

EU金融商品市場指令（MiFID）

—動き出すEUの資本市場・投資サービスにかかわる基本法—

大橋 善晃

はじめに

ただいま御紹介いただきました大橋でございます。

時間の関係もございまして、早速本題に入らせていただきます。

本日のテーマでございしますが、EUの金融商品市場指令であります。金融商品市場指令というのは、Market in financial instruments directiveの訳語で、MiFID（ミフィッド）と略称され

ております。実は、このMarket in financial instruments directiveというのも略称で、正式名称はお手元のレジュメにも書いてあるように、非常に長い名称となっております。

このMiFIDは、一九九三年五月に採択された投資サービス指令（Investment Service Directive、ISD）に代わるものとして、二〇〇四年四月に採択された指令であります。

EUの証券関連規制は、一九八五年から一九九二年にかけての、いわゆる市場統合の際に整備されたものでありまして、多くの場合、指令（direc-

tive) という形態をとります。

この指令というのは、御承知かと思いますが、「規制 (regulations)」、「決定 (decisions)」あるいは「勧告・意見 (recommendation・opinion)」と並ぶEU法の一形態でございまして、内容としては、加盟国が達成すべき目標を提示して、加盟国にその目的の達成を義務づける一方で、その達成方法は各国にゆだねるという性格のものでございます。したがいまして、指令は加盟国において国内法が整備されて初めてその効力を発揮することになります。つまり、EU指令というのがEUの立法機関である閣僚理事会、欧州議会で採択されますと、EU加盟国は、当該指令を関連する国内法に置きかえる（つまり、国内法を指令と整合化するように改正する）必要があるわけであります。

M i F I Dにつきましては、二〇〇七年一月が

加盟国における国内法の置きかえ期限となっております。まして、いよいよこの一月一日をもって施行の運びとなります。そこで、本日はこのM i F I Dをテーマにお話しさせていただくことにいたしました。

今日の話は、昨年四月から本年四月にかけて、日本証券経済研究所ホームページの「トピックス」に掲載した六つのレポートをベースにしております。非常に大部の内容でございますので、今日はどちらかというとM i F I Dの入門編ということで、お話をさせていただければと思っております。

また、日本証券経済研究所では、現在M i F I Dの翻訳を進めておりまして、一二月には刊行されると聞いております。本日の話は、時間の制約もあって、M i F I Dの概要の紹介にとどまらざるを得ませんので、もっと詳しい内容をお知りには

なりたい方は、ぜひ本書を御一読いただくようお願いいたします。

一、EUの証券規制とMiFID

(1) EUにおける証券関連規制体系の確立

前置きはこれくらいにいたしまして、MiFIDの話に入りたいと思います。まず、MiFIDが登場した背景と経緯からスタートすることいたします。

EUにおける証券関連規制の体系が今のような形で確立されたのは、先ほど少し触れましたが、一九八五年から九二年にかけて、EUの単一市場計画 (Single Market Program、SMP) に基づいて実施された市場統合を通じてのことであったとされております。

この単一市場計画と申しますのは、欧州市場か

ら非関税障壁を撤廃して、財・サービス・労働・資本のすべてが自由に移動できる単一市場を創設することによって、規模の経済を実現し、域内企業の国境を越えた競争を促進する。それによって、経済の構造改革と成長を促すという非常に大きな計画でございました。

こうした計画のもとに、証券分野においては、投資サービス会社 (investment firms) に対する域内の単一免許 (single passport) という制度が導入されたわけであります。これは、「本国免許・監督」及び「相互承認」という考え方を基本として構築された制度でございまして、そこでは、免許・監督は投資サービス会社の本拠がある加盟国当局がこれを行う (本国免許・監督) ということであります。一方、受け入れ国のほうは、そうした本国当局の規制を承認する (相互承認) という考え方であります。

この単一免許制度によって、本国から証券免許を取得した投資サービス会社は、EU域内において支店の設立または直接的なサービスの提供という形で、自由に業務展開ができるようになります。そして、この単一免許制度をその核心として取り入れて一九九三年五月に採択された投資サービス指令が、EUの資本市場及び投資サービスに係る基本法となったわけであります。

一方、投資家保護あるいは金融の安定性維持に必要な規制に關しましては、最低限の規制をEUが統一的に定めるという原則、これを、「最低限の調和」あるいは「最低限の要請」と呼んでいるわけですが、こういった原則が採用されまして、それがISDにも反映されているわけでございます。

このような枠組みの中で、一九七九年の取引所上場認可指令を嚆矢といたしまして、先ほど述べ

ました投資サービス指令を初めとして、分野ごとにEU指令が制定されていきました。これによって、EUの証券関連法の体系が確立されることになったのであります。

(2) 一九九〇年代後半以降の証券規制・監督体制の見直し

その後、一九九〇年代後半に入り、EUは、こうした一連の証券関係法の全面的な見直しに着手することになります。

その背景としては、一九九九年一月の単一通貨ユーロの導入、あるいは、グローバル化やIT革命等の欧州経済を取り巻く世界経済の環境変化というものがあるわけですが、より直接的な契機となったのは、欧州委員会による市場統合の進捗状況の点検でした。

一九九七年にEUの行政機関である欧州委員会

は、「単一市場レビュー (Single Market Review)」という報告書を公表いたしました。そこで、単一市場計画の成果について中間総括を行ったわけですが、金融サービス分野についてのレビューの結果は、否定的ともいえるものでした。

それによれば、市場統合を通じた金融価格の低下は非常にわずかなものであって、しかもそのわずかな低下も、市場統合に起因する可能性は小さいということであり、このような欧州委員会による否定的な結論が、一九九九年五月の金融サービス行動計画 (Financial Service Action Plan、F S A P) の立ち上げにつながるものになります。

このF S A Pは、一九八五年から九二年にかけての市場統合に続くE U金融統合の第二の波といわれておりまして、金融の全分野を対象にして残

存する参入障壁を特定し、それを除去しようというものであります。

具体的には、合計四二項目に及ぶ残存障壁が、ホールセール分野、リテール分野、規制監督分野、その他の分野という四つの分野において特定され、それらを、単一通貨ユーロ現金が導入される二〇〇二年までに最終的に除去するものとされたわけであります。

このF S A Pを遂行するために、委員会は三つの戦略目標を掲げました。そしてこれらの目標に取り組むための課題として、特定した残存障壁に沿った形で、四二項目の行動 (action) を提示して、期限つきでその履行を求めたのであります。が、これらの中で、特に重要な課題の一つとして、I S Dの見直しを前提とした「投資サービス・規制市場指令の策定」を掲げたわけであります。

(3) 投資サービス指令に代わって基本法の役割を担うMiFID

金融サービス行動計画の中で、なぜこのISDの見直しが重要な課題の一つとして取り上げられたのかということではありますが、その背景としては以下の諸点が指摘されています。

- ・域内の単一免許の実効性に問題が出てきたこと。その典型的な障害が、投資サービス会社の業務行為規範 (conduct of business obligations) に関するものであり、ISDでは、本国免許・監督の原則のもとで、行為規範の施行・遵守は受け入れ国の責任とされていたが、単一免許制度の一方の柱である相互承認の原則が十分に貫徹される体制になっていなかったために、各国の異なる業務行為規範が、単一免許を利用してクロスボーダーサービスを提供することの残存障壁になっていた。

- ・投資家保護の原則が、新しいビジネスモデルの出現と、それに関連して発生するリスクに照らして時代遅れになりつつあった。

- ・ISDの対象となるサービスが投資助言などの投資家主導型のサービスを十分にカバーするものではなかった。

- ・取引所が相互に、あるいは新しい取引執行システムと競合するという状況を、ISDが十分に織り込んでいないということが、だんだん明らかになってきた。

- ・市場集中原則を採用するかしないかというような市場構造に関して、ISDでは、それを各国の裁量にゆだねるという、いわゆる選択的なアプローチが採用され、これが逆に統一的で競争的な取引インフラの形成を阻害するという側面が出てきた。

このように、ISDではカバーし切れない領域

が出てきたために、投資サービス会社が、EU域内他国で、単一免許に基づく投資サービスを提供できないという局面がふえてきました。これがEUの資本市場統合の阻害要因になっていると考えられたわけであります。

これを受けて、欧州委員会は、二〇〇一年一月に、ISD改定の基本方針を定めた「投資サービスのための通達」を発出し、その後、二度の公開諮問を経て、翌年の二〇〇二年一月に「投資サービス規制市場指令（案）」を、ISDの最終法改定案として公表いたしました。

この最終改定案は、その後さらに欧州議会による修正、閣僚理事会による修正、欧州議会、閣僚理事会、欧州委員会の三者による協議を経て、二〇〇四年四月に採択されたわけですが、この改正ISDが、これからお話しする「金融商品市場指令」ということになるわけであります。

二、MiFIDの構成と概要

以上でMiFIDが登場してきた背景と経緯についての話を終わらせていただき、本題の「MiFIDの構成と概要」に入りたいと思います。

MiFIDは、七一項目からなる序文と、四編七三条および二つの付属書からなり、さらにMiFIDの施行細則である施行指令、施行規則で構成されています。ISDが全文三二条であったのに比べて、MiFIDは大幅に条文が増え、その上に、新たに施行細則が追加されているということでございます。

ISDの改定のポイントとして、次の三つを挙げることができます。

一つは、投資対象となる投資サービス業務の範囲を拡大して、それによって域内におけるサービ

ス提供の自由の実効性を高めること、二つ目は、
発達の著しい電子取引システムに対する規制を整
備すること、三つ目は、証券取引所などの規制市
場への取引集中を排除しながら、投資家保護の実
効性を高めるということであります。

この三つのポイントが、とりも直さず M i F I
D の眼目ということになりますので、以下、この
三つのポイントに沿って話を進めることにしたい
と思います。

(1) 規制対象業務と商品範囲の拡大

一つ目は、規制対象業務と商品範囲の拡大であ
ります。

M i F I D の適用対象は、投資サービス会社
(investment firms) と証券取引所などの規制市
場 (regulated markets) であります。そして、
ここでいう投資サービス会社には、「多角的取引

施設 (Multilateral Trading Facility、MTF)」
の運営会社が含まれています。この MTF という
のは、アメリカにおける代替的な取引システム
(ATS) に相当する電子的な取引システムのこ
とであります。

M i F I D という投資サービス会社というの
は、M i F I D に定められた金融商品を対象とし
た投資業務を遂行する業者であり、既に触れたと
おり、いわゆる「単一免許」の適用を受けます。
繰り返しになりますが、単一免許というの
は、本国の監督当局から認可を受けた投資サービ
ス会社が、他の EU 加盟国においてサービスを提
供する際に、進出国で認可を受けることなく、母
国の認可に基づいてサービスを提供できる権利の
ことです。これは、ISD でも規定されていたも
ので、いってみれば EU における資本市場規制の
中核的な概念になっているものであります。

M i F I D は、I S D でカバーし切れていなかった投資サービス規制の枠組みの中に取り込み、あわせて、より広範なタイプの投資サービス会社が、単一免許によって、E U 域内でより広範なサービスを提供できるよう、投資業務と金融商品の範囲の拡大を図ったわけであります。

M i F I D の投資業務としては、本国認可に基づいてE U 域内で業務を展開することができる「投資サービス及び活動」と、それに付随して提供される「付随業務」の二つがあります。

M i F I D は、I S D の付随サービスであった「投資助言」を、コア業務である「投資サービス及び活動」に格上げし、また、「M T F の運営」を、新たに「投資サービス及び活動」の一つとして追加しました。

投資助言は、金融商品の取引にかかわる個人的な推奨と定義されておりますが、投資家にとって

個人的な推奨の重要性が高まってきたことを受けてこれをコア業務に格上げしたとされております。

また、M T F につきましては、「投資サービス会社または市場運営者によって運営される多角的な施設であり、その施設内で複数の第三者による金融商品の売買を、裁量的でないルールによってつき合わせるもの」と定義されております。M i F I D は、このM T F をコア業務に追加した理由として、欧州における金融商品の取引に関して一貫した規制体系を構築する必要がある。そのためには、新世代の取引システムであるM T F を規制市場と同じように規制する必要があったからだとしております。

なお、付随業務については、投資調査と財務分析、コモディティデリバティブの原資産にかかわる投資業務が新たに追加されております。

金融商品につきましては、コモディティ・デリバティブ、クレジット・デリバティブ、差金決済取引、あるいは排出権や天候指標等の経済指標にかかわるデリバティブが追加されております。これらは、いずれも近年のデリバティブ商品の多様化を受けたものでありまして、MiFIDは極めて広範なタイプの商品をカバーすることになったわけであります。

(2) 効率的で透明かつ統合された金融取引インフラのための措置

次は、効率的で透明かつ統合された金融取引インフラのための措置であります。

① 規制市場共通規定の導入

この措置の一番目は、「規制市場共通規定の導入」であります。MiFIDは、IDSがもとも

と業者中心の規制であったのに対して、規制の対象範囲を市場にまで拡大し、規制市場に共通する規定を取り入れています。これは、MiFIDにおける最大の改正点の一つであります。

具体的には、MiFIDは、規制市場の共通の原則に関しまして、条文でいいますと第三六条から四七条までの合計一二条の条文を独立した第三編として導入しています。その内容につきましては、概略、以下のとおりです。

- ・加盟国は、MiFIDの認可要件を満たすシステムについて、規制市場として認可する権限を持つ（第三十六条一項）。

- ・規制市場の準拠法は、規制市場の母国法である（同条四項）。

- ・加盟国は、規制市場に対して、組織的要件として、利益相反の防止措置、リスク管理体制、最良執行を可能とする取引ルールと方法の具備な

どを要請しなければならない（第三十九条）。

- ・加盟国は、規制市場に対して、金融商品の取引認可に関して、明確かつ透明なルールを要請する必要がある（第四十条）。

- ・加盟国は、規制市場に対して、その会員権や市場へのアクセスについて、透明で裁量的でないルールを定め、それを維持するように要請する必要がある（第四十二条一項）。

② MTFをコア業務として位置づけ

金融インフラのための措置の二番目は、MTFをコア業務として位置づけたことであります。

MIFIDが代替的な取引システム（ATS）などの取引所以外の新たな取引システムに関して、その第四条一項一五号において、多角的取引施設という定義におき、これを規制市場ではなく投資サービス会社のコア業務の一つとして位置づ

けたことは、既に述べたとおりですが、このMTFについて、MIFIDは、第一四条に組織要件、第二六条に取引監視、第二九条、三〇条に取引前・取引後透明性にかかわる規定など幾つかの独立した規定を導入しています。

中でも重要なのは、MTFにおける取引の、取引前、取引後の透明性の確保ということでありまして、MIFIDは、MTFに対して、規制市場で取引されている株式に関して、現在の売り買いの気配値、注文量（取引前情報）、約定した注文に関する価格、数量、執行時間等（取引後情報）を公表するように義務づけています（第二十九条一項、第三十条一項）。

なお、MTFについては、自らのシステムの利用者との関係において、業務行為規範の遵守を求められたり、最良執行義務あるいは顧客注文取り扱いルール上の義務を課されたりすることはない

と規定されております。これは第一四条三項の規定であります。

③市場集中義務の撤廃

金融インフラのための措置の三番目は、市場集中義務の撤廃であります。

ISDにおいては、電子取引システムあるいはOTC取引を通じた取引が顧客にとって最も有利な場合であっても、投資サービス会社に対して、それらの取引場所に注文を回送する義務が課されております。そのために、投資家保護が十分ではないのではないかということが指摘されていました。

また、ISDは、加盟国が自国内で市場集中義務を課することを認めていたために、取引所集中義務を課す国とそうでない国が混在し、それがクロスボーダー取引の阻害要因になっているというこ

とも指摘されてきました。そこで、MiFIDは、ISDが規定していた市場集中義務を削除するとともに、MTFおよび後述の「システムティック・インターナライザー (systematic internaliser)」を、規制市場と同じように、「取引場所」と認識して、この三者を平等に投資家保護規制の対象にすることで、市場間競争の促進を図ろうとしたわけであります。

とりわけ、最良執行義務の履行に関しては、規制市場、MTF、システムティック・インターナライザーに同水準の透明性要件を課すことにいたしました。これによって、投資サービス会社は、それぞれの取引場所を比較して最良執行義務を履行することが可能となり、ひいてはこれが投資家保護につながることを期待されるということです。それがまた、MiFIDの狙いでもあったということです。

④市場の透明性と信認確保のための透明性義務の
拡充

金融インフラのための措置の四番目は、市場の
透明性と信認確保のための透明性義務の拡充であ
ります。

これは、先ほどの最良執行義務と裏腹という
か、不即不離の規定でありまして、M i F I Dは
市場の透明性と信認を確保するための透明性義務
を大幅に拡充しているわけであります。具体的に
は、投資サービス会社、M T F、規制市場のそれ
ぞれについて、透明性義務が規定され、さらに、
I S Dには規定がなかった取引前の透明性義務が
新たに導入されました。

規制市場とかM T Fといった市場取引における
価格情報、気配情報などの透明性の確保というの
は、I S Dにおいても主要な柱の一つであったわ
けであります。証券取引は、それらの組織化さ

れた市場にとどまらず、市場外において、いわゆ
る店頭取引（O T C）の形でも行われているわけ
であります。

そこで、M i F I Dは、規制市場やM T Fで執
行される取引以外の取引についても、取引前、取
引後透明性の確保を求める規定を設けることにし
ました。つまり、「規制市場で取引が行われている
銘柄に関して、統率のとれた形で頻繁に顧客の
株式売買注文を規制市場やM T Fの外、外部にお
いて自己勘定で執行するディーラー」（第四条一
項七号）、これが先ほど申し上げました「システ
マティック・インターナライザー」の定義です
が、このシステマティック・インターナライザー
についても、取り扱い銘柄が流動性の高い銘柄で
あれば、確約ベースの気配値を公表し、流動性の
低い銘柄であれば、顧客の要請に応じて気配値を
提示しなければならないと規定したわけでありま

す(第二十七条一項)。

一方、取引後の透明性については、このシステムティック・インターナライザーに限らず、OTCで取引を行っているすべての投資サービス会社が適用対象になり、規制市場で取引されている銘柄の売買注文を規制市場やMTFの外部で執行した場合には、その価格、数量、執行時間をできるだけ速やかに公表することが義務付けられました(第二十八条一項)。

取引後の開示項目については、施行規則の中にもう少し細かく定められておりまして、取引日、取引時間、銘柄コード、価格、通貨、数量、取引場所、市場価格以外で取引が決定された場合はその旨、相対取引の場合はその旨を開示するよう規定されています。(施行規則第二十七条一項)。

最後に規制市場に対する透明性にかかわる規制について補足しておきます。規制市場における取

引に関しましては、MTFの場合と同じように、取引前、取引後の透明性に関する規定が設けられております。その内容は、先ほど申し上げましたようなMTFに関する規定とほぼ同じということ、現在の売りと買いの気配値及び注文量、約定した注文の価格、数量、執行時間の公表とが義務づけられております(第四条一項、第四五条一項)。

(3) 投資家保護にかかわる規制の強化

三番目の「投資家保護にかかわる規制の強化」に移りたいと思います。

①顧客区分の導入

投資家保護にかかわる規制の強化の一番目は、顧客区分の導入であります。MiFIDは、保護を必要とする投資家に対しては手厚い保護を与

え、そうでない投資家に対しては柔軟なビジネス上の関係を維持できるように、①リテール顧客、②プロ顧客、③適格取引先（適格カウンターパーティー）という三つの顧客区分を新たに導入しました。

プロ顧客は、①銀行、投資サービス会社、保険会社、運用会社などの金融機関、②総資産額、純売上高、自己資本に関して一定の水準を満たす企業、③公的機関、④その他の機関投資家を指すものとされ（MiFID付属書Ⅱ）、リテール顧客というのは、このプロ顧客以外の顧客と定義されております（第四条一項十二号）。

適格カウンターパーティーにつきましては、プロ顧客のサブカテゴリーになっておりまして、プロ中のプロという位置づけでございます。

投資家保護のレベルも、この顧客区分に基づいて設定されておりまして、投資サービス会社との

情報の非対称性が最も大きいリテール顧客が最も手厚い保護を受け、続いてプロ顧客、適格カウンターパーティーの順となっているわけであります。

MiFIDにおきましては、投資家保護に関する原則的な規定を設けた上で、リテール投資家との取引にかかわる詳細な規定を施行指令に設ける一方で、プロ顧客との取引につきましては、MiFIDにおける原則だけが適用されるということになっております。プロ顧客との取引については、当事者間で取り決めができる余地が広く認められているわけであります。

投資サービス会社と適格取引先との取引につきましては、投資家保護にかかわる業務行為規則、あるいは最良執行義務、顧客注文取り扱い規則は適用されないということになっております。これは、第二四条一項の規定であります。

② 単独の利益相反規定の導入

投資家保護強化の二つ目は、単独の利益相反規定を置いたことであります。EUにおきましては、総合証券会社の業務拡大に伴って、ブローカー業務とディーラー業務の混在ともいえるインタナライゼーションが増加傾向にあり、それに伴って、潜在的な利益相反の可能性が強まっていたわけであります。MiFIDがその第一八条に、単独の利益相反規定を設けましたのは、この動きに一定の歯止めをかけるためだとされております。

第一八条は、投資サービス会社に対して、サービス提供の過程で起り得るマネージャー、従業員を含む内部的な利益相反、彼らと顧客の間の利益相反、あるいは顧客同士の利益相反を回避するために、組織上、業務上の合理的な措置をとることを義務づけております。それでも十分でない場

合には、利益相反の可能性について、あらかじめ顧客に開示することを求めています。

③ 業務行為規範の遵守

投資家保護の三番目でございますが、業務行為規範の遵守であります。投資サービス会社は、顧客の利益に従いまして、正直に、公正に、専門的に行動しなければならないとされ、幾つかの業務行為規範を遵守するように求められています。

例えば、顧客及び見込み客に提供される情報が公正明瞭で誤解を生じさせないものであること、顧客及び見込み客に対して十分に理解した上で投資判断を下せるよう、投資サービス会社の概要とそのサービス内容、提供される金融商品や、提案される投資方針の内容や、それに伴うリスク、注文執行の場所、執行に伴うコストなどに関する適切な情報を提供することというような、もろもろ

の行為規範を設けてその遵守を求めているわけがあります。

先ほども触れましたが、ISDにおいては、「本国免許・監督」原則のもとで業務行為規範の施行、遵守に関する監督は、受け入れ国の責任とされておりました。しかし、単一免許制度の一方の柱である「相互承認」原則が十分に行き渡っていないということもあって、各国の異なる業務行為規範が、単一免許を利用してクロスボーダーサービスを提供する際の残存障壁になってきました。

しかし、MiFIDは、業務行為規範については引き続き受け入れ当局がこれに当たるとして、ISDの規定を変えておりません。その代わりに、対象とするサービスや投資家の属性ごとに、業務行為規範の実施細則を策定することで、この問題をクリヤーしようとしています。ただ、狙い

通りに、これが単一免許制度の実効性を高めることにつながるかどうかは、現段階では不透明といわざるを得ません。

④最良執行義務の明文化

投資家保護強化の四つ目は、最良執行義務の明文化であります。

御承知のように、最良執行というのは、投資サービス会社が顧客の注文を執行するときには、顧客にとって「可能な限り最良の結果 (best possible result)」をもたらすために、あらゆる合理的な手段を尽くさなければならないということでありまして、投資家保護の基本と位置づけられるものであります。この最良執行のための規定が、MiFIDの第二一条として明文化されたわけがあります。

投資サービス会社は、顧客注文を執行する際

に、顧客にとって可能な限り最良な結果が得られるように、価格、執行費用、執行の迅速性、執行・決裁の確実性、規模、性質などの注文の執行に関するあらゆる要素を考慮に入れて、それに対してあらゆる適切な手段をとるように求められております(第二一条一項)。

そして、投資サービス会社が、この第二一条一項に列挙された要素の重要性を判断する際の基準が、施行指令第四四条に定められております。それによると、その重要性を判断する際の基準は、顧客区分を含めた顧客の特性、顧客注文の特性、顧客注文の対象となる金融商品の特性、顧客注文が回送される取引場所の特性、の四つであると考えられています。

投資サービス会社が最良執行義務を履行するプロセスについて敷衍しておくと、まず、投資サービス会社は、顧客の特性を考慮した上で、注文執

行に関する要素のうちどの要素を優先するかを決定する。次に、利用可能な取引所の中で、顧客の優先順位にもとづき、最良執行が可能な取引所を選別し、顧客注文を執行できるように必要な措置を講じる。そして、顧客の注文を注文ごとに適切な取引場所に回送、それを最良な条件を持つ取引場所で行う、ということになります。

この最良執行に関して重要なのは、リテール顧客の注文にかかわる最良執行については、何が最良執行かということを施行指令の中に具体的に定めているという点です。それによると、リテール顧客の注文にかかわる最良執行は、顧客の総合的な損益を考慮して決定される。つまり、金融商品の価格と執行費用の総額、これが顧客にとって最も有利であることが、「可能な限り最良の結果」であると明示されております(施行指令第四十四条三項)。

逆に、プロ顧客については、必ずしも価格が最優先要素になるとは限らない。例えば、一度に注文が執行されることとか、あるいは時間がからず即時に実行されるとか顧客によって最良執行の要件の重点が違ってくとも考えられるので、必ずしも価格だけが最良執行の条件とはならないわけです。しかし、リテール顧客については、価格と執行費用の総額が、最良執行の第一の要件になるということが明示されているわけでありません。

また、投資サービス会社については、最良執行義務を遵守するために、注文執行方針を定めて実施することが義務づけられております（第二十一条二項）。

この注文執行方針には、自社が顧客注文を執行するために利用する取引場所、あるいは取引場所を決める際に影響を与える要素に関する情報が、

この中に含まれていなければならない。また、その方針は顧客に適切な形で通知されなければならない。顧客の事前の同意を得ておく必要がある。とりわけ、規制市場やMTF以外での注文執行が生じる可能性が方針に規定される場合には、そうした可能性について顧客に詳細に伝えることが必要である。実際の執行に当たっては、事前に、顧客からのはっきりした同意が必要となる、と規定されております（第二十一条三項）。

⑤ 適格取引先概念の導入

顧客の保護につきましては、このほかにも幾つかの措置が規定されているのでありますが、時間の関係もありますので、一つだけ、「適格取引先概念の導入」についてつけ加えさせていただきます。

金融機関同士あるいは取引専門業者同士のように

に、顧客へのサービスを含まない、いわゆるプリンシパル対プリンシパルの取引形態に関する業務行為につきましては、I S D に明示的な規定がなかったため、この点を明確にするために、M i F I D 第二四条に、適格取引先に関する独立した規定が設けられました。

同条第一項は、適格取引先との取引については、業務行為規範や最良執行義務や顧客取扱規程は、原則として適用されないとしています。この場合、適格カウンターパーティーとして認められるのは、投資サービス会社、信用機関、保険会社、投資信託とその管理会社、年金基金とその管理会社、加盟国の国内法で認可・規制されているその他の金融機関、公的債務を管理する政府及び関連機関、中央銀行、国際機関が、本来の適格取引先として明示されております（同条二項）。

(4) 施行細則とその位置づけ

残り時間もだんだん少なくなってきましたが、ここでM i F I D の施行細則とその位置づけについて、付言しておきたいと思います。そのためには、E U の証券分野の立法・政策プロセスであるラムファルシー手続について触れておく必要があります。

一九九〇年代後半の証券規制監督体制の見直しの中で、先ほど申し上げたF S A P の立ち上げに加えて、もう一つ大きな展開がありました。それは、証券分野の立法・政策実施プロセスを抜本的に改革しようという動きでありました。そのために、アレキサンドル・ラムファルシー男爵を議長とする「欧州証券市場の規制に関する賢人委員会」（通称ラムファルシー委員会）が設立されまして、ここでE U 証券規制体制の抜本的な改革のための提案が行われたのであります。

二〇〇一年二月に出されましたラムファルシー委員会の最終報告書では、四つのレベルから成る新たなEUの証券立法・政策実施のプロセスを定めて、その迅速化と柔軟化を図ることが提言されました。

四つのレベルから成るプロセスのうち、レベル1は「大枠の原則を策定するプロセス」でありまして、欧州委員会による立法作業と関係者からの意見聴取、欧州委員会による公式提案を経て欧州議会による指令または規則の採択に至るプロセスであります。レベル2は、レベル1で確定した大枠に沿って、実施の際の細則を確定するプロセスで、一般に「コミットロジー手続 (commitology)」と呼ばれているものであります。レベル3は、レベル1とレベル2で決定されたEU法を加盟国において実施するプロセスであり、最後のレベル4は、EU法が適切に執行されているかどうかを欧

州委員会が中心になって監視するプロセスであります。

M i F I D について申し上げると、M i F I D 採択までのプロセスは、このレベル1に該当するわけでありまして、M i F I D の施行指令及び施行規則は、このレベル2のコミットロジー手続に位置するものでございます。

欧州委員会がM i F I D の規定によって権限を与えられた施行細則の範囲は、大きく分けて二つございました。一つは、業務行為規範、特に投資家保護にかかわる細則であります。二つ目は、市場の透明性、取引場所の機能にかかわる細則であります。

このうち、業務行為規範につきましては、投資サービス会社と顧客との関係を規定するものであり、その達成方法や形式については、最終的には各加盟国の国内法に委ねる方が良いとの考えか

ら、加盟国の国内法化によって効力が生じる「指令」という形態をとっています。他方、取引所やMTFなどの取引場所の機能あるいは透明性に係る細則につきましては、EUレベルで直接的な効力を持つ「規則」の形態を採用しています。

もう少し詳しく申し上げますと、施行指令におきましては、主にMiFID第II編の「投資サービス会社の認可および運営条件」のうちの投資家保護にかかわる細則が取り扱われております。一方、施行規則では、主として、MiFID第II編第二章第三部「市場の透明性と信認」及び第III編「規制市場」についての市場規制にかかわる細則が取り扱われております（付表「MiFIDの構成」参照）。

EU加盟国における整合的なMiFIDの施行を図るべく策定されたこの施行細則の条文からも、MiFIDの規制体系の主眼が、投資家保護

と市場規制にあるということが見て取れるわけがあります。

施行細則の内容につきましては、時間の関係もあり、本日は割愛させていただきたいと思えます。

むすび

以上で、MiFIDの概要についての話は終わりといたしますが、最後に、MiFIDの施行までに如何に膨大な準備作業が必要だったかということに関して、英国の事例を紹介して、今日の話が終わることにしたいと思います。

英国では、二〇〇六年四月のMiFID修正指令によって、MiFIDの施行が二〇〇七年一月一日に延期されたことを受けて、MiFIDの国内法への適用準備が本格化いたしました。

御承知のように、英国におきましては、大蔵省が金融市場の規制監督に関する全般的な制度構築とその法制化について責任を持ち、唯一の監督規制機関である金融サービス機構 (Financial Services Authority, FSA) は、その法的枠組みの中で規制効果を上げる責任を有しております。

FSA の実際の規制監督活動は、FSA が定める規則やガイダンスに即して行われますが、これらの規則やガイダンスはFSA ハンドブックとして取りまとめで発行されております。したがって、M i F I D の国内法の置きかえに当たっては、大蔵省の管轄下にある「金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act)」の改正が必要になると同時に、FSA の管轄下にある規制やガイドラインも改正する必要がある、当然のことながら、大蔵省とFSA の関係が不可欠であったわけであります。

金融サービス市場法の改定作業は大蔵省指導のもとで行われたわけですが、一方、規則やガイドラインの改定作業につきましては、二〇〇六年五月から一〇月にかけて、FSA が五本のコンサルテーション・ペーパーを發出して、パブリック・コメントを求め、その後、各界の意見を集約した上で、これを一月から翌年の一月にかけて、今度は三つのポリシー・ステートメントとして取りまとめ、一月末に施行法案として議会の承認を得るといふ、膨大な準備作業を推進してきたのであります。

この二種類のペーパーでございますが、非常に膨大なものでありまして、例えば五つのコンサルテーション・ペーパーについてみれば、累計で本文一〇四六ページ、ハンドブックのドラフトで六九四ページ、その後に出ましたポリシー・ステートメントにつきましても、三つのポリシー・ス

テートメントで本文三〇八ページ、ハンドブック四〇五ページという膨大なものがございます。

FSAのMiFID実施のためのアプローチは、実施は実際のバランスのとれたものでなければならぬという考え方に立って、FSAハンドブックを改定するに当たっては、できる限り指令の用語を使用すること (intelligent copy-out) を基本としております。しかしその一方で、FSAは、CPの発出に当たって、MiFIDの施行によって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投資サービス会社など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、コストベネフィット分析を実施した上で、ハンドブックを中心とするFSAによる修正案を提示し、それに対する各方面からのコメントを求めて、それを集約した上で最終案を策定するという非常にきめ細かな手続

を採用しており、これが膨大な作業を必要とした背景となっているようです。

ここでもう一点つけ加えて申し上げますと、二〇〇六年一月に、FSAは、「MiFIDの全体的影響 (The overall impact of MiFID)」と題する報告書を取りまとめて公表しております。それによりますと、英国金融業界全体でMiFIDにかかわる初期的な費用負担は、システム対応のための経費を中心として八億七七〇〇万ポンドから一一億七〇〇万ポンド、年間のランニングコストが八八〇〇万ポンドから一億一七〇〇万ポンドと試算されております。

他方、FSAは、こうした負担ばかりではなく、MiFID導入のメリットについても試算を行っております。FSAによりますと、英国の金融業界全体にもたらされる数値化できる利益は、年間二億ポンドとみられ、その論拠として、認可

取得にかかわる費用の削減、ルール統一による各国間の重複規制の減少、新市場へのアクセス機会の増大、最良執行義務、透明性要件による価格形成機能の向上などが挙げられております。

欧州委員会は、二〇〇二年一月のプレスリリースで、M i F I Dは「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、経済成長を目覚ましき押し上げるといふ価格の促進効果を伴って、E U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の競争を促進することになるだろう」と述べておりますが、こうした思惑どおりの成果が実現していくのかどうか、今後が大いに注目されるところであります。すこし長くなりましたが、以上で私の話を終わります。御清聴ありがとうございました。

高橋理事長 どうもありがとうございました。

市場統合という非常に困難な仕事を、E Uは時間をかけて着実に進めてきたその経緯、あるいは新しい指令、M i F I Dの概要を詳しく、またわかりやすく説明をしていただいたと思います。ありがとうございました。

それでは、少し時間がありますので、御質問あるいは御意見等おありの方、ぜひ御発言をいただきたいと思ひます。

質問者 一点教えてください。英国にA I Mというマーケットがありまして、それは金融サービス法上の適用除外になっているようです。先ほどの御説明で、M i F I Dの中では、規制市場とM T Fとシステムティック・インターナライザーという三つの取引概念とのことですけれども、A I Mというのはこのいずれかに入っているのでしょうか。それとも、これの外なのでしょうか。A I Mというのは、Alternative Investment Market

ということで、要は非常に規制緩和されて金融サービス法の適用を受けないで、いろんなアジアとか東ヨーロッパとか中近東の国の企業が上場されています。金融サービス法の適用外で、登記所が監督しているということで、法律の適用外なのです。このMiFIDが一月一日から施行されると、MiFIDの適用除外になっているという解釈でよろしいのでしょうか。

なお、実際の取引は、マーケットメイクとオークション、両方のハイブリッドで取引されているということです。ただ、参加者はプロを中心とした参加者になっています。

大橋 AIMは、「規制市場」に該当する市場ではありません。EUは毎年初加盟国の「規制市場リスト」を公表していますが、英国の規制市場リストにはAIMは含まれておりません。MiFIDの定義からみれば、AIMは多角的取引施設(M

TF)に該当すると考えられ、したがって、AIMには、MiFIDのMTFにかかわる規定が適用されるものとみられます。

かつてAIMは規制市場として位置づけられていたようですが、EUの目論見書指令〈Prospectus Directive〉による規制がAIMの特質を損なうことが懸念されたため、二〇〇四年一〇月をもって「規制市場」から「取引所が規制する市場(Exchange-regulated market)」という位置づけに変更されています。これによって、AIMは目論見書指令の適用対象からはずれることになったわけです。MiFIDの施行後も、このようなAIMの位置づけには変化はないと考えられます。

高橋理事長 ほかに何か御質問ございませうでしょうか。

今、イギリスの話が出ました。最後のほうで、イギリスが、大蔵省あるいはFSAがMiFID

に国内法を対応していくために、非常にきめ細かい時間をかけた手続をしてきたという説明がありました。イギリスについては、実は私どものホームページの「トピックス」にもそれを連載してありますので、ごらんいただいた方もいらっしゃるかと思います。

私の質問は、イギリスは多分そういうことほできた、そういう力があつたと思いますけれども、EUは、たしか二七カ国あります。新しい最近の加盟国もありますし、小さい国もあります。そういうところで、一月一日から施行されるという今の時点で、すべてのそういう国が、イギリスでやったのと同じようなきめの細かい対応ができたのだろうかということです。あわせて、監督が母国に任されることになったわけですが、そういう国のことも考えると、整合性のある監督が域内に及ぶことができるのか、どんな感じでしょうか。

大橋 EUのホームページに、国内法の置きかえが終わったかどうかという報告内容が掲載されています。一〇月一五日現在の状況を見ますと、二七カ国のうち一〇カ国でまだ置きかえが済んでいない。そのうち一月中旬に置換えを終了する予定の国が七カ国、残りのチェコ、ポルトガル、スペインの三国は、まだ置きかえの期日も決まっていないという状況でありまして、正直いって足並みがそろっているとは言えない状況だと思っています。

しかし、M i F I Dそのものはもう承認されているので、遅れたとしてもいずれは国内法に置き換えなければなりません。十一月一日の施行は無理だとしても、出来るだけ早期にM i F I Dを施行するという方向に向かって努力が続いているのではないかと思います。

高橋理事長 さっきの説明の中で、投資家保護については施行規則のほうでかなり規定されている

ということでした。これは指令じゃないですから、EU 議会で採択して EU 委員会で決めた段階で規則になるかと思っています。国内法ができていない、チェコとかスペインとかポルトガルですか、そういう国でも投資家保護の施行規則の部分は明後日以降、適用されると見ていいのでしょうか。

大橋 本来からいけばそうだと思います。しかし、MiFID が国内法に置きかわっていない状況で、施行規則だけを適用しようとしても、実際には難しいのではないかと思います。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかに何か御質問等ございませんでしょうか。

私ばかり質問してはいけませんでけれども、MiFID の一つのポイントは最良執行というところだと思います。集中義務を排除したのですから、取引所のほかに MTF、インターナライザーといった仕組みができていながら、かつ最良執行

を義務づけています。透明性を求めたというのはその実効の担保だと思うのですけれども、そういうことを義務づける以上は、EU 域内のどこで、株なら株が今幾らで取引されているかということとは、直ちにそれぞれの取引場所でわからなきゃいけない。それぞれの証券業者の段階でわからなきゃいけないということになるかと思えますけれども、そういうシステム、それぞれ報告された価格とか時間とか数量とか、そういうものがお互いに周知されるシステムが計画される必要があるかと思うんですけれども、その辺はどうでしょうか。

大橋 一つは、最良執行方針とのかかわりです。個別の取引について、例えば執行場所をあらかじめ選んでおくというときに、そういう情報が発信されていない、公表されていない取引場所については選ばれないという話に、恐らくなってくると

思うのです。

それともう一つは、いろんなベンダー、要するに情報ベンダーが入っていて、いろいろなところで取引の情報がとれますから、そういうものを使ってとりあえずやってみてくださいということもあるかもしれません。施行指令を読んでいしたら、最良執行のところに、委員会が二〇〇八年一月、来年の一月までに、そういう多様な取引場所の執行の質を考慮して、情報の入手可能性、比較可能性、統合に関する報告書を出すとかかれています。多分そこで、情報の入手可能性を高めるために何をすればよいか、比較可能性を高めるためにはどうすればよいか、重複情報を統一するためにはどうすればよいか、そういう話が出てくるのだらうと思います。

そのときに、今の情報のファシリティーで大丈夫なのかという話が出てきて、もし充足できない

なら、また新しいファシリティーをつくっていくとか、そういう形で進むのだらうと思います。

とりあえずは今のいろんな施設を使って、最良執行というのをできるだけ完遂するようにということだと思っています。

高橋理事長 わかりました。ありがとうございます。

質問者 今日のMIFIDの話は大変全般体系的で基本的なことをわかりやすく教えていただいて、私も来てよかったなと思います。お聞きした感想などお伝えしたいと思います。

MIFIDの体系の中には入っていないのですが、この体系を念頭に置いて、清算・決済の世界では、インストラペトラビリティーというのをコード・オブ・コンダクトで自主的につくって、それを実行しようとしています。その考え方は、取引所から清算・決済というプロセスのどこを選んで

も、投資家が自由に一番いいところを選べるように、清算・決済機関がお互いに、例えばあそこの取引所とつながる、あるいはここの決済機関は別の清算機関とつながる。従来の国単位の市場の中の取引所、清算・決済という構造から離れて、そういう申し入れをしたら、申し入れを受けたほうは断つてはいけないということです。既に相当多数の申し入れが行われているということを先日、聞いてきました。

例えば清算かあるいは決済か、あるいは両方か、わかりませんが、一番安いところはイタリアらしいのです。何でイタリアが安いのかよくわからないのですが、その数字を見たら、アメリカにほぼ近い驚くべき安さなのです。一番高いのはギリシャだそうです、相当極端な差がある。それが全部ネットワークでつながって、ここにありますが、うな最良執行義務が課されている証券会社が、

投資家のために自由に選択できる。そうなれば、当然、競争の問題になり、高くてサービスがよくないところはみんなから嫌われて顧客が来ない。そういうことをやろうとしているらしいのです。

それはそれで非常におもしろい現象ではあるのですが、MiFIDについて、我々からみて、ヨーロッパは特殊な現象であるという側面があるのではないかと思います。一方、考え方や手法は、別にヨーロッパに限らずどこでも可能ではないかという側面もあると思うのです。例えば、アメリカスタイルの内部統制について、一生懸命やっているわけですが、ああいう発想ややり方もある。MiFIDでやろうとしている中身、考え方、手法については、日本の市場にとっても、物によってはもっと先に進んでいるものもあるのかもしれない。資本市場全体として、興味を引く事例というのがヨーロッパで起きている。

日本の市場の競争力という観点からすると、金融商品取引法が施行されましたが、その評価など、日本のいろいろな議論にも参考となるものが、MIFIDに入っている。今後も、その進捗状況を注目していった方がいいと、個人的に思っていたわけです。

研究所においても、引き続きそういう角度からフォローしていただけるとありがたいなと思います。

ちょっと感想を申し上げました。

高橋理事長 ありがとうございます。

今、お話がありましたように、この最良執行でありますとか、あるいは集中義務を外した場合の透明性の取り扱いとか、今後の日本の市場、あるいはヨーロッパとアメリカの間で今議論が進んでいる規制のハーモナイゼーションというんですか、そういうことにもかなり参考になるかと思

ます。

もう一つ参考になるかなと思いますのは、イギリスで、計算が正しいかどうかからないのですけれども、規制のコストベネフィットの計算をしているのです。我が国でも規制のコスト・アンド・ベネフィットがどうなるかというような分析もしていかなければいけないのではないかという印象を持ちました。

ほかに何か御感想あるいは御意見はございませんでしょうか。

それでは、時間でもございますので、今日のセミナーは終了したいと思います。

どうもありがとうございました。

大橋 どうもありがとうございました。（拍手）

（おおはし よしあき・当研究所専門調査員）

（この講演は、平成一九年一〇月三〇日に開催されました。）

(レジュメ)

証券セミナー (2007 年 10 月 30 日)

(財) 日本証券経済研究所
専門調査員 大橋善晃

EU 金融商品市場指令 (MiFID)

一動き出す EU の資本市場・投資サービスにかかわる基本法

はじめに

MiFID (ミフィッド) とは

Market in financial instruments directive の略称

正式名称は

**DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT
AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004, on market in
financial instruments amending Council Directive 85/611/EEC
and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of
the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.**

EU 法の形態

指令 (directive)、規則 (regulations)、決定 (decision)、勧告・

意見 (recommendation・opinion)

MiFID の国内法への置換え (transportation)

1 EU の証券規制と MiFID

(1) EU における証券関連規制体系の確立

単一市場計画 (Single Market Program, SMP) による市場統合

域内単一免許制度 (single passport) の導入

— 本国免許・監督、相互承認

基本法としての投資サービス指令—1993 年 5 月採択

投資家保護、金融の安定性維持のための規制

— 最低限の調和あるいは最低限の要請

(2) 1990 年代後半以降の証券規制・監督体制の見直し

単一市場計画の成果についての中間総括

— 欧州委員会による「単一市場レビュー」の公表

— 否定的な結論

欧州委員会による「金融サービス行動計画」の立ち上げ (1999 年 5 月)

— 市場統合に続く EU 金融統合の第二の波

投資サービス指令の見直しを前提とした「投資サービス・規制

市場指令」の策定=計画の重要課題の一つ

(3) 投資サービス指令に代わって基本法の役割を担う MiFID

投資サービス指令改定の背景

- 単一免許の実効性に疑問符
- 時代遅れになった投資家保護規定
- 指令でカバーできない商品・サービスの出現
- 加盟国の裁量に委ねられている選択的アプローチの弊害が顕在化

改正投資サービス指令＝金融商品市場指令 (MiFID)

MiFID の施行日 2007 年 11 月 1 日

2 MiFID の構成と概要

MiFID の構成＝序文 (71 項目)、4 編 73 条、付属書 I および II

MiFID の施行細則として、施行指令および施行規則

- 投資サービス指令が全条文 32 条であったのに対して、条文が大幅に増加、新たに施行細則が追加

投資サービス指令改定の三つのポイント

- 規制対象となる投資サービス業務の範囲拡大
- 電子取引システムに対する規制の整備
- 市場集中原則を排除しながら投資家保護の実効性を高める

(1) 規制対象業務および商品範囲の拡大

MiFID の適用対象＝投資サービス会社 (investment firms) と
規制市場 (regulated markets)

投資助言を「付随サービス」から「投資サービス活動」に格上
げ、新たに「多角的取引施設 (Multilateral Trading Facility,
MTF) の運営」を「投資サービスおよび活動」に追加
金融商品については、デリバティブ商品を中心に、広範なタイ
プの商品をカバー

(2) 効率的で透明かつ統合された金融取引インフラのための措置

規制対象範囲を市場にまで拡大＝MiFID の最大の改正点の一つ
—規制市場の共通規定を合計 12 条の条文を独立した第Ⅲ
編として導入

MTF をコア業務として位置づけ

—MTF に対して、組織要件、取引監視、透明性に関する規
定など独立した規定を導入

—ただし、業務行為規範の遵守、最良執行義務、顧客注文
取り扱い規定の対象からは除外

市場集中義務を撤廃

- 同時に、投資家保護の実効性を高めるため、規制市場、
MTF、システムティック・インターナライザーを「取引
場所」として認識、この三者を平等に投資家保護規制の
対象とし、市場間競争の促進を図る

市場の透明性と信認確保のため透明性義務を拡充

- 投資サービス会社、規制市場、**MTF** それぞれについて透
明性義務を規定
- システムティック・インターナライザーも透明性義務の
対象に

(3) 投資家保護にかかわる規制の強化

顧客区分の導入

- リテール顧客、プロ顧客、適格取引先
- リテール顧客が最も手厚い保護の対象

単独の「利益相反」規定の導入 (第 18 条)

業務行為規範の遵守 (第 19 条)

- 業務行為規範の施行、順守の監督は受入国の責任

最良執行義務の明文化 (第 21 条)

- 顧客にとって「可能な限り最良の結果」

—注文執行に関するあらゆる要素を考慮し、あらゆる適切な手段をとる

—リテール顧客にかかわる最良執行とは何か。施行指令で具体的に規定

—注文執行方針の作成、実施を義務付け

「適格取引先」概念の導入

—プリンシパル対プリンシパルの取引については、業務行為規範、最良執行義務、顧客取り扱い規定は適用せず

(4) 施行細則とその位置づけ

ラムファルシー手続き

—新たな EU の証券立法・政策実施のプロセス

レベル 1＝大枠の原則を策定するプロセス

レベル 2＝レベル 1 の大枠に沿って、実施の際の細則を
確定するプロセス（コミトロジー手続き）

レベル 3＝EU 法を加盟国において施行するプロセス

レベル 4＝EU 法が適切に執行されているかを欧州委員会
が中心となって監視するプロセス

施行細則にゆだねられたもの（付表参照）

—業務行為規範（特に投資家保護）にかかわる細則

—市場の透明性、取引場所の機能に関する細則

むすび

英国における準備作業

大蔵省と FSA の関係プレー

大量のコンサルテーション・ペーパーの発出

指令の丸写しを基本とする一方、きめ細かな手続きを採用

MiFID にかかわる費用と利益 (FSA の試算)

付表 MiFID の構成

MiFID	施行指令	施行規則
序文		
第Ⅰ編 定義および適用範囲		
第1条 適用範囲		
第2条 適用除外		
第3条 選択的適用除外		
第4条 定義		
・投資助言	○	
・システマティック・インターナライザーであるかどうかの判定基準		○
・デリバティブ		○
第Ⅱ編 投資サービス会社の認可および運営条件		
第1章 認可条件および手続き		
第5条 認可要件		
第6条 認可の範囲		
第7条 認可申請の許可および拒否にかかわる手続き		
第8条 認可の取り消し		
第9条 事業を実効的に管理するもの		
第10条 所定の保有分を有する株主および参加者		
第11条 認可を受けた投資家補償制度への参加		
第12条 初期資本		
第13条 組織要件		
＜組織＞		
・一般組織要件	○	
・コンプライアンス	○	
・リスク管理	○	
・内部監査	○	
・上級管理職の責任	○	
・苦情処理	○	
・個人取引の意味	○	
・個人取引	○	
＜アウトソーシング＞		
・重大で重要な運営機能の意味	○	
・重大で重要な運営機能あるいは投資サービスないしは投資活動をアウトソーシングするための要件	○	
・第三国に在住するサービス提供者	○	
＜顧客資産の保護＞		
・顧客の金融商品および顧客資産の保護	○	
・顧客の金融資産の預託	○	
・顧客資産の預託	○	
・顧客金融資産の利用	○	
・外部監査人による報告書	○	
＜利益相反＞		
・顧客にとって不利な利益相反（第18条）	○	

EU 金融商品市場指令（MiFID）

・利益相反方針（第18条） ・不利な利益相反を引き起こすサービスあるいは活動の記録 ・投資調査（第18条） ・投資サービス会社が投資調査を作成し配布する場合の追加的な組織要件	○	
<記録の保存>		
・記録の保存 ・顧客注文および取引決定の記録保存 ・取引の記録保存	○	○
第14条 MTF における取引手続きおよび取引の締結		
第15条 第三国との関係		
第2章 投資サービス会社の運営条件		
第1節 総則		
第16条 初期認可条件の定期的な見直し		
第17条 継続監督に関する一般義務		
第18条 利益相反		
・顧客にとって不利な利益相反（第13条） ・利益相反方針（第13条）	○	
第2節 投資家保護を確保するための規定		
第19条 顧客に投資サービスを提供する際の業務行為		
<報酬>		
・報酬	○	
<顧客および見込み客への情報>		
・公正、明瞭で誤解を生じないために情報が満たすべき条件 ・投資調査（第13条） ・顧客区分を考慮した情報 ・顧客向け情報の一般的要件 ・リテール顧客および見込み客向けの投資サービス会社およびそのサービスに関する情報 ・金融商品に関する情報 ・顧客の金融商品ないしは顧客資産の保護を考慮した情報要件 ・コストおよび関連手数料に関する情報 ・指令85/611/EECを踏まえて作成される情報	○	
<適合性および妥当性の評価>		
・適合性の評価 ・妥当性の評価 ・適合性または妥当性の評価に共通する規定 ・複雑でない商品のサービスに関する規定 ・リテール顧客との契約	○	
<顧客への報告>		
・ポートフォリオ管理以外の注文執行についての報告義務 ・ポートフォリオ管理についての報告義務 ・ポートフォリオ管理または不確定な負債取引のための追加報告の義務 ・顧客の金融資産あるいは顧客資産の計算書	○	
第20条 他の投資会社の仲介を通じたサービスの提供		
第21条 顧客にとってもっとも有利な条件での注文執行義務		
・最良執行基準 ・顧客の最大利益のために行動すべく、ポートフォリオを管理し、注文	○	

	を受けそして回送する投資サービス会社の責務		
	・執行方針	○	
第22条	顧客注文取り扱い規則		
	・一般原則	○	
	・注文の集約と配分自己勘定取引の集約と配分	○	
	・顧客の指値注文の開示		○
	・情報公開の手続き		○
第23条	提携代理商を雇用する際の投資サービス会社の義務		
第24条	適格カウンターパーティーを相手に執行される取引		
	・適格カウンターパーティー	○	
第3節	市場の透明性および信認		
第25条	市場の信認の維持、取引報告および記録の保存についての義務		
	・流動性の観点から最も望ましい市場の選定		○
	・流動性の観点から最も望ましいもう一つの市場の選定		○
	・金融商品のリスト		○
	・報告チャネル		○
	・取引報告の内容		○
	・取引情報の交換		○
	・協力および情報交換の要請（第58条）		○
	・受入国における規制市場の運営の重要性の判定（第56条）		○
第26条	MTFの規則およびその他法的義務の遵守状況の監視		
第27条	投資サービス会社の気配値公表義務		
	・流動株式の判定		○
	・標準市場規模		○
	・最も一般的な市況を反映した値付け		○
	・システムティック・インターナライザーによる注文執行		○
	・リテール・サイズ		○
	・取引前および取引後透明性データの広報および入手可能性		○
	・取引前および取引後情報の公的な入手可能性		○
	・情報公開の手続き		○
	・規制市場で取引されている株式の計算と予測		○
	・計算および予測の公表とその効果		○
第28条	投資サービス会社の取引後情報開示		
	・取引後透明性義務		○
	・大量取引の公表延期		○
	・取引前および取引後透明性データの広報および入手可能性		○
	・取引前および取引後情報の公的な入手可能性		○
	・情報公開の手続き		○
	・規制市場で取引されている株式の計算と予測		○
	・計算および予測の公表とその効果		○
第29条	MTFの取引前透明性要件		
	・取引前透明性義務		○
	・市場モデルおよび注文のタイプないしは取引のタイプにもとづく適用除外		○
	・相対売買の基準		○
	・大量取引についての適用除外		○
	・取引前および取引後透明性データの広報および入手可能性		○

EU 金融商品市場指令 (MiFID)

・取引前および取引後情報の公的な入手可能性 ・情報公開の手続き ・規制市場で取引されている株式の計算と予測 ・計算および予測の公表とその効果		○
第30条 MTF の取引後透明性要件		○
・取引後透明性義務 ・大量取引の公表延期 ・取引前および取引後情報の公的な入手可能性 ・情報公開の手続き ・規制市場で取引されている株式の計算と予測 ・計算および予測の公表とその効果		○
第3章 投資サービス会社の権利		○
第31条 投資サービスおよび投資活動提供の自由		○
第32条 支店開設		○
第33条 規制市場へのアクセス		○
第34条 セントラル・カウンターパーティー、清算決済施設へのアクセスおよび決済システムを指定する権利		○
第35条 MTF におけるセントラル・カウンターパーティー、清算・決済手続きに関する規定		○
第Ⅲ編 規制市場		
第36条 認可および準拠法		
第37条 規制市場の運営者にかかわる要件		
第38条 規制市場の運営に大きな影響を及ぼすものに関する要件		
第39条 組織要件		
第40条 金融商品の取引認可		
・取引可能証券 ・集団投資引受のユニット ・デリバティブ ・その他のデリバティブ商品の特性		○
第41条 金融商品の取引停止および廃止		○
第42条 規制市場へのアクセス		○
第43条 規制市場の規則およびその他法的義務の遵守状況の監視		○
第44条 規制市場の取引前透明性要件		○
・取引前透明性義務 ・市場モデルおよび注文のタイプないしは取引のタイプにもとづく適用除外 ・相対売買の基準 ・大量取引についての適用除外 ・取引前および取引後透明性データの広報および入手可能性 ・取引前および取引後情報の公的な入手可能性 ・情報公開の手続き ・規制市場で取引されている株式の計算と予測 ・計算および予測の公表とその効果		○
第45条 規制市場の取引後透明性要件		○
・取引後透明性義務 ・大量取引の公表延期		○

証券レビュー 第47巻第11号

・取引前および取引後透明性データの広報および入手可能性 ・取引前および取引後情報の公的な入手可能性 ・情報公開の手続き ・規制市場で取引されている株式の計算と予測 ・計算および予測の公表とその効果		○
第46条 セントラル・カウンターパーティーおよび清算・決済手続きに関する規定		○
第47条 規制市場のリスト		○
第IV編 監督当局		○
第1章 指定、権限および是正手続き		○
第48条 監督当局の指定		○
第49条 同一構成国内における監督当局間の協力		○
第50条 監督当局に与えられる権限		○
第51条 行政処分		○
第52条 訴訟の権利		○
第53条 投資家の苦情に対処するための裁判以外のメカニズム		○
第54条 職業上の機密		○
第55条 監査人との関係		○
第2章 異なる構成国間における監督当局間の協力		
第56条 協力義務		
第57条 監督活動、現場検証あるいは検査における協力		
第58条 情報の交換		
第59条 協力の拒否		
第60条 認可に先立つ当局間の協議		
第61条 受入構成国の権限		
第62条 受入加盟国によって採用されている予防措置		
第3章 第三国との協力		
第63条 第三国との情報交換		
第V編 雑則		
第64条 委員会手続き		
第65条 報告と見直し		
第66条 指令85/611/EEC の改定		
第67条 指令93/6/EEC の改定		
第68条 指令2000/12/EC の改定		
第69条 指令93/22/EC の廃止		
第70条 置換え		
第71条 経過規定		
第72条 施行		
第73条 あて先		
付属書Ⅰ サービス・活動および金融商品のリスト		
付属書Ⅱ 本指令におけるプロ顧客		

(注) 小項目は施行指令、施行規則に規定があるものに限って表示している。

(出所) 野村資本市場研究所作成の図表をもとに作成。