

欧州委員会による「金融商品市場指令改正案」の概要

大橋 善晃

はじめに

欧州委員会は、二〇一一年一〇月一〇日、金融商品市場指令（MiFID）の改正案を公表した。⁽¹⁾二〇〇七年一月に施行され、EU金融市場統合の大黒柱となっているMiFIDは、枠組み指令（指令2004/39/EC）、実施指令（指令2006/73/EC）及び実施細則（規則No1287/2006）から構成されており、投資業者及び銀行による金融商品にかかわる投資サービスの提供（ブローカレッ

ジ、投資助言、ディーリング、ポートフォリオ・マネジメント、アンダーライティングなど）や市場運営者による規制市場の運営のための規制の枠組みを構築している。

MiFIDは、こうしたサービスの提供における競争を促進し、投資家に対しては、選択肢の拡大と価格の低下をもたらしたが、その一方で、①競争の促進による利益が必ずしも全ての市場参加者や最終投資家に等しく行き渡らなかった、②競争による市場の分散が取引環境をより複雑にした、③市場や技術の革新が欧州委員会の想定を上

回る速度で進んだ、④金融危機がもたらばらプロ投資家の間で取引されている株式以外の金融商品に対する規制の弱点を顕在化した、⑤金融商品が急速に複雑さを加える中で、最新かつハイレベルな投資家保護の重要性が改めて認識されるようになった等の重要な環境変化に直面することになった。こうした状況の中でMiFIDの改正を求めた。こうした状況の中でMiFIDの改正を求めた声が高まり、欧州委員会は、二〇一一年一二月にMiFIDの見直しに関する市中協議書を公表したが、⁽²⁾ 今般の改正案は、この市中協議の結果を踏まえて策定されたものである。

本稿では、このMiFID改正案について、その概要を紹介することにした。

I 金融商品市場指令改正案の構成

今般の改正は、枠組み指令（指令2004/39/EC、以下「現行指令」という）にかかわるものであるが、公表された改正案は、「指令」及び「規則」という二つの法形態から構成されている。すなわち、枠組み指令の改正案（以下、「改正案」という）と「金融商品市場規則（Market in Financial Market Regulation）」案（以下、「規則案」という）である。

欧州連合の証券関連規制は、多くの場合、「指令」という形をとる。指令は、加盟国が達成すべき目標を提示し、加盟国にその目的の達成を義務付けるが、その達成方法は各国に委ねるというものであり、したがって、各国の国内法に置き換え

られて初めてその効力を発揮する。これに対して「規則」は、全ての加盟国に直接適用され、国内法と同じ拘束力を持つ。欧州委員会が、今般の改正に際して、改正案に加えて規則案を策定した背景には、加盟国における規制の差異によって生じる裁定取引や法令遵守負担の増大などの可能性がある事項については、各国の裁量余地がある「指令」ではなく国内法と同じ拘束力を持つ「規則」という法形態を採用する必要があるという判断があったものとみられる。

この結果、金融商品市場指令と金融商品市場規則の適用範囲は、改正案及び規則案において、各々以下に掲げる範囲とされた。

金融商品市場指令 (M i F I D) は、投資業者、規制市場、データ報告サービス提供者及び EU において投資サービスや活動を提供している第三国企業、投資サービスの提供及び／又は投資

活動を行う信用機関等に適用され、①投資業者の認可及び運営条件、②支店を設立した第三国企業による投資サービス又は活動の提供、③規制市場の認可及び運営、④データ報告サービス提供者の認可及び運営、⑤所管当局による監督、協力及び執行、にかかわる要件を規定する。

また、金融商品市場規則 (M i F I R) は、投資業者、投資サービスの提供や投資活動を行う信用機関、規制市場等に適用され、①取引データの公表、②所管当局への取引報告、③組織化された施設におけるデリバティブ取引、④所管当局及び欧州証券市場監督機構 (European Securities and Market Authority、以下「E S M A」という) の金融商品への介入権限と E S M A のポジション管理及びポジション制限にかかわる権限、⑤支店のない第三国企業による投資サービスや活動の提供、にかかわる統一要件 (uniform require-

ments)を規定する。

II MiFID改正案の概要

1 規制取引施設における平等な競争条件の確保

改正案の狙いは、全ての組織的な取引 (organised trading) が、規制取引施設 (regulated trading venue) 、すなわち、①規制市場 (regulated markets) 、②多角的取引施設 (multilateral trading facilities) 、以下「MTF」という)、③組織化された取引施設 (organised trading facilities) 、以下「OTF」という) で執行されるようになることであった。現行指令は、MTF及び規制市場を規制の対象としているが、改正案は、こうした現行指令の規制の枠組みの中に新たなタイプの取引施設を導入した。それが、OTFである。OTFとは、規則案第二条第一項(7)に定義された、以下の

ような取引施設を指している。

「組織化された取引施設」(OTF)とは、MiFIDの規定に従って契約を構成する仕方、金融商品に関して多数の第三者の買い需要と売り需要を突き合わせる投資業者又は市場運営者によって運営される、規制市場およびMTF以外のあらゆるシステム又は施設をいう。(規則案第二条第一項(7))

OTFの導入は、今回の改正案の最も重要な鍵となるものである。今回の改正によって、規制市場、MTF及びOTFという規制取引施設に対して、同一の取引前及び取引後透明性要件が適用され、また、組織面にかかわる要件及び市場監視についてもほぼ同一のものが適用されることとなる。さらに重要なことは、当該透明性要件が、異なるタイプの金融証券、すなわち、株式、債券、デリバティブなどに適用され、また、オーダー

ブックやマーケット・メーカー方式など異なるタイプの取引方法にも適用されることである。

OTFの運営者は、取引の執行方法についてある程度の裁量権を持つ。そのため、OTFの運営者は、OTFを利用する投資家に関して、投資家保護、ビジネス行為及び最良執行の対象となる。

したがって、OTFのアクセス及び執行方法に関するこの二つのルールは透明かつ明確でなければならない。しかし、その一方で、OTF運営者が提供するサービスが規制市場やMTFによって彼らの顧客に提供されているサービスと機能的に差がない場合には、彼らが定性的にサービスを提供することを許容している。ただし、自己資金で利益を得ることによって、OTF運営者の中立性と顧客に対する義務が阻害されることのないように、OTF運営者による自己資本取引は禁止される。

組織化された取引が組織的な内部執行 (systemic internalisation) によって生じる可能性もある。組織的内部執行業者 (systemic internaliser) は、自己資本によって顧客取引を執行する。しかし、組織的内部執行業者は、規制市場、MTFおよびOTFと同じように第三者の売買を突き合わせることはない⁽³⁾ので、改正案はそれを取引施設とは看做していない。

投資業者による顧客 (他の投資業者を含む) との自己資本による取引は、全て店頭取引と看做される。また、組織的内部執行業者の活動の定義に該当しないOTC取引は、組織的な取引ではなく、イレギュラーな取引であると看做される。

2 適用除外の見直し

現行指令は、金融商品の自己勘定での取引を、認可が必要なサービス及び活動の一つとしてい

る。しかし、これには適用除外が導入されている。すなわち、①自己勘定取引を行う者、②商品デリバティブ又は商品デリバティブ契約に関する投資サービスを主要業務の顧客に対して提供する者であつて、当該業務がグループベースで見たときに主たる業務に対する付随的な業務であり、又、主たる業務が指令における投資サービスの提供に該当しない場合は指令の適用が除外される。今般の改正は、現行指令の適用除外規定のうち、この自己勘定での取引に関連する適用除外措置について、要件の見直しを行なっている。

改正案は、「その親会社、子会社又はその他の親会社の子会社に対して、排他的に自己勘定での投資サービスを提供する者」を適用除外の対象に加える一方、自己勘定取引を行う者であっても、「顧客注文の執行によって自己勘定取引を行う者」は、適用除外の対象から除くとしている。

3 市場構造の枠組みの改善

すでに述べたとおり、改正案は、厳しい組織要件と望ましい透明性ルールに支えられた組織的取引施設の新たなカテゴリーとしてOTFを導入した。

OTFについては、それが規制市場及びMTFと同様の条件に服すべきであるとの観点から、現行指令第一四条（MTFにおける取引プロセス及び取引の完結）及び第二六条（MTF規則及びその他の法的義務の遵守の監視）の対象にOTFを加えると同時に、規制市場に対する「金融商品の中断及び排除」と同様の規制をOTFにも適用するため、「OTFにおける金融商品の取引の中断及び排除」を新設し、さらに、「OTF固有の義務」を新設している。

現行指令一四条は、加盟国がMTFを運営する投資業者又は運営業者に対して、取引前及び取引

後の情報開示を義務付けるための規定であるが、改正案では、新たにOTFをその対象に加えている。この結果、OTFはMTFとともに現行指令第一四条の要件とほぼ同じ要件に服することになる。

現行指令第二六条は、MTFを運営する投資者及び市場運営者の組織面及び市場監視にかかわる要件を規定しているが、改正案は、この要件の適用対象にOTFを運営する投資者と市場運営者を付け加えている（要件については、現行指令をほぼ踏襲している）。

現行指令第四一条は、規制市場に対する金融商品の取引中断及び排除にかかわる要件を規定しているが、これと同様の規制をOTFにも適用するために、改正案はOTFに対する金融商品の取引中断及び排除にかかわる規定を新設し、金融商品の取引を中断又は排除したOTFを運営する投資

業者又は市場運営者は、この決定を公表し、類似の金融商品を取引している規制市場、MTF及び他のOTFにそれを報告し、また、関連情報を所管当局に報告しなければならないとした。所管当局は、他の加盟国の所管当局にこれを通知しなければならない。

OTFは、規制市場やMTFとは異なり、取引の執行に際して裁量の余地が認められている。そのため、OTFを運営する投資者や市場運営者は、OTF固有の義務として、投資家保護規定である行為規制や最良執行義務、顧客注文取り扱い規則などが併せて適用される。また、OTFは、取引施設として顧客に中立的であることが求められるので、顧客からの注文を自己勘定で対当させて執行することが禁じられ、さらに、組織的内部執行業者として活動することも禁じられる。

4 コーポレートガバナンスの改善

現行指令は、投資業者の業務を実効的に指揮する者が、投資業者の健全かつ合理的な経営を確保するための十分な信望を得ており、かつ、十分な経験を有する人物であることを求めている。改正案は、常勤及び非常勤取締役のプロフィール、役割及び責任にかかわる条項を強化するとともに経営体（management body）⁽⁴⁾の構成におけるバランスを提案している。とりわけ、改正案は、経営体のメンバーが十分な知識とスキル及び経験を有し、企業活動に伴うリスクを理解していることが必要であるとして、その確保を目指している。

改正案によれば、投資業者の経営体メンバーの要件は、①責務を果たすために十分な時間をコミットできること、②メンバー構成は、常勤取締役一人と非常勤取締役二人、または、非常勤取締役四人のいずれかであること、③規制市場の活

動、それに内包されているリスクを理解するための適切な集団的知識、スキル及び経験を有すること、④経営幹部の意思決定を適切に評価し、異議を申し立てるために、正直に、誠実に、また独立心をもって行動できること、であるとしている。

5 組織要件の強化

金融商品取引における技術進歩は、一般的には、市場の流動性にとってはプラスであり、市場の効率性を高めるものと受け止められている。しかし、その一方で、アルゴリズム取引や高頻度取引などの出現が市場の秩序立った機能発揮に対する脅威ともなってきた。こうした脅威に適切に対処するためには、アルゴリズム取引や高頻度取引などに対する特別な規制及び監督規程が必要であると認識されている。改正案は、高頻度取引に参加している全ての業者を規制の対象にすることを

狙っている。そのために、改正案は、こうした業者からの適切な組織的安全装置と他のトレーダーに対するアクセスの提供を求め、また、無秩序な取引を軽減し、彼らのプラットフォームの弾力性を確保するために、適切なリスク制御を行うよう求めている。

(ア) アルゴリズム取引

アルゴリズム取引を行う投資業者は、弾力的で十分な能力を持ち、適切な取引量及び限度に従う取引システムを有し、また、過誤注文又は市場の混乱を回避するための効果的な仕組み及びリスク管理体制を整備しなければならない。たとえば、アルゴリズム取引を行う投資業者は、少なくとも年一回は、自国の所管当局に対して、アルゴリズム取引戦略の性格についての説明、システムにおける取引パラメータや制限の詳細、重要な法令遵守

及びリスク管理体制及び当該システムの検査の詳細について報告しなければならない。

また、アルゴリズム取引戦略は、注文を出し取引を執行する取引施設の通常の取引時間中、継続的に稼働させなければならない。アルゴリズム取引戦略の取引パラメータ又は制限は、市場の状況如何にかかわらず、常時、取引施設に対して定期的かつ継続的に流動性を提供することによって、当該戦略が競争的な価格で確定的な呼び値（ファームビッド／オフアー）を出せるように設定されなければならない。

(イ) 取引施設に求められる措置

改正案は、加盟国が、規制市場に対して、注文量がピークに達したときにも十分に対応しうる能力を持ち、市場ストレスの条件下でも整然とした取引を可能とするような弾力的（resilient）な

取引システムの構築を義務付けるよう求めている。
 取引システムの構築を義務付けるよう求めている。

急激な価格変動や市場の混乱への対応措置として、改正案は、まず、加盟国が、規制市場に対して、彼らがあらかじめ決められた取引数量や価格の閾値を超える注文ないしは明らかな過誤注文を排除し、短期間に当該市場又は関連市場において金融商品の急激な価格変動が起こった場合には、一時的に取引を中断し、また、例外的なケースにおいてはいかなる取引も取り消し、変更又は修正できるようにすることを義務付けるよう求めている。

また、加盟国は、規制市場に対して、アルゴリズム取引が市場における取引を混乱させることのないように、効果的な仕組や手続きの整備を義務付けねばならない。これには、メンバーや参加者によって持ち込まれた取引に対する未執行注文比

率の制限、システムの能力が追いつかない場合における注文フローの低速化、市場において執行可能な最小呼び値単位 (minimum tick size) の引き上げなどが含まれる。

6 投資家保護の枠組みの強化

MIFIDがリテール投資家及びプロ投資家双方の保護を強化してきたことは広く認められているところであるが、金融危機以降、投資家の損失可能性が深刻化の中で、改めて投資家保護にかかわる規定の見直しが行なわれた。改正案は、投資助言及びポートフォリオ管理のための規制の枠組みを強化するとともに、投資業者が第三者によるインセンティブ (誘引報酬) を受け取る可能性を排除し、また、抱き合わせ販売 (cross-sell) 慣行に対応するための枠組みを導入している。これは、投資家が適切な情報を受け取り、こ

うした慣行が彼らに弊害をもたらさないようにするためである。

改正案は、投資業者及びそのサービス、金融商品及び投資戦略、注文執行施設、コスト及び関連する負担額に関する適切な情報がわかりやすい形で顧客に提供されなければならないとして、次のような規定を新たに導入している。

まず、顧客に対して投資助言が中立的な立場で提供されていることを情報として提供する場合、投資業者は、①市場において入手可能な十分な数の金融商品について評価しなければならない、②当該サービスの顧客への提供に関連して、第三者又は第三者に代わって活動する者によって支払われ又は提供される手数料、コミッション又はいかなる金銭的な利益も受け取ってはならないとされた。また、ポートフォリオ・マネジメントを提供する場合、投資業者は、当該サービスの顧客への

提供に関連して、第三者又は第三者の代理として活動する者から、手数料、コミッション又はいかなる金銭的な利益も受け取ってはならず、さらに、投資サービスが、パッケージの一部として、他のサービス又は商品と共に提供される場合、投資業者は、異なるコンポーネントを別々に購入できるかどうかについて情報を提供し、そして、個別のコンポーネントのコスト及び料金を別個に提供しなければならないとされた。

7 取引施設のための新たな要件

(ア) 取引執行にかかわるデータの公表

MIFIDにおける最良執行の評価は、取引前及び取引後の透明性データの入手可能性が評価の決め手になる。しかし、それ以外の情報、たとえば、執行前に取り消された注文数、あるいは、執行の速さも重要である。そのため、改正案は、取

引施設に対して、執行のクオリティに関する年間データを公表するという義務を導入した。また、投資業者に対しても、金融商品の個々のクラスについて、彼らが過年度に執行した取引施設のうち上位五社を毎年公表することを義務付けている。

(イ) ポジション制限及び報告

取引施設で取引される商品デリバティブ契約は、しばしばユーザーや投資家の幅広い関心を集め、小口のエネルギーや食品価格に反映されるベッチマークとなる価格発見機能を担っている。そこで改正案は、商品デリバティブが取引されている全ての取引施設が、①流動性の確保、②市場阻害行為の阻止、③秩序立った価格形成及び清算の確保を目的とする適切な限度あるいは代替措置を採用することを提案している。この代替措置には、たとえば、現物商品に対する市場の秩序立つ

た機能と決済条件を確保し、さまざまな金融トレーダー及び商業トレーダーによるポジションに関するシステムティックできめ細かくそして標準化された情報を監督当局及び市場参加者に提供することなどが含まれる。

さらに、改正案は、商品デリバティブを取り扱う規制市場、MTF及びOTFに対して、毎週一回、取引されたポジションの総額を公表し、また、要請に応じて、所管当局に当該ポジションの市場参加者別の詳細データを提供することを義務付けている。又、前者に関連して、市場参加者に対し、リアルタイムでポジションの詳細を取引施設に報告することを義務付けている。

8 中小企業新興市場のための新たな枠組み

資金調達面で中小企業（SME）を支援するためのさまざまなEUにおけるイニシアティブを補

完するために、改正案は、中小企業新興市場 (SME growth markets) という新たな市場カテゴリ⁽⁵⁾を創設している。MTFの運営者は、特定の条件を満たす場合、当該MTFを中小企業新興市場として所管当局に申請し登録することが出来るとした。中小企業新興市場としての登録は、当該市場の知名度を高め、当該市場に対する共通の規制標準をもたらすこととなると期待されている。

9 第三国の枠組み

改正案は、第三国に本拠を置く企業と市場運営者のために、EU市場へのアクセスを供与するための統一的な枠組みを設定している。こうした枠組を設定する理由は、加盟国の間でバラバラな第三国企業に対する取り扱いは是正し、EU域内において、金融サービスの提供者全てに、平等な競争条件を提供するためである⁽⁶⁾。

改正案は、欧州委員会による事前の第三国の同等性評価 (equivalence assessment) に基づく体制 (レジーム) の導入を提案している。この体制においては、MIFIDによる認可業者と同等であるという決定が承認された第三国企業は、欧州連合におけるサービス提供を行うことが可能となる。

リテール顧客へのサービス提供を行うためには、支店の開設が必要となる⁽⁷⁾。第三国企業は、支店を設立した加盟国において認可を受けなければならない。そして、支店は、ある分野 (組織要件、ビジネス行為ルール、利益相反、透明性など) においては、EU要件の対象となる。ただし、適格カウンターパーティーに提供するサービスについては、支店開設の必要はない。この場合、第三国企業は、ESMAへの登録を条件として当該サービスを提供することが出来る。

10 データ集約の向上及び効率化

委員会によれば、市場データ分野は、透明性の確保及び競争の促進として投資家保護に関して、MIFIDの最も重要な原則を支える鍵である。

改正案はまず、認定公表機構 (Approved Publication Arrangement、APA)、取引情報統合システム提供者 (Consolidated Tape Provider、CTP) 及び認定報告機関 (Approved Reporting Mechanism、ARM) というデータ報告提供サービスを行う三つの認可機関のカテゴリーを創設し、市場運営者をこれら三つのいずれかの認可機関として登録させようとして、取引情報の管理をこれらの機関に行なわせることとした。これによって、MIFIDの実効性への批判、すなわち、データの分散にかかわる批判に対応し、データのクオリティと一貫性を改善することが可能となる。また、投資家にとっては、信頼性のある市場

データを、タイムリーかつ適切なコストで入手することが可能となり、さらに、取引施設間の価格や取引情報を効率的に比較することが可能となる。

この三つの認定機関については、規則案第二条で定義されている。すなわち、認定公表機構 (APA) は、改正案のもとで認可され、投資業者に代わって取引報告の公表サービスを行う機関である。取引情報統合システム提供者 (CTP) は、改正案の下で認可され、規制市場、MTF、OTF及びAPAから金融商品の取引報告を収集し、それを集約して、リアルタイムで金融商品ごとの価格や売買高を電子的な手法で継続的に開示するサービス提供機関である。最後の認定報告機関 (ARM) は、改正案のもとで認可され、所管当局又はESMAに対して、投資業者に代わって取引の詳細な報告を行うサービスを提供する機関で

ある。

(ア) データ報告サービス提供の認可

加盟国は、MIFIDの規定に従って、データ報告サービスの提供が事前認可の対象となるようにしなければならない。また、加盟国は、全てのデータ報告サービス提供者を登録しなければならない。当該登録リストは、公的にアクセスが可能で、かつ、データ報告サービス提供者が認可されたサービスの内容を含むものでなければならぬ。登録リストは定期的に更新されねばならない。認可はすべてESMAに通知され、ESNAは、EU内の全てのデータ報告サービス提供者のリストを作成する。

(イ) データ報告サービス提供者の組織上の義務

改正案は、認定公表機構（APPA）が、合理的

な商業ベースで、技術的に可能な限りリアルタイムで、取引後開示情報を公開するための適切な政策と措置を講じることを義務付けている。当該情報は、取引の公開後一五分経過した時点で、無料で入手できるようにしなければならない。また、加盟国は、APPAに対し、彼らが、非差別的なベースで当該情報をすばやく評価しうる方法で、又、他のソースからの同じようなデータを統合しやすいフォーマットで、こうした情報を効率的に、かつ、継続的に広めることが出来るように義務付けなければならない。さらに、APPAは、顧客との利益相反を回避するように設計された効果的な管理上の措置を講じ、それを維持しなければならない。また、情報伝達方式の安全性を保証し、データ破損のリスク及び認可されていないアクセスを最小限に抑えるように設計された堅固なセキュリティ・メカニズム（安全装置）を構築す

る必要がある（セキュリティについては、CTP及びARMにも同じ要件が適用される）。

取引情報統合システム提供者（CTP）は、取引後開示情報にかかわる情報を収集し、それを絶え間ない電子データ・ストリーム（electric data stream）の中に統合し、技術的に可能な限りリアルタイムかつ合理的な商業ベースで当該情報を公開するための適切な政策及び措置を講じなければならぬ。当該情報には、少なくとも①金融商品の識別子又は「債券等」に関して、その特性を認識させるもの、②取引が終了した時点での価格、③取引の数量、④取引時間、⑤取引の報告時刻、⑥取引価格の表記法（price notation）、⑦取引の執行場所又はOTCのコード、⑧当該取引が特定の条件の対象であることを示すもの、が含まなければならない。また、当該情報は、取引執行後一五分経過した時点で、無料で入手できるよ

うにしなければならない。

加盟本国は、CTPに対し、彼らが、当該情報を、非差別的なベースで当該情報への迅速なアクセスが可能となるような方法で、そして、市場参加者が容易にアクセス出来るようなフォーマットで、そうした情報を効果的かつ継続的に広めることが出来るようにすることを義務付けなければならない。また、加盟本国は、CTPに対し、彼らが、欧州委員会によって承認された特定の金融商品について、少なくとも、規制市場、MTF、OTF及びAPPAから提供されたデータを集約するよう義務付けなければならない。

改正案は、認定報告機関（ARM）についても、規則案のもとで義務付けられた情報を、出来るだけ早く、翌営業日の終了を待たずに報告するための適切な政策及び措置を講じることを義務付けている。当該情報は、合理的な商業ベースで報

告されなければならない。また、加盟本国は、ARMに対し、彼らが、顧客との利益相反を回避するように設計された効果的な管理上の措置を講じるそれを維持するよう義務付けなければならない。

11 所管当局のデリバティブ・ポジションに対する権限の拡大

(ア) 所管当局に付与される権限

現行指令は、その機能を發揮するために必要なすべての監督権限及び調査権限を所管当局に付与しなければならないとして、監督義務の遂行にかかわるすべての報告書にアクセスする権限、情報提供を求め、必要ならば召喚し、尋問する権限、電話及びデータ交信記録を要求する権限などを付与している。

改正案は、近年におけるデリバティブ市場の目覚ましい拡大を受けて、所管当局に対して、「デ

リバティブを介して組み入れられたポジションないしはエクスポージャーのサイズと目的、及び、その裏付け市場における資産又は負債に関して、いかなる人からであれ、すべての関連書類を含む情報を要求する権限」を新たに付与している。これによって、所管当局は、デリバティブの有効期間内のいかなる時点であろうと介入し、ポジションを縮小させるべく行動することが可能となる。

(イ) 所管当局が利用可能な是正措置

さらに改正案は、その機能を發揮するために必要なすべての是正措置 (remedies) を所管当局に付与しなければならないとして、国内法の枠組みの中で付与された権限の範囲内で、以下の様な救済手段を行使する権限を与えている。

・ M i f i r 又は M i f i d の規定に反する慣行又は行為の中止を求める。

- ・資産の凍結及び／又は差し押さえを求める。
- ・投資業者及び規制市場が規制を確実に遵守するためのあらゆる措置を講じる。

て、以下に掲げる最小限のルールを遵守するように求めている。⁽⁸⁾

- ・金融商品の取引の差し止めを求める。
- ・金融商品の取引の廃止を求める。
- ・ポジション又はエクスポージャーの報告者に、当該ポジション又はエクスポージャーの縮小を求める。
- ・市場の統合及び秩序立った機能確保のために、コモディティ取引への参加を制限する。
- ・情報を公示する。

- ・適用対象者は、投資業者及び市場運営者の経営体メンバー、及び国内法のもとで違反行為に対する責任を持つ全ての自然人又は法人。
- ・認可の取消し、対外公表、管理職の解雇、行政上の罰金処分など違反に対する最小限の制裁措置及び行政措置の適用。

12 効果的な制裁

改正案は、加盟各国が、MIFID違反に対して適切な制裁措置及び行政措置 (administrative sanctions and measures) を講じることを義務付けている。そのため、改正案は、加盟各国に対し

- ・加盟各国の国内規制における罰金処分の上限は、違反によって得られる利益を超える額、また、指令によって規定された水準以上。
- ・適用された制裁及び行政措置は、それが金融市場を過度に脅かすことがない限り、出来るだけ迅速に公表。また、公表が関係者に過度のダメージをもたらす原因となる場合、当該制裁は匿名で公表。

・投資業者内における違反の通報を奨励するた

めの適切な仕組の導入。

Ⅲ 金融商品市場規則案の概要

1 市場透明性の強化

現行指令の透明性体系は、MTF又は店頭で取引されるものを含む規制市場での取引を認められた株式（上場株式）だけを対象にしている。従って、この枠組みから逸脱した商品（たとえば、預託証券や取引所上場ファンド）や非エクイティ商品（たとえば、債券やデリバティブ）などは透明性規則の適用対象とはなっていない。委員会は、こうした商品に対する透明性要件の欠如が、そうでない場合に比べて、相対的に低い市場効率性と高い市場リスクをもたらしていると考えており、規則案において、商品に即した透明性体系の構築を提案している。

(ア) エクイティ商品の透明性確保

① 透明性要件の株式類似商品への適用拡大

上述したように、現行指令においては、多くの株式類似商品が透明性要件の対象外となっている。こうした商品の上場株式との類似性、また、いくつかの加盟国ではすでにそうした商品に透明性要件を適用しているという事実等を踏まえて、規則案は、預託証券、取引所上場ファンド、企業によって発行される証書などの株式類似商品を透明性要件の適用対象にすることを提案している。

② MTF又はOTFだけで取引されている株式への対応

現行指令の取引前及び取引後透明性要件は、規制市場の上場株式で、規制市場、MTF又はOTCで取引されているものに適用されている。したがって、MTF又はOTCだけで取引されている株式には、この透明性要件は適用されない。規則

案は、現行指令を修正し、この透明性要件を、規制市場での取引を認められている、あるいは、M T F又はO T Fで取引されている株式、預託証券、E T F、証書及びその他の類似金融商品（以下「株式等」という）に適用するとした。

③ 取引前透明性要件

取引前透明性要件とは、取引前情報の公表義務を指し、現行指令においては、規制市場、M T F及び内部執行業者に適用されているが、規則案⁽⁹⁾は、これを修正して、規制市場及びM T F又はO T Fを運営する投資業者ないしは市場運営者に適用することとし、彼らが「株式等」の気配値及び当該気配値での数量を通常の取引時間を通じて継続的に公表することを義務付けた。

④ 取引後透明性要件

取引後透明性要件とは、株式の取引が完了する毎に取引報告書を公表する義務のことであり、現

行指令においては、規制市場およびM T Fを運営する投資業者及び市場運営者に適用され、又、その執行場所が取引所の中であろうと、取引所の外であろうと、取引そのものに対して適用されている。規則案は、現行指令をほぼ踏襲しつつ、取引後透明性要件の適用対象にO T Fを運営している投資業者ないしは市場運営者を加え、彼らに対して、「株式等」にかかわる価格、数量及び取引執行時間等の取引の詳細を、技術的に可能な限り迅速に（リアルタイムで）公表することを義務付けた。

(イ) 非エキイティ商品の透明性確保

① 透明性要件の非エキイティ商品への適用

規則案は、これまで上場株式に限定されていた透明性要件の適用範囲を、債券、仕組金融商品、排出枠、デリバティブなどの非エキイティ証券に

拡大することを提案している。ただし、債券と仕組金融商品は、規制市場に上場されているか目論見書が発行されているもの、排出枠とデリバティブについては、MTFないしはOTFで取引が認められ、又は取引されているものが対象となる。

② 取引前透明性及び取引後透明性

規則案は、取引前透明性について、規制市場、MTF又はOTFを運営している投資業者及び市場運営者が、債券、仕組金融商品、排出枠及びデリバティブ（以下「債券等」という）の価格及び当該価格での数量を通常の取引時間を通じて継続的に公表することを義務付けた。また、取引後透明性については、彼らが、「債券等」にかかわる価格、数量及び取引執行時間等の取引の詳細を、技術的に可能な限り迅速に（リアルタイムで）公表することを義務付けている。

(ウ) 取引前情報公表義務の免除と取引後詳細情報の遅延公表の認可

① 免除の許諾

現行指令の透明性体系は、市場と個人の利益のバランスを、特定の状況における透明性義務の適用除外を認めることで確保しようとしている。免除の基準は、市場モデル又は注文の種類及びサイズとされ、特に、大口取引について、所管当局は、規制市場の公表義務を免除しなければならないとされている。

規則案は、取引前透明性の免除を、より一貫性があり判り易いものにするを狙いとして、「株式等」については市場モデル及び注文の種類とサイズ、「債券等」については、市場モデル、取引の特徴、流動性ならびに当該商品の注文及び発行の種類及びサイズを免除の基準としている。

② 遅延公表の認可

また、現行指令は、各国所管当局に対して、規制市場、MTFを運営する投資業者及び市場運営者が、取引の種類またはサイズに基づく株式の取引詳細の遅延公表について規定することを認めるよう義務付け、特に、株式の標準的な市場サイズに比べ大口である取引について、所管当局は、公表遅延を認めることが出来るとしている。

規制案は、各国の所管当局に対して、規制市場、MTF又はOTFを運営する投資業者及び市場運営者が、取引の種類やサイズに基づいて、「株式等」又は「債券等」の取引詳細の遅延公表を規定することを認めるよう義務付け、特に、「株式等」または「債券等」の通常の市場取引に比べ大口である取引について、所管当局は、公表遅延を認可することが出来るとしている。

(エ) 合理的な料金で取引データを提供する義務

規制案は、規制市場、MTF又はOTFを運営する投資業者及び市場運営者に対して、取引前透明性データと取引後透明性データを別々に入手できるようにすることを義務付けるとともに、規制市場、MTF及びOTFに対して、合理的な料金設定のもとで、取引情報を提供することを義務付け、又、取引の公表から一五分経過した後は、無料でそれを提供しなければならないとしている。

(オ) 組織的内部執行業者の透明性義務

現行指令は、平等な競争条件を確保し、市場の価格形成をサポートし、投資家を保護するために、組織的内部執行業者として行動する投資業者に対して透明性義務を課しており、上場株式を対象に確定的な呼び値を公表することを義務付けている。規制案は、この透明性義務を、預託証券、

ETF及びその他の類似金融商品にも適用することにした。また、規制市場での取引が認められているか又は目論見書が公表されている債券と仕組み金融商品、清算資格のあるデリバティブ、あるいは規制市場での取引が認められているかMTF又はOTFで取引されている排出枠とデリバティブについても、顧客から求められる場合には、組織的内部執行業者は確定的な呼び値を公表することを義務付けた。また、取引後透明性規則について、規則案は、取引前透明性規則と同様に、対象商品を拡大している。

2 取引の報告及び保存

(ア) 取引報告

現行指令は、規制市場で取引が認可されている金融商品の取引を執行する投資業者が、その取引の詳細を出来るだけ早く、遅くとも翌営業日の終

わりまでに所管当局に報告しなければならないとされている。この義務は、当該取引が規制市場で行なわれたか否かを問わず適用される（すなわち、市場外で執行されている当該金融商品の取引も含む）。また、所管当局は、当該金融商品にとっての流動性の観点から最も重要な市場の所管当局もこの情報を受け取ることが出来るように、適切な措置を講じなければならない。求められる情報の内容には、売買された金融商品の名称、件数、数量、執行の日時及び取引価格ならびに関係した投資業者を識別するための方法が含まなければならない。

規則案は、規制市場で取引が認められている金融商品に限定されている取引報告の範囲を拡大し、特定の金融商品を除く全ての金融商品の取引報告を、金融商品の取引を行う投資業者に対して義務付けている。取引報告義務の適用を受けない

金融商品は、①上場されていない又はM T FないしO T Fで取引されていない金融商品、②その価値が上場されている又はM T FないしO T Fで取引されている金融商品の価値に依存しない金融商品、③上場され又はM T FないしO T Fで取引されている金融商品に影響を及ぼさないと想定される金融商品である。

(イ) 取引記録の保存

現行指令は、投資業者に対し、自己勘定によるものか顧客の委託を受けたものかを問わず、少なくとも五年間、彼らが実行した金融商品にかかわる全ての取引に関する重要データを、所管当局が何時でもアクセス可能な状態で保存することを義務付けている。規則案は、投資業者に加えて、規制市場、M T F又はO T Fの運営者に対し、少なくとも五年間、所管当局が何時でもアクセス可能

な状態で、彼らのシステムを介して出された金融商品にかかわる全ての取引データを保存することを義務付けた。

3 デリバティブ取引の取引施設への登録

O T Cデリバティブ市場の安定性、透明性及び監視強化への取り組みの一環として、二〇〇九年のG 20サミットにおいて、標準化されたO T Cデリバティブ取引を取引所あるいは電子取引システムに移行すべきであるという合意がなされた。この合意に沿って、規則案は、金融カウンターパーティー及び非金融カウンターパーティーの双方に対し、デリバティブ取引のうち、特定の要件に従った取引義務に服していると認められたデリバティブ取引については、規制市場、M T F、O T F又はE Uと同等の法的及び監督上の枠組みを持つ第三国の取引施設に登録することを義務付けて

いる。また、規制市場については、その運営者に対して、上記のデリバティブ取引で、規制市場において執行される全ての取引を、中央カウンターパーティー（CCP）において清算することを義務付けている。

4 清算への非差別的なアクセス

加盟国が、CCPなどの取引後インフラへのアクセスを過度に制限することを防ぎ、金融商品の清算分野における競争を一段と促進するために、規則案は、CCPへの非差別的なアクセス及び取引施設への非差別的なアクセスを義務付けている。

(ア) CCPへの非差別的なアクセス

規則案は、CCPに対して、取引を執行した取引施設がどこであるかにかかわらず、担保要件や手数料等を含めて、清算を非差別的かつ透明性の

高い方法で受け入れることを義務付けている。これは、担保要件や経済的に同等な他の取引との相殺、同じCCPで清算された相関性のある取引との担保の共有等に関して、取引施設が非差別的な取り扱いを受ける権利を持つことを保証するものである。アクセスが認められるための条件については、別途欧州委員会が決定することになっているが、これには、開発局面にある金融商品について提供される情報の守秘義務、清算手数料にかかわる非差別的かつ透明性の高い根拠、担保要件、担保共有にかかわる運営条件等が含まなければならない。

CCPへのアクセスに際して、取引施設は、CCP及びその所管当局への申請が義務付けられる。CCPは、所管当局がアクセスを拒否しない限り、三ヶ月以内に、当該取引施設に対して書面による回答あるいはアクセスの許可を行う必要が

ある。

(イ) 取引施設への非差別的なアクセス

また、規則案は、取引施設に対して、当該取引施設で執行された金融商品の清算を希望するCCPに、非差別的かつ透明性の高い方法で、取引情報データベースへのアクセスを提供することを義務付けている。取引施設へのアクセスの申請は、CCPが取引施設及びその所管当局に申請するという形で行われる。CCPによるアクセスが認められる条件については、上記(ア)とほぼ同様である。

5 ESMA及び所管当局の監督権限の強化

(ア) ESMA及び所管当局の商品介入権限の強化

規則案は、一方において、所管当局に金融商品、活動、慣行にかかわる恒久的な禁止権限

(permanent bans) を付与し、他方において、ESMAに商品、慣行及びサービスの一時的な禁止権限(temporarily bans)を付与することによって、商品及びサービスの監督権限を大幅に拡大している。

規則案は、まず、ESMAに対して、ESMAによる禁止又は制限行動が、投資家保護、金融市場の秩序立った機能及び市場統合、EUにおける金融システムに対する脅威に対処すると考えられるときは、特定の金融商品の勧誘もしくは販売又はある種の金融行動ないしは慣行を一時的に禁止又は制限することが出来るという権限を付与した。また、規則案は、所管当局についても、監督権限の強化をもたらしている。すなわち、規則案は、所管当局が妥当な根拠に基づいて、①金融システムの安定に対する重大な脅威をもたらす金融商品、活動又は慣行の存在、②既存の監督要件が

これらの脅威に十分対処できない状況の存在等を確認した場合には、加盟国において、特定の金融商品の勧誘もしくは販売又はある種の金融活動ないしは金融慣行を禁止又は制限することが出来るという権限を新たに付与した。

(イ) E S M A のポジション管理権限

すでに述べたとおり、指令の改正案は、所管当局に対して、ポジション制限の設定などポジション管理を可能とする権限を付与しているが、これを踏まえて、規則案は、E S M A に対して、各国の所管当局によるポジション管理基準の策定及びポジション制限を調整する役割を与えている。さらに、規則案は、E S M A に対して、当該措置が金融市場の秩序立った機能と市場の統合、あるいは金融システムの安定性に対する脅威に対処するものであり、かつ、所管当局が脅威に対処するた

めの行動を取っていない場合には、①全ての関係者に、デリバティブを介して組み入れられたポジション又はエクスポージャーのサイズ及び狙いに関わる関係書類を含む全ての情報を要求する、②入手した情報を分析した後、関係者に対して、ポジション又はエクスポージャーを削減するための措置を取るよう求める、③関係者がコモディティ・デリバティブ取引に参加することを制限する、という措置の一つ以上を講じるよう義務付けている。

おわりに

M i F I D 改正案の概要は以上の通りであるが、今般の改正は、「組織化された取引施設」という新たな市場カテゴリーを導入することによって、これまで規制の対象外であった取引施設を規

制の枠組みに取り込み、取引施設間の平等な競争条件を確保することがその大きな狙いであった。しかし組織化された取引施設の定義は「組織化された施設であって規制市場又はMTF以外の施設」というものであり、この定義から想定される取引施設の範囲はきわめて広範かつ曖昧である。どういふ取引施設が組織化された取引施設に該当するのをもっと明確にする必要があるという声が高まりそうだ。これに加えて、一般の改正は、実施に当たつての細則や基準を、ESMAによる案の策定と欧州委員会による決定に委ねているので、今後、具体的な細則や基準が策定される過程で議論を呼ぶ可能性がある。

改正案は、今後、欧州議会及び加盟各国の承認を経て法制化されることになるが、上記を中心に、今後のEU委員会における議論の行方に注目する必要がある。

(注)

- (1) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council, European Commission, 20 Oct. 2011. 及び、Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation [EMIR] on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, European Commission, 20 Oct. 2011.
- (2) 市中協議書の概要については、以下を参照されたい。大橋善晃「欧州委員会『MiFIDの見直しに関する市中協議書』の概要」『証券レビュー』第五一巻第三号、二〇一一年三月、日本証券経済研究所。
- (3) 現行指令においては取引施設の一つとされている。
- (4) 「経営体」とは、経営意思決定を監視し観察するという監督機能を果たす管理組織のことである。
- (5) 改正案第三五条第三項を参照されたい。
- (6) 改正案は、こうした第三国の枠組みを設定するために、第四一条から第四四条まで、四つの条項を新たに導入している。
- (7) 適格カウンターパーティに対するサービスの提供については、支店の設置は義務付けられていない。

- (8) 改正案においては、厳格な制裁措置（criminal sanctions）の適用は予定されていない。
- (9) 現行指令第二七条「投資者の呼び値を公表する義務」、同第二九条「MTFのための取引前透明性義務」、同第四四条「規制市場のための取引前透明性義務」。
- (10) 特定の要件とは、次の三点である。①別途ESMAが起案し、欧州委員会が決定する基準に従って清算義務に服していることと認められるデリバティブ取引であること、②少なくとも規制市場、MTF又はOTFで取引されていること、③当該デリバティブが、登録された取引施設で取引するために、十分に流動的であること。

（おおはし よしあき・当研究所専門調査員）