

## EU 投資サービス指令（ISD）改正案について

2002年11月19日、欧州委員会は、1993年に制定された投資サービス指令（ISD）の改正案を発表した。ISDは、EU域内における証券業者や証券取引所のサービス提供の自由を規定しており、EUの証券関連法令のうち、市場規制と業者規制に関する基本法とも言うべきものである。今回の改正は、1998年以降、欧州委員会が進めてきた金融・資本市場統合の深化をめざす試みの一環をなしている<sup>1</sup>。

### 1. ISD改正の狙い

ISDは、1989年に採択された第二次銀行指令とともに、あるEU構成国で業務認可を受けた銀行、証券会社などの金融機関が、他の構成国で支店の開設や直接のサービス提供を行う自由を保障する法令であり、1993年5月の採択後、各国で国内法化が進められている<sup>2</sup>。しかし、採択後の市場構造の変化によって、ISDの規定によってはカバーされない金融ビジネスの形態が登場するなど、現実にとぐわな面が生じてきているのも事実である。今回発表された改正案の解説において、欧州委員会は、ISDの改正が必要となった背景として、次の7点を指摘している。

- ① ISDによる各国国内法の調和は不十分であり、投資サービス業者に対する認可が十分に相互承認されるに至っていない。結果的には、クロス・ボーダー取引において、複数の当局による監督を受けるといったケースが生じ、EU全域で通用する共通業務パスポートの付与という狙いが十分に達成されていない。
- ② ISDの投資家保護に関する規定には、最近登場した新しいビジネス・モデルや市場慣行に対応できず時代遅れとなっている部分がある。例えば、新たに登場した電子取引システム等を通じた取引が、顧客にとって最も有利である場合には、顧客の代理人である業者に対して、活用することを義務づけるといったことも必要である。
- ③ 投資家向けの新たな販売チャネル、投資アドバイスといったサービスや商品先物取引のように、ISDによってはカバーされていない投資サービスがある。
- ④ ISDは、取引所と新しい取引執行プラットフォーム（電子取引システム）が互いに

<sup>1</sup> ISD改正の背景とこれまでの経緯については、岩田健治「EU証券規制の新展開：その背景と現状」『証券経済研究』38号（2002年7月）、平松那須加「EU証券市場規制の改正に向けた動き」『資本市場クォーターリー』2001年冬号、落合大輔「EU金融・資本市場統合の深化に向けた動き」『資本市場クォーターリー』1999年冬号参照。

<sup>2</sup> 本レポートの末尾に現行ISDの内容を「参考」として紹介している。

競争することで生じる監督上、競争政策上の問題に答えを出すことができない。

- ⑤ 現行の ISD14 条 3 項は、各国の当局が個人投資家の取引注文を「規制市場」に集中するよう義務づけることを容認している。この「集中ルール」の存在とそれを実際に適用している国や適用していない国が存在するという事実によって、各国の取引慣行や市場間競争をめぐる状況に大きな差違が生じ、クロス・ボーダー取引や流動性の集中を阻害する要因となっている。
- ⑥ 各国当局の管轄権や当局間の協力に関する規定が不十分であり、不公正取引の取り締まり等に関する責任の分担もあいまいである。
- ⑦ ISD の規定の中には、柔軟性に欠け、時代遅れになっているものがある。このことは、EU における従来の立法手続きの問題点をも示しており、改正にあたっては、欧州証券委員会（ESC : European Securities Committee）や欧州証券監督機関委員会（CESR : The Committee of European Securities Regulators）に法的拘束力を有する規則を作成させる委員会手続き（コミットロジー）を活用すべきである。

欧州委員会によれば、今回の改正案は、①投資サービス業者の活動を規制する統一的な基準を確立することで投資家を保護し、市場の公正さ（integrity）を確保する、②市場における基本的な取引ルールを確立することにより公正で透明、効率的で統合された金融市場の形成を促進する、という二つの規制目的に資するよう EU 証券法の枠組みを強化することを狙いとしている。

以下では、改正案の内容を主要項目ごとに紹介する。

## 2. 改正案の概要

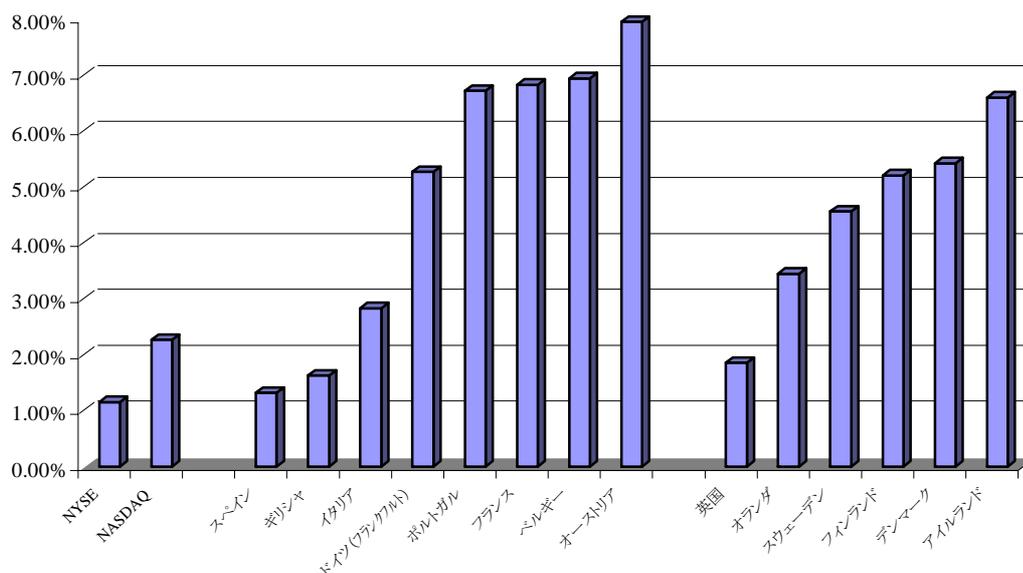
### 1) 効率的、透明で統合された取引インフラストラクチャー

米国で早くから展開されてきた取引所や電子取引システムによる市場間競争は、近年、欧州にも広がりを見せている。欧州委員会は、EU 域内においても、近年の情報技術の発達を背景としながら、既存の取引所間における競争の激化、いわゆる代替的取引システム（ATS : Alternative Trading System）との競争、証券業者による顧客注文同士のマッチングや自己勘定とのマッチングによって内部処理される注文の増加、といった新たな状況が生まれているものと認識している。

この市場間競争は、同じ銘柄に関する注文執行の場が分散することで流動性と効率的な価格形成が損なわれる、いわゆる市場の分裂（market fragmentation）につながる危険性もある。しかし、欧州委員会は、各国市場における実効スプレッドの比較分析から、取引所への集中を義務づけるといった競争を否定する規制が価格形成の効率性を高めるとは言えない

いと結論づけている。市場集中を事実上義務づけているフランスなどの市場の方が、市場間競争を容認している米国や英国の市場よりも実効スプレッドが高いという現象がみられるからである（図表 1）。そして、むしろ市場全体の透明性を高めることで、市場間競争の利点を発揮させながら、効率性を維持することができるとの立場をとっている。

図表1 各国市場における実効スプレッド



(注) 実効スプレッドは実際の取引価格における売値と買値の差と売買気配のスプレッドを比較したもの。ここでは、24 ヶ月間の 13,000 銘柄に関するデータから算出。

(出所) 欧州委員会「ISD 改正案」

そこで、改正案では、市場間競争を容認するという立場を取りながら、証券売買注文が執行される場を①規制市場 (regulated markets)、②多数者間取引施設 (MTF : Multilateral Trading Facilities)、③投資サービス業者による注文執行、の三つに分け、それぞれに関するルールを設けることとした<sup>3</sup>。

### (1) 規制市場に関するルール

規制市場を開設するには、市場の開設地を管轄する当局の認可が必要とされる。当局は、市場の開設者 (market operator) 及び当該規制市場のルールとシステムが ISD の規定に合致していない限り、認可を与えてはならないとされる (改正案 33 条 1 項、以下改正案につい

<sup>3</sup> 今回、欧州委員会は、米国で用いられている ATS に代えて MTF という新しい概念を導入した。欧州委員会は、多数の投資家間の取引を媒介するという電子取引システムの性質に着目して multilateral という用語を用い、債券の電子取引システム MTS との混同を避けるために systems ではなく facilities という用語を採用したとしている。

ては条数のみを示す)。なお、規制市場の開設者は、新たに認可手続きを踏むことなく、MTF を運営することができる (4 条 2 項)。

規制市場の開設者となるための資格については、一般的な適格性を審査することが求められている程度だが、開設者本人だけでなく、市場の運営を直接、間接にコントロールできる者についても適格性を審査としている (34 条、35 条)。例えば、株式会社組織の取引所であれば、取引所会社自体のみならず、当該会社の上位株主も適格性審査の対象となるであろう。

規制市場は、取引対象商品の選定に関する明確で透明なルールを設けなければならないものとされる (37 条 1 項)。取引対象にできる商品 (上場商品) は、自由な譲渡性を備えるほか、派生商品である場合には、当該派生商品及び基礎となる市場の双方で秩序ある価格形成が行われており、決済が可能となっていることなどの条件を満たすことを要求される (37 条 1 項、2 項)。

規制市場は、自ら定めた規則に合致しなくなった取引対象商品の取引を停止あるいは廃止することができるが、規制市場を管轄する当局もまた、取引の停止あるいは廃止を命じることができるものとされる (46 条 1 項(j)、(k))。その場合、当局は、同じ銘柄を取引する規制市場以外の場 (MTF 等) に対しても規制市場と同じ対応を命じることができる上、取引の停止あるいは廃止が行われたという事実を他の構成国の当局にも通知するものとされる (38 条 2 項)。欧州委員会は、これらの規定によって、同一銘柄の取引が、EU 域内の様々な場で行われている場合にも、一斉に取引の停止や廃止が実施されることを期待している。

規制市場は、市場開設地に支店等の拠点を有しない投資サービス業者に対しても自由なアクセスを認めるとともに、取引の透明性確保に関する一定の基準を満たすことを求められる (39 条以下)。また、規制市場は、取引参加者の取引を常時監視し、取引ルールに違反するような行為を探知しなければならない (40 条 1 項)。取引ルール違反があった場合、規制市場は、その事実を管轄当局へ報告しなければならないが、当局による捜査や起訴を助ける情報提供を行わなければならないものとされる (40 条 2 項)。

取引の透明性については、指令の採択後に欧州委員会が ESC の助言を受けながら規則を定めるコミットロジーによって詳細な基準が設けられることになっている。しかし、改正案の本文にも、マーケット・メーカー等が提示する気配値の公表などを通じた事前の透明性の確保 (41 条)、執行された注文の価格、数量、時間のリアルタイムに近い形での公表などを通じた事後の透明性の確保 (42 条) に関してかなり詳しい規定が置かれている<sup>4</sup>。大口取引については透明性確保に関する規定の適用除外の可能性が認められるなど、市場の実状に即した内容となっている。

<sup>4</sup> ロンドン証券取引所は、改正案が発表された直後の 2002 年 11 月 19 日、規制市場における事前の透明性の確保を図る改正案 41 条の規定は市場間競争を阻害する不必要なものだと批判する声明を発表した。ロンドン取引所は、投資サービス業者にビジネス行動規範を遵守させるだけで十分だとしている。

なお、現行 ISD14 条 3 項では、構成国は、一定の要件の下で、国内で行われる証券の取引を規制市場で行うよう義務づけることができるものとされているが、改正案には、この規定に相当するものは盛り込まれていない。

## (2) MTF に関するルール

MTF とは、「金融商品に関する多数の第三者買い及び売りの希望を、契約の締結につながるような方法で、裁量の及ばないような確立されたルールに従って自らのシステムに集める多角的なシステム」と定義される (3 条 1 項(11))。この定義はこれまでの CESR における議論を通じて形成されたものである<sup>5</sup>。

MTF の運営は、投資サービス業者に認められる業務の一つであるが、運営にあたって課される規制の内容は、規制市場の運営に近いものとなっている。すなわち、MTF は、取引参加者の選定に関して透明で客観的な基準を定めなければならない (13 条)、規制市場で取引されている株式を取引する場合には、規制市場と同等の事前及び事後の透明性の確保を求められ (27 条、28 条)、認可を受けた本国以外の構成国に取引端末を設置することができる (29 条)。なお、取引参加者として認められる者は、金融機関、投資信託や生命保険会社といったプロ投資家 (改正案では「適格取引先、eligible counterparties」と呼ぶ) のみに限られる (13 条 2 項)。

MTF で取引の対象となる金融商品については、規制市場の場合のような厳格な規制は設けられない。上場企業の発行証券が MTF 上で取引される場合でも、発行企業が取引開始に同意していない場合には、当該 MTF から情報開示等の義務を課されることはない (13 条 4 項) など、柔軟な規定となっている。

一方、MTF は、取引参加者ができるだけ有利な価格で取引を行えるよう透明で裁量性のない取引ルールを管轄当局による事前の承認を得た上で定めなければならないものとされる (13 条 1 項)。

## (3) 投資サービス業者による注文執行

ISD の改正案では、規制市場や MTF を通じないで行われる投資サービス業者による注文執行に関しても、投資家保護や市場の効率性確保といった観点からの規定が盛り込まれている。

第一に、投資サービス業者が、顧客の委託注文に対して自己勘定で買い向かい、売り向かったり (ブローカーとディーラーを兼業している場合)、顧客の委託注文同士を付け合わせて売買を成立させるといった場合に、顧客の利益を最優先するよう求める規定が設け

<sup>5</sup> ちなみに、この定義規定の文言は、米国の 1934 年証券取引所法 3 条(a)項(1)の「取引所 (exchange)」の定義に関する SEC 規則 3b-16 の文言に酷似している。なお、米国法では、ATS を取引所と同じ機能を営むが取引参加者を規律するような機能を有しないものとして定義している。大崎貞和「米国における ATS (代替的取引システム) 規制の導入」『資本市場クォーターリー』99 年冬号参照。

られている<sup>6</sup>。こうした場合には、顧客と投資サービス業者との間で、利益相反が生じる可能性が強いためである。具体的には、投資サービス業者に対していわゆる最良執行義務と顧客注文の公正な取り扱いが義務づけられる（19 条、20 条）。ここでいう最良執行とは、「顧客注文の出された時間、注文の大きさと性質、その他顧客による個別の指示内容に照らして、価格、執行費用、迅速性、執行の確実性において、顧客が最も好ましい結果を得られる」ような注文執行のことである（19 条 1 項）。

第二に、規制市場や MTF 上で執行される取引以外の取引についても、事前及び事後の透明性確保が要求される。すなわち、規制市場で取引が行われている銘柄について、ディーラーが気配を提示する場合には、その公表が義務づけられる（25 条）。かつ、適格取引先（eligible counterparties）との取引においても、正当な理由がない限り、公表された気配での注文執行が義務づけられる。また、規制市場で取引されている銘柄の売買注文を規制市場や MTF の外で執行した場合には、その価格、数量、執行時間の公表が義務づけられる（26 条）。

以上の規制市場、MTF、投資サービス業者による注文執行に関するルールを整理すると、次の表のようにまとめることができる（図表 2）。

図表 2 取引ルールに関する規定の比較

	規制市場	MTF	ディーラー	ブローカー・ディーラー	ブローカー
公正な市場の確保	市場監視	不審な取引を発見、報告する機能	市場における不正に関する指令の遵守	市場における不正に関する指令の遵守	市場における不正に関する指令の遵守
取引プロセス規制	監督機関の事前認可	監督機関の事前認可	—	顧客注文の取り扱いに関するルール	顧客注文の取り扱いに関するルールの部分的適用
顧客との利益相反防止	—	—	—	管理、機構上の手当て	—
最良執行	—	—	—	義務を強化	義務を強化
事後の透明性	全ての取引の報告。大口取引は遅延も認められる。	規制市場と同じ	規制市場における取引と同じ	規制市場における取引と同じ	規制市場における取引と同じ
事前の透明性	市場の厚みが分かる程度。但し、流動性を欠く大口取引は除外。	規制市場と同じ	大手ディーラーは気配の開示義務	顧客注文の取り扱いに関するルール。大手には気配の開示義務も。	—

（出所）欧州委員会「ISD 改正案」

## 2) 投資家保護と投資サービス業者規制

<sup>6</sup> 欧州委員会は、これらの行為をまとめて注文の「内部化」（internalization）と呼んでいる。

ISD の第二章は、「投資サービス業者の認可と営業の条件」と題されている。この章の諸規定の狙いは、ある EU 構成国で営業認可を受けた投資サービス業者が、域内の他の国で自由に営業することができる「共通業務パスポート」の仕組みを確立することにある。しかし、欧州委員会は、現行規定には、①顧客との利益相反を防止するための規定が不十分、②本国監督主義の例外としてホスト国（進出先の国）当局が介入できる余地が広く、実質的に投資サービス業者の他国への進出が妨げられている、といった問題点があるとし、いくつかの改正を提案している。

第一に、域内共通パスポート付与の前提として遵守が義務づけられている自己資本規制指令（CAD、93/6/EEC、1993 年 3 月 15 日採択）の適用除外を拡大する。改正案では、既に適用除外の対象となっている顧客資産を管理せず売買注文の取り次ぎのみを行う業者に加えて、投資アドバイスの提供のみを業務とする投資サービス業者についても、CAD の適用を免除するとしている（62 条）。他方、CAD の適用を免除される業者は、故意、過失によって顧客に対して与えた損害を賠償するための保険への加入を強制されることになる（11 条 2 項）。

第二に、顧客と投資サービス業者の利益相反を防止するための規定を整備する。もともと顧客との利益相反の回避や顧客間での差別的な取り扱いの禁止は、投資サービス業者に課される基本的な義務の一つである。改正案では、こうした観点から、投資サービス業者に対し、利益相反発生の可能性を予めチェックし、問題を回避するような組織上、事務手続き上の手当てを行い、それでも十分でない場合には、顧客に対して利益相反の可能性について開示するよう求めている（16 条）。利益相反を回避するための具体的な措置に関する細則は、欧州証券委員会（ESC）の助言を受けながら欧州委員会が策定する（16 条 4 項）。

第三に、投資サービス業者が遵守すべきビジネス上の行為規範に関する規定が精緻化される。現行 ISD においても、証券監督者国際機構（IOSCO）が決議した 7 つの原則を踏襲する形で行為規範の原則が規定されているが、改正案では、公正で明確な情報提供の義務、投資リスクに関する説明義務、適合性を判断するための情報収集義務、契約に関する記録保全義務など投資サービス業者に課される様々な義務のより具体的な内容が規定されている（18 条）。とりわけ、これまで必ずしも明確でなかった顧客のための最良執行義務に関する規定が新たに設けられたことが注目される（内容については前述）。

なお、ビジネス上の行為規範や最良執行義務に関する規定は、主としてリテール顧客を念頭に置きながら組み立てられている。そこで、これらの規定は、適格取引先（eligible counterparties）との取引には原則として適用されないものとされる（22 条）。

### 3) ISD の適用対象となる業務

現行 ISD の適用対象となる業務は、基本的には、証券ブローカレッジ業務、証券ディーリング業務、資産運用業務、引受及び分売業務、の四つに限定されている。欧州委員会は、これでは対象が狭すぎるとして、適用範囲の拡大を提案している。改正案では、相互承認の対象となる投資サービス業（investment services）の範囲に投資アドバイス業務と MTF の運營業務が加えられたほか、主要業務と兼営された場合に相互承認の対象となる補完的サービス（ancillary services）に投資分析、財務分析が加えられた（別表 1）。また、ISD の適用対象となる金融商品に商品先物が加えられた（別表 1 セクション C）。

#### 4) 清算と決済

証券取引成立後の受け渡し、決済のプロセスに係わる清算機関や決済機関は、ISD の直接的な適用対象とはなっていない。従って、清算機関や決済機関に対して、EU 全域で通用する共通パスポートのような業務認可が与えられる保障はない。この点は、改正案でも変わりがないが、①証券取引における信用リスクを排除するために全ての取引参加者の取引相手となるセントラル・カウンターパーティー、②清算機関、③決済機関への自由なアクセスを保障するための規定が新たに設けられた（32 条）。

#### 5) 監督当局と当局間の協力

ISD の適用対象となる「投資サービス業」や金融商品を規制する監督官庁は、国によって様々である。そのことから生じる混乱や齟齬を避けるために、改正案では、ISD の各規定ごとに管轄する監督当局を明確にすること、複数の監督機関（行政機関による授権を受けた自主規制を含む）が管轄する場合には機関間の協力を進めること、監督当局の権限を標準化することなどを求めている（45 条、46 条）。また、当局間の協力や情報交換に関する規定もより詳細なものとなる（52 条乃至 55 条）。

ISD の基本原則は、本国監督主義、すなわち認可を与えた国の監督当局が EU 全域における自国投資サービス業者の活動を監督するというものである。改正案の狙いは、この本国監督主義を貫くために、各国当局間の権限や機能の差違をなくすことにある。とはいえ、業者の進出先であるホスト国が、自国領域内での投資サービス業者の活動状況を把握しておきたいと考えるのは自然であり、改正案においても、統計作成のための情報提供を求めることや支店の活動状況を監視することなどが認められている（56 条）。また、ホスト国の当局が、ISD によって課せられた義務に反する行為が行われていると確信する場合には、本国の当局に対して通報するとともに、投資家の保護と市場の正常な機能のために必要な措置を講じることができるものとされる（57 条）。

### 3. おわりに

今回発表された ISD 改正案は、今後、欧州議会や EU の立法機関である理事会（構成国閣僚会議）で審議されることになる。広範な改正内容であるだけに、審議にはかなりの時間を要するものと予想される。

内容的に最も注目されるのは、現行 ISD では全く触れられていなかった MTF に関する規定であろう。米国が、1998 年 12 月に採択されたレギュレーション ATS によって、ATS を正面から定義する努力を事実上放棄し、取引所と ATS の区別をもっぱら取引高の多寡に求める方向へ転換したのと比べると、依然として取引所と MTF を明確に区別することへの強いこだわりがみられるように感じられる。

これは、欧州の証券規制が、多数の者を対象として発行された証券を「公募証券」として取引所上場の有無にかかわらず原則として同じように規制するという考え方の米国法とは大きく異なり、伝統的に、取引所への上場がなされて初めて厳しい流通規制を課するという考え方をとってきたことにも関係があるように思われる。ISD 改正案が、規制市場で取引されている証券のみに透明性確保などに関する厳しい規制を課そうとする内容になっていることにも、それが表われている。

とはいえ、ISD 改正案においても、規制市場と MTF の機能的な違いは、市場監視機能をどこまで担うかといった点以外に見出すことは難しい。

翻ってわが国では、電子取引システム規制は、米国の方法に範をとりつつも、価格決定の方式の違いに着目しながら取引所と ATS（わが国の金融庁は PTS と呼んでいるが）を区別するという形をとっている。今後、現在の規制の見直しを検討する場合には、今回の ISD 改正案も何らかの参考となるだろう。

## <参考> 投資サービス指令 (ISD) の概要

EU の投資サービス指令 (ISD) は、①投資サービス業者に対する最低限の統一免許基準の導入、②域内で取得した免許に対する相互承認の原則、③域内における設立の自由とサービス提供の自由の確立、④本国監督の原則の確立、による各国証券市場規制の調和を図るために採択された。投資サービス業者の健全性規制、ビジネス行為規範などの統一化も盛り込まれている。

EU 構成国で銀行免許を取得した金融機関に関しては、1989 年に制定された第二次銀行指令で、最低限の統一免許基準、免許に対する相互承認、域内における設立の自由とサービス提供の自由が確立されている。しかも、欧州では、銀行が本体で証券業務を兼業する、いわゆるユニバーサル・バンクの形態が少なくないため、第二次銀行指令によって相互承認の対象となる業務の範囲に広く証券業務が含まれている。とはいえ、欧州においても、証券業務のみを営む業者は、投資顧問業者などを中心に少なくない。これらの業者は、銀

行免許を有しないため、第二次銀行指令に基づく単一免許の恩恵を受けられない。そこで、新たに投資サービス專業業者を対象とした指令が採択されることとなったのである。

ISD では、投資サービス業者に対する最低限の認可基準としては、以下の項目が要求されている（3条2項）。

- ①登記上の事務所の所在する構成国もしくは免許を与えた構成国に本店が置かれていること。
- ②自己資本規制指令（CAD）が定める最低設立資本金額を備えていること。
- ③会社の実質的な経営者が信望と経験を有すること。
- ④認可申請書に予定する業務内容、組織図を含む経営計画が添付されていること。

投資サービス業者の認可にあたっては、大口株主の名前とその保有株式数についての情報を取得し、投資サービス業者の経営の健全性という観点からふさわしくない株主が含まれている場合には、免許を拒否しなければならないとされる（4条）。

EU 域外の第三国の業者に対しては、第二次銀行指令と同じように、いわゆる相互主義の原則が適用される（7条）。すなわち、EU 籍の業者に内国民待遇を与えず、実効性のあるマーケット・アクセスが保障されていないと欧州委員会が判断した国から進出を希望する業者に対しては、認可の制限や延期が行われる。

EU 構成国の当局から ISD に従って認可された投資サービス業者は、全ての EU 構成国で新たに免許を取得することなく、投資サービス業務を営むことができる。その業務範囲は、進出先（ホスト国）の規制に従って制限を受けるが、一定の業務については全ての EU 構成国で営むことが認められる（14条）。これが、相互承認の対象となる業務である。この仕組みは、第二次銀行指令と全く同じものと言うことができる。

ISD の付属表では、以下のように相互承認の対象となる業務（中核業務）を列挙している。

- ①売買注文の受付、伝達、及び自己勘定以外による執行（ブローカレッジ業務）
- ②自己勘定でのディーリング業務
- ③個別顧客のための勘定によるポートフォリオ・マネジメント業務
- ④引受及び引受けた商品の分売

また、相互承認の対象となる取扱い商品の範囲は、以下の通りとされている。

- ①譲渡可能な有価証券、投資信託受益証券
- ②短期金融商品
- ③差金決済を伴うものを含む金融先物契約
- ④金利先渡し契約（FRA）
- ⑤金利、通貨、エクイティのスワップ
- ⑥差金決済を伴うものを含む上記商品に関するオプション契約

一方、カストディ業務や投資アドバイス業務など7つの業務は、「非中核業務」とされている。これらの業務は、相互承認の対象となる「中核業務」の四つの業務のいずれかを

営む業者が兼営している場合には相互承認の対象となるが、独立して相互承認の対象となることはない。

ISD は、認可を受けた投資サービス業者が、継続的に遵守すべき規制を以下のように定めている。

- ① 経営者が適切な人物であるとともに、CAD が定める自己資本規制を遵守すること（8 条）。
- ② 大口株主の異動について報告すること（9 条）。
- ③ 認可を与えた本国の監督当局が定める経営の健全性に関するルールを遵守すること（10 条）。
- ④ 各国の規制当局が定める行為規範を遵守すること（11 条）。
- ⑤ 破産や支払不能に陥った場合に投資家を保護するような補償基金による保護が及ぼされるかどうかについて、顧客に対して開示すること（12 条）。

ISD は、基本的には投資サービス業務専門業者を対象とする指令だが、業者の健全性に関するルール（10 条）、行為規範（11 条）、損失補償基金に関するルール（12 条）、などは、銀行指令の対象となる「信用機関」（銀行）にも適用される。これらのルールについては第二次銀行指令に明確な規定が設けられていないためである。

ISD に基づくサービス提供の自由は、個々の投資サービス業者（証券会社）ばかりでなく、証券取引所に対しても及ぼされる。すなわち、構成国に対して、域内の業者が自国内の一定の要件を満たした「規制市場」（regulated market）にアクセスすることを認めることを義務づける条文が設けられている（15 条 3 項）。

ここでいう「規制市場」とは、証券取引所などが運営する市場であり、各構成国がリストを作成することになっている。ISD の規定からは、逆に、証券取引所などが、自国外の業者に対して、会員権の取得と市場としての利用を働きかけることが認められることになる。また、ISD によって保障されるアクセスの自由には、ホスト国内に拠点を設けないで同国内の規制市場にアクセスすることも含まれており、国外に設置された取引端末を通じて直接取引所に注文を送ることも認められている。この場合、証券取引所としては、いわゆる遠隔地会員の存在を容認する必要がある。

投資サービス業者の経営の健全性に関しては、顧客の証券、資金の保全義務、取引記録の保全義務、利益相反回避義務などが定められている（10 条）。

ISD が定める行為規範についての原則は、以下のような内容である（11 条）。ちなみに、この 7 項目は、証券監督者国際機構（IOSCO）が決議した 7 つの原則をそのまま掲載したものである。

- ① 顧客の利益と市場の健全性を図るべく誠実かつ公正に行動する。
- ② 顧客の利益と市場の健全性を図るべく相当の技術、配慮及び注意をもって行動する。
- ③ 業務の適切な遂行のために必要な資源と手続きを備える。

- ④顧客の資産状況、投資経験及び投資目的を把握するよう努める。
- ⑤取引に係わる重要な情報を顧客に対して十分に開示する。
- ⑥利益相反を回避するよう努め、回避できない場合には全ての顧客を平等に扱う。
- ⑦顧客の利益と市場の健全性を図るために全ての法規制上の要求を遵守する。

ISD は、サービス提供の自由、市場アクセスの自由を基本原則としながらも、自由な取引を制約するような規定も設けている。すなわち、EU 構成国は、一定の要件の下で、国内で行われる取引を規制市場で行うよう義務づけることができるものとされている（14 条 3 項）。

このいわゆる市場集中条項は、英国の SEAQ インターナショナルへの取引流出に反発するフランス等の要求で挿入されたものである。つまり、フランスなど大陸諸国の政府は、この条項に基づいて自国の投資家に自国市場の利用を強制することで、ロンドン市場との市場間競争を優位に導こうと考えたのである。しかし、この条項は、EU の最も基本的な原則の一つである資本移動の自由を妨げるおそれがあるため、取引当事者が希望する場合には規制された市場の外で取引することを認めなければならないという制約が課されることになった（14 条 4 項）。従って、仮にフランス政府が国内市場の利用を強制するような法令を設けたとしても、機関投資家等が、自らロンドン市場での取引を希望すれば、それを妨げることはできないわけである。

市場アクセスの自由が認められたことを反映して、取引報告や市場の透明性に関する規制についても、最低限の基準が定められている（19 条、20 条、21 条）。すなわち、投資サービス業者は、規制市場で行った取引を本国当局へ報告し、取引記録を 5 年以上保存しなければならないものとされる。また、規制市場は、取引の価格、売買高、加重平均価格等々について情報を開示しなければならないものとされる。とりわけ、継続取引の行われる規制市場では、6 時間ごとの加重平均価格と売買高を 2 時間遅れで 1 時間おきに、2 時間ごとの加重平均価格と価格帯を 1 時間遅れで 20 分おきに公表しなければならないと定められている。

（大崎 貞和）