下にあるように、US とか GB の非 EEA 企業に

よる取引の割合が結構多く、EEA 企業による取引の割合がすごく多いわけではない。2024 年の店頭取引は取引量全体の 8 %ということですが、こちらでもデリバティブの割合が大きいことが右下のグラフでわかるかと思えます。また EU 排出枠のデリバティブのポジションについては、義務対象者その他の非金融機関はロングで、投資会社や銀行はショートのポジションをとっていることが多いと分析されています。

このように EU の排出量取引制度をざっくりと見てきたわけですが、金融機関の参加が非常に多くて、デリバティブ中心のマーケットであることがわかるかと思えます。

10 ページの「●MiFID II において排出枠を金融商品として取り扱うことにした経緯」に行ってくださいまして、私が問題意識として持っていたのは、なぜ MiFID II で排出枠を金融商品として取り扱うことにしたのだろうかというところです。出発点となるような文書を探したのですが、それが①です。2009 年改正で追加された EU ETS 指令 12 条 1 a 項は、欧州委員会に対し、排出枠市場が内部者取引や相場操縦から十分に保護されているか検証し、必要に応じてかかる保護を確保するための提案をするよう義務づけていまして、これを受けて 2010 年に提出されたのが①になります。

①では最初に市場構造の分析などがされていまして、主な排出枠市場の参加者として、義務対象者と金融仲介者がいる。EU の排出量取引制度の特徴として、金融仲介者が積極的に参加している。これについてはポジティブな評価がされていまして、炭素市場への参加の広がりや市場の流動性を高めて、信頼できる価格シグナルの出現に寄与するものであるとされています。また、大半はデリバティブ取引であるという分析がされています。

その上で市場阻害行為についてどうなっているか。①の報告書では、内部者取引とか相場操縦などをまとめた概念としての市場阻害行為 (market abuse) に限らず、広く市場不正行為 (market misconduct) を検証したものになっています。11 ページに該当部分の英文を載せていますが、具体的な事案として上がっているのが、付加価値税の詐欺とか、フィッシング攻撃、

それから CER、これは京都議定書に基づくクリーン開発メカニズム由来のいわゆるクレジットですけれども、かかる CER の再利用という 3 事案が上がっています。これらは炭素市場における規制強化を求める声を生じさせるものではあるけれども、いずれも内部者取引とか相場操縦という意味での市場阻害行為ではなく、また、付加価値税詐欺とか、フィッシング攻撃というのは、別に炭素市場に固有の事案ではないわけです。①では、こういう現状分析がされていました。

11 ページに行ってください、その上で①では、当時の金融市場規制とか、オークション規制とか、エネルギー規制との関係が整理されています。11 ページの下段の下線部ですが、結論としては一握りの加盟国での取り組みはあるものの、排出枠のスポット取引は欧州レベルでは規制されていないので、次のステップとして、欧州炭素市場を金融市場法制に包含することの検討をしていくことなどが書かれているというのが①の文書です。

それを受けて、12 ページに行ってくださいまして、結局、EU 排出枠を金融商品に取り込む改正がされていくわけですが、その中で FAQ が出てきています。これが②の文書になります。これは欧州委員会の考えをまとまった形で知ることができる有益な資料ではないかと思いましたが、仮訳をしています。ここでは下線部分を中心にその内容を紹介します。

まず、仮訳の 1 ですが、「欧州委員会はなぜ炭素市場の監視を強化するための措置を講じようとしているのか？」の問いに対しては、排出枠取引の大部分はデリバティブの形態でなされており、これらは既に EU 金融市場規制の対象となっている。しかし、排出枠のスポット取引が現在 EU レベルでは同等の諸規制の対象となっておらず、監督も行われていない。このギャップに対処するため、欧州委員会は炭素市場のこの領域に対する適切な規制案を提出することを決定した、などの説明がされています。

次の 2 ですが、「欧州委員会は金融市場の諸規則を炭素市場のすべての領域に適用することで何を達成しようとしているのか？」との問いに対しては、欧州炭素市場は温室効果ガス排出量を削減するための EU の旗艦政策

で、今後数十年にわたり低炭素経済への移行において極めて重要な役割を担うことになる。この低炭素移行への投資を促進するために、炭素市場には強力なレベルの監視が必要になる。欧州委員会の提案はまた、近年炭素市場が経験している一連の不適切な詐欺的行為を受けて、炭素市場への信頼を強化するために、安全で効率的な取引環境を提供することも目的としている。金融商品市場指令及び金融商品市場規制の諸規則は、これら全ての事項に対処することになる。さらに、炭素市場における内部者取引と相場操縦の両方から構成される市場阻害行為のリスクを最小化する必要がある。市場阻害行為に関する諸規則案、より具体的には、市場阻害行為規制と市場阻害行為刑事制裁指令の提案はこれを実現するであろう、などと説明されています。

それに当たって、「利害関係者と協議しているのか?」とか、「影響評価を準備しているか?」というのが次の3と4の問いです。3と4の回答によると、排出枠を金融商品として分類することに対する全ての利害関係者の賛成・反対の議論を適正に考慮していて、影響評価もしているとのことですが、この影響評価については後ほど簡単にご紹介します。

5 「なぜ、欧州委員会は、別個のテーラーメイド型の制度またはエネルギー市場の諸規則によって炭素市場を対象化することを提案するのではなく、金融市場の諸規則によって炭素市場のすべての領域を対象化することを選択したのか?」という問いに対しては、スポットの炭素市場のために新設される制度は、とりわけ今日の炭素市場の大部分がデリバティブ取引で構成されており、それゆえ金融市場の諸規制の対象となっていることからすると、金融市場の規制と完全に一貫している必要があるだろう。金融市場の諸規則による対象化は、炭素市場を一層安定させ、その堅牢性を確保する。それはまた、排出枠の規制上の位置づけを一層明確にする。炭素市場の成長に伴い、金融市場の諸規則による対象化は、炭素市場の特殊性にもなお適応可能な包括的な規制枠組みを提供することになる。欧州委員会はテーラーメイド型の制度のメリットも検討したけれども、全ての利害関係者が認めるように、テーラーメイド型の制度であっても、MiFID や MAD の中に既に見られる全体的な

対処方法と技術的な解決策の大半を再構築しなければならないであろう。また、スポットの領域の、これは現状ではごく一部ですが、その対象化が完全に別個の制度の展開を実際に正当化するかどうかは、こうした制度が炭素市場の大部分を既に規律している諸規則と不一致となるリスクも伴うであろうこともあって疑問である。さらに、スポットの炭素取引を炭素デリバティブの取引の場合よりも潜在的に厳しくない諸規則のもとに置くことは、結局のところスポット領域の見通しに悪影響を及ぼし得る。提案された諸規則は、適切な場合には、例えば内部情報の開示義務に関するものなど、エネルギー市場健全性及び透明性規則（REMIT）と整合的である。REMIT は、電力とガスの市場の透明性と健全性のために適切な枠組みを構築した。しかし、エネルギーセクターに特化して発展してきた過去の法制を基盤とするREMITには、極めて固有の要素が数多く存在する。同時に、EU ETSの対象となる他の多くのセクターが存在しており、これらの場面にエネルギー市場固有の諸規則を適用することは適切ではないであろう。市場参加者の監督は、REMITによる対処方法が炭素市場にとって最適ではないであろうもう一つの分野である。すなわち、卸売エネルギー市場の活動はエネルギー規制機関の監督に服することになるが、炭素デリバティブ市場は金融規制機関の管轄下にある。REMITによるよりもむしろ金融市場法制によるスポット炭素市場の対象化は、スポットとデリバティブの取引の両方に対する市場監視権限を1つのカテゴリーの公的機関、欧州証券市場機構（ESMA）の調整下にある金融監督機関に帰属させることが可能となる、などと説明されています。

6 「MiFID / MAD 制度は EU ETS の特性に合わせてどのように調整されているか？」については、新しい市場阻害行為制度は、例えば、内部情報の特有の定義、特製の内部情報の開示義務及び発行市場の完全な対象化など、炭素特有の幾つかの要素を含むことになる、などとされています。

8 「誰が排出枠に関する内部情報を開示することを求められることになるのか？」については、内部情報の開示義務は、（株式や債券といった伝統的

な金融商品の場合のように) 発行者ではなく、排出枠市場参加者に課せられることになる。開示されるべき情報——MAR に列挙されている内部情報に関する必須要件を全て満たすもの——は、通常、開示当事者の物理的な活動(例えば施設の生産能力や稼働状況など)に関するものとなる。同時に、排出枠市場の参加者のうち、(年間の排出量、投入熱量またはこれらの組み合わせで示される) その活動が、一定の最低基準値を下回るものについては免除が予定されている。この基準値は、委任法令により欧州委員会が決定することになる。結果として、開示義務は、その個々の活動が排出枠の価格形成または(結果として生じる) 内部者取引のリスクに重大な影響を及ぼす可能性のある主体にのみ適用されることになろう。実際には EU ETS における最大の排出者(典型的には EU 電力部門に属するもの) の活動に関する情報のみが、炭素価格の形成に重大な影響を与えると見込むことができる、とされています。

15 ページを見ていただきまして、「新しいフレームワークが…にはどのように適用されることになるのか」のところですか。11 の「ETS 義務対象者には？」どのように適用されるかということですが、MiFID 及び MAD の適用により、ETS 義務対象者が、取引所であれ、店頭であれ、市場で排出枠を売買する可能性が制限されることはない。ほとんどの場合、ETS 義務対象者による排出枠の取引行為がその主たる事業に付随するものである場合、当該 ETS 義務対象者は投資会社に通常求められる MiFID の認可を保有する義務から免除されることになる。新しい市場阻害行為制度に従い、全ての ETS 義務対象者は内部者取引及び相場操縦の禁止を尊重する必要があり、該当する場合は内部情報の開示や内部者リストの保持などの関連義務に従う必要があることになる、などとされています。

16 ページに行っていただきまして、14 「MiFID を相互参照する金融サービス法制は、排出枠のスポット取引にも適用されることになるのか？」という問いに対しては、例えば市場阻害行為規制とかそういうものは適用されるわけですが、排出枠取引は、以下の EU 金融市場に関する諸施策の対象外と

なろうということで、対象にならないものもあるということが書いてあります。

最後に、17「排出枠を金融商品として分類することは、排出枠が金融資産として扱われることを意味することになるのか？」という問いに対しては、排出枠を金融商品として分類するのは、EU 金融市場規制の適用を目的とするものであって、排出枠の法的性質（私法上の根拠）やその会計処理を取り扱うことを狙いとするものではない、などと説明されています。

先ほど影響評価の話を少ししましたが、それが17、18、19ページになります。③が影響評価報告書となります。18ページの表を見ていただきますと、policy option のところに6.6と6.7があります。6.6が17ページに少し書いてありますが、排出枠の流通市場におけるスポット取引について、MiFIDの適用を拡大するという案で、実際に採用された案です。それとはまた別の代替案としては、18ページで言うと、policy option の6.7になりますが、これが排出枠の流通市場におけるスポット取引について、テーラーメイドの制度を設けるという案になります。18ページの表では、これらの案のうち、こっちがプラスとかマイナスとか、そういうのがそれぞれまとめてあります。両案比較における違いの一例としては、金融市場における諸規則との一貫性という点では6.6のほうがよくて、6.7のほうはそれほどよくないというようなまとめがされています。

この提案に対する利害関係者の意見もまとめられています。これが私は結構意外だったのですが、MiFIDの適用範囲を排出枠に拡大することへの支持は限定的だったということです。資料で言うと、18ページから19ページにかけて、9グループに分けて、それぞれのグループがemission allowancesを金融商品として分類することについてどういう意見が寄せられていたのかをまとめたものになります。例えばその中の1つの非金融法人（Non financial corporates）をご紹介しますと、非金融法人からは、排出枠を金融商品として分類することに対しては、主な目的が投資ではなくヘッジであるため、排出枠の再分類におおむね反対している。多くの回答者は、排出枠の再

分類は義務対象者のコスト増加につながると指摘している。一部の回答者は、例えば REMIT を通じた特定の制度を支持している。規制の重複があるべきではない、などの声があったそうです。こうした状況の中でも、EU としてはその排出枠を金融商品として取り扱って、金融市場規制をかけていくという選択をしたわけですが、これは EU としては、要はその懸念に対しては、所定の条件を満たす場合には、MiFID 適用を免除するという形で対応していくということのようです。

19 ページの④は MiFID II の FAQ になります。EU 排出枠が金融市場規制の対象となる理由については、既に金融市場規制の対象となっている EU 排出枠デリバティブ取引に対する規制との整合性であったり、金融商品取引と市場の健全性のための包括的枠組みの対象とすることで、炭素市場の目的を妨げることなく、EU 排出枠トレーダーに一層大きな安心を提供できるからだというような形でまとめられています。

以上が経緯でして、具体的に規制の内容を見ていくのが 20 ページの「● 現行法制の概要」からになります。分量が非常に多いですので、こちらも省略しながら進めていきたいと思います。

まず、① EU ETS 指令のうち、法目的とか、排出枠の定義に関する部分を資料に記載していますが、これは省略をさせていただきます。

20 ページから 21 ページにかけて、②オークション規制の話があります。昔のオークション規制には、その中に市場阻害行為に該当するような規定があったのですが、今はもうそういう特別な規定がなくなっています。

21 ページに、③ MiFID II があります。2014 年に採択されたものですが、第 4 条の定義のところで、金融商品とは、附則 1 セクション C に定められる商品を言うところがあります。附則 1 セクション C を見てみると、(4) のところに、まず排出枠に関するデリバティブがあります。また、(11) により、EU ETS 指令の要件を遵守する emission allowances も MiFID II の金融商品になるということになります。

22 ページに行きまして、適用免除です。先ほどの排出枠を金融商品化す

ることによって取引費用が増加するという懸念に対しての1つの答えになるわけですが、例えば(e)だけ紹介しますが、(e)のようなものにはこの指令が適用されないことになっていて、(e)がどういうものかというところ、EU ETS指令に基づき、遵守義務を負う施設運営者のうち、顧客の注文を執行せず、自己勘定取引以外の投資サービス・行為を提供せず、高頻度アルゴリズム取引技術を用いないものには、MiFID IIは適用されないということです。本来、自己勘定取引もMiFID IIにおける投資サービス・行為の1つになっているわけですが、自己勘定で排出枠取引を行うEU ETS義務対象者への過剰規制とならないよう、所定の要件のもとでMiFID IIの適用を免除したものと言うことができるかと思えます。

(j)は省略をさせていただきます。また、23ページの選択的適用免除についても省略させていただきます。

23ページの④から市場阻害行為規制になります。まず、市場阻害行為規制の法目的については、1条で、EUにおける金融市場のインテグリティを確保し、当該市場における投資者の保護と当該市場に対する信頼を高めるために、内部者取引、内部情報の違法開示、相場操縦（まとめて市場阻害行為）に関する共通の規制枠組みを定めたものである、とされています。

次に、2条でどういうものに適用されるのかということで、規制市場などで取引されている金融商品に適用されることが書いてあります。これが23ページから24ページにかけて書いてあるところです。ですので、排出枠もここに含まれてくることになります。

24ページの下に3条の定義で1項(1)、(19)、(20)とあります。(20)を見ていただくと、emission allowances market participant（排出枠市場参加者）は、非常に重要な概念になってくるのですが、ここにその定義があります。

これは、排出枠、そのオークション商品またはデリバティブの取引（取引の発注を含む）を行う者であって、MAR17条2項2段落（後述参照）に基づく免除の恩恵を受けないものが排出枠市場参加者になります。ですから、

単純に排出枠市場に参加しているというだけではなくて、ある一定の条件を満たすと、排出枠市場の参加者であっても、排出枠市場参加者にはならないという仕組みになっています。排出枠市場の参加者の中にも、排出枠市場参加者に位置付けられるものと、そうでない者がいることになります。

6条は省略します。

25 ページに行っていただいて、内部情報の定義のところです。まず、7条1項(a)に書いてあるのが一般的な内部情報の定義です。明確で、公開されておらず、一もしくは複数の発行者または一もしくは複数の金融商品に直接的または間接的に関連する情報であって、当該情報が公開されれば当該金融商品または関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を与える可能性が高い情報となっていて、個別列挙方式ではありません。

(c)に排出枠に関する内部情報の定義が定められています。これを見てみると、明確で、公開されておらず、一または複数の当該商品に直接的または間接的に関連する情報であって、当該情報が公開されれば当該商品または関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を与える可能性が高い情報と定義されています。

一般的な内部情報と比較しますと、後者については「発行者」に関する文言がないわけですがけれども、排出枠はEU ETS義務対象者が発行するわけではないですので、こういう定義になるのかなと思います。その上で、ここで無理やり統一的な理解を引き出す必要はないのかもしれないし、また別の整理もあるかと思いますが、内部者取引にとって本質的に重要なのは対象商品に関する未公開の価格形成情報であって、発行者の有無ではないのではないか。もしかしたらこういう考え方もできるのかもしれないと思っています。

その下で書いてある2項は、明確であるというのは一体どういう場合なのかということについてまとめたものです。明確であるとされる場合というのは、大要すると、その情報が状況または事象を示すもので、価格に与え得る影響に関して結論を導き出すのに十分に具体的であることというようなこと

が書かれています。

4項が、公開されれば価格に重大な影響を与える可能性が高い情報とはどのようなものと言うのかというところですが、26ページに行っていただきまして、一般論としては、合理的な投資家はその投資判断の根拠の一部として利用する可能性が高い情報ということになりますけれども、排出枠に関しては、総排出量または定格熱入力量が17条2項2段落（後述参照）に従い定められた基準値以下の排出枠市場の参加者の場合、当該参加者の物理的活動に関する情報は、価格に重大な影響を与えるものではないとされていますので、17条2項2段落がとても重要になってくるということです。

その上で、8条の内部者取引ですが、内部者取引の内容として、まず1項で、内部情報の保有者が、当該情報を利用して、自己または第三者の計算で、直接的または間接的に、当該情報が関連する金融商品を取得または処分すること（内部情報保有前に出した注文を当該情報を利用して取り消すことや修正することも含む）ということで、利用要件が課せられています。排出枠のオークションに関しては、内部情報の利用には、自己または第三者の計算における、ある者による入札の提示、修正または撤回を含むということも書かれています。

4項に内部情報保有者の類型が定められています。(a)、(b)、(c)または(d)の結果として内部情報を保有する者とか、それ以外であっても内部情報の保有者が当該情報は内部情報であることを知っている場合や知るべきである場合にはその者にも本条が適用されます。(a)に書いてあるのが発行者または排出枠市場参加者の管理、運営または監督機関の構成員であること、(b)が発行者または排出枠市場参加者の資本に対する持分を保有すること、(c)が雇用、専門職または職務の遂行を通じて当該情報を入手できること、(d)が犯罪行為に関与することとなっています。排出枠との関係では、発行者の関係者ではなくて、排出枠市場参加者の関係者が特に重要な対象になっていることがわかるかと思います。

27ページが12条の相場操縦になります。日本語のところですが、相場操

縦の行為類型として、(a) 需給または価格に関して虚偽または誤解を与えるシグナルをもたらす取引の締結等とか、(b) 詐欺的な手段を用いて価格に影響を与える取引の締結等とか、(c) 需給または価格に関して虚偽または誤解を与えるシグナルをもたらすなどの情報の流布、(d) ベンチマークに関して虚偽の情報を伝えるなどベンチマークの計算を操作する行為などがあります。

28 ページに行ってくださいまして、14 条で内部者取引とか内部情報の違法開示の禁止規定、15 条で相場操縦の禁止規定、16 条で市場阻害行為の予防とか探知に関する規定があります。

先ほどから出ている 17 条が 29 ページにあります。同条は内部情報の公開について定めていて、その 1 項は、通常の発行者による内部情報の公開規定ですが、2 項が、排出枠市場参加者による内部情報の公開に関する規定になっています。本条 2 項の第 1 段落には、排出枠市場参加者は、公に対し効果的かつ適時に、当該者がその事業（当該参加者等が所有等する所定の施設や航空活動を含む）に関して有する、排出枠に関する内部情報を公開するものとする。施設の計画的または非計画的な利用不能状態を含めて施設の生産能力および稼働状況に関する情報を含むという趣旨のことが書いてあります。

そして本条 2 項第 2 段落で書いてあるのが、排出枠市場の参加者が所有し管理しまたは責任を負っている施設または航空活動が前年において最小基準値を超えない二酸化炭素換算排出量である場合、及び燃烧活動を行う場合であれば、最小基準値を超えない定格熱入力量であった場合、その排出枠市場の参加者には本条 2 項第 1 段落は適用されないということになっています。17 条 2 項第 2 段落は、前述した排出枠市場参加者の定義とか、内部情報の定義との関係でも出てきますので、とても重要なものになってきます。要は、ある一定の基準値を超えなければ、排出枠市場参加者にはならず、内部情報の公開を定めた規律は適用されないなどのことが書いてあるわけで、最小基準値の具体的内容は後述したいと思います。

30 ページに行ってくださいまして、一番上ですが、17 条 2 項第 2 段落の

意義について、前文の（51）では次のように説明をしています。すなわち、内部情報の公開要件を排出枠市場の参加者に向けつつ、市場が有益でない報告にさらされることを防ぎ、想定される措置の費用対効果を維持するために、この要件に関する規制の影響を、対象者の規模および活動により排出枠等の価格に重大な影響をもたらさうと合理的に予期できる EU ETS 対象運営者のみに限定する必要があるように思われるということが書いてあります。

ただ、最小基準値以下の排出枠市場の参加者が内部者取引規制の対象にならないわけでもないということには留意すべきであると思います。また、開示されるべき情報は、開示当事者の物理的活動に関するものであって、排出枠取引に関する自身の計画または戦略ではないということも書いてあります。

最小基準値ですが、30 ページの下のほうに欧州委員会委任規則 2016 / 522 の紹介があります。その 5 条に MAR17 条 2 項第 2 段落に関する最小基準値の定めがありまして、そこでは年間 600 万トンの CO₂ 換算排出量と 2,430MW の定格熱入力量が示されています。

なぜこの数値になったのかということですが、31 ページの上から 3 行目に飛びまして、最小基準値の数値は、ESMA が出している Final Report を踏まえたものです。この報告書の 30 ページ以下によると、最小基準値がないならば、2011 年時点で対象となる排出企業総数が約 930 社、これで排出量 100% です。仮に排出量 600 万トン基準だと、対象となるのは 70 社に絞られる。ただ、排出量で言うと 70% です。ほかにも下の英文を見ていただくと、600 万トン以外にもいろいろあるのですけれども、こうしたものをいろいろ比べた上で、排出量 600 万トン基準、それから、これと同等の定格熱入力量 2,430MW 基準を提案して、これが委任規則の中に入っているということのようです。

31 ページの下ですが、18 条の内部者リストです。こちらも排出枠市場参加者にも適用されることになっています。

32 ページに行っていただきまして、「●近年の論文」です。幾つか関連す

る論文があるわけですが、ここでは2つだけ取り上げています。

簡単にご紹介すると、1つ目の論文は、EU 排出枠を金融商品として取り扱うことが、EU ETS の環境面の有効性や経済面での有効性にとって有益であるか否かを検討した論文になります。内容を一部抜き出すと、温室効果ガス排出量の削減をもたらすのは、排出量の取引それ自体ではなくて、排出量の制限（キャップ）である。EU 排出枠の性格を明確に決定しないことが、通常、その流通市場の機能発揮に対する障害とはみなされてはいない。EU ETS において欧州委員会が持つ力の行使（EU 排出枠オークションの一部延期や市場安定化リザーブの導入など）は、EU 排出枠の需給や価格がかなりの程度において市場メカニズム外で人為的に形成されていることを意味する。EU 排出枠に関する MiFID II の規制により、EU ETS の環境面の有効性に何かしらの付加価値がもたらされると思っではないが、MiFID II は EU ETS の経済面の有効性には十分に貢献している（費用が便益を上回っていないように見える）。これまでのところ EU ETS の経済面及び環境面の有効性は MiFID II により損なわれてはいない。そして、ここがおもしろかったのですが、EU の経験を踏まえて、排出枠を金融商品として取り扱うことが排出量取引制度を検討している他国において推奨される可能性があるが、制度の参加費用が増大するなどの可能性があることに留意すべきである。著者たちの意見としては、排出枠取引のために特別につくられた制度を創設するほうが、より安価でより直截的な選択肢となろうということが言われています。

②の論文にも同じような内容が含まれていますが、ここでは省略します。

Ⅲ. 改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度

34 ページの「3 改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度」から日本の制度の話になります。概要だけご説明したいと思います。

「●脱炭素成長型経済構造への円滑な移行の推進に関する法律（GX 推進法）」のところですが、2023 年にいわゆる GX 推進法が成立し、2025 年改正

で排出量取引制度が法定化されました。以下の図で言うと、第2フェーズがこれから始まっていくという状況かと思えます。

34 ページの真ん中あたりに、改正 GX 推進法 1 条「目的」規定を記載しています。これを読みますと、環境政策としての排出量取引制度というだけではなくて、経済産業政策という要素も含まれていることが読み取れると思えます。

その上で、改正 GX 推進法第 5 章に「脱炭素成長型投資事業者排出枠」に関する規定があります。

35 ページに行っていただくと、網線がかかっているところですが、38 条に「脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引」に関する規定があり、1 項で「脱炭素成長型投資事業者排出枠は、脱炭素成長型投資事業者排出枠を保有する者の中で取引の対象とすることができる」とか、2 項で、「脱炭素成長型投資事業者排出枠は、投機的取引の対象とされてはならない」と書いてあります。

39 条「参考上限取引価格」がいわゆる上限価格に関する規定です。

次に、改正 GX 推進法第 6 章に「脱炭素成長型経済構造移行推進機構」があります。

77 条「機構の目的」を見ますと、脱炭素成長型投資事業者に対する脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引の機会の提供ということが含まれています。

111 条「機構の業務の範囲」の中に、「脱炭素成長型投資事業者に対する脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引の機会の提供に関する次に掲げる業務」というのがありまして、その一つが「排出枠取引を行うための市場（「排出枠取引市場」）の設置及び運営」となっています。

113 条「機構の業務方法書」というのがありまして、36 ページに行きますが、業務方法書に含まれるべきものとして、三を見てもらうと、「公正な売買取引を確保するために必要な措置に関する事項」とあります。

また、114 条には、経済産業大臣が策定する「機構が従うべき排出枠取引

機会提供実施基準」というものがあります。

116 条「調整基準取引価格」がいわゆる下限価格に関する規定になります。

表の下の矢印の部分のところになりますが、要するに、GX 推進機構が排出枠取引市場の開設・運営に関する業務を行う。不公正取引については何か具体的な規定があるわけではないのですけれども、条文の書きぶりを見ると、GX 推進機構の業務方法書あるいは経済産業大臣が策定する排出枠取引機会提供実施基準の中で何か書かれることになるのかなと思っているところです。

それから、「●経済産業省産業構造審議会イノベーション・環境分科会排出量取引制度小委員会「脱炭素成長型投資事業者排出枠の割当ての実施に関する指針に関する意見」(2025 年 12 月 19 日)」です。EU ETS には市場安定化リザーブという仕組みがありましたが、日本の場合にも同じような価格安定化措置があります。上限価格と下限価格がありまして、2025 年 12 月 19 日に小委員会から、上限が 4,300 円、下限が 1,700 円というような意見が出されているところです。表の下の矢印の部分に書きましたが、排出量取引制度が市場メカニズムを利用した価格形成の仕組みを利用するとしても、それは排出量取引制度の目的を達成するための手段であって、高すぎず安すぎない排出枠価格を価格の幅（あるいは市場で流通する排出枠の量）を通じて政策的に誘導する特殊な市場だということがわかるかと思います。

「●大塚直「改正 GX 推進法における排出量取引制度の概要と評価」として、38 ページ、39 ページに書いてあるのは、環境法の先生が改正 GX 推進法における排出量取引制度をどのように評価されているのかという論文のご紹介になります。ここは省略をさせていただきます。

IV. 金融商品取引法と排出枠

40 ページに行きまして、「4 金融商品取引法と排出枠」です。まず「●金融商品取引法」のところですが、金商法上の有価証券、金融商品、金融指標の中にいわゆる排出枠が入っているわけではありませんので、現状では

EUとは違う形になっていると理解しています。

金融商品取引法との関係では、「第一種金融商品取引業又は投資運用業を行う者の業務の範囲」(35条)における届出業務(同条2項・3項)の一つとして、国際協力排出削減量(中略)の取得若しくは譲渡に関する契約の締結又はその媒介、取次ぎ若しくは代理を行う業務があります。この点に関連して金融庁から「カーボン・クレジットの取扱いに関するQ&A」が出ています。先ほどの脱炭素成長型投資事業者排出枠について今後の取り扱いがどうなっていくのかというところはお聞きしたいと思っていたところではあります。

それから、40ページ以降の「●経済産業省・環境省 GX 実現に向けた排出量取引制度の検討に資する法的課題研究会「報告書」(2024年12月18日)」では、さまざまな法的論点が検討されています。ここでは「排出枠の市場取引に係る法的在り方に関する論点」のみ少しご紹介しています。

インサイダー取引のところだけご紹介したいと思います。該当部分を抜き出しているのが42ページです。それによると、インサイダー取引規制について、排出枠は、発行者が存在しないとか、広く対象事業者に対して開示義務を課すことが現実的とは言えない。また、想定される未公表の重要事実が、排出枠の需給または政府規制の変更に関する事実であること等からすれば規制にそぐわないという考え方があったそうです。

一方で、未公表の重要事実は存在し、むしろ現在の金商法上のインサイダー取引規制の範囲のほうが十分ではないとも考えられるとか、EUでは排出枠に関するものを含め、インサイダー取引規制が導入されているということなども取り上げられています。

他方で、排出枠のインサイダー取引規制について定めようとする、一定程度曖昧な規定とならざるを得ないところ、諸外国におけるバスケット条項と同様の規定を置くことは罪刑法定主義の観点で問題となる、対象事業者の情報管理上の負荷が大きい。また、電力の取引については、法令ではなく取引所の業務規程等上でインサイダー取引規制が行われているところ、重

要事実の定義を電力の場合のように明確化できた場合にのみ、取引所の業務規程などでインサイダー取引規制を定めることで足りるとの意見も見られたということです。

41 ページに戻っていただきまして、表の上の矢印の部分に少し書いたのですが、インサイダー取引規制に関しては、公表されれば対象商品の価格に重大な影響を与える未公表重要情報の保有者の取引に対して規制（公表前取引の禁止や重要情報の公表）をかけることの必要性や相当性の有無を踏まえて判断していくことになるのかなと思います。排出枠取引市場の状況と排出枠の価格変動要因の類型化の可否等を踏まえながら、また罪刑法定主義とそれ以外の制裁・抑止手段なども踏まえながら考える必要があるかなと思っています。

43 ページに行っていただきまして、「●金融庁カーボン・クレジット取引に関する金融インフラのあり方等に係る検討会「報告書」(2025年6月20日)」というものがあります。こちらはキャップ&トレード型の排出量取引制度に係る議論に立ち入るものではないので、現時点では一旦、検討外にしていますが、クレジットについても重要だと思っているので、今後、検討していきたいと思っています。とりわけ、クレジットに関しては非常に個性があると思いますので、そのあたりに着目しながら検討していきたいと思っています。

それから、「●金融庁金融審議会暗号資産制度に関するワーキング・グループ「報告」(2025年12月10日)」です。私の問題意識が、最初にありましたように、金融市場の公正な価格形成を確保するための仕組みが、いわゆる伝統的な金融商品以外のものに応用できるのかというところにありました。その意味では、この暗号資産というのも、ひとつおもしろい、非常に興味深い素材なのだと思います。金商法上の規制対象となりうる投資商品として、金商法に定められた有価証券・デリバティブ取引とそれ以外の投資商品があって、本ワーキンググループの報告の考え方としては、ここに暗号資産が含まれてくる。もっとも、投資性がある商品を全て金商法の規制対象とする必要はなくて、金商法目的の観点から金商法規制を及ぼすべき必要性和相

当性を踏まえて判断するとされています。そうした観点から、暗号資産について、「投資目的での取引の実態や投資者被害の発生状況、金商法以外での産業・資源政策等との関係等を総合勘案」するとどう考えられるかということがこの報告には書いてありますが、これを排出枠に当てはめた場合にどうなのかというと、今のところ、すぐに金商法で対処すべき問題が何か発生しているとか、そういうことではないのかなという結論が導けるかもしれないと思ったりもしています。

V. 本報告のまとめと今後の課題

最後にまとめになりますが、ここは口頭でご説明します。

本報告では、炭素市場が市場メカニズムを通じて公正な炭素価格を形成しようとするものであるならば、金商法の規制や知見を活かすことができるのではないかという問題意識から、EU そして日本の排出量取引制度と金融市場規制の関係について概観してきました。

EU は、排出枠を金融商品として取り扱い、市場阻害行為規制などを課しているわけですが、その背景として、EU ETS における炭素市場の特徴をあげることができるように思いました。つまり、金融機関が多く参加するデリバティブ中心のマーケットであるため、スポット取引についても金融市場規制をかけるほうが一貫するという発想が出てきやすいのだと思います。

この研究を始める前までは、EU ETS でインサイダー取引とか、相場操縦などがあったのかなとも思いましたが、私の調査がまだまだ不十分ということもあると思いますので、間違っているかもしれませんが、今回調べた資料を見る限りでは、確かに不正行為はあったものの、それはインサイダー取引とか相場操縦のような市場阻害行為ではなかったようです。その意味では、予防的に市場阻害行為規制をかけることで排出枠市場の信頼性を高めようとしていると言えるのかもしれません。

インサイダー取引規制の具体的内容を見てみると、発行者概念を前提としない排出枠の特徴に合わせた内容が定められていると言えます。特に、排出

枠市場参加者の定義や、内部情報の公開義務の対象者の範囲、内部情報の定義に関して、排出枠の価格に重大な影響をもたらすと合理的に予期できるような規模で大量に温室効果ガスを排出するもの、あるいはその活動に焦点を置いて、別の言い方をすれば、市場価格との関係に留意しながら、過大規制にも過小規制にもならないようにバランスをとろうとしている努力があるように思いました。もちろん、実際に定められている規制が狙いどおりになっているかどうかは別途検討が必要になると思いますので、この点はさらに研究を重ねていければと思います。

また、排出枠市場が特殊な市場であるということにも留意する必要があると思いました。つまり、排出枠市場は最終的には温室効果ガス削減という環境目標を達成するための手段であって、環境目的への貢献度が常に確認される必要があると思います。また、市場安定化リザーブのようなものを通じて流通する排出枠ないし価格がある程度の幅でコントロールされるという仕組みもあります。

こうした通常の金融市場とは異なる特徴を重視するのであれば、金融市場規制の仕組みを参考にしつつも、金融市場規制とは別枠の法制度で公正な価格形成を確保する仕組みを構築していくという方向性もあり得るのだと思いました。

日本におけるあり方については、今後議論が深められていくものと思います。日本の排出量取引制度は、将来的にはともかく、導入当初は参加者も限定された形での現物の取引が行われるのであろうと思います。EUの現状とはかなり違った姿になるのではないかと考えられますし、日本における排出枠市場の動きがどのようなものになるのか、私にはまだわかりません。金融市場規制の中に取り込むかどうかはともかく、公正な価格形成が重要であることを示すために、包括的な不公正取引禁止規定を置くべきではないかとは思っていますが、そこから先、どのような規制をどのような枠組みの中で設けるべきかについては、引き続き考えていきたいと思っています。

私からの報告は以上です。省略部分が多く、また私自身わからないことだ

らけですが、いろいろとご意見を伺えれば幸いです。どうぞよろしく願いいたします。

[討議]

○**神作会長** 河村先生、貴重なご報告どうもありがとうございます。それでは、ただいまのご報告につきまして、どなたからでもご自由にご意見やご質問をお出しいただければと存じます。

○**大崎委員** 河村先生、大変興味深いご報告、ありがとうございます。

実は、私が質問しようかと思っていたことの一つは、最後のまとめのところで先生からもう伺えたのです。私、お話を伺っていて、多分インサイダー取引とか相場操縦は現実には起きていなかったのではないかと、そこをお尋ねしたかったのですが、やはり確認できる事案はないということですね。

その背景ですが、私が思ったのは、排出権の市場でのインサイダー情報は、排出権を市場で買う必要がある企業の実態にかかわる情報がほとんどなのではないかという気がします。そういった情報は、本当に細かいところまで全部公表しろと言われると、今度は取引そのものが成り立たない、つまり全部説明しないと買えないということだと、それだったらこの値段はダメだという話に常になるのではないかという気がします。

もう1つ、排出権を買わなければいけないほどの主体は、多くの場合は上場企業なのではないかという感じもします。事業に非常に大きな影響があるようなことが原因で、大量の排出権を慌てて買わなければいけない場合は、そういった情報は既に上場会社の公表情報として公表されている場合も多いのではないかという気がしました。

規制のあり方という点では、私は、お話を伺っていて、ご紹介いただいた論文の筆者たちと同じような感想を持ちました。つまり、何も MiFID II で大上段に規制する必要はなかったのではないかと。論文の筆者たちは、そうはいっても、MiFID II で規制することの費用が便益を上回っているとまで

は断定できないから、まあいいんじゃないのみたいな姿勢ですが、日本はこれから規制を導入するのだから、そういう EU の経験を真似て金融市場規制をかけるといった必要はないのではないかという感想を抱きました。

では EU で、なぜ MiFID II が排出権市場の規制をカバーすることになったのか、これも河村先生がおっしゃったこととほぼ同じ感想で、金融機関中心のマーケットに現実になっているときに、MiFID という金融機関を規制するものが無関心でいいのかという問題意識が強かったのではないかと思います。金融機関は当事者であると同時に市場のゲートキーパーでもあるので、金融機関中心のマーケットに MiFID をかけると市場参加者の行儀がよくなるとでもいうか、それが全体の公正さを保つことになると思ったのだろうと感じました。

あと一点だけ。結局、排出権の市場は本当に必要なのだろうか疑問だという気がします。取引市場で売買をしなければいけない、排出権を買わなければいけない人もいれば、売るだけの余力がある人もいる、そこはわかるのですが、今日のお話を伺って、価格形成を市場に任せる必要があるのだろうかという疑問が強くなりました。むしろ公定価格でもいいのではないか。昔の為替の管理相場制みたいなもので、公定価格の上下若干の変動を認めるとい仕組みで十分足りるのではないかという感想を抱きました。

何かコメントをいただければと思います。

○河村報告者 私先生がおっしゃったのとほとんど同じ感想になります。

1点目に関しては、別に EU を擁護するわけではないのですが、先ほどもご紹介したように 17 条 2 項の第 2 段落などで、とにかく一定範囲に絞っていくことで制度参加者に過度な負担がかからないような工夫をした上で、これも先生がおっしゃったように、金融機関が多く参加しているデリバティブ中心のマーケットで、もともと金融市場規制をかけていたので、残りのわずかな部分のスポットについて別枠の規制を新たに設けるといよりも、あわせて金融市場規制をかけてしまったほうが一貫性を確保できると判断されたということだと思いますし、私はまだ確認できていないのですが、

仮にインサイダー取引とか相場操縦が起きたときに、その規制を通じて対応できるのではないかというところで、金融市場規制をかけたのではないかと考えています。

最後の点は、例えば炭素税みたいな形でやってしまうというのも本当は1つなのかもしれませんが、そこについて私はまだ結論を持っておりません。市場メカニズムを通じて炭素価格を形成させ、それに応じて企業の行動変容を促していく仕組みは、それはそれで非常におもしろい仕組みかなと考えているところなので、そこは今の段階では結論を留保させていただいて、引き続きメリット・デメリットを検討していきたいと思いました。

○**小出委員** 河村先生、貴重なご報告をありがとうございます。大変勉強になりました。

ものすごく基本的なというか、何でそのレベルのことを聞くんだと思われるかもしれませんが、今回、金融商品取引法の対象となり得るか、それと類似した規制を及ぼすべきかという観点からのご報告だったと理解しています。ヨーロッパはコモディティデリバティブなども MiFID の対象にしていますから、恐らく MiFID に乗るかという議論になるのだと思いますが、日本には商品先物取引法があって、排出量はどう見ても金融商品ではない。そう考えると、乗せるとしたら商品先物取引法の流れなのかなと思います。

商品先物取引法について言うと、商品にも発行者はいませんので、インサイダー取引などの規制は多分ないと思います。ただ、不公正発行の規制は116条にあると思います。こういった規制の枠組みがある中で、日本においては、金融庁などが一生懸命議論しているという話を伺ったのですが、何で商品先物取引法のほうで規制するという議論になっていないのか、すごくプリミティブなのですが、教えていただければと思います。

○**河村報告者** 大変重要なご指摘かと思います。恐らく、日本の排出量取引制度が想定しているのがデリバティブ取引ではなく現物の取引だからだと思います。そこからスタートするので、商品先物取引法をまずかけるという発想にはなっていないのだと思います。

○小出委員 ただ、商品先物取引法ですと、商品市場の取引全般が対象となっているので、多分デリバティブに限っているわけではないと理解しているのですが、違いましたか。

○河村報告者 基本はデリバティブで、不公正取引のところでは、商品市場外における現物取引を利用するようなものも含まれている形ではなかったでしょうか。

○小出委員 そうだと思います。いずれにせよ、商品先物取引法の枠組みに乗せるのはデリバティブよりも現物が中心であるとするのが難しいということですかね。

そうだとすると、商品先物取引法に乗せるかどうかは別としても、日本では金商法と、それ以外の市場に対する規律は分けて規制しているような感じがするので、その流れからいくのだったら、商品先物取引法などの枠組みを参考に個別の法律をつくるかというのが自然で、金商法の枠組みに入れるというのは、なかなか説明が難しいのではないかと感じました。

他方で、金融庁が関心を持っているというのは、なぜそうなのかと興味があります。

○河村報告者 先生おっしゃるように、これは勝手な私の推測で、何の根拠もないのですが、今回の日本の排出量取引制度は環境省と経産省がやっておられるので、経産省が商品先物取引法を参考にしながら、何か排出枠取引に関する別枠の法制度みたいなもの、GX 推進法なのか、それとも別の制度なのかわかりませんが、もしかしたらそういうものをつくっていく可能性はあるかもしれないと、今、先生のお話を聞きながら思っていました。

○松尾委員 ご報告ありがとうございます。

最初の大崎委員のご質問とも関係するのですが、私は以前、電力のスポットでインサイダーと相場操縦のことを研究したことがありまして、そのときに感じたことと同じ疑問を持っています。

EU はスポット市場についても市場阻害行為規制をかけるということで、インサイダー取引規制もかかるということですが、先ほどまさに大崎委員が

おっしゃったとおり、29 ページを見ますと、市場に対する影響力の大きい排出枠市場参加者、免除を受けない者については内部情報を公開せよという開示義務が課されていて、そこでの内部情報には「施設の計画的または非計画的な利用不能状態を含めて」云々とあって、つまり自分たちの排出枠に対する需要に関する情報を出さないといけないことになっているわけです。将来、予定よりもかなりたくさん排出枠をとらないといけなくなってしまうことをあらかじめ公表した上で、それを反映した価格でないと取引できないことにしているわけです。

これは、先ほど小出先生がおっしゃった商品先物の世界とは全く別で、商品先物は、むしろ自分のところの需給に関する情報を公にしまうとヘッジすることができなくなるので、その前の価格で買いたい、売りたいということになると思うのです。

そうだとすると、スポット市場で目指している公正な価格、スポット市場で規制をかけて目指している公正な価格というのは、それ以外のところ、特に先物市場とは随分違うのではないかという気がします。それをあえてまた同じ法律でやったのはなぜだろうと、すごく疑問があります。エネルギーのほうは REMIT でやっていたので中身はほぼ同じですが、一応、別建てになっている。そういう疑問を持ちまして、そこについてもしお考えがあればお聞かせいただけるとありがたいです。

○河村報告者 すみません、正直申し上げて、今の点はあまり考えていなかったです。ただ、30 ページに、「開示されるべき情報は、開示当事者の物理的活動に関するものであって、排出枠等の取引に関する自身の計画または戦略ではない」とあります。今の先生のお話を聞きながら、両方に当てはまる場合がありますのではないかと考えています。そこについての取り扱いを EU がどのようにやっているのかというところまで調べ切れておりません。大変重要なお指摘をいただきましたので、ぜひ宿題にさせていただいてよろしいでしょうか。

○松尾委員 ちなみに、「自身の計画または戦略」は、金融機関はもちろん、

買いの方針なのか、売りの方針なのかとか、その判断根拠を開示する必要は一切ないわけですよ。ただ、先ほどの 29 ページの情報からすると、実需のある者、航空会社とか電力会社は、公表した上での価格で取引しないといけなくなるのではないかと認識しております。日本の電力のスポット市場もそうなっているという認識です。

○小出委員 2 回目で申しわけありません。またどうでもいいことを少しだけお伺いできればと思います。

関心を持っているのは、今回の GX 推進法に基づいて、今、会計基準のほうでも、特に対象事業者が保有するものについての会計処理の議論をしているのですが、そのポイントは、排出量取引は実需の人たちがいるので、実需の人たちが持っているもの、つまり最終的に排出する対象事業者が持っている排出量と、トレード目的で持つ人とは、その経済的な意味が当然変わってくるということだと思います。

今、日本では、対象事業者の排出枠のことだけを考えていて、そこでは、あくまで最終的に使うことが目的になっているものですから、いわゆる投資の中でも金融投資ではなく事業投資の枠に含まれるという枠組みです。だから、時価評価も基本的にはしないという形で考えていると思います。しかし、仮にこれがトレード目的で金融商品のようなものとして規定されるとすると、トレード目的で持っている人について、特に金融商品であると理解して時価会計などに載せていくという議論になるのかと思いました。

もしご存じであればですが、ヨーロッパでは会計的な処理についての議論もなされているのでしょうか。

○河村報告者 会計のところは時間がなくて調べていなくて、16 ページの最後の 18「この分類は排出枠の会計処理に影響を及ぼすことになるのか？」で、この当時の答えとして、「いいえ、排出枠を金融商品として分類することが、EU 法に基づく排出枠の会計処理に直接的な影響を与えることはないであろう。会計目的による排出枠の分類は、会計基準によって定められた基準のみに依拠する」となっているので、金融商品に取り込んだことで、そこ

から直ちに会計基準について一律の答えが出てくるという発想にはなっていないのだと思いますが、現状でどういう形になっているのかは、不勉強でごめんなさい。

○**小出委員** とんでもございません。ご指摘のとおり、ヨーロッパは基本的に IFRS なので、別に EU が決めるわけではなくて、多分 IASB で決めるのだと思います。そちらでどういうプロジェクトが進んでいるのかについては私も不勉強で、ちゃんと認識していませんので、少しそっちを調べてみたいと思いました。

また別のこともかもしれませんが、排出枠はすごく変わった資産というか、一応資産ではあると思いますが、毎年、国から対象事業者にポコッと割り当てられるのですよね。全く対価を払うことなく、突然、資産的なものが事業者に生まれる。しかし、もともと割り当てられた対象事業者は対価ゼロでそれ取得しているので、資産として認識するとしても、多分ゼロとして資産を認識するという変わった扱いがとられると思います。一方で、これがトレード目的になってくると、トレードのほうでは時価がつくという話になってくる。その意味でも、会計的に見ても特殊な要素を持っているのかなという感じは受けております。

その意味でも、金融商品とあわせて考えていくことについては、非常に興味深いと思う反面、大分性質が違うところがあるのではないかとも思いました。これも感想だけです。勉強させていただきます。

○**河村報告者** 今のご指摘も大変重要だと思っています。無償割当の場合は先生おっしゃったような形になると思いますが、今 EU は無償割当をなるべく減らし、基本的にはオークションにより有償で排出枠を買うことになっています。そうなったときに、先生のご指摘を踏まえると、無償で取得するものと有償で取得するものと、何か本質的な違いがそこにあるのかということも踏まえて、私自身も改めて研究してみたいと思いました。

○**神作会長** ほかにいかがでしょうか。実務の方も含めて、ぜひご質問、ご意見を頂戴できればと存じます。

○三井オブザーバー 18 ページ、19 ページの EU のレポートを読んでいて興味深いなと思ったのですが、ほとんどの返答者が反対している。提案では、主にデリバティブが大きく行われているので、MiFID というか、金融商品規制を及ぼそうという理由が書かれているのですが、銀行をはじめ、金融機関、アセットマネージャーなど、多くのコメント提出者は反対している。

デリバティブが非常に多いという実態も、先ほどのご議論との関係でよくわからない。排出権が足りない人が余っている人から買うことが目的なのであれば、電力の融通みたいなもので、デリバティブというのはどんな意味があるのだろうかと感じました。

他方、海外の金融機関の方の話の中には、デリバティブの排出権取引を収益源にしようといった話も聞こえてきます。そういうものなのかなと思ったりもしまして、排出権市場とは、一体どういう市場構造なのだろうか。それが実際に金融市場というべきものであれば、金融市場規制を適用するのが適当なのかなと思いつつも、釈然としないものが残ります。先ほどの排出権の割当等の話からすると、何となくフィットしていないようにも見えます。どうして金融商品取引規制になったのか、先生としてはどのように観察しておられますでしょうか。

他方、例えば、一般投資者が排出権を購入して、中には詐欺的な勧誘があって被害が出たということがあったのだとすれば、パブコメの反対はさておき、きちんと規制しようという動きが強くなるというのは理解できますが、どうもそうでもなさそうに見えることから、こういう疑問を持ちました。

○河村報告者 私も、影響評価報告書で利害関係者のコメントを見たときに、何でこんなに支持が得られていないのにこの方向を選択したのだろうかというのが、まず率直な感想です。デリバティブはもちろん金融機関も使っていますが、価格変動のヘッジという目的で、要は最終的に償却しなければいけないということで、みんな一斉に同じようなタイミングで排出権を買いはじめると、価格が上がってしまう可能性もあるので、最初にヘッジしておくために、金融機関だけでなく、義務対象者を含めてヘッジ目的でデリバティブを使う

ことがあるみたいです。

その上で金融市場規制をかけた理由については、本当に勝手な推測ですが、金融機関の方たちも確かに当初は反対していたということではあります、でも、金融機関の人たちにとってはなじみのある規制が入ってくる。それによって参加がしやすくなる。

排出枠の価格はもともとすごく低迷していたわけです。もうほとんど機能していないような状態で、これを何とか成功させるためには参加者をふやさないといけない、取引量をふやさないといけない。そのためには、金融機関の人たちにとって入りやすい制度設計をしてあげて、市場参加者をふやして、流動性を高めて、加えて市場安定化リザーブなども用意して、何とか価格を引き上げていく。

なので、純粋な市場というより政策誘導的な目的が非常に強いマーケットで、もしかしたらそうした背景から金融市場規制をかけるという選択をしたのかなと思っています。

○松尾委員 2回目で申しわけありません。今、市場構造のことも出たので、先ほどインサイダー取引規制について申し上げたのですが、相場操縦のほうも考える必要があるように思います。

これも電力スポット市場について考えたのですが、電力のスポット市場はいわゆるブラインドオークションの方式で、日に何回か、ある時点で一斉に売り・買いを出させて価格が決まるという仕組みでした。そうすると、およそ金商法が想定しているような相場操縦は起こらないのではないかという気がします。そもそもスポット市場で相場操縦が起きるのか、起きないのかも考えないとけません。その意味で、EUの排出枠の現物の取引のスポットの市場の仕組みがどういうものになっているか、もしおわかりになれば教えていただきたいです。

ただ、電力については、一度は相場操縦取引は要らないのではないかと考えたのですが、アメリカを見てみると、電力はスポットと先物の価格が連動していて、先物のほうが非常に市場規模が大きいのです。そうすると、規模

が小さくて操作しやすいスポットのほうで価格を操作して、先物のほうで大きくもうける、現にそういうことをやっている人たちがいました。そうすると、この排出枠も、そのようにスポットと先物が連動していると、今申し上げたような形の相場操縦をたくらむ人が出てくるかもしれない。そういう観点からも検討が必要なかもしれない。そういう意味では、一体として規制することには、ひょっとすると意味があるのかもしれないと思いました。

○河村報告者 多分、直接的なお答えにはなっていないと思いますが、27ページ、28ページで、MAR12条1項で相場操縦の行為類型の話があって、2項でこういう行為は相場操縦とみなされますみたいな規定があって、28ページの真ん中あたりの具体例の(e)で、emission allowancesをセカンダリーで売り買いすることによってオークションの価格に影響を与えるみたいな話が出ています。私が見る限りでこの規制の中で出てきている具体例の1つかとは思いました。直接的なお答えには全くなっていませんけれども。

○三井オブザーバー 2回目になって申しわけないです。質問というより感想みたいになるのですが、EUの相場操縦規制は、日本やアメリカと違っています。27ページの1の8行目にlegitimate reasonsとかaccepted market practiceという正当化事由が書いてある。つまり、相場が変動するような一連の取引をした場合でも、正当化事由があれば、相場操縦にならない。ところが、日本では、このような正当化事由が定められていない。日本(の金商法の相場操縦禁止規定)は、アメリカ(証券法)のコピーで「誘引目的」(があることが構成要件)となっていて、誘引目的があるかどうかで(違法かどうかを)決める。このため、実際の(法執行及び市場参加者の法務の)現場ではすごく適用しにくいというか、「誘引目的とは一体何だ」みたいな議論があり、安定的な適用となりにくい。

それに比べると、ヨーロッパの規制は、legitimate reasonsとかaccepted market practiceがどういうことを意味するのかについては解説が必要なかもしれませんが、いろいろなマーケット構造に適用できる広さがあると思っています。もしかすると、EU型の規定の仕方の方が、日本の金商法

よりも汎用性があるというか、常識的な適用ができる（例えば、機関投資家による取引のように、注文により市場価格の変動は予見できる注文は、EU型規制体系では、それが市場慣行として正当なものであれば、相場操縦罪で処罰されないことが明らかであるが、日本の規定上は、このような正当な取引が（文面だけ見ると）刑事罰の対象となるようにも見えてしまう不合理さがある。）という面があるかなと思って拝聴しておりました。

○河村報告者 私も全く同じような感想を持っております。変に今の金商法の中に入れると、今の金商法の規制の枠組みが延長されてしまうということもあるかもしれませんが、それよりも、ある意味、先生がおっしゃったように、本来、相場操縦規制というのはこうあるべきではないかともう一回考え直した上で、新しい規制をそこにつくっていく、そういう別枠の制度をつくっていくのもありなのではないか。なので、金商法の中に入れることのデメリットの1つとして、まさに今の金商法の不合理な部分も含めて、もしかしたら引き継いでしまう危険性もあるのではないかと思っていたところです。ご指摘、本当にありがとうございます。

○宮下委員 河村先生、ご報告大変ありがとうございました。非常に勉強になりました。

私の質問はあまり本質的なところではないかもしれませんが、資料 29 ページの MAR の 17 条に関するご説明で、この法令の規制は、排出枠市場参加者に対して内部情報を公開することを義務づけている内容だと理解しましたが、その部分は、日本の金商法のインサイダー取引規制と少し違っている部分なのかなと思いました。

日本のインサイダー取引規制は未公表の重要事実を認識している状態で売買してはいけないという規制ですが、情報を公開すること自体は、フェアディスクロージャー規制を除けば、そもそも重要事実があったらそれをすべからく公表しなければならないということにはなっていません。公表については、金融商品取引所の適時開示規則で義務を課しているという枠組みになっています。

金融商品取引所の適時開示規則の実務上の運用としては、基本的に取締役会決議が実際に行われた時点で適時開示をするという対応になっています。そのため、実態としてインサイダー情報が存在している期間がすごく長く、それこそ数カ月とか半年とか、そのぐらいの期間ずっとインサイダー情報、未公表の重要事実が存在しているということが、特に株式の取引の世界だとよく起こっている現象だと思います。そういう現象があることによって、実際にインサイダー取引が行われることが多く生じてしまい、摘発もされていると思います。

この欧州の規制の公開義務、公表義務が実態としてどのような運用になっているかというところ次第なのかもしれませんが、割と厳格で、公表すべきものが発生したタイミングで実際に公表されるのだとすると、そもそも日本のインサイダー取引規制におけるようにインサイダー情報がすごく長い間存在しているということが起こり得ないのではないかという感じもしました。

なので、この規制は、インサイダー取引、不公正な取引を規制するというよりも、情報を開示させる、公表させるというところに主眼がある規制によようにも見えました。規定の条文だけ見るとそのようにも見えましたが、その部分に関して、何か河村先生のお考えがあればお伺いできればと思いました。

○河村報告者 まず、実態としてどういう形になっているかは調べ切れていないので、こちらも宿題とさせていただければと思いますが、内部情報の定義自体がまず違うのかもしれない。ある程度、価格に影響を与える具体性が高まってこない、明確であることという要件を満たさないと、欧州では内部情報の定義に該当しないので、日本の状況とはもしかしたら違うのかもしれない。

一方で、なるべく早くあるいは適時に価格に影響を与えるような情報は公開させて価格形成させていくという発想はあると思うのです。その結果、今、先生がおっしゃったように、インサイダー取引の余地もその分減っている可能性はあるのかなとは思いました。ただ、その実態については改めて調べさ

せていただければと思います。

○宮下委員 日本の場合、少なくとも実務では、金融商品取引所における適時開示の義務が発生するタイミングとインサイダー取引規制上の重要事実が発生するタイミングは当然ずれているという前提で捉えられています。しかし、欧州の法制度上は、公開義務が発生するタイミングとインサイダー取引規制上の内部情報が発生するタイミングは同じタイミングだと捉えられているという理解でよろしいでしょうか。

○河村報告者 内部情報の定義は同じだと理解しているので、そこにズレはないと思っています。

○神作会長 恐らく EU の内部者取引規制は、有価証券であれ、それ以外であれ、内部情報については公開するというのが原則だと思います。ただし、29 ページの最後に記載いただいているように、非常に複雑な多くの例外規定があって、公開を遅らせても良い場合について、詳細なルールが置かれている状況かと思います。

ほかにいかがでしょうか。私から、少しご質問させていただければと思います。

小出先生のご質問にも関係すると思いますが、排出枠の法的性質、特に民事法上の性質、権利なのか何なのかということは、もうほとんど EU では議論されていないのでしょうか。

実際の排出枠の取引は、私が誤解していたら訂正していただければと思いますが、基本的には帳簿の記帳に基づいて取引されている。そういう意味では電子的な証券とか、あるいは暗号資産のようなデジタルアセット的な理解もあると思います。法的性質を明らかにしなくても、取引には支障がないということで、私法上の法的性質に関する議論はあまり行われていないのでしょうか。排出枠について、特に MiFID の規制を適用するときや、あるいは MAR の規制を適用するなど資本市場法のルールが適用される場合には、排出枠についての法的性質や民事法上の性質はほとんど捨象されているのか、それとも口座の記帳に基づいて取引される他のデジタル資産と同様に位

置づけられているのか、私法上の性質が実際の法適用の局面や実務においてどのような意味をもっているのでしょうか。

2つ目は、排出枠そのものではないけれども排出権に類似のいわゆるボランタリー取引をする場合、すなわちコンプライアンスではない種類の取引をする場合には、不公正取引規制などの規制は全くかからないのでしょうか。ボランタリークレジットにおける不公正取引等の規制の適用の是非について何か議論があるのか、あるいはそもそも EU にはボランタリーの排出権類似の取引市場は全く存在しないのでしょうか。以上2点について教えていただければと思います。

○河村報告者 1点目は、議論はあります。報告書も出ています。ただ、時間がなくて、そこまで調べ切れていないというのが正直なところです。大変申し訳ありません。

ただ、先ほどもこの資料の中にもありましたが、EU で MiFID II で金融商品として取り扱うことにしたからといって、それが直ちに何か私法上の性格を決定づけるものではないと明らかにしています。それはなぜかという、結局、各加盟国によって私法体系がいろいろ違うので、EU 全体で私法上の性質はこれと決めることに躊躇があると思うのです。それよりも、先生おっしゃったように、取引する場合、ここの口座からここの口座に行ったらちゃんと譲渡がされて、こういう形で償却されるという取引の仕組みさえきっちりつくれば、私法上の問題や性質については、各加盟国の私法との関係で考えていくというのが EU の基本的な考え方なのではないかと今のところ思っていますが、まだ十分に読み込めていないところですので、引き続きそこは研究していきたいと思います。

ボランタリークレジットに関しては、前提として EU ETS とクレジットの関係をご紹介しておくと、フェーズ1、フェーズ2、フェーズ3、フェーズ4とあるわけですが、当初はいわゆる京都議定書のクレジットを使ってオフセットすることを EU ETS の制度内でも認めていました。しかし、どんどん規制が厳しくなって行って、今はたしか、そういうクレジットでのオフ

セットみたいなものは認めないという形になっているはずです。

ですので、ボランタリーのクレジットを使えばオフセットができて、EU ETSにおける排出枠を買わなくて済むみたいな話にはなっていないはずなので、その意味でも、ボランタリークレジットに対するニーズはそんなに大きくないのではないかと。EU ETSとは別のところで何か対外的にアピールするために使うみたいなことはあるのかもしれませんが、EU ETSとの関係では、そこまでのニーズはきっとないのではないかと考えています。

○森本理事長 では、私も少し申し上げたいと思います。

先ほど、商品規制との関係が出ましたが、私がちょうど役所におりましたとき、総合取引所という金商法を商品取引にかけるという制度改正をやりました。今はどうなっているかというと、商品取引を金融商品取引所でやれば金商法がかかり、商品取引所でやると商先法がかかるという仕組みになっています。今はエネルギー関係だけ商品取引所でやっていて、それ以外の商品や貴金属は全部、金商法、金融商品取引所のほうでやっているわけです。

その議論をするときにどういうことが一番大事な要素かということ、今回、大変貴重なお話をお伺いして、EUのやり方を見て、かなり政治的というか、排出権を使って脱炭素を推進する手段としてMiFID IIに入れるという発想だと思います。かなり政治的だと思いますが、さっきの商先法と金商法は必ずしもそういう政治ではなくて、一種の市場論でした。日本で非常に衰退している商品先物取引を、どうやったら市場としてもっといいものに構築できるかというのが主たる発想だったわけです。

そうすると、どの取引所でやるのがいいのかとか、市場参加者はどういう人がいいのかとか、あと、どの当局がやったらうまくいくのかとか。結局、どういう市場を構築しようと思っているのか、今ある選択肢の中でどういう規制のセットを使うのがいいのかということが一番の思考要素だった。政治は別にして、排出権市場もそういう面が多分にあるのではないかと印象があります。

それから、金商法を適用すると不公正取引規制がしっかりかかるという印

象があると思いますが、暗号資産も排出権もそうですが、それがそんなにすごく大事な決定要素なのかという気はいたします。というのは、先ほどもお話がありました、特に株のインサイダーなど、株の世界では、インサイダー情報がいろいろなところに広くあまねく偏在しています。ですから、そういうのを万人に対してかけて規制したり監視していく必要がありますが、インサイダー情報が非常に特定のところに限られているときに、あまりそんなことをやると、費用対効果の問題でどうなのか。

例えば、よく為替介入とか日銀の金融政策もインサイダー情報の対象にするという議論はありますが、それは特定の人がしっかり情報を守っていれば済むわけで、殊さら万人にかけなくてもいいのではないかと。そうしたことも一種の市場論だと思います。かなりプラクティカルな話になって恐縮ですが、どの規制セットを用いるかの議論には、そういう要素がかなりあるのではないかと感じました。

○河村報告者 ご教示いただき、ありがとうございます。EUは、本当になぜというのはあります。ただ、繰り返しになりますが、EUの擁護をするわけでは全くないのですが、万人に適用されるとはいえ、排出枠市場参加者をなるべく絞り込んでいくというやり方で、あるいはMIFID IIからの適用免除を明確に定めることで、なるべく過重規制にならないようにという配慮は、一応はされているのかなと思いました。仮に日本の中で考えていくときも、過剰規制、過小規制にならないように、バランスのよい規制のあり方を考えていかなければいけないのではないかと感じました。

○尾崎委員 EUの規制の議論の前提として、市場をつくり上げてきたプロセスをご説明いただいて、そもそも金融機関が中心でデリバティブ中心だということからつくり上げてきた結果、ある意味ではどんどん規制が拡大していった今の状況にあるのかと思って伺っていました。

それに対して、日本で何か議論するときは、EUのでき上がり図を前提にして議論していいのか、よくわかりません。日本でつくり上げるにあたり、同じようなプロセスは必要ではないかと思ったときに、もしEUでつくり上

げたようにデリバティブからやる必要があるだったら、日本もそこが出发点にならないのかしらとかいうところがよくわからず、ゼロからつくり上げるときに何を所与の前提にしたらいいか、いろいろ規制をつくるのが重要であることはわかるのですが、伺っていて、その前提部分がよくわかっていません。ここまである程度は出てきている部分もありますが、私の中であまりそしゃくできていないので、日本で市場をつくる時、どこに注目してつくったらいいのか、少し教えていただければと思います。

あとは、市場を盛り上げていこうというときに、条文では、投機はダメとか、価格の話とかが出てきています。そこでいう投機が何を指しているのかもよくわからないのですが、マーケットメカニズムを使って盛り上げようという話と、売買できるけれども投機はダメだということを大上段に出すのがどれくらい整合しているのかしらと、ちょっとよくわからなかったのも、そのあたり、物の考え方として、マーケットを構想するときどういうことが必要なのか、少し教えていただければと思います。まとまりがなくて申しわけないのですが、お願いします。

○河村報告者 今ご指摘いただいた条文は35ページにあります。先ほどの報告で飛ばしてしまったのですが、私も先生と全く同じような疑問を持っていて、ここでいう投機的取引というのは一体どういうことなのだろう。デリバティブを最初からやらないということはどうも考えているみたいですが、そのことを意味しているのかなと思ったりします。

ただ、先ほども申し上げたように、現物だけだと、結局、最初から取引をする人たちはあまり出てこなくなってしまう可能性がある気がしています。そうすると、実際に取引が集中するのは、排出量が判明したタイミングとか排出枠を取得して償却しなければいけないタイミングとか、そのあたりでダダッと駆け込みが出てくるようなマーケットになってしまうのではないかという気がしています。それよりも、日ごろからちゃんと価格形成されていて、それを見ながら取引したり、あるいはヘッジをかけたりするのであれば、デリバティブを認めた市場を最初から設計してもよかったのではないか。そ

うだとすると、あえてここで投機的取引とかそんな言葉を使わなくてもよかつたのではないかと考えているところではあります。

私としては、市場設計のやり方としては、せつかく先行例があるわけですから、そういうものを参考にして、デリバティブを含めて、ただ価格安定化措置はどうも必要そうなので、そういうものもつくる。参加者もふやして流動性を高めて、そういう市場構造でやってもよかつたのではないかと考えています。

○神作会長 ほかにご質問、ご意見はございますでしょうか。よろしいでしょうか。

そろそろ時間になりましたので、本日の研究会はこれにて終了したいと思います。河村先生、大変貴重で興味深いご報告をいただき、誠にありがとうございました。

次回の予定ですが、本日の議事次第の最後に書いてありますように、3月31日、午後2時から開催させていただきます。本日はご欠席でいらっしゃいますが、中東先生からご報告をいただけると伺っております。

事務局から何かございますか。よろしいですか。

それでは、以上をもちまして本日の研究会を終了いたします。本日もお忙しいところ大変ありがとうございました。

炭素市場と金融商品取引法

—EU 排出量取引制度 (EU ETS) における市場阻害行為規制と
改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度に焦点を置いて—

立教大学 河村賢治

- 1 問題意識
- 2 EU ETS と金融市場規制 (特に排出枠の金融商品扱いと市場阻害行為規制について)
- 3 改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度
- 4 金融商品取引法と排出枠
- 5 本報告のまとめと今後の課題

1 問題意識

●炭素市場

→温室効果ガス (典型的には二酸化炭素) の排出許容量 (ないし排出枠) や削減量が取引可能な形に単位化され取引される場。市場メカニズムを通じて炭素の価格付け (カーボンプライシング) を行い、外部不経済を内部化することで、炭素排出者の行動変容をもたらそうとする仕組み (炭素排出者が経済的損益の観点から高炭素排出行動を低炭素排出行動へと変容させることを後押ししようとする仕組み)。
→大別すると、所定の炭素排出者に参加を義務付ける強制参加型のコンプライアンス市場と、任意参加型のボランタリー市場。本報告で対象とするのはコンプライアンス市場で、キャップ&トレード型の排出量 (排出枠) 取引制度。対象者に排出量の上限 (キャップ) である排出枠を設定し、排出枠よりも実排出量が少ない対象者 (排出枠余剰主体) と排出枠よりも実排出量が多い対象者 (排出枠不足主体) との間で排出枠の取引 (トレード) ができる制度。脱炭素の目標年度に向けてキャップを段階的に減らしつつ、その中で対象者が経済効率的に排出削減の取り組みを進めることを期待するもの¹。

¹ 日本経済新聞 2026 年 1 月 6 日付記事 (<https://www.nikkei.com/article/DGKKZ093575770V00C26A1TB2000/>) によると、日本版排出量取引制度である GX-ETS が 2026 年 4 月から本格始動するにあたり、「影響が大きい化学や製鉄、電力、石油元売りなどは脱炭素の取り組みを加速させている。複数の石炭火力発電所を持つ Jパワーは排出量の多い石炭をアンモニアと混焼して利用を減らすことを検討し、洋上風力や地熱発電など再生可能エネルギーへの投資も進める。日本製鉄は石炭の代わりに水素を使う「水素製鉄」の技術開発などを進めている。東ソーは自社で石炭火力発電所を保有しているが、南陽事業所 (山口県周南市) でバイオマス燃料への転換を進め、26 年の稼働開始を予定する」とのことである。また、NIKKEI GX2026 年 1 月 29 日付記事 (<https://www.nikkei.com/prime/gx/article/DGXZQ0UC174V90X11C25A2000000>) によると、Jパワーの菅野等社長は NIKKEI GX の取材に対し、「26 年度以降は CO2 価格を含めた経済性をもとに石炭火力の運用を決めていく。石炭火力はこれまでベース電源として供給を支えてきたが、採算が合わないのならば発電を止めざるを得ない。電力の安定供給を確保するため石炭火力を緊急で動かす必要がある場合は、政策支援で費用を補填すべきだ」「日立製作所とデータセンターを共同開発する検討を進めており、複数地点で具体的な検討に入った。水力発電と風力発電の電源を組み合わせる電力を供給する。水力は天候に発電量が左右されにくいため常に稼働するデータセンターとの相性がよく、GX-ETS の導入で価値が上がっている」などと語ったという。GX-ETS 本格始動前であるが、カーボンプライシングが企業行動の変容をもたらさうことを示す一例といえるのではないかと。

●金融商品取引法1条（目的）

→「この法律は、企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする」。

→単なる投資者保護法（投資分野の消費者保護法）ではなく、開示規制・業者規制・取引所規制・不正取引規制などを通じて、市場メカニズムによる金融商品の公正な価格形成を図ることを直接的な目的とする市場法²。

●炭素市場への応用可能性？

→炭素市場が市場メカニズムを通じて公正な炭素価格を形成しようとするものであるならば、金商法の規制や知見を活かすことができるのではないか³。

→後述するとおり、EUで実施されている排出量取引制度（EU Emissions Trading System：EU ETS）では、排出枠（emission allowances）を金融商品（financial instruments）の一つとして取り扱っており、排出枠取引に市場阻害行為（market abuse）規制などを適用している。こうした中、日本では脱炭素成長型経済構造への円滑な移行の推進に関する法律（GX推進法）が改正され、日本版の排出量取引制度が2026年度から本格的に稼働を開始する予定（いわゆる第2フェーズ）。そこで、本報告では、排出量取引制度と金融市場規制⁴の関係に焦点を絞り、先行するEUの取り組みなどから学べるべきものがなにか検討。

² 証券取引法時代から証券取引法市場法論を主張されてきたのが上村達男早稲田大学名誉教授。金商法の立案担当者であった松尾直彦弁護士は、金商法制定に際し、「従前の証取法が制定された当時と比較して資本市場が大きく発展していることをふまえ、新たに「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図る」旨が盛り込まれ、いわゆる市場法としての性格も有することが明確化されている」と説明されている（松尾直彦『金融商品取引法第7版』（2023年）3頁）。

³ 同様の問題意識から興味深いのが、暗号資産。暗号資産は主に資金決済に関する法律で規制されてきた（すでに金商法の規制枠組みの中に取り込まれている部分もある）が、今後は金商法の規制枠組みを一層活用する方向で法改正が行われる予定。詳細については、金融審議会暗号資産制度に関するワーキング・グループ「報告」（2025年12月10日）参照。

⁴ 株式市場に代表される資本市場においては、市場メカニズムを通じた「公正な価格形成」を確保するために、開示規制、業者規制、取引所規制、不正取引規制などが発展。本報告ではこれらの規制のうち不正取引規制（EUでいうところの市場阻害行為規制）に焦点を置く。

2 EU ETS と金融市場規制（特に排出枠の金融商品扱いと市場阻害行為規制について）

●本章の概要

→2003年にEU ETS指令（Directive 2003/87/EC）採択。2004年に採択されたMiFID I（Directive 2004/39/EC）では排出枠デリバティブは金融商品として取り扱われていたが、排出枠は金融商品として取り扱われていなかった（ただし排出枠に関する当時のオークション規制（Regulation（EU）No 1031/2010）にはオークション対象商品向けの市場阻害行為規制があった）。2014年に採択されたMiFID II（Directive 2014/65/EU）では排出枠デリバティブのみならず排出枠も金融商品として取り扱われることになった。EUが排出枠を金融商品として取り扱うことにしたのはなぜか。また、市場阻害行為規制（REGULATION（EU）No 596/2014）の中で排出枠に関する規制はどうなっているか。

●EU ETS の概要

→2003年に採択されたEU ETS指令（Directive 2003/87/EC）は、その後数度の改正を経て本報告時点では2024年3月1日版が最新（<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02003L0087-20240301>）。EU ETSを紹介する文献は多数。ここでは、日本貿易振興機構（JETRO）調査部ブリュッセル事務所「EU ETSの改正およびEU ETS II創設等に関する調査報告書」（2024年5月）（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業に委託して作成されたもの。<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2024/01/5042c43437befe8d.html>）を引用する形でEU ETSの概要を紹介。下線は河村（以下同じ）。

- ・「EU では、2023年6月、欧州グリーン・ディールの一環として、2030年の温室効果ガス（GHG: Greenhouse Gases）削減目標（1990年比で少なくとも55%削減）を達成するための政策パッケージである「Fit for 55」の政策実現の一環として、EU 排出量取引制度（EU ETS）を改正する指令が施行された。これにより、EUにおける気候変動対策がより強化されることになる。その主軸となるのが、1. 既存のEU ETSの改正、2. EU ETS IIの導入、3. 炭素国境調整メカニズム（CBAM: Carbon Border Adjustment Mechanism）の導入の3点である」（同1頁）。
- ・「EU 排出量取引制度（EU ETS: European Union Emission Trading System）は、エネルギー消費量が多いエネルギーセクター、製造セクター、航空セクター、海運セクターなどを主な対象とし、温室効果ガス（GHG）の排出量に年次の上限（キャップ）を設定し、余剰排出枠や不足排出枠の売買（トレード）を可能とする手法（キャップ&トレード方式）を通じて、温室効果ガス（GHG）の効果的な削減を目指す制度である。欧州グリーン・ディールの下での気候変動対策と温室効果ガス（GHG）の効果的削減政策の重要な一部と位置付けられている」（同3頁）。
- ・「2024年3月現在、全EU加盟国27カ国に、アイスランド、リヒテンシュタインおよびノルウェーの3カ国を加えた欧州経済領域（EEA）内で運用されており、EU ETSに基づく排出枠取引市場は世界でも最大規模である3。約1万施設が対象となっており、欧州における温室効果ガス（GHG）の排出の40%がこれらの対象セクターからのものである。EU ETSの対象施設からの排出量はこれまでに37%削減されており、EU ETSの対象外のセクターからの排出削減量と比較4して一定の効果を上げていることがうかがえる5」（同3頁）。
- ・「EU ETSは、2003年に発効したEU ETS指令（Directive 2003/87/EC）6に基づき、2005年から当時のEU加盟国25カ国において導入されて以降、第1フェーズから第4フェーズに分けて運用されてきており、現在は第4フェーズにあたる」（同3頁）。

【表 1】EU ETS の推移

| | 第 1 フェーズ | 第 2 フェーズ | 第 3 フェーズ | 第 4 フェーズ |
|--------|-------------------------------------|-------------------------------------|---|---|
| 対象期間 | 2005 年～2007 年 | 2008 年～2012 年 | 2013 年～2020 年 | 2021 年～2030 年 |
| 主な根拠法令 | Directive 2003/87/EC (EU ETS 指令) | Directive 2003/87/EC (EU ETS 指令) | Directive 2003/87/EC (EU ETS 指令) | Directive 2003/87/EC (EU ETS 指令) |
| 対象 | エネルギー エネルギー多消費産業 | 下記追加 航空 (2012 年～) | 第 2 フェーズの対象にアルミニウム製造、非鉄金属製造など多くの産業を追加。 | 下記追加 海運 (2024 年～) EU ETS II 建物/道路輸送/ 小規模産業 (2027 年～) |
| 排出枠の設定 | NAP 経由 国別にキャップ設定 | NAP 経由 国別にキャップ設定 | EU レベルでキャップ設定 | EU レベルでキャップ設定 |
| 排出枠の割当 | グランドファザリング方式 ⁸ | グランドファザリング方式 | ベンチマーク方式 ⁹ | ベンチマーク方式 |
| 配分方法 | 無償配分 | 主に無償配分 (一部ベンチマーク/ オークション) | 主に有償販売 (オークション) 一部無償配分 | 主に有償販売 (オークション) 一部無償配分 |
| 対象ガス | CO2 | CO2 | CO2 N2O ¹⁰ PFC ¹¹ | 同左 ¹² メタン (CH4) |
| 制裁 | 40 ユーロ/トン | 100 ユーロ/トン | 100 ユーロ/トン | 100 ユーロ/トン |
| 方針 | 京都議定書の削減目標達成のための体制構築 | 京都議定書第一約束期間 (2008 年～2012 年) の削減目標達成 | EU の低炭素化政策の実現 | EU の気候変動政策欧州グリーン・ディール、「Fit for 55」の実現 |
| 削減目標 | － (試用期間) | 1990 年比 8% | 1990 年比 20% | 1999 年比 55%以上 |

(出所) European Commission, Development of EU ETS (2005-2020)¹³

出所：日本貿易振興機構（ジェトロ）調査部ブリュッセル事務所「EU ETS の改正および EU ETS II 創設等に関する調査報告書」（2024 年 5 月）4 頁

・「EU ETS では、EU 全体で排出枠の上限（キャップ）を設定し、その上限の範囲で対象事業者は排出枠の無償割当を受けるかオークションによる有償割当を受ける方式がとられる²⁵。EU ETS の下での排出枠は European Union Allowance (EUA)²⁶ と呼ばれる。対象事業者は、自身の毎年の排出量に合わせて排出枠を確保し、期日までに償却することが求められる。排出枠保有者は排出枠 1 枠当たり二酸化炭素 (CO2) 1 トンまたは同等量の亜酸化窒素 (N2O)、PFC ガスといった温室効果ガス (GHG) の排出が認められる」(同 6 頁)。

・「EU ETS 市場の長期的安定化を目指して、2019 年 1 月からは市場安定化リザーブ (MSR)⁴⁰ という制度が運用されている。この制度は、あらかじめ規則で定められた条件の下で EU ETS における排出枠 (EUA) のオークションの量を自動調整することで、排出枠の過剰供給を抑え、排出権価格 (オークション価格) の安定化を図るものである」(同 8 頁)。

・「EU ETS の下では、排出枠の価格の上限・下限に関する制限は特に設定されていないため、実際の排出量と EU ETS 市場への参加者が保有する排出枠総量の差 (余剰排出枠) の拡大によって、排出権価格は長期にわたって価格が低迷していたことが第 3 フェーズ (2013 年～2020 年) における課題となっていた。その短期的な解決策として、2014 年、2015 年、2016 年に総計 9 億枠分のオークションの延期措置⁴¹ がとられたが、より長期的な解決策として、市場安定化リザーブ (MSR) が導入され、毎年のオークションの総量から一定量をリザーブとして取り置き、EU ETS 市場への参加者が保有する排出権の総量があらかじめ規則にて定められた一定量を下回った場合に、排出枠を追加的にオークションにかけたり、逆に一定量を上回った場合に市場に出回る排出枠を削減することによって、価格の適正化を図ることになった」(同 9 頁)。

・「無償割当および市場安定化リザーブ (MSR) を除く EU ETS の下での全ての排出枠は、オークション実施委任規則 (Commission Regulation (EU) 2023/2830)¹⁸⁸ に基づき、まずは一次市場 (primary market) においてオークション

形式で分配されることになる。EU ETS の排出枠 (EUA) の発行主体は、EU 加盟国および EU ETS に参加する EEA/EFTA 加盟国 (ノルウェー、アイスランド、リヒテンシュタイン) である。現在 EU における排出枠の上限 (キャップ) の約 57% がオークションによって分配され、残りが無償割当となっているが、オークションによる分配の割合が今後も高くなっていく 189 190) (同 34 頁)。

・「EU ETS 対象事業者は、前年の排出量に応じた排出枠 191 を確保し、償却期限 (毎年 9 月 30 日) までに排出枠を償却する必要があるが、排出枠の購入方法としては、一次市場 (primary market) におけるオークションを通じた購入と二次市場 (secondary market) における取引所取引または店頭 (OTC) 取引を通じた購入に大別される」(同 34 頁)

【表 15】EU ETS における排出枠の購入方法

| | 種類 | 方法 | 取扱場所 | 主な取扱先 | 内容 |
|-----|------|--------------|-------------|-------------------------|--|
| (1) | 一次市場 | 有償排出枠のオークション | 取引所 | EEX ¹⁹² のみ | ・ 欧州エネルギー取引所 (EEX) の会員となり、オークションに直接参加して購入。 ・ EEX の会員企業に代理購入を依頼して購入。 |
| (2) | 二次市場 | EUA 保有者間取引 | 取引所 | EEX ICE Nasdaq など | ・ 取引所を通じて EUA の保有者間で売買。 |
| | | | 店頭取引 OTC | EUA 保有者 仲介業者 | ・ EUA の保有者から直接購入。 ・ 仲介業者を通して間接購入。 |

(出所) 排出枠購入方法をもとに作成

出所：日本貿易振興機構 (JETRO) 調査部ブリュッセル事務所「EU ETS の改正および EU ETS II 創設等に関する調査報告書」(2024 年 5 月) 35 頁

・「排出枠購入の実態としては、一次市場において排出枠を購入する事業者はそれほど多くなく、二次市場での取引所における取引が最も活発に活用されている 193。これは、一次市場におけるオークションに参加資格がある者が限られており、排出枠取引のプラットフォームとして指定されている EEX の会員になる必要があり、申請手続面でも手間がかかる一方 194、二次市場における取引所取引では比較的要件が緩やかで商品の幅に柔軟性があり、店頭取引と比較して管理が行き届いていることも一因と考えられる 195) (同 35 頁)。

・「二次市場では、事業者のユニオンレジストリ (Union Registry) のアカウントにおいて保有されている無償割当によって分配された排出枠や、一次市場におけるオークションによって落札された排出枠が自由に流通される。二次市場では、排出枠そのものを取引する直物 209 取引だけでなく、先物 210、先物オプション 211 といったデリバティブ商品も取引される。二次市場における取引が行われている取引所としては、欧州エネルギー取引所 (EEX: European Energy Exchange) 212、ICE213、Nasdaq214 が挙げられる。取引所における標準的な契約単位は 1,000 枠である。また、取引所を経由せずに、排出枠の保有者間や仲介者を通して直接売買する相対 (OTC) 取引によって排出枠を購入する方法もある」(同 38 頁)。

・「二次市場における取引参加については、一次市場ほど厳格な参加資格要件はなく、比較的自由に取引に参加できる。二次市場への主な参加者は、EU ETS 対象事業者 (Compliance buyers)、金融機関、ファンド、投資会社などが挙げられる」(同 38 頁)。

・「排出枠は金融商品として取り扱われるため、二次市場における排出枠の取引も金融商品取引規制の対象となる。具体的には、取引所や仲介金融機関などは監督官庁による許認可や各種開示の対象となり、不正取引や資金洗浄の監視の対象にもなる。したがって、実務的には、取引所や仲介金融機関は取引参加希望者などに対して、法的、経済的、技術的に問題ないか審査を実施し、審査を通過した者に取引に参加させる仕組みをとる 215) (同 38 頁)。

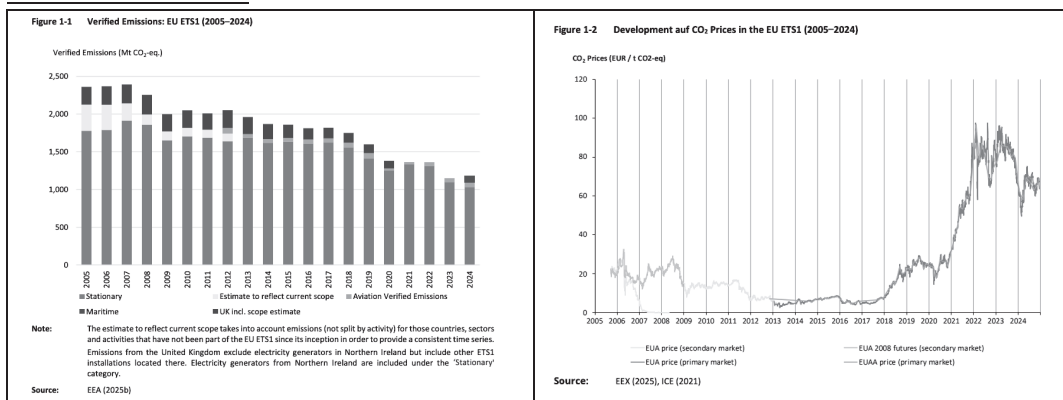
・「2024 年 2 月に入って、2024 年 2 月の排出枠の 1 トン当たりの価格が 2023 年の同時期に比べて 40%下落して

いるという報道がなされている 359。2024 年 3 月に入って少しは持ち直したものの、排出枠の価格下落は企業による排出削減対策へのモチベーション低下にもつながりかねず、排出量取引制度に対する非効率性と価格の乱高下を批判する声も聞かれる」(同 61 頁)。

●EU ETS の現状

①Christian Nissen, Johanna Cludius, Sabine Gores, Reena Skribbe, Nora Wissner (Öko-Institut), Trends and projections in the EU-ETS in 2025, ETC CM report 2025/06, 17 Dec 2025. (<https://www.eionet.europa.eu/etcs/etc-cm/products/etc-cm-report-2025-06>)

→データに基づく現状分析。以下のグラフのうち、左は EU ETSI の対象となる検証済み排出量の推移 (同 6 頁)、右は CO2 価格 (流通市場での EU 排出枠などの価格) の推移 (同 7 頁)。2005 年以降、排出量は減少トレンド、EU 排出枠価格は当初は低迷するものの、2018 年以降上昇トレンド (2024 年度の平均価格は下がっている)。



→2018 年以降、EU 排出枠価格が上昇トレンドにあることに関する説明(同 7 頁)。市場安定化リザーブ (MSR) を通じた供給量減少。より厳しい排出量削減目標の法的義務付け。天然ガスから石炭へのシフト。2024 年度に平均価格が下がっているのは、経済活動の停滞と再エネ割合の上昇。少なくとも現在の価格水準は脱炭素への強いインセンティブを付与。

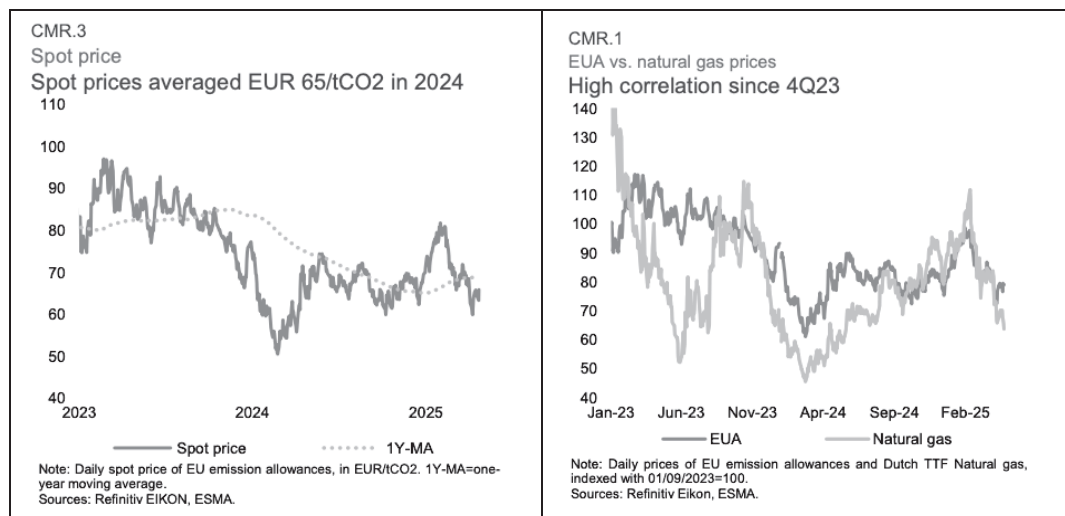
From 2018 onwards, a significant upward trend in certificate prices has been observed. The average price reached EUR 15.50/t CO₂-eq in 2018 and climbed to EUR 24.72/t CO₂-eq in 2019. The peak level of EUR 29.46/t CO₂-eq in 2019 reflected the market's reaction to the gradual reduction of supply through the MSR. In 2021 and 2022, the market experienced strong price dynamics. In 2021, the average price doubled compared to the previous year, reaching EUR 54.15/t CO₂-eq. In 2022, an average price of EUR 80.18/t CO₂-eq and a maximum value of EUR 97.51/t CO₂-eq marked a historical high. This development is linked to the adoption of the EU Climate Law in 2021, setting legally binding targets for 2030 and 2050, as well as the "Fit for 55" package of policies and instruments aimed at reaching the 55 % emissions reduction target in 2030, which also increased ambition of the EU ETS. In addition, the tightening of natural gas supply from Russia led to a surge in gas prices and a temporary shift from gas to coal in power generation, contributing to higher ETS emissions and thus higher allowance price (see Nissen et al. 2023, p. 8).

In 2023, the average EUA price remained at a high level at EUR 83.60/t CO₂-eq. In 2024, a correction occurred, with the average price falling to EUR 64.76/t CO₂-eq. This development reflects dampened economic activity and the rising share of renewable energy in electricity generation. Despite the consolidation, the price level remains well above pre-2021 values and continues to provide a strong decarbonisation incentive.

②ESMA, Market Report on EU Carbon Markets 2025, ESMA50-481369926-30552, 22 October 2025.

(<https://www.esma.europa.eu/document/market-report-eu-carbon-markets-2025>)

→EU ETS 指令 10 条 6 項 (2023 年改正追加) は、ESMA に対し、欧州炭素市場の健全性・透明性を定期的に監視するよう義務付け。以下のグラフのうち左は EU 排出枠価格の推移 (同 7 頁)、右は天然ガス価格との比較 (同 6 頁)。



→2023 年度と比較すると 2024 年度に EU 排出枠価格が下がった理由の説明 (同 6 頁)。再エネ増加による発電からの排出量減少など対象事業者の排出量減少に伴う EU 排出枠需要の弱さ。

A key driver behind this remained weak EUA demand, with GHG emissions of companies within the ETS scope down 5% in one year. Emissions from electricity production decreased by 12% as production from renewable energy sources increased by 8%. ETS sectors are on track to meet the 62% reduction in GHG emissions by 2030.

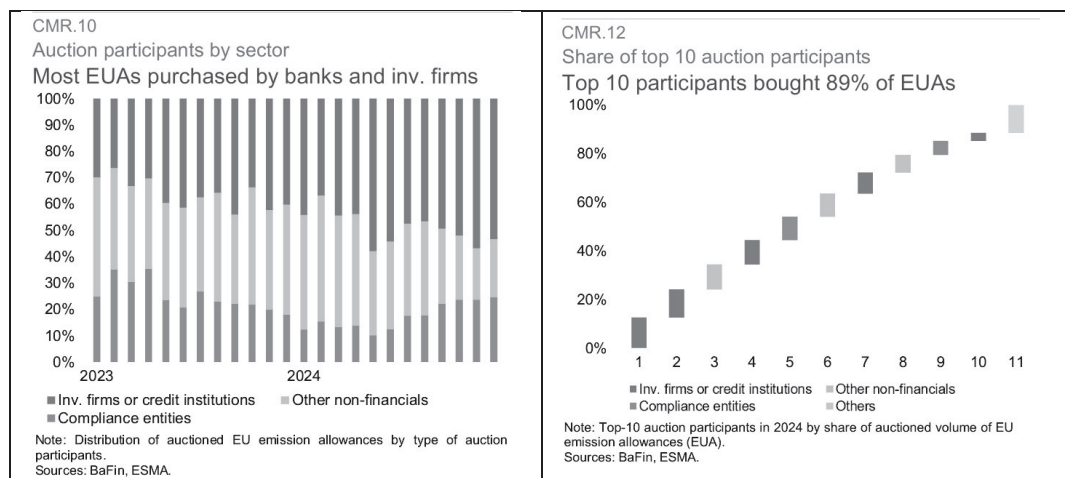
→EU 排出枠価格と天然ガス価格の関係に関する説明 (同 7 頁)。当該年度の一部において天然ガスは EU 排出枠価格の主要影響要因になっているように見える。天然ガス価格の上昇により、エネルギー生産者が石炭などのより汚染度の高いエネルギー源に切り替えたことで、EU 排出枠需要が増加。ただし、その後の相関関係は低下 (2026 年 1 月 30 日付の経済ニュースも参照⁵)

⁵ 2026 年 1 月 30 日付の S&P Global の最新ニュース (Irina Breilean, Roudy Dirani, and Sakshi Jalan, Gas-carbon correlation weakens further as fundamentals diverge, S&P Global Latest News, January 30, 2026) (<https://www.spglobal.com/energy/en/news-research/latest-news/energy-transition/013026-gas-carbon-correlation-weakens-further-as-fundamentals-diverge>) によると、「欧州の炭素価格は歴史的にオランダ TTF 市場に追

Natural gas appears to have been a key driver of EUA prices through part of the year. When natural gas prices increase, energy producers switch to more polluting energy sources such as coal, leading to higher demand for EUAs.

As natural gas prices came down from their 2022 peaks, utilities switched back from coal to gas, leading the 50-day correlation between daily EUA and gas price returns to a peak of 89% in May 2024 (CMR.1). The correlation declined later that year as other factors came into play.

→オークションないし発行市場について、以下のグラフのうち、左は参加者の属性（同9頁）、右は上位10社の参加者のシェア（同9頁）。



→上記グラフによると、オークションにおいてEU排出枠の多くはEU ETS義務対象者以外の者が購入しており、とりわけ金融機関の購入割合が増えている（ただしこれらの企業の多くは義務対象者の関係者またはその代理人として行動していることに留意。義務対象者の参加が少ない主な原因は組織内の専門性が限られていることと排出枠購入の頻度や規模が小さいこと。同8頁）。また発行市場の参加者はかなり集中しており、2024年にオークションの対象となったEU排出枠の約90%は10社により購入（同8頁）。

Around 80% of EUAs were purchased by entities without direct compliance obligations under the EU ETS6, with a growing share of 49% allocated to financial sector firms (CMR.10). It is important to note that many of these firms are affiliated with or act on behalf of compliance entities. Low participation by compliance entities in auction markets is primarily due to limited internal expertise and the infrequent or small-scale nature of their EUA purchases7.

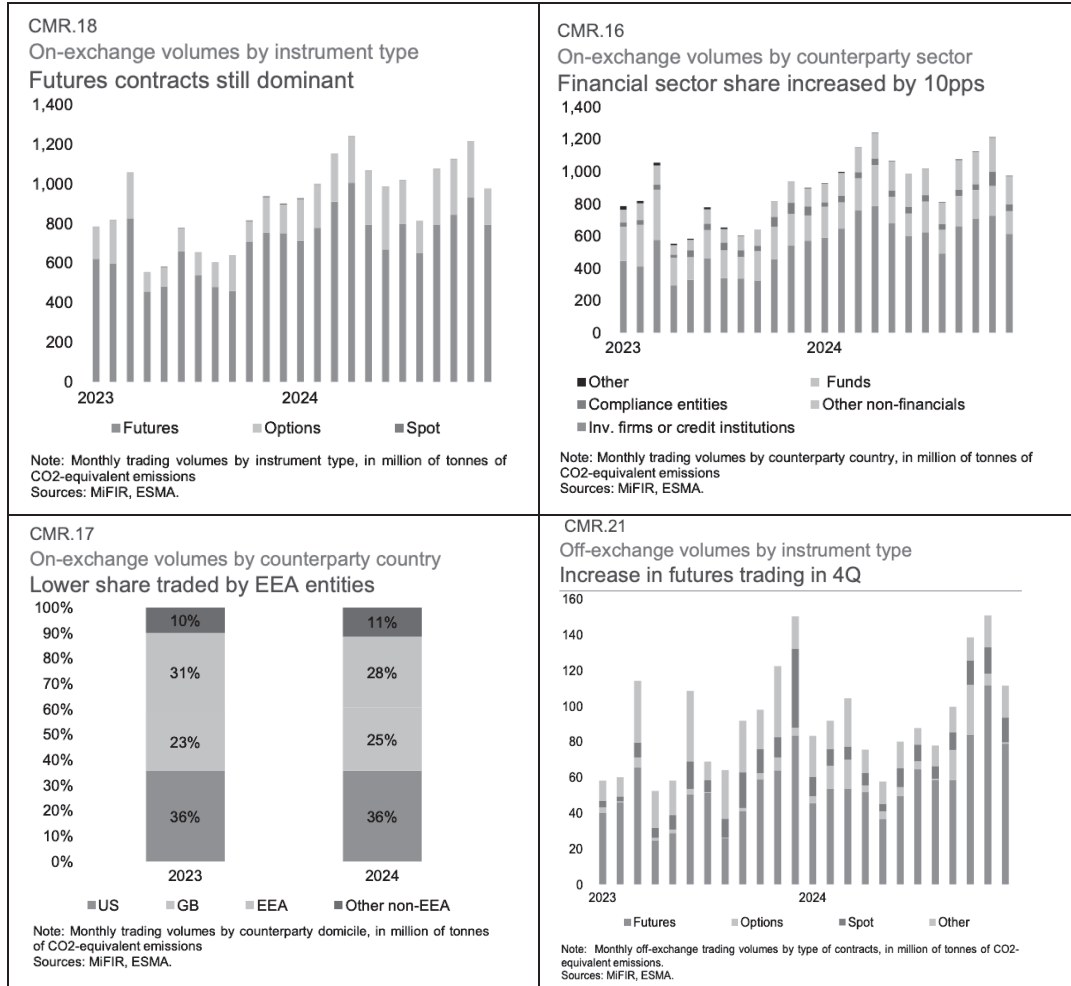
The primary market remains considerably concentrated with only 44 active participants – compared with more than 10,000 installations facing compliance obligations.

As in 2023, just ten participants accounted for approximately 90% of all EUAs auctioned in 2024 (CMR.12). On average,

随っており、ガス価格の上昇は通常、欧州全域の発電事業者の遵守費用を押し上げることになる。しかし、その相関関係は昨年から崩れ始めている（the correlation started to unwind last year）。これは、金融関係者がEU ETSの長期的な強気路線に賭けることによって、炭素価格が押し上げられる一方で、米国でいくつかの新しいLNGプロジェクトが稼働を開始することに伴い、天然ガス価格が良好な供給見通しから下落傾向にあるためである。

three buyers secured 60% of allowances each auction – slightly down from 65% in 2023.

→流通市場について、以下のグラフのうち、左上は取引所で取引される EU 排出枠の商品タイプの割合、右上は取引所で取引する者の属性の割合、左下は取引所で取引する者の本拠国の割合、右下は取引所外で取引される EU 排出枠の商品タイプの割合（同 12 頁・13 頁）。



→流通市場について、ICE Exend と EEX の二つがメインの取引場所で、先物中心（同 10 頁）。流通市場でも金融機関による取引量の割合大（同 11 頁）。EEA 企業による取引量の割合が多いというわけではない（同 10 頁）。2024 年の店頭取引は取引量全体の 8%（同 11 頁。こちらもデリバティブの割合大）。また、EU 排出枠デリバティブのポジションについて、義務対象者その他の非金融機関はロング、投資会社や銀行はショート（同 16 頁）。

The two main venues where trading occurred remained ICE Exend and the European Energy Exchange, which together account for 99% of the total number of transactions (CMR.22). Futures accounted for 77% of total trading volumes (9.7bn tCO2 or

| |
|--|
| EUR 642bn; CMR.18). |
| The financial sector remained the main actor in EUA secondary markets, involved in 79% of trading volumes on exchange (9.9bn tCO ₂ , or EUR 500bn), an increase of 10 percentage points from 2023. |
| Volumes traded by non-EEA entities on-exchange increased by 3%, reaching a total figure of 72% (36% US and 25% UK), while the most active EEA entities were domiciled in DE (11%) and NL (7%). |
| Over-the-counter (OTC) trading in 2024 accounted for 8% of trading volumes in EUAs, a decrease of approximately 1pps compared to 2023. |
| Positions in EUA derivatives reflect the annual compliance cycle of the EU ETS. Compliance entities and other non-financials build long futures positions through the year in anticipation of the EUA surrender date the following year, with investment firms and banks acting as counterparties on the short side. |

●MiFID IIにおいて排出枠を金融商品として取り扱うことにした経緯

①COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL Towards an enhanced market oversight framework for the EU Emissions Trading Scheme, COM(2010) 796 final, 21.12.2010. (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52010DC0796>)

→EU ETS 指令 12 条 1 a 項 (2009 年改正追加) は、欧州委員会に対し、排出枠市場が内部者取引や相場操縦から十分に保護されているか検証し、必要に応じてかかる保護を確保するための提案をするよう義務付け。これを受けて提出されたのが①⁶。

→①では最初に市場構造の分析。主な排出枠市場の参加者として、義務対象者 (compliance buyer) と金融仲介者 (financial intermediaries)。特徴として金融仲介者の積極的な参加。炭素市場への参加の広がり、市場の流動性を高め、信頼できる価格シグナルの出現に寄与。大半はデリバティブ取引。取引場所として OTC の割合が減少し取引所の割合が増加。その他。

→①では市場阻害行為 (market abuse。内部者取引や相場操縦などをまとめた概念)に限らず、市場不正行為 (market misconduct) を広く検証。具体的な事案として、付加価値税詐欺、フィッシング攻撃、CER (Certified Emission Reductions: 京都議定書に基づくクリーン開発メカニズム由来のクレジット) 再利用の 3 事案⁷。これらは炭素市場における規制強化を求める声を生じさせるものではあるが、いずれも上記意味での市場阻害行為ではなく、また、付加価値税詐欺とフィッシング攻撃は炭素市場に固有の事案ではない。

⁶ 本資料については、環境省市場メカニズム室「欧州委員会コミュニケーション「EU-ETS に対する市場監視の枠組み強化に向けて」の概要」(平成 23 年 1 月 14 日)も参照 (<https://www.env.go.jp/content/900444412.pdf>)。

⁷ 2010 年 3 月 3 日付けの日本経済新聞記事「EU、排出量取引で犯罪続出 被害総額 6500 億円」によると、「欧州連合 (EU) 域内で、温暖化ガスの排出枠を売買する排出量取引市場に絡んだ犯罪が増えている。フィッシング詐欺の手法で排出枠をだまし取ったり、日本の消費税にあたる付加価値税 (VAT) を逃れたりする事件が続出」、「フィッシング詐欺が表面化したのは 2 月。取引制度の登録者にメールを送信、偽のホームページ画面などに ID とパスワードなどを入力させて情報をだまし取る手口だ」、「被害の拡大を防ぐため、執行機関の欧州委員会は加盟国当局に登録口座の凍結権限を与えるなどの対策をまとめた」、「国境をまたぐ取引に VAT を課税しない EU の原則を悪用する脱税も横行している。排出枠を海外で VAT 抜きで購入、国内で VAT を上乗せして転売し、VAT を国庫に納付しないまま会社を解散するなどの手口だ」、「ベルギー検察当局は昨年 12 月、300 万ユーロを脱税した疑いで英国人 3 人とオランダ人 1 人を逮捕、英国でも 7 人が逮捕された」。

During 2009 and 2010, three incidents occurred in the European carbon market which illustrates the wider range of risks that need to be dealt with. Although these incidents do not constitute market abuse in the sense of the Market Abuse Directive, they did give rise to calls for stricter regulation of the European carbon market:

- Cases of **Value Added Tax (VAT) fraud** were detected in the carbon market in 2009-2010. While presenting a serious problem, this type of fraud is not specific to the carbon market and has in the past occurred on other markets as well. The Commission worked closely with Member States to combat this problem, and a new Directive on the application of the VAT reverse charge mechanism for emissions trading¹⁴ was adopted on 16 March 2010 and came into force in April 2010 helping to close off opportunities for fraud.

- So-called "**phishing attacks**" from fraudsters trying to get unauthorised access to accounts of market participants are also not specific to the carbon market, but nevertheless prompted the Commission to take rapid action in cooperation with Member States¹⁵.

- The resale in the European carbon market by a Member State of CERs that had already been used for EU ETS compliance, however, was an incident specific to the carbon market. The EU reacted quickly to prevent such **CER recycling** by way of amendments to the Registries Regulation¹⁶, and the Commission will not hesitate to act swiftly again if new risks should emerge.

14 https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_09_1376

15 https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_10_125

16 Article 53 of Commission Regulation (EC) No 2216/2004 as last amended by Commission Regulation (EU) No 920/2010.

→①では当時の金融市場規制、オークション規制、エネルギー規制との関係が整理。

→当時の金融市場規制との関係では、規制市場で取引されている排出枠デリバティブはすでに市場阻害行為指令（MAD）で定められた内部者取引や相場操縦の禁止の対象。所定の排出枠デリバティブに関する投資サービスを提供する金融仲介者は金融商品市場指令（MiFID）に基づく認可の対象。

→当時のオークション規制は、MADとMiFIDの適用範囲をオークションの場面に実質的に拡大。

→当時のエネルギー規制との関係では、エネルギー市場健全性・透明性規制案（draft REMIT）が電気や天然ガスの卸売市場における市場阻害行為を禁止。この枠組みは炭素市場に直接適用されるものではないが、エネルギー市場と炭素市場の両方に存在する一定の参加者の市場行為全体に規律的效果をもたらす。

→結論として、一握りの加盟国での取り組みはあるものの、排出枠のスポット取引は欧州レベルでは規制されていない。次のステップとして、欧州炭素市場を金融市場法制に包含することの検討をしていくことなど。

(3) **Spot trading in emission allowances is currently not regulated at the European level**. A handful of Member States have individually decided to extend rules applicable to trading in financial instruments to such allowances when traded on spot markets established within their jurisdiction²³.

23 For example, Germany already applies rules on regulated markets to trades in commodities and rights taking place on an exchange. In France, legislation was passed in autumn 2010 envisaging coverage of spot carbon market by rules

currently applied to regulated markets. The changes in French legislation build on a comprehensive assignment report of Mr Michel Prada, The Regulation of CO2 Markets, available at: <http://www.economie.gouv.fr/services/rap10/100419rap-prada.pdf>

(2) The Commission will consider implications for the carbon market of the revision of financial legislation and the establishment of energy market legislation. The two frameworks are envisaged to address deficiencies on the flanks of the European carbon market and it is necessary to ensure utmost consistency between those regimes and any appropriate measures that may still need to be taken for the carbon market. In this context, the Commission will consider the inclusion of the European carbon market under financial markets legislation, e.g. by replacing the currently existing spot trade by trade in "spot futures"²⁴ admitted to trading in regulated markets. The option to define EU ETS compliance units as financial instruments will also be explored, with particular focus on the suitability and proportionality of such an approach. Bringing spot transactions in EU ETS compliance units – as instruments in their own right – under the ambit of rules set out in the Market Abuse Directive and/or the Markets in Financial Instruments Directive as well as any other financial markets legislation necessary for the efficiency and integrity of the carbon market, such as the Anti Money Laundering Directive²⁵, the Settlements Finality Directive²⁶ or the Financial Collateral Directive²⁷ is an alternative that will also be studied.

25 Directive 2005/60/EC on the prevention of the use of the financial system for the purpose of money laundering and terrorist financing, OJ L 309, 25.11.2005, p. 15.

26 Directive 98/26/EC on settlement finality in payment and securities settlement systems, OJ L 166, 11.6.98, p. 45.

27 Directive 2002/47/EC on financial collateral arrangements, OJ L 168, 27.6.2002, p. 43.

②Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) and Proposals for a Regulation on Market Abuse and for a Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: Frequently Asked Questions on Emission Allowances, MEMO/11/719, 20 October 2011. (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/memo_11_719)

→排出枠を金融商品に取り込む改正に関するFAQ。欧州委員会の考えをまとめた形で知ることが出来る有益な資料であると思われるため、以下は全文の仮訳。

総則

1. 欧州委員会はなぜ炭素市場の監視を強化するための措置を講じようとしているのか？

排出枠取引の大部分はデリバティブ（先物、先渡、オプション）の形態でなされており、これらは既にEU金融市場規制の対象となっている。しかし、排出枠の即時受渡取引（「スポット」取引とも呼ばれる）は、現在EUレベルでは同等の諸規則の対象となっておらず、監督も行われていない。過去には、いくつかの炭素取引所が排出枠を金融商品（受渡期間が数日の先物）として「パッケージ化した」ことさえあり、これは、多くの市場参加者が金融商品の取引による保護と利益を期待し、他の場所で取引される即時利用可能な排出枠（スポット）よりも、このような形態で提供される排出枠を明確に選好していたことを示すものであった。このギャップに対処するため、欧州委員会は、炭素市場のこの領域に対する適切な規制案を提出することを決定した。

2. 欧州委員会は金融市場の諸規則を炭素市場のすべての領域に適用することで何を達成しようとしているのか？

炭素市場は規模と高度化において著しい成長を遂げてきている。欧州炭素市場は、温室効果ガス排出量を削減するためのEUの旗艦政策であり、今後数十年にわたり低炭素経済への移行において極めて重要な役割を担うことになる。欧州委員会の低炭素ロードマップ

が示すように、この移行には今後数十年において多額の投資が必要となる。したがって、この低炭素移行への投資を促進するために、炭素市場には強力なレベルの監視が必要となる。

欧州委員会の提案はまた、近年炭素市場が経験している一連の不適切な詐欺的行為を受けて、炭素市場への信頼を強化するために、安全で効率的な取引環境を提供することも目的としている。

欧州委員会は、すべての参加者に公開され利用可能なデータと監督機関に提出される情報の両面において、この市場全体の透明性を強化したい。我々はまた、不正行為、顧客の不公平な取り扱い、そして市場の秩序ある機能発揮への脅威に対し、監督機関が迅速かつ断固とした対応を行うための力を確保したい。これらすべては、他の市場参加者およびプロの取引業者や仲介業者の顧客（多くの場合、排出枠を売買するためにプロの助けに依拠している EU 排出量取引制度（ETS）の義務対象者）にとって有益となろう。金融商品市場指令（MiFID）および金融商品市場規制（MiFIR）の諸規則は、これらすべての事項に対処することになる。

さらに、炭素市場における内部者取引と相場操縦の両方から構成される市場阻害行為のリスクを最小化する必要がある。市場阻害行為に関する諸規則案—より具体的には市場阻害行為規制（MAR）と市場阻害行為刑事制裁指令（CSMAD）の提案—は、これを実現するであろう。

最後に、炭素市場におけるプロの仲介業者は、マネーロンダリング防止指令¹に規定されている顧客デューデリジェンス措置の適用を義務付けられることになろう。こうした検証は、EU ETS 登録簿レベルで既に想定されている措置を補完し、マネーロンダリングのリスクから当該市場全体を保護することの強化に寄与することになろう。

3. 欧州委員会は利害関係者と協議しているのか？

欧州委員会は、2010年12月に開始されたMiFID₂の見直しに関する協議、2010年12月21日の欧州委員会コミュニケーション³「EU 排出量取引制度における市場監視の枠組みの強化に向けて」、2011年5月4日に欧州委員会サービス⁴により開催された利害関係者向け会議、2011年5月から10月において意見や立場に関する書面を提出することの利害関係者に対する公開要請、および、2011年9月までの個々の利害関係者との数多くの議論といった文脈において、この問題に関して、業界、炭素トレーダー、加盟国、学識経験者およびその他の利害関係者との有益かつ情報に富む対話から、恩恵を受けることができている。私たちは、排出枠を金融商品として分類することに対するすべての利害関係者の賛成および反対の議論を適正に考慮している。

4. 欧州委員会は影響評価を準備しているか？

欧州委員会は、排出枠を金融商品として分類し、これらを金融市場の諸規則の適用対象とすることの影響を適正に検討している。これらの影響は、MiFID/MiFIRの見直し案に付随する影響評価報告書（河村注：後述③参照）に記載されている。

5. なぜ、欧州委員会は、別個のテラーメイド型の制度またはエネルギー市場の諸規則によって炭素市場を対象化することを提案するのではなく、金融市場の諸規則によって炭素市場のすべての領域を対象化することを選択したのか？

スポットの炭素市場のために新設される制度は、とりわけ今日の炭素市場の大部分がデリバティブ取引で構成されており、それゆえ金融市場の諸規則の対象となっていることからすると、金融市場の規制と完全に一貫している必要があろう。さらに、2013年時点における排出枠のオークションに関する規制枠組みは、主要な点において、金融商品の流通市場に適用される諸規則と密接に整合している。いかなる制度であれ、MAR/CSMADに基づき市場阻害行為に対する適切な措置を講じる必要があろう。

金融市場の諸規則による対象化は、炭素市場を一層安定させ、その堅牢性を確保する。それはまた、排出枠の規制上の位置付けを一層明確にする。わずか5年で、欧州炭素市場は年間取引高がおおよそ60億ユーロから900億ユーロに成長している。アナリストによると、10年の変わり目までに10倍の成長を続けると予想されている。炭素市場の成長に伴い、金融市場の諸規則による対象化は、炭素市場の特殊性にもなお適応可能な包括的な規制枠組みを提供することになる。

欧州委員会は、テラーメイド型の制度のメリットを検討してきた。しかし、すべての利害関係者が認めるように、テラーメイド型の制度であっても、MiFID/MADの中に既に見られる全体的な対処方法と技術的な解決策の大半を再構築しなければならないであろう。また、スポットの領域（現時点では炭素市場全体の活動のごく一部）の対象化が完全に別個の制度の展開を実際に正当化するか

どうかは、こうした制度が炭素市場の大部分をすでに規律している諸規則と不一致となるリスクも伴うであろうこともあって、疑問である。

最後に、スポットの炭素取引を炭素デリバティブ取引の場合よりも潜在的に厳しくない諸規則のもとに置くことは、結局のところスポット領域の見通しに悪影響を及ぼしう。

提案された諸規則は、適切な場合には、例えば内部情報の開示義務に関するものなど、エネルギー市場健全性及び透明性規制

(REMIT) と整合的である。REMIT は、電力とガスの市場の透明性と健全性のために適切な枠組みを構築した。しかし、エネルギーセクターに特化して発展してきた過去の法制を基盤とする REMIT には、極めて固有の要素が数多く存在する。同時に、EU ETS の対象となる他の多くのセクターが存在しており、これらの場面にエネルギー市場固有の諸規則を適用することは適切ではないであろう。

市場参加者の監督は、REMIT による対処方法が炭素市場にとって最適ではないであろうもう一つの分野である。すなわち、卸売エネルギー市場の活動はエネルギー規制機関の監督に服することになるが、炭素デリバティブ市場は金融規制機関の管轄下にある。REMIT によるよりもむしろ金融市場法制によるスポット炭素市場の対象化は、スポットとデリバティブの取引の両方に対する市場監視権限を、一つのカテゴリの公的機関－欧州証券市場機構 (ESMA) の調整下にある金融監督機関－に帰属させることが可能となる。

6. MiFID/MAD 制度は EU ETS の特性に合わせてどのように調整されているか?

新しい市場阻害行為制度は、例えば、内部情報の特有の定義、特製の内部情報開示義務、および、発行市場 (オークション) の完全な対象化など、炭素特有のいくつかの要素を含むことになる。

自己勘定で排出枠を売買する個々の ETS 義務対象者、および、排出枠に関する投資サービスを提供するであろう取引主体は、(i) 当該活動が付随的なものであり、かつ、(ii) これらの者が金融グループに属していない限り、新しい MiFID に基づく認可および遵守義務から免除されることになる。これらの 2 つの条件が満たされる場合、この免除は、当該者が属する当該グループに投資サービスを提供する金融仲業者以外の会社にも適用されることになる。

取引場所は、排出枠に関してポジション制限を設定することは求められないことになる。

取引手段としての排出枠の特殊性および真正な炭素市場の特徴を適正に考慮して、特有の取引前後の透明性要件が策定されることになる。

7. いかなる炭素市場商品が MiFID および MAD の範囲に実際に含まれるのか?

デリバティブに加え、新しい MiFID/MiFIR および MAR/CSMAD の諸規則は、EU ETS に基づく遵守のために認められた排出枠およびその他のユニットにも適用されることになる (すなわち、関連する手続に従って発行され、EU の登録口座に保持されている認証排出削減 (CERs) および排出削減ユニット (ERU) の流通市場取引も含む)。

公的機関が金融・公債管理行為について免除されると同様に、加盟国、欧州委員会および気候政策を担当するその他の当局は、MAR/CSMAD の適用から免除されることになる。

8. 誰が排出枠に関する内部情報を開示することを求められることになるのか?

内部情報の開示義務は、(株式や債券といった伝統的な金融商品の場合のように) 発行者ではなく、排出枠市場参加者に課せられることになる。開示されるべき情報－MAR に列挙されている内部情報に関する必須要件をすべて満たすもの－は通常、開示当事者の物理的活動 (例えば施設の生産能力や稼働状況など) に関するものとなる。

同時に、(年間の排出量、投入熱量またはこれらの組み合わせで示される) その活動が一定の最低基準値を下回る排出枠市場参加者については、免除が予定されている。この基準値は、委任法令により欧州委員会が決定することになる。

結果として、開示義務は、その個々の活動が排出枠の価格形成または (結果として生じる) 内部取引のリスクに重大な影響を及ぼす可能性のある主体にのみ、適用されることになろう。実際には、EU ETS における最大の排出者 (典型的には EU 電力部門に属するもの) の活動に関する情報のみが、炭素価格の形成に重大な影響を与えると見込むことができる。

提案の影響

9. 金融市場の諸規則が炭素市場のすべての領域に拡大適用される場合、投機およびその結果としての炭素の価格変動や無秩序な価格付けが増えるリスクに炭素市場をさらしてしまわないか。

欧州炭素市場は、2005年のおおよそ60億ユーロの取引高から2010年には900億ユーロへと大幅に成長してきている。しかし、実証によれば、2005年から2007年にかけての炭素価格の歴史的に高い水準の変動は、いくつかの非常に特有の理由によるものであり、2008年以降の価格はかなり安定しており、例えばほとんどのエネルギー商品と比較して、低変動であることが示されている。投資家の流入と炭素価格の変動との間に何らかのパターンがあることを示す証拠はない。

さらに、金融仲介は市場にとって必要不可欠な要素である。市場仲介業者は通常、市場の最終利用者（EU ETS義務対象者）から継続的に売買に応じられるようにすることで、供給と需要の隙間を埋めている。こうした参加者はまた、情報を収集し市場に提供することで、価格発見プロセスを強化しているかもしれない。今日の炭素市場の大部分は既に先物取引やその他のデリバティブ取引で構成されており、金融市場の諸規則の対象となっている。金融部門の優勢が、炭素市場やEU ETS義務対象者による遵守に、特段の支障をもたらしてきてはいない。過去数年間にわたり不正行為を引き起こしてきたのは、規制されていないスポット領域である。

10. 新たな厳しい諸規則が流動性を制限することで炭素市場に悪影響を与えることはないかと確信できるか？

はい。そうでなければ、先物や先渡が欧州炭素市場の主要領域になっていないであろう。より厳格な規制基準は、より安全で一層信頼性の高い取引環境を提供することになる。炭素市場の参加者は既に、MiFID認可取引所で排出枠デリバティブ取引を成立させることを明確に選好しており、ほとんどの場合それらの取引は清算機関によって清算されている。

新しいフレームワークは…にはどのように適用されることになるのか

11. …ETS義務対象者には？

MiFIDおよびMADの適用により、ETS義務対象者が取引所であれ店頭であれ市場で排出枠を売買する可能性が制限されることはない。

ほとんどの場合、ETS義務対象者による排出枠の取引行為がその主たる事業に付随するものである場合、当該ETS義務対象者は投資会社（例えばプロの商品デリバティブトレーダー）に通常求められるMiFID認可を保有する義務から免除されることになる。そのような認可がない場合でも、免除対象のETS義務対象者は、炭素取引を提供する取引所の会員資格を保持したり、当該取引所に直接参加することが可能であろう（ただし当該ETS義務対象者が当該取引場所により定められる会員資格または直接参加の条件を満たしている場合に限る）。

新しい市場阻害行為制度に従い、すべてのETS義務対象者は、内部者取引および相場操縦の禁止を尊重する必要があるとあり、該当する場合は、内部情報の開示や内部者リストの保持などの関連義務に従う必要があることになる。

12. …排出枠の専門トレーダーには？

原則として、排出枠に特化した投資サービス（例えば注文の受付・送信やその執行、顧客資産の保管・管理等）を提供する主体は、MiFID認可を取得し、組織と運営に関するすべてのMiFIDの要件（顧客確認、取引報告、記録保管および投資家保護に関する諸規則を含む）を遵守することが求められることになろう。こうした種類の行為を行う会社が金融市場における組織と業務行為に関する諸規則の対象となり、金融規制機関の監督を受けるのは当然のことである。

排出枠のトレーダーは、（例えば企業の排出枠関連の投資サービス行為の性質が限定的かつ付随的であることに基づき）MiFID許認可からの免除を得ようとするかもしれない。しかし、多くの場合、これらのトレーダーは、排出枠または商品のデリバティブを含むサービスも提供しているため、スポット炭素市場の新しい枠組みとは別に、既にMiFID認可の取得を求められている。

13. …炭素取引所には？

排出枠のスポット取引契約を提供するものの現在MiFIDの対象となっていない取引場所は、それぞれの特性に従って（規制市場、多角的取引施設（MTF）または新しいカテゴリである組織的取引施設（OTF）として）MiFID許認可を取得することが期待される。

改正されたMiFIDをこれらの場合に適用することは、これらの取引場所が、スポットの取引行為を継続するために、MiFID許認可を求められることができる立場にいるべく必要な適応を行う必要があることを意味することになろう。

他の措置との関係

14. MiFID を相互参照する金融サービス法制は、排出枠のスポット取引にも適用されることになるのか？

MiFID を相互参照する他の多くの EU 金融市場に関する諸施策も、排出枠に関わる取引やその他の市場行為に適用されることとなる。これらの影響には、例えば以下のようなものが含まれるであろう：

- ・市場阻害行為規制および市場阻害行為刑事制裁指令
- ・マネーロンダリング防止指令
- ・決済完了指令⁵

同時に、排出枠取引は、以下の EU 金融市場に関する諸施策の対象外となろう：

- ・目論見書指令⁶
- ・透明性指令⁷
- ・譲渡可能証券集団投資事業（UCITS）指令⁸
- ・金融担保指令⁹

15. この分類は資本要件に関する法律の根拠に連鎖的な影響を及ぼすことになるのか？

資本要件に関する法律¹⁰は、信用機関および投資業者にのみ適用される。主たる事業に付随して限定的な取引行為を行うほとんどの ETS 義務対象者は、MiFID の適用を免除され、それゆえかかる資本要件も免除されることになる。

排出枠に関連する投資サービスや行為を行うプロのトレーダーは、通常、排出枠デリバティブや商品デリバティブの取引にも関与している。結果として、現在適用されている経過措置¹¹の適用を阻害することなく、これらの者はいずれにせよ MiFID および資本要件指令に基づく資本要件の対象となる。これは、将来において MiFID による排出枠の対象化がなされても、資本要件指令に基づくこれらの者の取り扱いには影響を与えないことを意味する。このような影響は、プロのトレーダーが排出枠のスポット取引のみを専門とし、そうした理由のみで MiFID の登録義務の対象となるという、あまりないと思われる事案で顕在化する可能性はありうる。

16. 清算および決済システムは EU ETS 登録簿制度に取って代わることになるのか？

いいえ、EU ETS 登録簿制度は、排出枠が金融市場の諸規則の対象となることで不要になることはない。清算機関および決済制度は、取引所内外で行われる取引に対する支援サービスを引き続き提供し、EU 単一登録簿の機能を補完することになる。当該登録簿は市場取引を記録しないが、その結果生じる排出枠の物理的な引渡しは記録する。当該登録簿はさらに、排出枠の創設、EU ETS を遵守するための譲渡とその消却、無償割当てやオークションの記録といった、その他の（補助的な）機能も担う。

17. 排出枠を金融商品として分類することは、排出枠が金融資産として扱われることを意味することになるのか？

炭素市場の監視に関する諸提案は、排出枠の基本的な目的を変更するものではない。排出枠を金融商品として分類するのは、EU 金融市場規制の適用を目的とするものであって、排出枠の法的性質（私法上の根拠）やその会計処理を取り扱うことを狙いとするものではない。

18. この分類は排出枠の会計処理に影響を及ぼすことになるのか？

いいえ、排出枠を金融商品として分類することが、EU 法に基づく排出枠の会計処理に直接的な影響を与えることはないであろう。会計目的による排出枠の分類は、会計基準によって定められた基準のみに依拠する。現在、国際レベルで排出枠に関する統一された会計基準は存在しない。一部の加盟国では、国内での対処方法として既に、排出枠を通常の（金融）資産として認識することを会社に求めているかもしれない。国際会計基準審議会（IASB）の管轄下において、国際レベルで排出枠に関する統一された会計処理がない場合、加盟国はこの点に関して個別に職責を担うことになる。

l : Directive 2005/60/EC on the prevention of the use of the financial system for the purpose of money laundering and terrorist financing: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:309:0015:0036:EN:PDF>

2 : http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/mifid_en.htm

3 : http://ec.europa.eu/clima/events/0034/com_2010_yyy_en.pdf

4 : http://ec.europa.eu/clima/events/0034/index_en.htm

5 : Directive 98/26/EC on settlement finality in payment and securities settlement systems: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:1998:166:0045:0050:EN:PDF>

6 : Directive 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:345:0064:0089:EN:PDF>

7 : Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:EN:PDF>

8 : Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to UCITS: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:0096:EN:PDF>

9 : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2002:168:0043:0050:EN:PDF>

10 : Capital Requirements Directive, comprising Directive 2006/48/EC and Directive 2006/49/EC: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2006L0048:20100330:EN:PDF>
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2006L0049:20091207:EN:PDF>

11 : The application of capital requirements does not automatically flow from being caught under MiFID. There is an exemption for commodity dealers in the Capital Requirements Directive (CRD) due to be reviewed before end of 2014. As a result the capital requirements these firms should be subject to will be dealt in a separate review of the CRD exemptions. See Article 48 of Directive 2006/49/EC)

③COMMISSION STAFF WORKING PAPER IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in financial instruments [Recast] and the Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Markets in financial instruments, SEC(2011) 1226 final, 20.10.2011. (https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=swd:SEC_2011_1226)

→新しいMiFID案・MiFIR案に附属する影響評価報告書。以下の表は、「排出枠の流通市場におけるスポット取引についてMiFIDの適用を拡大する」案と、「排出枠の流通市場におけるスポット取引についてテイラーメイドの制度を設ける」案の比較。両案比較における違いの一例として、金融市場における諸規則との一貫性（++と--）。

→MiFIDの適用範囲を排出枠に拡大することへの支持は限定的。例えば、非金融法人（以下の「Non-financial corporates」参照）からは、「23. 排出枠を金融商品として分類する」ことに対して、「主な目的が投資ではなくヘッジであるため、排出枠の再分類に概ね反対している。多くの回答者は、排出枠の再分類は義務対象者のコスト増加につながると指摘している。一部の回答者は、例えばREMITを通じた特定の制度を支持する。規制の重複があるべきではない」。所定の条件を満たす場合にはMiFIDの適用免除で対処。

| Policy option | Impact on stakeholders | Effectiveness | Efficiency |
|---|---|---|---|
| Secondary spot trading of emission allowances | | | |
| 6.6 Extend the application of MiFID to secondary spot trading for emission allowances | (-) additional costs for intermediaries and trading venues that would require a MiFID licence to conduct such operations | (+) comprehensive regulatory framework for the carbon market (++) full consistency with financial markets rules (++) Increased level playing field (++) increased investors protection (-) potential issue for suitability and proportionality for some intermediaries | (+) compliance costs more than compensated by benefits in terms of safer and sounder market environment for the carbon market |
| 6.7 Develop a tailor-made regime for secondary spot trading of emission allowances | (-) all exchanges and intermediaries required to adapt to new organisational and operational duties and obtain authorisation to operate | (+) comprehensive regulatory framework for the carbon market (++) Increased level playing field (++) increased investors protection (+) more flexibility to adapt to the specificities of the carbon market (--) possible discrepancies with the financial markets rules governing the derivatives market or risk to develop a lighter regime | (-) a specific framework and instrument to be developed giving rise to additional compliance costs |
| 出所：同報告書 48・49 頁 | | | |
| <p>Overall, <u>there was limited support at this stage for extending the scope of MiFID to emission allowances among respondents</u>. While many noted that some of the problems witnessed in emission allowances markets could thus be overcome, most urged further study in view of <u>the possible implications for smaller firms</u>. First, it is worth to recall that derivatives on emission allowances are already covered under MiFID and emission allowances per se may trade similarly to financial instruments. Second, <u>the rather negative feedback from stakeholders on the proposed extension of MiFID is probably due to the lack of knowledge by most users of these allowances (i.e. compliance buyers), of the MiFID provisions and the other financial markets legislation that cross reference to MiFID</u>. We acknowledge that our consultation paper might have provided more insight in that respect. <u>Compliance buyers and sellers dealing on own account in emission allowances will be exempt from MiFID if this activity is ancillary to their main business and they are not part of a financial group</u>.</p> | | | |
| 出所：同報告書 50 頁 | | | |
| <p>The summaries below cover the aggregate views of stakeholders across nine groups: (i) public authorities; (ii) banks, brokers and their trade associations (sell-side); (iii) asset managers, funds and their trade associations (buy-side); (iv) market operators and exchanges; (v) retail investor associations; (vi) non-financial corporates; (vii) academics; (viii) service providers; (ix) other (including issuers, NGOs, law firms etc.).</p> | | | |
| 出所：以下を含めて同報告書 295 頁以下 | | | |
| Public authorities (approximately 29 replies) | | | |

| | |
|--|--|
| 23. Classify emission allowances as financial instruments | There is no support for the proposal. Most urge further study. |
| Banks, brokers and their trade associations (approximately 85 replies) | |
| 23. Classify emission allowances as financial instruments | Virtually all are against. Some refer to the conclusions of the Prada report in this respect. |
| Asset managers, funds and their trade associations (approximately 55 replies) | |
| 23. Classify emission allowances as financial instruments | Basically just one response received which was in favour. |
| Exchanges and market operators (approximately 30 replies) | |
| 23. Classify emission allowances as financial instruments | Two respondents considered this classification as helpful even if it would not remove all imperfections. Another respondent strongly opposed such classification as it would exclude certain companies from the market and as it would make the mechanism more costly and complicated. |
| Retail investor associations (approximately 10 replies) | |
| 23. Classify emission allowances as financial instruments | Two answers: option to be studied. |
| Non-financial corporates (approximately 55 replies) | |
| 23. Classify emission allowances as financial instruments | Respondents generally oppose reclassifying emission allowances, as their main purpose is not investment, but hedging. Many note it would raise costs for compliance buyers. Some favour a specific regime, e.g. through REMIT. There should be no regulatory overlap. |
| Academics (approximately 10 replies) | |
| 23. Classify emission allowances as financial instruments | No comments. |
| Service Providers (approximately 22 replies) | |
| 23. Classify emission allowances as financial instruments | There was some opposition with the argument being made that these are spot contracts. |
| Others (approximately 55 replies) | |
| 23. Classify emission allowances as financial instruments | There was some support amongst respondents who answered this question. |

④Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II): Frequently Asked Questions, Memo, 15 April 2014. (https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/memo_14_305)

→MiFID II の FAQ。EU 排出枠が金融市場規制の対象となる理由について、すでに金融市場規制の対象となっている EU 排出枠デリバティブ取引に対する規制との整合性。金融商品取引と市場の健全性のための包括的枠組みの対象とすることで、炭素市場の目的（排出量削減）を妨げることなく、EU 排出枠トレーダーに一層大きな安心を提供。

14. Why are emission allowances now included in the scope of MiFID and the Market Abuse Directive?

Trading in allowance derivatives already falls under the scope of MiFID and the Market Abuse Directive (IP/14/424). By now bringing emission allowances under the same framework, the regulation on emission allowances trading (EUA), the spot market will be aligned with what is applicable to the EUA derivatives market. Together, MiFID and the rules on market abuse provide a comprehensive framework for trading in financial instruments and the integrity of the market. The extension to EUAs will introduce greater security for traders of EUAs but without interfering with the purpose of

the market, which remains emissions reduction.

●現行法制の概要

①EU ETS 指令 (Directive 2003/87/EC) 2003 年採択。その後数度の改正を経て本報告時点では 2024 年 3 月 1 日版が最新 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02003L0087-20240301>)。ここでは法目的と排出枠の定義部分のみ。2018 年に設置された市場安定化リザーブ (MSR) については、MSR の設置と運営に関する決定 (Decision (EU) 2015/1814) (2024 年 1 月 1 日版が最新 <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02015D1814-20240101>) 参照。

EU ETS 指令 1 条 (主題) 第一文

This Directive establishes a system for greenhouse gas emission allowance trading within the Union (hereinafter referred to as the ‘EU ETS’) in order to promote reductions of greenhouse gas emissions in a cost-effective and economically efficient manner.

→費用対効果が高く経済効率的な方法で温室効果ガス排出量の削減を促進するために EU ETS を創設。

EU ETS 指令 3 条 (定義) (a) (b)

For the purposes of this Directive the following definitions shall apply:

(a) ‘allowance’ means an allowance to emit one tonne of carbon dioxide equivalent during a specified period, which shall be valid only for the purposes of meeting the requirements of this Directive and shall be transferable in accordance with the provisions of this Directive;

(b) ‘emissions’ means the release of greenhouse gases from sources in an installation or the release from an aircraft performing an aviation activity listed in Annex I or from ships performing a maritime transport activity listed in Annex I of the gases specified in respect of that activity, or the release of greenhouse gases corresponding to the activity referred to in Annex III;

→所定の排出源からの温室効果ガス排出 + EU ETS 指令に準拠する排出許可証 → EU ETS における排出枠

②オークション規制 (Commission Delegated Regulation (EU) 2023/2830) 2023 年採択 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32023R2830>)。

オークション規制 47 条 (市場阻害行為の通知)

1. An auction platform shall report to the national authorities competent under Regulation (EU) No 596/2014 suspicions of market abuse or attempted market abuse by any person admitted to bid in the auctions or by any person on whose behalf the person admitted to bid in the auctions is acting.

2. The auction platform concerned shall notify the Commission and ESMA of the fact that it has made a notification under paragraph 1, stating what remedial action it has taken or proposes to take to counter the market abuse or attempted market abuse referred to in that paragraph.

→オークション業務実施者は、オークションでの入札を許された者による市場阻害行為のおそれについて、市場阻害行為指令

(Regulation (EU) No 596/2014) に基づく規制当局に報告等。

→なお、旧オークション規制 (Regulation (EU) No 1031/2010) (<https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2010/1031/oj/eng#>) では、排出枠が金融商品と取り扱われていなかった時期から、排出枠のオークションにおける市場阻害行為規制を定めていた (旧オークション規制制定時の 36 条 (市場阻害行為指令 (Directive 2003/6/EC) 1 条 3 項の意味における金融商品に適用される市場阻害行為)、同 37 条 (市場阻害行為指令 (Directive 2003/6/EC) 1 条 3 項の意味における金融商品以外のオークション商品に適用される市場阻害行為の定義)、同 38 条 (内部者取引の禁止)、同 41 条 (相場操縦の禁止) 等)。

③MiFID II (Directive 2014/65/EU) 2014 年採択。その後数度の改正を経て本報告時点では 2025 年 1 月 17 日版が最新 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014L0065-20250117>)。ここでは排出枠に関わる金融商品の定義や MiFID II の適用免除に関する部分などのみ。

MiFID II 4 条 (定義) 1 項 (15)

(15) 'financial instrument' means those instruments specified in Section C of Annex I, including such instruments issued by means of distributed ledger technology;

→金融商品とは、附則 I セクション C に定められる商品。

MiFID II 附則 I セクション C (金融商品) (4)、(11)および前文 (11) 等

(4) Options, futures, swaps, forward rate agreements and any other derivative contracts relating to securities, currencies, interest rates or yields, emission allowances or other derivatives instruments, financial indices or financial measures which may be settled physically or in cash;

→排出枠に関するデリバティブは、MiFID II の金融商品。

→MiFID I (Directive 2004/39/EC) 附則 I セクション C (金融商品) (10) でも当初から排出枠デリバティブは MiFID I の金融商品 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32004L0039>)。

(11) Emission allowances consisting of any units recognised for compliance with the requirements of Directive 2003/87/EC (Emissions Trading Scheme).

→EU ETS 指令 (Directive 2003/87/EC) の要件を遵守するために認められたユニットからなる排出枠は、MiFID II の金融商品。

→MiFID II 前文 (11) に排出枠を金融商品として取り扱うことにした理由。ETS への信頼を損なうおそれのある EU 排出枠スポット流通市場における詐欺的行為の発生 (前述参照)。Regulation (EU) No 600/2014 は金融商品市場規制 (MiFIR) (2025 年 11 月 23 日版: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014R0600-20251123>)。

「(11) A range of fraudulent practices have occurred in spot secondary markets in emission allowances (EUA) which could undermine trust in the emissions trading scheme, set up by Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council, and measures are being taken to strengthen the system of EUA registries and conditions for opening an account to trade EUAs. In order to reinforce the integrity and safeguard the efficient functioning of those markets, including comprehensive supervision of trading activity, it is appropriate to complement measures taken under Directive 2003/87/EC by bringing emission allowances fully into the scope of this Directive and of Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council, by classifying them as financial instruments.」

→MiFIR 前文 (45) もほぼ同じ内容。市場阻害行為規制 (Regulation (EU) No 596/2014) については後述参照。Directive 2014/57/EU は市場阻害行為刑事制裁指令 (<https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2014/57/oj/eng>)。

「(45) A range of fraudulent practices have occurred in spot secondary markets in emission allowances (EUA) which could undermine trust in the emissions trading scheme, set up by Directive 2003/87/EC of the European Parliament and of the Council, and measures are being taken to strengthen the system of EUA registries and conditions for opening an account to trade EUAs. In order to reinforce the integrity and safeguard the efficient functioning of those markets, including comprehensive supervision of trading activity, it is appropriate to complement measures taken under Directive 2003/87/EC by bringing emission allowances fully into the scope of this Regulation and Directive 2014/65/EU as well as of Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and the Council and of Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council, by classifying them as financial instruments.」。

MiFID II 2条（適用免除）I項（e）（j）等

| |
|---|
| <p>I. This Directive shall not apply to:</p> |
| <p>(e) operators with compliance obligations under Directive 2003/87/EC who, when dealing in emission allowances, do not execute client orders and who do not provide any investment services or perform any investment activities other than dealing on own account, provided that those persons do not apply a high-frequency algorithmic trading technique;</p> <p>→EU ETS 指令 (Directive 2003/87/EC) に基づき遵守義務を負う施設運営者のうち、顧客の注文を執行せず、自己勘定取引以外の投資サービス・行為を提供せず、高頻度アルゴリズム取引技術を用いないものには、MiFID II は適用されない。</p> <p>→本来、自己勘定取引 (Dealing on own account) も MiFID II における投資サービス・行為の一つ (附則 I セクション A (3))。自己勘定で排出枠取引を行う EU ETS 義務対象者への過剰規制とならないよう所定の要件のもとで MiFID II 適用免除。</p> |
| <p>(j) persons:</p> <p>(i) dealing on own account, including market makers, in commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof, excluding persons who deal on own account when executing client orders; or</p> <p>(ii) providing investment services, other than dealing on own account, in commodity derivatives or emission allowances or derivatives thereof to the customers or suppliers of their main business;</p> <p>provided that:</p> <ul style="list-style-type: none"> - for each of those cases individually and on an aggregate basis, the activity is ancillary to their main business, when considered on a group basis, - those persons are not part of a group the main business of which is the provision of investment services within the meaning of this Directive, the performance of any activity listed in Annex I to Directive 2013/36/EU, or acting as a market maker for commodity derivatives, - those persons do not apply a high-frequency algorithmic trading technique, and - those persons report upon request to the competent authority the basis on which they have assessed that their activity under points (i) and (ii) is ancillary to their main business, <p>→排出枠の自己勘定取引(顧客注文によるものを除く)を行う者、または、本業の顧客もしくは取引先に排出枠に関する(自己勘定取引以外の)投資サービスを提供する者であって、当該行為が本業に付随するものであること、投資サービスの提供等を本業とするグループの一員でないこと、高頻度アルゴリズム取引技術を用いていないこと、付随していると評価する根拠を適格機関に対しその求めに応じて報告しているなどの諸条件をみたまものは、MiFID II 適用免除。</p> <p>→所定の要件を満たす非金融業者向けの MiFID II 適用免除。(j) では EU ETS 義務対象者であることは要件ではない。</p> <p>→本業に付随するものであるか否かを判断する際に考慮すべき要素等については本条 4 項のほか、Commission Delegated Regulation</p> |

(EU) 2021/1833 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/?uri=CELEX%3A32021R1833>) 参照。

MiFID II 3条（選択的適用免除）I項

1. Member States may choose not to apply this Directive to any persons for which they are the home Member State, provided that the activities of those persons are authorised and regulated at national level and those persons:

(d) provide investment services exclusively in commodities, emission allowances and/or derivatives thereof for the sole purpose of hedging the commercial risks of their clients, where those clients are exclusively local electricity undertakings as defined in Article 2(35) of Directive 2009/72/EC and/or natural gas undertakings as defined in Article 2(1) of Directive 2009/73/EC, and provided that those clients jointly hold 100 % of the capital or of the voting rights of those persons, exercise joint control and are exempt under point (j) of Article 2(1) of this Directive if they carry out those investment services themselves; or

(e) provide investment services exclusively in emission allowances and/or derivatives thereof for the sole purpose of hedging the commercial risks of their clients, where those clients are exclusively operators as defined in point (f) of Article 3 of Directive 2003/87/EC, and provided that those clients jointly hold 100 % of the capital or voting rights of those persons, exercise joint control and are exempt under point (j) of Article 2(1) of this Directive if they carry out those investment services themselves.

→加盟国の選択によるMiFID II適用免除。

④市場阻害行為規制（REGULATION (EU) No 596/2014）（以下MAR） 2014年採択。その後数度の改正を経て本報告時点では2024年12月4日版が最新（<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014R0596-20241204>）。ここでは法目的と排出枠に関連する主な部分のみ。

MAR 1条（主題）

This Regulation establishes a common regulatory framework on insider dealing, the unlawful disclosure of inside information and market manipulation (market abuse) as well as measures to prevent market abuse to ensure the integrity of financial markets in the Union and to enhance investor protection and confidence in those markets.

→EUにおける金融市場のインテグリティを確保し、当該市場における投資者の保護と当該市場に対する信頼を高めるために、内部者取引、内部情報の違法開示、相場操縦（まとめて市場阻害行為）に関する共通の規制枠組みを定めたもの。

MAR 2条（範囲）I項および前文（37）

1. This Regulation applies to the following:

(a) financial instruments admitted to trading on a regulated market or for which a request for admission to trading on a regulated market has been made;

(b) financial instruments traded on an MTF, admitted to trading on an MTF or for which a request for admission to trading on an MTF has been made;

(c) financial instruments traded on an OTF;

(d) financial instruments not covered by point (a), (b) or (c), the price or value of which depends on or has an effect on the price or value of a financial instrument referred to in those points, including, but not limited to, credit default swaps and contracts for difference.

This Regulation also applies to behaviour or transactions, including bids, relating to the auctioning on an auction platform authorised as a regulated market of emission allowances or other auctioned products based thereon, including when auctioned products are not financial instruments, pursuant to Regulation (EU) No 1031/2010. Without prejudice to any specific provisions referring to bids submitted in the context of an auction, any requirements and prohibitions in this Regulation referring to orders to trade shall apply to such bids.

→MARは規制市場での取引を許可されている金融商品など所定の要件を満たす金融商品に適用（当該金融商品に該当すれば取引場所での取引かどうかに関わらずMARが適用されることについて同条3項参照）。排出枠の発行市場としてはEuropean Energy Exchange (EEX)、流通市場としてはICE Endex やEEXなど。オークション時の入札行為にも適用。Regulation (EU) No 1031/2010は、旧オークション規制であることについて前述参照。

→MAR 前文(37)の説明によると、排出枠を金融商品として分類したことにより、MARは排出枠の発行市場と流通市場の全体に適用される市場阻害行為に関する単一規則集。

「(37) Regulation (EU) No 1031/2010 provides for two parallel market abuse regimes applicable to the auctions of emission allowances. However, as a consequence of the classification of emission allowances as financial instruments, this Regulation should constitute a single rule book of market abuse measures applicable to the entirety of the primary and secondary markets in emission allowances. This Regulation should also apply to behaviour or transactions, including bids, relating to the auctioning on an auction platform authorised as a regulated market of emission allowances or other auctioned products based thereon, including when auctioned products are not financial instruments, pursuant to Regulation (EU) No 1031/2010.」

MAR 3 条 (定義) 1 項 (1)、(19)、(20)

1. For the purposes of this Regulation, the following definitions apply:

(1) ‘financial instrument’ means a financial instrument as defined in point (15) of Article 4(1) of Directive 2014/65/EU;

→MiFID II (Directive 2014/65/EU)の金融商品にはEU排出枠が含まれることについて前述参照。

(19) ‘emission allowance’ means emission allowance as described in point (11) of Section C of Annex I to Directive 2014/65/EU;

→排出枠の定義はMiFID II (Directive 2014/65/EU)と同じ。

(20) ‘emission allowance market participant’ means any person who enters into transactions, including the placing of orders to trade, in emission allowances, auctioned products based thereon, or derivatives thereof and who does not benefit from an exemption pursuant to the second subparagraph of Article 17(2);

→排出枠市場参加者の定義。排出枠、そのオークション商品またはデリバティブの取引（取引の発注を含む）を行う者であって、MAR17条2項2段落（後述参照）に基づく免除の恩恵を受けないもの。

MAR 6 条 (金融・公債管理行為及び気候政策行為に関する適用免除) 3 項

3. This Regulation does not apply to the activity of a Member State, the Commission or any other officially designated body, or of any person acting on their behalf, which concerns emission allowances and which is undertaken in pursuit of the Union' s climate policy in accordance with Directive 2003/87/EC.

→排出枠に関するもので、EU ETS 指令 (Directive 2003/87/EC) に従い EU の気候政策を進めるためになされる加盟国等の行為には MAR 不適用。

MAR 7 条 (内部情報) 1 項 (a)、(c)、2 項、4 項

1. For the purposes of this Regulation, inside information shall comprise the following types of information:

(a) information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments or on the price of related derivative financial instruments;

→一般的な内部情報の定義 (排出枠に関する内部情報は後述参照)。明確で、公開されておらず、一もしくは複数の発行者または一もしくは複数の金融商品に直接的または間接的に関連する情報であって、当該情報が公開されれば当該金融商品または関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を与える可能性が高い情報。

→個別列挙方式ではない。

(c) in relation to emission allowances or auctioned products based thereon, information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more such instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of such instruments or on the prices of related derivative financial instruments;

→排出枠に関する内部情報の定義。明確で、公開されておらず、一または複数の当該商品に直接的または間接的に関連する情報であって、当該情報が公開されれば当該商品または関連するデリバティブ金融商品の価格に重大な影響を与える可能性が高い情報。

→一般的な内部情報と比較すると「発行者」に関する文言がない。排出枠は EU ETS 義務対象者が発行するわけではない。(ここで無理やり統一的理解を引き出す必要はないのかもしれない、また、別の整理もありえようか) 内部取引にとって本質的に重要なのは対象商品に関する未公開の価格形成情報であって、発行者の有無ではないといえるか。

2. For the purposes of paragraph 1, information shall be deemed to be of a precise nature if it indicates a set of circumstances which exists or which may reasonably be expected to come into existence, or an event which has occurred or which may reasonably be expected to occur, where it is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of the financial instruments or the related derivative financial instrument, the related spot commodity contracts, or the auctioned products based on the emission allowances. In this respect in the case of a protracted process that is intended to bring about, or that results in, particular circumstances or a particular event, those future circumstances or that future event, and also the intermediate steps of that process which are connected with bringing about or resulting in those future circumstances or that future event, may be deemed to be precise information.

→明確であるとされる場合。大要、その情報が状況または事象を示すもので価格に与えうる影響に関して結論を導き出すのに十分に具体的であること。

4. For the purposes of paragraph 1, information which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments, derivative financial instruments, related spot commodity contracts, or

auctioned products based on emission allowances shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his or her investment decisions.

In the case of participants in the emission allowance market with aggregate emissions or rated thermal input at or below the threshold set in accordance with the second subparagraph of Article 17(2), information about their physical operations shall be deemed not to have a significant effect on the price of emission allowances, of auctioned products based thereon, or of derivative financial instruments.

→公開されれば価格に重大な影響を与える可能性が高い情報。一般論としては、合理的投資家はその投資判断の根拠の一部として利用する可能性が高い情報。総排出量または定格熱入力量が17条2項2段落（後述参照）に従い定められた基準値以下の排出枠市場の参加者の場合、当該参加者の物理的活動に関する情報は、価格に重大な影響を与えるものではないとされる。

MAR 8条（内部者取引）1項、4項

1. For the purposes of this Regulation, insider dealing arises where a person possesses inside information and uses that information by acquiring or disposing of, for its own account or for the account of a third party, directly or indirectly, financial instruments to which that information relates. The use of inside information by cancelling or amending an order concerning a financial instrument to which the information relates where the order was placed before the person concerned possessed the inside information, shall also be considered to be insider dealing. In relation to auctions of emission allowances or other auctioned products based thereon that are held pursuant to Regulation (EU) No 1031/2010, the use of inside information shall also comprise submitting, modifying or withdrawing a bid by a person for its own account or for the account of a third party.

→内部者取引の内容。内部情報の保有者が、当該情報を利用して、自己または第三者の計算で、直接的または間接的に、当該情報が関連する金融商品を取得または処分すること（内部情報保有前に出した注文を当該情報を利用して取り消すことや修正することも含む）。利用要件。排出枠のオークションに関しては、内部情報の利用には、自己または第三者の計算における、ある者による入札の提示、修正または撤回を含む。

4. This Article applies to any person who possesses inside information as a result of:

- (a) being a member of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer or emission allowance market participant;
- (b) having a holding in the capital of the issuer or emission allowance market participant;
- (c) having access to the information through the exercise of an employment, profession or duties; or
- (d) being involved in criminal activities.

This Article also applies to any person who possesses inside information under circumstances other than those referred to in the first subparagraph where that person knows or ought to know that it is inside information.

→内部情報保有者の類型。(a)、(b)、(c)または(d)の結果として内部情報を保有する者や、それ以外であっても内部情報の保有者が当該情報は内部情報であることを知っている場合や知るべきである場合にはその者にも本条適用。(a)発行者または排出枠市場参加者の管理、運営または監督機関の構成員であること、(b)発行者または排出枠市場参加者の資本に対する持分を保有すること、(c)雇用、専門職または職務の遂行を通じて当該情報入手できること、(d)犯罪行為に関与すること。

→排出枠との関係では、発行者の関係者ではなく、排出枠市場参加者の関係者が重要な対象。

MAR 9条（正当行為）略

MAR 10 条（内部情報の違法開示）略

MAR 11 条（市場調査）略

MAR 12 条（相場操縦）1 項、2 項

1. For the purposes of this Regulation, market manipulation shall comprise the following activities:

(a) entering into a transaction, placing an order to trade or any other behaviour which:

(i) gives, or is likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances; or

(ii) secures, or is likely to secure, the price of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances at an abnormal or artificial level;

unless the person entering into a transaction, placing an order to trade or engaging in any other behaviour establishes that such transaction, order or behaviour have been carried out for legitimate reasons, and conform with an accepted market practice as established in accordance with Article 13;

(b) entering into a transaction, placing an order to trade or any other activity or behaviour which affects or is likely to affect the price of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances, which employs a fictitious device or any other form of deception or contrivance;

(c) disseminating information through the media, including the internet, or by any other means, which gives, or is likely to give, false or misleading signals as to the supply of, demand for, or price of, a financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances or secures, or is likely to secure, the price of one or several financial instruments, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances at an abnormal or artificial level, including the dissemination of rumours, where the person who made the dissemination knew, or ought to have known, that the information was false or misleading;

(d) transmitting false or misleading information or providing false or misleading inputs in relation to a benchmark where the person who made the transmission or provided the input knew or ought to have known that it was false or misleading, or any other behaviour which manipulates the calculation of a benchmark.

→相場操縦の行為類型。(a)需給または価格に関して虚偽または誤解を与えるシグナルをもたらす取引の締結等（ただし当該者が所定の立証をした場合を除く）、(b)詐欺的な手段を用いて価格に影響を与える取引の締結等、(c)需給または価格に関して虚偽または誤解を与えるシグナルをもたらすなどの情報の流布（当該者の悪意・有過失）、(d)ベンチマークに関して虚偽の情報を伝える（当該者の悪意・有過失）などベンチマークの計算を操作する行為。

2. The following behaviour shall, inter alia, be considered as market manipulation:

(a) the conduct by a person, or persons acting in collaboration, to secure a dominant position over the supply of or demand for a financial instrument, related spot commodity contracts or auctioned products based on emission allowances which has, or is likely to have, the effect of fixing, directly or indirectly, purchase or sale prices or creates, or is likely to create, other unfair trading conditions;

(b) the buying or selling of financial instruments, at the opening or closing of the market, which has or is likely to have the effect of misleading investors acting on the basis of the prices displayed, including the opening or closing prices;

(c) the placing of orders to a trading venue, including any cancellation or modification thereof, by any available

means of trading, including by electronic means, such as algorithmic and high-frequency trading strategies, and which has one of the effects referred to in paragraph 1(a) or (b), by:

- (i) disrupting or delaying the functioning of the trading system of the trading venue or being likely to do so;
- (ii) making it more difficult for other persons to identify genuine orders on the trading system of the trading venue or being likely to do so, including by entering orders which result in the overloading or destabilisation of the order book; or
- (iii) creating or being likely to create a false or misleading signal about the supply of, or demand for, or price of, a financial instrument, in particular by entering orders to initiate or exacerbate a trend;
- (d) the taking advantage of occasional or regular access to the traditional or electronic media by voicing an opinion about a financial instrument, related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances (or indirectly about its issuer) while having previously taken positions on that financial instrument, a related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances and profiting subsequently from the impact of the opinions voiced on the price of that instrument, related spot commodity contract or an auctioned product based on emission allowances, without having simultaneously disclosed that conflict of interest to the public in a proper and effective way;
- (e) the buying or selling on the secondary market of emission allowances or related derivatives prior to the auction held pursuant to Regulation (EU) No 1031/2010 with the effect of fixing the auction clearing price for the auctioned products at an abnormal or artificial level or misleading bidders bidding in the auctions.

→相場操縦の具体例。

MAR 13 条（容認市場行為）略

MAR 14 条（内部者取引および内部情報の違法開示の禁止）

A person shall not:

- (a) engage or attempt to engage in insider dealing;
- (b) recommend that another person engage in insider dealing or induce another person to engage in insider dealing; or
- (c) unlawfully disclose inside information.

MAR 15 条（相場操縦の禁止）

A person shall not engage in or attempt to engage in market manipulation.

MAR 16 条（市場阻害行為の予防及び探知）1 項、2 項等

1. Market operators and investment firms that operate a trading venue shall establish and maintain effective arrangements, systems and procedures aimed at preventing and detecting insider dealing, market manipulation and attempted insider dealing and market manipulation, in accordance with Articles 31 and 54 of Directive 2014/65/EU. A person referred to in the first subparagraph shall report orders and transactions, including any cancellation or modification thereof, that could constitute insider dealing, market manipulation or attempted insider dealing or market manipulation to the competent authority of the trading venue without delay.

2. Any person professionally arranging or executing transactions shall establish and maintain effective arrangements, systems and procedures to detect and report suspicious orders and transactions. Where such a person has a reasonable suspicion that an order or transaction in any financial instrument, whether placed or executed on or outside a trading venue, could constitute insider dealing, market manipulation or attempted insider dealing or market manipulation, the person shall notify the competent authority as referred to in paragraph 3 without delay.

→市場阻害行為を予防・探知するための仕組みの構築や当局への報告を市場運営者等に義務付け(1項)。疑わしい注文や取引を探知・報告するための仕組みの構築や当局への通知を仲介・執行業者に義務付け(2項)。

→ESMA, Final Report Emission Allowance and Associated Derivatives, ESMA 70-445-38, 28 March 2022.

(<https://www.esma.europa.eu/document/final-report-emission-allowances-and-associated-derivatives>)は、市場阻害行為に対処するための3つの防御線として、業者によるもの、市場運営者によるもの、規制当局によるものがあるとする(同20頁・21頁)。

MAR 17条(内部情報の公開)2項、前文(51)、欧州委員会委任規則2016/522(Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522)5条等

2. An emission allowance market participant shall publicly, effectively and in a timely manner disclose inside information concerning emission allowances which it holds in respect of its business, including aviation activities as specified in Annex I to Directive 2003/87/EC or installations within the meaning of Article 3(e) of that Directive which the participant concerned, or its parent undertaking or related undertaking, owns or controls or for the operational matters of which the participant, or its parent undertaking or related undertaking, is responsible, in whole or in part. With regard to installations, such disclosure shall include information relevant to the capacity and utilisation of installations, including planned or unplanned unavailability of such installations.

The first subparagraph shall not apply to a participant in the emission allowance market where the installations or aviation activities that it owns, controls or is responsible for, in the preceding year have had emissions not exceeding a minimum threshold of carbon dioxide equivalent and, where they carry out combustion activities, have had a rated thermal input not exceeding a minimum threshold.

The Commission shall be empowered to adopt delegated acts in accordance with Article 35 establishing a minimum threshold of carbon dioxide equivalent and a minimum threshold of rated thermal input for the purposes of the application of the exemption provided for in the second subparagraph of this paragraph.

→本条1項は発行者による内部情報の公開(「An issuer shall inform the public as soon as possible of inside information which directly concerns that issuer.」等)で、本条2項は排出枠市場参加者による内部情報の公開。

→本条2項第1段落：排出枠市場参加者は、公に対し効果的かつ適時に、当該者がその事業(当該参加者等が所有等する所定の施設や航空活動を含む)に関して有する、排出枠に関する内部情報を公開するものとする。施設の計画的または非計画的な利用不能状態を含めて施設の生産能力および稼働状況に関する情報を含む。

→本条2項第2段落：排出枠市場の参加者が所有し管理しまたは責任を負っている施設または航空活動が前年において最小基準値を超えない二酸化炭素換算排出量である場合、および、燃焼活動を行う場合であれば、最小基準値を超えない定格熱入力量であった場合、その排出枠市場の参加者には本条2項第1段落は適用されない。この本条2項第2段落は排出枠市場参加者の定義(3条1項(20))や内部情報の定義(7条4項)との関係でも重要。最小基準値の具体的内容は後述参照。

→本条2項第3段落：最小基準値に関する委任立法(後述参照)。

→所定の条件を満たせば内部情報の公開を遅らせることができることについて本条4項参照。

→MAR17条2項第2段落の意義について、MAR前文(51)は次のように説明。内部情報の公開要件を排出枠市場の参加者に向けつつ、市場が有益でない報告にさらされることを防ぎ、想定される措置の費用対効果を維持するために、この要件に関する規制の影響を、対象者の規模および活動により排出枠等の価格に重大な影響をもたらすと合理的に予期できるEU ETS対象運営者のみに限定する必要があるように思われるとのこと。最小基準値の具体的内容については後述参照。なお、最小基準値以下の排出枠市場の参加者が内部者取引規制の対象にならないというわけではないことに留意。

→開示されるべき情報は、開示当事者の物理的活動に関するものであって、排出枠等の取引に関する自身の計画または戦略ではない。

→なお、MAR前文(51)にあるRegulation (EU) No 1227/2011は、卸売エネルギー市場健全性・透明性規制(REMIT)(最新版は2025年2月5日版。<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02011R1227-20250205>)であり、REMITには内部者取引の禁止(REMIT3条)、内部情報の公開義務(REMIT4条)、相場操縦の禁止(REMIT5条)などの規定がある。MAR前文(51)によると、排出枠市場参加者が特にREMITにより同等の内部情報公開要件を遵守している場合、排出枠に関する内部情報公開義務により実質的に同内容の強制開示の重複をもたらすべきではないとのこと。

「(51) Moreover, the requirement to disclose inside information needs to be addressed to the participants in the emission allowance market. In order to avoid exposing the market to reporting that is not useful and to maintain cost-efficiency of the measure foreseen, it appears necessary to limit the regulatory impact of that requirement to only those EU ETS operators which, by virtue of their size and activity, can reasonably be expected to be able to have a significant effect on the price of emission allowances, of auctioned products based thereon, or of derivative financial instruments relating thereto and for bidding in the auctions pursuant to Regulation (EU) No 1031/2010. The Commission should adopt measures establishing a minimum threshold for the purposes of application of that exemption by means of a delegated act. The information to be disclosed should concern the physical operations of the disclosing party and not own plans or strategies for trading emission allowances, auctioned products based thereon, or derivative financial instruments relating thereto. Where emission allowance market participants already comply with equivalent inside information disclosure requirements, notably pursuant to Regulation (EU) No 1227/2011, the obligation to disclose inside information concerning emission allowances should not lead to the duplication of mandatory disclosures with substantially the same content. In the case of participants in the emission allowance market with aggregate emissions or rated thermal input at or below the threshold set, since the information about their physical operations is deemed to be non-material for the purposes of disclosure, it should also be deemed not to have a significant effect on the price of emission allowances, of auctioned products based thereon, or of the derivative financial instruments relating thereto. Such participants in the emission allowance market should nevertheless be covered by the prohibition of insider dealing in relation to any other information they have access to and which is inside information.」

→欧州委員会委任規則2016/522(Commission Delegated Regulation (EU) 2016/522)(https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2016/522/oj/eng)5条に、MAR17条2項第2段落に関する最小基準値の定め。(a)年間6百万トンのCO2換算排出量、(b)2430MWの定格熱入力量。この数値となった経緯について後述参照。

「1. For the purposes of the second subparagraph of Article 17(2) of Regulation (EU) No 596/2014:

(a) the minimum threshold of carbon dioxide (CO2) equivalent shall be 6 million tonnes a year;

(b) the minimum threshold of rated thermal input shall be 2 430 MW.

2. Thresholds set out in paragraph 1 shall apply at group level and relate to all business, including aviation activities or installations, which the participant in the emission allowance market concerned, or its parent

undertaking or related undertaking owns or controls or for the operational matters of which the participant concerned, or its parent undertaking or related undertaking is responsible, in whole or in part.」

→最小基準値の数値は、ESMA, Final Report ESMA' s technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/224, 3 February 2015 を踏まえたもの (<https://www.esma.europa.eu/document/esma%E2%80%99s-technical-advice-possible-delegated-acts-concerning-market-abuse-regulation>)。同報告書 30 頁以下によると、最小基準値がないならば 2011 年時点で対象となる排出企業総数は約 930 社 (排出量 100%)。排出量 6 百万トン基準だと対象となるのは 70 社 (排出量 70%)。費用便益分析を踏まえて排出量 6 百万トン基準およびこれと同等の定格熱入力量 2430MW 基準を提案。

「54. The Consultant estimated that the total number of emitting companies, around 930, would be in scope if no threshold was set, representing thus 100% of the emissions in 2011 18. Based on the output of the analyses of the Consultant, the effect of the various proposed thresholds in terms of the number of market participants affected and in terms of coverage of verified emissions are estimated as follows:

- ・ 20+ million tonnes of CO2eq a year: 21 companies would be captured by the threshold (approximately 71% being energy producers and the rest other industrial emitters) accounting for more than 60% of the total verified emissions, and 906 companies would be exempted;
- ・ 6 million tonnes of CO2eq a year: 70 companies would be captured by the threshold (approximately 56% being energy producers and the rest other industrial emitters) accounting for 70% of the total verified emissions, and 857 companies would be exempted;
- ・ 3 million tonnes of CO2eq a year: 125 companies would be captured by the threshold (half being energy producers and the other half industrial emitters) accounting for slightly more than 80% of the total verified emissions, and 802 companies would be exempted;
- ・ 1 million tonnes of CO2eq a year : 280 companies would be captured by the threshold, and 650 companies would be exempted;
- ・ 0.5 million tonnes of CO2eq a year: 379 companies would be captured by the threshold (42% being energy producers and 58% other industrial emitters), accounting for approximately 97% of the total verified emissions, and 548 companies would be exempted.」

「58. Taking into consideration the cost-benefit analysis conducted by the Consultant on the various options for thresholds and applying the above mentioned revised metrics for equivalence in the rated thermal input, ESMA considers on balance that it can be recommended to set the threshold for exemption at:

- ・ 6 million tonnes a year; and
- ・ 2,430 MW rated thermal input.」

MAR 18 条 (内部者リスト) 8 項

8. Paragraphs 1 to 5 of this Article shall also apply to:

- emission allowance market participants in relation to inside information concerning emission allowances that arises in relation to the physical operations of that emission allowance market participant;
- any auction platform, auctioneer and auction monitor in relation to auctions of emission allowances or other auctioned products based thereon that are held pursuant to Regulation (EU) No 1031/2010.

→本条 1 項から 5 項は、発行者による内部者リストの作成・更新・提出等。本条 8 項により、排出枠市場参加者などにも本条 1 項が

ら5項適用。

MAR 19 条（管理者の取引）1 項等

1. Persons discharging managerial responsibilities, as well as persons closely associated with them, shall notify the issuer or the emission allowance market participant and the competent authority referred to in the second subparagraph of paragraph 2:

(a) in respect of issuers, of every transaction conducted on their own account relating to the shares or debt instruments of that issuer or to derivatives or other financial instruments linked thereto;

(b) in respect of emission allowance market participants, of every transaction conducted on their own account relating to emission allowances, to auction products based thereon or to derivatives relating thereto.

Such notifications shall be made promptly and no later than three business days after the date of the transaction.

The first subparagraph applies once the total amount of transactions has reached the threshold set out in paragraph 8 or 9, as applicable, within a calendar year.

→管理責任を担う者およびその関係者は、1 暦年の取引合計額が基準値に達した場合には、自己の計算で行われる排出枠関連取引を排出枠市場参加者および当局に通知。排出枠市場参加者による当該通知内容の公表（3 項）、管理責任者への本条義務の通知（5 項）、原則 2 万ユーロ（8 項・9 項）等。

MAR 20 条以下略

●近年の論文等

①Ilona Przybojewska & Michał Pyka (2024), EU carbon emission allowances as environmental and financial instruments – is it possible to kill two birds with one stone?, Journal of Energy & Natural Resources Law, 42(1), 1-26.

- ・ EU 排出枠を金融商品として取り扱うことが、EU ETS の環境面の有効性や経済面での有効性にとって有益であるか否か。
- ・ 温室効果ガス排出量の削減をもたらすのは、排出量の取引それ自体ではなく、排出量の制限である。
- ・ EU 排出枠の性格を明確に決定しないことが、通常、その流通市場の機能発揮に対する障害とはみなされていない。
- ・ EU ETS において欧州委員会が持つ力の行使（EU 排出枠オークションの一部延期や市場安定化リザーブの導入など）は、EU 排出枠の需給や価格がかなりの程度において市場メカニズム外で人為的に形成されていることを意味する。
- ・ EU 排出枠に関する MiFID II の規制により、EU ETS の環境面の有効性に何かしらの付加価値がもたらされるとは思っていないが、MiFID II は EU ETS の経済面の有効性には十分に貢献している（費用が便益を上回っていないように見える）。これまでのところ EU ETS の経済面および環境面の有効性は MiFID II により損なわれてはいない。
- ・ EU の経験を踏まえて、排出枠を金融商品として取り扱うことが排出量取引制度を検討している他国において推奨される可能性があるが、制度参加費用が増大するなどの可能性があることに留意すべき。
- ・ 私たちの意見としては、排出枠取引のために特別に作られた制度を創設するほうが、より安価でより直截的な選択肢となろう。

②Filippo Annunziata (2025), Can Financial Regulation Truly Support the Reduction of CO2 Emissions?, The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance Regulation, Supervision and

Governance, 643-662.

・MiFID II は排出枠流通市場の透明性・効率性向上を狙いとするものであるが、CO2 排出量削減という排出量取引制度の最終目標へのインパクトはなお不透明である。

・排出枠の流通取引に関する法制度の分散化も取引費用の増大も、MiFID II によりもたらされる法的安定の増大による便益を上まっ
ていないようにみえる。

③その他

3 改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度

●脱炭素成長型経済構造への円滑な移行の推進に関する法律（GX 推進法）

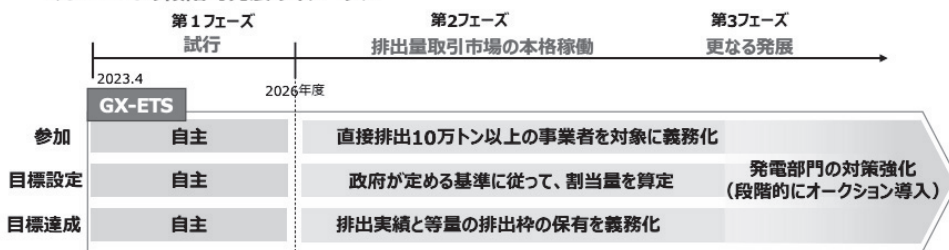
2023 年成立。2025 年改正により排出量取引制度の法定化など。以下図中の第 2 フェーズ参照。本報告では 2026 年 4 月 1 日施行予定の改正 GX 推進法における排出量取引制度の概要紹介。

GX 推進法：https://laws.e-gov.go.jp/law/505AC0000000032/20260401_507AC0000000052

【参考】排出量取引制度の段階的發展について

- 2023 年度より、**カーボンニュートラルに向けて野心的に取り組む企業が参加する「GXリーグ」において、自主的な排出量取引制度を試行。日本の温室効果ガス排出量の 5 割超を占める企業が参加。**
- GXリーグにおける試行的取組の成果を踏まえ、2026 年度より、**排出量取引を義務化。**

<GX-ETSの段階的發展のイメージ>



出所：経済産業省産業構造審議会イノベーション・環境分科会排出量取引制度小委員会「脱炭素成長型投資事業者排出枠の割当ての実施に関する指針に関する意見」別添「中間整理～排出枠の割当ての実施指針等に関する事項～」8 頁

https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/sangyo_gijutsu/emissions_trading/20251219_report.html

・改正 GX 推進法 1 条（目的）

「この法律は、世界的規模でエネルギーの脱炭素化に向けた取組等が進められる中で、我が国における脱炭素成長型経済構造への円滑な移行を推進するため、脱炭素成長型経済構造移行推進戦略の策定、脱炭素成長型経済構造移行債の発行並びに化石燃料採取者等に対する賦課金の徴収及び特定事業者への排出枠の割当てに係る負担金の徴収について定めるとともに、脱炭素成長型投資事業者への排出枠の割当てに係る措置及び脱炭素成長型経済構造移行推進機構に脱炭素成長型経済構造への円滑な移行に資する事業活動を行う者に対する支援等に関する業務を行わせるための措置を講じ、もって国民生活の向上及び国民経済の健全な発展に寄与することを目的とする。」

→「脱炭素成長型経済構造」産業活動において使用するエネルギー及び原材料に係る二酸化炭素を原則として大気中に排出せずに産業競争力を強化することにより、経済成長を可能とする経済構造のこと（2 条 1 項）。

→環境政策＋経済産業政策としての排出量取引制度。

・改正 GX 推進法第 5 章「脱炭素成長型投資事業者排出枠」

32 条（経済産業大臣による脱炭素成長型投資事業者排出枠（事業者の生産、輸送その他の事業活動に伴う二酸化炭素の排出量に相当する枠であって、二酸化炭素一トンを表す単位により表記されるもの）の割当てに関する実施指針の

策定)、33条(事業活動に伴う二酸化炭素の年度平均排出量が政令で定める量以上である事業者による排出目標量等の届出)、34条(経済産業大臣による脱炭素成長型投資事業者に対する脱炭素成長型投資事業者排出枠の無償割当て。排出目標量+32条2項5号の勘案事項→排出枠無償割当て)、35条(脱炭素成長型投資事業者による割当年度における排出実績量等の報告。算定・確認・報告)、36条(経済産業大臣による脱炭素成長型投資事業者に対する排出実績量に相当する脱炭素成長型投資事業者排出枠の量の通知と、脱炭素成長型投資事業者による当該通知された量の脱炭素成長型投資事業者排出枠の保有義務)、37条(経済産業大臣による脱炭素成長型投資事業者排出枠の償却)、38条(脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引。1項:脱炭素成長型投資事業者排出枠は、脱炭素成長型投資事業者排出枠を保有する者の間で取引の対象とすることができる。2項:脱炭素成長型投資事業者排出枠は、投機的取引の対象とされない)、39条(参考上限取引価格。1項:経済産業大臣は、毎年度、当該年度の開始前に、我が国の産業又は国民生活に与える影響、脱炭素成長型経済構造への移行の状況、エネルギーの需給に関する施策との整合性その他の事情を勘案して、二酸化炭素の排出量1トンに相当する脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引価格についてその上限の算定の基礎となる価格(「参考上限取引価格」)を定めるものとする。2項以下略)、40条(脱炭素成長型投資事業者排出枠を保有しているものとみなす場合。1項:経済産業大臣は、脱炭素成長型投資事業者が一定期間以上継続して脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引を行うことが困難であり、又は困難となるおそれがある場合として政令で定める場合において、脱炭素成長型投資事業者排出枠の償却に支障を生ずることが明らかであり、次項の規定による措置を講ずる必要があると認めるときは、その旨を告示するものとする。2項:経済産業大臣は、前項の規定による告示をしたときは、経済産業省令で定めるところにより、脱炭素成長型投資事業者が、当該年度における第三十六条第一項又は第二項の規定により通知された脱炭素成長型投資事業者排出枠の量が第三十四条第一項の規定により割り当てられた脱炭素成長型投資事業者排出枠の量を上回る量を限度として、次項の規定の適用を受けようとする脱炭素成長型投資事業者排出枠の量に参考上限取引価格を乗じて得た額の負担金を政府に納付することを認めるものとする。3項以下略)、41条(未償却相当負担金の徴収及び納付義務。未償却量×参考上限取引価格×1.1)、42条~76条略。

→排出枠取引について38条。1項・2項の意味。排出枠取引市場の開設・運営については次章参照。

→価格安定化措置における上限価格としての参考上限取引価格。下限価格については次章参照。

・改正GX推進法第6章「脱炭素成長型経済構造移行推進機構」

77条(機構の目的。機構は、化石燃料賦課金及び特定事業者負担金の徴収に係る事務、特定事業者排出枠の割当て及び入札の実施に関する業務、脱炭素成長型投資事業者排出枠の割当てに係る事務、脱炭素成長型投資事業者に対する脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引の機会の提供、脱炭素成長型経済構造への円滑な移行に資する事業活動を行う者に対する債務保証その他の支援等を行うことにより、脱炭素成長型経済構造への円滑な移行を推進することを目的とする)、78条~110条略、111条(機構の業務の範囲。1項1号~3号略、1項4号:法人等保有口座の開設、法人等保有口座名義人に係る事項の記録の変更、脱炭素成長型投資事業者排出枠の振替及び排出枠口座簿に記録されている事項を証明した書面の交付に関する業務、1項5号:脱炭素成長型投資事業者排出枠の割当て、脱炭素成長型投資事業者排出枠の量の通知、脱炭素成長型投資事業者排出枠の償却、未償却相当負担金及び延滞金の徴収並びに法人等保有口座に係る記録の訂正等に係る事務、1項6号:脱炭素成長型投資事業者に対する脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引の機会の提供に関する次に掲げる業務 イ 排出枠取引を行うための市場(「排出枠取引市場」)の設置及び運営 ロ 脱炭素成長型経済構造への円滑な移行に資する事業活動に係る指標等の情報の提供、1項7号:脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引価格の調整のための脱炭素成長型投資事業者排出枠の買入れに関する業務。1項8号~3項略)、112条略、113条(機構の業務方法書。1項・2項略。3項:前項の業務及びその執行に関する事項には、次に掲げる事

項が含まれていなければならない。一 排出枠取引市場における脱炭素成長型投資事業者排出枠の売買取引を行うことができる者に関する事項 二 売買取引の方法に関する事項 三 公正な売買取引を確保するために必要な措置に関する事項 四 売買取引の決済に関する事項)、114条(機構が従うべき排出枠取引機会提供実施基準。機構が111条1項6号業務を実施する際に従うべき基準。経済産業大臣が策定)、115条(111条1項7号業務の実施にあたっての調整実施基準)、116条(調整基準取引価格。1項:略、2項:調整基準取引価格は、一定期間以上継続して平均売買取引価格がその額を下回った場合にこれによる脱炭素成長型経済構造への円滑な移行に資する脱炭素成長型投資事業者の投資その他の事業活動に及ぼす影響を緩和するため、売買取引の価格を調整することが必要となると認められる二酸化炭素の排出量一トンに相当する脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引価格として、当該事業活動を誘導する脱炭素成長型投資事業者排出枠の取引価格の水準、二酸化炭素の排出に係る国内外の経済動向その他の事情を勘案して、経済産業大臣が定めるものとする。3項略)、117条(脱炭素成長型投資事業者排出枠の買入れの決定。1項:機構は、平均売買取引価格が調整基準取引価格を下回る場合には、脱炭素成長型投資事業者排出枠を買い入れることができる。この場合において、機構は、あらかじめ、経済産業大臣から脱炭素成長型投資事業者排出枠の振替を行うための法人等保有口座の開設を受けなければならない。2項以下略)、118条~134条略。

→GX推進機構が排出枠取引市場の開設・運営に関する業務。不公正取引についてはGX推進機構の業務方法書(さらには経済産業大臣が策定する排出枠取引機会提供実施基準)で対応するのか。

→価格安定化措置における下限価格としての調整基準取引価格。上限価格については前章参照。具体的な価格については以下参照。

●経済産業省産業構造審議会イノベーション・環境分科会排出量取引制度小委員会「脱炭素成長型投資事業者排出枠の割当ての実施に関する指針に関する意見」(2025年12月19日)

https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/sangyo_gijutsu/emissions_trading/20251219_report.html

「令和8年度の参考上限取引価格については、一の二酸化炭素の排出量一トンに相当する脱炭素成長型投資事業者排出枠あたり4,300円とする。」

「令和8年度の調整基準取引価格については、一の二酸化炭素の排出量一トンに相当する脱炭素成長型投資事業者排出枠あたり1,700円とする。」

→経済産業大臣からの諮問を受けた当該小委員会の意見。

→排出量取引制度が市場メカニズムを利用した価格形成の仕組みを利用するとしても、それは排出量取引制度の目的を達成するための手段。高すぎず安すぎない排出枠価格を価格の幅(あるいは市場で流通する排出枠の量)を通じて政策的に誘導する特殊な市場。

【参考】改正GX推進法に基づく排出量取引制度の全体像

- 2025年通常国会において、2026年度から一定規模以上の二酸化炭素の排出を行う事業者を対象に排出量取引制度への参加を義務化することを定めた改正GX推進法が成立。

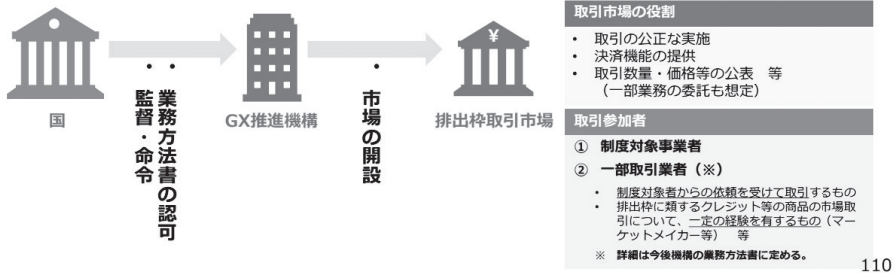
| ① 制度対象者 | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> CO2の直接排出量が前年度までの3カ年度平均で10万トン以上の事業者が対象。 義務対象者である親会社等が、密接な関係にある子会社（義務対象者のみ）も含めて一体で義務を履行することも可能。 | |
| ② 移行計画の策定 | ③ 排出枠の保有義務 |
| <ul style="list-style-type: none"> 対象企業は2050年カーボンニュートラルの実現に向けた排出削減目標や、その他関連事項を含む計画を策定・提出。 →2030年度の直接・間接排出削減目標等の中長期的な排出量の見直しを国が集計・公表。 | <p>① 排出枠の割当ての申請</p> <ul style="list-style-type: none"> 政府指針に基づいて算出した排出枠の量を企業が割当て申請。 申請に当たっては、第三者機関（登録確認機関）が割当量を確認。 <p>② 排出量の算定・報告</p> <ul style="list-style-type: none"> 企業は自らの排出量について、登録確認機関による確認を受けた上で、毎年度国に報告。 <p>③ 排出枠の保有</p> <ul style="list-style-type: none"> 確認を受けた毎年度の排出実績と同量の排出枠を翌年度の1月31日に保有することを義務づけ。 <p>④ 不履行時の扱い</p> <ul style="list-style-type: none"> 保有義務の未履行分×上限価格の1.1倍の支払いを求める。 |
| ④ 価格安定化措置 | |
| <ul style="list-style-type: none"> 政府は、排出枠の上下限価格を設定。 （排出枠価格の高騰等により義務履行に支障が生じる状況として大臣が告示した場合）排出枠が不足する事業者については、上限価格×不足分の支払いによって、義務を履行したものとみなす。 一定期間以上、市場価格が下限を下回って低迷する場合には、GX推進機構を通じてリバースオークションを行い、排出枠の流通量を調整するとともに、割当基準の強化を検討。 | |
| ⑤ 排出枠取引市場 | |
| <ul style="list-style-type: none"> 排出枠取引市場の公正かつ安定的な運営を担保するため、GX推進機構が市場を設置・運営することとする。 制度対象者に加え、①カーボンプレジットについて一定の取引経験を有する取引業者や、②制度対象者からの依頼に基づいて取引を行う取引業者の市場参加を認める。 | |

出所：経済産業省産業構造審議会イノベーション・環境分科会排出量取引制度小委員会「脱炭素成長型投資事業者排出枠の割当ての実施に関する指針に関する意見」別添「中間整理～排出枠の割当ての実施指針等に関する事項～」8頁

https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/sangyo_gijutsu/emissions_trading/20251219_report.html

排出枠取引市場の設計

- 排出枠取引市場は、GX推進法において**GX推進機構が設置・運営することとされており、2027年度秋頃に開設予定**。
- 排出枠の価格は企業が脱炭素投資の判断を行う際の重要な情報であるとともに、リバースオークション等の制度的措置のトリガーともなるため、市場における公正な価格公示機能が極めて重要。
- 円滑な取引環境の整備に向け、市場の設置・運営者となるGX推進機構とも連携しながら、**市場参加者の要件、取引の手続の詳細、公正な取引を確保するための措置、その他取引の流動性の確保のために必要な措置等**について検討を行う。



出所：前掲「中間整理～排出枠の割当ての実施指針等に関する事項～」110頁

【参考】排出枠の取引に関する規律の在り方

- ・市場の設置・運営にあたって、公正な取引を実現する観点から、取引規律の在り方について検討が必要。

「GX実現に向けた排出量取引制度の検討に資する法的課題研究会」報告書案の概要（抜粋）

3. 不正取引への対応の在り方

- ・ **相場操縦等の禁止**
市場で公正な炭素価格を形成するとの目的に照らせば、相場操縦に関する規制を適用することは必須の前提条件であり、市場取引を設けることと不正取引を禁止することは一体のものであることからすれば、相場操縦行為の禁止は設けられるべきと考えられる。
- ・ **インサイダー取引規制**
排出枠については、株式等と同じ意味での発行者が存在しないこと等からすれば、規制にそぐわないとの考え方が一方で、未公表の重要事実は存在し、EUでは、排出枠に関するものを含めインサイダー取引規制が導入されていること等から我が国の排出量取引制度についてもインサイダー取引規制を設けなければ国際的に見劣りがするのではないかとの懸念を指摘する声もあった。
- ・ **規定の形式の在り方**
電力の取引については法令ではなく取引所の業務規程等上でインサイダー取引規制が行われているところ、貯蔵が性質上困難であり、需給に関する情報が価格に与える影響が大きい電力ですら、法令上にインサイダー取引規制が定められていないことを踏まえれば、排出枠の取引についても、取引所の業務規程等で規定することでも足りるとも考えられる。

111

出所：前掲「中間整理～排出枠の割当ての実実施指針等に関する事項～」111頁

●大塚直「改正 GX 推進法における排出量取引制度の概要と評価」Law & Technology108号（2025年）1-10頁。

・「排出枠は、それを保有する者の中で取引の対象とすることができる（改正法38条1項）。もっとも、投機的取引の対象とされてはならないとの規定がおかれている（同条2項）。2000年代にも主張されていたマネーゲーム批判の趣旨が定められているといえよう。」

・（価格安定化措置について）「本制度では、政府は、排出枠の上限・下限価格を明示し、技術開発、脱炭素化を進めるための（より）確実なインセンティブを与えることとした。価格帯をあらかじめ示すことにより、取引価格の予見可能性を高め、市場での信頼性を高め、脱炭素投資を促進する趣旨である。すなわち、上限価格は、（事業者および国民経済への）過度な負担を回避し、価格シグナルを形成する目的で、下限価格は、投資・行動変容の促進を図る目的で設定される。上限価格は、排出枠が不足した場合に、あらかじめ定める価格の支払いで義務履行を可能とする措置により、下限価格は、リバースオークションの実施により、確保される。」

・（価格安定化措置について）「この措置により、市場での価格発見機能が阻害される可能性もないわけではないことに鑑みると、上限価格と下限価格の間の幅はある程度広くする必要があると考えられる。本改正においても、「参考上限価格」、「調整基準取引価格」などとして、表現上、価格を限定する趣旨を薄めているといえよう。」

・「排出枠取引市場の公正かつ安定的な運営を担保するため、「機構」が市場を開設する。排出枠取引市場の設置・運営については「機構」の業務として整理されている（改正法111条1項6号）。排出枠は法制度のために政府が発行する特殊な財であり、その価格は企業が脱炭素投資の判断をする際の重要な情報であるし、（価格安定化のための）リバースオークション等の制度措置のトリガーともなることから、市場における公正な価格公示機能は極めて重要であると考えられるためである。」

・(取引参加者やデリバティブ取引について)「当面取引に関して限定を加えるのは、取引の活性化と取引秩序の維持の両立を図るためである。この点に関して、EU-ETSでは、制度開始当初から幅広い主体による取引を許容し、先物取引も導入されたが、K-ETSでは、制度開始当初は義務対象者のみが市場に参加できることとし、取引の流動性の低迷を経験後、市場参加者の拡大などの改革を実施し、徐々に取引量を増大させてきた。内閣官房では、制度開始後、市場における余剰の増加による価格低迷が起きた場合には、取引参加者の拡大やデリバティブの導入による価格安定化も検討するとしている。」

・(空売り禁止や相場操縦等について)「「機構」が東京証券取引所に業務委託する中で取引上の規律として定めていくことになるであろう。「機構」が従うべき排出枠取引機会提供実施基準(改正法114条)で定められる可能性もあるう。」

・(課題の一つとして)「GHG削減についての費用効果性の追求は、ETSの最も重要な意義の一つであるが、本制度においてはその点に関する配慮は乏しいように思われる。また、ETSの流動性確保や費用効果性に向けた取り組みを徐々に進めていくため、仲介者の取引参加やオークションの拡大が必要となると考えられる。」

・(課題の一つとして)「本制度によりCO2の総量削減が真に実現されるかという問題がある。実施指針による割当の決定にあたっては(制度対象者の)総量目標(さらには2030年、2035年、2040年、2050年についての国の目標)との関連が重要になるはずであるが、その点が必ずしも明確でない。濫訴回避の目的で割当計画を法律上明示しないこともこの点に関連する。」

4 金融商品取引法と排出枠

●金融商品取引法

・金商法上の「有価証券」(2条1項・2項)、および、金商法上の「デリバティブ取引」(同20項)の原資産・参照指標としての「金融商品」(同24項)「金融指標」(同25項。なお天候デリバティブ取引に対応するために同項2号に「気象庁その他の者が発表する気象の観測の成果に係る数値」)。

→排出枠は対象となっておらず、EUとは異なる。

・金融商品取引法上の「第一種金融商品取引業又は投資運用業を行う者の業務の範囲」(35条)における届出業務(同条2項・3項)の一つとして、「国際協力排出削減量(地球温暖化対策の推進に関する法律(平成十年法律第十七号)第二条第八項に規定する国際協力排出削減量その他これに類似するものをいう。次号において同じ。)の取得若しくは譲渡に関する契約の締結又はその媒介、取次ぎ若しくは代理を行う業務」(金融商品取引法35条2項7号・金融商品取引業等に関する内閣府令68条16号)。

この点に関するQ&Aについて以下参照(問2は省略)。

→排出枠(脱炭素成長型投資事業者排出枠)の取り扱いは。

令和4年12月26日(策定)
令和6年6月26日(改訂)
金 融 庁

カーボン・クレジットの取扱いに関するQ&A¹

(問1)

金融機関等(業務範囲規制に服するものに限る。)がカーボン・クレジットの売買又はその媒介等を業務として実施する場合には、業務範囲規制に抵触しないか整理する必要があり、法令(外国の法令、米国州法を含む。)に基づくクレジットについては、「その他これに類似するもの」(銀行法第10条第2項第14号、金融商品取引業等に関する内閣府令第68条第16号、保険業法第98条第1項第8号等)に該当²し、取扱可能と認識していますが、政府主導のカーボン・クレジット、例えば、J-クレジット、JCMクレジットやGXリーグにおける超過削減枠は、「その他これに類似するもの」に該当し、取扱可能でしょうか。

(答)

「その他これに類似するもの」に該当するか否かについては、審査・承認手続の厳格性、帰属の明確性等の観点から、個別具体的に判断される必要がありますが、J-クレジット、JCMクレジットやGXリーグにおける超過削減枠は、これに該当すると考えられます。

出所：<https://www.fsa.go.jp/news/r4/sonota/20221226.html>

●経済産業省・環境省GX実現に向けた排出量取引制度の検討に資する法的課題研究会「報告書」
(2024年12月18日)

経済産業省：https://www.meti.go.jp/shingikai/energy_environment/gx_implementation/index.html

https://www.meti.go.jp/policy/energy_environment/global_warming/GX-league/gx-league.html

環境省：https://www.env.go.jp/earth/ondanka/page_01417.html

(なお、森・濱田松本法律事務所「グリーン・トランスフォーメーションリーグ運営事業費(排出量取

引制度等の法的論点調査事業) 調査報告書」(2024年3月22日)

https://www.meti.go.jp/policy/energy_environment/global_warming/GX-league/gx-league.html

→憲法上の論点、行政法上の論点、民法上の論点、排出枠の市場取引に係る法的在り方に関する論点、会計上の論点について検討。

→排出枠の市場取引に係る法的在り方については、総論として、「排出枠の市場取引に係る規制は、公正な排出枠価格の形成を可能とする市場機能を十分に発揮させるためのものである必要がある、一方で市場機能の発揮のため過度な規制を行うことが適当でない面もあれば、他方で、実需とかけ離れた価格での取引が過剰になされることが公正な価格形成を阻害し得る不公正な取引がなされることを防止するために適切な規制が必要となる面もあるといえる」などとした上で、①取引業者・仲介業者への規律の在り方（業者（プロ）による現物取引市場の場合と一般投資家も参加するデリバティブ取引市場の場合）、②排出枠取引所への規律の在り方（公正な炭素価格の形成に資する一定の自主規制等を課すという観点から運営者に認可等を求めることや公正な価格形成を促すという観点から取引所集中義務を課すこと）、③不公正取引への対応の在り方（「市場取引を設けることと不公正取引を禁止することは一体のものである」ことなどから相場操縦行為の禁止。インサイダー取引規制に関しては以下参照）について検討。①②③の概要は以下のとおり。

→インサイダー取引規制に関しては、公表されれば対象商品の価格に重大な影響を与える未公表重要情報の保有者の取引に対して規制（公表前取引の禁止や重要情報の公表）をかけることの必要性（規制目的の正当性）・相当性（規制手段の妥当性）の有無。排出枠取引市場の状況と排出枠の価格変動要因の類型化の可否等。罪刑法定主義とそれ以外の制裁・抑止手段。さらに検討。

排出枠の市場取引に係る法的在り方に関する論点についての概要

1. 取引業者・仲介業者への規律の在り方

現物取引を行う市場を想定すると、当該市場に参加するのは、対象事業者が中心であり、取引の流動性を高める観点から、金融機関等、業者（プロ）による取引市場になるものと考えられる。現物取引を行う市場をこのように業者（プロ）による取引市場として想定する場合、市場参加者の保護の必要性は相対的に低いといえるため、取引業者や仲介業者に対する業規制（参入規制、行為規制）までは必要ないと考えられることも可能。この場合、当該市場への参加資格については、取引所規程等において規定すれば足りる。

2. 排出枠取引所への規律の在り方

公正な炭素価格の形成に資する一定の自主規制等を課すため、開設に際して排出量取引所の運営者に認可等を求めることが、現物取引・デリバティブ取引を問わず、いずれにせよ必要。また、現物取引については実需に基づく公正な価格形成を促す観点からは、取引注文ができるだけ一か所に集まるように取引所集中義務を課すべきであると考えられる。

3. 不公正取引への対応の在り方

- **相場操縦等の禁止**
市場で公正な炭素価格を形成するとの目的に照らせば、相場操縦に関する規制を適用することは必須の前提条件であり、市場取引を設けることと不公正取引を禁止することは一体のものであることからすれば、相場操縦行為の禁止は設けられるべきと考えられる。
- **インサイダー取引規制**
排出枠については、株式等と同じ意味での発行者が存在しないこと等からすれば、規制にそぐわないの考え方がある一方で、未公表の重要事実は存在し、EUでは、排出枠に関するものを含めインサイダー取引規制が導入されていること等から我が国の排出量取引制度についてもインサイダー取引規制を設けなければ国際的に見劣りがするのではないかと懸念を指摘する声もあった。
- **規定の形式の在り方**
電力の取引については法令ではなく取引所の業務規程等上でインサイダー取引規制が行われているところ、貯蔵が性質上困難であり、需給に関する情報が価格に与える影響が大きい電力ですら、法令上にインサイダー取引規制が定められていないことを踏まえれば、排出枠の取引についても、取引所の業務規程等で規定することでも足りるとも考えられる。

20

出所：経済産業省・環境省GX実現に向けた排出量取引制度の検討に資する法的課題研究会第6回（2024年12月4

日) 資料5「GX実現に資する排出量取引制度の法的課題とその考え方についての報告書(案)の概要」20頁。

https://www.meti.go.jp/shingikai/energy_environment/gx_implementation/006.html

https://www.env.go.jp/earth/ondanka/page_00011.html

(インサイダー取引規制に関して)

「インサイダー取引規制について、排出枠は、株式等と同じ意味での発行者が存在しないこと、インサイダー取引規制を課す場合は合わせて情報開示制度の整備が必要であるが広く対象事業者に対して開示義務を課すことが現実的とはいえないこと、排出枠に関する未公表の重要事実として想定される事実が、金商法上は原則的に未公表の重要事実とされない排出枠の需給又は政府規制の変更に關する事実であること等からすれば、規制にそぐわないとの考え方がある。また、有価証券関連以外のデリバティブ取引については金商法上もインサイダー取引規制の対象外となっていることからすれば、排出枠のデリバティブ取引についてもインサイダー取引規制を定める必要はないとの考え方もあり得る。

一方で、情報開示制度の有無にかかわらず未公表の重要事実は存在し、むしろ現在の金商法上のインサイダー取引規制の範囲の方が十分ではないとも考えられる。また、EUでは、排出枠に関するものを含めインサイダー取引規制が導入されていることや、相場操縦規制とインサイダー取引規制が一体のものとして捉えられていることからすれば、我が国の排出量取引制度についてもインサイダー取引規制を設けなければ国際的に見劣りがするのではないかの懸念がある⁴⁸。以上の根拠から、排出枠の現物取引及びデリバティブ取引についてはインサイダー取引規制の適用対象とすべきとも考えられる。

他方、排出枠のインサイダー取引規制について定めようとする、重要事実として定められるべき事項が金商法と異なる考慮によって定められ、一定程度曖昧な規定とならざるを得ないと考えられるところ、諸外国におけるバスケット条項と同様の規定を置くことは罪刑法定主義の観点で問題となることに加え、一定の明確化が図られたとしても対象事業者等の情報管理上の負荷が大きい(特に、金融機関でない対象事業者、商社等においては、同様の情報管理体制が整備されておらず、対応が困難になることが懸念される。)ことから、インサイダー取引規制の導入は困難ではないかとも考えられる。また、この点、電力の取引については法令ではなく取引所の業務規程等上でインサイダー取引規制が行われているところ、貯蔵が性質上困難であり、需給に関する情報が価格に与える影響が大きい電力ですら、法令上はインサイダー取引規制が定められていないことを踏まえれば、排出枠の取引についても、少なくとも法令上の手当ては行わず、重要事実の定義を電力の場合のように明確化できた場合にのみ、取引所の業務規程等でインサイダー取引規制を定めることで足りるとの意見も見られた。」

脚注

「48 他方、EUにおいては取引所に関する規律について、制度導入当初はデリバティブ取引市場に対してのみ導入されていたものの、詐欺の横行により現物取引にも規制が導入されたとの背景があるため、このような経緯、立法事実の有無も制度設計に際しては考慮すべきとの指摘もなされた。」

出所：同報告書 39・40 頁

*電力取引における不正取引については、公正取引委員会・経済産業省「適正な電力取引についての指針」(令和7年1月31日)第二部II2(3)「卸電力市場の透明性」イ「公正かつ有効な競争の観点から問題となる行為」①「インサイダー取引」②「インサイダー取引の公表を行わないこと」③「相場操縦」、日本卸電力取引所取引規程10条(禁止行為。インサイダー取引や相場操縦を含む)、東京商品取引所業務規程92条(インサイダー取引の禁止)など。

●金融庁カーボン・クレジット取引に関する金融インフラのあり方等に係る検討会「報告書」（2025年6月20日） https://www.fsa.go.jp/singi/carbon_credit/siryuu/20250620/20250620.html

→キャップ&トレード型の排出量取引制度を主たる検討対象にしたものではない。

→カーボン・クレジットについても今後検討。なお、個々のクレジットの商品性として、その個性にも関心があるところ（例えばある大学の学生が地域と協働して創出したクレジットを当該大学がオフセットに使うなど、同じ1トンのクレジットでも創出に至るストーリーが大切な場合がある）。

「本報告書は、黎明期にあるカーボン・クレジット取引の現状・事例を紹介し、カーボン・クレジットの取引面・インフラ面での透明性・健全性（Financial Integrity）の観点から論点整理を行うことで、カーボン・クレジット取引に対する市場関係者の理解を深め、その取引市場の健全な発展に資することを企図したものである。なお、本報告書は、個々のクレジットの商品性及び環境面での健全性（Environmental Integrity）のあり方自体を規定するものではない。また、本報告書は、所管庁において整備が進められている2026年度から本格稼働が予定されている排出量取引制度に係る議論に立ち入るものではない。」

「本報告書の検討対象である「ベースライン&クレジット」に基づく「カーボン・クレジット」又は「クレジット」との対比・関連において、「キャップ&トレード」に基づく「排出量取引制度」についても言及する。

以上のとおり、「ベースライン&クレジット」及び「キャップ&トレード」は概念的に区別されるが、後述のように、前者のクレジットを後者の制度の中で利用可能とする場合には、両者は需給等の面で密接に関連することになる。」

出所：同報告書1-3頁

●金融庁金融審議会暗号資産制度に関するワーキング・グループ「報告」（2025年12月10日）

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20251210.html

→金商法上の規制対象となる投資商品として、金商法に定められた有価証券・デリバティブ取引とそれ以外の投資商品（例えば本WG報告の考え方として暗号資産）。投資性がある商品をすべて金商法の規制対象とする必要はなく、金商法目的の観点から金商法規制を及ぼすべき必要性和相当性を踏まえて判断。

→排出枠について「投資目的での取引の実態や投資者被害の発生状況、金商法以外での産業・資源政策等との関係等を総合勘案」してみるとどうか。

「金商法は投資性の強い金融商品を幅広く対象とする横断的な投資者保護法制の構築を理念としているところ、暗号資産取引の多くが価格変動によるリターンを期待した取引であることは、金商法制定時に議論されていた、金商法の規制対象とすべき投資性の考え方2728とも整合的と考えられる。こうした金商法の規制枠組みを活用し、暗号資産を巡る喫緊の課題に対応することが適当と考えられる。

なお、暗号資産の他にも金やトレーディングカード等の投資性があり得る商品もあるものの、投資性があるものを全て金商法の規制対象とする必要はない29。規制の適用には様々なコストがかかるが、当該コストを上回る便益が生じる場合に限り規制が正当化されるものであり、金商法の目的である「国民経済の健全な発展及び投資者の保護」の観点から規制を及ぼすべき必要性和相当性を踏まえて政策的に考えるべきである。

そうした観点から、暗号資産については、投資目的での取引の実態や投資者被害の発生状況、金商法以外での産業・資源政策等との関係等を総合勘案すると、政策的に金商法の規制を及ぼす必要性・相当性において、金やトレーディングカード等とは異なる面があるものと考えられる30。」

「金商法上の有価証券は、配当や利息といった形で収益分配等を受ける法的な「権利」を表章するものが対象となっており、この点、暗号資産は一般に何らかの法的な権利を表章するものではなく、また、収益の配当や残余財産の分配等が行われないなど、その性質は金商法上の有価証券とは異なるため、有価証券とは別の規制対象として金商法に位置付けることが適当である。」

脚注

「27 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」(2005年7月7日)抜粋

・投資サービス法においては、(略)可能な限り幅広い金融商品を対象とすべき。
・投資サービス法の対象となる金融商品(以下「投資商品」)について、例えば、①金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、②資産や指標などに関連して、③より高いリターン(経済的効用)を期待してリスクをとるものといった基準の設定を試みつつ、投資商品の具体的な定義については、投資者保護の観点から適当と考えられる商品について、(略)可能な限り大きな括りで列挙するとともに、金融環境の実情や変化を踏まえて行政の判断できめ細かい適用除外や商品指定ができるようにすることが適当であると考えられる。

・投資サービス法が金融商品の販売や資産の運用に関する一般法としての性格を有するものと位置付けつつ、(略)可能な限り同種の性格を有する法律についてはこれに統合することが適当である。

28 投資サービス法(仮称)に向けて金融審議会金融分科会第一部会報告(2005年12月22日)抜粋

・投資サービス法は、現在の縦割り業法を見直し、幅広い金融商品を対象とした法制を目指すことが必要である。投資サービス法を金融商品の販売や資産の運用に関する一般的な性格を有するものと位置付け、同じ経済的機能を有する金融商品にはその行為規制を業態を問わず適用することが適当である。

・「中間整理」で示された上記①～③の基準は、いわゆる「投資性」の有無の判断基準として、投資サービス法の規制対象となる投資商品の範囲についての具体的な検討にあたって基礎となるべきものと考えられる。その際、上記③における「リスク」と「リターン」の意義については様々な整理があり得るが、「リスク」の意義については、(略)市場リスク(略)信用リスク(略)のいずれかのリスクがあることを中心に整理することが考えられる。また、「リターン」の意義については、(略)利用者の投資商品への典型的な期待が「金銭的收益(プラスのキャッシュフロー)」であると考えられることなどを勘案すると、「金銭的收益」への期待を中心として整理することが考えられる。

29 金商法の規制対象を検討するに当たっては、例えば、①いわゆる金融商品であること、②投資性が強いこと、③金商法規制を適用する必要性(法目的への適合性)と相当性(費用便益を含めた金商法規制手段適合性)といった基準が考えられ、金やトレーディングカードについてはそもそも①を満たさないのではないかの意見があった。

30 金の現物やトレーディングカードについては、実物用途等でも利用されており、また、投資被害が多発している状況ではないこと等を踏まえれば、現時点において金商法で規制する必要性・相当性は低いと考えられる。」

出所：同報告書7・8頁

5 本報告のまとめと今後の課題

以上

金融商品取引法研究会名簿

(令和8年2月27日現在)

| | | | | | | |
|--------|---|---|---|---|---|-----------------------|
| 会 | 長 | 神 | 作 | 裕 | 之 | 学習院大学法学部教授 |
| 委 | 員 | 飯 | 田 | 秀 | 総 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | | 大 | 崎 | 貞 | 和 | 野村総合研究所未来創発センター主席研究員 |
| 〃 | | 尾 | 崎 | 悠 | 一 | 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | | 加 | 藤 | 貴 | 仁 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | | 河 | 村 | 賢 | 治 | 立教大学法学部教授 |
| 〃 | | 小 | 出 | | 篤 | 早稲田大学法学部教授 |
| 〃 | | 後 | 藤 | | 元 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | | 齊 | 藤 | 真 | 紀 | 京都大学法学研究科教授 |
| 〃 | | 武 | 井 | 一 | 浩 | 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士 |
| 〃 | | 中 | 東 | 正 | 文 | 名古屋大学大学院法学研究科教授 |
| 〃 | | 松 | 井 | 智 | 予 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 〃 | | 松 | 井 | 秀 | 征 | 立教大学法学部教授 |
| 〃 | | 松 | 尾 | 健 | 一 | 京都大学法学研究科教授 |
| 〃 | | 松 | 元 | 暢 | 子 | 慶應義塾大学法学部教授 |
| 〃 | | 萬 | 澤 | 陽 | 子 | 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授 |
| 〃 | | 宮 | 下 | | 央 | TMI 総合法律事務所弁護士 |
| 〃 | | 行 | 岡 | 睦 | 彦 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| オブザーバー | | 三 | 井 | 秀 | 範 | 預金保険機構理事長 |
| 〃 | | 齊 | 藤 | 将 | 彦 | 金融庁企画市場局市場課長 |
| 〃 | | 坂 | 本 | 岳 | 士 | 野村証券法務部長 |
| 〃 | | 大 | 門 | | 健 | 大和証券グループ本社経営企画部法務課長 |
| 〃 | | 横 | 田 | 明 | 彦 | SMB C日興証券法務部長 |
| 〃 | | 安 | 藤 | 崇 | 明 | みずほ証券法務部長 |
| 〃 | | 窪 | | 久 | 子 | 三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長 |
| 〃 | | 松 | 本 | 昌 | 男 | 日本証券業協会常務執行役自主規制本部長 |
| 〃 | | 森 | 本 | 健 | 一 | 日本証券業協会政策本部共同本部長 |
| 〃 | | 坪 | 倉 | 明 | 生 | 日本証券業協会自主規制企画部長 |
| 〃 | | 塚 | 崎 | 由 | 寛 | 日本取引所グループ総務部法務グループ課長 |
| 研 究 所 | | 森 | 本 | | 学 | 日本証券経済研究所理事長 |
| 〃 | | 高 | 木 | | 隆 | 日本証券経済研究所常務理事 |
| 〃 (幹事) | | 高 | | 逸 | 薫 | 日本証券経済研究所研究員 |
| 〃 (幹事) | | 永 | 田 | 裕 | 貴 | 日本証券業協会規律本部規律審査部課長 |

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向 —投資商品、証券業務の範囲を中心として—」 報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題 —実効性確保の観点を中心に—」 報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について —組合型ファンドを中心に—」 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任
 —「新規な説明義務」を中心として—」 2014年9月
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」 2015年5月
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」 2015年10月
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016年5月
 報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016年7月
 報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016年9月
 報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

- 第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける
価格決定請求と公正な対価」 2016年11月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017年1月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 60 号「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」 2017年3月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 61 号「米国における投資助言業者（investment adviser）
の負う信認義務」 2017年5月
報告者 萬澤陽子 専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
- 第 62 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2018年2月
報告者 小森卓郎 金融庁総務企画局市場課長
- 第 63 号「監査報告書の見直し」 2018年3月
報告者 弥永真生 筑波大学ビジネスサイエンス系
ビジネス科学研究科教授
- 第 64 号「フェア・ディスクロージャー・ルールについて」 2018年6月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センターフェロー
- 第 65 号「外国為替証拠金取引のレバレッジ規制」 2018年8月
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科准教授
- 第 66 号「一般的不公正取引規制に関する一考察」 2018年12月
報告者 松井秀征 立教大学法学部教授
- 第 67 号「仮想通貨・ICOに関する法規制・自主規制」 2019年3月
報告者 河村賢治 立教大学大学院法務研究科教授
- 第 68 号「投資信託・投資法人関連法制に関する問題意識について」 2019年5月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
客員教授・弁護士
- 第 69 号「「政策保有株式」に関する開示規制の再構築について」 2019年7月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 70 号「複数議決権株式を用いた株主構造のコントロール」 2019年11月
報告者 松井智予 上智大学大学院法学研究科教授
- 第 71 号「会社法・証券法における分散台帳の利用
—デラウェア州会社法改正などを参考として」 2020年2月
報告者 小出 篤 学習院大学法学部教授
- 第 72 号「スチュワードシップコードの目的とその多様性」 2020年5月
報告者 後藤 元 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 73 号「インデックスファンドとコーポレートガバナンス」 2020 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第 74 号「株対価 M&A/株式交付制度について」 2020 年 8 月
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第 75 号「取締役の報酬に関する会社法の見直し」 2021 年 2 月
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 76 号「投資助言葉に係る規制—ドイツ法との比較を中心として—」 2021 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 77 号「インサイダー取引規制について」 2021 年 8 月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 78 号「敵対的買収防衛策の新局面」 2021 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 79 号「事前警告型買収防衛策の許容性
—近時の裁判例の提起する問題—」 2021 年 12 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 80 号「金商法の改正案を含む最近の市場行政の動きについて」 2023 年 11 月
報告者 齊藤将彦 金融庁企画市場局市場課長
- 第 81 号「TOB・大量保有報告制度の見直しについて」 2023 年 11 月
報告者 大崎貞和 野村総合研究所未来創発センター主席研究員
- 第 82 号「公開買付けにおける意見表明は必要か？」 2023 年 12 月
報告者 宮下 央 TMI 総合法律事務所弁護士
- 第 83 号「日本証券業協会の社債市場活性化に向けた
制度整備に関する取組み」 2024 年 3 月
報告者 松本昌男 日本証券業協会常務執行役・自主規制本部長
- 第 84 号「資産運用業規制—業務委託に係る規制の見直し—」 2024 年 5 月
報告者 神作裕之 学習院大学法学部教授
- 第 85 号「ドイツにおける公開買付規制のエンフォースメント」 2024 年 6 月
報告者 齊藤真紀 京都大学法学研究科教授
- 第 86 号「米国私募規制の改正と私募市場の現状」 2024 年 7 月
報告者 松尾健一 大阪大学大学院高等司法研究科教授
- 第 87 号「経済成長戦略と上場会社法制」 2024 年 8 月
報告者 武井一浩 西村あさひ法律事務所パートナー弁護士
- 第 88 号「サステナビリティ関連訴訟の近時の動向」 2024 年 12 月
報告者 松井智予 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 89 号「いわゆるソフトダラーの規制について 2025 年 2 月
ーリサーチ・アンバンドリングを巡る米英の近時の議論状況」
報告者 行岡睦彦 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 90 号「株式分割と資本市場 2025 年 2 月
ーなぜ株式分割はインサイダー取引規制における重要事実なのかー」
報告者 飯田秀総 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 91 号「財務報告に係る内部統制基準・実施基準の改訂と今後の課題」2025 年 11 月
報告者 小出 篤 早稲田大学法学部教授
- 第 92 号「米国における開示情報の信頼性確保のための制度 2025 年 12 月
ー内部統制に関する制度のSECによる最近のエンフォースメントー」
報告者 萬澤陽子 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授
- 第 93 号「役員報酬規制についての近時の動向」 2025 年 12 月
報告者 尾崎悠一 東京都立大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 94 号「上場政策としての支配(的)な株主の規制の意義と課題」2025 年 12 月
報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科教授

当研究所の出版物の購入を希望される方は、一般書店までお申し込み下さい。
金融商品取引法研究会研究記録については研究所のホームページ <https://www.jsri.or.jp/>
にて全文をご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第95号

炭素市場と金融商品取引法

－EU 排出量取引制度(EU ETS)における市場阻害行為規制と
改正 GX 推進法に基づく排出量取引制度に焦点を置いて－

令和8年5月22日

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）

編者 金融商品取引法研究会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋 2-11-2
〒103-0027
電話 03 (6225) 2326 代表
URL: <https://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-714-0 C3032 ¥500E

定価 550 円（本体 500 円 + 税 10%）