

# 第三回 市場關係

## 一、店頭デリバティブ規制

それでは、第三回の連続セミナーを始めたいと思えます。

本日は、市場関係の金融規制改革の動きについてお話しいたします。

一番目が「店頭デリバティブ規制」でありまして、三ページをご覧くださいと思います。

### (背景及び狙い)

「背景及び狙い」は、リーマン・ショックのときに、CDS等店頭デリバティブ市場においてカウンターパーティー・リスクの高まりにより、急速な金融危機の伝播が見られたという経験がありました。これを踏まえて、店頭デリバティブ取引に対して清算機関の利用や取引情報の蓄積等を促

すことにより、市場の頑健性、透明性を高めようというのが規制改革の狙いがあります。

### (国際的な検討(総論))

「国際的な検討」の総論的なものとしましては、G20ピッツバーグ・サミットの中に「店頭デリバティブ市場の改善」という項目がありまして、遅くとも二〇一二年末までに標準化された全てのデリバティブ契約は、まず電子取引基盤を通じて取引されなければいけない。二番目に、中央清算機関、いわゆる清算機関を通じて決済されるべきである。三番目に、取引情報蓄積機関に報告されるべきである。この三つの点が決められました。

さらに追加で、二〇一一年のG20カンヌ・サミットで、中央清算されない店頭デリバティブ取引、すなわち清算機関が使われないものについては、証拠金規制を導入するということが決められ

## II. 市場関係

### 1. 店頭デリバティブ規制

#### 背景及び狙い

- リーマン・ショック時に、CDS等店頭デリバティブ市場においてカウンターパーティー・リスクの高まりにより急速な金融危機の伝播が見られた。
- 店頭デリバティブ取引に対して清算機関の利用や取引情報の蓄積等を促すことにより、市場の頑健性・透明性を高める。

#### 国際的な検討(総論)

- G20ピッツバーグ・サミット [2009年9月]  
店頭デリバティブ市場の改善 (首脳声明)  
「遅くとも2012年末までに、標準化されたすべての店頭 (OTC) デリバティブ契約は、  
①適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、  
②中央清算機関を通じて決済されるべきである。  
店頭デリバティブ契約は、  
③取引情報蓄積機関に報告されるべきである。」
- G20カンヌ・サミット [2011年11月]  
④中央清算されない店頭デリバティブ取引に関する証拠金規制の導入に合意

ました。

店頭デリバティブ規制というのは、最近の金融規制改革の中でも、ある意味では影響が一番大きい規制でありまして、問題も多いということだと思います。これは業者規制ではなくて市場規制で、とにかく市場を捉えて、それについては今申しました四つの規制をかけてしまうということ、投網をかけるような非常に包括的な規制です。特に金利スワップなどは、クロスボーダーの取引が多いわけです。そうしますと、各国規制間の重複や抵触が非常に発生しやすい。そういう非常に難しい規制だということが言えます。

ただ、欧米では、リーマン・ショック後、店頭デリバティブ取引というのは非常に目のかたきにされているようなところがありまして、アメリカのドッド・フランク法でも改革の最大の対象とも言われております。ヨーロッパでは、特に国債の

国際的な検討(各論)

- CPSS/IOSCO「金融市場インフラのための原則（FMI原則）」 [2012年4月]  
中央清算機関（CCP）、取引情報蓄積機関（TR）などの市場インフラ機関が備えるべき安全性、健全性、効率性を確保するための国際基準を定めたもの。（特にCCPにおける信用リスク、流動性リスクの管理に関する基準が重要）
- BCBS/IOSCO「中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」 [2013年9月]
  - （対象取引） 中央清算されない全てのデリバティブ取引  
（現物決済型の為替スワップ及びフォワード取引は対象外）
  - （対象主体） 全ての金融機関及びシステム上重要な非金融機関
  - （変動証拠金） 時価変動額（十分高い頻度（例えば日次）で差入れ）
  - （当初証拠金） ・再構築する場合の時価変動をカバー（10日、信頼区間99%）  
・証拠金率は標準的手法<sup>(注)</sup>又は内部モデル（当局の承認が必要）で算出  
（注）概ね、金利（5年超）4%、CDS（5年超）10%の水準
- （実施スケジュール） 変動証拠金：2015年12月実施  
当初証拠金：2015年12月から2019年12月にかけて段階的に実施  
（想定元本3兆ユーロ以上の主体同士から実施）

4

CD Sがどうもいけなかったのではないかと私は思っているのですが、あれでユーロ危機の足を引く張り、共通通貨制度そのものが攻撃されたという面もありまして、野放しにしてはいけなといった受けとめ方が強いのだと思います。

（国際的な検討（各論））

四ページに「国際的な検討」の各論がございませ。まず、B I Sの決済などをやっているC P SとI O S C Oが共通で出しました「金融市場インフラのための原則」という「F M I原則」と言われているものがあります。これは、中央清算機関（C C P）や取引情報蓄積機関の要件などの国際的な基準を定めております。特にC C Pについての基準が重要だと思えます。

もう一つが、昨年九月にまとめられましたバーゼル委員会とI O S C Oの共同の「中央清算され

ないデリバティブ取引に係る「証拠金規制」でござ  
います。これは、先ほど追加で決められたと申し  
ましたG20カンヌ・サミットの証拠金規制を受け  
て、そこから依頼を受けて基準を策定したもの  
で、バーゼル規制の様にそのまま国際基準になる  
ものです。

その中身を見ますと、まず対象取引は、中央清  
算されない全てのデリバティブ取引なのですが、  
日本も気にしていた現物決済型の為替スワップ及  
びフォワード取引は対象外になったことは、日本  
としてはよかったわけです。

対象主体は、全ての金融機関とシステム上重要  
な非金融機関ということで、金融機関だけではな  
い。そういうもの同士の取引が証拠金規制の対象  
になるというものです。

それから、変動証拠金をお互いにちゃんと差し  
入れなければいけないということで、これは現在

も実際の店頭取引でも行われていますので、それ  
ほど大きな影響はないと言われています。

次の当初証拠金が問題でございまして、もとも  
とこんなことは基本的にやっていなかったわけ  
で、その負担や取引を抑制する効果がどうかとい  
うことが議論になっております。確かに取引所取  
引などは当初証拠金が当然あって、それから変動  
証拠金となるので、これがないと店頭取引のほう  
を厳しくするという趣旨に副わないというのはい  
かるのです。しかし、その額が、再構築する場合  
の時価変動をカバー（一〇日）となつていま  
すから、単純に言えば一〇倍積まないといけな  
い。

それで、標準的手法と内部モデルとあるのです  
が、最近、金融機関が自分のモデルで計算する  
ということに対して、前にも申しましたが、非常に

風当たりが強くて、一々当局が承認しないとできないことになっています。一方、標準的手法は、CDSですと一〇%というかなり大きな額の証拠金を積むことが求められています。これには反発が強かったものですから、市中協議した後、最終決定するまでの間に、閾値、一定以下の額の取引には規制をかけないとか、担保に入られた有価証券については一部再担保を容認するという、反発を弱めるような改正が部分的になされましたが、最終的にもかなり厳しい規制になったと言われています。

厳しく感じる理由の一つは、金融機関にとっては、結局、取引相手が大丈夫かということなので、まさに信用リスク管理なわけです。それについては別途、業者規制がありまして、監督も受けますし、バーゼル規制上もカウントされるわけです。店頭デリバティブのカウンターパーティー・

リスクも信用リスク管理の一つなのに、これだけ取り出して必ずこういふふうには証拠金を取らなくてはいけないという規制は、何でこだけこんなに厳しいのかという感じは、金融機関からすれば出てくるわけです。

そういうことですので、実施スケジュールは、変動証拠金は二〇一五年一二月から導入するのに対し、当初証拠金のほうは影響を見ながら段階的に実施することになっています。

#### (諸外国の対応)

五ページ、「諸外国の対応」です。

#### ① 米国

アメリカはドッド・フランク法で店頭デリバティブ規制の導入が定められております。もともとアメリカは、CFTCとSECが先物取引を規制していましたが、店頭デリバティブはそのどち

諸外国の対応

[米] ○ ドッド・フランク法 [2010年7月]

〔参考：米国では従来、店頭デリバティブは、CFTC及びSECによる先物取引規制の対象外とされていた〕

- ①標準化された店頭デリバティブの中央清算機関の利用義務（清算集中）
- ②中央清算されない店頭デリバティブへの証拠金規制
- ③標準化された店頭デリバティブの（取引所又は）電子取引基盤での取引執行義務
- ④店頭デリバティブの取引情報蓄積機関への報告義務
- ⑤一定以上の店頭デリバティブを行う主体は、スワップ・ディーラー（SD）又は主要スワップ参加者（MSD）として当局に登録

○ CFTC、クロスボーダー取引に係る解釈ガイダンス案中協議 [2012年6月]

「米国人と一定額以上の店頭デリバティブ取引（当初、想定元本80億ドル）を行なう外国金融機関はSD又はMSDとして登録しなければならない」

（但し、外国規制が米国規制と同等と認められる場合は、当該外国規制の遵守をもって米国規制を遵守したとみなす代替的コンプライアンス措置あり）

（参考）各国からの批判

○ 米財務長官宛共同レター [2013年4月]

（日本のほか英独仏伊露、欧州委など10ヶ国の蔵相等）

更なる国際協調、広範囲な代替的コンプライアンス（評価には国際原則を活用）、適切な経過措置等を要請

5

らの対象にもなっていないかという状態で、それがよくなかったという一種の反省に立って、こういう厳しい規制の導入が定められたわけです。日本の場合は、一応一九九八年から、証取法上、店頭デリバティブの概念が導入されていました。その中身を見ますと、①から④までは、先ほどの国際的な基準と同じです。⑤が、いわゆる業者規制でありまして、一定以上の店頭デリバティブ取引を行う主体は、スワップ・ディーラーなどとして登録しなければならないという規制がかかっています。これがまたいろんな問題の原因になってくるわけです。

その後、クロスボーダー取引に関してCFTCが解釈ガイダンスの市中協議をしました。その中身を見ますと、米国人と一定額以上の店頭デリバティブ取引をするにはスワップ・ディーラー等として登録しなければならないという内容なのです

- CFTC、クロスボーダー取引に係る解釈ガイダンス、最終決定 [2013年7月]
  - ・日・EU等6ヶ国・地域に対する猶予措置 (12月21日まで)
  - (参考) 店頭デリバティブ主要当局者会合 (ODRG) の報告書 [2013年8月]
  - ・同等性評価 (及び代替的コンプライアンス) は、柔軟なアプローチ、当局間の協議が重要
  - ・外国業者には適切な移行措置が必要
- CFTC、6ヶ国・地域の代替的コンプライアンス認定 (12月20日)
  - ・SD業者規制については、概ね代替的コンプライアンスを認める。  
(取引規制等には一定の例外あり)
  - ・清算機関については、猶予措置を2014年末まで延長
- [EU] ○ 欧州市場インフラ規則 (EMIR) 採択 [2012年7月]
  - 〔技術的基準は、欧州証券市場監督局 (ESMA) が策定 [2013年3月] 〕
  - ・一定の店頭デリバティブについて清算集中  
(金融機関及び大規模なポジションをもつ非金融法人 (エネルギー、航空等) が対象)
  - ・取引情報蓄積機関への報告義務
  - ・清算機関の認可等 (域外清算機関は規制の同等性を前提に認証)
- 金融商品市場規則 (MiFIR) 案公表 [2011年10月]
  - ・一定の店頭デリバティブについて、取引所又は取引プラットフォーム (MTF、OTF) の利用義務
  - (参考) ESMAの本邦清算機関に対する同等性評価及び認証
  - ・ESMAは、欧州委員会に提出 (9月1日) した技術的助言の中で、我が国の清算機関に対する規制・監督水準を同等と評価  
(2013年12月、金融庁は清算・振替機関等向け監督指針を策定)
  - ・JSCCは、ESMAに認証を申請

6

が、これですと世界の大きな金融機関はみんな登録しないといけなくなって、米国の規制がかかってしまう。そうしますと、各国の規制と、まさに抵触・重複するという問題があるわけです。ただし、アメリカも多少は考えていまして、その外国の規制が米国規制と同等と認められる場合は、当該同等と認められる規制を遵守していれば米国の規制を遵守したとみなす所謂「代替的コンプライアンス」という措置が設けられていました。

これに対して各国から厳しい批判が出ました。アメリカの財務長官宛てに一〇カ国の大蔵大臣等の共同レターを出して、さらなる国際協調、広範囲な代替的コンプライアンス等を求めたわけであります。

次に六ページですが、CFTCは、昨年七月にクロスボーダー取引に関する解釈ガイダンスを最終決定しました。ただし、日本やEU等六カ国・

地域に対しては猶予措置をいたしました。これは、代替的コンプライアンスがこれらの六カ国に認められるのかどうかの判断が間に合わなくて、それがはつきりするまで猶予した、延長戦にしたということであります。何で延長戦をしないといけないほど急いで決めたのかというと、オバマ大統領が主要な金融規制改革は二〇一三年中に決着しろと言って、ボルカー・ルールもそうなのですが、これも主要な金融規制改革の一つですから、急いで決めたため、こういうやり方になったわけです。

アメリカが国際的な影響を顧みず、どんどん急いで規制しようとしているという危機感を各国は持ちまして、(参考)にあります店頭デリバティブ主要当局者会合(ODRG)というものをそのためにわざわざつくりました。ここでは日本の河野国際政策統括官が大変活躍したのですが、やは

り同等性評価や代替的コンプライアンスの柔軟なアプローチ、当局間の協議が重要だということを決めております。ODRGは、G20でも認められている機関になっております。

その後、猶予措置の切れる前の日の一月二〇日に六カ国・地域の代替的コンプライアンスが認定されました。問題のスワップ・デライターの規制については、この六カ国・地域に対しておおむね代替的コンプライアンスが認められました。ただ、清算機関については、さらにまた猶予措置がとられ、一年間延長になっております。

先ほど来、クロスボーダー取引が多いから各国間の規制の重複・抵触が生じ易いと言っていますが、これには概ね二つありまして、一つは、よく言う域外適用です。日本で金融機関などが業務をやっているのに、アメリカに関係があるとアメリカの規制がかかってきってしまうというのが域外適

用です。これは他の規制でも時々生じる問題であって、余り域外適用しないようにする、域外用というのはキッチンと規制している国に対しては差し控えるというのが国際的な方向性だと思っております。その表れが代替的コンプライアンスでもあるわけです。

店頭デリバティブについてはもう一つあります、それは日本にいるAさんとアメリカにいるBさんが店頭デリバティブ取引をしたときに、証拠金規制とか清算機関の規制がかかるため、外国の人と取引するときにはどうしても両方の規制がかかってしまうのです。ですから、各国間の規制を調整しておいてもらわないと国際的な取引がうまくできないという問題がありまして、清算機関についてその問題が顕著に現れるのです。つまり、清算機関は日本の業者規制もアメリカの業者規制も両方クリアしていないと、日本人とアメリカ人

の取引を清算できないという問題で、これがほかの組合せの各国間で起こるわけです。その調整が間に合わないので外国の業者には規制を掛けるのを猶予している、こういう状態なわけです。

## ② EU

EUのほうにいきますと、欧州市場インフラ規則というのが二〇一二年七月に採択されています。それを見ますと、一定の店頭デリバティブについては清算集中がかかる。これは金融機関だけではなくて、大規模なポジションを持つ非金融法人、例えばエネルギーや航空会社も対象になるという考え方です。それから、取引情報蓄積機関への報告義務があります。

清算機関の認可ですが、これがまた域外清算機関には同等性を前提に認証制というふうになっておりまして、日本の清算機関は、この同等性を獲

得しないといけないという問題があります。そうでないと、ロンドンとの取引の清算ができないということになるわけです。

ヨーロッパにはもう一つ規則がありまして、金融商品市場規則のほうで、一定の店頭デリバティブについて、取引所または取引プラットフォームの利用が義務づけられています。いわゆる電子取引基盤の利用の義務づけを、欧州ではこのような形で導入しておるといふことです。

(参考) のところに書いてありますが、日本の清算機関、具体的にはJ S C Cの同等性評価については、昨年の九月、おかげさまで同等と認められました。今、認証を申請している状況です。この同等性の獲得も結構大変で、その下に、金融庁は清算機関向けの監督指針をつくったと書いてありますが、今までの日本のやり方は、ほかの金融監督でもよくあるのですが、清算機関に対しても

業務方法書というものを出させて認可するというやり方なのです。

ところが、欧米の規制というのは、当局のほうで、こういうことは決めなくてはいけないとか、こういうことは守らなくてはいけないということやを予め定めていて、それに対して、それは守りまからやらせてくださいと申請してくる。日本の場合は、申請者に、おまえ、どうするつもりか出してみると言ってお出させて、それならいいと認可するので。欧州当局から、そういうやり方はルールではないと言われて、理解を得るのに苦労しましたので、従来、業務方法書で出させていた内容を監督指針としてあらかじめ行政庁のほうで定めることとしたわけです。日本流だと、ちょっと国際的に通用しない面もあり、同等性の評価があると、かなり大変だということでございます。

## 我が国の対応

## ○ 2010年金商法改正

## ①標準化された店頭デリバティブに関する清算集中（2012年11月実施）

対象主体：金融商品取引業者及び登録金融機関（当面、清算機関の清算参加者間のみ）

対象取引：内閣府令で定める取引（当面、iTraxx Japan 50 CDS <国内清算集中>、3ヶ月・6ヶ月円LIBOR円スワップのみ）

## ②取引情報保存・報告制度（2012年11月（蓄積機関への報告は2013年4月から）実施）

対象主体：金融商品取引業者及び登録金融機関（当面、第一種金業者、銀行、農林中金及び信金のみ）

対象取引：すべての店頭デリバティブ

報告頻度：1営業日以内（直接当局に報告する場合は週次）

## ○ 2012年金商法改正

## ③電子取引基盤の利用の義務づけ（2015年9月までに実施予定）

<以下の内容は、概ね「店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会とりまとめ」（2011年12月）による>

対象主体：金融商品取引業者及び登録金融機関（当面、取引量の多い業者間に限定）

対象取引：一定の標準化が実現し、流動性のあるものであり、清算機関の利用可能なもの（当面、円金利スワップのみ）

システム提供者：・マルチ・ディーラー型が基本。（但し、シングル・ディーラー型、電話注文等ハイブリッド型も可）

・第一種金業者として要登録。（海外業者は、参入を容易にするため許可制度）

（図表1参照）

7

## （我が国の対応）

次に、七ページの「我が国の対応」です。

我が国では、標準化された店頭デリバティブに関する清算集中については、二〇一〇年に金商法を改正しまして、二〇一二年一月に実施しています。先ほどご説明したように、遅くとも二〇一二年末までにやるとピッツバーグ・サミットで定めた期限内に実施していきまして、主要国では一番乗りで、我が国は取り掛かりは早いということがあります。

中身を見ますと、対象主体は、金融商品取引業者及び登録金融機関で、要するに、証券会社、銀行等です。ただ、当面は、清算機関の清算参加者間のみということで、これですと、今は二〇少しの範囲内だけになります。日本は規制を段階的に掛けるということで、対象主体も初めは主要な金融機関だけというふうにしてスタートしていま

す。

対象取引も、iTraxx Japan 50 CDSで、これはCDS取引の日経225の様なものですが、それだけで、金利スワップは円LIBORの三カ月、六カ月だけで、かなり狭い範囲でスタートしています。後者については、清算機関がそもそも取り扱っているのは最初はそれしかなかったということもあります。

取引の範囲を狭めておいて、だんだん広げようというアプローチのほかに、対象主体のところを見ますと、銀行と証券会社になっています。欧米の規制対象は、業者規制ではなくて市場規制ということで、金融業者というアプローチはなくて、店頭デリバティブをたくさんやっているところと、いうメルクマールなのです。その辺、実はアプローチにかなりの違いがありまして、我が国としてはこれで問題ないと思っておりますが、場合に

よっては、その辺が将来問題になる可能性はあるかもしれないとは思っております。

二番目の取引情報保存・報告制度ですが、これも一応二〇一二年中に実施しました。ただ、蓄積機関のほうが間に合わなかったものですから、本格実施は昨年の四月からになりました。

対象主体も、現在は証券会社と銀行、信金中金、農林中金ということで、信金以下は入っていませんし、ある程度絞った形でスタートしています。

三番目の電子取引基盤ですが、これは一昨年の法律改正で導入され、二〇一五年九月までに実施予定ですので、まだ詳細は決まっています。ただし、「検討会とりまとめ」によりますと、対象主体は銀行、証券会社なのですが、当面は取引量の多い業者に限定し、対象取引も当面は円金利スワップのみでやろうか、と言っている状態です。

電子取引基盤の定義を見ますと、マルチ・ディーラー型が基本となっていますが、外国では余り入っていないシングル・ディーラー型や電話注文等ハイブリッド型も可能というふうにしようと考えています。

電子取引基盤というのは一体どういう位置づけなのかという点ですが、欧州ではOTFという概念が今度できる予定で、準市場みたいなものという位置づけなのです。我が国の場合はどうなのかと時々聞かれるのですが、我々としては、これを必ずしも市場の延長概念というふうには考えているわけではありません。翻って、何で電子取引基盤を通じた取引を義務づけるのかというと、取引の透明性を確保して当局がモニタリングできるようにするためですから、それに資するデバイスなら何でもいいのではないか。市場というのは、法律上は定義がないのですけれども、取引の出合いが

つきやすくなるなどの機能を持ったものだと思います。その意味で、特段出合いがつきやすいという機能はなくても、透明性を確保しモニタリングできるものであればいいのではないかと考える方に、我々としては今のところ立っているわけです。

どうも欧米は店頭デリバティブを目のかたきにして、やや取引所集中みたいな感じもあります。店頭で取引するのを野放しにすることなく、取引所や取引所類似の施設で必ずやらなければいけないという志向があるのですが、そこまでやらなければいけないのかという感じは我々としては持っているということでございます。

現在の国際的な状況ですが、八ページの図表1「各国の店頭デリバティブ規制の進展状況」を見ていただきますと、日本は上から一〇番目にあります。左側の規制の導入状況は、Aが一番いいの

(図表1) 各国の店頭デリバティブ規制の進展状況

	Status of applicable legislation					Status of implementing regulation				
	Central Clearing	Exchange Platform trading	Reporting to TRs	Capital	Margin <sup>3</sup>	Central clearing	Exchange / Platform trading	Reporting to TRs	Capital	Margin
Argentina <sup>4</sup>	A	A	A	A		A	A		E	
Australia	A	A	A	A		C		PE	E	
Brazil <sup>7</sup>								E	A	
Canada <sup>8</sup>	A	A	A	N/A		C		C	E	
China	P	A	A			P	A			
European Union	A	P	A	A	A			PE	A	
Hong Kong SAR	P	P	P	A	P			PE	A	
India	A	A	A	A	A	A	PA	PE	A	PA
Indonesia <sup>7</sup>	A	A	A				PE	PE		
Japan	A	A	A	N/A		E		E	E	
Rep. of Korea	A		A					E		
Mexico	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	C	C	C	PA	
Russia	A	A	A	N/A	N/A				A	A
Saudi Arabia <sup>4</sup>	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A			E	E	
Singapore	A	C	A	A				C	E	E
South Africa	A	A	A	A	PA <sup>9</sup>			C	PE <sup>9</sup>	PE <sup>9</sup>
Switzerland	C	C	PA <sup>2</sup>	A	C				E	
Turkey <sup>7</sup>	A		A							
United States	A	A	A	A	A	PE <sup>11</sup>	PE	PE <sup>11</sup>	PE <sup>11</sup>	PE <sup>11</sup>
Total proposed or consulted <sup>a</sup>	3	4	1	0	2	3	1	4	1	1
Total adopted <sup>a</sup>	12	10	13	9	4	3	3	3	5	1
Total effective <sup>a,b</sup>						2	2	9	8	0

Key:  
 No action has been taken to date  
 N/A Not applicable in jurisdiction (i.e. legislative changes or implementing rules may not be needed in certain jurisdictions)  
 C – Consultation Official documents have been published for public consultation  
 P – Proposed Draft legislation or regulations have been submitted through the appropriate process  
 PA – Partially adopted Final legislation or rules have been adopted for part of the relevant commitment area, and are enforceable  
 A – Adopted Final legislation or rules have been adopted by the appropriate bodies and are enforceable  
 PE – Partially effective Regulation in force and operative for a part of the market at the time of publication  
 E – Effective Regulations are in force and operative as of the time of publication

(FSB [OTC Derivatives Market Reforms] (6th Report 2013年9月))

論 点

- 各国の店頭デリバティブ規制の国際的な調和について、現実的な解決が得られるのか。
- 相対取引である店頭デリバティブについて、提案されている様な厳しい市場規制をどれだけ網羅的に課し得るか。
- 今後、店頭デリバティブの取引には、高度の市場インフラ機関、業務執行体制が必要となるが、そのことは、市場間競争、業者間競争にどのような影響を及ぼすか。

(参考) 我が国の市場インフラ機関の整備

「日本証券クリアリング機構 (JSCC)」

- 店頭デリバティブの清算開始 (GDS (2011年7月)、金利スワップ (2012年10月))
  - 取扱い対象取引の拡大 (TIBOR (2013年2月))
  - クライアント・クリアリングの開始 (2014年2月)
- (注) JSCCの金利スワップ債務負担残高443兆円は、LCH421兆ドル、CME6.4兆ドル (いずれも2013年9月末) に次いで世界第3位となっている。

「DTCCデータ・レポジトリー・ジャパン」

本国の米国のほか英国、オランダ、日本に子会社を設立 (シンガポールでも準備中)

9

ですが、日本はかなりAになっています。右側の実施状況は、Eが一番いいのですが、日本はEが多くて、世界でも実施は最も進んでいます。下の太線の上がアメリカで、アメリカもかなり進んでいます。日本のほうがEが多い。日本の四つぐらい上にEUがありますが、EUは実施が余り進んでいないという状況です。

(論点)

九ページの「論点」としては、店頭デリバティブ取引はクロスボーダーが多いので、取引に合った国際的な規制の調和というのは相当難しい、さらに調整していかないと大変だと考えています。先ほども申しましたように、まだ規制が猶予されている部分があります。規制をかけると他国とバッティングするから、しばらくかけないということですが、これをちゃんと現実的に解決すると

いうことも課題です。

二番目は、店頭デリバティブについては非常に網羅的に規制をかけようとしているのですが、契約自由の世の中で、似たような機能の契約というのはあり得るわけです。例えば、保険は店頭デリバティブではないと言っているのですけれども、物によっては似たような機能もあり得ます。また、ほかの種類の契約もあるかもしれませんし、余り厳しくすると、かえって迂回されてしまうという問題もあり得るのではないかと思っております。

三番目が、そうはいつても、今、店頭デリバティブ取引をするためには、色々な条件が課されています。清算機関や情報蓄積機関を使ってやらなければいけませんので、それをちゃんと整備している市場でないと市場間競争で優位に立てないという状況が生じてきております。

我が国の状況を見ますと、(参考)のところに書いてありますが、清算機関については日本証券クリアリング機構(JSCC)というものがございませう。これはもともとは東証のインハウスの清算機関だったのですが、別会社化したものです。

一番問題になる金利スワップについて、日本で清算業務は全く行われていなかったわけで、それをとにかく整備しないといけないという状況でした。当初は金利スワップというのは国際的な取引が多いので、日本だけで清算機関を整備してもうまくいかないのではないかと。世界で一番大きいロンドンのLCHと組んでリンク型にしないと清算業務がワークしないし、実際に取引をしている金融機関からも使ってもらえないのではないかと思っておりました。そのため、法律にもリンク型ができるようにわざわざ規定を入れて、その後、LCHとJSCCがジョイントベンチャーをやるべ

くいろいろ交渉したのですが、どうしても話がまとまらない。やむを得ず単独で清算業務をやることにしましたが、結果的にはこれはかなりうまく行きました、欧米の主要な金融機関も出資して参加してもらっています。

(注) に書いてありますが、J S C Cの金利スワップ債務負担残高は四四三兆円で、L C Hとは二桁ぐらい違うけれども、C M Eとはいいい勝負で、一応世界第三位となっています。二月末では六八二兆円になっていますので、C M Eを抜くのは時間の問題だと私は思っております。世界の主要な金融機関が参加する清算機関を持っている国は余りないのですが、日本はそれを何とか確保できたということでございます。

その下の「D T C Cデータ・レポジトリ・ジャパン」というのは取引情報蓄積機関です。D T C Cというのはアメリカの会社で、ここが取引

情報蓄積の世界では九九%のシェアを持っています。国際的な活動をする金融機関は、現地法人とか支店が日本にあったとしても、その金融機関グループの世界中の取引を同じ情報蓄積機関に情報蓄積しないと内部管理上非常に不都合で、その世界標準がD T C Cなわけです。D T C Cは日本に進出してきまして、昨年の四月から業務を開始しました。世界では、本国のアメリカのほかにイギリス、オランダ、日本に子会社を設立し、シンガポールでも準備中とのこと。とにかく日本で活動する金融機関はD T C Cを使えることになりましたので、日本で店頭デリバティブの市場インフラは何とか整備されてきています。例えば、オーストラリアはD T C Cがないものですから、日本のD T C CもロンドンのD T C Cも使ってもいいというルールにしています。

日本の場合は、店頭デリバティブの規制の実施

## 2. 市場不正行為に対する規制強化

### 背景及び狙い

- リーマン・ショック以降、LIBOR操作など大手金融機関の数々の不正行為が明るみに出た（世論の金融機関批判の要因の一つ）。
- 不正行為により利益を上げようとするインセンティブを抑え、市場の公正性、安定性を高める。

### 諸外国の対応

（市場不正一般）

〔EU〕。市場阻害行為規制（Market Abuse Regulation）の改定 [2013年9月承認]

（インサイダー取引、市場操作等に対するEU共通規制）

- ・ 規制対象に、①MTF等の電子取引基盤、②金融指標の操作、③商品取引等を加える
- ・ 規制違反に対する罰金は、最低でも「利益の3倍まで」又は「取引高の15%まで」課し得ることが求められる

（参考）IOSCOにおいても、市場不正に対する抑止力（罰則、監視等）の現状について調査を行っている（レポート作成予定）

10

は早くやる。ただし、対象範囲は無理に最初から広くしないで、だんだん拡大する。市場インフラ機関もなるべく整備するということで、何とか国際的な競争に不利にならないようにやっているという状況でございます。

## 二、市場不正行為に対する規制強化（LIBOR問題を含む）

（背景及び狙い）

次に、一〇ページ、「市場不正行為に対する規制強化」です。

「背景及び狙い」ですが、リーマン・ショック以降、LIBORの操作など、大手金融機関の数々の不正行為が明るみに出ました。このため、不正行為によって利益を上げようとするインセンティブを抑え、市場の公正性、安全性を高めよう

という規制改革の動きが強まっています。

(諸外国の対応)

① 市場不正一般

「諸外国の対応」ですが、まず、市場不正一般について申し上げます。EUでは、市場阻害行為規制というのがあります。昨年(2014年)の九月にその改定が行われました。これはインサイダー取引や市場操作等に対するEUの共通規制です。今回の改正では、まず、市場不正に対する規制の対象範囲を拡大する。取引所取引だけからMTF等の電子取引基盤にも広げるということと、問題になっております金融指標の操作も市場不正行為に加えます。さらに商品取引等も加えるという内容になっています。

罰則の強化も図っていきまして、最低でも利益の三倍とか、取引高の一五%までは罰金をかけられ

るようにしなければいけないということになっています。

このルールを決めたときに、プレスリリースで、欧州の当局者は、市場不正に対するゼロ・トランスである、不寛容政策であるというふうに言っています。

なお、IOSCOにおいても、市場不正に対する抑止力、これは罰則のみならず監視等の能力も含むのですが、世界各国の現状は本場に十分なのか、今、調査をしているところで、今年中にもレポートが出る予定です。

② 金融指標の規制(LIBOR問題)のあり方

一ページですが、LIBOR問題については、まず震源地である英国でウィットリー・レビューというものが出まして、LIBORの算出・提示に関して法的規制の導入を提言しまし

(金融指標の規制 (LIBOR問題) のあり方)

〔英〕○ LIBOR改革案 (ウィートリー・レビュー) [2012年9月]

LIBORの算出・提示に関して法的規制の導入等を提言

○ 2012年金融サービス法 [2012年12月成立]

関連規則の制定 [2013年3月]

利益相反の防止、開示規制、不正行為の疑いの特定・報告等

} 2013年4月施行

〔EU〕○ 金融指標に関する規則案 [2013年9月公表]

・ 利益相反の防止、開示規制、提示者の行為規範等

・ 域外の金融指標：EU域内の利用には同等性の評価を行う (IOSCO原則の遵守状況を考慮)

#### 国際的な検討

〔IOSCO〕○ 金融指標に関する原則の最終報告書 [2013年7月]

算出者のガバナンス、指標の品質、指標の算定手法の品質、算出者の説明責任に関する19の原則を公表

(18ヶ月以内にIOSCO原則の実施状況を評価)

〔G20〕 サンクトペテルブルク・サミット首脳宣言 [2013年9月]

「我々は、IOSCOによる金融指標のための原則を承認し、IOSCO原則に沿って、銀行業界や金融市場で国際的に使用されている指標を必要に応じて改革することを期待する」

11

た。それを受けて、二〇一二年金融サービス法等で、利益相反の防止、開示規制、不正行為の疑いの特定・報告等を含めとする金融指標規制が、昨年の四月から実施されています。

EUでは、昨年の九月に金融指標に関する規則案が出まわして、イギリスと似たような内容の提案がなされています。これにも域外の金融指標がどうかという問題があつて、それもまた同等性の評価というものが出てきます。具体的には、例えばLIBORをロンドンで使うためには、同等性の評価をクリアしないと駄目だということになるわけです。ただし、その評価の際には、IOSCOの原則(後述)を考慮するということになっています。

#### (国際的な検討)

「国際的な検討」は、金融指標規制の検討は、

まず欧州で先行していきまして、それからIOSCOなどの国際機関で検討が行われるという順番になっています。IOSCOでは金融指標に関する原則が出まして、算出者のガバナンス、指標の品質、指標の算定手法や算出者についての規制のあり方の原則が公表されています。それらについては、一八カ月以内にIOSCO原則の実施状況をレビューすることになっていて、各国の実施状況をレビューすることになっています。

これは、通常の金融規制とは逆のパターンで、最後にG20でIOSCOの金融指標のための原則を承認するという順番になっています。通常は、まずG20でこういう金融規制をやらなくてはだめだなどと宣言し、それから、IOSCOやバーゼル委員会が検討して、その原則に沿って各国が規制を導入するという動きですけれども、金融指標については逆になっています。それはなぜかとい

うと、結局、一言で言うと、欧州はLIBORやEURIBORを守ろうとしているわけです。LIBOR問題は確かに大変なスキャンダルなのですが、それに対する規制を導入することで指標そのものは守ろうというのが欧州の思惑です。

一方、それと全く違う考えもありまして、LIBORみたいな申告制の指標はそもそも適当ではない。例えば、短期金利だったら、短期国債の実際に取引されているレートを使えばいいではないか、提示型の指標はそもそも廃止したらどうかというかなり過激な主張もあります。アメリカが割とそうなのですが、それで欧州としてはとにかく規制の導入を急ぐという流れになっています。

そもそも指標としてどうかという点は、IOSCOの原則の「指標の品質」というところに若干その痕跡があります。そこを見ますと、指標は信頼性の高い市場を反映してないといけない、

我が国の対応

(市場不正一般)

①不正行為の規制対象範囲の拡大

- ・インサイダー取引に係る情報伝達・取引推奨行為 (2013年金商法改正)

(図表2、図表3参照)

②課徴金制度の強化

▷課徴金の水準引き上げ

- ・インサイダー等不正取引、届出書・有報等の虚偽記載 (2008年改正)
- ・他人の計算によるインサイダー取引 (2013年改正)

▷課徴金の対象の追加

- ・届出書・有報等の不提出 (2008年改正)
- ・公開買付届出書、大量保有報告書 (同上)
- ・(金商業者等以外の)他人の計算によるインサイダー取引 (2012年改正)
- ・虚偽開示の外部協力者 (同上)

(参考) LIBOR操作関係の欧米当局による課徴金賦課

- UBS (約1,500億円)、ラボバンク (約1,000億円)、RBS (約630億円)、  
パークレイズ (約440億円)

(金融指標の規制のあり方)

- 「金融指標の規制のあり方に関する検討会」[2013年11~12月]
- 2014年金商法改正法案 (図表4参照)
  - ・特定金融指標の算出者を指定して規制対象とする
  - ・算出者のIOSCO原則に沿った業務規程の作成・遵守を求める

12

独立当事者間の観測可能な取引によって裏づけられてないといけないといった考え方が入っています。

我が国の立場は、欧州にやや近いものです。なぜかと言いますと、欧州の様に自市場で算出しているものを守ろうという考え方はないのですが、LIBORを使う取引は、要するに長期金利と短期金利を交換する取引ですから、一〇年といった結構長いものがあるわけです。そうした契約が存在するのに急に指標を廃止すると言っても実際にどうするのかという問題もありますので、規制強化で対応できるのであれば、それでもいいのではないかというスタンスに立っているということです。

(我が国の対応)

一二ページの「我が国の対応」ですが、市場不

正一般については、日本は市場不正に甘いのではないかと昔からよく言われていまして、リーマン・ショック後、国際的に市場不正に対する見方が非常に厳しくなっていますので、対応を強めているという状況でございます。

まず規制対象範囲の拡大ですが、昨年の金商法改正で、インサイダー取引に係る情報伝達や取引推奨行為に規制を拡大しています。ご存じのように、これは公募増資インサイダー事件を契機として規制強化が図られたものです。

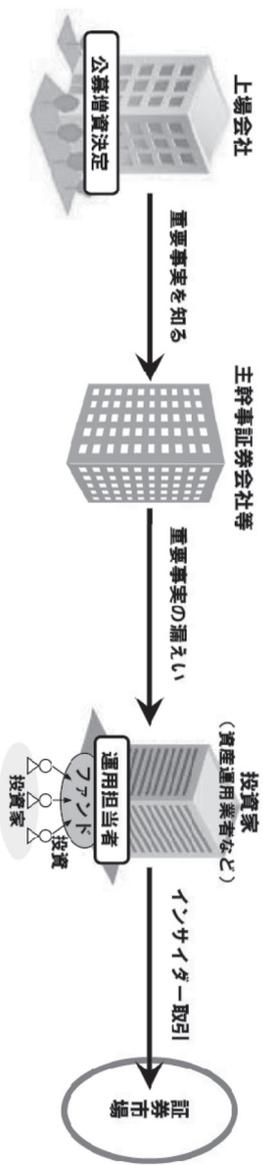
次の一三ページを見ていただきますと、公募増資インサイダーの事案が並べられています。一番右の課徴金額を見ていただきますと、五万円とか十何万円とか、金額が非常に低い。唯一、ファースト・ニューヨーク証券というのが一四六八万円です。少し高いのですが、これは自己取引で、それ以外は規制用語で言うところの「他人の計算」というもの

です。インサイダー取引行為者のところを見ますと、行為者はみんな信託銀行やアセットマネジメントなどで、投資家からお金を預かって運用している運用業者です。インサイダー取引をしても、投資家の利益にはなるけれども、運用業者は手数料をもらうだけで直接利益になるわけではないという構図で、その場合は課徴金額が相当安くなってしまうという問題がありました。

次の一四ページですが、インサイダー取引規制に関して日本の規制は緩いのか。図表3の一番下の刑事罰のところを見ていただきますと、アメリカは二〇年以下で少し重いのですが、それ以外の国と比べますと、日本は大体遜色はない。それから、ここには出ていませんが、摘発件数も、アメリカは非常に多いのですが、それ以外の国と比べると、日本はこれまた余り遜色はない状況です。

日本が緩いのではないかと言われるのは課徴金

(図表2) 公募増資インサイダー取引事案等を踏まえた対応  
(「公募増資に関連したインサイダー取引」事案の概要)



発行会社	公募増資 公表日	主幹事証券会社等	インサイダー取引行為者	課徴金催告日 (納付催告日)	課徴金額
国際石油開発帝石	平成22年 7月8日	野村證券	(旧)中央三井アセチ信託銀行 (現)三井住友信託銀行	平成24年3月21日 (平成24年6月27日)	5万円
日本板硝子	平成22年 8月24日	JPMorgan	あすかアセチアセチ	平成24年5月29日 (平成24年6月26日)	13万円
みずほフィナンシャルグループ	平成22年 6月25日	野村證券	(旧)中央三井アセチ信託銀行 (現)三井住友信託銀行	平成24年5月29日 (平成24年6月27日)	8万円
東京電力	平成22年 9月29日	野村證券	フューズ・コミュニケーション証券 個人	平成24年6月8日 (審判手続終結)	1,468万円 6万円
日本板硝子	平成22年 8月24日	大和証券	シヤハ・フットバインサリ-合同会社	平成24年6月29日 (平成25年1月8日)	37万円
エルピーデータメモリ	平成23年 7月11日	野村證券	シヤハ・フットバインサリ-合同会社	平成24年11月2日 (平成25年4月16日)	12万円

(注1) 野村證券については、昨年8月9日に同社に対して業務改善命令を発出。  
(注2) シヤハ・フットバインサリ-合同会社については、昨年6月29日に同社に対して投資助言・代理業の登録取消処分を実施。

(金融庁資料)

(図表3) インサイダー取引に係る規制の比較

	日本	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ
規制対象					
インサイダー取引	○	○	○	○	○
情報伝達行為	×	○ (注1) ※情報受領者が取引を行った場合に限る	○ (注2)	○ (注2) ※情報受領者が取引を行った場合に限り執行例有り	○ (注3) ※情報受領者が取引を行った場合に限り執行例有り
取引推奨行為	×	△ (注4)	○	○ ※被推奨者が取引を行った場合に限り執行例有り	○ ※被推奨者が取引を行った場合に限り執行例有り
課徴金等	○	○	○	○	△ (注5)
「他人の計算」の場合の課徴金額等	報酬額	取引自体の利得の最大3倍	報酬額十制裁	1億ユーロ or 報酬額の10倍以下	(課徴金等なし)
刑事罰	○ (5年以下の懲役等)	○ (20年以下の自由刑等)	○ (7年以下の自由刑等)	○ (2年以下の自由刑等)	○ (5年以下の自由刑等)

(注1) 発行体若しくは株主に対する信託義務又は情報伝達等に対する信託義務に違反して他の者に情報伝達した場合に限る。  
 (注2) 雇用関係、役職、専門的職務上の役割の適切な遂行等として行う場合を除く。  
 (注3) 権限なく行う場合に限る。  
 (注4) 法令上明確には規制対象とされていないが、被推奨者による取引が行われた場合には、法令違反になり得る。  
 (注5) 情報伝達・取引推奨を行った者に対する行政上の措置 (過料 (20万ユーロ以下)) のみ。

(金融庁資料)

で、ここに出ているのは「他人の計算」の場合ですが、日本は運用業者の報酬額を基準に決めているわけです。日本の場合、導入以来、課徴金というのは利得相当額だという考えがありました、これは二重処罰を防ぐとか、懲罰的なものではないということから来ています。

ほかの国を見ますと、利得の何倍とか、制裁的な効果も加味して課徴金がかげられるようになっていて、この辺が不正行為に対する日本の制裁を強化する際の問題になっているわけです。

一二ページに戻りますと、⑧の課徴金制度の強化ということで、課徴金の水準を引き上げる。

「他人の計算」による場合も引き上げて、先ほどのジャパン・アドバイザリーの案件は現行では一二万円だったところ、引き上げの結果、二億三八〇〇万円になるといふふうに金融庁は試算していました、大体数百倍から数千倍に引き上げたところ

です。そのほか、課徴金の対象も追加してきています。

いずれにせよ、利得の範囲内というのはなかなかネックでして、課徴金の対象に報告書の不提出などを後から苦勞して追加しているのですが、インサイダー取引とか相場操縦ですと、これが利得であろうと計算し易いのですけれども、不提出による利得というのは何なのかというのはなかなか計算しがたいわけです。しかし、そうは言っても、そうした違反行為に課徴金をかけないのはバランスを失しますし、国際的にも甘いということになりますので、苦心して利得相当額を決めて課徴金の対象を増やしているという状況です。

日本の課徴金というのは、二〇一七年度の制度導入から二〇二四年度までで一六八件、全部で六九億円ぐらいかけているのですが、そのうち六五億円が開示関係で、今問題になっている市場不正

関係は四・四億円にすぎない。この様に課徴金の額がどうしても非常に小さいという問題があるわけです。

昨年一月にウェッジホールディングスという案件で監視委員会が四〇億円の課徴金の勧告をいたしました。日本としては非常に大きな額をかけた訳ですが、(参考)のところにありますように、LIBOR関係の外国の課徴金を見ますと一〇〇億円オーダーで、欧米は非常に高額化しているという状況です。

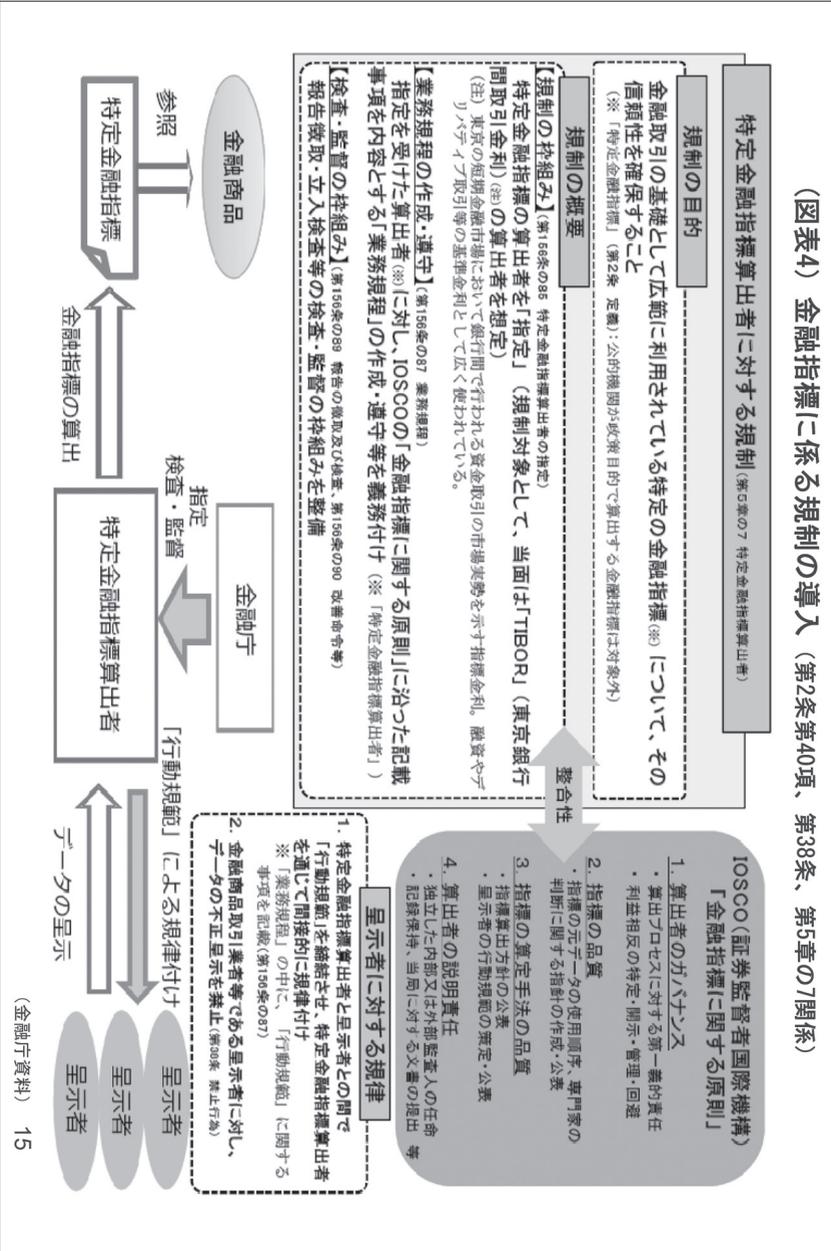
金融指標のほうですが、これは昨年末に我が国でも検討会を開きました。一五ページの図表4の「金融指標に係る規制の導入」に、これは今度の法案に載っていますが、概要が出ております。特定の金融指標については、算出者を指定して、先ほど来出てきていますIOSCOの原則に沿った規制を遵守してもらおうという考え方です。

なお、呈示者に対してどういう規制をかけるかというのが一つの問題です。右下のほうに出ています。日本のやり方は、呈示者は直接検査・監督の対象にはしない、行政的な規制対象にはしない。ただし、不正をしたときには罰則を掛けるというやり方になっています。日常的には、算出者のほうから一種の自主規制的に行動規範をつくって規律づけをするというアプローチになっています。呈示者のほうにも規制をかけるというやり方もあるのですが、余り厳しくすると金融機関がみんな辞退してしまつて、指標そのものが成り立たなくなってしまう恐れがある。しかし、呈示者の規律も保たないといけませんので、そういうやり方をとっているところでです。

#### (論点)

一六ページの「論点」ですが、市場不正に対し

(図表4) 金融指標に係る規制の導入 (第2条第40項、第38条、第5章の7関係)



論 点

- 市場不正への対応として厳罰化が先行しているが、監視体制の強化を含め全般的な抑止力の強化はどのようにして達成されるのか。
- 金融指標の規制対象は、どの範囲までカバーすることが適切か（為替、商品等はどうか）

16

ては厳罰化が先行していて、特に金融機関に対する課徴金は物すごい額になっています。ただ、我々としては監視体制の強化など、実行面もきちんとやって、全体的な抑止力を強化すべきではないかという考え方でございます。

それから、金利指標が主として規制対象とされていますが、実は為替や商品もかなり問題になっています。つい最近も為替のロンドン・フィックスがかなり操作されているのではないかと、しかも当局が知っていたのではないかとということが問題になっていますので、一体どこまで規制対象にするのか。日本の場合は当面はTIBORしか想定していないところですが、そういう問題があります。

### 3. 市場構造規制問題

#### 背景及び狙い

- 近年、情報通信技術の発達及び市場規制の変革により、特に欧米において「市場の分裂」（現物株及びETFが問題になることが多い）と呼ばれる現象が進行している。（図表5参照）
- 異なる種類の市場間の公平な競争条件を確保するとともに、市場全体の透明性・公正性を高め、顧客注文の保護を図るための規制上の対応が問われている。

#### 諸外国の対応

〔米〕○ レギュレーションNMS実施 [2007年]

全ての取引所、ATSに全米最良気配での執行を求める（トレード・スルーの禁止）

（注）電子取引システムには、一定の範囲内で注文回送を免除する例外あり

○ 統合取引追跡（CAT）システムの導入決定 [2012年7月]

全ての市場の注文、気配等に関する情報を集約するシステム（複数市場に跨がる市場監視が可能となる）

17

## 三、市場構造規制問題

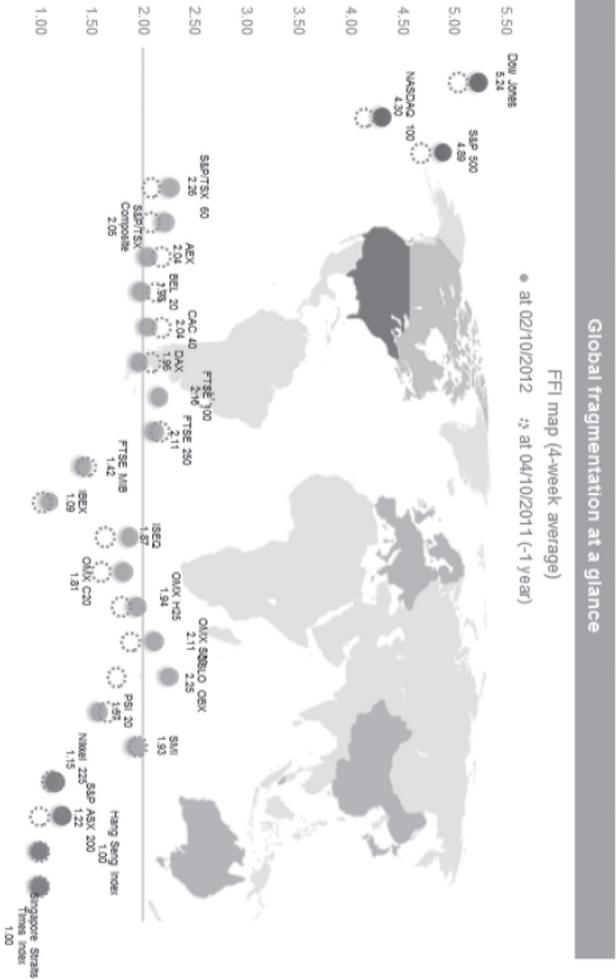
### （背景及び狙い）

次に、一七ページの3の「市場構造規制問題」です。

「背景及び狙い」ですが、近年、情報通信技術の発達や市場規制の変革によって、特に欧米において「市場の分裂」という現象が進んでおります。これは伝統的な証券取引所に対して、代替的取引システムというところの比重が高まっているということでございます。

一八ページを見ていただきますと、「各国における『市場の分裂』の進行状況」という図表があります。これはFPIというインデックスで見ただけですが、1というのは、全く市場が分裂しておらず一カ所に全部の取引が集中している状態。

(図表5) 各国における「市場の分裂」の進行状況 (Fidessa Fragmentation Index)



Source: Fidessa

\* Using a fairly standard methodology, the Fidessa Fragmentation Index as calculated as the reciprocal of a Herfindahl concentration index (see <http://fragmentation.fidessa.com/faq/>).

(IOSCO 資料)

2以上になると、主たる市場が存在しない状態と  
のことです。アメリカは大体5の辺にありまし  
て、市場が大変分裂していて、NYSEやNAS  
DAQのシェアはそれぞれ十数%ぐらいです。  
ヨーロッパは、FTSEとかDAXなどを見てい  
ただくと、大体2前後です。日本は1から少し上  
にきているという状態で、オーストラリアもそう  
です。一方、香港、シンガポールは1です。この  
ように、各市場によってかなり特徴があるという  
状況です。

一七ページに戻りますと、こういう取引所やP  
TSといった異なる種類の市場間の公正な競争条  
件を確保するとともに、市場の透明性、公正性を  
高め、顧客注文の保護を図るための規制上の対応  
が問われているということでございます。

(諸外国の対応)

① 米国

「諸外国の対応」ですが、アメリカの規制は、  
レギュレーションNMS (National Market  
System) が二〇〇七年に実施されました。こ  
で全ての取引所、ATSに全米最良気配での執行  
が求められました。ATSというのは、日本でい  
うとPTSです。取引所やATSにそれぞれ気配  
が出ていて、自分の取引所に注文が来ても、ほか  
でもっといい気配が出ていたら、そちらに注文を  
回さなければいけないというルールがあります。

その際、電子取引システムは一定の範囲内で注  
文回送をしなくていいというルールがあります。  
なぜなら、電子取引システムは非常に速く取引を  
やろうとしているので、少しの幅で隣がよくて  
も、そちらに行っている間にまた変わってしまう  
かもしれないので、一定の価格差であれば注文回

- [EU] ○ 金融商品市場指令 (MiFID) の施行 [2007年]  
(取引所とMTFが公正な条件で競争する為の共通ルールを定める)
- 取引所集中を禁止
  - 取引所、MTFに気配、取引の公表義務
  - 取引仲介者に最良執行方針を定めることを義務付け
- MiFID改正案 (MiFID II/MiFIR) [2014年1月基本合意]
- 市場概念の拡張: OTF (組織的取引施設)  
(店頭デリバティブの利用義務付け、現物取引における透明性の確保)
  - 統一的なデータの収集・公表 (取引所、MTF、OTF)

国際的な検討

[IOSCO] 「市場構造の変化に伴う監督上の課題」最終報告書 [2013年12月]  
(分裂した市場環境における)

①市場の流動性、②効率性、③価格の透明性、④投資家の注文に係る執行の質の向上 —— の4項目について提言

(注) 2010年G20ソウル・サミットにおけるIOSCOに対する要請に応えたもの

19

送をしないでいいという考え方なのです。この結果、ニューヨーク・ストック・エクスチェンジの伝統的なスペシャリスト制度は不利になりました。電子取引とのハイブリッド型に改めざるを得なくなったということで、市場の分裂が進んだわけです。

また、いろいろな場所で取引が行われていると、当局がモニタリングするのが難しくなるので、それを実施するために、取引所とFINRAが共同運営するCATシステムというものの導入が決定しております。

② EU

一九ページになりますが、ヨーロッパでは、同じく二〇〇七年にMiFIDという日本の金商法に相当するものが施行されました。ヨーロッパでは、取引所とMTFが公正な条件で競争するため

の共通ルールが定められました。M T Fというのは日本のP T Sと同じものです。さらに、取引所集中が禁止される一方、M T Fにも気配や取引の公表義務が課されました。M T Fというのは一種の業者ですが、このときにシングルパスポートになりまして、ヨーロッパのどこか一カ国で免許があればヨーロッパじゅうで業務ができるため、ヨーロッパでもM T Fが非常に盛んになり、市場の分裂が進みました。

現在、ヨーロッパでは、このM i F I Dの修正案が、最終調整中であります。その内容を見ますと、先ほども少し出てきましたが、市場概念の拡張というものが行われておりまして、M T Fの外側にO T Fという概念をつくろうとしております。これはブローカーの中のつけ合わせをある程度システムを使ってやるものや、クロツシング・システムといいまして、機関投資家が大きな取引

を決まった値段でやりたいというクロス取引をうまくマッチさせるようなシステムですが、それも拡張した市場概念に入れるといった案であります。

そうしたところにも取引状況の公表を義務づけて市場の透明性を確保する一方、店頭デリバティブについて電子取引基盤で取引しなければいけないというルールがありました。それはM T FかO T Fでやりなさいという義務づけになるという考え方があります。

また、市場の分裂が進んでいる状況に対応して、統一的なデータの収集や公表を、ルールを決めてやろうとしております。

#### (国際的な検討)

「国際的な検討」ですが、IOSCOから昨年の一二月に、「市場構造の変化に伴う監督上の課

我が国の対応

○ 金融ビッグバン

取引所集中義務の撤廃、PTS制度の導入 [1998年]

○ PTSに対する公開買付規制上の5%ルール適用除外 [2012年10月実施]

取引所並みに取扱う (図表6参照)

(参考) 公正取引委員会の東証・大証統合に関する審査結果 [2012年7月]

「(PTSに対する5%ルールの適用が除外されれば) 当事会社に対するPTS事業者の競争圧力が強くなると考えられる」

○ 空売り規制の総合的な見直し [2013年11月実施]

空売り規制の対象にPTSを加える

(参考) ・価格規制(10%下落がトリガー)の翌日分の取扱いは、主たる市場(取引所)に合わせる

・空売りポジション報告は、主たる市場(取引所)が取りまとめて公表する

20

題」という報告書が公表され、分裂した市場環境における規制のあり方について提言が行われております。

(我が国の対応)

二〇ページの「我が国の対応」です。

我が国では、ご存じのように、金融ビッグバンで一九九八年にPTS制度を導入しておりますが、そのシェアは低いまま推移してまいりました。ただ、最近、若干動きがありまして、二〇一二年一〇月に、PTSに対する公開買付規制上の5%ルールの適用を除外しております。これは、今までは取引所と違ってPTSは市場外取引だということ、公開買付規制上、ある会社の株を市場外で5%以上買い付けるときは公開買付によらなければいけないというルールが掛かりました。取引所の中でやる分には、別にそういう規制はかから

ない。しかも、これは連結ベースでかかるルールなものですから、管理がかなり大変で、何かの拍子にグループの持ち株比率が5%を超えてしまうかもしれないということから、機関投資家にとつてPTSが非常に使いにくかったという問題がありました。この改正は、要するに、公開買付規制上の5%ルールについては、PTSを市場外という位置づけから、取引所並みに扱いを変えたということでもあります。

これは実は東証と大証が統合する際、公正取引委員会の審査がありまして、PTSというのは今後は取引所の取引相手になる、したがって、5%ルールの適用が除外されれば、その分、競争が活発になるという認定がありました。その関係もあって、PTSを取引所並みに扱うことにしたものです。(この結果、二二ページの(図表6)にある通りPTSの取引高は二〇一二年一月頃か

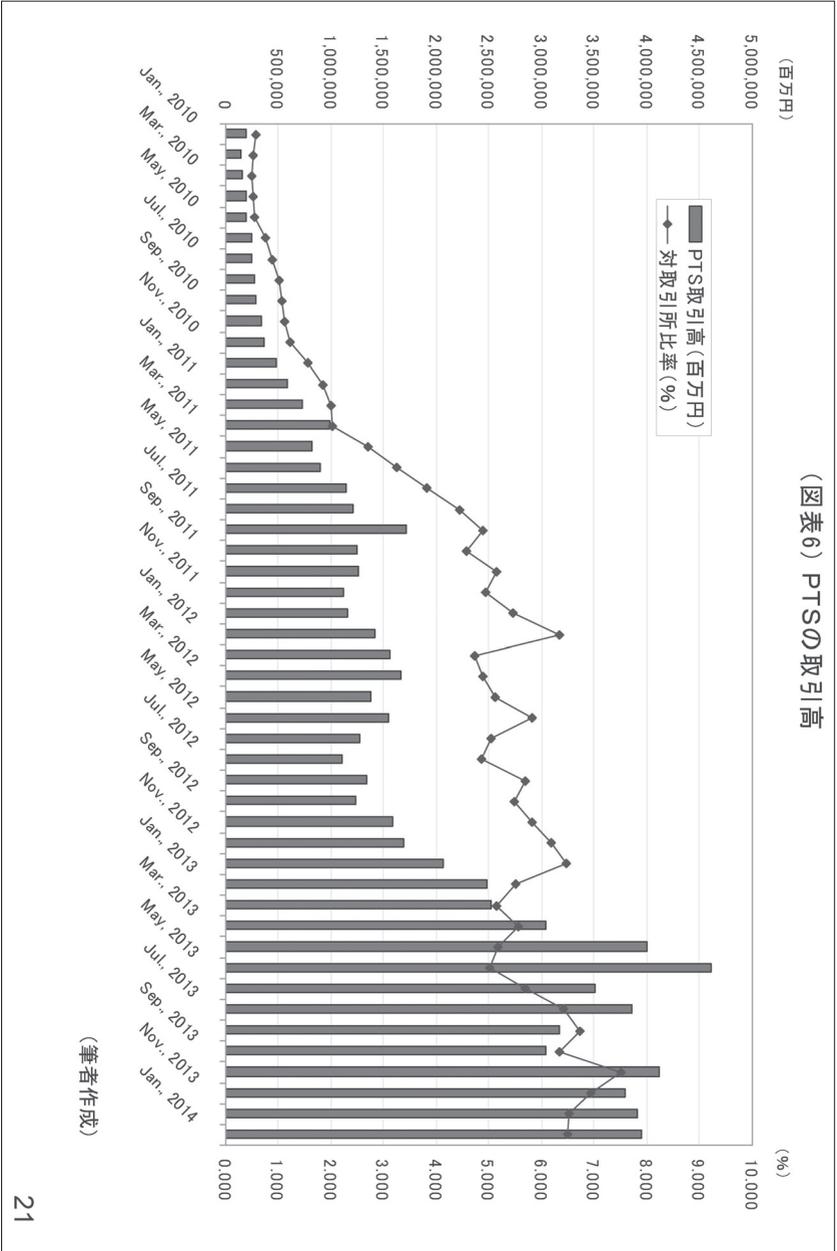
ら顕著に増加している」

一方、空売り規制の総合的な見直しを昨年一月に実施しましたが、そこでも、今後、PTSは取引所と同等に空売り規制の対象に加えることになりました。今まではPTSには空売り規制がかかってなかったもので、PTSにとっては規制強化なのですが、取引所並みに扱うということにしております。

なお、そうしますと、価格規制などについて、共通のルールが必要になりました。(参考)にあるような、取引所とPTSに横串を刺すような共通ルールが設けられたところです。

(最近の動き)

二二ページをご覧くださいまして、アメリカのほうは、ATSをさらに市場概念を広げるというデータプールの問題に規制をどうかけるかという



最近の動き

- 米国におけるダークプール規制の動き
  - SEC、ダークプール規制案公表 [2009年11月]
    - ①開示対象となる「気配」の定義拡大（短時間で取り消される注文等）
    - ②小規模ATSの規制対象としての閾値引下げ
    - ③ATSにおける取引の事後報告の充実
  - SEC、「市場構造コンセプト・リリース」公表 [2010年1月]  
（市場構造の変化の現状及び対応について、論点をあげ市場関係者の意見を求める）
- （参考）SECホワイト委員長「（ダークプールについて）市場、取引所注文への影響、HFTへの効果など、さらに調査が必要だ」[2013年3月]  
「HFTと市場の複雑さが優先課題だ」[2013年4月]

論点

- 市場間の競争、市場全体の透明性、顧客注文の保護の観点から、どの程度厳密に統一ルールを定めるのが適切か。
- 統一ルールの対象となるべき市場の範囲は、どこまでか。（証券業者の内部付合せ、クロッシング・システム等）

22

動きがあるのですが、まだヨーロッパほど明確な形では進んでいないという状態です。

（論点）

「論点」ですが、市場といっても、取引所からPTS、クロッシング・システムの様なものまでいろいろありますが、どの程度共通ルールを決めなければいけないのかという理論的な問題があります。欧米では、公正な競争条件と申しますか、取引所と取引所以外を対等に扱うべしという傾向が強いのですが、取引所の種類によって少し性格に違いがあると思います。例えば、大口の取引をした場合、取引所だと即時に情報が出るわけですが、クロッシング・システムではすぐ情報を出さないでくれという要望が強いのです。なぜかというところ、業者がクロスに応じた後、反対側のカバーをしないといけない。それをする前に大口取引の

情報を出してしまうと先回りされてしまう恐れがある。があるので、公表に時間差を置いてくれという要望があるのです。そのように、それぞれ少しずつ性格が違うので、対等であるとか共通という原理主義的な対応が本当にいいのかという問題があるのかと思います。

似たような問題で、我が国当局はPTSについてどう考えているのかとよく聞かれます。一部の論説では、二〇一二年一〇月に実施した五%ルールの適用除外で、金融庁は取引所とPTSの市場間競争を促進し、競争力のある株式市場を確立する市場政策の実行に踏み出したというふうに評価していただいています。そこまで明確な方針は必ずしもないと思います。現物取引所というのは上場管理のコストを負担しているわけで、PTSはただ乗りしている様々ところがあります。その辺の関係の結論も出ておりませんし、かといっ

て、取引所に全部集中すればいいと思っっているわけでもありません。我が国としては、ある程度PTSの取引も認めながら、本当にどういう全体的なルールがいいのか、市場構造に関する規制のあり方を模索していくといったところかと思えます。

#### 四、金融消費者保護の向上

##### (背景及び狙い)

二三ページの「金融消費者保護の向上」です。「背景及び狙い」ですが、今般の金融危機において金融機関によって重大な消費者被害を引き起こされたことから、今後は規制や監督体制を見直して、消費者利益が尊重されるようなりテール市場にしなければいけないという動向があります。これに関しては、最近、消費者被害に対して大変

## 4. 金融消費者保護の向上

### 背景及び狙い

- 今般の金融危機において、金融機関による不十分な説明、不適切な勧誘、利益相反等により重大な消費者被害が発生。金融機関の提供するサービスに対する消費者の信頼が失墜。
- 従来規制や監督体制を見直し、消費者利益が尊重される様な金融リテール市場の構築を目指す。

(参考)

- JPモルガン、MBSの不正販売に関し司法省などと130億ドルの和解金支払で合意。
- 英国大手行、保険の不正販売で巨額の引当金（155億ポンド）を計上。

### 国際的な検討

- G20ソウル・サミット首脳宣言 [2010年11月]
  - 金融消費者保護の向上「情報開示・透明性・教育を含めたインフォームド・チョイス、詐欺・濫用及び過失からの保護、償還請求及び権利擁護を通じて金融消費者保護を促進」

23

巨額な和解金が徴求される傾向にあります。JPモルガンはMBSの不正販売などで一三〇億ドル、一兆円以上という目玉が飛び出るような額を求められていますし、イギリスでも保険の不当販売で相当な請求があると見込まれております。

こうした背景により、G20のソウル・サミットで、金融消費者保護の向上という政策が打ち出されています。

二四ページを見ますと、G20の要請に基づいて、OECDの「ハイレベル原則」（草案）が公表されていますが、ここで重要なのは、金融サービス提供者及びその代理人の主要な目的は、顧客の最高利益であるべきだと言っていることです。

これはいわゆる受託者責任というもので、よく見ると、金融サービス提供者及びその代理人の中には仲介業者が入っていないので、これに仲介業者を入れるべきだという消費者団体の意見がありま

○ OECD「金融取引における消費者保護ハイレベル原則（草案）」 [2011年8月]

・ 金融サービス提供者の責任ある業務活動

「金融サービス提供者及びその代理人の主要な目的は、顧客の最高利益であるべきだ。……金融サービス提供者は、金融商品やサービスに関する契約をする前に顧客の金融能力、状況及びニーズを評価しなければならない。利益相反があり得る場合には、会社は、適切な開示、内部管理又は利益相反の回避により顧客を公正に扱わねばならない。職員の報酬体系は、責任ある業務活動を促すように設計されなければならない。」

○ IOSCO「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」 [2013年1月]

「今般の金融危機は、金融商品の複雑性の増大によって、関連する投資リスクが顧客にとってより不明確となるという深刻な懸念を引き起こした。市場仲介者が仕組商品<sup>1</sup>の適合性の評価を行わなかったことが際立った。

・ 複雑な金融商品を推奨する際には、当該商品のストラクチャ及びリスク特性と顧客の経験、知識、投資目的、リスク選好及び損失許容度とが一致することを確保するための適切な方策を講じるべきである。

・ 複雑な金融商品のうち適切なものだけが顧客に推奨されるようなインセンティブ・ポリシーを定めるべきである。

24

す。それから、利益相反を防がなければいけないとか、職員の報酬体系の問題がかなり問題になっております。

次に、IOSCOからは、複雑な金融商品の販売に関する提言が出ております。世界的に複雑な金融商品に対する警戒感とか不信感が強まっているということが言えるわけです。不必要に複雑にして、金融機関は手数料をたくさん取る一方、顧客にとってはリスクが見えにくくなっているという指摘であります。

（諸外国の対応）

二五ページの「諸外国の対応」です。

ヨーロッパでも金融消費者保護を強めなければいけないという規制改革が進んでおります。特に注目すべきなのはアメリカで、ドッド・フランク法により、ブローカー・ディーラーに顧客に対す

諸外国の対応

- [EU] ○ 欧州委員会、「金融サービスにおける消費者保護法案」提出 [2012年7月]  
 (金融市場に対する消費者の信頼を取り戻し、類似する金融商品に整合的なルールを整備するためのパッケージ)  
 ・個人投資家向けファンドに関し、顧客資産保護のための預託機関への規制強化、過剰なリスクテイクを抑止するための運用機関の報酬方針の見直し等
- MiFID II における投資家保護強化策  
 ・顧客の金融能力による分類基準の明確化  
 ・独立系アドバイザーの運用会社からの報酬受取り禁止  
 (注) MiFID II は、基本合意段階であるが、英、蘭では運用会社からの報酬受取り禁止のルールが導入されている。
- [米] ○ ドッド・フランク法 [2010年7月]  
 ・ブローカー・ディーラーに顧客に対する「受託者責任<sup>(注)</sup>」を課す権限をSECに賦与 (SECに対し本件に係る調査・研究及び議会報告を求める)
- SEC、「投資助言業者とブローカー・ディーラーについての調査報告書」  
 [2011年1月]  
 ・一般の投資家は、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに適用される規制の違いを理解していない  
 ・統一的な受託者責任<sup>(注)</sup>を定める規則案を公表する用意  
 (注) (証券について個別のアドバイスを提供するとき) 「投資家の最大の利益」を図る責任

25

る受託者責任を課す権限をSECに付与しております。課せと言っているわけではなくて、課す権限をSECに付与しておりますして、議会に対する調査結果の報告を求めています。

ご存じのように、アメリカの影響を受けた日本もそうですが、アメリカでは、受託者責任というものには投資助言業者や運用業者にはかかっていませんが、仲介業者、即ちブローカー・ディーラーにはかかっておりません。ところが、ブローカー・ディーラーにもかけるべきではないかという議論がアメリカでかなり強く行われているということがあります。SECの調査報告書にもあるとおり、SECは「統一的な受託者責任」、これはブローカー・ディーラーにも受託者責任をかけるという意味なのですが、その規制案を公表する用意があると言っております。アメリカは資産管理型営業が主流だという日本との状況の違いはあるの

〔参考〕各国の金融消費者保護のための監督体制の見直し

〔米〕○ ドッド・フランク法に基づきFSBの下に消費者金融保護局 (CFPB)を新設  
[2011年7月発足]

- ・金融に係る不公正、詐欺的な又は悪辣な行為から消費者を守るための規則を制定する権限
- ・資産100億ドル以上の銀行・信用組合に対する検査・報告徴求権限

ただし、投資商品・投資サービスについては、従来通りSECが担当。なお、SECの権限を拡張し、ブローカー・ディーラー、投資顧問に対する証券法違反の捜査、責任追及を可能とする。

〔英〕○ 金融監督体制の改革 [2013年4月実施]

FSAを廃止し、BOEの下に金融機関のマイクロブルーデンスを担当するPRAと消費者保護・市場規制を担当する金融行為監督機構 (FCA)を設立する。

- ・FCAの運営目標
  - ①適切な水準の消費者保護
  - ②英国金融システムの公正性の保護・強化
  - ③消費者の利益となる金融業の競争の促進

26

ですが、アメリカでこういう動きが強まっているということは注目していく必要があると考えております。〔このほか、各国で金融消費者保護向上のための監督体制の見直しが行われている。二六ページの（参考）参照〕

（我が国の対応）

二七ページ、「我が国の対応」です。

我が国では、欧米の様な観点からの本格的な対応は行っていません。近年の投資信託や保険の制度改正では、最近、商品の仕組みやリスクが複雑化していますので、適合性の原則などのもとで、より適切な説明や情報提供をしようという基本的な考え方を維持しております。

最近、欧米では、投資家保護より消費者保護、適合性の原則よりも受託者責任のような流れがあらまして、これは注意して見ていかなければいけ

我が国の対応

(投資信託) ○ 2013年金商法改正等

(投資信託の複雑化・リスクの複合化、手数料率の上昇等に対応して)

- ・ トータルリターンのお知らせ
- ・ 定量的把握や比較可能となるようなリスクの分かりやすい表示
- ・ 一定の種類のリスク量の制限

(保険) ○ 2014年保険業法改正法案

(保険商品の複雑化、販売形態の多様化等に対応して)

- ・ 「意向把握義務」、「情報提供義務」の導入
- ・ 保険募集人に対する「体制整備義務」の導入
- 「委託型募集人の適正化」 [2014年1月]

27

ないと考えております。  
以上でございます。

(以上)

(この講演は、平成二六年三月二七日に開催されました。)