

～海外情報～

2011年11月22日 全10頁

欧州 OTC デリバティブ、取引所等取引の強制へ

ロンドンリサーチセンター
鈴木利光

MiFID II (MiFIR) 法案：デリバティブ透明性強化へ新たな取引施設概念を導入

[要約]

- 2011年10月20日、欧州連合（EU）の行政執行機関である欧州委員会は、2007年11月より施行されている金融商品市場指令（MiFID）の見直し（MiFID II）に関する法案（MiFID IIドラフト）を公表している。
- 現行のMiFID（オリジナルMiFID）は、金融危機によりその欠点が露呈されたことから、施行後まもなくして見直しを迫られている。露呈された欠点とは、平たくいうと、金融危機の一因となったと考えられている、新たな取引基盤（trading platform）や取引活動の発展が、オリジナルMiFIDの規制の枠外にあることである。
- 前者の例がいわゆる「ダークプール」、後者の例が本稿のテーマであるOTCデリバティブである。
- OTCデリバティブに対する規制の議論は、第3回G20金融サミット「ピッツバーグ・サミット」以来、国際的に重要度を増してきている。それは、ピッツバーグ・サミットが、2012年末をデッドラインとする、OTCデリバティブ市場の改善（①「取引所等取引」、②「清算集中」、③「TR報告」、④「自己資本規制」）にコミットしているためである。
- EUでは、すでに、EMIRドラフト（②「清算集中」、③「TR報告」）、CRDIVドラフト（④「自己資本規制」）という規制イニシアティブがとられてきている。
- MiFID IIドラフトは、標準化されており（清算適格があり）、十分な流動性を有するデリバティブについて、①「取引所等取引」を強制する旨提案している。
- そして、①「取引所等取引」を促進すべく、オリジナルMiFIDの規制対象となる二つの取引施設（規制市場およびMTF）に加えて、新たな取引施設概念としてOTFを導入する旨提案している。
- また、デリバティブの透明性を強化すべく、取引情報等の開示規制（取引前透明性および取引後透明性）の適用範囲を非株式金融商品にまで拡大している。
- MiFID IIドラフトは、G20コミットメントのデッドラインに合わせて、2012年末までに最終ルール化されることが想定されている。

[目次]

■ 1. はじめに	2
■ 2. EUにおけるOTCデリバティブ規制の議論（経緯）	3
■ 3. MiFID IIドラフトの構成	6
■ 4. MiFIRドラフト –OTCデリバティブの「取引所等取引」–	6
■ 5. MiFIRドラフト –デリバティブの透明性強化–	8
■ 6. おわりに	9

1. はじめに

MiFID II 法案	2011年10月20日、欧州連合（EU）の行政執行機関である欧州委員会は、2007年11月より施行されている金融商品市場指令（MiFID：the Markets in Financial Instruments Directive）の見直し（MiFID II）に関する法案（MiFID IIドラフト）を公表している。
オリジナルMiFID⇒競争強化（単一市場）	現行のMiFID（オリジナルMiFID） ¹ は、域内単一市場の創設によりEU金融市場の競争を活性化し、投資家に多様な選択肢とリーズナブルな価格での取引を提供すべく導入されている。
金融危機により欠点を露呈⇒見直し（MiFID IIの開発へ）	もっとも、金融危機によりその欠点が露呈されたことから、施行後まもなくして見直しを迫られている。露呈された欠点とは、平たくいうと、金融危機の一因となったと考えられている、新たな取引基盤（trading platform）や取引活動の発展が、オリジナルMiFIDの規制の枠外にあることである。
ダークプールやOTCデリバティブが規制の枠外	前者の例がいわゆる「ダークプール」（取引のボリュームや流動性が前もって開示されない取引環境をいう） ² 、後者の例が店頭（OTC：Over The Counter）デリバティブである。
OTCデリバティブ規制の議論が活発に（G20の合意⇒2012年末がデッドライン）	OTCデリバティブに対する規制の議論は、第3回G20金融サミット「ピッツバーグ・サミット」（2009年9月24日・25日）以来、国際的に重要度を増してきている ³ 。それは、ピッツバーグ・サミットが、2012年末をデッドラインとする、OTCデリバティブ市場の改善にコミットしているためである。
	そこで、本稿では、EUにおけるOTCデリバティブ規制の議論を整理すべく、MiFID IIドラフトのうち、OTCデリバティブの規制に係る部分の概要を、関連するその他の規制イニシアティブ（立法・規制提案等）と合わせて、簡潔に説明するものとする。

1 オリジナルMiFIDは、以下の3つのルールにより構成されている。

- ① 「フレームワーク指令」（Directive 2004/39/EC）
- ② 「施行指令」（Directive 2006/73/EC）
- ③ 「施行レギュレーション」（Regulation No 1287/2006）

2 ダークプールの定義については、MiFID IIドラフトのFAQ、5.と11.の記述を参照されたい。

<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/716&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

また、ダークプールの概要については、以下のコラムを参照されたい。

◆大和総研ホールディングス/コラム「ダークプールが創る次世代の証券ビジネス」（伊藤慶昭）[2007年8月13日]

3 Daniel K. Tarullo “The international agenda for financial regulation” [2011年11月4日]参照

2. EUにおけるOTCデリバティブ規制の議論（経緯）

(1) G20 ピッツバーグ・サミットのコミットメント

EUも加盟メンバーとなっているG20のピッツバーグ・サミット（2009年9月）は、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）や金利スワップをはじめとするOTCデリバティブ市場の改善に関して、次のようなコミットをしている⁴。

「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、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、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、取引情報蓄積機関に報告されるべきである。中央清算機関を通じて決済がされない契約は、より高い所要自己資本賦課の対象とされるべきである。」（外務省仮訳）

G20コミットメント：
箇条書き

これを簡潔にすべく箇条書きにすると、以下のようになる。

- ① 標準化された OTC デリバティブの取引所又は電子取引基盤（electronic trading platform）を通じた取引（取引所等取引）
- ② 標準化された OTC デリバティブの中央清算機関（CCP：central counterparty）を通じた決済（清算集中）
- ③ すべての OTC デリバティブの取引情報蓄積機関（TR：trade repository）への報告（TR 報告）
- ④ CCP を通じて決済されない OTC デリバティブに対する、より高い所要自己資本賦課（自己資本規制）

TR＝データセンター

TRは、デリバティブの取引情報を保管する、民間のデータセンターである。TRの必要不可欠な機能は、規制管轄当局、市場参加者および公衆に対する情報源となり、規制管轄当局による金融システムの安定化（危機における適切な対応）に資することである⁵。現在の代表的なTRは、Trioptima（トライオプティマ）とDTCCである。前者は金利スワップの取引データを、後者はエクイティ・デリバティブとCDSの取引データを取り扱っている。

「OTCデリバティブ」から「デリバティブ」になっても規制の対象からは外れない

なお、上記のG20コミットメントは、文言上は「OTCデリバティブ」を対象としているが、いったん「OTCデリバティブ」から（上記①「取引所等取引」により）「取引所等で取引されるデリバティブ」となったからといって、直ちに上記②「清算集中」、上記③「TR報告」、そして上記④「自己資本規制」の対象から外れる、ということにはならない⁶。すなわち、上記のG20コミットメントは、「OTC」という文言の有無に関わらず、デリバティブ全般を対象としている。

4 OTCデリバティブ市場の改善に関する国際議論の概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研調査季報 2011年 秋季号 Vol.4 「『シャドバンキングシステム』に対する規制の議論」（鈴木利光）

◆大和総研レポート「【連載⑦】デリバティブ・空売り規制（欧州）」（鈴木利光）[2010年11月10日]

5 FSB “Implementing OTC Derivatives Market Reforms – Report of the OTC Derivative Working Group” [2010年10月25日]参照

6 FSB “OTC Derivative Market Reforms – Progress report on Implementation” [2011年10月11日]参照

(2) EMIR ドラフト

G20 ピッツバーグ・サミットのコミットメントを受けて、欧州委員会は、2010年9月15日、OTC デリバティブ規制（EMIR：European Market Infrastructure Regulation）の法案（EMIR ドラフト）を公表している⁷。

対象は金融機関および一部の非金融機関

EMIR ドラフトの適用対象は、金融機関（銀行、保険、ファンド等）、および OTC デリバティブのポジションを一定以上保有する非金融機関である。これには、EU 域内で取引をする第三国の取引主体も含まれる。

「一定以上のポジション」=over コマーシャル・ヘッジ

「OTC デリバティブのポジションを一定以上保有する」とは、OTC デリバティブを、いわゆる「コマーシャル・ヘッジ」（コアビジネスから生じるリスクのヘッジ。例えば為替リスク対応）の領域を超えた、財務活動に用いる場合をいう。詳細については、欧州証券監督機構（ESMA）および欧州銀行監督機構（EBA）が策定するテクニカル・スタンダード（2012年6月30日までに欧州委員会にドラフトを提出）により定められることとしている。

②「清算集中」

EMIR ドラフトは、前記②「清算集中」として、標準化された（清算適格のある）OTC デリバティブ（グループ内取引を除く）の清算集中を提案している。

「清算適格」の有無は ESMAが定める

「清算適格」の有無については、ESMA が策定するテクニカル・スタンダード（2012年6月30日までに欧州委員会にドラフトを提出）により定められることとしている。ESMA は、「清算適格」の有無を決めるにあたり、OTC デリバティブの標準化の程度、ボリュームおよび流動性、フェアな価格情報の入手可能性を考慮することとしている。

リスク軽減措置 to CCPで決済されない OTCデリバティブ

EMIR ドラフトは、OTC デリバティブの清算集中を推進すべく、CCP で決済されない OTC デリバティブの取引当事者（カウンターパーティー）に対し、カウンターパーティー・リスクを軽減する措置を義務付ける旨提案している。具体的には、取引残高を日次で現在価値に引き直すこと（“mark-to-market”）や、より高い自己資本の維持等である。詳細については、ESMA、EBA、および欧州保険・年金監督機構（EIOPA）が策定するテクニカル・スタンダード（2012年6月30日までに欧州委員会にドラフトを提出）により定められることとしている。

③「TR報告」

そして、EMIR ドラフトは、前記③「TR 報告」として、あらゆるタイプの OTC デリバティブ（コモディティ、外国為替デリバティブ、FX 等を含む）の取引情報の TR 報告を義務付ける旨提案している。

カウンターパーティー および/又は CCP

TR 報告は、カウンターパーティーおよび/又は CCP（清算集中される場合）に対して義務付けられる。

契約の締結、修正、終了に関するディテール（詳細はESMA）

TR 報告の内容は、契約締結、契約修正、そして契約終了に関するディテールである。詳細については、ESMA が策定するテクニカル・スタンダード（2012年6月30日までに欧州委員会にドラフトを提出）により定められることとしている。

報告期限、フォーマット、報告頻度も ESMAが定める

そして、TR 報告の期限、フォーマット、そして報告頻度についても、ESMA が策定するテクニカル・スタンダードにより定められることとしている。

⁷ EMIR ドラフトの概要については、以下のレポートも参照されたい。

◆大和総研調査季報 2011年 秋季号 Vol.4 「『シャドーバンキングシステム』に対する規制の議論」（鈴木利光）

◆大和総研レポート「【連載⑦】デリバティブ・空売り規制（欧州）」（鈴木利光）[2010年11月10日]

資産クラスごとのポジション合計を公表	TR は、定期的に、報告を受けた取引の対象となる資産クラスごとのポジション合計を公表しなければならないとされている。個々の取引レベルでのデータは、センシティブな情報といえることから、TR による公表の対象とはなっていない。
当局による取引情報へのアクセス提供	また、TR は、ESMA や規制管轄当局による取引情報へのアクセスを提供しなければならない。
2011年末までには採択される見込み	EMIR ドラフトは、現在、欧州理事会と欧州議会によって審議がされている段階 ⁸ であり、2011 年末までには採択がされる見込みである ⁹ 。
①「取引所等取引」は MiFID II にて対応	なお、前記①「取引所等取引」は、EMIR ドラフトの管轄ではなく、オリジナル MiFID の見直し、すなわち MiFID II にて対応することとなる（後述参照）。

(3) CRDIV ドラフト

対象は銀行および投資業者	欧州委員会は、2011 年 7 月 20 日、EU 自己資本規制 (CRD: Capital Requirements Directives) の第 4 弾 (CRDIV) の法案 (CRDIV ドラフト) を公表している ¹⁰ 。
バーゼルⅢの「落とし込み」	CRDIV ドラフトの適用対象は、EU に拠点を置く銀行および投資業者 (investment firm) である。
④「自己資本規制」(バーゼルⅢ市中協議文書)	CRDIV ドラフトのメインテーマは、バーゼルⅢ ¹¹ の EU ルールへの「落とし込み」である。
CCP 向けエクスポージャーに対する資本賦課を見直し	バーゼル銀行監督委員会 (バーゼル委) は、現在、バーゼルⅢにて、前記④「自己資本規制」として、銀行の CCP 向けエクスポージャーに対する資本賦課を見直す旨検討している。2011 年 11 月 2 日には、このテーマに関する 2 回目の市中協議文書を公表している。
低水準 (2%) のリスク・ウェイトで清算集中を推進	現行規定上、CCP 向けエクスポージャーは、一般的に (当該エクスポージャーが日々担保によりカバーされている場合に限り、) リスク・ウェイトをゼロ (すなわちリスク・アセットもゼロ) とする取り扱いが認められている。この点について、バーゼル委は、OTC デリバティブの清算集中を推進すると同時に、強固なリスク管理プロセスをもたない CCP に取引が集中することにより生じ得る潜在的なシステムミック・リスクを認識し、CCP の強固なリスク管理を確保することを意図した見直しの提案をしている。
低水準 (2%) のリスク・ウェイトで清算集中を推進	具体的には、支払・決済システム委員会 (CPSS) および証券監督者国際機構 (IOSCO) による改訂後の「清算機関のための勧告」の要件を満たす CCP を利用した上で、当該 CCP 向けエクスポージャーが差入担保および清算対象エクスポージャー時価相当額である場合に限り、OTC デリバティブおよび取引所で取引されるデリバティブ (exchange traded derivative) に係るリスク・ウェイトを (ゼロで

8 欧州理事会の経済・財務相事会 (ECOFIN) は、2011 年 10 月 4 日、EMIR ドラフトを承認している。

9 FSB “OTC Derivative Market Reforms - Progress report on Implementation” [2011 年 10 月 11 日] 参照

10 CRDIV ドラフトの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「EU、バーゼルⅢ導入の法案公表 (CRDIV)」(鈴木利光) [2011 年 8 月 2 日]

11 バーゼルⅢの概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研調査季報 2011 年 春季号 Vol.2 「バーゼルⅢ最終規則とジョイント・フォーラム報告書『リスク合算モデルの発展』の概要」(菅谷幸一)

◆大和証券キャピタル・マーケットレポート「バーゼルⅢの詳細ルール公表」(瀧文雄) [2010 年 12 月 17 日]

◆大和総研レポート「バーゼル新規制、概要固まる<訂正版>」(吉井一洋) [2010 年 9 月 14 日]

はないが)、低水準(市中協議文書の提案では2%)とする旨提案している。

2013年1月までに実施

バーゼル委は、この提案を2011年末までに最終ルール化(バーゼルⅢテキストに反映)し、2013年1月までにメンバー法域内において実施されることを期待することとしている。

CRDIVドラフトの改訂による「落とし込み」

CRDIVドラフトは、2013年1月から適用が開始されるバーゼルⅢに合わせて、2012年末までに最終ルール化されることが想定されている。そこで、EUは、CRDIVドラフトの改訂という形で、バーゼル委によるこの提案の「落とし込み」を行うことになろう。

3. MiFID IIドラフトの構成

「指令」と「レギュレーション」：「レギュレーション」にはEU加盟国に対する直接的な強制力あり

EUルールは、「指令(Directive)」と「レギュレーション」の二種類がある。「指令」は、ガイドラインという性格を有し、EU加盟国による自国ルールへの「落とし込み」を要する(したがって、詳細においては加盟国に一定の裁量がある)。これに対し、「レギュレーション」は、EU加盟国による自国ルールへの「落とし込み」という手続きを待たず、直接的にEU加盟国に対する強制力を持つ。したがって、EU加盟国には、「レギュレーション」で定められる規制と異なるルールを設ける裁量が認められていない(“Single Rule Book”)。

MiFID IIドラフトは「指令」と「レギュレーション」(MiFIR)に二分割

MiFID IIドラフトは、オリジナルMiFIDを「指令」と「レギュレーション」の二つに分割する旨の提案をしている。MiFID IIドラフトにおける「レギュレーション」は、“MiFIR (the Markets in Financial Instruments Regulation)”と表記されている。以下、これを「MiFIRドラフト」ということとする。

デリバティブ規制はMiFIRドラフトに分類

欧州委員会は、「指令」の裁量もたらしうるEU域内の規制格差(regulatory arbitrage)を防止すべく、デリバティブ規制をMiFIRドラフトに分類している。

MiFID IIドラフト：2012年末までに採択

MiFID IIドラフトは、G20コミットメントのデッドラインに合わせて、2012年末までに最終ルール化されることが想定されている¹²。

4. MiFIRドラフト —OTCデリバティブの「取引所等取引」—

(1) 新たな取引施設概念(OTF)の導入

オリジナルMiFID⇒規制市場およびMTF

オリジナルMiFIDの規制枠組みは、規制市場(regulated market)¹³およびMTF(Multilateral Trading Facility)¹⁴という二つの取引施設(trading venue)を規制対象としている。

厳格な開示規制

規制対象となる規制市場およびMTF(の運営者)に対しては、「取引前透明性(pre-trade transparency)」(ビッド・オファー価格、取引需要の厚みを、通常の取引時間を通じて継続的に公表)および「取引後透明性(post-trade transparency)」(執行される取引の価格、数量および時間を、可能な限りリア

12 FSB “OTC Derivative Market Reforms - Progress report on Implementation” [2011年10月11日]参照

13 ロンドン証券取引所やNYSE Euronext等、開示基準が厳格な透明性の高い市場をいう。

14 わが国の私設取引システム(PTS)、米国の代替取引システム(ATS)に相当する電子取引システムをいう(ex. Brokertec、Tradeweb、Bloomberg等)。

	ルタイムで公表) という厳格な取引情報等の開示規制が課せられている (後述参照)。
標準化されたOTCデリバティブが規制の枠外のまま	しかし、オリジナル MiFID の規制対象である規制市場および MTF は、標準化された (清算適格のある) OTC デリバティブをカバーすることができておらず、その透明性に関する問題が残されたままとなっている。
MiFIRドラフト : OTFの導入	そこで、MiFIR ドラフトは、前記①「取引所等取引」を促進すべく (後述参照)、規制市場および MTF に加えて、新たな取引施設概念として、OTF (Organised Trading Facility) を導入する旨提案している。
OTFとは	OTF は、投資業者又は市場運営者 (market operator : 規制市場の業務管理者および/又は運営者をいう) によって運営される、金融商品に関する多数の第三者による買い需要と売り需要の相互作用が可能となるシステム又は取引施設をいう (規制市場および MTF を除く)。
広範な定義	このように、OTF の定義は、標準化された (清算適格のある) OTC デリバティブに限らず、オリジナル MiFID の規制の枠外にある組織的な取引 (例えば、いわゆる「クロッシング・ネットワーク」 (投資業者によって運営される取引システムで、顧客の注文を内部でマッチングさせるものをいう) ¹⁵) を可能な限り多く規制の枠内に取り込むことができるように、広範なものとなっている。
規制市場・MTFと同等の厳格な開示規制	MiFIR ドラフトは、OTF (の運営者) に対し、規制市場および MTF と同等の厳格な取引情報等の開示規制 (取引前透明性および取引後透明性) を課す旨提案している (後述参照)。
抜け穴防止	欧州委員会によると、昨今、標準化された (清算適格のある) OTC デリバティブは、OTF に該当しうる取引基盤での取引が増加傾向にあるという。OTF およびそれに対する規制の導入は、こうした状況から生ずる (異なる金融商品間の) 規制格差という抜け穴 (loophole) を塞ぐことにあるとしている。

(2) 「取引所等取引」の強制

①「取引所等取引」	MiFIR ドラフトは、前記①「取引所等取引」として、標準化されており (清算適格があり)、十分な流動性を有するすべてのデリバティブ (グループ内取引を除く) は、規制市場、MTF、および OTF のいずれかにおいてのみ取引されるべき旨提案している。
「清算適格」の有無はESMAが定める (EMIRドラフト)	前述のとおり、「清算適格」の有無については、(EMIR ドラフトに基づき、) ESMA が策定するテクニカル・スタンダード (2012 年 6 月 30 日までに欧州委員会にドラフトを提出) により定められることとしている。
「十分な流動性」の有無もESMAが定める (MiFIRドラフト)	そして、「十分な流動性」の有無についても、(MiFIR ドラフトに基づき、) ESMA が策定するテクニカル・スタンダード (欧州委員会に、上記「清算適格」の有無に関するテクニカル・スタンダードが欧州委員会に採択されてから 3 ヶ月以内に

15 クロッシング・ネットワークの定義については、MiFID II ドラフトの FAQ、7. の記述を参照されたい。

(<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/716&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>)

また、クロッシング・ネットワークについては、以下のコラムを参照されたい。

◆大和総研ホールディングス/コラム「証券会社も取引所の競合相手に? 米国で普及するクロッシング・ネットワーク」(伊藤慶昭) [2006 年 12 月 22 日]

ドラフトを提出)により定められることとしている。ESMA は、「十分な流動性」の有無を決めるにあたり、取引の頻度(平均)、取引の規模(平均)、アクティブな市場参加者の数およびタイプを考慮することとしている。

「取引所等取引」が義務付けられるタイミングもESMAが定める(MiFIRドラフト)

なお、ESMA は、上記(MiFIRドラフトに基づく)テクニカル・スタンダードにより、デリバティブがいつの時点から「取引所等取引」を義務付けられるか、すなわち、いつの時点で標準化された(清算適格のある)デリバティブが十分な流動性を有しているかについても定めることとしている。

5. MiFIRドラフト – デリバティブの透明性強化 –

オリジナルMiFID⇒株式のみ

オリジナル MiFID は、取引情報等の開示規制(取引前透明性および取引後透明性)を、規制市場での取引が認められる株式(これらの株式がMTFおよび店頭(OTC)で取引されている場合も含む)のみに課している。

標準化されたOTCデリバティブが規制の枠外のまま

このように、オリジナル MiFID における取引情報等の開示規制(取引前透明性および取引後透明性)は、標準化された(清算適格のある)OTCデリバティブをカバーすることができておらず、その透明性に関する問題が残されたままとなっている。

MiFIRドラフト⇒株式類似金融商品(DRおよびETF)に拡大

そこで、MiFIRドラフトは、取引情報等の開示規制(取引前透明性および取引後透明性。これらの概要に大きな変更はない)の適用範囲を、まず、以下の(MTF又はOTFにて取引される)株式類似金融商品に拡大する旨提案している。

- 預託証券(DR: Depositary Receipt)
- 上場投資信託(ETF: Exchange-Traded Funds)

MiFIRドラフト⇒非株式金融商品(債券、ストラクチャード・ファイナンス商品、デリバティブ)

そして、MiFIRドラフトは、取引情報等の開示規制(取引前透明性および取引後透明性)の適用範囲を、以下の非株式金融商品にも拡大する旨提案している。

- 債券 ※1
- ストラクチャード・ファイナンス商品(仕組み金融商品) ※1
- 排出量(emission allowance) ※2
- 標準化された(清算適格のある)デリバティブ
- TRに報告されるデリバティブ

(※1) 規制市場での取引が認められる、又は目論見書が発行されるものに限る

(※2) MTF 又は OTF にて取引されるものに限る

一定の非株式金融商品の取引前透明性については開示規制の免除可

ただし、一定の非株式金融商品の取引前透明性については、規制管轄当局の裁量により、マーケット・モデル、当該金融商品における取引活動の特殊性、流動性プロフィール、オーダーや発行の規模および/又はタイプといった要素を勘案し、取引情報等の開示規制を免除することを可能とする旨提案をしている。

取引報告義務：すべての金融商品に適用範囲を拡大

なお、「透明性強化」ではなく「監督強化」にあたるが、投資業者、規制対象となる取引施設（の運営者）の規制管轄当局に対する取引報告義務についても簡潔に言及しておく。オリジナル MiFID の取引報告義務は、規制市場での取引が認められる金融商品（これらの金融商品が MTF および店頭（OTC）で取引されている場合も含む）のみに課せられているところ、MiFIR ドラフトは、この適用範囲をすべての金融商品に拡大する旨提案している。

二重報告の防止

もっとも、二重報告のコストを避けるべく、（EMIR ドラフトに基づき）TR 報告を義務付けられるデリバティブについては、MiFIR ドラフトに基づく取引報告義務は免除されることとしている（TR が規制管轄当局に取引データを移管することとしている）。

6. おわりに

以上が、EU における OTC デリバティブ規制の議論の概要である。

G20コミットメントの実施過程にある

このように、EU では、EMIR ドラフト、CRDIV ドラフト、そして MiFIR ドラフトにより、G20 ピッツバーグ・サミットにおける OTC デリバティブ市場の改善に関するコミットメントのうち、前記①から④のすべてにおいて実施過程にあるといえる¹⁶。

本稿のテーマがMiFID IIにおいて最も重要かつ争点となる提案

欧州シンクタンクの Eurofi によれば、オリジナル MiFID の見直し（MiFID II）において最も重要かつ争点となる提案は、本稿で取り上げた、OTC デリバティブの「取引所等取引」の推進（OTF の創設を含む）、およびデリバティブの透明性強化（取引情報等の開示規制の拡充）である¹⁷。

「取引所等取引」はG20コミットメントに比して厳格に過ぎるという懸念

MiFIR ドラフトの「取引所等取引」について、国際スワップ・デリバティブズ協会（ISDA）は、G20 コミットメントに比して厳格に過ぎるのではないかという懸念を表明している¹⁸。というのは、G20 コミットメントが「適当な場合には」という留保を付しているのに対し、MiFIR ドラフトは「取引所等取引」を強制しているためである。

過度な標準化に繋がり、多様なニーズに反するという懸念

その結果として、一部の業界筋からは、MiFIR ドラフトの「取引所等取引」は OTC デリバティブの過度な標準化を強制し、エンドユーザーの多様なニーズに反するのではないかという懸念が示されているという¹⁹。

包括的な取引前透明性は流動性を阻害するという懸念

そして、MiFIR ドラフトにおける「デリバティブの透明性強化」について、欧州金融市場協会（AFME）は、その非株式金融商品の取引情報等に対する包括的な取引前透明性の開示規制は流動性を阻害するのではないかという懸念を表明している²⁰。とりわけ、プロ向け市場では、デリバティブ等の非株式金融商品がメインで

16 米国および日本においても、EU と類似の進捗がみられる。概要については、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研調査季報 2011 年 秋季号 Vol.4 「『シャドバンキングシステム』に対する規制の議論」（鈴木利光）

◆大和総研レポート「米国金融規制改革法（ドッド＝フランク法）成立」（横山淳）[2010 年 7 月 22 日]

◆DIR Market Bulletin 2010 年 夏季号 Vol.25 「清算集中を中心とする CDS 規制～欧米の動向と日本への示唆～」（鈴木利光）

◆大和総研レポート「店頭デリバティブ取引の清算集中」（横山淳）[2010 年 5 月 25 日]

17 Eurofi “MiFID review: priorities for reviewing the regulation of trading activities” [2011 年 9 月 16 日]

18 ISDA “ISDA Comments on EC’S MiFID Proposals” [2011 年 10 月 20 日]参照

19 Eurofi “MiFID review: priorities for reviewing the regulation of trading activities” [2011 年 9 月 16 日]参照

20 AFME “AFME comment on the Markets in Financial Instruments Directive and Regulation (MiFID/MiFIR)” [2011 年 10 月 20 日]参照

あるところ、価格開示等が強制されることによりブローカー・ディーラーの活動を萎縮させ、結果として流動性が減少するだろうと報じる向きもある²¹。

規制当局の裁量による開示規制（取引前透明性）の免除で対応

もつとも、MiFIR ドラフトは、こうした懸念を認識したうえで、一定の非株式金融商品の取引情報等の取引前透明性については、規制管轄当局の裁量による開示規制の免除を可能とする旨提案しているのだろう（前述参照）。

重要なディテールの大部分はテクニカル・スタンダード待ち

いずれにせよ、現時点では、重要なディテールの大部分が ESMA 等によるテクニカル・スタンダードに委ねられており、それらが公表されるまでは、MiFIR ドラフトの「取引所等取引」および「デリバティブの透明性強化」の正確なコスト・ベネフィットを論ずることはできないだろう。

CCPで決済されないデリバティブの最低証拠金設定の要望あり

なお、米国財務省長官のティモシー・ガイトナー氏は、デリバティブの清算集中を推進すべく、CCP で決済されないデリバティブの最低証拠金を国際的に定めるべき旨提唱している²²。そして、イングランド銀行（BOE）副総裁のポール・タッカー氏もこれに同意している²³。現時点では、EMIR ドラフトはこのような規制を提案していない。

ESMA 等によるテクニカル・スタンダードと合わせて、EMIR ドラフトが今後このような最低証拠金の規制を提案するか否かについても、業界関係者は注目することになるだろう。

以上

21 LEXOLOGY “A changing landscape: the MiFID II legislative proposal” [2011 年 10 月 20 日]参照

22 U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY “Excerpts of Treasury Secretary Tim Geithner’s Remarks to the International Monetary Conference” [2011 年 6 月 6 日]参照

23 BOE “Central counterparties: the agenda” [2011 年 10 月 24 日]参照