

IOSCO 専門委員会最終報告書  
**市場監督・監視のための多国間情報交換**

平成20年1月18日  
大橋 善晃  
(日本証券経済研究所)

## IOSCO 専門委員会最終報告書

### 「市場監督・監視のための多国間情報交換」(要旨)

市場の国際化が急速に進展する中で、外国の取引参加者に対して直接的な（電子的な）アクセスを提供する取引所、複数の国・地域において平行的に上場・取引されている証券およびデリバティブ商品の取引、の双方についての監督・監視をどのように行うのが大きな課題となっている。

こうした状況を踏まえて、IOSCO 専門委員会は、傘下の「流通市場規制に関する常設委員会（SC2）」に対して、当該取引所や取引に対する監督・監視を円滑に行うために、メンバー国相互間あるいは多国間で交換が必要な情報を特定し、必要ならば、クロスボーダー市場あるいは取引を監視する市場規制当局が当該情報を効率的に交換するための方策について検討するよう指示した。本報告は、この SC2 の調査に基づいて作成されたもので、2007 年 2 月に公表されたコンサルテーション・レポートに対するパブリック・コメントを反映したうえで、2007 年 4 月に IOSCO 専門委員会の最終報告書として公開されたものである。IOSCO は、かねてより、グローバル化する市場における監督上の協力と情報交換の必要性を訴え、1993 年の報告書を皮切りに、市場監視の観点から必要な協調と情報交換についての調査を先行的に進めてきたが、今回の報告は、こうした過去の調査をさらに発展させたものとなっている。

本稿では、この「市場監督・監視のための多国間情報交換」について、その全文（付録を除く）を紹介することにしたい。

## IOSCO 専門委員会最終報告書

### 「市場監督・監視のための多国間情報交換」<sup>1</sup>

日本証券経済研究所  
専門調査員 大橋 善晃

#### . 序

2005年10月にドイツのフランクフルトで開催された会合において、専門委員会は、「多国間 (multi-jurisdictional)」情報交換に関する特別プロジェクトの設置を採択した。専門委員会は、流通市場規制に関する常設委員会 (SC2)<sup>2</sup>に対して、市場当局が(1)証券市場および関連するデリバティブ市場、(2)並行的な上場あるいは取引の双方に対する監督・監視を促進するために、加盟国相互間あるいは多国間で交換すべき情報についての調査を委任した。さらに、委員会はSC2に対して、必要ならば、国境を超えた市場あるいは取引を監視する責任のある市場当局間の効果的な情報の流れを確かなものとするために、ハイレベル原則あるいは運営手続きの進歩をもたらすような何らかの基準について検討するよう指示した。

#### . 定義

次に掲げた用語は、この報告書において、以下に定義された意味を有する。

- ・ 「市場 (markets)」とは、証券、および/または、デリバティブ商品を取引するための施設を指す。
- ・ 「市場当局 (market authority)」とは、管轄地域内で市場を監督する機関を指し、自主規制機関 (SRO) を含む。
- ・ 「並行的な上場あるいは取引 (parallel listing or trading)」とは、金融商品 (証券を含む) が、関連商品、および/または、代替商品とともに、さまざまな国のさまざまな取引場所で上場され、取引されている状況を指す。
- ・ 「被要請当局 (requested authority)」とは、情報提供の要請を受けた市場当局のことである。
- ・ 「要請当局 (requesting authority)」とは、情報提供の要請を行なった市場当局のことである。

<sup>1</sup> Multi-jurisdictional Information Sharing for Market Oversight, Final Report, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, April 2007.

<sup>2</sup> SC2のメンバー国・地域は、オーストリア、ブラジル、カナダ (オンタリオおよびケベック)、フランス、ドイツ、香港、インド、イタリア、日本、メキシコ、シンガポール、スペイン、スイス、イギリス、アメリカ合衆国 (CFTCおよびSEC) である。

## ．背景と目的

最近、国際的に資金調達の間を求める発行企業が増えつつある。その上、多くの投資家、なかんずく機関投資家は、ポートフォリオの地域的な分散を図ってきている。その結果、外人投資家が、証券など金融商品の保有割合を高め、同時に、これら商品の取引のための市場も一段と国際的になっている。

市場の国際化が発生する経路は、少なくとも三つある。

投資家（あるいは彼らの代理人）は、金融商品が最初に上場され、および／または、そのほとんどが取引されている市場の仲介者を使って、外国証券やデリバティブ商品の売買が出来る。

市場が、外国の参加者に対して、直接的な（電子的な）アクセスを提供する。

同一金融商品、および／または、類似金融商品が、さまざまな国において平行的に上場され、取引される。

最初のケースでは、ホーム国の市場監督者は、たとえば、当該市場を利用する外国投資家に関する限り<sup>3</sup>、外国の監督当局との情報交換が時折必要であるとしても、当該市場の規制に責任を持つ唯一の市場監督者である。これに対して、2番目、3番目のシナリオは、多国間監視の観点から、広範囲の問題を提起する。この報告書は、したがって、後者の二つのシナリオと各々のシナリオにおける情報のタイプおよび情報交換の方策に焦点をあてることにする。それは、市場当局が、各々の責任と目的を果たすための助けとなるはずである<sup>4</sup>。

当プロジェクトの一環として、専門委員会は、まず、他の管轄地域において電子的なアクセスを提供している証券およびデリバティブ市場に関して採用されている一般的な規制方法についての調査を行なった。委員会は、また、そうした状況において市場当局が彼らの監督責任を遂行する上で役に立つ、定期的な交換情報について検討した。次に、委員会は、証券および関連するデリバティブ、その他のデリバティブ契約、代替商品、および／または、類似商品の並行的な上場・取引に関連して、市場当局が要請によって交換すべき情報の種類についての調査を行なった。

専門委員会は、定期的な、あるいは必要に応じた情報交換を通じて、加盟国・地域における市場および取引の監督強化を（規範ではないガイダンスの発行を通じて）促進するために当報告書を公刊した<sup>5</sup>。

---

<sup>3</sup> この報告書は、国内の投資家と直接取引を行う外国の仲介業者に対して適用される可能性のある規制要件（ライセンス供与あるいは登録など）については取り扱っていない。

<sup>4</sup> ブローカー業者が外国市場で支店や子会社を通じてビジネスを行なっている国の規制当局は、自国の仲介業者や投資家にかかわるビジネス活動を調査するような場合には、外国市場からの情報を必要とするだろう。

<sup>5</sup> この報告書は、市場当局が市場危機、および／または、企業危機に際して交換を必要とするような情報に焦点をあてたものではない。専門委員会は、1998年に、市場危機、および／または、企業危機の時期において、市場当局による情報提供を容易にするためのガイダンスを公表している。

## ・ IOSCO 原則および従前の研究

IOSCO は、一段とグローバル化した市場における規制上の協力および情報交換の必要性を認識している。「証券規制の原則と目的」<sup>6</sup>の中で、IOSCO は、「グローバル市場の拡大は（また）監督者の相互依存の高まりをもたらす。監督者の間には強い繋がり（links）があり、また、その繋がりをもっと効果的なものにするための能力も持っているはずだ。監督者は、お互いに信頼しあう必要がある。このような連携と信頼の確立は、また、共通の指導原理の確立や規制目的の共有によって支援されることになる」と述べている。原則 11-13 は、情報交換を含む規制における協調の必要性について触れている。

IOSCO はすでに、市場監視の観点から必要な協調と情報交換についての調査を行なっている。この報告書は、以下に掲げた過去の調査を発展させたものである。

- ・ Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption (1993 Report)<sup>7</sup> .
- ・ Guidance on Information Sharing (1998 Guidance)<sup>8</sup>.
- ・ The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts (Tokyo Communiqué)<sup>9</sup>.
- ・ Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivative Products - Review and Additions (2000 Report)<sup>10</sup>.
- ・ Report on Trading Halts and Market Closures (2002 Report)<sup>11</sup>.

---

<sup>6</sup> “Objective and Principal of Securities Regulation”, International Organization of Securities Commissions, September 1998. (2003年10月改定)

<sup>7</sup> この報告書（1993年10月公開）において、専門委員会は、異常な価格変動、あるいは市場崩壊の時期における、現金市場とデリバティブ市場の間のオープンかつタイムリーなコミュニケーションを強化するために適切と考えられるメカニズムを特定し、それについて説明している。1993年の報告書は、市場当局が重要で役に立つと考えているいくつかのタイプの情報（価格情報や取引情報）を取り扱っており、また、日常の市場監視に必要な情報のリストの中にいくつかの勧告が含まれているはずだが、市場当局が市場操作の探知、阻止、および懲罰行為に役立つ、さもなければ、市場統合の確保に役立つと考えているすべての情報について取り扱っているわけではない。

<sup>8</sup> 上記の注4を参照。1998年のガイダンスにおいて、専門委員会は、市場危機、およびまたは、事業危機の時期における市場当局による情報交換を容易にすることを意図したガイダンスを公表している。しかし、市場当局が日常的な監督目的とのかかわりで見出す情報については取り扱っていない。

<sup>9</sup> この報告書は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD85.pdf> で入手できる。専門委員会は、この1998年の報告書で、1997年の東京商品先物監督者会議（Tokyo Commodity Futures Regulators’ Conference）において導入された現物引渡しデリバティブ市場（physical delivery derivatives markets）のための市場監視と情報交換に関するガイダンスペーパーの見直しを行なっている。とりわけ、専門委員会は、市場監視ガイダンスの情報交換の部分（日常的に、また、市場の不正について特別の関心を払う必要がある場合に、市場当局が交換に備えるべき一連の情報）が、金融デリバティブ契約および受け渡し可能な提供品（deliverable supply）が存在しない契約にも適用されるものとした。

<sup>10</sup> この報告書は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD111.pdf> (Oct2000) で入手できる。この報告書において、専門委員会は、クロスボーダー市場がもたらした規制上の重複、不整合、ギャップの可能性について検討し、また、デリバティブ商品のためのクロスボーダー市場の運営責任を持つ規制当局（関連規制当局 relevant regulatory authorities）がこの課題に取り組むために考慮すべきいくつかの原則について検討している。

<sup>11</sup> この報告書は <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO138.pdf> で入手できる。1993年報告書の一部を改定したこの報告書で、専門委員会は、複数の国・地域において取引されている証券やデリバティブに関して、効果的な取引決めや意思疎通を図ることが望ましいという考えの下に、取引の停止や差し止めの活用について検討している。

## 予備的考察

この報告書で取り扱う市場国際化の二つの形態は、市場監視について、また、市場当局が要求する情報について異なる問題を提起している。加えて、この報告書は、市場当局が通常の市場監視あるいは並行的な上場あるいは取引のための市場監視のために入手する必要がある情報について広範囲に取り扱ってはいるが、必要な情報はさまざまなファクターによって影響を受ける。それらのファクターには、外国市場の活動が国内金融市場に及ぼす影響ばかりではなく、管轄地域で営業していると見られる外国市場に対して、市場当局者によって採用されている特別な規制手法などが含まれている。

### A. 必要な情報の内容を決定するファクター

#### 1. 海外の参加者に遠隔アクセスを提供する市場

外国市場が外国の仲介業者を通じてのみアクセスできるという状況とは対照的に、外国市場がホスト国・地域の参加者に遠隔アクセス（つまり、直接的な電子アクセス）を提供する場合には、常に、重要な規制上の問題が存在する。というのは、その場合、外国市場は、国内の取引所と同様の（あるいは類似の）方法で、遠隔メンバーの国・管轄地域内において業務を行なっている（あるいは行う可能性がある）とみられるからである。

加盟国・地域は、そのような外国市場を規制する方法に関して、さまざまなアプローチを採用している。ある国では、外国市場に対して、国内法の完全適用、たとえば、登録あるいは認可、国内市場と同じルールや規制の適用を求めている。しかし、他の国・地域では、外国市場がそのホーム国・地域において規制の対象となっている場合でも、彼らがホスト国・地域における規制との「比較可能な」あるいは「同等の」保護を提供していれば、当該市場を認可・承認している。後者の場合、特定の規制分野を強化するという規定に従って、認可・承認決定に条件をつけることもあるが、通常、市場監視については、ホーム国の市場当局者に一任されている<sup>12</sup>。他の国・地域では、外国市場を、国内市場に対するものとは異なる「特別な」認可体制の対象としている。たとえば、ある市場当局は、外国の取引所に対して、国内の認可要件を満たすよう求めている。しかし、これらの要件は、当該市場のホーム国における体制の要素（elements of the market's home regime）を考慮に入れるために、修正されることになる。

この報告書は、特定の規制アプローチのメリットについて見解を述べ、支持し、さもなければそれを評価するものではない。その代わりに、さまざまな規制のアプローチ（それが、法体系、リスク許容度、あるいはその双方の違いから発生したものかどうかにかかわらず）が、市場当局が監督責任を遂行する上で必要とし、また交換されるはずの情報のタイプを決定することになる。

<sup>12</sup> EU においては、EU の統一基準を満たす「規制市場」および「多角的取引施設」は、他の加盟国の承認を得ることなく、クロスボーダーのアクセスを提供することが認められている。

## 2. 多角的な取引場所での取引

いくつかの国における金融商品、および/または、関連商品あるいは代替商品の並行的な上場および取引は、さまざまな形態をとりうる。ホーム国・地域で主として取引されている商品や証券の大部分<sup>13</sup>は、他国においても（株式あるいは預託証券の形で）取引されている。通常、こうした状況は、発行企業が、一つあるいは複数の外国市場に対して、彼らの株式（あるいは預託証券）を上場し、取引するよう申請する場合に生じる。発行企業は、二次上場（secondary listing）が新たな投資家プールへのアクセス機会を増やす（あるいは、企業の認知度を高めるなどの利益を提供する）ことが期待できる場合にこうした行動に出る。このような取引は、時として、当該証券の取引において大きな割合を占めることがある。

さらに、証券によっては、発行企業が、上場を求めることなく、また、当該証券が外国市場で取引されているものかどうかを確認することさえせずに、外国市場で取引されているものもある。こうした状況は、通常、地元の仲介業者が、地元において、ある発行企業との取引に大きな関心があることを確信しており、また、取引所や市場のルールばかりではなく、地元の法律もそうした取引を許容している場合に生じる。

また、デリバティブも、並行的な上場および取引の対象となりうる。時として、ある国におけるデリバティブ商品の上場、および/または、取引が、他国・地域において主として取引されているキャッシュマーケット商品（たとえば、株式）の引受をベースにしているというケースが見受けられる。また、こうした状況は、ある国・地域で取引されているデリバティブ契約が、他の国・地域でデリバティブ契約として取引されている同じような資産（あるいは指数）の引受をベースにしている場合にも起こりうる。これはまた、金融商品（インデックスを含む）と同様に、商品（たとえば、金、石油、砂糖）をベースにしたデリバティブ契約についても起こりうる。

さまざまな国・地域における同一金融商品あるいは類似商品の取引は、投資家に対して、外国というよりも国内的な環境でこれらの商品を取引する機会を提供する。それはまた、ひとつ以上の国・地域で取引する能力を持つ市場の利用者に対して、より広い商品の選択肢と、彼らの取引ニーズに適合する取引場所についてのより多くの選択肢を提供することを可能とする。

並行的な上場および取引から生まれるリスクのタイプは、主として二つである。蓋然性の一つは、一つの国・地域における情報が、他の国においては直ちに入手可能とはならないことである。最も一般的なのは、発行企業あるいは発行企業の証券についての規制行為（たとえば、上場あるいは取引の差し止め）についての情報であろう。

二番目のリスクは、上場や並行的な取引が、市場の利用者に対して、一つあるいは双方の国・地域で非合法とされる行為に携わるために並行取引を利用する機会を提供するという点にある。彼らは、たとえば、間違っただけあるいは誤解を招きやすい価格観を醸成する

<sup>13</sup> 平行取引に関して言えば、当該証券のホーム国・地域とは、通常、それが最初に上場された国・地域のことである。

ために、相対的に価格操作の容易な、流動性の低い取引場所を利用するかもしれない。あるいは、ポジション（ロングにせよショートにせよ）を作る際に開示要件を密かに回避するため、さらには、非合法の取引を偽装するために、並行取引を利用するかもしれない。デリバティブ商品（たとえば、その設定価格を他から導入するもの）と市場の利用者に逆効果をもたらす潜在的な機会との間の価格設定上の関係の具体的な内容（specific nature of the pricing relationship）次第では、そうした取引が、情報交換は問題を軽減するのに役立つはずだという市場監視上の認識を高めることになる。

全体的にみて、各市場当局者がこれらのリスクを取り扱うために必要とする情報は、状況によってさまざまであるように見える。ほとんどの場合、関連情報は、その都度（ad hoc）必要となるような種類の情報であろう。

## B. 情報の要請および提供に関する事項

この報告書の「および」では、さまざまな国の市場当局が監視の際に必要とする情報のタイプを特定している<sup>14</sup>。市場当局は、そうした情報のほとんどが役に立つと考えるにせよ、あるいは、そのうちの一部しか役に立たないと考えるにせよ、情報の入手手段とそれを入手するための最も効率的なチャンネルについて考えることが必要である。これは、情報の内容とその情報の最良の入手先および各国における規制上の責任の分担によって、大きく異なる。そのうえ、必要な情報は、公的に入手可能な場合もあり、非公開情報という場合もある。そして、情報は、その緊急性の観点から、さらに細分化することが可能である。また、規制取引センター（regulated trading center）で取引が行なわれるときには、市場当局は、より簡単に関連情報を所有し、あるいは、それを入手できると考えられる。しかし、OTC市場ではこれは難しい。というのは、そこには、同意、届出、報告を要請される発行者が存在しないからである。

要請者（requester）にとって役に立つ情報であるためには、それが関連する情報であり、利用可能な形式で届く情報であり、必要に応じて迅速に入手可能な情報でなければならない。要求される情報は、その全てが被要請当局にとって情報資源消費的（resource-consuming）なものであり、そのうちのいくつかは情報源が限られている。したがって、当局が、情報の焦点（focus）透明度（clarity）優先順位（prioritization）を考慮して情報提供を要請するということが重要になる。彼らはまた、あらかじめ彼ら自身で（WEBサイトなどを通じて）入手可能な公開情報に気を配るべきである。彼らが情報を定期的に、あるいは頻繁に手に入れることが必要な場合には、要請当局と被要請当局が話し合い、早い段階で市場監視におけるそれぞれの運営上の役割を明確にすることが賢明である。これによって、情報要請の目的を必要なものに絞り込むことが可能となり、被要請当局が、要請当局の必要とする情報および彼らの監督責任について理解を深めることにな

<sup>14</sup>自主規制機関（SRO）は、この報告書において市場当局としての機能を持つと認められているとしても、外国の市場当局からの情報を要請し、手に入れるためには、ほとんどの場合、政府当局（government regulator）に依存せざるを得ないと思われる。



る。これはまた、情報の要請および提供手続きが確立され、可能な限り効率的に運営されることにつながる。

情報へのニーズを満たす上でさらに重要なことは、非公開情報の交換についての取り決めである。大部分の IOSCO 加盟国では、外国の監督者によって、情報が秘密情報として取り扱われ、要請された目的のためにのみ利用されるという保証が提供される限り、日常的に非公開（秘密）情報を交換することが可能である。一部の国・地域では、非公開情報は、情報交換に関する覚書（MOU）や特定の監督当局を通じて独占的に交換される必要がある。

一部の国・地域においては、要請された情報が一つ以上の当局に所有されている。たとえば、市場の一般的な監督に関連する情報は、監督者に所有されており、一方、この市場の市場監視に関連する情報は、市場監視および規制を任されている独立自主規制法人（SRO）に所有されているというケースがこれに当たる。

特定の市場当局者については、場合によって、情報を取得するために、既存の双方向の MOU に依存することが可能かもしれない。市場当局間の情報交換のための一般的なプロセスとして構築された MOU であるが、一部の MOU は、今のところその実施は低水準にとどまっており、また、一般的な市場監視の目的に合わせて設計されていない<sup>15</sup>。

## ・ 管轄地域における外国市場の営業に関して市場当局が交換する情報

### A. はじめに

当局によって要請される、管轄地域における外国市場の営業にかかわる情報の範囲は、当該地域の法律、ルールおよび規定を認識することによって決定される。それは以下の二つの分野である。

- ・ 外国市場が営業を認可される前に、ホーム国において、市場当局によって必要とされる情報。
- ・ 外国市場の認可後、継続的に必要とされる情報。

ここでの議論は、市場当局が交換する情報の除外リストの提供を意図するものではない。また、当然のことながら、市場当局が全ての項目を要請すべきであると仄めかしているわけでもない。しかし、それは、要請当局が必要とするだろう情報<sup>16</sup>を特定するための、IOSCO 加盟国の最良の努力（ベストプラクティス）を反映したものである。ここでの議論

<sup>15</sup> ただし、例外もある。米国の SEC と英国の FSA は、金融サービス会社の監督および市場監視にかかわる助言、協力、情報交換についての MOU に署名した。これについては、<http://www.sec.gov/news/press/2006-36.htm> を参照。また、米国の CFTC と英国の FSA は、クロスボーダー市場の監視を取り扱うための MOU に署名している。さらに、米国の CFTC と CONSOB、および、CFTC と AMF は、おのおの、遠隔取引所会員の適合性にかかわる情報の交換を促進するための追加 MOU を締結している。

<sup>16</sup> これらの情報は、SC2 がメンバーの間で実施したサーベイの結果を反映した報告書の および にリストアップされている。

が、なぜ要請当局は特定の情報に関心を向けるのか、また、情報交換とそれにかかわる情報交換に関する覚書の締結を急ぐのか、ということをおおまかじめ理解するうえで、被要請当局の手助けとなることを期待する。情報を探すときには、要請当局、被要請当局ともに、上記 . B . で述べた実務上の問題に関する議論について留意する必要がある。

**B. 外国市場の営業認可前にホスト国・地域の市場当局者が必要とする情報**

認可および継続監視についての彼らのアプローチがどのようなものであれ、通常、ホスト市場当局は、認可前に、外国市場に対して（外国市場が彼らの法律の下で求められている承認あるいは認可の形式がどのようなものであれ）重要レベルの情報を要求する。ある国・地域では、承認 / 認可プロセス（the recognition/authorization process）適用される承認体制（applicable recognition regime）承認のための特定条件の添付書類（the attachment of specific conditions to a recognition）は、申請者のホーム国の規制体制、ホーム市場当局に対する申請者の立場（たとえば、申請者に対してとられた監視および懲罰行為など）市場のガバナンスや組織上の構成（organizational arrangement）によって影響を受ける。加えて、市場当局は、情報交換に協力し、あるいは情報交換のための覚書ないしは契約を締結する外国市場当局（市場それ自体を含む）の法的能力と意思を確認する必要がある。

取引施設としての市場の規制に関連する情報に加えて、ホスト市場当局にとって重要なことは、市場の規制上の責任について理解すること、それに関連して、監視および商品上場の一員として、そうした分野における他の規制機関の役割についても理解することである。

以下に掲げた表は、市場当局が、外国市場に対する免許 / 規制体制の一部として入手したいと考えている情報を例示したものである。外国市場に対しても国内市場と同様の要件を課している国・地域にとっては、効果的な規制および投資家保護に必要とされる情報は、この表より幅広く、重要性や目的の違いを反映したものであろう。たとえば、外国市場のホーム国における規制構造と「同等の」意思決定を行なうつもりのない国・地域にとっては、規制構造についての情報はあまり必要とせず、むしろ、市場の営業についての詳細な情報およびホスト国・地域の法律や規制に従う能力に関する情報を必要とするだろう。

同等の意思決定を行なう国・地域にとっては、外国市場で取引されている商品が、ホスト国・地域あるいは市場または仲介業者の外国市場での参加・活動と大きなかわりを持つような状況の下では、さらに追加的な情報が必要となるかもしれない。

必要な情報	コメント
<b>規制体制についての情報</b>	
ホーム国・地域の規制体制についての情報	通常、申請者は、その下で営業する規制体制についての説明を行なうが、要請当局は、その体制の特別な側面および市場監督当局との監視

	協定、そして、規制上の責任（たとえば、ブローカー・ディーラーの上場および監視）がいくつかの当局に分散されている国においては、それらの監督当局との監視協定についての調査を必要とするかもしれない。
情報交換のための協定あるいは取り決めに参加できるかどうかということも含めて、ホーム市場当局の協力および情報交換の能力	要請当局は、市場運営者が直接にホーム国の監督者に手渡すことの出来る情報のタイプ、市場規制当局を経由して手渡されるべき情報のタイプについて知る必要があるのではないかと。
<b>市場についての情報</b>	
市場の構成、組織および活動	市場のガバナンスおよび組織的な協定への信任が、認可の付与に際しての重要な要素となりそうだと。
対象となる法律の目的に従い、それを実行する市場の能力および市場参加者に法律を順守させる市場の能力	受入当局は、外国市場の、ホスト国・地域のメンバーに関するルールを守る能力を見定め、また、遠隔メンバーとの市場の協定が彼らの監督上の協定に抵触していないかどうかを明らかにしたいと考えているかもしれない。
申請者（市場）が適格であることを立証する情報（申請者に対する行政処分を含む）	受入当局は、この種の情報を申請者の監視に責任を持つ市場当局から直接入手することを望んでいると思われる。
取引商品	受入当局は、商品の許可基準（とりわけホスト国・地域に居住する発行者の証券に関して）、および、リテール投資家向けの特定のタイプの商品の入手可能性に関心を持つものと思われる。
市場ルール	受入当局は以下のようなルールの詳細を入手することを望んでいると思われる。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公正なアクセスの提供、たとえば、その施設を利用する参加者、発行者などへの会費、手数料などの経費の適切な割り当てについてのルール</li> <li>・ 詐欺行為や市場操作を回避し、取引の公正、公平を促進するためのルール</li> <li>・ 法律やルールに違反した市場参加者に対する懲罰行為に備えるルール</li> </ul>
市場参加者の財務要件の基準設定に関するルール	受入当局は、取引がセントラル・カウンターパーティーを通じて決済されるか当事者間で決済されるかにかかわらず、企業および投資家ほか市場の参加者によるデフォルトから十分に保護されることを望んでいるものと思われる。
取引の決済・清算に関する取り決め	上記に加えて、受入当局は、決済・清算の取り決めが、自国・地域の企業や投資家に過度の規制あるいは運営上のリスクを与えないことを目指しているものと思われる。

### C. 外国市場の認可後、継続的に必要とされる情報

ここでは、市場当局が、価格操作、不正取引、虚偽的行為などの不正を発見・排除するための市場監視、市場の財務状況の確認、市場のホーム国・地域の規制体制の把握、という3つの目的を達成するために交換する情報について取り扱う。

#### 1. 市場監視業務を円滑に行なうために必要となる情報

市場当局の情報ニーズは、求める情報の詳しさや頻度の観点から市場当局が望ましいと考えている（外国市場に対する）監視のレベルに応じて、さまざまであろう。一部の市場当局は、彼らの管轄地域に位置する外国市場の参加者の活動に対する市場の監督を制限するかもしれない。その一方で、他の市場当局は、当該市場で行なわれた全ての取引について、詳細な情報を求めるかもしれない。受渡し可能な商品（deliverable commodities）に関して、市場当局は、それが、外国市場で取引されている商品のきわめて異常な価格変動と関連があるかもしれないオペレーション、倉庫の在庫と活用（stocks and use of warehouses）にかかわる交換情報と関係があることに気づくかもしれない。次に掲げた表は、市場当局が、市場取引の監視を容易なものにするために入手したいと望んでいる情報を例示したものである。

情報	コメント
遠隔会員/市場参加者の加入・退会の通知	公けに会員名簿が入手でき、および/または、遠隔の企業が、彼らのアクセスしている外国市場に関する情報を監督当局に提供している場合には、市場にとっては、この種の情報を提供する必然性は無い。
取引情報（トレーダーのポジションの詳細、大きなポジションの詳細、関連OTCおよびキャッシュ・ポジション、発行企業の大株主および会社役員による取引など）	市場がその提供に慎重でコストがかかると考えている取引およびポジション情報を要請するに際しては、絞り込み（focus）と明確さ（clarity）が特に重要となる。
商品デリバティブについては、商品在庫の水準、受渡証券の保管場所（関係する倉庫情報の詳細）	上記に同じ
価格および持ち高制限、その変更など特別の取引制限	
不正な慣行および違反行為（インサイダー取引を含み、遠隔市場の参加者を含む）の報告	ほとんどの場合、初期段階での調査プロセスに含まれているものだが、ホスト市場当局は、企業が関与するルール違反および不正行為について知りたいと思うだろう。

#### 2. 市場の財務状況を審査する上で役立つ情報

通常、市場は、（何よりも）運営に必要な十分な財源を維持するという責任を果たさす

必要がある。したがって、この継続的な機能を発揮するための市場の能力に関するホーム市場当局からの情報は重要である。

外国市場の活動に関連した懲戒処分は、それが民事上のものであれ、刑事上のものであれ、行政上のものであれ、監督上の懸念の引きがねとなる。このような重要な活動に関連する情報は、外国・地域において大きな影響を持つと考えられるので、それがいかなるものであっても、必要に応じて交換することが、市場当局にとって有用であると思われる。

市場の重要な外注の取り決めおよびその取り決めの変更に関する情報への市場当局のアクセスは、効果的な監視のために必要不可欠なものである。たとえば、多くの市場は、ある種の注文について、手動での集中注文ルーティング（経路指定）手続きと決済手続きから、電子的なルーティングと決済が可能な外注の自動システムに切り替えてきた。監督者は、市場が、かれらの自動取引システムを、現在の取引レベルおよび将来的に十分対応可能な取引レベルとして合理的に受け入れ可能なレベル、そして、緊急事態への対応に適合しうるキャパシティを持つものとするために、適切な一歩を踏み出すことを確認したいと考えてきた。市場監督者は、したがって、外注の取り決めにかかわる情報（取り決めの変更も含む）の入手に法律上の関心を持っている。下表は、市場監督者が、市場の財務状況の評価を容易なものとするために入手したいと考えている情報を例示したものである。

情報	コメント
市場の企業構造、統治の取り決めにおける重要な変更。支配/所有関係の変化、その下で監督機能を行行使する種々の取り決め（たとえば、外注の取り決め）の変更を含む	受入当局は、最近の動きに関する市場からの定期的な情報、および/または、重要な意味があると考えられる出来事あるいは動き（たとえば、支配関係の変化）のよりタイムリーな通知を要求するかもしれない。
グループ会社の業務の大きな変更。取引商品の変更を含む	受入当局は、市場や利用者に高いレベルのリスクをもたらす新たな業務あるいは商品、あるいは、規制裁定取引（regulatory arbitrage）を強化することになるかもしれない新たな業務あるいは商品に特別の興味を抱くのではないか。
市場の財務状況にかかわる定期的な審査	この種の情報は、可能な限り、ホーム国司法当局が要求する情報をベースとするもの、あるいは、それと同一のものとするべきであろう。
証拠金維持率（margin requirement）の変更	証拠金維持率の変更（値上げあるいは値下げ）は、市場参加者の慎重な管理（prudent management）に重大な影響を及ぼすかもしれない。
機密保持保障および機密保持契約を前提として、重要な検査所見（examination findings）	ホスト国・地域の市場当局は、市場がその監督機能を発揮するための能力に影響を及ぼすので、この種の情報に興味を示すはずである。
市場の活動に関連する懲戒処分、民事処分、刑事処分、行政処分	上記の通り
市場に悪影響を及ぼす重要な出来事	上記の通り

### 3. ホーム国の規制体制に対する継続的な審査を行なうために必要な情報

いくつかのホスト市場当局にとっては、市場のホーム国における監督体制が、認可あるいは承認プロセスにおけるキー・ファクターである。同様に、市場のアクティビティを統治するホーム国・地域における法律や規則の修正は、市場当局にとって交換が望ましい情報の一つである。それは、修正が重要である場合にのみ必要となろう。以下に掲げる表は、外国・地域における監督体制の継続的な審査の一環として、市場当局が入手を希望する情報の事例を示したものである。

情報	コメント
外国市場を統治する法律および規制の改正	市場当局にとって、彼らの国の市場規制にかかわりのある改正あるいは改正提案の外国当局への通知プロセスを自動化（eメールを利用して）することは有効であるかもしれない（提案する場所あるいは最終規制が存在する場所へのリンクも含む）

#### . 市場当局が複数の国・地域での上場あるいは取引に関して交換する情報

##### A. はじめに

すでに述べたように、平行上場あるいは平行取引にかかわる情報交換の主たる目的は、市場当局が、無秩序な市場を阻止し、市場不正を発見するために有効な情報を手に入れることである。

平行上場あるいは取引についての最初の難問は、平行取引がどのような形態をとるのか（たとえば、証券あるいは当該証券にかかわるデリバティブ）、平行上場や平行取引がどこで行われているのかを知ることである。証券が外国において二次上場されている場合には、一次上場の当局は、その二次上場がどこで行なわれたのかを知る必要はない（発行者自身は知っているとしても）。さらに、証券が、取引場所と発行者との間の取り決めや発行者、上場当局、市場当局への通知を行なうことなく、他の国・地域で取引されているというケースもある。「取引停止および市場封鎖に関する報告書」<sup>17</sup>でこの問題を検討した専門委員会は、「それは、一次上場当局が、他の証券上場市場に注意を払うという意味で良い経験であった」と結論付け<sup>18</sup>、また、発行者が、彼らの証券が上場されている他の市場につい

<sup>17</sup> Report on Trading Halts and Market Closures (IOSCO Technical Committee, Oct. 2002)

<sup>18</sup> 同報告書はまた、上場および市場当局は、証券が上場され取引されているこれらの市場に、任意の取引停止について通知すべきだと提言している。報告書は、また、監督者は、発行者との公式な取り決めを行わずに証券取引を提供している取引場所（とりわけ、取引所およびその他の組織化された市場施設）の運営者に対して、取引場所とその施設の利用者が一次市場における取引停止にかかわる情報をタイムリーに入手できるということの確認を求めるべきであり、同様の要請をデリバティブの取引基盤の運営者に対しても行なうべきであると提言している。

て当局に通知することを推奨している<sup>19</sup>。デリバティブの場合は、どこで取引が行なわれているかを知ることは、デリバティブがさまざまな形で取引されている OTC が相対的に高い比重を占めていることを考えれば、とりわけ困難である。しかし、同じような商品が取引所のような組織化された市場で取引されている場合、当該商品が自由競争（open competition）で取引されている場合にはとりわけ、平行上場あるいは取引に対する高い意識が必要であろう。

#### B. 市場当局が必要に応じて交換する情報

以下に掲げた情報は、全ての監督者が必要としているものではなく、また、個々の監督者が必要とする度合いもまちまちであると思われる。この種の情報は、一般的に、市場監視目的で利用され、および/または、調査を証券法違反に向けるべきかどうかの決定を行うために利用されるものである。

情報	コメント
市場で取引されている金融商品あるいは市場に上場されている証券	要請当局は、並行的に上場あるいは取引されている証券およびデリバティブの特定についてまず興味を示すものと思われる(もっとも、彼らは互いに強い相関関係がある他の商品にも興味を持つだろう)。監督者にとっての問題は、要求しても差し支えない事例というものがどの程度あるかということである。それは、たとえば、証券が発行者の要求に基づかないで取引を許されている場合の発行者、および/または、市場当局への通知などである。
主たる取引所 / 市場および規制当局(政府監督者)の特定	この種の情報は、時折、市場当局のウェブサイト上にもたらされる。要請当局は、ウェブサイト上に、市場規制の枠組み、それに組み込まれている主要な規制機関、主要取引所および取引場所の概要がもたらされているとすれば、その情報が(この文脈あるいは他の文脈において)しばしば役に立つことに気づくだろう。
取引所ルール	上場・取引について調査している要請当局は、上場、手数料、記録、取引所会員要件、マーケット・メーカー・ルール、特別の取引慣行(空売りなど)、不正防止、終値の報告と頻度など他の国・地域の取引所ルールについて理解する必要がある。彼らは、そのルールが、全体の規制体制の一部であるか、あるいは、特定の取引所あるいは取引場所に固有のものであるかを理解する必要がある。
上場および取引についての情報	要請当局は、彼らの市場と並行市場における上場および取引プロセスの違いを理解する必要がある。この上場・取引プロセスには、市場構造、取引

<sup>19</sup> たとえば、2007年11月に発効するEUの金融証券市場指令(MiFID)は、全ての規制市場に対して、発行者が同意しない時にはいつでも、証券の取引を認めている発行者について通知するよう求めている。

	形態（電子取引、マニュアル・オークション）市場で執行される注文（空売りなど）についての入手可能なデータ、運営上の問題（取引停止、取引の差し止め、関係する規制当局への照会）などが含まれる。
取引所会員についての情報	平行市場・取引を含む市場の不正をモニターするに際して、要請当局は、取引にかかわっている関係者が市場のメンバーあるいは彼らの顧客であるかどうかについて、とりわけ関心を持つものと思われる。したがって、彼らは、特定の外国証券のマーケット・メーカーであるメンバー、取引所会員の取引制限、関連するデリバティブとして同じ市場内で証券を取引することに対する制限、資本、および/または、その他の財務上の要件、特定の証券を外国市場で取引している取引所メンバーおよび市場参加者の身元などについて知る必要がある。
取引の決済・清算手続きおよびシステム	
監視の取り決め	双方向あるいは多角的監視と情報交換の取り決め（市場あるいはSRO/監督者との）および特定証券の取引に関する情報。
懲戒プロセスおよび懲戒処分	（１）市場参加者と発行者および彼らの関係者にかかわる懲戒プロセスあるいは基準、（２）個々の市場参加者および上場会社そして彼らの関係者に対する特別な懲戒処分
外国証券の取引に関する調査についての情報	
市場および発行者の報告	
市場および市場メンバー（仲介業者など）登録/認可要件	

## ・ 結論と勧告

さまざまな国・地域における監督者間の情報交換は、世界の証券市場の国際化に照らしてみれば、市場統合および投資家の信頼を促進するためになくしてはならない役割を果たすことになる。これは明らかに新しい考え方とはいえないものの、多くの国・地域が、大なり小なり、市場のホーム国における監督体制への信頼を得るための手段として、その重要性が高まったのである。しかし、外国市場が国内市場と同じ監督体制および要件の対象とされる国・地域においてさえ、外国市場にかかわる情報交換、とりわけ、ホーム国・地域の監督者が、ホスト国・地域の市場における取引所の運営を混乱させるような流入効果（flow-through effects）を及ぼしかねないと考えている規制行為およびその実施に関する情報交換は有益である。

ある国・地域で発行され上場されている証券が、同時に他の国でも取引されている場



合には、情報交換の必要性はさらに高まる。この種の情報交換の必要性は、証券をベースとするデリバティブの取引、同じ原資産をベースとするデリバティブ契約の取引にも当てはまる。すでに述べたように、この種の取引は、他市場における取引、とりわけ発行者のホーム国における取引に対して影響を及ぼす。ほとんどの場合、この種の情報は、市場監視の目的で、臨時的に、市場当局によって必要とされるものである。この種の情報の大部分が、しばしば公に入手可能であるとしても、外国・地域の市場当局が当該情報を探索、および/または、それを入手する手助けを提供する場合には、言葉や文化の違いを考慮すれば、この種の情報はきわめて役に立つことが多いと思われる。

情報交換の「手段 ( means )」に関していえば、この報告書のオリジナル版に、運用上の取り決めを行なう際の指針となるであろう情報交換の手段を特定することもまた有用であると述べられていることに留意すべきであろう。しかし、この問題に関する作業の一部として、専門委員会は、たとえ MOU に署名していないとしても、大部分の IOSCO メンバーは、公式・非公式の情報を交換するための法的権限を有しているという結論に達した。その上、充実した一連の MOU の経験を含む、情報交換のための既存の経路は、情報交換のための適切な手続きを提供している。したがって、この報告書は、特定の手続きにかかわる勧告は行なわない。

そこで、専門委員会は、要請国および非要請国の双方に対して、市場監視のための情報交換にかかわる勧告を行なうこととした。以下に掲げるのがその勧告である。

## **要請国に対して**

要請国は、

- ・ 定期的あるいは頻繁に情報要請を行なうことが予想される場合には、早い時点において、被要請国と、継続的に必要とされる情報の内容および必要となる理由についての話し合いを行い、相互の観点から効率的にその目的を達成できるような取り決めの締結を検討する。
- ・ 情報の要請が妥当であるかどうかの検討を行なう。すなわち、関心のある当局は、公表されている情報については、可能な範囲内で自ら入手するように努めるべきであり、また、要請を受けた当局が情報を入手するための負担は、要請国の監視業務を達成するための情報の重要性に勝るとも劣らないと考えるべきである。

## **被要請国に対して**

被要請国は、

- ・ 国内法および関連規制での権限の範囲内において、情報提供要請に基づき上記情報を提供するための措置を講ずる。

- ・ 事前に、当該情報交換が可能であるかどうか、どのような場合に、情報交換が出来るか（守秘義務の問題、MOU 締結などの情報交換の枠組みの必要性の有無）を明確にするための措置を講ずる。
- ・ 市場監視における情報交換が可能であるかについての既存の情報交換に関する覚書（MOU）の規定の確認を行なう。
- ・ 情報交換の障害が存在する場合には、自らの権限の範囲内で、当該障害の除去に努める。
- ・ 要請された情報が、第三者により保有される場合に、要請国に代わり当該情報の入手に努力する。または、要請国が第三者から直接当該情報を入手することの手助けを行なう。
- ・ 要請国に対する情報提供に関する手続を見直し、討議手続きをより効率的なものに出来ないかの検討を行なう。

以上