

第2次金融商品市場指令（MiFID II）の概要

平成26年11月27日

大橋 善晃

（日本証券経済研究所）

第2次金融商品市場指令（MiFID II）の概要

（要約）

欧州の金融・資本市場にかかわる包括的な規制である金融商品市場指令（MiFID）は、2007年11月の施行以来、金融商品にかかわるサービスを提供する投資業者のための包括的な枠組みとEU加盟国の所管当局が策定すべき規制の指針を示すことで、EUの資本市場における競争と統合を促進するとともに、投資家保護の面でも目覚ましい改善をもたらしてきたとされている。しかし、その一方で、①競争の促進による利益が必ずしもすべての市場参加者や最終投資家に等しく行き渡らなかった、②競争による市場の分裂が取引環境をより複雑にした、③市場や技術の革新が、欧州委員会の想定を上回る速度で進展した、④金融危機がもたらしたプロ投資家の間で取引されている株式以外の金融商品に対する規制の弱点を顕在化した、⑤金融商品が急速に複雑さを加える中で、最新かつハイレベルな投資家保護の重要性が改めて認識されるようになった等、重要な環境変化に直面することになった。

こうした状況の中で、MiFIDの改正を求める声が高まり、2010年12月8日、欧州委員会はMiFIDの見直しに関する市中協議を開始、その結果を踏まえて金融商品市場指令の改定案及び金融商品市場規則案を策定し、2011年10月に欧州議会及び欧州連合理事会に上程した。その後、欧州連合理事会、欧州議会、欧州委員会の間で協議が続けられ、2014年1月の欧州連合理事会の政治合意、2014年4月の欧州議会での可決を経て、今回の欧州連合理事会の可決により改定作業が完了した。

今回採択されたのは第2次金融商品市場指令（MiFID II）及び金融商品市場規則（MiFIR）の二つである。EU加盟各国による国内法制化によって効力が発生する指令に対して、規則はEU全域に直接に適用されるので、MiFIRの規定はEU加盟国全ての市場に対する共通の基準として適用されことになるが、これは、加盟国ごとに規制が異なることで、EU域内での複数の市場で活動する投資業者に過度の法令順守負担がかかることを防止するためである。

今回の改訂において欧州委員会が目指したのは、大きな環境変化に直面する中で、安全・堅固・透明で信頼しうるEU金融市場の構築というMiFID本来の目的を達成することにあつたが、こうした目的達成のために実施された主要な改定は以下の通りである。

- ① 新たな市場構造の枠組みの導入
- ② 市場透明性の向上
- ③ アルゴリズム取引に対する取引規制の導入
- ④ 商品デリバティブ市場に対する監督権限の強化
- ⑤ 投資家保護の強化
- ⑥ 第三国のEU市場へのアクセスを認めるための統一的な枠組みの導入

本レポートは、MiFID II及びMiFIRについて、その概要を紹介するものである。

第2次金融商品市場指令（MiFID II）の概要

公益財団法人 日本証券経済研究所
特別嘱託調査員 大橋 善晃

はじめに

2014年5月13日、欧州連合（EU）の第2次金融商品市場指令¹（Markets in financial instruments directive、以下 MiFID II）及び金融商品市場規則²（Markets in financial instruments regulation、以下 MiFIR）が欧州連合理事会において可決された。

欧州の金融・資本市場にかかわる包括的な規制である金融商品市場指令³（MiFID 又は現行 MiFID という）は、2007年11月の施行以来、金融商品にかかわるサービスを提供する投資業者のための包括的な枠組みと EU 加盟国の所管当局が策定すべき規制の指針を示すことで、EU の資本市場における競争と統合を促進するとともに、投資家保護の面でも目覚ましい改善をもたらしてきたとされている。しかし、その一方で、①競争の促進による利益が必ずしもすべての市場参加者や最終投資家に等しく行き渡らなかった、②競争による市場の分裂が取引環境をより複雑にした、③市場や技術の革新が、欧州委員会の想定を上回る速度で進展した、④金融危機がもたらしたプロ投資家の間で取引されている株式以外の金融商品に対する規制の弱点を顕在化した、⑤金融商品が急速に複雑さを加える中で、最新かつハイレベルな投資家保護の重要性が改めて認識されるようになった等、重要な環境変化に直面することになった。

こうした状況の中で、MiFID の改正を求める声が高まり、2010年12月8日、欧州委員会は MiFID の見直しに関する市中協議を開始、その結果を踏まえて金融商品市場指令の改定案及び金融商品市場規則案を策定し、2011年10月に欧州議会及び欧州連合理事会に上程した。その後、欧州連合理事会、欧州議会、欧州委員会の間で協議が続けられ、2014年1月の欧州連合理事会の政治合意、2014年4月の欧州議会での可決を経て、今回の欧州連合理事会の可決によりようやく MiFID の改定作業が完了したことになる。

今回採択されたのは MiFID II（指令）と MiFIR（規則）の二つである。EU 加盟各国による国内法制化によって効力が発生する指令に対して、規則は EU 全域に直接に適用されるので、MiFIR の規定は EU 加盟国全ての市場に対する共通の基準として適用されることになる。MiFIR には、取引の透明性要件とその適用除外、取引施設及びセントラル・カウンターパーティー（中央精算機関、以下 CCP という）における非差別アクセス、デリバティ

¹ DIRECTIVE 2014/65/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 May on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU

² REGULATION (EU) No 600/2014 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 15 May on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012

³ DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

ブの取引施設でのトレーディング義務など、主に国境を跨る市場インフラに関する規定が盛り込まれているが、これは、加盟国ごとに規制が異なることで、EU 域内での複数の市場で活動する投資業者に過度の法令順守負担がかかることを防止するためであるとされている。

欧州委員会が目指したのは、大きな環境変化に直面する中で、安全・堅固・透明で信頼しうる EU 金融市場の構築という MiFID 本来の目的を達成することにあつたが、こうした目的達成のために実施された主要な改定は以下の通りである。

- ⑦ 新たな市場構造の枠組みの導入
- ⑧ 市場透明性の向上
- ⑨ アルゴリズム取引に対する取引規制の導入
- ⑩ 商品デリバティブ市場に対する監督権限の強化
- ⑪ 投資家保護の強化
- ⑫ 第三国の EU 市場へのアクセスを認めるための統一的な枠組みの導入

本稿では、この項目に沿って、MiFID II および MiFIR の概要を紹介する。

1. 新たな市場構造の枠組みの導入

MiFID II は、新たな市場構造の枠組み (market structure framework) を導入した。この枠組みは、規制の抜け穴を防ぎ、金融商品の取引が規制されたプラットフォームにおいて行われるようにするために導入されたものである。

現行 MiFID における規制の枠組みは、規制市場 (regulated market)⁴及び多角的取引施設 (Multilateral Trading Facility、MTF⁵) という二つの取引施設 (trading venue) を規制対象とするものであり、この二つの取引施設 (の運営者) に対して、「取引前透明性要件 (pre-trade transparency requirements)」及び「取引後透明性要件 (post-trade transparency requirements)」という厳格な取引情報等の開示規制を課している。

しかし、近年、取引が拡大しているクロッシング・ネットワーク⁶やデリバティブのトレーディング・ネットワークなど規制の枠外にある組織的な取引については、その透明性の確保が大きな問題となっている。そこで、MiFID II は、規制市場及び MTF に加えて、新た

⁴ 「自らの規則やシステムの下で取引を認可された金融商品について、多数の第三者の売買意思を契約に至るように集約又は集約を促進する、市場運営者が運営、管理する多角的システム」(MiFID II 第 4 条第 1 項の 21)。ロンドン証券取引所や NYSE Euronet など、開示基準が厳格な透明性の高い市場をいう。

⁵ 「投資会社または市場運営者が運営する、多数の第三者による金融商品の売買意思を、契約に至るように集約する多角的システム」(MiFID II 第 3 条第 1 項の 22)。わが国の私設取引システム (PTS)、米国の代替取引システム (ATS) に相当する電子取引システムをいう。

⁶ 証券取引メカニズムの一形態であり、機関投資家等の大口取引を付け合わせる取引を指す。取引参加者同士が直接、価格や数量等の取引条件を交渉し、あるいは、他市場の時価、例えば最良気配値の仲値や終値を取引価格として取引を成立させる。気配値や価格が公開されず、市場参加者についても詳細が特定できないといった取引の匿名性が特徴として挙げられる。

に「組織化された取引施設 (organised trading facility、OTF) というカテゴリーを導入し、OTF (の運営者) に対して、MTF と同様の開示規制を課すこととした。異なる金融商品間の規制格差という抜け穴 (loophole) を塞ぐための、「規制市場、MTF、OTF という三つで構成される取引施設」⁷という新たな枠組みが構築されたわけである。

組織的内部執行業者 (systematic internaliser) もまた、その取引の一部をプラットフォームの外で行っている。組織的内部執行業者とは、「規制市場、MTF 又は OTF の場外で、多角的システムを運営することなく、組織的に、頻繁かつシステムティックに、又、相当程度に顧客注文を執行することにより自己勘定取引を行う投資業者」である⁸。公平な競争の場を提供し、市場における価格形成を支援するために、MiFID II は、こうした組織的内部執行業者として活動する投資業者に対する透明性義務を、現行 MiFID の下ですでに透明性ルールが課されている株式以外のエクイティ商品⁹及び非エクイティ商品¹⁰についても適用することとした。

さらに、株式及び標準化されたデリバティブについては、MiFIR に新たな規定が設けられ、投資業者に対して「取引義務」が課せられることになった。

ア 新たな取引施設のカテゴリーを創設

組織化された多角的取引プラットフォームで取引される非エクイティ商品のための取引施設として新たに導入された OTF は、「債券、仕組金融商品、排出枠、又はデリバティブに関して複数の第三者がそこで取引を行うことが出来る、規制市場又は多角的取引施設以外の多角的システム」である¹¹。

OTF は規制市場 (regulated market) 及び MTF と並ぶ取引施設の一類型であり、対象商品が非エクイティ商品に限られていること、どの注文を付け合わせるか取引施設が決める点で、規制市場又は MTF とは異なっている。

OTF は、現行 MiFID では透明性要件が適用されていなかったクロッシング・ネットワークやデリバティブのトレーディング・プラットフォームなども規制対象とすることを目的として創設されたものであるが、今後新たに出現するプラットフォームにも適用できるよう広汎な定義づけが行われた。

イ 株式及びデリバティブ取引に取引義務を導入

MiFID の施設外において (いわゆる OTC ベースで) 行われている取引の多くは、当該施設において運営されているブローカーのプラットフォームで行われている。これらは、組織化されてはいるが規制対象となっていないプラットフォームであり、こうしたプラッ

⁷ MiFID II 第 4 条第 1 項の 24。

⁸ MiFID II 第 4 条第 1 項の 20。定義中の「多角的システム」(multilateral system) とは、金融商品の売買意思を有する複数の第三者がそこで付け合わせが出来るシステム又は施設のことである (MiFID 第 4 条第 1 項の 19)。

⁹ 株式、預託証券 (depository receipts)、ETF、証書 (certificates)、及びその他の類似金融商品を指す。

¹⁰ 債券、仕組金融商品、排出枠、取引施設で取引されるデリバティブ等を指す。

¹¹ MiFID II 第 4 条第 1 項の 39。

トフォームにおける金融商品取引は、年々増加傾向にあり、これが効率的な価格形成プロセスの妨げとなっている。MIFID II 及び MiFIR は、この問題を解決するために以下の措置を導入した。

まず、株式について、投資業者は、規制市場で取引が認められ、又は取引施設で取引されている株式を規制市場、MTF、又は組織的内部執行業者、あるいは同等性が認められた第三国の取引施設において取引しなければならないこととされた¹²。また、多市場に跨ってエクイティ商品の顧客注文を執行する内部的なマッチングシステム（internal matching system）を運営する投資業者は、MiFID II の下で MTF として認可を受け、当該認可にかかわる全ての規定を遵守しなければならないこととされた¹³。

さらに、MiFIR は、すべての標準化された（清算適格のある）デリバティブ（standardised derivatives）についても、組織化されかつ透明な施設（規制市場、MTF、OTF、同等性が認められた第三国の取引施設）で取引されることを求めている¹⁴。デリバティブの「清算適格」の有無については、欧州市場監督機構（ESMA）が別途策定するテクニカル・スタンダードにより定められることとされている。

ウ OTF における取引執行にかかわる規制

（1） OTF 及び MTF 双方に課せられる規制

市場運営者¹⁵又は MTF 又は OTF を運営する投資業者には、現行 MiFID に規定されている MTF に対する取引の執行にかかわる規制と同様の規制が課される¹⁶。主たる規制は以下の通りである。

- 公平かつ秩序の取れた取引のための透明な規則と手続きを定め、注文の効率的な執行のための客観的な基準を策定すること。
- 自らのシステムで取引することが出来る金融商品を決めるための基準にかかわる明確な規則を策定すること。
- 客観的な基準に基づいて、自らのファシリティにアクセスするための明確かつ非差別的な規則を策定・公表・実施すること。
- 市場運営者又は MTF 又は OTF を運営する投資業者と会員・参加者・利用者との利益相反に対処するための枠組みを整備すること。
- 第 48 条（システムの頑健性、サーキットブレーカー及び電子取引）、第 49 条（ティック・サイズ）を遵守し、それを行うために必要かつ効果的なあらゆるシステム・手続き・措置を整備すること（第 48 条及び 49 条については後述）。

¹² ただし、この義務は、①非組織的な、特別の目的を持った、不規則かつ不定期な取引、②適格カウンターパーティーやプロフェッショナル・カウンターパーティーとの間で行われ、価格形成プロセスにはかかわらない取引、については適用されない。

¹³ MiFIR 第 23 条。

¹⁴ MiFIR 第 28 条。

¹⁵ 市場運営者とは、規制市場の業務を運営する者を指すが、規制市場そのものを指す場合もある（MiFID II 第 4 条第 1 項の 18）。

¹⁶ MiFID II 第 18 条。

- 自らのファシリティで執行された個別の取引決済にかかわる責任について会員又は参加者に明確に伝えること。
- 価格形成に関して全ての会員またはユーザーとやり取りする機会を持つ少なくとも3人の極めて活動的な会員又はユーザーを確保すること。

(2) OTF に限って課される規制

上記の規制とは別に、MiFID II は、OTF に限って賦課される規制（OTF に固有な要件）を導入している¹⁷。主たる規制は以下の通りであるが、これらの規制はダークプール¹⁸やデリバティブ取引を念頭において導入されたものである。

- 市場運営者又は OTF を運営する投資業者は、顧客の注文を自己資本で対当させて執行することを禁止するための措置、あるいは、同一グループに属する機関又は法人からの注文を投資業者または市場運営者として執行することを禁止するための措置を策定すること。
- 非エクイティ商品のマッチド・プリンシパル・トレーディング¹⁹（顧客間取引の取次業務）を行う場合、市場運営者又は OTF を運営する投資業者は、所管当局の認可を受けた上で、顧客の同意を得て行うこと。
- マッチド・プリンシパル・トレーディング以外の自己勘定取引については、流動性のある市場がないソブリン債に限り認められること。
- OTF の運営と組織的内部執行業者の運営を同一法人が行うことは認められない。OTF は、自らの注文が組織的内部執行業者の注文又は指値との間で相互に作用する可能性が生じるような方法で、組織的内部執行業者とかかわりを持つてはならない。また、OTF は、自らの注文と他の OTF の注文との間で相互に作用する可能性が生じるような方法で、他の OTF とかわりを持つてはならない。
- 市場運営者又は OTF を運営する投資業者は、当該 OTF でマーケット・メイキングを行うために別の投資業者が独自に関与することを妨げてはならない。
- OTF での注文執行は、非排他的に行わなければならない。市場運営者又は OTF を運営する投資業者は、以下の場合に限り、裁量による執行が認められる。
 - (a) 彼らが運営する OTF への発注又は取り消しを決定するとき。
 - (b) それが顧客からの特別な指示に従い、かつ、顧客に最も有利な条件での注文執行義務²⁰に従うものである場合に、特定の顧客注文を所定の時間に当該システム内において入手可能な他の注文との付け合わせをしないことを決定するとき。

¹⁷ MiFID II 第 20 条。

¹⁸ ダークプール（dark pool）とは、取引所外取引の一種で、東証などの取引所を通さず、機関投資家等の大口注文を証券会社の社内でつけあわせて取引を成立させる取引を指す。

¹⁹ マッチド・プリンシパル・トレーディングとは、まとめ役が売り手と買い手の間に入って売り買いを同時に実行することで当該取引の執行にかかわるいかなるリスクにもさらされないようにするとともに、あらかじめ開示されている手数料以外には利益や損失を被ることのない価格で取引を完結する取引のことである（MiFID II 第 4 条第 1 項の 38）。

²⁰ MiFID II 第 27 条。

- 投資業者は、OTF の運営を認可申請するにあたって、当該システムを規制市場、MTF 又は組織的内部執行業者として運営することが出来ない理由及び裁量による執行方法についての詳細な説明を所管当局に提出しなければならない。

2. 市場透明性の向上

現行 MiFID は、市場運営者及び MTF を運営する投資業者に対して、規制市場での取引が認められている株式について、取引前及び取引後透明性要件（情報開示義務）を課しているが、MiFIR は、市場運営者及び取引施設（OTF を含む）を運営する投資業者に対して、当該施設で取引されるエクイティ商品及び非エクイティ商品について、取引前及び取引後の透明性要件を課している。OTF を運営する投資業者に情報開示義務を課し、対象とする金融商品の範囲も広げることで、市場透明性を一段と向上させるという狙いがある。

MiFIR で新たに導入されたのがダークプール規制である。ダークプール規制は、取引施設におけるエクイティ商品にかかわる取引前透明性の適用除外の形をとっている。MiFIR は、現行 MiFID 実施細則に規定されている取引前透明性の適用除外²¹（ウェーバー）を引き続き認めているが、参照価格ウェーバー（reference price waiver）と交渉価格ウェーバー（negotiated price waiver）については、ボリューム・キャップ方式（volume cap mechanism）による利用制限を課している。これは、ダークプールのような情報開示が十分になされていない取引施設でのエクイティ商品の取引を一定程度まで許容する一方で、過度にこうした取引に偏ることを防ぐための措置として導入されたものである。この利用制限はラージ・イン・スケールウェーバー（large in scale waiver）には適用されない。それは、投資家を大量売却の影響から保護するためである。大口注文の開示は、市況の悪化をもたらし、投資家は低価格での売却を余儀なくされるからである。

非エクイティ商品についても、大口注文、オーダー・マネジメント・ファシリティに保管されている注文、トレーディング義務の対象ではないデリバティブ、流動性のある市場がない非エクイティ商品について、市場運営者及び取引施設を運営する投資業者が取引前透明性ウェーバーを利用することが認められた。

取引後透明性については、全ての金融商品に対し、必要に応じて、公表の遅延あるいは取引高の遮蔽（マスキング）を行うことが出来るとされている。

また、取引データの効率的な集約と開示を促すためにいくつかの規則が設定されている。取引データの集約と開示の促進は、取引前および取引後のデータを妥当な商業ベースで入手可能とするように取引施設に義務付けることを通じて、また、取引後データの統合システム（consolidated tape mechanism）の構築、認定報告機関（Approved Reporting

²¹ COMMISSION REGULATION (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 第 18 条～20 条。現行 MiFID は、枠組み指令（Framework Directive ; Directive 2004/39/EC）、実施指令（Implementing Directive ; Commission Directive 2006/73/EC）、及びこの実施細則から構成されている。

Mechanism、ARM) および認定公表機構 (Approved Publication Arrangement、APA) の設立を通じて行われる。

金融商品の取引および清算における競争を一段と促進するために、MiFID II は、取引施設と CCP への非差別的なアクセスのための統一的な体制を構築している。また、非差別的なアクセスの枠組みは、取引および清算をするためのベンチマークにも適用される。

ア 取引施設の取引前・取引後透明性要件

MiFIR は、市場運営者及び取引施設を運営する投資業者に対して、エクイティ商品及び非エクイティ商品について取引前及び取引後の透明性要件 (情報開示義務) を課しており、また、市場運営者及び取引施設を運営する投資業者が、気配値や取引の詳細を義務付けられている投資業者 (組織的内部執行業者を含む) に合理的な料金で非差別的に情報を提供することを義務付けている。

(1) 取引施設における取引前透明性要件

エクイティ商品にかかわる取引前透明性要件として、市場運営者及び取引施設を運営する投資業者は、現在の気配値、および当該気配値での取引意思の深さ (depth of trading interest) を営業時間中に継続して開示することが求められる²²。この要件は、執行可能な取引意思 (actionable indication of interest) にも適用しなければならない。

市場運営者及び取引施設を運営する投資業者は、MiFIR 第 14 条でエクイティ商品の気配値の公表を義務付けられている組織的内部執行業者に対して、合理的な料金で、かつ、非差別的に、エクイティ商品の取引前情報を提供しなければならない²³。

非エクイティ商品にかかわる取引前透明性要件はエクイティ商品と同じであるが、非金融法人が本業にかかわるリスクヘッジのために取引施設で取引するデリバティブ等には適用されない²⁴。

市場運営者及び取引施設を運営する投資業者は、MiFIR 第 18 条で非エクイティ商品の気配値の公表を義務付けられている組織的内部執行業者に対して、合理的な料金で、かつ、非差別的に、非エクイティ商品の取引前情報を提供しなければならない²⁵。

(2) 取引施設における取引後透明性要件

エクイティ商品にかかわる取引後透明性要件として、市場運営者及び取引施設を運営する投資業者は、極力リアルタイムで、価格、金額、時間を開示することが求められる²⁶。非エクイティ商品にかかわる取引後透明性要件も同じである²⁷。

市場運営者及び取引施設を運営する投資業者は、MiFIR 第 20 条でエクイティ商品の、

²² MiFIR 第 3 条第 1 項。

²³ MiFIR 第 3 条第 3 項。

²⁴ MiFIR 第 8 条第 1 項。

²⁵ MiFIR 第 8 条第 3 項。

²⁶ MiFIR 第 6 条第 1 項。

²⁷ MiFIR 第 10 条第 1 項。

また、同 21 条で非エクイティ商品の気配値の公表を義務付けられている投資業者（組織的内部執行業者を含む）に対して、合理的な料金で、かつ、非差別的に、エクイティ商品及び／又は非エクイティ商品の取引後情報を提供しなければならない²⁸。

イ 取引の透明性要件にかかわる適用除外

（１） 取引施設におけるエクイティ商品にかかわる取引前透明性の適用除外

金融規制当局は、以下に掲げるシステム及び注文について、市場運営者及び取引施設を運営する投資業者に対する取引前透明性義務の適用除外を認めることが出来る²⁹。

- (a) 他のシステムで形成された価格を参照することによって価格が決定されるシステム（参照価格ウェーバー）
- (b) 以下の相対取引を正式なものとして扱うシステム（交渉価格ウェーバー）
 - i. 板又は当該システムを運営する取引施設のマーケットメイカーが提示する気配値を反映した現在の出来高（売買高）で加重（調整）したスプレッドの範囲内で行われるもので、ボリューム・キャップ方式（後述）の対象となる相対取引
 - ii. 事前に決められた参照価格の範囲内で取引される非流動的なエクイティ商品の相対取引
 - iii. 金融商品の市場実勢価格以外の条件に基づく相対取引
- (c) 通常の市場規模に比べて規模の大きな取引（ラージ・イン・スケールウェーバー）
- (d) 取引施設の注文管理ファシリティ（order management facility）に留められている注文（オーダー・マネージメントウェーバー）

一方で、価格形成プロセスへのマイナスの影響を回避し、エクイティの透明かつ規制された市場での取引を最大限にするために、こうしたウェーバーの利用は一定の制限を受ける。

MiFIR は、参照価格ウェーバー及び交渉価格ウェーバーの利用がエクイティ商品の価格形成に極端な悪影響を及ぼすことを防ぐために、当該ウェーバーの下で行われる取引について以下の制限を課している³⁰。

- (a) ウェーバーの下で個別の取引施設で行われる金融商品の取引高の割合は、過去 12 カ月間の EU 域内全取引施設における当該金融商品の取引総額の 4% までとしなければならない（4% per venue cap）。

²⁸ MiFIR 第 6 条第 2 項及び第 10 条第 2 項。

²⁹ MiFIR 第 4 条第 1 項。

³⁰ MiFIR 第 5 条第 1 項。

- (b) ウェーバーの下で行われる個々の金融商品の EU 域内の取引高の割合は、過去 12 カ月間の EU 域内全取引施設における当該金融商品の取引総額の 8%までとしなければならない (8% global cap)。

この「二重のボリューム・キャップ方式」 (double volume cap mechanism) は、流動的な市場のないエクイティ商品であって、上述した参照価格ウェーバー(b)の ii の「適切な参照価格の一定割合の範囲内で取引される金融商品の相対取引」及び(b)の iii の「当該金融商品の実勢市場価格以外の条件を対象とする相対取引」には適用されない。

ウェーバーの下で取引施設において行われる金融商品の売買高の割合が上記(a)の制限値を超過した場合、当該取引施設によるウェーバーの利用を認可した所管当局は、制限値を超えた日から 2 営業日以内に、取引施設によるウェーバーの利用を 6 カ月間にわたり差し止めなければならない。また、(b)の制限値を超えた場合、全所管当局は、2 営業日以内に、EU 域内における当該ウェーバーの利用を 6 カ月間にわたり停止しなければならない³¹。

この制限値の基準となる売買高については、ESMA が毎月末から 5 営業日以内に、①過去 12 カ月間の金融商品ごとの EU 全体の売買高、②過去 12 カ月間にウェーバーの下で個別の取引施設で行われた金融商品の取引高が EU 域内の全取引施設における当該金融商品の取引総額に占める割合、③過去 12 カ月間にウェーバーの下で行われた個別金融商品の EU 域内における取引高が EU 域内全取引施設における当該金融商品の取引総額に占める割合を公表する³²。ESMA が公表する上記の売買高データにおいて、②が 7.75%、③が 3.75% を超えた場合、ESMA は当該金融商品の状況について別途報告書を公表しなければならない³³。

(2) 取引施設における非エクイティ商品にかかわる取引前透明性の適用除外

非エクイティ商品については、以下を取引前透明性要件の適用除外としているが、このうち(b)に従って適用除外が認められる場合、市場運営者及び取引施設を運営する投資業者は、非エクイティ商品のシステムを通じて提供される取引意思の価格に近似する取引前の参考気配値を公表しなければならない³⁴。

- (a) 大口注文やオーダー・マネジメント・ファシリティに留められている注文
- (b) 音声トレーディング・システム及び指値をリクエストするシステム (request for quote system) における取引執行の意思表示 (actionable indications of interest) で当該金融商品について規定された一定の規模を上回るもの
- (c) トレーディング義務の対象となっていないデリバティブ

また、非エクイティ商品の流動性が一定水準 (閾値) 以下となった場合、当該取引施設の所管当局は、一時的に取引前透明性要件の適用を停止することが出来る。一時停止の決

³¹ 同条第 2 項及び第 3 項。

³² 同条第 4 項。

³³ 同条第 5 項。

³⁴ MiFIR 第 9 条第 1 項。

定は所管当局のウェブサイトで公表しなければならない。停止期間は決定の公表日から3カ月間であり、必要な場合はさらに3カ月の延長が可能である。流動性の閾値については、対象となる金融商品の市場に固有な客観的基準をもとに設定しなければならない³⁵。

(3) 取引施設における取引後情報の開示の遅延及び適用除外の許可

MiFIR はまた、所管当局が、市場運営者及び取引施設を運営する投資業者に対して、取引の規模や種類に応じて、取引の詳細の公表を遅らせることを認めている。

エクイティ商品については、所管当局は、取引の規模や種類に応じて、取引の詳細の遅延開示（differed publication）を市場運営者及び取引施設を運営する投資業者に対して認めることが出来る。取引の規模や対象となる金融商品については、市場に関する客観的な基準に沿って別途 ESMA が規制技術基準を定めるが、特に通常の市場取引高に比べて規模の大きなエクイティ商品については遅延開示を認めるべきであるとしている。また、こうした遅延措置は、各国の所管当局の事前承認が必要であり、当該措置の内容は公表しなければならない³⁶。

非エクイティ商品についても、所管当局は、市場運営者及び取引施設を運営する投資業者に対して、取引の詳細の遅延開示を認めることが出来る。特に、所管当局は以下の取引について遅延開示を承認しなければならない。

- (a) 通常の市場規模に比べて規模の大きな非エクイティ商品の取引。
- (b) 流動性のある市場がない非エクイティ商品の取引。
- (c) 流動性の提供者を過度なリスクにさらし、関係する市場参加者がリテール投資家であるか機関投資家であるかを考慮しなければならなくなるようなサイズを超える、非エクイティ商品の取引。

こうした遅延措置は、各国所管当局の事前承認を必要とし、当該措置の内容は公表しなければならない³⁷。

また、流動性が一定水準（閾値）以下となった非エクイティ商品について、当該商品が取引される取引施設の所管当局は、市場運営者及び取引施設を運営する投資業者に対する取引後透明性要件の適用を一時的に停止することが出来る。停止期間は、決定の公表日から3カ月間とされており、必要であればさらに3カ月間延長することが出来る。流動性の閾値については、対象となる金融商品の市場の客観的基準をもとに設定しなければならない³⁸。

ウ 組織的内部執行業者の気配値公表義務及び適用除外

MiFIR は、取引施設に加えて、組織的内部執行業者に対しても、透明性要件を課してい

³⁵ 同条第4項。

³⁶ MiFIR 第7条第1項。

³⁷ MiFIR 第11条第1項。

³⁸ 同条第2項。

る。

組織的内部執行業者である投資業者は、流動的な市場のあるエクイティ商品について、確定気配値（firm quotes）を公表しなければならない。また、エクイティ商品にかかわる流動的な市場がない場合、組織的内部執行業者は、顧客からの要求に応じて気配値を開示しなければならない³⁹。ただし、当該義務は、株式、預託証券、ETF等の標準的な市場サイズを超えない取引の場合に組織的内部執行業者に適用され、それを超える場合には、適用されない⁴⁰。気配値を提示すべきサイズについては、組織的内部執行業者が決定することができるが、その際の最小サイズは、市場におけるエクイティ商品の標準的なサイズ（ESMAが別途設定する）の10%程度としなければならない⁴¹。

また、流動的な市場のある非エクイティ商品についても、組織的内部執行業者である投資業者は、①当該確定気配値の公表が組織的内部執行業者の顧客から促されたものであること、②気配値の提供について組織的内部執行業者と顧客の間で合意されていること、という二つの条件が満たされた場合に確定気配値を公表しなければならない⁴²。流動的な市場のない非エクイティ商品については、顧客との合意のもとに、気配値を顧客に開示しなければならない⁴³。

エ 投資業者による当局への取引報告義務

(1) 投資業者による取引の報告

金融商品の取引を行う投資業者は、完全かつ正確な取引の詳細を出来るだけ早く、遅くとも翌営業日の終了時までには所管当局に報告しなければならない。また、所管当局は、当該金融商品の流動性に関して最も重要な市場の所管当局が確実に当該情報を受取ることができるよう、必要な措置を講じなければならない。この報告義務は、①取引施設での取引が認められ又は実際に取引された金融商品、あるいは取引認可申請中の金融商品、②原資産が取引施設での取引を認められた金融商品である金融商品、③原資産が取引施設での取引を認められた金融商品で構成されるインデックス又はバスケットに連動する金融商品にかかわる取引について適用される。この報告義務は、取引施設外での上記金融商品の取引にも適用される⁴⁴。

投資業者が所管当局に提出する報告書には、以下を盛り込む必要があるとされた。

- 売買された金融商品の名称及び銘柄コード
- 取引数量、約定日及び時間、取引価格
- 投資業者が執行した取引の顧客を特定するための識別情報（designation）
- 投資の意思決定と執行に責任を持つ投資業者の担当者もしくはアルゴリズムを特

³⁹ MiFIR 第 14 条第 1 項。

⁴⁰ 同条第 2 項。

⁴¹ 同条第 3 項。

⁴² MiFIR 第 18 条第 1 項。

⁴³ 同条第 2 項。

⁴⁴ MiFIR 第 26 条第 1 項及び第 2 項

定するための識別情報

- 執行された取引に適用されるウェーバーを特定するための識別情報
- 関与する投資業者を特定する手段
- 株式及びソブリン債にかかわる空売りを特定するための識別情報

また、コモディティ・デリバティブについては、取引が客観的に測定可能な方法でリスクを軽減しているかどうかを報告書において示さなければならないとされた⁴⁵。

注文を自ら執行せずに回送する投資業者は、当該注文の回送情報の中に全ての注文情報を盛り込むか、そうでなければ、回送した注文を取引として報告する。後者の場合、当該取引報告は回送注文にかかわるものであることを明記する必要がある⁴⁶。

所管当局への報告は、投資業者自身又は認定報告機関（ARM、後述）あるいは取引を執行した取引施設によって行われなければならない。所管当局に提出される報告の完全性、正確性およびタイミングについては投資業者が責任を負うが、投資業者が取引報告を ARM 又は取引施設を通じて行う場合には、報告の完全性、正確性およびタイミングについての責任を負うことはない。ただし、その場合においても、投資業者は、提出された取引報告の完全性、確実性およびタイミングを検証するための合理的な対策を講じなければならない⁴⁷。

（２） 取引記録の保存

投資業者は、自己勘定によるものか顧客からの委託を受けたものかにかかわらず、執行した全ての注文及び取引のデータを最低 5 年間保存しなければならない。顧客の委託を受けて実施された取引については、顧客の属性に関する全ての情報及びその詳細、マネー・ロンダリング及びテロリストへの資金供与を目的とした金融システムの利用を防止するための指令⁴⁸において要求されている情報を保存しなければならない⁴⁹。

また、取引施設の運用者は、少なくとも 5 年間、所管当局がいつでも利用可能な状態で、彼らのシステムを通じて喧伝されている金融商品にかかわるすべての取引データを保存しなければならない⁵⁰。

オ データ集約の向上と効率化

MiFID II は、認定公表機構（Approved Publication Arrangement、APA）、取引情報統合システム提供者（Consolidated Tape Provider、CTP）及び認定報告機関（Approved Reporting Mechanism、ARM）というデータ報告サービスを行う 3 つの認可機関のカテゴリーを創設した。

APA は、MiFID II 第 6 4 条の下で認可され、投資業者の委任を受けて、投資業者の取引

⁴⁵ 同条第 3 項。

⁴⁶ 同条第 4 項

⁴⁷ 同条第 7 項。

⁴⁸ Directive 2005/60/EC of European Parliament and of the Council of 26 October 2005 on the prevention of the use of the financial system for the purpose of money laundering and terrorist financing, 25 Nov. 2005.

⁴⁹ MiFIR 第 25 条第 1 項。

⁵⁰ 同条第 2 項。

報告を公開するというサービスを提供する機関である。

CTP は、MiFID II 第 6 5 条の下で認可され、規制市場、MTF、OTF 及び APA から取引報告を収集し、それらを集約したうえで、リアルタイムで金融商品ごとの価格や取引高を電子的な手法で継続的に開示するというサービスを提供する機関である。

ARM は、MiFID II 第 6 6 条の下で認可され、所管当局又は ESMA に対して、投資業者に代わって取引の詳細を報告するというサービスを提供する機関である。

こうしたテータ報告サービスはいずれも事前認可の対象であり、加盟国の所管当局は、データ報告サービス業者を全て登録し、そのリストへのアクセスが公的に可能となるようにしなければならない。認可は全て ESMA に通知しなければならない⁵¹。

APA によって公開される情報及び CTP によって開示される情報は、エクイティ商品及び非エクイティ商品双方について、少なくとも以下の情報を含むものでなければならない⁵²。

- 金融商品の識別子（銘柄コード）
- 取引が終了した時点での価格（約定価格）
- 取引高
- 取引時刻
- 取引の報告時刻
- 約定価格の表記方法
- 取引が執行された取引施設のコード、又は組織的内部執行業者を通じて執行された取引の場合、コード“SI”又はコード“OTC”
- 取引が特別な条件の対象であることを示す指標（そうした条件がある場合のみ記載）

ただし、CTP によって開示されるエクイティ商品の取引情報については、上記に加えて、以下の情報が含まなければならない。

- 投資業者内部のコンピューター・アルゴリズムが投資の意思決定及び取引の執行に関与していたという事実（そうした事実がある場合のみ記載）
- 取引情報の報告が MiFIR によって適用除外とされている場合、適用除外の根拠条文を示す表示

カ CCP・取引施設への非差別アクセス

CCP・取引施設への非差別アクセスには、CCP における競争原理の導入、投資家にとっての取引コストの低下という狙いがある。今般の制度改正において、政治的な対立が最も

⁵¹ MiFID II 第 59 条第 3 項。

⁵² MiFID II 第 64 条第 2 項、第 65 条第 1 項及び第 2 項。

先鋭化し、最終合意の妨げとなった分野であるとされている⁵³。

ここで重要な問題とされたのは、EU 市場のインフラストラクチャー間の競争、安定及び統合である。取引及び取引後インフラストラクチャーの調整に関しては、垂直統合モデルが一步先行しているものの、一方でこのモデルは、競争及び価格の透明性にかかわる非効率性をもたらしている。MiFIR が欧州市場インフラストラクチャー規則⁵⁴ (EMIR) における非差別アクセス要件を導入したのは、こうしたマイナスの影響の可能性への対応であるとされている。EMIR は OTC デリバティブだけを対象としているが、MiFIR は、全ての金融商品を対象にしている。

(1) CCP による取引施設への非差別アクセスの提供⁵⁵

CCP は、取引施設の要請に応じて、あらゆる取引施設における金融商品の清算を、非差別的かつ透明な方法で受け入れなければならない。

取引施設は、CCP 及びその所管当局、ならびに取引施設の所管当局に対して、CCP へのアクセスを正式に申請しなければならない。CCP は、取引施設に対して、譲渡可能証券及びマネー・マーケット商品については3カ月以内に、また、取引所で取引されるデリバティブについては6カ月以内に、書面による回答を行うか、関係所管当局がアクセスを承認するという条件の下でアクセスを許可しなければならない。CCP は、ESMA が別途設定することになっている特定の条件の下においてのみ取引施設からのアクセス申請を拒否することが出来る。アクセス申請を拒否する場合、CCP はその理由を全て回答の中で明らかにし、その決定を所管当局に書面で通知しなければならない。

ただし、譲渡可能証券およびマネー・マーケット商品について、設立3年以内の CCP は、5年間の移行措置を当局に申請することが出来る。その場合、当該 CCP と密接な関係を持つ取引施設は、他の CCP へのアクセスを申請することが出来ない。

(2) 取引施設による CCP への非差別アクセスの提供⁵⁶

他方、取引施設は、当該取引施設で取引される金融商品の清算を望んでいる CCP の要請に応じ、非差別的かつ透明な方法で、取引情報データベース (trade feeds) を提供しなければならない。

CCP は取引施設及びその所管当局、ならびに CCP の所管当局に対して、正式にアクセス申請を行う必要がある。取引施設は、CCP に対して、譲渡可能証券及びマネー・マーケット商品については3カ月以内に、また、取引所で取引されるデリバティブについては6カ月以内に、書面による回答を行うか、関係所管当局がアクセスを承認するという条件の下でアクセスを許可しなければならない。取引施設は、ESMA が別途設定することになっている特定の条件の下においてのみ CCP からのアクセス申請を拒否することが出来る。アクセス申請を拒否する場合、取引施設はその理由を全て回答の中で明らかにし、その決定を

⁵³ 神山哲也「第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014 Summer.

⁵⁴ Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.

⁵⁵ MiFIR 第35条。

⁵⁶ MiFIR 第36条。

所管当局に書面で通知しなければならない。

ただし、上場デリバティブについて、年間取引額が1兆ユーロ未満の場合（グループ・ベースで）、3カ月の移行措置を当局に申請することが出来る。また、当該期間終了時に引き続き要件を満たしていれば、さらに3カ月延長することが出来る。その場合、当該 CCP と密接な関係を持つ取引施設は、移行措置期間中、他の CCP へのアクセスを申請することが出来ない。

（3） 認可ベンチマークへの非差別アクセスおよび義務⁵⁷

金融商品の価値がベンチマークを参照して計算される場合、ベンチマークの所有権（proprietary rights）を持つ者は、取引施設及び CCP に対して、価格、取引情報データベース、ベンチマークの構成・算出法・プライシングなどにかかわる情報、ならびに、ライセンスへのアクセスを認めなければならない。情報へのアクセスを含むライセンスは公正・合理的・非差別的に許可されねばならない。

3. アルゴリズム取引に対する取引規制の導入

MiFID II は、取引のスピードが驚異的に高まり、そのため、システミックリスクの原因となりかねないアルゴリズム取引活動に対する取引規制を導入した。こうしたセーフガードには、アルゴリズム・トレーダーが適切に規制されていること、マーケットメイク戦略を遂行する際には、アルゴリズム・トレーダーは、流動性を提供することなどの要件が含まれている。さらに、取引市場に電子アクセスを提供している投資業者は、無秩序な取引や市場における不正行為の発生を阻止するためのシステム構築およびリスク管理が求められることになる。

ア アルゴリズム取引にかかわる投資業者の義務

（1） 体制整備と情報管理⁵⁸

アルゴリズム取引を行う投資業者は、十分なキャパシティを備えた実効的なシステムとリスク管理体制の構築を義務付けられた。また、アルゴリズム取引を行う投資業者は、加盟本国（Home Member State）の所管当局及び会員又は参加者として投資業者がアルゴリズム取引を行っている取引施設の所管当局に、アルゴリズム取引を行う旨を通知しなければならない。

加盟本国の所管当局は、定期的に、又は必要に応じて、アルゴリズム取引戦略の特質、トレーディングにかかわる数値基準及び制限の詳細、主要なコンプライアンス及びリスク管理体制などの情報提供を投資業者に要請することが出来る。また、所管当局は、要請に

⁵⁷ MiFIR 第 37 条。

⁵⁸ MiFID II 第 17 条第 1 項、第 2 項。

応じて、これらの情報を遅滞なく投資業者が会員又は参加者としてアルゴリズム取引を行っている所管当局に伝達しなければならない。

高頻度のアルゴリズム取引技術を導入している投資業者については、所管当局が承認した様式により、注文の取り消し、執行された取引、取引施設における気配値を含む全ての注文の正確かつ時系列の記録を保管し、所管当局の要請に応じてそれを提出することが義務付けられている。

(2) マーケット・メイキングを行う場合の義務⁵⁹

アルゴリズム取引でマーケット・メイキングを行う投資業者は、流動性、規模、市場及び取引される商品の特性を考慮しながら、当該取引施設の取引時間内の一定時間、継続的にマーケット・メイキングを行うことが義務付けられた。その際、投資業者は、取引施設との間で、投資業者の義務を含む拘束力のある書面による合意を締結し、当該義務を常に順守できるように、実効的なシステムとその管理体制を構築しなければならないとされた。

アルゴリズム取引を行う投資業者は、それが自己勘定による取引であり、単一又は複数の取引施設における金融商品について、比較可能な数量及び競争力のある価格で売りと買いの気配値を提示し、その結果として定期的かつ頻繁に全ての市場に流動性を提供している場合には、マーケット・メイキング戦略を実施していると看做される。

(3) 直接電子アクセス⁶⁰

取引場所に直接電子アクセスを提供する投資業者は、当該サービスを利用する顧客の適合性を適切に評価し検証するための実効的なシステム及び管理体制の構築を義務付けられた。

直接電子アクセスを提供する投資業者は、顧客の法令順守の責任を負う。当該投資業者は、本指令および取引施設のルールに対する違反、無秩序な市場状態、又は市場阻害行為を引き起こす行為を特定するために、取引の監視を行わなければならない、かつ、その結果を所管当局に報告しなければならない。当該投資業者は、サービスの提供にかかわる権利と義務について、法的拘束力のある書面による合意を顧客との間で締結しなければならない、また、その合意の下で、投資業者は、MiFID II の下での責任を遂行しなければならない。

イ 取引施設に求められる義務⁶¹

MiFID II は、規制市場に対して、取引の急増や市場の混乱に適切に対処できるような頑強かつ実効的なシステム、手続き、措置の構築を義務付けた。具体的には、以下のような仕組みを掲げている。

● マーケット・メイキング

規制市場は、マーケット・メイキングを行うすべての投資業者との間で、流動性を定期的に予測可能な形で取引市場に提供できるような競争力のある確定気配値の提示を求める

⁵⁹ 同条第3項、第4項。

⁶⁰ 同条第5項。

⁶¹ MiFID II 第48条。

書面による合意を締結しなければならない。また、規制市場は、そうした合意を十分な数の投資業者が受け入れることが出来るような仕組みを構築しなければならない。

- **値幅制限及び誤取引の拒絶**

規制市場は、注文量や価格が事前に決められた上限を超えた場合や明らかに過誤注文の場合に注文を拒絶するための実効的なシステムや手続きの構築を義務付けられた。

- **サーキットブレーカー**

規制市場は、短期間のうちに、当該市場又は関係市場で、金融商品の大幅な価格変動が生じた場合に、取引を一時的に停止し又は抑制し、また例外的な措置として、取引を取り消し、変更し、訂正することを義務付けられた。

- **アルゴリズム取引の検証**

規制市場は、会員又は参加者がアルゴリズムの適切な検証を行うよう求めることを含め、アルゴリズム取引システムが市場に無秩序な取引状況を作り出すことのないような実効的なシステム、手続き、措置の構築が義務付けられた。また、規制市場は、会員又は参加者から持ち込まれる取引に対する未執行注文の比率を制限するシステムを採用するなど、アルゴリズム取引システムから生じる無秩序な取引状態を管理し、システムの能力が限界に達する危険がある場合には注文を抑制し、市場で執行される最小ティック・サイズ（最小呼び値単位）を設定できるようにしなければならない。

- **直接電子アクセス**

直接電子アクセスを認めている規制市場は、会員又は参加者が、本指令の下で認可された投資業者、又は資本適合性指令（指令 2013/36/EU）の下で認可された信用機関である場合に限り、当該サービスを提供することを義務付けられた。また、これに関連して、当該アクセスの提供を受ける人々の適合性についての適切な基準を設定・適用し、会員や参加者がこうしたサービスを利用して執行する注文や取引に対する責任を明確にするための実効的なシステム、手続き、措置の整備も義務付けられた。さらに、規制市場は、こうしたアクセスを通じた取引のリスク管理や閾値に関する適切な基準を設定し、直接電子アクセスの利用者による注文や取引を会員や参加者による注文や取引とは区別したうえで、必要ならば、それを停止することが出来るようにしなければならない。

- **コロケーション**

規制市場は、コロケーション・サービスに関するルールを透明、公正、かつ非差別的なものとするのが義務づけられた。

- **手数料体系**

規制市場は、執行手数料、付帯サービスの手数料及び割引等を含むその手数料体系が透明かつ公平で、そうした手数料体系が取引環境を混乱させ、市場阻害行為につながるような発注の修正、取り消し又は取引の執行のインセンティブ（誘因）とならないようにすることが求められている。とりわけ、投資業者がリベートを受け取る場合、規制市場は、当該業者に対して、リベートの認可と引き換えに、個別銘柄または適切な株式バスケットに

ついてマーケットメイクを義務づけなければならないとされた。また、規制市場は、注文の取り消しにかかわる手数料を注文が板に表示されていた時間に応じて調整すること、適用する金融商品ごとに手数料を調整すること、執行される注文をはるかに超える取り消し発注に対してより高い手数料を賦課すること、執行される注文に対する取り消される注文の比率が高い参加者に対してより高い手数料を賦課すること、さらに、システムへの負荷が高まることを考慮して、高頻度アルゴリズム取引手法を採用する市場参加者に対してより高い手数料を賦課することが認められている。

ウ ティック・サイズ（呼値単位）⁶²

規制市場は、エクイティ商品、ならびにその他のあらゆる金融商品について、ESMA が別途策定する規制技術基準に沿って、ティック・サイズ（呼値単位）の枠組みを構築することが義務付けられた。

ティック・サイズの枠組みは、スプレッドの縮小を過度に抑制することなく、合理的に安定的な価格を実現することの望ましさを念頭に置きながら、異なる市場における金融商品の流動性特性、平均的なビッド・アスク・スプレッドを反映させたうえで標準化し、個々の金融商品ごとに、それにふさわしいティック・サイズを設定するものとした。

4. 商品デリバティブ市場に対する監督権限の強化

「2010年末までに、全ての標準化された OTC デリバティブは、取引所又は電子取引システムで取引され、また、CCP を通じて清算されるようにすべきである」という 2009 年 9 月のピッツバーグ・サミットにおける G20 の合意を受けて、MiFIR は、清算の対象であり、十分に流動的なデリバティブの取引はすべて、規制市場、MTF、又は OTF で行なうことを義務付けた⁶³。

また、コモディティ・デリバティブ市場における秩序ある価格形成を支え、市場阻害行為を防止するために、MiFID II は、統一的なポジション・リミットの枠組みを提供している⁶⁴。

全てのコモディティ・デリバティブの取引活動のどのような局面においても監視と介入が可能となる、統一的かつ包括的な権限が金融規制当局に与えられることになる。コモディティ・デリバティブ取引を提供する施設は、そのプラットフォームでの、透明かつ非差別的なポジション管理が求められる。MiFID II は、トレーダーの類型ごとにポジション報告義務を導入することによって、すべての規制された取引施設での取引活動の透明性を向

⁶² MiFID II 第 49 条。

⁶³ MiFIR 第 28 条。

⁶⁴ MiFID II 第 57 条

上させている⁶⁵。

ア デリバティブ取引の取引施設を通じた執行義務

欧州市場インフラストラクチャー規則（EMIR）において定義された金融機関及び非金融機関が、同様の金融機関又は非金融機関との間で、MiFIRにおける取引義務の対象であり⁶⁶、ESMA に登録されたデリバティブ取引⁶⁷を行う場合、取引施設又は規制が同等との評価を受けた第三国の取引所等で執行しなければならない。また、規制市場で決済される全てのデリバティブ取引は、CCP で清算することが義務付けられた⁶⁸。

上場デリバティブ（exchange-traded derivatives）については、カウンターパーティーリスクを高めることなく、取引当事者の資産やポジションにとって有益であるという条件の下で、清算会員ではない取引参加者が清算会員を通じて CCP における清算を行う仕組み（indirect clearing arrangements）を利用することが認められる⁶⁹。

ポートフォリオ圧縮（portfolio compression）を提供する場合、投資業者及び市場運営者は、MiFID II 第 27 条の最良執行義務、MiFIR 第 8、10、18、及び 20 条の透明性義務の適用が免除される⁷⁰。ポートフォリオ圧縮とは、複数の取引当事者が、ポートフォリオを縮小することを目的として、一部またはすべてのデリバティブを終了させ、当該デリバティブを想定元本がより小さな別のデリバティブに置き換えることにより、リスクを低減させるサービスのことである⁷¹。ポートフォリオ圧縮を提供する投資業者及び市場運営者は、その対象となる取引の規模を、APA を通じて公表するとともに、情報を保存しなければならない⁷²。

イ コモディティ・デリバティブのポジション・リミット

（1）ポジション・リミット⁷³

他方、MiFID II は、所管当局に対して、市場阻害行為の防止、秩序立った価格形成及び決済環境の確保を目的として、ESMA が定める計算法に基づき、取引当事者が取引施設及び同等な OTC 市場で取引されるコモディティ・デリバティブについて、常時保有することの出来るネット・ポジションのリミットを設定・適用することを義務付けた。ただし、非金融法人がリスクヘッジ目的で保有するデリバティブのポジションには適用されない。また、所管当局は、原則として、本条に従って設定されたポジション・リミット以上に厳しい制限を課してはならないとされた。

⁶⁵ MiFID II 第 58 条。

⁶⁶ MiFIR 第 35 条。

⁶⁷ MiFIR 第 54 条。

⁶⁸ MiFIR 第 29 条。

⁶⁹ MiFIR 第 30 条。

⁷⁰ MiFIR 第 31 条第 1 項。

⁷¹ MiFIR 第 2 条第 1 項の 47。

⁷² MiFIR 第 31 条第 2 項。

⁷³ MiFID II 第 57 条。

ESMA が計算法を定めるに当たって考慮すべき事項としては、①コモディティ・デリバティブ契約の満期、②参照コモディティの供給量、③全体の建玉と同じ参照資産の金融商品の建玉、④関連市場のボラティリティ、⑤市場参加者の規模と数、⑥参照コモディティ市場の特性、⑦新たな種類の契約の開発状況、が規定されている。所管当局は、ESMA の計算法に基づき取引施設で取引されるコモディティ・デリバティブの契約ごとにポジション・リミットを設定し、ESMA に報告しなければならない。ESMA は各国のポジション・リミットについて、その適合性を評価するとともに当該所管当局に意見を発出し、それをウェブサイト上で公表する。所管当局は、当該意見に基づき、必要であればポジション・リミットを変更する。

複数の取引施設で同一のコモディティ・デリバティブが取引される場合、最も取引量の多い取引施設の規制当局（中央所管当局）が他の取引施設と協議の上、全ての取引に適用される単一のポジション・リミットを設定する。

また、各国当局は、取引施設に対して、ポジション管理を求めることとされている。ポジション管理には、少なくとも、①取引参加者の建玉をモニタリングすること、②ポジションの規模と目的、最終投資家に関する情報へアクセスすること、③ポジションの削減・解消を要請・強制できること、④必要に応じて、取引参加者に対して、合意された価格と数量で、一時的に市場に売り出すことを要請できること、を含めることとされる。

（２） ポジション報告⁷⁴

コモディティ・デリバティブ、排出枠又はそのデリバティブを取引する取引施設を運営する市場運営者及び投資業者は、週次で、取引されたコモディティ・デリバティブ、排出枠又はそのデリバティブの種類別・保有者別のポジション総額を記載した報告書を公表するほか、所管当局及び ESMA にそれを報告することが義務付けられた。また、所管当局には、別途、会員・参加者・顧客を含む全ての取引当事者が保有するポジションの詳細を、取引当事者ごとに日次で提出することが義務付けられている。ただし、上記ポジション総額の公表義務については、取引当事者の数とオープン・ポジションがある一定の規模（閾値）を超える場合にのみ適用される。

また、取引施設以外でコモディティ・デリバティブ、排出枠又はそのデリバティブを取引する投資業者は、当該金融商品が取引されている取引施設の所管当局、あるいは、当該金融商品が複数の取引施設で大量に取引されている場合は中央所管当局に、経済的に同等な店頭取引にかかわるポジションの詳細のほか、最終顧客のポジションの詳細データを少なくとも日次で報告しなければならない。

5. 投資家保護の強化

⁷⁴ MiFID II 第 58 条。

現行 MiFID には、投資サービスの提供という観点から、投資家保護を目的とする様々な方策が含まれている。こうしたルールは、サービスのタイプ（例えば、投資助言又は注文の約定）、顧客の類型を考慮に入れたうえで、リテール顧客を手厚く保護するものとなっている。MiFID のルールは、ビジネス行為要件（例えば、提供される商品が顧客に適合するものであることを確保するための十分な情報収集）、組織上の要件（例えば、利益相反を特定し管理するための要件）の双方を含むものであるが、MiFID II は、こうしたサービス提供の枠組みを一段と強化するために、以下のような修正と改定を行っている。

ア 独立アドバイスを提供する場合の投資業者の義務

現行 MiFID において、投資業者は、顧客に投資サービスを提供し、必要な場合にはその付随的なサービスを提供する場合、顧客の最良の利益に従って、誠実、公正かつプロとして行動することが求められるとともに、MiFID に規定された要件を遵守することが義務付けられている⁷⁵。

MiFID II でもこの規定は踏襲されているが、遵守すべき要件が拡充され、顧客に対する情報提供義務や手数料の受け取り、報酬体系等に関して更なる要件の遵守が求められることになった。特に、投資助言サービスを他のサービスから切り離して単独で提供する場合に投資業者が遵守すべき義務について、新たに規定している⁷⁶。

投資業者は、投資助言を提供する際、①独立アドバイスであるかどうか、②助言が広範な金融商品の分析に基づくものか関係会社のプロダクトなど限定された金融商品のみに基づくものか、③投資業者が顧客に推奨した金融商品の適合性について定期的な評価を行い、それを顧客に提供するか否かを顧客に説明しなければならない。また、投資業者は、コスト及び関連手数料に関するすべての情報を顧客に提供することを義務付けられたが、当該情報には、助言費用、金融商品の顧客への推奨又は販売にかかわる費用、費用の支払い方法、第三者への支払いなど投資サービス及び付随サービス双方に関する情報を含むものとされた。

顧客に独立アドバイスもしくは投資一任サービスを提供する際、投資業者は、類型・発行体・プロバイダーの観点から十分に多様な金融商品を幅広く検討しなければならない。自社もしくはグループ会社、密接な関係を持つ会社の金融商品のみを推奨してはならない。また、独立アドバイスを提供する投資業者は、顧客へのサービスに関連して、第三者からいかなる金銭的・非金銭的な対価を受け取ってはならない。もともと、小額の非金銭的対価については、顧客へのサービス向上に資するものであれば、顧客への開示を前提に受け取ることが出来る。

なお、ポートフォリオ・マネジメントを提供する投資業者についても、顧客サービスの提供に関連して、第三者から金銭的・非金銭的対価を受けてはならないと規定されている。

⁷⁵ MiFID 第 19 条。

⁷⁶ MiFID II 第 24 条。

ただし、顧客へのサービスのクオリティの向上に資する小額の非金銭的対価はこの限りではない。

イ 金融商品のモニタリングと介入

ESMA 及び各国の所管当局は、金融商品のマーケティング・販売をモニタリングし、特定の金融商品若しくは特定の特性を有する金融商品のマーケティング・販売などを禁止することが出来るが、ESMA の介入は、各国当局が措置を講じるまでの一時的なものとされる⁷⁷。

同権限の発動にかかわる条件としては、投資家保護上の懸念があること、市場の機能・健全性ないし金融システムの安定性を阻害する懸念があることなどが規定されている。介入に際して、ESMA は、当該措置が金融市場の効率性又は投資家に弊害をもたらさないこと、規制裁定のリスクをもたらさないことなどの要件を満たすことが求められる。

なお、MiFID II は、仕組み預金について同様の権限を欧州銀行監督局 (European Banking Authority、EBA) に付与している⁷⁸。

ウ 取引執行に関連したデータの公表

投資業者は、注文の執行に当たって、価格、コスト、速度、執行及び約定の確実性、サイズなどを勘案したうえで、顧客に最良の結果をもたらすように、十分な措置を講じることが義務付けられているが⁷⁹、これに関連して、MiFID II は、MiFIR 第 23 条及び第 28 条の取引義務の対象となる金融商品については取引施設及び組織的内部執行業者、その他の金融商品についてはその執行施設に対して取引執行のクオリティにかかわるデータを少なくとも年 1 回、無料で公表することを義務付けたほか、顧客に対しても、取引執行後に、取引の執行場所を通知することを義務付けている。また、顧客注文を執行する投資業者に対しては、金融商品のクラスごとに、前年に顧客注文を執行した取引施設のうち取引金額上位 5 社及び執行のクオリティにかかわる情報を年次で公表することを義務付けている⁸⁰。

6. 第三国の EU 市場へのアクセスを認めるための統一的な枠組みの導入

EU 市場への第三国企業のアクセスについての扱いは、現行 MiFID においては統一的なものではなく、加盟国はそれぞれ独自の枠組みを導入している。こうした状況を乗り越え、第三国企業に EU 域内での公平な競争の場を提供するために、MiFID II は、第三国の投資業者がプロ顧客及び適格カウンターパーティーにサービスを提供する場合の EU へのアク

⁷⁷ MiFID II 第 39 条、第 40 条、第 42 条。

⁷⁸ MiFID II 第 41 条。

⁷⁹ MiFID II 第 27 条。

⁸⁰ MiFID II 第 27 条第 3 項及び第 6 項。

セスにかかわる統一的な同等性評価の枠組みを導入した⁸¹。

このアクセスは、欧州委員会による同等性の決定で開始される。決定が採択された第三国企業は、加盟国に支店を設立することなく、EUにおけるサービス提供が可能となる。同等性評価が決定されて3年経過したのち、加盟国は、第三国投資者によるサービス及び活動の提供に対して国内規則を適用することが認められる。

第三国企業のための同等性評価のプロセスは、委員会によって主導される。同等性評価は成果に基づくものであり、このことは、第三国の規制・監督の枠組みがEU規制と同じ目的を達成しているかどうかを委員会が調査することを意味している。第三国の枠組みは、第三国の法体系の下で認可された投資者の正当性の認識のために実効的な同等性評価システムを提供する必要がある。

委員会が特定の第三国にかかわる同等性の決定を採択し、ESMAが第三国の所管当局と協力協定を締結すれば、第三国からの運営者はESMAに申請書を提出すればよく、ESMAに登録された後は、プロ顧客と適格カウンターパーティーに対して自由にサービスを提供することが出来る。

第三国企業によるリテール顧客へのサービス提供に関しては、第三国企業は加盟国の領土内に支店を開設しなければならず、加盟国は、引き続き自国の規則を適用することになる⁸²。しかし、加盟国が、リテール顧客への投資サービスの提供を意図する第三国企業に対して支店の設立を条件にそれを認める場合、第三国企業の支店は、MiFID IIに定められた統一的な要件を遵守しなければならないとされた⁸³。もっとも、その場合、当該支店は他の加盟国においてリテール顧客にサービスを提供することはできない。

さらに、投資サービスが顧客の排他的イニシアティブで提供される場合には、支店開設の要件は適用されない。しかし、顧客によるイニシアティブは、支店を通じることなく、顧客に新たな投資商品や投資サービスを提供する権限を第三国企業に与えるものではないとされている。

以上

⁸¹ MiFIR 第 46 条、第 47 条。

⁸² MiFID II 第 39 条第 1 項。

⁸³ 同条第 2 項。