EU 投資サービス規制市場指令案の公表(上)

椎　名　隆　一

要　旨

EU の証券取引に関する中心的な規制である「投資サービス指令（ISD)」（1996年 1 月施行）は施行後 5 年以上が経過し，この間，ISD が推進した単一パスポートを利用しての投資サービスは拡大し，また加盟国間の規制上・監督上の調和も進展した。しかしそれ以上に顕著なことは，90年代後半 EU の金融証券市場を取り巻く環境が大きく変わり，統一通貨ユーロの導入による加盟国間の国境を越えた取引の拡大，情報通信テクノロジーの発展による証券取引システムの電子化など取引インフラの劇的な変化とそれを契機とする各国取引所間の合従連衡の動き，さらには代替的取引システム（ATS）や証券会社内部での注文の自己執行（internalization）などの取引所外取引の盛行など，証券取引形態が大きく変容し，これまでの取引所集中原則を基本とした ISD の予定する証券取引規制の枠組みが実効性に疑問がもたれる事態となっていた。

こうした背景から，1998年以降，ISD を含む EU の金融証券市場法制の抜本改革に向けて欧州委員会による「金融サービス域内市場のためのアクションプラン」(1999年 5 月）や，さらに「欧州証券市場の規制に関する賢人委員会報告（ランファルシー委員会報告)」(2000年11月の中間報告及び2001年 2 月の最終報告）などの新たな視点での提言を受け，ISD 改定作業が開始されていたが，約 2 年にわたる公開諮問期間を経て，ISD 最終改定案がようやく，2002年11月19日に欧州委員会より公表された。

最終改定案は「投資サービスと規制された市場についての指令（案)」という名称が示す如く，業者法中心の ISD になかった市場運営に関する規制を大幅に取り入れるなど条文数も ISD に較べ倍増し，質量ともにスケールアップされたほか，市場集中義務の撤廃，新たにコア業務と位置付けられた代替的取引システムであるマルチラテラル・トレーディング・ファシリティー（MTF）の運営規制の導入，多様な注文執行手段の下での投資家保護と市場の信認（integrity）を

確保するための一連の取引ルール（最良執行義務，注文取り扱いルール，利益相反禁止規定等）の導入（以上本号），提携代理商規定の導入，透明性義務の充実，受入国の監督権限の制限，実施細則策定におけるコミトロジー手続きの明確化，さらには米国エンロン問題の影響とみられるアナリスト規制，会計監査人規定などの多くの新規定が盛り込まれている。最終改定案は，EU独自の背景をもった証券取引規制の考え方の深化に加え，「市場の分裂」を先に経験している米国流の証券取引規制の考え方にもかなり影響を受けているものと推察される（以上次号）。

目　次

Ⅰ．公表の経緯
Ⅱ．最終改定案の主な内容と特徴
1．条文数の増大（業者法から市場規制までを包含する体系へ）
2．規制された市場の共通規定（ハイレベル原則）の導入
3．コア業務として位置づけられたMTF
4．規制対象業務及び商品範囲の拡大
5．規制された市場の定義
6．市場集中義務の撤廃
7．取引所外（off-exchange）取引の規制
8．単独の利益相反規定
9．最良執行義務の明文化
10．注文取り扱い規則の導入

Ⅰ．公表の経緯

EUの証券取引に関する中心的な規制である「投資サービス指令（ISD）」（1996年1月施行）[1]は施行後5年以上が経過し，この間，ISDが推進した単一パスポートを利用しての投資サービスは拡大し，また加盟国間の規制上・監督上の調和も進展した。しかしそれ以上に顕著なことは，90年代後半EUの金融証券市場を取り巻く環境が大きく変わり，統一通貨ユーロの導入による加盟国間の国境を越えた取引の拡大，情報通信テクノロジーの発展による証券取引システムの電子化など取引インフラの劇的な変化とそれを契機とする各国取引所間の合従連衡の動き，さらには代替的取引システム（ATS）や証券会社内部での注文の自己執行（internalization）などの取引所外取引の盛行など，証券取引形態が大きく変容し，これまでの取引所集中原則を基本としたISDの予定する証券取引規制の枠組みが実効性に疑問がもたれる事態となっていた。また，このような市場の構造変化の中で，ISDが潜在的に抱えていた問題も浮き彫りにされた。即ち，ISDが詳細な実務指針や実施措置を欠いていることが，加盟各国での適用に多様な解釈を生み出し混乱を招いていることや，多くの規定が公益の名のもとにサービス受入国の介入ないし監督権を認めているために投資サービス会社（investment firm）が属する母国との規制の重複が生じ，ISDの母国監督主義が広範に希薄化されているという問題である。

こうした背景や，ユーロ導入に向けた一層の基盤整備の事情から，1998年以降，ISDを含む

EU の金融証券市場法制の抜本改革に向けて欧州委員会による「金融サービス域内市場のためのアクションプラン」(1999年 5 月)[2]や，さらに「欧州証券市場の規制に関する賢人委員会報告（ランファルシー委員会報告)」(2000年11月の中間報告及び2001年 2 月の最終報告)[3]などの新たな視点での提言が相次いで公表され，従来のアプローチである域内市場統一の深化という枠組みを超えた，新しい市場構造の下での証券取引規制の再構築への試みが開始された。

ランファルシー報告では，成立まで長い期間を要し変化の激しい金融証券市場への対応が遅れがちな EU の証券立法・実施細則策定プロセスの全面見直しを目指す 4 段階アプローチ[4]が唱えられ，また独特な EU 法の手続きであるコミトロジー（comitology)[5]の機能を担う欧州証券委員会（ESC）及び欧州証券監督者委員会（CESR）が創設された。

こうした新プロセスの下に，ISD 改定作業が行われることになり，2000年11月に改定の素案である「投資サービス指令のアップグレイドに関する欧州委員会通達」[6]が公表され，ISD 施行後の成果・問題の総括とともに，EU 証券市場の環境変化を踏まえた ISD 改定作業の基本的な方向性が示された。その後2001年 7 月及び2002年 3 月の 2 回にわたる公開諮問により，新しい市場構造にマッチした EU 証券取引規制の骨格について市場関係者とのコンセンサス作りが行われた。

一方，ISD 改定作業と並行的に，米国ほどではないが，今後拡大が予想され EU 証券市場に大きな変化をもたらす可能性があるとみられる代替的取引システム（Alternative Trading System）についても，CESR の前進である欧州証券委員会フォーラム（FESCO）が2000年 9 月に「欧州における代替的取引システムの規制」[7]を公表後，独自にスタンダード案作りが進められ，約 2 年にわたる公開諮問期間を経て，2002年 7 月に CESR より「ATS スタンダード」[8]として公表された。これは改定 ISD の施行（2006年の見込み）までの移行期間における暫定措置として加盟各国にその適用が呼びかけられている。

こうした流れの中で，ISD 最終改定案がようやく，2002年11月19日に欧州委員会より公表された。最終改定案は「投資サービスと規制された市場についての指令（案)」[9]（以下「最終改定案」）という名称が示すように，これまでの業者法中心の規定に加えて市場運営規制についての条文を大幅に取り入れて一段とスケールアップした内容となった。最終改定案は前段の解説メモ（Explanatory Memo）も入れて104ページに及ぶ。なお，2002年 3 月に公表された ISD の「修正オリエンテーション」[10]に対する市場関係者からのコメントは107件に昇ったとされているが，これまでの（ 2 回行われた）公開諮問とは異なり，今回そのフィードバックに関する開示はなく，直接指令案だけが公表されている。

最終改定案は，そのたたき台となった前回の ISD「修正オリエンテーション」の枠組みをある程度尊重しながらも，条文内容はかなり書き換えられた跡があり，内容も予想以上に膨らんでいるとの印象である。この中にはこれまでの公開諮問の過程では議論のなかった，例えば米国エンロン問題が引き金となったと推定される論点（アナリスト規制，会計監査人との関係など）などを反映する条文等が追加されているが，その経緯についての詳細な公表はされていない。改定スケジュールの遵守という時間的制

約のためかとも思われる。

最終改定案の解説部分は，これまでのISD改定論議の背景となる市場構造変化等の事情や議論の経緯を改めて総括し，改定の理由[11]とその主要目的が①投資家保護と市場の信認（integrity）の確保，及び②公平，効率的な統合された金融市場の推進の2点にあることを再確認している。

Ⅱ．最終改定案の主な内容と特徴

以下に，最終改定案の主要な特徴，特にISDの内容と大きく異なる点を中心に解説する。

1．条文数の増大（業者法から市場規制までを包含する体系へ）

ISDが全条文32ケ条にすぎなかったのに対し，最終改定案は67ケ条と倍増し，質量ともに充実した内容になっている。特に，従来のISDが業者法中心であったのに対し，最終改定案には規制された市場の共通規定（ハイレベル原則）が取り入れられ，規制の対象範囲が市場にまで拡大されたことが投資サービス会社の関連規定の精緻化と相俟って，条文数の増大につながっている。

図表1　ISDと最終改定案の条文構成の比較

ISD	最終改定案
第1章（定義と範囲）	第Ⅰ編（定義と範囲）
第1条　定義	第1条　範囲
第2条　適用対象	第2条　適用除外
	第3条　定義
第2章（業務開始条件）	第Ⅱ編（投資サービス会社の認可・運営条件）
	第Ⅰ章（認可条件・手続き）
第3条　認可とその取消し	第4条　認可の要件
第4条　株主の特定	第5条　認可の範囲
第5条　域外投資サービス業者の支店	第6条　認可申請の許可及び拒否手続き
第6条　子会社の認可	第7条　認可の取消し
	第8条　業務を実効的に指揮する者
	第9条　実効的な支配権を行使する者
	第10条　認可された投資家補償制度の会員資格
	第11条　初期資本要件
	第12条　組織要件
第3章（第三国との関係）	第13条　MTFにおける取引プロセスと取引の完結
第7条　第三国との関係	第14条　第三国会社と支店の認可
	第Ⅱ章（投資サービス会社の運営）
第4章（業務遂行条件）	セクション1（総則）
第8条　監督責任：母国監督	第15条　継続監視に関する一般義務
第9条　実効的出資	第16条　利益相反
第10条　節度ある運営の規則	第17条　継続出資要件
第11条　行為規範	セクション2（投資家保護の確保のための規定）
第12条　補償制度	第18条　顧客に投資サービスを提供する場合の業務行為義務
第13条　サービスの広告	

第19条　顧客にとって最も有利な条件での注文執行義務
第20条　顧客注文取扱い規則
第21条　提携代理商を雇用する場合の投資サービス会社の義務
第22条　適格カンターパーティを相手に執行される取引

セクション3（市場の透明性と信認）
第23条　市場の信認の維持，取引報告及び記録の保存義務
第24条　MTF 上又はそれを通じての取引の監視
第25条　投資サービス会社のファーム・ビッド＆オファーの公表義務
第26条　投資サービス会社による取引後開示
第27条　MTF の取引前透明性要件
第28条　MTF の取引後透明性要件

第Ⅲ章（投資サービス会社の権利）
第29条　サービス提供の自由
第30条　支店設立
第31条　規制された市場へのアクセス
第32条　清算・決済ファシリティーへのアクセスと決済システムを指定する権利

第Ⅲ編（規制された市場）
第33条　認可と準拠法
第34条　市場運営者の要件
第35条　規制された市場の実効的支配を行使する者に対する要件
第36条　組織上の要件
第37条　金融商品の取引認可
第38条　金融商品の取引の中断又は排除
第39条　規制された市場へのアクセス
第40条　規制された市場での取引の監視
第41条　規制された市場のための取引前透明性の要件
第42条　規制された市場のための取引後透明性
第43条　清算アレンジメントに関する規定
第44条　規制された市場のリスト

第Ⅳ編（監督当局）
第Ⅰ章（指定・権限・資源・賠償手続き）
第45条　監督当局の指定
第46条　監督当局に与えられる権利
第47条　罰則規定
第48条　訴訟の権利
第49条　投資家の苦情に対する裁判以外のメカニズム
第50条　職業上の秘密
第51条　監査人との関係

第Ⅱ章（異なる加盟国間での監督当局の協調）
第52条　協力義務

第5章（設立の権利及びサービス提供の自由）
第14条　単一パスポート
第15条　規制された市場の会員及びその市場へのアクセス
第16条　規制された市場のリスト
第17条　支店設立の通知義務
第18条　サービス提供の通知義務
第19条　報告，違法状態への対処
第20条　取引情報の透明性：当局に対する報告
第21条　取引情報の透明性：投資家に対する報告

第6章（認可及び監督の責任を有する当局）
第22条　監督当局の指定
第23条　監督当局間の協力
第24条　立入検査
第25条　職業上の秘密
第26条　訴訟の権利
第27条　罰則規定
第28条　指令の施行

	第53条　調査における協力 第54条　情報の交換 第55条　追加認可に先立つ当局間の諮問 第56条　受入国の権限 第57条　受入国の予防権限 第58条　第三国の情報交換
第７章（最終規定） 第29条　指令の修正 第30条　経過規定 第31条　実施期限等 第32条　指令の宛先	第Ⅴ編（最終規定） 第59条　コミトロジー手続き 第60条　報告と見直し 第61条　指令85/611/EEC の改定 第62条　指令93/6/EC の改定 第63条　指令2000/12/EEC の改定 第64条　指令93/22/EEC の廃止 第65条　経過規定 第66条　施行 第67条　宛先
付属書　サービス及び金融商品のリスト	付属書Ⅰ　サービス及び金融商品のリスト 付属書Ⅱ　本指令のためのプロ顧客

2. 規制された市場の共通規定（ハイレベル原則）の導入

最終改定案の最大の特徴は，「規制された市場（regulated market）」の共通原則に関する12の専用条文が，独立した第Ⅲ編として導入されたことである。現行ISDでは，市場関連規定は，第１条（定義），第15条（規制された市場の会員及びその市場へのアクセス），第16条（規制された市場のリスト），第20条，第21条（透明性義務）などの僅かな条文に限定されていたことからすれば，大幅に強化されたといえる。

規制された市場の開設には，市場が開設される地の監督当局の認可が必要とされ，その条件として，市場運営者，運営規則及びそのシステムの全てが改定ISDの要件を満たしていることが求められている（第33条１項）。また，準拠法は規制された市場の母国の法とされる（同３項）。

市場運営者は，規制された市場の健全かつ節度ある経営を確保するための十分な信望と経験及び十分な財源を有していることが求められ（第34条１項，３項），また規制された市場の実質支配者についても適格性の審査を加盟国に義務付けている（第35条１項）。

組織上の要件としては，利益相反の防止措置，リスク管理体制，システム障害対策，最良執行を可能とする取引ルールと業務方法の具備などが規定されている（第36条）。また，規制された市場は，金融商品の取引認可に関し明確かつ透明な規則を有することとされる（第37条１項）。デリバティブ商品については，秩序だったプライシングや効果的な決済条件を確保する規則が必要とされる（同２項）。譲渡可能証券が一度規制された市場で取引を承認された場合は，その後は発行体の同意なしに他の規制された市場で取引されることが可能で，発行体にはその事実について報告を行う。なお，発行体の同意なしに，その証券を規制された市場で

取引する場合は，発行体はいかなる開示義務も負うことはない（同5項)。規制された市場は，その規則に従わない上場証券の取引停止又は廃止を決定することができ，この場合，その事実を公表するとともに，監督当局へ報告する（第38条1項)。

規制された市場は，その会員権や市場アクセスについて透明性のある規則を定めなければならず，それには市場の構成と管理，取引規則，市場関連従業員の職業基準，清算・決済手続きなどを盛り込まねばならならず（第39条1項)，投資サービス会社の直接的，間接的又は遠隔地からの参加を定めなければならない（同3項)。加盟国は，他の加盟国出身の規制された市場がその領域で遠隔地会員を相手に取引するために適切な措置を講じることを認めなければならない（同4項)。

規制された市場は，取引の定期的な監視のための有効な措置と手続きを定め維持することが求められる（第40条1項)。この他，取引後透明性義務（第42条）に加え，現行ISDには規定がない取引前透明性義務（第41条）が導入されている。

3. コア業務として位置づけられたMTF

これまでCESRを中心に時間をかけて検討が行われてきた代替的取引システム（ATS）の規制上の取り扱いについて，欧州委員会は今回，独自の切り口でこうした新興トレーディングシステムをMultilateral Trading Facility（MTF）と呼称し，投資サービス会社によるその運営をコア業務に指定するとともに，幾つかの独立した規定を導入した。

最終改定案におけるMTFの定義（第3条1項11号）は，前述のCESRが2002年7月に公表した「ATSスタンダード」の中でみられる「適格システム（qualifying system)」の定義[12]を一部修正した形で，「システム内で非裁量ルールに基づき，契約を構成する仕方で，金融商品に関して多数の第三者がする買い需要と売り需要を突き合わせるマルチラテラル・システム」としている。

名称が既に慣用化しているATS（=Alternative Trading System代替的取引システム）ではなくMTF（=Multilateral Trading Facility多角的取引施設）としたのは，公開諮問を通じて，ATSという用語が法律条文に使用するには余り適格とは言えず，新しいコア・サービスと位置付ける機関の特徴を正確に捉えていないとの指摘への対応とされる。このため，これまでのATS規制の議論を踏まえ，alternativeという用語を，多数の投資家間の取引を媒介するという意味でのより特定された表現であるmultilateralという用語に置き換え，また債券用に利用が広まっている取引端末との混同を避けるためにsystemではなくfacilityの用語を採用したと解説されている。

規制上は，MTFは基本的に投資サービス会社と位置付けられ，その運営者はさらに特別規定に服する方式[13]を採用している。即ち，組織要件（第13条)，取引監視（第24条)，取引前透明性（第27条)，取引後透明性（第28条)，委託業務の免除（第13条2項)（参加者はエージェンシー義務を伴わない「適格カンターパーティ（eligible counterparties)」に制限)，端末の他加盟国設置（第29条5項）などがMTF向け専用規定となっているが，これらは「規制された市場」の運営規制に類似したものとなっている。一方，「規制された市場」の規制に相乗りした規定も多く見られる[14]。ところで「規制さ

れた市場」の運営者については，上記のMTF専用規定に服することを条件に自動的にMTFの運営が認められており（第4条2項），投資サービス会社以外に，「規制された市場」の側からもMTFの運営が可能となっている点は興味を引く[15]。

なお，最終改定案に盛られたMTF関連規定と，CESRの「ATSスタンダード」の対応関係は下表（図表2）のようになっており，スタンダードの骨子はほぼ最終改定案に反映されているが，開業に関する通知の問題やシステム関係規定が，最終改定案とスタンダードでは，若干整合性がとれていない面も見受けられる。

図表2　ATSスタンダードと最終改定案のMTF規定の整合性

ATSスタンダード（2002年7月）	最終改定案（2002年11月）
＜市場の信認に関する7つのスタンダード＞	
1．通知 投資サービス会社はその母国監督当局から適格システムの設立についての通知を求められる。それらはまた，母国監督当局（そして，複数ある場合は，その加盟国において市場管理の責任をもつ監督当局）に対し，その主要な特徴，その運営についての重大な変化を通知しなければならない。	第13条1項　MTF運営に関する規則と手続きは，母国監督当局による事前の承認に服する，とされており，単なる通知だけでは済まされない。
2．公正かつ秩序だった取引 適格システムを運営する投資サービス会社は，公正かつ秩序だった取引の結果を導く取引方法を確立しなければならない。	第13条6項　細則をコミトロジー手続きで策定することを義務付けている。
3．取引情報の公表 規制された市場で取引される金融商品の取引を提供する適格システムを運営する投資サービス会社は，適格システムがシステム利用者に対し提示または広告する呼び値及び／または注文に関する情報を合理的に商業ベースで公表しなければならない。同様に，運営者は，システムが利用者に提供する執行済取引に関する情報を，合理的に商業ベースで公表しなければならない。	第27条　取引前透明性 第28条　取引後透明性
4．監視 適格システムを運営する投資サービス会社は，システムの契約ルールへの利用者の遵守を監視しなければならない。	第24条1項第1段落 第24条1項第3段落
5．市場の信認（integrity）と投資家保護を容易にするための監督当局との取り決め 適格システムを運営する投資サービス会社は，母国監督当局者が投資家保護と市場の信認（integrity）のために要求する場合は，取引される商品の市場の十分な監視や，市場詐害行為の検出に役立つ当局との取り決めを行う必要がある。	第24条1項第2段落
6．システム	対応する条文なし

適格システムを運営する投資サービス会社は，直接関連する母国監督当局に対し，システムは計画しているサービスの提供が可能であること，システムの技術的な運営の管理について十全な措置が講ぜられていること，そしてシステム障害の場合に十分なコンティンジェンシー対策が施されていることを示すことができなければならない。	
7．清算・決済 適格システムを運営する投資サービス会社は，取引の清算（適用可能であれば）及び決済にとっての義務及び責任の明確さを確保しなければならない。	第13条 3 項
＜ビジネス行為規範の適用＞	
関係の明確化 適格システムを運営する投資サービス会社は運営者と利用者の関係の性格について明確にしなければならない。	MTF 専用の条文はない。投資サービス会社の一般的なビジネス行為規範の規定（第18条）によりカバーされているものと考えられる。
システム情報 適格システムを運営する投資サービス会社は，利用者がシステムを効率的に使用でき，システムを利用する際に生じるリスクについて理解できるためにシステムについての十分な情報を提供しなければならない。	MTF 専用の条文はない。投資サービス会社の一般的なビジネス行為規範の規定（第18条）によりカバーされているものと考えられる。
公衆が利用可能な情報 適格システムを運営する投資サービス会社は，利用者の性格と取引される金融商品の種類の双方に配慮し，利用者が投資判断を形成できる十分な公開情報を提供し，またそれに対するアクセスが確保されている状態にしなければならない。	証券発行体の開示情報とMTFとの関係を規定する間接的な条文（第13条 4 項）があるが，直接的なMTF専用の条文はなく，投資サービス会社の一般的なビジネス行為規範の規定（第18条）によりカバーされているものと考えられる。

4. 規制対象業務及び商品範囲の拡大

これまでの公開諮問における議論どおり，新たなコア業務として投資助言（investment advice）[16]と MTF の運営を盛り込んだ（付属書Ⅰ，セクションA(5)，(7)）。なお，前者はEUにおける投資顧問人口の拡大を反映したもので，最終改定案の解説メモによれば英国には4,000名前後の独立ファイナンシャル・アドバイザー(IFA)が活動しており，イタリアでは7,000名，ドイツはそれ以上の投資顧問活動を行う業者(個人業者を含む)が存在するという。これらの投資顧問業者とその投資助言を受ける顧客との関係を改定 ISD の下でのビジネス行為規範等の対象とすることにより，全面的に投資家保護をはかり，また投資顧問専用会社に改定指令の下での開業条件や継続要件に従わせることによって健全な業者育成を図ることが意図されている。但し，投資顧問会社の多くは加盟各国の国内エリアのみで活動していることから，単一パスポート取得の見返りとしての規制上のコスト負担が重すぎるとの見方もあり，投資顧問専門会社は適正自己資本指令（CAD）の適用は免除されている（第62条）。なお，監督当局はその監督業務を自主規制機関に委託することが可能となっている（第 4 条 5 項）。

なお，今回事前には予想されていなかった投資調査及び財務分析が付随業務に指定される内

容となっている（付属書Ⅰ，セクションB(5)）。いわばアナリスト規制とも考えられるこの動きは，米国でのエンロン問題を初めとする一連のアナリストの信頼性に対する疑惑が引き金になっているものと考えられ，実際，ISD改定作業とは別に，2002年4月12日～13日にスペインのオビエド（Oviedo）で非公式に開催されたECOFIN理事会において，EUにおいてのエンロン問題への対応が話され，ISD改定作業において，ファイナンシャル・アナリスト及び格付機関の規制について検討が行われることが呼びかけられている[17]。なお，付随業務指定に留めているのは，調査専門会社を直接規制の対象とするのではなく，投資サービス会社内部での調査活動と引受やブローキングなど他部門との利益相反を防止することに眼目を置いているためである。従って，調査専門会社の場合は，各国の国内法制の中で規制が行われることになる。

一方，対象金融商品の範囲については，これまでの議論どおり新たに商品デリバティブを対象とする案（付属書Ⅰ，セクションC(4)，(6)）

図表3　付属書Ⅰ－サービス及び金融商品のリスト

セクションA　投資サービス

(1) 一つないし複数の金融商品に関する注文の受理及び転送
(2) 顧客のための注文執行
(3) 自己勘定売買（ディーリング）
(4) 投資家の指示に基づき，顧客毎の裁量ベースで，一つないし複数の金融商品を含むポートフォリオの運用
(5) 投資助言
(6) (a) 確定的コミットメントベースでの金融商品の引受及び販売
　(b) 確定的コミットメントのない販売，又は金融商品の公募ないし私募での分売を支援するために商品の発行体との契約で行われる他の活動
(7) マルチラテラル・トレーディング・ファシリティー（MTF）の運営

セクションB　付随サービス

(1) 顧客勘定のための金融商品の保護預り及び管理で，カストディアン業務及び現金／担保管理のような関連サービスを含む。
(2) 投資家に一つないし複数の金融商品の取引を実行させるための信用供与または貸付で信用供与ないし貸付を行う会社が取引に介在する場合。
(3) 企業の資本構成・業界戦略及び関連事項に関する助言，企業の合併・買収に関する助言及びサービス
(4) 投資サービスの提供に関連する外国為替業務及び商品取引
(5) 投資調査及び財務分析又は金融商品の取引に関する他の形式での一般的推奨

セクションC　金融商品のリスト

(1) 譲渡可能証券
(2) マネーマーケット商品
(3) 集団投資企業におけるユニット（投資信託）
(4) 有価証券，通貨，金利又は利回り，商品（commodities）又は他のデリバティブ商品，指数又は尺度に関するオプション及び先物契約
(5) 金利，通貨及びエクィティ・スワップ
(6) 先渡し契約及び有価証券価格，金利又は利回り，外国為替レート，商品又は他の指数又は尺度への参照により決定される現金決済による他のデリバティブ契約。
(7) 差金決済契約又はクレジット・リスクの移転のためのデリバティブ商品

となっているが，但し，商品専門業者[18]は投資サービス会社規制と現行の自己資本指令（CAD）が専門業者のリスク・プロファイル等を念頭に入れた規定ではないため，当面除外し，最終的に指令の対象とするかは今後2年以内に結論を出すものとされた（第2条1項(i)，第60条2項(a)）。

また，対象商品についてはこれまで慎重な意見が強かったクレジット・デリバティブが最終段階で組み入れられている（付属書Ⅰ，セクションB(7)）が，この点についても詳しい説明はない[19]。

5. 規制された市場の定義

「規制された市場」の定義（第3条1項10号）は以下のように，これまでの伝統的な市場（market）に関する考え方を取引システム（trading system）中心の考え方，言い換えれば機能アプローチ（functional approach）に基づく考え方に転換している。即ち，

「そのルールとシステムの下で取引を認められた金融商品に関して，また第Ⅲ編の規定に従って認可され規則正しく機能する，市場運営者によって運営され，システム内で非裁量ルールに基づき，契約を構成する仕方で，金融商品に関して多数の第三者がする買い需要と売り需要を突き合わせるマルチラテラル・システム」[20]

また，併せて市場運営者（market operator）の概念も今回初めて定義として示されている（第3条1項9号）。

6. 市場集中義務の撤廃

現行ISD第14条3項が（小口）取引の市場集中義務の選択肢を規定しているが最終改定案では該当規定は削除されている。その理由として，①取引所の大半は既に株式会社化，つまり営利化していること（utilityからcommercial entityへの変化），②取引所での注文執行が投資家にとって有利であるか（市場集中がスプレッドの縮小に繋がっているか）は必ずしも実証されないこと[21]，③市場集中ルールを正当づけるために伝統的に持ち出される「公益」議論は，均衡のとれた焦点を絞り込んだ規制の介入で解決しうること，④多様な投資家が多様な要求をもっており，こうした投資家の多様な取引戦略を可能にするための様々な取引手法が認められるべきであり，市場集中義務の撤廃は市場の流動性に思いがけない効果をもたらす，⑤国内金融市場の統合により取引所間の競合がもたらされたこと，などの点が挙げられている。

なお，市場集中義務を撤廃した代わりに，取引所外取引（特に店内自己執行internalization）への規制が次にみるように強化されている。

7. 取引所外(off-exchange)取引の規制

規制された市場又はMTFの規則とシステムの枠外で顧客注文を執行する場合は，顧客の事前同意を明記した[22]（第20条3項）。同意取得の方法は①基本契約の締結，又は②個別取引毎のいずれかでよいが，①の場合は毎年更新が必要とされる。なお，取引所外取引も取引後透明性義務に服するものとされる（第26条1項，2項）。

投資サービス会社が，顧客注文に対して自己勘定で応じたり，顧客同士の注文を内部で付け合せて取引を成立させる行為である店内自己執行（internalization）については，このほか利益相反規定（第16条）に服するものとされる。

EUでは店内自己執行は，手数料の節約，取引決済の容易化による価格改善，注文執行の迅速化，割安な決済コスト等の点で投資家にとりメリットがあるとして，肯定的な見方をされていることが特徴[23]であるが，これは日本の証券取引法でいう「向かい呑み」行為に相当する可能性もあり，潜在的に利益相反が問題となるケースである（後述）。

なお，2002年3月の修正オリエンテーションで提案された付随的（incidental basis）店内自己執行と組織的（systematic）店内自己執行の区分とその目安である数値基準（四半期毎に計算して注文執行の10%以上を店内自己執行で行っている場合を組織的とする）は公開諮問の過程で批判を受け，撤回されている。これは，①取引規模にかかわらず利益相反問題が生じる，②投資サービス会社による取り扱いの規模で事情が異なるので，一律に数値基準を課しても機能しない，などの理由によるものとされている。最終改定案では，店内自己執行の規制を利益相反一般に関するものに絞った。

8. 単独の利益相反規定[24]

EUの総合証券会社は最近の相次ぐ大型合併の影響もあり，業務拡大による潜在的な利益相反の可能性が高まっていると考えられる。具体的にはブローカー業務とディーラー業務の混在とも言える取引注文の店内自己執行（internalization）の拡大であり，最終改定案第16条は，この動きに一定の歯止めをかけようとするものである。

投資サービス会社は，サービス提供の過程で起こりえる経営者及び従業員を含む彼ら自身とその顧客との間，又は顧客同士の間の利益相反を回避するための組織上及び業務上の合理的な措置をとることが義務付けられ（第16条1項，2項），それでも十分でない場合には，利益相反の可能性を予め顧客に開示しなければならない（同3項）。また当該措置の実施細則についてはコミトロジー手続きによる策定が予定されている（同4項）。

店内自己執行は，顧客の代理として行為することを当初明示したにもかかわらず，投資サービス会社が自己で，直接顧客に買い向かい，売り向かうならば，日本の証券取引法39条が禁じる「向かい呑み」に該当する行為となる[25]。このように店内自己執行は，利益相反行為を引き起こす可能性を孕んでいるので，取引態様明示の徹底など今後策定される実施細則の中で具体的な利益相反防止策のための規則作りが行われるものと考える。

なお，本規定は総合証券会社内におけるアナリスト活動とブローカーないし引受業務間の利益相反についても注目した規定と考えられる。

9. 最良執行義務の明文化

取引執行ファシリティーの多様化及び取引所外取引の拡大による価格分裂の下では，顧客利益の確保のためには積極的な最良執行努力が投資サービス会社に求められており，このための明文上の規定が置かれた（第19条）。これにより投資サービス会社は顧客の最大利益を追求するために，顧客注文の時間，規模，性質及びその他の顧客の特別の指示を勘案[26]したうえで，全ての注文執行場所を通じての（価格，コスト，速さ及び執行可能性の点における）最良取引条件の探求（第19条1項）と，「洗練された注文回送テクニック」の駆使能力（同条2項，3項）が求められることになる。

なお，監督当局は投資サービス会社の取引毎

に最良執行の事実を検証するのではなく，投資サービス会社が顧客のために最良執行の可能性を最大化するための有効かつ効率的な業務方法を実施していることの検証を求められており，その手続きにおいては，投資サービス会社が合理的にアクセスを有すると期待される市場の支配的な条件をベンチマークとして考えるものとされる。投資サービス会社はまたその業務方法を恒常的に見直し，最良執行を確保できる執行場所へのアクセスを常に確保すべく業務方法を適応させる努力が求められている。実施細則はコミトロジー手続きを経て策定される（第19条4項)。

なお，本条に盛り込まれた「最良執行」義務の主要な点はCESRの定めたビジネス行為規範[27]を参考にしている。

10. 注文取り扱い規則の導入

最良執行と同様，市場の分裂の下では，顧客注文の公平な執行のためにはその処理方法についても一定の枠組みが必要となり，明文上の規定（第20条）が置かれた。市場分裂が進んだ米国でも同様のルール（order handling rule）が1997年に施行されており，最終改定案ではその考え方を参考にしたものと推測される。

前述の如く，最終改定案は，迅速な注文執行と顧客の事前同意を条件として，原則店内自己執行を認めているが，そこで生じる利益相反の可能性について，一般的な利益相反を禁じる第16条規定に加え，注文執行に焦点を絞った形で再度，利益相反への対応を図っている（20条2項)。取引所外取引の場合の事前同意の取り付け（第20条3号）については前述のとおりである。

また同条は，顧客の指値注文について，それを指定された条件で執行できない投資サービス会社は，より広い市場に注文をさらし，市場参加者に周知の状態にさせることにより，最良執行義務を免れるという「顧客指値注文公示ルール（client limit order display rule)」を採用している（第20条4項)。これは，取引前透明性の一種であるが，執行できない顧客指値注文の条件に内包される価格にとっての重要情報を投資サービス会社が握ったままにすることを制限する主旨である[28]。なお，大口取引の場合は，非開示を認めている。

注

1）「証券分野における投資サービスに関する1993年5月10日の理事会指令」("Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field")

2）"Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan" COM (1999) 232, 11.05.99

3）欧州の経済相・蔵相の集まりであるECOFINの委託を受け，元・欧州通貨機構（EMI）総裁のアレクサンドル・ランファルシー氏（Alexandre Lamfalssy 現ルーバン・カトリック大学教授）が座長として纏めた報告書。

"Initial Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets", Brussels, 9 November 2000

"Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets", Brussels, 15 February 2001

4）同アプローチでは，Level 1で通常のEUの法制化手続き（directiveないしregulationの採択）に従った基本方針の大枠が示され，Level 2でその具体的項目の実施方法の検討を，欧州委員会を補助しコミトロジー手続き（後述）実施機関として設立されるEU証券委員会（ESC）及びEU証券監督者委員会（CESR）の二つの委員会に委ねる。Level 3は，Level 1～2で決定されたEU法の加盟国における国内法制化のプロセスであり，CESRが加盟各国の監督当局との緊密な協力とネットワークを利用しつつ，各国法制化の際の一貫したガイドラインを示し，各国での実施状況を比較検討し政策評価を行う。最後のLevel 4で，欧州委員会自体がEU法の執行強化のために積極的な働きかけを行い，実施を促進する。この立法プロセスのメリットは，Level 1とLevel 2の区分けにより，閣僚理事会及び欧州議会による共同決定の手続きの対象が，Level 1の大枠の設定に絞り込まれ，専門知識が必要な詳細について議論が不要となったことであり，その結果，時代の変化に対応した

迅速・柔軟な規制の立法化が可能となった。

5）EU法の二次立法である政策実施措置の効率的かつ速やかな策定のために理事会が欧州委員会に実施権限を委任することを指す。EC条約第202条（旧第145条）に基づく立法手続である。なお，コミトロジーの具体的な発生の起源は1960年代初頭のEC共通農業政策（CAP）の立法過程に遡ると言われる。当時CAPの審議はEC条約の規定に基づいて欧州委員会に委ねられていたが，各国の利害が絡んだこの問題の性格から各国政府は委員会に全権を委ねることを嫌い，加盟国の行政当局の代表者が直接参加する「管理委員会（management committee）」を設立してそこで審議させることにより欧州委員会の動きを牽制しようとした。なお，Comitologyという用語はEU内でのみ通用する専門用語（jargon）で，綴りもcommitology，committology，cometologyなど，幾つかの変形があるとのことである（"Who Implements Integration?－An institutional analysis of comitology－" 八谷まち子，『日本EU学会年報』第20号2000年9月所収p. 72）

6）"Upgrading the Investment Services Directive (93/22/EEC)" COM (2000) 729, 15 November 2000

7）"The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe-A paper for EU Commission" September 2000（FESCO/00-064c）本報告書は，ISD改定のための素案（グリーンペイパー）準備のために欧州委員会に提出された。なお，欧州では多くの既存取引所が1980年代及び1990年代を通じて電子装備化を初めとする近代化を達成しており，また米国ナスダック市場が流動性の富んだ市場でありながらクォート・ドリブンによる売買手法（マーケットメイカー方式）に拘泥した結果，代替的取引システムにかなりの売買シェアを握られた経緯を教訓として，各市場ごとに適正なマイクロストラクチャーの適用を徹底させているため，ATSが発展する余地は米国のようには大きいものではないと考えられている。しかし同報告書は，欧州経済領域（EEA）内で運営されるATSに該当するマルチラテラル・システムの存在を27件特定している。内訳は，英国で16件，ドイツで6件，残りはフランス，アイルランド，ベルギー及びオランダで各1件であり，これらはいずれも当該国でATS運営者として認可（投資サービス会社ないし規制された市場として）を得た業者である。中でも，米国出身のインスティネット（Instinet）社とドイツのシティキャット（Citicat）社は最も長い歴史を有するシステムであるが，その他の大多数は3年未満の歴史しかなく，幾つかは開業したばかりである。欧州でのATSの発展の特徴は多様な市場で多様な役割を演じていることである。株式市場のように組織された中心市場が存在するところでは，ATSは時間外取引やクロス取引などのようなニッチサービスに特化することにより，その存在意義を見い出している。また，取引所では通常不可能な，機関投資家の直接アクセスをしばしば可能にしている。これに対し，組織化された中心的な市場が存在しない地域では，ATSは価格形成においてより効率的で透明性にすぐれたファシリティーとして登場している。特に，債券市場においてはこのことが当てはまる。イタリアに起源を有し，EU各国の政府債を中心とする債券の電子取引プラットフォームを提供するMTSは，債券の店頭でのバイラテラル取引のシステムとして出発し，やがて今日ではATSとして運営されるマルチラテラル取引システムへ脱皮した主要な成功事例と見なされている（MTSとは，イタリア語で国債市場を意味するMercato dei Titoli di Statoの頭文字をとった名称であり，言葉の意味どおり，かつて政府債務が増大したイタリアにおいて，国債市場の流動性を高め，市中消化の円滑化を図るために1988年にイタリア財務省と中央銀行の主導の下で設立された国債の電子取引システムである。MTSはイタリア国債の業者間取引の9割以上のシェアを占めると言われ，1997年の民営化後も，イタリアでの成功を基に他のEU諸国や海外進出を果し，各国現地の財政当局等のコミットも得て各国国債の電子取引システム運営者としての地位を築いている）。EU内では，現在こうしたATSに対して，米国のように特定の規制上の扱いや規則の適用はなく，ATS運営者はISDの用意する投資サービス会社ないし「規制された市場」の規制の枠組みに服するのみである。実際，ATS運営者の大部分は投資サービス会社としての規制の下にあるが，例外的にCoredealや汎欧州的な展開を目指すスウェーデン系のJiwayはそれぞれ英国で取引所としてのステイタスを得て活動している。（なお，最近の展開として，CoredealはMTSの一部門として取り込まれ，Jiwayは取引停滞を理由に2002年10月14日に市場の閉鎖が決定されている。）

8）"Standard for Alternative Trading Systems"（CESR/02-086b）July 2002　なお，同スタンダードは，「適格システム（qualifying system）」の定義に加え，市場の信認（integrity）に関する七つのスタンダード（通知，公正かつ秩序だった取引，取引情報の公表，監視，システム，清算・決済）とビジネス行為規範の適用に関する三つの事項（関係の明確化，システム情報，公衆が利用可能な情報）を公表している。なお，CESRでのATSの規制案の検討は，英国のイニシアティブの下で行われてきており，同国金融サービス庁（FSA）の長官であるハワード・デービス（Howard Davies）が，CESR内でのATS問題を専門的に検討するExpert Groupの座長を務めている。

9）正式名称はProposal for a "Directive of the European Parliament and ofthe Council on Investment Services and Regulated Markets, and Amending Council Directive 85/611/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC" なお，同時に関連のプレスリリース（IP/02/1706）及びFAQ（"Proposal for Directive on investment services and regulated markets-frequently asked questions"（MEMO/02/057））が公表されている。

10）ISD改定の最終諮問案で，その概説書である「第2回コンサルテーション－概観」（"Second Consultation－Overview Paper"）の付属資料（"Annex I: Revised Orientation"）として公表された。

11）最終改定案の解説メモによれば，現行ISDはEU内のクロスボーダーでの投資サービス業務にとって最早効

果的な枠組みを提供することができないとして，その主要な欠陥として以下の点を指摘している。

(1) ISD は，投資サービス会社のライセンスに関する効果的な相互承認を実現するための十分な調和を提供していない。

(2) ISD の投資家保護に関する規定は時代遅れとなっている。

(3) ISD は投資家向けサービスを十分カバーしていない（例として，投資アドバイス，新しい販売チャネル，商品デリバティブ等の取扱い等）。

(4) ISD は，取引所間での競争や新興の注文執行プラットフォームとの競争が開始された場合に起きる規制上・競争上の問題に適切に対応できない。

(5) ISD は，市場構造の規制について選択的なアプローチをとっており，例えば小口株式取引に関する第14条3項の市場集中ルールの採用は各国の裁量に任されているが，各国ごとに採用・非採用の差異が生じ，クロスボーダー取引における重大な阻害要因となり，また流動性を分断する原因ともなっている。

(6) ISD は，監督当局の指定や協力に関する規定が不十分である。

(7) ISD の規定は変化し続ける市場を規制するには柔軟性が欠け，時代遅れになった場合の対応措置が担保されていない。

12) "CESR defines a qualifying system as: 'a multilateral system, operated by an entity, which, without being regulated as a regulated market, brings together multiple third party buying and selling interests in financial instruments-in the system and according to non-discretionary rules set by the system's operator-in a way that results in a contract.'"

13) 因みに，米国では1998年12月に SEC により公表された「ATS レギュレーション」（"Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems" Release No. 34-40760）で，ATS は基本的に取引所であるとされ，取引量の多寡により，取引所としての登録か ATS レギュレーションに基づく規制のいずれかを選択する扱いになっている。日本は，代替的取引システムである PTS（施設取引システム）の運営は証券会社の認可業務とされ，運営者は証券会社としての規制に加え，PTS に関する特定の規制，事務ガイドライン等に従う構成になっている。

14) 第20条3項及び5項(b)，第22条4項，第23条5項，第26条1項及び2項，第32条1項など。

15) これは，子会社形態などを通じて市場が MTF を兼営することを認めようとする意図と推察される（例えば，ドイツ株式取引所グループはその主要な取引所業務を補完するために ATS のベンチャーに出資を行っているという－"The Regulation of Market Infrastructure by Mattew Elderfield" in the "Special report-Exchanges and Alternative Trading Systems" p51）

16) 現行 ISD では投資助言は付随業務として取り扱われている。このため，投資顧問専門会社は加盟各国の国内法規で規制を受けている。

17) "Note for the Informal ECOFIN Council Oviedo 12 and 13 April, Subject: A first EU response to Enron related issues"（ECOFIN）なお，同理事会において Financial Analysts Forum Group が設立され，アナリスト問題について集中的な検討が開始されている。

18) 会社の主要業務が商品デリバティブであるかは，グループないし連結ベースで判断される。

19) 2000年11月公表の「投資サービス指令のアップグレイドに関する欧州委員会通達」COM（2000）729（脚注6）で市場関係者に呼びかけた諮問に対する回答の中に，クレジット・デリバティブに関するものがあり，その導入については慎重な意見が多かった。その後，議論は商品デリバティブに集中し，クレジット・デリバティブについては目立った議論はされていなかった。

20) "a multilateral system, operated by a market operator, which brings together multiple third-party buying and selling interests in financial instruments-in the system and in accordance with non-discretionary rules-in a way that results in a contract, in respect of the financial instruments admitted to trading under its rules ans systems, and which is authorized and functions regularly and inaccordance with the provisions of Title III" なお，最終改定案の序文（recital）6.で，規制された市場と MTF は同じ取引機能を提供するものとして各々の定義を極力揃えることが表明されている。

21) フランス，ポルトガルなどの市場集中を義務付けている市場より，市場間競争を認めている英国の方が売買スプレッドが狭いことや，ロンドン証券取引所の電子注文板（SETS）の売買スプレッドが，広範に取引所外取引が行われても縮小傾向にあることなどが指摘されている。

22) ISD 第14条4項は取引所外取引の権利を投資家に認めていたが，事前同意の取得までは義務付けられていない。なお，事前同意の取り付けは，投資家に注文処理がどのチャネルで行われるかを完全に認識させることにより，様々な注文執行チャネルのリスクとメリットを投資家自身が予め情報を得て注文の判断を下すことを可能にさせるものである。

23) 「リーダー金融機関は既にその取引量のおよそ3分の1を店内自己執行によっている」（"Bringing it at all back home" ユーロマネー，2001年11月，p78）。特に，取引所集中義務を監督当局が選択しない国では，この傾向は顕著である。なお，注文執行の店内化は，店内ネッティングの問題とリンクしており，Citigroup，Deutsche Bank，BNP Paribas，JP Morgan Chase，Merrill Lynch，HSBC などのグローバルメガバンクと呼ばれる巨大金融機関では，清算・決済コストを削減するために，戦略的に店内執行に取り組んでいる。いわゆる巨大カストディアン・バンクへの志向であり，金融機関自らが「取引所化」する動きである。

24) ISD では第10条（インデント5）に利益相反を禁ずる一般的な規定が数行存在しているだけである。

25) 日本の証券取引法39条は利益相反行為を制限する目的で「証券会社は，有価証券に関する同一の売買…について，その本人となると同時に，その相手方の取り次ぎを

する者又は代理人となることができない。」と規定している。又，同じく証券取引法129条は，取引所有価証券市場に限定した規定した規定ではあるが，市場集中ルールの要請から「呑」行為を禁止している。

26）特に，プロ投資家の大口注文についてはより洗練された取り扱いが求められている。

27）修正オリエンテーションの公表後，CESR は「投資家保護に関する欧州制度：ビジネス行為規範の調和」（"A European Regime of Investors Protection: The Harmonization of Conduct of Business Rules"（CESR/01-014d）April 2002）を発表した。

28）この規定も米国の Order Handling Rule の中の指値注文表示ルール（Limit Order Display Rule：1934年証券取引法の下での規則 11Ac 1-4）を参考にしたものと推定される。同ルールによれば，米国のマーケットメイカーや証券取引所のスペシャリストが，価格が20万ドル以下の小口株式取引に関して，自ら表示している呼び値よりも優れた価格での指値注文を顧客から受けた場合は，以下の四つの選択肢のいずれかを採用することを義務づけられている。

①自らの呼び値を当該指値注文に合わせ変更する，②自ら当該注文の相手方となって執行する，③当該注文を証券取引所やナスダック市場へ回送する，④当該注文を一定の要件を満たす ECN に回送する。これにより，最良価格のついた指値注文が全ての市場参加者に表示されアクセス可能となり，そうした指値よりもたらされる最良価格が市場の価格形成に直接参加することになる。なお，こうしたルールが導入されたのはナスダック市場で気配値調整疑惑などとともに顧客の指値注文が十分保護されているとは言えない実態がマスメディアなどの指摘によって明らかになってきたことが背景にあるという。（清水葉子「オーダー・ハンドリング・ルールと私設取引システム」『証研レポート』No. 1553　1997. 12）

（エムティーエスジャパン証券 管理部長）