

電子取引基盤規制の対象取引に係る告示の概要と今後の見通し

一定のブレーンバニラ型円金利スワップ取引を規制対象に

一定の店頭デリバティブ取引の執行につき、電子取引基盤の使用を義務付ける2012年の金融商品取引法の改正（15年9月1日施行）をふまえ、14年には、必要な政令および府令の改正が行われた。本稿では、同府令に基づき、対象取引の詳細を定めるものとして策定された告示（金融商品取引業等に関する内閣府令（07年内閣府令52号）125条の7第1項に規定する金融庁長官が指定するものを定める件・15年7月13日公布）を中心に、電子取引基盤規制の対象取引について解説する。なお、本稿中、意見にわたる部分は筆者の個人的見解である。

規制の導入経緯と概要

(1)国際的な規制導入の動き

従来、店頭デリバティブ取引の大半は、取引当事者同士またはボイスブローカーを経由して取引により行われていた。しかし、これらの取引において取引内容が不透明であったことが、

世界的な金融市場の混乱を深刻化させたとの反省から、取引の透明性を向上させ、市場参加者の多様化を通じた将来的なシステム・リスクの削減や、当局による不公正取引のモニタリングの実現を図るべく、09年9月のG20匹ツバーグ・サミット

（以下、「取りまとめ」と公表された。「取りまとめ」での議論をふまえた。）

(2)改正金融商品取引法等の成立

（12年9月12日公布）では、店頭デリバティブ取引を業として金融機関、清算・振替機関、有識者等をメンバーとする「店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会」が11年11月に設置され、同年12月には「店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会」における議論の取りまとめ」

の店頭デリバティブ取引は、適当な場合には、取引所または電子取引基盤を通じて取引され：
行う金融商品取引業者および登録金融機関は、「特定店頭デリバティブ取引」（店頭デリバティブ取引のうち、取引高その他の取引の状況に照らして、取引の公正の確保のため、その概要

金融厅 総務企画局 市場課

専門官 **土居 文代**
係長 **三田 真史**

電子取引基盤規制の対象取引に係る告示

に関する情報の迅速な開示が必要であると認められる取引として内閣府令で定めるもの)を行なう場合には、電子取引基盤を使用して行わなければならないとされた(注1)。これを受けて改正された14年金融商品取引業等に関する内閣府令(14年11月19日公布。以下、「府令」)では、電子取引基盤規制の対象取引を、円建ての金利スワップのうち金融庁長官が指定するものとして、その詳細を告示に委ねている。

今般の告示は、当該電子取引基盤規制の対象取引の詳細を定めたものである。

(3) 告示の概要および検討の経緯
告示では、電子取引基盤規制の対象となる取引を、同一通貨の固定金利と変動金利の交換を行うブレーインバニラ型の円金利スワップであって、参考する変動金利が6カ月物円LIBORであり、取引期間が5年、7年、10年のものと規定している。

もともと、G20ピツツバーグ・サミットで、「標準化されたすべての店頭デリバティブ取引は、適切な場合には」、電子取

引基盤で取引されるべきと合意されていたところ、「取りまとめ」では、電子取引基盤の利用を求める取引は、一定の標準化が実現しており、流動性が一定程度ある取引を対象とするものとして、「制度施行当初の具体的な対象取引は……少なくとも、円金利スワップのブレーインバニラ型とすることが適當」とされた。実際、清算機関における債務負担状況等からもブレーインバニラ型の円金利スワップの割合は高い状況であったことや、取引量、取引条件の標準化の程度等から、今般の告示では、ブレーインバニラ型の円金利スワップを電子取引基盤規制の対象取引としたうえで、参考する指標や取引期間によって流動性や標準化の程度等には差があることをふまえ、前述のとおり一定のものに限定した。

また、今般の対象取引の指定にあたっては、「複数の異なる取引を同時に成立させることを

条件として、当該取引の当事者

のいずれかが一括して注文する

ものを含まないもの」としてい

る。これは、スプレッド取引、

カーブ取引やバタフライ取引のいわゆるパッケージ取引を除外するものであり、アメリカにおいても、これらの取引については段階的な導入とされていたことをふまえ、日本においても、今般の告示では対象取引から除外している。

その他、告示においては、電子取引基盤規制の対象取引の内容について、利息の日数計算方法や営業日の基準とする都市(東京およびロンドン)、営業日調整方法、金利の支払周期等の詳細について指定を行つていい。これは、取引者におけるニーズを反映して多岐にわたる詳細な条件設定が行われるものについて規制の対象とする意義は少ないと、「取りまとめ」での指摘に鑑み、一定の標準化が実現しており、流動性(1日当たり取引件数等)が一定以上ある取引に限定したものである。

海外における検討状況

(1) アメリカ
アメリカにおける電子取引基盤規制として、14年2月から施行されているSwap Execution Facility(SEF)規制がある。アメリカにおいて清算集中の対象とされている取引であつて、SEF上での取引が可能

(Made Available to Trade・MAT)とされた取引については、SEFの利用を義務付けるとされている(注2)。

告示によつて規制の対象とな

る、「取りまとめ」においても「清算機関を通じて清算される取引を対象とすることが適當」とされたことから、今般の告示による電子取引基盤使用義務の対象取引については、清算機関による債務引受けの対象取引の範囲内としている。

る取引を指定する日本と比較して、アメリカの規制において特徴的なのは、SEF規制の対象となる取引の決定において、SEFを運営する業者側の役割が大きいことである。SEFを運営する業者は、①当該市場において取引意欲のある買手および売手が存在しているか、②取引の頻度または取引の規模、③取引高、④市場参加者の数および種類、⑤ビッド・アスク・スプレッド（価格スプレッド）、⑥通常時におけるファーム・ビッド、ファーム・オファー（執行が保証された値）またはインデイカティブ・ビッド、インディケイティブ・オファー（参考として提示された気配値）の数（以上、参考訳）――等の六つの要素を考慮して、SEF規制の対象とすべきと決定した取引があれば（注3）、それを規則化してアメリカの商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission : CFTC）に申請する。CFTCがこれを承認すると（注4）、当該取引は「SEF上での取引が可能（Marketable）」とされた取引」としてSE

F規制の対象となる（注5）。15年7月現在、アメリカにおいて特徴的な取引の決定において、SEFを運営する業者側の役割が大きいことである。SEFを運営する業者は、①当該市場において取引意欲のある買手および売手が存在しているか、②取引の頻度または取引の規模、③取引高、④市場参加者の数および種類、⑤ビッド・アスク・スプレッド（価格スプレッド）、⑥通常時におけるファーム・ビッド、ファーム・オファー（執行が保証された値）またはインデイカティブ・ビッド、インディケイティブ・オファー（参考として提示された気配値）の数（以上、参考訳）――等の六つの要素を考慮して、SEF規制の対象とされる可能性も指摘されていたところ（注7）、このような規制方法については、規制対象となる取引の基準が客観的でないとの声が市場参加者側からあがっていた（注8）。15年6月9日にロンドンにおいて開催されたFutures Industry Association (FIA) 主催のカンファレンスでは、CFTCのマサド委員長から、SEF規制の対象商品の決定プロセスに対するCFTCの関与の拡大に関して、ラウンドテーブルを開催する見込みである」と

F規制の対象となる（注5）。15年7月現在、アメリカにおいて特徴的な取引の決定において、SEFを運営する業者側がCFTCに対象取引の決定を申請するにあたっては、前述の要素のうちに常に考慮すべき必須の要素があるわけではなく、常に複数の要素を考慮する必要もないとされており（注6）、流動性の低い取引がMATの取引としてSEF規制の対象とされる可能性も指摘されていたところ（注7）、このようないくつかの基準が客観的でないとの声が市場参加者側からあがっていた（注8）。15年6月9日にロンドンにおいて開催されたFutures Industry Association (FIA) 主催のカンファレンスでは、CFTCのマサド委員長から、SEF規制の対象商品の決定プロセスに対するCFTCの関与の拡大に関して、ラウンドテーブルを開催する見込みである」と

などが言及されている（注9）。

(2)ヨーロッパ

ヨーロッパの電子取引基盤規制では、日本と同様に規制当局側が対象取引を指定することが想定されており、店頭デリバティブ取引に関する基盤の利用について定める「Regulation (EU) No 600/2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012」（以下、「MiFIR」）の委任に基づき、Regulatory Technical Standard (RTS) の策定のため、14年12月19日から対象取引に関するRTSのドラフトが市中協議にかけられた。MiFIRでは、取引基盤規制が発効するにあたり、①MiFIRの定めるtrading venue（取引の場）において取引可能な取引であつて、②当該デリバティブ取引のクラスについてtrading venueの取引に限定したとしても、十分な流動性があると考えられることが必要とされており、RTSの策定にあたって、歐州証券市場監督機構(European Securities and Markets Authority : ESMA)は、十分な流動性が認められるかの判断において、平均的な取引頻度、平均的な取引の規模、市場参加者の数および種類、平均的なスプレッドのサイズ等を考慮すべき」とが示されている（注10）。ヨーロッパでは、流動性について、取引データに基づき取引頻度と取引のサイズを検証する詳細な議論も行われている。しかし、最終的な規制の導入は17年1月以降と見込まれている。

(3)その他の国

電子取引基盤規制に関するその他諸外国の状況としては、法的枠組みが策定されているものの実施には至っていない国が多い。金融安定理事会(Financial Stability Board : FSB)が15年7月に公表した第9次ブログレスレポートでは、当局のなかには、国内制度の詳細化にあたり、他地域の法制度が完全に整備されるのを待つところがあることが指摘されている。さらには、電子取引基盤規制を課しうるだけの十分な流動性がない旨言及する当局があることも

IV : ESMA)は、十分な流動性が認められるかの判断において、平均的な取引頻度、平均的な取引の規模、市場参加者の数および種類、平均的なスプレッドのサイズ等を考慮すべき」とが示されている（注10）。ヨーロッパでは、流動性について、取引データに基づき取引頻度と取引のサイズを検証する詳細な議論も行われている。しかし、最終的な規制の導入は17年1月以降と見込まれている。

IV : ESMA)は、十分な流動性が認められるかの判断において、平均的な取引頻度、平均的な取引の規模、市場参加者の数および種類、平均的なスプレッドのサイズ等を考慮すべき」とが示されている（注10）。ヨーロッパでは、流動性について、取引データに基づき取引頻度と取引のサイズを検証する詳細な議論も行われている。しかし、最終的な規制の導入は17年1月以降と見込まれている。

指摘されている（注11）。

今後の見通し

今般の告示では、15年9月の

電子取引基盤規制の実施にあたり、日本の市場への影響等を考慮しつつ、流動性の高い取引を対象とし、円滑な規制の導入を図っている。今後も、諸外国の規制状況や日本における取引の状況等をふまえ、電子取引基盤の使用義務の対象となる取引の拡大等について、必要に応じ、引き続き検討していくことになる。

以上となる金融商品取引業者等であるかにつけば、International Swap and Derivatives Association（ISDA）のホームページ上で表明するところが期待される。

等であるかにつけば、International Swap and Derivatives Association（ISDA）のホームページ上で表明するところが期待される。

書架



『世界を読み解く
経済思想の授業』
田中修著
日本実業出版社刊
1,700円+税

本書を読むとスマスからピケティに至る経済思想の大きな流れが経済史とともにすんなりと頭に入る。それは著者が経済思想と主要国との経済の関係を自身の視点から読み解き、整理してくれているからである。著者の問題意識は明確だ。リーマンショックを機に世界を圧倒的にリードしていたアメリカの資本主義モデルが権威を失つたあと、次の新たなモデルは何かという問い合わせである。

市場重視の米国モデルは短期的な利益追求を重視するあまり、公平性、公正といった社会秩序の根本を破壊する欠陥を内包している。この点についてアダム・スミス以来、マックス・ウェーバー、渋沢栄一、トマ・ピケティ等の学者が気づき、それぞれの視点から問題点を指摘した。英独仏日各国の政財界リーダーはその指摘を理解し、市場

機能だけでは社会秩序を改善できない部分を政府機能や経済人の自覚によって補う努力を継続してきた。そのコンセプトは正義、あるいは仁義道徳であり、手段は環境保護、所得分配、社会保障等に関する政策だった。ところが、冷戦後に各国の自主性が低下し、米国流に追随する傾向が強まつた。それが世界経済危機を招いたというのが著者の主張である。原因は倫理観をもつリーダーの不在であるとのメッセージが読み取れる。

各章末の中国経済に関するコラムでは、中国が社会秩序の悪化に苦しんでいる姿は米国モデルに偏りすぎた弊害であることを鋭く指摘している。

（注）1 府令では、電子取引基盤規制の対象について、店頭デリバティブ取引の取引量が多い者（原則として前々年度の店頭デリバティブ取引の想定元本額の平均残高が6兆円以上）の間で行われる取引に限定されている。府令の定める想定元本の平均残高が6兆円

- 2 7 U.S.C. §2(h)(8)
- 3 17 C.F.R. §37.10(b)
- 4 17 C.F.R. §40.5 参照 §40.6
- 5 CFTC “Process for a Designated Contract Market or Swap Execution Facility to Make a Swap Available to Trade under Section 2(h)(8) of the Commodity Exchange Act”
- 6 Federal Register vol.78 No.107 p.33613
- 7 Federal Register vol.78 No.107 p.33608
- 8 ISDA “Path Forward for Centralized Execution of Swaps”
- 9 Remarks of Chairman Timothy G. Massad before the FIA International Derivatives Conference (<http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opanmassad-25#SpTmBL>)
- 10 M.I.E.-I.R. 32条
- 11 FSB “Ninth Progress Report on Implementation of OTC Derivatives Market Reforms”

市場重視の米国モデルは短期的な利益追求を重視するあまり、公平性、公正といった社会秩序の根本を破壊する欠陥を内包している。この点についてアダム・スミス以来、マックス・ウェーバー、渋沢栄一、トマ・ピケティ等の学者が気づき、それぞれの視点から問題点を指摘した。英独仏日各国の政財界リーダーはその指摘を理解し、市場