

EU「金融商品市場指令（MiFID）」の国内法への
置換えに関する FSA の見解
（その 3）

平成 19 年 2 月 16 日
大橋 善晃
（日本証券経済研究所）

EU「金融商品市場指令（MiFID）」の国内法への
置換えに関する FSA の見解（その 3）

本稿は、3 回にわたって掲載してきた FSA の「業者と市場のための MiFID の実施について」と題するコンサルテーション・ペーパーの最終回であり、CP の第 3 部「市場」の部分を紹介している。この CP は、FSA が MiFID の国内法への置換えに際して、MiFID の実施によって、UK の国内法のどこを修正する必要があるか、その修正によって市場や証券業者がどのような影響を受けるかという視点から細部にわたって検討を加え、ハンドブックを中心とする FSA の修正案を提示して、各方面からのコメントを求めたペーパーである。

UK においては、本年 1 月末には、MiFID の国内法への置換えが終了し、11 月 1 日の MiFID の施行を待つばかりになっているが、FSA は、この間、上記 CP を含めて、合計 5 つのコンサルテーション・ペーパーを発出し、各界の意見を集約した上で、これを 2006 年 11 月から翌 2007 年 1 月にかけて 3 つのポリシー・ステートメントに取りまとめて、1 月末には実施法案について議会の承認を得るという膨大な準備作業を推進してきた。ちなみに、今回紹介したペーパーだけでも本文 224 ページ、ハンドブックテキストのドラフトを加えると総計 517 ページという大部のものであり、FSA の置換え準備が並大抵の作業ではなかったことが窺える。その意味でも、このペーパーは、EU 法の国内法への置換えが具体的にどのように行われたのかを知る上での興味深い資料の一つといえそうだ。

EU「金融商品市場指令（MiFID）の国内法への 置換えに関する FSA の見解（その 3）

日本証券経済研究所
専門調査員 大橋 善晃

第 3 部 市場

1 3. 第 3 部の要約

欧州委員会は、金融商品市場指令（MiFID）が「取引コストを削減し、より多くのファンドを投資に向かわせ、経済成長を目覚しく押し上げるという改革の促進効果を伴って、EU 市場の統合と透明性を支え、伝統的な取引所とその他の取引システムの間競争を促進することになるだろう」と明言している¹。（13.1）

MiFID は、取引所とその他の取引システムおよび証券業者による投資家の取引執行を統治するための包括的な監督の枠組みを EU 全域に確立することによって、これらの成果を達成しようと目論んでいる。市場に関連して、この指令は以下のような法的規定、監督規定（legal and regulatory provisions）を定めている。

- ・ 指令は、EU における規制市場（RMs）に対する認可および継続要件（ongoing requirements）を設定している。これらの規定は、投資サービス指令（ISD）のもとで現在適用されている要件を拡大し深化させたものである。ここで言う規制市場には、ロンドン株式取引所（London Stock Exchange, LSE）やユーロネクスト - LIFFE のような伝統的な株式取引所によって運営されている多角的市場（multilateral markets）が含まれる。UK には現在 10 の規制市場が存在する。MiFID のもとで、はじめて、商品デリバティブ取引所が、規制市場として認可されることになる。
- ・ 指令は、多角的取引施設（Multilateral Trading Facilities, MTFs）を新たに証券業者のコア業務の一つとして位置づけ、そのための認可および継続要件を設定しようとしている。MTFs というのは、非裁量ルール（non-discretionary rules）に従い、契約をもたらすことが出来るような方法で、多数の第三者の金融商品の売買を結びつける多角的取引施設のことである。MTFs は証券業者あるいは市場運営者（たとえば LSE のような）によって運営され、UK においてわれわれが代替的取引システム（Alternative Trading System, ATSs）として分類している取引場所（execution venues）も包含することになる。業者は、別の MiFID 投資サービスあるいは投資業

¹ European Commission, Press Release IP/02/1706, 19 November 2002. を参照。

務²を営んでいるか否かにかかわらず、MTF の運営者となることが出来る。MTF 運営者は、かれらの母国監督当局の認可にもとづいて、EU 全域において利用できる施設を開設することが可能となる。

- ・ 指令は、新たに、EU の規制市場での取引が許されている（取引を許可されている）あらゆる株式の取引（これらの取引が RM、MTFs で執行されているか、あるいはこれらの取引システム以外、たとえば店頭で営業している証券業者によって執行されているか否かにかかわらず）のための EU 全域にわたる包括的な取引前および取引後透明性にかかわる制度を創設しようとしている。
- ・ 取引前透明性要件を詳細にみれば、それは取引場所や取引方法によって異なっている。透明性要件は RM、MTFs および「組織的店内自己執行者(systematic internalisers)」と呼ばれる証券業者が取り仕切っている取引に適用されることになる。取引後透明性要件の細目は、すべての取引場所を通じて同じである。
- ・ MiFID は、加盟国が ISD のもとで保有していた特定の取引を規制市場で執行することを要求する権限（いわゆる「集中」ルール）を廃止しようとしている。UK はこの権限を執行していない。
- ・ また、RM での取引が許されている商品について、その取引の監督当局への報告を求めている現行の条文のいくつかが変更される。この変更の主な目的は、監督当局が現在以上に業者の取引行動の実体を把握できるようにすることによって、監督当局による市場統合の推進を支援することにある。(13.2)

市場規定 (markets provisions) は、取引所、代替的取引システム (ATSS) および規制市場での取引が許されている金融商品を取り扱う全ての証券業者に対して影響を及ぼさだろう。それはまた、取引場所の利用者、特に株式の取引場所の利用者に対して影響力を持つだろう。(13.3)

この第 3 部では、われわれがどのようにして MiFID 市場規定を実施しようとしているかについて説明する。ここではまた、取引報告の要件についても取り扱っている。置換えが財務省ではなくわれわれの任務である場合には、われわれは、MiFID 規定の「引き写し (intelligent copy-out)」を受け入れるよう提案している。MiFID 実施細則は規制 (Regulation) の形式をとっており、したがって直接的な影響を持つことになるとはいえ、われわれは、参照が容易になるように、それらをわれわれのハンドブックに引き写すつもりである。顧客注文の取り扱い (client order-handling) と指値注文の表示 (limit-order displays) にかかわる MiFID 規定³の実施に関してわれわれが提案するアプローチは、2006 年 10 月に公開される予定の「Reforming COB Regulation CP」で取り上げることになっている。(13.4)

² これらの投資サービスあるいは投資業務については、MiFID の付録 A セクション A(1)から A(7)に掲げられている。

³ MiFID 第 22 条(顧客注文取り扱いルール)および MiFID 実施細則第 6 章(コンプライアンス)を参照。

市場運営者によって運営される RMs や MTFs に対する MiFID 要件は、財務省によって置き換えられるだろう。大まかに言えば、現在の UK の制度と比べて、変更は相対的に小幅なものにとどまる。われわれはハンドブックについて、それほど重要ではないいくつかの変更を行うよう提案している。それは規制の適用に当たってのガイダンスを提供することになる。(13.5)

証券業者によって運営される MTFs のための MiFID 要件は、直接金融サービス法(FSA)のルールに移し換えられ、われわれの現在の代替的取引システム (ATS) 要件は MiFID 要件に置き換えられてしまうことになろう。新たな要件は、資本金の分野を除けば、われわれの現在の要件とほぼ似通ったものである。ここで MiFID は、証券業者が管理する MTFs を資本金要件指令 (Capital Requirement Directive, CRD) に定める監督上の資本金要件の対象とすることで、当該指令の範囲内に引き入れようとしている。MiFID 第 14 条は RMs を取り扱い、第 15 条は MTFs を取り扱っている。(13.6)

3 つのタイプの取引場所に対する MiFID の透明性要件はそれ自体が非常に似通っているものの、その導入は、いくつかの取引場所にとっては、他の取引場所に比べてかなり大きな変化をもたらすものとなろう。とりわけ、RM (他の加盟国における RMs を含む) での取引が許されている株式の店頭取引 (OTC trading) に対する透明性要件の広範囲にわたる適用は、UK にとっては初めてのこととなる。これについては、第 16 章で検討する。(13.7)

MiFID は、現在までのところ、株式以外の取引についての詳細な透明性要件を規定していないが、加盟国がそう望めば、株式以外の商品についても透明性要件を適用することを認めている。財務省はすでに、そのコンサルテーション・ドキュメントで、MiFID が要求する最小限の要件を超える新たな要件を提案するつもりのないことを明らかにしている。しかし、取引前および取引後の透明性を取り扱っている現在の公認要件とその関連ガイダンスは、取引所によって運営されている株式市場以外の規制市場 (non-equity RMs) に対して、引き続き適用されることになるだろう。MTFs のために、われわれは、株式以外の金融商品に適用されている ATS の透明性要件を残しておくことにする。(13.8)

欧州委員会は、2007 年 11 月以前に、株式の透明性要件の適用範囲を他の金融商品の取引にまで拡大すべきか否かについて、検討する意向があるかどうかを報告するよう求められている。委員会の見直しを想定して、われわれは、債券流通市場の透明性にかかわる事項に関して諮問を行い、2006 年 7 月 5 日にフィードバック・ステートメントを公表した。(13.9)

MiFID は、取引後情報の公開方法について、証券業者がそれを選択することを認めている。原理的には、このことが、取引後データの統一性の喪失というリスクを生み、UK 株式市場の効率性の土台を脅かすことに繋がる。われわれは、第 16 章でこのリスクに留意するよう提案している。(13.10)

EU 市場の統合を促進するために、市場の監督当局にとっては、これらの市場における活動を監視することが基本となる。取引報告書が、この監視を行う上で、監督当局にとって

の基本的な手段となる。そこでわれわれは、効率的な取引報告体制の構築を最優先事項と位置づけ、取引報告に関する MiFID 条項の実施をその中心に置いた。しかしわれわれは、取引報告の業者への負荷とこの分野の技術的な特質については十分に理解している。こうした点を踏まえてわれわれは、以下のような報告制度の構築を提案している。

- ・ 業者に対して、MiFID (および関連する指令) のもとでのわれわれの監視義務を遂行するために必要なもの以外には、いかなる取引報告も求めない制度。
- ・ 業者、なかんずく投資マネジャーや報告を必要とする商品デリバティブ取引を行っている業者が、われわれに対する取引報告に関して最もコストの安い方式を利用できる制度
- ・ 業者に技術的な支援を提供する取引報告ユーザー・パック (transaction reporting users pack) によって補完される制度。(13.11)

第 17 章は、われわれの取引報告に関する提案について説明している。(13.12)

14 . 規制市場

この章では、公認投資取引所および公認清算会社ソースブック (REC) に関してわれわれが提案する変更について諮問している。財務省はそのコンサルテーション・ペーパーの中で、MiFID の規制市場⁴ (RMs) に対する高度な監督原則 (high-level regulatory principles) を公認投資取引所 (Recognised Investment Exchanges, RIEs) ⁵のための現在の UK の枠組みに組み入れることによって、その監督原則を実施するよう提案している。RM として運営することを望んでいる UK の施設は、したがって、かれらが RMs とその運営者に対して、指令の中で定められた条件を満たしていることを請合うために、RIE となることが必要である。(14.1)

RIEs の運営条件の太宗は FSA 規則というよりも規制という形で定められているので、RIEs に対する MiFID の実施は、金融サービス市場法 (FSMA) と公認要件規制 (Recognition Requirements Regulations, RRRs) を変更することによって行われることになる⁶。財務省は、MiFID の UK 法への置換えのための提案に関する諮問を昨年末に開始したが、いくつかの事項については最終的な立場を明らかにしていなかった。この章においてわれわれは、財務省の諮問を、公認清算会社規則およびガイダンスに関する変更提案のベースとして利用している。したがって、財務省提案の変更がわれわれの提案に何らかの決定的な影響を与える余地はまだ残されている。もし変更が必要なら、われわれは、2007 年 1 月に公表を予定しているフィードバック・ペーパーで、その影響について言及する。(14.2)

⁴ MiFID は「取引所 (exchange)」という用語ではなく、もっと広い意味の類似語である「規制市場 (Regulated Markets)」という用語を使用している。

⁵ UK には現在 7 つの RIE が存在する。LSE, Virt-x, LIFFE, LME, ICE, NYMEX Europe, EXD がそれである。

⁶ Schedule 6 of the draft Treasury regulations-amendments to the Financial Services and Markets Act 2000 (Recognition Requirements for Investment Exchange and Clearing Houses) Regulations 2001 (SI 2001/995)を参照

RIEs がわれわれに提出しなければならない情報にかかわるいくつかの規則と同じように、RRRs に関するガイダンスに言及している公認投資取引所および公認清算会社ハンドブック (REC Handbook) へのわれわれのアプローチは、最小限の変更にとどまる。この変更の多くは、テキストの矛盾や重複に重点を置くことになろう。(14.3)

(1) 影響を受ける部門

REC に掲げられている規則やガイダンスは、全ての RIEs、その経営者 (management) および支配者 (controller) に対して適用される。しかし、新たな株式透明性要件は、取引所で株式が取引される場合、特にそれが「アップステアーズで (upstairs)」⁷取引される場合に、株式取引を提供する RMs を運営している UK の RIEs (たとえば、LSE や virt-x) および取引所の会員に影響をおよぼすことになるだろう。(14.4)

(2) 新たな MiFID 要件と変更提案の要旨

ア. 管理、組織、アクセスおよび取引

(a) 規制市場の管理

MiFID は、市場運営者 (market operators) の適合要件 (suitability requirements)⁸を導入している。この要件は、市場運営者を「それにふさわしく、かつ、適切な人物 (fit and proper person)」とするために、現行の公認投資取引所 (RIEs) に対する高度な要件を上回る詳細なものとなっている。MiFID 要件は、認可業者のための承認者および支配者制度と似通ったものになっている。(14.5)

(b) 管理者 (Management)

MiFID は、市場運営者に対して、規制市場の業務と運営を効果的に指揮する者の身元 (identity) について通知するよう求めており、また、われわれは、市場の健全で慎重な運営に関して重大な脅威を引き起こすと考えられる人物の推奨を拒否しなければならない。財務省は、適合性に関する新たな条項を、公認要件規制 (RRRs) に付け加えることを提案した。われわれは、適合性の判断に際して、UK の RIEs におけるキー・パーソンの評判と経験に注意を払うべきであることに言及したガイダンスを、公認投資取引所および公認清算会社ソースブック (REC) に付け加えることを提案している。それに加えて、われわれは、RIEs が経営者の変更案についてわれわれに通知するよう求めている現在の通知規則を変更するつもりである。(14.6)

(c) 支配者 (Controllers)

MiFID は、所有を通じて規制市場の管理に大きな影響を及ぼすことが出来る人物は適格者でなければならないとしている。財務省は、金融サービス市場法 (FSMA) に以下のような新たな条項を入れるよう提案している⁹。

⁷ 「アップステアーズ取引 (upstairs trading)」とは、取引システムの外で行われるが取引所に報告される、取引所会員による取引を指す。

⁸ MiFID 第 37 条 (規制市場の運営要件) および第 38 条 (規制市場の運営に重大の影響を及ぼすものに対する要件) を参照。

⁹ 次の FSMA 新規定を参照。Chapter 1A of Part of FSMA, sections 301(A) - 301 (G) .

- ・ RIE に対する支配 (control) の取得または強化についてのわれわれへの通知を、支配者に対して義務付ける。
- ・ 支配の取得および増加が何を意味するのかを定義する。
- ・ 支配の通知に関連するわれわれの役割 (duty) を定める。
- ・ 現在の支配者に異議を唱えたい場合にわれわれが従うべき手続を設定する。
- ・ われわれの反対を無視して株式が取得された場合に、われわれが当該株式の利用に関して制限を課すことを可能にする手続を確立する。
- ・ 支配の取得に関連する違反行為を定める。(14.7)

財務省によって提案された要件が詳細にわたることを考慮して、われわれは REC に新たなガイダンスを付け加えないことにした。しかし、「支配者」要件の実施の一部として、われわれは、支配の変更をもたらす所有の移転に気づいた場合にはわれわれに通知することを RIEs に委任する条項を付け加えている。この通知は、移転の詳細とともに、当該人物の名前を含んだものでなければならない。(14.8)

また、財務省は、RIE の支配者が MiFID の適合性要件 (suitability requirement) を満たさなければならない、とする現在の規定を変更するよう提案している。(14.9)

諮問を受ける者 (consultees) は次の点に留意すべきである。すなわち、支配者制度に関連する FSMA の規定については、現在、われわれとは別に、財務省による見直しが行われているということである。この財務省による見直しの主たる目的は、業者に対して、UK の認可業者 (authorised person) に対する支配力を取得する、あるいはその支配力を強める (あるいは弱める) 場合には、われわれに通知することを要求するための、より適切な制度を構築することにある。また財務省の見直しは、支配者制度を EU 規制の最小要件 (minimum requirements) に近いものにするという狙いもある。さらに、欧州委員会は、他の分野の指令と共に、MiFID の支配者に関する要件を見直すように提案したいと考えている。財務省および欧州委員会の主導による見直しのスケジュールは、どちらもはっきりしていない。この見直しはどちらも、RIEs に適用されている支配者制度より広範なものになると思われるが、それにもかかわらず、MiFID のもとで RIEs に適用されるであろう支配者制度に対して、影響を及ぼすことになるかもしれない。かれらの見直しの結果、われわれの規則やガイダンスの変更が必要であるか望ましいということになった場合には、われわれはそれを適切な時期に諮問するつもりである。(14.10)

(d) 規制市場へのアクセスと規則の遵守についての監視 (Access to Regulated Markets and monitoring of compliance with rules)

MiFID のもとでは、規制市場 (RMs) は、客観的な基準 (subjective criteria)、アクセスおよび会員権の管理 (governing access and membership) にもとづいて、透明性規則と無差別規則 (non-discriminatory rules) を定め、それを維持しなければならない¹⁰。

¹⁰ MiFID 第 42 条 (個別規制市場へのアクセス) を参照。

また MiFID は、UK 以外の加盟国の証券業者や信用機関が、UK による追加的な規制ないしは実務上の要件を受けることなく、UK の RMs にアクセスする権利を持つとしている¹¹。財務省は、公認投資取引所 (RIEs) に対して、UK 以外の加盟国の業者を UK の業者と同じように、かれらの RMs に直接・間接に受け入れることを命じる規定を公認要件規制 (RRRs) に導入してこの義務を反映させようとしている¹²。RIEs はまた、かれらの RMs の会員リストをわれわれに提示する必要がある。われわれは、公認投資取引所および公認清算会社ソースブック (REC) のガイダンスを、RRRs に導入される新たなテキストとの重複や矛盾を取り除く方向で、変更するつもりである。(14.11)

さらに、MiFID は、RMs に対して、かれらの会員の規則遵守状況を定期的に監視する手続を確立し、市場の不正 (market abuse) を内包しているかもしれない異常な取引状況や行為を見つけ出すよう求めている¹³。UK の RIEs は、すでにそのような手続を確立していると見られており、財務省は、MiFID の規定をよりよく反映させるように、現在の要件の内容を変更することを提案している¹⁴。(14.12)

(e) 組織要件 (Organisational requirements)

MiFID は、RMs に対する組織要件を設定している¹⁵。これらの条件は、RIEs にも適用されることになりそうだ。大まかに言えば、これらの要件は、既存の公認要件に極めて近い。しかし、財務省は、MiFID のテキストにもっと近づけるために、いくつかの変更を提案した。その提案は、RIEs に対して、以下の事項を要請する内容となっている。

- RIE 相互間、その所有者とその市場の重要な機能との間に利益相反が生じる可能性を識別してそれを管理するための手続を有すること。
- その運営に関する重要なリスクをすべて識別し管理するだけでなく、それを緩和するための仕組み (system) と管理者 (controls) を有すること。
- RIEs のシステムの技術的な操作 (施設の破損についての付随的取り決めを含む) のための効率的な仕組みと管理者を有すること。
- 公正かつ規則正しい取引 (fair and orderly trading) を提供し、注文の効率的な執行のための客観的な基準を確立する透明性規則と無差別規則および手続を有していること。
- RIE で執行される取引の種類や規模、取引が抱えるリスクの範囲や大きさを考慮した十分な財務基盤 (sufficient financial resources) を有していること。(14.13)

われわれは、MiFID のもとで、RMs のリスクをリストアップし、そのリストを他の加

¹¹ MiFID 第 33 条 (規制市場へのアクセス) を参照。

¹² 以下を参照。New paragraph 7B(4) and paragraph 4(2)(a) of the Schedule to the RRRs.

¹³ MiFID 第 43 条 (規制市場の規則およびその他の法的義務の遵守状況の監視) を参照。

¹⁴ 変更内容については以下を参照。Paragraph 4(2)(f) and 8(1) of the Schedule to the RRRs.

¹⁵ MiFID 第 39 条 (組織要件) を参照。

盟国および欧州委員会に回送することを求められている¹⁶。欧州の義務（European obligations）に適合するうえで、われわれの手助けとなるように、われわれは、新たな RM の運営を企てている RIE、あるいは既存の RM への接近を企てている RIE が、かれらの提案を会員または株主に説明する際には、われわれにも同時にそれを伝えるように要求したいと考えている¹⁷。われわれはまた、RIEs の新たな多角的取引施設（MTF）の開設計画あるいは既存の MTF の閉鎖についても同様の通知を要求したいと考えている。（14.14）

(f) 取引の許可（Admission to trading）

MiFID は、RMs に対して、取引を許されている（デリバティブ契約を含む）金融商品が、公正で、規則正しく、そして効率的な方法（fair, orderly and efficient manner）で売買されるべく、明快で透明な規則を設定するよう要請している¹⁸。それはまた、RMs が異なるタイプの金融商品の取引を認められた時に考慮すべき基準も設定している。これらの基準の厳密な内容（exact nature）は、商品によって異なる。公認要件規制（RRRs）の基準は、この分野における MiFID 規定のすべてをカバーするには十分とはいえない。そこで、財務省は、MiFID 要件のすべてを RRRs に盛り込もうとしている¹⁹。われわれの現在のガイダンスは、これらの規定の多くをカバーしているので、われわれは、RM での取引許可に関して、現在のガイダンスのどの部分がもはや適用に値しないかを明確にするよう提案している。（14.15）

さらに、これも MiFID の取引許可要件から派生したものだが、財務省は、RMs に対して、RM での取引が許されている証券の発行者が、欧州の公表義務に合致していることを実証するための効果的な手続を確立し、維持することを求める新たな規定を RRRs に導入するよう提案した。われわれは、このような新たな義務をガイダンスに付け加えることを提案していない。（14.16）

(g) 商品の取引差し止めと取引からの除外（Suspension and removal of instruments from trading）

MiFID は、監督当局が、金融商品の取引を差し止め、あるいは取引から除外する権限を持つべきだとしている²⁰。金融サービス市場法（FSMA）は、現在、われわれにそのような広範な権限を付与していないので、財務省は、以下のような新たな規定を導入しようとしている²¹。

- ・ 公認投資取引所（RIE）、証券業者あるいは信用機関に対して、取引の差し止め、取

¹⁶ MiFID 第 47 条（規制市場のリスト）を参照。

¹⁷ 公認投資取引所および公認清算会社ソースブック（REC）3.14 A を参照。

¹⁸ MiFID 第 40 条（金融商品の取引認可）および MiFID 実施細則第 35 - 37 条を参照。

¹⁹ 以下を参照。New paragraph 7(A) of the Schedule to the RRRs.

²⁰ MiFID 第 4 条（定義）1 項第 2 パラグラフ、第 41 条（金融商品の取引停止または廃止）2 項、第 50 条（監督当局に付与される権限）2 項および第 50 条 2 項(k)を参照。

²¹ FSMA の新規定第 292 条 A および第 313 条 A - C を参照。

引からの除外を求める権限をわれわれに付与するための規定。

- ・ 差し止めあるいは除外の手続に関する規定。
- ・ UK 以外の EEA 国の監督当局が商品の取引を差し止め、あるいは取引から除外したとわれわれに通知してきた場合には、われわれが、すべての RIEs および MTFs に対して、商品取引の差し止めを要求する（それが投資家の利益あるいは金融市場の通常の機能を損なわない限り）ことを求める規定。
- ・ 金融商品の取引を差し止めあるいは取引から除外するために RIE によって採られたすべての行動について、他の EEA 国の関係当局に通知することを、われわれに対して要求する規定。(14.17)

MiFID はまた、RM に対して、それが投資家あるいは市場の通常の機能に損害を与えない限り、規則に適合しない金融商品の取引を差し止め、あるいは取引から除外するよう規定している。財務省は、RM がこの権限を執行すべきでない状況を明確にする方向で、公認要件規制（RRRs）を変更するよう提案している。(14.18)

指令は、取引差し止めおよび取引からの除外を公表するためのいくつかの手続要件を設定している。たとえば、RIEs は、RM における差し止めと除外のすべてについて公表し、われわれに通知しなければならない。われわれへの通知に関しては、新たな通知規則を策定するために²²、われわれは FSMA のもとで付与された既存の権限²³を活用するつもりである。われわれが RIE から通知を受け取ったときには、他の EEA 国の監督当局にそれを通知する。同様に、われわれが UK の RM において商品の取引を差し止め、あるいは取引から除去する場合には、われわれはその決定を公表し、また他の加盟国の監督当局に通知しなければならない。(14.19)

(h) 業者と市場運営者による中央カウンターパーティーへのアクセス（Access by firms and market operators to central counterparties）

MiFID は、他の加盟国からの証券業者のために、中央カウンターパーティー、つまり、清算および決済施設（clearing and settlement facilities）にアクセスする権限を、また、RM で取引するときには、取引を決済するためのシステムを指定する権限を定めている²⁴。財務省は、RRRs に以下のような新たな規定を導入しようとしている²⁵。

- ・ 中央カウンターパーティー、つまり、清算および決済施設を提供している公認投資取引所（RIE）や公認清算会社（RCH）に対して、これらの施設へのアクセスを統治する透明性規則や無差別規則を作り、EEA のどこかで認可を受けた適格 EEA 証券業者および信用機関が、UK 業者とまったく同じようにこれらの施設にアクセスが出来る

²² REC 3.14.2A および REC 3.152A R を参照。

²³ FSMA 第 293 条（通知要件）を参照。

²⁴ MiFID 第 34 条 中心的なカウンターパーティー、清算・決済の手続に関する規則 を参照。

²⁵ 以下を参照。New paragraphs 7(C&D) and 21(A) of the Schedule to the RRRs.

ようにすることを求める規定。ただし、RIE も RCH も、純粋なコマーシャル・ベースに則って、施設の利用を拒否することが出来る。

- ・ リンクがすでに存在し、金融市場の円滑で整然とした機能が確保されている場合には、利用者あるいは会員に対して、取引のために選んだ決済施設が何であろうともその利用を認めるための RIE の規則を要求する規定。(14.20)

財務省が提案した MiFID 実施のための法的変更を考慮して、われわれは、施設へのアクセスを管理する REC のガイダンス²⁶が、証券業者および信用機関に対してもはや適用されないことを明確にするよう提案している。(14.21)

最後に、MiFID のもとでは²⁷、われわれは、RIE が他の加盟国の中央カウンターパーティー、つまり、清算会社あるいは決済システムと適切な契約を結ぶことを妨げることにはできない。われわれは、それが、当該 RIE の規則正しい機能 (orderly functioning of that RIE) を維持するために明らかに必要な場合にのみ賛同するつもりである。また、われわれは、EEA 域内の他の規制機関によって、そのようなシステムに関する権限にもとづいて、すでに実施されている監督にも考慮を払うよう求められている。(14.22)

イ．取引前透明性 (Pre-trade transparency)

(a) 一般的な義務 (General obligations)

現在、UK の公認投資取引所 (RIEs) は、かれらの施設において行われている業務が、規律正しいやり方で、投資家に妥当な保護をもたらすように実行されていることを保証しなければならない。UK の RIE がこの要件を満たしているのかどうかを見極めるに際して、われわれは、市場慣行や RIE によって運営されている取引システムを考慮に入れつつ、(何よりもまず) 取引前透明性の程度に注意を払うことになる。(14.23)

MiFID はこれよりもはるかに先に進んでいる²⁸。買値と売値 (bid and offer prices) 個別銘柄²⁹の取引についての関心の度合いに配慮しつつ、どのような取引システムでそれが取引されているかということに応じて、RMs がどのような情報を公開しなければならないかを明確に設定している。これらの要件については、次ページの表 1 を参照されたい。(14.24)

ウ．非適用³⁰ (Waivers)

MiFID は、われわれに対し、特定の市場モデル、注文の種類、注文の規模について、

²⁶ REC2.7.3G を参照。

²⁷ MiFID 第 46 条 中心的なカウンターパーティー、清算・決済の手續に関する規則 を参照。

²⁸ MiFID 第 44 条 規制市場のための取引前透明性要件 および MiFID 実施細則第 17 条 顧客の金融資産の預託 を参照。

²⁹ MiFID の透明性要件は、規制市場での取引が許されている株式に適用される。換言すれば、それは代替的投資市場 (Alternative Investment market, AIM) の株式には適用されない。なぜなら、それらはロンドン株式市場で取引されているが、ロンドン株式市場の規制市場での取引は認められていないからである。そのうえ、MiFID は、会社の株式に限り適用されるのであって、株式に関する預金の受入にまで適用範囲が広がることはない。取引所で取引されているファンドは MiFID の透明性要件の対象になる。

³⁰ waiver は、直訳すれば「放棄」であるが、この CP では、「要件等の非適用」という意味で使用されているので、「非適用」という表現にした。

一般的要件を満たすための RMs の義務を非適用とする (waiver) ことを認めている³¹。しかし、われわれがこれらの非適用を行う場合には、追加的な要件を課することは許されていない。そのうえ、われわれが非適用を行うとすれば、それは、全ての RMs (MTFs 業者が取引する OTC を含む他の取引執行場所も同様に) に対する包括的な非適用でなければならない。(14.25)

表 1 取引前透明性要件

システムのタイプ	システムの内容	第 17 条にもとづいて公表すべき情報
継続的オークション注文板取引システム (Continuous auction order book trading system)	注文板 (order book) と、人手による売買仲介なしに継続性の上に立った最良の価格を基準として運営される取引アルゴリズム (trading algorithm) を利用するシステム	少なくとも 5 つの最良価格水準 (買値、呼値) において、かれらが表示する注文総数および株式総数
気配値で動く取引システム (Quote-driven trading system)	取引が、利用者にとって継続的に利用可能な業者の気配値をもとに締結され、マーケット・メーカーに対して、取引可能な規模 (commercial size) で、またかれらが負担するリスクの範囲内で取引できるように会員と参加者のニーズをバランスさせる規模での気配値を維持するように要求するシステム	当該株式について、各マーケット・メーカーによって提示される最良の買値および呼値とその価格での取引高 (volumes)
定期的オークション取引システム (Periodic auction trading system)	定期的なオークションと、人手を使わずに運営される取引アルゴリズムをベースに注文をマッチさせるシステム	取引アルゴリズムをもっとも満足させるオークション取引システムでの価格とその価格で執行される可能性のある取引高
上記のシステムによってカバーされない取引のシステム (Trading system not covered by first three rows)	上記システムの 2 つ以上に該当するハイブリッドシステム、あるいは、価格決定プロセスが、上記 3 システムに適合するプロセスとは異なるシステム	注文ないしは気配値のレベルと取引への関心度。とくに、5 つの最良買値、呼び値水準と、価格発見メカニズムの特性がそれを許す場合には、当該株式における各マーケット・メーカーの双方向の気配値

出典：MiFID 実施細則、付録 表 1

MiFID は、われわれに対して、以下に掲げた 4 つのタイプの非適用を認めている。

³¹ MiFID 第 44 条第 2 項および MiFID 実施細則第 18 条から 20 条 顧客ファンドの預託、顧客の金融商品の利用、外部監査人による報告書 を参照。

- ・ 価格が、他のシステム（同じ RM によって運営されるシステムを含む）によって形成された価格を参照することによって決定されるクロッシング・システム（Crossing system）。この非適用は、当該参照価格が広く公開され、市場参加者に適切な参照価格として認められるシステムに限って認められる。
- ・ 株式の相対取引（negotiated transactions）を組み込んだシステムで、以下の取引を提供するもの。

当該株式の注文板（order book）ないしはマーケット・メーカーの気配値を反映した、その時点における最新の出来高加重スプレッド（current volume-weighted spread）またはその範囲内で、あるいは、当該株式が常に取引されていない場合は、RM によって決められた適切な参照価格の範囲内で行われる取引

当該株式の最新市場価格以外の価格について、いくつかの条件に従う取引（たとえば、出来高加重平均価格取引）

- ・ 規制市場によって運営されている注文管理施設に保有されている注文で、市場への公表が未決定のもの。
- ・ 通常の取引規模（normal size）を上回る取引（ブロック取引）³²。これは、通常の市場サイズを超える取引は往々にして通常サイズの取引とは別の形で行われるという認識による。通常の注文を上回ることが公開されれば、それは、当初の発注者に反する形で、おそらく狙いをつけた相手との個別取引で獲得できたであろう取引執行を、もっと悪い形で実現する方向に市場を動かすことになるだろう。非適用を正当化する注文の規模は、日々の平均取引高で計測される当該株式の流動性によって異なるが、その基準点は MiFID において設定されている³³。（14.26）

財務省は、RM_s に対して非適用を認める 要件等の非適用を認める 権限をわれわれに付与するための条項を FSMA に導入しようとしている³⁴。われわれは、公認投資取引所および公認清算会社ソースブック（REC）に、付加的なガイダンスを追加するつもりはない。むしろ、われわれは、もはや株式には適用されないということを明確にする方向で、現在の REC ガイダンス³⁵を変更するよう提案している。（14.27）

さらに付け加えるならば、われわれは、われわれの新たな権限を、一般的な取引前透明性の非適用に利用することを提案している。クロッシング・システム、相対取引を組み込んだシステム、注文管理施設に保有されている取引がそれである。MiFID において

³² MiFID は通常の取引規模そのものを定義しているわけではないが、通常規模を上回るとみられる取引の基準（threshold）を定めている。

³³ MiFID 実施細則付録 の表 2 を参照。ユーロ表示の MiFID 基準点および注文の最小適格規模（minimum qualifying sizes of orders）は、UK の規制市場での取引が認められている各株式の日々の平均回転率の公表時間における為替レートを使って、スターリング・ポンドに置き換えられることになる。

³⁴ FSMA の新規定第 268(4B)を参照。

³⁵ REC 2.6.6G および 2.6.7G を参照。

説明されている条件に合致するブロック取引についても同様である。(14.28)

エ．影響（Implications）

実際のところ、新しい MiFID の取引前透明性義務は、取引に係わる現行の注文板および気配値主導の取引システムに対して、追加的な情報公開を促すということにはならないだろう。なぜなら、現在の株式取引規則と市場慣行は、すでに MiFID が公開を求めている情報を網羅しているからである。(14.29)

公認投資取引所（RIE）は、規制市場（RM）で行われている全ての株式取引が、上記で概説した 4 つの非適用のうちのいずれにも該当しない場合には、その取引が MiFID の取引前透明性要件を満足していることを保証する必要がある。われわれが容認する非適用のうちの一つでも利用するかどうかの選択は、RMs に委ねられている。MiFID はまた、RMs がより煩雑な取引前透明性要件（たとえば、通常の市場規模と比べて規模が大きいことを判定するための基準となる注文の最小規模をより高く引き上げる）を課すことは認めているが、逆に、より簡素化された要件を採用することは認めていない。RIE は、かれらの監督当局に対して、非適用のうちのどれかを活用するつもりがあるのかどうか、活用するとすれば、より煩雑な要件を加えようとしているのかどうかについて報告することを期待されている。(14.30)

UK の RMs 規則の下で成立している業務の多くは、すでに MiFID の取引前透明性要件を満たしており、そうでないとしても、上述した非適用のどれかを巧みに利用することが可能である。しかし、現在、取引所業務あるいは RM 業務（on-exchange and on-RM business）として分類されているいくつかの取引については、何らかの改定なしには、MiFID の要件には適合しないとみられる。(14.31)

これらの取引としては、種々の気配値要求（Request for Quote, RFQ）手続ないしはシステムを通じて行われる流動株式（liquid shares）の取引が挙げられよう。ここで言うシステムには、要求に応じて通常電子的な手段で気配値を提供するディーリング業者によって運営され、UK のリテール注文のほとんどを執行しているシステムが含まれている。このモデルは、流動株式に関しては、現在、MiFID の要件を満たさないはずである。というのは、当該株式における気配値要求（RFQ）システムの運営者は、かれらの気配値を公表せず、また、相対取引非適用（negotiated trade waiver）を利用できないからである。MiFID によってカバーされていない RFQ モデルの他の側面については、引き続き RM 規則の対象となるだろう。(14.32)

MiFID は、相対非適用（negotiated waiver）の利用について、いくつかの条件を適用している³⁶。相対取引施設（negotiated trade facility）を提供している RM は、RM ないしは MTF の外で執行される場合に適用されるはずの気配値提供の義務（quoting obligations）を非適用にするために行われる取引のために、業者がその施設を利用することを許さないだろう。(14.33)

³⁶ MiFID 実施細則序文 14 を参照。

大まかに言えば、これは、流動株式についての顧客注文を組織的に店内で自己執行する証券業者は、標準市場サイズ（standard market size, SMS）を下回る規模の当該株式の取引について気配値を提供するという義務を非適用するために相対非適用を利用することはできないだろうということを意味している。したがって、公認投資取引所（RIEs）は、かれらの手続が、相対取引（bilateral transactions）を正式なものとしているシステムに関するこの特別な制約に適合していることを保証する必要がある。これは、たとえば、MiFID の要件にしたがって、SMS（価格と出来高を含む）以下の流動株式の気配値のための追加的な表示設備を提供することによって実現されることになる。（14.34）

さらに大まかに言えば、RIEs は、相対取引非適用の条件に合致しない取引が、規制市場の取引前透明性要件に適合していることを保証する必要がある。RIEs は、たとえば、取引所における継続的な気配値の公表を求められる登録マーケット・メーカーとして認められる業者であると看做されうる。MiFID は、RMs に対して、引き続き、それが価格形成プロセスの一義的な機能を損わない限り、これらの公表気配値を上回る価格でマーケット・メーカーが取引可能なモデルを、かれらが運営することを認めることになる。（14.35）

一方、業者は、プリンシパル業務としてではなく、代理業者（agent）としてこれらの取引を執行し、また、その取引を注文板（order-book）で、あるいは第三者であるマーケット・メーカーとの間で締結することを選択することが出来る。他の選択肢は、業者が、取引所の外で、規制市場の施設の外でこれらの取引を行うことである。その場合、OTC 取引に適用される取引前透明性要件が、必要に応じて適用されることになる。（14.36）

オ．取引後透明性（Post-trade transparency）

取引前透明性と同様に、公認投資取引所（RIE）の施設を使って行っている業務が、規則正しい方法で実行されているかどうかを見極める際に、われわれは、RIE がその市場において取引後透明性を十分に提供しているかどうかを考慮する。その際、われわれは、取引商品の種類と流動性、市況、取引規模、市場参加者のタイムリーな価格情報へのニーズばかりではなく会員および顧客の匿名性維持へのニーズにも配慮する。（14.37）

これに比べれば、MiFID 要件は、はるかに細かいものであり、個々の取引について、規制市場はどのような情報を公表しなければならないかを、厳格に特定している³⁷。基本的な義務は、取引の価格、出来高、時間、そして取引の場所を公表することである。UK の RIEs は、すでに、かれらの RMs で取引される株式に係わる情報を公表している。RMs は、もし取引に問題があれば、より詳細な情報を公表しなければならない。たとえば、株式の取引が、当該株式の市場評価以外の要因（ポートフォリオ取引、出来高加重平均価格による取引など）で決定されているときには、RMs はそれを指摘すべきだということになる。かれらはまた、取引が相対取引であるかどうかを指摘しなければならない。（14.38）

³⁷ MiFID 第 45 条（規制市場のための取引後透明性要件）および MiFID 実施細則第 4 章（最終規定）を参照。

MiFID はまた、RMs に対して、取引の詳細を、取引が行われた後、出来るだけリアル・タイムに近く、しかも 3 分を超えない時間内に公表するよう求めている³⁸。取引が通常の RM の取引時間外に行われた場合には、取引の詳細情報は、翌取引日の RM 開場前までに、公表されることになる。これらの要件は、UK における現在の市場慣行と一致している。(14.39)

MiFID は、通常の市場サイズよりも大きな特定の取引に関して、RMs が情報の公表を遅らせることを認める権限を、われわれが持つことを認めている。そのためには、取引は、自己勘定で取引を行う証券業者と当該業者の顧客の間で行われなければならない。指令は、その種の取引の公表を遅らせることを認めている。というのは、この種の取引は、完全に透明な状況の中では、効率的に執行することが容易ではないからである。とりわけ、顧客の大きな取引を容易にするために、自己のリスクで資本を投入している媒介業者 (intermediary) は、少なくともそのリスクの一部を解除する時間を確保する前にそのポジションの詳細が公表される場合には、不利益を被ることになる。(14.40)

新たな規則の狙いは、業者がそのリスクを徐々に減らすために当然に必要な場合以外には、遅延は許されないということを確認にするという点にある。つまり、公表の遅延が許される最小の取引サイズは、遅延の長さと同様に、当該株式の流動性の程度によって異なる。この場合の流動性は、当該株式の日々平均出来高 (average daily volume) によって計測されることになる。(14.41)

RM が公表の遅延を認められ、それを選択する場合には、より高度な基準を設定することが求められ、また MiFID で設定されている遅延期間³⁹より短くしなければならない。(14.42)

ブロック取引に関連する UK の取引慣行の特徴の一つは、業者が、株式取引所によって許可された遅延を利用していないということである。それは特に、より流動性の高い証券の取引において顕著である。MiFID が施行された後、業者がどのような行動をとるかについては予測困難ではあるが、より困難な市場の状況のなかで、業者がそのリスクポジションを守るために「必要である限り」において、引き続き遅延報告の利用が出来るようにしたいと考えている可能性がある。しかし、業者がすぐに MiFID のサイズ基準を超える取引を公表できるかどうかは、RMs (同様に MTFs その他の公表機関) が、業者に対して、取引を遅滞なく公表することに関して、柔軟性を提供するかどうかにかかっている。業者に公表遅延についての選択権を与えることは、現在の慣行に適うものであり、望ましいことであろう。したがって、われわれは、それが会員の意向である場合には、技術的には公表遅延の資格がある取引の即時公表を促進するために、RMs がブロック取引施設を引き続き提供することを奨励している。(14.43)

財務省は、これらの尺度に関して、金融サービス市場法 (FSMA) に新たな条文を導入

³⁸ 制限時間の 3 分近辺で情報が開示されるのは、システム上の制約からそれより早い開示が出来ないという例外的な場合に限られる。

³⁹ MiFID 実施細則付録 表 4 を参照。

する予定である⁴⁰。われわれは、公認投資取引所および公認清算会社ソースブック(REC) に追加ガイダンスを付け加えるつもりはない。むしろ、われわれは、既存のガイダンス⁴¹ について、RM での取引が許されている株式には適用しないことをはっきりさせるように変更することを提案している。(14.44)

われわれは、RMs による取引詳細情報の遅延公表を可能とするように、われわれの権限を利用することを提案している。(14.45)

カ．取引前および取引後透明性情報の公表 (Public availability of pre and post-trade transparency information)

何が公表されなければならないかということに加えて、MiFID は、取引前および取引後透明性の公表に関する手続きが、特定の条件を満足させなければならないとしている⁴²。これについては後の第 16 章で概説する。(14.46)

キ．RIEs に望むこと

MiFID 要件は、概して公認投資取引所 (RIEs) が統治している現在の制度に似通っており、われわれは、この段階において、追加的な手続きが必要であるとは見ていない。このため、RIEs は、2007 年 11 月 1 日以降、MiFID に置き換えるために必要に応じて変更される認可要件 (recognition requirement) を満足させることが期待されている。RIEs が注意する必要のある分野の一つは、かれらの規則および手続と改定認可要件規定 (amended RRRs) との整合性 (consistency) である。改定 RRRs は、RIEs 施設への入会とアクセス、また、清算および決済に関する他の加盟国からの会員の権利を管理する規定である。(14.47)

また RIEs は、規制市場 (RM) での取引が許されている株式の取引の透明性についての、変更され、より詳細になった認可要件に合致するかれら自身の規則を策定する必要があるだろう。とりわけ、かれらは、主要な取引システムの外における当該株式の取引が、取引前透明性を満足しているかどうかを考慮する必要があり、また、完結した取引の遅延公表についての現在の手続を認可要件に適合させる必要があるだろう。これに関連して、かれらは、相対取引 (negotiated transaction) やクロッシング・システム (crossing system) についての透明性に係わる利用可能な非適用 (waivers) を利用するつもりがあるかどうか、そのような非適用が MiFID の条件を必ず満たすための規則や手続はどういうものでなければならないか、そして、かれらが遅延公表制度を設立するつもりがあるかどうか、について考慮する必要があるだろう。(14.48)

また、RIEs は、われわれがガイダンスを発出していない RRRs の分野で、かれらがコンプライアンスを実証できることが確実な RRRs の新たな分野についても心に留めておくべきである。その一つの事例として、取引が許された譲渡可能証券の発行体が、(関連する) 共同体法 (Community law) に従っていることを証明する実効的な手続を RIEs

⁴⁰ FSMA の新規定第 286 条(4D)を参照。

⁴¹ REC2.6.6G および REC2.6.7G を参照。

⁴² MiFID 実施細則第 32 条 (顧客の金融商品あるいは顧客ファンドの保護を考慮した情報要件) を参照。

が確立する、という要件を挙げることができる⁴³。(14.49)

15 多角的取引施設 (Multilateral Trading Facilities)

この章では、多角的取引施設 (MTF) の運営者に影響を与えるであろう MiFID の実施によって生じる変更について諮問する。MiFID は、MTFs の運営者に対して、公正かつ規則正しいやり方で市場を運営するよう求めている⁴⁴。MiFID は、MTF の運営者に対して、かれらがいかにして市場と利用者に提供する情報を組織化するかということに関する要件を課すことによって、それを確実にしようとしている。それに加えて、MiFID は、MTFs の運営者に対して、かれらのサービスを国境を超えてパスポートするよう規定している。

(15.1)

(1) 影響を受ける部門

MiFID 要件は、かれらのシステムにおいて取引される資産クラスに係わりなく、すべての MTF 運営者に対して適用される。規制市場 (RM) での取引が許されている株式の取引に関する詳細な透明性要件も存在する。その要件には、MTFs の利用者に対する実施要件も含まれている。(15.2)

(2) MiFID の要件と変更提案の要旨

ア．MiFID から生じた大きな変更 (Broad changes arising from MiFID)

すべての MTF 運営者に適用される MiFID 要件は、われわれのハンドブックの中のガイダンスにおいて言及されている代替的取引システム (ATSs) の運営者のための現在の体制を正式なものとし、それをある程度拡張するものである。MTF が証券業者によって運営されている場合、当該業者は、すべての証券業者に影響を与えるかもしれない追加的な変更にも適合しなければならない。これらの変更がビジネス行為要件に関連するものである場合、2006 年 10 月に公刊が予定されている改定ビジネス行為規定 (Reforming COB Regulation) に関するコンサルテーション・ペーパーにおいて取り扱われることになる。(15.3)

MTF に特有な MiFID 要件は、そのほとんどが、ATS 運営者に対する FSMA パート 4 許可およびそれに関連するガイダンスに掲げている要件と同じ内容である。しかし、少数ではあるが重要な違いもある。MiFID は、証券業者および市場運営者 (たとえば RMs の運営者) の双方に対して、MTFs の運営を認めている。これは、RIEs によって運営されているシステムを ATSs とは認めないというわれわれの現在の規制の枠組みとは異なっている。財務省は、RIEs によって運営される MTFs に対する MiFID 要件を置き換える責任を負っている。同省は、MTFs を運営している RIEs の認可要件について、MiFID のもとでの MTF 要件に合致させるよう提案している。重複を避けるために、われわれは、指令の要件に適合しているかどうかを決定する際に、同等の認可要件の遵守に配慮する

⁴³ MiFID 第 40 条 (金融商品の取引認可) を参照。

⁴⁴ MiFID 第 14 条 (MTF における取引プロセスと取引の完結) を参照。

ことを明記したガイダンスを、公認投資取引所および公認清算会社ソースブック（REC）に導入するよう提案している⁴⁵。（15.4）

証券業者によって運営されている MTFs の場合、鍵となる包括的な変更は、ハンドブックのテキストのほとんどが、ガイダンスから規則に切り替えられるということである。われわれは、指令がすべての MTF 運営者に対する統一的な要件（透明性の取り決めに関するものを除く）を定めるものであることを前提にすれば、この変更が MiFID 要件実施のためのもっとも明快な方法であると信じている。しかし、われわれは、株式発行市場を運営する MTF 運営者に対して、われわれが、いくつかの MiFID 要件を満たすことをどれほど望んでいるかをはっきりさせるために、かれらに対する独自の認可要件は維持したいと考えている。（15.5）

透明性要件は、2004 年に、ATS 制度の実施の一部として確立されている⁴⁶。これらは、たとえば、株式以外の金融商品が ATS で取引され、まったく同じ、あるいはきわめて似通った商品が UK の RIE、RM あるいは EEA の商品市場でも取引されている場合には、ATS 運営者に対して、それら商品の取引後情報を公表するよう求めている。われわれはまた、ATS 運営者に対して、RM での取引が許されていない株式のための取引施設を提供するという取引前および取引後透明性要件を課している。われわれは、引き続き、これらの透明性要件を、公正かつ秩序正しい取引のための適切な取り決めに必要な要素であると考えており、MiFID のもとでも、それらが MTF 運営者によって維持されることを期待している。そのためにわれわれは、われわれの期待に言及し、置き換えられた公正かつ規則正しい取引に関する MiFID 規定を周知させるためのガイダンスを導入するよう提案しているところである。われわれは、われわれの現行規定によってカバーされている ATS 運営者にとって、実際には、それほど大きな変更はないものとみている。（15.6）

イ．取引プロセスと取引の完結（Trading process and finalization of transactions）

MiFID は、MTF における取引プロセスと取引の完結に係わるいくつかの要件を導入している。それらの要件の一つは、MTF 運営者に対して、かれらの施設へのアクセスを管理する透明性規則（RMs が要求されているものと同じ規則）とこれらの施設で取引することの出来る金融商品を定めるよう求めている。かれらはまた、金融商品の取引を停止または除外するようというわれわれの指示には、直ちに従わなければならないだろう。ATS 運営者の中には、かれらのシステムで取引するのは誰か、またどのような商品を取引するかを適切に判断するための方針をすでに定めている者もいる。したがって、MiFID 要件は、これらの運営者に対して大幅な変更をもたらすものではないとみられる。（15.7）

MiFID はまた、MTF 運営者に対しては、かれらのシステムを通じて行われる取引の決済を促進するために、必要な手続を整えるよう求めている。運営者は、利用者に対して、

⁴⁵ REC2.16A.2 を参照。

⁴⁶ CP153 Alternative Trading System, October 2002. を参照。

決済を行うためのかれら各自の責任を明確にしなければならない。MiFID は、MTF 運営者に対して、中央カウンターパーティー、清算会社および他の加盟国の決済システムとの間で取り決めを行うことを許容している。われわれは、それが MTF の通常の機能を維持するうえで必要であり、また、指令によって定められた決済システムの要件⁴⁷を配慮して必要である場合には、MTF の運営者がそのような取り決めに参加することを阻止することが出来る。(15.8)

(3) 取引前透明性

ア．一般的な義務

UK の ATS 運営者は、彼らの施設を通じて行われる業務が公正かつ規則正しいやり方で行われている事を実際に裏付けなければならない、また、その一部として、利用者に対する気配値や注文についての十分な情報を提供しなければならない。この要件は、株式のみにとどまらず、あらゆる資産クラスに適用される。ある種の市場モデル(たとえば、参照価格クロッシング・システム)については、非適用が認められている。(15.9)

MiFID 要件は、MTF 運営者が RM での取引が許されている株式の市場を提供している場合には、もっと広範囲に及ぶ⁴⁸。それらは、MTFs 運営者によって提供されているシステムで取引される個別の株式(RM での取引が許されている)についてどのような情報が公表されなければならないかを厳格に定めている。これらの要件は、RM の運営者に対する要件と同じである。その詳細については、前掲の表 1 を参照されたい。(15.10)

(4) 非適用

MiFID は、われわれが、特定の市場モデル、注文の種類および注文の大きさに関して、MTF の運営者の取引前透明性要件を非適用にすることを認めている。承認しうるさまざまな非適用については、14.26 で概説している。これらは、UK における株式の取引場所ですでに認められている非適用のさまざまなタイプを幅広く反映している。監督当局が非適用を許諾しうる条件は、14.25 に記述したとおりである。とりわけ、3 つの取引場所(RMs、MTFs および OTC)については、非適用が認められなければならない、第 14 章で述べたとおり、われわれは、ゆくゆくはそれを認めるということになりそうだ。(15.11)

(5) 取引後透明性

取引前透明性と同様に、われわれは、その施設を利用して行われる業務が公正かつ規則正しいやり方で行われているかどうかを判定する際に、UK の ATS 運営者の市場において十分な取引後透明性が確保されているかどうかを考慮している。それを行うにあたって、われわれは、取引されている商品の種類と流動性、市場の状況、取引の規模、市場参加者にとってのタイムリーな価格情報の必要性と同様に、会員や顧客の匿名性保持の必要性も考慮に入れている。MiFID は、RMs で取引される株式の市場を運営している MTFs に対する取引後透明性については、もっと厳格で詳細な要件を定めている⁴⁹。その要件は、RMs

⁴⁷ MiFID 第 34 条および第 35 条を参照。

⁴⁸ MiFID 第 29 条 (MTF の取引前透明性要件) および MiFID 実施細則第 4 章 (最終規定) を参照。

⁴⁹ MiFID 第 30 条 (MTF の取引後透明性要件) および MiFID 実施細則第 4 章を参照。

の運営者に対する要件と同じであり、また、要件が非適用とされる条件も同じである⁵⁰。
(15.12)

(6) 取引前および取引後透明性情報の公表

何が公表されなければならないかということに加えて、MiFID は、取引前および取引後透明性の公表に関する手続きが、特定の条件を満足させなければならないとしている⁵¹。これについては後の第 16 章で概説する。(15.13)

(7) MTFs を運営する証券業者に対する資本要件

資本金要件指令 (CRD) は、MiFID によってカバーされるサービスを提供しているすべての業者に対して適用される。これには、MTFs を運営している証券業者も含まれる。CRD は 2007 年 1 月 1 日に施行されることになっており、現在の適正資本金指令 (CAD) は改定されることになろう。2007 年 11 月 1 日以降、業者は MTF 運営者としての立場において、改定 CAD 要件の対象となるだろう。それまでは、業者は、以下に述べるように、運営以外の業務について、改定 CAD の対象とされることになりそうだ。投資サービス指令 (ISD) のもとでは、ATS の運営は投資サービスの範疇には入らず、したがって、当該施設の運営者は、かれらがその他の適格な業務 (eligible activities) を行う場合においてのみ、CAD 資本要件を満たすことが求められていた。とくに、MTFs を運営している大部分の証券業者は、かれらが行う運営以外の業務 (当該業者の多くは、他の投資サービスを提供しているので) について改定 CDA の対象となるだろう。そして、同様の理由で、かれらはすでに CAD 要件の対象になっている。(15.14)

しかし、いくつかの業者は、はじめて資本要件の対象となる。そのような業者は、2007 年 11 月 1 日の MiFID 実施から、この要件に補足されることになるだろう。とくに、ATSs を運営しているサービス会社は、現在は CAD 要件の対象外になっている。加えて、すでに CAD 要件の対象とされているいくつかの業者は、MiFID 実施の後、現在よりも高度な最低資本金要件を満たすよう求められることになろう。われわれの見解では、改定 CAD のもとにおける最低資本金要件は、73 万ユーロになるだろう。(15.15)

MTF 運営者は、他の証券業者のように、業務リスクの側面およびかれらの投資業務を行う際のコストを考慮した資本金要件 (capital resources requirements) の対象となるだろう。これらの要件は、CP06 / 3⁵²で言及されている。しかし、この制度の範囲内で、MTF 運営者は、かれらが「制限認可業者 (limited licence firm)」である場合には、より軽い要件を考慮してもらえるのではないか。CP06 / 9⁵³に掲げた境界線ガイダンスには、制限認可業者の資格に関するガイダンスが含まれている。(15.16)

(8) 業者に望むこと

われわれは、MTF 運営者が、かれらの義務を遂行し、(それをまだ保有していない場合に

⁵⁰ RMs の取引後要件については、14.37 ~ 14.45 を参照。

⁵¹ MiFID 実施細則第 32 条を参照。

⁵² FSA, CP06/3: Strengthening capital standards 2, February 2006. を参照。

⁵³ FSA, CP06/9: Organisational systems and controls-Common platform for firms, May 2006. を参照。

は) 商品の取引と彼らの市場へのアクセスの許可に関する方針を導入することを期待している。これらの方針は、取引システムの特質や取引される商品に関して、適切かつ公正なものでなければならない。透明性に関連して、RM での取引が許されている株式の市場を提供している MTF 運営者は、上述した新しく詳細な要件に適合することを保証しなければならない。他の金融商品が取引されている場合には、MTF 運営者は、かれらの市場に対して、適切な透明性を提供しなければならない。われわれはまた、MTFs を運営しているすべての証券業者が、改定 CAD 資本金要件を満たすことを期待している。(15.17)

16 . 規制市場または多角的取引施設の相対で取引する証券業者 (店頭取引)

MiFID の透明性要件の狙いは、投資家が、その取引の執行場所がどこであろうとも、RM での取引が許されている株式の取引情報のすべてを確実に入手出来るようにすることにある。さらに、MiFID は、取引場所全体にわたる一貫した透明性制度は、株式に係わる価格発見メカニズムが、流動性の崩壊によって弱体化されることなく、また投資家がどこで取引しようとも、高レベルの情報から確実にメリットを受けるようにするためには必要不可欠なものであると認識している。(16.1)

先に述べたように、MiFID は 3 つのタイプの取引場所を特定している。規制市場 (RMs)、多角的取引施設 (MTFs) および「RMs、MTFs の外 (outside RMs and MTFs)」の 3 つである。この CP においては、RMs と MTFs の外で行われる取引に関連して、市場参加者によって日常的に使われている「店頭 (Over-the-Counter, OTC)」という用語を使うことにする。(16.2)

MiFID は、OTC での株式取引に対する透明性義務を導入している。それは、RMs や MTFs で行われる取引に対する透明性義務に類似したものである。OTC で取引を行っているすべての業者は、取引後透明性要件の対象となる⁵⁴。しかし、取引前透明性義務の対象となる業者は少数にとどまりそうだ。もっと具体的に言えば、組織的店内自己執行者 (SIs) だけが、気配値提供の義務 (quoting obligations) に直面することになる⁵⁵。(16.3)

この章において、われわれは、市場行為ソースブック (Market Conduct Sourcebook, MAR) に 2 つの新たな章を導入することについて諮問している。この新たな章は、OTC で執行される株式の取引に適用される MiFID の取引前・取引後透明性要件の実施に係わるものである。この新たな規則は、MAR 6 (SIs に対する気配値提供義務) および MAR 7 (すべての業者に対する取引後透明性) に置かれることになる。(16.4)

MiFID は、EU の RM での取引が許されている株式の取引に限って適用される透明性要件について詳細に言及している。この要件は、RM での取引が許されていない株式 (たとえば、代替投資市場 AIM の株式) や債券やデリバティブなど株式以外の商品には適用されない。MiFID は、われわれが、株式以外の商品に透明性要件を適用することを認めている。

⁵⁴ MiFID 第 28 条 (証券業者による取引後開示) および MiFID 実施細則第 4 章 (最終規定) を参照。

⁵⁵ MiFID 第 27 条 (証券業者のファーム・ビットおよびファーム・オファー公表義務) および MiFID 実施細則第 4 章を参照。

しかし、われわれは、株式以外の資産クラスに対する透明性に係わる既存の要件を、OTCにまで踏み込んで適用するつもりはない。しかし、これについては、MiFID が、株式に適用する透明性要件を他の金融商品にまで拡大して適用するかどうかについて見直しを行った結果を踏まえて、変更することもありうる。(16.5)

(1) 組織的店内自己執行者に対する取引前透明性

個人投資家が、RM での取引が許されているいかなる株についても、確実にその取引機会の全体像 (complete picture) を把握できるように、MiFID は、特定の証券業者 (指令では組織的店内執行者と特定されている) に対して、かれらが当該株式を顧客から買ってもし (または顧客に売ってもし) と考えている価格を公表するよう義務付けている。これらの取引前透明性要件は、流動株 (liquid shares) の特定サイズ以下の取引に限って適用される。卸売市場 (wholesale markets) において、あるいは卸売市場並のサイズで、もっぱら自己勘定でのディーリングを行っている業者は、SI の取引前透明性義務の対象にはならないだろう⁵⁶。(16.6)

現在、ロンドン株式取引所 (LSE) 会員業者は、注文板 (order book) および気配値で動くシステム (quote-driven system) の外で行われる相対取引について、LSE に報告を行うよう求められている。その結果、UK においては、株式の取引を行う純粋の OTC (つまり、RMs および MTFs の外側) は非常に少ない。実際、MiFID が証券業者による組織的店内自己執行として分類する業務の大部分は、仮にそれが RM ないしは MTF の相対で行われていても、現在は、「取引所での (on-exchange) 」取引として分類されている。(16.7)

ア. 影響を受ける部門

新たな規則は、RM での取引が許されている株式の組織的店内自己執行業者 (SI) であるすべての UK の投資業者および EEA 業者の UK 支店に対して適用される。われわれはまた、新たな要件が EEA 業者以外の UK 支店にも適用されるとみている。(16.8)

われわれが提案する組織的店内自己執行制度の実施に関するアプローチは、関係する MiFID 条項の引き写しである。なぜなら、それに関連する MiFID 実施細則は規制の形をとっており、欧州の業者に直接的な影響を及ぼし、また、移し変えの必要がないからである。それにもかかわらず、参照が容易になるように、われわれは、MiFID のテキストに沿って、MAR の新たな章にそれらを引き写している⁵⁷。新たな規則は、また、EEA 業者以外の UK 支店にまで拡大して適用される。委員会自身の言葉で言えば、MiFID は「SI と看做される業者へのかなりの義務」を強要 (impose) している。われわれは、したがって、MiFID 要件を満たしながらも出来るだけバランスの取れた方法で新たな制度を実施するために、利害関係者 (stakeholders) との密接な関係を深めつつ行動したいと考えている。われわれは、SIs に関する解釈ガイダンス (interpretative guidance) を提供するつもりはなく、あるいは、一つの通知要件を除いて、いかなる追加規則も強制するつ

⁵⁶ MiFID 序文 53 および MiFID 実施細則第 21 条 (顧客にとって潜在的に不利な利益相反) 3 項 (a) を参照。

⁵⁷ MAR6 を参照。

もりはない。(16.9)

イ．新たな MiFID 要件と変更提案の概要

(a) 組織的店内自己執行者の定義

現在、UK の規制は、組織的店内自己執行についての公式の概念を持っていない。したがって、われわれのハンドブックにも、そうした業務についての規則は存在しない。MiFID は、組織的店内自己執行の概念を導入しており、組織的店内自己執行業者 (SIs) について、組織化され、頻繁でシステマティックなやり方で、RM ないしは MTF の相対において、顧客の注文を執行することによって、自己勘定でディーリングを行う投資業者であると定義している。(16.10)

MiFID の中で、「自己勘定でのディーリング」は、「一つ以上の金融商品の売買締結をもたらす自己資金を相手とする取引」と定義されている。業者が、投資サービス指令 (ISD) のもとで自己勘定でのディーリングを行っている場合、もしかれらが、今後も引き続き同じ業務を行うとすれば、われわれは、当該会社が MiFID で言う自己勘定でのディーリングを行っていると考えてよいだろう。われわれは、次々にマッチングさせる取引 (顧客に代わる注文執行) とポジション・テーキング (自己勘定でのディーリング) の間には違いがあると考えている。われわれの見解では、業者が顧客注文を執行するために、注文をそのままマッチングさせる取引 (matched back-to-back trades) を行う場合、この取引は自己勘定でのディーリングを意味しない。この取引は、業者が顧客に代わって注文を執行するためにポジションを取り、そして次に、市場においてそれに見合うポジションを取ることによって、そのエクスポージャーをヘッジするという取引とは性格を異にする。こうした取引を行う業者は、ポジションを取る業者であり、したがって、顧客に代わる注文執行と同じように、自己資本でのディーリングも行っている。(16.11)

MiFID は、店内自己執行業務が、組織化され、システマティックであり、しばしば行われている業務かどうかを判断するための質的な基準をいくつか提示している。たとえば、

- ・ 当該業務が、業者にとって重要な営利上の意義を持ち、非裁量的規則と手続に則って行われているかどうか。
- ・ 当該業務が、その目的のために配置された人の手で、あるいは、自動的な技術システム (automated technical system) によって行われているかどうか。
- ・ 当該業務が、顧客にとって、定期的にあるいは継続的に利用可能かどうか。(16.12)

MiFID は、その業務が重要な営利上の意義を持つものかどうかを判断する際に、業者が考慮すべきいくつかの要素を列記している。たとえば、業者は、当該業務がどの程度独立して組織化されているか、当該業務の金銭的な価値、事業全体及び業者が運営している市場における業務全体から見た当該業務の位置づけなどに注意を払う必要がある。

われわれは、この分野に新たなガイダンスを付け加えるつもりはない。われわれは、業者が、MiFID の条文を参照することによって、当該業務が MiFID の組織的店内自己執行の定義に合致するかどうかを判断し決定することを望んでいる。(16.13)

MiFID は、基本的に、法人向けの自己勘定ディーリングを行っている業者は、組織的店内自己執行者 (SIs) ではないということを明確にしている。指令は、組織的店内自己執行制度は、特別あるいは不定期な取引であり、法人カウンターパーティーを相手に行われ、標準市場サイズ (SMS) を超えるディーリングを特徴とする事業関連の一部であり、組織的店内自己執行のために業者によって利用されるシステムの外にある、OTC をベースとして行われる取引には適用されないと明記している。(16.14)

MiFID には、証券業者が、組織的店内自己執行を行うために、母国監督当局からの認可を要請しなければならないとする義務は存在しない。認可を申請する新規業者は、パート 4 認可が、自己勘定でのディーリングおよび顧客に代わる執行を含んでいる限り、SIs として活動することが出来る。(16.15)

しかし、われわれは、証券業者に対して、かれらが RM での取引を許されている株式の SI になる場合、あるいは SI をやめる場合には、書面でわれわれに通知することを要求する規則を付け加えるよう提案している。われわれは、かれらに対して、2007 年 12 月 1 日 (MiFID 実施の 1 ヶ月後) までに、SIs としてのかれらの位置づけ (status) についてわれわれに通知するよう求めている。この情報は、RM で売買されている株式の SIs のリストを管理し公表するという MiFID のもとでのわれわれの義務を果たすために必要な情報である。(16.16)

(b) 流動株に関する義務

MiFID は、標準市場サイズ (SMS) を下回る規模でディーリングを実施している SI に対して、かれらが SI である「流動」株についてはすべて、気配値 (firm quote) を公表するよう要求している。「流動」株の SI であって、もっぱら SMS を超えるディーリングを行っている業者は、気配値を公表し、求めに応じて気配値を公開する義務に直面することはない。MiFID は、SIs の気配値公表義務の適用を、「流動」株に限定している。というのは、SIs は、株式がかれらのリスクを排除しうるだけの十分な流動性を保持している場合にのみ、当該株式の気配値を維持するというリスクを負担することができると考えられているからである。(16.17)

MiFID は、SIs に対して、かれらが気配値を提示するサイズを選択することを認めている。気配値は、一株から当該流動株の SMS まで、どのようなサイズでもありうる。MiFID には、SMS を超える規模について、気配値を提示しなければならないという規定はないが、業者がそうしたいと思えばそれは可能である。SIs は、少なくとも 12 ヶ月間は、気配値の記録を保存しなければならない。(16.18)

ある SI が、株式の気配値の公表を求められた場合、この気配値は、少なくとも業者のビッド・プライスまたはオファー・プライスを含むものでなければならない。つまり、

業者は、双方向の気配値を公表するのか、一方向の気配値を公表するのかを選択することが出来る。この気配値は、他の関連市場における同じ株式の比較可能な気配値に近づけることにより一般的な市場の状況を反映するようなものでなければならない。たとえば、ある株式がロンドン株式市場（LSE）の注文板での取引が許されている場合、SIsの気配値は、当該株式の数量に対するLSE注文板の最良のビットあるいはオファー価格に近いものであることが期待できるはずである。（16.19）

（c） 流動株と標準市場サイズ

RMでの取引が許されている株式は、それらが特定の質的基準を満たしている場合には、流動的な市場を持っていると考えてよいだろう。当初の基準は、株式が毎日取引され⁵⁸、少なくとも自由に変動する（free float）5億ユーロの時価総額（market capitalization）を持つことというものであった。この基準に合致する株式は、日々平均売買件数が500件以上、あるいは日々平均売買高（average daily turnover）が最低200万ユーロであることが必要とされた。MiFIDは、加盟国がこの条件を二つとも適用すると規定しても、それは構わないとしている。われわれは、この条件を二つとも適用しようと考えている。われわれは、この二つの条件を適用するという決意を、われわれのウェブサイトで公式に伝える予定である。（16.20）

MiFID実施細則に詳しく説明されている基準のもとでは、欧州の「流動」株は約500銘柄であり、そのうちUK株式はおよそ4分の1を占める。日々平均売買高、日々平均取引件数（average daily number of transactions）、自由変動時価総額（free float market value）など流動株の定義に関する情報は、2007年7月にはじめて公表されることになっている。その後、流動株を決定するための情報は、毎年3月に、前年（暦年）のデータをベースにして公表される予定である。（16.21）

「流動」という用語は、SIの気配値要件のために特に定義されたものであるということ強調しておきたい。したがって、ある株式がMiFIDのもとでの流動株であるかどうかの決定は、他の目的のために当該株が流動的であるかどうかを示すためのものではない。（16.22）

上述したように、気配値の提示義務は、標準市場サイズ（SMS）以下の規模のディーリングを行っているSIsに限って適用される。個別株式のSMSを決定する手続は、監督当局に対して、あらかじめ決められたSMS区分（bands）の一つ一つに「流動」株を振り分けるよう求めている。われわれは、個々の株式の市場で執行されている平均取引高（average value of transaction）を計算し、取引前透明性の非適用の基準点（waiver threshold）を超える取引を除外することによって、これを実行するよう求められている。株式の個々の区分には、特定のSMAが割り当てられている。そしてこれは、その区分内のすべての個別株式のSMSということになるだろう。流動性基準を満たすUKの株式に

⁵⁸ 整然とした市場を維持するための一時的な取引の中断、あるいはその他の不可抗力によって、何日が取引されない日があったとしても、株式が流動性のある市場を持っていると看做される可能性はある。

については、SMS の範囲が 7,500 ポンドから 80,000 ポンドになると見られる。次ページの表 2 は、MiFID の気配値提示義務を受ける流動株として指定されそうな UK 個別株の SMS についての目安を示している。流動株に関しては、SMS についての情報が、2007 年 7 月に初めてオフィシャルに公表される予定である。その後は、毎年 3 月に公表されることになっている。(16.23)

(d) 非流動株と株式以外の商品に関する義務

すでに述べたように、MiFID は SIs に対して、標準市場サイズ (SMS) に満たない流動株のディーリングを行うときには、気配値を公表するよう求めている。これは、SIs の定義に合致する業者であっても、気配の公表を義務付けられていない者もいるということの意味する。こうしたことは、たとえば、SI が非流動株を取引する場合 (このケースでは、希望がある場合に限り、気配値の公表が求められる) あるいは、SI が株式以外の商品を取引する場合に起こりうる。(16.24)

表 2 標準市場サイズ

平均取引高によるクラス (AVT)	AVT < €10,000	€10,000 < AVT < €20,000	€20,000 < AVT < €30,000	€30,000 < AVT < €40,000	€40,000 < AVT < €50,000	€50,000 < AVT < €70,000	€70,000 < AVT < €90,000	ETC
標準市場サイズ	€7,500	€15,000	€25,000	€35,000	€45,000	€60,000	€80,000	ETC

出所) MiFID 実施細則、付録 表 3。

(e) 顧客注文の執行

MiFID は、組織的店内自己執行業者 (SIs) が、SI となっている株式の SMS に満たないサイズでの顧客注文を執行できる価格についての規則を定めている。これらの規則は、SI が流動株を取引する場合に適用される。これらの義務は、SI が非流動株式ないしは株式以外の商品を取引する場合には発生しない。(16.25)

SMS 以下のサイズでのリテール顧客からの注文については、SI は、それを受け取った時の気配値で注文を執行しなければならない。つまり、SI は、リテール顧客に、より良い価格 (improved price) を提示することはできない。この規則の狙いは、SI に対して、顧客の差別、たとえば、何人かの顧客にすでに公開されている価格よりもいい条件の非開示価格を提供するというような差別をさせないことにある。(16.26)

しかし、SIs は、特定の状況の下で、プロ顧客に対して、気配値以外の価格でその注文を執行することが認められている。プロ顧客との取引かどうかを判断する場合、業者は、

取引相手が、投資サービスの提供に関する契約の約定を交わした人物であるかどうかを考慮する必要がある。個人投資家のために働いているかどうかに係わりなく、そのような相手が該当者である。(16.27)

SIが、かれらの気配値とは異なる価格で、プロ顧客とSMSに満たないサイズのディーリングを実施できる状況としては、次の二つを挙げることができる。その一つは、SMS以下のプロ顧客からの注文を執行するSIは、執行価格が市況に近い公開価格帯(a published range close to the market conditions)の範囲内で下落しており、さらに注文金額が7,500ユーロを超えている場合には、気配値よりも良い価格でそれを実行できるということである。MiFIDが定めた注文サイズを示しているこの7,500ユーロという数値は、通常、個人投資家によって執行される数値と考えられている。仲介業者は、最良執行義務および注文取り扱い義務⁵⁹に従うことを前提にすれば、いくつかの注文をひとまとめにして、SIsを相手に7,500ユーロを超える取引を行うことが出来るかもしれない。われわれの見解では、より良い価格を請合う能力は、仲介業者が、かれらの最良執行方針および注文取り扱い方針の実施に際して配慮する要因の一つである。(16.28)

二つ目は、プロ顧客からの特定タイプの注文は、上記の条件が満たされなくても、気配値とは異なる価格で執行されうるということである。これは、しばしば、即時性(immediacy)や広く行き渡っている市場価格以外の要因にもとづいて執行される、プロ投資家による複雑な注文を認めるためのものである。(16.29)

もっと具体的に言えば、これは、MiFIDに定義されているようなポートフォリオ取引について適用される。たまたまかれらがSIとなったバスケットに含まれる個別株式の気配値をもとにして、SIがポートフォリオ取引を行うことは不可能である。それは、ポートフォリオ取引というものが、通常の場合、ポートフォリオを構成している個々の株式の市場仲値(mid-market value)の合計額の割合として価格付けされるからである。(16.30)

さらに、執行が、その時点で最新の市場価格(current market price)以外の条件を受けて行われるプロ顧客からの注文は、気配値とは異なる価格での執行が可能である。たとえば、執行価格が一日の平均価格で決められるような注文(すなわち、出来高加重平均価格注文)は、注文を受けた時点の気配値では執行することが出来ない。しかし、成行注文(market orders)や指値注文(limit orders)は、上記の条件が適用されない限り、気配値で執行されることになろう。(16.31)

SIsは、かれらが値付けする(quote)サイズの選択を許されているので、サイズごとに区分けて(たとえば、1-10,000株、10,001-20,000株)値付けをすることが可能である。SIがこの方法を選んだ場合には、注文が該当するサイズ区分(size band)の気配値で顧客注文を執行しなければならない。さらに、SIがSMS以下の注文の執行を選択

⁵⁹ これらの義務は、改定ビジネス行為規制CP(the Reforming COB Regulation CP)の一部として諮問される予定である。

し、また、当該注文が値付けされる最大のサイズ区分より大きなサイズである場合、SI は、最大の値付けサイズにおける価格で執行しなければならない。どちらの場合であっても、これらの規則は、注文がよりよい価格を受ける資格がある場合には、適用されることはないだろう。(16.32)

もう一つの方法として、SI は、非連続的なサイズ(たとえば、1 - 5,000 株および 10,000 株)での値付けを選択することが可能である。この場合、注文がよりよい価格ないしは異なった価格で執行する資格を持たない限り、SI は、値付けサイズ区分のどれかに収まっている注文をその気配値で執行しなければならない。SIs は、かれらの注文取り扱い義務に適合するために実施した手続や手配に従って、どのような価格で注文を執行するかを決めなければならない。(16.33)

(f) 組織的店内自己執行に対する保護

値付けは市況 (market conditions) を反映したものでなければならないため、SIs は実勢価格水準 (prevailing price level) の変化に伴って、かれらの気配値を自由に更新する (更新すべきである)。基本的な要件は、通常の取引時間内において、SIs が定期的かつ継続的に気配値を公表するということであるが、これは、異常な市場状況の中で (in exceptional market conditions) かれらが気配値を取り下げることが妨げられるものではない。(16.34)

SIs のリスク負担を制限するために、MiFID は、SI に対して、差別的な方法でそれを行わない限り、かれらが気配値で執行する同一顧客からの取引件数を制限することを認めている。(13.35)

さらに、SIs は、同じ気配値で異なる顧客からの注文を同時に執行する際の取引総数を制限することが出来る。しかし、当該 SI がそれを行うことが出来るのは、数量、金額、注文数が通常をはるかに上回る場合に限られる。過度のリスクを負担することなくそれらの注文をすべて慎重に執行することが出来ない場合に、そのように判定されることになる。SI が過度のリスクを負担することなく執行できる数量、金額、注文数は、リスク管理方針の一部として文書化されなければならない。それは、取引金額、業者のリスク資本、市況の現状などの要因に配慮したものでなければならない。(16.36)

SI が異なる顧客からの取引を制限する場合、同じカテゴリー内の顧客 (たとえば、複数のリテール顧客) を差別してはならない。しかし、同じサイズの注文に対して、プロ顧客とリテール顧客に異なった価格を提示することは可能である。(16.37)

(g) 気配値の公表

MiFID は、取引前の情報を公表する際には、SI によって選ばれた手順が特定の条件を満たさなければならないとしている。これについては、後ほど概説する。(16.38)

SIs は、かれらの気配値を公衆の目に触れるように公表することを求められているが、これらの気配値へのアクセスをすべての市場参加者に提供する必要はない。その代わりに、かれらは、誰に対して気配値へのアクセスを提供するかを決めるための、明確な基準を

持つ必要がある。これらの基準は、客観的で非裁量的なものでなければならないが、顧客がプロ投資家であるかリテール投資家であるかによって違ってくる。その基準は、投資家の信用状況、カウンターパーティーのリスク、取引の最終決済などを考慮した業務方針にもとづくものでなければならない。SIs は、この方針に沿って、特定の投資家と業務上の関係を持つことを拒否する権利が与えられている。(16.39)

ウ．業者への期待

大まかに言えば、われわれは、業者が組織的店内自己執行制度の範囲にあるかどうか、また、われわれに報告するかどうかについて、自分で判断する (self-assess) ように提案している。業者は、かれらの業務がどのように組織的店内自己執行制度と関係を持つかについて監督官と議論することを歓迎している。RM での取引が許されている株式の SIs である業者は、われわれの提案のもとでは、MiFID の施行後一ヶ月以内に、かれらのステータスについてわれわれに通知することが求められている。そして業者は、どの流動株についてどのようなサイズで気配値を公表したいのかを決めなければならない。気配値へのアクセスを顧客に提供する際の原則を規定する基準は、改善されなければならないだろう。業者は、かれらが SIs である流動株について、市況の実勢を監視するための適切なシステムを整備する必要がある、また、指定された期間にわたって、気配値の記録を保存しなければならない。かれらはまた、リスク管理方針の中に、過剰なリスクを負担することなく受け入れることが出来る業務の量について文書化しておく必要がある。(16.40)

(2) 取引後透明性

MiFID の取引後透明性に関する規則は、価格形成プロセス全体の効率を高めるため、そして、最良執行義務の効率的な実施を支援するため、という 2 つの狙いを持っている。この目的を達成するために、最新の取引情報は、信頼できるものでなければならず、また、タイムリーかつ継続的に収集されるものでなければならない。(16.41)

取引後透明性条項を実施するためのわれわれのアプローチは、市場行為マニュアル (Market conduct manual, MAR) の新たな章⁶⁰の中に、MiFID の関連条文の引き写しを行うこと、そして、MiFID 実施細則を、参照を容易にするために、引き写すことである。それに加えて、われわれは、UK にある非 EEA 業者の支店に対しても、この条文を適用するつもりである。(16.42)

ア．影響を受ける部門

提案された規則は、それが自己取引であろうと顧客に代わって行う取引であろうと、EU の規制市場 (RM) での取引が許されている株式を OTC で取引しているすべての UK 証券業者および EEA 業者の UK 支店に対して適用されることになるだろう。われわれはまた、非 EEA 業者の UK 支店に対して、新たな要件を適用することを考えている。(16.43)

イ．新たな MiFID 要件と変更提案の概要

⁶⁰ MAR7 を参照。

今のところ、われわれは、ハンドブックの中に、証券業者に対して、終了した OTC 取引の詳細についての公表を求める規則を持っていない。(16.44)

MiFID のもとでは、OTC で取引を行う証券業者は、RM での取引が許されている株式の取引について、かれらが RMs や MTFs のシステムを利用して取引を完結する場合と同じ情報を公表しなければならない。この情報は、かれらの規則の下で、LSE および virt-x (Pan-European Blue Chip Exchange) に報告され、その後公表される取引情報とほぼ同じものである。問題となっている取引に関して、たとえば、当該株式について通常行われている市場評価以外の要因で株式の取引が決定されたという兆候がある場合には、追加情報が公表されなければならない。業者は、「SI」コードを用いて取引を確認する必要がある組織的店内自己執行者 (SI) ではない限り、「OTC」コードを用いてかれらの取引を確認するよう求められている。しかし、直近の四半期においてかれらが店内自己執行を行った取引に関する特定の情報 (たとえば、日々の平均価格) を公表しない SIs は、確認するものとして業者名を使用しなければならない。(16.45)

実際には、UK における大部分の株式取引は、取引所を通じて報告されている。これには、LSE 会員が係わる場外取引 (off-book trading) の大部分が含まれている。というのは、LSE の規則が、会員に対して、広範囲の株式取引について報告するよう求めているからである (ただし、かれらがそれを他の RM あるいは承認機関に報告する場合を除く)。しかし、RM の主要取引システムで取引される株式の場外取引の報告手続とそうでない場合の手続には若干の違いがある。注文板による取引が認められている株式あるいは、マーケット・メイキングによってサポートされている株式の場合は、アップステアーズ取引の取引報告は、公認投資取引所 (RIEs) に送られ、チェックされ、そして公表される。しかし、UK 以外の RMs での取引が許されている株式は、その多くがロンドンでも取引されている。取引報告書はしばしば RIEs に送られるが、それは取引報告の要件ではない。したがって、これらの取引の詳細は、リアル・タイムで市場に公表されることはない。MiFID のもとでは、RM での取引が許されている株式の取引は、それが EU のどこで取引されていようとも、そのすべてが取引後公表要件の対象となる。取引所および業者は、これを確実にこなうために必要な手続について考えなければならない。(16.46)

UK には、LSE あるいは virt-x の会員ではない証券業者間の取引、あるいはかれらが係わっている取引についての取引後透明性義務は存在しない。MiFID のもとでは、これらの業者は、OTC で取引を行う場合には、たとえかれらが取引所あるいは MTF の会員でなくても、取引後透明性義務の対象になるだろう。(16.47)

(a) 開示義務

現在は、取引所の規則 (exchange rules) が、取引当事者のうちの誰が報告責任を持つのかを定めている。これらの規則は、これから先も、取引所取引に適用されるだろうが、われわれは、OTC 取引報告が誰のための義務なのかを明確にする規則をこれに付け加える必要がある。MiFID は、当事者間で、誰が情報の公表手続をしなければならないかに

ついて、あらかじめ取り決めることを認めている。取り決めがない場合には、情報は以下の順位にしたがって公表されなければならない。

- ・ 当該株式を売却する証券業者
- ・ 売り手に代わって動く証券業者あるいは、売り手のために取引のお膳立てをした証券業者
- ・ 買い手に代わって動く証券業者あるいは、買い手のために取引のお膳立てをした証券業者
- ・ 当該株式を買い入れる証券業者(16.48)

多くの場合、その義務は、売り手である証券業者の肩にかかってくるようだ。これらの規則を満足させるにあたって、証券業者は、取引が単一の取引 (a single transaction) として公表されることを確実にするために、あらゆる適切な手順を踏まなければならない。MiFID は、これとの関連で、仲介取引である長期自己取引 (principal transaction⁶¹) は単一の取引と看做すことを明らかにしている。(16.49)

(b) 開示の時期、非適用および情報の入手可能性

RM s や MTF s のように、証券業者は技術的に可能な限りリアルタイムで、取引を公表しなければならない (ポートフォリオ取引のケースにおいては、この義務は、個々の株式に価格を配分するための時間に配慮しながら、個々の構成要素の取引に関して適用される)。この規則の例外は、証券業者の通常の取引時間外で行われる取引のために設けられたものである。そのような取引の詳細については、当該株式の流動性の観点からもっとも適切な市場において、次の営業日が始まる前に公表されなければならない。(16.50)

それに加えて、MiFID は、われわれに対して、通常の市場サイズを超える規模の取引に関して、情報公開の遅延についての手続を提案することを認めている。この特例 (waiver) は、RM s、MTF s および OTC で取引する証券業者向けのものである。われわれは、取引の詳細の遅延公表を業者に対して認めるわれわれの権限を活用するように提案する。(16.51)

MiFID は、取引後透明性情報がどのような方法で公表されなければならないかを指図している。われわれのアプローチについては、後ほど言及する。(16.52)

(3) 取引前・取引後情報の入手可能性

現在までのところ、われわれは、透明性情報の公表手続に関する規則を、ハンドブックの中に持っていない (この分野において、RIE s が独自の規則や手続を持っているにもかかわらず)。MiFID 条項のハンドブック⁶²への移し変え (transportation) に加えて、われわ

⁶¹ 長期自己取引 (principal transaction) というのは、ブローカーが流通市場から証券を買い入れ、しばらく保有した後、それを売却したときに発生する取引を指す。dealing と同様自己取引の一種であるが、dealing よりは長期の自己取引である。

⁶² 公認投資取引所および公認清算会社ソースブック (REC)、MAR5、MAR6 および Mar7 を参照。

れは、RMs、MTFs、SIs および OTC で取引するその他の業者が、取引前・取引後情報の公表に関する義務、とりわけ、かれらの公表する情報が信頼に足るものであり、また、統合可能なものであることを保証する義務⁶³を、どのようにして履行すればいいのかを明確に定めたガイダンスについて諮問している。(16.53)

われわれは、この新規則が、データが統合されない場合には、取引後データの一層の統一性の喪失 (fragmentation) をもたらし、価格形成と市場の効率性にも影響を及ぼすのではないかと懸念してきた。このリスクを回避するために、われわれは、取引後情報の統合のための枠組みについて諮問している。その枠組みは、業者に対して、RM あるいは MTF の外で取引が行われたときに、信頼できる情報の統合を促進しつつ、MiFID 要件に従うことができる程度でできるような、取引後情報公表のためのメカニズムを提供するものである。(16.54)

ア．影響を受ける部門

われわれが、いかにして諸機関が取引前・取引後公表義務に適合すべきかに関して提案したガイダンスは、RMs、MTFs、SIs、UK の全証券業者、そして、自己勘定でまたは顧客に代わって、RM で取引される株式を OTC で取引している EEA 業者の UK 支店に対して適用することになるだろう。われわれはまた、非 EEA 業者の UK 支店に対しても新たな要件を適用しようとしている。(16.55)

提案した統合の枠組みを実施するためのツールは、証券業者 (UK の証券業者、UK に設置された非 EEA 業者の支店) が RM ないしは MTF の外で株式取引を執行する場合に適用されるガイダンスになるはずである。(16.56)

非ハンドブックサービスの基準 (Non-Handbook service criteria) は、われわれの取引データ監視者 (Trade Data Monitors) のリストに選ばれたすべての事業体に適用されるだろう。(16.57)

イ．新たな MiFID 要件と変更提案の概要

何が開示される必要があるかを決定することに加えて、MiFID は、情報が、他の市場参加者が容易にアクセスできるようなやり方で入手できるようにしなくてはならないとしている。また、RMs、MTFs、SIs および OTC で取引している証券業者は、取引前・と取引後情報の公表に際して、以下を保証する必要がある。すなわち：

- ・ かれらは、公表を予定している情報が信頼に足るものであり、エラーが継続的に監視されていて、それが発見されたときには直ちに訂正されるものであることを保証するために、あらゆる適切なステップを採用している。
- ・ かれらは、他の情報源からの同一データの統合の手助けしている。
- ・ かれらは、適切で非裁量的な営利ベースに則って、情報を一般公開している。(16.58)

⁶³ MiFID 実施細則第 32 条 (顧客の金融商品あるいは顧客ファンドの保護を考慮した情報要件) を参照。

(a) 情報開示の手続

すべての取引公開手続が、質の高いデータを提供し、他の情報源からの同一データとの統合を妨げないということは重要である。この狙いは、欧州証券監督者委員会 (CESR) と共有され、これを MiFID 実施細則における監督上の合意に関するレベル 3 プロセスの一部とすることが検討されている。(16.59)

この問題に関する証言を求めた CESR への回答にもとづいて、われわれは、RMs、MTFs、SIs および OTC で取引している証券業者の取引公開手続が、取引プロセスから独立している場所でエラーチェックのプロセスを有していると信じている。また、その手続は、公開された透明性情報の順番や形式 (the order and format) の頻繁な変更あるいは複雑な一般的ではない技術の利用というような結果を引き起こすものであってはならない。その手続は、「固定的 (static)」なウェブサイトだけに公開され、あるいは自動的ではないプロセス (たとえば、情報にアクセスするために人の手が必要なプロセス) を含むものであってはならない。さもなければ、統合に関するバリアーが生じるだろう。(16.60)

こうした問題を解決するために、われわれは、ハンドブックに、RMs、MTFs、SIs および OTC で取引する証券業者に利用されているすべての取引前・取引後の公開手続が、以下に示すような最低基準 (minimum standard) に従うように定めた新たなガイダンスを付け加えるよう提案している。

- ・ 取引プロセスから独立した確認の仕組みを含むものであること。このプロセスは、システムチェックでなければならず、またリアルタイムで行われるものでなければならない。
- ・ 業界の基準にもとづく一貫した体系的な形式を満足させるようなやり方で、情報を公開するものであること。
- ・ 自動化された電子的な手段によって、また、機械が判読し易い形式で情報にアクセスできるようなものであること。
- ・ どうしたら利用者が情報にアクセスできるかについて概説した手引きを伴うものであること。(16.61)

CESR は、この分野で独自のガイダンスの発出を予定している。われわれは、ハンドブックのガイダンスを最終的に決める際に、この CESR のガイダンスを参照することになっている。(16.62)

(b) 取引後情報の統合のための手続

OTC で取引している業者は、かれらの取引後情報を以下の中から選択して公開するという選択肢を持つことになる。

- ・ 当該株式の取引を許しているすべての RM の施設あるいは MTF の施設を通じて。

- ・ 第三者の事務所を通じて。
- ・ 自己所有の事務所（proprietary arrangements）で。（16.63）

より弾力的になり、公開チャネルの選択肢が広がった結果、RMs および MTFs の外で執行される取引に対する取引処理サービス（trade processing services）提供者の数は増加しているようだ。われわれは、競争がこの分野にもたらす利点と機会（opportunities）については認識しているが、一方では、それが市場データのクオリティー全体についてのリスクをもたらすことになる。（16.64）

既存の「取引所での（on-exchange）」取引形態において、OTC への大きなシフトが起こった場合、選択肢の拡大が、業者の取引データの所有権行使力とともに、データの統一性喪失（data fragmentation）の蓋然性を高めることになるかもしれない。われわれは、情報が統一性を失ったまま放置されれば、それが市場全体の透明性を低め、価格形成を妨げ、市場の効率性を全体的に弱体化させることにつながると考えている。情報が統一性を喪失したまま放置されれば、市場参加者が、将来、UK の現在の市場と「完全に」同じ市場を持つことはないだろう。このような状況下では、市場参加者が取引の利害と取引価格を確認して評価することは困難であり、したがって、最良執行の監視と見直しのプロセスは、業者にとってより煩わしいものになるだろう。（16.65）

われわれはまた、市場データの統合が停滞するのではないかと心配している。UK の株式公認投資取引所（equity RIEs）は、報告を受けている株式の全取引（OTC 取引を含む）について、正確に、かつ、重複して（for accuracy and duplication）監視している。このことは、業者が、何よりもまず、かれらの取引を正確に（RIEs は、誤った報告に対して業者を罰することが出来るので、なおさら）報告することに関してかれらにインセンティブを与えるものとして作用し、不正確な情報が直ちに訂正されることを保証するものである。もし、MiFID のもとで、業者が RIEs の外でもっと多くの取引を行い、それを公開することを選択したとすれば、データが引き続き効率的に監視されることが重要になる。基準を下げることは、データの質を低下させるばかりか、業者が何よりもまず正確な取引情報を公開するためのインセンティブを弱めることにつながり、市場の不正が発生する度合いを高めることになる。（16.66）

われわれは、価格形成プロセスの悪化とデータの質の低下が、UK 市場に弊害をもたらし、MiFID の包括的な透明性の方針を台無しにするものと考えている。（16.67）

広範な意味での透明性のメリットを最大限に享受するためには、異なる情報源から公開された取引情報が、異なる取引場所で提示された価格を比較できるようなやり方で、集約される必要がある。MiFID は、業者に対して、かれらの取引情報を統合が容易になるようなやり方で公開し、エラーを監視するために、あらゆる適切な手段をとるよう要請することによって、この問題の解決に一步を踏み出している。しかし、それは、情報統合の枠組みや情報のクオリティーチェックの枠組みを整備するものではない。

(16.68)

理想を言えば、市場の力が解決を導いてくれることである。しかし、われわれの理解では、市場が自分自身でこれらの目的を達成するには、いまだに大きな障害があり、インセンティブも不足している。また、われわれが市場データの分裂に手をこまねいていれば、リスクも大きくなるだろう。統一性の喪失は、直ちに、価格形成や市場の効率性、そして、市場への信認と参加の長期的な意味合いに影響を及ぼす。統一性の喪失が起こった後に統合しようとするれば、コストは高くならざるを得ない。(16.69)

したがって、われわれは、UKにおいて、われわれの懸案事項に取り組むための枠組みを導入する方向で諮問している。懸案事項への取り組みに加えて、われわれは、取引公開サービス業者の競争によるメリットと比較可能で適切かつタイムリーな取引情報の必要性との間のバランスをとる必要があることについて意識してきた。この観点から、われわれは、取引情報の透明性と信頼性を高めるという目的の達成を促進するための最良のアプローチは、監督面の関与を最小にとどめながら、個人部門の関与を強化し、取引公開サービス業者の競争を強化することであると考えている。これは、たとえば監督当局が取引前・取引後透明性情報の統合されたテーブルを一箇所に集中しようとしている US のアプローチとは対照的なものである。われわれは、われわれの提案したアプローチが、市場の力に依存するところがいまだに多いとはいえ、正しいバランスに達していると考えている。(16.70)

(4) 取引後情報の統合のための取引データ監視の枠組み(案)

われわれは、業者が、MiFIDのもとで取引後の取引公開義務を果たすために、FSAの提案する取引データ監視(Trade Data Monitor, TDM)を選択してそれを利用することもあり得るとする提案を行っている。業者は、個別取引ごとに、かれらが利用したいTDMを選ぶことができる。しかし、重複計算を避けるために、個々の取引報告は一度限りで、一つのTDMに対してのみ報告されることになる。報告を受けたTDMは、リアルタイムで、取引の公表内容に誤りがないかどうかをチェックし、その情報が、他の情報源からの同様な情報と容易に統合できるようなやり方で広く入手可能となるようにお膳立てをする。これについては、次ページの図1を参照されたい。(16.71)

業者が、MiFIDの下で認められている代替的手段(alternative arrangement、たとえば、RMs、MTFs、第三者あるいは自己所有の事務所)を通じてかれらの取引情報を公開することは禁止されていない。代替的な公開手段を利用する際には、われわれは、業者が、継続的にMiFIDの義務を果たすことが確実に出来るように、適切かつ継続的な精査(due diligence)を実施することを期待している。業者はまた、かれらのFSA監督官に、この選択権に関して助言を求めるべきである。(16.72)

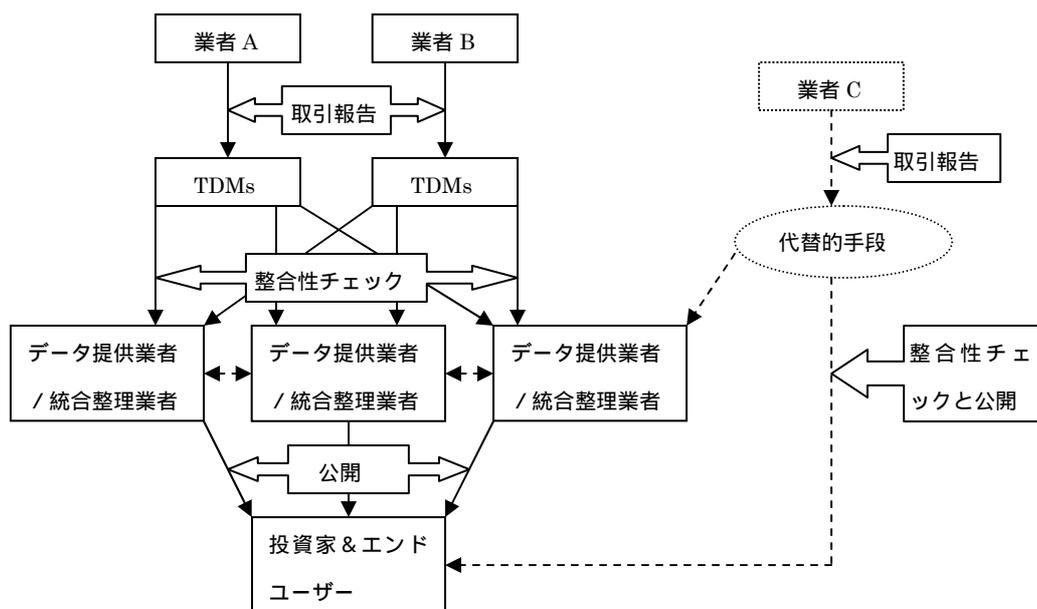
TDMあるいは第三者の利用は、業者のMiFID下における義務を免除するものではない。しかし、TDMの利用は、かれらの義務を果たすために実施しなければならない精査の量を軽減することになる。このことは、業者がTDMを利用するに当たり、かれらの公開義務

を果たすことについてのある程度の確信と満足をかれらに与えることになるだろう。
(16.73)

われわれは、取引情報には営利上の価値があると認識している。そして、証券業者は、その価値を現実のものとする事が出来るだろう。これは、取引情報の条文における競争促進の目的にも適うものである。(16.74)

TDM として資格を得て、公式の TDM のリストに掲載される事業体 (entity) となるためには、そのサービスが特定の最低基準を満足するものでなければならない。これらの基準は、情報の保護、データの統合可能性、適時性、そして、システムおよび資源に関連している。(16.75)

図 1 取引データ監視手順(案)



TDMs は、リアルタイムで、かれらに報告された取引のエラーを監視する責任がある。食い違いが発見されたときは、TDMs は、報告した業者が取引情報を訂正するよう手配する。重要なことは、TDMs には、業者の公開義務の履行を監視する責任はなく、市場の不正や相場操縦の監視を要請されているわけでもないということである。(16.76)

われわれは、TDMs の数を制限するつもりはない。RMs、MTFs、データ供給者および新サービス提供者は TDMs を選択することが出来、また、承認された事業体のリストへの掲載が認められる。これには、UK 以外の国の RMs、およびその他の非 UK の事業体が含まれる。TDMs のうちのいくつかは、データ供給者 (data publishers) / データ統合整理業

者 (consolidators) として活動している。われわれは、ウェブサイトで、TDMs のリストを公開する予定である。データ統合整理業者は、取引情報の情報源がどこにあるのを知ることになるだろう。(16.77)

TDMs は、かれらのサービスを、OTC で営業している証券業者だけでなく、RMs および MTFs を含む全取引場所に提供することを許されるはずである。(16.78)

TDMs が、かれらのサービスの一部を外部に委託することは可能である。別個の外部委託先あるいは他の適切な手段が存在するかどうかに係わりなく、TDMs は、これからも、かれらの義務を果たすという重大な責任を持ち続ける。この点は大事なことである。(16.79)

TDMs の中には、営業上の理由で、大規模取引のための遅延公開の権利行使について業者を支援したり、重複公開を監視するというような追加的なサービスを提供しようとするものも出てくるかもしれない。われわれは、こうした活動を TDM サービスの範疇に加えるつもりはない。(16.80)

業者は、かれらが提供する監視サービスを有料とすることが出来る。われわれは、そうした手数料を制限するつもりはないが、TDMs は、透明かつ非裁量的な価格方針を採用しなければならない。このことは、業者が、かれらのデータの価値を実現化する権利を持つことを妨げるものではない。TDMs による売買差益は、実際には、監視サービスや供給サービスの営利上の価値と同様に、取引データの営利上の価値を反映している。(16.81)

TDM が、たとえば、排他的な契約を通じて、ただ一人の統合整理業者に情報を売ろうとすることもあり得る。しかし、そうした排他的な契約は、統合に関して受け入れがたいリスクをもたらすかもしれない。こうした理由で、MiFID は、業者が排他的な契約に参加することを禁じ、取引情報が適切かつ非裁量的な価格で、また、他の市場の参加者にとっても容易にアクセスできるようなやり方で入手可能となるよう求めている。われわれは、この要件を TDMs にも拡大して適用するよう提案している。このことは、データ統合整理業者あるいはその他の事業体が、まったく等しい条件で、TDMs から取引情報を入手することを可能とする。(16.82)

われわれの TDMs に関するアプローチは、一次情報提供業者 (Primary Information Providers, PIPs) へのアプローチと似通ったものである。PIPs は、UK において、上場会社のために、規制情報を配布する業者である。しかしかれらは規制機関ではない。その代わりに、申請者 (applicants) は、サービス基準を満たしていることを証明する報告書を、われわれと顧客に提供する責任がある。この報告書は、当初の申請書の一部として、その後は定期的に提供されるものである。定期報告を行う理由は、かれらが、継続的にサービス基準を満足し続けているという保証を提出するためである。(16.83)

市場参加者の中には、この提案について、MiFID の透明性条項の適用において、加盟国間での違いを固定化するものだと考える人もいるかもしれない。しかし、TDMs の概念は、MiFID と完全に一致するものであり、欧州委員会がその実施細則案で目論んだものと合致しているというのがわれわれの考えである。われわれは、このようなアプローチが、UK に

おける事業者の競争に対して不利益に作用するとは考えていない。このアプローチは、取引公開サービスの競争を促進し、UKにおいて、現在よりもはるかに活発な競争をもたらす。データの監視と統合のための明確な基準を設定することによって、われわれは、効率的な「混じり気のない市場データ (clean market data)」を容易に維持することが出来るようになることを期待している。それはまた、関連する MiFID 条項を満たすことに関して、ある程度の確信と満足を業者に与えるものである。(16.84)

われわれは、われわれが重大な市場の失敗だと信ずるものに対処するための TDM 提言 (TDM proposal) および、そのアプローチのメリットがコストを凌駕するような TDM 提案を提唱している。非公式の事前諮問に基づいて、われわれは、多くの利害関係者 (stakeholders) がこれに同意していると考えている。しかし、もしこの CP についての回答から、UK の業界が全体的としてこのアプローチに価値を認めていないということがはっきりすれば、欧州委員会や CESR のレベル 3 プロセスでの展開を見ながら、これをさらに進めるかどうかについて改めて考えることにしたい。(16.85)

この提案をさらに進めるにあたって、われわれは、2 つの代替的なモデルを考えている。われわれは、業者が、既存の UK における取引報告の事業者 (the existing UK trade reporting entities) に対する取引情報の公開を強化する可能性について考えている。われわれは、これがこの分野での競争促進という MiFID の目標に合致したものであると認識している。(16.86)

われわれはまた、FSA が単一の統合テープ (a single consolidated tape) を提供する可能性についても考慮中である。2005 年 2 月にわれわれは、この機能を引き受けるわれわれの実行可能性 (feasibility) あるいは、われわれに代わる第三者の実行可能性についての査定を独立のコンサルタントに委嘱した。コンサルタントの結論は、技術的には実行可能ということであった。それは特別にリスクの高い IT プロジェクトとは判断されなかった。そして、われわれは、取引毎のベースで、妥当な期間にわたってコストを回収することが出来るはずだということであった。しかし、それは、現在のわれわれの職務から遠く離れたものであり、本来の仕事と風評リスクを前提とすれば、われわれは、市場機構の深くまで入りすぎることになる。われわれは、それが現在のリスクに見合った回答のようには思えないという結論に達した。(16.87)

(5) 業者への期待

取引前・取引後取引義務を果たすに当たって、われわれは、RMs、MTFs、SIs および OTC で取引するその他の業者が、規則に沿ってかれらの情報を公開していることを保証することを望んでいる。かれらは、情報の入手可能性と統合可能性に対するバリアが築かれることのないようにあらゆる手順を踏むべきであり、重複を避けるために、取引は単一の取引として公開されるようにあらゆる手段を講じるべきである。この観点から言えば、静止画で機械にたよらず読み取り可能なウェブサイト (a static non-machine readable website) での公開は、当該義務を満足させるものではない。(16.88)

もし、われわれが、TDM アプローチの実施を決定するとすれば、それは、回答者がこれを信頼性の高い取引後市場情報の配布に関する価値の高い貢献であると評価したことによるものだろう。われわれは、それゆえ、業者が TDMs を利用するために RM あるいは MTF の外で取引をする場合には、かれらを強く勇気付けることになるだろう。(16.89)

17. 取引報告 (Transaction reporting)

取引報告は、市場における不正を発見するために重要な役割を演じるものであり、また、市場行為が正直、公正かつ専門的であり、市場統合を促進するようなやり方で行われていることを保証する上で、中心となるものである。したがって、すべての業者が、実際に、適用要件にしたがって、われわれに対して取引の報告を行うことがきわめて重要である。取引報告に関する MiFID 要件⁶⁴には、業者が、規制市場での取引が認められている金融商品取引の詳細を、迅速かつ正確に、しかるべき監督当局に報告することを確保するという狙いがある。この章では、関連する MiFID 要件に言及し、われわれが、UK 市場の統合を促進するために、国内基準を追加することによって MiFID 要件を補足するという形で、MiFID および MiFID 実施細則における加盟国の裁量権を行使するよう提案している分野について概説している。(17.1)

この章における提案は、MiFID 要件実施への 3 つのアプローチのうちの一つである。われわれはまた、以下のものを刊行する予定である。

- ・ 承認された報告手段 (Approved Reporting Mechanisms, ARMs) に係わる提案に関する文書。この文書は、この CP により以上のものを付け加えないように、現在の許可された報告システム (the current permitted reporting systems) および選別された取引主体 (selected trade bodies) あてに送付されている。直接影響を受ける当事者の数がかなり限定的であり、また、この分野においてわれわれが持つはずの権限がいまだにはっきりしていないことから、この文書においてわれわれは、まず、現在の許可された報告システムと取引主体について別個に検討することになる。
- ・ 2006 年末までに刊行予定の、技術面に焦点を合わせた、取引報告利用者パック (Transaction Reporting Users Pack)。このパックは、ハンドブックのきわめて技術的な分野における技術的支援を提供し、この種のパックの助言はすでに、業界によって歓迎されてきた。(17.2)

(1) 影響を受ける部門

この章において説明されている種々の要件は、巨大な投資銀行から小規模なブローカー、ディーラーそして投資マネジャーまで広い範囲の機関に適用されることになる。それらは、MiFID で定義されているような報告すべき取引 (reportable transaction) を行ってい

⁶⁴ MiFID 第 25 条 (市場の信任の維持、取引報告および記録の保存義務) 3 項 - 6 項を参照。

るすべての MiFID 業者に対して適用されることになる。MiFID によってもたらされた大きな変更は、RMs での取引が認められている金利デリバティブ、外国為替デリバティブなどの商品取引を執行している業者が、われわれに対して、これらの取引について報告しなければならなくなったということであろう。しかし、これらの取引を執行する業者への実際の影響は、以下に述べるようないくつかの理由によって、最小限にとどまるものと思われる。(17.3)

われわれはまた、UK 国内において、MiFID によって定義された投資サービスを提供し、あるいは、投資業務を行っている非 EEA 業者の UK 支店にも、これらの提案された規則を適用したいと考えている。実際、これらの支店は FSA の認可を受けており、したがって、すでに取引報告をわれわれに提出している。(17.4)

プールされた投資ファンド、あるいは集合投資ファンドの投資マネジャーは、現在は、監督マニュアル 17 (SUP17) における規則によってカバーされているが、MiFID の範囲からは切り離されている。そのため、このような投資マネジャーに対する取引報告規則の適用は、10月に予定されている改定業務行為ソースブック規定 CP (Reforming COB Regulation CP) 中の範囲外の課題 (non-scope issues) に沿って処理されることになる。われわれはこの課題を、関係する業者や取引団体 (trade association) と議論することになるだろう。これらの議論およびさらなる諮問を前提に、現在の取引報告制度の適用範囲を維持するために、取引報告制度を集合投資会社およびそのマネジャーにも適用するというのがわれわれの意図するところである。この章において「投資マネジャー」という場合、そこには、MiFID の範囲から外れた集合投資会社のマネジャーは含まない。(17.5)

(2) 新たな MiFID 要件および変更提案の概要

われわれの現在の取引報告規則⁶⁵は、その大部分が、われわれに先行する監督組織 (regulatory bodies) によって制定され適用された規則である。その結果、当該業者のカテゴリに照らしてみれば、それらの規則は、内容 (substances) や効果 (effect) の点で異なっている。(17.6)

MiFID は、すべての MiFID 投資業者に対して、かれらが、たとえば、現在の用語で言う投資管理業者、証券業者あるいは個人投資家向け投資業者 (personal investment firm, PIF) であるかどうかを問わず、統一的な基準を導入しようとしている。(17.7)

MiFID の取引報告要件は、われわれの現在の要件とほとんど同じ土壌に立っている。それらは、以下の4つの主要事項に対応している。

- ・ 報告すべき取引 (reportable transaction) の定義
- ・ 取引報告を実施する手段
- ・ 取引報告の内容
- ・ 業者が報告すべき監督当局(17.8)

⁶⁵ 監督マニュアル 17 (SUP17) を参照。

MiFID 要件は、われわれが提案する付加的要件も同じであるが、いくつかの業者の取引報告作業には大きな変化をもたらすものではないかもしれない。しかし、その他の業者には大きな変化をもたらすのではないかとみられる。したがって、個々の業者は、彼ら自身のポジションをよく吟味し、MiFID および後述するわれわれの新規則のもとで、そのポジションが、かれらの義務を確実に排除しているかどうかを確認することが肝要である。
(17.9)

ア．報告すべき取引の定義⁶⁶

MiFID は、業者に対して、取引を執行した場合には、取引報告書を作成するよう求めている⁶⁷。われわれは、業者が取引の「執行」を行っている、あるいは「執行」を行っていないというようなさまざまなシナリオに関して、詳細なハンドブックのガイダンスを提供するつもりはない。しかし、われわれは、「執行する (execute)」という言葉が、投資管理業者に対して、特定の問題をもたらすことを案じている。そこで、われわれが提案する管理マニュアル 17 (SUP17) 中のハンドブックテキストは、(a)自らが執行した取引を、第三者を利用して報告する投資管理業者、(b)投資管理業者が執行のためにブローカーに注文を出した場合、規則をどのように適用するか、に関するガイダンスを含むものとなっている。(17.10)

現在、われわれの規則は、商品デリバティブ、金利デリバティブ、外国為替デリバティブの取引報告を要求していない。しかし、MiFID は、規制市場での取引が許されている金融商品の取引はすべて、その取引が規制市場で行われたか否かに係わらず、監督当局に報告しなければならないと定めている。したがって、規制市場での取引が許されている株式や債券と同様に、報告すべき取引には、RM_s での取引が許されている商品デリバティブ、金利デリバティブ、外国為替デリバティブ契約が含まれることになる。(17.11)

MiFID はまた、われわれに報告される取引を、RM_s での取引が許されている金融商品取引に限定することによって、報告すべき商品の範囲を狭めている。このために、われわれは、RM での取引を許されていない非 EU 証券の取引報告を求めている現在の要件を撤回するつもりである。(17.12)

しかし、ロンドンをベースにする MiFID 業者が、NYSE で、たとえばロンドンと NYSE で値付けされているゼネラル・モーターズ株の取引を行ったとすれば、その時は、取引報告はわれわれに対してなされることが求められる。なぜなら、ゼネラル・モーターズ株は、規制市場である LSE での取引が認められているからである。(17.13)

イ．取引報告を実施する手段

MiFID は、業者が実行できる取引報告の方法として次の 3 つの方法を掲げている。

⁶⁶ われわれは、報告すべき取引のカテゴリーを、MiFID の設定を超えて拡大している。パラグラフ (17.33) を参照。

⁶⁷ MiFID 第 25 条 3 項を参照。

- ・ 業者自身による直接報告、あるいは業者にかわって行われる第三者による報告
- ・ 監督当局の承認を受けた取引マッチング、あるいは取引システムによる報告
- ・ そのシステムを通じて取引が完結した規制市場あるいは MTF を経由する報告(17.14)

業者が選択肢(1) (つまり直接に、あるいは第三者を通じて) を通じて FSA に報告を行った場合、それは MiFID が報告システムについて課した要件に適合するはずである。業者が選択肢(2)あるいは(3)を利用したとすれば、かれらは、取引システムに対する MiFID 要件を満たすはずのシステムの運営者 (operator) である。(17.15)

パラグラフ(17.2)で言及したように、われわれは、承認された報告手段 (ARMs) の承認と監視については、MiFID 要件に関してわれわれが提案したアプローチについて、現在の認可された取引システムおよび選別された取引主体と話し合いをしようと考えている。(17.16)

MiFID はまた、例外的な状況を除いて、すべての取引は電子的な手段で報告すべきだとしている⁶⁸。われわれはこのアプローチを支持する。このことは、通常、われわれが eメールやファックスによる取引報告を受けることはないということの意味している。このアプローチによって大きな影響を受けるのは投資マネジャーであるが、われわれは、2005 年 11 月に発効した新たなウェブベースの報告システムである、われわれの取引報告システム (Transaction Reporting System, TRS) が、業者の報告が少なくすむように、取引報告を簡素化していると確信している。(17.17)

新たに報告を求められた製品 (商品デリバティブ、金利デリバティブ、外国為替デリバティブ) に関する取引報告の送信のために、われわれは、市場を通じて、関係する所定の市場から送り込まれる取引報告を収集する可能性について検討しているところである。これは、これらの製品を取引している個別の業者が、われわれに直接に取引を報告するという義務を免除し易くするかもしれない。われわれが所定の市場から受信出来ないだろうと考えている商品デリバティブ取引の一つが、ロンドン金属取引所 (London Metal Exchange, LME) の顧客クロス取引 (client cross trade) である。このタイプの取引のケースにおいて LME によって入手された情報は、われわれへの報告のためには十分なものではない。したがって、業者は、2007 年 11 月 1 日までに、これらの取引がわれわれに報告されることを保証するための代替手段がある、ということを請合う必要がある。いろいろな問題が、取引報告利用者パックで取り扱われることになる。そしてそれは、業者がわれわれに取引報告を提供するためにどんな準備をするかということに関して、技術的な詳細を提供することになる。(17.18)

ウ．取引報告の内容

⁶⁸ MiFID 実施細則第 12 条 (報告チャネル) 1 項を参照。

MiFID は、取引報告の内容を構成する 23 の分野について言及している⁶⁹。この情報の大部分は、すでに証券および先物業者によって報告されており、したがって、これら業者に対する影響はそれほど大きなものではないことが予想される。それとは対照的に、現在、投資管理業者（investment management firms）および個人投資家向け投資業者（PIF）からの取引報告に求められている内容は、きわめて範囲が狭い。とりわけ、かれらは、いかなる取引であっても顧客コードの報告を求められていないし、報告すべき商品の識別方法（the means of identifying）も定められていない。これらの業者は、したがって、取引報告に際して、現在よりも多くの情報が求められることになるだろう。（17.19）

MiFID は、報告規則の対象となるすべての MiFID 業者に対して、必要最小限の共通事項（the same minimum content）を取引報告に盛り込むよう求めている。もし、その義務的な分野が、単に、業者がすでに知っており、他の目的で保持する必要のある情報を要求するものであるとすれば、その影響は最小限に留まるだろう。（19.20）

MiFID は、取引報告の内容にかかわる新たな要件を課している。それは、デリバティブ取引の原証券のコード（the underlying security code）がある場合には、そのコードを要求することになるだろう。これによって、われわれは、説明書に頼るよりも、原商品（underlying reference instrument）へのリンクを通じて、デリバティブ商品に警告を発することができるようになるだろう。（17.21）

MiFID はまた、業者に対して、取引が多角的取引施設（MTF）で行われたかどうか、もしそうであればどの MTF であったかを確認するよう求めている。われわれは、「MTF」を市場識別フィールド（the market identifier field）に加え、また、金融機関識別コード（Bank Identifier Code, BIC）の「MTF」コードをこの新たな「MTF」フィールドに加える⁷⁰ことによって、業者がこの要件に適合しうるのではないかと提言している。（17.22）

MiFID は、加盟国に対して、取引報告書の書式を指定することを認めている。われわれは、HHMSS⁷¹形式の取引報告を要求するために、この領域における裁量権を利用するよう提案している。これによってわれわれは、市場の不正のより良い監視が可能となり、MiFID によって求められている流動性の計測が容易になる。（17.23）

取引報告の内容に関する MiFID 要件はまた、「監督当局によって決定される独自のコード」（unique code to be decided by the competent authority）によって商品が識別されることを要求している。われわれは、その独自のコードを、統一証券識別手続に関する委員会（Committee on Uniform Security Identification Procedures, CUSIP）および株式取引所日々公式リスト（Stock Exchange Daily Official List, SEDOLs）などの証券

⁶⁹ MiFID 実施細則付録 1 の表 1（報告項目一覧表）を参照。

⁷⁰ 市場識別コード（Market Identifier Codes, MICs）が MTFs に割り当てられることは可能である。その場合には、MIC だけが識別されることになる。

⁷¹ HHMSS は、Hour, minute, second の略語である。

コードとは異なる、国際証券識別番号 (International Securities Identification Number, ISIN) とすべきであると提案している。このことは、以下のような道筋で、業者に影響を及ぼすことになる。

- ・ ISIN を持つ商品の取引を執行する際には、その商品を識別するために当該 ISIN を利用しなければならない。
- ・ 原商品 (underlying instrument) が ISIN をもつデリバティブ取引を執行する場合には、原商品を識別するために当該 ISIN を利用しなければならない。(17.24)

業者が、ISIN を持たない商品の取引を執行する場合には、

- ・ 規定された市場 (prescribed market) での取引が許されている商品については、規定された市場によって割り当てられたコードを使用しなければならない。
- ・ OTC 商品の場合は、その商品コードは、空白のままにしておく (当該原商品が特定の ISIN を持ち、諸品説明が当該商品の分類欄に提示されているとしても)。(17.25)

これらの要件は、ISIN を持たない原商品についても適用される。したがって、このケースでは、原商品は、それが所定の市場での取引が許されている場合には、取引所コード (exchange code) を利用すること、そうでない場合は空白にしておかねばならない。(17.26)

このような ISIN の独特の利用法は、市場の不正を監視する仕事に役立つ。現に、さまざまに異なる証券コードを利用してわれわれに報告される業者の取引報告は、特定銘柄の取引活動の全貌を把握するために、われわれが取引報告データベースの完璧な取調べを行うことを困難にしている。ISINs の利用によって、われわれは、たった一つの、原株式 (underling reference stock) とのつながり (linkage) を通じて、新しい報告データベースに関して商品に警告を発することが可能となり、より効率的で完璧なデータベースの取調べを行うことが出来るようになる。(17.27)

このほかにも、MiFID の要件ではないが、取引報告の内容に係わるいくつかの要件がある。それについては後述する。(17.28)

エ．業者が報告すべき監督当局

MiFID は、母国報告主義 (Home State reporting) に係わるわれわれの要件を変えるかも知れない。現在のところ、EEA パスポート支店は、彼らの母国に報告することを求められている。MiFID はこれを変えようとしている⁷²。その結果、EEA パスポート支店は、その支店が設立された「地域内で支店によって提供されるサービス」として執行された取引については、かれらの受入国に報告することを求められることになる。MiFID

⁷² MiFID 第 32 条 (支店の開設) 7 項を参照。

実施細則を受けて、FSA の取引報告規則は、UK において提供されるサービスに関しては、EEA パスポート支店にも適用されることになるだろう。たとえば、UK 国内でサービスを提供しているドイツの銀行の UK 支店は、われわれに対して取引報告を行うことが求められるだろう。一方、英国の銀行のドイツ支店は、ドイツで提供されるサービスに関しては、ドイツの監督当局に報告するということになるだろう。(17.29)

第 5 章(クロスボーダーサービスおよび支店の開設)で触れたように、欧州証券監督者委員会(CESR)は、母国と受入国との間の責任区分をより明確にするために、レベル 3 の実行プロセスでの作業を開始しようとしている。(17.30)

MiFID 実施細則を受けて、現在の適格取引所非適用(qualifying exchange exemption)もまた、利用できなくなりそうだ。この非適用は、適格取引所(qualifying exchange)の会員である業者に対して、当該取引所で行われた取引を、われわれではなく、その取引所に報告するという選択を認めているものである。MiFID 実施細則を受けて、これらの取引は、新しい規定がそれらを報告の対象とする範囲で、われわれに報告されなければならない。特定された適格取引所の多くは、EEA の域外に設立されており、この規則の削除の影響は最小限にとどまるだろう。なぜなら、UK の所定の市場あるいは EEA の規制市場での取引が認められていない商品の報告要件は除外されてきたからである。(17.31)

(3) MiFID のもとでは要求されない報告義務

ここでは、以下の 2 点について説明する。

- ・ われわれのハンドブック中の規則に由来する規定で、MiFID によって直接に要求されるものではないが、市場の適切な規制のために必要と考えられるもの。
- ・ MiFID によってはっきりと要求されているわけではないが、われわれが導入を提案している新たな要件(17.32)。

ア．報告すべき取引の定義

MiFID は、RM での取引が許されている商品の取引に限って報告を求めている。しかし、MiFID は、加盟国に対して、規制市場での取引が認められていない商品への取引報告義務の適用について、若干の裁量権を与えている⁷³。われわれは、業者に対して、以下に示すような OTC デリバティブの全取引について、われわれに報告するよう提案している。

- ・ 規定された市場での取引が許されている債券および株式を参考として値付けされ、あるいは、評価されているもの。
- ・ 規定された市場での取引が許されている商品で構成されているインデックスを参考

⁷³ MiFID 序文 45 を参照。

にして値付けされ、あるいは、評価されているもの。

われわれは、これを、商品、金利あるいは外国為替に係わる OTC デリバティブの取引にまで拡大するよう提案するつもりはない。(17.34)

さらに、われわれは、すべての規定された市場 (Prescribed Markets)⁷⁴で始まった取引はわれわれに報告されるという既存の要件を残すよう提案している。UK にある RMs は別として、現在の規定された市場のリストには、代替投資市場 (Alternative Investment Market, AIM) および OFEX⁷⁵などが含まれている。(17.35)

規定された市場で取引され、また、規定された市場での取引が許されている債券や株式を参考にして値付け / 評価がなされている商品の全取引をわれわれに報告することを求めている最大の理由は、われわれが、市場不正に関してこれらの市場と商品を監視し、それによって、市場の信頼を維持するという法令上の目的を達成して、金融不祥事を減らすことが出来るようにすることにある。このようなタイプの商品や市場は、実際には、既存の市場における不正制度 (market abuse regime) の枠内で補足されていて、われわれは、この取引報告のデータを、そのような商品や市場に内包されている不正の原因を究明するために利用してきた。もし、それらが新取引報告制度から除かれるようであれば、それは、むしろ一步後退 (a backward step) のように見られるのではないか。とりわけ、このことは、OTC のデリバティブ商品について当て嵌まる。なぜなら、他のどの機関も、RIE でさえも、この市場についてはレビューしていないからである。さらに、これらの取引を行っている業者の大部分は、すでにそれを報告しているので、それを実施するためのコストは最小限にとどまるはずである。われわれは、コスト・ベネフィット分析 (CBA) において、この報告義務を残すことによる一回限りのコスト増は軽微であり、それを残すことのメリットのほうが大きいと指摘した。しかし、われわれは、そうではないと考えている業者からの意見を歓迎している。(17.36)

イ．取引報告の内容

MiFID は⁷⁶、加盟国に対して、投資業者が当該取引の執行を依頼された顧客を特定するために、かれらに取引報告を求めることを認めている。現在の規則は、まず第一に、業者が、関係する報告システムからの取引報告であることを確認するカウンターパーティー関係者コード (counterparty participant code) を利用することを要求し、次いで、FSA の参照番号 (FSA reference Number, FRN) あるいは金融機関識別コード (BIC) を利用することを求めている。こうしたものが利用できない場合には、報告する業者は、独自の、また継続的な内部参照コードを利用すべきであろう。われわれの提案は、業者に対して、FRN あるいは BIC を利用して顧客を確認するように要請することによって、

⁷⁴ 所定市場 (Prescribed Markets) とは、財務省によって、金融サービス市場法のパート に収容している市場における不正制度 (market abuse regime) の範囲内に入る市場として規定されている市場を指す。

⁷⁵ 世界各国の中小会社を対象にした UK の独立系市場。

⁷⁶ MiFID 実施細則第 12 条 4 項を参照。

これを代替するというものである。これらを利用できない場合には、われわれは、業者に独自の、また継続的な内部参照コードを利用するよう求めることになる。(17.37)

信用デリバティブ市場の重要性および潜在的な影響力の高まりを背景として、われわれは、取引報告の範囲の中に、この商品に対する追加的な商品分類を付け加えるよう提案している。これは MiFID の要件を超えるものであり、業者と報告システム双方に影響を及ぼすのではないかという議論があることは、われわれも承知している。しかし、われわれは、市場の不正について市場を監視し、また、この特定の市場の拡大を監視するために、信用デリバティブ取引の報告は、われわれの市場規制のために必要なものであると考えている。そして、追加的な分類を行うためのコストが、その便益を上回ることはないであろう。(17.38)

ウ．業者のキャパシティー

現在、業者は、長期自己取引あるいは委託ベース (on principal or agency basis) のどちらで取引が行われたかを示すよう求められている。われわれは、この単純な区別が、われわれが市場の不正を効率的に発見しようという観点から十分なものであるとは考えていない。プリンシパル取引が自己勘定 (house account) あるいは顧客の利便性 (client facilitation) のために行われたものであるかどうかを確認することによって、われわれは取引をより効率的に分析することが出来る。われわれは、「プリンシパル」の地位を二つのカテゴリー、すなわち、「所有者」(proprietary) と「顧客利便性の主体」(principal for client facilitation) に分けることを提案している。この特別の細分化は、取引の真の受益者をわれわれが決定することを可能にし、われわれが業者に課す情報の量を減らすのに役立つだろう。(17.39)

われわれは、自己勘定のために執行される取引と顧客に利便性のために執行される取引との違いは、業者にとっては自明のことであると見ている。しかし、そうでない場合には、業者が、取引のリスク分散の観点から、それを区別することを期待している。(17.40)

エ．取引報告の方法

MiFID は、業者に対して、かれらが報告すべき取引を行った場合には、取引報告を行うよう義務付けている。MiFID は、すでに報告を行っている大部分の業者に対して、新たな取引報告義務を課することはないだろう。とはいえ、投資マネジャー(かれらは、すでに、ある種の取引報告の対象となっている)を含む一部の業者や RMs での取引が許されている商品デリバティブ、金利デリバティブ、外国為替デリバティブの取引を執行している業者は、かれらの報告義務が増えたと感じるかもしれない。しかし、MiFID およびわれわれが提案する追加要件のもとで、業者は、われわれへの取引報告をかれらに代わって行う第三者を利用することが出来るようになるだろう。(17.41)

今のところ、われわれは、投資管理業者が、ブローカーに報告書の作成を依存することによって報告義務を満たすことを許容している。この種の依存は、正式の契約にもとづくものではないとはいえ、われわれが必要とする情報を提供し、業者双方がその報告

義務を満たすことを可能にしている。取引協会および個別業者からの反応は、業界がこのアプローチを残してほしいと考えていることを裏付けている。したがって、われわれは、投資マネジャーのような業者が、その義務を免ずるために、かれらに代わって報告を行う第三者の利用を検討したいと考えているものと判断している。この章の最初の部分で、われわれは、投資マネジャーが取引を「執行」しない状況があるとして、当該業者が取引報告義務を持つのかどうかに関して、いくつかのガイドラインを提供するよう提案した。(17.42)

われわれは、業者の認可されたブローカー (authorised broker) への依存は、われわれが受入可能な取引報告の方法となりうるものであり、また、それが事実上、他の認可業者に、当該業者に代わって業務を行わせることになるということで、MiFID に適合するものであると考えている。(17.43)

RM_s での取引が許されている商品デリバティブ、金利デリバティブ、外国為替デリバティブ取引を執行している業者は、われわれへの取引報告の提出について、当該規制市場を当てにすることが出来るかもしれない。われわれは現在、業者が、取り引きの都度、さまざまな取引所に提出している情報を、取引報告書としてわれわれに回送できるような手はずについて、ロンドン金属取引所 (London Metal Exchange, LME)、ロンドン国際金融先物取引所 (London International Financial Futures Exchange, LIFFE)、ICE Future Exchange、ニューヨーク金属取引所 (New York Metal Exchange, NYMEX) と協議中である。(17.44)

MiFID 後の規則を、投資管理業者や RM_s での取引が許されている商品デリバティブ、金利デリバティブ、外国為替デリバティブ取引を執行する業者に対してどのように適用するかということに関する技術的な支援は、提案中の取引報告利用者パック (Transaction Reporting Users Pack) において入手可能である。われわれは、このパックが、ハンドブックとは別個のものであり、MiFID からもたらされる技術的事項および利用者に焦点をあてた事項について業者を支援する限りにおいて、きわめて技術的な分野における操作上の支援を提供するものになるだろうと提言している。(17.45)

われわれは現在、業者に対し、かれらが利用しようとしている許可された報告システム (permitted reporting system) について、われわれに通知するよう求めている。われわれは、業者に対して、かれらが選んだ承認された報告メカニズム (Approved Reporting Mechanism) を FSA に通知するよう求めることによって、MiFID 後も、この要件を引き続き維持すべきかどうか、あるいは、もう一つの方法として、業者が、承認された報告メカニズムではなく、かれらが直接、または第三者を通じて FSA に報告することによって、報告義務を果たすようにすべきかどうかを考慮中である。われわれが提案している規則は、業者が直接 FSA に送付する報告書の様式を特定することになるだろう。われわれはまた、直接にあるいは非 ARM を通じて報告しようとしている業者に対して、かれらの報告システムが、MiFID 要件をいかにして満足させるのかについて説明するよう

求めるかどうかを検討中である。現在は、FSA に直接報告する業者はいない。(17.46)

(4) ハンドブックから削除するもの

われわれは、報告すべき取引の定義から外れている商品に係わる事項を削除することを提案中である。現在、われわれは、業者に対して、非 EU 証券の取引、たとえば、FSA 認可業者による US 証券の取引について報告するよう求めている。提案した規則のもとでは、業者は EU 規制市場または規定市場での取引が許されている EU 証券の取引、あるいは、それら商品に関連した商品やそれら商品を基にした商品（商品、金利、外国為替デリバティブを除く）の取引に限って報告を求められることになる。(17.47)

われわれはまた、バスケット取引に係わる事項を削除しようとしている。現在、業者は、バスケット取引について、入手可能であれば、そのバスケットの単一承認コードを使って報告することが認められている。われわれは、この条文を廃止し、業者に対して、バスケットの単一承認コードが入手可能か否かに係わらず、バスケットを構成する個々の商品について別々に取引報告を行うよう提案している。われわれがこうした提案を行った理由は、まず第一に、入手したデータの取り扱いが難しいためであり、第二には、流動性の計算が難しいためであり、第三には、このような単一証券コードが業者によって頻繁に利用されることはないと考えているからである。(17.48)

(5) 業者への期待

われわれは、MiFID が提起する取引報告規則の変更は、現実に取引報告を行っている大部分の業者に大きな重荷を負わせるものではないと考えている。大部分の業者は、取引報告に関してかれらが行っていることを変更しなければならないと考えているわけではない。われわれは、MiFID に適合するために必要な変更の度合いは、ほとんどの業者にとって大きな負荷となるほどのものではないと考えている。われわれの提案するアプローチのコストは相対的に小さなものである。しかし、われわれは、これについての業者からのフィードバックを歓迎する。(17.49)

業者は、この機会に、かれらの MiFID 義務の本質についての理解を深め、われわれが現行の取引報告規則と来るべき MiFID のもとで要請されるすべての取引報告を確実に入手するために、彼らの取引報告システムの見直しを行わなければならない。われわれは、提案した取引報告パックが、目的達成に向けて、業者を一段と支援することになるだろうと期待している。(17.50)

18 . MiFID 実施に向けての FSA の取り組み (まとめ)

以上、3 回にわたって FSA のコンサルテーション・ペーパー (CP06 / 14 - Implementing MiFID for firms and markets、2006 年 7 月末刊行) の内容を紹介してきた。このペーパーだけでも本文 224 ページ、ハンドブックテキストのドラフトを加えると総計 517 ページという大部のものであり、MiFID の国内法への置換え準備が並大抵の作業ではなかったことが窺える。FSA は、ハンドブックを中心とした国内法への置換えに向けて、2006 年 5 月

以降、この CP をはじめ合計 5 つの CP を公開してコメントを求め、その後、各界の意見を集約した上で、これを 11 月から翌 2007 年 1 月にかけて 3 つのポリシー・ステートメント (Policy Statements) として取りまとめて、1 月末には、実施法案について議会の承認を得るというスケジュールで準備を進めてきた。一方、金融サービス市場法については、管轄官庁である財務省が、2005 年 12 月に UK Implementation of the EU Markets in Financial Instruments Directive (Directive 2004 / 39 / EC) と題するコンサルテーション・ペーパーを発出、2006 年 3 月末までの諮問期間を経て 12 月には法案を作成、1 月末までに議会の承認を得るという手順で置換えの準備が進められた。

参考までに、FSA が公開した CP、PS 等を発出順に列記すれば以下の通りとなる。

- ・ 2006 年 5 月 DP06 / 3 - Implementing MiFID's best execution requirement⁷⁷ (50 pages)
- ・ 2006 年 5 月 CP06 / 9 - Organisational systems and controls: common platform for firms (258 pages)
- ・ 2006 年 7 月 CP06 / 14 - Implementing MiFID for firms and markets⁷⁸ (224 pages, Draft Handbook text 293 pages)
- ・ 2006 年 8 月 CP06 / 15 - Reforming the Approved Persons Regime (82 pages)
- ・ 2006 年 10 月 CP06 / 19 - Reforming conduct of business Regulation (350 pages, Draft Handbook text 401 pages)
- ・ 2006 年 10 月 CP06 / 20 - Financial Promotion and other communications (82 pages)
- ・ 2006 年 10 月 PS06 / 13 - Organisational systems and controls: common platform for firms - Feedback on CP06 / 13 (118 pages)
- ・ 2007 年 1 月 PS07 / 2 - Implementing the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) - Feedback on CP06 / 14, CP06 / 19, CP06 / 20 (142 pages, Handbook text 405 pages)
- ・ 2007 年 1 月 PS07 / 3 - Reforming the Approved Persons Regime - Feedback on Section B of CP06 / 15 (48 pages)

EU においては、MiFID の技術的な実施基準 (MiFID 実施細則) が 2006 年 9 月、公式に欧州委員会によって採択されたことにより、証券立法プロセス (いわゆるラムファルシー方式) におけるレベル 2 は終了し、すでに MiFID を CESR が中心になって EU 構成各国において実効的かつ公正に実施するプロセス (レベル 3) に移行しているが、UK にお

⁷⁷ この DP については、日本証券経済研究所ホームページのトピックスにおける拙稿「EU の『金融商品市場指令 (MiFID)』と最良執行義務」で取り上げたので参照されたい。この DP は、諮問を経て、2006 年 10 月に刊行された CP06/19 の一部を構成することになった。

⁷⁸ 本レポートはこの CP について紹介したものである。

るレベル2の終了は、上述の通り2007年1月末ということになる。MiFIDの施行は2007年11月1日の予定であるが、UKにおいても、実質的にレベル3に向けての作業に焦点が移っているものとみられる。

(編集注)

- ・ このレポートは情報提供のみを目的としており、販売若しくは利益を目的としての配布及び再配布は禁じられています。
- ・ このレポート及びその中で引用されている英国の金融サービス機構 (FSA) の文書については、読者への情報提供を目的とするものであり、FSA の規制上の判断を形成するものではありません。
- ・ このレポート及びその中で引用されている FSA の文書の日本語への翻訳については、その正確さを FSA が保証しているものではありません。
- ・ FSA の文書は、必要に応じて変更が加えられますので、このレポートで引用されている FSA の文書についても、現時点では変更されている可能性があるかもしれないことに留意する必要があります。
- ・ このレポート及びその中で翻訳、引用されている FSA の文書については、その一部分を抜粋することによって、反対の解釈が導き出される恐れがあることに留意するとともに、参照する場合には、当該文書を特定して明示する必要があります。
- ・ このレポートで FSA の文書が翻訳、引用され、当研究所のウェブサイトに掲載されていますが、それをもって、FSA がこのウェブサイト若しくは当該組織を保証していると解することは出来ません。

財団法人 日本証券経済研究所