

# EUの店頭デリバティブ規制

TR取引情報蓄積機関をめぐる状況\*

Reform of OTC Derivatives Regulations in the EU:  
The Implementation of Trade Repositories and the Tasks Ahead

佐久間 裕秋

Hiroaki Sakuma

**Abstract** *Trade repositories are key vehicles newly introduced in the EU legislation responsible for reporting obligations on OTC derivatives transactions. It is upon this information that competent authorities (ESMA and other national supervisory authorities within and/or outside of the EEA) are supposed to take appropriate policy measures to fulfill their duties on macro financial stability. Currently the European Commission is seeking further action for strengthening market monitoring and surveillance abilities under EMIR, adopted regulation, and MiFID accompanied with MiFIR, scheduled amendments in the coming year. This will be done by setting up trade depositories and introducing clearing obligations for OTC derivatives. This article discusses the current issues on trade repositories, including the ESMA agenda for implementation, legislative developments in the EC, market assessments and responses of market participants. It also recognizes tasks remaining toward full implementation and the implications of the introduction of trade repositories.*

キーワード：OTC Derivatives、Trade Repositories、ESMA

学際領域：EU、金融危機、リーマンショック

はじめに

2000年代以降、国際金融市場の安定を脅かす金融危機が繰り返され、新たな金融規制の構築が国際的な課題となっている。08年のリーマンショックを契機として、グローバルな監督規制体制を拡充するマクロ・プルーデンス強化の流れが共有化され、市場および市場参加者のモニタリング機能の拡充により金融危機の再来を防止する動きが、米国、EU、英国をはじめ先進諸国を巻き込み加速している。(FSB2010)

---

\* 本稿の作成にあたり、麗澤大学経済社会総合研究センターより援助を受けたことを記し謝意を表したい。

米国においては10年にドッド・フランク法が成立、投資銀行業への監督機能が強化され、英国においても金融サービス機構FSAの解体とBOEの金融監督機能の強化が図られるなど広範な規制体制の改革が進捗している。EUにおいても、10年にリーカネン報告（2012b）が公表され自己資本、流動性、破綻処理など銀行のブルーデンス政策の抜本的な見直しが提言されるとともに、金融商品市場指令MiFID（Market in Financial Instrument Directive）の改定、欧州市場インフラ規制EMIR（European Market Infrastructure Regulation）の整備が進められ、市場監視機能の強化が図られている。

07年に施行されたMiFIDは、所期の目的であった証券取引市場の包括的な規制監督の枠組みとしての役割を果たしたとされる一方、急速に進む金融技術の革新に伴う市場構造の変化及び金融危機に対応する市場監視機能の拡充のため、新たな改定が求められることとなった。店頭デリバティブOTC（Over-the-counter）取引規制に関しては、とりわけリーマンショック以降、金融市場安定化の観点から、取引のモニタリング、監督当局への報告義務の重要性の認識の高まりを背景として、規制強化の方向がMiFIRおよびEMIRのなかに盛り込まれることとなった。

本稿では、店頭デリバティブ取引の報告義務化の一環として、新たに設置されることとなった取引情報蓄積機関（TR: Trade Repository）をめぐる状況について、ESMA等監督当局の動き、市場構造への影響、取引参加者の対応などの点に触れつつ概観していくこととした。

## 1. TR取引情報蓄積機関設置の背景

TRを規定するEUの規制であるEMIRは、10年9月に最終提案があり、12年8月に施行され、現在導入のための細則に関する技術的な協議がESMAを中心に進められている。EUにおける店頭デリバティブ取引規制に関しては、11年10月にMiFIDの改定版であるMiFID IIと金融商品市場規制MiFIR（Markets in Financial Instruments Regulation）においても提案がなされている。EMIRは、国際的な店頭デリバティブ規制をめぐる動きに対応すべく、MiFIDの改定に先行する形で進行するかたちで取り進められてきている。これは、投資サービス全般にわたる基本法として性格を有するMiFIDにおいても、店頭デリバティブをめぐる取引規制を含む論点を取り扱われていることから、こうしたツートラックの議論が不可避となっている。店頭デリバティブ規制については、09年のG20ピッツバーグサミット合意、10年のFSBの勧告を受け、米国ではすでに10年7月にドッド・フランク法を制定するなど、店頭デリバティブ清算や報告のあり方等に関する施行の規則作りで米国が先行する状況の下、EUにおいても国際的な平仄のとれた規制策定への対応が急がれていた。

表1はEMIRの概要を示したものである。EMIRは、8編91条で構成され、各国において法制化手続が必要となる指令（directive）ではなく、EU域内に直接適用となる規制（regulation）として採択されている。EMIRの狙いは、店頭取引デリバティブ取引の中央清算機関CCP（Central Counterparty）と取引情報蓄積機関TRの設置で

表1 EMIRの条文構成

| 編   | 章                      | 条         | 項目                             |                       |                     |                |             |
|-----|------------------------|-----------|--------------------------------|-----------------------|---------------------|----------------|-------------|
| 第1編 | 主題、範囲及び定義              | 1条        | 主題と範囲                          |                       |                     |                |             |
|     |                        | 2条        | 定義                             |                       |                     |                |             |
|     |                        | 3条        | グループ内取引                        |                       |                     |                |             |
| 第2編 | OTCデリバティブの清算、報告及びリスク緩和 | 4条        | 清算義務                           |                       |                     |                |             |
|     |                        | 5条        | 清算義務手続                         |                       |                     |                |             |
|     |                        | 6条        | 公告                             |                       |                     |                |             |
|     |                        | 7条        | CCPへの接続                        |                       |                     |                |             |
|     |                        | 8条        | 取引市場/場所への接続                    |                       |                     |                |             |
|     |                        | 9条        | 報告義務                           |                       |                     |                |             |
|     |                        | 10条       | 非金融機関取引者                       |                       |                     |                |             |
|     |                        | 11条       | CCP清算以外のOTCデリバティブ取引に関するリスク緩和技術 |                       |                     |                |             |
|     |                        | 12条       | 罰則                             |                       |                     |                |             |
|     |                        | 13条       | 競合する規則との重複回避措置                 |                       |                     |                |             |
|     |                        | 第3編       | CCPの認可及び監督                     | 第1章                   | CCPの認可に関する条件及び手続    |                |             |
| 14条 | CCPの認可                 |           |                                |                       |                     |                |             |
| 15条 | 活動及びサービスの拡大            |           |                                |                       |                     |                |             |
| 16条 | 資本要件                   |           |                                |                       |                     |                |             |
| 17条 | 認可許諾及び拒絶に関する手続         |           |                                |                       |                     |                |             |
| 18条 | カレッジ条項                 |           |                                |                       |                     |                |             |
| 19条 | カレッジ条項に関する見解           |           |                                |                       |                     |                |             |
| 20条 | 認可取消                   |           |                                |                       |                     |                |             |
| 21条 | 点検及び評価                 |           |                                |                       |                     |                |             |
| 第2章 | CCPの監督及び監視             |           |                                |                       |                     |                |             |
|     | 22条                    |           |                                |                       | 所管当局                |                |             |
| 第3章 | 協力条項                   |           |                                |                       |                     |                |             |
|     | 23条                    |           |                                |                       | 当局間協力               |                |             |
| 第4章 | 第3国との関係                |           |                                |                       |                     |                |             |
|     | 24条                    |           |                                |                       | 緊急状況                |                |             |
|     | 25条                    |           |                                |                       | 第3国CCPの認証           |                |             |
| 第4編 | CCPの要件                 |           |                                |                       | 第1章                 | 組織要件           |             |
|     |                        |           |                                |                       |                     | 26条            | 総則          |
|     |                        |           |                                |                       |                     | 27条            | 上級管理職及び取締役会 |
|     |                        |           |                                |                       |                     | 28条            | リスク委員会      |
|     |                        |           |                                |                       |                     | 29条            | 記録保持        |
|     |                        |           |                                | 30条                   |                     | 株主及び適格会員       |             |
|     |                        |           |                                | 31条                   |                     | 所管当局へ情報        |             |
|     |                        |           |                                | 32条                   |                     | 評価             |             |
|     |                        |           |                                | 33条                   |                     | 利益相反           |             |
|     |                        | 34条       | 事業継続                           |                       |                     |                |             |
|     |                        | 35条       | 外部委託                           |                       |                     |                |             |
|     |                        | 第2章       | 業務行為規則                         |                       |                     |                |             |
|     |                        |           | 36条                            | 総則                    |                     |                |             |
|     |                        |           | 37条                            | 参加要件                  |                     |                |             |
|     |                        |           | 38条                            | 透明性                   |                     |                |             |
|     |                        |           | 39条                            | 分別及び移管                |                     |                |             |
|     |                        | 第3章       | 健全性要件                          |                       |                     |                |             |
|     |                        |           | 40条                            | エクスポージャー管理            |                     |                |             |
|     |                        |           | 41条                            | 証拠金                   |                     |                |             |
|     |                        |           | 42条                            | 不履行引当                 |                     |                |             |
|     |                        |           | 43条                            | その他の資金資産              |                     |                |             |
|     |                        |           | 44条                            | 流動性リスク管理              |                     |                |             |
|     |                        |           | 45条                            | 不履行支払手順               |                     |                |             |
|     |                        |           | 46条                            | 担保要件                  |                     |                |             |
|     |                        |           | 47条                            | 投資方針                  |                     |                |             |
|     |                        |           | 48条                            | 不履行手続                 |                     |                |             |
|     |                        |           | 49条                            | モデル点検、ストレステスト及びバックテスト |                     |                |             |
|     |                        |           | 50条                            | 決済                    |                     |                |             |
|     |                        |           | 第5編                            | 相互互換条項                | 51条                 | 相互互換条項         |             |
|     |                        |           |                                |                       | 52条                 | リスク管理          |             |
| 53条 | CCP相互間の証拠金条項           |           |                                |                       |                     |                |             |
| 54条 | 相互互換条項の承認              |           |                                |                       |                     |                |             |
| 第6編 | 情報蓄積機関の登録及び監督          | 第1章       |                                |                       | 情報蓄積機関の登録に関する条件及び手続 |                |             |
|     |                        |           |                                |                       | 55条                 | 情報蓄積機関の登録      |             |
|     |                        |           |                                |                       | 56条                 | 登録申請           |             |
|     |                        |           |                                |                       | 57条                 | 登録前所管当局協議及び通知  |             |
|     |                        |           |                                |                       | 58条                 | 申請審査           |             |
|     |                        |           |                                |                       | 59条                 | 登録に関するESMA決定通知 |             |
|     |                        |           |                                |                       | 60条                 | 61条から63条の権限の実行 |             |
|     |                        |           |                                |                       | 61条                 | 情報提供           |             |
|     |                        |           |                                |                       | 62条                 | 一般調査           |             |
|     |                        |           |                                |                       | 63条                 | 立入検査           |             |
|     |                        |           |                                |                       | 64条                 | 監督手段及び罰則課金手続   |             |
|     |                        |           | 65条                            | 罰金                    |                     |                |             |
|     |                        |           | 66条                            | 定期課徴金支払               |                     |                |             |
|     |                        |           | 67条                            | 関係人への聴取               |                     |                |             |
|     |                        | 68条       | 罰金、定期課徴金支払いに関する配分、開示、性質、行使     |                       |                     |                |             |
| 69条 | 欧州裁判所による点検             |           |                                |                       |                     |                |             |
| 70条 | 付属書IIの修正               |           |                                |                       |                     |                |             |
| 71条 | 登録取消                   |           |                                |                       |                     |                |             |
| 72条 | 監督手数料                  |           |                                |                       |                     |                |             |
| 73条 | ESMAの監督手続              |           |                                |                       |                     |                |             |
| 74条 | ESMA業務の所管当局への権限移譲      |           |                                |                       |                     |                |             |
| 第2章 | 第3国との関係                |           |                                |                       |                     |                |             |
|     | 75条                    | 同等性及び国際合意 |                                |                       |                     |                |             |
|     | 76条                    | 協力取決      |                                |                       |                     |                |             |
| 77条 | 取引情報蓄積機関の認証            |           |                                |                       |                     |                |             |
| 第7編 | 情報蓄積機関の要件              | 78条       | 総則                             |                       |                     |                |             |
|     |                        | 79条       | 業務信頼性                          |                       |                     |                |             |
|     |                        | 80条       | 保全及び記録                         |                       |                     |                |             |
|     |                        | 81条       | 透明性及びデータ利用可能性                  |                       |                     |                |             |
|     |                        | 82条       | 権限移譲の行使                        |                       |                     |                |             |
|     |                        | 82条       | 権限移譲の行使                        |                       |                     |                |             |
| 第8編 | 共通条項                   | 83条       | 業務上の秘密保持                       |                       |                     |                |             |
|     |                        | 84条       | 情報交換                           |                       |                     |                |             |
| 第9編 | 移行及び最終規定               | 85条       | 報告及び点検                         |                       |                     |                |             |
|     |                        | 86条       | 委員会手続                          |                       |                     |                |             |
|     |                        | 87条       | 指令98/26/ECの改定                  |                       |                     |                |             |
|     |                        | 88条       | ウェブサイト                         |                       |                     |                |             |
|     |                        | 89条       | 移行条項                           |                       |                     |                |             |
|     |                        | 90条       | ESMAの要員及び資源                    |                       |                     |                |             |
|     |                        | 91条       | 発効                             |                       |                     |                |             |

出所：EU (2012a)

あり、第1編において、店頭デリバティブ取引の清算の集中と取引情報報告の義務化が明示されている。第2編「OTCデリバティブの清算、報告及びリスク緩和」では、清算の義務化および報告の義務化のための具体的な手続について規定されている。CCPに関しては、第3編で設置の許可及び監督、また第4編でCCPが業務上充足すべき基準が規定されている。一方TRに関しては、第6編で設置の許可と監督、第7編で業務上の果たすべき行為義務が規定されている。

EMIRが対象とする機関には、銀行、証券、保険などの金融機関のほか、一定以上のOTCデリバティブ取引の持高を有する企業も含まれるとされる。これは、通常のヘッジ取引を超えて常時ポジションを保有する非金融法人においても、金融市場の安定性へ影響を鑑み、対象とされたものであり、リスクエクスポージャーの大きな航空会社、エネルギー関連等の企業が想定されている。エクスポージャーの基準は、いずれも想定元本ベースで株式及びクレジット関連デリバティブは10億ユーロ、為替、金利及びコモディティ関連デリバティブ及びその他規定されていない場合については30億ユーロ以上とされている。

清算集中義務は従来相対取引でありカウンターパーティリスクが伴う店頭デリバティブ取引にCCPにおける集中決済を義務付けることで、システムリスクの低減を狙ったものであり、清算に適切な店頭デリバティブの取引、清算の標準化が不可欠であった。清算適格の店頭デリバティブの範囲に関しては、取引の標準化、取引の流動性、公正価格の利用可能性等の観点からESMAが決定することとされている。ESMAではEUにおけるCCPの現行の清算状況等（表2）を勘案し適用範囲の決定を行う意向である。

また集中清算の対象でない店頭デリバティブ取引については、残高の市場価値評価（mark-to-market）や自己資本の積増しなどのリスク軽減を図る条項も含まれる。また報告の範囲については、一定のポジションを保有する非金融機関も含まれることも規定されている。

TRの登録については、独立性、業務遂行能力、財務基盤、業務継続性、など経営能力等をESMAが評価、取引報告義務の履行能力を総合的に判断し許可するものとされている。報告内容については、一定の様式に従い情報を提供することとされている。

表3はTRへ報告すべき項目のリストである。第1部ではカウンターパーティに関する報告内容が示されており、取引当事者及び報告者またそれらのID、当該取引の評価方法、担保評価などについての記載が求められている。第2部では、個別取引の内容についての項目が挙げられており、取引タイプ、取引内容、リスク軽減、清算に関する情報のほか、金利、為替、コモディティ、オプションの4種類の店頭デリバティブに関する取引情報の記載が求められている。

EMIR自体は12年7月にすでに採択、発効済みであるが、欧州委員会の要請に基づく手続規則に関する協議がなお進行中である。またTRの登録申請も、すでに13年3月以降、開始され、11月を目途に審査作業が継続中となっており、14年2月から登録されたTRによる報告が開始となることが見込まれている。

表2 EU域内資産クラス別店頭デリバティブ取引CCP清算状況

| CCP                   | 国      | 資産クラス | コモディティ | クレジット | 株式 | 金利 | 為替 |
|-----------------------|--------|-------|--------|-------|----|----|----|
| CMEclearing US        | 米 *    | 4     | 1      | 1     |    | 1  | 1  |
| CMEclearing Europe    | 英      | 2     | 1      |       |    | 1  |    |
| ECC                   | 独      | 1     | 1      |       |    |    |    |
| Eurex Clearing        | 独      | 1     |        | 1     |    | 1  |    |
| ICE Clear Credit      | 米 *    | 1     |        | 1     |    |    |    |
| ICE Clear Europe      | 英      | 1     |        | 1     |    |    |    |
| KDPW CCP              | ポーランド  | 1     |        |       |    | 1  |    |
| LCH.Clearnet Ltd      | 英      | 4     | 1      |       | 1  | 1  | 1  |
| LCH.Clearnet SA       | 仏      | 1     |        | 1     |    |    |    |
| MEFF                  | スペイン   | 2     | 1      |       | 1  |    |    |
| Nasdaq OMX            | スウェーデン | 3     | 1      |       | 1  | 1  |    |
| OMI Clear             | ポルトガル  | 1     | 1      |       |    |    |    |
| Holland Clearing Hous | オランダ   | 1     |        |       | 1  |    |    |
|                       |        | 合計    | 7      | 5     | 4  | 6  | 2  |

出所：ESMA (2013b), p. 11、\*非欧州系

表3 TR報告項目

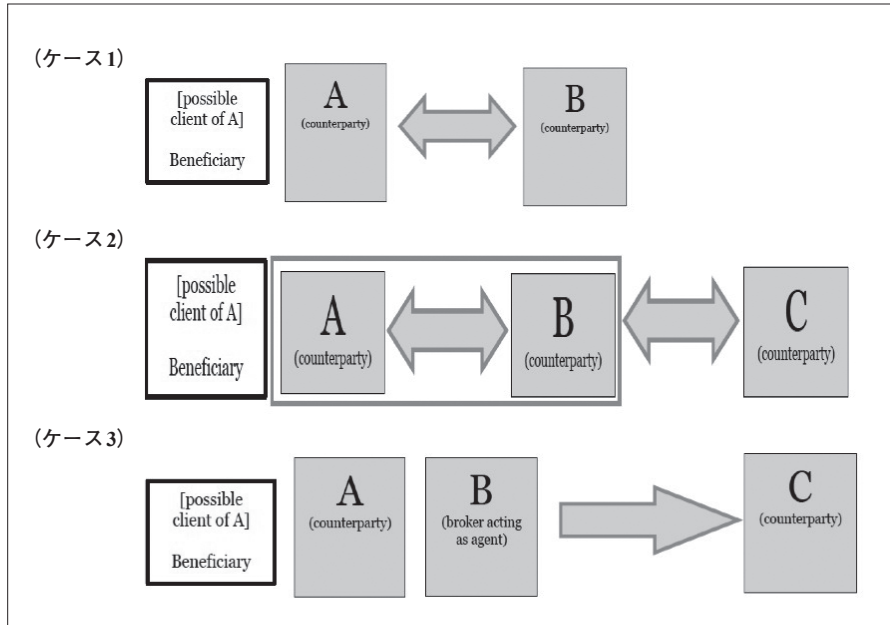
|     | 項目                    | 内容                                    |     |
|-----|-----------------------|---------------------------------------|-----|
| 第1部 | カウンターパーティ             |                                       |     |
| 1   | 報告時刻                  | TRへの報告日時                              |     |
| 2   | カウンターパーティID           | 報告側カウンターパーティのLEIまたは個人の場合は顧客ID         |     |
| 3   | 他のカウンターパーティID         | 他のカウンターパーティのLEIまたは個人の場合は顧客ID          |     |
| 4   | カウンターパーティ名称           | 企業名                                   |     |
| 5   | カウンターパーティ住所           | 報告側I居住地情報                             |     |
| 6   | カウンターパーティ部署           |                                       |     |
| 7   | カウンターパーティ属性(金融 / 非金融) | Financial/Non-Financial               |     |
| 8   | ブローカーID               | 仲介者LEIまたは個人の場合は顧客ID                   |     |
| 9   | 報告者ID                 | 報告の第3者委任の場合報告者LEIまたは個人の場合は顧客ID        |     |
| 10  | クリアリングメンバーID          | 報告者がクリアリングメンバーでない場合クリアリングメンバーLEI      |     |
| 11  | 受益者ID                 | 信託・ファンド等取引受益者がある場合受益者LEIまたは個人の場合は顧客ID |     |
| 12  | 取引資格                  | 自己勘定または代理人 Principal/Agent            |     |
| 13  | 買い方または売り方             | Buyer/Seller                          |     |
| 14  | EEA域外取引               | 他のカウンターパーティの所在、Yes/No                 |     |
| 15  | 営業または財務関連取引           | 営業取引または財務取引目的、Yes/No                  |     |
| 16  | 清算基準額                 | 非金融機関のみ、取引想定元本が基準額超または以下              |     |
| 17  | 時価評価                  | mark-to-marketまたはモデルによる時価             |     |
| 18  | 時価評価計算通貨              | 時価評価通貨コード                             |     |
| 19  | 時価表日                  | 直近の時価評価日付                             |     |
| 20  | 時価評価時刻                | 直近の時価評価時刻                             |     |
| 21  | 評価手法(時価 / モデル)        | mark-to-marketまたはモデル                  |     |
| 22  | 担保                    | 無担保、一部担保、片務担保または有担保                   |     |
| 23  | 担保ポートフォリオ             | ポートフォリオベースの担保設定、Yes/No                |     |
| 24  | 担保ポートフォリオコード          | 担保資産コード                               |     |
| 25  | 担保価値                  | 提供された担保の金額                            |     |
| 26  | 担保評価通貨                | 担保価値評価通貨コード                           |     |
| 第2部 | 共通データ                 |                                       | 適用  |
| 2a  | 取引タイプ                 |                                       | 全取引 |
| 1   | 分類コード                 | 分類コード種別                               |     |
| 2   | 商品ID1                 | 取引資産種別コード                             |     |
| 3   | 商品ID2                 | 取引形態種別コード                             |     |
| 4   | 原資産                   | 原資産コード                                |     |
| 5   | 想定元本通貨1               | 通貨コード                                 |     |
| 6   | 想定元本通貨2               | 通貨コード                                 |     |
| 7   | 受渡通貨                  | 通貨コード                                 |     |

|    |                  |                                  |              |
|----|------------------|----------------------------------|--------------|
| 2b | 取引内容             |                                  | 全取引          |
| 8  | 取引 ID            | 取引識別コード                          |              |
| 9  | 取引番号             | 取引参照番号                           |              |
| 10 | 取引場所             | 取引実行の市場またはシステム                   |              |
| 11 | コンプレッション         | 圧縮実行の有無、Yes/No                   |              |
| 12 | 価格 / 金利          | 取引 1 単位当たり価格、手数料および金利を除く         |              |
| 13 | 価格表示通貨           | 通貨コード                            |              |
| 14 | 想定元本             | 契約元本金額                           |              |
| 15 | 価格単位             | 1 取引当たり価格                        |              |
| 16 | 件数               | 取引契約件数                           |              |
| 17 | 前取り支払 / 受取       | 取引開始時の前払いまたは前取り金額                |              |
| 18 | 受渡タイプ            | 現金または現物                          |              |
| 19 | 行使時刻             | 行使時刻印                            |              |
| 20 | 発効日              | 契約義務発効日                          |              |
| 21 | 満期日              | 契約履行の最終有効期限                      |              |
| 22 | 期限日              | 満期日以外の期限                         |              |
| 23 | 決済日              | 取引の決済日                           |              |
| 24 | マスターアグリーメントタイプ   | 基本約定の種別                          |              |
| 25 | マスターアグリーメントタイプ版  | 基本約定の年版                          |              |
| 2c | リスク軽減 / 報告       |                                  | 全取引          |
| 26 | 確認日付             | 確認日時刻印                           |              |
| 27 | 確認手段             | 確認の有無、電子的または非電子的確認               |              |
| 2d | 清算               |                                  | 全取引          |
| 28 | 清算義務             | 清算義務取引、Yes/No                    |              |
| 29 | 清算               | 清算または未清算                         |              |
| 30 | 清算時刻             | 清算日時                             |              |
| 31 | CCP              | 清算 CCP コード                       |              |
| 32 | 内部グループ           | 内部グループ取引、Yes/No                  |              |
| 2e | 金利               |                                  | 金利デリバティブ     |
| 33 | 固定金利 1           | 取引固定金利 1                         |              |
| 34 | 固定金利 2           | 取引固定金利 2                         |              |
| 35 | 固定金利日数           | 取引日数                             |              |
| 36 | 固定金利支払い頻度        | 支払の頻度                            |              |
| 37 | 変動金利支払い頻度        | 支払の頻度                            |              |
| 38 | 変動金利見直し頻度        | 金利見直しの頻度                         |              |
| 39 | 変動金利 1           | 取引変動金利 1                         |              |
| 40 | 変動金利 2           | 取引変動金利 2                         |              |
| 2f | 為替               |                                  | 為替デリバティブ     |
| 41 | 通貨 2             | 異種通貨受渡の場合の通貨                     |              |
| 42 | 為替 1             | 取引適用為替レート                        |              |
| 43 | 先物為替             | 約定日の先物為替レート                      |              |
| 44 | 為替建値通貨           | 建値通貨表示                           |              |
| 2g | コモディティ           |                                  | コモディティデリバティブ |
| 45 | コモディティ区分         | 原資産コード                           |              |
| 46 | コモディティ種類 / エネルギー | 原資産分類コード                         |              |
| 47 | 受渡地              | 受渡地コード                           |              |
| 48 | 積替地              | 積替地名                             |              |
| 49 | 受渡条件             | 受渡時の条件コード                        |              |
| 50 | 受渡開始日            | 開始日付コード                          |              |
| 51 | 最終受渡日            | 最終日付コード                          |              |
| 52 | 取引単位             | 受渡時間あたり取引数量                      |              |
| 53 | 数量単位             | 日時あたり数量                          |              |
| 54 | 価格単位             | 受渡価格                             |              |
| 2h | オプション            |                                  | オプション関連取引    |
| 55 | オプションタイプ         | call/put                         |              |
| 56 | オプション類型          | American/European/Burmudan/Asian |              |
| 57 | 行使価格             | 行使価格金額                           |              |
| 2i | 変更報告             |                                  | 全取引          |
| 58 | 報告種別             | 新規、変更、錯誤、取下、圧縮、価格更新またはその他        |              |
| 59 | 変更内容             | 58 に関する記述                        |              |

出所：EU (2012b)



図1 TR報告概念図



出所：ESMA (2013e), p. 50-51

## 2. TR取引報告の仕組み

TRへの報告については、報告義務のあるカウンターパーティによって行われることとされている。報告の基本的な3つのケースを示したのが図1である。(ESMA2013e) ケース1は、最も基本的な相対取引のケースであり、この場合はカウンターパーティ A、B 双方が報告義務を負っている。Aは自らの顧客があることを認識したうえで報告に受益者である旨を明示する。またAB両者がCCPを通じた清算を行うこととした場合も報告義務自体は変わらない。ただし当該のCCPが両社からの委任を受けたうえで報告の集中化を行うことができる。ケース2は、元本連鎖取引のケースであり、ABのほかにCがBの取引相手となり、AB間の取引と同額のback to back取引を行う場合である。ここでは2つの取引に関して第1の取引はAとB、第2の取引についてはBとCがそれぞれ報告義務を負うこととなる。ここでBはA、C双方に対するカウンターパーティと位置づけられる。ケース3は、ブローカーBを仲介としてA、B及びCが取引を行う場合である。ここでBはAとCの取引の仲介者であり、A及びCとの店頭デリバティブ取引の当事者ではないことから、EMIRにおける報告義務者には該当しないこととなり、したがって取引報告義務者には該当しない。ここでA及びCはともに店頭デリバティブ取引のカウンターパーティであり、報告義務者となる。A及びCの報告においては、Bはブローカーとして記載され、Aの顧客がある場合は、ケース1同様受益者の項目に記載を行うこととなる。

EMIRの下で取引報告義務は、銀行、投資サービス業者、保険会社、投資信託等EUにおいて規定されるすべての金融機関が負うとされる中で、店頭デリバティブ取引を仲介する投資銀行業を営む投資サービス業者等は、定義上義務者には含まれないこととなる。しかしながらブローカー等仲介を行う者を報告義務者として委任することは妨げないものとされており、カウンターパーティ双方の判断によりブローカーが事実上の取引報告者となることは可能である。

報告義務に関しては、CCPないしその他委任を受けた第3者による報告も認められている。第3者へのTRへの取引報告の委任については、片方のカウンターパーティによる①他方のカウンターパーティへの委任、②第3者への委任、双方のカウンターパーティの③第3者への委任及び④各々異なる第3者への委任の4つの方法が挙げられている。

### 3. TR 報告義務化の影響

店頭デリバティブ取引の報告義務化をめぐっては、市場への影響を懸念する声が高かった。とくにすでに規制市場や多角的取引施設MTF (Multilateral Trading Facilities) 等において、事実上上場されているデリバティブとは異なり、報告のための新たな事務フローや追加コストを必要とする店頭デリバティブ取引改革に関しては、システムの再構築も含め報告者の負担が大きくなるとの懸念が強かった。また市場への定量的影響については、現在進行中のMiFID改定の動向等にも依存することから不確定な要素が多いものと見られている。図2は、EUにおけるデリバティブ取引の、取引所およびOTC取引の行われる場所・施設 (venue) の類型別に取引高の変化の方向性を示したものである。これによれば、現在のOTC市場では、店頭取引は当事者間、シングルディーラーまたはインターディーラー経由の相対取引として実行されており、取引所上場のデリバティブ取引については規制市場ないしMTFにおいて取引されており、各々へ異なる影響を与えるものと考えられている。すなわち、EMIR及びMiFID IIないしMiFIR以降の状況はなお流動的ではあるが、組織化された取引施設での取引へのシフトが起こることが予想され、取引量としては、相対の店頭取引が減少する一方、規制市場のほか、取引所取引や組織化された取引施設の取引の増加が見込まれている。また、執行方法については音声から電子化による執行がさらに増加、商品性についてもより標準化が進行することが予想される。この過程において取引、清算、報告への一連の流れを効率化する新たな取引プラットフォームと金融インフラのモデルが発展することが期待されている。店頭デリバティブ取引規制のプライシングへの影響に関しては、標準化商品に関しては清算集中により、カウンターパーティリスクの減少からコスト削減効果が期待される一方で、マージンコストや担保管理などの追加的なコスト増加への懸念も指摘されており、非標準化商品との優位性の比較は必ずしも明確なものとは言えない。市場流動性への影響に関しては 取引フローの経路の分散化に伴う市場取引のフラグメント化のマイナスの影響も懸念されている。



図2 EUにおけるデリバティブ取引施設類型別の取引高変化

| ベニュー                            | タイプ | 執行方法             |                   |    |        | 商品           |           |  | 取引高の変化   |   |
|---------------------------------|-----|------------------|-------------------|----|--------|--------------|-----------|--|--|---|
|                                 |     | 取引概要             | 音声                | 電子 | ハイブリッド | 商品カスタマイゼーション | 現在取引されている | MiFID II後に取引される                          |  |   |
| 現在の市場                           |     |                  |                   |    |        |              |           |  |  |   |
| 2当事者間<br>OTC                    | OTC | 銀行<br>→<br>←     | 顧客<br>←<br>→      | ✓  |        |              | 高         | 高度にカスタマイズされた契約から大口のブレイクアウトまでの広範なデリバティブ商品 | 高度にカスタマイズされた流動性のない商品                                       | ↓ |
| シングルディーラー・プラットフォーム<br>フォーム(SDF) | OTC | 銀行(SDP)<br>→     | 顧客<br>←           |    | ✓      | ✓            | 高         | 標準化されたデリバティブ                             | 不明確、恐らく非デリバティブ   | ↓ |
| インターディーラーブローカー<br>(IDB) (a)     | OTC | 銀行<br>→→→<br>←←← | IDB<br>←←←<br>→→→ | ✓  |        |              | 高         | 高度にカスタマイズされた契約から大口のブレイクアウトまでの広範なデリバティブ商品 | ハイブリッド/電子プラットフォームでの非強制的および一部強制的なデリバティブ。カスタマイズされた取引の一部は音声執行 | ↓ |
| 規制市場<br>(RM)                    | 取引所 | 銀行<br>→→→<br>←←← | 顧客<br>←←←<br>→→→  |    | ✓      |              | 低         | 上場デリバティブ                                 | ESMA 取引要件を課される強制的デリバティブ                                    | ↑ |
| 多角的取引システム<br>(MTF)              | 取引所 | 銀行<br>→→→<br>←←← | 顧客<br>←←←<br>→→→  |    | ✓      | ✓            | 中         | 標準化されたデリバティブ                             | ESMA 取引要件を課される強制的デリバティブ                                    | ↑ |
| MiFID IIで導入される                  |     |                  |                   |    |        |              |           |  |  |   |
| 組織的取引施設(OTF)                    | 取引所 | 銀行<br>→→→<br>←←← | 顧客<br>←←←<br>→→→  |    | ✓      | ✓            | 中         | 現在存在しない                                  | ESMA 取引要件を課される強制的デリバティブ                                    | ↑ |
| 組織的内部執行業者(SI)                   | OTC | 銀行<br>→          | 顧客<br>←           |    | ✓      | ✓            | 中         | 株式について現在存在する                             | 比較的頻繁に取引される。取引要件外のデリバティブ                                   | ↑ |

出所：Deloitte (2012), p. 8

## 4. TR 業務市場への参入状況

ESAMは、13年3月よりEMIRに基づくTRの申請を開始している。表4はこれまでに申請を行った旨の表明をしている7社を示したものである。これを見ると、すでに取引所取引のデリバティブの取扱いのある主要な取引所あるいはCCPが設立の母体となっているものが主体であり、独立系のTRの参入の動きは限られている。また7社のうち3社は、CME、GTCC、ICEの米国系であり、先行する米国での業務展開を背景に、欧州市場への参入に活発な動きを見せている。欧州系としては、LCH.Clearnetを傘下に持つ英国のLSEGがUnavistaを、ドイツ証券取引所傘下のル

表4 認可/申請中TRおよび提供サービス

| TR                                     | CCPまたは設立母体【国】   | 金利 | クレジット | 為替 | コモディティ | 株式 | 認可         |
|--|---|----|-------|----|--------|----|------------|
| CME Trade Repository                   | CME【米】  | ○  | ○     | ○  | ○      | ○  |            |
| DDRL (DTCC Derivatives Repository Ltd) | GTCC【米】   | ○  | ○     | ○  | ○      | ○  | 2013.11.14 |
| ICE Trade Vault Europe                 | ICE【米】  | ○  | ○     | ○  | ○      |    |            |
| Unavista                               | LSE【英】  | ○  | ○     | ○  | ○      | ○  | 2013.11.14 |
| REGIS-TR                               | Clearstream<br>(Deutsche Börse Group)<br>【ルクセンブルク(独)】 /<br>Iberclear(BME)【スペイン】 | ○  | ○     | ○  | ○      | ○  | 2013.11.14 |
| Trade Repository Group                 | Capital Track【英】  |    |       | na |        |    |            |
| KDPW TR                                | KDPW【ポーランド】   | ○  | ○     | ○  | ○      | ○  | 2013.11.14 |

出所：各社資料より作成

クセンブルクのClearstreamとスペインBME傘下のIberclearの合併TRであるREGIS-TRが各々設立申請を行っている。これらは、既存のシステム取引フローのサービスの延長上にEMIRの規定する店頭デリバティブ取引の清算、報告業務を取り込むことを狙いとした認可申請と捉えることができる。このほか、英国系Capital Track社傘下のTrade Repository Groupは、独自の独立系TRとして申請を行っており、独自のシステム技術による市場への浸透を狙いとするものと見られる。またKDPW TRは、ワルシャワ証券取引所およびグループ内のCCPを母体とするTRとしてニッチを志向する戦略を有しているものと考えられるが、両社のTR市場において域内外の大手に伍しての競争に楽観は許されない。

ESMAは11月14日付で、上記申請中各社のうちDDRL、KDPW、REGIS-TR及びUnavistaの4社に対し、先行して認可する旨を公表した。残りの申請中のTRについても審査を継続中であるとしている。当初予定の9月の認可からは若干の遅れとはなったものの、4社については、14年2月12日より業務を開始し、コモディティ、クレジット、為替、株式、金利その他のデリバティブ取引について、上場、非上場を問わず、取引報告を開始することとなった。

EMIRは8月、欧州委員会に対し報告の開始時期を1年延期する提案を行っており、その結果TR申請の許可ならびにTRの活動時期のスケジュールも大幅にずれ込むことも懸念されていたが、概ね当初スケジュール通りのTR報告の開始が実行されることとなった。これは、欧州委員会が、ESMA及び欧州議会側の、取引所取引のデリバティブETD (Exchange Trade Derivatives) の報告に関する手続きの準備不足を主な理由とする導入延期を、国際的な金融安定化の要請を重視する観点から、認めがたいものとして却下したことによるものである。しかしながら、平行して検討が行われているMiFIDの改定において、取り扱われることとなるEDTの報告とEMIRにおける報告との整合性については、市場関係者からの意見聴取の過程で問題が少からず指摘されており、なお調整を要することが見込まれ、見切り発車ともとれるスタートとなっている。

## 今後の課題

実施段階に入ったTRであるが、新しい金融インフラであるだけに円滑な導入へ向けてなお不透明な部分が多い。以下において現時点でのTR導入に関わる課題について指摘しておきたい。

第1は、報告範囲に関する法制上の取扱いの問題である。上述のようにESMAは欧州委員会に対しEMIRとMiFIDにおけるデリバティブ取引の報告上の取扱いの整合性（compatibility）を理由として、報告開始時期の延期を提案していた。ESMAとしては、カウンターパーティの認識、取引の範囲や時点の捕捉等の点で不明確であり、EMIRの想定するデリバティブの報告範囲に含まれるETD取引と改定MiFIDにおける定義との整合性を個別に検討する見解を示していた。具体的には、個々のEDT取引ごと標準となるTR報告内容を定めることが求められるが、EMIRが先行することにより、改定MiFIDないしMIFIRとの間で乖離が生ずれば、重複報告や集計手順の複雑化による報告の非効率化をもたらし、さらには金融監督政策の円滑な遂行にも齟齬をきたすことになりかねない。EMIRおよびMiFID/MIFIRにおけるOTC取引報告の取扱いに関する論議の集約化、明確化が課題である。

第2は、導入へ向けての実務上の課題である。TRへの報告は、現在定められている各項目を一定の様式で報告することとされている。これらは、何らかの形で「名寄せ」され、取引市場の監督、市場リスクの監視に役立てられることとされている。こうした報告情報のフローは基本的には電子的なデータとして、予防的にもタイムリーかつ利用可能な形式で監督当局に集約されることとなる。そのためには、取引フローの明確化とともにESMAなど情報の受け手側に各TRからの情報を効率よく集積する装置システムの構築が課題であり、早期の所要人員の確保や組織の拡充などの体制作りが求められる。

第3は、監督規制上の課題である。TRは域内各国において直接適用となる規制（regulation）であるEMIRに基づき認可され、監督権限もEUレベルであるESMAに委ねられる。一方、TRの設立母体の多くは既存の取引所やCCP等でありこれらは基本的には、各国監督当局（NCA: National Competent Authorities）の認可監督の下に置かれている。現状において、投資サービス業の認可、監督権限はESMAとNCAの2層構造となっており、両者間での情報の共有と責任の分担の明確化が課題であろう。TRの導入の狙いは、情報収集それ自体にあるのではなく、金融市場のリスクの監視と安定化を目的とするものであり、いかに有効かつ効率的な情報共有を形成のための体制構築を図るかが問われることとなる。

第4は、域外との協力における課題である。TR設置が求められるに至る経緯としては、EU域内市場内の市場参加者よりも、域内外で広く活動する金融機関、非金融機関の保有するリスクエクスポージャーを透明化することに重点があった。こうした観点から重要視されるべきは、米国など主要国におけるTRとの情報共有と手法の研究、監視協力体制、役割分担の確立等をEU側の優位性を保ちつつ、いかに実現していくかが課題となる。特に金融システム上重要性の高い金融機関SIFI

(Systemically Important Financial Institutions) に関する監視体制の構築や、監督当局の情報へのアクセスルール策定、カレッジ (college) 方式による監督当局間協力等、金融市場安定に資する効率的かつ有効な政策手法の形成が求められる。

#### 参考文献

- CME (2013), CME Repository Service –EMIR, market-data  
CPSS-IOSCO (2013), Authorities’ access to trade repository data, Aug.  
DTCC (2013), Improving the Functioning of the OTC Derivatives Markets in the European Union, July  
Ernst & Young (2013), Capital Markets Reform: MiFID II, The world of financial instruments just got more complex  
ESMA (2013a), ESMA’s Technical Advice to the Commission on Fees for Trade Repository, *Consultation Paper*, 219, Feb. 20  
———(2013b), The Clearing Obligation under EMIR, *Discussion Paper*, 925, July 12  
———(2013c), Draft implementing technical standards amending Commission Implementing Regulation (EU) No 1247/2012 laying down implementing technical standards with regard to the format and frequency of trade reports to trade repositories under Regulation (EU) No 648/2012, *Final Report*, 1087, Aug. 6  
———(2013d), ESMA’s Technical Advice to the Commission on procedural rules to impose fines on Trade Repositories, 1292, Oct. 18  
———(2013e), Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade depositories, Questions and Answers, 1527, Oct. 22  
———(2013f), ESMA registers DDRL, KDPW, Regis-TR, and UnaVista as trade repositories, *Press Release*, 1629, Nov. 7  
EU (2012a), Regulation (EU) No 648/2012 of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories  
———(2012b), High-Level Expert group on reforming the structure of the EU banking sector presents its report, Oct.2 Commission Delegated Regulation(EU) No. 876/2013 of 28 December 2013  
———(2012c), Commission Delegated Regulation (EU) No 148/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories with regard to regulatory technical standards on the minimum details of the data to be reported to trade repositories  
———(2012d), Commission Delegated Regulation (EU) No 149/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on indirect clearing arrangements, the clearing obligation, the public register, access to a trading venue, non-financial counterparties, and risk mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a CCP  
———(2012e), Commission Delegated Regulation (EU) No 150/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories with regard to regulatory technical standards specifying the details of the application for registration as a trade repository  
———(2012f), Commission Delegated Regulation (EU) No 151/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, with regard to regulatory technical standards specifying the data to be published and made available by trade repositories and operational standards for aggregating, comparing and accessing the data  
———(2012g), Commission Delegated Regulation (EU) No 152/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on capital requirements for central counterparties  
———(2012h), Commission Delegated Regulation (EU) No 153/2013 of 19 December 2012 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on requirements for central counterparties  
———(2013), Commission Delegated Regulation (EU) No 876/2013 of 28 December 2013 supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to

regulatory technical standards on colleges for central counterparties  
FSB (2010), Implementing OTC Derivatives Market Reforms, Oct. 25  
———(2013), OTC Derivatives Market Reforms, Sixth Progress Report on Implementation, Sept. 2  
ICE (2013), IntercontinentalExchange to establish ICE Trade Vault Europe as Trade Repository for European Swap and Futures Data, press release, Mar. 23  
LSEG (2013a), London Stock Exchange Group applies to be a Trade Repository, articles, Apr. 3  
———(2013b), European Market Infrastructure regulation (EMIR), UNAVISTA and REGULATION, Aug. 21  
MAGD (2013), Macroeconomic impact on OTC derivatives regulatory reforms, BIS, Aug.  
ODRG (2013), Report on agreed understanding to resolving cross-border conflicts, inconsistencies, gaps and duplicative requirements, Sept.  
Radmore, Emma and Andrew Barber (2012), 2013 a year of more regulatory change, SNR Denton, *Financial Regulation International*, Dec/Jan  
Deloitte (2012), 欧州の店頭デリバティブ市場の構造に対する規制の影響, ECRS  
川本隆雄 (2012), 欧米の店頭デリバティブ市場規制の策定状況, 325, 資本市場, 9月  
金融先物取引業協会 (2013), 2012年の海外主要金融先物市場の現状, 96, 会報, 3月

#### 組織名称参照

BIS: Bank for International Settlements  
BME: Bolsas y Mercados Españoles  
BOE: Bank of England  
CME: Chicago Mercantile Exchange  
CPSS: Committee of Payment and Settlement Systems  
DTCC: Depository Trust & Clearing Corporation  
ESMA: European Securities and Markets Authority  
EU: European Union  
FSA: Financial Services Authority  
FSB: Financial Stability Board  
ICE: IntercontinentalExchange  
IOSCO: International Organization of Securities Commission  
KDPW: Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych  
LSEG: London Stock Exchange Group  
MAGD: Macroeconomic Assessment Group on Derivatives  
ODRG: OTC Derivatives Regulator's Group

\* 佐久間裕秋 麗澤大学経済学部教授。専門は国際金融、EU経済。