

市場透明性データの開示と統合に関する

CESR のガイドラインと提言

—動き始めた MiFID レベル 3 プロセス—

平成19年4月11日

大橋 善晃

(日本証券経済研究所)

市場透明性データの開示と統合に関する CESR のガイドラインと提言

—動き始めた MiFID レベル 3 プロセス—

(要旨)

現行の「投資サービス指令」に代わって、EU の証券関連規制の中心を担う「金融商品市場指令」(MiFID) は、2006 年 6 月の実施細則案の公開を契機として、実施に際しての細則を策定、加盟各国における国内法への置換えのプロセスに移行した。その後、実施細則案は、欧州証券監督者委員会 (CESR) による諮問を経て、2006 年 8 月に、MiFID 実施指令および MiFID 実施規則として欧州委員会によって採択され、加盟各国の国内法への置換えも 2007 年 1 月末には完了することとなった。MiFID の施行は、2007 年 11 月 1 日の予定であるが、実質的には EU の証券立法プロセス (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、CESR が中心となって EU 加盟各国において MiFID を実効的かつ公正に実施するレベル 3 プロセスに移行している。

CESR は、MiFID の円滑かつ継続的な実施を支援するための組織として「MiFID レベル 3 専門家グループ」を設置し、新たな制度の整合的な実施と適用を行うための基盤整備に着手しているが、本稿は、このレベル 3 専門家グループの今後の作業計画を紹介するとともに、作業計画にもとづく具体的な作業の成果事例として、2007 年 2 月に公表された「市場透明性の開示と統合に関する CESR のガイドラインと提言」を取り上げ、その概要を紹介するものである。

市場透明性データの開示と統合に関する CESR のガイドラインと提言 ー動き始めた MiFID レベル 3 プロセスー

日本証券経済研究所
専門調査員 大橋 善晃

1. レベル 3 に移行する MiFID

ア. MiFID レベル 3 への移行と CESR の役割

(1) MiFID 指令と MiFID 規則

現行の「投資サービス指令」に代わって、EU の証券関連規制の中心を担うものとして 2004 年 4 月に採択された「金融商品市場指令」(The Market in Financial Instrument Directive; MiFID¹) は、2006 年 6 月の MiFID 実施細則案² (implementing measures) の開示を契機として、実施に際しての細則の策定、加盟各国における国内法への置換えのプロセスに移行した。実施細則案については、CESR による諮問を経て、2006 年 8 月に、MiFID 実施指令³および MiFID 実施規則⁴として欧州委員会によって採択され、加盟各国の国内法への置換えも、2007 年 1 月末を期限として完了することとなった。MiFID の施行は 2007 年 11 月 1 日の予定であるが、実質的には EU の証券立法プロセス (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、MiFID を CESR が中心となって EU 加盟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) に移行したものと見られる。

(2) ラムファルシー委員会による 4 レベル・アプローチ

ラムファルシー方式というのは、200 年 6 月に設立されたアレクサンドル・ラムファルシー男爵 (Baron Alexandre Lamfalussy) 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) によって提言された、4 つのレベルからなる証券立法・政策実施のプロセスである。

レベル 1 は「大枠の原則を策定するプロセス」であり、欧州委員会による立法作業 (素案の作成) と利害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る。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ある。このレベル 2 プロセスを実現する

¹ DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004, on market in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

² Draft “COMMISSION DIRECTIVE implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms, and defined terms for the purpose of that Directive”, Commission of the European Communities, 6/02/2006.

³ COMMISSION DIRECTIVE 2006/73/EC of 10 August 2006, implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.

⁴ COMMISSION REGULATION (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006, implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards recordkeeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purpose of that Directive.

ための規制機関として欧州証券委員会（European Securities Committee :ESC）が、また諮問機関として欧州証券監督者委員会（European Securities Regulators Committee :CESR）が創設された。このプロセスにおいては、まず、欧州委員会がレベル 1 プロセスにおいて施行権限を与えられた実施細則に関して、ESC のコンサルティングを受け、その後 CESR に対して諮問を要請する。CESR は、市場参加者や利用者等に対して諮問を行い、意見を取りまとめて、それを欧州委員会に具申する。CESR の助言を参考にしながら委員会は施行権限に則って実施細則案を策定し、それを ESC に提案する。ESC は提案を受けた後 3 ヶ月以内に実施細則案について投票を行い、こうしたプロセスを経て欧州委員会が最終的に実施細則案を採択することになる。レベル 3 は、要件解釈の共有、一貫性のあるガイドラインおよび共通の標準規格（EU 規制の及ばない地域での）、専門家による評価、一貫性のある実施と適用を確実にするための監督行為の比較等に関する、CESR による作業プロセスである。最後のレベル 4 は、EU 法が適切に遵守されているかどうかを、欧州委員会が中心となって監視し、違反の疑いがある加盟国に対しては、法的措置を実施するプロセスである。

（３）証券立法プロセスにおける CESR の役割

MiFID に関していえば、レベル 2 における CESR の役割は、実施指令および実施規則の採択の時点でほぼ終了しており、CESR の関心は、いまや、2007 年 1 月に加盟国によって置換えが行われ、同年 11 月に発効する MiFID が、欧州全域において、統合的な方法で日々確実に適用されるかどうか、また、そうするためにはどうすればよいかという点に向けられているといわれている。つまり、MiFID の立法・実施に係わるプロセスは、CESR が全面的に関与するレベル 3 に実質的に移行しつつある。

イ．CESR による MiFID レベル 3 作業

（１）CESR 「レベル 3 専門家グループ」の設置と始動

MiFID に関する CESR の作業の重点が、実施細則に関する技術的な助言の提供（レベル 2 における）から、CESR 加盟国による MiFID の統合的な適用と実施（レベル 3 における）に移ったことを受けて、CESR は、レベル 2 の実施細則に関する技術的な助言を準備し提案していた 3 つの専門家グループを解散し、新たに、MiFID の適用に際して監督上の整合性（supervisory convergence）をもたらすための作業（レベル 3）を行う専門家グループを設置した⁵。

この「MiFID レベル 3 専門家グループ（MiFID Level 3 Expert Group）」は、新たな制度の円滑かつ継続的な実施を支援することを最重点課題としている。この目的を達成するための作業計画の提案に加えて、専門家グループは、欧州レベルでの課題に取り組むために必要な場合には、MiFID の実施に伴って生じる運営上の問題に関して、加盟国が他の加盟国からの助言を受け、また、お互いの経験を共有する緊密なネットワークを提供するこ

⁵ PRESS RELEASE “CESR consults on its draft work programme for MiFID Level 3 work-ensuring convergence amongst supervisors”, 18 July 2007, CESR/06-415.

とによって、監督上の整合性の確保を促進しようとしている。

(2) CESR によるレベル 3 作業計画案の諮問

このように、CESR は、2006 年 9 月の MiFID レベル 2 の採択に先立って、指令の運用への共通のアプローチを確定することによる、新たな制度の整合的な実施および適用を行うための基盤整備に着手し、2006 年 7 月、MiFID レベル 3 作業に関するコンサルテーション・ペーパー (Ref. CESR/06-413) を開示した⁶。このペーパーの諮問期間は開示日より 8 週間、2006 年 9 月 11 日が最終期限とされた。

ウ. レベル 3 作業計画の内容

CESR のコンサルテーション・ペーパーに掲げられたレベル 3 作業計画の内容⁷は、概略以下の通りである。

レベル 3 作業計画には、大別して 3 つの流れがある。その第 1 の流れは、レベル 1 およびレベル 2 の継続的な実施を遂行するために必要な、運用上不可欠な技術的課題で構成されている。このカテゴリーに含まれる作業は、実行可能な法律のテキストを作ることに照準を合わせており、MiFID のレベル 1 およびレベル 2 の施行前に明確化することが必要な分野を含んでいる。これらの分野での作業は優先度が高く、また、まだ着手していないとすれば、出来るだけ早く着手すべき事項であるとされている。

この流れに含まれる事項としては、とりわけ、以下のようなものがある。

- (i) 市場透明性に関連する算定 (流動株式の定義および「区分サイズ」の定義)
- (ii) 取引報告の手続き (MiFID 第 25 条)
- (iii) 投資業者および規制市場 (関係がある場合) のパスポート機能に関する側面。認可局面における母国／受入国の関係、サービス／業務の自由条項 (free provision)、支店の開設、危機管理などを含む。また、パスポートをめぐる移行規定 (transitional provision)、そして、提携代理商によるクロスボーダー業務の規定に関する事項を対象にしている。
- (iv) 市場透明性情報の開示および統合

第 2 の流れは、CESR がレベル 2 の細則のもとで実行することを委任された作業、および、委員会がレベル 1 およびレベル 2 で欧州議会と閣僚理事会に提出することを求められている報告またはレビューの準備に際して CESR が委員会に提供する作業を対象にしている。こうした作業は、レベル 2 の実施を完了させるためのものであり、たとえば、MiFID 第 65 条のもとでのレビューを含んでいるために、委員会は CESR の助言を求める意向を表明しているのである。この流れから生じた作業は、付表 1 において「カテゴリー 1」にマークされている。それは、これらの作業が任意の作業ではないということを意味している。しかし、非裁量的な作業であるからといって、これらの作業が、先に述べた運用上不可欠な技術的課題に優先するということではない。CESR は、委員会から特別の要請があった

⁶ PUBLIC CONSULTATION “CESR Work Programme on MiFID level 3 Work”, 18 July 2007, CESR/06-413.

⁷ 巻末の付表 1 を参照。

場合、そして、当該作業分野がプライオリティー・タスクフォースの報告に含まれている基準 (criteria) を満たすものであると CESR の会員によって認められた分野である場合に限り、これらの課題に関する作業を実施するとしている。これらの作業の期限については、委員会の定めるところによる。

MiFID 第 65 条に含まれる見直しのいくつかを以下に掲げる。

- (i) 取引前および取引後透明性義務の、株式以外の金融商品カテゴリーへの拡大適用の可能性。委員会への報告期限は 2007 年 10 月である。委員会は、2006 年 6 月 12 日に証言要請 (Call for Evidence)⁸を開示している。
- (ii) その主たる業務が、商品デリバティブにの自己の勘定でのディーリングである企業のための、MiFID 第 2 条 1 項 (k) のもとでの除外の妥当性。委員会の報告期限は 2008 年 4 月の予定である。
- (iii) 投資業者としての当該企業の認可および監督のための相応の要件 (proportionate requirements) の内容と形式。委員会の報告期限は 2008 年 4 月。
- (iv) 投資サービスの提供および／または投資業務を行う場合の提携代理店の指名に係わる規則の妥当性。委員会の報告期限は 2008 年 4 月。
- (v) MiFID 第 2 条 1 項 (i) の除外の妥当性。委員会の報告期限は 2008 年 4 月。
- (vi) 取引場所が開示を求められている情報の統合を妨げる障害の除去の状態。委員会の報告期限は 2008 年 4 月。
- (vii) MiFID 第 27 条 (組織的店内自己執行者) の適用。委員会の報告期限は 2008 年 11 月。

レベル 2 のテキストに含まれる見直しは以下の通りである。

- (viii) MiFID 実施指令第 4 条の適用に関する見直し。委員会の報告期限は 2009 年 12 月 31 日。
- (ix) さまざまな取引場所の執行の質に係わる情報の入手可能性、比較可能性および統合。委員会の報告期限は 2008 年 12 月 31 日。
- (x) 顧客注文を含む通話 (telephone conversation) あるいは電子通信の記録。委員会の報告期限は 2009 年 12 月 31 日。
- (x i) 取引の定義、MiFID 実施規則付録 II の表、第 21 条に掲げられた流動株の定義のための基準について、少なくとも 2 年に一度再検討 (re-examine)。
- (x ii) どのような商品がデリバティブ金融商品の性質を有するものとして取り扱われるのかを決定するための基準に関連する MiFID 実施規則第 38 条および第 39 条の条文を再検討。
- (x iii) 施行後 2 年以内に、MIFID 実施規則付録 II 第 4 表を再検討。

作業の第 3 の流れは、より広範囲の部門間統合を促進するために、欧州銀行監督者委員

⁸ Call for Evidence “Pre- and post-trade transparency provisions of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in relation to transactions in classes of financial instruments other than shares”, European Commission, 12 June 2006.

会（Committee of European Banking Supervisors, CEBS）と欧州保険・企業年金監督者委員会（Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, CEIOPS）が共同で行う『『3 つのレベル 3』作業』（“3revel3”work）からもたらされるものである。レベル 3 作業のこのカテゴリーのための作業プログラムは、すでに CEBS と CEIOPS との間で合意されており、以下のような事項を含んでいる。

- (i) **アウトソーシング**—レベル 2 の条文と MiFID に端を発するレベル 3 の関連ガイダンスおよび資本要件指令（CRD）に関連して作成されたレベル 3 ガイダンスとの間で、EU 法制の枠組みによって許容される最大限の範囲で一貫性を確保するために、CESR と CEBS との間の協力は今後とも継続するものとみられる。この作業の焦点は、CEBS の標準規格（standards）、MiFID 分野におけるレベル 2 およびレベル 3 作業、および、証券投資信託（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCTIS）とソルベンシー II に関する将来の作業との間に一貫性を構築することにある。こうした進行への足並みの乱れ（inconsistency）を回避するために、CEIOPS は、ソルベンシー II プロジェクトの枠組みの中で、こうした作業を考慮に入れながら調整して行くことにしている。
- (ii) **報告義務**—委員会は、市場参加者からの情報提供をうけて、部門を越える監督当局への報告要件に、一貫性のない、あるいは重複する可能性のある情報のたな卸しを盛り込むよう求めることになろう。委員会は、2006 年後半に、このたな卸しの最初の結果（一貫性のない、重複する情報のリスト）を明らかにしようと腐心している。この一覧表にもとづいて、その後の作業は、CESR レベルではうまくいっており、是認されている MiFID ベースの報告要件を変更することなく、これらの現実に使われている報告要件を簡素化する方向で進められることになりそうである。CESR の MiFID レベル 3 グループは、こうした活動に対して支援を行うことになる。
- (iii) **内部管理**（Internal governance）—銀行および証券業者の内部管理に関する資本要件指令および MiFID の規定の枠内で、作業が検討されることになろう。分析レポートが準備され、すべての重複（overlaps）および追加作業が見込まれる分野に関して、そのレポートが市場と共有されることになろう。これは、ソルベンシー II に関する現在の考え方を考慮に入れている。たとえば、監督上の見直しのプロセス、モデル評価作業および MiFID の下でのレベル 2 基準（MiFID 分野における内部管理に関する CESR の作業にもとづいている）の範囲内での内部管理に関する CEBS のガイドラインが、この分野において将来的に作業が必要になるかどうかを確認するために、議論されることになろう。UCITS についても考慮されることになろう。CEIOPS は、年金基金サイドからの情報提供、現行の保険指令と同様に、ソルベンシー II にかかわる一貫性の欠如を回避する

という観点から、こうした作業調整を容認している。分析レポートは2006年第4四半期中に刊行される必要がある。

- (iv) **預金保険／預金保護制度／保険保護制度**—CEBS がこの分野で行うフォローアップ作業については、それがいかなるものであっても、預金保険と投資家保護制度の間のファンディングに関する考え方を一致させるために、CESR との間で協議されることになる。CEIOPS は、委員会が2006年に公布する予定になっている補償制度に関する指令を視野に入れて、この問題をフォローしている。
- (v) **商品業者のための資本要件**—CEBS は、委員会からの要請を受けて、この問題に関する作業を開始している。CESR はこのグループのオブザーバーとなっている。
- (vi) **代替生産品 (Substitute products)** —CESR、CEIOPS および CEBS は、合意した作業プログラムに沿って、代替生産品に関する作業を開始する予定である。MiFID レベル3 専門家グループは、これらの生産品に関する商品化および販売に関する作業を支援するよう要請されている。

技術上、運営上のその他の課題は、MiFID の統一的な実施を確実にすることに向けられており、これは、レベル3の下での専門家グループによるもう一段の作業を正当化することになる。こうした課題には、付表に掲げる作業計画のカテゴリ3で示したもの、あるいは、委員会によって組織された置換え作業部会 (transportation workshops) から出てくるもの、CESR によって行われる実施フォーラム (implementation fora) から出てくるものなどが含まれている。

CESR は、レベル1およびレベル2の細則の国内法への置換えとの絡みで生じた現実的な問題に関して意見を交換するために、監督当局の代表者との非公式の実施フォーラムを組織する予定である。CESR の事務局員が議長となり、委員会と加盟国によって組織された会議を補完することを意図したこれらの会議に、委員会も招聘されることになるとみられている。

2. MiFID レベル3 専門家グループの2006/2007年作業計画

ア. 優先作業に焦点をあてた作業計画の策定

上記CPについては、開示日より8週間、2006年9月11日を最終期限として開示諮問が実施されたが、このCESRのMiFIDレベル3作業プログラムに関する諮問への回答を集計・整理した結果、回答者の多くが、CESR に対して、業者の手続きやシステムに影響を及ぼす作業、また、投資サービスおよび業務、記録保管要件、取引報告の国境を超えた提供の促進に直接的な影響を及ぼす作業を優先するよう求めていることが判明した。

そこでCESRは、市場参加者が実施準備をする際の支援を中心に、2006/2007年の作業計画を策定し、2006年10月20日に開示した⁹ (Ref. CESR/06-550b)。この作業計画の開

⁹ MiFID Level 3 Expert Group—2006/2007 Work Programme, 20 October 2006, CESR/550b.

示にあわせて、CESR は、同日付で、市場透明性の開示と統合に関するコンサルテーション・ペーパー¹⁰ (Ref. CESR/06-551) と記録保管要件に関するコンサルテーション・ペーパー¹¹ (Ref. CESR/06-552c) を開示しているが、CESR は、これをもって、MiFID のもとのレベル 3 作業に関する開示諮問の第 1 ラウンドと位置づけている。

ちなみに、2006/2007 作業計画にもとづく、CESR (レベル 3 専門家グループ) の最近までの活動を以下に概観しておく。

- ・ 2006 年 7 月 18 日 コンサルテーション・ペーパー「MiFID レベル 3 に係わる CESR の作業計画」の開示 (Ref. CESR/06-413)
- ・ 2006 年 10 月 20 日 コンサルテーション・ペーパー「MiFID 市場透明性の開示と統合」の開示 (Ref. CESR/06-552)
- ・ 2006 年 10 月 20 日 コンサルテーション・ペーパー「MiFID 実施指令第 51 条 3 項の最小限の記録リスト」の開示 (Ref. CESR/06-552)
- ・ 2006 年 10 月 20 日 「MiFID レベル 3 専門家グループ—2006/2007 作業計画」の開示 (Ref. CESR/550b)
- ・ 2006 年 11 月 17 日 CESR、欧州委員会からの株式以外の市場透明性に関する最初の助言要請に対して回答 (Ref. CESR/06-559)
- ・ 2006 年 12 月 15 日 コンサルテーション・ペーパー「取引報告における参照データ標準コードの利用」を開示 (Ref. CESR/06-669)
- ・ 2006 年 12 月 22 日 コンサルテーション・ペーパー「MiFID の下での勧誘」を開示 (Ref. CESR/06-687)
- ・ 2007 年 1 月 8 日 取引報告の参照データ標準コードの利用に関する公聴会を開催
- ・ 2007 年 2 月 2 日 MiFID レベル 3 に関する公聴会：パスポートおよび勧誘
- ・ 2007 年 2 月 9 日 「市場データの開示および統合に関する CESR のレベル 3 ガイドラインと提言」を開示 (Ref. CESR/07-086)
- ・ 2007 年 2 月 9 日 「MiFID 実施指令第 51 条 3 項の最小限の記録リストに関する CESR のレベル 3 提言」を開示 (Ref. CESR/07-552c)
- ・ 2007 年 3 月 1 日 MiFID 取引要件に関する CESR レベル 3 ガイドラインに関する公聴会を開催

イ. 2006/2007 作業計画の内容

この作業プランは、MiFID レベル 3 専門グループの設置から MiFID、MiFID 実施指令および MiFID 実施規則の実施 (2007 年 11 月) までの期間をカバーしている。したがって、この段階では、開示諮問に提出された MiFID レベル 3 作業に関する CESR 作業 (Ref. CESR/06-413) に掲げられた他の分野の作業には触れられていない。この作業プログラム

¹⁰ PUBLICATION AND CONSOLIDATION OF MiFID MARKET TRANSPARENCY DATA—PUBLIC CONSULTATION, October 2006, Ref. CESR/06-551.

¹¹ The List of minimum records in article 51(3) of the MiFID implementing Directive—Public Consultation, October 2006, Ref. CESR/06-552.

は、開示諮問の結果を考慮して、また、MiFID 諮問作業グループ (MiFID Consultive Working Group) の意見を聴取して採用されたものである。その具体的な内容は、付表 2 に掲げた通りである。

3. 市場透明性の開示と統合に関する CESR のガイドラインと提言

2006/2007 年作業計画と同時に開示された 2 つのコンサルテーション・ペーパーは、CESR によって「MiFID のもとでのレベル 3 作業に関する開示諮問の第一ラウンド」と位置づけられ、レベル作業 3 の実質的なスタートとなった。その後の諮問を経て、この 2 つの CP は「市場透明性の開示と統合に関する CESR のガイドラインと提言」¹²および「MiFID 実施指令第 51 条 3 項における最小限の記録リスト」¹³として取りまとめられ、2007 年 2 月に開示されたが、これらのペーパーは、CESR のレベル 3 作業の具体的な成果の事例として参考になると思われるので、以下、前者について、その概要を紹介しておきたい。

ア. ガイドラインと提言の狙い

「市場透明性の開示と統合に関する CESR のガイドラインと提言」(以下、ガイドラインと提言)は、規制市場 (Regulated Markets, RM)、多角的取引施設 (Multilateral Trading System, MTFs) および証券業者が、MiFID のもとで要請される透明性の開示を行うにあたって、どのように行動すればよいかということに関して、いくつかの実務的な事項を取り扱っている。なかでも、開示のタイミング、データの質の監視プロセス、開示チャネルとしてのウェブサイトの利用に関する要件が重要である。もう一つの焦点は、情報の統合に関するものである。MiFID の下では、情報の統合は、市場の力に委ねられている。この統合のプロセスを強化するために、CESR は、ある種の国際基準の利用を提案しつつ、統合プロセスを如何にして推進するかということに関して提言を行っている。

ガイドラインと提言の狙いは、証券業者、MTFs そして規制市場が、監督当局による当該規定の解釈の仕方を見極めるための支援を行うことである。ガイドラインと提言は、それに従う限り、証券業者、MTFs そして規制市場にとって、彼らの義務を履行したことを保証する、いわば「セーフ・ハーバー」となることが理解されよう。

したがって、このガイドラインと提言は、MiFID および MiFID 実施規則の実施と適用が、EU 全域にわたって一貫して行われるようにデザインされている。

イ. ガイドラインと提言の概要

このペーパーは、透明性情報の統合に対する障害を減らすための CESR のガイドラインと提言について詳述したものである。

ガイドラインと提言は、MiFID 透明性開示条項の特定の側面について、CESR メンバーが共通の理解および解釈に達したものを含んでいる。10 のガイドラインと 3 つの提言が

¹² PUBLICATION AND CONSOLIDATION OF MiFID MARKET TRANSPARENCY DATA, Level3 CESR's guidelines and recommendations for the consistent implementation of the Directive 2004/39/EC and the European Commission's Regulation n° 1287/2006, February 2007, Ref. CESR/07-043.

¹³ CESR Level 3 Recommendations on the List of minimum records in article 51(3) of the MiFID implementing Directive, February 2007, Ref. CESR/06-552c.

以下のような分野をカバーしている：

- ・ データの質：
 - ガイドライン No.1 適格性を欠く取引前・取引後開示
 - ガイドライン No.2 取引後透明性情報の重複
 - 提言 No.1 一次的、二次的開示チャネル
- ・ 開示手続き：
 - ガイドライン No.3 MiFID 透明性開示要件の遵守についての最終責任
 - ガイドライン No.4 取引前・取引後開示の有事手続き
 - ガイドライン No.5 取引前・取引後開示手段としてのウェブサイトの利用
- ・ 透明性情報の入手可能性：
 - ガイドライン No.6 取引後開示のタイミングー「出来る限り迅速に」
 - ガイドライン No.7 域内における透明性情報の入手可能性
 - ガイドライン No.8 取引後開示の、取引完了／執行と看做される時点
 - ガイドライン No.9 取引前・取引後情報の抱き合わせ (bundling)
 - ガイドライン No.10 取引前・取引後透明性情報の仕組み (structure)
- ・ 開示の標準規格 (standards)：
 - 提言 No.2 データのフォーマット、コンテンツおよびプロトコル
 - 提言 No.3 取引後開示情報および取引フラグの修正

ウ. データの品質

(1) 取引前・取引後開示の適格性 (ガイドライン 1)

ガイドライン No. 1

CESR は、開示情報が信頼に足るものであり、継続的にエラーを監視し、エラーが発見されたときには直ちに修正できるものであることを保証するという目的のためには、検証プロセスは、開示機関の組織外にある必要はないが、取引の過程で発生した情報の正確さについて、独立して照合確認 (independent cross-check) ができるように構築されなければならないと考えている。

このプロセスは、少なくとも、価格と金額の異常を特定することが出来、組織的で即時に実行されるものであるべきだ。

選別されたプロセスは、業務との関連で適切かつバランスの取れたものであるべきだ。

RM、MTF、あるいは RM や MTF の外で取引を行っている証券業者によって情報開示を行うために利用されているすべての手続きは、開示される情報が信頼に足るものであり、継続的にエラーを監視し、エラーが発見されたときは直ちに修正できるものであることを保証する上で必要なすべての適切なステップを含むものでなければならない¹⁴。

適切なステップというのは、検証のプロセスを含むが、それは RM、MTF、あるいは証券業者（以下、「開示機関」という）の組織外にある必要はなく、最小限、開示プロセ

¹⁴ MiFID 実施規則第 3 2 条 (a) を参照。

スの中で価格と金額の異常を特定することが出来るものであれば良い、というのがCESRの見解である。

(2) 取引後透明性情報の重複 (ガイドライン 2)

ガイドライン No. 2

CESR は、透明性データと他のソースからの類似データとの統合を促進するという目的のために¹⁵、RM または MTF の外で取引を行っている証券会社、個々の取引を一つの一次的開示チャンネル (primary publication channel) を経由して開示している RMs および MTFs は、MiFID 条項に従うものと考えている。

取引が、規制市場ないしは MTF の規則の外で執行される場合、実施規則第 2 7 条 4 項は、取引を行う双方の当事者は、取引開示をどちらが行うかについて取り決めを行う必要があると規定している。そうした取り決めがない場合に、開示責任をどこに負わせるかを定めるための順位表 (default list) も明示されている。実施規則第 2 7 条 4 項に沿って、双方の当事者は、当該取引が単一の取引として開示されることを保証するための適切なステップを踏襲する必要がある。しかし、単一の開示された取引が、統合プロセスの途中で、複数回カウントされる場合には、取引情報が重複するというリスクはある。

このことは、取引金額の人為的な水増しという結果を生み、そして、それが、トレンド分析および価格形成プロセス全般に影響を及ぼすことになる。また、水増しされた取引金額が、規制市場、MTF および OTC 取引間の間マーケット・シェアと流動性プールについての市場参加者による評価に歪をもたらす可能性もあり、その結果、証券会社が不正確な情報にもとづいて執行方針を設定するということにもなりかねない。

CESR のガイドライン No. 2 は、単一の取引については、一つの開示契約を利用する (選択肢 1) という考え方にもとづいている。CESR は、このアプローチが、証券業者の開示契約の選択、あるいは、MiFID の競争目的の妨げになるものではないということを強調している。さらに付け加えれば、証券会社がいくつかの開示チャンネルを利用することは自由であり、ただ、統合プロセスを促進する手段としては、実行された個々の取引は、利用したすべてのチャンネルからではなく、一つのチャンネルを通じて開示されるべきだということである。

CESR は、独自の取引識別子 (trade identifier) の配布 (選択肢 2) が、助言者たちの支持を受けており、統合プロセスにおける取引の二重計算を回避するためのツールとなりうる、と理解している。しかし、少なくともしばらくの間は、CESR は、独自の取引識別子の利用の提言を保留するとしている。というのは、助言者によって指摘された通り、この選択肢の実施は、証券業者による多大な投資を必要とし、2007 年 11 月 1 日の MiFID の施行に間に合うように実施することが難しいと思われるからである。MiFID 要件が実行に移された後に、独自の取引識別子の採用が必要であるかどうかは、依然としてはっきりしない。したがって、CESR は、MiFID 制度で培われた経験にもとづいて、

¹⁵ MiFID 実施規則第 32 条 (b) を参照。

将来のどこかの時点で、この問題を再検討することになろう。

(3) 一次のおよび二次的開示チャンネル (提言 1)

提言 No. 1

さらに、選択肢 1 の効果を強調するために、CESR は、関係者が最初の開示チャンネル (original publication channel) である場合には、ほかの開示ソースから得た情報と区別するために、「一次の開示」であることを取引に表示する (flag) ように、開示機関に代わって働きかけることが、かれらにとって有用であると考えている。このことは、データ統合者が、一次の開示と二次の開示の間に線引きを行い、重複の可能性を制限することを可能にする。機関独自のシステム (proprietary system) を通じて情報が開示される場合には、当該情報が「一次の開示」であることを表示する必要はない。

CESR は、一次の開示チャンネルとは、取引後透明性情報を開示する者として、証券業者によって選ばれた、規制市場、MTF、あるいは第三者のことだと考えている。関係証券業者によって、あるいは関係取引プラットフォームで行われる取引に利用される、証券業者、規制市場あるいは MTFs の独自システムは、当初から (by default) 「一次の開示」チャンネルであると看做されている。

CESR は、二次の開示チャンネルとは、統合されたフォーム (つまり、証券業者、MTFs、あるいは規制市場から集約された情報) に含めて、すでに開示された情報を再開示する、あるいは配布するデータ提供者 (そのようなものとして活動する規制市場、MTFs を含む) であると考えている。

エ. 開示手続き

(1) MiFID 透明性開示要件の遵守についての最終責任 (ガイドライン 3)

ガイドライン No. 3

CESR は、MiFID 開示要件を満たすための最終責任は、CESR メンバーによって認められた特定の開示手続きがない限り、開示義務を負う関係 RM、MTF、あるいは、証券業者に帰属すると考えている。

RM、MTFs および OTC で取引を行っている証券業者は、MiFID 実施規則のもとでのかれらの開示義務を満たすことが出来る開示手続きを用いなければならない。つまり、選択された開示手続きは、透明性情報の開示を必要とし、そして、その情報が容易にアクセス可能な方法で、また、他の情報源からの類似情報の統合を促進する方法で入手可能であることを保証するものでなければならない。

(2) 取引前・取引後開示の有事手続き (ガイドライン 4)

ガイドライン No. 4

CESR は、事業体が採用している手続きが、もし、かれらの手続きが利用できなくなった様なときに、どのようにして、引き続き、かれらの透明性義務を満たせばよいかということについて概説した方針および手順を含んでいる場合には、当該事業体は、

適切な有事手続き (adequate contingency arrangement) を採用しているものと考え
る。もし、業者の開示手続きが、彼ら自身のバックアップ施設、あるいは、修復計画
を有している場合には、CESR は、この手続きを十分なものと看做す。

CESR は、透明性開示義務を持つすべての事業体 (entities) は、開示およびデータの
質の監視をカバーすべき有事手続きを採用しなければならない、と考えている。この手
続きの詳細なコンテンツは、当該業者、あるいは、かれらの開示手続きに依存して多岐
にわたっている。

(3) 取引前・取引後開示手続きとしてのウェブサイトの利用 (ガイドライン 5)

ガイドライン No. 5

実施規則第 3 2 条 (b) において求められているデータの統合を促進する手続に関して、
CESR は、以下のような場合に、情報がこの条文に沿って開示されているものと考え
る。

- i) その情報が、機械的に判読する方法で、自動的電子手段によって入手可能である
こと。
- ii) データの統合を容易にする技術を利用し、営利的に実行可能な利用を許容するも
のであること。
- iii) 利用者がアクセスできる方法を概説した説明書が添付されていること。

CESR はデータが以下のような状態にある場合に、その手続きは「機械的に判読可能」
という基準を満たすものとする。

- i) コンピュータによって解読可能であるようにデザインされた具体的な形式
(physical form) の中にあること。
- ii) データにアクセスしようとしている関係者によってあらかじめ知られているコン
ピュータのストレージデバイス上の場所にあること。
- iii) データにアクセスしようとしている関係者によってあらかじめ知られているフォ
ーマットの中にあること。

CESR は、機械によらず読み取り可能なウェブサイト上での開示は、MiFID の要件を
満たさないと考える

CESR のメンバーはまた、ウェブサイトが低コストの開示の選択肢を提供する可能性
があること、したがって、そのすべてを禁止する必要はないということに気づいている。
しかし、「静的」で機械によらず読み取り可能なウェブサイト (non-machine readable
websites、自動的なプロセスを通じての情報へのアクセスを排除するウェブサイト) 上で
の開示は、統合に対する重大な障害をもたらすことになる。したがって、開示手続きは、
人の手の介入が必要な、機械によらないプロセスを含むものであってはならない。

オ. 透明性情報の入手可能性

(1) 取引後開示のタイミング—出来る限り迅速に (ガイドライン 6)

ガイドライン No. 6

RM's、MTF's、あるいは証券業者が、取引後情報を「出来る限り迅速に (as close to real time as possible)」、そして、3分以内に開示するという義務を満たしているかどうかを評価する場合、CESR は、しばしば (on frequent basis)、開示の時間が上限の3分を要する RM's、MTF's および証券業者は、何故、取引後情報の開示に3分を要することが多いのか、その理由を説明することが出来るはずだと考えている。

CESR は、もし、RM's、MTF's および証券業者が、完結した取引についてリアルタイムでの開示が出来ないメカニズムを選択したときには、MiFID 要件を満たすことにはならないと考えている。

CESR は、不適切な技術を利用しているからという理由は、短時間の開示が出来る入手可能な技術があり、その技術を妥当なコストで入手できる場合には、受け入れることが出来ないと考えている。

ポートフォリオ取引に関しては、価格を特定の株式に配布する必要があるため、CESR は、ポートフォリオの個々の株式への価格の配布は、即時でなくとも良いと認めている。

実施規則とともに MiFID は、RM's、MTF's および証券業者が、取引後情報を3分以内に出来る限り迅速に開示するよう求めている。実施規則は序文18において、情報は技術的に可能な限り即時に開示され、3分という限度は、例外的なケースに限って適用されるべきだと述べている。

(2) 域内における透明性情報の入手可能性 (ガイドライン7)

ガイドライン No.7

CESR は、開示事業体が同一加盟国内にあるかどうかに関わりなく、域内のいかなる投資家であっても、差別なく情報にアクセスできるようにすべきだと考えている。

CESR は、情報というのは、料金を支払う用意があれば、情報を見たいと望んでいるすべての関係者が入手出来るようなものであるべきだと考えている。

ここで CESR は、MiFID 実施規則第30条で要請されているように、域内の投資家が、取引前・取引後透明性情報を、どうすれば入手できるかということに関するかれらの考え方を提示している。

これは、すべての加盟国において情報の開示が必要であるということを暗に意味するものではなく、むしろ、容易にアクセスが可能な開示手続きの採用を優先するということである。その結果として、CESR は、開示情報が、それに関心を持つすべての関係者にとって、妥当な価格で入手可能であり、適度の努力で入手可能なものとなるはずだと考えている。CESR は、市場参加者が利用できる現在の開示技術を前提とすれば、この要件は、容易に満たされうると考えている。

(3) 取引完了/執行と看做される時点 (ガイドライン8)

ガイドライン No.8

注文板およびその他の自動的な取引について、CESR は、買い注文および売り注文が自

動的にマッチングされ、コンファームされたならば、出来る限り迅速に取引が完結され執行されるものと考えている。

RM_s や MTF_s の外で行われる取引、および、RM_s や MTF_s の規則の下で執行されるが、中央取引板あるいはその他の自動的取引システム（たとえば、相対取引、「電話による」マーケット・メーカー取引）の外で行われる取引について、CESR は、価格および量に関する取引項目が売り手と買い手の間で合意されたならば、出来る限り迅速に取引が完結され執行されるものと考えている。

取引が複数の間で行われ、各当事者間の契約が取引完了の前提条件となっている場合、CESR は、すべての当事者が一堂に会して合意するときに取引が完了するものと認識している。

MiFID および実施規則は、出来る限り即時に取引が開示されることを求めている。しかし、取引開示の観点から、取引がいつ完了／執行されたと考えるのかという事項を管理するための条文は存在しない。

この分野における明確さや共通認識の欠如は、監督当局および市場参加者の間の理解を異なったものにするというリスクを生み、そのために、取引開示を遅らせる危険がある。この問題は、特に、RM_s や MTF_s の外で行われる取引、および、RM_s や MTF_s の規則の下で執行されるが、中央取引板の外あるいはその他の自動的取引システム（たとえば、相対取引、「電話による」マーケット・メーカー取引）で行われる取引に対する懸念である。

このセクションでは、CESR は、開示義務を発生させる取引の完了時点に関して検討するつもりである。CESR は、いくつかの加盟国において、取引の完了／執行の時点を決めるときに、われわれとは別のパラメータを考慮に入れている（取引後透明性以外の目的で）ということを認識している。たとえば、法律上および会計上の要件の違いが、契約が有効になる時点（つまり、取引が出会い、清算され、あるいは、最終的に締結される時点）に対して影響を及ぼす。しかし、CESR は、そのようなアプローチは取引後透明性の目的に照らして不適切であると考えている。幅広い市場透明性の利益を完全に獲得できるように、取引情報が出来る限り速やかに入手可能であり、また、その情報が、効率的な価格形成を可能にし、最良執行をもたらすということが重要である。取引が「出会い」、「コンファームされ」、清算ないしは締結されるまで開示を猶予する可能性がある場合には、それが、極度に開示を延期し、さらには不正にもつながりかねない。

(4) 取引前・取引後情報の一括販売 (bundling) (ガイドライン 9)

ガイドライン No.9

CESR は、RM_s、MTF_s および証券業者が、取引前・取引後情報を他の抱き合わせサービス (other bundled services) の購入を条件として供給すべきではないと考えている。

RM_s、MTF_s および証券業者による取引前・取引後情報は、当該情報以外の抱き合わ

サービスやデータの購入を条件にすべきではない。妥当な営利ベース（reasonable commercial basis）という原則は、MiFID および実施規則に組み込まれており、市場参加者やエンド・ユーザーが容易に透明性情報にアクセスし、取引行為の全体像を把握することができるようにする上での^{かなめ}要となるものである。

CESR のこの問題に対する考え方は、開示機関が他の情報の購入を条件としてデータにアクセスさせると、いうことがないようにするというものである。たとえば、RMs が、証券業者のための開示手配者として行動する場合、取引情報の再販（re-sale）に他のサービスの購入を条件とすることは、かれらにとって受入可能な慣行ではない。

しかし、CESR は、このアプローチは、複数の業者が彼らの情報を分けし、販売することを妨げるものではなく、また、RMs、MTFs および証券業者が、レベルあるいは奥行きが違う取引前・取引後情報を、異なる価格で市場に提供することを妨げるものでもないということを認識している。

（５） 取引前・取引後透明性情報の仕組み（ガイドライン 10）

ガイドライン No. 10

CESR は、実施規則第 3 2 条に沿って開示される情報は、業界の標準規格にもとづく首尾一貫した、また、構造的なフォーマット（consistent and structured format）に合致すると考えている。RMs、MTFs および RM や MTF の外で取引を行っている証券業者は、かれらが利用する枠組み（structure）を選択することが出来る。

開示情報の順序（order）やフォーマットの絶え間ない変更は、統合に対する障害となる。当然であるが、開示元（sources）が、かれらの開示する情報の取引前・取引後情報の順序やフォーマットを絶え間なく変更する場合、それは、取引前・取引後情報の収集を困難にする。そこで CESR は、開示情報の整合性のある枠組み（consistent structure of publication information）が役に立つと考えている。

カ. 開示の標準規格

（１） データのフォーマット、コンテンツおよびプロトコル（提言 2）

提言 2

CESR は、システムを変更しようとしている市場参加者に対して、可能な限り、既存の開示プロトコルを利用することを推奨する。

CESR は、特に新規参加者に対して、可能な限り ISO の標準フォーマットを利用することを推奨する。

透明性開示分野	フォーマット
日付	ISO8601 — 8つの文字コード YYYYMMDD
時間	ISO8601 — 6つの文字コード HHMMSS
商品の識別	ISO6166 — 12のアルファベットや数値のコード

	ISIN が利用可能な場合は、いつでもそれを利用できる。
単位価格	100 の位の整数（あるいは他の適切な整数）単位。
価格表記	ISO4217 — 3つのアルファベット通貨コード。この標準規格は、コンテンツもカバーしているので、ISO のコンテンツ、たとえば Euro に対する EUR も利用できる。
数量	全ユニットの数値を表す整数
場所の識別	ISO10383 — RMs、MTFs のための MIC SI については ISO9362 (BIC)、あるいは、SI が四半期統計を開示しているとすれば頭字語 (acronym) ‘ SI ’。 SI 以外の証券業者については頭字語 ‘ OTC ’。

今のところ、EEA における証券業界のデータ標準化のレベルはさまざまである。業界参加者は、さまざまなプロトコルやフォーマットを使って、さまざまな利害関係者（取引所、監督官、データ販売業者）に対して、気配値および取引を開示している。市場がすでに、多くの異なる標準規格や情報源を相手にしているのは明らかだが、一方で、一つの標準規格を他の規格と束ねるための費用は多額で、業界の全体としての情報コストを高めることになりかねない。

EEA の金融セクター全域にわたる共通のフォーマット、参照データ、プロトコルおよび伝達標準規格の利用が制約を受ければ、透明性データの統合に対する障害をもたらす。CESR は、業界内で、一つあるいは少数の相互利用が可能な (interoperable) データのフォーマットおよびプロトコルに収束させることは、考慮に値すると見ている。共通のデータフォーマットは、情報交換のためのシステム間の、完璧な相互利用を促進することになる。

CESR は、特定のフォーマットやプロトコルの利用を義務付けるつもりはないが、業界は、新たな標準規格の導入を回避すべきであり、とりわけ、独自の標準規格を展開する新規加入者を回避しなければならないと考える。この観点から、CESR は、新規加入者は、可能な限り、既存の開示プロトコルを利用するよう提案している。また、CESR は、かれらが可能な限り、取引前・取引後情報の開示のために、ISO (International Standard Organisation) の 12 の標準フォーマットを利用するよう提案中である。ISO 標準がコンテンツ（たとえば、通貨コード）をカバーしている場合は、それも利用するよう提案する。CESR がこのように ISO 標準を推奨する理由は、ISO が国際的な標準規格の設定者であり、その標準規格は EEA 域内でも広く認識されており、低コストの開示標準規格であり、監督当局も、お互いに取引報告情報を共有するために、この標準規格を利用することに同意しているためである。

重要なことは、CESR が、既存の透明性情報の情報源（たとえば、RMs や MTFs）が、かれらのシステムおよびデータの標準規格を変えなければならない、と提案しているわけではないということである。というのは、変更は、当該機関にとって、時間とコスト

のかかるプロセスであると考えられるからである。しかし、新たなシステムの開発、あるいは、システム変更の場合には、CESR は、かれらに対して、開示された業界のフォーマットおよびプロトコルに収束する利益を考慮するよう勧奨している。

(2) 取引後開示情報および取引フラグの修正 (提言 3)

提言 No. 3

現在の市場評価以外の要因によって決定される場合	他の要因によって決定された (determined) ことを表示する ' D ' を掲げる (flagged)
相対取引の場合	相対 (negotiated) を示す ' N ' を掲げる
訂正の場合	訂正 (amendment) を示す ' A ' を掲げる
取消しの場合	取消し (cancellation) を示す ' C ' を掲げる

RM s、MTF s および証券業者は、株式の取引を株式の市場評価額および相対取引以外の要因によって行なう場合には、訂正および指標 (indicator) の開示が求められる。

付表1 レベル3 作業案

作業予定	カテゴリー	期限
I 委員会報告に係わる作業		
商品業者の資本金要件／ その主たる業務が商品デリバティブの自己勘定でのディーリングである企業のための第2条1項(k)のもとでの除外の妥当性。投資者としての当該企業の認可および監督のための相応の要件の内容と形式。委員会の報告期限は、2008年4月(MiFID第65条)。	1	Q4 2007/Q1 2008
投資サービスの提供および／または投資業務を行う際の提携代理店の指名に関する規則の、特に彼らに対する監督に関しての妥当性。委員会の報告期限は、2008年4月(MiFID第65条)。	1	Q4 2007/Q1 2008
MiFID第2条1項(i)の除外の妥当性。委員会報告の期限は、2008年4月(MiFID第65条)。	1	Q4 2007/Q1 2008
さまざまな取引場所の取引の質に係わる情報の入手可能性、比較可能性および整理統合。委員会報告の期限は、2008年11月(MiFID実施指令第44条)。	1	Q2/Q3 2008
デリバティブ金融商品としての性質をもつものとして取り扱われる商品を決するための基準に関する条文の再検討(MiFID実施規則第38条、39条および40条)。	1	Q3 2009
顧客注文を含む通話あるいは電子通信の記録に関する条文の再検討(MiFID実施指令第51条)。	1	Q2/Q3 2009
MiFID実施指令第4条の適用の見直し。委員会報告の期限は、2009年12月	1	Q2/Q3 2009
取引場所が開示を求められている情報の欧州レベルでの統合を阻害する障害の除去状況。委員会報告の期限は、2008年4月(MiFID第65条)。	1	Q2 2008
取引前および取引後透明性義務の、株式以外の金融商品カテゴリーへの拡大適用の可能性。委員会報告の期限は、2007年10月(MiFID第65条)。	1	Q3 2006 Q1/Q2 2007
MiFID第27条(組織的店内自己執行者)の適用。委員会報告の期限は、2008年10月。	1	Q2 2008
取引の定義、MiFID実施規則付録IIの表、MiFID実施規則第22条における流動株の定義のための基準の妥当性。(MiFID実施規則の下での再検討)	1	Q3 2009
MiFID実施規則付録II第4表の再検討(MiFID実施規則第40条)	1	Q3 2008
II 他のレベル3委員会との共同作業(3L3)		
アウトソーシング(3L3) EU法の枠組みによって認められる最大の範囲まで一貫性を確保するために(MiFID第13条5項およびMiFID実施指令第13条から第15条)	2	Q3/Q4 2006
内部管理(3L3) CRDとMiFIDとの交流(MiFID第13条およびMiFID実施指令第II章)	2	Q1 2007

代替製品 商品化と販売の側面	3.2	After Q2 2008
III その他の作業分野		
投資業者のパスポートおよび規制市場(関係がある場合)の機能に関する側面。認可に際しての母国/受入国の関係、サービス/業務の自由な提供、支店開設、危機管理などを含む；また、パスポートをめぐる移行規定、提携代理商によるクロスボーダー業務の規定に関する事項を対象としている。(MiFID 第 31 条および第 32 条)	2	Q1 2007
最良執行 1) 株式以外の市場への最良執行要件の適用に関する統一的な見解の醸成； 2) 開示要件の明確化(株式とその他証券の区分、適時開示 disclosure timing – 比率 percentage、コスト、スピード等)； 3) 執行能力 (execution performance) に関する統一的な解釈； 4) 誤りの修正 (error correction)、注文の取り扱いに関する側面の明確化 (MiFID 第 21 条の義務および詳細の要件が、異なる市場構造や金融商品にも適応するように柔軟に適用されることを保証する必要性)； 5) 顧客注文の執行を行わない業者の明確化； 6) 注文の割り振り、必要に応じ、市場関係者と協調して。 (MiFID 第 21 条および MiFID 実施指令第 44 条から第 46 条)	3.1	Q2 2007 1) について Q3 2007 その他の項目
記録の保存 保管する最小限の記録リスト (MiFID 実施指令第 51 条)	3.1	Q1 2007
執行のみ (Execution only) 1) 複雑ではない商品のリスト (List of non-complex instruments) 2) デリバティブの定義 (MiFID 第 19 条 1 項の下で、どのような種類の商品が取引を許されるのか、また、どれがサービスから除外されるのか – 基準)	3.1	Q2 2008 以降
勧誘 (Inducements) – 「ソフト化と抱き合わせ」(“softing and bundling”) の実践 (MiFID 実施指令第 26 条)	3.1	Q3 2007
社内システム、資源および手続き – 会計方針および手続き (MiFID 第 13 条)	3.1	Q3 2007
金融商品 リスト 1) 商品デリバティブの明確化 (実地テスト) 2) 差額契約 (contracts for differences) の明確化 (MiFID 付録 II セクション C)	3.2	Q2 2008 以降
マーケティング・コミュニケーション (遠隔通信指令、E-コマース指令、売り込み電話に関する CESR 基準も参照)	3.1	Q2 2008 以降

－ダイレクトオファー (Direct offer) －電話会話 (Telephone conversation) －売り込み電話 (Cold calling) (MiFID 第 19 条)		
妥当性 MiFID フォーラムに反映させるために。 投資のパラメーターを通じた妥当性評価のための基準。 (MiFID 第 19 条 5 項)	3.1	Q2 2008 以降
コンプライアンス 基本的事項の明確化 1) 理事会に対する重大な違反に関する記録の明確化(すでに CESR 基準がある) 2) コンプライアンス全般の責任者 3) 処理コード (Code of conduct) (MiFID 第 13 条および MiFID 実施指令第 6 条)	3.2	Q2 2008 以降
顧客への情報 (MiFID 第 19 条 3 項および MiFID 実施指令第 27 条から第 34 条)	3.1	Q2 2008 以降
報告義務 市場におけるデータの断片化 (market fragmentation) の可能性に関連して、資産評価のための基盤 (basis) の変化 (MiFID 第 19 条 8 項および MiFID 実施指令第 40 条から第 43 条)	3.1	Q4 2008 以降
リテール顧客のための偶発債務取引 (contingent liability transactions) (MiFID 実施細則第 31 条)	3.1	Q4 2008 以降
利益相反 利益相反方針 (MiFID 実施指令第 22 条)	3.2	Q2 2008 以降
投資調査 いくつかの関連する事項の明確化 (個別の推奨 personal recommendations) (MiFID 実施指令第 24 条および第 25 条)	3.2	Q3 2008 以降
市場の透明性情報の開示と統合 －透明性情報の開示 (情報の正確性、重複開示の回避、適切な手続きのための要件等) －日々の平均取引額 －「新規上場 (new listing)」の予測 －ブロック取引の基準点 (MiFID 第 27 条、第 28 条、第 29 条および第 45 条)	2	Q1 2007 (CP October 2006)
データの計算と開示のための共通の手続きおよび形式 (流動株式、ブロック取引)	2	Q1 2007

のサイズ、組織的店内自己執行者のリスト）（MiFID 第 27 条、第 28 条、第 29 条および第 45 条）		
流動株式と遅延開示について必要な計算と予測 — Free float：集合投資企業あるいは年金基金によって保有されている保有高の検証および情報を共有するための監督当局との協調； — 日々の平均取引高 — 「新規上場」の予測 — ブロック取引の基準点 （MiFID 第 27 条、第 28 条、第 29 条および第 45 条）	2	Q2 2007

監督当局に対する重大な違反の記録 （MiFID 第 26 条 2 項および第 43 条 3 項の中の「重大な違反」）	3.2	Q3 2008 以降
レポ取引と貸し株の明確化 （MiFID 付録 I）	3.2	Q3 2008 以降
取引報告 1) 免除が受入可能と考えられる場合、共通の見解を醸成するために、加盟各国における電子フォーマットから除外を認める方法の調整 2) 投資業者と報告チャネルの間の標準的なサービスレベルの契約についての提案 3) 報告チャネルの認可のための基準および加盟国の監督当局がさまざまな報告チャネルを認可し監視する場合に同じ「アプローチ」でフォローすることを保証する基準 4) E U レベルでの取引報告の標準規格 standard や書式 format を統一化するためのガイダンス 5) 報告ルールの重複を避けるための作業 6) 金融商品の取引高の計算（MiFID 実施規則第 9 条の 2）	2/3	Q3 2007 Q4 2007 Q2 2007 Q4 2007 Q4 2007 Q4 2007
データ参照の手段（MiFID 実施規則第 11 条）	3	Q2 2007

（注1） この表は、レベル 3 における、CESR によって作成された作業予定を示すものであり、表に掲げたカテゴリーの基準は以下に示すとおりである。

1. レベル 1 およびレベル 2 基準が要求している作業（非裁量的作業）
2. 新たな基準の効力発生に必要な作業（裁量的作業）
3. 重要な作業（上記以外の裁量的作業）。このカテゴリーには、業務にとっての必要度合い、投資家の損害あるいは市場の失敗によって被る可能性のあるリスクに応じて、以下のサブ・カテゴリーが設定されている。
 - 3.1 中位の高優先度を持つ作業（このカテゴリーとしては、ビジネス行為規則が特に重要）
 - 3.2 中位の低優先度を持つ作業（このカテゴリーとしては、組織要件が特に重要）

付表2 2006/2007年作業プログラム

1. 仲介者

項目	開始	プロセスと最終期限
証券業者のパスポートの機能に関する実践上および運営上の側面 ・ パスポートをめぐる置換え条項； ・ 認可局面における母国／受入国の関係； ・ 支店からのサービス／業務の提供における監督および監視に係わる母国／受入国の関係； ・ 提携代理商によるクロスボーダー取引の提供に係わる事項。 この作業の目的は、パスポートに係わる事項に関してどのように協調して取り組むか、したがって、証券業者によるクロスボーダー・サービスの提供を容易にすることに關して、監督官による共通の理解を達成することにある。要するに、この作業は、指令がその目的に沿うことが出来るように、望ましい環境を作り上げるということに向けられている。 (MiFID 第 23 条、第 31 条、第 32 条)	Q3 2006	諮問：12月に6週間 2007年3月までに承認 左記の箇条書きの3番目、4番目は、1番目、2番目に優先する。
最良執行 ・ 株式市場以外の市場、注文の受領者および伝送者、投資マネジャーに対する最良執行要件の適用に係わる統一の見解の醸成； ・ 顧客注文を執行しない業者に関する明確化； ・ 執行場所：EU域外の執行場所を考慮の要。 この作業の主たる成果は、MiFIDおよびMiFID実施指令に掲げられている最良執行要件を、気配値主導の市場にどのように適用するかということについて、見解を統一することにある。この作業はまた、上記箇条書きの3番目で生じるような実務的なポイントも含んでいる。 (MiFID 第 21 条、MiFID実施指令第 44 条から 46 条)	Q3 2006	Q1 2007 諮問は出来るだけ早く行われる見込みであるが、左記箇条書きの1番目と2番目に関しては、12月以降になる予定。
項目	開始	プロセスと最終期限
記録保管 維持されるべき最小限の記録リスト この作業の目的は、監督当局が確立する必要のある最小限の記録リストにおける一貫性を達成することにある。 (MiFID 第 51 条 3 項)	Q3 2006	Q1 2007 2007年1月に最小限の記録のリストを用意することを目的として、諮問が、2006年10月20日に着手されている。
項目	開始	プロセスと最終期限

アウトソーシング (3L3) レベル 2 の条文および MiFID から発生したレベル 3 の関連ガイダンスと資本要件指令 (CRD) に関連して作成されたレベル 3 ガイダンスとの間の整合性を、EU 法制の枠組みによって許容される最大限の範囲まで確保するために。 この作業の狙いは、CEBS の基準、MiFID におけるレベル 2 および 3 の作業そして UCITS およびソルベンシー II との間に整合性を持たせることである。 こうした進展にともなう足並みの乱れを回避するために、CEIOPS は、ソルベンシー II プロジェクトの枠組みのなかでの作業を勘案しながらこの調整に関与している。 (MiFID 第 13 条 5 項、MiFID 実施指令第 13 条、第 15 条)	Q3 2006	Q4 2006 この作業の最終期限は、CEBS 基準の開示日となる (Q1/Q2 2007) 重複する事項は除くという観点から、CERB によって取り上げられたものとは違う諮問が CESR で行われることはないだろう。
項目	開始	プロセスと最終期限
内部管理 Internal governance (3L3) 銀行および投資業者の内部管理に関する CRD および MiFID の脈絡の中での作業が検討されている。分析レポートが準備され、すべての重複 (overlaps) および追加作業が見込まれる分野に関して、そのレポートが市場と共有されることになろう。これは、ソルベンシー II に関する現在の考え方を考慮に入れている。たとえば、監督上の見直しのプロセス、モデル評価作業および MiFID の下でのレベル 2 基準 (MiFID 分野における内部管理に関する CESR の作業にもとづいている) の範囲内での内部管理に関する CEBS のガイドラインが、この分野において将来的に作業が必要になるかどうかを確認するために、議論されることになろう。 UCITS についても考慮されることになろう。CEIOPS は、年金基金サイドからの情報提供、現行の保険指令と同様に、ソルベンシー II にかかわる一貫性の欠如を回避するという観点から、こうした作業調整を容認している。(MiFID 第 13 条、MiFID 実施指令第二章)	Q3 2006	Q4 2006 この期限の成果物は、さまざまなイニシアティブを位置づけ、もっと査証が必要かどうかを決定するための参考として提示している分析レポートである。 マッピングは純粋な事実認識なので、いかなる諮問も必要ない。
項目	開始	プロセスと最終期限
勧誘 Inducements - 報酬体系、範囲、販売チャネルの明確化。 「ソフト化と抱き合わせ」の実践。 勧誘に関する条文の実務的な実施の明確化 (MiFID 実施指令第 26 条)	Q3 2006	Q1 2007 諮問は出来る限り早期に実施されることになっているが、20065 年 12 月より早まることはない。 左記の箇条書きの 1 番目は 2 番目より優先されることになっている。

2. 市場

項目	開始	プロセスと最終期限
I－委員会報告に係わる作業		
取引場所が開示を求められている情報の欧州レベルでの統合を阻害する障害の除去状況。委員会報告の期限は、2008年4月。 ・委員会からの要請待ち。しかし、統合は2007年11月に始まるので、2008年4月というスケジュールは厳しい。	委員会からの要請があり次第	Q2 2008
取引前および取引後透明性義務の、株式以外の金融商品カテゴリへの拡大適用の可能性。委員会報告の期限は、2007年10月。	Q3 2006 Q4 2006	二段階の要請。第一段階は進行中 Q4 2006 Q2 2007
店内自己執行者に関する MiFID 第 27 条の適用。委員会報告の期限は、2008年10月。 ・委員会からの要請待ち。また、MiFID 店内自己執行者制度の実際の運営状況を見ながら。	委員会からの要請があり次第。	Q2 2008
取引の定義、MiFID 実施規則付録Ⅱの表、MiFID 実施規則第 21 条における流動株の定義のための基準の妥当性。(MiFID 実施規則の下での再検討) ・ MiFID の実施状況を見ながら。期限までに十分に時間をかけて、方法論や各国の実施状況について議論することになる。	委員会からの要請があり次第。	Q3 2009
MiFID 付録Ⅱ第 4 表の再検討。 ・ MiFID の実施状況を見ながら。期限までに十分に時間をかけて、方法論や各国の実施状況について議論することになる。	委員会からの要請があり次第。	Q3 2008
II－その他の作業分野		
投資業者のパスポートおよび規制市場（関係がある場合）の機能に関する側面。認可に際しての母国/受入国の関係、サービス/業務の自由な提供、支店開設、危機管理などを含む。また、パスポートをめぐる移行規定、提携代理商によるクロスボーダー業務の規定に関する事項を対象としている。 現段階では、CESRは直ちに行動が求められる特定の課題を抱えていない。MTFs あたりから疑問が出される可能性はある。しかし、かれらのクロスボーダー業務は、RMs のそれと似たようなもので、（大きな問題がなければ）実際的な経験にもとづいて行われている	現在の状況を勘案すれば、見込まれる作業はない。 もし、作業が必要になれば、それは優先権を持つ。（たとえば、Q4/2006	Q1 2007（作業が必要な場合）

だけである。	に開始する)	
市場の透明性情報の開示と統合 －透明性情報の開示（情報の正確性、重複開示の回避、適切な手続きのための要件等） －透明性情報の統合 ・ 前回の「統合作業」で議論された事項、たとえば： ＊ 一回限りの情報をいかに確保するか； ＊ 統合を強化するために必要な技術的な標準； ＊ 非差別的な方法による開示およびデータの入手可能性の保証； ＊ 取引時計の同期化； ＊ ウェブサイトの課題-「安価な」開示チャネルの最小要件； ＊ データの質の監視システムの要件（MiFID 実施規則第 32 条：信頼性があり、エラーを継続的に監視し、エラーが発見されたら直ちに修正する）； ＊ 取消し/修正の開示； ・ 解釈事項： ＊ 情報開示の時期； ＊ 開示責任者； ＊ 株式の定義； ＊ 取引の定義－取引の流れ； ＊ 非 EU 国の支店による取引； ＊ 取引の終了日（取引日）と非取引日の解釈；	すでに開始	Q1 2007 （2006 年 10 月 20 日にコンサルテーション・ペーパー刊行）
データの計算と開示のための共通の手続きおよび形式（流動株式、ブロック取引のサイズ、組織的店内自己執行業者のリスト）。 ・ MiFID 実施指令は、CESR に対して、特定のデータを開示する義務を課している。開示の基本的な義務は、監督当局に関するものであるが、彼らの義務は、データが CESR へてに提出され、そして、開示されたときに履行されるものと考えられる。CESR は、メンバーがデータを提出する方法や手続き（期限を含む）に関して、ガイドブックを用意すべきである。 ＊ MiFID 実施規則第 11 条：一つあるいはそれ以上の金融商品のための関連監督当局のリスト； ＊ 同第 21 条 組織的店内自己執行業者の開示； ＊ 同第 22 条 流動株式の決定と開示；	Q4 2006	内部的な CESR 作業－諮問の必要はない Q1/Q2 2007

＊ 同第 23 条 標準マーケットサイズの決定と開示； ＊ 同第 33 条、34 条 開示における株式の計算と予測。 ・ CESR「開示メカニズム」の要件：内容それ自体は、たとえば、取引報告などに比べて「シンプル」である。しかし、それは、一年に一回の計算ですむものではないことに、留意すべきである。市場の動きにもよるが、そのリストは、日々改定される必要がある。もう一つは、CESR が提供しようとしているサービスのレベルである：タイミングに関しては、たとえば、店内自己執行者のリストは、少なくとも毎年更改される必要がある。しかし、実際にこうした更改が有用であり、それが市場の役に立つのであれば、毎日更改される必要がある。二つ目は、市場データの統合に関連してすでに述べたように、「静態的なウェブサイト」は期待される結果をもたらさないだろう。同様に、もし CESR のリストが役に立つのであれば、それは「機械可読（"machine readable"）」の要件に適合するはずだということを主張することが可能である。		
流動株式と遅延開示について必要な計算と予測 －Free float：集合投資企業あるいは年金基金によって保有されている保有高の検証および情報を共有するための監督当局間の協調； －日々の平均取引高； －日々の取引件数； －平均注文執行高； －[新規上場] の予測； －ブロック取引の基準点； 上述の囲みで触れた技術的なマニュアルとは違い、比較可能な数値を導くためには、正確な計算手続きとそれに必要な解説をはっきりと示す必要がある。したがって、計算行為をもっと重視する内容のマニュアルが必要とされる。	Q4 2006	最初の計算以前に、この問題に関する一般的な合意が必要とされる。 Q2 2007
取引報告 1) 取引の解釈： MiFID によれば、取引は、金融商品の購入および売却に限って関係付けられている。しかし、たとえば、取引に係わる「執行」の解釈と投資マネジャーおよび投資アドバイザーへの適用に関して、さらに多くの作業が必要のように思われる。この作業は、CESR－Tech／TREM（取引報告交換メカニズム、Transactions Reporting Exchange	Q4 2006	Q1 2007

Mechanism) プロジェクトと共同で行われる。		
2) 報告チャネル: 取引報告は、証券業者自身あるいはその委託を受けて行動する第三者、監督当局の認可を受けた取引マッチングシステムあるいは報告システム、規制市場あるいはそのシステムを通じて取引が完結される MTF によって行われる。報告は、監督当局が非適用を認めない限り、電子的フォーマットによる。電子的フォーマットの非適用、あるいは、報告システムの認可については、追加の作業が必要になるかも知れない。 CESR は、MiFID の運営のために、この分野で緊急の行動が必要かどうか、また、その行動が長期のものになるかどうか(仮にそうであるとして) についてまず分析する予定である。	Q4 2006 (予備的分析) 2008 長期	Q4 2006
3) 金融商品のリストおよび「市場」のリスト: 関係監督当局は、これらの商品のすでに実施され維持されている最新リストが存在することを保証するだろう。一各規制市場は、電子化され標準化されたフォーマットで、母国の監督当局に、各商品に関する識別された参照データを提供する。 CESR-Tech/TREM プロジェクトはすでにこの件に関して作業を行っている。市場のリストは計算マニュアルの一部として取り扱われる予定である。	Q4 2006	Q2 2007
4) 報告内容の追加: (商品の特異性、取引手順の特異性、顧客の識別)。 MiFID は、個々の加盟国が極度の等価要件 (super-equivalent requirements) を持つことをはっきりと認めている。それと同時に、これら極度の等価要件があるために、CESR のメンバーを 23 の標準分野 (23 standard fields) に出来る限り貼り付けるような方法で実施させることが可能となる。たとえば、取引報告に顧客の識別を求めることを決めた CESR メンバーすべてが、その分野の一般的なフォーマット基準に同意するということなのである。それに加えて、CESR は、異なる法域における報告のために、最小限のシステム変更で済むようなやり方で、既存の分野を活用することに同意している。 この作業は CESR-Tech/Trem プロジェクトの協力を得て行われる。	Q4 2006	Q2 2007
5) 共通の IT のプロトコル/フォーマットおよびインターフェース: 報告手段として使われる、共通のプロトコルと IT フォー	2008 (必要であれば)	

マットの組み合わせに同意することは、欧州の監督官にとって、理にかなったことであろう。 CESR は、共通のプロトコル／フォーマットへの同意が困難であることを認めている。MiFID 実施スケジュールがタイトであることを勘案して、この作業はもっと後の段階で行われることになろう。 6) 取引報告の観点から生じる母国／受入国問題に関する MiFID の第 32 条 7 項：MiFID 第 32 条 7 項の解釈は、取引報告への影響力を持ち、この条文をどう解釈するかを決めるに際しては、まず最初に、取引報告の観点が考慮されることが重要である。そのほかにも、重複報告のリスクがある。MiFID によれば、支店は受入国の当局に報告し、その他の業者は母国の当局に報告することになっている。市場参加者の間には、この方向をたどることが難しい（またコスト高）のは明らかであり、すべての取引を母国および受入国双方の監督官に報告することが望ましいという見方がある。	Q4 2006	Q1 2007
投資業者と報告チャネル間の標準サービスレベルの契約についての提案	2008（必要であれば）	