

EU 投資サービス規制市場指令案の公表(下)

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た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的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 に比べ倍増し、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 (MTF) の運営規

* 本稿は筆者の個人的見解であり、いかなる意味でも所属する機関を代表するものではない。

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 (以上第41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ッ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规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 (以上本号)。

目 次

- | | |
|---|--|
| <p>I. 公表の経緯</p> <p>II. 最終改定案の主な内容と特徴</p> <p>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)</p> <p>2. 規制された市場の共通規定 (ハイレベル原則) の導入</p> <p>3. コア業務として位置づけられた MTF</p> <p>4. 規制対象業務及び商品範囲の拡大</p> <p>5. 規制された市場の定義</p> <p>6. 市場集中義務の撤廃</p> <p>7. 取引所外 (off-exchange) 取引の規制</p> <p>8. 単独の利益相反規定</p> <p>9. 最良執行義務の明文化</p> <p>10. 注文取り扱い規則の導入 【以上本誌41号】</p> <p>11. 提携代理商規定の導入 (外部委託の場合の責任の所在)</p> <p>12. 適格カンターパーティ概念の導入</p> | <p>13. 自己勘定取引 (ディーリング) 関連規定の導入</p> <p>14. 透明性義務の充実 (取引前開示の導入)</p> <p>15. 投資サービス会社の規模に応じた, 異なる規制の取り扱い</p> <p>16. プロ・アマの区別の明確化</p> <p>17. 清算・決済</p> <p>18. 監査人との関係</p> <p>19. 監督当局の権限の明確化と監督機能の外部委託</p> <p>20. 監督当局相互の協力関係規定の充実</p> <p>21. サービス受入国の監督権限の制限</p> <p>22. 裁判外紛争解決制度の明記</p> <p>23. 実施細則策定におけるコミットロジー手続きを明確化</p> <p>III. 最終改定案のまとめ</p> <p>IV. 結びにかえて</p> |
|---|--|

II. 最終改定案の主な内容と特徴 (続き)

11. 提携代理商規定の導入 (外部委託の場合の責任の所在)

ISD では提携代理商 (tied agent) に関する規制上の措置は条文に規定がない²⁹⁾が, 前述の如く EU 内における投資顧問業者や独立系ファイナンシャル・アドバイザー (IFA) の数が急拡大している事実を背景として公開諮問の過程で検討が進められ, 最終改定案では独立した条文 (第21条) が設けられた。

同条は、投資サービス会社による代理店の雇用を、①当該投資サービス会社が推進する投資サービスの勧誘、②注文の回収及び当該投資サービス会社への注文の伝達及び③当該投資サービス会社の金融商品又はサービスに関する助言、の三点に限って認めることとしている（同1項）。代理店の活動について作為・不作為を問わず、委託者である投資サービス会社に責任が残ることを明記し、（どの投資サービス会社を代理して行為しているかについての）代理店の取引態様表示にも責任を持つことを義務づけている（同2項）。また最終的な監督責任は母国にあるとした（同3項）。さらに、加盟国監督当局の責任で作成された公的登録簿への登録を代理店に義務づけ（同4項）、投資サービス会社はこの登録簿に登録された代理店の中からのみ提携先を選ぶことができるとしている（同5項）。この結果、必然的に代理店の活動範囲は国内に限定されることになり、また最終改定案の序文（recital）29.において、第一義的な監督責任の理由から投資サービス会社1社の代理に限定され、逆に、投資サービス以外の複数業種の商品の取り扱いが可能とされている。なお、監督当局はその上記公的登録簿の作成及び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（同6項）。

日本でも、現在、代理店制度の導入が検討されていることから、本規定は代理店制度の規制のあり方を考える上で、参考になる³⁰⁾。

12. 適格カンターパーティ概念の導入

現行ISDでは、金融機関相互、或いは取引専門業者（例えば商品ディーラー）同士の取引のように、顧客へのサービスを含まないプリンシパル対プリンシパルの取引の形態に関する業

者義務について明示的な規定は存在していないため、最終改定案ではこの点を明確にする意味でCESRの「カンターパーティ制度」に関する報告書³¹⁾の主旨に基づき、独立の条文（22条）を導入した。「適格カンターパーティ（eligible counterparties）」との取引については、ビジネス行為規範、最良執行及び顧客注文処理ルールは原則適用されない³²⁾（同1項）、という一種のセーフハーバー・ルールの設定である。投資サービス会社は「適格カンターパーティ」として取り扱われることを希望する者から、事前ないし取引の過程又は基本契約の形でその旨の確認を取得することを義務づけられている（同2項）。なお、「適格カンターパーティ」に該当する機関であっても、自ら顧客扱いを希望する場合は除外される（同3項第3段落）。規制された市場又はMTF上で取引する参加者は「適格カンターパーティ」と見なされる（同4項）。

13. 自己勘定取引（ディーリング）関連規定の導入

最終改定案では新たに自己勘定取引（ディーリング）に関する定義が明記（第3条1項6号）され、また、当該業務を認可された業者は、（取引前透明性義務の一つとして）最も流動性のある株式の小口取引に関する確定的なビッドとオファー価格を提示する義務（quote disclosure rule）が課せられることになった（第25条1項）。取引能力が限られた投資サービス会社は当該義務を免除される（第25条2項）³³⁾が、大手投資サービス会社によるディーリング取引の価格開示により、株式市場全体として価格形成プロセス及び「最良執行」の可能性が向上することが期待されている。なお、

ディーリング業者は流動的の乏しい銘柄や、大口の株式取引については、価格の表示義務を免除されている。当該義務の継続的な遵守については監督当局が検証の責任を持つものとされる（同3項）。また、コミットロジー手続きによって小規模業者の指定などの実施細則の策定が義務づけられている（同4項）。

14. 透明性義務の充実（取引前開示の導入）

透明性義務が大幅に拡充され、投資サービス会社（第20条4項、25条、26条）、MTF（第27条、28条）、規制された市場（第41条、42条）のそれぞれについて透明性義務が規定された。特に、ISDでは規定がなかった取引前（pre-

trade）透明性義務（各20条4項、25条、27条、41条）が導入されたことが特徴であり、これは慎重な意見が多かったものの、市場集中義務が撤廃され、注文執行施設の多様化の下で、最良執行を確保するための当然の成り行きとみることができる。具体的には前述した、顧客指値注文公示ルール（client limit order display rule）（第20条4項）（大口取引は除かれる）、小口の株式注文についての呼び値開示ルール（quote disclosure rule）（25条）（流動性の高い株式の小口取引に限定）などが導入されている。

取引所外取引も透明性義務に服する。即ち、投資サービス会社は規制された市場又はMTFの外で執行した注文の条件を直ちに公表するこ

図表4 様々な注文執行方法についての規制上の枠組み³⁴⁾

	市場の信認の確保	取引プロセス	顧客注文の際の利益相反防止	最良執行	取引後透明性	取引前透明性
規制された市場	市場監視 (40条)	監督当局の事前承認 (36条)	N/A	N/A	市場での全ての取引の完全報告、大口取引については報告遅延可 (42条)	注文板／厚みを明確にする、大口の非流動銘柄の取引はその限りでない (41条)
MTF	非典型的取引を検証し報告する機能 (24条)	監督当局の事前承認 (13条)	N/A	N/A	規制された市場によるものと同じ (28条)	規制された市場によるものと同じ (27条)
ディーラー	市場詐欺行為指令の遵守 (23条)	N/A	N/A	N/A	規制された市場での取引によるものと同じ (26条)	大手ディーラーは呼び値を開示 (25条)
ブローカー・ディーラー	市場詐欺行為指令の遵守 (23条)	顧客注文取り扱い規則 (20条)	行政上及び組織上の措置 (16条, 20条2項)	強化された義務 (19条)	規制された市場での取引によるものと同じ (26条)	顧客注文取り扱い規則。大手業者は呼び値開示 (20条, 25条)
ブローカー	市場詐欺行為指令の遵守 (23条)	(幾つかの)顧客注文取り扱い規則 (20条)	N/A	強化された義務 (19条)	規制された市場での取引によるものと同じ (26条)	N/A

とを義務づけられている(第26条1項)。但し、取引所外での大口取引については、規制された市場で一定の株式について取引条件開示の遅延措置を採っている場合は、それに準じて公表を遅らせることができる(同2項)。なお、取引所外取引の取引前(pre-trade)透明性義務については、注文取り扱い規則(第20条)の顧客指値注文公示ルール(同4項)で、顧客指値注文を自ら執行できない場合に限ってであるが、開示が担保されている。

投資サービス会社と規制された市場に関しては、コミットロジ手続きによる実施細則の策定が義務づけられている(第25条4項、26条3項、41条3項、42条3項)。

15. 投資サービス会社の規模に応じた、異なる規制の取り扱い

前述の如く、ディーリング業者の呼び値開示ルール(quote disclosure rule)の適用について、小規模業者の義務免除(25条2項)を定めている他、純粋な投資助言会社、顧客の注文を受付、伝達するが、顧客資金を預からぬ会社は自己資本要件に服することを免れる措置³⁵⁾が施されている(第62条)。また、最良執行義務についても小規模投資サービス会社が全ての取引執

行の場へアクセスが難しい点に配慮して実施細則を定めるよう求めている(第19条4項(b))。即ち、フル装備の大手投資サービス会社には新指令の規定が全面適用³⁶⁾されるが、小規模会社については、プロポーションेटなアプローチが採用されている。

16. プロ・アマの区別の明確化

ISDにはプロ投資家の定義がなく、それに対する投資サービスの提供に関する投資家保護の取り扱いが国ごとに異なり混乱を生じた。このため、これまでFESCO/CESRが中心になり、投資家の類型化と、対応する規制のあり方についての検討が続けられてきた³⁷⁾。この結果を踏まえ、最終改定案にはプロ顧客の定義が明記された(第3条1項8号)のに加え、付属書Ⅱ(下記図表5)にプロ投資家の類型化(大型企業も、規模の基準を満たせば該当)が示された³⁸⁾。これにより、プロ投資家に対しては、原則ビジネス行為規範等の投資家保護措置を免除できることになり、これまでの、母国と受入国での二重のビジネス行為規範の適用といった問題の発生は回避できるようになる。また、実施細則で顧客の性格(小口かプロか)及びサービスの種類に従って保護のレベルを調整できるも

図表5 付属書Ⅱ－本指令のためのプロ顧客

I. プロとみなせる顧客類型

本指令の目的のための全ての投資サービス及び金融商品に関して下記のものは全てプロとみなされる。

- (1) 金融市場での営業に認可ないし規制が要求される機関。下記リストは欧州指令の下で加盟国により認可された機関、欧州指令によらず加盟国により認可され又は規制された機関、及び非加盟国により認可され又は規制される機関の全てを含むと理解されなければならない。
 - (a) 信用機関、
 - (b) 投資サービス会社、
 - (c) 他の認可された又は規制された金融機関、
 - (d) 保険会社、
 - (e) 集団投資スキーム及び当該スキームの運用会社、
 - (f) 年金基金及び当該基金の運用会社、
 - (g) 商品ディーラー。

(2) 大企業及びその他の機関投資家

(a) 大型の企業及びパートナーシップで以下の単体ベースでの規模基準の二つを満たすもの、

ー総資産：2000万ユーロ

ーネット売上：4000万ユーロ

ー自己資本：200万ユーロ

(b) 企業目的が金融商品への投資であるその他の機関投資家。

(3) 国内及び地方政府、中央銀行、世銀、IMF、欧州中央銀行、欧州投資銀行のような国際及び超国家機関並びに他の同様な国際機関

上記の機関はプロとみなされる。但し、それらはノン・プロとしての取扱いを請求する権利があり、投資サービス会社はより高い水準の保護を与えることに同意することができる。投資サービス会社の顧客が上に示される会社又はパートナーシップである場合、投資サービス会社はサービス提供に先立ち、会社に入取可能な情報に基づけば、顧客がプロ顧客とみられ、会社と顧客が他の合意をしていなければそのように扱われるということを伝えなければならない。

会社はまた顧客に対し、より高い水準の保護を確保するために合意条件の変更を請求することができることを伝えなければならない。

関連するリスクを適正に査定し管理することができないと思われる時は、より高い水準の保護を求めるのはプロ顧客とみなされる顧客の責任である。

この高い水準の保護は、プロとみなされる顧客が投資サービス会社と、適用可能なビジネス行為規則の目的のためにプロとして扱われないという書面による合意をした時に提供される。かかる合意は、それが一つ又はそれ以上の特別なサービス又は取引に対してか、或いは一つ又はそれ以上の種類の商品又は取引について適用されるのか明記しなければならない。

II. 請求によりプロとして扱われる顧客

II. 1. アイデンティフィケーションの基準

公共部門機関及び私的な個人投資家を含むセクションIに記載された以外の顧客もまた、ビジネス行為規範によって与えられる保護の幾つかを免除することを許すことができる。

投資サービス会社は、それ故、下記の関連する基準及び手続きが満たされるのであれば、上記顧客のいずれもプロとして取り扱うことが許されなければならない。これらの顧客は、しかしながらセクションIに列举されたカテゴリーのそれに比較できる市場の知識と経験を有するものと見なされる。

かかる標準的なビジネス行為規制によって与えられる保護の免除は、投資サービス会社によって行われる顧客の専門能力、経験及び知識の十分な査定が、直面する取引又はサービスの性格に照らし、顧客が自分自身で投資決定を行い、関連するリスクについて理解できるという合理的な保証を与えるときに限り有効と見なされなければならない。

金融分野における欧州指令の下で免許を受けた機関の経営者及び役員に適用される適格性のテストは、専門性と知識の査定の例とみなすことができる。

小規模な機関の場合、上記の査定の対象となる者は、機関の代理として取引を実行することを認可された者でなければならない。

上記査定の過程では、少なくとも、以下の基準の二つが満たされなければならない。

- ・顧客は、関連する市場で過去4四半期において、平均四半期当り10回の頻度で大口取引を行っている、
- ・現金預金及び金融商品を含む顧客の金融商品ポートフォリオの規模が50万ユーロを超過する、
- ・顧客が対象となる取引ないしサービスに関する知識を求められるプロの立場で、少なくとも1年間金融部門に勤務し、又はかつて勤務した。

II. 2. 手続き

上記に該当する顧客は、以下の手続きが採られた場合にのみ、詳細な行為規範の恩恵を放棄することができる。

ー顧客が投資会社に対し、書面で、一般的に又は特定の投資サービス又は取引に関し、ないしは取引又は商品の種類に関し、プロ顧客として取り扱われることを希望する旨を述べなければならない。

ー投資会社は顧客に対し、彼らが失うことになる保護と投資家補償上の権利について書面による明確な警告を与えなければならない。

ー顧客は書面により、彼らがかかる保護を失う結果となることについて認識していることを、取引契約とは別の書面で述べなければならない。

(以下省略)

のとされた(第18条9項(c))。

17. 清算・決済

前述のごとく、現行 ISD は、規制された市場の遠隔地メンバーがその市場の清算・決済システムへアクセスすることを認めるわずか数行の規定(第15条1項)が存在するだけであるが、最終改定案では独立した条文(32条)を設け、他の加盟国の投資サービス会社に対し、市場が指定する清算・決済システムのみならず、それ以外の中央カンターパーティ(CCP)、清算及び決済機関へのアクセスの選択権を与えている。このことにより、投資サービス会社はコスト、効率性及びサービスの質の観点から証券決済を行う国・場所を自ら選択することができるとともに、法的複雑さ(有価証券の移転の法制、ネットティング、決済口座と証券保管口座が異なることからの準拠法の問題等)を伴うクロスボーダー決済を回避することも可能となる。また、取引所外取引に関する清算・決済についてもアクセスを可能にしている(第32条1項)。

しかし、このように当該条文はアクセスの問題だけに焦点を絞り、清算・決済機関の認可要件の調和等に言及するものではない。欧州委員会はこれまで投資サービス会社の付随業務であるカストディアン業務(Custodianship)と、ISDの対象とはなっていない証券預託機関(CSD)の業務の境界がますます曖昧化している現状に鑑み、その規制上、競争上の取り扱いについて包括的な検討を試みたが、システム上の複雑な技術性を取り扱う問題であるため ISD の改定作業の対象としては馴染まないと判断し、最終改定案への取り込みを見送り、別建てで清算・決済機関の規制の枠組み作りを行うものとした³⁹⁾。

なお、最終改定案には、各加盟国の規制された市場間の清算アレンジメントに関する協定の権利を規定している(43条)。

18. 監査人との関係

ISD には証券取引の監督規制における会計監査人の活用については、特段の規定は存在しないが、最終改定案では独立した条文(第51条)を置いて、投資サービス会社内における重大な規則等への違反が会計監査の過程で判明した場合は、監督当局への報告を監査人に義務づけた。また、その報告により監査人が従事している被監査会社から契約違反等の訴え等を起こされないよう、監査人の立場を保護し、その独立性を確保している。

この規定は公開諮問の過程では(少くとも公表されている資料をみる限り)全く議論がなかったものであるにもかかわらず、最終改定案はその導入について特に解説を加えていない。しかし、察するにこれもエンロン問題の影響と考えられ、前述のオビエドにおける ECOFIN 会議では、監査問題がテーマの一つとして議論されている。また、EU では独自に監査問題委員会(Committee on Auditing)が1998年に設定され、監査人の独立性や監査基準についての検討が行われてきている。

19. 監督当局の権限の明確化と監督機能の外部委託

ISD では、監督当局の権限の内容は特定されていない(第22条3項)が、最終改定案では、事細かに列挙されている(第46条)。監督権限の明確化については、ランファルシー委員会報告でもその必要性が提言され、IOSCO や EU 独自の指針においてもその方向性が示されている

るが、最終改定案における当該条文の内容は、直接的には、最近成立した目論見書指令⁴⁰⁾及び市場詐欺行為指令⁴¹⁾の類似の規定を参考にしたものである。また、監督権限を自主規制機関などの他の主体に委託することを可能としている(第45条2項)。これは推察するに、これまで証券取引に関する前線(front-line)での監視機能を有していた取引所など「規制された市場」の役割が、昨今の非会員組織化(demutualization)と営利組織への移行により、こうした自主規制機能を返上する傾向が顕著となり、その代わり英国のFSAに代表されるように、監督当局による監視機能が益々重要となってきた。しかし、逆に、こうした監督機関は現場の事情には余り通じていないという欠点をもっていることから、再度その権限の一部を外部機関に委託するという事情が生じているためと考えられる。

20. 監督当局相互の協力関係規定の充実

監督当局間の協力関係についてはISDは1つの条文(第23条)を充てているだけであるが、最終改定案では7つの条文(第52条～第58条)を充て大幅に充実を図っている。このうち、第52条から第55条は一般的な協力規定であり、第56条及び第57条はサービス受入国の権限に関する規定(後述)、第58条が第三国との関係の規定している。

このように充実を図っているのは、通貨ユーロの実現等の要因でクロスボーダー取引が急速に拡大(過去5年間で株式のクロスボーダー取引は年率20%～25%で伸長)していることへの対応と考えられる。

21. サービス受入国の監督権限の制限

ISDでは「公益」の観点から受入国の広範な監督権限が是認されたが、最終改定案では独立した条文(56条, 57条)⁴²⁾を設けたものの、その権限は、原則支店(branch)運営に関するものだけに限定され、またサービス提供の自由の下で国境を越えたサービスを展開している投資サービス会社に問題がある場合は、受入国は一旦母国に紹介する手続きをとり、それでも事態が改善されない場合にのみ直接介入が許される仕組みをとっている。従って、投資サービス提供の対象を小口と大口又はアマとプロに分けて受入国の監督権限を論ずる仕組みはとられていない。これは、ビジネス行為規範等の適用を免除されるプロ投資家の概念が導入されたためであり、受入国のビジネス行為規範が適用されるケースは自ずと投資サービス会社の支店が行う小口投資家向けのサービスに限定されることになる。

22. 裁判外紛争解決制度の明記

新しい裁判外での紛争解決手段が条文上規定された(第49条)。また最終改定案の序文(recital) 41.において、裁判外での紛争解決を目的に設立された公的又は私的機関は、1998年3月30日の「消費者紛争の裁判外解決の責任機関に適用される原則についての欧州委員会勧告」(98/257/EC)⁴³⁾に配慮しつつ、国境を越えた紛争の解決に協調することが奨励され、また苦情処理と賠償手続きのため、国境を越えた協調メカニズムである金融サービス苦情ネットワーク(FIN-Net)の利用が提唱されている。但し、英国金融サービス市場法におけるオンブズマン制度のような枠組みまでは踏み込んでいな

図表6 コミットロジーによる実施細則策定が求められる条文

条 文	実 施 細 則 の 内 容	備考
第2条3項	適用除外定義の明確化	任意
第3条2項	定義の明確化	任意
第12条11項	投資サービス会社の具体的な組織要件	必須
第13条6項	MTF の取引ルール	必須
第14条3項2段落目	第三国で内国民待遇が確保されない場合の第三国会社の投資サービス会社開業認可又は出資の申請に対する制限措置の採用とその制限期間である3ヶ月の延長に関する決定	任意
第16条4項	利益相反防止措置 (a) 様々な投資サービス及び付随サービス並びにその組み合わせを提供するときに利益相反を発生し、防止し、そして／又は開示するために投資サービス会社が合理的に採用を期待されている対策を規定する、 (b) 受領する誘引から生じる相反ないし投資サービスの遂行に関連して生じる自己利益で、顧客のために又は顧客に対し行われる関連投資サービスの質ないし公平さを損なうものに対処する。	必須
第18条9項	投資家保護措置 (a) 顧客や見込み顧客に勧誘し又は提供されるサービスの性格、それには投資サービス会社が顧客の委託を受けて注文執行するために用いる特定の手続きやシステムが含まれる、 (b) 勧誘され又は検討されている金融商品の性格、 (c) 顧客や見込み顧客の性格が小口であるかプロであるか	必須
第19条4項	最良執行ルール (a) 最良執行又は注文の規模や種類及び顧客の種類について市場で支配的な最良のネット価格の計算を決定するための勘案すべき要素、 (b) 様々な投資サービス会社の営業規模を勘案し、市場で最も有利な執行条件を与える執行場所へのアクセスを得るための合理的かつ効果的な方法を形成するとみなされる業務方法。	必須
第20条5項	注文取扱いルール (a) 顧客注文の迅速、公平及び能率的な執行の結果となる手続き及び措置の条件及び性質、及び投資サービス会社が顧客のためのより有利な条件を得るために迅速な執行から合理的に乖離することができる状況またはそのための取引の種類、 (b) 規制された市場又はMTFの規則とシステムの枠外で当該注文を執行する前に顧客の同意を取得し、その更新をする手続き、 (c) 投資サービス会社が未執行の顧客の指値注文を市場に開示するその義務を満たしているともみなすことができる様々な方法	必須
第22条5項	適格カンターパーティの分類方法	必須
第23条6項	取引報告ルール 金融取引の報告のための方法及び措置、これらの報告の形式と内容、並びに他の加盟国の監督当局へそれらを伝える措置	必須
第24条3段落目	MTF 上の取引監視ルール	必須
第25条4項	売買価格 (bid & offer) の提示ルール (a) 投資サービス会社が確定的なビッド価格とオファー価格を公表する小口投資家によって通常行われる取引規模を明記する。	必須

	(b) 第1項の下での義務の適用を可能にする十分な流動性のある株式又は株式クラスを定義する。 (c) 第2項に従って、第1項の下での義務から免除される投資サービス会社の種類を定める。 (d) 投資サービス会社が次の可能性を含む第3項の下での義務に従うことができる手段を明記する。 i) 当該金融商品の取引を認めている規制された市場のファシリティーを通じて、 ii) 第三者の営業所を通じて、 iii) 独自の措置を通じて、	
第26条3項	投資サービス会社による取引後透明性ルール (a) 投資サービス会社が次の可能性を含む第1項の下での義務に従うことができる手段を明記する。 i) 当該金融商品の取引を認めている規制された市場のファシリティーを通じて、 ii) 第三者の営業所を通じて、 iii) 独自の措置を通じて、 (b) 担保のための株式の利用、貸し株、又は株式の交換が株式の現在の市場査定とは別の要素により決定される他の目的を含む取引に対し第1項の下での義務の適用を明確化する。	必須
第32条4項	投資サービス会社の清算・決済インフラへのアクセス権に関するルール (a) 取引の効率的かつ経済的な決済を確保するのに必要な、投資サービス会社により指定された決済システムと他のシステム及びファシリティーの間の技術的リンクの性格、及びこれらのリンクが本条の目的のために適切とみなされる条件、 (b) 規制された市場の指定以外の証券決済システムを通じて規制された市場での取引が決済がされることが金融市場の円滑かつ秩序だった機能を損なう結果となるか査定を行う際に、投資サービス会社が考慮に入れる権利がある検討事項	必須
第34条4項	市場運営者の財源に関するルール	必須
第37条6項	金融商品の取引認可に関するルール (a) 規制された市場が運営している様々な市場セグメントにおける取引承認のための第1項第2段落に規定される条件と一貫性のある方法で金融商品が発行されているかを査定する場合に、規制された市場によって勘案されるべき様々な種類の金融商品の特徴を明記するもの。 (b) 譲渡可能証券の発行者が、募集の時又はその後又は随時行われる財務上の開示に関して共同体法の下での彼らの義務を遵守していることを検証する義務を満たしているとみなされるために規制された市場が実施すべき措置を明確にする。	必須
第41条3項	規制された市場の取引前透明性ルール (a) 公表されるべきビッドとオファーの幅又は指定されたマーケットメイカーの呼び値、これらの価格での取引需要の厚み、 (b) 公表されるべき注文又はマーケットメイカーの呼び値の種類、 (c) 第2項の下で取引前開示が免除される取引の規模又は種類、 (d) 規制された市場の規則とシステムの枠外においてか又は定期的なオークションによって形成される価格を参照して規制された市場の規則で取引を締結する、規制された市場により運営されている取引方法に対しての第1項及び第2項の適用可能性、 (e) 合理的に商業ベースで情報を公開するための適切な措置。	必須

第42条3項	規制された市場の取引後透明性ルール (a) 公衆に利用可能にさせる情報の範囲と内容, (b) 規制された市場が、取引及び取引規模ないし公表遅延を認められる株式の種類 の公表を遅らすことができる条件, (c) 合理的に商業ベースで情報を公表するための適切な措置	必須
第54条1項4段落目	加盟国監督当局間の情報交換ルール	任意

い。

23. 実施細則策定におけるコミットロジー 手続きを明確化

ランファルシー委員会の提言に沿って、最終改定案67ヶ条中、20ヶ条に関する実施細則の策定をコミットロジー手続き（いわゆる Level 2 の CESR での検討）に委ねることとされている（第59条）。（図表 6 参照）

Ⅲ. 最終改定案のまとめ

繰り返しになるが、以上みた最終改定案の規定に盛り込まれた主要な改正点は次の四つに類型化することが可能と思われる。即ち、

1. 93年の ISD の成立時より問題として潜在化していたもので極めて EU 的なバックグラウンドを有するもの
2. 90年代後半以降顕著となった市場構造の変容に対応して必要になった論点で、米国の証券取引規制の考え方をとり入れたものの
3. 資本市場を支える根本原理への不信任感（米国エンロン問題）から急遽入れられた規定
4. 証券取引規制の国際的な整合性の観点から採用されたもの

まず、1. の類型については、受入国の権限を原則支店を通じての小口向け投資サービスに

限定する第56条（及び関連の第57条）がある。

これは、長らく「ISD11条問題」と指摘されてきたビジネス行為規範の適用に関する母国規制と「公益」の観点からするサービス受入国側との規制の重複問題に決着をつけるものであり、またプロ投資家の概念の明確化（第3条1項8号、付属書Ⅱ）、適格カンターパーティ規定の導入（第22条）も、この制度変化を補完するための一連の規定と考えられる。

同じく 1. の類型に属するものとして、最終改定案67か条中20か条を占めるコミットロジー手続きによる実施細則策定プロセスの導入である。これにより、各国ごとの解釈を実体上容認してきた現行 ISD のもとでの国内法制化が、今後は専門集団である欧州証券委員会（ESC）や欧州証券監督者委員会（CESR）が実施細則案を示した上で行われ、またその各国への適用にも監視の目を光らせることになるので、統制のとれた均質化したものになると考えられる。

なお、今回の最終改定案で撤廃されることになる市場集中原則（concentration rule）は、ISD 成立時にすでに加盟国間の利害が対立した点であり、その意味で 1. の類型に入ると同時に、90年代後半よりの証券取引に関する市場構造の変化で、撤廃が必然化していたという意味では 2. の類型とも考えられる。

次に 2. の類型であるが、これにはまず市場運営規制（ハイレベル原則）の導入（第33条から第44条まで）と MTF の運営に関する規定

(第13条, 22条4項, 24条, 27条, 28条, 29条5項)が挙げられる。前者は, 規制された市場とほぼ同義語の「取引所」自体が従来の公共物 (utility) ではもはやなく, 独立した営利団体 (commercial entity) となり, 取引所同士が競争の主体となるとともに, 昨今の激しい合従連衡の動きの中で市場制度の共通化が必要となっていることが背景である。また, 後者のMTFについては, 規模的にはまだ米国ほどの広がりを見せているわけではないが, 市場集中原則の撤廃や, 債券及びデリバティブ商品での利用拡大の背景から, その運営者に対して投資サービス会社と位置付けたうえで特別規定をкаぶせて規制しようとするものである。

また, 市場集中原則の下では考慮する必要もなかった一連の取引ルールが, 注文執行機会の多様化或いは市場の分裂の下での投資家保護と市場の信認 (integrity) の維持のために取り入れられている。即ち, 最良執行義務 (19条), 注文取扱い規則 (20条), 強化された透明性義務 (投資サービス会社に関する第20条4項, 25条, 26条, MTFに関する第27条, 28条, 規制された市場に関する第41条, 42条) など。特に透明性については取引前 (pre-trade) の開示義務が初めて導入され, また自己勘定取引を行う大規模投資会社に売買呼び値を開示する quote disclosure ruleも義務付けられ, 価格形成向上のための措置も講じられている。また, 同じ背景で主として投資サービス会社の店内における自己執行 (internalization) を制限する主旨で利益相反禁止規定 (16条) が盛り込まれた。

さらに, 今回EU域内における独立FPや投資顧問の広がりに対応する主旨で, 投資助言業務のコア業務化 (付属書I) や提携代理商に関

する規定 (21条) が入り, また適用対象商品の商品デリバティブやクレジットデリバティブに拡大した。

また, 各国毎の制度が残存し, 統一化が遅れ, EU内での国境を越えた取引の障害となっている清算・決済問題についても, 統一通貨ユーロの導入によってその対応が喫緊の課題となっていることから今回導入された規定 (第32条) は, この類型に入るものと考えることができる (但し, 新指令ではアクセスの問題に限定され, 本格的な法制化は別建てで作業が進行中である。)

3. の類型に入るものとしては, 投資調査及び財務分析活動を付随業務に指定 (付属書IセクションB(5)) し, また監査人と監督当局の関係を規定した (第51条)。

最後の4. の類型としては, IOSCOで指針が示されている監督当局の権限の明確化 (第22条) や裁判外紛争解決制度の導入 (49条) である。

以上のように, 四つの視点からISDの最終改定案の主な論点が構成されているものと考えることができる。ここで, 特に重要なのは, 1. と2. の論点であるが, EU独自の色彩が強い問題点は1. であげた受入国権限の制限と, 実施細則策定プロセスの明確化でほぼ対応が整ったとみることができ, 最終改定案の最も重要な論点は2. の市場構造変化の下での, 規制のあり方を巡る模索であると考えられよう。

IV. 結びにかえて

EUのISD改定作業の背景は, アクションプランやランファルシー委員会が指摘しているように, ユーロ導入を契機とする欧州証券市場の

拡大・国際化やテクノロジーの進展による市場間競争の高まりであり、こうした中で、ISDの描く相互承認に基づく基準の調和による証券規制の枠組みだけでは、米国市場など他地域の証券市場との競争を考えると、不十分であるとの認識である。受入国の監督権や実施細則の策定に関する共通化の必要性などEU独自の経緯や問題は速やかに改善することは言うに及ばず、相互承認原則をある程度犠牲にしても各国制度の均質化を進めない限り、EU全体としての力を発揮しえない、特に通貨ユーロの導入という為替の隔壁を取り払ったこの千載一遇のチャンス⁴⁴⁾をしっかりとものにするためには、域内証券取引に残存する障壁を一気に排除しなければならない、といったEU当局者の強い決意が感じられる⁴⁵⁾。

ところで、最終改定案の個々の条文をみると、実はEU的なバックグラウンドをもつ論点はさほど目立っている訳ではなく、むしろ現在グローバルな現象となっているコンピューターや情報通信技術などの進展による証券取引に関する市場概念の変貌或いは市場の分裂に対し、いかに規制上の対応を行うかという点が主要な論点になっているとの印象である⁴⁶⁾。

市場概念の変貌に対する証券取引規制の取り組みについては、実際、米国や日本では既にかなり進展しており、EUはむしろやっとここにきて抜本的な対策に着手したと言える⁴⁷⁾。とはいえ、最終改定案では、EUは独自の視点で新興トレーディングシステムをマルチラテラル・トレーディング・ファシリティー(MTF)と呼び、その運営者を投資サービス会社と位置付けた上で、MTFの運営に係る特別規定を課す仕組みをとっている。これは、米国、日本との対比で言えば、日本型の管理方式に近いもので

あるが、今回「規制された市場」そのものの定義も、電子化が進展したEUの既存取引所の現状を踏まえ、取引システム(trading system)として機能的な捉え方をしており、その結果MTFとの差が縮まるとともに、前述の如く規制上も両者相乗りとなる規定がかなり存在する。こうした点にEUの独自性が発揮されているように思われる⁴⁸⁾。

いずれにせよ、最終改定案は2004年末までを目途にEU議会、及び理事会での審議が既に開始されている。現行ISDは実は1989年に初めて上程されてから成立(1993年)まで3年以上の時間がかかり、各国の利害の調整に苦しんだという苦い経験をもつ。新指令案は、市場関係者の意見を集約するのに2年近い準備期間を経ているので、かつてほどの修正や変更はないと思うが、予断は許されない⁴⁹⁾。

(完)

注

29) 但し、ISDの序文(recital)において、提携代理商に関する記述が若干みられ、投資サービス会社の全責任において代理商に注文の受理、伝達を行わせることができるとし、ただ各国が当該代理商に特別の要件を果たすことは可能であり、また投資サービス会社が国境を越えたサービスについて代理商に委託する場合は、受入国は当該代理商を投資サービス会社そのものとして取り扱うとされている。最終改定案では、国境を越えたサービスについて代理商に業務委託することはできない構成になっている(本文後述)。

30) 日本では、本年3月14日付の第156回国会における金融庁関連法案の一つとして、有価証券の販売経路の拡充、多様化に資するための証券仲介業制度の創設に関する証券取引法の改正案が上程された。証券仲介業は「証券会社等の委託を受けて、有価証券の売買の媒介等を当該委託者のために行う営業」とされ、①銀行等の金融機関以外の者は、内閣総理大臣の登録を受けて、証券仲介業を営むことができる、②内閣総理大臣は、登録の申請があった場合には、登録申請者が欠格事由に該当する場合、証券仲介業を適確に遂行できる知識及び経験を有しない場合等を除き、証券仲介業登録を行わねばならない、③所属証券会社等は、証券仲介業者が証券仲介業につき顧客に加えた損害を賠償する責めに任ずることとする、等の規定が盛り込まれている。

31) "A European Regime of Investor Protection: The

Professional and the Counterparty Regimes" (CESR /02-098b) July 2002

- 32) 但し、市場の信認 (integrity) に関する要件は全面適用される。Ibid.
- 33) 公開諮問の過程で公表された「修正オリエンテーション」では、ディーリングにおける取引前透明性義務は投資会社に負担が大きすぎるので導入を見送るとされていたが、最終改定案では価格形成過程への貢献の可能性を考慮して、一定規模以上の投資会社に価格提示義務を果たした。
- 34) 最終改定案の Explanatory Memorandum p23の表から作成。
- 35) 代わりに、こうした業者は法的クレームに対する職業補償保険に加入することを義務づけられている (第11条2項)。
- 36) 多くの部門を持つ大手総合証券会社の場合は、店内執行の可能性が高いことから、利益相反規定 (第16条) や注文取扱規則 (第20条) (顧客指値注文公示ルールや事前同意の取り付けなど) が重層的に課せられ、また MTF を兼営する場合は MTF 関連規定にも服する。
- 37) 注31参照。
- 38) FESCO の投資家分類基準は、3つのカテゴリーに分かれていたが、最終改定案 (付属書II) では、カテゴリー1と2を合体し、2類型に簡素化した。
- 39) 2001年11月に、EU委員会の委託を受けたアルベルト・ジョバンニニを座長とする専門家グループ (The Giovannini Group) により「EUにおけるクロスボーダー清算・決済アレンジメント ("Gross-Boarder Clearing and Settlement Arrangements in the European Union")」に関する報告書が公表された。その後、同報告書の流れを受けて、欧州委員会は2002年5月28日付の「EUにおける清算・決済～主要な政策問題と未来への挑戦～に関する欧州委員会通達 ("Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and settlement in the European Union Main policy issues and future challenges")」COM(2002)257を同年6月3日に公表している。同通達は、EUにおける清算・決済の規定のあり方に対するパブリックコメントを2002年8月末迄を期限に求め、その結果について2002年12月にフィードバックを行っている。また、CESRは欧州中央銀行 (ECB) とともに清算・決済問題に関する提言をまとめた「ESCB/CESRの欧州の清算・決済システムに関する貢献への呼びかけに対する回答の概要 ("Summary of the responses to the ESCB/CESR call for contributions on European clearing and settlement systems")」を2002年8月1日に公表している。また、最近成立した「金融取引における担保に関する指令 ("Directive of the European Parliament and the Council on financial collateral arrangements")」もEUにおけるこれからの決済方法を発展させる重要な指令である。

なお、英国の金融サービス市場法においては、公認清算機関 (RCH: Recognized Clearing House) は、同国の金融サービス庁 (FSA) の直接の指揮権限下に位置づけている点で、最終決定案の方向性と異なる。

- 40) "Directive of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC" (改定) 目論見書指令案は一旦2001年5月に欧州委員会により採択されたが、2002年3月の欧州議会の意見書及び理事会での討議の結果、修正を命じられ、欧州委員会は修正案を2002年8月9日に採択し、再び上程していたが、2002年11月5日に理事会での政治的合意がなされた。目論見書に關する監督当局の権限が詳細に列挙されている (同指令第21条)。
- 41) 従来のインサイダー取引指令 ("The Insider Dealing Directive" (89/592/EEC)) の内容を更新し、相場操縦 (market manipulation) 規制の内容も盛り込んだ改定案 ("Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)" (COM(2001)281)) が2001年5月30日に欧州委員会より公表され、2002年10月24日には欧州議会での second reading を通過し、最終的に同年12月3日の理事会で採択された。同指令には、市場詐欺行為に關しての、監督当局の権限が列挙されている (同指令第12条)。
- 42) この他、第30条7項に支店の監督に關する受入国の権利義務に關する規定がある。
- 43) "Commission Recommendation of 30 March 1998 on the principles applicable to the bodies responsible for out-of-court settlement of consumer disputes" (98/257/EC)
- 44) 2002年11月に英国の London Economics から公表された「EU 金融市場統合のマクロ経済的インパクトの計量化 ("Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets")」と題する最終報告 ("Final Report") によれば、金融資本市場の統合による EU のメリットは、域内の実質 GDP を 1.1%、雇用を 0.5% 引き上げる効果を持つことが指摘されている。
- 45) アレクサンドル・ランファルシー氏に代表されるこうした統合推進の動きに対して、「行き過ぎた調和 (Harmonisation)」の追求とみる見方がない訳ではない。(Karel Lannoo, "The New ISD: A symptom of excessive harmonisation in the implementation of the Lamfalussy approach?" March 2003 CEPS Commentary)
- 46) なお、今回の市場規制を大幅に取り込んだ最終改定案は、(米国型証券取引規制の影響というよりはむしろ) 英国の「金融サービス市場法」の流れをくむ規制モデルとして、その普遍性を高く評価する見方もある (上村達男「資本市場制度改革 一欠落した視点一」ジュリスト No. 1240, 2003.3.1, p10)
- 47) 勿論、2000年の初めには既に電子化がもたらす証券取引市場インフラについての規制のあり方について英国が抜本的な議論を行っているのをはじめとして、EU 加盟の個々の国々において、相応の取り組みがされてきていることを否定するものではない。
- 48) 「同じ機能には同じルールを」という原則を義務づ

け、規制された市場と MTF の規制上の取扱いについての格差を最小化する最終改定案の考え方に對し、それは規制された市場側に有利な市場モデル（コスト高）の採用に結びつき、投資家ニーズを達成するための方法の多様性を無視し、一定の執行モデルについて優先的な取扱いをもたらす結果となるとの批判がある（“ISD2 Proposal: Briefing Paper by European and International Securities and Derivatives Organisations” 21st March 2003）

- 49) 最終改定案が打ち出した多くの規制に関する新提案について早くも市場関係者などから批判が飛び出している。注48にも引用した欧州及び国際証券デリバティブ機構（European and International Securities and Derivatives Organisations）の報告書が指摘する最終改定案の主要な問題点は以下のとおりである。即ち、①現行 ISD の市場集中義務が選択制（optional）であるのに対し、市場集中義務の撤廃に伴う MTF やその他の取引所外取引での注文執行が多様な規制を強制的（mandatory）に課せられ、結果として市場集中義務が強化される懸念がある、②全面的な透明性要件の導入は、投資家保護と市場のインテグリティが他の方法により適切に保護されるのであれば、必ずしも必要でない、③第25条のディーリング業者に強制的に課せられるマーケットメイキング義務（quote disclosure rule）は、ディーラーの呼び値と投資家の指値注文を市場構造の違いを無視して同一視するという誤った仮定に基づくものであり、仮に実施されるのであれば、現在のディーリング業者の多くが市場から排除され、新規参入も困難となる。結果として取引が規制された市場へと向かい、ディーラーの自己資本により供給される流動性が著しく減少する、④顧客注文取扱い規則について定めた第20条について、投資家が合意しない限り取引所での注文執行を強制し、未執行の指値注文を強制的に公表させられることになるが、これらの措置は必ずしも顧客の利益になるものではなく、投資サービス会社のビジネス行為規範に反する可能性もある、またプロ投資家に対しては注文執行場所の選択は個別の契約事項とすべきである、⑤規制された市場または MTF へのアクセスを「適格カンターパーティ」（「プロ投資家」の概念と同一ではなく、定義が明確にされていない）に限定すべきではない、⑥ビジネス行為規範を定めた第18条に関して、適合性（suitability）の原則とリスク警告（risk warning）はプロ顧客に適用されるべきではなく、注文執行のみのサービスや、投資家が（投資推奨を受けずに）直接注文を出すケースには適用すべきではない、⑦最良執行義務（第19条1項）は「結果」を強調するのではなく、「プロセス」を重視すべきである。

以上の指摘の中で、特に大きな争点としているのは③

の quote disclosure rule の扱いであり、これについては同制度の導入を参考とした米国市場における自主規制団体である証券業協会（Securities Industry Association）からも異例の注意勧告を内容とする書状が EU の域内委員会に寄せられた（2003年3月17日）。即ち、同協会によれば、今回の最終改定案での quote disclosure rule の採用提案は、米国の類似の制度の一部分のみを借用したものであり、本来同制度では裁量注文や大口注文には適用されていない事実や、クオートドリブンの要素が大きい米国市場と異なり主としてオーダーリブンが主体である EU 各国証券市場との根本的な市場構造の差異を見落としている無理な提案であり、また EU 各国市場の現在の取引インフラでは EU 委員会が求める呼び値表示への対応は困難であると指摘している。

恐らくこうした議論を背景として、欧州議会でも指令案の修正作業がすすめられ、2003年3月10日に修正提案（draft report）が公表されている。そこでは、上記の欧州国際証券デリバティブ機構や米国証券業協会が問題とした quote disclosure rule を含む第25条について厳しい批判がなされその全文が削除されたのをはじめ、未執行の顧客指値注文の強制開示を定めた第20条4項も結局、現在の EU の市場インフラの下では唯一注文へのアクセスが可能な既存取引所を利用するだけとの理由で外されている。その他の主だった修正点は以下のとおり。①最良執行義務は「結果」よりは「プロセス」を重視する表現に変更（第13条1項、第19条1項～3項）、②規制された市場や MTF へのアクセスを「適格カンターパーティ」に限定する表現は削除または変更（第13条2項、第39条2項）、③改定指令の早期実施をはかるべくコミットロジーによる実施細則策定義務を不要（第13条6項、第19条4項）もしくは任意（第16条4項、第20条5項）とする、④投資サービス会社の監督に外部監査人の協力義務を明記（第15条2項）、⑤投資推奨を伴わない注文執行のみを提供する投資サービス会社には適合性の審査（suitability test）を求めない（第18条4項～6項）、⑥取引所外取引に求められる顧客の事前同意は小口顧客に対する「注文執行方針」への同意という形式に改め、その方針に変化がある場合にのみ顧客に通知し、プロ顧客は対象としない（第20条3項）、⑦各注文執行主体からの当局への取引報告義務をベンダーなどの第三者機関を通じて行うことを可能とする（第23条5項）、⑧ MTF の運営投資サービス会社に対する市場監視義務や当局への情報提供義務は一律ではなく、MTF の市場シェアなどを勘案して課す（第24条1項、2項）、⑨ MTF の取引前透明性義務はその規模と取引の性質を鑑みて課す（第27条1項）等となっている。

（エムティーエスジャパン証券 管理部長）