

EU 証券規制の新潮流：MiFID をめぐる最近の動向*

佐久間 裕秋

はじめに

2007年11月1日、EUの金融商品市場指令 MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) が施行された。MiFID はEUの金融資本市場統合を前進させるものとして、監督当局のみならず、主要金融機関、市場サービス提供者、関連する実務家等の間で指令策定過程を含め施行以前から大きな関心をもたれてきた。同指令が MiFID という呼称が市場関係者間に広く使用されるに至ったこともその一つの表われと言える。MiFID をEU市場統合への歴史的な一大画期と見なする側からは、2007年11月1日を欧州金融資本市場の統合元年と前向きに捉える向きもある。一方で、とりわけ市場参加者の一部からは新たな法規制下における実務、業務面への影響を懸念する見地から、MiFID の影響を憂慮する見方も出ている。本稿では2007年11月施行となった MiFID をめぐる状況につき、導入の狙い、市場への影響、当局の対応等をめぐる議論につき検討を行うこととしたい。

1. MiFID の導入の背景

MiFID は、証券業に関する基本指令である1993年採択の投資サービス指令 ISD (Investment Services Directive) を全面改訂するものである。ISD は、共通免許 (シングル

パスポート) 制の導入や EU 域内の単一証券市場創出を目的とした、投資サービス業ならびに資本市場関連の証券規制の基礎となる EU 指令であった。ISD 以降、EU の証券市場めぐる環境は大きく変化した。単一市場計画は、EU 自身の政策として、金融サービスの域内市場と並ぶ車の両輪であるの通貨統合が99年に実現、21世紀へ向けて新たな局面を迎えるとともに、EU 政策以外の外部要因としても、同時期に証券資本市場における情報技術の発展、金融派生商品の発展、証券化など金融取引の高度化およびそれに伴う証券市場や資本市場システムの構造変化¹⁾が進んだことなどから、証券規制の枠組みの基本的な見直しが迫られることとなった。こうした状況を受け、EU では、2000年に金融サービス行動計画 FSAP (Financial Services Action Plan) を策定、2005年までの5年間を目処として、投資サービス業を含む金融サービス分野における42項目の優先課題の取組みを実施することとする目的を定めた。ISD についても、証券市場統合の実現へ向けて ISD が抱えている問題点の洗出しに努めると同時に、90年代以降の市場環境変化への対応も加えた ISD の全面改訂への取組みが進められ、2004年4月、MiFID 採択に至っている。この間、FSAP の42項目に含まれる諸指令、01年の UCITS 指令、02年のコングロマリット指令、03年の市場阻害行為指令と目論見書指令が採

* 本稿の作成にあたり、廣池学事振興基金より援助を受けたことを記し謝意を表したい。

1) 欧州内外にわたる証券取引所の合併、提携の活発化など (FESE 2008)。

表1 MiFID 関連年表

	基本戦略	証券関連指令 (国内法制化期限)	EU の動き	英米の動き
1993. 5				
1997. 12	単一市場レビュー			
1999. 1				
1999. 5	金融サービス行動計画 (FSAP) 公表			
1999. 6	ランファアルシー賢人委員会創設			
2001. 2	ランファアルシー報告			
2001. 6	CES, CESR 創設			
2001. 12		UCITS 指令 (03. 8. 13)		
2002. 1			単一通貨ユーロ導入	
2002. 7				
2002. 12		コングロマリット指令 (04. 8. 11)		
2003. 1		市場阻害行為指令 (04. 10. 12)		
2003. 11		目論見書指令 (05. 7. 1)		
2004. 4		金融商品市場指令 (MiFID) (07. 1. 31)		
2004. 4		公開買付け (TOB) 指令 (06. 5. 20)		
2004. 12		透明性指令 (07. 1. 20)		
2004. 12	FSAP (証券分野) の実施期限			
2004. 12	金融サービス政策白書2005-2010			
2005. 4		証券業自己資本比率指令 (06. 12. 31)		米国レギュレーション NMS 制定
2006. 6				
2006. 6				英国 FSA 協議文書 CP 公表
2006. 6				NYSE-Euronext 合併
2006. 8		MiFID 実施指令 (07. 1. 31)、同実施規則		
2006. 9			Turquoise 設立	
2006. 10			chi-x 設立	
2006. 11				米国資本市場規制検討委員会報告
2007. 3				21世紀の米国資本市場規制を考える委員会報告
2007. 11		MiFID 施行		

出所：各種資料により筆者作成。

表2 ランファルシー・リーグ・テーブル (2008.5.22現在)

指 令	国内法化 期 限	AT	BE	BG	CY	CZ	DE	DK	EE	IE	EL	ES	FI	FR	HU	IT	LT	LU	LV	MT	NL	PL	PT	RO	SE	SI	SK	UK	
市場阻害行為指令 (MAD)	2004. 10. 12	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK
MAD 施行指令2003/124, 125	2004. 10. 12	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK
(MAD) 施行指令2004/72	2004. 10. 12	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK
目論見書指令	2005. 7. 1	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK
金融商品市場指令 (MiFID)	2007. 1. 31	OK	OK	OK	OK	NC	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	CP	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK
MiFID 施行指令	2007. 1. 31	OK	OK	OK	OK	NC	OK	EX	OK	OK	OK	OK	EX	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	CP	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK
透明性指令 (TD)	2007. 1. 20	OK	OK	OK	OK	CP	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	CP	OK	OK	OK	OK	OK	OK	NC	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK
TD 施行指令	2008. 3. 8	EX	EX	EX	NC	EX	EX	EX	EX	EX	EX	OK	EX	EX	CP	NC	EX	EX	NC	NC	NC	NC	EX	EX	EX	EX	EX	EX	EX
未完了比率* (%)	4	0	0	0	0	38	0	0	0	0	0	0	0	0	13	0	0	0	0	0	13	38	0	0	0	0	0	0	0

出所：EU (2008)、CP：一部実施、NC：調査中、OK：確認済み、* 除く TD 施行指令

択、さらに MiFID 採択の04年には公開買付け (TOB) 指令及び透明性指令が採択されるなど証券市場関連の EU レベルの法令制定が急ピッチで進められた²⁾(表1)。

MiFID は投資サービス分野の基幹指令であり、投資サービス業、金融商品、取引手法等に亘る幅広い規制内容をカバーしている。指令自体も MiFID の本指令は04年4月に採択されたのち、06年8月に MiFID 実施指令および MiFID 施行規則が制定され、当初明確でなかった論点の補足と規定の明確化がなされている。MiFID の国内法制化期限については当初より遅れ07年1月に、MiFID 施行日は2007年11月1日とされた。一部の国で国内法制化の遅れが生じたものの施行は日程どおり開始され、2008年5月22日現在で未実施および部分実施が EU 域内27カ国中2カ国、このほか施行済み内容の EU 側での確認作業中が2カ国となっている (表2)。

2. MiFID の概要

2-1 MiFID の構成

MiFID は、MiFID 本指令、MiFID 施行指令、MiFID 施行規則の3本の法令から構成されている。MiFID 本指令は、ISD の改訂版として2004年4月に採択され、新たな投資サービス業規制の骨格が示された。これに続いて、06年8月に施行指令および施行規則が採択された。これらは本指令の骨組みに示された諸原則を、肉付けするもので具体的に加盟国における規制を法制化するための指針の役割を提示するものである。EU の法体系において「指令 (Directive)」は、各国における批准、国内法化により発効するものであり、「規則 (Regulation)」は国内法化を経ずして域内各国に直接適用されるものである。

MiFID においても EU 域内の規制として共有されるべき重要な部分については、直接適用を要するものとして扱われた結果として施行指令と施行規則の区分が設けられている。

こうした MiFID 指令の決定にはランファルシー・プロセスが適用されている。ランファルシー・プロセスは、EU の決定プロセスを「原則」と「細則」に分割している。「原則」についてはレベル1の決定事項として欧州評議会および議会で法制化し、実施に関わる専門的・技術的内容などを含む「細則」については、レベル2の決定事項として、権限委譲を受けた規制委員会および諮問委員会に基づき欧州委員会が決定するとされる決定方式である³⁾。このことは、評議会および議会の指令が、委員会の施行指令 (ないし委員会の施行規則) により実施されることを意味している。権限委譲は、委員会主導の決定を可能にし、指令の国内法化に際しての各国の解釈、裁量の余地を残すミニマム・ハーモナイゼーションから、EU ベースでの法規制の統合強化を図るマキシマム・ハーモナイゼーションへと大きく舵が切られることとなった (Wymeersch 2004)。

2-2 MiFID 指令

MiFID 本指令 (以下 MiFID 指令) は、上述のレベル1の指令で、4編73条と2付属書からなる。ISD の改定版としての枠組法の性格から、業法の基本である業務の定義、範囲、許認可、取扱商品の基本事項が定められている。一方、運営、市場規制や監督上の諸基準に関しては施行指令ならびに施行規則においてより詳細に具体的な法令が設けられている。

第I編「定義及び適用範囲」においては、まず対象となる投資サービス業ならびに金融商品が定義されている⁴⁾。投資サービス業者とは、付属書I「投資サービス、活動及び金

2) これら指令採択の迅速化には後述のとおり、ランファルシー・プロセスの導入と法制化におけるコミトロジー手続きの活用が大きく貢献したとされる。

3) これらの実施法令に関しては、規制委員会は、評議会ないし議会の決定を待たずに承認することができる。

表3 投資サービス、活動及び金融商品リスト（付属書 I）

投資サービス、活動	<ul style="list-style-type: none"> ① 金融商品の注文の受付及び取次 ② 顧客注文の執行 ③ 自己勘定売買 ④ ポートフォリオオマネージメント ⑤ 投資助言 ⑥ 金融商品の引受、コミットベースの分売 ⑦ 金融商品の非コミットベースの分売、売出 ⑧ MTF の運営 	<p style="text-align: right;">新規</p> <p style="text-align: right;">新規</p>
金融商品	<ul style="list-style-type: none"> ① 譲渡可能証券 ② マネーマーケット商品 ③ UCITS（集会的投資スキーム） ④ オプション、先物、スワップ、FRA、その他派生商品契約で証券、通貨、金利に関連するもの、もしくはその他の派生商品、金融指標、金融手段で現物もしくは現金で決済可能なもの ⑤ オプション、先物、スワップ、FRA、その他の派生商品契約でコモディティに関連するもので、現金で決済可能なもの、もしくは当事者いずれかの選択により現金決済が可能なもの ⑥ オプション、先物、スワップ、FRA、その他の派生商品契約でコモディティに関連するもので、現物決済可能なもので、規制市場もしくは MTF で取引されているもの ⑦ 上記⑥以外のオプション、先物、スワップ、FRA、その他の派生商品契約でコモディティに関連しかつ現物決済可能なもので、商業目的でないもので、認定清算機関における決済や追加証拠金を要件とするなど派生商品としての性格を有するもの ⑧ 信用リスク派生商品 ⑨ 金融差金決済契約 ⑩ オプション、先物、スワップ、FRA、その他派生商品契約で、天候、貨物輸送価格、排出権、インフレ率、その他公式経済指標に関連するもので、現金で決済可能なもの、もしくは当事者いずれかの選択により現金決済が可能なもの、及び上記以外の資産、権利、義務、指標、手段で、規制市場もしくは MTF で取引されているもの、認定清算機関における決済や追加証拠金を要件とするなど派生商品としての性格を有するもの 	<p style="text-align: right;">新規</p> <p style="text-align: right;">新規</p> <p style="text-align: right;">新規</p> <p style="text-align: right;">新規</p> <p style="text-align: right;">新規</p> <p style="text-align: right;">新規</p>
付随業務	<ul style="list-style-type: none"> ① 顧客勘定の金融商品の保護預利、管理、カストディ、現金・担保管理 ② 取引顧客の金融商品取引遂行に関わる信用供与、貸付 ③ 資本構成、事業戦略等への助言、企業合併買収に関わる助言、サービス ④ 投資サービスに関わる外国為替サービス ⑤ 金融商品取引に関連する投資調査、財務分析またはその他の形態の一般的推奨 ⑥ 引受けに関連するサービス ⑦ コモディティ派生商品の原資産に関わる投資サービス、活動及び付随業務 	<p style="text-align: right;">新規</p> <p style="text-align: right;">新規</p>

出所：EU（2004）

融商品」に定められている業務を営むものと は、投資助言と多角的取引施設 MTF される（表3）。投資サービス、活動として（Multilateral Trading Facility）の運営が新

4) MiFID 指令の条項等の訳出については、日本証券経済研究所（2007）を参考に適宜、加筆を行った仮訳であり、用語等の誤謬の責任は筆者にある。

たに盛り込まれた。金融商品では、従来の譲渡可能証券、マネーマーケット商品、UCIT、金融派生商品等のほか、コモディティ、信用リスク関連の派生商品が新たに加えられたほか、近時活発化している、環境や排出権、物価指数など指標にリンクした派生商品も取込まれるなど、金融商品の範囲が拡大した。また、付随業務として、投資調査、財務分析や投資推奨などの情報提供サービスが追加された(表4)。

第Ⅱ編「投資サービス業者の認可及び運営条件」では、認可の要件、業務運営の条件、投資業者の権利が規定されており、このうち、業務運営条件では、投資家保護および市場透明性確保、信頼性維持についての義務に関する諸条項が盛り込まれている。免許業者がEU域内において業務展開が可能となる「域内単一免許制度」、「母国認可主義」など点は従来からのISDの基本原則が踏襲される一方、顧客サービス提供に係る行為義務(第19条)、最良顧客条件による注文執行義務の規定(第21条)などの投資家保護規定や、投資業者の気配値および取引後情報(第27条、第28条)ならびにMTFの取引前及び取引後情報の開示(第29条、第30条)など市場機能の信認の維持と透明性の確保に関する原則が打ち出されている。この点についての具体的なルールについてはMiFID施行指令ならびにMiFID施行規則の中で規定されている。

第Ⅲ編「規制市場」では、規制市場の運営に関し投資サービス業者としてのMTF同等の規制対象として、許認可、運営要件や投資家保護、透明性維持などを求める内容となっている。規制市場の取引前及び取引後情報開示については詳細がMiFID施行規則において規定されている。

第Ⅳ編「監督当局」ではMiFIDの規定の遵守について責任当局を定め、各国当局間の有効な情報共有と協力関係を維持するものとされている。

2-3 MiFID 施行指令

MiFID 施行指令は4章52条からなるレベル2の指令であり、MiFID 指令で定められた基本的な枠組み法の具体的な実施基準の詳細内容が規定されている。第Ⅰ章「定義と範囲」では、指令の適用範囲や情報提供の適用条件などが、第Ⅱ章「組織要件」においては、組織、外部調達及び利益相反に関連する条項が置かれている。ここでは、MiFID 指令における組織要件、コンプライアンス、外部調達、顧客資産保護及び利益相反(第13条)や業務行為義務(第19条)についての詳細規則が定められている。第Ⅲ章「投資業者の運営条件」では、報酬、顧客への情報提供、適合性の評価、顧客への報告義務、最良執行、顧客注文の取扱い、適格取引主体等に関する基準を定めた条項が設けられている。ここでは、MiFID 指令における対顧客サービス提供時の業務行為義務(第19条)、最良顧客条件による注文執行(第21条)、顧客注文取扱規則(第22条)、適格取引先との取引執行(第24条)、顧客の保護(第13条)についての詳細が規定されている(表5)。

2-4 MiFID 施行規則

MiFID 施行規則は、MiFID 施行指令と同時に採択されたEU規則(regulation)であり、域内国において直接適用される。MiFID 指令の実効ある実施のためには域内国の法令化(transposition)による方法により最大限の調和化を図るものであるのに対し、MiFID 施行規則はEU域内の調和のとれた規制体制構築し、投資サービスの市場統合の促進と域内国間の取引の活発化により一層の市場統合を図ること(規則前文7項)を目的としている。第Ⅰ章「主題及び適用範囲」では、規則の適用範囲や取引定義が、第Ⅱ章「取引記録保持」では顧客注文、売買記録についての諸項目が定義されている。ここでは、MiFID 指令における組織要件の取引記録の維持(第13条)が具体的に規定されている。

第35条 適合性の評価	19(4)	
第36条 適切性の評価	19(5)	
第37条 適合性及び適切性の評価の共通条項	19(4) (5)	
第38条 規制市場の運営に重大な影響を及ぼす者に関する要件	19(6)	顧客サービス提供時の業務行為義務
第39条 小口顧客との合意	19(1) (7)	
第4部 顧客への報告		
第40条 ポートフォリオ管理業務以外の注文執行に関する報告義務	19(8)	
第41条 ポートフォリオ管理業務に関する報告義務	19(8)	顧客サービス提供時の業務行為義務
第42条 ポートフォリオ管理業務または偶発債務取引に関する追加報告義務	19(8)	
第43条 顧客の金融商品及びファンドの通知	19(8)	
第5部 最良執行		
第44条 最善執行基準	21(1)19(1)	最良顧客条件による注文執行義務
第45条 ポートフォリオの管理、注文の受領および取次ぎにおける投資会社の顧客利益の最善行動の義務	19(1)	顧客サービス提供時の業務行為義務
第46条 執行方針	21(3) (4)	最良顧客条件による注文執行義務
第6部 顧客注文取扱い		
第47条 一般原則	22(1)19(1)	
第48条 注文の集中及び配分	22(1)19(1)	顧客注文取扱い規則
第49条 自己勘定取引の集中と配分	22(1)19(1)	
第7部 適格取引主体		
第50条 適格取引主体	24(3)	適格取引先との取引執行
第8部 記帳		
第51条 記録の保持	13(6)	顧客資産の保護
第9部 2004/39/EEC 指令における用語の定義		
第52条 投資助言	4 (1) (4)	定義
第IV章 施行規則		
第53条 国内法化		
第54条 施行日		
第55条 指令対象国		

出所：EU (2006a)

第三章「取引報告」では取引報告内容や方法が定められており、これらは、MiFID 指令の記録保持及び報告義務（第25条）、域内国間の報告情報交換、協力（第56条、第58条）に関する具体的規定である。第IV章「市場透視性」では、規制市場、MTF ならびにシステムティック・インタラナイザーでの売買取引における価格透視性に関連について、関連する定義ならびに報告義務の詳細が規定されている。これらは、顧客注文取扱規則（第22条）、投資業者の気配値公表義務（第27条）、投資業者の取引後情報開示（第28条）、MTF の取引前・後透視性要件（第29条、第30条）、金融商品の取引認可（第40条）、規制市場の取引前・後透視性要件（第44条、第45条）に

ついでにの諸規定の詳細が定められている（表6）。

3. MiFID の特徴

3-1 競争促進－市場集中義務の撤廃

MiFID の目的は、EU 域内における法規制環境のレベル・プレイイング・フィールドを整備することにより、投資サービス業における単一市場化を進展させることである。MiFID では、投資サービス業の適用範囲が拡大され、幅広い市場参加者が多様な金融商品に関する投資サービスを提供することで、市場競争の促進を図られることが期待されている。

表6 MiFID 規制の概要

MiFID 規制	MiFID 指令上の 関連条項	内 容
第 I 章 主題及び適用範囲		
第 1 条 重要事項及び適用範囲		
第 2 条 定義		
第 3 条 ポートフォリオ投資内の個別株取引 および資産額加重平均価格取引		
第 4 条 参照取引日		
第 5 条 参照取引		
第 6 条 規制市場における新規上場認可		
第 II 章 取引記録保持：顧客注文及び取引		
第 7 条 顧客注文及び取引決定	13(6)	組織要件、取引記録の保持
第 8 条 売買記録	13(6)	
第 III 章 取引報告		
第 9 条 流動性に観みた最も関連する市場の 決定	25(3)	市場機能の信任維持、取引報告並びに記録保持 の義務、対当局取引報告義務
第 10 条 流動性に鑑みた最も関連する市場の 代替的な決定	25(3)	
第 11 条 金融商品のリスト 25	(3)	市場機能の信任維持、取引報告並びに記録保持 の義務、加盟国の報告義務
第 12 条 報告経路	25(5)	
第 13 条 取引報告書の内容 25	(3) (5)	市場機能の信任維持、取引報告並びに記録保持 の義務、対当局取引報告義務、加盟国の報告義務
第 14 条 取引に関する情報交換	25(3) (5)	
第 15 条 情報交換及び協力要請	58(1)	情報交換、加盟国当局間の情報交換
第 16 条 受入国規制市場運営上の重要事項の 決定	56(2)	協力義務、受入国母国当局間の協力
第 IV 章 市場透明性		
第 1 部 MTF 及び規制市場における取引前透 明性		MTF 及び規制市場の取引前透明性要件
第 17 条 取引前透明性義務 29, 44		市場モデル及び注文もしくは取引タイプに基づ く義務放棄
第 18 条 市場モデル及び注文もしくは取引タ イプに基づく義務放棄	29(2)44(2)	
第 19 条 相対取引への参照 29	(2)44(2)	
第 20 条 大規模取引に関する権利放棄	29(2)44(2)27(1)	
第 2 部 システムティック・インタナライザー の取引前透明性		
第 21 条 投資会社のシステムティック・インタ ナライザー決定基準	4 (1)(7)	定義、投資会社、システムティック・インタナ ライザー
第 22 条 流動株式の決定	27	投資者の気配値公表義務
第 23 条 標準市場規模	27(1)	システムティック・インタナライザーの気配値公 表義務
第 24 条 市場状況を反映する気配値	27(1)	システムティック・インタナライザーの注文執行、 取引制限
第 25 条 システムティック・インタナライ ザーによる注文執行	27(3) (6)	
第 26 条 小口取引規模	27(3)	システムティック・インタナライザーの注文執行
第 3 部 MTF、規制市場及び投資会社の取引 後透明性		
第 27 条 取引後透明性義務 28, 30, 45		投資会社の取引後情報開示及び MTF、規制市 場の取引後透明性要件
第 28 条 大規模取引の事後報告	28, 30, 45	
第 4 部 事前・事後取引透明性共通規定		
第 29 条 事前・事後取引透明性データの公表 及び利用可能性	27(3)28(1)29(1)44(1) 45(1)	システムティック・インタナライザーの気配値公 表及び注文執行、投資会社の取引後情報の開示、

第30条 事前事後取引データの公開	27, 28, 29, 30, 44, 45	MTF の取引前透明性要件、規制市場の取引前取引後透明性要件 顧客注文取扱い規則、顧客の指し値注文の開示 顧客注文取扱い規則、顧客の指し値注文の開示、システマティック・インタナライザーの気配値公表及び注文執行、投資会社の取引後情報の開示、MTF の取引前取引後透明性要件、規制市場の取引前取引後透明性要件 システマティック・インタナライザーの気配値公表及び注文執行、投資会社の取引後情報の開示、MTF の取引前取引後透明性要件、規制市場の取引前取引後透明性要件
第31条 顧客の指し値注文の開示	22(2)	
第32条 情報公開手続き	22(2)27, 28, 29, 30, 44, 45	
第33条 規制市場上場株式に関する計算及び推計	27, 28, 29, 30, 44, 45	
第34条 所要計算及び推計結果の効果及び公表	27, 28, 29, 30, 44, 45	
第5部 金融商品の売買認可		
第35条 譲渡可能証券	40(1)	
第36条 集会的投資契約の単位持分	40(1)	
第37条 派生商品	40(1) (2)	
第6部 金融派生商品		
第38条 他の金融派生商品の性質	4 (1) (2)	金融商品の取引認可 金融商品、派生商品の取引認可 定義
第39条 2004/39/EC 指令付属書 I C (10)に含まれる派生商品	4 (1) (2)	
第7部 施行規則		
第40条 再検査		
第41条 施行日		
付属書 I 表1 報告対象項目リスト 表2 当局使用項目		
付属書 II 表1 第17条に基づく開示情報 表2 大口注文の定義 表3 標準市場規模 表4 公表遅延基準		

出所：EU (2006b)

市場参加者については、投資助言を行う投資顧問や店頭市場の取引システムである MTF が追加されており、これらの投資サービスについて EU 単一免許の下でクロス・ボーダーの業務展開が可能となった。金融商品についても、金融関連以外の派生商品取引が対象とされたことにより幅広い投資サービスの提供が可能となった。

MiFID では、これら従来の投資サービス業に加え規制市場（取引所）が適用対象とされた。伝統的な取引所に代替する「多角的取引システム」である MTF の運営が投資サービス業の形態として付け加えられたことと相

俟って、EU 域内における取引窓口（trading venue）の多元化が実現した。また、MiFID では、市場集中主義義務が撤廃され、MTF とシステマティック・インタナライザー⁵⁾を取引窓口とする取引が許容されることとなり、市場横断的な競争環境が整備された。

3-2 投資家保護－最良執行原則

市場及びサービス提供の競争促進と同時に MiFID では、投資家保護、とりわけ小口個人投資家保護のルール強化が図られており、「最良執行原則」がその中心となっている。最良執行とは顧客にとり、最も有利な条件に

5) システマティック・インタナライザーの定義は次のとおり。投資業者が規制市場または MTF 外で、自己勘定により顧客注文を執行する場合で、①非裁量的な規則及び手順が確立している、②特定の取引システムまたは人員が配置されている、③継続的な顧客注文に対応している 3 基準に合致しているものこと。

よる注文執行を義務付けるものであり、市場集中制の撤廃に伴い、投資業者は利用可能な全ての利用可能な「取引窓口」の中で顧客にとり最大の利益となる市場において取引を行うことが求められる。この最良執行義務には、最良価格による注文執行という狭義の義務に止まらず、手数料費用、執行の迅速性、決済の確実性、取引規模、顧客特性等の広義の義務が含まれ、投資業者は可能な限り顧客にとり有利となるよう行動することが規定されている。

3-3 透明性改善－取引前透明性義務と取引後透明性義務

最良執行義務を実行する上で欠かせないのが市場の透明性である。MiFID は市場間競争の促進と投資業者の最良執行義務を導入するとともに市場透明性義務を課している。市場透明性には、売り気配・買い気配、注文残情報の公表などの取引前透明性義務と、注文執行に係る価格、数量、時刻の公表などの取引後透明性義務がある。MiFID ではこうした事前事後の市場情報、規制市場のみならず MTF やシステムティック・インタナライザーにも詳細な開示を義務化しており、投資業者がこれら開示情報に基づき最良条件取引を実行することを求めている。また市場情報開示の改善により、市場横断的競争が活発化することで市場全体の効率性、流動性の改善につながる事が期待されている。

3-4 規制監督体制強化

投資家保護、透明性改善の実効性確保の上で、規制の遵守の監視、監督体制の整備が欠かせない。MiFID では、加盟各国に責任監督当局の指定を義務付け（指令第48条）、責任監督当局には幅広い監督、調査権限を付与することが認められている（指令第50条）。

さらに加盟各国の責任当局間において、情報の交換（指令第58条）を含む監督活動、調査活動上の協力が義務づけられている（指令第56条）。市場透明性義務の遵守状況を含め、幅広くかつ詳細な内容の取引報告と情報公開義務が課されることとなった（規制第13条、付属書 I）。

4. MiFID の欧州金融資本市場への影響

4-1 投資サービス業者

第1に、MiFID 導入による投資サービス業者のコンプライアンス負担の増大は避け難い。投資サービス業者は、最良執行原則、透明性義務、投資家保護など MiFID に準拠した法令基準の履行のため、取引執行、人員配置、報告体制、情報システム整備など、既存の組織体制の再構築を迫られることが必至であり、これらに伴い法令遵守の費用負担が巨額に上るものと見込まれている⁶⁾。費用増大の影響は、投資サービス業者自身のコスト削減や効率化努力と同時に、業務範囲の見直しや外部調達の利用を促進、企業間での提携、買収・合併など市場における合従連衡を活発化させ、MiFID を契機とした投資サービス業界における再編、市場における競争淘汰を加速させることが予想される。こうした動きは、投資サービス業者の業態の多様性や業務範囲や企業規模の相違等を考慮すれば個々への影響は必ずしも一様ではないが、従来の収益構造を所与とすれば、中小の証券業者等、収益基盤の弱体な業者への影響がより大きくなるものと考えられる。

第2に MiFID の持つビジネスチャンスの拡大効果である。コンプライアンス負担はコストの増大とされる一方で、MiFID 準拠の法令順守のためのサービス提供の機会を拡大するものと捉えられている。取引執行から決

6) 英国 FSA が行ったサーベイによれば、英国市場における MiFID 導入による投資サービス業者のコスト負担増は、初期費用が877百万ポンド～1,170百万ポンド、経常費用が年間88百万ポンド～117百万ポンドに上ると推計されている（表7）。

表7 MiFID 導入の費用

企業規模 (従業員数)	業者数	中位数 (ポンド)	総費用 (百万ポンド)
小 (~500名)	1575-2100	£10,350	£16.3-£21.7
中 (~5000名)	420-560	£250,000	£105-£140
大 (5000名~)	105-140	£7,200,000	£756-£1,008
合計			£877-£1,170

出所：FSA (2006), p. 15

済、当局報告に至る MiFID 標準の取引システムの構築には情報システム基盤の整備が不可欠であり、大手投資銀行など一部投資サービス業者では効率的な情報システムの構築が、商品や顧客サービス面で他社との差別化を図る上での有効な手段との位置づけ、規模の経済を追求する観点から、競争力強化のための IT 投資を大規模に展開する動きもある。

第3は、プライベートバンクなど小規模の業者への影響は限定的と考えられている。これらニッチプレーヤーは、投資ニーズの明確な限定された顧客に限定された商品、投資サービスを提供している、いわばエンド・ユーザーであり、現状においても MiFID 準拠に近似した取引実態であり、大規模な顧客基盤を有し新たなコンプライアンスのために多額の IT 投資を必要とする大手業者と異なり、追加的なコンプライアンスコストは軽微と見られている。

4-2 取引所

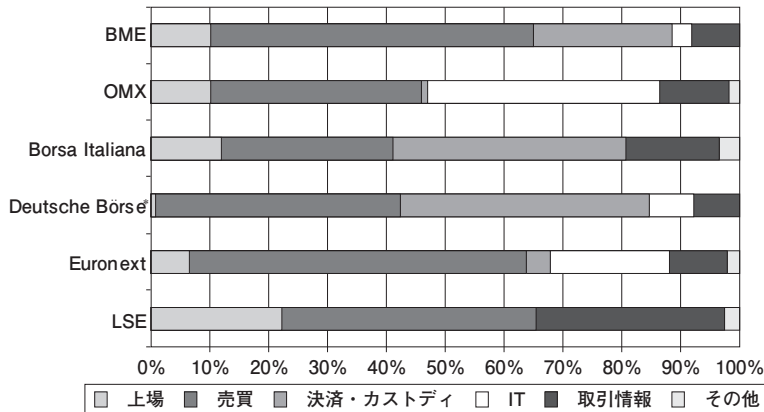
第1に、既存の取引所いわゆる規制市場は、市場集中義務の撤廃により、国内におけるドミナントな地位を失うこととなり、規制市場の収益減少は避け難い。規制市場は、MTF など他の取引チャンネルとの競争を余儀なくされると同時に、新たに EU 域内国の他の規制市場との競合関係に置かれることとなり、競争の加速は結果として上場や売買手数料引下げや取引シェア低下につながるものと予想

される。他方、規制市場は、情報技術の進歩を背景として、MiFID 導入の有無に関わらず ATS (代替取引システム) や PTS (私設取引システム) などの発達など、場外の証券売買システムと競争関係にあり、域内だけでなく欧米市場も含めグローバルな取引所統合再編の動きの中で競争力強化に努めている。MiFID の規制市場への影響の一定部分は、そうした現実の動きへの対応の中にすでに織り込まれているものと評価することができる。

第2に、取引所によって MiFID 導入の影響の程度は異なる。EU 域内の取引所は規模や業務範囲等の点で個々に差異があり、その収益構造も異なっており、MiFID に伴う競争環境の変化が取引所に与える影響も異なるものと言える。取引所の主な収入源は、①上場、②売買、③証券決済、④取引情報であるが、設立の経緯等により域内各国において取引所の収益構成は一律ではない。上場手数料や売買手数料が取引所間の競争により引下げ圧力にさらされるのは各取引所共通のことであるが、LSE のように取引情報収入の比重が高い取引所は、新たに参入してくる情報ベンダーとの競争を免れない。また Deutsche Börse や Borsa Italiana、BME などグループ内に証券決済部門を有する取引所も、MiFID を契機として新たに証券決済サービスに参入する市場参加者との競争は避けられず、業務範囲の再構築を迫られる可能性が高い (図1)。

第3に EU27カ国の中小規模な取引所への影響は甚大である。これら小規模取引所は自国内の市場シェアは一般に高いものの、MiFID 基準の取引システム開発のための情報投資負担を個々に行うことは大きな負担であり単独での存続は困難が予想され、他の取引所との提携、グループ化、統合など新たな再編の動きが加速するものと考えられる。

図1 主要欧州取引所の収益構成（2005年）



出所：Casey and Lannoo（2006）、

原典：各取引所年報

*EUREX の決済業務分は Deutsche Börse の売買業務に含まれる。

4-3 MTF

MiFID に準拠した取引システムの構築により、取引所との競争上優位に立とうとするの試みが MTF の設立である。EU においてはこれまで市場集中主義があり、システム取引の担い手は取引所が主体であったことから、EU 市場への新規参入の試みも一部行われてきたものの、米国のような電子取引ネットワーク ECN の大規模な発展を見るには至ってこなかった。しかし MiFID 後の新たな規制環境の下で、取引所横断的な新たな取引プラットフォームの成功への期待の高まりを背景に、MTF プロジェクトの創設が続いている。CESR 認定の MTF は MiFID 発効の 2007 年 11 月 1 日には 84 社から 117 社（2008 年 6 月現在）まで増加している。認定 MTF は、債券ではソブリン債のプラットフォームとして成功を収めてきた EuroMTS、株式ではドイツの自由市場（Freiverkehr）や英国の AIM（Alternative Investment Market）など規制市場外の株式取引市場などが含まれている。国別では英国が 66 社で最も多く、以下ドイツ 13 社、ベルギー 7 社、フランス 6 社の順となっている（表 8）。

取引所との競合関係の観点から特に注目されるのが、上場株を対象とする新規の MTF

設立の動きである（表 9）。2006 年 9 月には欧米の主要証券会社、投資銀行 9 社により Project Turquoise が、10 月には ECN 大手の Instinet 社により Chi-x が設立された。これらの取組みが今後どこまで取引所との競争において成功を収めるかは、現時点では未確定であり市場における見方も分かれている。欧州株式市場における売買高（シェア）を見ても Turquoise の Chi-x が 126 億ユーロ（0.65%）と規模の点からは、創業初期段階にあるとは言え、現状極めて限定的である。ただ、一部の銘柄ながら既存取引所の売買シェアを奪うなど、MTF プロジェクトの潜在力、今後の展開への期待を窺がわせる動きも認められる。また、店頭株取引に特化した Merkit Boat システムを経由する株式取引が 3,421 億（17.5%）と急速に成長し一定の市場シェアを占めるに至っている先行事例の存在も注目される。このほかベルリン取引所が独自に、Easdaq の流れをくむ Equiduct の運営に乗り出していることや米系の BATS が 2008 年秋を目処に参入を予定していることも注目される。

MTF の成功にとり重要なのは市場流動性の確保である。低コスト化や高速化を武器に新規参入の MTF が取引を拡大できたとして

表8 MTFの国別一覧

国名	社数	名称	監督当局
英国	66	BGC BROKERS LP, INSTINET BLOCKMATCH, BONDSCAPE, ICAP BROKERTEC PLATFORM, JP MORGAN CAZENOVE CANTORCO 2E, CHI-X EUROPE LIMITED, EUROCREDIT MTS, CREDITEX REALTIME, EUROMTS, CANTOR SPREADFAIR FXMARKETSPACE LIMITED, GFI CREDITMATCH, GFI FOREXMATCH, GFI ENERGMATCH ICAP HYDE DERIVATIVES TRAYPORT PLATFORM, ICAP ISWAP PLATFORM, ICAP HYDE TANKER DERIVATIVES LIMITED ICAP ENERGY TRAYPORT PLATFORM, ETC/BROKERTEC PLATFORM, ICAP SECURITIES, MTS IRELAND EUROMTS LINKERS MARKET, LIQUIDNET EUROPE, EUROGLOBAL MTS, MARKETAXESS EUROPE LIMITED MF GLOBAL ENERGY MTF, MTS AUSTRIA, MTS GREEK MARKET, MY TREASURY, NEWEUROMTS EURO-MILLENIU (NYFIX), PREBON CDS (SECURITIES), MTS QUASI-GOVT MARKET, Q-WIXX, MTS ISRAEL REUTERS TRANSACTION SERVICES LIMITED, SHAREMARK, SPECTRONLIVE TRAYPORT, SWAPSTREAM TULLETT PREBON ENERGY (TREASURY & DERIVATIVES), TULLETT PREBON ENERGY - (UK) TULLETT PREBON PLC - TULLETT PREBON ENERGY, TRADEBLADE (SECURITIES) TRADEBLADE (TREASURY & DERIVATIVES), TULLETT PREBON PLC - TP TRADEBLADE, TRADITION CDS TFS GREEN SCREEN, TFS VARIANCE SWAPS SYSTEM, VOLBROKER, EUROBENCHMARK T-BILLS MARKET TULLETT PREBON PLC - TP CREDITDEAL, TULLETT PREBON PLC - TP REPO, TRADEWEB / THE TRADEWEB SYSTEM MTS CEDULAS MARKETS, MTS SLOVENIA, WCLK PLATFORM, ALTEX-ATS, AIM, LONDON STOCK EXCHANGE - AIM LONDON STOCK EXCHANGE - MTF, PLUS MARKET GROUP - PLUS-TRADED MARKET PLUS MARKETS GROUP - PLUS-QUOTED MARKET, THE PLUS-QUOTED MARKET, THE PLUS-TRADED MARKET SWX EUROPE LIMITED	FSA
ドイツ	13	BÖRSE BERLIN-BREMEN (FREIVERKEHR), DUESSELDORFER BÖRSE (FREIVERKEHR) DUESSELDORFER BÖRSE QUOTRIX (FREIVERKEHR), FRANKFURTER WERTPAPIERBÖRSE (FREIVERKEHR) MTS DEUTSCHLAND AG, HANSEATISCHE WERTPAPIERBÖRSE HAMBURG (FREIVERKEHR) BÖRSE MÜNCHEN (FREIVERKEHR), BADEN-WÜRTTEMBERGISCHE WERTPAPIERBÖRSE (FREIVERKEHR) FRANKFURTER WERTPAPIERBÖRSE XETRA (FREIVERKEHR), EUREX BONDS GMBH, EUREX REPO GMBH, TRADEGATE AG	BaFin
ベルギー	7	ALTERNEXT, MTS BELGIUM, MARCHÉ LIBRE, MTS DENMARK, MTS FINLAND TRADING FACILITY, VENTES PUBLIQUES	CBFA
フランス	6	NYSE EURONEXT - ALTERNEXT PARIS, MTS FRANCE SAS,	

EU 証券規制の新潮流：MiFID をめぐる最近の動向

		ALTERNATIVA FRANCE、BLUENEXT DERIVATIVES NYSE EURONEXT - MARCHE LIBRE PARIS、POWERNEXT	AMF
イタリア	5	E-MIDER、EUROTLX、HI-MTF、MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE、BOND VISION CORPORATE	CONSOB
スペイン	4	MERCADO ALTERNATIVO BURSATIL、MTS SPAIN SA、 LATIBEX、SISTEMA ESPAÑOL DE NEGOCIACION DE ACTIVOS FINANCIEROS	CNMV
アイルランド	3	ALTERNATIVE SECURITIES MARKET、IRISH ENTERPRISE EX- CHANGE、POSIT	IFSRA
スウェーデン	3	FIRST NORTH STOCKHOLM、NORDIC MTF、AKTIETORGET	Finansinspektionen
オーストリア	2	AUSTRIAN ENERGY EXCHANGE、WIENER BÖRSE AG DRITTER MARKT (THIRD MARKET)	FMA
デンマーク	1	FIRST NORTH	Finanstilsynet
エストニア	1	ALTERNATIVE MARKET FIRST NORTH IN ESTONIA	Finantsinspektsioon
ギリシャ	1	ATHENS EXCHANGE ALTERNATIVE MARKET	HCMC
ルクセンブルク	1	EURO MTF	CSSF
リトアニア	1	FIRST NORTH LITHUANIA (ALTERNATIVE MARKET)	LSC
オランダ	1	NYSE EURONEXT - ALTERNEXT AMSTERDAM	NL AFM
ポーランド	1	MTS POLAND	Polish FSA
その他	1	FIRST NORTH	FME
合計	117		

出所：CESR、MiFID データベース (<http://mifiddatabase.cesr.eu/>) より作成。

表9 主要 MTF の概要

名 称	設 立	所在地	出 資 者	取扱商品	対象国	決 済
Turquoise	2006. 9	ロンドン	BNP Paribas, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société Générale and UBS/ Merkit	Euronext, OMX, IrishSE, Dbörse, LSE, Borsa Ita- liana, OsloBors, SWX, Wiener Börse 1500銘柄	AU, BE, DK, FI, FR, DE, IR, IT, NE, NO, PO, SE, SW, UK	EuroCCP
Chi-x	2006. 10	ロンドン	Instinet/野村証券	LSE, OMX, Euronext, Dbörse, OsloBors, SWX 384銘柄, ETF 5 銘柄	DE, NE, UK, FR, SW, SE, FI	EMCF
Equiduct	2007. 9	ベルリン	Easduct/ベルリン取引所	LSE, Euronext, Dbörse 銘 柄	UK, FR, DE	Clearent

出所：各社 website を基に作成。

も、既存取引所との取引シェアを大きく奪えるかは未知数である。他方、MTF 参入に伴う取引場所の多様化現象が市場の分断化、流動性の減少を招き、むしろ市場の非効率化を懸念する声もある。MTF の参入は、MTF、取引所双方において手数料コストの低減や取引サービスの向上など個別の経営努力を迫る

ものであると同時に、業態横断的な規模の経済の利益を求める合従連衡への圧力を高めるものと言える。MTF のプレゼンスの拡大は、そうした EU における投資サービス市場の再編の誘引となるものであり、中長期のタイムスパンにおける再構成のプロセスを経てより効率的な市場の構築につながるものとの

表10 システムティック・インタナライザーの国別一覧

国名	社数	社名(母国)	監督当局
英国	6	Lehman Brothers International Europe (米国) Citigroup Global Markets Limited (米国) Citigroup Global Markets U. K. Equity Limited (米国) UBS Ltd (スイス) UBS AG (London Branch) (スイス) Credit Suisse Securities Europe Ltd (スイス)	FSA
ドイツ	2	Deutsche Bank Aktiengesellschaft, Frankfurt/Main, Germany Deutsche Bank Aktiengesellschaft, London Branch, United Kingdom	BaFin
デンマーク	2	Danske Bank Nordea Bank Danmark A/S	Finanstilsynet
オランダ	1	ABN AMRO (London Branch)	NL AFM
合計	11		

出所：CESR、MiFID データベース (<http://mifiddatabase.cesr.eu/>) より作成。

期待が持たれていると言えるだろう。

4-4 システムティック・インタナライザー

システムティック・インタナライザー SI は MiFID において新たに導入された取引主体の概念で、「規制市場または MTF 外において自己勘定で顧客注文を、組織化され継続的にシステムティックに執行する投資サービス業者」であり、主にリテール顧客向けに、売気配、買気配を公表するマーケット・メーカーを意味している。MiFID が取引前・取引後透明性要件など一定の条件の下ながら SI を新たな適格な取引場所 (trading venue) として認定したことにより、投資サービス業者は顧客注文を取引所等に注文を回送せず自社内で執行することも可能となった。SI が MTF の運営と並んで、新たな形態の取引プラットフォームとして金融機関の戦略上選択の幅を拡大するものと言える。規制市場並みの気配値の公表を維持する体制やコストの問題などから、SI 化の可能性は大手投資銀行等に限定されるものと考えられるとは言え、流動性の高い銘柄を中心に自己勘定取引化の進行により取引所取引の空洞化、非仲介化の動きが加速することが考えられる。CESR 認定の SI は現在 11 社 (2008 年 6 月現在) で、国別では英国が 6 社、以下ドイツ、

デンマークが各 2 社、オランダが 1 社となっている。また英国は Lehman Brothers、Citi、UBS、Credit Suisse と全てが外資系によって占められている (表10)。

MiFID 指令においては、プロ顧客に関しただし書き規定が設けられている。すなわち SI は「プロ顧客に対し、公表された気配値より有利な条件で注文執行を行うことができる」(第27条第3項)とされている。プロ顧客とは①金融機関、②資産等一定規模以上の大企業、③政府ならびに中央銀行、④機関投資家 (付属書 II) のことであり、リテール顧客とは異なる基準の取扱いが認められている。プロ顧客との間で、特に大口や市場実勢に柔軟な取引を容認したことの背景には、プロ向けに投資業者自身の社内におけるマッチングより注文約定の処理を完結させる内部クロッシング取引の増加がある。こうした社内流動性、いわゆる「ダークプール」を利用した取引は、投資家にとっても価格改善効果のほか、取引の市場インパクトを減殺する効果があるものと期待されており、さらに、より高度のシステムを用いた取引モデルを可能とするアルゴリズム売買へのニーズの高まりからも、ダークプール取引が重視されつつある。BNPParibas の BIX (BNP Internal eX-change)、Citi の CitiMatch、Credit Suisse

の AESCrossfinder、Goldman Sachs の SIGMASM(Europe)、Merrill Lynch International の X-ACT、UBS の UBS Price Improvement Network (UBS PIN) など大手投資銀行を中心としたダークプール事業の拡大の動き⁷⁾も注目される (Lee 2007)。

5. 監督規制をめぐる論議

5-1 CESR の取組課題－レベル3 指令

MiFID の導入は、それ自身 EU の投資サービス市場の法規制体系に大きな変革をもたらすものであることは事実であるが、実務面に亘る規制調和化に基づく実効性ある市場統合へ向けての作業は出発点に立ったばかりである。CESR では、レベル2 指令である MiFID の発効と各国における批准、国内法令化を受けて、MiFID の円滑な執行が技術的、実務的に実行可能となるよう、各国の専門家からなる委員会 (MiFID Level 3 Group) を設立し、標準化、勧告提示、指針策定など法令の適用に関わるレベル3 の議論に入っている。具体的には、MiFID 指令に規定されている取引などの定義明確化など EU 委員会報告の要請に基づくもの、MiFID 後の市場に関する分析作業やデータの加工・公表用フォーマットの共通化など関連する特定テーマに基づくものがある。また法令解釈への疑問を解消する有効な手段として MiFIDQ&A システムの導入も高い優先度が与えられており、MiFID の市場への迅速な定着へ向けた試みとして注目される。

5-2 規制監督体制の課題

CESR では MiFID を含む EU レベルの法規制の加盟各国におけるタイムリーかつ適切な導入と、共通かつ統一的な法令の適用および域内の規制調和化の促進を目的として Re-

view Panel を設置している。この Review Panel は CESR の副議長が議長を務め、加盟各国の監督当局もその活動に参画することが求められている。また Review Panel は、自己評価、相互評価 (Peer Review)、監督規制の現状調査 (mapping) や展望調査などの手段を通じ規制監督の調和化の実現を図ることが期待されている。しかしながら、こうした取組みは EU 域内に法規制の調和へ向けた有効な試みとしての評価の一方で、各国監督当局間の権限相違、責任範囲の問題、加盟各国における法的強制性の困難等の問題が指摘されており、EU 域内の監督当局間の協力と規制の調和化に基づく規制監督体制の構築には多くの課題が残されている。

5-3 EU 証券監督機関の将来像

MiFID の国内法制化の進捗は EU 域内の共通ルール導入の観点からは投資サービス市場の統合を大きく進展させた。他方、CESR が志向する分権的な監督規制では、調和化されたルールの下で各国個別の監督機関の監督権限が各国に委ねられている点では従来と同様である。したがって現状において一市場に多数監督機関という極めて分散化 (最大27カ国) したかたちの監督規制体制となり、より整合性の高い EU 証券監督体制の構築が必要との見方も強まっている⁸⁾。CESR では、CESR はあくまで EU 域内の監督者の代表からなる調整等を目的とするネットワーク機関であり直接の監督規制権限を有するものではなく、また資金やスタッフの面からも大規模な市場監視は困難なことから、CESR 自身が域内における監督機関として機能することはないとの否定的な見解を示している。国ごとに異なる複数の法体系を許容する現行の法規制構造の環境の下では、各国の国内法規制の EU 準拠からの逸脱や法令違反に対する罰則

7) SWX の Swiss Block、LSE の Baikal、Euronext の SmartPool など、取引所のダークプール設立による対抗の動きも活発化している (Financial Times 2008. 7. 21)。

8) 規制の分散化による脆弱な監督体制については「金融規制のバルカン化」を懸念する声も聞かれる。

適用における各国の格差の発生が排除できず、MiFIDがより詳細なルールベースの規制を志向するほど、EU証券監督機能の一元化さらにはEU版の証券監督機関創設へ向けての論議は高まるものと予想される。

5-4 大陸間規制監督当局対話

上述のようにCESRはEUにおける常設の証券監督機関としての地位を志向するものではないとの意思表明を行っている。ただ同時に米国—EU間の大陸間資本市場をめぐる政府協議の場において、CESRは米国証券取引委員会SECのEU側の交渉当事者として、EU各国の監督当局との調整役を超える重要な役割を果たしており、「EUの証券監督当局」の性格を対外的にはすでに有するに至っていると考えることができる。特にMiFID以降EUにおける金融資本市場規制の共通ルール、標準化がCESRにおける議論がリードするかたちで進行していることも、米国が強く意識せざるを得なくなっている背景となっている。具体的には、2005年のレギュレーションNMSの制定以降、米国の過度に厳格なルールベースの規制環境を嫌う資本市場が欧州に流出し、米国の資本市場規制のあり方を問い直す声が高まっていること挙げられる。例えば2006年11月には「資本市場規制検討委員会報告」が、さらに2007年1月には「21世紀の米国資本市場規制を考える委員会報告」が相次いで公表されるなどからも米国側の懸念の高まりが窺われる。米国の投資銀行のロンドン市場へのシフトやNYSEとEuronextの合併など米国・EU域内に止まらない大陸横断的な市場活動の広がりを背景に、米国とEUとの間の資本市場対話の重要性はより一層増しており、2007年4月には米—EUサミットにおいても、金融市場の規制監督システムに関する対話の強化で両者の認識の一致を見ている。大西洋横断市場(Transatlantic market)の拡大とともに、SECは市場規制ならび金融機関監督のあり

方について、EUの規制監督当局との協調的な行動や対話路線を取ることを迫られるに至っており、その結果、SECのカウンターパートであるCESRもEUの証券監督機関としての性格をより強めていくことも考えられる。

6. MiFID 後の課題

MiFIDの施行は、EUの証券規制監督に共通の枠組みを導入した点で投資サービス業における域内市場統合への大きな一歩であると言える。ただ各国における法制化は終点ではなく統合へ向けた新たな歩みの始点に過ぎない。MiFIDの規制、監督、報告などに亘る法令の具体的な実施に関わる基準や指針づくりの多くには未確定な部分が残されており、今後のCESRを中心とする作業に委ねられている。また、投資サービス業をめぐる市場環境は、情報技術革新、地域間・業態間競争拡大など、規制外の要因により大きく変革を余儀なくされている。これらを考慮すれば、MiFIDにおいて十分に対応がなされていない諸課題が今後、浮上してくることが考えられる。

それら課題のいくつかを挙げれば、第1には、株式やMTS等で取引される国債以外の債券などの金融商品についての透明性確保に関する規制のあり方の問題である。株式等と異なり流動性の低い金融商品についての事前透明性、最良執行義務を確保するのか大きな課題となるだろう。第2は取引場所の多様化に伴う流動性の分散化や取引の非取引所化(off-exchange)による価格情報の不透明化への対応の問題である。仕組み商品など投資家保護のための公正価格の把握ニーズは大である。第3は取引報告のためのインフラ整備の問題である。取引約定から執行、決済、受渡までの一連の流れを効率的に行うための情報システムインフラの構築は、効率的な市場監視の上からも喫緊の課題と言える。また、

より基本的な課題としては MiFID を含む EU 指令の遵守確保の上で、EU 域内の規制監督機関・体制の見直し、再構築も将来的な課題と言えるだろう。これら諸点を含め EU における今後の規制監督への取組みに注視しつつ MiFID 後の欧州資本市場の展開を考察することが肝要である。

(麗澤大学教授)

参考文献

- Abouhossein, Kian (2006), MiFID Report II, *European Equity Research*, JPMorgan, Sept. 12
- Aubry, Natalie and Michael Mckee (2007), MiFID: Where did it Come From, Where is it Taking Us?, *Journal of Banking Law and Regulation (JBLR)*, Issue 4, pp. 177-186
- Avgouleas, Emiliios (2007), EC Securities Regulation, A Single regime for an Integrated Securities Market: Harmonized We Stand, Harmonized We Fail? Part 1 and Part 2, *JBLR*, Issue 2, pp. 79-87 and Issue 3, pp. 153-164
- Casey, Jean-Pierre (2006), Bond market transparency: To regulate or not to regulate..., *ECMI Policy Brief*, No. 4, Dec.
- Casey, Jean-Pierre and Karel Lannoo (2006a), The MIFID Implementing Measures: Excessive detail or level playing field?, *ECMI Policy Brief*, No. 1, May
- (2006b), The MiFID Revolution, *ECMI Policy Brief*, No. 3, Nov.
- Center for the Study of Financial Innovation (CSFI) (2007), Principles in Practice—An antidote to regulatory prescription, Report of the CSFI Working Group on Effective Regulation
- Chirico, Alessandra (2007), Suitability and Appropriateness under MIFID: Faithful watchdogs' or 'terrible twins'?, *ECMI Policy Brief*, No. 9, Sept.
- Commission Bancaire, Financière et des Assurances (2007), Recent Developments in EU securities regulation, Brussels, 25 Oct.
- Commission on the Regulation of U. S. Capital Markets in the 21st Century (2007), Report and Recommendations, U. S. Camber of Commerce, March
- Committee on Capital Markets Regulation (2007), The Competitive Position of the U. S. Public Equity Market, Dec.
- Euromoney (2007), The Euromoney MiFID Handbook 2008
- EU (2004), 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/EC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, *Official Journal of the European Union*, L145/1, 30. 4. 2004
- (2006a), 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 operational conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive, *Official Journal of the European Union*, L241/26, 2. 9. 2006
- (2006b), 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 record keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive, *Official Journal of the European Union*, L241/1, 2. 9. 2006
- (2008), Lamfalussy League Table, Transposition of Lamfalussy Directives State of Play as at 22/05/2008, (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm#transposition)
- Federation of European Securities Exchanges (FESE) (2008), Industry Landscape, Apr. (http://www.fese.be/lib/files/Industry_Landscape_011007.pdf)
- Financial Services Authority (FSA) (2006), The overall impact of MiFID, Nov.
- Haas, Francois (2007), The Market in Financial Instruments Directive and The Transformation of Europe's Capital Markets, *IMF Country Report*, No. 07/259, July
- Lannoo Karel (2007), MIFID and Reg NMS—A test-case for 'substituted compliance'?, *ECMI Policy Brief*, No. 8, July
- Lee, John eds. (2007), *The Trade* 14, Oct.-Dec.
- Pankoke, Stefan (2007), International and European cooperation standards in securities regulation, *BaFin Quarterly*, Q2/07, pp. 6-9
- Penn, Bob (2007a), Markets in Financial Instruments Directive ('MiFID'): conduct of business, *Journal of International Banking and Financial Law (JIBFL)*, Jan. pp. 20-23
- (2007b), Markets in Financial Instruments Directive ('MiFID'): best execution, *JIBFL*, Feb. pp. 84-86
- (2007c), Markets in Financial Instruments Directive ('MiFID'): convergence of exchange and broker regulation, *JIBFL*, March, pp. 155-159
- Prada, Michel (2007), Globalisation and financial services regulation in Europe and beyond, APCIMS Annual Conference, London, AMF, 17 Oct.
- Skinner Chris ed. (2007), The future of investing in Europe's market after MiFID, Wiley Finance Series, John Wiley & Sons, Chichester
- Speyer, Bernhard and Walter, Norbert (2007), Towards a new structure for EU financial supervision, *Financial Market Special EU monitor*, Deutsche

- Bank Research, 48
- Tafara, Ethiopis (2006), European Regulatory Convergence-The importance of Context, U.S. Securities and Exchange Commission Speech by Staff, European American Business Council, Washington, D. C., 20 Oct. (<http://www.sec.gov/news/speech/2006/spch102006et.htm>)
- Vanek, Florian (2008), MiFID-impact on the competition between the stock exchanges and other players, Wiener Börse, 19, June (<http://www.hanfa.hr/uploads/20070618140624.ppt>)
- Wymeersch, Eddy (2004), Developments in European Financial Regulation, *Working Paper Series*, Financial Law Institute, WP 2004-10, Dec
- 淵田康之 (2007), 米欧金融市場統合への機運、資本市場クォーターリー、野村資本市場研究所、冬、pp. 2-13
- 岩田健治 (2006), EUの新しい金融サービス政策から見た取引所再編、証券レビュー、日本証券経済研究所、46-11
- 神山哲也 (2007), EU金融商品市場指令の欧州資本市場への影響、資本市場クォーターリー、野村資本市場研究所、冬、pp. 50-65
- 日本証券経済研究所編 (2007)、新外国証券関係法令集 EU (欧州連合)
- 大橋善晃 (2007)、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一、証券レビュー、日本証券経済研究所、47-11
- 佐久間裕秋 (2004)、ユーロエリアの証券規制—市場・規制・戦略、麗澤経済研究、12-2

Summary

Recent developments of securities regulations in the EU: A New regime after the Mifid

Hiroaki Sakuma

The introduction of the MiFID, which is a revised version of former ISD, on November 1, 2007 has created a wider and deeper integration in the EU investment services markets, in respect not only of regulatory harmonization but also of enhanced competitions between market players of across the EU member countries. The regulatory convergence developments in the EU and its impact on the European capital market gather attentions from outside of the EU area including the US, as more integrated and efficient EU capital market is seen to have a potential to absorb the more investors and market players around world. Market players and institutional investors in the EU market are taking quick actions to adapt a new regulatory and supervisory environments as well as new market opportunities. This report is to examine what MiFID new regime would mean, benefit or cost to markets and market participants and to review what impact will be on the competitiveness of the European capital market.

(受付 平成20年7月13日)
(校了 平成20年9月1日)