

電力先物市場等の在り方に関する調査
報告書

令和4年3月31日



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

令和3年度商取引・サービス環境の適正化に係る事業
電力先物市場等の在り方に関する調査

目 次

第Ⅰ部 今後のエネルギー先物市場の在り方に関する調査

1	はじめに	1
2	エネルギー先物市場を取り巻く環境分析と活性化に向けた検討.....	3
2.1	電力	3
2.1.1	電力現物・先物市場の現状.....	3
2.1.2	国内電力先物市場の現状を踏まえた評価.....	15
2.2	LNG	18
2.2.1	LNG 現物・先物市場の現状	18
2.2.2	国内 LNG 先物上場に向けた取組状況.....	21
2.3	エネルギー先物市場活性化に向けた課題抽出.....	22
2.4	エネルギー先物市場の在り方.....	25
2.4.1	商品先物市場の役割.....	25
2.4.2	課題と対応の方向性.....	25
3	終わりに	30
	参考資料編	32
	参考資料 1: 「今後のエネルギー先物市場の在り方に関する検討会」 委員等名簿...	33
	参考資料 2: 「今後のエネルギー先物市場の在り方に関する検討会」 開催状況.....	34

第Ⅱ部 取引所外取引に係る調査事業

4	欧州.....	35
4.1	MiFIDII/MiFIR.....	37
4.1.1	概要	37
4.1.2	主な規制内容.....	46
4.1.3	域外適用・域外アクセス.....	56
4.2	MADII/MAR	58
4.2.1	概要	58
4.2.2	主な規定内容.....	59
4.2.3	域外適用.....	62
4.3	EMIR	63
4.3.1	概要	63
4.3.2	主な規制内容.....	64
4.3.3	第3国との関係.....	72

4.4	電力市場における監視枠組み.....	78
4.4.1	REMIT	78
4.4.2	各国との関係性.....	91
5	米国.....	104
5.1	CEA	104
5.1.1	概要	104
5.1.2	主な規制内容.....	108
5.1.3	域外適用・域外アクセス.....	121
5.2	電力市場における監視枠組み.....	123
5.2.1	卸電力市場全般に係る規制～EPAct 2005.....	123
5.2.2	CFTC と FERC の管轄を巡る問題.....	125
6	我が国における法規制の在り方	127

第 I 部 今後のエネルギー先物市場の在り方に関する調査

1 はじめに

我が国では、電力小売全面自由化に伴い、JEPXスポット市場を主な電力調達源とする小売電気事業者にとってJEPXスポット価格の変動リスクをヘッジする取引環境の整備が必要とされている。経済産業省では、ヘッジ手段の一つである電力先物市場について、関係者でその在り方を検討する場として「電力先物市場の在り方に関する検討会」を2017年度に開催しており、同検討会報告書では各種論点及び対応の方向性が示された。2019年9月には、東京商品取引所(TOCOM)が電力先物商品を3年間の期限付きで試験上場しており、現状において取引量はJEPXスポット市場の数%程度と限定的ではあるが、2021年1月のJEPXスポット価格高騰を踏まえた先物でのヘッジニーズの高まり等、電力先物の重要性・必要性は増しているところである。

一方、LNGに関しては、LNG先物市場協議会報告書(2013年)において、リスクヘッジの場としての先物市場の創設が重要であり、LNG自体の需給を反映した信頼性のある価格指標が確立された場合にはLNG価格の安定化への貢献が期待されるとされ、そのために、現金決済型のLNG先物市場の創設を目指すべきであるとされた。また、上記の「電力先物市場の在り方に関する検討会」においても、LNG市場について市場が透明性を持って確立されていくことが重要であり、最終的には電力先物市場とセットで形成されていくべきとの意見が示されている。なお、LNG先物については、新たな価格指標の確立というよりは、既に価格指標として確立しているプラッツJKMを用いた(電力先物とLNG先物を組み合わせた)発電マージンの固定化等のニーズがあるとされており、事業者のニーズやそれを踏まえた適切なLNG先物市場の在り方について検討が必要とされている。

我が国では東京商品取引所(TOCOM)が、商品デリバティブ市場の活性化を図っており、日本企業・日本経済のより一層の発展に貢献するため、2019年10月に日本取引所グループ(JPX)と経営統合している。2020年7月には、TOCOMのクリアリングハウスであった日本商品清算機構(JCCH)を、財務基盤が強固でより信用力の高い日本証券クリアリング機構(JSCC)が統合しており、加えて、貴金属等の上場商品を大阪取引所に移管することで総合取引所が始動している。TOCOMは、原油・石油製品及び電力を上場するとともに、総合エネルギー市場として電力と発電用燃料をワンストップで取引できる環境を整備するべくLNG先物の上場を準備中である。

上記の背景を踏まえ、経済産業省商品市場整備室では、電力先物市場の取引状況や国内外のLNG現物・先物市場の現状等に鑑みつつ、電力先物及びLNG先物を含む新たな総合エネルギー先物市場の公正な取引環境の確保と市場活性化に向けた課題等について議論を行う場として「今後のエネルギー先物市場の在り方に関する検討会」を、計3回(2021年10～

12月)にわたって開催した。本報告書は、その結果を踏まえ、我が国エネルギー先物市場の今後の方向性についてまとめたものである。

2 エネルギー先物市場を取り巻く環境分析と活性化に向けた検討

2.1 電力

2.1.1 電力現物・先物市場の現状

(1) 電力先物市場の創設に至る経緯

電力先物市場については、電気事業法等の一部を改正する法律(平成26年法律第72号)による商品先物取引法(以下、「商先法」という。)の改正により、電力を商品先物市場の対象とすることが可能となった。その後、2015年7月に「電力先物市場協議会」において電力先物市場の方向性に関する取りまとめを行うとともに、2016年6月に東京商品取引所において電力先物の模擬売買が実施されるなど、関係者による電力先物取引の利用に関する期待が高まりつつあった。

このような状況の中、2017年度には経済産業省 商務・サービスグループ 参事官室(商品市場整備担当)(当時)が、「電力先物市場の在り方に関する検討会」を立ち上げており、同検討会報告書では電力先物市場の創設に係る以下の論点について、今後の方向性が示された。

- ・ 電力先物市場の創設の意義等
- ・ 電力先物市場の取引対象者
- ・ 市場活性化に向けた取組
- ・ 不公正取引への対応
- ・ 電力先物取引に係る税・会計
- ・ クリアリング

小売全面自由化が始まり、更なるJEPXスポット市場の取引の活性化や将来の小売料金規制の撤廃が見込まれる中、本検討会では、電気事業者が負う価格変動リスクをヘッジするためには、電力先物市場が必要という関係者の認識が共有された。その上で、公正な取引環境の確保と委託者保護等の観点から、例えば、取引対象者について、個人投資家は参加しないプロ向けの市場とするのかといった点については、今後、早急に商品取引所と電気事業者等との間で十分な議論をしていく必要があるとされた。また、不公正取引の防止や市場監視の在り方についても、主務省や商品取引所においてどのような対応をとることができるのか、検討を重ねていく必要があるとされた。また、電力先物市場を立ち上げるに当たって、何より大切なことは、多くの者が先物市場に参加することで、流動性が確保され、そこで形成される価格が信頼性あるものと評価され、更なる流動性確保、市場の活性化につながるような好循環の仕組みを構築することの重要性が指摘された。そのために、取引所と電気事業者等においては早急に議論を深めるとともに、当局においても更な

る検討を進めていくことが必要であり、また、我が国の電力市場の動向を踏まえ、取引参加者の利便性等を含む具体的な活用方法の検討を行うべきであると提言された。

上記議論を経て、TOCOM は、中長期的な価格見通しを提供し、事前に価格変動リスクのヘッジを可能とするプロ向け(個人投資家の参加を認めない)市場として電力先物商品を2019年9月17日より試験上場している。なお、TOCOM は、商先法に基づく公設市場として、経済産業省の監督の下、公正適正な取引の確保や委託者保護義務が整備されている。

(2) 国内電力現物・先物市場の現状及び今後の動向

(電力現物市場)

我が国では、電力市場の競争促進を図るために、様々な取り組みが実施されてきた。具体的には、旧一般電気事業者は、卸市場活性化のための自主的取組みとして、JEPX スポット市場における余剰電力の全量供出(限界費用ベースでの売入札)やグロス・ビディング等を実施している。JEPX において間接オークションが開始された 2018 年 10 月以降、JEPX のスポット取引約定量の国内販売電力量に占めるシェアは 30%を超えて推移しているが、2020 年度における JEPX スポット市場約定量は 3,128 億 kWh となっており、国内販売電力量に対する割合は 38.9%に達している。電力・ガス取引監視等委員会による「自主的取組・競争状態のモニタリング報告」では、我が国電力市場の競争状況等に係る 4 半期別データを公表しているが、最新版報告書によると、2021 年 4～6 月期における同約定量は 717 億 kWh(同割合 38.8%)となっている。

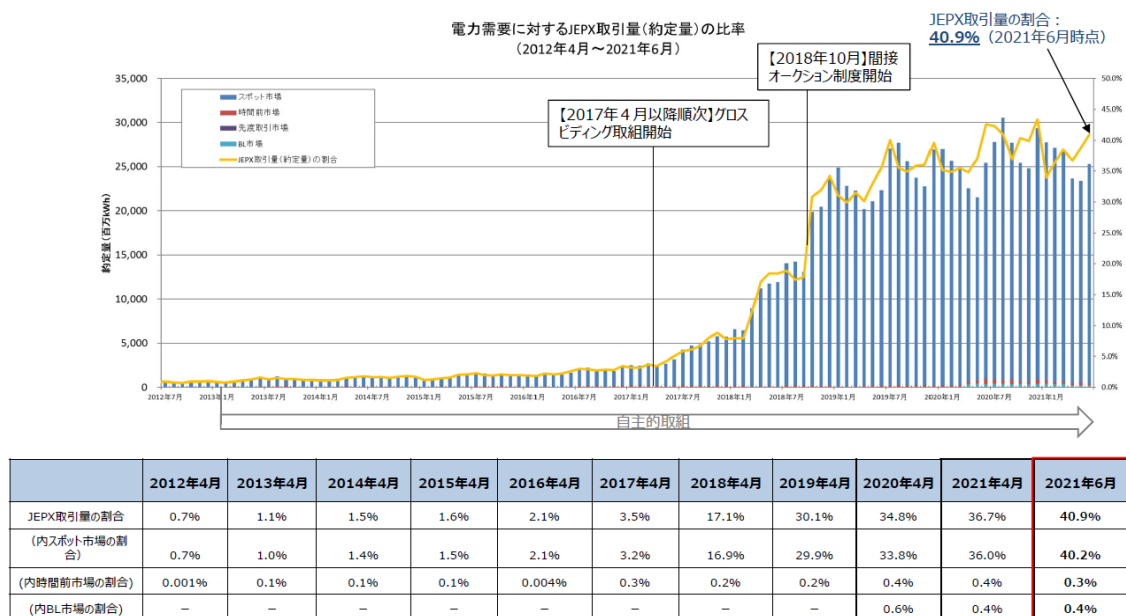


図 2-1 国内電力消費量及び電力スポット取引量の推移

(出所) 第 65 回 制度設計専門会合 事務局提出資料「自主的取組・競争状態のモニタリング報告(令和 3 年 4 月～令和 3 年 6 月期)」¹⁾

JEPX スポット市場価格を見ると、2020 年度における平均約定価格 11.2 円/kWh となっている。2020 年度冬季は、需給逼迫²⁾の影響により、2020 年 12 月中旬以降、スポット市場価格が高騰した。2021 年 1 月に入り、1 日(48 コマ)平均で 100 円/kWh を超える日も出ており³⁾、1 月 13 日には 1 日平均の最高価格 154.6 円/kWh を記録した。その結果として、2021 年 1

¹⁾ <https://www.emsc.meti.go.jp/activity/emsc_system/065_haifu.html>

²⁾ この背景としては、寒波の到来に伴う電力需要の増加や、燃料在庫の減少に伴う LNG 火力の出力低下、売り切れの発生による買入札価格のスパイラル的高騰等の要因が考えられる。

³⁾ 2021 年 1 月 1 日から 1 月 25 日にかけて、50 円以上のスパイクが 751 コマにて発生。1 月 15 日において過去最大の 251 円/kWh を記録した。

～3 月期の平均約定価格は 26.2 円/kWh となっており、前年同期 7.0 円/kWh と比較して大きく高騰した⁴。なお直下の状況を見ると、2021 年夏以降の欧州などにおける世界的な電力価格上昇の傾向にあっても、我が国では 2021 年度夏は高騰は発生せず、11/23 時点のシステムプライス平均価格は 9.1 円/kWh となっている。

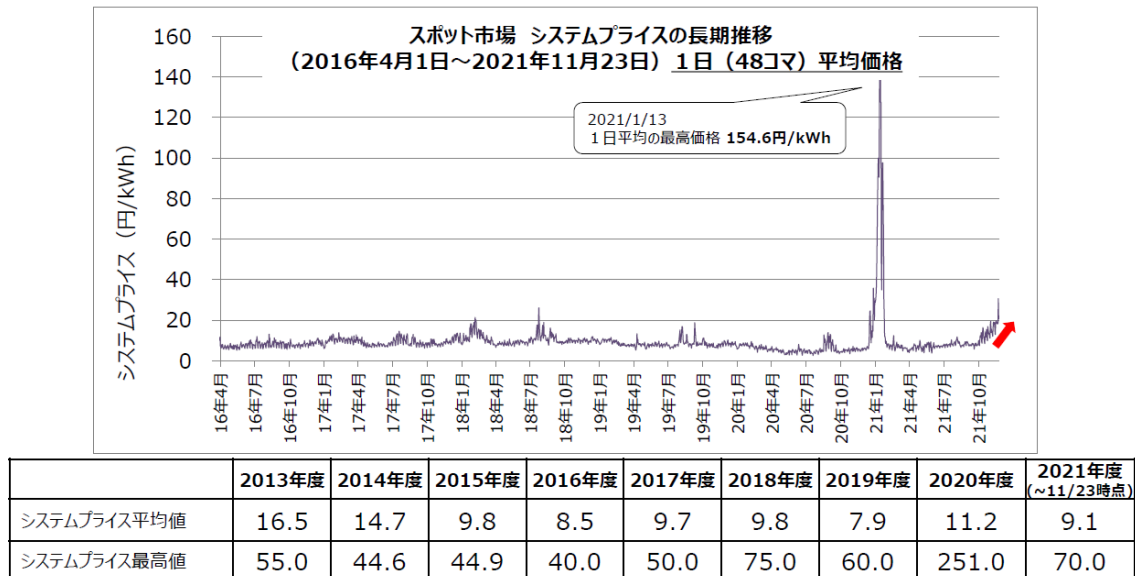


図 2-2 JEPX スポット市場におけるシステムプライスの長期推移

(出所) 第 67 回 制度設計専門会合 事務局提出資料「資料 5 スポット市場価格の動向等について⁵」

(電力先物市場)

我が国では 2019 年 9 月 17 日から東京商品取引所(TOCOM)において電力先物の試験上場が開始された。現在は東エリア、西エリアそれぞれについて、ベースロード電力及び日中ロード電力の計 4 種類の電力先物商品が上場されている。また、2020 年 5 月には EEX が電力先物のクリアリングサービスを開始している。

電力自由化に伴うヘッジニーズの高まりに加えて、上述の 2020 年度冬季の電力価格高騰を受けて、電力先物の市場参加者及び取引量は増加傾向にある⁶。2021 年 10 月時点において TOCOM 電力先物市場の参加者数は、国内電気事業者を中心に、海外電力トレーダー、金融機関など 127 社となっており、特に、本年 1 月の JEPX スポット価格高騰以降大幅に増加(123%増)した。電力先物取引の取引高、取組高については、季節的な変動はあるものの全般的に対前年比約 2 倍の水準で着実に拡大している。商品別に見ると、2020 年度までは東エ

⁴ <https://www.emsc.meti.go.jp/activity/emsc_system/062_haifu.html>

⁵ <https://www.emsc.meti.go.jp/activity/emsc_system/pdf/067_05_00.pdf>

⁶ TOCOM における 2020 年度の電力先物商品の取引量は 8.38 億 kWh。一方、EEX における 2020 年度の電力先物商品の取引量は 29.03 億 kWh。なお、2021 年上期(1～6 月)における取引量は 42.35 億 kWh(内訳: TOCOM7.09 億 kWh、EEX35.26 億 kWh)となっており、同期間の JEPX スポット市場取引量 1,525 億 kWh の約 2.8%に相当

リア商品の取引割合が高かったが、2021 年度に入ると市場参加者の増加及び多様化が進み、東西エリア、ベースロード/日中ロードなどバランスの取れた取引状況となりつつある。

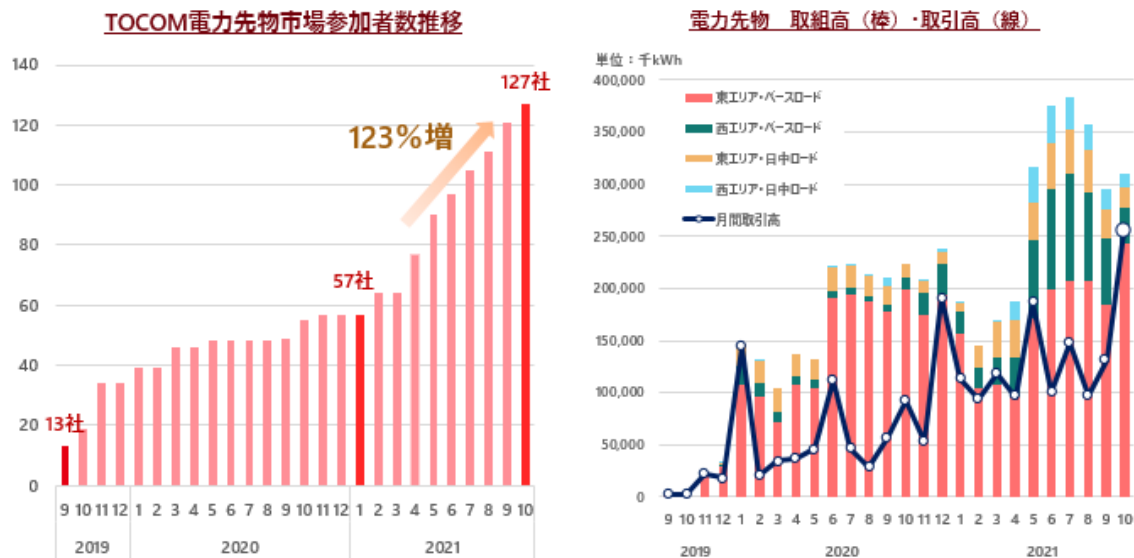


図 2-3 TOCOM 電力先物市場における市場参加者推移(左)及び取組高・取引高推移(右)
(出所) TOCOM 提供資料

(3) 国外電力現物・先物市場の現状及び今後の動向

1) 欧州

(電力取引構造)

欧州委員会は、電力市場の取引量や価格の状況に係る四半期別報告書として「Quarterly Report on European Electricity Markets⁷⁾」を発表している。2020 年における主要国・地域の卸電力取引量(取引所取引(現物・先物)、OTC 相対、OTC Cleared の合計量)は 12,010TWh(前年比 8%増加)となっており、その内訳を見ると、取引所取引(現物・先物)の割合が 26%(3,120TWh)、OTC 相対・OTC Cleared の割合が 74%(8,890TWh)となっている⁸⁾。また国別に見ると、ドイツが約 7,000TWh 程度であり、大きな割合を占めている。

⁷⁾ <<https://ec.europa.eu/energy/en/data-analysis/market-analysis>>

⁸⁾ 最新版の 2021 年第 1 四半期報告書によると、2021 年 1～3 月における主要国・地域の卸電力取引量は 2,807TWh であり、前年同期から 24%減少。内訳を見ると、取引所取引(現物・先物)の割合が 27%(758TWh)、OTC 相対・OTC Cleared の割合が 73%(2,050TWh)>

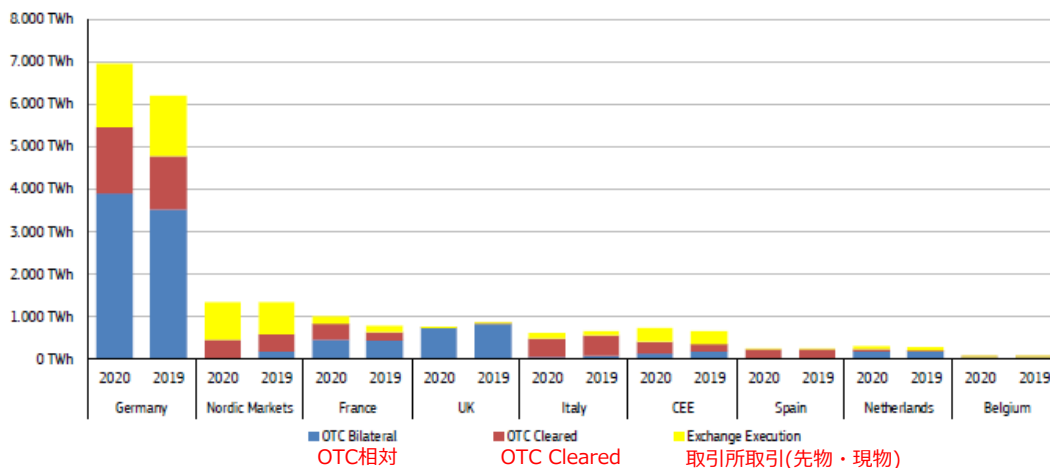


図 2-4 欧州主要国・地域における電力取引量(2019 年、2020 年)

(出所) 欧州委員会「Quarterly Report on European Electricity Markets Volume 13」

EU 主要国(ドイツ、フランス、イギリス、北欧 4 カ国+バルト 3 国、スペイン、イタリア)における主な卸電力取引所における取引量を示す。国別に見ると取引所取引が中心である北欧、OTC 取引が中心であるイギリス、更に双方ともに発展したドイツなど、各国により電力取引構造が大きく異なる。

表 2-1 主要国の卸電力取引所における取引量(2020 年)

電力取引量		単位: TWh									
市場	商品形態	日本	ドイツ	フランス	イギリス	北欧(+Baltic)	スペイン	イタリア			
取引所取引	現物決済	取引所	JEPX	EPEX SPOT	EPEX SPOT	EPEX SPOT	Nord Pool	Nord Pool	OMIE	IPEX(GME)	
		前日市場	312	216	122	55	89	359	241	280	
		取引所	312	216	122	55	89	359	175	210	
		相対	-	-	-	-	-	-	66	70	
		時間前市場	0.4	64	11	23	0	12	35	25	
	金融決済	先渡市場	0.03	-	-	-	-	-	-	1	
		その他	BL市場	-	ARENH	-	-	-	-	-	
		取引所	TOCOM	EEX	EEX	EEX	Nasdaq	Nasdaq	OMIP	EEX	Borsa Italia
		先物取引	4	3,006	551	-	-	506	34	189	265
		OTC Cleared	-	-	-	-	-	932	-	-	546
OTC取引	現物決済/金融決済	OTC Cleared	-	1,580	361	2	-	218	179	382	
		OTC相対	-	3,788	460	737	-	0	7	47	
		参考: 2020年国内電力需要量(TWh)	816	499	423	303	-	384	228	284	

注 1: OTC Cleared は、一部データが重複している可能性

(出所)各取引所のアニュアルレポート等より作成、OTC 取引はロンドンエネルギーブローカー協会(LEBA: London Energy Brokers' Association)Web サイトよりデータ集計。また国内電力需要量は、EUROSTAT 最新版よりデータを取得(注: イギリスは 2019 年の数値。また日本は 2020 年度国内電力販売量)

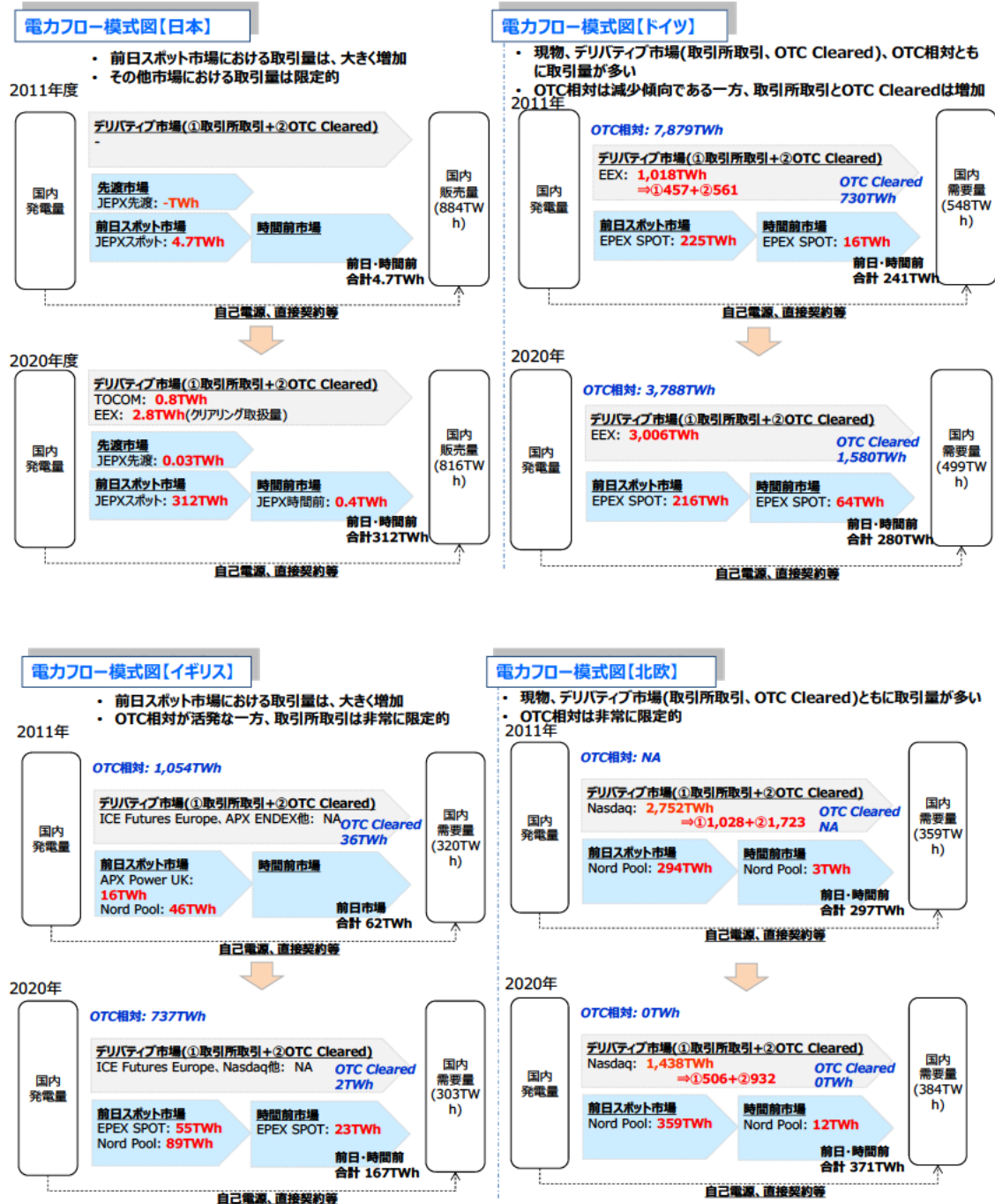


図 2-5 電力取引構造の比較 (2011年⇒2020年)

(出所) 各取引所のアニュアルレポート等より作成、OTC取引はロンドンエネルギーブローカー協会(LEBA: London Energy Brokers' Association)Webサイトよりデータ集計。また国内電力需要量は、EUROSTAT 最新版よりデータを取得(注: イギリスは2019年の数値。また日本は2020年度国内電力販売量)

(電力デリバティブ取引所の発展経緯)

欧州では EU 指令に基づく域内単一市場構築に呼応する形で⁹、卸電力取引所間における市場結合が進展しており、電力デリバティブ取引所¹⁰の動向にも影響を及ぼしつつある。具体的には、一部のデリバティブ取引所グループが、取引所上場商品を広域化しており、一つの国・地域だけでなく、EU 全体で市場展開を図る動きがみられる。その結果として、取引所間における再編が進展している。

欧州における電力市場の構造を概観すると、全電力取引量の 50%程度は OTC 相対取引であり、OTC ブローカープラットフォームを通じて行われている。残りの 50%が取引所を介した取引(取引所取引+OTC Cleared)となっているが、EEX や NASDAQ Commodities の 2 大取引所グループをはじめ、様々な取引所に分散されている。

表 2-2 主な電力デリバティブ取引所における国別展開状況(2021 年 1 月時点)

	EEX Derivatives	NASDAQ Commodities	ICE		OMIP	GME	IDEX
			Futures Europe	ENDEX			
イギリス	○	○	○				
ドイツ	○	○		○	○		
オーストリア	○			○			
フランス	○	○		○	○		
北欧	○	○		○			
スペイン	○	○			○		
ポルトガル					○		
イタリア	○	○		○		○	○
ベルギー	○	○		○			
オランダ		○		○			
他	チェコ、ハンガリー、ポーランド、ルーマニア、スイス、スロヴァキア、ギリシャなど			スイス			

(出所)MURC 作成

参考: 主要な電力デリバティブ取引所グループ～EEX グループ

(電力先物取引量の推移)

- ・ 欧州エネルギー取引所(EEX AG: European Energy Exchange AG) ¹¹は、ドイツのライプチヒに本拠を置く、電力、ガス、排出枠等のエネルギーデリバティブ商品を中心とし

⁹ 2009 年 7 月に欧州議会及び理事会にて採択された「EU 域内ガス・電力市場のための第三次法令パッケージ」は、電力・ガス分野における EU 域内単一市場の創設に向けた一連の法令である。この中でも、EU クロスボーダー電力取引規則((Regulation (EC) No. 714/2009)では、ENTSO-E が、系統利用・運用に関する EU 大の共通規則であるネットワーク・コード(Network Codes)を策定するとしている。この中でも、市場及び取引に関係するものとして、容量割当及び混雑管理(CACM: Capacity Allocation & Congestion Management)、先渡容量割当(FCA: Forward Capacity Allocation)、需給調整(EB: Electricity Balancing)の 3 つが存在しており、域内単一市場創設を目指した EU Target Model の制度設計要素を構成している。

¹⁰ “電力先物取引所”とも呼ばれるが、一般的には先物商品だけでなく、オプションやスプレッドなど多様な派生的商品(derivatives)を上場していることから、本調査では“電力デリバティブ取引所”として呼称を統一している。

¹¹ <<http://www.eex.com/>>

て扱う取引所である¹²。

- ・ 2020 年における欧州における電力デリバティブ市場の取引量¹³は 4,737TWh となっており、2019 年 3,973TWh から 764TWh ほど増加している(19.2%増)¹⁴。2010 年以降、経済停滞に伴う電力需要の減少等の影響により取引量は低迷していたが、イタリアなどに対する市場拡大などもあり、取引量は急増している。ドイツ取引量も堅調であるが、シェアは相対的に減少傾向にある。

EEX における電力デリバティブ商品取引量の詳細 (欧州のみ)

	2016年		2017年		2018年		2019年		2020年	
	TWh	構成比	TWh	構成比	TWh	構成比	TWh	構成比	TWh	構成比
先物商品	3,708	94.6%	2,692	95.4%	3,155	94.3%	3,922	98.7%	4,656	98.3%
ドイツ	2,665	68.0%	1,883	66.7%	2,022	60.4%	2,597	65.4%	3,006	63.5%
フランス	454	11.6%	274	9.7%	320	9.6%	356	9.0%	551	11.6%
イタリア	481	12.3%	394	14.0%	560	16.7%	569	14.3%	546	11.5%
スペイン	72	1.8%	67	2.4%	106	3.2%	151	3.8%	189	4.0%
東欧	17	0.4%	43	1.5%	87	2.6%	186	4.7%	278	5.9%
その他	20	0.5%	30	1.1%	60	1.8%	63	1.6%	86	1.8%
オプション商品	212	5.4%	131	4.6%	192	5.7%	50	1.3%	81	1.7%
合計	3,920	100.0%	2,822	100.0%	3,347	100.0%	3,973	100.0%	4,737	100.0%

(出所)EEX アニュアルレポート等より MURC 作成

(主な上場商品)

- ・ 電力デリバティブ商品は、Phelix Future、Phelix Option、French Power Future、Italian Power Future、Dutch Power Future、Belgian Power Future など多数であり、ドイツ、オーストリア、フランス、スイス、オランダ、ベルギー、イタリアなどの商品を上場している。
- ・ EEX は、EPEX SPOT との協力に基づき、EEX 先物商品における各市場参加者のポジションに準じた形で、物理的受渡サービス(Physical Fulfilment Service)を提供している。当該サービスは、EEX における電力先物と EPEX SPOT における電力現物の両方を取り扱う市場参加者に対して認められている。

(取引所活性化措置)

¹² 同取引所は、ライプチヒ電力取引所(LPX)と旧欧州エネルギー取引所(EEX)の合併により誕生し、2002 年より運用を開始した。2009 年には、Powernext SA(フランス)との統合により、両取引所の物理的取引機能を EPEX SPOT SE へ統合すると同時に、金融的取引機能を EEX Power Derivatives へ集約している。EEX AG は、EPEX SPOT SE、EEX Power Derivatives GmbH、European Commodity Clearing AG など傘下に抱えており、EEX Group を形成している。

¹³ 2017 年の Nordal Exchange 買収により、米国にも事業展開している。なお Nodal Exchange の取引量は、2017 年 838TWh、2018 年 1,039TWh、2019 年 1,857TWh と推移している。

¹⁴ EEX では、欧州全体で 10 か国・11 ハブに跨る天然ガス商品を提供している。2020 年における天然ガス取引量は 2,379TWh(現物 1,411TWh、デリバティブ 968TWh)となっている。

- EEX 取引所規則「マーケットメイカー及び流動性供給者による流動性供給」に基づき、EEX は取締役会の指定した商品についてマーケットメイカー制度を導入している¹⁵。電力先物に関しては大手電力会社及びそのトレーディング子会社が主にその役割を担っている。
- 2020 年版ドイツ市場監視報告書によると、2019 年は Phelix Futures DE においてマーケットメイカーとしての役割を果たした企業は Uniper Global Commodities SE、RWE Supply & Trading GmbH、EDF Trading Limited、Vattenfall Energy Trading GmbH の 4 社であった。上記 4 社のマーケットメイカーとしての取引量シェアを見ると¹⁶、2017 年は買い側/売り側ともに大きく減少し 10%を下回っていたが回復傾向にあり、2019 年は買い側 18.9%、売り側 21.9%であった。
- EEX はマーケットメイカー制度を流動性向上のため重要な施策と位置づけ。2003 年中頃まではマーケットメイカーによる取引量が全体の約 80%を占めていた。(現在は 20%程度で推移)

(清算機関、証拠金)

- EEX グループの清算機関である European Commodity Clearing AG(ECC)は、同グループの取引所において取引される商品に関してクリアリングを実施している。
- ECC では、複数の取引所及び商品間における証拠金相殺(Cross-Margining)による統合的サービスを提供している。EEX 電力先物商品のポジションも、ECC による証拠金相殺に統合されている。
- Inter Commodity Spread は複数商品の間の証拠金相殺を実施するものであり、EEX では電力とガス等との証拠金相殺について明記

参考: 主要な電力デリバティブ取引所グループ～Nasdaq グループ

(電力先物取引量の推移)

- NASDAQ Commodities は、北欧において電力デリバティブ市場を運営してきた Nord Pool ASA から、2010 年に同事業を買収しており、現在は単独で事業運営を実施している。電力関連商品の提供については、ノルウェー、スウェーデン、フィンランド、デンマークに加えバルト 3 国、更にはイギリス、ドイツ、フランス、オランダ、イタリア等にて事業を展開している。
- Nord Pool では 1996 年に電力デリバティブ商品を上場以来、取引量を順調に増加させてきたが、2003 年には大きく減少した。その後、2005 年から 2008 年にかけて回復基調し、2008 年にはピークとなる 4,014TWh(取引所取引: 1,437TWh、クリアリング取

¹⁵ <<https://www.eex.com/en/trading/market-making>>

¹⁶ マーケットメイカーとして行動する際に創出された取引量のみを対象としている。すなわち、企業がマーケットメイカーとしての役割外で従事した取引量された可能性は含まれていない。

扱量: 2,577TWh)まで増加した。しかし、2008 年以降、取引量は再び大きく減少しており¹⁷、2016 年には 2,593TWh(取引所取引: 935TWh、クリアリング取扱量: 1,658TWh)まで減少した。またここ数年は特に落ち込みが著しく 2019 年は 2016 年からおよそ半減して 1,258TWh(取引所取引: 411TWh、クリアリング取扱量: 848TWh)となっている。2020 年はやや回復しており 1,477TWh(取引所取引: 521TWh、クリアリング取扱量: 956TWh)となっている。

(主な上場商品)

- ・ NASDAQ Commodities では、電力、ガス、排出枠、フレート、海産物、鉄鉱石等の様々な商品を取り扱っている。NASDAQ Commodities では、北欧のみならず、イギリス、ドイツ、オランダ等の数多くの国においても電力デリバティブ商品を展開している。商品形態は、先物・オプションに加え、系混雑発生時の価格変動リスクをヘッジする EPAD が取引されている。
- ・ 主要電力先物商品である Nordic Power についてみると、現在は Base load のみの取り扱いとなっており、電力先物(Power Futures)と電力繰越先物(Power DS (Deferred Settlement) Futures)の 2 つに分類される。またオプション商品は、同じく Base load のみの取り扱いとなっている。
- ・ UK を対象とした天然ガス先物商品が上場されている。原資産は NBP(National Balancing Point)を仮想受け渡し場所とする天然ガス先物であり、参照価格は NE2X の天然ガススポット価格となっている(注:オプションの扱いはなし)

(市場活性化)

- ・ NASDAQ Commodities では、市場流動化策のひとつとしてマーケットメイカー制度について規定している。取引所規則に基づき必要に応じて当該制度を導入出来るとしており、現在、電力先物をはじめとした一部商品に対して導入されている。
- ・ NASDAQ Commodities では、10 年以上に渡る取引量減少及び流動性低下を改善すべく、2018 年初頭に基本戦略の見直しを実施している。具体的には、①コモディティ市場の発展・拡大、②流動性の向上、③リスク管理体制の強化、の 3 つに重点的に取り組んでいる。
 - ✓ ①コモディティ市場の発展・拡大...これまで先物やオプション等のデリバティブ商品のみの取り扱いであったが、今後、コモディティ取引所が現物と先物を組み合わせたソリューションを提供できることが鍵となるという考えのもと、現物と先物の双方のプラットフォームとして機能することを目指している。
⇒電力商品に関しては、北欧、ドイツ、フランスの国々を対象とした前日オーク

¹⁷ その理由としては、2008 年 9 月の金融危機以降における金融的市場参加者の市場撤退、また欧州経済の長期的な低迷に伴う生産活動及び電力消費量の減少、金融規制強化による市場参加者の取引行動への制約などが指摘されている。

ションソリューションの提供を開始予定*¹

- ✓ ②流動性向上...一部の Nordic 商品について、DS Future の非上場化等を進め集約化を図ることにより、流動性の向上を図っている。また 2019 年 9 月より、既存のマーケットメイカーを補完する新たなプログラムとして、Market Maker Light Program を開始¹⁸。
- ✓ ③リスク管理体制の強化...中央清算機関(CCP)全般にわたるリスク管理の強化に向け、2018 年 9 月の会員のデフォルト発生の教訓と会員との議論を踏まえ、強靱な市場インフラを確保するため、リスク管理の枠組みの変更を実施

(清算機関、証拠金)

- ・ Nasdaq グループの清算機関である Nasdaq Clear は、同グループの取引所において取引される商品に関してクリアリングを実施しており、複数の取引所及び商品間における証拠金相殺(margin offsets)による統合的サービスを提供している。Nasdaq commodities における電力先物商品のポジションも統合
- ・ コモディティデリバティブの証拠金モデル*¹ は、同じ原資産(時間スプレッド、コモディティ内スプレッド(intra commodity spread)に加えて、異なる商品グループ(inter commodity spread)の相互性についても考慮する。

2) 米国

米国において電力先物商品を上場する取引所として、ICE グループ傘下の ICE Futures U.S、CME グループ傘下のニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX : New York Mercantile Exchange)、更には Nodal Exchange が存在する。この中でも、Nodal Exchange は、2007 年に設立された北米における電力・ガスを専門とする取引所である。電力関連商品は、ノードルベースの先物契約として提供されており、8 つの RTO/ISO におけるエネルギー市場(前日市場・リアルタイム市場)の関連商品を上場している。2017 年 5 月には、EEX グループの EPEX SPOT が同社の株式を 100%取得しており、その後も Nodal Exchange における電力先物取引量は近年増加傾向にある¹⁹。

¹⁸ 当該プログラムでは、毎営業日に 2 つのトレーディングウィンドウ(9:00-10:00 及び 13:00-14:00 CET)が導入され、スプレッド縮小が図られる。現在、マーケットメイカー 3 社(Modity Energy Trading AB 社、Ørsted Salg & Service A/S 社、MFT Energy A/S 社)が、トレーディングウィンドウ中に、以下に示す義務を負う双方向のスプレッドを組むことに同意している

<<https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=904552&lang=en>>

¹⁹ 2017 年 838TWh、2018 年 1,039TWh、2019 年 1,857TWh、2020 年 1,719TWh と推移している。2020 年における取引量 1,719TWh は、米国における電力デリバティブ取引量(クリアリング取引されたもの)合計の 34%程度(出所: EEX annual report 2020)

2.1.2 国内電力先物市場の現状を踏まえた評価

電力小売全面自由化に伴い、JEPX スポット市場を主な電力調達源とする小売電気事業者にとって JEPX スポット価格の変動リスクをヘッジする取引環境の整備が必要として、2019 年 9 月に、東京商品取引所(TOCOM)が電力先物商品を 3 年間の期限付きで試験上場した。

その後 JEPX スポット市場において、自然変動性のある再生可能エネルギーの拡大等を背景に、JEPX スポット価格が最低価格(0.01 円/kWh)となる時間帯が増加したり、2021 年 1 月の JEPX スポット価格高騰のように寒波や LNG 在庫不足等により急激に高騰する事象が発生している状況を受け、電力先物は、中長期的な価格見通しを提供し事前に価格変動リスクのヘッジを可能とするツールとして、その必要性が再認識された。2021 年 1 月の JEPX スポット価格高騰後に TOCOM 電力先物市場の参加者数が大幅に増加したことや、取引量が着実に拡大してきていることは、この表れと言える。

更に、JEPX スポット価格については、資源エネルギー庁の第 40 回電力・ガス基本政策小委員会²⁰において、2020 年度冬季の JEPX スポット市場価格高騰は、一義的には市場における売り札切れにより発生したものと分析されているが、2021 年度冬季の電力需給について、過去 10 年間で最も厳しい見通しが示されているところ、小売電気事業者の中には、供給能力確保義務を履行できない者が出る可能性があり、この場合、市場における売り入札が不足することに伴い、市場価格が高騰し、小売電気事業者全体にも影響が及ぶ可能性があるとしている。このように、電力先物が試験上場された当初想定されていた以上に価格変動リスクが増している(詳細は 2.1.1(2)を参照)現状を踏まえると、需要家に対する安定的なサービス継続や経営安定化の観点からも、事業者の需要管理やリスクヘッジなどの適切な行動を促していく必要がある²¹。2021 年度には政府のエネルギー政策関連文書においても電力先物の利活用の推進について明文化が進められており(以下参考を参照)、電力先物はエネルギー政策とも整合的なリスクヘッジツールであると言える。

参考：エネルギー政策との整合性

- ・ 資源エネルギー庁が第 36 回電力・ガス基本政策小委員会で公表した「2020 年度冬季の電力需給ひっ迫・市場価格高騰に係る検証中間とりまとめ」²²の中で、電気事業者は、JEPX スポット市場が大きな価格変動リスクを伴う市場であることを改めて認識する必要がある、こうした観点からは、相対契約や先渡

²⁰ <https://www.meti.go.jp/shingikai/enecho/denryoku_gas/denryoku_gas/040.html>

²¹ 2021 年 1 月上旬の電力需給ひっ迫により浮き彫りとなった市場価格高騰に伴うショートポジションの小売電気事業者の抱えるリスクや、逆に、需要が落ち込む時期であって再生可能エネルギーの供給力が高い場合に生じる市場価格下落に伴うロングポジションの小売電気事業者や発電事業者が抱えるリスク等について、安定的な電力サービスを実現するために電気事業者において実施が望ましいと考えられる行為として、資源エネルギー庁が今年 11 月に「地域や需要家への安定的な電力サービス実現に向けた市場リスクマネジメントに関する指針」を公表。本指針において、小売電気事業者・発電事業者それぞれにおける望ましい行為を示した上で、事業者のリスクマネジメントの参考として参考事例集を整備し、電力先物や燃料先物等を活用したリスクヘッジ手法について事例を紹介している。

²² <https://www.meti.go.jp/shingikai/enecho/denryoku_gas/denryoku_gas/036.html>

市場・先物市場等を通じ、JEPX スポット市場よりも早い時点から段階的にリスク管理を行うことが必要であり、事業者におけるこうした取組を促進することが重要と考えられるとの記載がされた。

- ・ 2021 年 6 月 1 日に資源エネルギー庁電力産業・市場室が小売電気事業者宛てに「夏季の電力需要期に向けた供給力確保等について」という通知文²³を発出した。当該通知文は、2021 年度においても夏季・冬季共に厳しい需給見通しが示されていることに鑑み、需要家に対する安定的な電力供給サービスの提供をし、供給力確保義務を含めた法令順守に万全を期す観点から、先物市場等を活用した供給力確保やリスクヘッジ等について検討することを要請する内容であった。また、2021 年 11 月 5 日にも「冬季の電力需要期に向けた供給力確保等について」という同様の通知文を発出している。
- ・ また、2021 年 11 月 15 日付で資源エネルギー庁は「地域や需要家への安定的な電力サービス実現に向けた市場リスクマネジメントに関する指針」²⁴を公表し、小売電気事業者・発電事業者それぞれにおける望ましい行為を示した上で、事業者のリスクマネジメントの参考として参考事例集²⁵を整備し、電力先物や燃料先物等を活用したリスクヘッジ手法について事例を紹介している。
- ・ 2021 年 10 月 22 日に閣議決定された第 6 次エネルギー基本計画²⁶において、電気システム改革を更に推進していくためには、公正な競争環境を整備していくことが必要であるとする一方で、事業者自身が電力システム全体の安定への寄与を果たすことも重要であり、需要家に対する安定的なサービス継続や経営安定化の観点からも、事業者が需要管理やリスクヘッジなどの適切な行動を取っていく必要があるとして、先物・先渡市場やベースロード市場の活性化やこれらの市場を通じた事業者のリスク管理の促進などに取り組むとされている。

具体的な電気事業者のニーズをみても、電力・ガス取引監視等委員会が第 61 回制度設計専門会合で公表した 2021 年 4 月に JEPX 会員等を対象に実施したアンケート調査²⁷によると、今後の TOCOM の利用に向けて準備中と回答した社は小売電気事業者のうちの 37%、発電事業者のうちの 27%に達していることから、電気事業者による電力先物市場への参加は今後更に増加していくと推測される。なお、電力事業者による電力先物の主な利用目的は、スポット価格(再生可能エネルギーを調達する際の回避可能費用も含む)の変動リスクのヘッジや相対取引の信用リスクのヘッジ、ベースロード市場/間接送電権市場の補完等であると考えられている。その他、小売電気事業者 156 社のうち 44%が市場リスクを把握するための参考指標として TOCOM の先物価格を参照していると回答があり、電力先物価格は電気事業者が市場リスクを把握するための参考指標としても活用されている。

²³ <https://www.meti.go.jp/shingikai/enecho/denryoku_gas/denryoku_gas/040.html>

²⁴

<https://www.enecho.meti.go.jp/category/electricity_and_gas/electric/summary/regulations/pdf/shijoriskmanagement.pdf>

²⁵<https://www.enecho.meti.go.jp/category/electricity_and_gas/electric/summary/regulations/pdf/shijoriskmanagement_b.pdf>

²⁶ <<https://www.meti.go.jp/press/2021/10/20211022005/20211022005.html>>

²⁷ <https://www.emsc.meti.go.jp/activity/emsc_system/061_haifu.html>

また、2017 年度の「電力先物市場の在り方に関する検討会」において、電力先物は電力供給量に大きな影響を与える情報(発電設備の停止や稼働状況等)を一部の電気事業者及び社員のみが有するといった、他の商品とは事情が異なる特殊性があり、インサイダー取引の懸念があると指摘されたことを受け、TOCOM においては、不公正取引については他の上場商品と同様の市場監視を実施していることに加え、インサイダー取引防止の観点から、HJKS(発電情報公開システム)等における公開情報との整合性を含めた追加的な監視を実施してきている。具体的には、経産省に対して、商先法に基づく日次ベースでの取引報告(取引高、価格、注文発注時間、約定時間等を含む)に加え、不公正取引及びインサイダー取引²⁸の有無に関する調査結果を毎月報告している。こうした取組は、電力先物の公正な価格形成という観点から適切な取組であったと評価できる。

以上のことから、電力先物の試験上場は一定の成果を挙げており、電力先物取引の政策的意義や社会的要請の高まりに対してその存在価値を示してきたと評価できる。

一方で、我が国の電力先物の取引量は JEPX スポット市場の数%に留まり、諸外国の状況と比較して限定的である。資源エネルギー庁による「2020 年度冬季の電力需給ひっ迫・市場価格高騰に係る検証中間とりまとめ」においても、先物市場等のヘッジ市場の活用が期待されるところであるが、事業者からは市場の活性化が不十分であり、取引機会が限定されている等の意見が寄せられている。こうした意見を踏まえた我が国の電力先物市場における課題とその方向性については、2.4 にて述べる。

²⁸ TOCOM は、公正取引委員会及び経済産業省による「適正な電力取引についての指針」に記載されているインサイダーの定義及び取引に基づいて TOCOM の規程類(電力におけるインサイダー規制に関する細則)を整備している。

2.2 LNG

2.2.1 LNG 現物・先物市場の現状

(1) 国内 LNG 現物市場の現状及び今後の動向

(LNG 輸入量)

我が国では LNG 調達の全量を輸入に依存している。2020 年の LNG 輸入量は 7443 万 t となっており、約 3 割が短期・スポット LNG 輸入である²⁹。一方、2021 年にも中国が我が国を抜いて世界一位の LNG 輸入国になる見込みであり、国際 LNG 市場における我が国のプレゼンス低下が懸念されている。このような状況の中、経済産業省「新・国際資源戦略(2020 年 3 月)」では、LNG 関連の政策方向性のひとつとして「柔軟な国際 LNG 市場形成とアジア需要の取り組み」を掲げている。その中で、日本企業の LNG 取扱量について、2030 年度に 1 億トン(外・外取引含む)との目標を新たに設定し、更に日本の 50 年に渡る LNG 輸入の知見を活かし、日本が引き続き世界最大の LNG 需要国として市場を主導することを目指すとしている。また、第 6 次エネルギー基本計画においても、国際 LNG 市場の更なる流動化やレジリエンスの強化、電力・ガス自由化の中での効果的な LNG 確保と調達価格安定化、LNG バリューチェーン全体での脱炭素化等に向けて、新たな LNG 戦略を早期に策定し、実行する、という方針が示されている。

(LNG スポット価格)

LNG スポット価格は近年大きく変動しており、特にここ数年は、価格変動幅が非常に大きい。具体的には、JKM は、2020 年 1 月以降、供給拡大と需要増加ペースの失速により下落基調となり、2020 年 4 月末には史上最安値の 1.83 ドル(単位:USD/百万 Btu、以下同じ)を記録した。8 月以降上昇基調に転じ、2021 年 1 月には寒波の影響で需要が急増したことにより、32.5 ドルの史上最高値を付けた。その後、価格は急落して 2 月下旬にかけて 5 ドル台まで下落したが、以降は高値で推移する欧州ガス市場にも牽引され、10 月に 56 ドルまで一時上昇し、11 月には 30 ドル半ばを推移している。9 月に 28 ドルまで一時上昇した。一方、日本平均 LNG 輸入価格は、2020 年 3 月以降の原油価格急落の影響により、8 月から 10 月にかけて 2005 年 1 月以来の低水準となる 5 ドル台まで下落した。その後は堅調な原油価格の値動きに応じて推移し、2021 年 8 月には 2 年振りに 10 ドルを超え、10 月は 11.87 ドルとなっている³⁰。

²⁹ 出所: GIINL「Annual Report 2021」より

³⁰ JOGMEC 月次レポートより<<https://oilgas-info.jogmec.go.jp/nglng/1007905/index.html>>

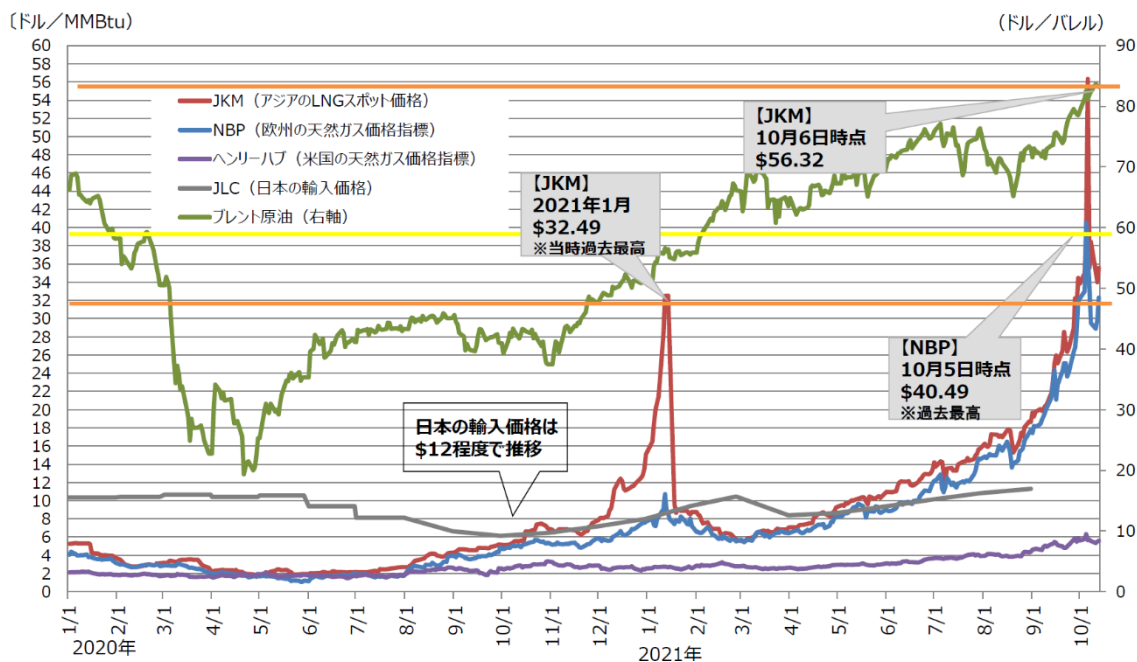


図 2-6 直近の LNG 価格の推移

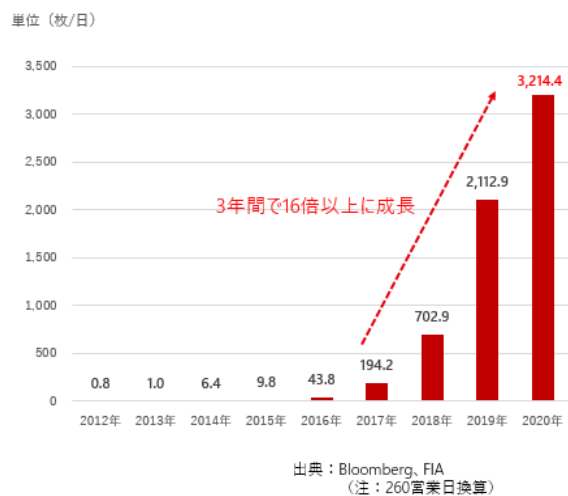
(出所) 第 40 回 電力・ガス基本政策小委員会「資料 3-2 燃料及び電力を取り巻く最近の動向について」

(2) 国外における LNG 市場の現状及び今後の動向

国際天然ガス市場においては、米国では Henry-Hub をはじめとする複数の天然ガスハブ、また欧州ではイギリス National Balancing Point(NBP)、オランダ Title Transfer Facility(TTF)などの代表的な天然ガスハブが存在しており、天然ガススポット価格指標を形成してきた。これに対して、NYMEX、ICE Futures Europe、ICE Futures U.S、EEX、NASDAQ Commodities などコモディティデリバティブ取引所グループが、このような天然ガススポット価格を参照価格とする様々なデリバティブ商品を上場しており、スポット価格指標と先物市場が両輪となって市場が発展してきた。

一方、パイプラインによる供給よりも LNG への依存が高いアジアにおいては、プラッツ JKM が北東アジア向け LNG スポット価格指標としての地位を確立している。プラッツの JKM を指標とする LNG 先物(ドル建て)は、2012 年に ICE Europe(英)及び CME(米)に上場しており、2017 年以降、取引量が増加し、3 年間で取引高が約 16 倍に急増している。2020 年時点では、JKM 先物の清算高は、日本・韓国・中国・台湾向け短期・スポット取引量の 2 倍弱に匹敵するものの、欧米の天然ガス先物市場と比較すると、流動性等は十分ではなく、アジア時間取引できる先物市場が未整備となっている。

ICE・CME JKM先物1日平均清算高



北東アジアのLNG現物・デリバティブ市場規模

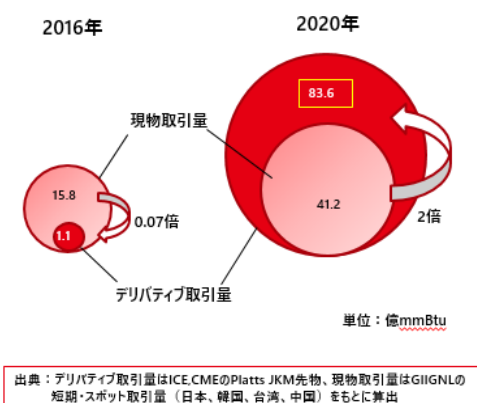


図 2-7 ICE・CME JKM 先物 1 日平均清算高(左)・北東アジアの LNG 現物・デリバティブ市場規模(右)

(出所) TOCOM 提供資料より

2.2.2 国内 LNG 先物上場に向けた取組状況

価格変動性の高い LNG 価格を念頭において、TOCOM では北東アジア向け LNG スポットカーゴの指標価格であるプラッツ JKM を対象とした現金決済型の円建て LNG 先物商品の上場を目指しており、2021 年 9 月に試験上場認可申請を行った。昨冬及び足元の LNG 価格高騰を踏まえ、主要な発電用燃料である LNG の価格変動リスクヘッジ手段を提供するとともに、アジア時間取引できる先物市場を整備して、LNG の主要消費地である日本を含む北東アジアの価格発信機能を強化して価格指標に対する影響力の強化を図ることを目指したものである。

LNG 先物の上場により、電力先物と燃料先物(原油先物、LNG 先物)を共通プラットフォームで取引・清算することで、発電マージン(スパークスプレッド)の固定化を目的とした発電事業者の電力先物市場への参入が容易となる環境の実現を期待する声もある。

表 2-3 LNG 先物取引の制度要綱案

	LNG (プラッツJKM) 先物取引
先物取引の種類	現金決済先物取引 (円建て)
先物取引の対象	日本・韓国を仕向地とする仕向港着船渡し条件のLNG現物 ※ S&Pグローバル・プラッツ (以下「プラッツ」) が評価する日本/韓国向けLNGカーゴのスポット価格指標「Japan/Korea Marker (プラッツJKM)」を指標とする ※ 北東アジア向けの短期・スポット物LNGの価格指標として値決め等に参照
取引単位	1,000mmBtu/枚 (倍率1,000倍)
呼値とその値段	0.1円/mmBtu
限月構成	連続15限月制 (新甫発会日の属する月の翌々月から起算した15月以内の各月)
新甫発会日	取引最終日の翌営業日、日中立会から
取引最終日	当月限の前月の15日 (日中立会まで) ※当日が休業日に当たるときは順次繰り上げ
最終決済日	取引最終日の翌営業日
最終決済価格	プラッツが日々発表するJKM価格の月間平均価格 (円換算値) (※) ※当月限の前々月の16日~前月15日のJKMスポット価格の平均値 (円換算値)
立会時間	日中立会：寄付板合わせ：午前 8 時 45 分 引板合わせ：午後 3 時 15 分 ザラバ取引：午前 8 時 45 分から午後 3 時 10 分 夜間立会：寄付板合わせ：午後 4 時 30 分 引板合わせ：翌日の午前 6 時 00 分 ザラバ取引：午後 4 時 30 分から翌日の午前 5 時 55 分

(出所)TOCOM 提供資料

2.3 エネルギー先物市場活性化に向けた課題抽出

国内電力先物市場及びLNG先物市場に対する、現状及び将来におけるニーズ・課題等を把握する目的で、有識者、電力先物市場の当業者、商品先物取引業者等に対して、インタビュー調査を実施した³¹。インタビューで得られた主な意見は以下のとおり。

(1) 電力先物市場

(流動性)

- ・ 市場の選択において流動性は重要な判断要素であり、流動性の更なる向上が重要。
- ・ 実需に基づく適正な価格による流動性の確保という観点からマーケットメイカー制度も期待されるが、機能しているとは言い難い。
- ・ 取引参加者の構成に多様性がなく、特に売り札を出すプレイヤーが少ないことから、流動性(特に売り札)が不足しており、思うように取引できないこともある。

(価格の信頼性)

- ・ TOCOM 電力先物のフォワードカーブの信頼性が向上しており、この信頼性の維持・強化を図ることが重要。
- ・ 電力価格のベンチマークとして先物価格は重要。電力先物価格は海外の現物LNG価格も参照した上で価格が決定されるべきではないか。
- ・ 電力の販売価格に縛られた買い入れをする事業者だけで市場を構成されると、フェアな価格は形成されないのではないかと。

(商品設計)

- ・ 売り手の参画を促すため、売り手のニーズに合致する商品設計をすべきという観点から、現状4つである商品を拡充すべきという議論がある。取引単位は、引き上げ・引き下げの双方の意見を聞く。
- ・ 流動性を更に向上させない限り、商品を拡充しても流動性が分散してしまうのではないかと。
- ・ 商品を拡充せずとも現行商品で対応可能な取引方法がある。一方で、企業によっては理解度に差があるため、理解されやすい商品設計を目指す必要がある。
- ・ 商品拡充には取引所及び事業者の方でシステム費用が発生するため、コストベネフィットも考慮すべき。
- ・ TOCOM では、2022年4月以降、現行15限月制から24限月制へ延長するが、ヘッジのための期間設定という観点から、この変更については歓迎。

³¹ インタビュー調査は、2021年10月から11月にかけて実施した。

(会計処理)

- ・ 会計上のハードルが高いという事業者も多いと聞く。
- ・ 電力先物における会計処理の整理については、株式市場との関係もあるため簡単には動かない上、事業者内での検討も必要であるものの、制度設計側においても引き続き取りうる対策の検討を進めてもらいたい。

(2) LNG 先物市場

(ニーズ)

- ・ 天然ガス価格が高騰している今は、先物が必要という雰囲気を醸成するには良いタイミングである。電力先物の重要性が認められた背景は、電力取引が継続的かつ長期的取引であり取引量が大きく、貯蔵できないことにより価格スパイクのリスクがある点で、発電アセットを持たない事業者にとってリスクヘッジの手法として重要と認識されたものと思料。他方、発電アセットを持つ事業者にとってのニーズとして、LNG 先物が対応している。今後、電力スポット価格と相関性の高い LNG スポット市場の取引量が増え、LNG 先物によりスプレッドの管理が可能になれば、大手の電力による電力先物及び LNG 先物の参加が進むのではと期待。
- ・ 将来的には TOCOM の原油先物に加え LNG の裁定取引の機会などもあると考えている。裁定取引ができるか否かは、各市場の流動性と相関性がどの程度計算できるか、マーケットをウォッチした上での検討となる。
- ・ 為替リスクに自社で対応できる企業は、TOCOM が円建てであることを理由に TOCOM を選択するということはないだろう。
- ・ 日本に LNG を輸入し電力会社に販売するような企業を含め、海外で取引をしている当業者がリスクテイカーやヘッジャーとして参加することを期待する³²。
- ・ 近年の燃料費の高騰状況を踏まえても、LNG 先物や原油先物、石炭先物等、燃料のデリバティブで価格をヘッジする必要。小売電気事業者との燃料費に応じた卸契約だけでは必ずしもカバーできない。

(商品設計)

- ・ TOCOM の LNG 先物の取引単位が、外国の取引所で上場している LNG 先物や現物の LNG の取引量と比較して小さいのでは。一方で、取引単位を大きくした場合、個人投資家での取り扱いができないという点も理解。

(市場監視)

³² 検討会最終報告書より一部追記

- ・ 電力先物の市場監視は、他の商品とは異なる電力の商品としての特殊性から、他の上場商品以上の追加的な監視を実施している。一方、LNG 先物にはそのような特殊性はなく、石油等の商品と同様の監視で足りる。

(3)電力先物市場及び LNG 先物市場共通

(価格の信頼性)

- ・ 仲介業者に起因する問題として、立会外取引の情報が委託者に平等に開示されていないことが挙げられる。全く目にしていない注文が立会外取引で成約されることがある。TOCOM ウィンドウが活性化し共通のプラットフォームで価格等の情報が見られる状況が進展することを期待。
- ・ 海外の参加者も参照できる立会外取引のプラットフォームが整備されると、参加者にとっての利便性が上がるだろう。

(クリアリング)

- ・ 証拠金が少なすぎるのも問題であるが、過度に多くの証拠金を求め流動性が細った結果、値動きが本来の値動きより大きくなることもリスク。証拠金制度の目的はリスク管理であり、LNG 上場後の値動き等を踏まえ、リスク管理上問題があるかないかという観点から、バランスのよい証拠金制度を研究していく必要。
- ・ クリアリングメンバーに大手金融(銀行・証券)が参加することが望ましい。クリアリングの信頼性が一層向上されることを期待。
- ・ 社内体制の整備に関して、それほど規模の大きい新電力などは、証拠金管理のオペレーション及び証拠金そのものが負担となっているのではないか。

その他、OTC 取引における規制の在り方の検討、排出権取引等も含む TOCOM と海外取引所の連携や、現物市場である JEPX スポット市場との連携に関する意見もあった。

2.4 エネルギー先物市場の在り方

2.4.1 商品先物市場の役割

商品先物市場の本来の役割は、商先法に規定されているとおり、公正な価格形成の実現や、商品の生産及び流通の円滑化にある。電力やLNGといったエネルギー商品は、その価格や現物の生産・流通状況が国民生活に与える影響は極めて大きいことから、価格や現物の生産・流通に与える影響への配慮が特に重要である。

また、公正な価格形成や商品の生産及び流通の円滑化といった商品先物市場の役割を果たすためには、価格の観点からは、不公正な取引によって価格公正性が脅かされることがないよう適切な監視が求められることに加え、一定の流動性が必要であり、商品の生産及び流通の円滑化という観点からは、現物を取り扱う当業者³³によって有用な価格ヘッジの場として活用される市場であることが求められる。

加えて、具体的な制度設計にあたっては、商品特性を踏まえた検討が求められる。例えば電力については、非貯蔵性や情報格差といった商品特性や、多様な価格変動要因(燃料市場の動向や発電所等の設備稼働状況、天候等)を踏まえた制度設計が求められる。

こうした前提の下、我が国のエネルギー先物市場の課題やその対応の方向性について検討を行った結果を次に記す。

2.4.2 課題と対応の方向性

商品先物市場が本来の役割を果たすにあたって必要な要素として、適切な監視や当業者による流動性について述べた。この観点から電力先物市場の現状やLNG先物市場に対する期待を踏まえてインタビューや検討会で委員等から得られた課題とその対応の方向性は以下のように整理できる。

(1) 論点 1: 立会外取引の活性化

我が国の電力先物市場では、需給計画との関係上、取引所のスクリーン上で限月毎に取引する立会取引よりも、相対で大口のロットを複数限月まとめて取引してクリアリングをかける目的で利用される立会外取引(OTCクリアリング)が多い傾向にある。事実、TOCOM電力先物市場における立会外取引の比率は、約定ベースで約9割(2021年10月)となっており、立会外取引が電力先物市場の流動性に与える影響は大きい。

立会外取引に関する課題としては、委託者の利便性の観点からみた透明性の確保が指摘された。立会外取引は、立会取引とは異なり常時注文情報が開示されているものではないため、注文情報が商品先物取引業者間や取引を仲介するIDB(インターディーラーブローカ

³³ 商先法において「商品の売買等(売買、売買の媒介、取次ぎ若しくは代理、生産、加工又は使用(電力にあつては、その売買又は売買の媒介、取次ぎ若しくは代理等))を業として行っている者」をいう。

一)間で共有されない限り、取引委託者は現在の相場をリアルタイムで把握して取引することができない。つまり、他の商先業者等が委託者にとってより優位な情報を保有している場合であっても、その情報が遮断され委託者に共有されず、委託者にとって最も有利な情報に基づく取引が困難となる場合があるということである。なお、海外では IDB が情報共有するプラットフォームが存在し、委託者にとって有利な価格での取引が比較的实现できていると考えられている。TOCOM においても、立会外取引の注文情報を委託者が閲覧できる立会外プラットフォームサービスである「TOCOM ウィンドウ」が存在しているが、現時点では十分に活用されていない状況にある。商先業者や IDB が自社の顧客間で取引を成立させること自体は一般的ではあるが、商先業者や IDB 間でより情報が共有され委託者の最も有利な条件での約定率が高まることは流動性向上の観点からも歓迎されることであり、TOCOM は取組を検討すべきである。

また、立会外取引の割合を踏まえると、取引を仲介する IDB の果たす役割が大きくなっていると言えるが、そのような中、IDB の不足や仲介コストが割高であるといった指摘もある。IDB の参加を促進していくためにも、商先法に基づく手続きの周知や支援の環境整備を進めるとともに、TOCOM においては IDB との連携強化に向けた更なる対応を検討する必要がある。

なお、立会外取引は本来、立会取引で行うと相場へ大きな影響をあたかねない大口の取引を行うための取引であり、立会内取引の補完的位置づけである。したがって、立会取引より優先して立会外取引の活性化に重点的に取り組むべきであるという趣旨ではないことに留意が必要である。また、補完的位置づけである立会外取引が活発に行われている現状は、既に述べたように相対で大口のロットを複数限月まとめて取引したいというニーズが背景にある。商品設計との兼ね合いではこうした現象は想定されることではあり、欧州の事例をみても立会外取引が立会取引に比して多いということそれ自体が問題とは考えにくい、多様な IDB が立会外取引の仲介に参画している現状については、商先法の従来想定していなかった部分もあり、実態に合わせた商先法の規定の在り方について不断の検討が求められる。

(2) 論点 2: 証拠金の相殺

LNG 先物の上場により、電力先物と LNG 先物を組み合わせた発電マージンの固定化の実現への期待が聞かれると同時に、電力先物と LNG 先物の証拠金の相殺についても必要性が指摘された。証拠金の相殺は、値動きに相関関係のある商品間の正反対のポジションを持つ場合に、ポートフォリオ全体のリスクの減少を証拠金額に反映するものであり、欧州等の市場においても、2.1.1(3)のとおり同一取引所において取引される複数の商品間での証拠金の相殺制度が設けられていることが一般的である³⁴。

他方、証拠金の本来の目的はリスク管理であり、単純に事業者の証拠金の負担を小さくす

³⁴ なお、JSCC においても、例えば日経 225 と TOPIX、金と白金等、相関関係が見られる商品間での証拠金の相殺は行われている。

ることが市場参加者利益に繋がるとは言えないことにも留意が必要とされる。したがって、JSCC 及び TOCOM においては、LNG 先物が上場された場合には、電力先物との一定期間の値動きを踏まえた詳細な分析を速やかに行った上で、適切なリスク管理を前提に事業者負担を軽減する証拠金の相殺制度の導入を前向きに検討すべきと考えられる。

(3) 論点 3: マーケットメイカー制度の拡充

マーケットメイカー制度とは、立会取引において、マーケットメイカーがインセンティブを受け取ることを条件に、一定数量の売りと買いの注文を一定のスプレッド幅で出す制度であり、特に市場開設当初の市場流動性の低い段階では、市場参加者に対して円滑な取引機会を提供している³⁵。電力先物はもちろん、今後の上場が期待される LNG 先物について、取引所のスクリーンを通じた立会取引が一定程度見込まれることから、マーケットメイカー制度が流動性に良い影響をもたらすことが期待される。

なお、TOCOM 電力先物市場のマーケットメイカー制度の現状は、金融プレーヤーを中心にマーケットメイカー数が 1 社から 3 社に増加しているものの、その取引量は立会取引全体の 6%に留まっている状況である³⁶。事業者からのインタビュー調査においても、マーケットメイカー制度が機能していない、取引枚数が小さいという課題が指摘されている。他方、マーケットメイカー制度を通じた取引量の拡大が進まない背景として、電力先物価格の変動が大きく、マーケットメイカーのリスクも大きいことから、義務付けられている注文数量やスプレッド幅に係る条件を厳しくすることができないことも指摘されている。

TOCOM においては、海外市場におけるマーケットメイカー制度も参考に、マーケットメイカー制度を通じた取引量が好循環を生み出し流動性が更に向上するよう、マーケットメイカーの拡充や適切なインセンティブの在り方、注文条件の検討等、制度の普及に積極的に取り組むべきと考えられる。

(4) 論点 4: 不公正取引(インサイダー取引含む)の監視

従来、JEPX スポット市場への売り入札は限界費用で実施されてきたが、制度設計専門会合での議論を経て、2021 年 12 月 1 日以降の取引について、スポット市場への売り入札において、燃料制約発生下での機会費用も限界費用の一部として計上を認めることが決定した。2021 年 1 月のスポット価格の上昇を踏まえ、入札価格が適切にその時点での電気の価値を表し、適切な価格シグナルを発することの重要性が認識されたことが背景である。燃料制約が発生している、またはその恐れがある場面においても発電事業者には限られた供給力をスポット市場に優先的に入札するインセンティブが生じ、売り切れ事象の発生や継続を抑制する効果も期待される。同時に、電力先物価格は機会費用の参照指標の一つとされ、電力先物価格を吊り上げることで機会費用を過大に見積もり、JEPX スポット市場への売り入札

³⁵ 欧州等の成熟した電力市場の発展の経緯を踏まえると、市場開設当初はマーケットメイカー制度参加者が取引量に占める割合が非常に大きく、市場が発展するにつれてその割合が小さくなっていく傾向。

³⁶ TOCOM 電力先物のマーケット・メイカー制度は、2019 年 9 月の取引開始時から導入。現在は、東エリア・ベースロード及び東エリア・日中ロードの各 2 番限を対象とし、各商品につき 3 社をマーケット・メイカーとして指定中(うち 1 社は 2021 年 11 月より開始)

で利を得るという新たな不公正取引の類型も考え得るとの現物当局の指摘も存在する。

また、電力供給量に大きな影響を与える情報(発電設備の停止や稼働状況等)を一部の電気事業者及び社員のみが有するといった、他の商品とは事情が異なる電力の特殊性は変わらず、引き続きインサイダー取引の懸念は存在すると考えられる。

したがって、電力先物の市場監視については TOCOM において引き続き積極的な対応が求められる。また、得られた情報については、市場間相場操縦が特に懸念される数量の大きい取引については特に先物当局と現物当局間で適切に共有し監視に役立てる必要がある。

また、流動性の向上や IDB の増加といった商品先物の枠組みの変容を踏まえると、監視手法も不断の研究・改善が求められる。欧米等成熟した先物市場における監視手法を参考に引き続き検討を進める必要がある。

(5) その他

上記の4つの論点の他に、取引参加者の多様化も重要である。金融機関等の多様なリスクテイカーが当業者の取引相手方として市場に参加することによって流動性が向上し、当業者に多くの取引機会を提供することで適切な価格ヘッジ機能が果たされる市場となることに繋がると考えられる。また、大手金融機関の参加はクリアリングの信頼性の一層の向上にも資するものである。なお、当業者以外の者のみによる過剰な投機取引等による流動性の向上は、先物価格が現物価格と乖離し公正な価格形成に支障を来す可能性があるため、取引参加者の多様化の取組を進めるにあたっては当業者の参加を前提とする必要があることに留意が必要である。

また電力先物における会計処理に関する意見も見られた。2017 年度「電力先物市場の在り方に関する検討会」においてもヘッジ会計を巡って議論がされ、①金融商品会計基準との関係で、電力先物取引についてのみヘッジ会計の適用について特別な取扱いとすることは困難であるが、どのような場合にヘッジ会計が適用できるかといったことが予見できるようにすることが望ましい、②日本公認会計士協会に対して、電力先物取引に関する監査上の取扱いに関して意見を求めていくといった対応を検討すべき、とされた。これを受け、TOCOM において日本公認会計士協会への働きかけやポジションペーパーの公表³⁷といった対応がなされてきている。時価会計による電力先物の活用を行う当業者の増加や海外における会計処理の実態も踏まえた上で、事業者における前向きかつ現実的な検討がなされた上で、必要であれば TOCOM や当局における対応を検討すべきである。

その他、商品設計や、取引参加を促進するための取引所主導のインセンティブ付与についても意見が寄せられた。例えば電力については長期間の売買価格を固定化するニーズがあることから四半期や半年、年間の商品の検討を求める声や、他市場との裁定取引を行う事業者に対するインセンティブの付与といった新たな提案もあった。TOCOM においては事業者ニーズの収集を継続し制度の改善に取り組むことが期待される。

一層の市場の活性化という観点から、先行する海外取引所との連携も重要である。海外取

³⁷ <<https://www.jpx.co.jp/derivatives/products/energy/electricity-futures/nlsgeu000005situ-att/10.pdf>>

引所のサービスへのアクセスが容易である現状において、市場参加者には複数の選択肢があることから、切磋琢磨の中で我が国の取引所が活性化し勝ち残っていくため、必要な連携も視野に時代に合った革新的な取組がなされることが期待される。

3 終わりに

我が国では、JEPX スポット市場の取引量が、諸外国と比較しても遜色ない程度まで増加している。また我が国では、市場開設から2年程度を経た2021年上期(1～6月)における電力先物取引量は42.35億kWh(内訳: TOCOM7.09億kWh、EEX35.26億kWh)となっている(同期間のJEPX スポット市場取引量1,525億kWhの約2.8%に相当)

一方、諸外国の状況として、北欧4カ国(旧 Nord Pool)、ドイツ(EEX)における電力先物取引量を見ると、その市場開設当初から電力現物取引量を大きく上回っており、2年目には北欧4カ国で約700%、ドイツで約500%となっている。従って、諸外国と比較すると、電力先物を含む派生的取引に関する取引量は、現状では限定的であるが、将来的な発展ポテンシャルについて期待できるところである。

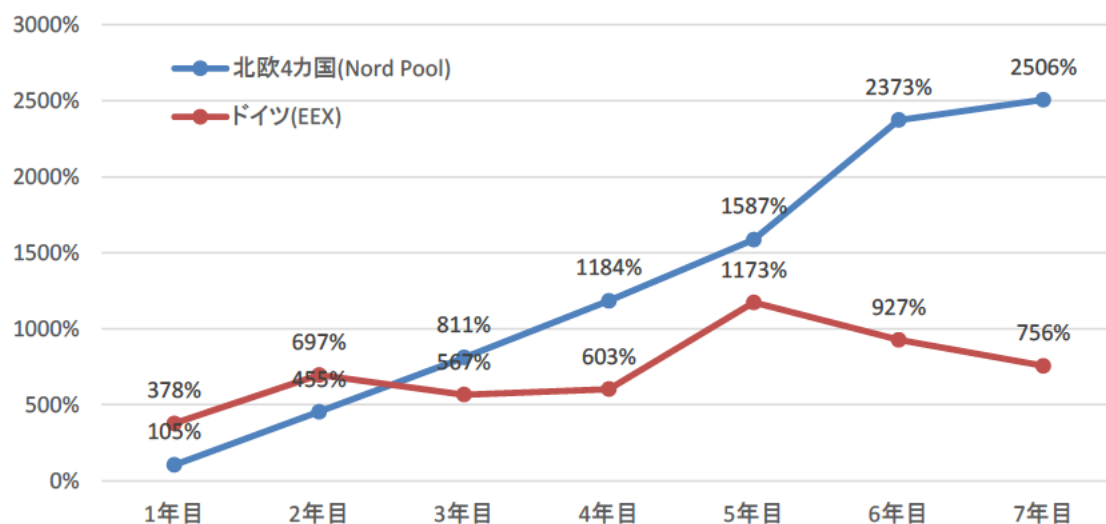


図 3-1 「電力金融取引量÷電力スポット取引量」の推移

(出所)EEX、Nord Pool Spot、NASDAQ Commodities Web サイト等より作成

商品先物取引の経済的機能には、価格発見機能・先行経済指標の提供機能、価格平準化機能、リスク・ヘッジの利便を提供する機能、資金運用手段を提供する機能、換金機能・実物取得機能があるとされている。これらの経済的機能は、厚みのある公正な市場によって現実のものとなる。公設の商品取引所はこのような機能を提供して初めて組織体として存在意義を有する。

検討会や事業者等へのインタビューをとおして、2019年9月にTOCOMで試験上場された電力先物に対する評価や今後の期待、LNG先物に対する期待が明確になったとともに、流動性や監視の観点から足元の課題も整理された。公設市場であるTOCOMにおいては、公設市場としての期待や責任を理解し課題への取組を積極的に行うことが求められる。規

制当局においても、TOCOM のこれらの課題解決に向けた取組をフォローアップする必要がある。

近年、海外事業者の国内市場への参入等、従来の商品先物の枠組みを超えた環境変化が起きている。今後は、足元の課題に加え、海外取引所との連携も含めたグローバルな目線での市場活性化の検討、実態に応じた監視手法の追求といった取組により、我が国の商品先物市場の産業基盤としての更なる発展が実現し、商品先物取引の経済的機能が一層果たされることを期待する。

参考資料編

参考資料 1: 「今後のエネルギー先物市場の在り方に関する検討会」 委員等名簿

参考資料 2: 「今後のエネルギー先物取引の在り方に関する検討会」 開催状況

参考資料 1: 「今後のエネルギー先物市場の在り方に関する検討会」 委員等名簿

※(五十音順、敬称略)

座長

大橋 弘 東京大学大学院経済学研究科 教授

委員

石井 達也 電源開発株式会社 エネルギー計画部長

稲垣 隆一 稲垣隆一法律事務所 弁護士

尾崎 安央 早稲田大学法学学術院 教授

河村 廉 イーレックス株式会社 エネルギー市場部長

菅沢 伸浩 東京ガス株式会社 執行役員 最適化戦略部長

野口 高史 株式会社 JERA 最適化本部 最適化戦略部長

オブザーバー

國松 亮一 一般社団法人日本卸電力取引所 企画業務部長

山下 明雄 株式会社日本証券クリアリング機構 取引所取引清算部長

山下 雅弘 株式会社東京商品取引所 総合業務室市場企画担当上席企画役

東 哲也 電力・ガス取引監視等委員会事務局 取引制度企画室長

下村 貴裕 資源エネルギー庁 電力・ガス事業部 電力産業・市場室長

平井 貴大 資源エネルギー庁 資源・燃料部 石油・天然ガス課長補佐

参考資料 2: 「今後のエネルギー先物市場の在り方に関する検討会」開催状況

第1回 令和3年10月22日(金) 10:00～12:00

1. 電力先物市場の現状の評価及び今後の市場の在り方
2. 国内外の LNG 市場の現状及び新たな LNG 先物市場の在り方

第2回 令和3年11月26日(金) 10:00～12:00

1. 総合エネルギー先物市場としての在り方、市場活性化に向けた課題等

第3回 令和3年12月15日(水) 13:00～14:30

1. 報告書(案)について

第Ⅱ部 取引所外取引に係る調査事業

4 欧州

コモディティデリバティブ市場は、EU レベルの金融規制の中で包括的に規制されており、具体的には金融商品市場指令(MiFID: Market in Financial Instruments Directive)、市場濫用指令(MAD: Market Abuse Directive)などにおいて規制されている³⁸。さらに OTC デリバティブに関しては、欧州市場インフラ規則(EMIR : European Market Infrastructure Regulation)も含めた一連の金融規制強化により、規制枠組みは大きく変化している。

一方、電力現物市場は、エネルギー市場の統合性及び透明性確保に関する規則(REMIT: Regulation on Energy Market Integrity and Transparency)の施行により、規制体系は大きく変化した。なお、REMIT は、第 1 条第 2 項において、“卸売エネルギー商品の市場濫用に係る規制(第 3～5 条)は、金融商品である卸売エネルギー商品、及び MAD 第 9 条が適用される卸売エネルギー商品に対しては適用されない”ことが規定されている。その一方で、REMIT 第 2 条では規制対象商品となる“卸売エネルギー商品”の定義について規定しており、“現物受渡しを伴う電力・ガスに係る契約、取引等に加えて、デリバティブについても対象とする”ことが明記されている。このように REMIT がデリバティブ商品も規制対象とする一方で、電力先物市場は、EU レベルの金融規制である MiFID、MAD 等において規制されている。この結果、電力先物市場における規制権限を巡る切り分けは非常に複雑化することとなった。

対象取引	対象商品	①REMIT	②MiFID II/MAD II 等
現物取引	電力・ガス	・インサイダー禁止(3条) ・内部情報の開示義務(4条) ・市場操作の禁止(5条) ・市場監視(7条) ・データ収集(8条) ・市場濫用禁止の執行(13条)	
デリバティブ取引 (OTC含む)	その他 コモディティ		・インサイダー禁止 (MADII3条) ・市場操作の禁止 (MADII5条) ・取引所による市場の管理 (MiFIDII47条) ・データ収集 (MiFIDII48条他) ・建玉規制 (MiFID II 第57条)

図 4-1 REMIT と金融規制(MiFID、MAD 等)との切り分け

(出所) MURC 作成

後述する通り、改正 MiFID における ANNEX I Section C では、対象とする金融商品につ

³⁸ MiFID 及び MAD は、法改正に伴い現在、それぞれ通称 MiFID II/MiFIR、MAD II/MAR と呼ばれている。

いて定義しているが、規制市場(RM)、多角的取引施設(MTF)及び組織化された取引施設(OTF)で取引される現物決済デリバティブに関しては、“OTF で取引され、現物決済が義務付けられた卸エネルギー商品”を除いて、改正 MiFID の規制対象となることが規定された(Section C 第 6 条)。この除外された部分(=OTF で取引され、現物決済が義務付けられる電力及び天然ガスを原資産とするデリバティブ)は、いわゆる「REMIT Carve-Out 条項」として REMIT において規制されている。

	現物取引・商品 ⇒ACER及びNRAが規制	デリバティブ取引・商品 ⇒ESMA及び各国FSAが規制 物理的決済 金融的決済
対象商品の定義 取引施設別 規制市場(RM) 多角的取引施設(MTF) 組織化された取引施設(OTF) その他(例: OTC相対など)	・卸エネルギー商品(REMIT第2条) ⇒現物受渡を伴う契約・取引等	・金融商品(改正MiFID ANNEX I Section C) REMIT Carve-Out (Section C 第6条)
市場濫用行為の禁止	・インサイダー禁止(REMIT第3条) ・内部情報の開示義務(REMIT第4条) ・相場操縦の禁止(REMIT第5条)	・インサイダー禁止(改正MAD第3条) ・内部情報の開示義務(改正MAD第4条) ・相場操縦の禁止(改正MAD第5条)

REMIT Carve-Out適用の場合は、REMIT第3～5条が適用

図 4-2 REMIT Carve-Out 適用の考え方

(出所) MURC 作成

4.1 MiFID II /MiFIR

4.1.1 概要

(1) 経緯

1) MiFID Iからの改正経緯

金融商品市場指令(MiFID: Market in Financial Instruments Directive)は、EUにおける金融商品市場に関する包括的な指令であり、2007年11月より施行されている³⁹。MiFID Iでは、規制市場(RM: Regulated Market)、多角的取引施設(MTF: Multilateral Trading Facility)及び組織的内部執行業者(SI: Systematic Internalisers)⁴⁰を規制対象とする一方で、ダークプールなどの新たな取引基盤やOTCデリバティブ取引を規制対象としておらず、2008年以降の金融危機に際して透明性等の観点から問題が指摘されていた。

このような背景から、欧州委員会は、国際的議論を踏まえつつ規制強化について検討しており、2011年10月に改正金融商品市場指令(MiFID II)の最終案を発表した。2014年1月には欧州議会及び理事会により最終合意されており、同年4月には、欧州議会が、MiFID II⁴¹及びその規則であるMiFIR(Markets in Financial Instruments Regulation)⁴²を認可した。MiFID II/MiFIRは、加盟国による国内法化を経て、2018年1月より施行されている。

2) 構成

MiFID IIは、金融市場の一層の効率化、透明化及び強靱化、更には投資家保護の強化を目的としてMiFID Iにおける規制内容を改定しており、8編97条及び4つの附則から構成されている。以下、各編の内容を示す。

MiFID II本編の構成

- | | |
|-----|---------------------------------|
| 第1編 | 適用範囲及び定義 |
| 第2編 | 投資企業の認可及び業務遂行条件 |
| 第3編 | 規制市場 |
| 第4編 | 商品デリバティブにおける建玉制限及び建玉管理の管理策並びに報告 |
| 第5編 | データ報告サービス |
| 第6編 | 職務権限を有する機関 |

³⁹ 旧規制である「1993年投資サービス指令(ISD: Investment Service Directive)」では取引所集中原則が規定されており、各国の取引所以外での取引が制限されていた。しかし、ISDの後継であるMiFIDでは、取引所集中原則は規定していない。

⁴⁰ “取引施設(規制市場、MTF又はOTF)の場外で、組織的に、頻繁且つシステムティックに、顧客注文の執行を通じた自己勘定取引を行う投資業者”と定義される。

⁴¹ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Text with EEA relevance
<<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>>

⁴² Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 Text with EEA relevance
<<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R0600>>

第7編 委任される行為
最終規定

また、MiFID IIにおける規定内容を詳細化した MiFIR は、10 章 55 条から構成されている。以下、各編の内容を示す。

MiFIR の構成

第1編	対象事項、適用範囲及び定義
第2編	取引施設に関する透明性
第3編	システムティックインターナライザー及び取引企業が取引する OTC に関する透明性
第4編	取引報告
第5編	デリバティブ
第6編	金融商品に関する非差別的な清算アクセス
第7編	商品介入及びポジションに関する監督措置
第8章	同等性評価を受けた後の支店のあるまたは支店のない第三国企業によるサービスの提供及び活動の実施
第9款	委任される行為及び実装行為
第10章	最終規定

(2) 商品デリバティブの扱い

MiFID II/MiFIR では、MiFID I と同様に、商品デリバティブを含む金融商品を包括的に規制対象としており、MiFID II 附則 I Section C において、規制対象について定義している。特に、対象とするエネルギーデリバティブに関しては、「Section C6 エネルギー・デリバティブ契約」において規定しており⁴³、具体的には、RM、MTF 及び「組織化された取引施設(OTF: Organised Trading Facility)」で取引される現物決済されるデリバティブに関しては、“OTF で取引され、現物決済が義務付けられる卸エネルギー商品”を除いて、MiFID II における規制対象となることが規定されている⁴⁴。

この除外された部分が、いわゆる「REMIT Carve-Out 条項」と呼ばれるものであり、MiFID II における規制範囲と REMIT における規制範囲を切り分ける条項となっている。「REMIT carve-out」とは、OTF で取引され、物理的な決済が義務付けられた電力及び天然ガスを原資産とするデリバティブを意味している。当該デリバティブは REMIT の規制対象となってい

⁴³この「C6 エネルギー・デリバティブ契約」の詳細については、同指令第 95 条「経過規程(Transitional provisions)」において規定される通り、MiFID II 策定当初はペンディング扱いとなっており、検討が実施されてきた。

⁴⁴ Section C(6)原文: “Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market, a MTF, or an OTF, except for wholesale energy products traded on an OTF that must be physically settled;”

る一方で、MiFID II における金融商品としては適格でないとされており、MAD II/MAR 及び欧州市場インフラ規制(EMIR)の対象外となっている(後述)。

また、商品デリバティブの価格形成に関しては、MiFID II の序文において、新たにポジション報告及びポジション監視を導入する観点から、以下の通り規定されている。

MiFID II 該当部分(仮訳)⁴⁵:

MiFID II 序文

(... 中略...)

(127) 特に欧州連合全域で取引される契約に関し、G20 合意の適用にあたり、より進んだ調和性及び一貫性を確保するために、調和したポジション制限体制(harmonized position limits regime)が必要である。それゆえ、管轄当局(competent authority)に対し、ESMAが規定する方法論に基づき、市場における買い占めを含めた市場濫用を防止するために、及び、市場を歪めるポジションの防止を含めた秩序ある価格形成及び決済条件を支えるために、集約されたグループレベルで、商品と関連するデリバティブ取引においていずれかの者が常時もつことのできるポジションに対する制限を設けるための明示的権限が付与されなければならない。そのような制限は、原資産となる商品の市場における価格の発見を妨げることなく、デリバティブ及びその原資産となる商品の市場十全性を向上させるものでなければならず、かつ、商品と関係する商業的行為と直接に関連するリスクを、客観的に削減させるポジションに対して適用してはならない。商品現物契約と商品デリバティブ契約との間の相違が明確化されなければならない。調和のとれた制度を達成するため、ESMA に関しては、ポジション制限の実装を監視することも適切であり、また、管轄当局に関しては、相互の情報交換を含め、協力協定を設けること、及び、制限の監視及び執行を可能とすることも適切である。

(... 以下、略...)

注: 下線は追記

(3) 取引施設に対する規制

1) 取引施設

MiFID II では、同指令第4条第23項において、新たにOTFを定義しており、MiFID I にて規制対象外であった取引に関しても、可能な限り対象とできるよう設計されている。同指令第4条第1項(24)では、RM、MTF及びOTFを「取引施設(Trading Venue)」として定義しており、標準化されたOTCデリバティブ取引に関しては、この取引施設であるRM、MTFま

⁴⁵ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)[参考訳]」(法と情報雑誌第3巻第3号(2018年3月))のWeb公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会WebサイトにおけるMiFID II 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFID2.pdf>

たはOTFを通じた取引実施を義務化している。

- ・ 規制市場(RM)...市場運営者が運営、管理する多角的システム。市場運営者、自らの規則やシステムに基づき取引認可された金融商品について、多数の第三者の売買意思を契約に至るように集約(または集約を促進)する⁴⁶。(MiFIDII第4条第1項(21))
- ・ 多角化取引施設(MTF)...投資会社または市場運営者が運営する多角的システム。多数の第三者による金融商品の売買意思を、契約に至るように集約する。(MiFIDII第4条第1項(22))⁴⁷。
- ・ 組織化された取引施設(OTF)...債券、仕組金融商品、排出権取引またはデリバティブに関して複数の第三者がそこで取引を行うことが出来る、RMまたはMTF以外の多角的システム(MiFIDII第4条第1項(23))⁴⁸

MiFID II 該当部分(仮訳)⁴⁹:

第4条 定義

1. この指令の目的のために、以下の定義が適用される：

(... 中略...)

(21) “規制市場(Regulated Market)”とは、市場運営者によって運営及び/または管理される多角的システムであり、その市場の規則及び/またはシステムに基づいて取引が許可された金融商品に関する契約を帰結するような方法で、(システム内において、かつ、非差別的規則に従って)多数の第三者による金融商品の売買意図を突合させるもの、または、その突合を容易にするものであり、かつ、定期的に、この指令の第3編に従って、認可を受け、稼働するものを意味する；

(22) “多角的取引施設(MTF:Multilateral Trading Facility)”とは、投資企業または市場運営者によって運営される多角的システムであって、この指令の第2編に従って契約を帰結するような方法で、(システム内において、かつ、非差別的規則に従って)多数の第三者の金融商品の売買意図を突合させるもののことを意味する；

(23) “組織化された取引システム(OTF:Organised Trading Facility)”とは、規制市場でもMTFでもない多角的システムであって、この指令の第2款に従って契約を帰結するような方法で、そのシステムの中で、多角的な第三者の、長期債、仕組金融商品、排出権取引またはデリバティブの売買意図をやりとりできるもののことを意味する；

(24) “取引施設(Trading Venue)”とは、RM、MTF または OTF のことを意味する；

⁴⁶ ICF Futures Europe など一般的な取引所が該当する。

⁴⁷ 我が国における私設取引システム(PTS)に相当する。

⁴⁸ OTF は、非エクイティのみが対象となる。

⁴⁹ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)[参考訳]」(法と情報雑誌第3巻第3号(2018年3月))のWeb公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会WebサイトにおけるMiFID II原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFID2.pdf>

(...以下、略...)

注: 下線は追記

2) 取引施設の認可

MiFID II では、取引施設である RM、MTF 及び OTF に対して認可制を採用している。認可及び認可の取り消しは、各加盟国において権限を有する機関によって実施される。2022 年 2 月 15 日時点において、RM 128 施設、MTF 142 施設及び OTF 28 施設が運営(active)されている⁵⁰。

MiFID II 該当部分(仮訳) ⁵¹:

第 5 条 認可の要件

1. 各加盟国は、プロフェッショナルベースに基づく本来の職業またはビジネスとしての、投資サービスの提供及び投資活動の遂行が、本章に従って事前認可に服することを要求する。そのような認可は、第 67 条に従って指定される各加盟国の管轄当局によって与えられる。
2. 第 1 項からの特例により、各加盟国は、それらの者が本章を遵守しているか事前に確認することにより、MTF または OTF を運営する市場運営者を認可する。

第 8 条 認可の取消し

職務権限を有する機関は、その投資企業が以下である場合、投資企業に対して発した認可を取消することができる：

(...以下、略...)

注: 下線は追記

3) 施設開設者の義務

MiFID II において、RM、MTF または OTF として認可を受けるにあたっては、当該認可に係わる要件を遵守する必要がある。RM、MTF または OTF を運営する投資企業(invest firm)に対しては、同指令第 18 条に基づき一般要件が規定されている⁵²。主な規定内容を以下に示す。

- ・ 公平且つ正常な取引のための透明性規則と手続を定め、注文の効率的な執行のための客観的な基準を策定(同指令第 18 条第 1 項)

⁵⁰ <<https://www.esma.europa.eu/policy-activities/mifid-ii/trading-and-venues>>

⁵¹ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)[参考訳]」(法と情報雑誌第 3 巻第 3 号(2018 年 3 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける MiFID II 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFID2.pdf>

⁵² MiFID II 第 16 条では、投資企業に対する「組織上の諸要件」を規定している。

- ・ 自らのシステムで取引される金融商品を決定するための基準に関する透明性規則を策定(同指令第 18 条第 2 項)
- ・ 客観的な基準に基づき、自らの施設にアクセスするための明確且つ非差別的な規則を策定・公表・実施(同指令第 18 条第 3 項)
- ・ RM、MTF または OTF を運営する投資業者と、会員・参加者・利用者との利益相反に対処するための枠組みを整備 (同指令第 18 条第 4 項)
- ・ 第 48 条及び第 4 条を遵守し、必要且つ効果的な体制・手続・措置を整備 (同指令第 18 条第 5 項)
- ・ 自らの施設において執行された取引最終決済にかかわる責任について会員または参加者に明確に通知(同指令第 18 条第 6 項)
- ・ 価格形成に関して全ての会員またはユーザーとやり取りする機会を持つ、少なくとも 3 人の極めて活動的な会員またはユーザーを確保 (同指令第 18 条第 7 項)

MiFID II 該当部分(仮訳)⁵³:

第 18 条 MTF 及び OTF における取引プロセス及び取引完結

1. 加盟国は、MTF または OTF を運営する投資企業及び市場運営者が、第 16 条に規定される組織上の諸要件に適合することに加え、公正且つ正常な取引のための透明性規則及び手続を制定すること、並びに、注文の効率的な執行のための客観的な基準を制定することを要求する。それらの投資企業及び市場運営者は、システム混乱リスク(risk of system disruption)に対処するための実効的な危機管理の手配を制定することを含め、その機関の技術的運営の健全な管理のための手配を行うものとする。
2. 加盟国は、MTF または OTF を運営する投資企業及び市場運営者が、そのシステムの下で取引され得る金融商品を決定するための基準に関する透明性規則を制定することを要求する。加盟国は、それが適切なときは、MTF または OTF を運営する投資企業及び市場運営者が、ユーザーの性質及び取引される商品の種類を考慮に入れた上で、そのユーザーが投資判断を形成できるようにするための十分な公表情報へのアクセスが存在することを提供し、または、それを充足することを要求する。
3. 加盟国は、MTF または OTF を運営する投資企業及び市場運営者が、客観的な基準に基づき、その機関へのアクセスを規律する透明性があり、且つ、非差別的規則を策定し、公表し、維持し、かつ、実装することを要求する。
4. 加盟国は、MTF または OTF を運営する投資企業及び市場運営者に対し、MTF または OTF の運営にとって潜在的に負の結果となるもの、または、構成員や参加者及びユーザーに関し、MTF、OTF、それらの保有者、または MTF または OTF を運営

⁵³ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)[参考訳]」(法と情報雑誌第 3 巻第 3 号(2018 年 3 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける MiFID II 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFID2.pdf>

する投資企業もしくは市場運営者の利益相反を明確に識別し、管理するための取り決め、並びに、MTF または OTF の健全な稼働をもつことを要求する。

5. 加盟国は、MTF または OTF を運営する投資企業及び市場運営者が、第 48 条及び第 49 条を遵守し、かつ、そのようにするために必要となる実効的な体制、手続及び手配を行うことを要求する。
6. 加盟国は、MTF または OTF を運営する投資企業及び市場運営者が、その構成員または参加者に対し、当該機関の中で執行される取引の最終決済に関するそれぞれの責任を明確に通知することを要求する。加盟国は、MTF または OTF を運営する投資企業及び市場運営者が、当該 MTF または OTF のシステムに基づいて行われる取引の効率的な最終決済を容易にするために必要となる手配を設けることを要求する。
7. 加盟国は、MTF 及び OTF が、価格形成に関して、他の全ての者と商いを行う機会をもつ少なくとも 3 名の実質的に活動的な構成員または利用者をもつことを要求する。

(...以下、略...)

さらに、同指令第 19 条では MTF に関する特別要件、第 20 条では OTF に関する特別要件について規定している。MTF 特別要件は MiFID I における規定内容と同じであるが、OTF 特別要件は、ダークプールやデリバティブ取引を念頭において MiFID II より新たに規定されたものとなっている。以下、主な規制内容を示す。

- ・ 市場運営者または OTF を運営する投資企業は、顧客注文を自己資本で対当させて執行することを防止する措置、あるいは、同一グループに属する機関等からの注文を投資業者または市場運営者として執行することを防止する措置を規定する。(同指令第 20 条第 1 項)
- ・ 市場運営者または OTF を運営する投資業者は、非エクイティ商品の顧客間取引の取次業務を行う場合、その顧客による同意を得て行う必要がある。(同指令第 20 条第 2 項)
- ・ OTF の運営と組織的内部執行業者の運営を同一法人が行うことは認められない。(同指令第 20 条第 4 項)
- ・ 市場運営者または OTF を運営する投資業者は、当該 OTF でマーケット・メイキングを行うために別の投資業者が独自に関与することを妨げてはならない(同指令第 20 条第 5 項)
- ・ OTF での注文執行は、非排他的に行わなければならない。(同指令第 20 条第 6 項)

MiFID II 該当部分(仮訳) ⁵⁴:

⁵⁴ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)[参考訳]」(法と情報雑誌第 3 巻第 3 号(2018 年 3 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおけ

第 20 条 OTF に関する特別の要件

1. 加盟国は、OTF を運営する投資企業及び市場運営者が、OTF 内において、OTF を運営する投資企業及び市場運営者の含み損となる顧客注文の執行を防止し、または、同一のグループの一部である組織または投資企業または市場運営者としての法人からの顧客注文の執行を防止する手配を定めるものとする。
2. 加盟国は、OTF を運営する投資企業または市場運営者が、その顧客がその処理に同意を与えた場合に限り、長期債、仕組金融商品、排出権取引及び一定のデリバティブの matched principal trading⁵⁵に従事することを許容する。

OTF を運営する投資企業または市場運営者は、OTF において、規則(EU) No 648/2012 の第 5 条に従って清算義務に服することが宣言されたデリバティブクラスに属するデリバティブの顧客注文を執行するために、matched principal trading を使用してはならない。OTF を運営する投資企業または市場運営者は、第 4 条第 1 項の(38)の matched principal trading の定義を遵守することを確保する手配を定める。

3. 加盟国は、流動性のある市場が存在しないソブリン債商品に関してのみ、OTF を運営する投資企業または市場運営者が matched principal trading 以外の自己勘定取引に従事することを許容する。
4. 加盟国は、同一の法主体の中で行われる OTF 及びシ組織的内部執行業者の運営を認めてはならない。OTF は、OTF 内の注文と組織的内部執行業者内の注文または見積りとのやりとりを可能にする態様で、組織的内部執行業者と接続してはならない。OTF は、異なる OTF 内の注文とのやりとりを可能にするような態様で、別の OTF と接続してはならない。
5. 加盟国は、OTF を運営する投資企業または市場運営者が、独立ベースで、当該 OTF において値付け(market making)を行うための別の投資企業に従事することを妨げない。本条の目的のために、投資企業が OTF を運営する投資企業または市場運営者と密接な連携をもつときは、その投資企業は、独立ベースで OTF において値付けを行うものと判断してはならない。
6. 加盟国は、OTF における注文の執行が非差別ベースで行われることを要求する。
(...以下、略...)

4) 取引施設に対する処分権限

MiFID 第 31 条では、MTF 及び OTF の規則等の遵守状況の監視について、加盟国の役割について規定している。また第 32 条では、遵守しない金融商品の取引停止または排除について規定している。

る MiFID II 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFID2.pdf>

⁵⁵ 顧客間における取引の取次に係わる業務

MiFID II 該当部分(仮訳)⁵⁶:

第3 節 市場の透明性及び十全性

第31 条 MTF またはOTF の規則及びその他の法的義務の遵守の監視

1. 加盟国は、投資企業及びMTF またはOTF の市場運営者が、MTF またはOTF に関し、その構成員もしくは参加者または利用者によるその規則の遵守の定期的な監視のための実効的な手配及び手続を策定し、これを維持することを要求する。投資企業及びMTF またはOTF の市場運営者は、それらの規則の違反行為、無秩序な取引状況、規則(EU) No 596/2014 に基づいて禁止される行動、または、金融商品と関係するシステムの混乱を発見するため、それらのシステムの下でそれらの構成員もしくは参加者または利用者によって実施される注文の取消しを含め、伝達される注文を監視し、かつ、そのような監視が実効性のあるものであることを確保するために必要となる資源を配備する。
2. 加盟国は、投資企業及びMTF またはOTF の市場運営者に対し、重大な違反行為、無秩序な取引状況、規則(EU) No 596/2014 に基づいて禁止される行動、または、金融商品と関係するシステムの混乱について、その職務権限を有する機関へ直ちに通知すること要求する。その投資企業及びMTF またはOTF の市場運営者の管轄当局は、ESMA 及び他の加盟国の管轄当局に対し、第1 副項に示す情報を通知する。規則(EU) No 596/2014 に基づいて禁止される行動を示唆し得る行動に関し、職務権限を有する機関は、その機関が他の加盟国の管轄当局及びESMA に対して通知する前に、そのような行動が行われている、または、行われたとの確信を得なければならない。
3. 加盟国は、投資企業及びMTF またはOTF の市場運営者に対し、市場の濫用の調査及び訴追のために、第2 項に示す情報を、不適切な遅滞なく、職務権限を有する機関に提供すること、並びに、そのシステム上で生じている、または、そのシステムを介して生じている市場の濫用の調査及び訴追において、職務権限を有する機関に対して全面的な支援を提供することもできる。
4. 欧州委員会は、本条の第2 項に示す情報提供義務の発動を決定するため、第89 条により、委任された行為を採択する権限を与えられる。

第32 条 MTF またはOTF における取引からの金融商品の停止及び排除

1. 第69 条第2 項に基づく職務権限を有する機関の金融商品の取引の停止または排除を要求する権利を妨げることなく、投資企業及びMTF またはOTF の市場運営者は、そのような停止または排除が投資家の利益または市場の正常な稼働を大きく損

⁵⁶ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)[参考訳]」(法と情報雑誌第3 巻第3 号(2018 年3 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける MiFID II 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFID2.pdf>

なう結果を生じさせるおそれがある場合を除き、MTF またはOTF の規則を遵守しない金融商品の取引を停止または排除できる。
(...以下、略...)

4.1.2 主な規制内容

(1) 取引報告義務・記録保管義務

1) 規制概要

MiFIR では第 4 編「取引報告」において、投資企業に対して規制当局への取引報告義務を規定しており、同規則第 26 条ではその詳細について規定している。また、二重報告を回避するため、後述する EMIR の取引情報蓄積機関(TR: Trade Repository)への報告を義務付けられるデリバティブについては、MiFIR 取引報告義務は免除となっている。

(報告対象者)

同規則第26条第1項に基づき、金融商品の取引を執行する投資企業は、規制当局に対し、可能な限り速やかに、遅くとも翌営業日の終了までに、当該取引の完全かつ正確な詳細を報告することが規定されている。具体的には、EEA内に所在する投資会社、さらに RM、MTF及びOTFなど取引施設の運営者に対して、取引報告義務が課されることとなる⁵⁷。

(報告対象商品)

同規則第26条第2項では、報告対象となる商品について、以下の通り規定している。

- ・ (a)取引施設での取引が許可され、または実際に取引された金融商品、(あるいは取引許可申請中の金融商品)
- ・ (b) 金融商品について、その原資産が取引施設における取引を認められたもの
- ・ (c) 金融商品のインデックスまたはバスケットで構成される場合における金融商品について、その原資産が取引施設における取引を認められたもの

なお、この報告義務は、当該取引が取引施設において実施されたか否かにかかわらず、(a) ないし(c)に示す金融商品に対しては適用される。

(報告項目)

同規則第 26 条第 3 項では、投資業者が規制当局に対して提出する報告に含まれる項目について、主に以下の通り規定している。

⁵⁷ 注文を自ら執行せずに回送する投資業者は、当該注文の回送情報の中に全ての注文情報を盛り込むか、そうでなければ、回送した注文を取引として報告する。後者の場合、当該取引報告は回送注文にかかわるものであることを明記する必要がある。

(MiFIR 第 26 条第 4 項)

- 売買された金融商品の名称及び銘柄コード
- 取引数量、執行の日時、取引価格
- 投資企業が代わりに取引執行した顧客を特定するための識別情報
- 投資判断及び取引執行に責任を負う投資企業内の個人もしくはコンピュータアルゴリズムを特定するための識別情報
- 株式及びソブリン債にかかわる空売り(short sale)を特定するための識別情報

取引施設において実施されなかった取引に関しては、報告に際して、取引の種類を識別するための表示も含める必要がある。また、商品デリバティブに関しては、その取引が、同指令第 57 条に従い、客観的に計算可能な方法でリスクを削減させるかどうかを示すことが求められている。また MiFID I の下では 23 あった報告項目は MiFIR 変更後 65 項目に増加している。

表 4-1 MiFIR における報告項目一覧

Field no	FIELD	Field no	FIELD
1	Report status	Instrument details	
2	Transaction Reference Number	41	Instrument identification code
3	Trading venue transact on identificat on code	Fields 42-56 are not applicable where:	
4	Executing entity identification code	42	Instrument full name
4	Executing entity identification code	43	Instrument classification
5	Investment Firm covered by Directive 2014/65/EU	43	Instrument classification
6	Submitting entity identification code	44	Notional currency 1
- Buyer details		45	Notional currency 2
7	Buyer identification code	46	Price multiplier
- Additional details		47	Underlying instrument code
8	Country of the branch for the buyer	48	Underlying index name
9	Buyer - first name(s)	49	Term of the underlying index
10	Buyer - surname(s)	50	Option type
11	Buyer - date of birth	51	Strike price
- Buyer decision maker		52	Strike price currency
12	Buyer decision maker code	53	Option exercise style
- Buyer decision maker details		54	Maturity date
13	Buy decision maker - First Name(s)	55	Expiry date
14	Buy decision maker - Surname(s)	56	Delivery type
15	Buy decision maker - Date of birth	Trader, algorithms, waivers and indicators	
- Seller details and decision maker		57	Investment decision within firm
16	Seller identification code	58	Country of the branch responsible for the person
Additional details		59	Execution within firm
17	Country of the branch for the seller	60	Country of the branch supervising the person
18	Seller - first name(s)	61	Waiver indicator
18	Seller - first name(s)	62	Short selling indicator
19	Seller - surname(s)	63	OTC post-trade indicator
20	Seller - date of birth	64	Commodity derivative indicator
Seller decision maker details		65	Securities financing transaction indicator
21	Seller decision maker code		
Seller decision maker details			
22	Sell decision maker - First Name(s)		
23	Sell decision maker - Surname(s)		
24	Sell decision maker - Date of birth		
Transmission details			
25	Transmission of order indicator		
26	Transmitting firm identification code for the buyer		
27	Transmitting firm identification code for the seller		
Transaction details			
28	Trading date time		
29	Trading capacity		
30	Quantity		
31	Quantity currency		
32	Derivative notional increase/decrease		
33	Price		
34	Price Currency		
35	Net amount		
36	Venue		
37	Country of the branch membership		
38	Up-front payment		
39	Up-front payment currency		
40	Complex trade component id		

(出所)ESMA Web サイトより MURC 作成⁵⁸

⁵⁸ https://ec.europa.eu/finance/securities/docs/isd/mifid/rt/160728-rt-22-annex_en.pdf

(規制当局への報告)

同規則第 26 条第 7 項に基づき、規制当局への報告は、投資企業自身、投資企業の代わりに行動する「認定報告機関(ARM: Approved Reporting Mechanism)⁵⁹」、あるいは取引を執行した取引施設によって実施される。規制当局に対して提出される報告の完全性、正確性及び適時性については投資業者が責任を負うが、投資業者が取引報告を ARM または取引施設を通じて行う場合には、投資業者が上記責任を負うことはなく、ARM または取引施設が当該責任を担う。ただし、その場合においても、投資業者は、提出された取引報告の完全性、確実性及び適時性を検証するための合理的な対策を講じる必要がある。

MiFIR該当部分(仮訳) ⁶⁰:

第26 条 取引報告義務

1. 金融商品の取引を執行する投資企業は、管轄当局に対し、可能な限り速やかに、遅くとも、翌営業日の終了までに、当該取引の完全且つ正確な詳細を報告する。管轄当局は、指令2014/65/EU の第85 条に従い、その金融商品に関する流動性の面において最も関連性のある市場の管轄当局も当該情報を受け取ることを確保するために必要となる覚書を規定する。当該管轄当局は、ESMA に対し、要請に応じて、本条に従って報告される情報を利用可能なものとする。
2. 第1 項に定める義務は、以下に対して適用される：
 - (a) 取引施設における取引を許可され、もしくは、取引施設において取引される金融商品、または、取引が行われるために許可を要する金融商品；
 - (b) その原資産が取引施設において取引される金融商品である場合における金融商品；並びに、
 - (c) その原資産が取引施設において取引される金融商品の指標またはバスケットで構成される場合における金融商品。この義務は、そのような取引が取引施設において行われたか否かに拘らず、(a)ないし(c)に示す金融商品の取引に適用される。
3. その報告は、とりわけ、その金融商品の売り買いの名称及び番号の詳細、数量、執行の日付及び時刻、取引価格、投資企業が代わりになってその取引を執行した顧客

⁵⁹ ARM は、投資企業の代わりに、規制当局等に対して取引報告を実施するサービスを提供する機関であり、MiFIDII第 66 条に基づき認可される。なお、MiFIDIIでは、ARM の他にも、「認定公表機構(APA: Approved Publication Arrangement)」と「統合テープ提供者(CTP: Consolidated Tape Provider)」という認可機関を創設している。APA は、投資企業の委任を受け、当該投資企業の取引報告を公開するサービスを提供する機関であり、MiFID 第 64 条に基づき認可される。また、CTP は、取引施設及び APA から取引報告を収集・集約化し、各金融商品の価格や取引高等について電子的な公表サービスを提供する機関であり、MiFID 第 65 条に基づき認可される。

⁶⁰ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 No 600/2014 (MiFIR)[参考訳]」(法と情報雑誌第 3 巻第 4 号(2018 年 4 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける MiFIR 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html> >

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFIR.pdf>

を識別するための表示、投資判断及び取引執行に責任を負う投資企業内の関係者及びコンピュータアルゴリズムを識別するための表示、それに基づいて取引が行われた適用可能な不適用を識別するための表示、並びに、規則(EU) No236/2012 の第12条、第13条及び第17条の適用範囲内にある持分及びソブリン債に関し、同規則の第2項第1項(b)に定義する空売りを識別するための表示を含める。取引施設で行われなかった取引に関しては、その報告は、第20条第3項(a)及び第21条第5項(a)によって採択される措置に従い、取引の種類を識別するための表示を含める。商品デリバティブに関しては、その取引が、指令2014/65/EU の第57条に従い、客観的に計算可能な方法でリスクを削減させるかどうかを示す。

4. 注文を送付する投資企業は、その注文の送付の中に、第1項及び第3項に定める細目の全てを含める。注文を送付する際に上述の詳細を含める代わりに、投資企業は、その注文が執行されるときは、第1項に基づく要件に従い、その送付された注文を取引として報告することを選択できる。その場合、その投資企業による取引報告は、送付された注文が属する状態を示す。

(... 中略...)

7. 報告は、投資企業自身により、投資企業の代わりに行動するARMにより、または、そのシステムを介して取引が実行された取引施設により、第1項、第3項及び第9項に従い、職務権限を有する機関に対して行われる。

投資企業は、職務権限を有する機関に対して送付される報告が完全なものであること、正確であること、そして、適時に送付されることについて責任を負う。

その責任の特例により、投資企業が、投資企業の代わりに行動するARMまたは取引施設を介して、それらの取引の詳細を報告する場合、そのARMまたは取引施設が役割を担う報告が完全なものであること、正確であること、そして、適時に送付されることの失敗について責任を負わない。その場合において、かつ、指令2014/65/EU の第66条第4項により、ARM及び取引施設は、それらの失敗について責任を負う。

ただし、投資企業は、その企業の代わりに送付される取引報告が完全なものであること、正確であること、そして、適時のものであることを確認するための合理的な手立てを講ずる。

(... 以下、略...)

2) 記録保管義務

同規則第25条第1項に基づき、投資企業は、自己勘定であるか顧客からの委託を受けたものかに関係なく、執行した全ての注文及び取引のデータを最低5年間保存し、規制当局が自由に利用できるように保管しなければならない。また、同規則第25条第2項に基づき、取引施設の運営者は、その運営者のシステムを介して宣言抗告される金融商品の全ての注文と関連するデータを、少なくとも5年間、規制当局が自由に利用できるように保管する

ことが求められる。

MiFIR該当部分(仮訳) ⁶¹:

第25 条 記録保管義務

1. 投資企業は、自己勘定であるか顧客のためであるかを問わず、その企業が行った全ての注文及び全ての取引と関連するデータを、5 年間、職務権限を有する機関が自由に利用できるように保管する。顧客のために取引が行われる場合、その記録は、その顧客の識別名に関する全ての情報及び連絡先、並びに、欧州議会及び理事会の指令2005/60/EC1に基づいて要求される情報を含める。ESMA は、規則(EU) No 1095/2010 の第35 条に定める手続に従い、かつ、その条件に基づき、当該情報へのアクセスを要求できる。
2. 取引施設の運営者は、その運営者のシステムを介して宣言抗告される金融商品の全ての注文と関連するデータを、少なくとも5 年間、職務権限を有する機関が自由に利用できるように保管する。

(...以下、略...)

(2) 建玉規制の導入

1) 建玉制限

MiFID II 第 57 条第 1 項では、規制当局による建玉制限が規定されている。建玉規制は、“市場濫用の防止”及び“市場を歪めるポジションの防止を含め、正常な価格付け及び最終決済条件を支えるため、並びに、とりわけ、原資産商品のための市場における価格発見を妨げることなく、限月におけるデリバティブの価格と、原資産商品のスポット価格との間の収斂を確保”することを目的としている。具体的には、規制当局が、ESMA が定める計算法に基づき⁶²、取引当事者が取引施設(及び同等な OTC 市場)で取引される商品デリバティブについて、常時保有することの出来るネット・ポジションの上限を設定・適用することを規定したものである。

なお建玉制限は、EU の取引施設で取引されるすべての商品デリバティブに適用される。しかし、非金融機関(またはその代替りの者)によって保有される建玉であり、かつ、当該非金融機関の商業業務と直接に関連するリスクを低減するような建玉に対しては適用されな

⁶¹ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 No 600/2014 (MiFIR)[参考訳]」(法と情報雑誌第 3 巻第 4 号(2018 年 4 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける MiFIR 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFIR.pdf>

⁶² MiFID II 第 57 条第 3 項では、ESMA が計算法を定めるに当たって考慮すべき事項について規定しており、具体的には(a)商品デリバティブ契約の満期、(b)原資産商品の受け渡し可能供給量、(c)当該契約における総取組高等、(d) 関連市場のボラティリティ、(e)市場参加者の規模と数、(f)原資産商品市場の特性、(g)新たな契約の開発状況、が考慮される。

い⁶³。また当該規制では、保有し得る商品デリバティブにおける建玉の最大サイズに関して、明確な閾値を設定する(第 57 条第 2 項)⁶⁴。

規制当局は、ESMA の計算法に基づき、取引施設で取引される商品デリバティブの契約ごとに建玉上限を設定し、ESMA に報告しなければならない(第 57 条第 4 項)。また、規制当局は、取引施設に対して、建玉管理の要件を求めることとされている。建玉管理には、少なくとも、①取引参加者の建玉をモニタリングすること、②建玉の規模と目的、最終投資家に関する情報へアクセスすること、③建玉の削減・解消を要請・強制できること、④必要に応じて、取引参加者に対して、合意された価格と数量で、一時的に市場に売り出すことを要請できること、を含めることとされる(第 57 条第 8 項)。

MiFID II 該当部分(仮訳)⁶⁵:

第 57 条 商品デリバティブにおけるポジション制限及びポジション管理の管理策

1. 加盟国は、管轄当局が、ESMA によって定められる計算方法論に沿って、ある者が、取引施設において取引される商品デリバティブ及び経済的に均等な OTC 契約 (economically equivalent OTC contracts) のネットポジションを常時保有できる大きさに関するポジション制限を定め、適用することを確保する。この制限は、以下のために、集約されたグループレベルで、その者またはその者の代わりの者によって保有される全てのポジションに基づいて定められる：

(a) 市場濫用を防止するため；

(b) 市場を歪めるポジションの防止を含め、正常な価格形成及び決済条件を支えるため、並びに、とりわけ、原資産商品のための市場における価格発見を妨げることなく、限月におけるデリバティブの価格と、原資産商品現物価格との間の収斂を確保するため。

ポジション制限は、非金融機関によって、または、その代わりの者によって保有されるポジションであり、かつ、当該非金融機関の商業活動と直接に関連するリスクを低減するような客観的に計算可能なポジションに対しては適用されない。

2. ポジション制限は、それらの者が保有し得る商品デリバティブにおけるポジションの最大サイズに関する明確な量的閾値を定める。
3. ESMA は、管轄当局が、関連するデリバティブの特性に基づき現物決済または現金

⁶³ ヘッジ目的の取引の定義であるが、ESMA が EU レベルの整合性を取っており、後述する EMIR と同じ定義となっている。

原文: "Position limits shall not apply to positions held by or on behalf of a non-financial entity and which are objectively measurable as reducing risks directly relating to the commercial activity of that non-financial entity."

⁶⁴ 規制当局は、原則として、本条に従って設定されたポジション・リミット以上に厳しい制限を課してはならない。

⁶⁵ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) [参考訳]」(法と情報雑誌第 3 巻第 3 号(2018 年 3 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける MiFID II 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFID2.pdf>

決済される商品デリバティブのためのスポット限月制限及びそれ以外の限月ポジション制限を定める際に適用すべき計算手法を決定するための法定技術基準案を策定する。その計算手法は、以下の諸要素を考慮に入れるものとする：

(... 中略...)

4. 管轄当局は、第 3 項に従って ESMA により定められる計算手法に基づき、取引施設において取引される商品デリバティブの個々の契約に適用される制限を定める。このポジション制限は、経済的に均等な OTC 契約を含める。職務権限を有する機関は、受け渡し可能供給量もしくは取組高の大きな変化、または、それ以外の、市場における大きな変化が存在する場合、その職務権限を有する機関の受け渡し可能供給量もしくは取組高の決定に基づき、ポジション制限の見直しを行い、そして、ESMA によって策定される計算手法に従い、そのポジション制限を定め直す

(... 中略...)

8. 加盟国は、商品デリバティブを取引する投資企業または取引施設を運営する市場運営者が、ポジション管理の管理策を適用することを確保する。それらの管理策は、少なくとも、取引施設に関する以下の権限を含めるものとする：

- (a) それらの者の取組高ポジションを監視すること；
- (b) 関連する全ての文書を含め、入れられるポジションまたはエクスポージャーの大きさ及び目的に関するそれらの者からの情報、受益者もしくは原資産保有者に関する情報、一致覚書(concert arrangements)、並びに、原資産市場における関連資産または法的責任に関する情報にアクセスすること；
- (c) それらの者に対し、特定の事案がそのように求め得るように、一時的に、もしくは、恒久的に、ポジションを終了させ、または、減少させることを要求すること、並びに、当該の者が遵守しない場合、その終了または減少を確保するための適切な措置を一方的に講ずること；並びに、
- (d) それが適切なときは、ある者に対し、大きなポジションまたは支配的なポジションの影響を減少させる意図であることを明示し、合意された価格及び量で、一時的に、市場に流動性を取り戻すことを要求すること。

(...以下、略...)

2) 建玉報告義務

MiFID II 第 58 条第 1 項(a)に基づき、商品デリバティブ、排出枠またはそのデリバティブを取引する取引施設を運営する市場運営者及び投資企業は、取引された商品種類別・保有者別のポジション総額を記載した報告を週次で公表し、更に規制当局及び ESMA に対して報告書を提出することが規定されている。このポジション総額の公表義務については、取引当事者の数とオープン・ポジションが最小閾値を超える場合にのみ適用される⁶⁶。

⁶⁶ 具体的には、参加者数及び建玉がともに最小閾値を超える場合(それぞれ全種類について 30 名及び受渡可能数量の 4 倍)、週ごとの建玉報告義務(COTR: Commitment of Trader Report)を公表する。

更に、第 58 条第 1 項(b)に基づき、当該市場運営者及び投資企業は、別途、当該取引施設における全ての取引当事者(会員・参加者・顧客を含む)が保有するポジションの詳細を、取引当事者ごとに日次で提出することが義務付けられている。従って、取引施設における全ての取引当事者は、取引施設において取引される商品デリバティブにおける自身のポジション詳細を、日次で当該取引施設の運営者に対して報告する必要がある。

また、取引施設以外で商品デリバティブ、排出枠またはそのデリバティブを取引する投資企業は、当該商品が取引されている取引施設の規制権限を有する規制当局に対して、あるいは当該商品が複数の取引施設で大量に取引されている場合は ESMA に対して、少なくとも日次で、経済的に同等な OTC 契約にかかわるポジションの詳細のほか、最終顧客のポジションの詳細データを報告しなければならない(第 58 条第 2 項)。

MiFID II 該当部分(仮訳) ⁶⁷:

第58 条 ポジション保持者の類型毎のポジション報告

1. 加盟国は、投資企業、または、商品デリバティブまたは排出権取引もしくはそのデリバティブを取引する取引施設を運営する市場運営者が、以下のとおりであることを確保する：
 - (a) それらの取引施設において取引される異なる商品デリバティブまたは排出権取引もしくはそのデリバティブに関し、異なる類型の者毎に保有され、そのような類型毎の長期及び短期のポジション数、従前の報告以降のそれらの数の変化、個々の類型毎に示される総取組高の割合、並びに、第4 項に従い、個々の類型におけるポジション保有者の数を示す、集約されたポジションに関する週刊報告を公表し、かつ、管轄当局及びESMA に対し、その報告書を送付すること；ESMA は、それらの報告書に含まれている情報の集中的な公表を行う；
 - (b) 当該取引施設における構成員または参加者及びそれらの者を代理する者を含め、全ての者によって保有されるポジションの完全な内訳を、少なくとも日単位で、管轄当局に対して提供すること。
- (a)に定める義務は、それらの者の数及びそれらの者の公開ポジションの両者が、最小閾値を超過した場合においてのみ、適用される。
2. 加盟国は、取引施設の外で商品デリバティブまたは排出権取引もしくはそのデリバティブを取引する投資企業が、その商品デリバティブまたは排出権取引もしくはそのデリバティブが取引される取引施設の職務権限を有する機関に対し、または、その商品デリバティブまたは排出権取引もしくはそのデリバティブが複数の国にある

⁶⁷ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)[参考訳]」(法と情報雑誌第 3 巻第 3 号(2018 年 3 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける MiFID II 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFID2.pdf>

取引施設において大きな量で取引される場合、中央職務権限を有する機関に対し、規則(EU) No 600/2014 の第26 条、及び、それが適用可能なときは、規則(EU) No 1227/2011の第8 条に従い、少なくとも日単位で、取引施設において取引されるその商品デリバティブまたは排出権取引もしくはそのデリバティブ、及び、経済的に同等なOTC 契約において行われた彼らのポジションの完全な内訳、並びに、末端顧客に至るまで、彼らの顧客の内訳及び彼らの顧客の更に顧客の内訳を提供することを確保する。

3. 第57条第1項の遵守を監視できるようにするため、加盟国は、規制市場の構成員または参加者、MTF、及び、OTF の顧客に対し、少なくとも日単位で、当該取引施設において取引された契約を介して保有した自身のポジションの細目、並びに、末端顧客に至るまで、当該顧客の内訳及び彼らの顧客の更にその内訳を、その投資企業または当該取引施設を運営する市場運営者に対して報告することを要求する。

4.1.3 域外適用・域外アクセス

(1) 概要

EU 域内市場への第三国企業のアクセスに関して、旧 MiFID I においては特に明記されておらず、加盟国各自が規制を導入していた。一方、MiFID II/MiFIR では第三国の投資企業が、適格カウンターパーティ及びプロフェッショナル顧客(Professional client)に対して、投資サービスを提供する場合に係わる同等性評価の枠組みを導入した。MiFIR 第 46 条では一般規定、MiFIR 第 47 条では同等性判定について規定している。

(2) 同等性評価

第三国企業のための同等性評価のプロセスは、第三国の規制・監督の枠組みが EU 規制と同じ目的を達成しているかどうかを欧州委員会が調査するものである。すなわち、欧州委員会は、第三国との関係において、当該国の法的な準備及び監督上の準備が、MiFID II/MiFIR 及び関連する EU 指令・規則に基づいて採択される実装措置(implementing measures)に定める諸要件と同等な効果を持っており、第三国の法制度の下で認可された投資企業の承認のための効果的且つ同等な制度を当該第三国が定めているかを判断するものである。第三国の健全性の枠組み及びビジネス行動規範上の枠組みは、当該枠組みが以下の条件の全てを充足するときは、同等な効果をもつものと判断され得る。

- ・ 当該第三国において投資サービス及び投資活動を提供する企業が、認可に服し、かつ、継続的に効果的な監督及び執行に服していること；
- ・ 当該第三国において投資サービス及び投資活動を提供する企業が、十分な資本要件並びに持分保有者及びその経営体の構成員に適用される適切な要件に服していること
- ・ 投資サービス及び投資活動を提供する企業が、内部監督機能の分野における適切な組織上の要件に服していること；
- ・ 投資サービス及び投資活動を提供する企業が、適切なビジネス行動規範に服していること；
- ・ その企業が、インサイダー取引及び相場操縦の形態による市場の濫用を防止することにより、市場の透明性及び完全性を確保すること。

また、ESMA は、その法的枠組み及び監督枠組みが第 1 項に従って効果的に同等なものとして承認され第三国の関連する職務権限を有する機関との間で、協力協定を締結する。

MiFIR該当部分(仮訳)⁶⁸:

⁶⁸ 訳出にあたっては、夏井 高人「金融商品市場指令 No 600/2014 (MiFIR)[参考訳]」(法と情報雑誌第 3 巻第 4 号(2018 年 4 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける MiFIR 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_MiFIR.pdf>

第 47 条 同等性決定

1. 欧州委員会は、第三国との関係において、第 51 条第 2 項に示す審議手続に従い、当該第三国の法的な準備及び監督上の準備が、この規則、指令 2013/36/EU 及び指令 2014/65/EU 並びにこの規則及びそれらの指令に基づいて採択される実装措置に定める諸要件と同等な効果をもち、法的拘束力のある健全性の要件及びビジネス行動規範上の要件をその第三国において認可された企業が遵守することを確保しており、かつ、第三国の法制度の下で認可された投資企業の承認のための効果的で同等な制度を当該第三国が定めていることを示す決定を採択できる。

第三国の健全性の枠組み及びビジネス行動規範上の枠組みは、当該枠組みが以下の条件の全てを充足するときは、同等な効果をもつものと判断され得る：

- (a) 当該第三国において投資サービス及び投資活動を提供する企業が、認可に服し、かつ、継続的に効果的な監督及び執行に服していること；
 - (b) 当該第三国において投資サービス及び投資活動を提供する企業が、十分な資本要件並びに持分保有者及びその経営体の構成員に適用される適切な要件に服していること；
 - (c) 投資サービス及び投資活動を提供する企業が、内部監督機能の分野における適切な組織上の要件に服していること；
 - (d) 投資サービス及び投資活動を提供する企業が、適切なビジネス行動規範に服していること；
 - (e) その企業が、インサイダー取引及び相場操縦の形態による市場の濫用を防止することにより、市場の透明性及び完全性を確保すること。
2. ESMA は、その法的枠組み及び監督枠組みが第 1 項に従って効果的に同等なものとして承認され第三国の関連する管轄当局との間で、協力協定を締結する。その協定は、少なくとも、以下を定めるものとする：
 - (a) 第三国内で認可された非欧州連合企業に関する、ESMA から要求される全ての情報へのアクセスを含め、ESMA と、関係する第三国の管轄当局との間における情報交換の仕組み；
 - (b) 第三国の管轄当局が、第三国の管轄当局が監督しており、かつ、ESMA が第 48 条に定める登録所に登録した第三国の企業がその企業の認可の条件またはその企業が従うべき義務のあるその他の法律に違反していると判断する場合において、ESMA への通知を促進するための仕組み；
 - (c) それが適切なときは、現場における検査を含め、監督活動の協力に関する手続；
- (...以下、省略...)

4.2 MAD II /MAR

4.2.1 概要

(1) 経緯

EUでは2003年11月より施行された市場濫用指令(MAD: Market Abuse Directive)⁶⁹に基づき、RM、MTF等で実施される取引⁷⁰に関して、インサイダー取引や相場操縦などに係る市場濫用行為を規制している。加盟国政府は、同指令に基づき規制内容を国内法化しており、各国の金融当局は、継続的な監視を維持する義務を負っている。コモディティデリバティブ取引における市場濫用行為に関しても、同指令及び同指令に基づく国内法によって規制されることとなる。

2011年10月、欧州委員会はMADの改正案(MAD II)⁷¹を発表しており、2014年4月には、欧州議会がMAD II⁷²及びその規則(Regulation)であるMAR(Market Abuse Regulation)⁷³を認可した⁷⁴。この改正は、新たな取引システムや高頻度取引(HFT: High Frequency Trading)等の新技術への対応、更にはコモディティデリバティブ市場における市場濫用規制の拡大などを目的としており、規制当局の調査及び行政上の制裁権限を大幅に強化している。具体的には、MAD IIは加盟国に対して、相場操縦及びインサイダー取引に対する統一した刑事上の犯罪について規定することにより、MARとともに市場濫用行為を規制している。MAD II/MARの適用開始は、MiFID II/ MiFIRより半年早い2016年7月とされており、それまでに加盟国は、MAD IIを国内法化している。

(2) 構成

MAD IIは、上記の規制強化を目的としてMAD Iにおける規制内容を改定しており、15条から構成されている。また、MAD IIにおける規定内容を詳細化したMARは、7章39条から構成されている。以下、各編の内容を示す。

MAD II本編の構成

第1編 全体規定

第2編 内部情報、インサイダー取引、内部情報の不法開示及び相場操縦

⁶⁹ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)
<<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32003L0006>>

⁷⁰ MiFIDIにて規制対象とされる取引のこと

⁷¹ <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0654:FIN:EN:PDF>>

⁷² Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive)

<<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0057>>

⁷³ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC Text with EEA relevance

<<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R0596>>

⁷⁴ <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm>

第3編	開示要件
第4編	ESMA 及び監督当局
第5編	行政的措置及び処罰
第6編	委任法令
第7編	最終規定

4.2.2 主な規定内容

(1) 相場操縦の定義及び当該行為の禁止に係る規定

MAD II 第 5 条第 1 項では、相場操縦が“少なくとも悪質で故意に行われた場合”には、刑事的制裁の対象となるよう必要な措置を取るものとしている。相場操縦の定義については第 2 項において規定されており、基本的に MAD I に準じたものとなっている。ただ新たに“ベンチマークの計算を操作するために、虚偽もしくは人を誤らせるような情報を発信すること”等の文言が新たに規定されている。

MAD II 該当部分(仮訳)

第 5 条 相場操縦

1. 加盟国は、第 2 項に規定する相場操縦が、少なくとも悪質で故意に行われた場合には、刑事的制裁の対象となるよう必要な措置を取るものとする。
2. 本指令において、相場操縦は、以下の活動を含むものとする。
 - (a) 以下のような取引、売買の注文またはその他の行為をなすこと。
 - (i) 金融商品もしくは関連スポット商品契約の供給、需要、価格に関して虚偽もしくは人を誤らせるような示唆を与えるもの。または
 - (ii) 1 個または複数の金融商品もしくは関連スポット商品契約の価格を異常な水準もしくは人為的な水準に導くもの。

ただし、取引または売買の注文を行った者が上記の行為を行った理由が適法であり、これらの取引または売買の注文が該当取引所で認められた市場慣行に合致している場合を除く。
 - (b) 1 個または複数の金融商品もしくは関連スポット商品契約の価格に影響する取引、売買の注文またはその他の活動もしくは行為を虚偽の策略またはその他の詐欺もしくは計略の方法で行うこと。
 - (c) インターネットを含む媒体またはその他の方法で、金融商品もしくは関連スポット商品契約の供給、需要もしくは価格に関して虚偽もしくは人を誤らせるような示唆を与える情報、または 1 個または複数の金融商品もしくは関連スポット商品契約の価格を異常な水準もしくは人為的な水準に導く情報を流布し、情報を流布した者が当該情報を流布することによって自らまたは他者のために有利な立場または利益を得ること。あるいは、

- (d) ベンチマークの計算を操作するために、虚偽もしくは人を誤らせるような情報を発信すること、または虚偽もしくは人を誤らせるようなアドバイスを提供すること、またはその他の行為をなすこと。

...(以下、略)...

(2) 内部情報の定義、インサイダー取引の禁止に係る規定

MAD II 第 3 条第 1 項では、インサイダー取引(または他者へのインサイダー取引の勧誘または誘導)が“少なくとも悪質で故意に行われた場合”には、刑事的制裁の対象となるよう必要な措置を取るものとしている。内部情報の定義については MAR 第 7 条において規定されており、基本的に MAD I に準じたものとなっている。ただ新たに“重大な影響を及ぼす可能性のある”対象として、当該金融商品の価格または関連するデリバティブ金融商品の価格に加え、関連するスポット商品の価格についても明記されている⁷⁵。

MAD II 該当部分(仮訳)

第 3 条 インサイダー取引、他者へのインサイダー取引の勧誘または誘導

1. 加盟国は、第 2 項から 8 項に規定するインサイダー取引、他者へのインサイダー取引の勧誘または誘導が、少なくとも悪質で故意に行われた場合には、刑事的制裁の対象となるよう必要な措置を取るものとする。
2. 本指令において、インサイダー取引は、内部情報を保持する者がその情報を使用して、自らまたは第三者の勘定で、直接または間接を問わず、その情報が関係する金融商品を取得または処分した場合に発生する。
3. 本条は、以下により内部情報を保持する者に適用される。
 - (a) 発行者もしくは排出枠市場参加者の管理、経営もしくは監督部門の一員であることにより。
 - (b) 発行者もしくは排出枠市場参加者の資本に持分を有することにより。
 - (c) 雇用、専門もしくは職務の権限で情報を入手できることにより。または、
 - (d) 犯罪行為に関与することにより。本条は、上記第 1 段落以外の状況で内部情報を取得し、それが内部情報であることを知っている者にも適用される。
4. 該当者が内部情報を取得する前に出した、当該情報が関係する金融商品に関する注文を取消または変更するために内部情報を使用した場合にも、インサイダー取引とみなされるものとする。

(以下、略)

⁷⁵ MAR の「Chapter2 Inside Information, Insider Dealing, Unlawful Disclosure of Inside Information And Market Manipulation」において、内部情報、市場操作等について定義している。
<<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R0596>>

(3) 規制当局の査察権限

MAR 第 4 章「ESMA 及び所轄官公庁」では、各国規制当局の役割について規定している。第 23 条では、規制機関は、国内法に従い、“いかなる形式のいかなる文書及びデータにもアクセスできる”⁷⁶、また必要に応じて“該当する注文の送信もしくは操作の実施に連続的に関与した者及びその本人を含むいかなる者からも情報を要求または要請”、更には“情報を得るためにそれらの者を召喚または尋問”する権限が付与されている⁷⁷。コモディティデリバティブに関しては、特に“関連スポット市場の市場参加者から標準化した形式に従い情報を要求”すると同時に“取引に関する報告を取得”する権限について明記されている⁷⁸。

立入検査(on-site inspection)に関しては、“自然人の個人住居”を除く現場の立入検査及び査察を実施することが可能とされている⁷⁹。具体的には、関連文書及びデータが、インサイダー取引または相場操縦の証明に関係する合理的な疑いのある場合、あらゆる形式の文書及びデータを押収するために、自然人または法人の敷地に入る権限が付与されている⁸⁰。なお立入検査の実施にあたり該当加盟国の司法当局による事前の許可が必要な場合、当該権限は、かかる事前許可を取得してからのみ、執行されるものとしている。

MAR該当部分(仮訳)

第 23 条 所轄官公庁の権限

1. 所轄官公庁は、自らの機能及び権限を以下のいずれかの方法により執行する。
 - (a) 直接
 - (b) 他の官公庁または市場機関と協力して
 - (c) 上記官公庁または市場機関に権限を委任して、自らの責任の下で
 - (d) 管轄権を有する司法当局に提起することにより
2. 本規制に基づくその職務を執行するため、所轄官公庁は、国内法に従い、少なくとも下記の監督及び査察権限を有するものとする。
 - (a) いかなる形式のいかなる文書及びデータにもアクセスできること、ならびにそれらの複写を受領するか、複写を取ること。
 - (b) 該当する注文の送信もしくは操作の実施に連続的に関与した者及びその本人を含むいかなる者からも情報を要求または要請すること、また必要な場合は、情報を得るためにそれらの者を召喚または尋問すること。
 - (c) 商品デリバティブに関しては、関連スポット市場の市場参加者から標準化した形式に従い情報を要求すること、取引に関する報告を取得すること、及びトレーダーのシステムに直接アクセスできるようにすること。
 - (d) 自然人の個人住居を除く現場の立入検査及び査察を実施すること。

⁷⁶ MAR 第 23 条第 2 項(a)

⁷⁷ MAR 第 23 条第 2 項(b)

⁷⁸ MAR 第 23 条第 2 項(c)

⁷⁹ MAR 第 23 条第 2 項(d)

⁸⁰ MAR 第 23 条第 2 項(e)

- (e) 下記第 2 段落に従い、検査または査察の対象に関連する文書及びデータが本規制に違反するインサイダー取引または相場操縦の証明に関係する合理的な疑いのある場合、あらゆる形式の文書及びデータを押収するために自然人または法人の敷地に入ること。
- (f) 事件を犯罪捜査に委ねること。
- (g) 投資企業、与信機関または金融機関に既存の電話会話、電子通信またはデータ通信の記録を要求すること。
- (h) 違反の合理的な疑いのある場合、ならびに当該記録が第 14 条もしくは第 15 条の(a)もしくは(b)号に対する違反の査察に関係する可能性のある場合には、国内法で許される限り、通信事業者が保持する既存のデータ通信記録を要求すること。
- (i) 資産の凍結もしくは一時差押え、または両方を要求すること。
- (j) 該当金融商品の取引を停止すること。
- (k) 所轄官公庁が本規制と相反するとみなす業務の一時的停止を要求すること。
- (l) 専門的活動の実施に一時的禁止命令を科すこと。
- (m) 一般に情報が正しく公開されるためにあらゆる措置を取ること。たとえば、虚偽または人を誤らせるような開示情報を是正すること、また、虚偽または人を誤らせるような情報を発表または発信した発行者またはその他の者に訂正の声明を発表するよう要求することを含む。

国内法に従い、第 1 段落(e)号に規定する自然人または法人の敷地内への立入りに該当加盟国の司法当局による事前の許可が必要な場合、当号に規定する権限は、かかる事前許可を取得してからのみ、執行されるものとする。

(以下、略)

(4) 規制当局による罰則措置

MAD II 第 7 条では市場濫用行為に対する刑事罰が規定されており、第 2 項では相場操縦及びインサイダー取引に対しては少なくとも 4 年以上の禁固刑を科すことが規定されている。また第 3 項では、不法な情報開示⁸¹に関しては少なくとも 2 年以上の禁固刑を科すことが規定されている。

4.2.3 域外適用

MAD II/MAR は、取引施設(規制市場、MTF または OTF)において取引される金融商品に対して適用される。当該商品に係わる市場濫用行為については、EU 域外における主体に対しても、MAD II/MAR の適用対象となる。

⁸¹ “不法な情報開示”については、MAD II 第 4 条にて規定。

4.3 EMIR

4.3.1 概要

欧州市場インフラ規則(EMIR : European Market Infrastructure Regulation) ⁸²は、OTC デリバティブ取引の透明性向上、カウンターパーティリスク低減等を目的とした EU 規則 (Regulation)であり、9 編 91 条から構成されている。当該規則は、2012 年 8 月より段階的に施行されている⁸³。

EMIR の構成

- | | |
|-------|-------------------------|
| 第 1 編 | 主題、問題意識、範囲及び定義 |
| 第 2 編 | OTC デリバティブの清算、報告及びリスク低減 |
| 第 3 編 | CCP の認可・監督 |
| 第 4 編 | CCP に対する要件 |
| 第 5 編 | 相互運用性に関する規定 |
| 第 6 編 | 取引情報蓄積機関の登録・監督 |
| 第 7 編 | 取引情報蓄積機関に対する要件 |
| 第 8 編 | 共通規定 |
| 第 9 編 | 移行及び最終規定 |

なお、同規則第 2 条(8)にて規定される金融カウンターパーティ (FC: Financial Counterparties)とは、主に投資企業などであり、一方、同規則第 2 条(9)にて規定される非金融機関(NFC: Non-Financial Counterparties)とは、EU において設立された事業会社など、FC や CCP 以外の企業をさすと理解される。後者の NFC もまた、後述する取引情報報告義務の対象となる。

⁸² Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories Text with EEA relevance
< <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32012R0648> >

⁸³ 欧州委員会は 2010 年 9 月に当該規則の最終案を公表。その後交渉を経て、2012 年 3 月に欧州議会にて可決。

4.3.2 主な規制内容

EMIR では規制内容として、主に以下の 3 つを規定している。

- 一定の OTC デリバティブ取引に対する中央清算機関(CCP: Central Counterparty)を通じた清算の義務化⁸⁴
- 取引情報蓄積機関(TR: Trade Repository)への取引情報報告
- CCP 及び TR に対する要件の適用

(1) CCP を通じた清算の義務化

同規則第 4 条「清算義務」では、一定の OTC デリバティブ取引に対して CCP を通じた清算義務を課している。当該義務は、金融機関 (FC: Financial Counterparties)に加えて、一定の条件を満たす非金融機関(NFC: Non-Financial Counterparties) ⁸⁵も対象としている。

EMIR該当部分(仮訳)⁸⁶:

第4 条 清算義務

1. 取引相手は、そのOTC デリバティブ契約が以下の条件の全てを満たすときは、第5条第2項による清算義務に服すると宣言されたクラスのOTC デリバティブと関係する全てのOTC デリバティブ契約を清算する：

(...以下、略...)

同規則第 10 条「非金融機関(NFC)」では、一定の清算閾値(clearing thresholds)を超過する OTC デリバティブ契約及びポジションを持つ NFC に対して清算義務を課することを規定している。なお、この閾値の設定を巡り ESMA を中心に議論が展開され、資産種類別(asset class)に総名目価値(Gross Notional Value)に関する閾値設定されている。電力商品を含むコモディティデリバティブに関しては、30 億ユーロという閾値が設定されている。

⁸⁴ CCP を通じた清算義務が課されない OTC デリバティブ取引に対して、リスク軽減措置が規定。ESMA、欧州銀行監督機構(EBA)及び欧州保険・年金監督機構(EIOPA)が詳細について定義した標準設計書(technical standard)を提出している。

⁸⁵ 電力・ガス、石油などのエネルギー関連会社や製造業者等も含め、金融機関以外の概ね全ての事業者が対象となる

⁸⁶ 訳出にあたっては、夏井 高人「OTC デリバティブ規制(EU) No 648/2012」(法と情報雑誌第 3 巻第 8 号(2018 年 8 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける EMIR 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_OTC_Derivatives.pdf>

表 4-2 資産別の GNV 閾値

資産種別	閾値
クレジットデリバティブ取引	10 億ユーロ
株式デリバティブ取引	
金利デリバティブ取引	30 億ユーロ
通貨デリバティブ取引	
コモディティデリバティブ他取引	

(出所)ESMA Web サイトより MURC 作成⁸⁷

この閾値を上回る企業(「NFC+」と分類)は CCP を通じた清算義務が課されるのに対し、下回る企業(「NFC-」と分類)は同義務が免除される。なお同規則第 10 条第 3 項において規定される通り、業務上もしくは国債入札の行動に対するリスクを低減するために実施した取引⁸⁸に関しては、いわゆる“ヘッジ目的の取引”として定義され、閾値算出の際にカウントされない。上記のような措置を適用した結果、大手電力・ガス事業者、更には大手石油事業者を含め全ての NFC が、「NFC-」として分類された。

(2) TR への報告義務

EMIR 第 9 条では、金融機関や一定のポジションを保有する事業会社に対して、全ての OTC デリバティブ取引について TR へ報告することを義務づけている⁸⁹。EMIR は、EU 域内の会社と取引する EU 域外の会社も TR の規制対象としている。具体的には、カウンターパーティと CCP は、締結、修正、または終了したデリバティブ契約を ESMA により登録または承認された TR へ報告する必要がある。この報告義務は、店頭と上場デリバティブ契約の両方を対象とするものであり、契約の締結、変更または終了の翌営業日までに行う必要がある。

EMIR該当部分(仮訳)⁹⁰:

第 9 条 報告義務

- 取引相手及び CCP は、彼らが締結したデリバティブ契約の詳細、及び、その契約の変更または終了が、第1a項から第1f項までに従い、第55 条に準拠して登録され、

⁸⁷ <<https://www.esma.europa.eu/policy-activities/post-trading/clearing-thresholds>>

⁸⁸3. In calculating the positions referred to in paragraph 1, the non-financial counterparty shall include all the OTC derivative contracts entered into by the non-financial counterparty or by other non-financial entities within the group to which the non-financial counterparty belongs, which are not objectively measurable as reducing risks directly relating to the commercial activity or treasury financing activity of the non-financial counterparty or of that group.

⁸⁹ カウンターパーティ及び CCP がデリバティブ取引を行う場合は、TR を利用しなければならないとされている。

⁹⁰ 訳出にあたっては、夏井 高人「OTC デリバティブ規制(EU) No 648/2012」(法と情報雑誌第 3 巻第 8 号(2018 年 8 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける EMIR 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_OTC_Derivatives.pdf>

または、第77 条に準拠して承認された取引情報蓄積機関に報告されることを確保する。その詳細は、その契約の締結、変更または終了の遅くとも翌営業日までに報告されるものとする。

報告義務は、以下のデリバティブ契約に適用される：

- (a) 2014 年2 月14 日より前に締結され、当該の日に未決済のままである契約；
- (b) 2014 年2 月14 日以後に締結される契約。

(...中略...)

- 2. 取引相手は、彼らが締結したデリバティブ契約及びその変更の記録を、その契約の終了後少なくとも5 年間、保管する。
- 3. デリバティブ契約の詳細を記録するために取引情報蓄積機関を利用できない場合、取引相手及びCCP は、その詳細がESMA に報告されることを確保する。
その場合、ESMA は、第81 条第3 項に示す全ての関連機関が、それらの機関それぞれの職責及び任務を果たすために必要となる全てのデリバティブ契約の詳細情報へのアクセスをもつことを確保する。
- 4. 取引情報蓄積機関もしくはESMA に対してデリバティブ契約の詳細を報告する取引相手またはCCP、または、取引相手もしくはCCP の代わりにそのような詳細を報告する法主体は、当該契約によって、または、法律上、規則上もしくは行政規則上の条項によって課される情報の開示に関する制限に違反するものと判断してはならない。
報告をする法主体またはその役職者もしくは従業者に対しては、その開示から生ずるいかなる責任も負わせてはならない。
- 5. 本条の一貫性のある適用を確保するため、ESMA は、異なるデリバティブクラスに関し、第1 項及び第3 項に示す報告書の細目及びタイプを指示する法定技術基準案を策定する。

第1 項及び第3 項に示す報告書は、少なくとも、以下の事項を示すものとする：

- (a) そのデリバティブ契約の当事者、及び、それが異なる場合には、その契約から生ずる権利及び義務の帰属者；
- (b) その契約のタイプ、原資産の満期、名目元本、価格及び最終決済日を含め、そのデリバティブ契約の主な特徴。

ESMA は、欧州委員会に対し、2012 年9 月30 日までに、その法定技術基準案を送付する。規則(EU) No 1095/2010 の第10 条ないし第14 条に従って第1 副項に示す法定技術基準案を採択する権限は、欧州委員会に対して委任される。

(...以下、略...)

TR への報告事項としては 129 項目が規定されており、そのうち 35 項目はカウンターパーティに係るもの、94 項目は共通データに係るものである。また、取引が EMIR の規制対象となるカウンターパーティ間で行われるものであり、両者の名義で報告される場合、共通

データに係る報告は両者分を一方のカウンターパーティより一括して送信することが許容されている⁹¹。

表 4-3 TR への報告事項一覧

項目	項目
Table 1 Counter Party Data	Section 2e – Clearing
Parties to the contract	34 Clearing obligation
1 Reporting timestamp	35 Cleared
2 Reporting Counterparty ID	36 Clearing timestamp
3 Type of ID of the other Counterparty	37 CCP
4 ID of the other Counterparty	38 Intragroup
5 Country of the other Counterparty	Section 2f – Interest Rates
6 Corporate sector of the reporting counterparty	39 Fixed rate of leg 1
7 Nature of the reporting counterparty	40 Fixed rate of leg 2
8 Broker ID	41 Fixed rate day count leg 1
9 Report submitting entity ID	42 Fixed rate day count leg 2
10 Clearing member ID	43 Fixed rate payment frequency leg 1 – time period
11 Type of ID of the Beneficiary	44 Fixed rate payment frequency leg 1 – multiplier
12 Beneficiary ID	45 Fixed rate payment frequency leg 2 – time period
13 Trading capacity	46 Fixed rate payment frequency leg 2 – multiplier
14 Counterparty side	47 Floating rate payment frequency leg 1 – time period
15 Directly linked to commercial activity or treasury financing	48 Floating rate payment frequency leg 1 – multiplier
16 Clearing threshold	49 Floating rate payment frequency leg 2 – time period
17 Value of contract	50 Floating rate payment frequency leg 2 – multiplier
18 Currency of the value	51 Floating rate reset frequency leg 1 – time period
19 Valuation timestamp	52 Floating rate reset frequency leg 1 – multiplier
20 Valuation type	53 Floating rate reset frequency leg 2 – time period
21 Collateralisation	54 Floating rate reset frequency leg 2 – multiplier
22 Collateral portfolio	55 Floating rate of leg 1
23 Collateral portfolio code	56 Floating rate reference period leg 1 – time period
24 Initial margin posted	57 Floating rate reference period leg 1 – multiplier
25 Currency of the initial margin posted	58 Floating rate of leg 2
26 Variation margin posted	59 Floating rate reference period leg 2 – time period
27 Currency of the variation margins posted	60 Floating rate reference period leg 2 – multiplier
28 Initial margin received	Section 2g – Foreign Exchange
29 Currency of the initial margin received	61 Delivery currency 2
30 Variation margin received	62 Exchange rate 1
31 Currency of the variation margins received	63 Forward exchange rate
32 Excess collateral posted	64 Exchange rate basis
33 Currency of the excess collateral posted	Section 2h – Commodities and emission allowances (General)
34 Excess collateral received	65 Commodity base
35 Currency of the excess collateral received	66 Commodity details
Table 2 Common Data	67 Delivery point or zone
Section 2a – Contract type	68 Interconnection Point
1 Contract type	69 Load type
2 Asset class	70 Load delivery intervals
Section 2b – Contract information	71 Delivery start date and time
3 Product classification type	72 Delivery end date and time
4 Product classification	73 Duration
5 Product identification type	74 Days of the week
6 Product identification	75 Delivery capacity
7 Underlying identification type	76 Quantity Unit
8 Underlying identification	77 Price/time interval quantities
9 Notional currency 1	Section 2i – Options
10 Notional currency 2	78 Option type
11 Deliverable currency	79 Option exercise style
Section 2o – Details on the transaction	80 Strike price (cap/floor rate)
12 Trade ID	81 Strike price notation
13 Report tracking number	82 Maturity date of the underlying
14 Complex trade component ID	Section 2j – Credit derivatives
15 Venue of execution	83 Seniority
16 Compression	84 Reference entity
17 Price / rate	85 Frequency of payment
18 Price notation	86 The calculation basis
19 Currency of price	87 Series
20 Notional	88 Version
21 Price multiplier	89 Index factor
22 Quantity	90 Tranche
23 Up-front payment	91 Attachment point
24 Delivery type	92 Detachment point
25 Execution timestamp	Section 2k – Modifications to the contract
26 Effective date	93 Action type
27 Maturity date	94 Level
28 Termination date	
29 Settlement date	
30 Master Agreement type	
31 Master Agreement version	
Section 2d – Risk mitigation / Reporting	
32 Confirmation timestamp	
33 Confirmation means	

(出所)欧州委員会「Commission Implementing Regulation (EU) 2019/363 of 13 December 2018⁹²」

⁹¹ 出所: 金融庁委託調査(株式会社エヌ・ティ・ティ・データ経営研究所「諸外国における金融制度の概要に関する調査」)

<<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20200918/01.pdf>>

⁹² <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R0363&from=EN>>

より MURC 作成

(3) CCP に対する要件

EU 域内の清算機関は、EMIR 適格な清算機関として認可されるために、同規則第 4 編「CCP に対する要件」にて規定される各種要件に適合する必要がある。第 4 編第 1 章「組織要件」に加えて、第 4 編第 2 章「事業行為規範」では適格 CCP の行為規範について規定している。さらに第 4 編第 3 章「健全性要件」では、CCP のリスク管理枠組みとして以下の要件が規定されている。

- ・ 第 41 条 証拠金要件
- ・ 第 42 条 違約基金
- ・ 第 43 条 その他金融資源
- ・ 第 44 条 流動性リスク管理
- ・ 第 45 条 違約時の流れ
- ・ 第 46 条 担保要件
- ・ 第 47 条 投資ポリシー
- ・ 第 48 条 違約手続き
- ・ 第 49 条 モデル、ストレステスト及びバックテストの評価
- ・ 第 50 条 決済 (Settlement)

(4) TR に対する要件

同規則第 7 編「TR に対する要件」が規定されており、一般的な要件に加えて、第 79 条「運用信頼性」、第 80 条「安全措置及び記録」、第 81 条「透明性及びデータ利用可能性」などに係る要件が規定されている⁹³。

EMIR 該当部分(仮訳)⁹⁴:

第7 款 取引情報蓄積機関の要件

第78 条 総則的な条項

1. 取引情報蓄積機関は、十分に定義され、透明性があり、かつ、一貫性のある責任のラインをもつ明確な組織構造、並びに、良好な管理運営手続及び会計手続を含め、秘密情報の開示を防止する十分な内部管理の仕組みを含む、堅牢な統治の手配をもつ。
2. 取引情報蓄積機関は、その経営者、従業者または密接な連携によってそれらの者と

⁹³ TR の一覧は、以下の通り。

<<https://www.esma.europa.eu/document/list-registered-trade-repositories>>

⁹⁴ 訳出にあたっては、夏井 高人「OTC デリバティブ規制(EU) No 648/2012」(法と情報雑誌第 3 巻第 8 号(2018 年 8 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける EMIR 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_OTC_Derivatives.pdf>

直接または間接に連携する者に関する潜在的な利益相反を発見し、管理するための、効果的な、書面による、組織上及び運営上の手配を維持し、運用する。

3. 取引情報蓄積機関は、その経営者及び従業員を含め、この規則の全ての条項をその取引情報蓄積機関が遵守することを確保するための適切な基本指針及び手続を定める。
4. 取引情報蓄積機関は、そのサービス及び活動を遂行する際、その取引情報蓄積機関の継続的かつ秩序ある稼働を確保するための適切な組織構造を維持し、運営する。取引情報蓄積機関は、適切かつ均衡的なシステム、資源及び手続を用いる。
5. 取引情報蓄積機関が、取引確認、取引マッチング、クレジットイベントサービス、ポートフォリオ突合せサービスまたはポートフォリオ圧縮サービスのような付随的なサービスを提供する場合、その取引情報蓄積機関は、それらの付随的なサービスと、デリバティブの記録を集中的に収集し、管理するその取引情報蓄積機関の機能とを運営上で区分することを維持する。
6. 取引情報蓄積機関の上級役員及び経営体構成員は、その取引情報蓄積機関の良好かつ健全な経営を確保するため、十分に良い評判と経験をもつ者とする。
7. 取引情報蓄積機関は、第9条に基づいて報告する義務に服する事業者によるアクセスに関し、客観的であり、非差別的であり、かつ、公衆に開示された要件をもつ。取引情報蓄積機関は、サービスプロバイダに対し、関連する取引相手がその同意を与えたことを条件として、その取引情報蓄積機関によって維持されている情報への非差別的なアクセスを与える。アクセスを拒否する基準は、その目的が、取引情報蓄積機関によって維持されているデータのリスクを管理することである範囲内に限り、許容される。
8. 取引情報蓄積機関は、この規則に基づいて提供されるサービスと関係する価格及び手数料を公表する。取引情報蓄積機関は、ディスカウント及びリベート並びにそれらの値下げからの利益を享受するための条件を含め、提供される個々のサービスの価格及び料金を分けて開示する。取引情報蓄積機関は、報告する法主体が、区分された特定のサービスへアクセスすることを認める。取引情報蓄積機関から請求される価格及び手数料は、原価と関連するものとする。

第79条 運営上の信頼性

1. 取引情報蓄積機関は、運営上のリスクを発見し、そして、適切なシステム、管理策及び手続を開発することを通じて、それらのリスクをミニマム化する。そのようなシステムは、信頼性があり、安全であり、かつ、受領した情報を取り扱うための十分な能力をもつものとする。
2. 取引情報蓄積機関は、その取引情報蓄積機関の機能の維持、その業務の適時の回復、及び、取引情報蓄積機関の義務の履行を確保することを狙いとする適切な事業継続基本方針及び災害復旧計画を定め、実装し、かつ、維持する。そのような計画

は、少なくとも、バックアップ施設の設置を定める。

3. 登録が取り消された取引情報蓄積機関は、データを別の取引情報蓄積機関に移転すること、及び、報告の流れを別の取引情報蓄積機関にリダイレクトすることを含め、秩序ある交代を確保する。

第80 条 安全性確保措置及び記録

1. 取引情報蓄積機関は、第9 条に基づいて受領した情報の機密性、完全性及び保護を確保する。
2. 取引情報蓄積機関は、関連する取引相手がその同意を提供した場合においてのみ、商業目的のために、この規則に基づいてその取引情報蓄積機関が受領したデータを使用できる。
3. 取引情報蓄積機関は、第9 条に基づいて受領した情報を迅速に記録し、かつ、関連契約の終了の後、少なくとも10 年間、その情報を維持管理する。取引情報蓄積機関は、文書を記録化された情報へと変換するための適時かつ効率的な記録保管手続を用いる。
4. 取引情報蓄積機関は、第9 条に従って報告されたデリバティブ契約の詳細情報に基づき、デリバティブクラス毎に、及び、報告する法主体毎に、ポジションを計算する。
5. 取引情報蓄積機関は、契約当事者が、適時の態様で、当該契約に関する情報にアクセスし、訂正できるようにする。
- 5a. 取引情報蓄積機関は、第9条(1a)から(1d)までの規定によりOTCデリバティブ契約の詳細の報告を義務付けられていない取引相手方、及び第9条(1f)の規定により報告義務を委任された取引相手方及び清算機関に対し、請求に応じて、報告情報を閲覧に供するものとする。
6. 取引情報蓄積機関は、その取引情報蓄積機関のシステム内で維持管理されている情報の濫用を防止するための全ての合理的な手立てを講ずる。
取引情報蓄積機関と密接な連携のある自然人、または、取引情報蓄積機関と関係のある親事業者もしくは子事業者をもつ法人は、取引情報蓄積機関内に記録されている秘密情報を商業目的で使用してはならない。

第81 条 透明性及びデータの可用性

1. 取引情報蓄積機関は、定期的に、かつ、容易にアクセス可能な態様で、その取引情報蓄積機関に報告された契約に関し、デリバティブのクラス毎の集約されたポジションを公表する。
2. 取引情報蓄積機関は、データを収集及び維持管理し、かつ、第3 項に示す機関が、それらの機関それぞれの職責及び任務を満たすために必要のあるデリバティブ契約の詳細情報への直接かつ即時のアクセスをもつことを確保する。

3. 取引情報蓄積機関は、以下の機関が、それぞれの職責及び任務を満たすことができるようにするため、必要な情報を利用可能なものとする：
- (a) ESMA
 - (b) 欧州銀行監督機構(EBA)
 - (c) 欧州保険年金監督局(EIOPA)
 - (d) 欧州システミックリスク理事会(ESRB)；
 - (e) その取引情報蓄積機関にアクセスするCCP を監督する職務権限を有する機関；
 - (f) 報告された契約の取引施設を監督する職務権限を有する機関
 - (g) 理事会規則(EU) No 1024/2013に基づく単一の監督メカニズムの下での任務を遂行するECBを含むESCBの関連メンバー
 - (h) 第75 条に示す欧州連合との間で協力協定を締結した第三国の関連機関；
 - (i) 欧州議会及び理事会の2004 年4 月21 日の指令2004/25/EC1の第4 条に基づいて指定された監督機関；
 - (j) 欧州連合の関連する証券監視機関及び市場監視機関；
 - (k) 第76 条に示すESMA との間で協力協定を締結した第三国の関連機関；
 - (j) 規則No 713/2009に基づくエネルギー規制当局
- (...以下、中略...)
4. ESMA は、ESMA 以外の欧州連合の機関との間で、それらの機関の職務の実施のために必要な情報を共有する。
- (...以下、略...)

4.3.3 第3国との関係

(1) 同等性宣言

先述の通り、EMIR 第4条では OTC デリバティブの清算集中義務を規定しているが、欧州の金融機関や一定の規模以上の取引を行う者の間の取引に加え、以下のものについても規制対象としている。

- ・ 欧州の金融機関等と第三国の法人であって欧州で設立されていたら清算集中義務の対象となっていたであろう者との間の取引(4 条 1(a)(iv))
- ・ 欧州で設立されていたら清算集中義務の対象となっていたであろう第三国の法人間の取引であって欧州に直接、重要、かつ、予見可能な影響を与えるもの、あるいは、EMIR の規制を迂回することを阻止するために規制の対象とする必要があるもの (4 条 1(a)(v))

但し、規制の重複を避けるため、欧州委員会は、第三国の法制が EMIR の規制と同等のもの(equivalent)であると宣言する実施法(implementation act)⁹⁵ を採択することができ、そのような実施法が採択された場合には、当該第三国で設立された取引相手方は EMIR 上の義務を果たしているとみなすことができるとの規定が設けられている(EMIR 第13条)。

具体的には、第4条の清算集中義務に加えて、第9条報告義務、更に第10条非金融カウンターパーティ、第11条 CCP によって清算されない OTC デリバティブ契約のためのリスク削減技術、などの条項への適用が実施される。

EMIR該当部分(仮訳)⁹⁶:

第13条 法令の重複または抵触を避けるための仕組み

1. 第4条、第9条、第10条及び第11条の基本原則の国際的な適用に関し、とりわけ、市場参加者に関する要件の潜在的な重複または抵触に関し、その監視を行い、かつ、欧州議会及び理事会宛の報告書を準備する際、欧州委員会は、ESMA の補佐を受け、かつ、可能な活動の勧告を受ける。
2. 欧州委員会は、第三国の法律、監督及び執行の手配が、以下のとおりであることを宣言する実装行為を採択できる：
 - (a) 第4条、第9条、第10条及び第11条に基づきこの規則の中に定める要件と同等であること；
 - (b) この規則に定めるものと均等な職業上の秘密の保護を確保するものであること；並びに、
 - (c) 第三国における効果的な監督及び執行を確保するため、効果的に適用され、均

⁹⁵ <https://ec.europa.eu/info/law/derivatives-emir-regulation-eu-no-648-2012/amending-and-supplementary-acts/implementing-and-delegated-acts_en>

⁹⁶ 訳出にあたっては、夏井 高人「OTC デリバティブ規制(EU) No 648/2012」(法と情報雑誌第3巻第8号(2018年8月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける EMIR 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_OTC_Derivatives.pdf>

等かつ歪みのない態様で執行されること。

これらの実装行為は、第86条第2項に示す審議手続に従って採択される。

3. 第2項に示す同等性に関する実装行為は、その取引相手中の少なくとも1つが当該第三国内に設けられている場合において、この規則に服して取引に入る取引相手が、第4条、第9条、第10条及び第11条に含まれる義務を満たしたと推定されることを意味する。
4. 欧州委員会は、ESMAと協力して、その第三国に関して同等性に関する実装行為が採択された第三国によって、第4条、第9条、第10条及び第11条に定める要件と同等な要件が効果的に実装されることを監視し、かつ、欧州議会及び理事会に対し、少なくとも年次で、定期報告を行う。その報告書が、第三国の機関による同等な要件の不十分または一貫性のない適用を明らかにするものである場合、欧州委員会は、その報告書の提出から30暦日以内に、当の第三国の法的枠組みの同等性の承認を取消す。同等性に関する実装行為が取り消される場合、取引相手は、自動的に、この規則に定める全ての要件に服することになる。

(...以下、略...)

(2) 第3国 CCP

EMIR 第25条第1項では、第三国で設立された CCP の承認手続きについて規定している。具体的には、第3国で設立された CCP は、ESMA によって承認された場合に限り、EU 内に設けられた清算参加人または取引施設に対して清算サービスを提供できる。このような ESMA による承認が可能になる前提としては、第三国の立法及び監督上の措置が当該国における CCP が EMIR と同等の法的規制に服することを確保するものであり、当該国の CCP が当該第三国における有効な監督・執行に継続的に服しており、かつ当該第三国における法制度が当該第三国法に基づき権限を与えられた CCP の承認のために有効で同等な制度を提供するものであることを、欧州委員会が認定することが必要である(25条2項、6項)。

なお第3国 CCP の承認に係わる規定は、2019年に実施された改正(通称: EMIR 2.2)⁹⁷により一部変更されている。具体的には、第3国 CCP を、EU の金融安定性に対してシステム的に重要とみなされる CCP を“Tier 2”、重要ではないとみなされる CCP を“Tier 1”と分類したうえで、Tier 2 に関しては ESMA や ECB が直接的に監督する枠組みを構築している。後者の Tier 2 CCP に関しては、ESMA が必要と判断した場合、EU 域内への移転を命令することも可能となっている(第25条第2項(a))。Tier 2 に該当するかの判断については、業務の性質、規模及び複雑性、破綻等が EU の金融システムの安定等に及ぼす影響、参加者の構造、他の金融インフラとの相互依存性等を鑑みて判断される。Tier 1 と Tier 2 の分類については、

⁹⁷ REGULATION (EU) 2019/2099 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 23 October 2019 amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the procedures and authorities involved for the authorisation of CCPs and requirements for the recognition of third-country CCPs
<<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2099&rid=15>>

2021 年 1 月以降、18 か月以内に ESMA が実施することになっている。同規則 25 条 6 項の規定に基づき、欧州委員会は 2022 年 3 月時点で合計で 38 の第 3 国 CCP を承認しているが⁹⁸、Tier 1 として 1 機関、Tier 2 として 2 機関を分類している(注: 他はレビュー中)⁹⁹。

また、EMIR 2.2 では、第 3 国 CCP の同等性に係わる規制及び監督動向のモニタリングを導入しており、ESMA が当該任務を遂行する権限を付与されている(第 25 条 a)。ESMA による非公開報告書が、毎年、欧州委員会及び第 3 国 CCP の評議会(College)¹⁰⁰に対して提出される。仮に金融安定性への影響が認識された場合は、ESMA は、直ちに欧州議会、欧州理事会及び欧州委員会に対してその旨を通知する必要がある。

EMIR該当部分(仮訳) ¹⁰¹:

第25 条 第三国のCCP の承認

1. 第三国内で設立されたCCP は、当該CCP がESMA によって承認された場合に限り、欧州連合内に設けられた清算参加人または取引施設に対して清算サービスを提供できる。
2. ESMA は、以下の場合においては、第3 項に示す機関との協議を経た上で、第三国内において設立され、一定の清算サービス及び活動を提供することの承認を求める申請をしたCCP を承認できる：
 - (a) 欧州委員会が、第6 項に従い、実装行為を採択した場合；
 - (b) そのCCP が、関連第三国内において認可されており、かつ、当該第三国内において適用可能な健全性要件を全て遵守することを確保する効果的な監督及び執行に服している場合；
 - (c) 第7 項により、協力協定が締結されている場合；
 - (d) CCPが欧州議会及び理事会の指令2015/849(1)に従って欧州委員会により、欧州連合の金融システムに重大な脅威をもたらす国家反マネーロンダリング及びテロ資金対策体制における戦略的欠陥を有するとみなされない第三国において設立または承認されていること；

(... 中略...)

- 2a). ESMA は、3(f)に規定する問題の ESRB 及び中央銀行と協議した後、次の基準のすべてを考慮して、第三国 CCP が同盟国またはその一若しくは二以上の加盟国の財政安定

⁹⁸ 我が国では、日本証券クリアリング機構(JSCC)が、EMIR 第 25 条に基づく第 3 国 CCP 認証を ESMA より受けている。第三国 CCP の認証により、EU の金融機関は、EMIR が求める OTC デリバティブに係る清算集中義務について、JSCC の清算サービスを利用することにより、その義務を履行することが可能となる。

⁹⁹ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_under_emir.pdf>

¹⁰⁰ EMIR 2.2 では、CCP 監督委員会(CCP Supervisory Committee)の役割について強化するとともに、第 3 国においても CCP 評議会(College)の枠組みを導入することを規定している(第 25 条 c)。

¹⁰¹ 訳出にあたっては、夏井 高人「OTC デリバティブ規制(EU) No 648/2012」(法と情報雑誌第 3 巻第 8 号(2018 年 8 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける EMIR 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_OTC_Derivatives.pdf>

化にとってシステミックに重要であるかまたはシステミックに重要になる可能性が高いかどうかを決定する(Tier 2 CCP):

(... 中略...)

6. 欧州委員会は、規則(EU) No 182/2011 の第5 条に基づき、第三国内において認可されたCCP が、この規則の第4 款に定める要件と同等な法的に拘束力のある要件を遵守すること、それらのCCP が、当該第三国内において、継続的に、効果的な監督及び執行に服すること、並びに、当該第三国の法的枠組みが、第三国の法制度に基づいて認可されたCCP の承認に関する効果的に同等な制度を定めることを、第三国の法律上及び監督上の手配が確保していることを判定する実装行為を採択できる。

(...以下、省略...)

Article 25a 同等性遵守

1. 第 25 条(2b)に記す CCP は、第 25 条(6)に従って採択された実施法の規定を考慮して、ESMA が適用可能な第三国の枠組みを遵守しているかどうかを評価し、CCP が第 16 条に規定する要件を満たしているとみなすことができる旨の理由を付した要請を提出することができる。ESMA は、当該要請を直ちに第三国の CCP 評議会に送付するものとする。

(...以下、略...)

(3) 第 3 国 TR

EMIR 第 75 条では、第三国で設立された TR の承認手続きについて規定している。具体的には、第 3 国で設立された TR は、ESMA によって承認された場合に限り、第 9 条に係わるサービスの提供が可能となる。

EMIR該当部分(仮訳)¹⁰²:

第 75 条 同等性及び国際協定

1. 欧州委員会は、第三国の法律上及び監督上の手配が以下を確保するものであることを判定する実装行為を採択できる：
 - (a) 当該第三国内において認可された取引情報蓄積機関が、この規則に定める要件と同等な法的に拘束力のある要件を遵守するものであること；
 - (b) 当該第三国において、継続的に、取引情報蓄積機関の効果的な監督及び執行が行われていること；

¹⁰² 訳出にあたっては、夏井 高人「OTC デリバティブ規制(EU) No 648/2012」(法と情報雑誌第 3 巻第 8 号(2018 年 8 月))の Web 公開版による「参考訳」について参照の上、欧州委員会 Web サイトにおける EMIR 原文(最新版)を確認し、一部追記等を実施した。

<<http://cyberlaw.la.coocan.jp/index2.html>>

<http://cyberlaw.la.coocan.jp/Documents/EU_OTC_Derivatives.pdf>

- (c) 監督機関によって第三者と共有された営業秘密の保護を含め、職業上の秘密の存在が保障されること。

この実装行為は、第 86 条第 2 項に示す審議手続に従って採択される。

2. それが適切なときは、かつ、いかなる場合においても第 1 項に示す実装行為が採択された後において、欧州委員会は、理事会に対し、ENISA を含め、欧州連合の機関がその職務の遂行のために必要となる全ての情報への即時かつ継続的なアクセスを確保する方法で、第三国内に設立された取引情報蓄積機関の中にあるデリバティブ契約への相互アクセス、及び、そのデリバティブ契約に関する情報交換と関連する関係第三国との間の国際協定の交渉に関する勧告を送付する。
3. 第 2 項に示す協定の締結の後、かつ、その協定に従い、ESMA は、関係第三国の職務権限を有する機関との間で、協力協定を締結する。その協定は、少なくとも以下の事項を定める：
 - (a) 一方において、ESMA と、この規則に従って職責を果たす ESMA 以外の欧州連合の機関との間における情報交換の仕組みと、他方において、ESMA と、関係する第三国の関連職務権限を有する機関との間における情報交換の仕組み；並びに、
 - (b) 監督活動の調整に関する手続。
4. ESMA は、第三国に対する個人データの移転に関し、規則(EC) No 45/2001 を適用する。

第 76 条 協力協定

その領域内に設立された取引情報蓄積機関をもたない第三国の関連機関は、欧州連合の取引情報蓄積機関内で保持されているデリバティブ契約に関する情報にアクセスするための協力協定を締結するため、ESMA と連絡をとることができる。

機関と第三国によって共有される営業秘密の保護を含め、職業上の秘密の保証が存在することを条件として、それらの機関がその機関それぞれの職責及び任務を満たすために必要な欧州連合の取引情報蓄積機関内で保持されるデリバティブ契約に関する情報へのアクセスに関し、ESMA は、それらの関連機関との間で、協力協定を締結できる。

(...中略...)

第 77 条 取引情報蓄積機関の承認

1. 第三国内に設立された取引情報蓄積機関は、第 2 項に従い、ESMA から承認を受けた後においてのみ、第 9 条の目的のために欧州連合内に設けられた法主体に対してそのサービス及び活動を提供できる。
2. 第 1 項に示す取引情報蓄積機関は、ESMA に対し、少なくとも、以下の第三国内において、その取引情報蓄積機関が認可を受けており、かつ、効果的な監督に服していることを確認するために必要となる情報を含め、必要な全ての情報と共に、その取

引情報蓄積機関の承認を求める申請書を送付する：

- (a) 第 75 条第 1 項による実装行為により、同等かつ執行可能な法律上及び監督上の枠組みをもつものとして、欧州委員会から承認を受け；
- (b) 第 75 条第 2 項により欧州連合との間において国際協定を締結し；かつ、
- (c) ESMA を含め、欧州連合の機関が、全ての必要な情報への即時かつ継続的にアクセスをもつことを確保するため、第 75 条第 3 項による協力協定を締結した第三国。

申請書の受理の日から 30 業務日以内に、ESMA は、その申請書が完成されたものであるか否かを審査する。その申請書が完成されたものではないときは、ESMA は、その申請者取引情報蓄積機関が追加情報を提供すべき期限を定める。

完成された申請書の送付の日から 180 業務日以内に、ESMA は、申請者取引情報蓄積機関に対し、書面により、理由を付した説明書の全文と共に、その承認が与えられたか、または、拒否されたかを通知する。

ESMA は、その Web サイト上において、この規則に従って承認された取引情報蓄積機関のリストを公表する。

(...以下、略...)

4.4 電力市場における監視枠組み

4.4.1 REMIT

(1) 概要

EU では、2011 年 12 月に施行された「エネルギー市場の統合性及び透明性確保に関する規則 (REMIT: Regulation on Energy Market Integrity and Transparency) ¹⁰³」により、電力・ガス市場における規制枠組みが大きく変化した。これにより、これまで MiFID 及び MAD がカバーしていなかった取引・商品に関しても、REMIT により包括的に規制することになった。

REMIT は、第 1 条第 2 項において、卸売エネルギー商品の市場濫用に係る規制(第 3～5 条)は、金融商品である卸売エネルギー商品、及び MAD 第 9 条が適用される卸売エネルギー商品に対しては適用されないことが規定されている。その一方で、REMIT 第 2 条では規制対象商品となる“卸売エネルギー商品(Wholesale energy products)”の定義について規定しており、現物受渡しを伴う電力・ガスに係る契約、取引等に加えて、デリバティブについても対象とすることが明記されている^{104,105}。

(2) 主な規定内容

REMIT は、電力・ガス市場における統合性・十全性(Integrity)確保を目的としており、主な施策として、1)エネルギー市場における市場濫用等の禁止、2)市場監視及び強制執行、3)取引情報の報告義務等を規定している。REMIT は、第 2 段階のスケジュールに入っており、REMIT 実施規則 (REMIT Implementation Regulation)¹⁰⁶が、2015 年 1 月 8 日に施行された。これに基づき 2015 年 10 月 8 日より、エネルギー規制機関間協力庁(ACER: Agency for the Cooperation of Energy Regulators)と各加盟国の規制当局(NRAs: National Regulatory Authorities)による取引情報のデータ収集、監視が開始された。

1) REMIT に基づく市場濫用規制

REMIT は、エネルギー市場における価格透明性や十全性の確保を担保するために、適切な市場監視の枠組みを整備することを主な目的としている。具体的には、REMIT では、エネルギー市場の濫用行為として、インサイダー取引の禁止 (第 3 条)、内部情報開示義務 (第

¹⁰³ Regulation (EU) No 1227/2011 of the European Parliament and of the Council of 25 October 2011 on wholesale energy market integrity and transparency (Text with EEA relevance)

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:326:0001:0016:en:PDF>>

¹⁰⁴ REMIT 序文では、卸売エネルギー商品とは、具体的に何が該当するのかについて明確にしており、これによると、いわゆる規制市場(RM)、多目的取引施設(MTF)、更には OTC 取引に加え、相対取引(bilateral contracts)も対象となることが明記されている。

¹⁰⁵ 後述の REMIT 指針によると、“Wholesale energy products”は、スポット商品、デリバティブ商品双方が含まれる。Day-ahead はもちろん、intra-day、balancing market も対象となる。また容量市場についても将来的には対象となる可能性があることが明記されている。

¹⁰⁶ COMMISSION IMPLEMENTING REGULATION (EU) No 1348/2014 of 17 December 2014 on data reporting implementing Article 8(2) and Article 8(6) of Regulation (EU) No 1227/2011 of the European Parliament and of the Council on wholesale energy market integrity and transparency
<https://www.acer-remit.eu/portal/custom-category/remit_doc>

4 条)、相場操縦の禁止 (第 5 条)などが規定されている¹⁰⁷。

(内部情報及び相場操縦の定義)

REMIT では、各国間で整合性がとれていなかった“内部情報(inside information)”及び“相場操縦 (market manipulation)”の概念について、それぞれ第 2 条第 1、2 項において統一的な考え方を示している。基本的には、内部情報及び相場操縦ともに、基本的に MAD に準拠しているが電力・ガスの供給、輸送などエネルギー分野の特定の要件を満たすように再定義されている。なお同規則第 2 条第 3 項では、“相場操縦の企て(attempt to manipulate the market)”という概念が新たになされており、相場操縦の意図があった場合だけでも直接的に処罰の対象となりうるとされている。

REMIT 該当部分(仮訳)

第2条 定義

本規制においては、以下の定義が適用されるものとする。

(1) 「内部情報」とは、公表されていなく、直接もしくは間接を問わず、1 個以上の卸売エネルギー商品に関係し、公表された場合には卸売エネルギー商品の価格に重大な影響を与える恐れのある、正確さを備えた情報を意味する。

本定義においては、「情報」とは、以下を意味する。

- (a) 当該規制に基づき採用されたガイドライン及びネットワークコードを含む、EC 規制 No 714/2009 及び No 715/2009 に従い公表することが要求されている情報。
- (b) 電力もしくは天然ガスの生産、保管、消費もしくは輸送のための施設の能力及び使用、または LNG 施設の能力及び使用に関連する情報で、これらの施設の計画内または計画外の利用不能を含む。
- (c) 卸売エネルギー商品の価格に重大な影響を与える恐れのある場合には、EU もしくは国内の法令の規定、市場規則、ならびに該当卸売エネルギー市場の契約もしくは慣行に従い開示を要求されている情報。
- (d) 合理的な市場参加者が、卸売エネルギー商品の取引または売買の注文を行う決定の基礎の一部として使用する可能性のあるその他の情報。

情報は、ある状況が存在する、もしくは発現すると合理的に予想されること、またはある事件が発生した、もしくは発生すると合理的に予想されることを示しており、かかる状況または事件が卸売エネルギー商品の価格に影響を与える可能性のあるという結論を導き出せる程度に詳細な情報である場合は、正確さを備えた情報とみなされるものとする。

(...以下、略...)

¹⁰⁷ 内部情報等の定義であるが、考え方や具体的事例などが、ACER のガイドラインとして提示されている。

<<https://documents.acer-remit.eu/guidance-on-remit-2/>>

「相場操縦」とは、以下を意味する。

- (a) 卸売エネルギー商品について、以下のような取引または売買の注文を行うこと。
 - (i) 卸売エネルギー商品の供給、需要もしくは価格に関して虚偽もしくは人を誤らせるような示唆を与える、もしくは与える恐れのあるもの。
 - (ii) 1人もしくは複数の協力がして、1個もしくは複数の卸売エネルギー商品の価格を人為的な程度で確保する、もしくは確保を企てるもの。ただし、取引もしくは売買の注文を行った者がかかる行為を行った理由が適法であり、当該取引もしくは売買の注文が該当卸売エネルギー商品取引所で認められた市場慣行に合致していることを証明する場合を除く。または、
 - (iii) 卸売エネルギー商品の供給、需要もしくは価格に関して虚偽もしくは人を誤らせるような示唆を与える、もしくは与える恐れのある虚偽の策略またはその他の詐欺もしくは計略の方法を用いる、もしくは用いるよう企てるもの。あるいは、
- (b) インターネットを含む媒体またはその他の方法で、噂及び虚偽もしくは人を誤らせるようなニュースを流布することを含め、卸売エネルギー商品の供給、需要または価格に関して虚偽または人を誤らせるような示唆を与える、または与える恐れのある情報を流布することで、情報を流布した者が、当該情報が虚偽または人を誤らせるようなものであったことを知っていた、または知っているべきであった場合。

情報が報道または芸術的表現を目的として流布された場合、かかる情報の流布は、他の媒体における報道の自由及び表現の自由に適用される規則を考慮して評価されるものとする。ただし、以下の場合を除く。

- (i) それらの者が、直接もしくは間接を問わず、当該情報の流布によって有利な立場もしくは利益を得る場合。または、
 - (ii) 開示もしくは流布が、卸売エネルギー商品の供給、需要もしくは価格に関して、市場を誤らせる意図で行われた場合。
- (3) 「相場操縦の企て」とは、以下を意味する。
- (a) 以下の意図をもって、卸売エネルギー商品に関する取引、売買の注文またはその他の行為を行うこと。
 - (i) 卸売エネルギー商品の供給、需要もしくは価格に関して虚偽もしくは人を誤らせるような示唆を与えること。
 - (ii) 1個もしくは複数の卸売エネルギー商品の価格を人為的な水準に導くこと。ただし、取引もしくは売買の注文を行った者が上記の行為を行った理由が適法であり、当該取引もしくは売買の注文が該当卸売エネルギー市場で認められた市場慣行に合致していることを証明する場合を除く。または、(iii) 卸売エネルギー商品の供給、需要もしくは価格に関して虚偽もしくは人を

誤らせるような示唆を与える、もしくは与える恐れのある虚偽の策略またはその他の詐欺もしくは計略の方法を用いること。

あるいは、

- (b) インターネットを含む媒体またはその他の方法で、卸売エネルギー商品の供給、需要または価格に関して、虚偽または人を誤らせるような示唆を与える意図をもって情報を流布すること。

(...以下、略...)

(インサイダー取引の禁止に係る規定)

REMIT 第 3 条では、インサイダー取引の禁止について規定しており、上記内部情報に関連した不正行為について禁止している。先述の REMIT Guidance 第 4 版では、下記の事由は、インサイダー取引状況の疑いのシグナルとして見做されうるとしている。

- ・ 重大な価格効果を有する情報の公表前の主要な市場参加者による大規模な取引
- ・ 重大な価格効果を有する情報の公表前の発注量及び価格に急激かつ異常な変動をもたらす取引

インサイダー取引規制は、行為の試みの要素を含む。REMIT 第 3 条第 1 項(a)は、情報に関連する卸売エネルギー商品を取得し、または処分することによる内部情報の使用を禁じるだけでなく、情報が関連する卸売エネルギー商品を取得し、または処分することを試みることによる内部情報の使用も禁じることを明記している。

REMIT 第 3 条第 5 項は、卸売エネルギー商品に関する内部情報を保有する者が法人である場合、REMIT 第 3 条第 1 項に規定する規制が関連する法人のために取引を行う決定に参加する自然人にも適用されることを明確にする。

REMIT 該当部分(仮訳)

第 3 条 インサイダー取引の禁止

1. 卸エネルギー商品に関連する内部情報を保持する者は以下を禁止する。
 - (a) 自らまたは第三者の勘定で、直接または間接を問わず、当該情報が関連する卸エネルギー商品を取得または処分する、もしくは取得または処分しようとする事により、当該情報を使用すること。
 - (b) 他者に当該情報を開示すること。ただし、そのような開示が雇用、専門もしくは職務の権限の通常の過程でおこなわれる場合を除く。
 - (c) 他者に、内部情報を基に当該情報が関連する卸エネルギー商品の取得または処分を推薦または誘導すること。
2. 第 1 項に規定される禁止は卸エネルギー商品に関連する内部情報を保持する以下の者に適用される。
 - (a) 事業者の管理、経営もしくは監督部門の一員
 - (b) 事業者の資本に持分を有する者

- (c) 雇用、専門もしくは職務の権限で情報を入手する者
 - (d) 犯罪行為を通じてそのような情報を入手した者
 - (e) それが内部情報であると知っているまたは知っているべきである者
3. 本条第1項の(a)及び(c)は、欧州委員会指令 2009/72/EC、第12条、(d)及び(e)または欧州委員会指令 2009/73/EC、第13条(1)、(a)及び(c)の義務にしたがって、システムの安全で確実な運用を確保するため、電力または天然ガスを購入する時、託送事業者には適用されない。
4. 本条は以下には適用されない。
- (a) 卸エネルギー商品の取得または処分に起因する義務の履行中に行われる取引で、当該義務が、関係者が内部情報を保持する前に締結された契約または行われた取引の注文に起因する場合。
 - (b) 計画外停止による即時の物理的損失をカバーすることを唯一の目的とした電気及び天然ガスの生産者、天然ガス貯蔵施設の運営者、もしくは LNG 輸入施設の運営者によって締結された取引で、そうしなければ、市場参加者が既存の契約上の義務を満たすことができないまたはそのような行動がシステムの安全で確実な運用を確保するために、関連する送電システムオペレーターと合意して行われる場合。そのような状況下では、取引の関連情報は、ACER 及び各国の規制当局に報告されなければならない。この報告義務は、第4条(1)に定める義務を侵害するものではない。
 - (c) 国家緊急規則の下で行動する市場参加者で、国家当局が電気または天然ガスの供給を確保するために介入し、市場メカニズムが加盟国またはその一部で中断されているような場合。このとき、緊急計画の権限を有する当局は、第4条に従って公表を保証するものとする。
5. 卸エネルギー商品に関連する内部情報を保持する者が法人である場合、第1項に定める禁止事項は、関連する法人の勘定で取引を行う決定に参加する自然人にも適用される。
6. ジャーナリズムまたは芸術表現を目的として情報が拡散される場合、そのような情報の拡散は、以下を除き、報道の自由と他の媒体における表現の自由を支配する規則を考慮して評価されるものとする。
- (a) 当該の者が、問題となっている情報の拡散から直接的または間接的にメリットまたは利益を引き出す。
または
 - (b) 開示または拡散が、卸エネルギー商品の供給、需要、もしくは価格に関して市場を誤認させる意図で行われる。

(内部情報の開示義務)

REMIT 第 4 条第 1 項に基づき、市場参加者は内部情報の開示が義務付けられる。開示義務は、市場参加者自身の事業または施設に関する内部情報だけでなく、市場参加者の親事業者または関係事業者の内部情報に関連する。さらに、開示義務は、全部または一部を問わず、市場参加者またはそれぞれの事業者が保有し、または支配する事業または施設に関する内部情報だけでなく、市場参加者またはそれぞれの事業者が運営事項について責任を負う事業または施設に関する内部情報に関連する¹⁰⁸。

REMIT 第 4 条第 3 項は、市場参加者により雇用されるか、そのために行為する者が REMIT 第 3 条第 1 項(b)において言及される雇用、職業または職務上の権利の行使の通常の過程において内部情報を他者に開示する場合、REMIT 第 4 条第 1 項の開示義務を該当者に拡大する¹⁰⁹。

REMIT 第 4 条第 2 項に従い、市場参加者は、例外的に、内部情報の公表を遅らせることができる。第 4 条第 2 項に基づき内部情報の公表を例外的に遅らせる決定は、市場参加者がなすものとする。特定の状況への第 4 条第 2 項の適用を事前承認することは、ACER または NRA の役割ではない。市場参加者が開示を遅らせることを選択する場合、市場参加者は、当該遅延が公衆を欺く可能性がないよう、市場参加者がその情報に基づき取引決定を行わないよう、及び情報が引き続き秘密であるようにしなければならない¹¹⁰。

REMIT 該当部分(仮訳)

第 4 条 内部情報の開示義務

1. 市場参加者は、関係する市場参加者またはその親会社または関連する事業者が所有または管理する事業または施設、もしくは市場参加者または事業者が運営上の問題について全部または一部に責任を持つ事業または施設に関して所有している内部情報を効果的かつ適時に公開するものとする。そのような開示には、電力または天然ガスの生産、貯蔵、消費もしくは託送のための施設の容量及び使用に関連する情報、もしくは当該施設の計画的または計画外の利用不能性を含む LNG 施設の容量及び使用に関する情報が含まなければならない。
2. 市場参加者は、正当な利益を損なうことのないように、自身の責任の下、内部情報の公開を例外的に遅らせることができる。ただし、そのような不作為が公衆を欺く可能性がないこと及び市場参加者が当該情報の機密性を保証することができ、当該情

¹⁰⁸ 内部情報を開示する義務は、内部情報の保有者が親または関係事業者でない限り、別の市場参加者の事業または施設に関する内部情報を保有する者または市場参加者に適用されない。これにもかかわらず、当該状況において情報を保有している者は、第 3 条の遵守及びとりわけ第 3 条第 2 項に記載する者の一人として当該情報を保有しているかどうか考慮する必要があるものとする。

¹⁰⁹ かかる場合、市場参加者または該当者は、その情報の同時、完全かつ効果的な開示を保証するものとする。ただし、義務が法律、規則、定款または契約から生じるかどうかにかかわらず、情報を受領する者が秘密保持義務を負っている場合、REMIT 第 4 条第 3 項の開示義務は適用されない。

¹¹⁰ REMIT 第 4 条第 2 項が市場参加者に対しその内部情報に基づき取引決定を行わないことを要求しているため、第 4 条第 2 項の適用は REMIT 第 3 条第 4 項(b)の適用と同時に起こりえないことになる。市場参加者が第 4 条第 2 項を正当または不当に適用したかどうかは、主に事後的に判断される。

報に基づいて卸エネルギー商品の取引に関する決定を行わないことを条件とする。そのような状況では、市場参加者は、第 8 条(5)を考慮して、情報公開の遅れの理由とともに、当該情報を ACER 及び関連する国内規制当局に遅滞なく提供しなければならない。

3. 市場参加者または市場参加者により雇用されているまたは市場参加者の代理をしている個人が、第 3 条(1)、(b)項で言及されたように、雇用、専門もしくは職務の通常の権限で卸エネルギー商品に関する内部情報を開示する場合はいつでも、当該市場参加者または個人は、当該情報の同時、完全かつ効果的な公開を保証するものとする。意図しない開示があった場合、市場参加者は、意図しない開示後できるだけ早く情報の完全かつ効果的な公開を保証しなければならない。本項は、情報を受け取る個人が秘密保持義務を負っている場合、そのような義務が法令、定款、定款または契約から派生したものであるかどうかにかかわらず、適用されない。
4. 欧州規則(EC)No 714/2009 または(EC)No 715/2009 または当該規則に従って採用されたガイドライン及びネットワークコードに従った集約形式を含む内部情報の発行物は、同時的、完全かつ効果的な公開を構成する。
5. 欧州規則(EC)No 714/2009 または(EC)No 715/2009 に従って、特定のデータを公表する義務の免除が送電系統運用者に許可された場合、当該運用者は、当該データに関して本条第 1 項に定める義務を免除される。
6. 第 1 項及び第 2 項は、特に情報の公開時期及び方法に関し、2009/72/EC 指令及び 2009/73/EC 指令、もしくは(EC)No 714/2009 規則及び(EC)No 715/2009 規則ならびに当該指令及び規則に従って採用されたガイドライン及びネットワークコードに基づく市場参加者の義務を損なうことはない。
7. 第 1 項及び第 2 項は、市場参加者が、欧州の重要インフラの識別と指定に関する 2008 年 12 月 8 日付欧州理事会指令 2008/114/EC 第 2 条(d)に定められているような重要インフラの保護及び自国で分類されている場合には、それらの保護を向上させる必要性の評価に関する機密情報の開示を遅らせる権利を損なうものではない。

(相場操縦の禁止に係る規定)

REMIT 第 5 条は、エネルギー市場における相場操縦を禁止している。また同 5 条は、相場操縦を禁じるだけでなく、相場操縦の試みの概念にも適用する。相場操縦の証明は、操作的な注文が出され、または操作的な取引がなされたことを証明することを規制機関に要求する。

(市場濫用禁止に係る執行権限、罰則規定)

REMIT 第 13 条では、2013 年 6 月 29 日までに、各加盟国は、国内法化を通じて、NRA が市場濫用禁止に係る法規定(第 3,4,5 条)を適切に執行できるように、必要とされる調査及び

執行権限を付与することを義務付けている¹¹¹。同規則第 13 条第 2 項では、NRA の調査・執行権限について規定しており、具体的には、NRA は、関連情報に対するアクセス権限、関連主体に対して情報を要求する権限、現場査察を実施する権限、電話及びデータトラフィックレコードを要求する権限が与えられている。

同規則第 18 条では、罰則措置について規定している。加盟国は、本規制違反に適用される罰則を制定し、それを実施するために必要なあらゆる措置を講ずるとされている。加盟国は、欧州委員会に対して、これらの規定を遅くとも 2013 年 6 月 29 日までに通知するとしている。

(市場監視及び強制施行)

REMIT 第 7 条では、上記の違反行為に対して、市場監視及び強制執行に係る措置が規定されている。同規則第 7 条第 2 項では、ACER と NRA は協力して市場監視を実施することが示されており、ACER は市場参加者より提供された情報を分析するとともに、違反の疑いのある事案に対して強制執行措置を取ることが出来るとされている。具体的には、ACER は、NRA に対して査察開始を命令することができ、違反を是正するために適切な措置を取る事が出来る。

2) REMIT に基づくデータ収集・報告システムと情報公開プラットフォーム

(REMIT 第 8 条におけるデータ収集・報告義務)

REMIT 第 8 条に基づき、市場参加者は、エネルギー市場における取引情報(エネルギー商品の売買情報、決済価格、決済量、取引実施実行日時、取引当事者・取引相手等)を記録し、ACER に対して提出する義務を課せられている。また同規則第 15 条では、第 3,5 条等に違反する疑いのある取引に関して、NRA に対して報告する義務が規定されている¹¹²。

REMIT は、第 2 段階のスケジュールに入っており、データ報告に関する REMIT 実施規則 (COMMISSION IMPLEMENTING REGULATION (EU) No 1348/2014 of 17 December 2014)(通称: REMIT 実施規則)¹¹³が、2015 年 1 月 8 日に施行された。これに基づき 2015 年 10 月 8 日より、REMIT 第 8 条に基づくデータ収集・報告が開始されている。

REMIT 実施規則は、先述した REMIT 第 8 条第 2 項及び第 6 項に基づくものである。REMIT 第 8 条第 2 項では取引報告(reporting of transaction)、第 6 項では基礎データ(fundamental data)について、欧州委員会が実施法制定により詳細を整備することが規定されている。

¹¹¹ 同規則第 15 条では、インサイダー取引や市場操作、及びその疑いがある取引等に関して、規制当局に対して遅滞なく報告することが義務付けられている。

¹¹² この報告義務自体は、一般的に“疑わしき取引の報告義務 (STR: Suspicious Transaction Reporting)”と呼ばれている。

¹¹³ COMMISSION IMPLEMENTING REGULATION (EU) No 1348/2014 of 17 December 2014 on data reporting implementing Article 8(2) and Article 8(6) of Regulation (EU) No 1227/2011 of the European Parliament and of the Council on wholesale energy market integrity and transparency
<https://www.acer-remit.eu/portal/custom-category/remit_doc>

(内部情報)

REMIT 実施規則第 10 条第 1 項は、ACER が市場参加者からの内部情報を効率的に収集するための手続について規定している。報告情報は、市場参加者が REMIT 第 4 条第 1 項に従って内部情報開義務を果たすために開示したものである¹¹⁴。

保持している情報が内部情報を構成しているかどうか、それゆえ公開する必要があるかどうかを判断することは市場参加者に委ねられている。具体的には、当該情報がエネルギー商品の卸売価格に重大な影響を及ぼす可能性がある場合、妥当な市場参加者が決定の根拠の一部として使用する可能性の高い場合は、当該情報も内部情報の概念の中に含まれる。

内部情報は、REMIT 第 4 条第 1 項に基づき、REMIT 適用に関する ACER ガイドラインに準拠した公開プラットフォームにより開示される。先述の MoP では、内部情報として公開されるデータフィールドを以下の通り規定している。

表 4-4 内部情報開示に係るデータフィールド

データフィールド			概要
1	メッセージID	Message ID	自由記述
2	イベント状況	Event Status	現状(例: Active, Dismissed, Inactive)
3	利用不可タイプ	Type of Unavailability	計画か計画外か
4a	イベントのタイプ	Type of event	発電利用不可、送電利用不可、消費側利用不可など
5	公開日時	Publication date/time	公開日時
6	イベント開始日時	Event Start	発電停止等の開始日時
7	イベント終了日時	Event Stop	発電停止等の終了日時日時
8/a	ユニット単位	Unit of Measurement	ユニット単位(MW)
9	利用不可能能力	Unavailable Capacity	利用不可能な能力(例: 発電能力等)
10	利用可能能力	Available Capacity	利用可能な能力(例: 発電能力等)
11/a	施設能力	Installed Capacity	通常時における施設能力
12	利用不可の理由	Reason of the Unavailability	自由記述(例: 発電機故障による停止のため)
13	特記事項	Remarks	自由記述
14	燃料種別	Fuel Type	発電の場合の燃料種別(例: gas, solar etc)
15/a	入札ゾーン	Bidding Zone	入札ゾーン名
16	施設及びユニット名	Affected Asset or Unit	発電施設等の名前
17	施設及びユニットコード	Affected Asset or Unit EIC Code	発電施設等に付与されるコード
18	市場参加者	Market Participant	市場参加者名
19	市場参加者コード	Market Participant Code	市場参加者に付与されるコード

(出所)ACER「REMIT- Manual of Procedures on transaction data, fundamental data, and inside information reporting」

(3) MiFID II/MiFR と REMIT との関係

1) REMIT Carve-Out 条項

MiFID II における ANNEX I Section C「金融商品」では、MiFID II/MiFR が対象とする商品デリバティブの種類を詳述しており、規制対象とする金融商品について定義している。先述した通り、MiFID II では、OTF で取引され物理的に決済されるデリバティブは金融商

¹¹⁴ 天然ガスまたは電気の生産、貯蔵、消費または輸送の能力または出力における任意の規模の計画的または計画外の変化に関する情報は、REMIT の第 2 条(1)に記載された基準を満たす場合、内部情報を構成する可能性がある。

品の範囲に含まれ、MiFID II の規制対象となる。

Section C の第 6 条では、規制市場、MTF 及び OTF で取引され、現物決済されるデリバティブに関しては、“OTF で取引され、現物決済が義務付けられる卸エネルギー商品¹¹⁵”を除いて、MiFID II における規制対象となることが規定されている¹¹⁶。この除外された部分が、いわゆる「REMIT Carve-Out 条項」と呼ばれるものであり、MiFID II における規制範囲と REMIT における規制範囲を切り分ける条項となっている¹¹⁷。

「REMIT carve-out」は、OTF で取引され、物理的な決済が義務付けられた電力及び天然ガスを原資産とするデリバティブを意味しており、REMIT の規制対象となっている。また、MiFID II における金融商品として適格でないため、この除外された卸エネルギー商品は、MAD II /MAR 及び EMIR の対象外となっている。

MiFID II 該当部分(仮訳)

MiFID II Annex I Section C 金融商品

(... 中略...)

6. 組織化された取引施設(OTF)で取引され現物決済されなければならない卸売エネルギー商品を除き、規制市場、多角的取引施設(MTF)または OTF で取引され現物決済が可能なオプション、先物、スワップその他の商品デリバティブ契約

(... 以下、略...)

2) 欧州委員会による委任法

欧州証券市場監督機構(ESMA: European Securities and Markets Authority)は、欧州委員会によるレベル 2 の委任法に基づき、MiFID II /MiFIR の制度設計詳細について検討を実施しており、2014 年 5 月にはコンサルテーションペーパー、2014 年 12 月には最終報告書¹¹⁸を発表した。当該報告書では、Section C の第 6 条における“物理的決済が義務付けられる(must be physically settled)”の解釈を巡り ESMA の見解が示されたが、この見解を巡っては ACER や欧州エネルギー規制者評議会(CEER: The Council of European Energy Regulators)、更には欧州電気事業者連盟(EURELECTRIC)などの利害関係者の間で議論が交わされてきた。

ACER は、ACER 勧告 No 1/2015¹¹⁹において、現金決済もしくは物理的受け渡しが可能

¹¹⁵ 原文:wholesale energy products traded on an OTF that must be physically settled

¹¹⁶ SectionC(6)原文:“Options, futures, swaps, and any other derivative contract relating to commodities that can be physically settled provided that they are traded on a regulated market, a MTF, or an OTF, except for wholesale energy products traded on an OTF that must be physically settled;”

¹¹⁷ 現物決済される商品デリバティブが、規制市場または MTF で取引されていれば、「REMIT Carve-Out 条項」は適用されず、必ず MiFID II の規制対象となることに留意。

¹¹⁸ ESMA 「Final Report –ESMA’s Technical Advice to the Commission on MiFID and MiFIR」

<<https://www.esma.europa.eu/document/technical-advice-commission-mifid-ii-and-mifir>>

¹¹⁹ACER 「ACER's Recommendation No 01/2015 of 17 March 2015 on the regime applying to the derivative contracts referred to in Section C.6 of Annex I of MiFID II which have the characteristics of wholesale energy products that must be physically settled according to Article 4(1)(2), second subparagraph, and Article 89 of MiFID II」)

<http://www.acer.europa.eu/Official_documents/Acts_of_the_Agency/Recommendations/ACER%20Recommendation%2001-2015.pdf>

先渡商品(デリバティブとして位置づけ)と、物理的受け渡しが義務付けられた先渡商品(非デリバティブとして位置づけ)の区別が適切に行われていないと指摘した。また、欧州委員会の委任法(The European Commission's delegated acts)では、ESMA の Technical Paper の示唆通り、以下についても商品の物理的受け渡しを保証するものとして十分とすることを要望とした

- ・ 契約当事者が、原資産商品(underlying commodity)の受渡し及び受け取りを可能とする適切な契約を締結することを確約する条項
- ・ “商品を物理的に受け渡すことなく、関連商品数量を付与する所有移転をもたらす別の方法”によって、商品の物理的受け渡しを保証する条項。具体的には、エネルギー供給ネットワークの運用者に対する、通知(notification)やスケジューリング、ノミネーションなどであり、これを受領したものに対して、関連商品数量に係る権利を付与するものである。

また欧州委員会の委任法において、以下については MiFID II の ANNEX I Section C.6 の対象外として明記することを要望した。

- ・ OTF で取引される卸売エネルギーデリバティブの現金決済が出来ない場合、物理的決済が義務付けられることになる。よって、Section C.6 の対象外となる。
- ・ 物理的決済が義務付けられる(デリバティブではない)先渡契約は、Section C.6 の対象外となる。

このような検討経緯を経て、2017 年 8 月、欧州委員会は、「MiFID II を補足する EU 委任規則 (Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU)¹²⁰」を採択しており、2018 年 1 月より施行されている。当該規則では MiFID II の詳細について規定するものであり、“現物決済が義務付けられる卸エネルギー商品”の定義についても詳述している。

MiFID II を補足する EU 委任規則該当部分(仮訳)

序文

(... 中略...)

- (3) EU 指令 2014/65(注: MiFID II)、Annex I の Section C(6)に定められた範囲を制限する目的で、卸売エネルギー商品に関する契約について物理的決済が義務付けられる状況を決定する基準をさらに特定する必要がある。適用除外範囲によるループホールの回避を確実にするためには、当該契約が、契約満了時に買い手と売り手の双方が、原資産商品の受け渡し及び受け取りを実施するための適切な契約(proportionate

¹²⁰ Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive
<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?toc=OJ:L:2017:087:TOC&uri=uriserv:OJ.L_.2017.087.01.0001.01.ENG>

arrangements)を締結することを要求する必要がある。電力及びガスの分野における系統運用者(Transmission System Operator)との需給調整契約の場合、ループホールを防止するために、当該需給調整契約は、契約当事者が電力またはガスを現物受渡しする義務を負う場合のみ適切な契約とみなされるべきである。契約は、欧州議会及び理事会のEU規則No 1227/2011(注: REMIT)または国内法に定義されるような運用上のネットティングの形態がオフセットすると考えるべきではないと認識する一方、オフセットできない現物受渡しに対する明確な義務を確立すべきである。物理的決済が義務付けられる契約は、様々な方法で受け渡しをすることが許可されるべきであるが、いずれの方法についても関連する原資産商品の所有権またはその関連数量の移転形態が含まれるべきである。

- (4) 卸売エネルギー商品に関する契約がいつ物理的に決済されなければならないのかを明らかにするためには、不可抗力(force majeure)や真正な供給不能(bona fide inability)などの特定の状況が存在し、その状況が“物理的決済が義務付けられる(must be physically settled)”という契約の特徴を変更しないよう、さらに特定する必要がある。

(...以下、略...)

当該EU委任規則では、第5条において、“物理的決済が義務付けられる卸エネルギー商品(Wholesale energy products must be physically settled)”について定義を明確にしている。

MiFID IIを補足するEU委任規則該当部分(仮訳)

第5条 物理的決済が義務付けられる卸エネルギー商品

(指令2014/65/EU 第4条(1)(2))

1. 指令2014/65/EU別表I Section C(6)において、次に掲げるすべての条件が満たされる場合、卸売エネルギー商品は現物決済されなければならない。
 - (a) 当該商品が、契約当事者が、原資産商品の受け渡し及び受け取りを可能にするための適切な契約(proportionate arrangements)を締結することを確約する規定を含んでいる。電力及びガス分野における系統運用者との需給調整契約は、契約当事者が電力またはガスを現物受渡しする義務を負う場合のみ適切な契約とみなされるべきである。
 - (b) 当該商品が、無条件、無制限且つ執行可能な、原資産商品の受け渡し及び受け取りに係る契約当事者の義務を設定している。
 - (c) 当該商品は、いずれの当事者に対しても、物理的受け渡しを現金決済に代替することを認めない。
 - (d) 当該契約上の義務は、関係当事者間の他の契約による義務により相殺され得ない。ただし、当該契約当事者の現金支払債務を相殺する、当該契約当事者の権利は損なわれないものとする。上記(d)において、電力及びガス市場での operational

netting は、他の契約義務に対する契約債務の相殺とみなされないものとする。

2. operational netting とは、系統運用者(欧州議会及び理事会の指令 2009/72/EC 第 2 条(4)の定義による)の規則または要請により要求された場合において、国家レベルの系統運用者と同等の機能を果たしている事業体の系統に供給される電力及びガスの量の指定(nomination)と理解されるものとする。operational netting に基づく量の指定は、契約当事者の自由裁量ではないものとする。
3. 指令 2014/65/EU 別表 I Section C(6)において、不可抗力には、適切且つ合理的な相当の注意を払っても契約当事者が合理的に予見できない、または回避できないところの、契約当事者が制御できない、契約当事者の一方または双方の契約上の義務の履行を妨げる例外的事由または状況が含まれるものとする。
4. 指令 2014/65/EU 別表 I セクション C(6)において、善意の決済不能には、契約当事者の一方または双方が誠意をもって行動しても自らの契約上の義務を履行できない事由または状況で、第 3 項の不可抗力に該当しない、契約条項に客観的かつ明確に定義されたものが含まれるものとする。
5. 不可抗力または善意の決済不能の規定の存在は、指令 2014/65/EU 別表 I セクション C(6)に関し、契約が「現物決済」とみなされることを妨げないものとする。
6. 契約の不履行または不完全履行の場合に当事者が金銭的補償を受けることができる旨を規定する不履行条項の存在は、当該契約が、指令 2014/65/EU 別表 I セクション C(6)の意味で「現物決済」とみなされることを妨げないものとする。
7. 指令 2014/65/EU 別表 I Section C(6)の意味で“物理的決済”とみなされる契約に係る受け渡し方法には、少なくとも、次に掲げるものが含まれるものとする。
 - (a) 関連商品自体の現物受け渡し
 - (b) 関連商品の所有権に係る権利を付与する文書、もしくは関連商品数量の受け渡し
 - (c) 物理的受け渡しをせずに、関連商品数量に関係する所有権の権利の移転をもたらすその他の方法(エネルギー供給ネットワークの運用者に対する通知、スケジューリングまたは指定(nomination)など、関連商品数量の権利を通知を受領者に与えるものを含む)

第 6 条 石油及び石炭ならびに卸売エネルギー商品に関連するエネルギーデリバティブ契約(指令 2014/65/EU 第 4 条(1)(2))

...中略

3. 指令 2014/65/EU 別表 I セクション C(6)において、卸売エネルギー商品(規則(EU)No. 1227/2011 第 2 条(4)の定義による)の特徴を有するデリバティブ契約とは、同規則第 2 条(4)(b)及び(d)に従い、原資産として、電力または天然ガスを伴うデリバティブとする。

4.4.2 各国との関係性

(1) イギリス

1) 規制機関

(イギリス金融行為監督機関(FCA))

イギリスでは、これまで 1997 年に創設された金融サービス機構(FSA: Financial Services Authority)が、2000 年金融サービス市場法(FSMA2000: Financial Services and Markets Act 2000)等に基づき、銀行、証券、保険等あらゆる業態を包括的に監督しており、電力を含むコモディティデリバティブも、FSA が監督してきた。イギリスでは、2013 年 4 月より、2012 年改正金融サービス市場法(FSMA2012: Financial Services and Markets Act 2012)に基づき新たな金融監督体制に移行しており、これまで一元的金融監督機関であった FSA を、金融安定を目的とする規制を行う機関と消費者・投資家保護のための規制や市場規制を行う機関を分離している。具体的には前者をイングランド銀行(BOE: Bank of England)¹²¹が担当し、後者を新たに設置される金融行為規制機構(FCA: Financial Conduct Authority)が担当する。

電力を含むコモディティデリバティブ全般について FCA が監督機関となっており、取引所や OTC 市場で取引される金融商品や各種取引行為を規制監督する。FCA は、認定投資取引所(RIE: Recognized Investment Exchange)である ICE Futures Europe、LME、Liffe の 3 つのコモディティデリバティブ取引所については直接的に監督対象としている。

(イギリスガス・電力市場局(Ofgem))

ガス・電力市場局(Ofgem: Office of the Gas and Electricity Markets)は、2000 年公益事業法(the Utilities Act) ¹²²に基づき設立されたガス・電力市場委員会(GEMA: Gas and Electricity Markets Authority)の下部機関の位置づけであり、同じく 2000 年に設立された。機能的には電気規制局(OFFER: Office of Electricity Regulation)とガス事業局(OFGAS: Office of Gas Supply)の双方の役割を引き継いでおり、GEMA が策定した規制(ライセンス条件等)や方針に基づき¹²³、電力・ガス事業分野に係る規制の執行実務を担当している^{124,125}。

2) 電力デリバティブ市場に係る規制・法令

イギリスでは、2000 年金融サービス市場法(FSMA2000: Financial Services and Markets Act 2000)¹²⁶に基づき、FCA がコモディティを含むデリバティブ全般を監督している¹²⁷。なお EU

¹²¹ <<https://www.bankofengland.co.uk/>>

¹²² <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/27/contents>>

¹²³ GEMA は、電力事業分野において、各種ライセンスの発給・ライセンス条件の改定等の権限を有している。同権限は、1989 年電気法(the Electricity Act)の中の“Part I Electricity Supply; licensing of supply etc.”の中に規定されている。

¹²⁴ <<http://www.Ofgem.gov.uk/About%20us/Pages/AboutUsPage.aspx>>

¹²⁵ <<http://www.Ofgem.gov.uk/About%20us/Authority/Pages/TheAuthority.aspx>>

¹²⁶ <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/contents>>

¹²⁷ FSMA2000 は、EU レベルの金融規制に先んじる形で、デリバティブ取引に対する規制を開始している。EU レベルでは 2005 年に MAD が施行されており、欧州指令として市場濫用が禁止されることになったが、この MAD 自体は、実はイギリスの FSMA2000 の市場濫用に係る条文を参考にして作成されている。

レベルの規制である MAD では、規制対象として「規制市場」、「MTF」を定義していたが、FSMA2000 は、より広い概念である「所定市場(prescribed market) ¹²⁸」で取引される「適格投資物件(qualifying investment)¹²⁹」を規制対象としている。

FSMA2000第8編「市場濫用に対する制裁(Penalties for Market Abuse)」では、市場濫用に対する制裁措置が規定されており、第118条において、インサイダー取引や相場操縦を含む市場濫用行為が規制されている。同条第1項によると、所定市場における適格投資物件に対する市場濫用行為を対象とするとしており、第2～8項において市場濫用行為の具体的定義が示されている。また同法第119条では、市場濫用行為に該当するか否かの判断に関して、適切な指針となる規定を含んだ規約(code)を策定・発行することを、FSA(現:FCA)に対して義務付けている。これに基づき、FSAは、「市場行動(MAR Market Conduct) ¹³⁰」と呼ばれるHandbookを策定・発行している。

(内部情報の定義、インサイダー取引の禁止に係る規定)

インサイダー取引については同法第118条第2～4項にて規定されている。

- ・ 内部者が、問題となる投資物件に関する内部情報に基づいて、適格投資物件(または関連投資物件)を取引すること、または取引しようとする事(同条第2項)
- ・ 内部者が、内部者がその職務、専門的職務または義務の適正な遂行の過程によらないで、内部情報を他者に開示すること(同条第2項)
- ・ その他の情報不正使用とは、市場利用者には一般的には入手できないが、市場の常時利用者が入手すれば、取引条件の決定にあたって関連があるとみなされるであろう情報に基づいてなされる行為(同条第3項)

なお内部者、内部情報の定義は、それぞれ同法第 118B 条、第 118C 条にて規定されている。内部情報に関して言えば、第 118C 条同条 3 項ではコモディティデリバティブの内部情報について規定しており、以下の条件を満たす正確な情報として定義している。

- ・ 一般に利用可能ではないもの
- ・ 係る 1 つまたは複数のデリバティブに、直接または間接に関連するもの、及び
- ・ デリバティブを取引する市場の利用者が、それらの市場で受容されている市場慣行に従って入手できると期待するであろうもの

FSMA2000 該当部分

第 118C 条 内部情報

(1) この条は、この章の目的を鑑みて“内部情報(inside information)”を定義する。

MAD は指令(Directive)のため、EU 加盟各国が実施に当たり国内法化する必要があるが、イギリスでは元々あった FSMA2000 を適用するだけであった。(出所: FCA に対するインタビューより)

¹²⁸ 2001 年指令(FSMA2000(Prescribed Markets and Qualifying Investments) Order 2001)第 4 条の定義によると、規制市場に加え、認定投資取引所(RIE)の規則により設立された市場などが対象となる。

¹²⁹ 2001 年指令第 5 条にて規定。

¹³⁰ <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/>>

(... 中略...)

(3) コモディティデリバティブである適格投資物件(qualifying investment)または関連投資物件に関して、内部情報とは次に掲げる条件を満たす正確な情報をいう。

- (a) 一般に利用可能ではないもの
- (b) 係る 1 つまたは複数のデリバティブに、直接または間接に関連するもの、及び
- (c) デリバティブを取引する市場の利用者が、それらの市場で受容されている市場慣行に従って入手できると期待するであろうもの

(... 以下、略...)

(相場操縦の定義及び当該行為の禁止に係る規定)

相場操縦については同法第 118 条第 5～8 項にて規定されており、以下の形態が示されている。

- ・ 適格投資物件の需給や価格について、虚偽または誤解を招く(若しくは誤解を招く可能性のある)シグナルを与える取引、売買注文。または一人、若しくは複数の者が協力して、一つ(若しくは複数)の適格投資物件の価格を、異常な、若しくは人為的な水準に確保するような取引、売買注文(第 118 条第 5 項)
- ・ 仮想的策略、その他の形態の詐欺または策略の形態を利用した取引、売買注文(第 118 条第 6 項)
- ・ 適格投資物件に関する虚偽または誤解を招く(若しくは誤解を招く可能性のある)シグナルを与える情報に関して、当該虚偽または誤解を招く(若しくは誤解を招く可能性のある)と知っている(または知っていた)と合理的に判断されうるものが、当該情報について何らかの方法により流布すること(第 118 条第 6 項)

(規制当局の査察権限)

FSMA2000 第 11 編「情報収集及び査察 (Information Gathering and Investigations)」では、情報収集や査察に係る規制当局の執行権限が規定されている。同法第 176 条第 5 項にて規定される通り、治安官は、刑事法に基づき発行される令状に基づき、立ち入り検査を含む以下の査察権限を有している。

- ・ 令状で特定した施設に立ち入ること
- ・ 施設を搜索して、この条に基づく令状の発行に関連する範囲(「関連範囲(the relevant kind)」)にあることが明らかな文書若しくは情報の保存またはそれらへの干渉を阻止するために必要と認められるその他の措置をとること
- ・ 関連範囲と認められる文書若しくは情報の写しをとる、またはそこから抜粋すること
- ・ 施設にいる者に対して、関連範囲と認められる文書若しくは情報の説明を求め、またはそれが見出される場所を述べるよう要求すること

(罰金・制裁金)

FSMA2000 第 123 条に基づき、FCA は、市場濫用行為に対して制裁金を課すことが出来る。但し、FCA は、警告通知に対する申立を考慮した結果、該当者が“全ての十分な予防措置を講じ、全ての注意義務を行っていたこと”等について十分な根拠があると判断する場合は、制裁金を課さないこともできる。また FSMA2000 第 124 条では、FCA に対して、制裁金の賦課及び額に関するポリシー・ステートメントを公開することを規定している¹³¹。

(差止・原状回復命令)

また FSMA2000 第 25 編「差止及び原状回復(Injunctions and Restitution)」では、市場濫用行為に対する差止・原状回復について規定している。具体的には第 381 条、第 383 条において、それぞれ差止、原状回復に係る手続について規定しており、裁判所は、FCA からの申請に基づき判断の上、市場濫用行為の制止・是正命令、金銭支払い等を含む原状回復命令を定めることが出来る。

(刑事罰に関する権限)

FCA は、FSMA2000 にて規定される市場濫用行為等の違反に関して、罰金等を付与する権限だけでなく、刑罰を与える権限(criminal power)を有している。FSMA 第 27 編「違反行為」の第 402 条では、FCA が刑事訴訟手続を開始出来ることが規定されている。

3) The Electricity and Gas(Market Integrity and Transparency)(Enforcement etc.) Regulation 2013”(以下、執行規則)

イギリスでは、先述の REMIT 第 13,15 条に基づく国内法化の手続きとして、“The Electricity and Gas(Market Integrity and Transparency)(Enforcement etc.) Regulation 2013¹³²”(以下、執行規則)を策定しており、2013 年 6 月 29 日より施行されている。

また 2013 年 11 月には、Ofgem による罰則及び強制措置に関する手続きを明確化した「Ofgem guidance on Penalty and Enforcement Procedures¹³³」が発表されており、罰則措置に関しては「REMIT 下の制裁金に関するポリシー・ステートメント」、執行措置に関しては「REMIT 下における査察及び執行に係る手続指針」において規定されている。

REMIT 第 15 条では、第 3,5 条等に違反する疑いのある取引に関しては、NRA に対して報告する義務が規定されている。同第 15 条に規定される通り市場参加者は、違反を特定するための監視体制を整備することなどが要求されている。

¹³¹ FCA handbook 「Decision Procedure and Penalties Manual」において、FCA による制裁金賦課の判断、更には金額決定にあたっての検討事項が記述されている。制裁金の決定にあたり、利益吐き出し、懲戒、違抑止効果などを念頭に置いたうえで、具体的金額は、違反行為により得た利益や事件の重大性、調査への協力の程度等を鑑みて決定される。(DEPP 6.5.3~6.5C.5)

<<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DEPP.pdf>>

¹³² <<http://www.legislation.gov.uk/nisr/2013/208/part/1/made>>

¹³³<<https://www.ofgem.gov.uk/publications-and-updates/consultation-decision-remit-penalties-statement-and-procedural-guidelines>>

これを受け、執行規則「Part III 情報及び査察(Information and Investigation)」の第 8 条では、取引に係る音声記録を残す(最低保存期間が 6 ヶ月)ことなどが明記されている。また執行規則第 9 条では必要な情報に対する要求権限について規定されている。

また執行規則第 10 条では Ofgem の査察権限について定義している。同規則第 11 条では情報要求権等が規定されており、Ofgem はいかなる者にも、書面通知により、以下の事項を要求することができるとしている。

- ・ 当局が査察に関連する事項に関係するとみなす、特定の情報もしくは特定の内容の情報を提供すること、または、
- ・ 特定の文書もしくは特定の内容の文書を作成すること。

さらに同規則第 12 条では召喚及び聴聞権について規定している。具体的には、Ofgem は、特定の日時に特定の場所に出席して、当局が権限を与えた者の質問に答えるよう要求することができるとしており、更に査察に関係して合理的に提供することのできるあらゆる協力をするよう要求することができるとしている。

また第 18 条では、捜査令状に基づく立入検査の権限が明記されており、立入検査は捜査令状の発行日から一カ月以内に実施することが規定されている。

4) 権限の切り分け

Ofgem が刑罰を与える権限(Criminal Power)に関しては、監督官庁である DECC から付与されることとなり、新しい国内法に基づいて制定された¹³⁴。Ofgem と FCA の権限の切り分けについては、REMIT でカバーする範囲は NRA である Ofgem が、MiFID 及び MAD でカバーする範囲は FSA である FCA が規制・監督の責任を持つ。従って一般的なスポット商品は Ofgem、(取引所取引される)デリバティブ商品は FCA に規制・監督されることとなるが、先述通り、REMIT と MiFID(及び MAD)の切り分けは非常に複雑であり、一部の OTC デリバティブ商品などについては明確に切り分けることができないため、双方の規制機関が協力して規制に当たるとしている。

¹³⁴ 一方、FCA は、FSMA2000 にて規定される市場濫用行為等の違反に関して、罰金等を付与する権限だけでなく、刑罰を与える権限(criminal power)を有している。

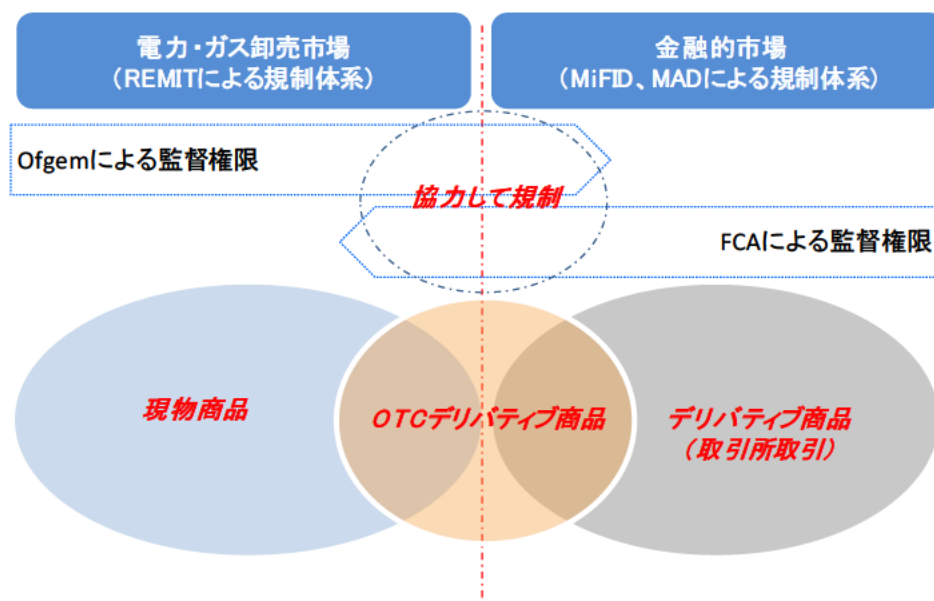


図 4-3 Ofgem と FCA の権限の切り分け

(出所) MURC 作成

(2) ドイツ

1) 規制機関

(連邦金融監督庁(BaFin))

ドイツ連邦金融監督庁(BaFin: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)¹³⁵は、金融監督統合法(FinDAG :Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz)に基づき、従来の信用制度、保険、証券取引の各監督庁を統合して 2002 年に設立された金融規制機関である。

BaFin は、コモディティデリバティブを含む金融商品全般を規制するドイツ有価証券取引法(WpHG : Gesetz über den Wertpapierhandel)¹³⁶に基づき、EEX グループなどの取引所におけるデリバティブ取引に対する規制権限を有している。具体的には、同法第 4 条「職責と権限」では、当該法律の遵守状況の監視及びその執行のために適切かつ必要な命令を発することが規定されており、インサイダー取引や相場操縦などの市場濫用行為の禁止についても同法に基づき規制することが規定されている。

(連邦カルテル庁(BKartA))

ドイツ連邦カルテル庁(BKartA : Bundeskartellamt)¹³⁷は、ドイツ競争制限禁止法(GWB: Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen)¹³⁸に基づき、市場の公平な競争環境を確保するために市場監視を行っている機関であり、①企業合併に係る審査、②寡占市場の相場操縦・市

¹³⁵ <http://www.bafin.de/DE/Startseite/startseite_node.html>

¹³⁶ <<http://www.gesetze-im-internet.de/wphg/>>

¹³⁷ <<http://www.gesetze-im-internet.de/gwb/>>

¹³⁸ <http://www.bundeskartellamt.de/DE/Home/home_node.html>

場濫用に係る査察、③談合(カルテル)に係る審査などを主に実施している¹³⁹。

(連邦ネットワーク庁(BNetzA))

BNetzA は、2005 年改正エネルギー事業法(EnWG: Energiewirtschaftsgesetz) ¹⁴⁰に基づき 2005 年 7 月に設立された組織であり¹⁴¹、連邦経済技術省(BMWi: Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie)¹⁴²の外局として位置付けられている¹⁴³。

BNetzA の任務は、規制を通じ非差別的なネットワークアクセスを確保することにより、通信、郵便、エネルギー、鉄道分野の競争を促進することである。特に、電力・ガス等のエネルギー分野に関しては、主に送配電部門の中立化やネットワークへの非差別的なアクセスに係る規制(料金規制を含む)を通じて、市場における有効競争の基盤を構築・確保することが責務となっている。BNetzA は、EnWG 第 58 条 a において規定される通り、BaFin、BKartA、更には後述する MKT などと協力して卸電力市場を監督している。

(市場透明化機関(MKT))

市場透明化機関(MKT: Markttransparenzstelle für den Großhandel mit Strom und Gas)¹⁴⁴は、2012 年 12 月 12 日に施行された「電力・ガス卸売における市場透明化機関設置法」(Gesetz zur Einrichtung einer Markttransparenzstelle für den Großhandel mit Strom und Gas) ^{145,146}に基づき設立された規制機関であり、市場競争原理に基づいた電力・ガス価格形成の担保を目的としている。MKT は BNetzA 内に設置されているが、任務は BNetzA と BKartA が共同実施しており、協力関係の詳細については、連邦経済技術省(BMWi)の認可が必要な協力協定で定めるものとする。

(ザクセン州政府機関)

ドイツ取引所法(Börsengesetz) ¹⁴⁷第 3 条では、その取引所が存在する管轄する州の規制当局が取引所の監督機能を担うことが規定されている。EEX Derivatives が存在するザクセン州では、ザクセン州政府機関の市場監視グループ(Marktordnung)が当該取引所の監督を実施している。

¹³⁹ BKartA 全体のスタッフ数は、400～500 人程度

¹⁴⁰ <http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/enwg_2005/gesamt.pdf>

¹⁴¹ 2005 年改正エネルギー事業法は、1998 年エネルギー事業法の改正法であり、通信及び郵便分野の規制官庁であった RegTP の規制対象を電力・ガスネットワーク分野まで拡大し、BNetzA と名称変更することを規定している。

¹⁴² <<https://www.bmwi.de/Navigation/DE/Home/home.html>>

¹⁴³ <https://www.bundesnetzagentur.de/EN/Home/home_node.html>

¹⁴⁴ <http://www.markttransparenzstelle.de/cln_1412/MTS/DE/Home/start.html>

¹⁴⁵ <https://www.bundeskartellamt.de/DE/Wirtschaftsbereiche/Energie/MTS_Strom_Gas/mtd_node.html>

¹⁴⁶ ドイツ競争制限禁止法(GWB: Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland)、2012 年改正エネルギー事業法(Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (Energiewirtschaftsgesetz - EnWG))など複数の法律に跨って位置づけ

¹⁴⁷ <http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/b_rsg_2007/gesamt.pdf>

2) 電力デリバティブ市場に係る規制・法令

(ドイツ取引所法)

ドイツ取引所法(Börsengesetz)¹⁴⁸は、取引所の運営及び組織、取引参加者、上場商品等について規定した法律であり、2007年7月に公布されている。先述の通り、EEX Derivativesを含めドイツ国内における取引所は、当該法律に基づいて取引所運営や組織設計を実施することが義務付けられている。

同法第3条第1項では、管轄する州の最上級の当局(取引所監督庁)が、取引所の監督を行うことが規定されており、規制権限が州に存在することが明記されている。監督対象は、取引所理事会、取引所業務執行者、懲罰委員会、取引監視部門、取引所運営者、取引所取引に関する設備など取引所運営機能を包括している¹⁴⁹。

また、同法第3条第4項に基づき、取引所監督官庁は、任務の遂行に必要な限り、取引所、取引所運営者及び取引所参加者等に対して、情報及び資料の提出を求め、検査を行うことができる。また取引所監督官庁は、その任務遂行に必要である限り、何人に対しても資料の提示及び複写の交付並びに参考人を召喚し聴取できる¹⁵⁰。また、立入検査に関して、この情報提供義務者は、敷地及び事務所への職員の立ち入りを了承しなければならないとされている。なお取引所監督官庁から委託された者及び組織についても、本項の定める権限及び義務が準用されとしており、後述する取引所監視部についても当該権限が付与される。

さらに、同法第7条第1項で規定される通り、取引所は、監督庁の定める基準に基づき、取引所における取引等を監視する「取引監視部門(HÜSt: Handelsüberwachungsstelle)」を設置・運営しなければならないとされている。HÜStは、収集したデータに基づき必要な捜査を実行できるとされており、また監督庁は、取引監視部門に指示を通じて、捜査を実施できる。また同法第7条第2項で規定される通り、HÜStの責任者は、監督庁に定期的な報告義務を課せられている。

(ドイツ有価証券取引法(WpHG)¹⁵¹)

ドイツ有価証券取引法(WpHG)は、コモディティデリバティブを含む金融商品全般を規制しており、EEXグループなどの取引所におけるデリバティブ取引に対する規制権限を有している。具体的には、同法第4条「職責と権限」では、当該法律の遵守状況の監視及びその執行のために適切かつ必要な命令を発することが規定されており、インサイダー取引や相場操縦などの市場濫用行為の禁止についても同法に基づき規制するとされている。

同法第20a条(相場操縦の禁止)では、以下の行為について相場操縦として定義しており、当該行為を禁止している。

- ・ ある金融商品の評価に重要な事情に関し不実な若しくは誤解を生ぜしめる表示をし、

¹⁴⁸ <http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/b_rsg_2007/gesamt.pdf>

¹⁴⁹ EEXに関して言えば、ザクセン州政府機関の市場監視グループ(Marktordnung)が、EEXにおける取引所機能(取引所評議会、経営理事会、市場監視部)などを監督している。

¹⁵⁰ <http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/b_rsg_2007/gesamt.pdf>

¹⁵¹ <<http://www.gesetze-im-internet.de/wphg/>>

または、そうした事情を法令に違反して秘匿すること。

- ・ 取引または売りつけ委託若しくは買付委託であって、金融商品の需要、供給または取引所価格若しくは市場価格に関する虚偽の若しくは誤解を生ぜしめるシグナルとなるようなまたは人為的な価格水準を作り出す性質を持ったもの
- ・ その他の詐欺的行為であって、ある金融商品のドイツ国内取引所価格若しくは市場価格またはある金融商品のドイツ以外の EU 加盟国若しくは欧州経済圏条約締結国の組織市場における価格に影響を及ぼす性質をもつもの

さらに、同法第 13 条では、内部情報に関して、“証券の若しくは複数の発行者または証券自体に関する一般に知られていない事情に係る具体的情報であって、それが一般に知られると証券の取引所価格または市場価格に著しく影響する性質をもつもの”として定義している。例えば“一般に知られていない事情に係る具体的情報”として、コモディティに関係し、市場参加者が当該情報を当該市場における通常の実務慣行に従って入手するであろうと期待できるものなどが挙げられる。同法第 14 条では、当該内部情報を用いたインサイダー取引の禁止が規定されている。

- ・ インサイダー取引...内部者情報を利用して、自己もしくは他人の計算で、または第三者向けに行う、証券の取得または譲渡
- ・ 内部情報の漏えい...権限なく第三者に内部者情報を知らせ、または第三者の入手しうる状況に置くこと
- ・ 第三者にインサイダー取引を勧める行為...内部者情報に基づいて証券の取得もしくは譲渡を第三者に推奨することまたはその他の方法で誘引すること

なお、市場濫用行為の違反に関して、同法第 38 条では罰則措置について規定している。インサイダー取引(同法第 14 条第 1 項第 1 号)に対しては、5 年を上限とする自由刑または罰金刑が科される。また内部情報の漏えい(同法第 14 条第 1 項第 2 号)及び第三者にインサイダー取引を勧める行為(同法第 14 条第 1 項第 3 号)は、20 万ユーロを上限とする過料の対象(同法第 39 条第 2 項第 3 号・4 号、第 4 項)となる。

(ドイツ競争制限禁止法(GWB))

ドイツ競争制限禁止法(GWB: Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland)¹⁵²は、1958 年 1 月より施行されたドイツの独占禁止法である。GWB は、市場支配力を有する電力・ガス供給事業者が、その支配力を不当に行使することを規制している。また GWB において REMIT 第 13,15 条に基づく条項が国内法化されており、具体的には同法第 9 章において規定されている。

同法第 47 条 b 第 1 項によると、MKT は、市場支配の存在、インサイダー情報の濫用、相場操縦による異常な価格形成を探知するため、電力・天然ガスに関する全ての卸取引について、物理的受渡・金融的受渡であるかを問わず、市場監視を実施する。また同第 2 項にて規

¹⁵²<<http://www.gesetze-im-internet.de/gwb/BJNR252110998.html#BJNR252110998BJNG017901360>>

定される通り、MKT は、REMIT に基づく NRA として BNetzA とともに電力・ガス卸取引を監視し、REMIT 第 7 条第 2 項及び第 10 項の規定に従い、ACER との協力関係を構築するとしている。また同法第 47 条 b 第 3 項では、MKT は任務の遂行に必要なデータ等を収集する権限を与えられている。なお BNetzA は、REMIT に基づく当該任務の遂行にあたり、必要な場合は MKT に委託することが可能である。

同法第 47 条 b 第 6 項に基づき、MKT は、GWB 第 1、19、20、29 条、EU 機能条約第 101 条・第 102 条、REMIT 第 3、5 条、ドイツ有価証券取引法に係る禁止規定の違反が存在するか否かを確認する。違反が確認された場合、MKT は、その旨を所轄庁に報告し、当該事案を所轄庁に移管するものとする¹⁵³。

同法第 47e 条第 1 項では、報告義務対象が規定されており、発電事業者や小売事業者、エネルギー施設の運用者等に加えて、取引基盤(trading platform)も義務対象として含まれている。また同法第 47f 条では、REMIT 第 8 条第 2 項及び第 6 項に関して BMWi による法規命令制定権が規定されている。この中の一つとして、組織的市場、取引所の取引監視部門等に対して、エネルギー取引の記録を MKT に定期的に提出することを規定する権限を挙げている。また、同法第 47i 条第 1 項では、他の官庁や規制機関との連携について規定されている。具体的には、BNetzA 及び BKartA は、MKT の任務遂行にあたり、BaFin、取引所の監督官庁及び取引監視部門、ACER や欧州委員会などとも連携していくことが明記されている。同法第 47i 条第 2 項では、特にデリバティブ取引に関して、MKT は、BMW の同意を得て、BaFin 及び電力、ガス及びエネルギーデリバティブが取引される各取引所の監督官庁及び取引監視部門及び ACER と協力協定を締結することができる。

(2012 年ドイツ改正エネルギー事業法(EnWG2012))

2012 年改正エネルギー事業法(Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (Energiewirtschaftsgesetz - EnWG))¹⁵⁴では、卸電力市場分野における規制機関に対して、各種権限や罰則措置が定められている。同法 Part 8 Section 1(第 65 条～第 74 条)では、規制機関の行政手続きが定められている。具体的には第 68 条において捜査権限が規定されており、規制機関はすべての調査を行うことができ、また必要なすべての証拠を収集することができる¹⁵⁵とされている。また第 69 条では、情報提供の要請及び立入検査の権限が定められている。REMIT に関しては、同規則第 3～5 条を遵守するために、規制機関は、情報提供、書類作成、聴取を求めることができるとしている。立入検査については、通常の営業時間内に実施することとされているが、REMIT 第 3～5 条に対する違反が報告されている場合にはこの時間以外でも立入検査を実施できるとされている¹⁵⁵。

同法 Part 8 Section 5(第 94 条～第 101 条)では、罰則措置が定められている。REMIT 規則に

¹⁵³ GWB 第 1、19、20、29 条もしくは EU 機能条約第 101 条・第 102 条違反の疑いがある場合は、MKT は BKartA にその旨を報告する。ドイツ証券取引法違反の疑いがある場合は、BaFin にその旨を報告する。

¹⁵⁴ Gesetz über die Elektrizitäts- und Gasversorgung (Energiewirtschaftsgesetz - EnWG)
< http://www.gesetze-im-internet.de/enwg_2005/BJNR197010005.html >

¹⁵⁵ 立入検査にあたっては、基本法 13 条(住居の不可侵)が制限されることが認められている

対する違反については、同法第95条第1項で示されている。これによれば、以下に違反している場合に罰金が科されるとしている。罰金額は、同法第95条第2項で示されている。ほとんどの違反については「最高罰金額10万ユーロ」となっているが、REMIT4条第1項とREMIT第5条については「最高罰金額100万ユーロまたは不正によって得た追加利益の3倍まで」となっている。また第95b条では、刑事罰に係る条項が規定されている。

3) 市場監視の枠組み

電力市場に係る欧州各国レベルの規制機関は、REMIT に基づき電力市場を包括的に規制する NRA と、主に金融的側面から電力デリバティブ市場にフォーカスして規制を行う FSA の 2 つが存在している。ドイツの場合、前者の NRA に相当するのが連邦ネットワーク庁(BNetzA)であり、後者の FSA に相当するのが連邦金融監督庁(BaFin)である。なおドイツでは、BNetzA と連邦カルテル庁(BKartA)により共同設置された市場透明化機関(MKT)が、市場監視に関して包括的な権限を有している。

さらに取引所の監視権限は、ドイツ取引所法(Börsengesetz)に基づき、その取引所が存在する管轄する州の規制当局が有しており、規制者間の権限切り分けは非常に複雑である。

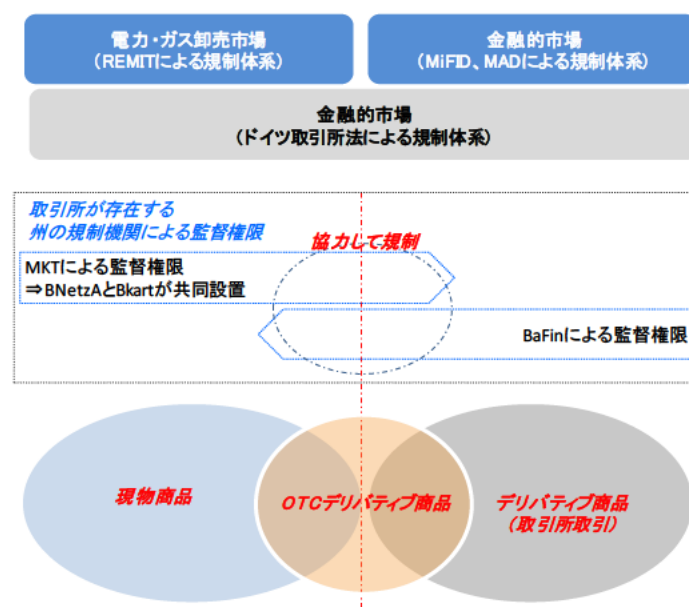


図 4-4 ドイツ規制者間の権限の切り分

(出所) MURC 作成

EEX はドイツ取引所法に基づき、取引所の組織面での規制を受けている。具体的には同法に基づき、取引所評議会(Exchange Council)、経営理事会(Management Board)、懲罰委員会(Sanction Committee)に加えて、独立的・自律的機関として“HÜSt”と呼ばれる市場監視部門の設置を義務付けられている。EEX はザクセン州取引所監査機関に対して、定期的取引状況の報告を行っている。また HÜSt は理事会及びザクセン州取引所監査機関双方に市場監視

結果の報告を行う仕組みになっている。

4) EEX 市場監視部門の概要

(EEX の組織構造)

EEX AG は、公法(public law)と私法(private law)の2つの法体系によって規制されており、他の欧州卸電力市場と比較して独特なものとなっている¹⁵⁶。

- ・ 取引所機能...公法であるドイツ取引所法に基づいて設立されている。また同法に基づき、取引所評議会(Exchange Council)、取引所経営理事会(Management Board of the Exchange)、懲罰委員会(Sanction Committee)に加えて、独立的・自律的機関として取引監視部門(Market Surveillance Department)(HÜSt: Handelsüberwachungsstelle)を設置している。
- ・ EEX 運営機能...公開有限会社(public limited company)として、私法(private law)であるドイツ有価証券取引法に基づいて規制されている。BAFin がデリバティブ取引に関する規制権限を有している。

(HÜSt の権限構造)

EEX 内部に設置される HÜSt は、ザクセン州商業労働運輸省(SMWA: the Saxon State Ministry for Economic Affairs, Labor and Transport)内の取引所監査機関(the Exchange Supervisory Authority)の支配下にあり、EEX の運営主体からは独立的・自律的な立場にある。以下、HÜSt における権限構造を示す。

- ・ 部長任命...ザクセン州取引所監査機関との合意に基づき経営理事会の助言を受け、EEX 取引所評議会によって HÜSt の部長が任命される。
- ・ 部長解任...EEX 経営理事会は、EEX 取引所評議会に加え、ザクセン州取引所監査機関の同意がなくては、HÜSt の部長を解任出来ない。
- ・ 職員...HÜSt 職員の任命は、ザクセン州取引所監査機関の認証事項とされている。EEX から給与の支払いをうけるものの、EEX 内部での実質的な独立性を担保すべく配慮されている。

(透明性確保・価格操作防止に向けた具体策¹⁵⁷)

HÜSt の主たる業務は、EEX における全取引関連データ及び取引決済について記録することである。HÜSt は、決済価格の適切性や共謀の兆候の有無等に焦点を置きつつ毎日の取引状況を検査しており、取引参加者が EEX 市場行動規則(Code of Conduct)¹⁵⁸を違反していないか、監視・調査する責任を有している。

¹⁵⁶ EEX Group 「Annual Report」

< <https://www.eex-group.com/en/downloads> >

¹⁵⁷ <<https://www.eex-transparency.com/participants/regulatory-framework>>

¹⁵⁸ EEX 「EEX Code of Conduct」

<<https://www.eex.com/en/markets/trading-ressources/rules-and-regulations>>

これに加え、HÜSt 主導、あるいはザクセン州取引所監査機関等の示唆により、特定の出来事をトリガーとして、特別捜査が頻繁に実施されている。監視対象行為は、自己取引、馴れ合い取引、インサイダー取引など多岐にわたる。これらタスクを実施するために、HÜSt は取引決済に関する全情報に対するアクセス権を保有しており、電話等により市場参加者へ照会を実施することもできる。さらにドイツ取引所法は HÜSt に対して、取引参加者に特定の理由を提示せず、データの提出・開示を求めることができ、取引参加者の業務時間内に査察に入ることもできる。

EEX はザクセン州取引所監査機関に対して、定期的取引状況の報告を行っている。また HÜSt は理事会及びザクセン州取引所監査機関双方に市場監視結果の報告を行う仕組みになっている。

(違反の疑いのある事案に関する報告)

HÜSt は、取引所監査機関及び経営理事会に対して月 2 回に報告書を提出する。また以下のような特定の事案が生じた場合も報告義務を有している。

- ・ インサイダー取引や市場操作禁止条項に違反する事案については、連邦金融監督庁 (BAFin) に報告
- ・ 市場監視プロセスにおいて発覚した(あるいは疑いがある)市場支配力の不当行使については、連邦カルテル庁 (Bundeskartellamt) に報告

これらの法律上の報告要件に加え、HÜSt は EEX 取引所評議会にも監視活動内容について報告している。また EEX は外国籍の取引業者も多数参加しているため、HÜSt は定期的に米国商品先物取引委員会 (CFTC: Commodity Futures Trading Commission)、フランス金融市場局 (AMF: Autorité des marchés financiers) 等の海外規制機関に対して報告書を送付している。なお HÜSt 自体は、罰則を課する権限は有していない。

(市場濫用行為の禁止)

EEX 行為規制では、市場参加者による市場濫用行為の禁止等について規定しており、市場参加者が負うべき規則として、市場操作の禁止、インサイダー取引の禁止、情報開示要件などが規定されている。規定内容は、EU 指令である MAD、国内法であるドイツ証券取引法及びドイツ取引所法に準拠したものとなっており、EU・国レベルの法規制との間で不整合が生じないようにしている。

5 米国

5.1 CEA

5.1.1 概要

(1) 経緯

1) CEA の設立

米国における先物商品・先物取引に対する規制は、1936 年に制定された商品取引所法(CEA:Commodity Exchange Act)に端を発する¹⁵⁹。1974年にはCEAの改正法として、1974年商品先物取引委員会法(Commodity Futures Trading Commission Act of 1974)が制定され、CFTCが設立されるとともに、同機関に対して、先物商品・先物取引に関する排他的権限(exclusive jurisdiction)が付与された。規制対象は、農産物だけでなく、エネルギーを含むコモディティ全般、更には通貨や債券などの金融商品にまで広げられた^{160,161}。

2000 年には CEA の改正法として、2000 年商品先物近代化法(CFMA2000: Commodity Futures Modernization Act of 2000)が成立した。この CFMA2000 では、OTC デリバティブ取引に対する CEA の適用可否について明確化している。具体的には、CFMA 2000 では、取引対象・取引施設、取引参加者の属性別に、CEA との関係性について、主に「適用」、「適用除外(exclusion)」、「適用免除(exemption)」の 3 つに分類し、異なる規制水準を設定しており、特に「適用除外」、「適用免除」とされる商品は、それぞれ「適用除外商品(Excluded Commodity)」、「適用免除商品(Exempt Commodity)」として分類された。この分類において、OTC デリバティブ取引については、CFTC による規制対象外となり、CEA にて規定される義務・制限を受けないことが明確化された。なお電力を含むエネルギー商品・取引については、「適用免除商品」として整理され、OTC デリバティブ取引についても CFTC による規制対象外となったことにより、市場が大きく拡大することとなった¹⁶²。

2) 目的

7 U.S. Code § 5 - Findings and purpose では、CEA の目的について以下の通り規定している。

該当部分(仮訳)

¹⁵⁹ 同法の制定当時における規制対象は、米国産の農産物商品先物(玉葱を除く)のみであった。

¹⁶⁰ 7U.S.C.§1a(9) において規定されており、具体的には“小麦、綿花、米、(中略)、その他全ての財貨及び物品ならびに全てのサービス、権利、権益であって、その将来の受渡に係る契約が、現在又は将来において取引されるもの”とされている。(注: ドッド・フランク法による変更前は 7U.S.C.§1a(4))

¹⁶¹ 7U.S.C.§2(a)(1)(A)によると、他の規制機関の権限と抵触するものではなく、SEC の規制下にある証券取引に対しては、CFTC は管轄権限を有さない。

¹⁶² 「適用免除商品」に関して、以下の 2 種類の OTC デリバティブ取引を規定。

- ・取引所等で実施されない、適格取引参加者(ECP: Eligible Contract Participant)間の相対取引
- ・適格商業主体(ECE: Eligible Commercial Entity)が電子取引施設において行う取引

(注: 但し、詐欺や価格操作に関する規定や価格形成機能を発揮していると判断された場合などを除く)

(b)目的

本章の目的は、委員会の監督の下で、取引施設、清算制度、市場参加者及び市場の専門家の効果的な自主規制の制度を通して、(a)に記載された公益に資することである。

このような公益を促進するために、さらに本章の目的は、価格操作その他の市場の健全性を損なうことを抑止し、防止すること、この章の対象となるすべての取引の財務的健全性を確保し、システミックリスクを回避すること、すべての市場参加者を、詐欺的またはその他の不正な販売慣行及び顧客資産の悪用から保護すること、並びに商品取引所(board of trade)、他の市場及び市場参加者の間の責任ある革新及び公正な競争を促進することである。

(...以下、略...)

(2) ドッド・フランク法の概要による CEA 改正

ドッド・フランク法¹⁶³は、2008 年の金融危機を踏まえて策定された包括的な金融規制改革法であり、16 章 541 条から構成されている。適用範囲は極めて多岐にわたるが、「第 7 章 ウォール街の透明性と説明責任」では、OTC デリバティブ市場に係る規制が示されており、特に A 節において CFTC が所管する CEA の修正に係る内容が示されている¹⁶⁴。同節の各条の詳細は、CFTC 規則(CFTC Regulation)で規定され、CFR(Code of Federal Regulation)第 17 章「商品及び証券取引所」の Part 1-199 に反映されている。

ドッド・フランク法第 7 編の概要

第 7 編 ウォール街の透明性及び説明責任

A 節 OTC スワップ市場の規制

B 節 証券関連スワップ市場の規制

ドッド・フランク法は、新たな定義による規制対象の拡大、取引報告義務・建玉制限の強化、スワップ・ディーラーに対するクリアリング義務化など、多くの監督適用除外を排除して CFTC の規制上の権限を大きく拡大した。

(3) 取引施設

1) スワップ、スワップ・ディーラー等の定義

(スワップの定義)

ドッド・フランク法では、「スワップ(Swap)」について、デリバティブ全般を包括するものとして捉えており、この定義により、CFTC は OTC デリバティブも含め、包括的に規制権限を有することが可能となった。同法第 721 条では、CEA に基づき CFTC が規制する「ス

¹⁶³ <<http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm>>

¹⁶⁴ B 節「証券関連スワップ市場の規制」において SEC が所管する 1934 年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)の修正に係る内容が示されている。

ワップ(Swap)」、同法第 761 条では、SEA に基づき SEC が規制する「証券派生スワップ(security-based swap)」について規定している^{165,166}。

(スワップ・ディーラーと主要スワップ参加者)

同法第 731 条「スワップ・ディーラーと主要スワップ参加者の登録と規則」では、スワップ・ディーラー(SD: Swap Dealer)、主要スワップ参加者(MSP: Major Swap Participant)のそれぞれに対する規制内容が規定されている。同法では、SD¹⁶⁷として分類されることにより、電子プラットフォームを通じた取引の執行や中央清算機関¹⁶⁸の利用の義務付けに加え、厳しい資本・担保規制が課せられることになる¹⁶⁹。

SD の登録要否判定に関しては、スワップ取引に係る閾値(De minimis threshold)が設定されており、年間 80 億ドルを超える者とされている¹⁷⁰。なお 2022 年 3 月時点において、電力・ガス事業者に関しては、SD として分類された事業者は存在していない¹⁷¹。

その一方で、多くの電力・ガス事業者が MSP として分類されている。MSP とは、SD でない者の内、以下のいずれかの条件を満たす者として定義されている¹⁷²。

- ・ 主要なスワップに係る相当量のポジションを保有していること¹⁷³
- ・ 締結しているスワップにより、米国の銀行制度や金融市場の安定性に対して深刻な悪影響を及ぼし得る、相当量のカウンターパーティーエクスポージャーが生じること
- ・ 以下を満たすこと
 - 高いレバレッジが掛けられており、当局の定める資本規制に服さない事業体であること
 - 主要なスワップ(CFTC が範囲を定める)に係る相当量のポジションを保有していること

但し、金融を主要な業務としており、金利や為替に係るエクスポージャーに関連する商業リスクをヘッジする目的でデリバティブを用いている場合には、これに含まれない。

(4) 当局による処分権限

CFTC は、CEA の目的を達成するための規則(CFTC 規則(CFTC Regulation))を制定する権

¹⁶⁵ 同じくスワップ・ディーラーについても、「スワップ・ディーラー(Swap Dealer)」と「証券派生スワップ・ディーラー(Security-based Swap Dealer)」に分類される。

¹⁶⁶ この他にも、CFTC と SEC が共同で規制される「混合スワップ(mixed swap)」が存在している。

¹⁶⁷ 同法第 712 条では SD の定義について、以下の通り規定している。

“自らをスワップのディーラーとして公に称する者、スワップにおいてマーケット・メーカーをする者、自己勘定のために通常業務過程においてスワップを定期的に締結する者、取引においてスワップのトレーダー又はマーケット・メーカーとして一般的に認識されるような活動を実施する者”

¹⁶⁸ CFTC 規制下にある清算機関であり、デリバティブ清算機関(DCO: Derivatives Clearing Organizations)のこと。

¹⁶⁹ <<http://www.cftc.gov/IndustryOversight/Intermediaries/SDs/index.htm>>

¹⁷⁰ <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/msp_ecp_factsheet_final.pdf>

¹⁷¹ エネルギー事業者としては、大手石油会社が SD として分類されている。

<<http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/registerswapdealer>>

¹⁷² 7 U.S.C. 1a (33)(A)

¹⁷³ 但し、商業リスクのヘッジ又は減少を目的とするポジション等を除く

限を有しており、以下の機能が定義されている¹⁷⁴。

- ・ 登録業務...取引所、清算機関、取引情報登録機関、取引主体等の登録業務等
- ・ 商品審査...先物・オプション商品の審査等
- ・ 監視...市場慣行や取引慣行、監督対象機関の財務及びリスク状況、事業環境に係る監督等
- ・ 検査...監督対象機関の検査・査察など
- ・ 執行...市場不正行為に対する法執行、罰則措置など
- ・ 国際政策...外国の監督機関との協議・調整など
- ・ 経済的・法的分析...経済分析及び法的分析の実施
- ・ データ及び技術支援...データ収集や技術的支援など

市場監視という観点からは、取引所の監督権限(取引所の指定・運営監視等)、先物業者の監視(業者登録等)、市場モニタリングなど包括的な権限を有しており、更にはこれらの違反に対する執行権限等を有している。

- ・ 取引所の監督権限...取引所の指定や運営監視に係る権限¹⁷⁵。また指定した取引所等が CEA や CFTC 規則などに違反した場合は、当該指定の停止・取消措置を実施¹⁷⁶。
- ・ 先物業者の監督...先物業者の登録・監督に関する権限¹⁷⁷。なお登録審査等に係る実務については、全米先物協会(NFA: National Futures Association)に委任することが認められている¹⁷⁸。
- ・ 市場監視...取引所や市場関係者に対して、取引記録の報告や報告(reporting and recordkeeping)¹⁷⁹、更に公開(Public disclosure)¹⁸⁰を要求する権限。
- ・ 執行権限...不公正取引などの違法行為に対して、裁判所に差止命令を請求する権限。また排除命令や民事制裁金の賦課の権限¹⁸¹。

¹⁷⁴ CFTC 「FY 2013 Summary of Performance and Financial Information, February 2014」

¹⁷⁵ 7.U.S.C §7, §7a

¹⁷⁶ 7.U.S.C§7b

¹⁷⁷ 各種の先物業者は、取引業務を実施するために、CFTC への登録が義務付けられている。(7.U.S.C§6d～§6n)

¹⁷⁸ 7.U.S.C§21§(o)

¹⁷⁹ 7.U.S.C§6g§

¹⁸⁰ 7.U.S.C§12§

¹⁸¹ 7.U.S.C§13§、§13a

5.1.2 主な規制内容

(1) 取引施設の指定、監視

(指定契約市場(DCM)¹⁸²⁾

CFTC は、取引所の指定¹⁸³等に関する権限を有しており¹⁸⁴、当該指定主体が、CEA や CFTC 規則等に違反した場合は、指定停止・取消等の措置を講じることができる¹⁸⁵。NYMEX や ICE Futures U.S などの主な先物取引所は、指定契約市場(DCM: Designated Contract Market)として分類されており¹⁸⁶、遵守要件として 23 の中核原則(core principles)が規定されている^{187,188}。

各 DCM は、この中核原則の遵守に準拠する形で取引所規則(Exchange Rule)などを規定しており、自主規制機能を果たしている。これに対し、CFTC は、DCM の法令遵守状況や自主規制機能を監視する役割を果たしている。具体的には、CFTC 市場監視部門の検査課(Examinations Branch)は、当該規則の施行、更には相場操縦や顧客・市場に対する濫用行為の回避、取引情報の適切な記録・保存などを保証するために、DCM による中核原則の遵守状況や法令遵守状況¹⁸⁹について定期評価を実施しており、各取引所による自己規制プログラム(self-regulatory programs)を検査している。この CFTC による監視プログラムは、規則執行評価 (RER: Rule Enforcement Review)と呼ばれており、各 DCM が数年毎に検査され、その報告書は一般公開される¹⁹⁰。

(スワップ執行ファシリティ(SEFs))

スワップ執行ファシリティ(SEFs: Swap Execution Facilities)は、CEA に基づき、CFTC の定期的な監視下において運用される取引施設である¹⁹¹。SEF は、先述の通り、ドッド・フランク法第 733 節に基づいて規定されており、2013 年 10 月より実際の制度運用を開始している。SEF の要件や登録手続は、ドッド・フランク法第 5 節及び CFTC 規則 part37¹⁹²において規定されている。SEF の遵守要件としては、15 の中核原則(core principles)が規定されている¹⁹³。

¹⁸² <<http://www.cftc.gov/IndustryOversight/TradingOrganizations/DCMs/index.htm>>

¹⁸³ CEA において、先物取引は、指定された取引所で行うことを規定(一部、適用除外あり)。(出所: 7U.S.C. §6(a))

¹⁸⁴ 7U.S.C. §7

¹⁸⁵ 7U.S.C. §7b

¹⁸⁶ CEA では、DCM の他にも、適用免除商業市場(ECM: Exempt Commercial Market)、適用免除取引所(EBOT: Exempt Boards of Trade)等が規定されている。適用免除措置の 2 つの取引所(ECM, EBOT)については、段階的に廃止されることがドッド・フランク法では規定されている。

¹⁸⁷ “市場参加者の規則遵守状況の監視”、“市場取引の監視”、“建玉制限などの取引制限の設定”、“取引の円滑な執行”、“取引情報の開示”、“市場参加者の保護”、“市場運営に関する記録保持”など

¹⁸⁸ 7U.S.C. §7(d)。また“17 C.F.R. §38 Designated contract markets”にて規定

¹⁸⁹ “17 C.F.R. §38 Designated contract markets”に基づく規則

¹⁹⁰ <<https://www.cftc.gov/IndustryOversight/TradingOrganizations/DCMs/dcmruleenf.html>>

¹⁹¹ 自ら電子取引施設を運用する大手エネルギーブローカーも SEFs として分類されている。

¹⁹² 17 C.F.R. §37 SWAP EXECUTION FACILITIES

¹⁹³ 7U.S.C. §7b-3。また“17 C.F.R. §37 SWAP EXECUTION FACILITIES”にて規定。また“Appendix A Form SEF”

DCM と同様、各 SEF は、この中核原則の遵守に準拠する形で、SEF 規則などを各自で規定しており、自主規制機能を果たしている。これに対し、CFTC は、SEF の法令遵守状況や自主規制機能を監視する役割を果たしている。具体的には、CFTC 市場監視部の検査課が、中核原則の遵守状況や法令遵守状況について定期評価を実施しており、SEF による自己規制プログラム(self-regulatory programs)を検査している。

この CFTC による監視プログラムは、規則執行評価 (RER: Rule Enforcement Review)と呼ばれており、各 SEF が数年毎に検査され、その報告書は一般公開される¹⁹⁴。

15 の中核原則

1. 基本原則の遵守
2. 規則の遵守
3. 価格操作の疑いのないスワップ
4. 取引とそのプロセスのモニタリング
5. 情報取得能力
6. 持高制限または説明責任
7. 取引の財務健全性
8. 危機対応能力
9. 取引情報の適時開示
10. 記録保持と報告
11. 反トラストへの配慮
12. 利益相反の回避
13. 財務の基礎
14. システムの安全性
15. コンプライアンス最高責任者の指名

(2) 市場濫用行為の禁止

CEA 第 6 条(c)(7U.S.C 第 9 条)では、相場操縦等に関する CFTC の執行権限が規定されており、具体的には 7U.S.C 第 9 条(4)において、召喚命令(Subpoena)を含む一覧の措置が規定されている。ただ CEA では相場操縦の違反の疑いに対する立入検査について規定しておらず、当該権限を CFTC に付与していない。

また罰則措置に関しては、CEA 第 9、10 条 (7U.S.C 第 13、14 条)で規定しており、罰金、措置、利益吐き出し命令、権利の剥奪等について規定している。しかし刑事罰を与える権限については付与されておらず、CFTC がその相場操縦行為が刑事罰相当だと判断した場合は、米国司法省(DOJ)に対してその旨を申請することになる。

では指定手続きにおいて必要となる情報、“Appendix B Guidance on, and Acceptable Practices in, Compliance with Core Principles”では、各種要件の詳細が規定されている。

¹⁹⁴ <<https://www.cftc.gov/IndustryOversight/TradingOrganizations/SEF2/index.htm> >

1) 相場操縦関連

(ドッド・フランク法以前の状況)

ドッド・フランク法施行以前においても、CFTCは、CEAに基づき相場操縦に対する規制権限を有していた¹⁹⁵。しかし、当該規制は、いわゆる「人為的価格 (artificial price)」基準に基づくものであり、実際に相場操縦事案を訴追するに当たって困難を極めた。その一方で、SECは、SEC規則10b-5¹⁹⁶に基づき、様々な不正に基づく理論(fraud-based theories)に従い数々の事件の起訴に成功した。

SECが数多くの相場操縦事案の起訴に成功してきた理由としては、SEC規則10b-5の存在に負うところが非常に大きい。同規定の存在により、相場操縦を立証するに当たって、人為的価格形成の証拠は要求されない¹⁹⁷。SEC規則10b-5¹⁹⁸は、1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)第10条(b) ¹⁹⁹に対応したSEC規則であり、相場操縦を含む不公正な取引に対する包括的な規制を規定している²⁰⁰。

このようにSEC規則10b-5に基づく不正に基づく理論は、これまでSECが管轄する証券取引分野にのみ適用され、CFTCが管轄するコモディティやで金融デリバティブの分野には適用されてこなかった。その結果、CFTCの「人為的相場」基準には、現物取引、自主規制市場での取引、市場間取引(cross-market trading)に係る多くの抜け穴が存在する結果となった。

(ドッド・フランク法による相場操縦防止規定の体系)

このような背景から、CFTCは、ドッド・フランク法において、SEC規則10b-5と同様の法律の文言を求めていた。これを受け、ドッド・フランク法は相場操縦禁止に関して2つの法体系(statue) ²⁰¹を整備している²⁰²。

一つはSEC規則10b-5の文言に基づく規定であり、いわゆる不正に基づく法体系である。ドッド・フランク法第747条「妨害的行為防止権限(Antidisruptive Practices Authority)」では、SEC規則10b-5をベースとした法体系が整備されておる。具体的には、“ビッド若しくはオファーのルールに反すること”、“取引終了時に秩序正しい執行を意図して若しくは無謀に無視すること”、“spoofing(見せ玉)をすること若しくはその性格のある行為若しくはそう

¹⁹⁵ 7.U.S.C §13b

¹⁹⁶ 連邦規則17巻商品および証券取引(Commodity and Securities Exchangess)にて法典化。(17.C.F.R.240.10b-5)

¹⁹⁷ SEC規則10b-5に基づくSECの判例には、「馴れ合い取引(wash trade)」、「インサイダー情報に基づく取引」、「相場操縦(making the close)」、「価格操作(painting the tape)」、「虚偽の情報を流して証券価格を変動させるスキーム(pump-and-dump scheme)」その他「不正確な情報の市場への流布」を伴う行為の起訴が含まれる。

¹⁹⁸ 連邦規則17巻商品および証券取引(Commodity and Securities Exchangess)にて法典化。(17.C.F.R.240.10b-5)

¹⁹⁹ 合衆国法律集15編78j (Manipulative and deceptive devices)において法律化。(15.U.S.C. §78j)

²⁰⁰ 「USC」はUnited States Code(合衆国法律集)、「CFR」はCode of Federal Regulations(連邦規則集)

²⁰¹ CFTC Final Regulation 180.1, CFTC Final Regulation 180.2

²⁰² <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/amaf_qa_final.pdf>

と知られる行為をすること” が、妨害的取引手法(disruptive practices)として、禁止されている²⁰³。

ドッド・フランク法該当部分(仮訳)

第747条 妨害的行為防止権限

商品取引所法(7 U.S.C. 6c(a))第4c(a)条(第746条により改正)は、最後部に以下を追加し、変更される。

- “(5) 妨害的行為—以下に相当する、登録企業の規則に基づく取引または行為を行うことは、違法となるものとする。—
- “(A) 売り買いの申込を妨害するもの。
- “(B) 取引終了時に、規則に従った取引の執行を故意もしくは未必の故意により無視するもの。または、
- “(C) 「だまし(spoofing)」(履行前に売りまたは買いの申込を取り消す意図で、売りまたは買いの申込を行うこと)、その種類のもの、またはそのように業界で一般に知られているもの。
- “(6) 規則設定権限。—委員会は、委員会の判断で、第(5)項に規定する取引行為、またはその他公正な取引に妨害となる取引行為を防止するために合理的に必要な規則及び規制を規定し、公布することができる。
- “(7) スワップの詐欺利用。—その相手方が第三者を詐欺にかける策略、計略または手管の一部としてスワップを使用する事実を知らながら、または未必の故意により無視して、当該スワップを結ぶことは、違法となるものとする。”

(...以下、略...)

もう1つの法体系は、人為的価格形成に関する CEA 既存の基準であり、ドッド・フランク法第 753 条「相場操縦防止権限(Anti-manipulation Authority)」にて規定されている。これにより CEA の相場操縦防止規定の「人為的価格」基準にて、違反の重要な要素として人為的価格を立証する必要性を取り除くことによって、CFTC に対して要求される立証責任が大きく緩和されている²⁰⁴。

ドッド・フランク法該当部分(仮訳)

第753条 相場操縦防止権限

- (a) 相場操縦及び虚偽情報の禁止。—商品取引法(7 U.S.C. 9, 15)第6条(c)項は、以下のとおり読み替えるものとして改正する。

²⁰³ なおドッド・フランク法第 747 条は、CEA§6c(1) (合衆国法律集では 7.U.S.C §6c(1))にて法律化されている

²⁰⁴ なおドッド・フランク法第 753 条は、CEA§6(c)3(合衆国法律集では 7.U.S.C §6(c)3))にて法律化されている。

(... 中略...)

“(c) 相場操縦及び虚偽情報の禁止。—

“(1) 相場操縦の禁止。—委員会がドッド・フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法の制定日後1年以内に規定する規則及び規制に違反して、登録企業の規則に基づくスワップまたは州際通商もしくは先物の商品売買契約に関連して、直接または間接を問わず、相場操縦または詐欺の策略または計略を使用もしくは利用すること、または使用もしくは利用を試みることは、違法となるものとする。ただし、委員会が規定するいかなる規則または規制によっても、いかなる者も、取引において、または関連して相手方に対して行ういかなる重要な点においても人を誤らせない開示を行うために必要な場合を除き、商品取引の市場価格、相場または水準に関する重大な非公開情報を他者に開示することを要求されるものではない。

“(A) 虚偽報告による相場操縦に関する特別規定。—本項における違法な相場操縦には、メールもしくは州際通商を通して、あらゆる通信方法で、伝送するために、州際通商の商品価格に影響を与える、または与えやすい、作物または市場の情報または状況に関する虚偽のまたは人を誤らせるようなまたは間違っている報告を当該報告が虚偽である、人を誤らせるようなものである、または間違っている事実を知りながら、または未必の故意で無視して、発信、または発信させることが含まれる。

“(B) 他の法への影響。—本項のいかなる規定も、第9(a)(2)条の適用にいかなる影響も与えず、または与えるものと解釈してはならない。

“(C) 善意の誤り。—誤って、善意で、虚偽のまたは人を誤らせるようなまたは間違っている情報を価格報告サービスに伝達することをもって、第(c)(1)(A)号の違反に相当するものとはならない。

“(2) 虚偽情報に関する禁止。—本法に基づき委員会に提出された登録申請または報告におけるものを含め、重大な事実またはその他登録企業の規則に基づくスワップもしくは州際通商や先物の商品売買契約に関連する情報の報告において、虚偽または人を誤らせるような報告を委員会に対し行うこと、あるいは、いかなる重要な点においても人を誤らせることなくなされる重大な事実の開示を行うために必要な重大な事実をかかえる報告において開示しないことは、当該報告が虚偽または人を誤らせるようなものであることを知っていた、または合理的に知っているべきであった場合は、違法となるものとする。

“(3) その他の相場操縦。—第(1)号の禁止事項に加え、直接または間接を問わず、登録企業の規則に基づくスワップまたは州際通商もしくは先物の商品の価格を操作または操作を試みることは、違法となるものとする。

(... 中略...)

“(8) 不服従。—命令不服従または召喚状に従わなかった場合、委員会は、証人とし

ての出席及び証言、ならびに帳簿、文書、通信、メモ及びその他の記録の作成の要求において、調査もしくは手続が執行された地域、または該当する者が居住もしくは営業する地域に管轄権を有する合衆国裁判所の助けを求めることができる。かかる裁判所は、委員会もしくは委員または行政法審判官もしくはその他委員会が指定した官公吏の前に出頭し、そこで命令された場合は記録を作成し、または調査中もしくは問題の事項に関して証言することを要求する命令を発行することができる。

(...以下、略...)

2) インサイダー取引禁止に係る規定

ドッド・フランク法第 746 条「インサイダー取引(Antidisruptive Practices Authority)」では、これまで CEA において規定されていなかったインサイダー取引に関する規定も明文化している²⁰⁵。

ドッド・フランク法該当部分(仮訳)

第746条 インサイダー取引

商品取引所法(7 U.S.C. 6c(a))第4c(a)条は、最後部に以下を追加し、変更される。

“(3) 売買契約。—連邦政府の省または機関の従業員または職員が、その従業員または職員としての雇用または地位により、州際通商もしくは先物の商品またはスワップの価格に影響を与える、または与えやすい情報を得た場合、そしてその情報を保持または作成した連邦政府の省または機関が、その情報を一般の取引市場で公知となる方法で流布、あるいは刑事、民事もしくは行政聴聞、または議会、行政もしくは会計検査院の報告、聴聞、監査もしくは調査において開示していない場合、かかる情報を自らの個人的立場で、個人的利益のために使用し、以下の取引を行う、または申し込むことは、違法となるものとする。—

“(A) 先物売買契約(またはかかる契約のオプション)。

“(B) オプション(1934年証券取引法(15 U.S.C. 78f(a))第6(a)条に従って登録された国債取引のオプションの履行または取引を除く)。または、

“(C) スワップ。

“(4) 非公開情報。—

“(A) 非公開情報の開示。— 連邦政府の省または機関の従業員または職員が、その従業員または職員としての雇用または地位により、州際通商もしくは先物の商品またはスワップの価格に影響を与える、または与えやすい情報を得た場合、そしてその情報を保持または作成した連邦政府の省または機関が、その情報を一般の取引市場で公知となる方法で流布、あるいは刑事、民事もしくは行政聴

²⁰⁵なおドッド・フランク法第 746 条は、CEA§6c(a) (合衆国法律集では 7.U.S.C §6c(a))にて法律化されている

聞、または議会、行政もしくは会計検査院の報告、聴聞、監査もしくは調査において開示していない場合、自らの個人的立場で、個人的利益のために、他者が以下の取引を行う、または申し込むために使用するのを、直接または間接を問わず、助けることを意図して、かかる情報を与えることは、違法となるものとする。—

(... 中略...)

“(B) 知りながらの使用。—第(A)号に規定する、連邦政府の省または機関の従業員または職員から与えられた情報を受領した者が、当該情報を違法であることを知りながら使用して、以下の取引を行う、または申し込むことは、違法となるものとする。—

(... 中略...)

“(C) 非公開情報の窃盗。—州際通商もしくは先物の商品またはスワップの価格に影響を与える、または与えやすい情報を保持または作成した連邦政府の省または機関がその情報を一般の取引市場で公知となる方法で流布、あるいは刑事、民事もしくは行政聴聞、または議会、行政もしくは会計検査院の報告、聴聞、監査もしくは調査において開示していない事実を知っていて、または未必の故意により無視して、連邦政府の省または機関が保持または作成したかかる情報をいかなる方法でも盗み、横領、または着服し、また当該情報を使用して以下の取引を行う、もしくは申し込むこと、または他者が以下の取引を行う、もしくは申し込むために使用するのを、直接または間接を問わず、助けることを意図して、かかる情報を与えることは、違法となるものとする。

(... 以下、略...)

(CFTC 最終規則第 180.1 による実装)^{206,207}

CFTC 最終規則(Final Rule)180.1 によって、CEA 第 6 条(c)(1)が実装されており、スワップ、州間取引における商品先物売渡契約、または 登録主体の規則に基づくまたは対象となっている先渡契約に関連した相場操縦的且つ詐欺的な策略(manipulative and deceptive devices)や計略を禁じている。最終規則 180.2 は、CEA 第 6 条(c)及び CFTC の一般規則作成権限である第 8 条 8a(5)に従って公布されている²⁰⁸。

最終規則 180.1 は、CFTC の相場操縦に対する訴追能力を強化するものである。CFTC は、ドッド・フランク法第 753 条に基づく CEA 第 6 条(c)の改正以前において、相場操縦事案を立証するために、以下の事項について証明すること要求されていた²⁰⁹。

- ・ 被告人が、市場価格に影響を及ぼす能力を有していたこと
- ・ 被告人が、需給の影響力を妥当に反映しない価格、または価格傾向を創出もしくは発動

²⁰⁶ <https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Rulemakings/DF_23_DFManipulation/index.htm>

²⁰⁷ <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/amaf_factsheet_final.pdf>

²⁰⁸ <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/amaf_factsheet_final.pdf>

²⁰⁹ <https://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Rulemakings/DF_23_DFManipulation/index.htm>

することを具体的に意図していること。

- ・ 人為的価格が存在したこと、
- ・ 被告人が、人為的な価格を引き起こしたことを証明すること

最終規則 180.1 では、とりわけ、問題の行為が人為的な価格を生んだ(または生む)ことを意図していたかに関わらず、相場操縦的且つ詐欺的な策略、すなわち故意または無謀に採用された、不正及び不正に基づく相場操縦的且つ詐欺的な策略や計略(fraud and fraud-based manipulative and deceptive devices contrivances)を禁じることによって CEA 第 6 条(c)(1)の規定を実装している。この広範な新しい権限は、CFTC が市場の十全性・健全性(integrity)を促進し、市場参加者を保護するのに役立つとしている。

最終規則 180.1 は、CFTC の既存の不正防止権限(anti-fraud authority)を強化する。CEA 第 4 条 b とは異なり、最終規則 180.1 及び CEA 第 6 条(c)及に基づく執行措置は、被告となった不正行為者の詐欺(the alleged wrongdoer's fraud)が、詐欺被害者のために、“またはその代理で、またはその者とともに、行ったまたは行うであろう²¹⁰” 先物またはスワップと関連していることを証明する必要はない。

また最終規則 180.1 及び CEA 第 6 条(c)は、CFTC に対し、州間取引における商品先物売渡契約に関連する不正防止救済措置(antifraud remedy)も提供する。さらに最終規則 180.1 は、(他の法律、規則、合意、理解、その他の情報源によって確立されている)既存の義務に違反した重要な非公開情報に基づく取引、あるいは不正または詐欺(fraud or deception)を通じて入手した重要な非公開情報に基づく取引を禁止している。

(CFTC 規則第 180.1 における SEC 規則 10b-5 の適用の考え方)

先述の通り、ドッド・フランク法第 753 条は、“スワップまたは州間取引における商品先物売渡し契約または先物契約と関連した不正及び相場操縦²¹¹”を禁じており、この権限付与に基づき、CFTC は上述の CFTC 最終規則 180.1 を公布した。先述の通り、当該規則では、“(他の法律、規則、合意、理解、その他の情報源によって確立されている)既存の義務に違反した重要な非公開情報に基づく取引、あるいは不正または詐欺(fraud or deception)を通じて入手した重要な非公開情報に基づく取引”を禁じている。

上記の文言は、SEC 規則 10b-5 の文言を反映しているが、これは証券分野において長期に渡り、広範な反不正防止(anti-fraud protection)の執行に成功したことを念頭に置いている。またインサイダー取引に関する古典的理論では、コモディティ、先物及びスワップ等に対してはあまり適用されないが、インサイダー取引の“不正流用理論(misappropriation theory)”は適用可能であり、現在、CFTC の主な執行手段と考えられる。コモディティデリバティブの

²¹⁰ 原文: “made , or to be made, for or on behalf of, or with”

²¹¹ 原文: “fraud and manipulation in connection with any swap, or contract of sale of any commodity in interstate commerce, or contract for future delivery.”

文脈における不正流用理論は、CFTC 規則 180.1 に反映されている²¹²。

(3) 取引情報の報告義務

CFTC は、市場関係者に対して取引記録の保管や取引報告を要求する権限を認められている²¹³。CFTC 市場監視局は、取引所や仲介業者²¹⁴等から提供を受けた情報を照合・分析することにより、市場監視を実施している。更に、CFTC は、価格操作や市場混乱の恐れがある取引注文が存在するかどうかを調査するために、スペシャル・コール(Special Call)²¹⁵と呼ばれる特別な追加報告を要求することができる。

取引施設は、清算会員ごとに、①買い建て玉の総数と売り建て玉の総数²¹⁶、②買い契約の出来高と売り契約の出来高²¹⁷、③現物と先物の交換数²¹⁸、④受渡し通知の数²¹⁹を、CFTC に日次報告することが義務付けられている²²⁰。

大口取引報告システム(LTRS: Large-Trader Reporting System)は、大口取引業者からの取引データの報告システムであり、清算会員や FCM 等は、自らの顧客である取引口座開設者について、市場ごとに CFTC 規則が定める大口建玉の基準を超える建玉²²¹を CFTC に日次報告しなければならない²²²。また CFTC は、当該データをもとに、建玉明細報告(COT: Commitments of Traders reports)を、週次で公表している^{223,224}。

(取引報告の義務や帳簿作成義務等)

報告義務のあるスワップ・ディーラー等は、スワップ取引の具体的な内容を詳細にスワップデータ蓄積機関に報告しなければならない。こうした取引情報は、スワップ取引当初に当事者間で合意された内容(creation data)だけではなく、スワップの期間中に変更された内容(continuation data)も含まれ。この詳細な取引内容の情報はスワップデータ蓄積機関から CFTC をはじめとする規制機関に伝達される。取引情報蓄積機関が収集した情報の一部は、取引当事者を匿名にしたうえで、原則としてリアルタイムで、市場参加者に開示される。

²¹² スワップ、州間取引における商品先物受渡契約/先渡契約に関連する詐欺行為または改ざん行為に従事する者は、既存の義務に違反して重要な非公開情報を基に取引する、あるいは、不正または詐欺を通じて入手した重要な非公開情報を基に取引することを禁じられている。

²¹³ 7U.S.C. §6g. Reporting and recordkeeping, 7U.S.C. §12. Public disclosure

²¹⁴ <<http://www.cftc.gov/IndustryOversight/Intermediaries/index.htm>>

²¹⁵ 17U.S.C. §21 SPECIAL CALLS <<http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-21>>

²¹⁶ The total of all long open contracts and the total of all short open contracts carried

²¹⁷ The quantity of contracts bought and the quantity of contracts sold

²¹⁸ The quantity of purchases of futures for commodities or for derivatives positions and the quantity of sales of futures for commodities or for derivatives positions

²¹⁹ For futures, the quantity of the commodity for which delivery notices

²²⁰ 17U.S.C. §16 REPORT BY CONTRACT MARKETS AND SWAP EXECUTION FACILITIES.

<<http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-16>>

17U.S.C. §16.00 Clearing member reports. <<http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/16.00>>

²²¹ 電力商品は、“All Other Commodities”としての分類であり、25 枚以上が閾値となる。

17U.S.C. §15.03 Reporting levels <<http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/15.03>>

²²² 17U.S.C. §17 REPORTS BY REPORTING MARKETS, FUTURES COMMISSION MERCHANTS, CLEARING MEMBERS, AND FOREIGN BROKERS <<http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-17>>

²²³ 17U.S.C. §17 REPORTS BY REPORTING MARKETS, FUTURES COMMISSION MERCHANTS, CLEARING MEMBERS, AND FOREIGN BROKERS <<http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/part-17>>

²²⁴ <<http://www.ferc.gov/whats-new/comm-meet/111303/E-3.pdf>>

(非清算集中のスワップ取引の報告義務)

- ・ 非清算集中のスワップ取引に参加するスワップ・ディーラーまたは主要参加者は、取引情報蓄積機関またはCFTC 若しくはSEC への報告が義務付けられている(7 USC 6r(a), 15 USC 78m-1(a))。
- ・ 取引に参加する個人・企業もCFTC が定める様式での報告が求められる(7 USC 6r(b)(c), 15 USC 78m-1(b)(c))。
- ・ CFTC が重要な価格発見機能を有すると判断するスワップ取引については、何人もCFTC に報告しない限り、取引契約を締結してはならないこととされている(7 USC 6t(a)(d))。これに関連して、CFTC が定める大口デリバティブ取引業者に対しては、CFTC への報告、詳細な帳簿・記録の保存、当該帳簿・記録についていつでもCFTC の検査に服する義務が課されている(7 USC 6t(b))。
- ・ 証券関連デリバティブについては、SEC はその規則により、大口取引者の報告義務を定めることができるとされている。

(4) 建玉規制

CEA 第 6a 条(7U.S.C 第 6a 条)では、過大な投機(Excessive Speculation)は、当該商品価格の急激もしくは非合理・不当な変動(sudden or unreasonable fluctuations or unwarranted changes)をもたらすという認識を示している。真正なヘッジ目的の取引(bona fide hedging)を除いて²²⁵、CFTC が投機制限のための規制を行うことが出来ると規定している。具体的な規制については、CFTC 規則が示されているが、従前の CFTC 規則は、農産物 7 品目²²⁶のみについて基準を設けており、これ以外の水準については各商品取引所などにおいて個別に建玉規制を設定してきた。

建玉規制は、元々、2008 年秋の原油価格乱高下を背景に、コモディティへの投機資金の流入が価格乱高下を招いたという問題意識のもと、導入が検討されてきた。2011 年 10 月には、主要な商品と経済的な重要性が認められるデリバティブ取引(28 種類の商品)について、CFTC 規則によって先物だけでなく、スワップ取引も含めて建玉制限を適用するという規則が最終承認されている。この規制案は、一社が保有できる当限月の持ち高について受け渡し可能供給量(deliverable supply)の 25%を上限とした。現物と現金で清算される契約については個別に適用される。また、当限月以外の持ち高は、最初の建玉 25,000 枚の 10%、25,000 枚を越える部分についてはその 2.5%に制限される。

2013 年 11 月 5 日、CFTC は再び規制案を承認した。今回の規制案では、善意のヘッジャー(bona fide hedger、実需のリスクをヘッジするため先物市場を利用する市場参加者)に対する建玉制限の免除対象が制限され若干厳しくなった。12 月には CFTC Regulation 150 として規則化された。なお対象商品 28 種類に関して、電力商品は含まれていない。

²²⁵ 7U.S.C. §6a(c)

²²⁶ corn, oats, wheat, soybeans, soybean oil, soybean meal, cotton

(5) 清算義務

1) 概要

先述の通り、ドッド・フランク法では、「スワップ(swap)」として定義されるデリバティブ取引に関し、(a)取引主体の登録義務、(b)取引主体に対する健全性規制、(c)中央清算機関での清算義務を導入した。証券ベース・スワップのディーラー及び主要参加者は、SEC への登録が義務付けられている(15 USC 78o-10(a))一方、証券ベース以外のスワップについては、スワップ・ディーラー及び主要参加者に対し、CFTC に登録する義務がある(7 USC 6(b), 6s(a))。

原則として、スワップは、CFTC に登録しているデリバティブ清算機関(DCO: Derivatives Clearing Organization)、証券ベース・スワップは、SEC に登録している清算機関を介して清算することが義務付けられている(7 USC 2(h), 15 USC 78c-3(a))。

2) DCO の要件²²⁷

CCP は CFTC が管轄するスワップの場合、ドッド・フランク法 725 条にて、DCO としての登録が求められる。登録を取得し、維持するために、DCO は、CEA 第 5b 条、USC § 7a-1 に規定されている DCO の中核原則に従わなければならない。

DCO の中核原則

1. 適切な財務・営業・経営資源
2. 適切な参加者基準及び商品の適格性
3. 適切かつ適切なリスク管理能力
4. 様々な状況下で適時に決済を完了する能力
5. 加入者及び参加者の基金を保護するための基準及び手続
6. 効率的かつ公正な債務不履行規則・手続
7. 適切な規則の施行及び紛争解決手続
8. 適切かつ適切なシステムセーフガード、緊急時手順、及び災害復旧計画
9. CFTC が清算機関の活動を監督するために必要な報告書を提出する義務
10. CFTC が容認できる形式で 5 年間のすべての業務記録の維持
11. 清算機関の規則及び業務手順の公表
12. 適切な国内外の情報共有協定への参加
13. 不当な取引制限または反競争的な負担となる行為の回避
14. ガバナンス体制とフィットネス基準
15. DCO の意思決定プロセスにおける利益相反を最小限に抑えるための規則、及びあら

²²⁷ How to Register as a DCO

< <https://www.cftc.gov/IndustryOversight/ClearingOrganizations/dcoregistration.html> >List of DCO
< <https://sirt.cftc.gov/sirt/sirt.aspx?Topic=ClearingOrganizations> >

ゆる相反を解決するためのプロセス

16. 市場参加者を含む取締役会の構成

17. DCO の活動のための法的枠組みの確立

(6) 取引情報報告

1) 概要

「取引情報の報告」は、ドッド・フランク法 727 条及び 763 条(i)において規定しており、清算義務のあるスワップ及び清算されないスワップともに登録された取引情報蓄積機関へ報告することが義務付けられている。ここで、取引情報蓄積機関に関しては、ドッド・フランク法 728 条において、スワップデータ蓄積機関(Swap Data Repository)として業務を行う法人としての登録義務が、また、証券関連スワップデータ蓄積機関(Security-Based Swap Data Repository)として業務を行う法人としての登録義務が定められており、また同時にこれに関する CFTC 及び SEC の規則策定が求められている。

SDR は、スワップデータ報告と記録管理のための中心的な機能を提供する。ドッド・フランク法では、すべてのスワップは、決済されているか否かを問わず、登録 SDR に報告することが義務付けられている。ドッド・フランク法は、CEA Section 21 を新たに追加し、SDR の登録と規制を管理し、SDR の登録要件と中核的義務と責任を確立した。CFTC は、当 Section を施行する CFTC 規則 Part 49 を公布した。SDR は、CFTC に登録し、スワップ取引及び価格データのリアルタイムのパブリック・レポートを含む、CFTC が公布した規則に従う必要がある。

2) SDR の要件²²⁸

SDR の機能を遂行しようとする団体は、SDR として登録されるために委員会に申請しなければならない。SDR としての登録の方法及び要件は、CEA Section 21、7USC §24a 及び CFTC 規則第 49 部に規定されている。これらの規則は、様式 SDR (付録 A に含まれる)に加えて、申請者が SDR として登録されるための具体的な要件を列挙している。

登録を取得し、維持するために、SDR は、CEA の第 21(f)条、CFTC の規則の第 7 USC 24a 条、及び第 49 部に定められた 3 つの中核原則に、当初及び継続的に準拠しなければならない。

SDR の中核原則

1. 独占禁止法上の配慮
2. ガバナンス体制
3. 利益相反

²²⁸<<https://www.cftc.gov/IndustryOversight/DataRepositories/index.htm> >>

また、ドッド・フランク法第 728 条は、CFTC に SDR の追加義務を定める権限を与えており、CFTC は、第 21 条(f)(4)の規定に従ったルールを制定している。

- SDR の財源
- 開示要件
- 非差別的なアクセス及び料金

5.1.3 域外適用・域外アクセス

(1) FBOT²²⁹

米国在のメンバー及び他の市場参加者に対して電子取引及び注文照合システムへの直接アクセスを許可することを望む FBOT(Foreign boards of trade)²³⁰は、CFTC 規則 Part 48 に従い、手続きに従って登録命令を申請し、受領しなければならない。

米国内に所在する参加者が、米国外における取引・注文照合システムに直接取引を行うためには、FBOT 登録の許可申請を行い、CFTC から登録の決定を受けなければならない。FBOT 登録により、会員またはその他の参加者に対し、直接閲覧により命令を発することを許可することができる。

- ・ 会員または他の参加者の専有口座に対する注文の入力
- ・ 委託商品取引員として CFTC に登録され、取引システムに顧客の注文を執行すること
- ・ CFTC に商品プール運営会社もしくは商品取引アドバイザーとして登録され、または CFTC 規則 4.13 もしくは 4.14 に従って登録を免除され、会員もしくはその他の参加者が営業している米国プール、または会員もしくはその他の参加者が裁量権を有する米国顧客の口座に代わって執行命令を提出する。ただし、商品取引員、または CFTC 規則 30.10 に従って登録を免除された企業は、決済事務所として行動し、取引システムへの注文の提出を通じて成立した商品プール運営会社または商品取引アドバイザーのすべての取引を保証する

登録申請の審査に当たって、CFTC は、FBOT 及びその清算機関が、当該国における適切な政府当局による包括的な監督及び規制の対象となっているかどうかを審査する。CFTC 職員は、また、以下について、CFTC 規則 48.7 に含まれる登録要件の遵守を実証するために提出された詳細な情報と同様に、FBOT に関する申請に含まれる情報も審査する。

- ・ FBOT 及び清算会員
- ・ 自動取引システム
- ・ 米国において提供を予定している契約の条件
- ・ 決済及び清算
- ・ FBOT 及び清算機関を管理する規制制度;
- ・ CFTC、FBOT 及び当該国規制当局間の情報共有協定

(2) Exempt DCO

先述の通り、CCP は CFTC が管轄するスワップの場合、ドッド・フランク法 725 条にて、デリバティブ清算組織(DCO)としての登録が求められる。米国 CEA 法上の DCO としての登録義務を免除することについて、Section 5b(h)の規定に基づく登録免除決定(Order of

²²⁹ 原文：Foreign Boards of Trade Applying for Orders of Registration Permitting Direct Access from the U.S.
<<https://www.cftc.gov/International/ForeignMarketsandProducts/foreignmkts.html>>

²³⁰ 参考：FBOT 一覧 Foreign Boards of Trade Receiving Staff No Action Letters Permitting Direct Access from the U.S.
<<https://sirt.cftc.gov/sirt/sirt.aspx?Topic=ForeignTerminalRelief>>

Exemption from Registration)が規定している。

CEA 関連部分

(h)適用除外

委員会(CFTC)は、デリバティブ取引清算組織が証券取引委員会または当該機関の本国の適切な政府当局による比較可能な包括的監督及び規制の対象であると判断した場合、条件付きであるか無条件であるかを問わず、デリバティブ取引清算機関の本節に基づくスワップ清算の登録を免除することができる。

このような条件には、デリバティブ取引清算機関が欧州委員会の検査に供され、欧州委員会が要求するすべての情報を提供することを要求することが含まれるが、これらに限定されない。

(...以下、略..)

5.2 電力市場における監視枠組み

5.2.1 卸電力市場全般に係る規制～EPA 2005

(1) 相場操縦の定義と概念

2005年8月に成立した「2005年エネルギー政策法(EPA 2005: Energy Policy Act 2005)²³¹」は、米国エネルギー政策に関する包括的な法律である。「第12章 電力」では電気事業分野における法律が規定されており、特に同章「Subtitle G 市場の透明性、執行及び消費者保護²³²」では、第1283条「相場操縦(Market Manipulation)」において相場操縦の定義が規定されている^{233,234,235}。具体的には、2006年1月に公布したOrder 670²³⁶の中で詳細に規定されており、「連邦規則18巻 電力及び水資源の保全」(以下、「18.C.F.R.」)の「パート1c エネルギー相場操縦の禁止²³⁷」にて法典化されている。(注: 「USC」はUnited States Code(合衆国法律集)、「CFR」はCode of Federal Regulations(連邦規則集))

このうち電力市場を対象とした、18.C.F.R § 1c.2 「電力エネルギー市場における相場操縦の禁止 (Prohibition of electric energy market manipulation.)²³⁸」は、反操作ルール (Anti-Manipulation Rule)と呼ばれており、以下の通り規定されている。

18.C.F.R 該当部分(仮訳)²³⁹

セクション 1c.2 電力エネルギー市場における相場操縦の禁止

(a) 如何なる事業体(any entity)も、委員会の管轄権に従って、電力エネルギーの購入または販売、または送電サービスの購入または販売に直接または間接的に関連して、次に掲げる行為をしてはならない。

(1) 詐欺(defraud)を行うために策略、計画または技巧(any device, scheme, or artifice)を

²³¹ <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-109publ58/pdf/PLAW-109publ58.pdf>>

²³² Subtitle G—Market Transparency, Enforcement, and Consumer Protection

²³³ 2006年1月に公布したOrder 670の中で詳細が規定されている。

<<http://www.ferc.gov/whats-new/comm-meet/011906/M-1.pdf>>

²³⁴ 「連邦規則18巻 電力及び水資源の保全」(以下、「18.C.F.R.」)の「パート1c エネルギー相場操縦の禁止(Part 1c Prohibition of Energy Market Manipulation)」にて法典化されている。(注: 「C.F.R」はCode of Federal Regulations(連邦規則集)) <<http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?rgn=div5&node=18:1.0.1.1.3>>

²³⁵ EPA 2005の全文言の主語は、“public utility”となっており、公益事業者が念頭に置かれているが、第1283条に係る条文だけは、“any entity”という文言が用いられており、電力・ガス市場に直接／間接を問わず影響を及ぼす全ての事業者の全ての行為が、FERCによる監視と処罰の対象となった。

²³⁶ 18 CFR Part 1c 「Prohibition of Energy Market Manipulation」

<<http://www.ferc.gov/whats-new/comm-meet/011906/M-1.pdf>>

²³⁷ Part 1c Prohibition of Energy Market Manipulation

²³⁸ <<http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?rgn=div5&node=18:1.0.1.1.3>>

²³⁹ 原文: (a) It shall be unlawful for any entity, directly or indirectly, in connection with the purchase or sale of electric energy or the purchase or sale of transmission services subject to the jurisdiction of the Commission,

(1) To use or employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(2) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(3) To engage in any act, practice, or course of business that operates or would operate as a fraud or deceit upon any entity.

(b) Nothing in this section shall be construed to create a private right of action.

用いること。

(2) 重要事実について不実表示(untrue statement)をすること、または、表示がなされた状況に照らして、当該表示が誤解を生じさせないようにするために必要な重要事実の表示を省略すること。

(3) 事業体に対し不正もしくは欺瞞(fraud or deceit)となり、またはそのおそれのある行為、慣行もしくは業務を行うこと。

(b) 本セクションのいかなる内容も、私的な行動の権利をもたらすものと解釈されるべきではない。

18.C.F.R § 1c.2は、「1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)」の第10条(b)²⁴⁰に対応したSEC規則10b-5²⁴¹を根源法としている。SEC規則10b-5は、相場操縦を含む不正な取引に対する包括的な規制を規定しており、米国証券取引委員会(SEC: U.S. Securities and Exchange Commission)は、同規則に基づき、不正に基づく理論(fraud-based theories)に従い数々の事件の起訴に成功した²⁴²。SECが数多くの相場操縦事案の起訴に成功してきた理由としては、SEC規則10b-5の存在に負うところが非常に大きい。18.C.F.R § 1c.2により、不正に基づく理論(fraud-based theories)が電力エネルギー市場に対して適用されることにより、FERCは、2000年代中盤以降、数々の相場操縦違反を訴追している^{243, 244}。

(2) 金融的市場に特化した規制～CEA

米国において電力デリバティブ市場は、OTC 市場を中心に発達してきた。後述する通り、2000 年商品先物近代化法(CFMA2000: Commodity Futures Modernization Act of 2000)により、エネルギー商品の OTC デリバティブは、商品取引所法(CEA: Commodity Exchange Act)の適用免除とされ、CFTC による規制を受けずに取引出来るようになった。以降、電力 OTC デリバティブ市場の取引規模は順調に拡大してきたが、ドッド=フランク・ウォール街改革及び消費者保護法(The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)²⁴⁵ (以下、「ドッド・フランク法」という。)に基づく規制強化により、状況は変わりつつある。

²⁴⁰ 15 U.S.C. 78j(b))

²⁴¹ 連邦規則 17 巻商品及び証券取引(Commodity and Securities Exchangess)にて法典化。(17.C.F.R.240.10b-5)

²⁴² これらの判例には、「馴れ合い取引(wash trade)」、「インサイダー情報に基づく取引」、「相場操縦(making the close)」、「価格操作(painting the tape)」、「虚偽の情報を流して証券価格を変動させるスキーム(pump-and-dump scheme)」その他「不正確な情報の市場への流布」を伴う行為の起訴が含まれる。

²⁴³ 18.C.F.R1(c)2 に基づきケースにおいて判例を見る場合、SEC 規則 10b-5 の判例が参考とされる。SEC 規則 10b-5 は株式等の有価証券を念頭においており、電力・ガス商品とはやや相場操縦の適用の考え方が異なる。

²⁴⁴ インサイダー取引についても、明示的な規定はされていないものの、不正に基づく理論(fraud-based theories)が電力エネルギー市場に対して適用されることにより訴追対象となる(注：ただし事例はない)。

²⁴⁵ <<http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/index.htm>>

5.2.2 CFTC と FERC の管轄を巡る問題

ドッド・フランク法施行前の段階において、FERCは、RTO/ISOにおける市場・取引に関して全面的に規制権限を有していた。具体的には、エネルギー市場(Day-ahead, Real-time)に加えFTRなどの金融市場に関しても、FERCが相場操縦等に係る権限を有していた。それに対して、CFTCは、ICE Futures. US.やNYMEXなどの取引所における金融商品全般に対して権限を有していた。しかしながら、ドッド・フランク法では、CFTCによる規制対象として新たに「スワップ」という広範な概念を提起しており、これによりCFTCの管轄権限は大きく拡大されることとなった。これに対し当初から、CFTCとFERC間における管轄権限の潜在的重複が存在することが指摘されていた²⁴⁶。

(1) ドッド・フランク法以降の状況～CFTCによる適用除外

2012年2月7日、RTO/ISO 6組織²⁴⁷は、CFTCに対してRTO/ISO請願書(RTO/ISO repetition)²⁴⁸を提出しており、RTO/ISOの料金設定下にある商品・取引について、ドッド・フランク法第722条(f)における手続きに基づいて、CFTCの規制対象からの適用除外となることを求めた。適用除外対象となる取引としては、エネルギー市場(day-ahead market及びreal-time market)に加え、FTRs、先渡容量取引(forward capacity transactions)などRTO/ISOにおける市場全般が包括されている²⁴⁹。RTO/ISO請願書では、RTO/ISOの料金設定下にある商品・取引について、引き続きFERC²⁵⁰による規制対象となることを求めている。

これに対して、2013年3月28日、CFTCは、ドッド・フランク法に基づくCEA下の特定のエネルギー取引に対する適用除外について最終指令を発表しており、先述のRTO/ISO請願書に基づき適用除外を認めた²⁵¹。従って、RTO/ISO下におけるエネルギー市場に加え、FTRs、先渡容量取引、また仮想取引(virtual bidding)などの金融的取引についても、依然としてFERCの管轄とされている²⁵²。

一方で、最終指令では、CFTCによる反不正行為及び反相場操縦に対する権限は、RTO/ISO下における商品・取引についてもし依然として適用されるとしており、CEAの第4条(D)に基づき、上記事案が発生した場合は、査察等に係る権限を有するとされてい

²⁴⁶ ドッド・フランク法第 720 条(a)(1)では、CFTC と FERC は、2011 年 1 月までに覚書を締結しなければならないとされており、以下の目的を達成する手続きを規定するとされていた。

- ・ 公益に資する効果的且つ効率的な規制が確保されるような形で両機関それぞれの権限を働かせる、
- ・ 両機関の間に存在する管轄権の重複を巡る対立の解決
- ・ 矛盾又は重複する規制を可能な限り避け、エネルギー市場の参加者がこれまでより確信を持って取引できるようにすること。

²⁴⁷ ERCOT は、テキサス州内で閉じた RTO/ISO であり、州際取引が存在しないため、FERC の管轄下にはない。

²⁴⁸ <<http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@requestsandactions/documents/ifdocs/iso-rto4capplication.pdf>>

²⁴⁹ ドッド・フランク法第 722 条(f)(CEA 第 4 条(c)(6))では、CFTC は、“適用を承認又は許可した料率に基づいて”成立した合意、契約、又は取引を、規制の適用免除が公益に資すると判断するときは、免除するものと規定している。当該条項に基づき、RTO/ISO は、FERC が承認した、RTO/ISO が運用する料率に基づいて提供されている又は締結された契約、合意、又は取引について規制免除を求めている。

²⁵⁰ ERCOT については、テキサス州公益事業委員会(PUCT)

²⁵¹ <<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6546-13>>

²⁵² <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/rto_iso_qa_final.pdf>

る。

(2) クロスボーダー案件に対する対応

原則的には、FERCは、RTO/ISOにおける市場・取引に関して引き続き規制権限を有しており、CFTCは「スワップ」の定義の下、取引所における金融商品だけでなく、OTCデリバティブ全般等についても規制権限を有するようになった。その一方で、物理的市場(例: RTO/ISOにおけるReal-time Market)における相場操縦が金融的市場(例: OTCデリバティブ取引)に影響を与える場合など、当該事案が物理的市場・金融的市場の両方に跨る場合は、権限の切り分けが非常に複雑となる。

このような場合については、CFTCとFERCは協力体制の下、FERCとCFTCが協力体制の下、査察等を進めるとしている。例えば、RTO/ISO内における取引であっても、CFTCが管轄する取引所に上場される商品の価格形成に影響を与えるような場合は、CFTCとしてもこのRTO/ISOにおける取引を監視し、相場操縦等があれば訴追するということもありうる。

(3) CFTC と FERC の協力体制

2014年1月、CFTCとFERCは、ドッド・フランク法第720条(b)に基づき、市場監視の共同に関するMOUを締結した²⁵³。当該MOUに基づき、市場監視に関する情報共有を促進するとともに、重複情報を最小化し、更には両機関によって収集される機微且つ秘匿情報の取り扱いについても検討するとしている。

2014年3月には、当該MOUに基づいて、CFTCとFERC間における情報共有を開始しており²⁵⁴、また両機関に跨る市場監視及びデータ分析WG(Interagency Surveillance and Data Analytics Group)の創設について検討を開始している。

²⁵³<<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6816-14>>
<<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/cftcfercmou2014.pdf>>
<<http://www.ferc.gov/legal/mou/mou-ferc-cftc-info-sharing.pdf>>

²⁵⁴<<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6873-14>>

6 我が国における法規制の在り方

欧州及び米国における取引情報報告義務等に関する規制や法域外の者に対する規制について調査を実施した。我が国の商品先物市場においても、海外の取引所や清算機関等による我が国の主体に対するサービスの提供等、先物取引における海外の主体の関与が増加している。一方、そうした海外の主体が関与する取引形態は、従来の商先法の体系には納まりきらない場合もある。先行して発展してきた海外市場の市場関係者に課されている市場規制も参考に、我が国においても、今後の商品先物市場の発展を見据え、より透明性の高い市場として認知され取引が活発に行われる市場となるよう、規制の見直しを検討すべきである。

二次利用未承諾リスト

報告書の題名: 令和3年度商取引・サービス環境の適正化に係る事業（電力先物市場等の在り方に関する調査）

委託事業名: 令和3年度商取引・サービス環境の適正化に係る事業（電力先物市場等の在り方に関する調査）

受注事業者名 三菱UFJリサーチ&コンサルティング

頁	図表番号	タイトル
5	図 2 -- 1	国内電力消費量及び電力スポット取引量の推移
6	図 2 -- 2	JEPXスポット市場におけるシステムプライスの長期推移
7	図 2 -- 3	TOCOM電力先物市場における市場参加者推移(左)及び取組高・取引高推移(右)
8	図 2 -- 4	欧州主要国・地域における電力取引量(2019年、2020年)
19	図 2 -- 6	直近のLNG価格の推移
20	図 2 -- 7	ICE・CME JKM先物1日平均清算高(左)・北東アジアのLNG現物・デリバティブ市場規模(右)
21	表 2 -- 3	LNG先物取引の制度要綱案