

EUの「金融商品市場指令（MiFID）」と 最良執行義務

平成18年8月22日
大橋 善晃
（日本証券経済研究所）

EU の「金融商品市場指令 (MiFID)」と最良執行義務 (要約)

遅れ気味であった EU の市場統合への動きが加速することになりそうだ。

本年 6 月、EU は「金融商品指令 (The Market in Financial Instrument Directive, MiFID)」の実施細則案を公表した。周知のように MiFID は「投資サービス指令 (Investment Service Directive, IDS)」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 月に採択されたものであり、EU は 2006 年 4 月 30 日までにこれを国内法に置き換えるよう加盟各国に求めていたが、実施細則案の公表が遅れたこともあって、各国の対応は進んでいなかったとされている。そこで、EU は本年 4 月に修正指令を発出し、上記期限を 2007 年 11 月 1 日まで延長することとしたのであるが、今回の実施細則案の公表を契機として加盟各国による国内法の整備に拍車がかかると見られる。

本稿では、EU の新たな証券規制の柱となる MiFID について (実施細則案も含めて) 概観した上で、その中心とも言うべき最良執行義務の内容を紹介するとともに、イギリスの FSA が国内の関係者に向けて MiFID の最良執行要件を履行するにあたっての留意点と課題について詳細に論じているので、この FSA の見解もあわせて紹介する。

EU の「金融商品市場指令 (MiFID)」と最良執行義務

日本証券経済研究所
専門調査員 大橋 善晃

はじめに

2006 年 6 月、EU は「金融商品市場指令」(The Market in Financial Instruments Directive: MiFID) の実施細則案¹を公表したが、この EU の公表に先立つ同年 5 月、イギリスの FSA はいち早く「MiFID の最良執行要件の履行」と題するディスカッション・ペーパー²を発売している。MiFID の最良執行要件に関する規定は MiFID の柱の一つであり、加盟各国の関心も高いということがその背景にあるようだが、FSA は 2002 年 10 月にすでに独自の最良執行に関するコンサルテーション・ペーパーを公表している³ことから、統一的な欧州独自の要件を導入しようとしている EU の最良執行要件との整合性を考慮せざるを得ず、それがこうした FSA の迅速な動きにつながったものとみられる。

MiFID の最良執行に関する規定は、後述するように大部なものではない。従って、それを履行するに際しては、加盟各国の実態に照らし合わせて具体的にどのように履行するのかを検討する必要がある。FSA のディスカッション・ペーパーはこうした趣旨にもとづいて発売されたものであり、われわれが MiFID の最良執行要件の内容を理解する上での参考になるのではないかと思われる。

本レポートでは、EU の資本市場統合の流れの中で、MiFID がどのような位置づけを占めるのかを概観した上で、EU の最良執行要件について紹介することにしたい。

1. EU の証券規制と MiFID⁴

(1) EU における証券規制の展開

2006 年 2 月 6 日付の EU プレスリリースによれば、欧州委員会は MiFID の実施細則 (implementing measures) に関する最終案を欧州議会と欧州証券委員会 (ESC) に送付

¹ 正式名称は 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 purposes of that Directive”, Commission of the European Communities, 6/02/2006.

² Financial Service Authority “Implementing MiFID’s best execution requirements”, Discussion Paper 06/3, May 2006.

³ Financial Service Authority “Best execution”, Consultation Paper 154, October 2002.

⁴ 第 1 章から第 2 章にかけての記述は次の文献に負うところが大きいことをお断りしておきたい。

『図説 ヨーロッパの証券市場 2004 年版』日本証券経済研究所、椎名隆一「EU 投資サービス規制市場指令案の公表(上)」『証券経済研究』第 41 号、2003 年 3 月、日本証券経済研究所、椎名隆一「EU 投資サービス規制市場指令案の公表(下)」『証券経済研究』第 42 号、2003 年 6 月、日本証券経済研究所。

した。

MiFID は、正式名称を「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」といい、1993年に採択された「投資サービス指令」(Investment Service Directive : ISD)に代わるものとして、2004年4月に採択された指令であるが、その目的は、投資家が一層容易にEUの境界を超えて投資を実行することができ、投資サービスが受けられるようにすること、証券会社がEUの域内単一免許を利用する際の障害を取り除くこと、欧州における取引所間の競争を促進し取引分野を拡大すること、欧州全域にわたり投資家と投資サービスの利用者の適切な保護を確保することにあった。

少し歴史をさかのぼれば、EUの証券関連規制の体系が確立されたのは、1985年から92年にかけての単一市場計画(Single Market Program)を通じてのことであった。証券分野においては、この計画の下に証券会社に対する域内単一免許(single passport)制度が導入され、そこでは、免許・監督は証券会社の本拠がある加盟国の当局が行い(本国免許・監督)、受入国はそうした本国当局の規制を承認する(相互承認)。また、投資家保護や金融の安定性維持に必要な規制に関しては、最低限の規制をEUが統一的に決める(最低限の調和)こととされた。こうした枠組みの中で、前述のISDをはじめ、「適正資本金指令(CAD)」、「投資信託(UCITS)指令」など多くのEU法が一気に整備されたのである。

(2) 証券関連法体系の全面的な見直し

その後1990年代後半に入り、EUは証券関係法の全面的な見直しに着手する。その最大の背景はECにおける市場統合の一層の整備であり、1997年に欧州委員会は『単一市場レビュー』(Single Market Review)を公表し、その中で市場統合計画の中間総括を行うとともに金融分野での立ち遅れを指摘したが、これが1999年5月の「金融サービス行動計画」(Financial Services Action Plan : FSAP)⁵の立ち上げにつながることとなる。周知のように、FSAPは金融サービス部門の全分野を対象に、残存する障壁を特定し、その最終的な除去を目指す計画であり、4つの「戦略目標」を掲げて、それぞれの戦略目標ごとに合計42項目の具体的な措置が定められたが、その中で重要な措置の一つとして掲げられたのがISDの見直しを前提とした「投資サービス・規制市場指令」の策定であった。

1993年に採択されたISDは、EUに拠点を持つ証券会社(investment firm)に対して、域内での自由な支店設置や国境を越えたサービスの提供を認める域内単一免許と、域内の取引所会員権の取得や取引所への自由なアクセスを定めたものであった⁶が、90年代後半における証券関連法体系の全面的な見直しの中で、このISDの見直しが課題として取り上げられ、欧州委員会による見直し作業の着手がFSAPの重要な措置の一つとして掲げられる

⁵ FSAPについては、日本証券経済研究所ホームページのトピックスにおける拙稿「EUの新たな金融サービス政策」(平成18年4月4日)でも取り上げている。

⁶ ISDの条文構成を付録1として巻末に掲載したので参照されたい。

ことになった。この見直しの背景としては、以下の諸点が指摘されている⁷。

証券会社に与えられる域内単一免許の実効性に問題があったこと。その典型的な障害がビジネス行為義務(conduct of business obligations)に関するものであり、ISD では、行為規範の施行・遵守の監督は受入国の責任とされていたが、これが単一免許を利用して証券会社が国境を越えてサービスを提供する際の残存障壁となっていた。

投資家保護の原則が、新たなビジネスモデルの出現、市場慣行とそれに関連するリスクに照らして時代遅れになりつつあった。

対象とするサービスが投資家主導型のサービス(投資助言など)を十分にカバーできていなかった。

取引所が相互に、また新しい取引執行システムと競合する状況を織り込んでいなかった。

市場集中原則の有無などの市場構造に関して各国の裁量に委ねられている選択的アプローチが採用されることにより、統一的で競争的な取引インフラの形成が阻まれてきた。

所轄当局の指定と当局間の協力に関する規定が曖昧であった。

一部の規定が柔軟性を欠き時代遅れになっていた。

これを受けて欧州委員会は 2001 年 11 月に指令修正の基本方針を定めた「投資サービス指令のための通達」を発出し、その後 2 度の公開諮問を経て 2002 年 11 月に「投資サービス・規制市場指令(案)」⁸を ISD の最終改定案として公表した。この最終改定案は、さらに欧州議会による修正(2003 年 9 月)、閣僚理事会による修正、欧州議会、閣僚理事会、欧州委員会の三者による協議を経て 2004 年 4 月に採択されたのであるが、それが以下に概説する「金融商品市場指令」(MiFID)である。

2 . MiFID の概要

MiFID は、71 項目からなる序文と 4 編 73 条の条文および付録で構成されている⁹。ISD が全条文 32 条であったのに対して大幅に条文が増え、内容的にも、ISD が業者法中心であったのに対して、MiFID には規制市場の共通規定(ハイ・レベル原則)が取り入れられ、規制の対象範囲が市場にまで拡大されたことが最大の改正点である。以下、この MiFID の内容について概観することにした。

(1) 効率的で透明かつ統合された金融取引インフラのための措置

ア . 規制市場の共通規定の導入

MiFID においては、規制市場(regulated market)の共通原則に関して、第 36 条が

⁷ 『図説 ヨーロッパの証券市場 2004 年版』前掲、44 頁。

⁸ 正式名称は、Proposal for a “Directive of the Parliament and of the Council on Investment Services and Regulated Markets, and Amending Council Directive 85/611/EEC and European Parliament and Council Directive 2000/12/EC”。

⁹ MiFID の条文構成については、付録 2 として巻末に掲載した。

ら第 47 条までの合計 12 条の条文が独立した第 編として導入された。第 編の内容は概略以下の通りである。

- ・ 加盟国は、第 編の条文を満たすシステムに対して、規制市場として認可する権限を持つ（第 36 条 1 項）。
- ・ 規制市場としての認可は、監督権を有する監督当局（competent authority）によって、市場運営者（market operator）および規制市場のシステムの双方が少なくとも第 編に掲げられた要件を満たしていると認められた場合に限り付与される（第 36 条 1 項、具体的な要件については第 37 条および第 38 条）。
- ・ 規制市場の準拠法は、規制市場の母国法である（同条 4 項）。
- ・ 加盟国は規制市場に対して、組織的要件として利益相反の防止措置、リスク管理体制、最良執行を可能とする取引ルールと方法の具備などを要請する必要がある（第 39 条）。
- ・ 加盟国は規制市場に対して、金融商品の取引認可に関し明確で透明なルールを要請する必要がある（第 40 条）。
- ・ 加盟国は規制市場に対して、その会員権や市場へのアクセスについて透明で裁量的でないルール（transparent and non-discriminatory rules）を定め維持するように要請する必要がある（第 42 条 1 項、規則に盛り込むべき内容については同条 2 項および 3 項）。

イ．MTF をコア業務として位置づけ

代替的取引システム（Alternative Trading System：ATS）などの取引所以外の新たな取引システムに関して MiFID は、第 4 条 1 項 15 号において多角的取引施設（Multilateral Trading Facility：MTF）という定義をおき、それを（規制市場ではなく）証券会社のコア業務の一つに位置づける（付属書 セクション A (8)）とともに組織要件、取引監視、取引前・取引後の透明性に関わる規定などいくつかの独立した規定を導入した（第 14 条、第 26 条、第 29 条、第 30 条、第 35 条）。

第 4 条の定義によれば、MTF とは「システムの中で非裁量ルールに従い、第 編の条文に則って契約を行うという形で、多数の第三者が金融商品の買いと売りを持ち込み、証券会社あるいは市場運営者によって取引が行われている多角的なシステム」のことである。

ウ．市場集中義務の撤廃と取引所外取引の規制

ISD はその第 14 条 3 項において（小口）取引の市場集中義務の選択肢を規定していたが、MiFID ではその規定が削除されている。その代わりに、MiFID は、取引所外取引への規制を強化し、規制市場または MTF の規則とシステムの枠外で顧客注文を執行する場合には、顧客の事前同意が必要であるとした（第 22 条 2 項）ほか、取引所外取引についても（取引所取引と同様に）取引後透明性義務に服するものとした（第 28 条 1 項、2 項）。さらに、証券会社が顧客注文に対して自己勘定で応じたり、顧客同士の注文を内部で付

け合せて取引を成立させる行為である店内自己執行（internalization）については、上記のほかに、後述する利益相反規定（第 18 条）に服すべきことが定められている。

エ．市場の透明性と信認確保のための透明性義務の充実

MiFID においては、市場の透明性と信認を確保するための透明性義務が大幅に拡充され、証券会社（第 22 条 2 項、第 27 条、第 28 条）MTF（第 29 条、第 30 条）規制市場（第 44 条、第 45 条）のそれぞれについて透明性義務が規定された。とりわけ、IDS には規定がなかった取引前透明性義務が導入された（第 22 条 2 項、第 29 条、第 44 条）ことが特徴であるが、これは、市場集中義務が撤廃され、注文執行の多様化が進む中で、最良執行を確保するための当然の成り行きであったとされている¹⁰。具体的には、市場の状況によって顧客の指値注文（a client limit order）が直ちには執行できない場合、証券会社は、それを容易にアクセス可能な方法で他の市場参加者に公開し、注文を出来る限り早く執行できるようにする義務を負うという規定（第 22 条 2 項）組織的な店内自己執行者（systematic internalisers）に対する呼び値の開示義務に関する規定（第 27 条）などがこれに該当する。

（２）投資家保護に関する規定の強化

ア．単独の「利益相反」規定

EU においては、総合証券会社の業務拡大にともない、ブローカー業務とディーラー業務の混在とも言える店内自己執行が増加傾向にあり、それに伴って潜在的な利益相反の可能性が高まっていた。第 18 条の利益相反規定は、この動きに一定の歯止めをかけようとするものであった¹¹とされている。同条は、証券会社に対して、サービス提供の過程で起こりうるマネジャー、従業員、提携代理商（tied agents）を含む内部的な利益相反、彼らと顧客の間の利益相反、顧客同士の間での利益相反を回避するための組織上および業務上の合理的な措置を採ることを義務付け（1 項）それでも十分でない場合には、利益相反の可能性についてあらかじめ顧客に開示することを求めている（2 項）。

イ．ビジネス行為義務

ビジネス行為義務については、引き続き受入国当局がこれに当たる（第 19 条）ものの、同時に、コミットロジック（後述）を通じて、対象となるサービスや投資家の属性（プロとリテール）ごとにその実施細則を策定することで問題の解決を目指すこととされた（同条第 10 項）。

ウ．最良執行義務の明文化

取引執行のファシリティーの多様化や取引所外取引の拡大による価格分裂という現実
に直面して、証券会社に対して、顧客利益の確保のための積極的な最良執行の遂行を求
める声が高まる中で、最良執行のための明文上の規定が MiFID の第 21 条として定めら
れることになった。この最良執行義務については後ほど改めて見ていくことにする。

¹⁰ 椎名隆一「EU 投資サービス規制市場指令案の公表（下）」、前掲、250 頁。

¹¹ 椎名隆一「EU 投資サービス規制市場指令案の公表（上）」、前掲、184 頁。

エ．注文取り扱い規則の導入

最良取引と同様に、市場分裂のもとでは、顧客注文の公平な執行のためにはその処理方法についても一定の枠組みが必要になり、明文上の規定が置かれた（第 22 条）

オ．提携代理商規定の導入

EU における投資顧問業者や独立系フィナンシャル・アドバイザーの急増を背景に、提携代理商を雇用する場合の証券会社の義務に関して独立した条文が設けられた（第 23 条）。同条 1 項は、証券会社による提携代理商の採用について、証券会社のサービスプロモーション、業務支援あるいは顧客注文の受注と回送、金融商品の売り込み、当該証券会社が提供する金融商品とサービスに関する助言の提供を目的とする場合にそれを認めるとしている。ただし、採用した提携代理商の活動に関しては、作為・不作為を問わず、委託者である証券会社が全責任を負わなければならない（同条 2 項）とされた。

カ．適格カウンターパーティー概念の導入

金融機関同士あるいは取引専門業者同士の取引のように、顧客へのサービスを含まないプリンシパル対プリンシパルの取引形態に関する業者義務については、ISD に明示的な規定がなかったため、この点を明確にするために、MiFID 第 24 条に独立した規定が設けられた。同条第 1 項は、「適格カウンターパーティー」（eligible counterparties）との取引については、ビジネス行為義務（第 19 条）最良執行義務（第 21 条）および顧客注文取り扱い規定（第 22 条 1 項）は原則として適用されないとしている。この場合、適格カウンターパーティーとして認められるのは、証券会社、信用機関（credit institutions）、保険会社、投資信託（UCITS）とその管理会社、年金基金とその管理会社、加盟国の国内法等のもとで認められあるいは規制されているその他の金融機関である（同条 2 項）。ただし、上記の対象者であっても、基本契約の形で（on a general form）あるいは取引ごとに（on a trade-by-trade base）「適格カウンターパーティー」として取り扱われないうように要求する権利を有する（同条第 2 項）。また、証券会社は「適格カウンターパーティー」としての取り扱いを希望する者から、その旨の同意書を取り付ける必要がある（同条 3 項）とされた。

（3）規制対象業務および商品範囲の拡大

MiFID は、証券会社のコア業務として新たに投資助言（Investment advice）と MTF の運営（Operation of Multilateral Facilities）を付属書「サービス、業務、金融商品リスト」のセクション A「投資サービスおよび業務」に盛り込んでいる。また、投資調査と財務分析（Investment service and financial analysis）が新たに付随サービス（Ancillary services）として付属書 セクション B に盛り込まれた。

一方、対象金融商品の範囲については、新たに商品デリバティブ（付属書 セクション C (5)(6)(7)）とクレジット・デリバティブ（付属書 セクション C(8)）が加えられている。

(4) その他¹²

ア．自己勘定取引(ディーリング)関連規定の導入

第4条1項6号で自己勘定取引(Dealing on own account)に関する定義が設けられ、その業務を認可された業者は、もっとも流動性のある株式の小口取引に関するビッド&オファー価格を開示する義務を課されることとなった。ただし、取引能力が限られた証券会社はその義務を免除されている(第27条1項)。

イ．プロ・アマの区別の明確化

第4条1項11号でプロ顧客(Professional client)、12号でリテール顧客(Retail client)の定義が設けられ、プロ顧客とみなす顧客類型については付属書 のなかで具体的に言及された。リテール顧客とはプロ顧客以外の顧客を指すと定義されている。こうしたプロ顧客の類型の明確化によって、母国と受入国で顧客保護の取り扱いが異なるために二重のビジネス行為義務の適用を受けるというような問題を回避することが可能となった。

ウ．証券会社による他国の清算・決済機関へのアクセス権の明確化

第34条で、証券会社が、他の加盟国所在の清算・決済システムや中央カウンターパーティー(central counterparty)にアクセスし、それを利用する権利が明確化された。これによって、証券会社はコストや効率性およびサービスの質の観点から決済を行う国・場所を自ら選択することができるとともに、法的な煩雑さを伴うクロスボーダー取引の回避が可能になった。また、取引所外取引に関する清算・決済についても同様のアクセスが可能となった(第35条)。

3．MiFID 実施細則案の概要

(1) ラムファルシー方式における MiFID 実施細則案の位置づけ

欧州経済の ITC 化のための戦略目標を定めた 2000 年 3 月のリスボン特別欧州理事会を受けて、証券分野では、同年 6 月にアレクサンドル・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)が設立され、EU 証券規制体制の抜本的改革のための提案がなされた。

2001 年 2 月に出されたラムファルシー委員会の最終報告書¹³では、4 つのレベルからなる新しい EU の証券立法・政策実施プロセスを定め、その迅速化と柔軟化を図ることが提言されている。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を指す。ここでは、新たに行おうとする個別の立法提案の大枠の原則とレベル 2 における施行権限が確定される。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

¹² 第 編(監督当局)、第 編(最終規定)については割愛した。

¹³ “FINAL REPORT OF THE COMMITTEE OF WISE MEN ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS” Brussels, 15 February 2001.

スであり、一般にコミトロジー手続き（comitology）と呼ばれているものである。このレベル2 プロセスを実現するために、そのための規制機関である欧州証券委員会（European Securities Committee：ESC）と諮問機関としての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に対して助言を要請する。CESRは市場参加者、利用者等と協議して意見をまとめ、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は提案を受けたのち3ヶ月以内に実施細則案について投票を行ない、こうしたプロセスを経て欧州委員会は最終的に実施細則案を採択することになる¹⁴。レベル3は、レベル1とレベル2で決定されたEU法を、CESRがEU加盟国において実効的かつ公正に実施するプロセスである。最終のレベル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するプロセスである。

このたび公表されたMiFID実施細則案は、欧州委員会がレベル1のMiFIDで規定された施行権限の範囲内で策定してESCに提案したものであり、上記レベル2のコミトロジー手続きに位置するものである。

（2）MiFID実施細則案の対象条文

MiFIDは第64条2項において、ラムファルシー委員会の提言に沿って、実施細則の策定をコミトロジー手続きに委ねるとした。MiFIDの73の条文のうちコミトロジー手続きによる実施細則の策定が求められている条文（つまり、欧州委員会が施行権限を与えられた実施細則）は下表の通りである。

条文	実施細則の内容
第2条3項	適用除外定義の明確化
第4条2項	定義の明確化
第13条10項	さまざまな投資サービスを行っている証券会社に課されるべき組織要件の指定
第14条4項	MTFの透明性ルールの策定
第18条3項	利益相反防止 (a) さまざまな投資サービスを提供するに際して、利益相反を発見し、防止し、そして/または開示するために証券会社が採用すると合理的に期待されている対策の明示 (b) 顧客の利益を阻害する利益相反のタイプを決めるための適切な基準

¹⁴ この間、欧州議会は常時すべての情報を把握し、提案された細則が委員会の施行権限を逸脱していると判断する場合には、逸脱の決議を採択することになる。欧州議会が施行権限逸脱の決議を行った場合、欧州委員会は議会の立場を最大限に尊重しながら提案を再検討しなければならない。

	の設定
第 19 条 10 項	投資家保護 (a) 取引のタイプ、目的、規模、頻度を含む、顧客や見込み客に提示されあるいは提供されるサービスの特質 (b) 提示されまたは検討されている金融商品の特質 (c) 顧客または見込み客の属性（リテールかプロか）
第 21 条 6 項	最良執行ルール (a) 注文の規模やタイプ、顧客の属性（リテールかプロか）を考慮したうえでの最良の結果かどうかを決定するために考慮されるであろうさまざまな要素の相対的な重要性を決める（順位付け）ための基準 (b) 執行手続きを見直し、その手続きを変えるのが適切であるような状況下で証券会社によって考慮されるべき諸要素。特に証券会社が顧客注文の執行に際して常時最良の結果を得ることができる場所を選択するための要素 (c) 執行方針に関して顧客に提供されるべき情報の性格と規模
第 22 条 3 項	注文取り扱いルール (a) 顧客注文の迅速、公平かつ能率的な執行につながる手続きと措置の条件と性格、および証券会社が顧客のためのより有利な条件を得るために迅速な執行から合理的に離脱することができる状況またはそのための取引の種類 (b) 証券会社が、それを通じて「直ちには執行できない顧客の指値注文を市場に開示する義務」を満たすと看做されうるさまざまな方法
第 24 条 5 項	適格カウンターパーティーに関する手続き等 (a) 適格カウンターパーティーとしての取り扱いを要求するための手続き (b) 見込みカウンターパーティーから明白な同意を得るための手続き (c) 適格カウンターパーティーとして考慮するための量的基準（quantitative thresholds）を含む、あらかじめ設定した要件
第 25 条 7 項	金融取引報告のための手続きと措置、これらの報告の形式と内容、関連市場を限定するための基準
第 27 条 7 項	気配値や売買価格の提示ルール
第 28 条 3 項	証券会社による取引後開示ルール
第 29 条 3 項	MTF の取引前透明性ルール
第 30 条 3 項	MTF の取引後透明性ルール
第 40 条 6 項	金融商品の取引認可に関するルール
第 44 条 3 項	規制市場の取引前透明性ルール

第 45 条 3 項	規制市場の取引後透明性ルール
第 56 条 5 項	受入国における規制市場の運営が、当該国の証券市場の機能と投資家の保護にとってきわめて重要であると看做しうるための基準

(3) MiFID 実施細則案の内容¹⁵

MiFID 実施細則案は、欧州委員会が施行権限を与えられた上記条文に沿って策定されたものであり、概略以下のような内容となっている¹⁶。

ア．ビジネス行為要件

(a) 総論

基本的に、MiFID は 2 種類の投資家保護のメカニズムを想定している。ひとつは、証券会社が顧客（または見込み客）に対して、証券会社やそれが提供するサービスおよびそのサービスの対象となる金融商品に関する情報を提供することである。これは重要なことであり、もし顧客が十分な情報を得ていれば、彼らは証券会社の非効率で無節操な行為を見つけ出す（そしてそれを拒否する）ことができる。しかしこのメカニズムを完全に信頼するわけには行かない。大量の情報が押し寄せる中で、顧客がその情報をすべて分析し評価して適切な結論を導き出すと期待するのは無理である。そこで MiFID は、もう一つのメカニズムとして、証券会社の顧客に対する受託責任（fiduciary duties）、つまり、顧客利益を優先する義務について相応の考慮を払うことにした。証券会社に対して、いくつかの特別な義務を課すことにしたのである。その義務には、最良執行、投資サービスを提供する際に彼らが提供する商品やサービスが顧客にとって「適格」（suitable）あるいは「妥当」（appropriate）であることを確実にするために十分な情報を収集する義務、顧客注文の正しい取り扱いが含まれる。MiFID はまた、銀行や金融アドバイザーが顧客向けに提供するサービスに関連して受け取ることができる報奨金（inducements）に対して厳しい制限を課している。

MiFID はまた、保護の対象となる顧客を知識や洗練度（sophistication）に応じて 3 つの異なる類型に分類し、証券会社の果たすべき義務は、対象となる顧客類型によって異なるものとした。ここで言う 3 つの類型とは、リテール投資家（retail investors）、プロ投資家（professional investors）、適格カウンターパーティー（eligible counterparties）のことである。

(b) 投資家の区分

投資家の区分に関して実施細則案は、顧客がどのカテゴリーに区分されているかの説明を受け、その法的な重要性について承知していなければならないとしている。また、一旦ある類型に区分されたとしても、投資家が基準に合致し、特定の手続きを満たせば、その投資家は区分を変えることができるとした（実施細則案第 28 条）。

¹⁵ この節の記述は次の資料に準拠している。EU ニュースリリース MEMO/06/57、6/02/2006。

¹⁶ MiFID 実施細則案の構成については、付録 3 として巻末に掲げたので参照されたい。

実施細則案第 3 章に規定された具体的なルールのほとんどは、もっぱらリテール顧客について適用される。

第 3 のカテゴリーについては状況がやや複雑である。適格カウンターパーティーは、実態的にはプロ顧客のサブ・カテゴリーということが出来る。換言すれば、適格カウンターパーティーはすべてプロ投資家であるが、すべてのプロ投資家が自動的に適格カウンターパーティーになれるというわけではない。MiFID は第 24 条において自動的に適格カウンターパーティーとして認められる機関のリストを掲げているが、それ以外の機関であっても適格カウンターパーティーとしての取り扱いを希望する場合には、それを認めるかどうかは加盟国の判断によるものとした。実施細則案は、そのような機関が適格カウンターパーティーとしての取り扱いを要求するために満たすべき要件を明記している（実施細則案第 50 条）。

(c) 顧客への情報提供

投資の意思決定をする前に、顧客はその情報に基づいて選択が可能となるような適切な情報を受け取る必要がある。実施細則案がリテール顧客に提供される必要のある情報の厳密な類型を提示している理由はまさにこの点にある。たとえば、リテール顧客は証券会社とそのサービスについての一般的な情報を受け取る必要があり（実施細則案第 30 条）、特定の金融商品についての十分に詳細な情報を受け取る必要があり（同第 31 条）、顧客が支払わなければならない費用や関連経費についての情報も受け取る必要がある（同第 33 条）さらに、実施細則案は、顧客がこれらの情報をいつ受け取らなければならないかを定めている。最も重要な原則は、顧客が投資の意思決定をする前に、提供される情報を読んで理解するための十分な時間を確保しなければならないということである。

すべての情報は公正、明瞭で誤解を生じないものでなければならない。実施細則案は、どうすれば提供された情報がこの 3 つの条件を満たすかということについての客観的な基準を導入している（同第 27 条）。

プロ顧客については、証券会社は、彼らが望む場合に限って情報を提供する義務がある（同第 29 条 8 項）。

(d) 「適合性」(suitability) と「妥当性」(appropriateness) の評価

上記のように、情報にもとづく意思決定を行うためには、顧客は彼らが受けるサービスについての十分な情報を受け取らなければならない。しかし、MiFID は、この意味での投資家保護だけに頼っているわけではない。MiFID は、証券会社に対して、顧客にとっての最良の利益を求めて行動するという広範な義務を課している（MiFID 第 19 条 1 項）。この義務は、「適格性」および「妥当性」テストなど異なる義務の中に表れている。したがって証券会社は、顧客に提供するサービスが顧客のニーズに対して「適格」あるいは「妥当」であるかどうか、また、証券会社が収集しなければならない顧客情報に沿った顧客の個人的な状況に対して「適格」あるいは「妥当」であるかどうかを評価する

ことを求められている。

「適格性」テストと「妥当性」テストは、収集する情報の程度、必要とされる評価の厳格さという点で違いがある。「妥当性」テストは、適格性テストに比べてテストの範囲が狭く、証券会社は、顧客が対象となる商品やサービスに関連するリスクを理解するために必要な知識と経験を持っているかどうかの判断を求められるだけである（実施細則案第 37 条）。これに対して、「適合性」テストについては、証券会社は顧客の財務状態や投資目的についての追加情報を収集しなければならない（同第 36 条）。また、規制上の重要度から見てもこの 2 つのテストは異なる。証券会社が「適格ではない」推奨（“unsuitable” recommendation）を提供することは認められていないが、顧客が MiFID 第 19 条 1 項で要求されている十分な警告を与えられている限りにおいて、証券会社は「妥当」ではないと思われるサービスを顧客に提供することが可能である。

MiFID は、第 19 条 6 項において、「執行に限定した」(execution-only) サービスが可能ないくつかの金融商品について言及している。たとえば、規制市場での取引が認められている株式、投資信託、金融市場商品などである。これに加えて、実施細則案は、「複雑ではない」(non-complex) 金融商品というコンセプトを定義している（実施細則案第 39 条）。金融商品の組成の複雑さの程度は、その商品に付随するリスクの理解し易さということに影響する。したがって、デリバティブ商品はすべて複雑な商品と看做されことになる。複雑な商品に関わるサービスを証券会社がリテール投資家に提供することは可能であるが、その場合「執行に限定した」サービスを提供することは許されない。つまり、この場合、証券会社はサービスの「妥当性」を評価する義務があるということになる。

(e) 最良執行

最良執行については次章で詳述する。

(f) 注文取り扱い

ブローカーは顧客の注文の流れ (client's order flow) から得た情報を利用して利益を得る事はできない。ブローカーは未決の顧客注文に関わるすべての情報の乱用を避けなければならない（実施細則案第 47 条 3 項）。顧客注文に関連する金融商品または同類の金融商品の自己勘定での取引のために未決の顧客注文に関する情報を証券会社が利用することは、情報の悪用と看做される（同序文 66）。

(g) 報奨金 (inducement)

一般的には、銀行は、顧客に提供されているサービスに関連して第三者からの支払いを受けることはない。ただし、その支払いが銀行の顧客に対する義務にかかわるものであり、提供されたサービスのクオリティを向上させ、すべて顧客に開示されている場合はその限りではないとされる（実施細則案第 26 条）。

イ．証券会社と市場に対する組織要件

(a) コンプライアンス、リスク管理および内部監査機能

証券会社は常時、コンプライアンスを監視するためのコンプライアンス機能とコンプライアンス・オフィサーを保持していなければならない。この場合の「機能」(function)は、コンプライアンス業務の実行に責任を持つ証券会社の従業員を意味するものであって、特別な組織的な措置を想定したものではない(実施細則案第6条)。リスク管理に関しては、特別なリスク管理機能あるいは内部監査機能を持たなくても良い場合があり(同第6条2項、第8条)。それは、ビジネスの規模と複雑さによって決まる。しかしそうであったとしても、証券会社は、適切なリスク管理戦略と優れた内部管理機構を持たなければならない。

銀行の従業員は、彼が持っている内部情報に関連する商品あるいは彼が利益相反の立場にある商品の個人的な取引にかかわってはならない(同第12条1項)。個人取引に関するこの制限は、従業員のポートフォリオ・マネジャーによってもたらされた個人取引あるいは集合投資機関(collective investment undertakings)のユニット(たとえば、投資信託)における取引には適用されない(同第12条3項)。

(b) 外注(アウトソーシング)

証券会社は特定の機能を外注することが出来るが、外注は重要事項なので慎重に規制されている。外注は決して証券会社の責任を他に委託するために行うものであってはならず、顧客との関係や証券会社の義務を変えるものあるいは認可を維持するために証券会社が満たさねばならない条件を弱めるものであってはならない(実施細則案第13条3項)。

特定の機能をサービス提供者に外注するための手続きを開始するときには、証券会社はそのほかにも多くの要件を満たさなければならない(同第14条)。また、証券会社がリテール顧客に提供されるポートフォリオ管理サービスを第三国に在住するサービス提供者に外注しようとするときには特別の条件が適用されることになる(同第15条)。

(c) 利益相反の認識と管理

投資サービスおよび関連サービスを提供する証券会社や銀行は、顧客の利益を毀損する危険のある利益相反を見つけ出し管理するために採用しなければならない手順(the steps)を特定する包括的な方針を作成しなければならない(実施細則第22条)。その手順が、顧客利益の毀損リスクが回避されるということを確認持って保障するには不十分である場合には、利益相反の原因が顧客に開示されなければならない。

MiFIDは、投資調査に対する利益相反管理のルールを定めている(実施細則案第25条)。これらのルールは、特定のサービス向けではない「投資調査」を作成して配布する証券会社(同第24条)に適用される。証券会社が投資調査を作成して配布する場合、いくつかの特別の手順を履行することが求められる。これについては実施細則案に詳しく説明されている(同第25条)が、一般的に、すべての手順はビジネスの利益と調査の受取人の利益が相反する証券会社の部門から適度に独立させることで、アナリストの客観性を保つように設計されている。

ウ．取引報告および監督当局間の協調

(a) 総論

取引報告と監督当局間の協調の主たる目的は、市場の統合を支えるために監督官が証券会社の活動を適切に監視できるようにすることである。これは、効果的で、証券会社が可能なかぎり容易に国境を越えて金融商品を売買することが出来るような方法で行われる必要がある。MiFID のもとでは、証券会社はその取引について母国の監督当局に報告するだけでよいとされている。つまり、証券会社は取引を執行した市場の監督当局に取引の報告をする義務はない。各加盟国の監督当局は、証券会社の活動が適切に監視されることが出来るように、取引情報を交換することが必要になるだろう。

(b) 監督当局間の協調

監督当局は、当該金融商品について流動性の観点からもっとも関係のある市場の監督当局であるならば、その商品の取引についての情報を自動的に受け取らなければならない（MiFID 第 25 条 3 項）。たとえば、ドイツの証券会社がボーダフォン株の取引を監督官に報告したとする。情報を受け取った監督官はすぐそのあとでこの情報をボーダフォンにもっとも関係のある監督当局である UK の相手方に回送することになるう。

(c) 取引報告

取引報告書は基本的に全加盟国において一律である。実施細則案は報告書の内容の統一を目指している（実施細則案第 12 条）しかし、加盟国は、極めて限られた状況において、臨時的な報告義務を追加する可能性を与えられている。

実施細則案は、証券会社がもたらした取引に関して報告が必要とされる情報について具体的に記述している（同第 12 条）。またそれは、報告を必要とする特定のデータ領域を指定して記載しているが、活用されるはずの特定の技術的標準（technical standard）については規定していない（同付録）。

(d) 「相当な重要性」(substantial importance) の決定

通常、規制市場は母国の監督当局の監督下におかれるが、例外的に、ある規制市場がほかの加盟国にとって「相当に重要な」存在になるとときには、監督当局間のより強い協力が要請されることになる（MiFID 第 56 条 4 項、実施細則案第 15 条）。これが発動されるのは、たとえば、規制市場が他の規制市場を合併するとき、あるいは規制市場の所有者が代わったときなどであろう。法律は何が強力な協調を必要とさせるのかを特定していない。それを決めるのは監督当局である。

エ．透明性

(a) 総論

大量取引は透明性を制限しかねない。取引前透明性（pre-trade transparency）について言えば、ある基準を超える取引は公衆に開示する必要がない（実施細則第 19 条）。取引後透明性（post-trade transparency）に関して言えば、大量の取引は公表されるが、それは一定の時間が経過した後である（同第 27 条）。これらの透明性ルールの例外は、

透明性と流動性供給（liquidity provision）とのトレード・オフに配慮するために導入されたものである。つまり、過剰な透明性は、参加者が自分の資本をリスクにさらし、取引を容易にするという意欲を削いでしまう場合がある。なぜなら、彼らのポジションを全市場にさらせば、それが彼らの取引相手の攻撃を受け易くすることになりかねないからである。

(b) 組織的な店内自己執行者

店内自己執行者は次の 3 つの条件を満たすときに限り気配値（quotes）を公表しなければならない。その 3 つの条件とは、店内自己執行者が「組織的な店内自己執行者」（systematic internaliser）であること、株式が「流動的」（liquid）であること、取引が標準的な市場のサイズを超えないこと、である（MiFID 第 27 条）。ただし、組織的な店内自己執行者はそれが市場にとって役に立つことが確実である限り、彼ら自身の取引の詳細を公表することが出来る（実施細則案第 29 条 - 31 条）。

オ．記録の保存、取引と顧客の記録

(a) 記録の保存

MiFID は証券会社に対して、監督当局が MiFID の遵守を監視するために必要な記録を保存することを義務付ける概括的な取引記録要件を定めている（MiFID 第 13 条 6 項）。この概括的な条文は、詳細な記録保存要件、たとえば顧客注文の取り扱いに関する記録の保存（実施細則案第 6 条）、顧客注文の取引に関する記録の保存（同第 7 条）、組織的な店内執行者に関する記録保存の義務（同第 23 条）などで補完されている。監督当局はどのような記録を保存しなければならないかを証券会社が判断する際の一助となるように、保存すべき記録のリストを設定する必要がある（同第 51 条 3 項）。

記録保存の期間については、証券会社は通常 5 年間は記録を保存することが要請されている（同第 51 条 1 項）。しかし、監督当局は、もし効果的な監督のために必要であり、商品や取引のタイプによってそれが許容されるならば、この期間を延長することを証券会社に要請することが出来る。さらに、証券会社とその顧客の権利および義務を定めた同意書や契約書に関する記録は、少なくともその顧客との関係が続いている間は保存されなければならない。

(b) 顧客への報告

顧客注文を受け取るたびに、証券会社はその注文を記録しなければならない。取引執行後は、証券会社は執行したことを顧客に報告する必要がある（MiFID 第 19 条 8 項）。この通知は迅速になされなければならない。リテール顧客の場合は、証券会社は遅くとも翌営業日には通知を送付しなければならない（実施細則案第 40 条 1 項）。この方法で、顧客は証券会社が彼の指示にしたがって、そして / または（顧客が特定の指示を与えなかった場合は）顧客の最良利益に沿って行動する義務にしたがって注文を執行したかどうかを確かめるチャンスを得ることになる。

顧客は、定期的にそして彼らに提供されたサービスの詳細について報告を受けなけれ

ばならない (MiFID 第 19 条 8 項) 。この点について、実施細則案は 3 種類の記録要件を定めている。ポートフォリオ管理の記録 (実施細則案第 41 条、42 条) 、ポートフォリオ管理以外の注文の実行に関する記録義務 (同第 40 条) 、顧客の商品およびファンドの保護に関する記録 (同第 43 条) がそれである。

カ．その他

(a) 投資顧問

包括的な助言 (generic advice) しか行わない証券会社は、MiFID のもとでは認可の対象にはならない。実施細則案第 52 条に詳細に規定されている投資サービスの定義には、このタイプの助言は含まれていない。したがって、MiFID の認可要件は適用されない。

4 . MiFID における最良執行義務 (EU ニュースリリースによる注解)

以上概説してきたように、MiFID は EU の新たな証券関連法体系の構築を担った重要な指令であるが、中でも最良執行に関する規定は MiFID の柱の一つとして重要な位置づけを占めている。以下、前掲の EU ニュースリリース MEMO/06/57 に沿って、最良執行義務の内容を紹介して行くことにする¹⁷。

(1) 「最良執行」とは

「最良執行」とは、企業が顧客の注文を執行する時には、顧客にとって最良の結果 (best possible result) をもたらすために、あらゆる適切なステップを踏まなければならないということである。その際、企業は、金融商品の価格、注文執行のスピードとコストなどいろいろな要素を考慮に入れなければならない。個人投資家にとっての「最良」 (best possible) という意味は、執行に関わる商品の価格およびコストについてのもっとも望ましい結果 (most favorable result) ということである。

(2) 最良執行の必要性

最良執行は投資家保護の基本である。顧客に投資サービスを提供する際に、証券会社は顧客の利益に沿って、正直に、公正に、専門家として行動する義務がある (MiFID 第 19 条 1 項) 。証券会社が顧客に対して負っているこの受託者責任は、一つの特定領域、すなわち、証券会社による顧客注文の執行方法に焦点を合わせることによって、最良執行義務をはるかに進んだものになっている (MiFID 第 21 条) 。この領域は、サービス提供者と顧客の間に情報の非対称性が生じたために選出されたものである。

通常の下況下では、顧客にとって、彼らに代わって注文を執行する証券会社が、彼らの利益に沿って動いたかどうかを監視する機会を持つことはほとんどない。というのは、顧客がサービスのクオリティーを評価するのに役立つ関連情報にアクセスすることはほとんどないからである。しかし、仮にそうした情報が自由に入手可能だとしても、顧客はおそらく彼らの注文の執行に関連した詳しい開示内容を理解し評価する時間も知識も持ち合わ

¹⁷ MiFID の最良執行関連規定 (レベル 1 基準) については付録 4、最良執行関連実施細則案 (レベル 2 基準) については付録 5 として巻末に掲げたので参照されたい。

せておらず、また証券会社の執行方針を他と比較して評価する手段も持ち合わせていない。したがって、一部の証券会社が、競争市場において必ずしも日頃の評判を傷つけることなく、顧客に不公正な取り扱いを与えることによって、情報の非対称性からの利益を享受する危険がある。これが、顧客注文の執行についての明確な義務を必要とする理由である。

もう一つの理由は、MiFIDの文脈に関連するものである。MiFIDは複数の場が、顧客注文の流れの中で競合できる制度を確立した。取引場所間の競合は、金融商品の取引コストを引き下げ、欧州資本市場の効率性を高めることに貢献するはずである。しかし、流動性のプールがきわめて厄介であることはよく知られている。たとえば、それが競争相手を上回るサービスを提供するものであっても、新しい取引センターが新しいビジネスを惹きつけることはきわめて難しい。

取引が常に最高のクオリティーの結果を提供することのできる場所にもたらされる限り、最良執行義務は、証券会社がそのような場を無視できないということを保障する助けになる。競争を促進することとは別に、最良執行義務は市場統合を拡大することに貢献するはずである。

(3) 最良執行方針の確立と適用

最良執行は株式に限らずすべての金融商品に適用される。しかし、証券会社に対しては（常に最良執行義務の対象とはなるが）、商品タイプの一つ一つについて同じ方法で執行義務を果たすことが期待されているわけではない。

証券会社は、MiFID第21条1項に定められているように、最良執行要件を満足させるための効果的な手続きを確立し、それを適用しなければならない。とりわけ、証券会社は、顧客注文について最良の結果を獲得することを可能とする最良執行方針を確立し、それを適用しなければならない（MiFID第21条2項）。この執行方針は、したがって、最良執行を達成するための（証券会社にとっての）中心要素である。この方針は、少なくとも、一つ一つの商品に関して証券会社が顧客注文を執行する複数の場所（たとえば、株式取引所のような伝統的な場所、MTF、組織的な店内自己執行）および執行場所の選択に影響を与える諸要因を含むものでなければならない。加えて、それは、証券会社が、顧客注文の執行について最良の結果を常に獲得できる場所を含むものでなければならない（方針は顧客のタイプによって異なるものであるが）（MiFID第21条3項）。

特定の証券会社のMiFIDの遵守状況を評価するときには、監督者は（a）証券会社の方針が適切であるかどうか、（b）証券会社は常に方針を守っているかどうか、を見極めなければならない。方針はまた弾力的でなければならない。証券会社は、その不備を見つけ出し、必要ならばいつでもそれを是正するために方針の効果を監視しなければならない。とりわけ、証券会社は定期的に、方針に掲げた執行場所が実際に最良の結果をもたらしているか、また、必要なときには適切な変更を行っているかを評価しなければならない（実施細則案第46条）。

(4) 執行の場所

通常、顧客のために最良の結果を確保する適切な機会を得るために、証券会社は選定する場所を見極めるべきである。これを通じて彼らは、最良の条件を提供している場所に注文を送ることが出来る。

MiFID は執行場所に対して、適切な料金で、事前あるいは事後取引情報を公開することを義務づけている（つまり執行場所が第三者への情報開示を行う場合は有料で実施する）。証券会社は執行場所から直接にこの情報を入手することは認められているが、データの提供者がこの情報を統合して証券会社が執行場所のクオリティーを評価し易くするというこのほうがより現実的な姿かもしれない。

証券会社は、少なくともその執行方針に掲げた場所にはアクセスしなければならない。アクセスの方法は、直接的でも間接的でもかまわない。明らかなのは、多数の場所へのアクセスにはコストがかかるということである。多くの場合、仲介者を通じた間接的なアクセスが最も良い解決法であろう。

しかし、執行場所へのアクセスを提供する仲介者に支払われた手数料は、時とともに徐々に増加する可能性があり、間接的なアクセスよりも直接的なアクセスのほうがより経済的であることがはっきりしてくるだろう。前述のように証券会社はその執行方針を監視し定期的に見直さなければならない。また、どちらの選択肢（直接的アクセスか、間接的アクセスか）が顧客に対して最小の執行コストを保証するかを決めなければならない。監督者は、証券会社の意思決定が適切であるかどうかを見極めなければならないだろう。そうすることで、彼らは、当該証券会社の規模やコスト構造を含むいろいろな要因に気づくことになるだろう。

（５）執行場所へのアクセス

執行場所へのアクセスを提供する仲介者はさまざまであり、伝統的なブローカーから最良執行について予め用意した（off-the-shell）ソリューションを配送することに特化したサービスプロバイダーである「最良執行パッケージ提供者」（best execution package providers）と呼ばれる業者まで幅広い。最良執行は多くの要素（データ収集と分析、執行場所との関係作りあるいはアクセス、注文工程など）で構成されているので、最良執行パッケージは、指令の履行が極めて一般的なものになることを保証するような方法で、注文執行のすべての手順（steps）を統合するような商品になるだろう。証券会社にもよるが、そのようなパッケージ・ソリューションの購入は、最良執行を保障する簡単な方法の一つであろう。

証券会社が顧客注文を直接に執行せず仲介者に回送した場合、証券会社と実際に顧客注文を執行する仲介業者はともに、最良執行義務の対象となる。重要な点は、顧客に接点を持つ証券会社が、常に、顧客に対して直接の責任を持つということである。

（６）ポートフォリオ・マネジャーと最良執行義務

最良執行義務はポートフォリオ・マネジャーにも適用される（実施細則案第 45 条）。その理由は、自分自身で注文を開始する顧客を持つ証券会社と注文開始の決定を証券会社に

委ねる顧客の責任に実質的な差は存在しないからである。

(7) 顧客による指示

証券会社は彼らの執行方針についてあらかじめ顧客からの同意を取り付けなければならない(MiFID 第 21 条 3 項)。リテール顧客は、その方針に同意するか、そうでなければ彼自身の特別な指示(たとえば、一つの執行場所あるいは彼の決めた執行場所)を出すことになる。これらの指示は常に方針に優先する。顧客が、一つの領域(たとえば、価格制限)に関する指示を与えた場合、証券会社はそれ以外の領域については、最良執行義務によって拘束される。

(8) 顧客への取引報告

証券会社は顧客に対して顧客に代わって執行した取引の詳細を報告しなければならない(MiFID 第 19 条 8 項)。この報告には、特定の商品の売買価格、取引が行われた場所、取引の時間が含まれる。加えて、顧客はその執行が、最良執行方針を如何に満たしたかを示すよう、証券会社に要求することができる。

5. 最良執行要件の履行に際しての留意点と課題 (FSA の見解)

(1) FSA の問題意識

前述のように、FSA は EU の MiFID 実施細則案の公表に先立つ 2006 年 3 月に『MiFID の最良執行要件の履行』と題するディスカッション・ペーパー (DP) を発出した。その背景としては、MiFID が顧客注文の「最良執行」に関して、欧州独自の統一的な要件(unified European requirement)を導入しようとしていることが挙げられる。

MiFID の最良執行に関する規定について FSA は、現在の UK における最良執行の要件とは異なるものの、FSA がコンサルテーション・ペーパー 154 (CP154)『最良執行』(2002 年 10 月)で要請したアプローチとは広い範囲で同一線上にあるという認識をもっている。とりわけ、CP154 で提示した執行のクオリティーが価格以外の要因、たとえば、注文のタイプ、規模、決済の手続きとタイミングなどにも依存するという考え方や、最良執行の基準には執行コストを反映させるべきだという考え方は UK の証券業界に好意的に受け入れられ、MiFID も明らかにその影響を受けたと考えている。

しかし、現実には UK において MiFID 第 21 条にもとづく最良執行を遂行しようとする場合、証券会社や取引所が克服すべき重要な課題があることも事実であり、こうした認識に立って FSA は以下の諸点を目的としたディスカッション・ペーパーを作成したのである。

MiFID 第 21 条の要件について平易に説明すること

議論の焦点を鍵となる問題に絞ること

これらの問題に見合う選択肢を確認すること

証券業界との議論を深めるために、ベンチマークを利用した裁量執行方法の構築のアウトラインを示すこと

新たな MiFID 要件を満たすための現在とは異なる選択肢とそのコストおよび利益

についての意見を求め、実施のための提案と来るべきレベル3の議論について通知すること

この目的に沿ってFSAが絞り込んだテーマは、執行方針と手続き(Execution Policy and Arrangement)、ディーラー市場(Dealer Markets)、見直しと監視(Review and Monitoring)である。以下ではこの3つのテーマに沿ってMiFID最良執行要件(およびその実施細則案)の履行上の留意点と課題について概観することにしたい。

(2) 執行方針と手続き

ア．FSAの問題意識

CP154は、最良執行要件(best execution requirements)がどのように市場の分裂(market fragmentation)つまり執行場所(execution venues)の間での競合の高まりに対応すべきであるかについて述べているが、そこでの基本的な考え方は、最良執行が最良価格の達成にとどまらないということにあった。価格は大切だが、執行のクオリティは価格以外の要素にも同じように依存しているというのである。

現在でも市場は分裂状態にあり、執行場所間の競争はいまだに活発である。MiFIDは、加盟国に「集中ルール」(concentration rules)すなわち取引を主要な国内市場で執行することを求めるルールの撤廃を要請することによって、市場の分裂を促そうとしている。

こうした環境の中で、効果的な最良執行要件は、ビジネス行為要件によってもたらされた消費者保護の重要な一角を占め続けるだろう。その要件は、顧客の不利益に作用しかねず、市場への信認にダメージを与え、価格形成プロセスの効率性を損なう可能性のある情報の非対称性が証券会社と顧客の間に生じることを阻止する。最良執行要件は、証券会社に対して、彼らの注文を一貫して最良の結果をもたらす執行場所に出すように要請することによって、このような市場の失敗を是正するメカニズムを提供している。

MiFIDは新たな基準を設定している。それは、投資家を保護し、市場の効率性を高め、価格形成を改善することを意図したものである。その要件は、CP154で述べた提案に沿ったものであり、第21条は、最良執行が価格以上のものであることを認識している。それはまた、証券会社が、最良の結果を実現し、手続きの効率性を監視し、顧客に情報を提供するための手続きを採用するように求めている。

第21条で定められた枠組みは、かなり高い水準にあるが、それは、最良執行要件を顧客注文が執行される多様な環境において如何に適用するかについての詳細な規定を欠いている。新たな概念や用語もある。業界関係者は、この新たな枠組みは挑戦(challenges)の機会を与えるものだと言っている。証券会社は、適用に当たって何をすべきかが良くわかっていない。また、彼らは監督者によって適用の仕方が違うのではないかと心配している。その一方で、欧州の監督当局は、監督上の収斂を達成するために力を合わせて働いているのである。

以下において、規制の枠組みに関して鍵となるあらたな考え方と要素のいくつかについて解説する。

力を留保している。たとえば、その証券会社は特定の執行場所を使うように、直ちに執行するようあるいは気長に取引するように仲介業者に対して指図するかもしれない。多くの大規模ポートフォリオ・マネジャーは、たとえば、取引過程においてこの程度の制御力を保持している。ブローカーもまた、指図証券会社が直接にアクセスできない執行場所に自分でアクセスするためにローカル証券会社に顧客注文を回送するような場合には、高いレベルの制御力を持つ。グループ内部の関係においては分割制御も起こり得る。このタイプの手続きは以下に掲げたとおりである。

顧客 証券会社 1 証券会社 A 執行場所 1

* 証券会社 1 は取引プロセスを制御するが、選択場所へのアクセスは証券会社 A を利用。

〈事例 4〉

われわれは、証券会社が取引プロセスへの関与の大部分またはすべてを他の執行仲介業者に付与することもまた一般的であると理解している。このタイプの手続きは以下の通りである。

顧客 証券会社 1 証券会社 A 執行場所 1, 2, 3, ...

* 証券会社 1 は取引プロセス（場所の選択を含む）への関与を証券会社 A に委任。

上記 4 つの事例は、証券会社が顧客注文の執行するに際して採用可能な手続きの一部に過ぎない。多くの証券会社は、自身で顧客注文を執行したり、仲介業者の執行施設を利用したり、仲介業者に取引プロセスへの関与を委任したりして、そのうちの一つあるいは複数の手続きを活用している。制御するにしろ委任するにしろ、証券会社が選択可能な多くの異なった執行の局面が存在する。

最良執行のためのハイ・レベル MiFID 要件を、執行の流れの中のすべての証券会社に適用するのは適切であるとはいえ、流れの中の個々のつながり（link）にも同じ様にそれを適用するのは適切ではないかもしれない。たとえば、執行仲介業者が顧客注文の執行において彼らの責任で採用したすべての手順を、ポートフォリオ・マネジャーがなぜ監視しなければならないのかその理由がわからない。むしろ、各証券会社の執行方針と手続きは、その証券会社が行う特定のサービスや活動の性質（nature）を反映すべきであろう。

MiFID のもとでは、注文の受付と回送には「二人以上の投資家を呼び集め、それによってこれら投資家の間の取引を遂行すること」を含む。この定義は、顧客のための執行を含まず、あるいは執行に至らず、そのために最良執行要件の目的に適合しないサービスにまで拡大することが出来るかもしれない。最良執行要件は、「執行のために」顧客注文を受け回送する証券会社にのみ適用される。

- ・ 顧客注文を受けて執行のために他の証券会社へ回送するブローカーは、最良執行要件の対象証券会社となる。
- ・ 集団投資スキーム（collective investment scheme）のユニットのために顧客注

文を回送する投資顧問業者は、単一の場所、単一の価格でのみ執行が出来る。技術的には、最良執行は適用されるが、証券会社が執行場所や価格に関して決定権を持ち合わせていなければ、それを考慮しながらその範囲で適用されるべきである。

- ・ 企業の売主から買い手を見つけるために指名されたコーポレート・ファイナンス証券会社は、執行すべき顧客からの「注文」が存在しないため、要件適用の必要性はなさそうである。

ウ．MiFID 第 21 条：プロセス・アプローチ（A process approach）

MiFID のもとでは、顧客注文のために、執行方法の選択は顧客にとってもっとも満足のいくものでなければならない。第 21 条は、証券会社がすべての場合において最良の結果を達成することを求めているわけではない。その代わりに、最良の結果（best possible result）を得る為の適切なプロセスの採用を重視している。後に述べるように、第 21 条における他の要請もこのプロセスの重視を支持しているかのように見える。

(a) 執行手続きと執行方針（The execution arrangement and execution policy）

証券会社の執行手続きは、顧客の注文執行に関する作業プロセスとやり方に磨きをかける。第 21 条および実施細則案は、カバーされるべきテーマとして証券会社に指針を与えるが、それは完全ではないので、証券会社独自の手続きや方針に任せる部分も残している。われわれは、証券会社の手続きが方針より（それは両立するものではあるが）幅広いものであることを提案する。証券会社が手続きと方針に取り組む際に鍵となる事項は以下の通りである。

- ・ 第 21 条に含まれる諸要因へのアプローチ。
- ・ 執行方針にかかわる執行場所（あるいは仲介業者）の選択根拠（the basis）
- ・ 顧客注文を執行する執行場所についての情報。
- ・ 顧客の注文が規制市場あるいは MTF 以外の場所で執行されるかどうか

証券会社の執行方針は、その執行手続きの核となるいくつかの要素を選び出したものである。第 21 条 1 項は証券会社の執行手続きに以下を含めるよう要請している。

- ・ 証券会社が顧客の注文を執行するいくつかの場所についての情報
- ・ 執行場所の選択に影響を及ぼす諸要因
- ・ 最終的には...証券会社が常に可能な限り最良の結果を得ることの出来る場所

第 2 の要因について、実施細則案は、証券会社がその執行方針の中で執行場所の選択に影響を与える要因ばかりでなく、証券会社がそれらの要因につけた順位についても明確に表示しなければならないと規定している。

(b) 関連する要因（Relevant factors）

第 21 条 1 項は、顧客のために最良の結果を得るにはどうすればよいかを考えるとときには、それに関連して考慮すべき事柄すべてについて注意を払うように要請している。諸要因の重要性や意義は顧客と商品の関係によってさまざまである。われわれは、第 21 条

が正解は一つという前提には立っていないと考えている。特定の注文を執行し最良の結果を達成するための一つ以上の方法が存在する可能性がある。われわれは、以下において、これらの要因に関連した事項を検討する。

価格 一つ以上の価格で注文を執行することが可能なときにはいつでも、価格は、証券会社が考慮する重要な要因である。価格というのはいつの場合も相対的なものであるが、ある時点におけるある市場での最良価格は、多くの理由（そのうちのいくつかは第21条における他の要因によって示唆されている）によって、最良の価格ではないかもしれない。実施細則案は、価格が個人投資家にとってとりわけ重要であると認識している。執行方針に適った執行場所の選択ということに関連して言えば、価格は、執行の場が常に競争相手と同じあるいはそれ以上の価格を提供しているかどうかということに関係している。注文を受けて回送するポートフォリオ・マネジャーと証券会社にとって価格は、彼らの顧客注文を執行するための仲介者の選別における重要な要素となりそうだ。

費用 最良の価格といえども、それが高い費用を伴うとすれば、最良の結果をもたらすことはない。費用は、内部的な費用、外部的な費用の双方がありうる。外部費用は、取引費用（たとえば、決済費用）、特定の執行場所にアクセスするための費用（たとえば、執行場所にリンクするために必要なソフト/ハードの購入費用）などが含まれる。内部費用は、どのように取引が執行されるかによって決まる（たとえば、緊急か、時間を置くか、他の取引と一緒にした大口取引か（in a block）、別々の取引場所での分割取引か）、ある取引は、外部費用から見れば高いが、内部費用も考慮すれば安いということもありうる。たとえば、顧客の機密を保持しながら、大口注文に気長に取り組むブローカーは、最小の総コスト（そして最良の価格）を実現するだろう。執行方針に適った執行場所の選択ということに関して言えば、コストは、その執行の場が競争相手より高い費用を請求しているか、安い費用を請求しているかということに関係している。注文を受けて回送するポートフォリオ・マネジャーと証券会社にとっては、執行仲介業者の手数料および経費はそれが別の仲介業者とは異なる限り、関連する要因となる。

サイズ 市場における最良価格は通常、特定のサイズ（つまり、関連する証券、契約、ユニットなどの数）での取引の機会を表している。しかし、そのサイズは、顧客が取引を望むサイズにマッチしないかもしれない。顧客が比較的大口の執行を望む場合、かりにその注文の一部が希望のサイズ（the indicated size）で執行されたとしても、それに続く執行に際しての価格は、望ましくなくなるかもしれない（つまり、価格が動く）。一方、顧客が比較的小口の執行を望むとすれば、大口取引と同じ価格は手に入らないだろう。執行方針に適った執行場所の選択ということに関して言えば、サイズは、執行場所が通常受け入れている注文のサイズに関係している。

スピード 当然であるが、価格は刻々変化する。その変化の度合いは、商品や市場の

状況や執行の場所によって違う。もし、証券会社が逆方向への市場の動きによる損失がより大きいと考えているとすれば、執行のスピードは非常に重要となる。大口の注文と市場性の低い商品への注文については、ある市場の状況下では、スピードよりもっと考慮すべき事項がある。執行方針に適った執行場所の選択ということに関して言えば、スピードは、執行場所がいかに迅速に注文を完了するかということに関係している。

執行の可能性 (Likelihood of execution) もし当該執行場所において、注文を完了出来そうになければ、最良価格は幻想となる。執行方針に適う執行場所の選択ということに関して言えば、執行場所における取引機会の深さと、執行場所が顧客注文を完遂することが出来るかどうかという可能性の間には、重大なかわりがある。

決済の可能性 もし執行の場において、顧客の指示に沿って決済が出来ないとすれば、最良価格は幻想となる。

注文の性質 (nature) 注文の特定の性質 (the particular characteristics) たとえば、買い注文、売り注文、指値注文、プログラム取引、貸し株 (stock loans) などは、常に執行のやり方にかかわっている。いかなる注文の拘束も、最良の結果を得るためには、執行手続き上の重要な要素となる。執行方針に適う執行場所の選択ということに関して言えば、さまざまなタイプの注文を執行する必要のある証券会社は、どの執行場所が、どのようにして良い成果を挙げるかを考えるであろう。

(c) 諸要因の「相対的な重要度」 (The 'relative importance' of the factors)

MiFID は、それが特定した諸要因が最良執行を達成する上で最も重要であろうとしながらも、それらの要因 (他の要因も含めて) の順位を決定するのは証券会社であるとしている。実施細則案は、これに加えて、証券会社が考慮すべき4つの規範を掲げている。

- ・ 個人顧客かプロフェッショナルかという顧客のステータスを含む顧客の属性。
- ・ 顧客注文のクオリティー。
- ・ 関係する金融商品の特性。
- ・ 注文が送られる執行場所の性質。

(d) 執行場所の数

証券会社にとって鍵となる事項は、彼らの執行方針の中にたった一つの執行場所しか指定されていない場合、かれらはMiFIDの要請を満足させることが出来るのかということである。この疑問は以下の証券会社にとって重大なかわりをもつ。

- ・ 単一の仲介業者あるいは単一の執行場所に注文の全工程を管理させることによって、執行コストを最小にすることが出来る証券会社。
- ・ 子証券会社の執行サービスを利用したいと考える証券会社。
- ・ デイラー市場において取引の執行をしようと考えている証券会社。

MiFIDのもとでのテストは、このような状況の一つ一つにおいて、証券会社が最良の結果を、一つの執行場所で首尾一貫して獲得することが出来るかということになるのだら

う。MiFID はこれを除外してはいない。

単一の執行場所あるいは仲介業者を利用しようとする証券会社は、そのことが「すべての適切な手続き」を採用するという要請を如何にして満たすのかを示す必要があるだろう。状況にもよるが、他の執行場所も含めて考えても、単一の執行場所あるいは仲介業者を利用することが顧客の注文を執行するに際して常に最良の結果をもたらすという結論に達したことを示すことによって、それが可能になる。たとえば、証券会社の顧客の注文が特別に似通っている場合には、これは適切な方法だろう。そのような状況の下では、選別された執行場所は、当該商品にとっての重要な資金源（the principal pool of liquidity）ということになるだろう。

(e) 顧客注文を執行するための自己勘定での取引

第 21 条は、顧客注文を執行する証券会社に適用される。自己勘定で取引をする証券会社は、当事者として取引を行うので、第 21 条の対象とはなり得ないという意見がある。しかし、MiFID の組織的な店内自己執行の定義（顧客注文を執行するときに自己勘定で取引を行う証券会社）は、そうした意見が MiFID における考え方に合致していないことを明確に示している。実施細則案は、顧客との自己勘定での取引は顧客注文の執行と考えるべきであるとして、この点を補完している。

「自己勘定での取引」という投資行動と「顧客に代わって注文を執行する」という投資サービス間の相互関連は、いくつかの難しい問題を提起する。「自己勘定での取引」は、純粋な自己取引（proprietary trading）に参加する証券会社と同様に、顧客注文を満たすために自己のポジション（proprietary position）を利用する証券会社にも関係している。しかし、仮に顧客注文を執行しているものとして、証券会社が自己勘定での取引を行うかどうかにかかわらず、彼らは、第 21 条における最良執行要件を満たす必要がある。

(f) 顧客の指示（Client instructions）

MiFID は、顧客が注文の執行方法について独自の考えを持っていることを認識し、証券会社がその要請に応えることをはっきりと認めている。第 21 条は、証券会社が「具体的な顧客の指示」（specific client instructions）に対応しなければならないとわざわざ規定している。しかし、この規定は、最良執行要請を回避するためのものと捉えるべきではない。その規定を顧客からの指示を受け、最良執行要件を逃れることを証券会社に許すものとみなすことは、第 21 条の政策目的に合致しない。

顧客の指示は、執行の一局面に限ってかわりを持つかもしれない。証券会社がたとえば執行場所に関して顧客の特別の指示を受けたとしても、当該証券会社は、その執行方針にかかわる規定をフォローし、指示に含まれない取引の手続きをフォローする必要がある。

(g) 顧客への情報提供（Information to clients）

第 21 条は、証券会社が顧客に対して、執行方針についての「適切な情報」（appropriate information）を提供するよう求めている。この情報を顧客にとって役に立つものにする

には、それが執行手続きの性質（nature）とクオリティー（quality）に関して意味のある選択を可能とするような十分に詳細な情報を含むものでなければならない。第 21 条に掲げられた諸要因の順位に関する情報は、要因間のトレード・オフを含めて、その中心に位置づけられるだろう。

実施細則案は、個人顧客に対して、証券会社が絶大な信頼を置く執行場所を執行方針の中で開示しなければならないと規定している。これにより、証券会社は、最も重要な執行場所の開示に注力することになる。これはまた、顧客の意識が証券会社の執行手続きの最も重要な局面に向かうことを可能にするということの意味する。

第 21 条はまた、証券会社が執行方針に先立って、顧客の関心がどこにあるかをつかむように求めている。

エ．投資信託（UCITS）

歴史的には、UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）指令は、UCITS 管理証券会社がポートフォリオ管理サービスを提供することを制限していた。彼らは、集合投資引受（collective investment undertakings; CIU）の管理に限って参加することが可能であった。現在、彼らは、投資ポートフォリオ管理サービスを提供することが許されている。このことは、彼らが、MiFID のポートフォリオ・マネジャー（たとえば、個人資産を管理しているような）によって提供されているサービスと競合することを可能にしている。

UCITS のマネジャーとして、UCITS 管理証券会社は MiFID から除外されるであろう。しかし、UCITS 指令は UCITS 管理証券会社が投資ポートフォリオを管理するときには、MiFID の規定の一部を UCITS 管理証券会社に対して適用するとしている。これらの規定は第 19 条に掲げられている。そこで、実施細則案（第 21 条および第 22 条 1 項のもとでの義務に類似した第 19 条 1 項のもとでの義務をポートフォリオ・マネジャーに課している）もまた、投資ポートフォリオを管理するときには UCITS 管理証券会社に適用されることになりそうである。

UCITS 管理証券会社は、他のポートフォリオ・マネジャーと同じような問題を提起するように思われる。

（3）ディーラー市場

ア．FSA の問題意識

第 21 条は金融商品の顧客注文の執行に適用される。ここで言う金融商品には、確定利付証券、デリバティブ、店頭（OTC）で取引されているその他商品を含む。したがって、現在 OTC 市場で最良執行の義務を負うことなく取引をしている顧客（とりわけ、ポートフォリオ・マネジャー）は、MiFID がいったん適用になれば、それに対する保護（protections）を探し求めることになりかねない。

以下では

- ・ なぜ顧客（特に、ポートフォリオ・マネジャー）は今以上に最良執行を求める

ようになるのかを説明する。

- ・ デイラー市場における執行手配を通して、MiFID の最良執行要請を満たす他の選択肢である参考価格 (reference price) としてのベンチマークの利用について概観する。

イ．顧客の類型

MiFID の顧客区分は、われわれの既存のアプローチと似ているが同じではない。MiFID のもとでは顧客に二つのタイプがある。リテール顧客とプロ顧客である。ある状況において、多くの金融サービス証券会社のような顧客は「適格カウンターパーティー」(eligible counterparties) として扱われることに同意することができ、最良執行要件を満たすことを要請されないゆい規制制度の対象として取り扱われることが可能である。

しかし、MiFID のもとでは、リテール顧客の分類基準は、FSA の現行規定のもとでのリテール顧客分類基準より幅広く定められている。また、MiFID におけるリテール顧客がより高次のカテゴリーに異動するための基準は FSA の現行規定よりも厳しいので、リテール顧客がプロ顧客として扱われるのは一段と困難である。現在中間的な顧客 (intermediate customers) として分類されている顧客の一部は、MiFID のもとではリテール顧客ということになりそうだ。

通常、リテール顧客は、最良執行を含む MiFID におけるさまざまなビジネス行為要件 (COB requirements) によって与えられた保護が提供されなければならないだろう。MiFID はプロ顧客に対しても COB 保護を提供しているが、彼らは再分類され、その結果こうした保護を断念することになるかもしれない。適格カウンターパーティーは、彼らが証券会社に要求し証券会社がそれに同意しない限り、証券会社からいかなる COB 保護も受けることはない。これらの選択は、個々の取引ベース、あるいは全取引に対して行うことができる。

これらの規定は弾力的であり、通常は適格カウンターパーティーとして分類されるはずのポートフォリオ管理サービス提供証券会社が、最良執行を含む COB 保護を (ディーラーから) 得るためにプロ顧客としての扱いを要求することも可能である。

MiFID は、証券会社が適格カウンターパーティーだけを対象に事業を行うことを排除するとは思えない。そして一部の証券会社は、これを彼らのビジネスモデルとして採用するかもしれない。しかし、リテールもしくはプロ顧客との事業を志向している証券会社は (ディーラーも含めて) それらの顧客のために、最良執行を提供する必要があるだろう。

ウ．最良執行義務の適用除外とディーラーの選択肢

われわれは、かつて、ある種のスプレッド・ベティング証券会社 (spread betting company) のために、最良執行要件の除外を設けたことがある。しかし、MiFID は加盟国に対して、特定の要件の例外を認めていない。そこで、これらの証券会社は彼らのリテール顧客あるいはプロ顧客に対して最良執行を提供することが必要になるだろう。われわれは、リテール顧客がとりわけこの市場で活動的であることを理解しているので、

MiFID は特別の挑戦をもたらすことになる。

現行の UK 規則のもとでは、仲介顧客 (intermediate customers) は最良執行が提供されないであろうことについて証券会社と合意するかもしれない。仲介顧客のステータスを選んだ熟練リテール顧客を含む一部の仲介顧客はこれによって有利になり、また、たとえば、どこかのディーラー市場で営業している証券会社は、このベースでしか営業できないと主張する。MiFID のもとで、適格カウンターパーティーとして分類されない仲介顧客は、いったん MiFID が適用になれば、最良執行を提供しなければならない。

エ . 履行上の課題とディーラーのための選択肢 (Implementation challenges and options for dealers)

これらの規定によって、MiFID はディーラーに新たな挑戦をもたらすだろう。MiFID のインパクトは証券会社の OTC 市場でのディーラーとしての活動が、少なくとも以下の三つの選択肢をもつということに現れているようだ。

第 24 条のもとで、適切なカウンターパーティーに限ってビジネス行為を行うことで最良執行をまったく提供しない。

仲介業者、たとえば、エージェンシー・ブローカーを通じて最良執行を提供する。MTF あるいは規制された市場において取引を完了する。

第 21 条の対象となるディーラーは、気配値を要求するというベース (a request-for-quote basis) で営業を行うことによって要件に従うことが可能で、いかなる由来の注文も、提示された気配値で取引するという「指示」だと考えることができると主張する向きもある。われわれは、これが、顧客の指示に関する第 21 条の規定に合致するものとは考えておらず、むしろそれを回避する仕掛けであると考えている。

われわれは、ディーラーが最良執行を提供することを望んでいるディーラー市場のために、ほかの選択肢があるかどうかについて考えてきた。われわれは、まず最初に、最良執行要件が委ねている市場の失敗を見ることになった。

ディーラーは自己勘定で取引することによって、市場に流動性を供給する。つまり、在庫品を取引し、金融商品の売り持ち、買い持ちにかかわるリスクを管理することによってということである。MiFID の最良執行要件は、証券会社に対して顧客 (リテールあるいはプロ) の注文を執行するときには、一貫して最良の結果を提供するために、適切な手順をすべて踏むように求めている。経済的な観点から見れば、このことは、利益を最大にしようとする証券会社のインセンティブと最良執行を顧客に提供するという証券会社のコミットメントの間に利害対立 (misalignment) を生む。証券会社と顧客の間に情報の非対称性が存在するところでは、証券会社が顧客の利益を超えて証券会社の利益を選好し、最良執行以下のものをもたらす余地が生じる。

ディーラーのコンフリクトを如何に管理するかを考える上で重要なことは、MiFID の最良執行要請が持つ二つの政策目的を思い出すことである。それは、投資家保護と市場の効率性である。通常、情報の非対称性はカウンターパーティーに対する投資家の位置

づけを弱いものにする。これは、多くのディーラー市場で起こりうることである。市場の効率性は、売り手と買い手が彼らの置かれている状況に見合う格別に安い価格（at the keenest price）での取引をのぞんでいる場所で高められる。最良の結果をうるためのあらゆる適切な手順を踏むようにという MiFID の要請は、市場の効率性を高めるものである。

オ．ベンチマーク活用による利害対立の管理¹⁸

われわれは、ディーラーが市場において彼らの提示する価格を他の価格と参照できるようにすることで、利益相反の管理が可能となると考えている。参照する価格は、最良の売買価格（the best visible bid and offer）のような外部価格（an external price）あるいはそれにリンクする価格である。

われわれが IBM に委託した調査によれば、ベンチマークを組み込んだ執行モデルは、UK のディーラー市場の範囲であれば実現可能であるということであった。この執行ベンチマークモデルは、ベンチマーク参照価格（a benchmark reference price）を当該市場において入手可能なほかの価格に代わるものとして利用し、提示価格をそのベンチマークと参照するものである。たとえば、ディーラーは、特別なタイプの顧客注文についてベンチマーク参照価格の x ベースポイント上（あるいは下）の価格で執行できたとする。その場合、顧客はディーラーが最良の結果を提供したという満足を得る。なぜなら、そのディーラー価格は、外部的に確認された価格であるといってもよいからである。

このモデルにおいては、ディーラーは単一の執行場所と看做しうる。単一の執行場所が第 21 条を満たすためには、執行場所は、顧客注文の執行に際して一貫して最良の結果を提供しなければならない。代理人の立場から言えば、顧客注文を執行する証券会社とその注文を執行する場所は分断されている。ディーラー市場においてはこうしたことは起こらない。自己勘定で取引し顧客の注文を執行する証券会社は、最良執行の目的に沿って言えば、執行場所そのものである。仮に、ディーラーがその執行方針に掲げた唯一の執行場所であるならば、ディーラーは確実に最良の結果を提供し続けなければならない。ディーラーが提示する価格を外部のベンチマーク価格に参照することによって、ディーラーは顧客のために最良の結果をもたらすための適切な手続きを踏むことができるはずである。

特定のディーラー市場において、大口顧客にとって魅力的な最有力執行場所が存在する場合には、その執行場所は適切なベンチマーク価格を提示するはずである。

（４）見直しと監視

ア．FSA の問題意識

MiFID は市場へのアクセスに際しての特別の要件を規定せず、証券会社が注文ごとに

¹⁸ ベンチマークモデルについては、かなりのページを割いて詳細に論じられているが、技術的、専門的なので詳細な紹介は見送った。

最良の結果をもたらすように要請している。つまり、それは、証券会社が最良の結果を得るためにすべての適切な手順を踏むという基準を満たす限り、彼ら自身の手続きを確立するかどうかについては彼らの判断に委ねているのである。証券会社の手続きが基準を満たすことを確実にするための2つの特別な要件が存在する。

- ・ 執行方針中の執行場所が一貫して顧客が最良の執行結果を獲得できる場所かどうかを定期的に評価する（見直し要件）。
- ・ 確認するために執行手配の効果について監視を行ない、必要ならば、いかなる不備も是正する（監視要件）。

ここでは以下の事項について議論を進める。

- ・ 証券会社にとって見直しと監視の要請の意義は何か。
- ・ この2つの要件はどこが違うのか。
- ・ 見直しと監視に当たって証券会社が直面する挑戦課題。
- ・ 見直しと監視に役立つデータ。

見直しと監視の要件は、顧客注文を執行する証券会社、顧客のポートフォリオを管理する証券会社、執行のために顧客の注文を受けて回送する証券会社に適用される。何が要求されるかは、証券会社の手続きや執行の流れにおけるポジションによって異なるというのがわれわれの見解である。

イ．MiFIDの見直し要件

第21条4項は証券会社に対して、執行方針に含まれた執行場所が顧客注文にとって最良の結果を提供しているかどうかを定期的に評価するよう求めている。実施細則案は、証券会社が少なくとも年1回はその執行方針と執行手続きを見直さなければならないとして、これを補完している。実施細則案第46条1項は、重大な変化(a material change)たとえば、大規模な新執行場所が現れるような場合には、もっと頻繁に見直すことが適当であると明言している。

見直し要件は、市場効率性の重要な案内人(driver)であるかもしれない。それは、執行ビジネスをもっともふさわしい執行場所、換言すれば、最良執行の機会を提供する執行場所に導くという要件を補強するものである。見直しを行うに当たって、証券会社は現行の手続きを超えて、アクセスの可能性のあるほかの執行場所に目を向けるべきである。見直しの目的は、証券会社が顧客に提供する執行サービスのクオリティを高めるであろう執行手続きと方針の変化を確認することである。

執行場所の評価に関する基準は、第21条における諸要因と証券会社が付与するその順位に関連しているはずである。執行場所の見直しは、それにふさわしいデータによって容易になる。

ウ．重大な変化とは

実施細則案は証券会社に対して、顧客注文の執行について最良の結果を得るための能力に影響を与える重大な変化があればいつでも、その執行手続きについて見直しを行う

よう要請している。その変化が重大であるかどうかは証券会社の判断によって異なるであろう。というのは、重要性は、証券会社の事業特性や規模に依存するからである。たとえば、ある小売ブローカーに対して、取引をしていないディーラーが当該ブローカーの関係している市場でのプレゼンスを著しく高めているとすれば、その執行場所を見直すと予想するのは理にかなっている。

一方、幅広いブローカーリストを持つポートフォリオ・マネジャーは、他のブローカーが執行サービスの提供を始めたというだけの理由でその執行方針を見直す必要はないだろう。この場合、もし新規参入の影響が小さいとすれば、次の見直し時期に先立つアクションは正当化されないだろう。

エ．MiFIDの監視要件

「有効性」(effectiveness)の監視は、証券会社の手続きが、顧客注文について最良の結果を獲得するために有効であるかどうかをチェックするという意味合いを持つようだ。

われわれは、執行手配と執行方針の有効性を確保するために、証券会社が監視を必要とする二つの領域を提唱する。

- ・ **証券会社自身の執行方針と手続きの遵守。** もし証券会社はその執行方針と執行手続きに沿って顧客注文を執行しないとすれば、その有効性をテストすることはできないだろう。加えて、執行方針の遵守の監視は、証券会社を、要求があるときには、その執行方針に沿って顧客注文を執行したことを立証するという立場におくことになる。
- ・ **証券会社は実際に顧客注文について最良の結果を得ているのかどうか、もしそうでなければ、それは何故なのか。** われわれは次の二つの比較が関係していると考えている。

執行方針中の執行場所から得られる執行のクオリティーと同じような執行場所での同じような取引との比較（証券会社が顧客注文について最良の結果をもたらすかどうかということと同様に、顧客注文の執行を如何に行うかについての証券会社の判断が有効に作用するのかどうかのテスト）

証券会社が手にする執行のクオリティーと証券会社の執行方針中のほかの執行場所で執行された取引との比較（執行方針に掲げた執行場所の中から「最良の」執行場所を選択したかどうかのテスト）

オ．最良結果の監視

DP154 でわれわれは、執行のクオリティーの監視プロセスが以下を含むものであると助言している。

- ・ 適用範囲（coverage）の決定（監視と評価のために選別される取引サンプルの規模と性質）。
- ・ サンプルの執行のクオリティーを計測するための比較可能なデータの選別。
- ・ サンプル中の個々のアイテムが比較対象の取引に対してどのように評価される

かの決定。たとえば、適用基準の順位の決定。

- ・ 「部外者」(outliers) の確認 (比較データから外れた顧客取引) 。
- ・ 部外者の調査、評価、説明。

われわれは監視の頻度は証券会社活動の規模と頻度を反映すべきであり、頻繁に実施することのメリットを証券会社に認識させる方向に向かうべきだと助言している。

カ．不備の是正

第 21 条は証券会社に対して、必要ならば、監視によって確認された不備を是正するよう求めている。とりわけ、監視は、特定の執行場所に注文を指図するための証券会社の手続きが適切ではなく是正すべきであることを指摘するだろう。

キ．異なる環境下での見直しと監視

最良執行要請は、執行サービスを提供している証券会社、執行のための注文の受付と回送サービスを提供している証券会社、ポートフォリオ管理サービスを提供している証券会社に適用される。われわれは、このような異なったタイプの証券会社が見直しと監視について異なったアプローチを採用することは適切であろうと認識している。

われわれは、執行場所を選択するブローカーなどの証券会社による監視についての原則は、執行プロセスの一部 (あるいは全部) の局面を担当する証券会社を選択するときには、ポートフォリオ・マネジャーやブローカーにも適用するよう助言している。しかし、この原則の厳格な適用は顧客に提供されるサービスの特質、たとえば、その証券会社が執行の流れのどこに位置するのかによって左右される。

ク．顧客注文を執行する証券会社

顧客注文の執行に際して執行場所を選択する証券会社は、その執行方針に含まれる執行場所から得られる執行のクオリティを監視する必要がある。これらの執行場所は、規制市場、MTF およびディーラーであろう。

たとえば、その執行手続きが三人のブローカーのうちの一人与顧客注文を執行するようになっている小口ブローカーは、少なくとも毎年これらの執行場所が一貫して顧客に最良の結果をもたらしているのかどうかについて見直しをする必要があるだろう。その見直しの一環として、証券会社はおそらく現在のディーラーがもたらす執行のクオリティと他の選択可能な場所での執行のクオリティを比較する必要があるだろう。その目的は、証券会社が他の執行場所に接触すべきかどうかを評価することにある。証券会社はまた、ディーラー以外の執行場所についても考慮する必要がある。

ケ．ポートフォリオ・マネジャーと注文の受理および回送

ポートフォリオ・マネジャーは彼らが使っている証券会社または執行場所から得ている執行のクオリティを監視する必要がある。自ら執行するのではなく、執行のために注文を受けて回送する証券会社は、獲得した執行のクオリティを監視しなければならない。

たとえば、一つの証券会社 (執行仲介業者) のみを利用するポートフォリオ・マネジ

ヤーは、その証券会社がもたらした結果をその市場における他の証券会社によってもたらされた結果と比較し、また、当該市場全体における取引のクオリティーに関して入手可能なすべての情報と比較する必要があるだろう。見直しの結果は、ポートフォリオ・マネジャーが一つの証券会社を利用することを正当化する、あるいは、ポートフォリオ・マネジャーが証券会社を変えるか証券会社数を増やすことを勧めることになるかも知れない。

他の事例で言えば、ポートフォリオ・マネジャーの執行手続きは、他の証券会社、規制市場や MTF への直接のアクセス、ディーラーへの直接のアクセス（たとえば、債券市場における）などを含むことになる。この場合、ポートフォリオ・マネジャーは、これらの執行場所のうちのどれが一貫して最良の結果をもたらすのを見極める必要がある。そして、この見直しは、ブローカー、ディーラー、MTF、規制市場および執行手続きに含まれていない他の執行場所についても考慮すべきである。一部のポートフォリオ・マネジャーは、すでに、提供されたサービスを比較するブローカー投票システム（broker voting systems）と称されるタイプの見直しを実施している。しかし、このプロセスは、しばしば執行のクオリティー以外のもの（たとえば、調査のクオリティー）を含み、また、証券会社が実際にアクセスしていない仲介業者あるいは執行場所にまで範囲を広げることはない。

常識的には、MiFID はポートフォリオ・マネジャーの手続きや方針に対して、彼らが顧客注文の執行に利用している証券会社によって採用された手順を繰り返すように要求すべきではない。同様に、監視に関して、当該証券会社は彼らの手順（とりわけ、執行のクオリティーに影響する意思決定）の有効性について監視する必要がある。

もしポートフォリオ・マネジャーが執行ブローカーを通じて取引せず、その代わりに規制市場、MTF あるいはディーラーに直接アクセスすることを選ぶとすれば、ポートフォリオ・マネジャーの監視は、執行ブローカーの監視と似たようなものになるだろう。

コ．MiFID の透明性要請

MiFID は、規制市場、MTF、EEA 加盟国の OTC における株式取引について、事前と事後の透明性要件を導入している。これは、証券会社にとって役に立つ情報源を提供する可能性を持っている。

MiFID はまた、組織的な店内自己執行者である証券会社、つまり、頻繁にまた組織的に内部的な株式取引を行う証券会社について新たな透明性要件を導入している。EEA の規制市場での取引が許されているある種の流動証券（liquid shares）については、組織的な店内自己執行者は継続的に証券会社の売買気配値（firm bid and offer quotes）を提供しなければならない。彼らの気配値は、一定の規模に達するまでは（up to certain size thresholds）拘束力のある取引価格（a binding price for trades）を表すものでなければならない。

MiFID はまた、EEA の規制された市場、MTF および EEA の規制市場での取引が許さ

れている株式の店内自己執行者について、事後的な取引の透明性要件を導入している。

MiFID は、すべての取引場所に対して、価格、取引高、取引が執行された取引場所を含む完結した株取引についての特別な情報を公開するよう求めている。取引場所はレポートチャネル (reporting channels) の中では、かなりの自由度と選択権をもつ。この分野における競争は多くの利益をもたらす反面、株式取引データがばらばらになるというリスクも引き起こす。もし情報がばらばらであれば、見直しと監視に際して、証券会社が関連情報にアクセスすることを困難にするかもしれない。

われわれは、この情報の統一を容易にするための選択肢を考えている。一つの可能性は、市場に公開された情報の信頼性 (integrity) を監視し、その取りまとめの手配をするような機関に証券会社が取引情報を報告することである。

もし、株式取引のデータが統合されれば、その情報を分析するという商機が生まれるかも知れず、また、執行のクオリティーに関する情報を探している証券会社に、鍵となる指標を引き出すことになるかも知れない。

株式以外の商品について、MiFID は同様の透明性要件を導入していない。情報を統合し集計することで商機が生まれるかもしれない。

サ．最良執行の立証

第 21 条 5 項は、証券会社に対して、顧客の要請に応じて、彼らはその執行方針に沿って顧客の注文を執行していることを開示するよう求めている。

証券会社は、第 21 条 5 項にかかわる情報の保管の実施について心配していると語っている。とりわけ、同条が、執行されたすべての取引データの保管を要求している点を憂慮している。たとえば、ある小売ブローカーの執行方針は、5 人のディーラーと取引することになっており、顧客の注文執行は、最良価格を提示したディーラーのもとで執行されることになっている。この場合、ブローカーは取引時に、この 5 人のディーラーすべてから気配値を仕込む必要があるのだろうか？ この情報がなければ、ブローカーは執行がその執行方針に沿ったものであることを立証することができないのではないかと考えられている。

むすび

2004 年 4 月に採択された MiFID は、加盟国が 2006 年 4 月 30 日までに MiFID を満たすために必要な法的整備を行うように規定していた。しかし、加盟国における統一的な適用を確実にするためには、この指令の大量の複雑な条文を欧州委員会によって採択される実施基準によって補完する必要がある。この実施基準の内容が明らかになるまでは、加盟国が国内法を完全に整備することは現実には不可能であった。そのため、各国とも MiFID の国内法への置換え (transposition) 期限を守ることはきわめて困難な状況にあり、当然のことながら、証券会社も新たなシステムや組織および報告書や記録保存の手続きの導入あるいは既存のシステムや慣行の修正を実施する余地がなかった。こうした実情を考慮し

て EU は期限の延長やむなしと判断、2006 年 4 月に MiFID 修正指令¹⁹を発出して上記期限を 2007 年 11 月 1 日まで延長することとした。これに伴い、MiFID の発効（従って投資サービス指令の失効）も 2007 年 11 月 1 日まで延期されることになり、それまでの間は、投資サービス指令が引き続き EU の証券関連規制の中心的役割を担うことになる。

2006 年 6 月に実施細則案が公表されたこともあり、来年 11 月にかけて MiFID の国内法への置換えに向けて加盟各国の動きが加速するものと思われるが、EU の今後の動向を注視しておく必要がある。

¹⁹正式名称は、DIRECTIVE 2006/31/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 5 April 2006, amending directive 2004/39/EC on markets in financial instrument, as regards certain deadlines

付録1 IDSの条文構成

第 章（定義と範囲）

第1条 定義

第2条 運用対象

第 章（業務開始条件）

第1条 許可と取消し

第2条 株主の特定

第3条 域外投資サービス業者の支店

第4条 子証券会社の認可

第 章（第三国との関係）

第7条 第三国との関係

第 章（業務遂行要件）

第8条 監督責任・母国監督

第9条 実効的出資

第10条 節度ある運営の規則

第11条 行為規範

第12条 補償制度

第13条 サービスの広告

第 章（設立の権利およびサービス提供の自由）

第14条 単一免許

第15条 規制市場の全員およびその市場へのアクセス

第16条 規制市場のリスト

第17条 支店設立の通知義務

第18条 サービス提供の通知義務

第19条 報告、違法状態への対処

第20条 取引情報の透明性：当局への報告

第21条 取引情報の透明性：投資家への報告

第 章（認可および監督の責任を有する当局）

第22条 監督当局の指定

第23条 監督当局間の協力

第24条 立ち入り検査

第25条 職業上の秘密

第26条 訴訟の権利

第27条 罰則規定

第28条 指令の施行

第 章（最終決定）

第 2 9 条 指令の修正

第 3 0 条 経過規定

第 3 1 条 実施期限等

第 3 2 条 指令のあて先

付属書 サービスおよび金融商品のリスト

付録2 指令 2004/39/EC (MiFID) の条文構成

第 編 (定義と範囲)

- 第1条 範囲 (Scope)
- 第2条 適用除外 (Exemptions)
- 第3条 選択的適用除外 (Optional exemptions)
- 第4条 定義 (Definitions)

第 編 (証券会社の認可と運営条件)

第 章 (認可の条件と手続き)

- 第5条 認可要件 (Requirement for authorisation)
- 第6条 認可の範囲 (Scope of authorisation)
- 第7条 認可申請の許可および拒否の手続き (Procedures for granting and refusing requests for authorisation)
- 第8条 認可の取消し (Withdrawal of authorisation)
- 第9条 事業を効果的に指揮するもの (Persons who effectively direct the business)
- 第10条 株主および実効的な支配権を持つもの (Shareholders and members with qualifying holdings)
- 第11条 認可された投資家補償制度の会員資格 (Membership of an authorized Investor Compensation Scheme)
- 第12条 初期資本要件 (Initial capital endowment)
- 第13条 組織要件 (Organisational requirements)
- 第14条 MTF における取引プロセスと取引の完結 (Trading process and finalization of transactions in an MTF)
- 第15条 第三国との関係 (Relations with third countries)

第 章 (証券会社の運営)

第 1 節 総則 (General provisions)

- 第16条 当初の認可要件の定期的な見直し (Regular review of conditions for initial authorisation)
- 第17条 継続監視に関する一般義務 (General obligation in respect of on-going supervision)
- 第18条 利益相反 (Conflicts of interest)

第 2 節 投資家保護の確保のための規定 (Provisions to ensure investor protection)

- 第19条 顧客に投資サービスを提供する場合の業務行為義務 (Conduct of business obligations when providing investment services to clients)
- 第20条 他の証券会社を通じたサービスの規定 (Provision of services through the

medium of another investment firm)

第21条 顧客にとって最も有利な条件での注文執行義務 (Obligation to execute orders on terms most favourable to the client)

第22条 顧客注文取扱い規則 (Client order handling rules)

第23条 提携代理商を雇用する場合の証券会社の義務 (Obligations of investment firms when appointing tied agents)

第24条 適格カウンターパーティーを相手に執行される取引 (Transactions executed with eligible counterparties)

第3節 市場の透明性と信認 (Market transparency and integrity)

第25条 市場の信認の維持、取引報告および記録の保存義務 (Obligation to uphold integrity of markets, report transactions and maintain records)

第26条 MTF の規則およびその他の法的な義務の遵守状況の監視 (Monitoring of compliance with the rule of the MTF and with other legal obligations)

第27条 証券会社のファーム・ビット & オファアの公表義務 (Obligation for investment firms to make public firm quotes)

第28条 証券会社による取引後開示 (Post-trade disclosure by investment firms)

第29条 MTF の取引前透明性要件 (Pre-trade transparency requirements for MTF s)

第30条 MTF の取引後透明性要件 (Post-trade transparency requirements for MTF s)

第 章 (証券会社の権利)

第31条 投資サービスと機能提供の自由 (Freedom to provide investment services and activities)

第32条 支店の開設 (Establishment of a branch)

第33条 規制市場へのアクセス (Access to regulated markets)

第34条 中心的なカウンターパーティー、清算・決済施設へのアクセスと決済システムを指定する権利 (Access to central counterparty, clearing and settlement facilities and right to designate settlement system)

第35条 MTF にかかわる中心的なカウンターパーティー、清算・決済の手配に関する規則 (Provisions regarding central counterparty, clearing and settlement arrangements in respect of MTF s)

第 編 (規制市場)

第36条 認可および準拠法 (Authorisation and applicable law)

第37条 規制市場の運営要件 (Requirement for the management of the regulated market)

第38条 規制市場の運営に重大な影響を及ぼす者に対する要件 (Requirements relating to persons exercising significant influence over the management of the regulate

market)

- 第39条 組織要件 (Organisational requirements)
- 第40条 金融商品の取引認可 (Admission of financial instruments to trading)
- 第41条 金融商品の取引停止または廃止 (Suspension and removal of instruments from trading)
- 第42条 規制市場へのアクセス (Access to the regulated market)
- 第43条 規制市場の規則およびその他の法的義務の遵守状況の監視 (Monitoring of compliance with the rules of the regulated market and with other legal obligations)
- 第44条 規制市場のための取引前透明性要件 (Pre-trade transparency requirements for regulated markets)
- 第45条 規制市場のための取引後透明性要件 (Post-trade transparency requirements for regulated markets)
- 第46条 中心的なカウンターパーティーおよび清算・決済の手配に関する規則 (Provisions regarding central counterparty and clearing and settlement arrangements)
- 第47条 規制市場のリスト (List of regulated markets)

第 編 (監督当局)

第 章 (指定・権限・賠償手続き)

- 第48条 監督当局の指定 (Designation of competent authorities)
- 第49条 同一の加盟国における当局間の協調 (Cooperation between authorities in the same Member State)
- 第50条 監督当局に与えられる権限 (Powers to be made available to competent authorities)
- 第51条 罰則規定 (Administrative sanctions)
- 第52条 訴訟の権利 (Right of appeal)
- 第53条 投資家の苦情に対する裁判以外のメカニズム (Extra-judicial mechanism for investors' complaints)
- 第54条 職業上の秘密 (Professional secrecy)
- 第55条 監査人との関係 (Relations with auditors)

第 章 (異なる加盟国間での監督当局の協調)

- 第56条 協力義務 (Obligation to cooperate)
- 第57条 検証現場での検査協力あるいは調査協力 (Cooperation in supervisory activities, on-the-spot verifications or in investigations)
- 第58条 情報交換 (Exchange of information)
- 第59条 協力の拒否 (Refusal to cooperate)

第60条 認可に先立つ当局間の諮問(Inter-authority consultation prior to authorisation)

第61条 受入国の権限 (Powers for host Member States)

第62条 受入国で採用された予防基準 (Precautionary measures to be taken by host Member States)

第 章 (第三国との協調)

第63条 第三国との情報交換 (Exchange of information with third countries)

第 編 (最終規定)

第64条 委員会の手続き (Committee procedure)

第65条 報告と見直し (Reports and review)

第66条 指令 85/611/EEC の改定 (Amendment of Directive85/611/EEC)

第67条 指令 93/6/EEC の改定 (Amendment of Directive93/6/EEC)

第68条 指令 2000/12/EC の改定 (Amendment of Directive2000/12/EC)

第69条 指令 93/22/EEC の廃止 (Repeal of Directive93/22/EEC)

第70条 置換え (Transposition)

第71条 経過規定 (Transitional provisions)

第72条 施行 (Entry into force)

第73条 あて先 (Addressees)

付 属 書 サービス、業務および金融商品のリスト (RIST OF SERVICES ANDACTIVITIES AND FINANCIAL INSTRUMENTS)

付 属 書 本指令のためのプロ顧客 (PROFESSIONAL CLIENTS FOR THE PURPOSEOF THIS DIRECTIVE)

付録3 MiFID レベル2 基準 (案) の構成

第 章 範囲と定義 (Scope and definitions)

第1条 対象と範囲 (Subject-matter and scope)

第2条 定義 (Definitions)

第3条 確かな手段による情報提供 (Provision of information in a durable medium)

第4条 いくつかのケースにおける証券会社に対する追加要件 (Additional requirements on investment firms in certain cases)

第 章 組織要件 (Organisational requirements)

第1節 組織 (ORGANISATION)

第5条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 2 項 - 8 項)
一般組織要件 (General organizational requirement)

第6条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 2 項)
コンプライアンス (Compliance)

第7条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 5 項第 2 段)
リスク管理 (Risk management)

第8条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 5 項第 2 段)
内部監査 (Internal audit)

第9条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 2 項)
経営管理職の責任 (Responsibility of senior management)

第10条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 2 項)
不満の処理 (Complaints handling)

第11条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 2 項)
個人取引の意味 (Meaning of personal transaction)

第12条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 2 項)
個人取引 (Personal transactions)

第2節 外注 (OUTSOURCING)

第13条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 2 項第 1 段)
きわめて重大で重要な事務機能の意味 (Meaning of critical and important operational functions)

第14条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 5 項第 1 段)
きわめて重大で重要な事務機能あるいは投資サービスないしは投資活動を外注するための条件 (Conditions for outsourcing critical or important operational functions or investment services or activities)

第15条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 5 項第 1 段)
第三国に在住するサービス提供者 (Service providers located in third countries)

第3節 顧客資産の保護 (SAFEGUARDING OF CLIENT ASSETS)

- 第16条 (指令 2004/39/EC 13 条 7 項 8 項)
顧客の金融商品およびファンドの保護(Safeguarding of client financial instruments and funds)
- 第17条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 7 項)
顧客の金融資産の預託 (Depositing client financial instruments)
- 第18条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 8 項)
顧客ファンドの預託 (Depositing client funds)
- 第19条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 8 項)
顧客の金融商品の利用(Use of client financial instruments)
- 第20条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 7 項 8 項)
外部監査人による報告書 (Reports by external auditors)

第 4 節 利益相反 (CONFLICTS OF INTEREST)

- 第21条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 3 項および第 18 条(1))
顧客にとって潜在的に不利益な利益相反(Conflicts of interest potentially detrimental to a client)
- 第22条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 3 項および第 18 条(1))
利益相反方針(Conflicts of interest policy)
- 第23条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 6 項)
不利な利益相反を引き起こすサービスや活動の記録(Record of services or activities giving rise to detrimental conflict of interest)
- 第24条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 2 項)
投資調査(Investment research)
- 第25条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 3 項)
証券会社が投資調査を作り配布する場合の追加的な組織要件 (Additional organizational requirements where a firm produces and disseminates investment research)

第 章 証券会社の運営要件 (Operating conditions for investment firms)

第 1 節 勧誘 (INDUCEMENT)

- 第26条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 1 項)
報奨金 (Inducements)
- 第2節 顧客および見込み客への情報(INFORMATION TO CLIENTS AND POTENTIAL CLIENTS)
- 第27条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 2 項)
公正、明瞭で誤解を生じない情報を満たす条件 (Conditions with which information must comply in order to be fair, clear and not misleading)

- 第28条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 3 項)
顧客区分を考慮した情報(Information concerning client classification)
- 第29条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 3 項)
顧客への情報のための一般要件(General requirement for information to client)
- 第30条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 3 項第 1 段落)
個人顧客および潜在個人顧客のための証券会社およびそのサービスについての情報(Information about the investment firm and its services for retail clients and potential retail clients)
- 第31条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 3 項第 2 段落)
金融商品についての情報(Information about financial instruments)
- 第32条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 3 項第 2 段落)顧客の金融商品あるいは顧客ファンドの保護を考慮した情報要件(Information requirements concerning safeguarding of client financial instruments or client funds)
- 第33条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 3 項第 4 段落)
コストおよび関連経費についての情報(Information about costs and associated charges)
- 第34条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 2 項および第 19 条 3 項第 4 段落)
指令 85/611/EEC に従って列記された情報(Information drawn up in accordance with Directive85/611/EEC)
- 第35条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 2 項 3 項)
指令 2003/71/EC に従って列記された情報(Information drawn up in accordance with Directive2003/71/EC)
- 第3節 適合性と妥当性の評価 (ASSESSMENT OF SUITABILITY AND APPROPRIATENESS)**
- 第36条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 4 項)
適合性の評価(Assessment of stability)
- 第37条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 5 項)
妥当性の評価(Assessment of appropriateness)
- 第38条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 4 項 5 項)
適合性と妥当性の評価に共通の規定(Provisions common to the assessment of suitability or appropriateness)
- 第39条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 6 項)
複雑でない商品のサービスに関する規定(Provision of services in non-complex instruments)
- 第 4 節 顧客への報告 (REPORTING TO CLIENTS)**
- 第40条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 8 項)

- ポートフォリオ管理を除く注文執行に関する報告義務(Reporting obligations in respect of execution of orders other than for portfolio management)
- 第41条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 8 項)
- ポートフォリオ管理に関する報告義務(Reporting obligations in respect of portfolio management)
- 第42条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 8 項)
- ポートフォリオ管理または付随的な負債取引のための追加的な報告義務 (Additional reporting obligations for portfolio management or contingent liability transactions)
- 第43条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 8 項)
- 顧客の金融商品または顧客ファンドの計算書(Statement of client financial instruments or client funds)
- 第 5 節 最良執行 (BEST EXECUTION)**
- 第44条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 1 項および第 21 条 1 項)
- 最良執行基準(Best execution criteria)
- 第45条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 1 項)
- 最良執行：ポートフォリオ管理および注文の受注と回送への適用(Best execution: application to portfolio management and reception and transmission of orders)
- 第46条 (指令 2004/39/EC 第 21 条 3 項 4 項)
- 執行方針(Execution policy)
- 第 6 節 顧客注文の取り扱い (CLIENT ORDER HANDLING)**
- 第47条 (指令 2004/39/EC 第 22 条 1 項)
- 一般原則(General principles)
- 第48条 (指令 2004/39/EC 第 22 条 1 項)
- 注文のとりまとめと配分(Aggregation and allocation of orders)
- 第49条 (指令 2004/39/EC 第 22 条 1 項)
- 自己勘定のための取引のとりまとめと配分(Aggregation and allocation of transactions for own account)
- 第 7 節 適格カウンターパーティー (ELIGIBLE COUNTERPARTIES)**
- 第50条 (指令 2004/39/EC 第 24 条 3 項)
- 適格カウンターパーティー(Eligible counterparties)
- 第 8 節 レコードキーピング (RECORD KEEPING)**
- 第51条 (指令 2004/39/EC 第 13 条 6 項)
- 記録の保存(Retention of records)
- 第9節 指令 200439/EC のために定義された項目 (DEFINED TERMS FOR THE PURPOSES OF DIRECTIVE 2004/39/EC)**

第52条 (指令 2004/39/EC 第 4 条 1 項 4 項)

投資助言(Investment advice)

第 4 章 最終規定 (Final provisions)

第53条 置換え(Transposition)

第54条 施行(Entry in force)

第55条 あて先(Addressees)

付録4 MiFIDの最良執行関連規定（レベル1基準）

【序文（Recital）】

（33）証券会社に対して、顧客にとってもっとも望ましい形で顧客注文の執行を確実に行わせるためには、効果的な「最良執行」義務を課すことが必要である。この義務は、顧客に対して契約上の義務（contractual obligations）あるいは代理義務（agency obligations）を負っている企業にも適用されるべきである。

【本文】

第19条：投資サービスを顧客に提供する際のビジネス行為義務（Conduct of business obligations）

1. 加盟国は、証券会社に対して、投資サービスあるいは類似した付加的なサービスを顧客に提供するときには、顧客の最良の利益に合致するように、正直に、公正にそして専門的に行動し、第2項から8項に掲げた原則を満たすように要請すべきである。
2. 顧客あるいは潜在顧客に対して証券会社によってもたらされた、マーケティング情報を含む全ての情報は、公正、明瞭で誤解を生じないものであるべきである。マーケティング情報は、真の意味で明瞭であるべきである。
3. 適切な情報は、以下を含む包括的な形式で顧客あるいは潜在顧客に提供されるべきである。

証券会社とそのサービス

金融商品と提案された投資方針；これには、適切なガイドラインと商品に係わるリスクあるいは特定の投資戦略面でのリスクの警告が含まれるべきである

執行場所

コストと関連経費

これにより、顧客は提供される投資サービスや特定の商品の特質とリスクを無理なく理解することが可能となり、その結果、当該情報に基づいて投資の意思決定を行うことが出来る。この情報は定型化された書式で提供されるだろう。

4. 投資助言あるいはポートフォリオ管理を提供するに当たって証券会社は、なにが顧客あるいは潜在顧客にふさわしいサービスであるか、あるいは商品であるかを知るために、特定のタイプの商品やサービスに関する顧客あるいは潜在顧客の知識と経験、財務状況、投資目的に係わる必要情報を入手すべきである。
5. 加盟国は、証券会社が第4項に掲げたもの以外の投資サービスを提供するに当たって、想定した投資サービスや商品が顧客にとって適切かどうかを評価できるように、提示されあるいは要求された特定の商品タイプに係わる投資分野における彼らの知識や経験に関する情報の提供を顧客に要請することを保証すべきである。

上記によって入手した情報をもとに、証券会社が商品やサービスが顧客あるいは潜在

顧客にふさわしくないと考える場合には、証券会社は顧客あるいは潜在顧客に警告すべきである。この警告は、標準化された書式で提供されるだろう。

顧客あるいは潜在顧客が第1項で言及した情報を提供しないことを選択する場合、あるいは、彼らの知識や経験に関して不十分な情報を提供する場合には、証券会社は、そうした意思決定が想定した商品やサービスが彼らにとってふさわしいかどうかを証券会社が判定する妨げになるということを、顧客あるいは潜在顧客に警告すべきである。この警告は、標準化された書式で提供されるだろう。

6. 加盟国は、証券会社に対して、付随サービスの有無にかかわらず、顧客注文の執行および受付と回送に限定された投資サービスを提供する際に、以下に掲げた条件をすべて満たす場合には、5項に規定された情報の入手あるいは意思決定を行うことなしに、顧客に対して投資サービスを提供することを許容すべきである。

規制市場やそれに類似した第三国市場での取引が認められている株式、マネー・マーケット商品、債券や証券化された債務（デリバティブを組み込んだ債券や証券化債務を除く）、UCITSおよびその他の複雑でない（non-complex）金融商品に関わる上記のサービス。第三国市場は、もしそれがTitle のもとで制定された要件と同様の要件を満たしているとすれば、規制市場と同じであると看做されるべきである。委員会は、同じと考えられる市場のリストを公表すべきである。このリストは定期的に改定されるべきである。

サービスは顧客または見込み客主導で提供される。

顧客または見込み客は、このサービスの規定において、証券会社は提供されあるいは申し出されたサービスの適合性評価を求められていないこと、また、ビジネス行為要件に関連する保護からの恩恵を受けないことをはっきりと伝えられるべきである。この警告は標準化された書式で提供されるだろう。

証券会社は第18条の義務を満たす

7. 証券会社は、証券会社と顧客の間で、2つのパーティーの権利と義務を定めた文書およびその他の証券会社が顧客にサービスを提供するための条件を含む記録を作成すべきである。契約に対する権利と義務は、他の文書あるいは法律の解説書（legal text）を参考にして具体的に決められることになる。
8. 顧客は証券会社から、顧客に提供したサービスについての十分な報告を受け取らねばならない。この報告は、顧客に代わって引き受けた取引およびサービスに関わる費用を適切に含むものであるべきである。
9. 投資サービスが金融商品の一部として提供される場合、このサービスはこの第19条で定めた義務の対象とすべきではない。
10. 必要な投資家保護および1項から8項までの一様な履行を保証するために、委員会は、証券会社が第64条2項に掲げた手続きに沿って、顧客に投資サービスあるいはそれに付随するサービスを提供する際に、その中に定めた原則を満足することを保証

するための実施細則を採用することになる。これらの実施細則は、以下のことを考慮に入れることになる。

- (a) タイプ、目的、取引頻度などを考慮しながら顧客あるいは潜在顧客にオファーされあるいは提供されたサービスの特質
- (b) オファーされあるいは考慮中の金融商品の特質
- (c) 顧客あるいは潜在顧客のリテールかプロフェッショナルかという特質

第 21 条：顧客にとってもっとも有利な条件での注文執行義務

1. 加盟国は、証券会社に対して、注文を執行するときには、顧客にとって最良の結果を獲得するために、価格、コスト、執行のスピード、執行と決済の見込み、規模、性質 (nature) など注文の執行に関して考慮すべきすべてのことを考慮に入れて、あらゆる適切な手段をとるよう要請すべきである。しかし、顧客から特別な指示があったときはいつでも、証券会社は、その特別な指示に従って注文を執行すべきである。
2. 加盟国は、証券会社に対して、1 項を満たすための効果的な手続き (arrangement) を整えて履行するよう要請すべきである。とりわけ加盟国は、証券会社に対して、顧客のために 1 項に沿った最良の結果をもたらすような注文執行方針を定めて履行するよう要請すべきである。
3. 注文執行方針は、個々の商品についていえば、証券会社が顧客の注文を執行している他の取引場所についての情報や、執行場所の選択に影響を与える要因に関する情報を含む。少なくとも、その方針は、証券会社が顧客の注文執行について最良の結果を実現できる安定的な基盤が得られるような場所についての情報を含むものでなければならない。
加盟国は、証券会社に対して、その注文執行方針に関して顧客に適切な情報を提供するよう要請すべきである。加盟国は、証券会社に対して、その執行方針に関する顧客の事前の同意を得るよう要請すべきである。
加盟国は、注文執行方針において、顧客注文が規制市場の外あるいは多角的取引施設 (Multilateral Trading Facility; MTF) で執行される可能性を規定している場合には、証券会社に対して、顧客にその可能性について詳細に伝えるよう要請すべきである。
加盟国は、証券会社に対して、注文を規制市場外あるいは MTF で執行する前に、事前に顧客のはっきりした同意を取り付けるよう要請すべきである。証券会社は、この同意を一般的な同意書の形式あるいは個別取引に関する同意の形式で取得する。
4. 加盟国は、証券会社に対して、その不備を見つけて修正するために、注文執行手続きと執行方針の効果をモニターするよう要請すべきである。特に、証券会社は、定期的に、注文執行方針に含まれる執行場所が顧客にとって最良の結果をもたらすのかどうか、あるいは彼らの執行手続きを変える必要があるのかどうかを判断する必要がある。

る。加盟国は、証券会社に対して、注文執行手続きや執行方針に関する重要な変更はすべて顧客に伝達するよう要請すべきである。

5. 加盟国は、証券会社に対して、証券会社の執行方針に従って注文を執行したことを、求めに応じて、顧客に証明できるように要請すべきである。

第 24 条：適格カウンターパーティーを相手に執行される取引

1. 加盟国は、顧客に代わって注文執行を行ない、自己勘定で取引を行い、注文を受けて回送する権限を受けた証券会社が、取引やそれに直接付随するサービスに関して、第 19 条（ビジネス行為規制）、第 20 条（他の証券会社を通じたサービス）、第 21 条 1 項（最良執行）に掲げた義務を満たすことなしに適格カウンターパーティー（eligible counterparties）との取引を行いあるいはそれに参加することを保証すべきである。
2. 加盟国は、証券会社、信用機関、保険証券会社、UCITS およびその管理証券会社、年金基金およびその管理証券会社、委員会の規制あるいは加盟国の国内法のもとで認可されまたは規制されている金融機関、第 2 条 1 項(k)および(l)の規定のもとでこの指令の適用を免除されている企業（undertakings）、政府および公的債務を取り扱う公的機関を含む政府関係機関、中央銀行そして国際機関をここでいう適格カウンターパーティーとして認知すべきである。

1 項の適格カウンターパーティーという分類は、証券会社とのビジネスが第 19 条、第 21 条、第 22 条の対象となる顧客としての取り扱いを希望する企業（entities）の権利を、基本契約の形であれ、個々の取引過程においてであれ、毀損するものではない。

3. 加盟国はまた、数値基準（quantitative thresholds）を含む、事前に設定された条件（proportionate requirement）に合致する企業（other undertakings）を適格カウンターパーティーであると認知するだろう。カウンターパーティー候補者（prospective counterparties）が外国に存在する場合の取引に際しては、証券会社は、加盟国の法律あるいは規則の定めに従って、他の企業にその地位を譲らなければならない場合もある。

加盟国は、証券会社に対して、彼らが 1 項に掲げた企業（undertakings）との取引に参加するときには、カウンターパーティー候補者から適格カウンターパーティーとして取り扱われることに同意するという明確な確認の取り付けを確実に実行させるべきである。加盟国は、証券会社がこの確認書を基本契約の形もしくは個々の取引過程で入手できるようにすべきである。

4. 加盟国は、第 2 項で掲げた企業類型に合致する第三国の企業（entities）についても、適格カウンターパーティーとして認めることになるだろう。

加盟国はまた、第 3 項に掲げた企業（undertakings）と同じ状況にあり、第 3 項の定めと同様の条件に服している第三国の企業についても、適格カウンターパーティーとして認知すべきである。

- 5 . 市場慣行の変化に対応して 2 項、3 項、4 項の統一的な適用を保証し、単一市場の効率的な運営を容易にするために、委員会は、第 64 条 2 項に該当する手続きに沿って、以下を履行基準として採用する。
- a) 2 項における顧客としての取り扱いを要求する手続き
 - b) 3 項におけるカウンターパーティー候補者からの明確な確認を取り付けるための手続き
 - c) 3 項における企業 (undertakings) が適格カウンターパーティーであると認知されるための数値基準 (quantitative thresholds) を含む、事前に設定された条件 (proportionate requirement)

付録5 MiFIDの最良執行関連実施細則案（レベル2基準）

【序文（Recitals）】

(56) 指令 2004/39/EC 第 21 条 2 項に沿って執行方針を定めるに際して、証券会社は、同指令第 21 条 1 項において言及されている諸要因の重要性の順位を決め、あるいは、少なくともその順位付けを行うプロセスを確立すべきである。それによって、証券会社は彼らの顧客に対して最良の結果をもたらすことが出来る。その方針を効果的にするために、証券会社は、顧客注文の執行について常に最良の結果を得ることが可能になるような執行の場を選別すべきである。証券会社は、個々の注文ベースで最良の結果を得るという観点でこの方針を適用すべきである。リテール顧客についてみれば、このことは、金融商品の価格や執行コストの象徴されるすべての考慮すべき事項に関して最良の結果を獲得するということを意味する。

(57) 証券会社が顧客からの特別の指示をともなった注文を執行するときは、顧客の指示に関連する部分（parts）あるいは側面（aspects）に限って最良執行義務が既に満たされているという取り扱いがなされるべきである。顧客が注文の一部あるいは一側面をカバーする特別の指示を与えたという事実は、それが当該指示によってカバーされていないほかの部分あるいは側面についての最良執行義務から証券会社を解放するものとして扱われるべきではない。

(58) 証券会社による顧客との自己勘定取引は、顧客注文の執行とみなされるべきであり、それゆえに、指令 2004 / 39 / EC および本指令のもとでの要請、とりわけ最良執行にかかわる義務の対象となる。

(59) 顧客注文の執行に際して最良の結果（best possible result）をもたらす義務は、すべてのタイプの金融商品について適用される。しかし、市場構造や金融商品構成の違いを考えると、すべての金融商品について妥当で効果的な最良執行のための統一的な手続きを特定し適用することは困難である。最良執行義務は、したがって、金融商品のタイプごとの注文執行に伴って生じる異なった状況を考慮するというやり方で適用すべきである。たとえば、顧客や証券会社の事情に合わせた独自の契約による関係を必要とする特別の OTC 金融商品にかかわる取引は、最良執行という趣旨から、集中された執行場所で取引されている株式にかかわる取引と比較するわけにはいかないだろう。

(60) 特別な指示を伴わないリテール顧客の注文を執行するときに、証券会社が可能な限り最良の結果を獲得することを確実にするために、証券会社は、証券会社に対して、注文を執行するときには、総合的な考察にもとづいて、金融商品の価格や執行コストなど、可

可能な限りの最良の結果をもたらす可能性のあるあらゆる要因について考慮を払うべきである。執行の速さ (speed) と見込み (likelihood) 決済 (settlement) 注文の大きさ (size) と性質 (nature) 市場へのインパクトその他取引コストに含まれるすべてのものは、それらがリテール顧客に対して最良の結果をもたらす手段である限り、優先権を与えられる。

(61) 証券会社が、もし異なった執行場所で異なった手数料あるいはスプレッドを請求し、それが当該場所間での実際の執行コストの違いを反映したものでなかったとすれば、ある意味では、当該証券会社は執行の場間で不当に差別した手数料を設定しあるいは請求したと判断されるべきである。

(62) 執行方針に関する本指令の規定は、注文執行の効果をモニターし、定期的に執行方針の下で執行の場所を評価するという指令 2004 / 39 / E C の 21 条 4 項のもとでの証券会社の基本的な義務を侵害するものではない。

(63) 本指令は、注文やポートフォリオ管理の受付と回送サービスを提供する証券会社と当該証券会社が執行のために注文を回送する相手先の証券会社との間における最良執行に関して、二重の (duplication) 努力を要求しようとするものではない。それゆえ、最初の証券会社は、顧客に対して最良執行を果たすという義務を傷つけることなく、他の証券会社に執行のために注文を回送するときには、それらの注文の執行において最良の結果をもたらしてくれそうな証券会社を選択するために、あらゆる適切な手順を踏むべきである。別の証券会社に執行のために注文を回送する証券会社は、回送先の証券会社によってもたらされた執行のクオリティをモニターし、発生したいかなる不備についてもそれを取り除くために必要な手段を講じるべきである。これらの責任を全うするためには、最初の証券会社は、最良執行をもたらす第二の証券会社の能力を信頼する資格を付与されるべきである。

(64) 指令 2004 / 39 / E C のもとでの最良執行義務は、証券会社に対して、彼らの顧客のために可能な限り最良の結果を得る為にあらゆる適切な手続きをとることを要求している。執行の速さや見込みと価格改善の入手可能性や頻度などのような側面を含む執行のクオリティは、最良執行をもたらす重要な要因である。さまざまな執行場所によって提供された執行のクオリティに関連するデータの入手可能性 (availability)、比較可能性 (comparability) 整理統合 (consolidation) は、証券会社や投資家に、その執行場所が彼らの顧客のために最高の執行のクオリティをもたらす場所であることを確認させるうえできわめて重要である。執行場所およびデータの提供者は執行のクオリティのデータ提供に関する解決策の開発を許されるべきなので、本指令は、執行の場による執行のクオリティに関するデータの公表を命じていない。委員会は、欧州レベルでの執行の質に関する

る情報における入手可能性、比較可能性、整理統合を評価するという視点で、この分野における市場主導の開発についてのレポートを 2008 年 11 月 1 日までに提出する。

【本文】

第 5 章 最良執行

第 44 条 (指令 2004/39/EC 第 19 条 1 項および第 21 条 1 項)

最良執行の尺度 (criteria)

1 . 加盟国は、証券会社に対して、顧客注文の執行時に、指令 2004/39/EC の第 21 条 1 項に掲げた要因の重要性に順位をつけるために、以下に掲げた尺度を考慮に入れることを確認すべきである。

(a) 顧客の特性、リテールかプロかという顧客のステータスを含む

(b) 顧客注文の性質 (nature)

(c) 注文の対象である金融商品の特性 (characteristics)

(d) 注文が指図される執行場所の特性

本条および第 46 条の目的に沿っていえば、「執行場所」(execution venue)とは、規制市場 (regulated market) MTF、同じような力量で活動する組織的な店内自己執行者 (systematic internaliser) マーケット・メーカーその他の流動性提供者 (liquidity provider) を指す。

2 . 証券会社は、顧客からの特別な指示を伴った注文を執行する程度に応じて顧客にとって可能な限り最良の結果を獲得するために、本指令第 21 条 1 項のもとにおける義務を果たしている。

3 . 個人顧客に代わって証券会社が注文を執行する場合には、最良の結果は、金融商品の価格や執行コストなどに象徴される総合的な考察に従って決定されるべきである。それは、注文執行に直接関連して顧客が負担するすべての支払い、つまり、執行場所の手数料、清算および決済手数料、注文執行に含まれる第三者に支払われるすべての手数料などを含んでいる。

4 . 加盟国は、証券会社が執行場所間に不公平な差別をつけるという形で手数料を設定したり請求したりしないことを保証すべきである。

5 . 2008 年 10 月 30 日以前に、委員会は、さまざまな執行場所の執行のクオリティーに関する情報の入手可能性、比較可能性、整理統合について欧州議会および理事会にレポートを提出する予定である。

第 45 条 (指令 2004/39/EC の第 19 条 1 項)

最良執行：ポートフォリオ管理および注文の受付と回送への適用

1 . 加盟国は、証券会社に対して、ポートフォリオ管理サービスを提供するときには、指

2 . 令 2004/39/EC の第 21 条および第 22 条 1 項のもとで課された義務と同様の義務を果

たすことを要求すべきである。取引の意思決定に起因する取引を実行する際には、これらの条文における注文執行への言及が、顧客に代わって金融商品を売買するという証券会社の意思決定に起因する取引の実行への言及であるかのように取り扱われることになる。

3. 加盟国は、証券会社に対して、注文の受付および回送サービスを提供するときには、指令 2004/39/EC の第 21 条および 22 条 1 項のもとで課された義務と同様の義務を果たすことを要求すべきである。顧客の注文を受付そして回送する際には、これらの条文における注文執行への言及が、執行のための他社への注文の回送への言及であるかのように取り扱われることになる。

第 46 条 (指令 2004/39/EC の 21 条 3 項および 4 項)

執行方針

1. 加盟国は、証券会社に対して、彼らの注文執行手続きと同様に、指令 2004/39/EC 第 21 条 2 項にしたがって設定された執行方針について、毎年見直しを行うよう確認すべきである。
そのような見直しは、執行方針に含まれる場を利用して常に顧客の注文執行について可能な限り最良の結果を確保し続けるという証券会社の能力に影響を及ぼす重大な変化が生じたときにはいつでも実行されるべきである。
2. 証券会社は、中立的な立場で、サービスの提供に先立つ適切な時期に、以下に掲げた執行方針の詳細をリテール顧客に提供すべきである。
 - (a) 本指令第 44 条 1 項に定める基準にしたがって、証券会社が指令 2004/39/EC の第 21 条 1 項において言及している諸要因について付与した優先順位の詳細または証券会社がこれら諸要因の順位を決めるための手順
 - (b) 顧客注文の執行に際して可能な限り最良の結果を獲得するためにあらゆる適切な手続きを踏むという義務を果たすうえで、証券会社が絶大な信頼を置いている執行場所についてのリスト
3. 証券会社は、その執行方針の中に、顧客からの特別な指示は、それがどのようなものであっても、注文の執行に際して可能な限り最良の結果を獲得するために証券会社がその執行方針において定めて履行している手続きをとることを阻害する可能性があるという内容の、わかりやすく人目につきやすい警告を挿入すべきである。