

欧州委員会『MiFIDの見直しに関する市中協議書』の概要

平成23年3月18日

大橋 善晃

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

欧州委員会『MiFIDの見直しに関する市中協議書』の概要（要約）

金融危機は欧州金融市場にきわめて大きな影響をもたらした。金融危機後の欧州で進められている構造改革の重要な一部として、より透明で安定的な金融システムを構築するために、欧州委員会（以下委員会）は、2010年12月8日、金融商品市場指令（MiFID）の見直しに関する市中協議（コンサルテーション）を開始した。

2007年11月の施行以来、MiFIDは、金融商品にかかわるサービスを提供する投資業者のための包括的な枠組みを提供するとともに投資家を保護するための規則を提供してきた。それは、取引場所（trading venues）および投資業者がEU全域で自由に操業することを認め、EUの資本市場において競争と統合を促進するとともに、投資家保護の面で目覚ましい改善をもたらしてきた。しかしながら、MiFIDが施行された後、新たな関係者（たとえば、新しいタイプの取引場所）や商品が舞台に登場し、高頻度取引（high frequency trading）のような技術開発が、金融市場の景観を劇的に変えてしまった。これがMiFIDを見直す理由であり、今回の市中協議はそのためのプロセスである。

委員会は、この市中協議書においてさまざまなMiFIDの修正提案を行っているが、見直しの主要ファクターを掲げれば以下の通りである。

- ・ 市場構造変化への対応
- ・ 市場の透明性の強化
- ・ データの統合
- ・ コモディティ・デリバティブ市場への対応
- ・ 投資家保護の強化
- ・ 監督の強化

本稿はこの欧州委員会によるMiFIDの見直しに関する市中協議についてその概要を紹介するものである。

欧州委員会『MiFIDの見直しに関する市中協議書』の概要

日本証券経済研究所
専門調査員 大橋 善晃

I. はじめに

金融危機は欧州金融市場にきわめて大きな影響をもたらした。金融危機後の欧州で進められている構造改革の重要な一部として、より透明で安定的な金融システムを構築するために、欧州委員会（以下委員会）は、2010年12月8日、金融商品市場指令（MiFID）¹の見直しに関する市中協議（コンサルテーション）を開始した²。

2007年11月の施行以来、MiFIDは、金融商品にかかわるサービスを提供する投資業者のための包括的な枠組みを提供するとともに投資家を保護するための規則を提供してきた。それは、取引場所（trading venues）および投資業者がEU全域で自由に操業することを認め、EUの資本市場において競争と統合を促進するとともに、投資家保護の面で目覚ましい改善をもたらしてきたとされる。しかしながら、MiFIDが施行された後、新たな関係者（たとえば、新しいタイプの取引場所）や商品が舞台に登場し、高頻度取引（high frequency trading）のような技術開発が、金融市場の景観を劇的に変えてしまった。これがMiFIDを見直す理由であり、今回の市中協議はそのためのプロセスである。

域内市場およびサービス総局コミッショナーのMichel Barnier氏（同総局担当の欧州委員会委員）は、次のように語っている。

「重要な欧州法であるMiFIDのもともとの狙いは、欧州の証券市場のための確固とした監督の枠組みを設定することであった。いろいろな意味でそれは成功であった。しかし世界は変わった。そしてわれわれは、現在の枠組みが改善を必要としていることを知っている。私の目的は、MiFIDの見直しが監督の枠組みの更なる強化をもたらし、金融市場の新たなトレンドやプレーヤーに受け入れられるようにすることである。そして、その枠組みは、一層の市場の透明性と効率性をもたらすと同時に、投資家の保護を一段と強化することになる」

市中協議の回答期限は2011年2月2日となっており、この市中協議の結果を踏まえて、委員会は、2011年5月半ばに改正MiFIDを採択する予定である。

II. MiFID見直しの目的及び主要ファクター

MiFIDの見直しは金融危機の後に進められている金融規制・監督改革³の重要な一部を成すものである。この見直しはより安全で健全かつ透明性が高く信頼性の高い金融システムの構築を目指すもので、以下に述べる4つの主要な目的を持つ。

¹ 2007年11月から施行された金融商品市場指令（MiFID）は、欧州の金融市場統合を支える柱である。それは、枠組み指令（framework Directive；Directive 2004/39/EC）、実施指令（Implementing Directive；Commission Directive 2006/73/EC）および実施細則（Implementing Regulation；Commission Regulation（EC）No 1287/2006）から成る。

² Public Consultation, Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), European Commission, Directorate General Internal Market and Services, 8 December 2010.

³ 以下を参照されたい。岩田健治「EUの新しい金融規制・監督体制について」『証券レビュー』第51巻第2号、2011年2月、日本証券経済研究所。

第一の目的は、EU 金融市場の円滑で効率的な機能性に影響を及ぼす可能性のある市場構造および技術面の双方における急速な進歩への対処である。銀行の内部における新たな組織化された取引施設の出現や、高頻度取引を含む自動取引のような技術革新は、規制の枠組みの中で適切に説明される必要がある。

目的の二番目は、金融市場における規制が不十分で不透明な側面に取り組むという G20 の合意⁴を満たすために、MiFID の大幅な拡張が求められていることへの対処である。この拡張は、組織、透明性およびこうした市場セグメントの監視の改善、とりわけ、もっぱら店頭市場で取引されている商品の監視の改善を目指すものとなる。こうした分野における MiFID の改定は、デリバティブ市場のためのインフラにかかわる新たな枠組みに対する補完的な位置づけを占める。

三番目の目的は、コモディティ・デリバティブ市場の監視および透明性改善のための基準が求められていることへの対処である。このところ、コモディティ・デリバティブ市場が本来果たすべき機能を発揮していないのではないかと懸念が強くなっている。G20 の合意に沿って、MiFID の改訂は、こうした市場機能を効率化すべく、とりわけヘッジと価格の発見という目的のために、コモディティ・デリバティブ市場における監視と透明性を促進するための特別な基準の設定を視野に入れている。

四番目の目的は、投資家保護にかかわる MiFID の包括的な規則が、EU の隅々まで高水準の投資家保護基準を広めるために、目標を定めた改善 (targeted improvements) を必要としていることへの対処である。これは、たとえば、顧客に対する投資助言の提供あるいは複合商品に関連して投資家が必要とする情報や保護のための要件にかかわっている。

委員会は、こうした目的に沿ってさまざまな MiFID の修正提案を行っているが、委員会による見直しの主要ファクターを掲げれば以下の通りである。

- ・ 市場構造変化への対応
- ・ 市場の透明性の強化
- ・ データの統合
- ・ コモディティ・デリバティブ市場への対応
- ・ 投資家保護の強化
- ・ 監督の強化

III. 市場構造変化への対応

現行の MiFID の枠組みは、三つの異なる取引所を対象としている。それは規制市場 (regulated market)、多角的取引施設 (multilateral trading facilities) 及び組織的內部執行業者 (systematic internalisers) である。株式がこうした取引場所で取引される場合には、当該取引場所は、認可、組織及び透明性要件を満たすことが求められている。

しかし、MiFID が直面した現実には、MiFID によってカバーされていない、組織を基盤として取引を行う新たなタイプのプラットフォームの登場であった。こうしたプラットフォームは、主として、取引の自動化の高まりと、さまざまな市場関係者の取引意図の開示を回避したいというインセンティブによってもたらされたものとされている。

委員会は、本協議書において、こうした新たなプラットフォームに対処すべく、そこで行われている「組織化された取引」(organised trading) を適切に規制し、EU における公平な競争条件を確保するために、以下のような提案を行っている。

1. 組織化された取引の規制

⁴ G20 ピッツバーグ・サミット (2009 年 9 月) の首脳声明を参照。
<http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm>

(ア) 取引認可の定義

取引場所で「取引を認可された」(admitted to trading) 金融商品という概念は、MiFID における中心的な概念である。近年の金融市場における展開（とりわけ、MTF において多くの商品の取引が認可されているという事実）に対処するために、委員会は、MiFID 枠組み指令第 4 条（定義）に新たに「取引認可」(admission to trading) の定義を加えることを提案している。「取引認可」は、「金融商品がその取引施設で取引されることを許容するという規制市場、MTF 又は組織化された取引施設の市場運営者による決定」として定義されることになろう。

(イ) 「組織化された取引施設」の定義の導入

前述のように、MiFID の下における取引場所又はプラットフォームは、規制市場、MTF 及び組織的内部執行業者である。進化する市場慣行及び技術革新に対処し、有害な規制裁定 (regulatory arbitrage) を緩和するために、委員会は、現行の MiFID の取引場所の場外で発生している組織化された取引の全てを適切に規制すべく、MiFID に「組織化された取引施設」(organised trading facilities) の定義を導入するよう提案している。

組織化された取引施設の定義は、「組織的に売買注文を結び付けている施設又はシステムで、投資業者又は市場運営者によって運営されているもの」ということになろう。ただし、規制市場、MTF 及び組織的内部執行業者というすでに規制の対象となっている施設又はシステムはこの定義から除外される。又、純粋な OTC 取引（特別の目的を持ってカウンターパーティ間で行われる二者間取引で、いかなる組織化された取引場所で行われるものではない取引）、単に注文を外部の取引場所で執行するために利用される施設又はシステムも除外される。

(ウ) 組織化された取引施設の一般的条件

組織化された取引施設は、以下の要件の対象となる。

- ① 投資業者又は市場運営者は、その施設又はシステムについて、所管当局に届出を行い説明しなければならない。これには、少なくとも、当該施設又はシステムを使って執行される取引の明細、カバーする金融商品の範囲、取引のメソドロジー及び取引後の手続きについての取り決めが含まれる。
- ② 所管当局は欧州証券監督機構 (European Securities and Market Authority, ESMA)⁵に届出を行う。ESMA は、MiFID において求められる場合には、こうした施設の完全なリストを保管し、所管当局への取引報告を行い、又、公衆への取引後透明性報告に用いられるシステムを特定するための固有のコードを付してウェブサイト上で当該システムの詳細を開示する。
- ③ 施設又はシステムへのアクセスに関連する明確な規則の導入及び公開。
- ④ 当該施設又はシステムの運営から生じる利益相反の特定及び管理のための取り決めの導入。
- ⑤ 当該施設又はシステムの技術的な運営管理のための取り決めの導入。
- ⑥ 市場阻害行為の特定を目的とした当該施設又はシステムで行われるすべての取引の監視。
- ⑦ 金融商品の取引の中断又は排除を求める所管当局からの指示 (MiFID 枠組み指令第 41 条 2 項) の遵守。
- ⑧ コモディティ・デリバティブ契約を提供している施設の報告義務の遵守。

⁵ ESMA は 2011 年 1 月 1 日に設立された EU の独立機構。金融制度改革の一環として、マイクロ・ブルーデンスの監督体制を強化するため、欧州証券監督者委員会 (CESR) に法人格と追加的な権限が付与され、ESMA として改組された。証券市場の統合、透明性及び整然とした機能を確保することによって欧州連合の金融システムの安定を守り、投資家保護を強化することをその役割としている。<http://www.esma.europa.eu/>

(エ) クロッシング・システム

顧客注文のマッチングは、伝統的にブローカーによってもたらされる活動であり、現在においてもブローカーによって日常的にもたらされているが、ここ数年は、投資業者による顧客注文を内部的にマッチさせる自動システムの開発が活発になっている。ブローカー・クロッシング・システム (broker crossing system) として知られているこのシステムは、通常、注文をマッチさせる前に、大量の親注文を少量の子注文に分けるためのアルゴリズムを利用している。

顧客注文の執行は営業行為規範 (conduct of business rule) の対象⁶であるが、顧客注文をマッチさせるためにシステムを運営するという活動は、それが MTF としての要件を満たさない限り、市場として規制されることはない。

委員会は、組織化された取引施設の範疇に、このクロッシング・システムをサブ・レジームとして定義するよう提案している。また、委員会は、注文が市場運営者だけではなく第三者からクロッシング・システムに持ち込まれる場合には、当該システムを MTF に移行させ取引前透明性要件を含む関連要件を適用すること、同様に、ブローカーが顧客注文を内部的に自己資本で執行する場合には、当該ブローカーを組織的内部執行業者に移行することを提案している。

このサブ・レジームには、上記 1.(ウ)の要件に加えて、以下の要件が適用される。

- ① 市場運営者は、取引後情報に対してそのクロッシング・システムの識別指標 (identifier) を付け加え、当該システムを使って執行された全取引の件数、価格及び出来高を、その日の終わりに公開しなければならない。
- ② 市場運営者は、取引報告において、取引が当該システムで執行されたかどうかを確認しなければならない。

(オ) 標準化された OTC デリバティブ取引の取引所への移行

OTC デリバティブ市場の安定性、透明性及び監視を強化する努力が続けられる中で、標準化された OTC デリバティブ取引 (trading of standardized OTC derivatives) を取引所又は電子取引プラットフォームに移行するということが世界的な合意事項となっている⁷。

委員会は、清算が可能な (eligible for cleaning)、又は十分な流動性をもつデリバティブ取引については、規制市場、MTF 及び組織化された取引施設のサブ・レジームに移すことを提案している。取引場所を特定のサブ・レジームの下で適格とするためには、上記 1.(ウ)の条件に加えて、以下の基準を満たす必要がある。

- ① 当該ファシリティへの無差別かつ多角的なアクセスを提供すること。
- ② 取引前及び取引後透明性の適用をサポートすること。
- ③ トレード・リポジトリ⁸ (trade repositories、取引情報集積機関) に取引データを報告すること。
- ④ 取引執行のために整備された専用のシステム又はファシリティを所有していること。

2. 自動取引の増大に伴うリスクへの対応

アルゴリズム取引 (algorithmic trading) として知られている自動取引 (automated

⁶ MiFID 枠組み指令第 19 条(顧客にサービスを提供する場合の営業行為上の義務)、20 条 (他の投資業者の媒介によるサービスの提供)、21 条 (顧客に最も有利な条件での注文執行義務) 及び 22 条 (顧客注文取り扱い規則)。

⁷ 2009 年 9 月に行われた G20 サミットにおいて、次のような結論に達している。「遅くとも 2012 年の終わりまでに、標準化されたすべての OTC デリバティブ契約は、それが適切ならば、取引所又は電子取引プラットフォームにおいて取引され、中央カウンターパーティを通じて決済されるべきである。」

⁸ トレード・リポジトリとは、その起源を OTC デリバティブ市場に持つ機関であり、公開されている OTC デリバティブ取引記録(契約)の電子データベースを保存する集中登録機関 (centralised registry) である。CCP が中央清算デリバティブ契約に対して果たしている役割と同じ役割を二者間の清算契約に対して果たしている。

trading) は、「発注のタイミング、量、価格など注文執行の各局面にわたってコンピューターのアルゴリズムが決定する取引注文に参加するためのコンピューター・プログラムの利用」と定義することが出来る。幅広い市場参加者によってこの取引形式の利用が拡大している。自動取引あるいはアルゴリズム取引の特殊な事例が、高頻度取引 (high frequency trading, HFT) として知られているものである。

委員会は、自動取引が市場及び投資家に利益をもたらす可能性を認めつつも、それによってもたらされる新たなリスクに取り組む必要があるとして、以下のような提案を行っている。

- ・ MiFID 枠組み指令第 4 条に「自動取引」の定義を導入する。又、HFT については、自動取引のサブ・カテゴリーとして規定する。
- ・ 最少閾値を超える HFT に関わる業者は全て、投資業者としての認可を受けなければならない。これによって、HFT に関わっているすべての業者が MiFID の下で認可を受け、監督を受けることになる (現在は、MiFID 枠組み指令第 2 条 1 項(d) の適用除外の規定が、認可を受けない業者の市場参加を可能にしている)。
- ・ 自動取引に関わっている業者は、取引システムのエラーを軽減するためにしっかりとリスク制御を導入すること。
- ・ 他の自動取引トレーダーが市場にアクセスするために彼らのシステムを利用することを認めている自動取引トレーダーは、適切なリスク制御およびエラーまたはファシリティの悪用を発見するためのフィルターを構築すること。
- ・ 取引施設の運営者は、彼らの取引システムの破壊又は故障のリスクを低減するために、リスク制御及び手順を強化すること (たとえば、無秩序な取引の動き又はエラーが自動取引によって生じる場合に取引を停止または中止するための「サーキット・ブレーカー」の導入)。

3. その他

(ア) 組織的內部執行業者

MiFID は、組織的內部執行のために特別の条項を導入している⁹。組織的內部執行業者 (Systematic internalisers, SI) であるための主たる要件は、規制市場での取引が認められている株式の確定呼び値 (firm quotes) を公表するということである。

現在までのところ、わずか 10 社の投資業者が組織的內部執行業者として登録されているに過ぎない。こうした現状について委員会は、組織的內部執行業者の定義における明確さの欠如、呼び値公表制 (quote publication regime) の相対的な硬直性などいくつかの要因に起因するものと見ている。

組織的內部執行業者に関する委員会の提案は、概略以下の通りである。

- ・ MiFID 実施細則第 21 条 (投資業者が組織的內部執行者であるかを決定する基準) 1 項に掲げられている基準(a)「活動が業者にとって重要な商業的役割を持っており非裁量的な規則と手順に従って実施されていること」の適用を明確にするために、「重要な商業的役割」を具体的な閾値に置き換えること。
- ・ 一旦条件が満たされれば、SI は所管当局に登録する義務があることを明確にすること。

(イ) 組織および市場監視要件の調整及び強化

MiFID の下では、二つのタイプの多角的取引場所 (規制市場および MTF) は組織的手続き及び市場監視の観点から、同一の要件を遵守しなければならない¹⁰。

⁹ MiFID 枠組み指令第 27 条 (投資業者の確定的な呼び値を公表する義務) および MiFID 実施細則第 21 条 (投資業者が組織的內部執行者であるかを決定する基準)、同第 34 条 (要請された計算及び予測結果の公表及び効果)。

¹⁰ 規制市場の組織要件は MiFID 枠組み指令第 39 条 (組織上の義務)、MTF の組織要件は同第 14 条 (MTF における取

しかし、これら二つのタイプの取引場所の組織要件及び市場監視要件については、調整を必要とする分野が存在する。一つは、MTF 及び規制市場に適用される MiFID の組織要件の細部における違いが、実際面で、前者に有利に働くことである。二つ目は、規則違反、異常な取引及び市場阻害行為の監視のための市場運営者の義務が必ずしも対等とはいえないことである。

こうした状況を踏まえて、委員会は以下を提案している。

- ・ 同じような規模の同じようなビジネスを行なっている規制市場と MTF を同等の組織要件及び市場監視要件の対象とするために、MTF の組織要件を規制市場のそれと一致させること。
- ・ 同じ金融商品を取り引きしている規制市場、MTF 及び組織化された取引施設の市場運営者に対して、市場阻害行為又は不正行為の発見を促すために、協調と情報交換を要求すること。

(ウ) SME 市場

欧州全域の中小規模企業 (Small and medium sized enterprises, SME) は、経済成長、雇用、イノベーションおよび社会統合に大きく貢献している。最近のイニシャチブの多くは、資金調達面において SME を支援するものであった。SME にとって主要な資金調達手段は二つある。一つは、銀行その他の機関によるプライベート・ファイナンスであり、もう一つは資本市場を通じた資金調達である。SME の資金調達コストは大企業に比べて高い。SME 市場は、新規株式発行および増資を通じて資金調達を行うプラットフォームを、小規模な成長企業のために提供することを狙っている。現在、SME 市場はそのほとんどが MiFID のもとにおける MTF の範疇に含まれている。

SME 市場を活性化するために、委員会は、特化した SME 市場の開設を考えている。そのため、委員会は、MiFID 枠組み指令に「SME 市場」の定義を導入し、また、SME 市場の規制要件を導入することを提案している。

IV. 市場透明性及び取引報告の強化

全ての市場参加者が取引機会に関する情報を平等に利用することが出来るようにする上で、取引前及び取引後情報を含む市場データの透明性の確保はきわめて重要である。市場透明性は又、価格形成を容易にし、流動性を高める。

現在のところ、MiFID の透明性体系は規制市場で取引が認可されている株式だけを対象としている¹¹。従って、この枠組みから逸脱した商品 (たとえば後述のダーク・プール) や非エクイティ商品 (たとえば債券、仕組みコモディティ・デリバティブなど) は透明性要件の対象とはなっていない。委員会は、こうした商品に対する透明性要件の欠如が、そうでない場合に比べて、相対的に低い市場効率性と高い市場リスクをもたらしているのではないかと考えており、商品に即した透明性体系の構築を提案している。

1. エクイティ市場における透明性の強化

(ア) 取引前透明性

取引前透明性は、最新の注文及び呼び値を (リアルタイムで) 公開する義務を指し、規

引プロセス及び取引の完結)、監視要件については、同第 26 条 (MTF 規則及びその他の法的義務の遵守の監視) 及び第 43 条 (規制市場の規則及びその他の法的義務の遵守の監視)。

¹¹ MiFID 枠組み指令第 27 条 (投資業者の呼び値を公表する義務)、第 29 条 (MTF のための取引前透明性義務)、第 44 条 (規制市場のための取引前透明性義務)。

制市場、MTF 及び組織的内部執行業者に適用されている¹²。

市場参加者は、一方において他人の取引意向 (trading intentions) をことごとく入手したいと考えているにもかかわらず、他方においては、自分自身の取引への興味 (trading interest) を他人には開示したくないと考える傾向がある。こうした市場参加者のインセンティブが、電子取引の増大とも相俟ってダーク・リクイディティ (dark liquidity) を生み、市場参加者がマーケット・インパクト¹³のコストを最少にするために用いるダークオーダー (dark orders)¹⁴の利用を容易にした。こうしたダークプール (dark pool) の利用の増大は、それがリット市場 (lit market、表の市場) における価格発見メカニズムのクオリティに重大な影響をもたらしかねないという規制上の懸念をもたらすことになった。こうした状況において、委員会は、ダーク・リクイディティを規制当局による継続的な監視の下に置く必要があると考えている。

現在の MiFID の透明性体系は、市場と個人の間の利益のバランスを、特定の状況における透明性義務の適用除外を認めることで確保しようとしている。たとえば、大口取引についての適用除外 (large in scale waivers) は、大きな価格面の影響を回避しつつ大口注文を執行したいというホールセール市場参加者のニーズに対応するよう設計されたものである。この適用除外は、市場透明性と市場流動性の不可欠な提供者である市場参加者の正当な利益との間に適切なバランスを構築するうえで必要不可欠なものとされている。

委員会は、現在の枠組みに掲げられているさまざまな状況における取引前透明性義務の適用除外を認める根拠は、いまだに有効であると考えている。しかし、委員会は、適切なバランスを確保し、又彼らが意図する適用の範囲を超える過剰な適用を回避するために、MiFID を変更する余地があるとしている。

適用除外規定を首尾一貫して適用するために、委員会は以下を提案している。

- ・ 適用除外規定の適用についての解釈に一貫性を持たせるために、適用のための具体的な方法に関する実施行為 (implementing acts) を提案する。
- ・ ESMA は、適用除外について継続的に監視を行い、毎年その利用に関する報告書を委員会に提出する。
- ・ 加盟国の所管当局は、ESMA 及び他の所管当局に対して、除外の利用について報告し、その機能に関する説明を行う。ESMA は、適用除外の利用が MiFID の規定に抵触しているかどうかについての意見を公表する。もし、所管当局が ESMA の意見に反して除外の適用を認めた場合には、その根拠と正当性について公表しなければならない。
- ・ 積極的な関心の表明 (たとえば、取引の同意に必要な全ての情報を含む関心の表明) は注文として取り扱い、取引前透明性の対象とする。

(イ) 取引後透明性

取引後透明性とは、株式の取引が完了するたびに、取引報告書を公表する義務を指している。この義務は、規制市場、MTF 及び投資業者に適用され、また、その執行場所が取引所の中であろうと、取引所外であろうと、取引そのものに対して適用される¹⁵。取引後透明性は、どの取引場所又は業者が最良価格を提供しているかを示す、効率的な価格形成及び

¹² MiFID 枠組み指令第 27 条 (投資業者の呼び値を公表する義務)、第 29 条 (MTF のための取引前透明性義務)、第 44 条 (規制市場のための取引前透明性義務) は、それぞれ、組織的内部執行業者、MTF 及び規制市場が取引前透明性データを入手可能とするための一般的義務を規定している。また、取引前透明性の適用除外は MiFID 枠組み指令第 29 条及び第 44 条、MiFID 実施細則第 18 条 (市場モデル及び注文又は取引の種類に基づく適用除外)、同第 20 条 (大口取引に関する適用除外) に規定されている。

¹³ 機関投資家であるマネジャーからの注文が入るとその注文のために価格が動いてしまうことがよくある。これがマーケット・インパクト (market impact) と呼ばれるものである。

¹⁴ ダークオーダーは「自動的に執行される電子取引で、そのための取引前透明性が存在しないもの」と定義されている。IOSCO Consultation Report, "Issues Raised by Dark Liquidity", October 2010, p.4 を参照。

¹⁵ MiFID 枠組み指令第 28 条 (投資業者による取引後開示)、同第 30 条 (MTF のための取引後透明性義務)、同第 45 条 (規制市場のための取引後透明性義務)。

最良執行にとってきわめて重要な情報である。

市場参加者は、タイムリーかつ妥当な価格で取引活動についての情報を入手することを望んでいる。MiFID は、取引報告書の公表について、通常はリアルタイムで、いかなる場合においても 3 分以内に公表することを義務付けている。しかし、大口取引については、当該株式の流動性および取引サイズに応じて、60 分から最長 4 日までの遅れを認めている¹⁶。市場参加者及び監督当局は、こうした公表のタイミングに関して懸念を表明している。

委員会は、リアルタイム公開を一段と促進するために、以下を提案している。

- ・ 取引情報が技術的に可能な限りにおいて速やかに公表されるべきことを明記することによって MiFID 枠組み指令の要件を強化する。
- ・ 報告のデッドラインを現行の 3 分から 1 分に短縮する。

又、大口取引の遅延公表について、委員会は、MiFID 実施細則を次のように修正することを提案している。

- ・ ほとんど全ての取引を取引日の終了までに公表するという目的において許容されている遅延を短縮すること。取引日の後で発生した極めて大口の取引に限り翌日に公表することが出来るが、その場合でも、翌取引日の開始前でなければならない。
- ・ 日中の遅延を 3 時間から 2 時間に短縮すること。
- ・ 日中の取引サイズの閾値を引き上げること。

2. エクイティ類似商品への透明性要件の適用拡大

取引前および取引後透明性要件は、現在のところ、規制市場での取引が認められている株式に限って適用されており、多くの株式類似商品が MiFID 透明性要件の対象外となっている。こうした商品のエクイティとの類似性、市場参加者と監督当局の支持、そして、いくつかの加盟国はそうした商品に透明性要件を適用しているという事実を前提として、委員会は、それが規制市場での取引を認められるのであれば、透明性要件体系を以下に掲げるエクイティ類似金融商品に拡大することが出来るよう指令を修正することを提案している。

- ・ 預託証券 (Depositary receipts)
- ・ 上場投資信託 (Exchange traded funds)
- ・ 企業によって発行される証券 (Certificates issued by companies、資金の返済について一般株主に優先し、無担保債券保有者に劣後する証券など)

3. MTF 又は組織化された取引施設だけで取引されている株式への対応

MiFID の取引前及び取引後透明性体系は、規制市場での取引が認められている株式に適用されている。この体系は、規制市場、MTF 又は OTC で行なわれる株式の取引をカバーしている。しかし、もし商品が MTF 又は他の組織化された取引施設に限って取引を認められている場合には、この体系は適用されない。

委員会は、規制市場での取引が認められている株式のための透明性要件を、MTF 又は組織化された取引施設での取引を認められた株式にも適用するよう MiFID を修正することを提案している。

4. 非エクイティ商品への透明性要件の適用

委員会は、現行の MiFID 透明性体系の原則は受け入れられるものの、非エクイティのASET・クラスの特性に合わせた詳細な要件も設定すべきだと考えている。

¹⁶ MiFID 実施細則付属書Ⅱ第 4 表 (遅延公表の基準及び遅滞)。

委員会は、以下に掲げる非エクイティ商品の取引（それが規制市場、MTF、組織化された取引施設、OTC のどこで執行されよう）に対して取引前及び取引後透明性を求めるよう MiFID を修正することを提案している。こうした新たな要件はアセット・クラスごとに規定されることになろう。新たな透明性体系は、投資業者に対する新たな義務の設定を通じて達成されることになる。

この要件は以下の非エクイティ商品に適用される。

- ① 目論見書付の、あるいは、規制市場あるいは MTF で取引されている全ての債券及び仕組み証券。
- ② セントラル・クリアリングが可能な全てのデリバティブ及びトレード・リポジトリに報告されている全てのデリバティブ。

(ア) 取引前透明性

委員会は、非エクイティ商品を提供している全ての規制市場、MTF、組織化された取引施設が彼らの取引前情報を継続的に公表するよう MiFID 枠組み指令に明記することを提案している。OTC で取引を執行している投資業者に関しては、取引前の呼び値が実際の市場価値を反映し、特定の取引サイズ以下でバインドされることが求められることになろう。

(イ) 取引後透明性

委員会は、非エクイティ商品はその特性がさまざまなので、その取引後透明性は個々のアセット・クラスごとに定義する必要があり、場合によっては、こうしたアセット・クラス内の商品のタイプごとに定義する必要があると考えている。

委員会は、MiFID 実施細則の中に取引後透明性の新たな条項を規定するよう提案している。新たな条項は以下が中心となる。

- ・ 情報の非対称を最少にとどめて価格設定を改善するために、取引後透明性体系は、取引をベースに構築する。それは、統合されたデータではなく、取引される商品の価格、取引数量、取引時間、主要な特質に関わる取引データを提示するものとなる。
- ・ この透明性体系は、金融商品のクラス（債券、仕組み金融コモディティ・デリバティブ）及び商品のタイプ（オプション、スワップ、先物）、組み入れ原資産（たとえば、金融資産あるいはコモディティ）に応じて適切に区分される。
- ・ この透明性体系は、取引サイズに基づいた閾値及び遅延のシステムに立脚したものとす。

5. 取引の報告及び記録の保存

投資業者は、規制市場での取引が認められている全ての金融商品の取引を所管当局に報告しなければならない¹⁷。この義務はどこで取引がなされようと適用される。この取引報告システムは、監督当局が投資業者の活動を監視することを可能とし、そのことが、MiFID の遵守と監督当局による市場阻害行為指令（Market Abuse Directive, MAD）のもとでの阻害行為の監視を確実なものにしている。

しかし、現行の取引報告システムを取引報告の範囲及び内容に照らして見れば、そこには、対処すべき特別な問題があるというのが委員会の見解である。問題の第一は、市場の監督が主として取引報告のために行なわれていることを考慮すれば、MiFID の要件に MAD の範囲を反映させる必要があるということである。第二の問題は、加盟国の報告要件は統一性を欠いており、それがコスト高の要因となって所管当局の取引報告の利用を制限していることである。最後の問題は、コストと効率性という目的を達成するために、MiFID の

¹⁷ MiFID 枠組み指令第 25 条（市場の完全性の維持、取引の報告及び記録の保存についての義務）。

取引報告と最近提案されたトレード・リポジトリに対する報告との重複報告が回避されなければならないということである。

こうしたことを踏まえて、委員会は以下の提案を行なっている。

(ア) 取引報告の範囲

現在の取引報告要件は、規制市場での取引が認められている金融商品に適用されている（市場外とりわけ NTF あるいは OTC で執行されている商品の取引を含む）。取引報告が MAD のもとで、関連取引をすべてカバーするためには、いくつかの変更が必要となる。

第一に、MAD はその対象を、MTF だけで取引が認められている金融商品、同様に、組織化された取引施設だけで取引されている他の金融商品に拡大する必要がある。後者は現在 OTC 取引と考えられている。MTF あるいは組織化された取引施設で取引することが認められている金融商品の全取引に拡大された取引報告は、こうした施設で執行される全ての取引を、当該取引が OTC で行われる場合も含めて、捕捉することになる。

第二に、規制市場、MTF あるいは組織化された取引施設で取引されている金融商品の価格に影響を及ぼしかねない相場操縦（market manipulation）は、明確に MAD のもとでカバーされているわけではない。こうした商品自体が組織化された取引プラットフォームで取引されていないければ、MiFID の取引報告義務も適用されない。MiFID においてこのタイプの OTC を捕捉しようとするればそれに対応する修正を必要とするので、MAD もこの主旨で修正されることになる。

第三に、インサイダー情報の利用に対する MAD の規定は、規制市場で取引されている金融商品の価値にその価値が依存しているすべての金融商品に適用されている。これには預託証券も含まれる。そうした商品の取引は、現在、それが組織化された取引施設で取引されていない場合には、MiFID のもとでは報告する必要はない。しかし、このタイプの OTC 取引はすでに MAD 規定の範囲に含まれているので整合性を確保するためには MiFID の修正が必要となる。

四つ目は、コモディティ・デリバティブ市場を通じたコモディティ市場の相場操縦への MAD の拡大である。コモディティ・デリバティブは、その根底にあるコモディティの市場を操作するために利用されるかもしれない。こうした行動は、MAD の現在のテキストのもとでは捕らえることが出来そうもない。コモディティそのものは金融商品ではないからである。したがって、MAD の拡大は、取引報告義務を OTC だけで取引されているコモディティ・デリバティブを含む全てのコモディティ・デリバティブに拡大するという MiFID の修正に追随して行われる必要がある。

五番目に、規制市場、MTF 及びその他の組織化された取引施設は、MiFID のもとで投資業者として公認されていない個人にアクセスすることが認められていることである。この行為は取引報告義務の対象になっていないが、一方において市場阻害行為規定の範囲には含まれている。こうした状況は状況は市場監視および監督のクオリティを損なう可能性があり修正する必要がある。

最後は、MAD もまた未達の（企てられた）相場操縦を捕捉するための拡大が必要となるかもしれないということである。未達の相場操縦は金融商品の取引に限らず取引注文にも及ぶので、こうした拡大には、統合された比較可能な注文情報が必要となる。この種の情報は現在取引プラットフォームからの入手が可能であるが、全ての監督当局が継続的なベースでアクセス出来るわけではなく、また、こうした情報がシステムティックな方法で保存されているわけでもない。

以上を踏まえて、委員会は、取引報告の範囲について以下のように修正することを提案している。

- ・ MiFID 枠組み指令における取引報告の範囲を、規制市場、MTF あるいは組織化された取引施設での取引が認められている金融商品の全ての取引、又は、そうした金融商品の発行者のクレジット・リスクに結びついている金融商品の全取引に拡

大する。

- ・ MiFID 枠組み指令における取引報告の範囲を、その価値が規制市場、MTF あるいは組織化された取引施設で取引されている金融商品の価値と相互に結びついているすべての金融商品をカバーできるように拡大する。
- ・ MiFID 枠組み指令における取引報告の範囲を、規制市場、MTF あるいは組織化された取引施設での取引が認められあるいは取引されている金融商品に結びついている預託証書に拡大する。
- ・ MiFID 枠組み指令における取引報告を、規制市場、MTF あるいは組織化された取引施設での取引が認められていない、あるいは、取引されていないコモディティ・デリバティブに拡大する。
- ・ 投資業者あるいは信用機関として公認されていない業者へのアクセスを提供している規制市場、MTF あるいは組織化された取引施設に関して、MiFID 枠組み指令の中に取引報告義務を導入する。
- ・ 規制市場、MTF 及び組織化された取引施設に対して、最低 5 年間は監督当局が利用できるような方法で注文データを保管することを義務付けるよう MiFID 枠組み指令を修正する。

(イ) 取引報告の内容

取引報告に関しては、加盟各国において、その具体的な実施及び考え方が異なっている。要件の違いを最小限にとどめ、コストを引き下げ、そして規制当局間の情報交換をより効果的なものにするためには、修正すべき内容の特定が必要である。

修正すべき内容の一つは、注文執行のプロセスの各段階 (legs of the process) のうちのどれが取引の執行を構成するのかということに関して、加盟国が異なる見解を持っていることである。いくつかの加盟国は、組織化された取引場所あるいは OTC での取引執行に限って報告の義務があると考えており、他の加盟国は、注文の基本的な特質の変化もまた、報告すべき取引を構成すると考えている。注文の統合を注文の執行と考えるかどうかについても意見が分かれている。

第二は、投資決定を行う個人を特定するデータの収集に関しても加盟国のスキームが異なっていることである。ある加盟国はこの情報を全く要求していない。これは市場阻害行為の自動的な発見を妨げ、市場阻害行為の追及を難しくする。というのは、こうした情報は、最初に投資業者から集めなければならないからである。この情報を収集している加盟国は、顧客と直接対応する業者によるダイレクトな報告を通じて、あるいは、顧客情報を執行の経路 (execution chain) の下方に順送りにすることによってそれを行っている。その結果、報告が必要な多くの取引の経過も顧客やカウンターパーティを報告に追加する方法もまた加盟国によって異なっている。こうした相違は、相場操縦の可能性を発見し調査するという目的において取引報告の利用を限られたものになっている。それはまた、業者の義務の分岐をもたらしている。

三番目は、委員会においても、相場操縦の監視のための情報提供を一段と進めるために、取引報告が業者の内部で取引を執行しているトレーダーを特定するかどうかについて検討が行われていることである。この分野は、所謂「トレーダーID」(trader ID) といわれるものである。

四番目は、取引報告の内容を完全に統一するための実施規則が必要とされていることである。というのは、加盟国間の相違はそれがどのようなものであれ業者を困難な状況に追い込むだけではなく、所管当局が取引に関する情報を交換し、交換した情報を理解できるようにするうえでの障害となるからである。したがって、実施に当たっては、取引報告の明確化が必要とされる。

こうした状況において、委員会は、取引報告義務を以下のように修正することを提案している。

- ・ 取引報告の目的において、「取引は一つ以上の金融商品を売買するためにカウンターパーティと結んだ全ての取り決めに言及する」ということを明記するために MiFID 実施細則を修正する。
- ・ 注文を受けて回送する業者、又は上述の意味では取引が執行されていない注文を別の方法で処理する業者について、求めに応じて当該注文の詳細を受け入れ投資業者に送る義務を導入するために MiFID 枠組み指令を修正する。
- ・ 投資決定を行う個人を特定し（顧客識別指標）、又、取引を執行するトレーダーを特定する手段を取引報告に含めるために MiFID 枠組み指令を修正する。
- ・ 報告フォーム（形式）、取引される商品の特定、日時、取引価格、報告メンバーの特定、顧客の特定、取引能力、報告件数、回送の技術的フォーマット、回送方法を含む共通の欧州取引報告フォーマットを導入するために MiFID 枠組み指令を修正する。

(ウ) 報告手段

取引は所管当局に報告されなければならない。所管当局は、市場監督目的において必要であればこの情報を交換する。報告は、投資業者自身により、又はそのために行う第三者若しくは所管当局によって認可された取引マッチング若しくは報告システムにより、又はそのシステムを通じて取引が完了した規制市場若しくは MTF により、所管当局に提出されなければならない¹⁸。ここでの問題は以下の三点である。

第一に、別々の所管当局に報告し、その後、当局がその情報を交換するのは、非効率性をもたらすことになる。つまり、投資業者がどの所管当局に報告の必要があるかは彼らがどこで取引を執行しているのかによって左右され、また、所管当局は取引レポートを交換するために IT インフラを開発し維持する必要があるからである。

第二に、規制されていない主体（エンティティ）の報告手段に関する監督当局の権限は不透明である。そうした主体は本来認可を受ける必要があるが、認可の条件は特定されていない。

三番目は、OTC デリバティブ、中央カウンターパーティ、トレード・リポジタリに関する委員会の提案（EMIR）¹⁹が MiFID のもとで報告義務のある、あるいは報告義務を課されそうなデリバティブ取引を規制の対象としている²⁰ことである。これは、投資業者に二重の取引報告をもたらす可能性がある。

こうした文脈において、委員会は、取引報告義務について以下のように修正することを提案している。

- ・ 投資業者が EU レベルの報告メカニズムに直接報告できることを明確にするために MiFID 枠組み指令を修正する。取引報告は、こうしたメカニズム（たとえば、所管当局が永久に利用可能なデータベース）に送られることになるだろう。これは、データベースが所管当局ごとに分かれていることから生まれるランニングコストを取り除くことになるだろう。
- ・ 投資業者に代わって報告する第三者は、MiFID 枠組み指令第 25 条の要件を満たし、また報告の委託を行った業者と同じ認可の対象であるという条件で、所管当局に Approved Reporting Mechanism（ARM）として認可を受けなければならないことを明確にするために MiFID 枠組み指令を修正する。
- ・ EMIR のもとでトレード・リポジトリあるいは所管当局に OTC 契約を既に報告し、

¹⁸ MiFID 枠組み指令第 25 条（市場の完全性の維持、取引の報告及び記録の保存についての義務）5 項。

¹⁹ COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, IMPACT ASSESSMENT, Accompanying document to the Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, COM(2010)484. この文書は、European Market Infrastructure Regulation (EMIR) という名称でも知られている。

²⁰ EMIR は、一定の閾値を超える金融カウンターパーティ及び非金融機関に対して、OTC デリバティブ契約および MTF で執行されるデリバティブ契約の詳細をトレード・リポジトリに報告する義務を課している。

MiFIDのもとでARMとして認可される投資業者をMiFID報告義務の適用除外とするためにMiFID 枠組み指令を修正する。

V. データの統合

投資家は、信頼性が高く、タイムリーかつ妥当なコストで入手可能な市場データを求める一方、取引場所を超えて価格の比較が出来るような方法で情報が一つにまとめられることを望んでいる。しかし、実際には、MiFID が実施された後においても、株式の取引データの記録と公表はこうした期待に応えるものにはなっていない²¹。その主たる原因は、情報のクオリティ及びフォーマットに関する問題であり、又情報コストや情報統合の難しさの問題であった。

こうした状況を踏まえて、委員会は、フォーマット化、コスト、クオリティ及び信頼性に問題があるため、取引データの報告、公表及び統合への対処が必要であるとして、そのための数多くの提案を行っている。その中には、データのコストを削減するための基準と並んで、データのクオリティと一貫性を確保するための様々な基準が含まれている。委員会はまた、一貫性があり信頼性の高い取引データを提供するための統合テープの導入方法について検討し、こうしたテープが設置され組織化されうる方法として、3つの異なるオプションを提示している。

データの統合は一義的にはエクイティ市場における問題であると認識されている。しかし、上記IV.4.で述べたように、委員会は、取引後透明性要件の非エクイティ商品への適用を提案しているため、以下の諸対策についても、エクイティ市場に限ることなく、非エクイティ市場にも適用すべきであると考えている。

この分野における委員会の提案は、以下のようにまとめることが出来る。

- ・ 原データのクオリティと一貫性を改善し、一貫したフォーマットで提供されるようにする。
- ・ 投資家のために取引後データのコストを削減する。
- ・ EU マーケット向けの統合テープを導入する。

1. APA を通じた取引報告の公表

欧州証券監督者委員会（CESR）は、かねてより、取引後の原データのクオリティ及び一貫性、データのフォーマットの継続性の欠如についての懸念を指摘してきた。CESR は又、データの監視と公表に関して、責任ある機関を通じたデータの公表を要求する法規定の欠如を表明してきた。CESR の懸念のほかにも、投資業者が店頭取引について報告する責任があるのか、事実上単一取引である一連の取引についての報告はどうすればよいか、など不透明な点も多い。

こうした状況を踏まえて、委員会は、取引を執行している全ての業者に対して、Approved Publication Arrangement（APA）²²を通じて彼らの取引報告を公表するよう MiFID 枠組み指令を修正する²³よう提案している。

APA については以下のような条件を設定する。

- ① APA としては、規制市場、MTF、組織化された取引施設などの機関が考えられる

²¹ MiFID 以前には、取引データは加盟各国における取引所から入手可能であった。OTC 取引は全く記録されないこともあった。MiFID は、OTC 取引の取引後報告を要求し、取引場所及び記録場所の競合を促した。このことが、取引データの状況を複雑にし、取引データの統合の重要性を高めることになった。

²² このアプローチによれば、所管当局は、APA として活動を望んでいる機関に認可を与えることになり、APA は規定の基準に沿って運営データの公表を求められることになる。

²³ MiFID 枠組み指令第 28 条（投資業者による取引後開示）、第 35 条（MTF における中央カウンターパーティ、清算・決済の取り決めに関する規定）、第 40 条（金融商品の取引認可）

(デリバティブについていえばデータ・ベンダーあるいはトレード・リポジトリのような者。特にタイミングの観点から必要な要件を満たすことの出来る者を対象とする)。

- ② APA は、その本拠地であり、また、そこにおいて管理当局の継続的な監督の対象となっている加盟国の管轄当局によって認定されるものとする。この認可は、EU 全域において有効となる。
- ③ APA は、取引報告のクオリティとフォーマットの改善に力を貸すことになる。それはまた、投資業者が、精査（監視）を回避しようとしている場所において、あるいは、メソッドを通して取引を報告するという状況を阻止することに役立つ。そうした目的のために、以下のような特別な基準を満たす必要がある。
 - －高水準のデータ・セキュリティーを保証する。
 - －彼らが、非差別的に妥当なコストでデータへの迅速なアクセスを確保できるような方法で、効率的にまた継続的に取引データを広めることが出来ることを明示する。
 - －関連分野が取引報告に完全に含まれ、明らかなエラーが特定されるような適切なチェック体系の採用によって間違った取引報告を有効に特定する。
 - －十分なリソース及び緊急時の準備を保持する。
 - －利益相反を適切に管理し、定期的かつタイムリーな報告書を関係所管当局に提出する。

委員会は、原データのクオリティと相互運用性（interoperability）を改善し、データの統合プロセスをさらに容易なものにするために、既存の条項を補足し、取引報告の内容とフォーマットの双方についてより詳細で明確なものを提供する方向で MiFID 実施細則を修正したいと考えている。これによって、市場に報告される情報の内容とフォーマットを標準化していない（これは翻って重大な統合への障壁をもたらす）取引場所及び業者によって引き起こされる諸問題に対処することになる。

2. 取引後データのコスト削減

取引後透明性データに関する重要な問題の二つ目は、データのコストが高いということである。MiFID は、取引後情報は「合理的な商業ベースで他の市場参加者が容易にアクセスできる方法でリアルタイムに可能な限り近く公表されねばならない」²⁴と規定しているが、委員会は、こうした問題に効果的に対処するためには、以下のようないくつかの実施基準が必要であるとしている。

(i) データのアンバンドリング

取引場所は、通常、彼らの取引前データと取引後データを「パッケージ」として販売している。これが意味するのは、どちらか一方のデータしか必要ない場合でも、もう一つのデータを同時に購入しなければならないということである。ほとんどの市場参加者は、データの「アンバンドリング」（unbundling）がコスト削減をもたらすと考えている。

委員会は、取引前データ及び取引後データを単体で販売できるよう指令を修正することを提案している。委員会は、いずれ、データはどこまで非統合化の必要があるのかということに関して一層の特定化が求められることになると見ている。

(ii) 15 分後に無料で入手可能になるデータ

現在、取引場所によっては、当初に公開してから 15 分から 30 分後に、彼らの取引データを無料で入手出来る。委員会は、それがコスト、とりわけリテール顧客のコストを削減することになると考えており、データが無料で入手可能となるための公開後の標準タイム

²⁴ MiFID 枠組み指令第 28 条(投資業者による取引後開示)1 項、第 30 条 (MTF のための取引後透明性義務) 1 項、第 45 条 (規制市場のための取引後透明性義務)。

を15分とするよう指令に盛り込むことを提案している。

(iii) 妥当なコストの設定

委員会は、上記に加えて、何がデータの販売あるいは普及の「妥当な」(reasonable) コストを構成するかということについてもっと詳細なものが提示できるよう検討している。

3. 欧州統合テープ

統合テープ (consolidated tape) は、「取引の基本的な特質に係わる統合された報告システム (integrated reporting system regarding the essential characteristics of trade)」と定義することが出来る。欧州統合テープ導入の規制上の目的は以下の通りである。

- －EUにおいて入手可能な全てのデータを統合し、市場が妥当な価格でそれを入手できるようにすること。
- －多数の取引場所で多くの商品が取引されるという分裂した市場構造の影響を緩和し、市場統合を促進すること。
- －データの入手可能性を改善するために、取引データが包括的に記録され、手に入れられるようにすること。

委員会は、統合テープの導入を規定し、又そうしたテープが満たすべき条件を設定するために MiFID の修正を提案している。その条件とは、たとえば以下のようなものが考えられる。

- ① 統合テープに含まれるべき情報に関わる要件。
- ② そのフォーマット、入手可能性及びコスト。
- ③ データが保管されなければならない期間。

委員会は、統合テープの運営に関して、以下の三つのオプションを提示している。

オプション A

オプションのひとつは、公式の統合テープの運営を、適法行為によって設立され任命された独立の非営利主体 (non-profit seeking entity) に委任することである。

これは、米国において使われているモデルと似通っている。米国では、独立主体が統合テープを運営するために委任されている。取引プラットフォーム及び APA は、こうした主体が所定のフォーマットで彼らのデータを利用できるようにしなければならない。当該単独主体は、その上で、情報を統合し、それを、非差別的な方法かつ合理的なコストベースで入手できるようにすることになる。

指定されるためには、当該単独主体は、少なくとも以下の条件を満たす必要がある。

- －高水準のデータ・セキュリティーを保証する。
- －彼らが、非差別的に妥当なコストでデータへの迅速なアクセスを確保できるような方法で、効率的にまた継続的に取引データを広めることが出来ることを明示する。
- －関連分野が取引報告に完全に含まれ、明らかなエラーが特定されるような適切なチェック体系の採用によって間違った取引報告を有効に特定する。
- －十分なリソース及び緊急時の準備を保持する。
- －利益相反を適切に管理し定期的かつタイムリーな報告書を関係所管当局に提出する。

データ提供からの収入は、所定のフォーマットに沿って、当該単独主体によって支払われた経費を差し引いた後に、データを提供している取引プラットフォームおよび APA に支払われる。

オプション B

もう一つのオプションも統合テープの運営を単独主体に委任するものである。しかし、

この主体は商業事業（commercial understanding）であり、公開入札によって指名される点でオプション A と異なっている。指名を受けるために、当該単独主体は、オプション A と同様の条件を満たす必要がある。

収入面に関しては、二つの選択肢がある。第一の選択肢は、取引場所及び APA が、合理的な商業ベースで彼らのデータを単独主体が入手できるようにすることである。そして当該単独主体は、市場が統合されたデータを合理的な商業ベースで入手できるようにする。こうした方法で、単独主体は絶えずそのプロセスを最適化することが求められ、また、商業事業として競争的な環境において利益を上げるよう運営することが求められる。

第二の選択肢は、オプション A に沿ったもので、取引場所及び APA は、単独主体が無料でデータを入手することが出来るようにする。その後、収入に与ることになり、単独主体は、所定の方式にしたがって、合理的な商業ベースで市場にデータを売却することによって収入を得ることになる。付言すれば、このオプションがオプション A と異なる点は、単独主体の指名が期限付きであるということである。このアプローチは、統合テープのプロバイダーに対して、継続的な更新を促し、公衆へのサービスの改善を促すことになる。

オプション C

オプション B のバリエーションは MiFID の中に条件を規定することである。その条件とは、統合テープの条件を満たさなければならず、もしその条件を満たす場合には、競合する商業プロバイダーにも統合テープの提供を認めるというものである。決められた期間内に、プロバイダーは所管当局による指名を受ける必要があり、その後運営がスタートすることになる。

MiFID は、統合テープのプロバイダーの認可のための基準を規定する必要がある。認可プロセスは、APA の認可と同じ基準を含み、あるいは、オプション A 及び B で述べた単独主体に適用される条件を含むことになる。

収入面に関しては、統合テープのプロバイダーは、データの取得し、それを合理的な商業ベースで、全ての市場において入手出来るようにすることが求められる。

VI. コモディティ・デリバティブ市場への対応

MiFID は、現物コモディティ（農産物、エネルギー、あるいは排出許容量）を原資産としているかどうかにかかわらず、金融商品の定義を満たす全てのタイプのコモディティ・デリバティブ²⁵に対して適用される。コモディティ市場の近年の発展は、一方において、いくつかの問題を浮き彫りにすることになった。多くのコメンテーターたちが、金融投資家のプレゼンスの高まり、とりわけ、重要なベンチマークであるコモディティ・デリバティブ市場（たとえば、石油市場、穀物市場）におけるプレゼンスの高まりが、過度の価格上昇と流動性をもたらしているのではないかと懸念を表明している。

不確実性が高まる中で、G20 は「過大なコモディティ価格のボラティリティに対処するために、金融及びコモディティ市場の規制、機能性及び透明性を改善する」ことに合意した。効率的で機能的なコモディティ市場は、EU 経済にとってきわめて重要である。委員会は、G20 によって表明された期待とコミットメントを完全に満たすうえで MiFID の見直しは不可欠であり、それがコモディティ市場の透明性と監視の改善に関わる包括的で意欲的な規制総点検の柱であるとして、MiFID 枠組み指令の中にデリバティブに関する新たな章を導入しようとしている。

²⁵ コモディティ・デリバティブとは、MiFID 枠組み指令の付属書 I セクション C（金融商品）(5) から (7) および (10)、MiFID 実施細則第 38 条（その他のデリバティブ金融商品の特徵）、同第 39 条（指令 2004/39/EC 付属書 I セクション C (10) の範囲のデリバティブ）に記載されている金融商品のことである。

最初に、委員会は、トレーダーの類型に応じたポジション報告義務（position reporting obligation）を導入することによって、組織化された取引場所での取引活動の透明性を向上させることを提案している。

次に、委員会は、包括的かつ統一的な権限を金融監督当局に付与するよう提案している。これは、金融当局がデリバティブ取引活動を監視し、あらゆるコモディティ・デリバティブの取引活動のどのような段階においても介入出来るようにするためである。

最後に、コモディティ業者が、金融商品を自己勘定で取り引きし、又は、本業の一部として補完的にコモディティ取引における投資サービスを提供する場合に、当該業者をMiFIDの適用除外とするよう提案している。

1. ポジション報告義務の導入

トレーダーの類型に応じたポジション報告システムについて、委員会は、以下の三つの選択肢を提示している。

- ① EU 金融市場関係法において報告が義務付けられている投資業者や銀行でトレーダーがその代理として取引を行なっている者に適用される同法上の規制分類（たとえば、投資業者、信用機関、オルタナティブ投資のファンド・マネジャー、UCITS、年金基金、保険会社。もし最終顧客の規制上の分類がある場合にはそれも含む）を参照する。そうすれば、コマーシャル・トレーダーは、EU 金融市場関係法のもとで、規制を受ける特定事業として列挙されているトレーダー以外のトレーダーということになる。
- ② デリバティブが国際会計基準（たとえば、IFERS IAS 39）のもとで説明されるという方法に依存すること。ポジションは関連取引がヘッジアカウントに該当するかどうかによって区別される。
- ③ 第三の選択肢は、以上二つの選択肢の組み合わせである。最終受益者は、まず、当該受益者に適用される規制体系により区分され、次に、取引が、ヘッジされた取引であるか、又は、ヘッジなしの取引かで区分されることになる。

2. コモディティ・デリバティブを含むデリバティブ監視の強化

現在、所管当局が取引場所及び OTC におけるデリバティブのポジションを監視し監督する方法は、EU の管轄地域の間でまちまちである。このことが、厳しいポジション制限又は特別のポジション管理アプローチとなって現れている。

最近のデリバティブ市場の規模の急速な拡大の結果、デリバティブ、とりわけコモディティ・デリバティブの監視を強めるケースが出現し、同時に、規制上の裁定を回避し EU 域内の均等な機会を確保するために調和を高めるケースも生まれている。加えて、欧州議会は、最近、規制当局がシステミック・リスクを減らすためのポジション制限を設定する統一的な権限を持ち、無秩序な取引、とりわけ、あるカテゴリーのデリバティブ取引と闘うべきであると述べている。これは、コモディティ・デリバティブ市場における「金融投機」を食い止めるためのポジション制限の導入を求める多くの声を反映している。

こうした状況において、委員会は以下を提案している。

- ・ デリバティブ契約の有効期間のどの段階においても介入出来る有効かつ統一的な権限を所管当局に付与するために、MiFID 枠組み指令を修正する。所管当局はデリバティブ取引に参入しているすべての個人又は法人に以下を要求できるものとする。
 - －ポジションの完全な説明の提供。
 - －ポジションの目的（ヘッジングなど）の証拠を含む関連書類の提供。
 - －市場の秩序ある機能発揮、投資家保護、市場統合の目的におけるポジショ

ン規模の縮小。

- ・ こうした権限の適用において一貫したアプローチを確保するために、所管当局による説明及び関連文書において、EU レベルでのより緊密な調整が導入されることになる。
- ・ この高度化されたポジション管理の一環として、取引所及び OTC の双方で取引されているデリバティブ契約にあらかじめポジション制限を設定する実施基準の導入を許容するように MiFID 枠組み指令を修正する。

新しい実施基準は、さらに、ポジション制限の権限を発動する時期に関してその詳細を定義することになる。

3. コモディティ業者の MiFID 適用除外

委員会は、コモディティ業者の MiFID 適用除外に関して、以下のような修正を提案している。

- ・ MiFID 枠組み指令第 2 条 (適用除外) 1 項(i)における適用除外の前半部分²⁶を、「主要業務の顧客との自己勘定によるディーリングを行なう者」に修正する。これは、第 2 条 1 項(d)の適用除外を修正するという提案²⁷にも合致し、現物及び価格リスクのヘッジを意図する事業に適用するために適用除外の範囲をより明確に制限することになる。
- ・ 第 2 条 1 項(i)の後半部分の付随業務を視野に置いた適用除外²⁸をきわめて厳格かつ厳密に適用するために新たな実行基準 (implementing measure) を設定する。これは、付随業務の量的な区別 (たとえば、付随業務からの収入が主要業務に対してある割合を超えないこと) 及び質的な区別 (たとえば、企業は付随業務を実施するための特別なリソースや要員を提供できない) を基に設定されることになる。
- ・ MiFID 認可の子会社を設立した多くのコモディティ業者の最近の体験及び金融規制の適用除外は必要な場合に限り認めるべきだという政治的なコンセンサスを考慮して、第 2 条 1 項(k)における適用除外²⁹を削除する。

4. その他のデリバティブ金融商品の定義

現物決済が可能なコモディティにかかわる OTC デリバティブ契約が金融商品としての特質を有しているかどうかを判断するに際しては、いくつかの考慮すべき側面がある。もし現物の引渡しに 2 取引日又は標準的なデリバリー期限として市場で受け入れられている期間の後で行われるとすれば、当該契約は、以下の条件を全て満足するならば、他のデリバティブ金融商品の定義に見合うものと判断される。

- ① 規制市場、MTF、又はそれと同等な第三国の施設で取引され、あるいは、そこで取引されている契約と同等のものであること。
- ② 中央カウンターパーティによって清算され、あるいは、証拠金支払に服しているものであること。
- ③ 価格、ロット、引渡し (デリバリー) 日に関して標準化された契約であること。

²⁶ 「金融商品の自己勘定取引を行い、又はコモディティ・デリバティブ若しくは付属書 I セクション C10 に含まれるデリバティブ契約に関する投資サービスを主要業務の顧客に対し提供する者。」

²⁷ 後述の VII.2.(オ)d. を参照されたい。

²⁸ 「但し、それがグループベースで捉えた場合に主要業務に付随するものである場合や、主要業務が本指令で定義されている投資サービスの提供、又は指令 2001/12/EEC による銀行サービスの提供に該当しない場合に限る。」

²⁹ 「主要な業務がコモディティ、及び/又は、コモディティ・デリバティブについての自己勘定取引から構成される者。この適用除外は、コモディティ、及び/又は、コモディティ・デリバティブについての自己勘定取引を行なう者が、主要な業務が本指令の意義におけるその他の投資サービス又は指令 2001/12/EC の元手の銀行サービスの提供であるグループに所属する場合には適用されない。」

OTC デリバティブ、中央カウンターパーティおよびトレード・リポジトリに関する委員会提案（EMIR）を考慮に入れながら、委員会は、契約が CCP によって清算され、あるいは、証拠金に服しているかどうか³⁰という他のデリバティブ金融商品の定義に見合う条件としての判断尺度を MiFID 枠組み指令及び MiFID 実施細則から削除することを提案している。委員会は、もし OTC 現物決済契約が上述した二つの基準（つまり、取引所取引契約との類似及び標準化）を満たすとすれば、それは、この契約がその他のデリバティブ金融商品と同じ特質を示現していると看做するのに十分であろうと考えている。

Ⅶ. 投資家保護の強化

MiFID には、投資家保護を目的とする数多くの基準が内包されている。しかし、一部の監督当局及び市場参加者は、投資家保護の分野におけるある特定の MiFID 条項の内容及び実際の適用の双方にかかわる懸念を表明している。後者は、不適當な商品あるいは、複雑な商品を、それらの商品のリスクを完全に理解していない投資家に助言するケースに関わる懸念である。また、金融危機の経験に照らして、委員会はいくつかの条項の見直しが必要であると考えている。

これは次の三つの分野に関係している。

- a) 指令の範囲が明確にされ、現在はカバーされていない金融商品、サービス、慣行および団体を指令の範囲に含むようにするためにいくつかの修正が必要である。
- b) 営業行為規範は包括的で詳細であり、又サービス及び投資家のタイプ（リテールあるいはプロ）によって区分されてはいるものの、金融危機に照らしていくつかの修正が必要となっている。
- c) 投資サービスの提供におけるいくつかの欠陥に対処するために必要である。

1. 指令の範囲

(ア) いくつかのサービスプロバイダーのための選択的適用除外

加盟国は、注文の受付・回送、及び／又は、広範囲の金融商品に関わる投資助言を提供する業者又は個人に対して MiFID の適用を行わないという選択肢をもっている³¹。加盟国は、この除外を個人の活動が国内レベルで規制されている場合に限り適用しているが、MiFID はこの国内規制がどのような内容であるべきかについて詳細に規定しているわけではない。こうした業者又は個人は国境を越えてサービスを提供することは出来ないし、ほとんどの場合、そうすることに興味を示さない。

金融危機は、金融市場と商品の混乱の渦中であって、投資家がプロのアドバイザーによって提供される適切な推奨（リコメンデーション）に大きく依存しているという事実を明らかにした。投資家は、サービス提供業者の所在地あるいは特質に関わりなく、同じレベルの保護を受けるべきである。その意味で、最低限の規制の枠組みの設定もせずにサービス提供業者を適用除外とすることは、それが国内ベースのものであっても適切とはいえない。他方、こうしたサービス提供業者は中小業者であることが多いので、MiFID の枠組みを全て適用するには無理がある。

こうした状況に照らして、委員会は、加盟国にとっては助言サービスを提供する特定の業者を適用除外とする可能性を残すことが適切であるとしても、こうした業者を国内規制において以下のような MiFID の要件に類似した要件の対象とすることを提案している。

- ① 「資質」（fit and proper）基準を含むきちんとした認可プロセス。
- ② 顧客への情報提供。

³⁰ MiFID 枠組み指令付属書 I セクション C の(7)及び(10)。

³¹ MiFID 枠組み指令第 3 条（選択的適用除外）。

- ③ 適合性テスト。
- ④ 第三者から受け取った支払（誘引）。
- ⑤ 顧客への報告。
- ⑥ 顧客から回送注文を受け取ったとき顧客にとって最大（最良）の利益となるよう行動する責務。

これらの原則は、業者の規制における加盟国の権限を制限することによって適用除外の範囲を狭め、そして、業者が提供するサービスの如何にかかわらず投資家の適切な保護を確保するために、MiFID 枠組み指令第 3 条に導入されることになる。

(イ) 仕組み預金への MiFID の適用

パッケージ型リテール投資商品（packaged retail investment products, PRIP）との関連で、委員会は、リテール投資家に対する多様な商品の販売を考慮に入れた、より一貫した規制上のアプローチを確保することが重要であると考えている。

上記に照らして、委員会は、MiFID の関連部分を、現在は EU レベルで規制されていない商品をカバーするために拡大することを考えている。それが仕組み預金である。仕組み預金は、長期的な投資目的、仕組みという形式、リテール投資家に対する積極的なマーケティングというような点で、すでに MiFID の下でカバーされている他のカテゴリーの金融商品に良く似ている。従って、委員会は、MiFID の営業行為規範及び利益相反規則の適用を信用機関によるこうした商品の助言つき又は助言なしの販売に拡大することを提案している。

(ウ) 投資業者及び信用機関による直接販売

いくつかの加盟国の監督当局は、投資業者あるいは信用機関が彼ら自身の証券を発行し販売する際の MiFID の適用可能性について懸念を表明している。投資助言が販売の一部として提供される場合の MiFID の適用は明らかであるが、助言がないサービスのケース（この場合、投資業者あるいは銀行が MiFID サービスを提供していないと看做される可能性がある）については、明確ではない。

発行者との募集及び引受サービス提供の取り決めに基いて投資業者及び信用機関が投資家に販売している商品に関して、いくつかの問題が浮上している。とりわけ、発行者のために活動することが出来、また、同じ取引の一部として、投資家のために活動することも出来る投資業者の立場を実際問題として明確にする必要がある。

最初の問題について、委員会は、如何なる助言も提供することなく彼ら自身の証券を販売する投資業者及び信用機関に対する MiFID の適用を明記する必要があると考えている。この目的を達成するために、銀行や投資業者による自身の証券の直接販売も含めて、「顧客のための注文執行」の定義³²が修正される可能性がある。

第二のポイントに関して委員会は、業者が同時に発行者及び投資家のために活動するかどうかに関わりなく、MiFID の営業行為規範を投資家へのサービス提供にも適用することは自明であると考えている。しかし、実際にこうした原則を一律に適用するためには、この分野において実施基準が導入される必要があるとしている。

2. 営業行為規範

MiFID は、投資業者及び信用機関が投資サービスを提供する際に、顧客の最良利益を踏まえて、正直に、公正に、そしてプロとして行為するという一般義務を規定しており³³、この一般義務に基づいて、特定の営業行為規範がさらに詳しく説明されている。これらの規

³² MiFID 枠組み指令第 4 条（定義）1 項(5)。

³³ MiFID 枠組み指令第 19 条（顧客に投資サービスを提供する場合の営業行為上の義務）1 項。

則は、投資サービスの提供以前³⁴及び以後³⁵に顧客に提供される情報、同様に、顧客及び投資サービスのタイプに適合した「顧客について知る」(know-your-customer)ためのテスト³⁶に関係している。さらに、サービスあるいは金融商品の選択に影響を与えそうな全ての支払(誘引報酬 inducements)は、特別な要件に従わなければならない³⁷。

営業行為規範は、投資家の類型及びその保護の必要性に合わせて区分されている。この目的において、顧客は三つのカテゴリーに分類される。それは、リテール顧客、プロ顧客³⁸及び適格カウンターパーティ³⁹である。プロ顧客は、それ自身がプロ顧客であるもの(銀行、年金基金、投資ファンド、その他の金融機関)及び請求によるプロ顧客に分けられる。指令の適用以来の経験と金融危機は、この差別化された取り扱いが現在においてもまだ有効であるかどうかを評価する必要性を明らかにした。

(ア) 「執行だけの」サービス

MiFID は、投資業者が特定の投資商品を当該商品の適合性を評価することなしに(つまり、顧客の知識や経験の評価をすることなく)市場で売買することを認めている⁴⁰。投資業者は、こうした「執行だけの」サービス(“Execution only” services)を、一定の条件が満たされた場合に限り利用することが出来る。つまり、それが、いわゆる複合金融商品(non-complex financial instruments)に関わる場合である⁴¹。

非複合商品としての資格を与えるものは何か、また、この体系によってカバーされうるサービスは何かということについては、ある程度の不透明感が存在するように見える。委員会はこれに代わる二つの選択肢を提案している。

オプション A

MiFID 枠組み指令第 19 条 6 項に以下の要素を補足する。

- a) 自動的に非複合商品として取り扱われる株式は、規制市場又は MTF 又は同等の第三国市場で取引の認可を受けている株式のことであり、それは会社の株式であって、集合投資が採用している株式、転換株式およびデリバティブを組み込んでいるその他の株式は除外される。これを明確にするために、MiFID 枠組み指令第 19 条 6 項の中で「株式」(shares)への言及部分を修正する。
- b) 非複合商品としての分類を以下に限定する。
 - ① 規制市場または同等の第三国市場で取引の認可を受けている債券及びその他

³⁴ MiFID 枠組み指令第 19 条 3 項、MiFID 実施指令第 28 条(顧客分類に関する情報)、同第 29 条(顧客への情報についての一般的要件)、同第 30 条(投資業者及びそれが行うリテール顧客及び見込みリテール顧客向けのサービスに関する情報)、同第 31 条(金融商品に関する情報)、同第 32 条(顧客金融商品又は顧客資金の保護に関する情報要件)、同第 33 条(コスト及び関連費用に関する情報)、同第 34 条(指令 85/611/EEC に基づいて作成される情報)、及び MiFID 枠組み指令第 21 条(顧客にもっとも有利な条件での注文執行義務) 3 項。

³⁵ MiFID 枠組み指令第 19 条 8 項、MiFID 実施指令第 40 条(ポートフォリオ・マネジメント以外の注文執行に関する報告義務)、同第 41 条(ポートフォリオ・マネジメントに関する報告義務)、同第 42 条(ポートフォリオ・マネジメント又は不確定責任取引に関する追加的報告義務)。

³⁶ 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り、業者は、顧客の知識及び経験、財政状況及び投資目的を考慮に入れた適合性テストを行なうべきである(MiFID 枠組み指令第 19 条 4 項、MiFID 実施指令第 35 条、第 37 条)。その他のサービスを提供する場合には、業者は、サービスが顧客にとって適切かどうかを、顧客の知識及び経験を勘案しながら評価しなければならない(MiFID 枠組み指令第 19 条 5 項、MiFID 実施指令第 36 条、第 37 条)。特定の状況において、仲介者は、しばしば「執行だけの」(execution-only)サービスと呼ばれるサービスを提供するが、この場合、顧客に対する当該サービス提供が適切であるかどうかを評価する義務はない(MiFID 枠組み指令第 19 条 6 項、MiFID 実施指令第 38 条)。

³⁷ MiFID 実施指令第 26 条(誘引報酬)は、さまざまなカテゴリーの誘引報酬を規制している。

³⁸ MiFID 枠組み指令付属書 II (本指令におけるプロ顧客)。

³⁹ MiFID 枠組み指令第 24 条(適格カウンターパーティを相手に執行される取引)。

⁴⁰ MiFID 枠組み指令第 19 条 6 項。

⁴¹ これに関する商品は、MiFID 枠組み指令第 19 条 6 項に特定されている。さらに、「執行のみの」サービスの対象となる金融商品を特定する基準が MiFID 実施指令第 38 条(非複合商品についてのサービスの提供)に掲げられている。

の形式の証券化された負債。ただし、いかなる場合においても、デリバティブを組み入れているもの、たとえば転換社債、交換可能な債券、投資家がそれに含まれるリスクを理解することを困難にする仕組みを組み込んだものを除く。

- ② マネー・マーケット商品。ただし、資産担保証券およびデリバティブを組み込んだその他の仕組み商品、投資家がそれに含まれるリスクを理解することを困難にする仕組みを組み込んだものを除く。
- c) また、付随サービスである「投資家に一つ又は複数の金融商品の取引を実行させるための顧客への信用供与又は貸付」⁴²が提供される場合に「執行だけ」のサービス提供を排除すべく、現行の体系を修正する。この排除を必要とする理由は、信用供与又は貸付が顧客のレバレッジとリスクのエクスポージャーそして取引の総体的な複雑さを高めることになるからである。
- d) 上記の提案に加えて、「執行だけ」のサービスの対象となる商品のカテゴリーをもっと純化するために MiFID 枠組み指令第 19 条 6 項に非複合商品として掲げられている集団投資事業 (UCITS) についても区別が必要かもしれない。UCITS が常に非複合商品に分類されている現在の枠組みは、いくつかの UCITS のマネジメントにおける複雑なポートフォリオ管理の採用を考慮に入れるために修正が必要かもしれない。

オプション B

第 19 条 6 を削除する。

これは執行のみの体系の廃止を意味している。このオプションの裏づけとして、もともと「執行だけ」のサービスに不安感を持っているリテール顧客は、この種のサービスの典型的なチャネルであるオンライン仲介業者を含む仲介者からのもっと高水準のサービスを期待しているはずだということが主張されている。

(イ) 投資助言

投資助言のクオリティに関する最近の議論を背景に、いくつかの改善可能な分野が姿を現している。

- 1) MiFID の下で⁴³投資助言を提供している仲介者は、彼らが助言を提供している基盤 (たとえば、彼らが考慮し評価している商品の範囲) についての説明をはっきりと求められているわけではない。そこで、助言が仲介者によって提供されているサービスの一つであることをもっと明確にする必要がある。委員会は、MiFID 枠組み指令について以下の修正を提案している。
- ・ 指令は、独立した公平な分析に基づく助言を提供していることを投資家に伝えるために仲介者が満たすべき要件を含むものであること。
 - ・ 指令は、投資業者が顧客に対して、助言が独立した公平な分析に基づいたものであることを通知する場合について、以下を規定するものであること。
 - きわめて多数の市場で利用可能な金融商品、とりわけ、タイプの異なる、さまざまなプロバイダーからの金融商品进行评估する義務を負う。新たな要件の統一的な適用のために実施基準が導入されるべきである。
 - 業者は、商品プロバイダーから支払又は利益を受けた場合には、それがいかなる支払又は利益であっても、どのような商品プロバイダーからであっても、

⁴² MiFID 枠組み指令付属書 I、セクション B(2)。

⁴³ MiFID 枠組み指令第 19 条 (顧客に投資サービスを提供する場合の営業行為上の義務) 3 項。

罰せられる⁴⁴。

- 2) 提供されるサービスに関して顧客に報告する一般義務はすでに MiFID 枠組み指令に規定されている⁴⁵が、委員会は、MiFID 実施指令の中に投資助言に関するより詳細な規定の導入を提案している。とくに、助言を提供している業者は、提供された助言に内在する根拠を顧客に書状で個別に報告することになる。これには、当該助言が投資家の立場をどの程度満足しているかについての説明を含む。
- 3) 委員会は、助言提供の結果として、投資家はサービスを提供する仲介者からの比較的長期に渡る支援を期待又は要求できる可能性があると考えている。従って、
 - a) 業者は、市場価値（又は市場価格が入手できない場合には公正価値）及び顧客が推奨された金融商品のパフォーマンスについて、顧客に対する定期的な報告（少なくとも半年毎に）が求められることになる。ただし、四半期毎に報告される複合商品のケースは除外される。さらに、業者は、どのような場合にも、顧客に推奨した金融商品の状況に重大な変化が起こったときには報告が求められることになる。
 - b) 業者は、顧客に対して、年 1 回、個人的な環境にかかわる情報の更新を要求する。顧客がそれを拒否した場合には、業者は当初の状況に変化がなかったと仮定することが認められる。
 - c) 業者は、少なくとも年一回、当初推奨した金融商品及び顧客の個人的な状況の評価に基づいて、こうした商品が、顧客の投資リスクの分散の観点も含めて、今なお顧客の個人的な状況に適合していることを確認する。
- 4) 委員会は、投資助言がインターネットのような販売チャネルを通じて提供されることを明確にするために、実施指令を修正することを考えている。

(ウ) 複合商品に関する顧客への情報提供

情報要件及び報告要件は、MiFID の投資家保護の枠組みの重要な一部となっている⁴⁶。カスタマイズされた金融商品が顧客と取引されている場合に MiFID において予想されている保護（とくに、投資助言における「顧客について知る」義務）に加えて、委員会は、金融商品について顧客に情報提供する業者の義務の一部として、また、提供したサービスに関して報告する義務の一部として、以下の三つの情報を顧客が入手できるようにすることを提案している。

- ① 取引に先立つ、さまざまな市場状況における商品のリスク／収益及び評価。
- ② 複合商品の四半期ごとの評価。そのためには評価の独立性及び完全性の要件が必要となる。業者は又、顧客に提供された当初のそしてその後の評価に関して継続的な精査（デューディリジェンス）を行うことが求められる。
- ③ 仕組み商品のケースにおいては、原資産の評価に関する四半期報告。

もう一段の改善は顧客の金融商品を保有している業者の一般義務の導入にあると委員会は考えている。その義務というのは、金融商品の状況に重大な変化が生じたときに時機を逃さず顧客に伝えることである。これは、顧客資産の取引明細書を少なくとも年一回顧客に送付するという実施指令の義務を補完するものである⁴⁷。こうした調整は又、現在はいかなる情報要件及び報告要件からも利益を受けていない適格カウンターパーティもカバーするように拡大される可能性がある。

(エ) 誘引報酬

委員会は、誘引報酬を規制する要件は見直しに値すると考えている。

第一に、誘引報酬の開示は、現在、サービス提供の前に行うことが求められている。そ

⁴⁴ 本レポート VII.2.(エ)を参照されたい。

⁴⁵ MiFID 枠組み指令第 19 条 8 項。

⁴⁶ MiFID 実施指令前文(44)(45)及び第 31 条（金融商品に関する情報）。

⁴⁷ MiFID 実施指令第 43 条（顧客金融商品又は顧客資金の報告書）

して、それは、誘引報酬の存在 (existence)、性格及び金額をカバーしている(「開示要件」)。この開示は、概略の形式で (in summary form) 行われる。誘引報酬の金額が明確な形で把握できない場合には、その金額の計算方法を開示すれば十分であるとされている⁴⁸。このことから、以下の三つの重要問題が発生する。

- a) 顧客に対する誘引報酬の概略な開示と詳細な開示を区別することは困難である。
- b) 現在の事前開示は、関連サービスの提供以前に誘引報酬の正確な金額を開示することが不可能であるとしても、事後開示によって補完されることはない。
- c) 開示内容の技術的詳細 (誘引報酬の存在、性格、金額) は指令の中に規定されていない。そしてこれが、業者による実施を困難にしている。

第二に、第三者の誘引報酬は顧客へのサービスのクオリティを高めるように設計するという要件(「促進要件」)は、それが開示要件だけに頼ることを排除している点で重要な要件であるが、ポートフォリオ管理及び投資助言に関しては、いくつかの実際面の困難が見られる。

以上を勘案して、委員会は、報酬体系に以下の修正を導入することを提案している。

- ・ 事前の詳細な開示を維持しつつ概略の形式での誘引報酬の開示を廃止し、事後報告義務(とくに、事前開示が誘引報酬の計算方法に言及している場合)を導入するために、実施指令の開示要件を修正する。
- ・ 促進要件の実際の適用を、実施作業を通じて、監督当局に集中する。たとえば、当該誘引報酬が顧客サービスのクオリティを高めるようにデザインされたものかどうかを評価するに際して、監督当局は、業者が顧客に長期的な支援を提供しているかどうかを考慮することになる。
- ・ ポートフォリオ管理についていえば、第三者への誘引報酬を禁止する。それは、このサービスが裁量に任されているということ、また、顧客の事前の同意なしで、ポートフォリオ・マネジャーが意思決定を行う可能性があるためである。
- ・ 独立ベースで提供される投資助言について言えば、第三者への誘引報酬は、提供される助言の独立性とは相容れない。それゆえに、独立した助言を提供する仲介者に対する第三者への誘引報酬を禁止する。

(オ) サービス提供者の責任

投資業者は、彼らが MiFID 規則に違反すれば、所管当局による行政処分の対象になるが、指令は、MiFID 規則の違反が損害の原因となる場合の顧客に対する業者の責任については取り扱っていない。したがって、その国内的な責任 (civil liability) の条件は加盟国の国内的法秩序によってさまざまである。

委員会は、定期的に苦情を受け取っている。とりわけ、業者が営業行為規範に抵触しているというリテール投資家からの苦情が多い。投資サービス提供者の民事責任の原則 (principle of civil liability) を導入することが、EU における同一レベルの投資家保護を確保するための基本であるという認識が高まっている。

委員会は、そうした原則は、枠組み指令の中に含めることが可能であり、また、それが、MiFID 規則に違反した投資業者に対して、顧客が損害賠償を請求することを可能にすると考えている。

(カ) 執行のクオリティ及び最良執行

最良執行義務⁴⁹、執行のクオリティに関するデータの入手可能性、取引前及び取引後透明性要件は密接に関係している。取引前及び取引後透明性体系がうまく機能しているときには、それは、執行のクオリティを評価し、業者の執行取り決めを見直すために必要な情報

⁴⁸ MiFID 実施指令第 26 条 (誘引報酬)。

⁴⁹ MiFID 枠組み指令第 21 条、MiFID 実施指令第 44 条 (最良執行基準)、同第 45 条 (ポートフォリオ・マネジメント及び注文の受付・回送を行う投資業者の顧客の最良利益において行為する義務)、同第 46 条 (執行方針)。

の重要な一部を提供する。しかし、その他の情報もまた関係がある。たとえば、執行前の注文取消し件数又は執行のスピードなどがそれである。

委員会は、取引施設に対する執行のクオリティに関するデータの作成義務を枠組み指令に導入することを提案している。取引前及び取引後透明性要件を株式以外にも拡大する提案に沿って、執行のクオリティに関するデータが、異なるタイプの場所で取引されているすべての金融商品について公開されることになろう。執行のクオリティに関する情報は、取引前及び取引後データに関する基準とともに、最良執行義務を履行するために、業者を支援することになろう。

委員会はまた、しばしば、異なる加盟国の投資家からフィードバックを受け取っている。それらは、業者が採用している執行方針に関して彼らが受け取った情報のクオリティに関するものであり、最良執行義務の履行が業者によって異なる可能性に関するものである。民事責任に関する条項の強化に加えて、委員会は、実施指令における最良執行に関わる要件を、業者が異なるカテゴリーの顧客に対して意味のある、明瞭な、現実の情報を提供すべく強化することを考えている。それによって、顧客は、彼らの注文がどのように執行されたか、どのような場所で執行されたかを効率的に理解し、そして、彼らが最良執行を受けたかどうかをチェックすることが可能となる。

特に、実施指令における詳細な要件が、プロ顧客、ポートフォリオ管理を行っている業者、注文の受取・回送を行っている業者をカバーすることになる。さらに、執行方針は、明らかに、商品、顧客及び注文のタイプに基づいて区別される可能性がある。内部的突合せシステムを利用している業者は、最良執行がどのように達成されたかを明確に開示し説明することが出来、また、単一の場所で注文を執行する業者は、これに対する説明を提供することが出来るようになる。顧客への開示を容易にするために、方針の定型書式が導入される可能性がある。

3. 組織要件

(ア) コンプライアンス、リスク管理及び内部監査機能

MiFID 実施指令は、内部統制機能の確立と運営のための一般的な枠組みを設定している。ひととき大きな機能はコンプライアンス機能⁵⁰である。投資業者は、MiFID のもとでの義務を遵守しないリスクを回避し最小化するための方針及び手続きを実施し、かつ、維持しなければならず、そして、実際の適用の観点から、そうした政策と手続きの適合性及び有効性を評価しなければならない。それに関連する役割はリスク管理機能⁵¹であると認識されている。リスク管理機能というのは、投資業者の活動に関連するリスクを特定し、それが適切であれば、業者が許容するリスクのレベルを設定するためのものである。内部監査機能⁵²は、投資業務のシステム及び内部管理機構の全体的な適合性を評価するための監査計画の策定が求められている。経営管理者は、頻繁に、上記の機能の対象となる事項に関する書面報告を受取り評価する。組織要件は又、顧客の苦情の取り扱いのための手続きを確立し維持するための投資業者の義務を含んでいる⁵³。

委員会は、三つの内部統制における取締役会メンバーの参加が一層強化されるのではないかと考えている。特に、委員会は、これら三つの機能を直接取締役会に報告すること、また、内部統制機能に責任を持つ幹部職の解任が取締役会の事前承認の対象となり、監督当局に通知されなければならないことを実施指令に明記しようと考えている。

さらに、委員会は、顧客の苦情処理のための現在の枠組みを強化しようとしている。実施指令は、あらゆる顧客（カテゴリーにかかわらず）から受け取る苦情を処理するため

⁵⁰ MiFID 実施指令第 6 条（コンプライアンス）。

⁵¹ MiFID 実施指令第 7 条（リスク管理）。

⁵² MiFID 実施指令第 8 条（内部監査）。

⁵³ MiFID 実施指令第 10 条（苦情取り扱い）。

に投資業者が確立した手続きにコンプライアンス部門（compliance function）を参加させることを明記することになると見られる。コンプライアンス部門の定期的な報告は、顧客から受け取った苦情とその取り扱いを具体的に取りまとめたものになろう。

（イ） 商品、営業及びサービス開始のための組織要件

MiFID は、投資業者の組織要件についてハイレベルの枠組みを設定している⁵⁴。流通及び販売政策の適切な設計と商品及びサービスの開発を巡る業者の適切な内部統制は、顧客に対する有害な慣行を回避するうえで極めて重要である。委員会は、投資業者が彼らの一般方針を策定する段階及び顧客に提供される商品、オペレーション及びサービスを決定する段階でその妥当性を重視するよう実施指令の組織要件に規定することを提案している。これは、とりわけ、業者が業者が新商品を提供する場合又は既存サービスを多様化する場合に関わっている。

委員会は、以下の修正を導入するよう提案している。

- ・ 投資業者に、商品が提供される顧客の特性及びニーズを踏まえた商品、サービス又はオペレーションの評価を求めること。
- ・ ディスクロージャー、適合性／妥当性、誘引報酬、利益相反の厳密な管理（報酬を含む）に関する規則などを含むすべての適用規則に適合する商品、サービス又はオペレーションを確保するための手続き及び基準を確実に整えるためにコンプライアンス部門の責任を強化すること。
- ・ リスク管理の組織要件の一部として、新商品、オペレーション及びサービスの投資業者にとってのリスクが適切に管理されること。
- ・ 商品及びサービスが適切であるかどうかについてのストレステストの実施。
- ・ 商品及びサービスの流通およびパフォーマンスの定期的な見直し。
- ・ スタッフが提供される商品及びサービスの特性とリスクを理解するために必要な経験を持ち、新商品が提供されるたびに適切なトレーニングを受けること
- ・ 取締役会、又はそれに相当する統制機関が上述の諸側面の全てにわたり効果的な統制力を持つことが出来るようにすること。この趣旨で、商品及びサービスについての情報が、経営管理者そして求めに応じて監督当局へのコンプライアンス報告書に体系的に織り込まれること。

（ウ） その他

a. 資質基準

枠組み指令は、投資業者の業務を実効的に指揮する者は、投資業者の健全かつ合理的な経営を確保するための十分な信望を得ており、かつ、十分な経験を有するものである（いわゆる「資質テスト」）ことを求めている⁵⁵。この条項は包括的なものであり、加盟各国における異なる適用をもたらしてきた。実施指令は、投資業者が MiFID に基づく義務を確実に遵守することについての経営管理者の責任を規定している⁵⁶。

委員会は、この枠組みが、とりわけ常勤取締役（executive directors）、非常勤取締役（non-executive directors）に関して、明確にされ、強化される必要があると考えている。資質基準に関して言えば、役割は専門的なスキルを反映すべきである（たとえば、常勤取締役は、彼らの役割が発揮できるように、金融分野におけるプロとしての経験を持つべきであり、また、彼らが働く企業との関連においては独立要件を満たすべきである）。また、監督当局の役割には役員の資質についての継続的な評価が明確に含まれることになる。

委員会は、枠組み指令及び実施指令における以下のような修正を考えている。

⁵⁴ MiFID 枠組み指令第 13 条（組織上の義務）2 項及び 3 項。

⁵⁵ MiFID 枠組み指令第 9 条（業務を実効的に指揮するもの）。

⁵⁶ MiFID 実施指令第 9 条（経営管理者の責任）。

- ・ 資質基準は、業務を実効的に指揮するものに限ることなく、取締役会の全メンバー（常勤及び非常勤取締役の両方を含む）に適用される。資質基準は、特に取締役会の非常勤メンバーについて、費やした時間（time commitment）の評価を含むものとする。
- ・ 所管当局は、認可時および業者の継続的な監視において、取締役会の全メンバーが引き続き業者の健全かつ合理的な経営を確保するために十分な信望を得ており、かつ、十分な経験を有するものであることを確認する。
- ・ 実施基準はこうした要件を多様な役割と機能に適用し、その統一的な適用を確保するために、要件の詳細をはっきりさせる。
- ・ 実施指令における経営管理者の定義⁵⁷は、明白に常勤取締役を含むものとする。実施指令における監督機能⁵⁸は、明白に非常勤取締役を含むものとする。こうした特定化は、業者の関連要件の履行において、常勤、非常勤取締役を全て含めることを確保することになる。

b. ポートフォリオ管理サービス提供のための特別な組織要件

委員会は、ポートフォリオ管理サービス⁵⁹の特異性が組織要件に照らしてもっと考慮されるべきだと考えている。顧客ごとに一任されたポートフォリオ管理サービスは、MiFIDのもとで特別の認可取得が求められ、一般的な組織要件及び営業行為規範⁶⁰の対象とされている。投資業者による現実のポートフォリオ管理の分野は、しかし、いかなる特定の条項によってもカバーされていない。

委員会は、実施指令がポートフォリオ管理を提供している投資業者に対して、顧客のポートフォリオ管理における彼らの投資戦略の定義及び実施にかかわる書類を定型化し維持するよう求めることになるかもしれないと考えている。投資業者は様々な戦略に特別の注意を払い、それらが適合性要件⁶¹に従い委託の全期間にわたって投資家の立場に適合することになる。彼らは又、当初設定したパラメーターを逸脱することなく、こうした戦略を効率的かつ継続的に実行できることを確認しなければならない。一般的な投資戦略及びポートフォリオの管理を実行しモニターするための様々なシステムと手続きは、経営管理者によって定期的に承認とチェックを受けることになる。

c. 利益相反及び販売プロセス

利益相反要件⁶²は投資サービス及び活動の提供において生じるであろうさまざまな事態をカバーしている。これは又、販売チームの報酬及び金融商品の販売促進のためのインセンティブの仕組みを含んでいる。

委員会は、MiFIDの利益相反に対処するための枠組みは、それが欧州全土であまねく適用されており、今日でもなお適切であると考えている。しかし、委員会は、利益相反条項の集中適用が欧州全域でなお一層確保されなければならないと考えている。この目標を達成するために、利益相反分野における実施基準の設定が必要となる。

d. 顧客資産の分離

不十分な規則や慣行の結果として資産の所有権をめぐる係争が多発しているが、こうした最近の動きは、この分野において強力な要件を持つことの重要性を明らかにしている。委員会は、以下の分野における実施指令の修正を提案している。

1. MiFIDの前文は、「金融商品又は資金の完全所有権を担保の目的・・・で投資業者に

⁵⁷ MiFID 実施指令第 2 条（定義）9 項。

⁵⁸ MiFID 実施指令第 9 条（経営管理者の責任）4 項。

⁵⁹ MiFID 枠組み指令第 4 条（定義）(1)(9)。

⁶⁰ MiFID 枠組み指令第 13 条（組織上の要件）、同第 19 条（顧客に投資サービスを提供する場合の営業行為上の義務）。

⁶¹ MiFID 枠組み指令第 19 条 4 項。

⁶² MiFID 枠組み指令第 13 条 3 項及び同第 18 条（利益相反）。

移転する場合は、当該金融商品又は資金は、ともに顧客に属するものとはもはやみなすことはできない」として、顧客資産の保護規則の適用除外を認めている⁶³。しかし、この適用除外規定の無差別の利用は、顧客資産分離要件の有効性を損なうことに繋がる。委員会は、少なくともリテール顧客の資産を取引するときには、こうした取り決めを許容しないことにしたいと考えている。

2. MiFID は、投資業者によって保有されている顧客の金融商品を含む証券ファイナンス取引 (securities financing transactions) は、顧客の明白な同意の対象となっている⁶⁴。委員会は、少なくともリテール顧客の資産について、顧客資産の借り手 (例えば株式貸付のケース) が適切な担保を提供し、業者はその担保が適切であるかどうかをモニターし、顧客資産の価値とのバランスを維持するために必要な手順を踏むことが出来るようにするための特別の手続きを採用するように、実施指令に規定することを考えている。
3. 業者は、金融商品の利用及びそれに関連するリスクに関して、明確、十分かつ正確な情報を顧客に提供することが求められている⁶⁵。委員会は、上述の情報は、顧客のタイプに関係なく有用なツールであり、また、それゆえに、そうした慣行のリスクへの認識を深めるために、すべてのカテゴリーに拡大されるべきであると考えている。
4. 投資業者は、中央銀行又は信用機関又は一定のマネー・マーケット・ファンドに開設している勘定の中に顧客勘定を置くこと、そして、中央銀行に預託しない場合、彼らを選んだ機関の選択及び見直しについて、全ての正当な技術、注意及び専心性を発揮することが求められている⁶⁶。金融危機の結果、企業グループにおける顧客資金の集中が、グループ内企業の倒産による連鎖的なリスクの発生をもたすことが明白になった。委員会は、顧客資産の配置の多様化が精査を行う上での基準の一つとなり何らかの実行作業がこの分野において提言されるかもしれないと考えている。

VII. 監督の強化

1. 規制体系及び監督慣行の収斂

(ア) 第三国の業者の EU 市場へのアクセス

EU 加盟国以外の国 (第三国) の業者の EU 市場へのアクセスは、MiFID のもとでは統一されていない。それは、共同体法の一般的義務の支配を受け、第三国の国内規定が欧州の業者よりも国内の業者に有利な取り扱いをもたらすことがない限り、加盟国の裁量に委ねられている。これが意味するのは、実質的に第三国の業者は、少なくとも MiFID によって提示されている規制⁶⁷と同等の規制体系の対象になるということである。

さらに、委員会は、こうした国において、EU の業者が同程度の競争の機会を得るために、第三国との交渉の委任を議会に求めることが出来る⁶⁸。さらに、MiFID は、第三国が国内の投資業者に行っている取り扱いと同等の取り扱いを EU の業者に対して行っていない場合に、委員会が当該国との間で状況を改善するための交渉を開始し、加盟国の所管当局に対して当該国の業者の認可申請に関する決定を制限または留保するよう要求することを認

⁶³ MiFID 枠組み指令前文 (27)。

⁶⁴ MiFID 実施指令第 19 条 (顧客金融商品の利用)。

⁶⁵ MiFID 実施指令第 32 条 (顧客金融商品又は顧客資金の保護に関する情報要件) 7 項。

⁶⁶ MiFID 実施指令第 18 条 (顧客資金の預託)。

⁶⁷ MiFID 枠組み指令前文 (28)。

⁶⁸ MiFID 枠組み指令第 15 条 (第三国との関係) 2 項。

めている⁶⁹。

現在の金融市場の相互関係及び金融危機の結果明らかにされたそのグローバル性、そして、第三国を本拠地とするプレーヤー（例えば、Madoff、Lehmann のケース）の過誤及び／又は過失が EU 市場に与えた影響に鑑みて、委員会は、EU 域内においてすべての金融サービス主体に真に均等な機会を創造するために、第三国の投資業者及びマーケット・オペレーターが EU の金融市場にアクセスするための **harmonized third country equivalent regime** を、まず手始めに非リテール投資家向けに導入するよう提言している。

さらに、委員会は、実施基準を用いて、第三国の体制が同等とみなされるために満たさねばならない詳細な基準及びパラメータの制定権限を、MiFID 枠組み指令を通じて委員会に付与することを考えている。これは、例えば、投資業者及びマーケット・オペレーターの認可要件、組織要件、営業行為要件、所管当局の権限、発行者に対する開示要件を含む市場阻害行為に対して適用される規則を含むものとなる。

(イ) 提携代理商

加盟国は、現在、投資業者が彼らのサービスを提供する手段として提携代理商⁷⁰を利用することを認めている⁷¹。このオプションは、大部分の加盟国で実行されている。CESR の評価によれば、提携代理商を統治するこの規則は、それなりに稼働してきた。したがって、委員会は、この条項で修正が必要なものは以下に述べる通りわずかであるとしている。

- ・ 提携代理商を認める国別の決定権は無効とし、提携代理商の利用可能性を全加盟国において汎用化する。
- ・ 加盟国が、提携代理商に顧客の資金及び／又は金融商品の扱いを認可する権限は制限される。この可能性は投資業者の完全な、無条件の責任のもとで維持されている提携代理商を対象にしており、顧客資金及び／又は金融商品の保有の認可を受けていない投資業者の代理人を勤める場合には、とりわけ過大なリスクをもたらす。したがって、提携代理商については顧客資金又は資産の保有は認められない。
- ・ 提携代理商は、投資業者が受入加盟国において支店を開設しているかどうかにかかわらず、支店として取り扱われている⁷²。これは、EU 全域にわたる提携代理商の適切かつ一貫した監督を確保するためである。
- ・ クロスボーダー・サービスの提供において、投資業者が提携代理商を利用する場合には、現在の MiFID 条項は（規定してはいないが）提携代理商の身元を加盟本国の所管当局から受入加盟国の所管当局に伝達することを認めている。受け入れ国の監督当局は、この情報を公表するオプション（義務ではない）を持っている⁷³。投資家保護の理由で、投資家に提携代理商の身元をチェックする可能性を与えることは重要である。したがって、この要件を二つとも義務とすることが適切であろう。
- ・ 最後に、パスポート条項は、提携代理商を利用する投資業者に限って適用されている。提携代理商を使っている信用機関のクロスボーダー活動は EU 規制のもとでは規制されていない。その結果、同じサービスを提供している二つのタイプの機関の間には不公平な条件がもたらされている。投資家及び所管当局に対する十分な透明性を確保するために、MiFID 第 31 条及び第 32 条は、信用機関にも適用されることになる。

(ウ) 監督権及び制裁

委員会は、監督及びエンフォースメントの有効性を高めるためには、以下が必要である

⁶⁹ MiFID 枠組み指令第 15 条 3 項。

⁷⁰ 提携代理店は MiFID 枠組み指令第 4 条 1 項 (25) のもとで定義されている。

⁷¹ MiFID 枠組み指令第 23 条 (提携代理商を指定する際の投資業者の義務) 1 項。

⁷² MiFID 枠組み指令第 32 条 (支店設立) 2 項。

⁷³ 同上。

と考えている。

- a) 証券分野において調査するために所管当局の権限を高めること。
- b) 有効かつ抑止力のある制裁措置 (sanctions) を導入すること。

a 所管当局の権限

MiFID はすでに、加盟国が、それを活用出来るように所管当局に与えなければならないかなり多くの権限を含んでいる⁷⁴。これには、例えば、現場調査を行う権限、資産の凍結や押収を求める権限などが含まれている。

委員会は、所管当局に対して、国内規則に従って、私有地に立ち入り、エンフォースメント活動に関わる書類を押収する権限を司法当局に要請するという追加的な権限を付与することを提案している。

b 制裁 (定義、金額、公開)

MiFID における制裁措置体系は、加盟国に採用されている MiFID 規則の違反に対する制裁措置が十分に厳しいものであり、そうすることによって、MiFID 要件に違反することを阻止するという結果を達成するためのものである。制裁は、したがって、阻害行為の重さに相応すべきであり、一貫して適用すべきである。

MiFID は、MiFID 違反に対して効果的で適切かつ抑止力のある行政措置又は行政処分を課すことを加盟国に要求している。MiFID 違反に対して利用可能な行政処分及び刑事制裁、又その適用に関しては、EU 全域で若干の相違及び収斂の欠如がみられる。制裁措置については、加盟国間でかなりの相違もみられる。これは、エンフォースメントの弱体化と規制上の裁定というリスクさえもたらしかねない。委員会は、MiFID の規制の枠組みの中で行政措置に関する規定を以下のように特定することを考えている。

- ・ 適切な行政措置とは、少なくとも MiFID を置き換えた、及び/又は、その影響を取り除いた国内基準に対する違反に終止符を打つ効果を持つ意思決定を意味する。そうした行政措置は、少なくとも以下を含む: 違反に終止符を打つための禁止命令、活動の一時禁止、管理機関又は監督機関又はそれに類似した機関のメンバーの停職又は配置換え、所管当局のウェブサイトでの公示。
- ・ 適切な行政措置とは、MiFID を置き換えた国内基準の違反に対する抑止手段としての活動の効果を持つ意思決定を意味する。
- ・ 制裁措置の最高金額は規制において提示されているが、抑止を保証するためとしても高すぎるので、これに代えて行政罰金の最低金額を設定する。

さらに、委員会は、違反を所管当局に報告又は警告するためのインセンティブを設定するために、又そうした情報を提供する個人を保護するために、適切な告発メカニズムが確立されるべきであると考えている。たとえば、違反者に含まれる人々の協力も、緩やかな制裁の形式として考慮されるかもしれない。所管当局は、エンフォースメント活動の中で、大いに協力している人々に対する制裁措置を軽減し、又は適用しない権限を持つことになるかもしれない。

加えて、委員会は、加盟国が、最も深刻な違反 (たとえば、認可を受けることなく、又は、虚偽の書類により認可を受けてサービスを提供すること) が効果的で適切な、そして、犯罪者を思いとどまらせる制裁措置によって罰せられるようにすべきであると考えている。

委員会は、所管当局が、少なくともウェブサイト上で、MiFID の置き換えにおいて採用された条項の違反に課される制裁又は措置の全てを公衆に開示することを義務付けるべきであると考えている。これは、制裁の開示が所管当局のオプションにすぎない現在の要件を強化することになる。

⁷⁴ MiFID 枠組み指令第 50 条 (所管当局に付与される権利)。

2. 特定の活動、商品または慣行の禁止

このところ、複雑な商品に対して厳しい規制上の監視を求める声が高まっている。こうした状況において、委員会は、明確に特定された条件のもとで、明確な手続きに従い、ある種の金融商品の投資サービスの提供及び投資活動の実施を禁止する権限を、MiFID 枠組み指令を通じて、委員会に付与することが必要ではないかと考えている。こうした禁止のための基準は、MiFID 枠組み指令の中で法制化されるが、それは以下のような場合に適用されることになろう。

- ・ 投資サービスが重大かつ持続的な投資家保護問題を引き起こすような方法で提供されている場合。
- ・ 秩序立った機能、金融市場の統合又は金融システム全体またはその一部の安定性を脅かすような商品又は行動がみられる場合。

第二に、委員会は、加盟国又は EU において金融の安定又は市場の信頼に対して重大な脅威をもたらす可能性のある投資業者による商品の取引又は販売、ないしは、極めて不都合な展開をもたらす活動の提供を一時的に禁止又は制限する権限を、国内の規制当局に対して付与することを考えている。システミック・リスクの観点から精算されなければならない OTC デリバティブに対してどの CCP もその精算を申し出ないような場合にも、CCP が当該商品の精算を申し出るまでの間、所管当局は一時的に当該 OTC デリバティブの取引を禁止することになろう。委員会は、こうした権限は ESMA への事前通知及び ESMA を通じた調整のもとで行使されるとしている。

第三に、委員会は、所管当局が、商品の配布又は活動の提供によって生じる秩序立った機能の発揮、金融市場の統合又は金融システムの安定性に対する脅威に対処する手段を講じない場合、又は、とられた手段がそうした脅威に十分対処していない場合、一時的にそうした商品の配布又は活動の提供を禁止するための共同体レベルでの仕組みを構築する必要があると考えている。

以上