

改正されたEU投資サービス指令（ISD）

大崎 貞和

要 約

1. 2004年4月27日、EU閣僚理事会は、1993年に採択された投資サービス指令（ISD）の改正指令を採択した。同指令は、4月30日の公布とともに発効し、各構成国は、2年以内の国内法化を義務づけられることになった。
2. ISDは、EUの証券市場規制と証券業者規制に関する基本法とも言うべき重要な位置づけの法令である。今回の改正では、(1)規制対象となる業務の範囲を拡大することで域内におけるサービス提供の自由の実効性を高めること、(2)近年発達の著しい電子取引システムに対する規制を整備すること、(3)規制市場への取引集中を排除しながら投資家保護の実効性を確保すること、が最大のポイントとなった。
3. 改正ISDが正式に採択され、2005年をメドとするEUの金融サービス市場統合のための法令整備が順調に進んでいることが再確認された。ISDは、域内金融市場の一体化と業者間の競争激化を促すという点で大きな意義を有する。

I. ISDとその改正の背景

これまでEU（欧州連合）は、域内の金融・資本市場統合を進めるために、様々な法令の整備を図ってきた。中でも、1993年5月に採択された投資サービス指令（ISD）は、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について規定しており、EUの証券市場規制と証券業者規制に関する基本法とも言うべき重要な位置づけにある。

しかし、その後の市場環境や市場構造の変化によって、規制の対象とならない新たな金融サービスが登場するなど、ISDの規定が現実にはそぐわない面も生じてきている。そこで、EUは、1999年5月に発表した「金融サービス・アクション・プラン」（FSAP）に基づく一連の立法作業の中で、ISDの全面的な改

正に着手することになったのである。

改正作業における最大のポイントは、規制の対象となる投資サービス業務の範囲を拡大することで域内におけるサービス提供の自由の実効性を高めること、近年発達の著しい電子取引システムに対する規制を整備すること、証券取引所などの規制市場への取引集中を排除しながら投資家保護の実効性を確保すること、の三点にあった¹。

FSAPに基づく立法作業は、2005年の完了を目標に進められており、既に、目論見書統一指令など、いくつかの重要法令が採択されている²。ISDに関しては、2002年11月に改正案が発表され、その後、欧州議会、閣僚理事会における審議が進められてきた。そして、2004年4月27日、閣僚理事会が最終的な法文を採択し、4月30日付けのEU官報（Official Journal of the European Union）での

公布に至ったのである³。ISD は公布の日から効力を発し、各国は、発効後 2 年以内にその内容を国内法化するよう義務づけられる（ISD 第 70 条、第 72 条、以下 ISD の条文については条数のみを示す）。

II. 改正 ISD の概要⁴

1. 投資サービス業者の認可

1) ISD の適用対象

ISD の適用対象は、原則として、投資サービス業者（investment firms）と証券取引所などの規制市場（regulated markets）である。但し、一部の規定は、投資サービスを提供する銀行等の金融機関（credit institutions）にも適用される（第 1 条）。

ここでいう投資サービス業者には、米国における代替的取引システム（ATS、わが国では PTS と呼ばれることが多い）に相当する電子取引システムである「多角的取引システム（MTF）」の運業者が含まれる⁵。

ISD は、保険会社やグループ会社のみならず投資サービスを提供する会社など、いくつかの業者に対する適用除外を明文で定めている（第 2 条）。これらの中には、デンマークやフィンランドの年金基金が設立している協会、イタリアの仲買人（agenti di cambio）など、個別の国の特殊事情に由来する適用除外も含まれる。

また、<1>顧客の資金や証券を預かることが認められておらず、<2>証券及び集団投資スキーム（投資信託等を指す）の売買の受注と取次、及びそれに係わる投資アドバイスの提供のみを営み、<3>投資サービス業者や金融機関からのみ注文を受け付ける、という三つの要件を満たす業者に対しては、設立認可を与えた構成国の判断で ISD の適用を除外することが可能とされている（第 3 条 1 項）。

但し、この規定に基づく適用除外が与えら

れた場合、当該業者は、他の構成国におけるサービス提供や支店設立の自由を享受できない（第 3 条 2 項）。

2) 域内共通パスポート

EU の金融・資本市場統合に係わる法令は、多くの場合、業務規制等に関する最低限の共通基準を定め（minimum harmonization）、その基準の範囲内では、最初に設立が行われた EU 構成国（本国）の当局による認可や監督を受け入れ（本国監督主義、home country control）、進出先国（ホスト国）による付加的な規制は課さないという相互承認（mutual recognition）の原則を規定している。ISD についても、同じ仕組みがとられている。

ISD は、投資サービスの提供を業として営む場合、いずれかの EU 構成国の当局による事前の認可を受けなければならないとする（第 5 条 1 項）。そして、認可を受けた者は、ホスト国に支店を設立し、または本国からサービスを直接提供することで、EU の全ての構成国において、認可の対象となった業務を営むことができる（第 6 条 3 項）。つまり、いずれかの EU 構成国で受けた認可は、EU 全域に通用するパスポートの役割を果たすのである。

3) 認可の要件

本国の当局は、投資サービス業者（以下、規制市場や投資サービスを提供する銀行等の金融機関を含む）の認可にあたって、概ね次のような要件を満たすことを確認しなければならない（第 9 条乃至第 13 条）。

- <1>実質的に業務を指揮する者が、良い評判を得ており、かつ十分な経験を備えていること
- <2>10%以上の株式を保有する大口株主が適切な人物、団体であることや特定の個人、法人との密接な関係が有効な監督を妨げないこと

<3>投資家補償スキーム指令（Directive 97/9/EC）に定める投資家補償スキームに参加すること

<4>適正自己資本指令（CAD, Directive 93/6/EEC）に定める自己資本を備えていること

<5>コンプライアンスの確保、利益相反の防止、事業継続の確保、適正なアウトソーシングの活用など、組織上の要件を満たしていること

以上のような当初認可の要件は、投資サービス業者が営業を継続している間、常に満たされていなければならない、その遵守状況を監督するのは本国の当局である（第16条）。

4) 第三国に対する相互主義

一方、EU域外の第三国で設立された投資サービス業者に関しては、域内で最初に支店設立の認可を与えた構成国が「本国」となる。つまり、日本を含む域外の第三国籍の業者といえども、いったんいずれかのEU構成国でISDに則った認可を取得すれば、域内共通パスポートを得たものとして、EU全域で投資サービス業を営むことが可能となる。

但し、EU委員会が、EU籍の投資サービス業者に対して、EUが第三国の業者に認めているのと同等の実効性ある市場アクセスを許容していないと判断した特定の国の業者に対しては、認可の制限や審査期間の延長といった不利益措置がとられることがある（第15条）。これは、かつて、域外国に対して保護主義的に使われる可能性があると、わが国でも懸念を呼んだ、いわゆる相互主義（reciprocity）の考え方である⁶。

2. 対象となる業務や金融商品の範囲

1) 相互承認の対象業務

あるEU構成国の当局からISDに従って認可を受けた投資サービス業者は、他のEU構

成国において、重ねて新たな認可を取得するといった制限に服することなく、認可を受けた業務を自由に営むことができる（第31条）。認可の対象となる業務は、投資サービス業務及び投資活動（investment services and activities）と付随的業務（ancillary services）に分けられる。投資サービス業者は、業務の遂行にあたって、他の構成国で支店を開設することもできる（第32条）。

ISDの下における相互承認の対象となる投資サービス業務は、次の通りである（別表1セクションA）。

- <1>金融商品に関する注文の受付と取次
 - <2>顧客のための注文の執行
 - <3>自己勘定でのディーリング
 - <4>ポートフォリオ・マネジメント
 - <5>投資アドバイス
 - <6>金融商品の引受、確約ベースでの金融商品の分売
 - <7>確約を伴わないベースでの金融商品の分売
 - <8>多角的取引システム（MTF）の運営
- また、付随的業務とは、投資サービス業務及び投資活動に付随して行われる場合にのみ相互承認の対象となる次の業務である（別表1セクションB）。

- <1>カストディ業務及びそれに関連する資金管理や担保管理を始めとする顧客勘定のための金融商品の保護預かりや管理
- <2>自らが関与する金融商品の取引を行わせるために投資家に信用やローンを供与すること
- <3>資本構成、事業戦略及びその他の関連する事柄に関して企業にアドバイスを行うこと、ならびに企業の合併や買収に関するアドバイスやサービスを提供すること
- <4>投資サービスの提供に関連した外国為替サービス
- <5>投資調査や財務分析その他の形態での金融商品の取引に関する一般的な推奨

<6>引受業務に関連するサービス

<7>ISD の適用対象となる派生商品の原資産に係わる投資サービス業務及び投資活動ならびに付随的業務

2) 金融商品の範囲

上でみたように、ISD が規制する投資サービス業務の中心は、金融商品に関する売買注文の仲介や取次だが、ここでいう金融商品には、次のものが該当する(第4条1項17号、別表1セクションC)。

<1>譲渡可能証券

<2>短期金融市場商品

<3>集団投資スキームの投資持ち分

<4>証券、通貨、金利または利回り、他の派生商品、金融指数や金融取引に係わるオプション、先物、スワップ、先渡し契約その他の派生商品で現物もしくは差金の受け渡しによって決済されるもの

<5>商品(commodities)に係わる派生商品であって差金で決済するもの、もしくは一方当事者の選択によって差金による決済が可能なもの

<6>商品に係わる派生商品で現物の受け渡しによって決済されるもののうち規制市場もしくはMTFで取引されているもの

<7><6>に掲げるもの以外の商品に係わる派生商品で、商取引を目的としないが、認可清算機関を通じて清算されるといった性質が他の金融派生商品と共通するもの

<8>信用リスクの移転を目的とする派生商品

<9>差額を目的とする金融契約

<10>天候指標、貨物運送の価格、排出権、インフレ率その他の公式経済指標に係わる派生商品や上に列挙されていないその他の資産、権利、義務、指標、措置などに関する派生商品で、規制市場やMTFで取引される等の性質が他の金融派生商品と共通するもの

3) 規制市場等へのアクセスの保障

ISD は、投資サービス業者に対して、投資サービスの提供や支店の開設と並んで、他の構成国に所在する規制市場への自由なアクセス(第33条)、他の構成国に所在するセントラル・カウンターパーティー⁷や清算機関、決済機関への自由なアクセス(第34条)も保障するものとしている。規制市場へのアクセスについては、市場が所在するホスト国への直接または支店経由のアクセスに加えて、本国からのリモート・アクセスも認められるものとされる(第33条1項)。

3. 投資サービス業者の行為規制

1) 利益相反の防止

投資サービス業者は、顧客との間、もしくは顧客間で、利益相反が生じないよう合理的な措置を講じることを義務づけられているが、利益相反防止のためにとった組織上、管理上の措置が不十分だと判断される場合には、生じ得る利益相反の内容について明確に開示しなければならないものとされる(第18条2項)。

なお、市場における技術的な進歩を反映し、域内での統一的な規制を行うために、利益相反を防止するための具体的な措置に関する細則は、EU委員会が欧州証券委員会(ESC)の助言を受けながら策定する(第18条3項)。この手続きは、委員会手続き(コミットロジー)と呼ばれ、EUの技術的な問題に係わる意思決定を迅速化するために1999年に導入された仕組みである⁸。ISDの他の条項においても、活用されることが予定されている。

2) ビジネス上の行為規範の遵守

投資サービス業者は、顧客の利益に従って正直に、公正に、専門的に行動しなければならないものとされ、次のような内容からなる

ビジネス上の行為規範を遵守するよう求められる(第19条)。

- <1>顧客及び見込み客に提供される情報が、公正、明確で、誤解を生じさせないものであること
- <2>顧客及び見込み客に対して、十分に理解した上で投資判断を下せるよう、当該投資サービス業者の概要とそのサービス内容、提供される金融商品や提案される投資戦略の内容やそれに伴うリスク、注文執行の場所、執行に伴うコストなどに関する適切な情報を提供すること
- <3>投資アドバイスやポートフォリオ・マネジメントのサービスを提供する際には、顧客及び見込み客の投資経験や知識、金融資産の状態、投資目的などの必要な情報を取得し、適切な助言を行えるようにすること
- <4><3>以外のサービスについても、構成国が定めた適合性原則遵守のためのルールに従うこと(但し、顧客から注文を受け、取次、執行を行うだけの場合には、そこまでの手続きは求められない)
- <5>顧客との間で合意された契約書類等の記録を確保すること
- <6>顧客が提供されたサービスに関する適切な報告を受けられるようにすること

3) 最良執行義務

投資サービス業者は、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合理的なあらゆる手段を尽くすよう求められる(第21条1項)。2004年の通常国会に提出された証券取引法改正案で、わが国への導入も提案されている、いわゆる最良執行(best execution)義務である。

投資サービス業者は、最良執行義務を遵守

するために、注文執行方針を定め、実施することを義務づけられる(第21条2項)。

注文執行方針には、自社が顧客注文を執行するために用いる市場などの取引場所(execution venues)や取引場所の決定にあたって影響を与える要素に関する情報が含まれていなければならない(第21条3項)。方針は、顧客に適切な形で通知されなければならない。顧客の事前の同意を得ておく必要がある。とりわけ、規制市場やMTF以外での注文執行が生じ得る場合、注文執行方針に明示し、顧客に伝えることが必要であり、実際の執行にあたっては、事前の明示的な同意が必要である。これらの同意は、個別注文執行の都度、得ても良いが、一般的な同意の形をとることも許される。

投資サービス業者は、注文執行方針の有効性を監視し、顧客から要請があった場合には、方針通りに執行が行われたことを示さなければならない(第21条4項、5項)。

4) 顧客注文の公正な取り扱い

投資サービス業者は、顧客の注文を速やかに、他の顧客からの注文や自社の利害との関連において公平かつ迅速に処理するための手続きや措置を定めなければならない(第22条1項)。

また、規制市場で取引されている株式に関する顧客の指値注文が、市場の状況から直ちに約定できなかった場合、顧客からの特別な指示がない限り、他の市場参加者が容易にアクセスできるような形で、当該指値注文を公表しなければならない(第22条2項)。投資サービス業者は、当該指値注文を規制市場やMTFへ回送することで、この義務を果たしたことになる。但し、構成国は、大口取引について、この公表義務を免除することができる。

この規定は、米国のSECが1997年に施行した顧客注文取り扱いルール(Order

Handling Rule) と呼ばれる一連の規則の内容を意識したものと考えられ、最良執行義務と共に、一つの銘柄が複数の規制市場や MTF で同時に取引されている場合に、顧客にとって不利な注文執行がなされることを防止するという狙いを有している。

5) プロ投資家との取引に関する例外

上でみたビジネス上の行為規範や最良執行義務、顧客注文の公正な取り扱いに関する規定は、もっぱら、投資サービス業者よりも弱い立場にある個人投資家顧客が、不利に取り扱われることのないよう投資家保護を図るといった観点から設けられたものである。そこで、ISD は、金融機関、保険会社、投資信託、年金基金といったプロの投資家(「適格取引先(eligible counterparties)」と呼ぶ)との取引には、これらの規定は適用されないものとしている(第 24 条)。

適格取引先の範囲は、一応 ISD によって定義されているが、個別具体的にどのような機関が、適格取引先に該当するかは、構成国の当局が判断するものとされており、域外の第三国の機関が含まれる可能性も認められている(第 24 条 2 項以下)。

6) 取引の透明性の確保

改正 ISD の主要な柱の一つは、規制市場や MTF といった市場取引における価格情報、気配情報などの透明性の確保である(詳しくは後述)。しかし、証券取引は、それらの組織化された市場のみならず、市場外において、いわゆる店頭取引(OTC)の形でも行われる。そこで、ISD は、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の確保を求める規定を設けている。

すなわち、規制市場で取引が行われている銘柄に関して、統率の取れた形で頻繁に、組織的に顧客の株式売買注文を規制市場や

MTF の外で自己勘定で執行するディーラー(ISD は「組織的な内部化業者(systematic internaliser)」と呼ぶ)は、取り扱い銘柄が流動性の高い銘柄であれば、確約ベースでの気配を公表しなければならないが、流動性の低い銘柄であれば、顧客の要請に応じて気配を提示しなければならないものとされる(第 27 条)。

組織的な内部化業者は、通常取引時間中は、自己の気配を定期的、継続的に公表しなければならないとされる(第 27 条 3 項)。同時に、商業的な理由から、客観的で公平な方法で、自己の気配にアクセスできる投資家を限定することも認められている(第 27 条 5 項)。また、一人の顧客から受ける注文の件数を公平な方法で、限定することも認められている(第 27 条 6 項)。この規定は、かつて、米国のナスダック市場で横行した、自動執行システムを使って特定のマーケット・メーカーに対して短時間のうちに集中的に注文を送りつける「SOES の盗賊(SOES Bandit)」のような行動を念頭に置いたものと考えられる。

一方、事後の透明性については、定常的にディーラーとして取引を行う業者以外の一般の投資サービス業者も含め、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、執行時間をできるだけ速やかに公表することが義務づけられている(第 28 条 1 項)。

注文の大きさや種類によっては、取引情報の公表を遅らせることも可能だが、許容される遅延の幅などは、規制市場におけるルールと同じでなければならないものとされる(第 28 条 2 項)。

7) 証券仲介業者の取り扱い

ISD は、特定の投資サービス業者のために顧客への投資推奨を行ったり注文を受け付け

たりする専属証券仲介業者 (tied agent) の存在を認めている。

専属証券仲介業者に業務を委託する投資サービス業者は、仲介業者の作為、不作為に関して、全面的かつ無条件に責任を負う (第 23 条 1 項、2 項)。専属証券仲介業者は、本国の当局によって登録を求められることになる (第 23 条 3 項)。

また、投資サービス業者は、他の投資サービス業者を通じて顧客のために投資サービスを提供するよう指示を受けるという形で業務を営むこともできる (第 20 条)。ISD は、その場合の責任の分担についても規定を置いている。

4 . MTF に対する規制

MTF とは、既に触れたように、米国で代替的取引システム (ATS)、わが国では私設取引システム (PTS) と呼ばれる電子取引システムを指し、「金融商品に関する多数の第三者の買い及び売りの意思を、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 (第 4 条 1 項(15))。

MTF の運営は、ISD にいう投資サービス業務の一つであり、本国当局の認可を受けた投資サービス業者は自由に営むことができる。但し、規制市場の運営にあたる市場運営者 (market operator) は、特に新たな認可を受けることなく、MTF を運営することが認められる (第 5 条 2 項)。

MTF の運営にあたって課される規制の内容は、後述する規制市場の運営に対する規制に近いものとなっている。

すなわち、MTF は、一般の投資サービス業者が満たすべき運営上の要件を充足した上で、次のような義務を負う (第 14 条)。

<1>公正で秩序ある取引のために透明かつ裁量の及ばないルールを確立するとともに、

注文執行の効率性に関する客観的な基準を定めること

<2>システム上で取引される金融商品の決定に係わる透明性のあるルールを定めること、利用者や取引対象商品の性質を考慮して、利用者が投資判断を下すのに十分な公表情報を提供するか、もしくは情報へのアクセスを可能にすること

<3>システムへのアクセスに関する客観的な基準に基づいた透明性のあるルールを確立し維持すること、そのルールは、規制市場と同様に、投資サービス業者、金融機関、規制市場における取引参加者資格を与えられ得るその他の者 (詳しい要件は第 42 条 3 項に規定) のみに MTF の利用を認めるものであること

<4>利用者に対して執行された注文の決済に係わる義務を明確に知らせること、また、効率的な決済のために必要な措置を講じること

<5>規制市場で取引されている譲渡可能証券が、発行者の同意なしにシステム上で取引される場合、当該発行者が、MTF との係わりにおいて、発行開示、継続開示、適時開示といった財務情報開示の義務を課されないようにすること

<6>ある金融商品の取引を停止、もしくは廃止するよう命じる当局の指示に直ちに従うこと

また、MTF は、システム上での取引を監視し、不正取引を検知するとともに、取引ルールに関する重大な違反があった場合には、当局に通報する義務を負う (第 26 条)。

MTF 上における取引の事前、事後の透明性の確保についても、規定が設けられている。

すなわち、MTF は、規制市場で取引されている株式に関して、現在の売りと買いの気配及び市場の深さ (注文量)、約定した注文に関して価格、数量、執行時間を公表するよう義務づけられる (第 29 条、第 30 条)。い

ずれについても、取引の形態や注文の大きさを考慮して、公表義務の免除や公表の遅延が認められる可能性もある（第 29 条 2 項、第 30 条 2 項）。

なお、MTF は、自らのシステムの利用者との関係において、ISD に定めるビジネス上の行為規範の遵守を求められたり、最良執行義務、顧客注文取り扱いルール上の義務を課されたりすることはない（第 14 条 3 項）。また、当初の業務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認められている（第 31 条 5 項）。

5. 規制市場に対する規制

1) 規制市場の認可

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、市場運営者及び当該規制市場のシステムが、少なくとも 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（第 36 条 1 項）。

規制市場の認可要件は概ね次のようなものである（第 37 条乃至第 39 条）。

- <1>実質的に業務を指揮する者が、良い評判を得ており、かつ規制市場の堅実で慎重な管理運営を可能にするような十分な経験を備えていること
- <2>規制市場の管理に対して直接、間接に相当な影響を及ぼす地位にある者が、適切な者であること。
- <3>規制市場及び市場運営者の持ち分の保有状況や管理に影響を及ぼす者の氏名、保有持ち分、その異動状況などの情報を当局に提供し、公開すること
- <4>利益相反の防止、リスクの管理のために必要な措置を講じること
- <5>システムの停止といったリスクに対応するためのコンティンジェンシー・プランの作成を含む、システムの堅実な技術的

運営を確保するための措置を講じること
<6>公正で秩序ある取引のために透明かつ裁量性のないルールを確立するとともに、注文執行の効率性に関する客観的な基準を定めること

<7>自市場のシステム上で執行された注文の効率的でタイムリーなファイナリティの確保（finalisation）を可能にするために有効な措置を講じること

<8>秩序ある市場運営のために十分な財務基盤を備えていること

なお、構成国は、自国内の規制市場のリストを作成し、他の構成国に通知することを義務づけられる。このリストは、少なくとも年に一度、EU 官報で公表される（第 47 条）。この仕組みは、現行 ISD でも同じであり、直近のリストは、2004 年 3 月の官報に掲載されている⁹。

2) 上場に関する規制

規制市場は、取引対象となる金融商品の選定、すなわち上場審査に関する明確で透明性のあるルールを設けなければならないものとされる（第 40 条 1 項）。上場対象となる金融商品は、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（第 40 条 1 項、2 項）。

規制市場は、上場された譲渡可能証券の発行者（上場企業）が、発行開示、継続開示、適時開示に係わる EU 法上の義務を遵守するよう有効な措置を講じなければならないものとされる（第 40 条 3 項）。但し、譲渡可能証券がある規制市場で上場されている場合、他の規制市場は、発行者の同意を得ることなく、当該譲渡可能証券を自市場の取引対象とすることができるものとされており、その場合には、発行者は開示規制の遵守義務を負わ

ないものとされる(第40条5項)。

規制市場は、自ら定めたルールに合致しなくなった上場商品の取引を停止あるいは廃止することができる。規制市場は、上場停止もしくは廃止の事実を管轄当局に通知しなければならないが、当該当局は、他の構成国への通知を行う(第41条1項)。

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(第50条2項(j)、(k))。この場合、当局は、決定を直ちに公表するとともに、他の構成国の当局へ通知する。投資家の利益を大いに害する場合や市場の秩序ある機能を妨げる場合を除き、通知を受けた各国当局は、自国内の規制市場やMTFにおける当該金融商品の取引を停止もしくは廃止しなければならない(第41条2項)。

これらの規定によって、同一銘柄の取引が、EU域内の複数の規制市場やMTFで行われている場合、一斉に取引の停止や廃止が実施されることになる。

3) 取引参加者をめぐる規制

規制市場は、市場へのアクセスや会員権に係わる客観的な基準に基づいた透明性のある差別的でないルールを確立しなければならない(第42条1項)。

このルールには、規制市場の定款や取引ルールから生じる取引参加者の義務、取引に参加する投資サービス業者や金融機関の役職員に課されるプロとしての基準、投資サービス業者及び金融機関以外の参加者に課される基準、清算と決済に関するルールが、盛り込まれていなければならない(第42条2項)。

上の規定からも明らかなように、規制市場の会員や取引参加者は、原則として投資サービス業者及び金融機関に限られる。但し、適格性、十分な取引の能力、適切な組織などを備えている場合には、それ以外の者でも会員もしくは取引参加者として受け入れることが

できる(第42条3項)。

規制市場は、会員や取引参加者との関係において、ISDに定めるビジネス上の行為規範の遵守を求められたり、最良執行義務、顧客注文取り扱いルール上の義務を課されたりすることはない(第42条4項)。

規制市場は、投資サービス業者及び金融機関が、リモート・アクセスによって取引に参加できるようルールを整備しなければならない(第42条5項)。同時に、構成国は、他の構成国の規制市場が、自国内からリモート・アクセスを行う会員や取引参加者が取引に参加できるよう適切な措置を講じなければならないものとされる(第42条6項)。

4) 取引の透明性に関する規制

規制市場における取引に関しては、既に触れたMTFの場合と同じように、事前、事後の透明性に関する規定が設けられている。

その内容は、MTFに関する規定とほぼ同じであり、現在の売りと買いの気配及び市場の深さ(注文量)、約定した注文の価格、数量、執行時間の公表が義務づけられている(第44条、第45条)。大口取引についての公表義務免除の可能性についても規定が設けられている。また、規制市場に特有の規定として、公表された情報へのアクセスを合理的な商業ベースの公平な条件で認めることが要求されている。

6. 監督当局に関する規定

1) 監督当局の権限と役割

ISDの下で、監督当局は、その役割を遂行するのに必要な全ての監督面、捜査面における権限を有する(第50条1項)。

現実には、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、ISDは、監督当局の権限を標準化するた

めに、最低限、情報の徴求、検査、資産の凍結、取引の停止や廃止、刑事告発など、ISD が列挙する権限を含むものでなければならぬと定めている（第 50 条 2 項）。複数の監督機関が管轄する場合に機関間の協力を進めることも求められている（第 49 条）。

また、構成国は、ISD を実施するための法令に違反する行為に対して行政処分を課すことを求められる（第 51 条）。同時に、ISD を実施するための法令に基づく決定に対する司法審査の途を開いておかなければならない（第 52 条）。

構成国は、投資サービスをめぐる消費者との係争をめぐり裁判外の和解を可能にする効率的で効果的な手続きを整備することを奨励される（第 53 条）。また、投資サービス業者の役職員や監査人等の守秘義務についても規定が設けられている（第 54 条）。

2) 当局間の協力

ISD は、当局間の協力や情報交換に関する詳細な規定を置いている（第 56 条乃至第 63 条）。

ISD の基本原則は、既に触れたように、本国監督主義、すなわち認可を与えた国の監督当局が EU 全域における本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。今回の改正の一つの狙いは、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異をなくすことにあった。

とはいえ、業者の進出先であるホスト国が、自国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 ISD 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（第 61 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（第 62 条）。

III. おわりに

ISD 改正案の正式採択は、2005 年をメドとする EU の金融サービス市場統合のための法令整備が順調に進んでいることを再認識させるものである。

今回の ISD 改正では、法令上 MTF として位置づけられる電子取引システムに対する規制の整備が大きな焦点となった。このことは、改正論議の始まった 1999 年頃、まだいわゆる IT バブルの余韻が残っていたことを反映しており、現在の市場環境には必ずしもそぐわない点もある¹⁰。

とはいえ、ISD 改正の意義は、電子取引システム規制のみに限られるわけではない。とりわけ、域内金融市場の一体化と業者間の競争激化を促すという基本的な意義は、決して見落とされてはなるまい。

¹ 詳しくは、大崎貞和「EU 投資サービス指令（ISD）改正案について」『資本市場クォーターリー』2003 年冬号参照。

² 大崎貞和「EU における目論見書統一指令の採択」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号。

³ Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC, OJ L 145/1, 30.4.2004.

⁴ 改正案の内容は、注 1 所引の旧稿でも既に紹介しているが、今回採択された指令には、その後の審議での修正も加わっている。そこで以下では、旧稿との重複を厭わず ISD の全体像を紹介することとした。なお、記述にあたっては、EU の法令やプレスリリース等の公式文書に加えて、Niamh Moloney, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press (2002) を参考にした。

⁵ EU 委員会は、2002 年に公表された改正案の解説において、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説明している。

⁶ 大崎貞和「EC 域内市場統合と変貌する欧州証券市場」『財界観測』1989年8月号、82～83頁。

⁷ 証券取引における取引相手の信用リスクを排除するために、証券取引所等の市場において、全ての取引参加者の取引相手となる機関を指す。

⁸ Council Decision of 28 June 1999 laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission (1999/468/EC) による。また、コミトロロジーについて詳しくは、cf. Moloney, op.cit., pp.858-874.

⁹ Annotated presentation of regulated markets and national provisions implementing relevant requirements of the investment services directive (ISD), OJ C 72/3, 23. 3. 2004. なお、2004年5月18日、ロンドン証券取引所は、このリストに掲載されている市場の一つである同取引所の代替投資市場(AIM)の法的な位置づけを2004年10月12日から改め、規制市場でないものとするを公表した。

¹⁰ 椎名隆一「EU証券市場における代替的取引システムの規制の試み」『証券経済研究』第45号(2004年3月)参照。