

EU 金融商品市場指令の欧州資本市場への影響

神山 哲也

要 約

1. EU の金融商品市場指令 (Mifid) は、EU 域内の資本市場・投資サービスに係る基本法である。2007 年 11 月の施行に向け、欧州金融業界の動きが活発化している。
2. Mifid は市場規制において、システムティック・インターナライザー、MTF (Multilateral Trading Facility)、規制市場を平等に最良執行義務の対象とし、同水準の透明性要件を課すことにより、市場間競争の促進を図っている。
3. Mifid を受け、欧州金融機関の間では欧州株取引において「脱・取引所」とも言える動きが出てきている。欧州取引所が再編に向けた動きを加速する一方、欧州大手金融機関グループによる共同プロジェクトとして、①取引所外取引情報の集約・配信システムの共同開発、②MTF の創設が発表された。
4. Mifid の導入に関しては、コンプライアンス上の負担ばかりが目立っているが、証券取引の活発化など、長期的には金融機関にとってメリットとなる側面もあり、今後が注目される。

I. はじめに

欧州連合 (EU) の金融商品市場指令 (Markets in financial instruments directive、以下 Mifid) ¹の施行を控え、欧州の金融業界では、Mifid 対応に向けた動きが活発化している。Mifid は、EU 域内の資本市場・投資サービスに係る基本法と位置付けられ、1993 年 5 月の投資サービス指令 (Investment services directive、以下 ISD) ²を置き換えるべく、2004 年 4 月に採択された指令³である。

Mifid 制定の背景には、ISD 制定以後の欧州資本市場における環境変化がある。例えば、①取引所集中義務の課されていない英国などで多く見られる電子取引システムや OTC を通じた取引の増加⁴、②各種デリバティブ商

品に代表される金融商品の多様化、③金融商品の多様化に伴う投資助言の重要性の向上、などが挙げられる。このように、ISD ではカバーしきれない領域が出てきた結果、単一パスポート (後述) に基づいて EU 域内他国で投資サービスを提供できない局面が増え、これが EU 資本市場統一の阻害要因となっていた。そこで、1999 年 5 月に発表された EU の金融規制改革プログラムである金融サービス・アクションプラン (Financial Services Action Plan) において、ISD を全面的に改正し、金融機関の扱う投資商品やサービスの多様化に横断的・包括的に対応できる規制の枠組みを構築することとなり、Mifid の制定に至ったのである。

Mifid は当初、2006 年 4 月 30 日までに各 EU 構成国で国内法化される予定であった。

しかし、構成国の準備が遅れているなどの理由から、2006年4月にMifidの一部を修正する指令⁵が採択され、国内法化は2007年1月31日、施行は2007年11月1日に延期された⁶。

2006年8月には、Mifidの施行細則に当たるMifid施行指令及びMifid施行規則が採択された⁷。これにより、Mifidの規定では明らかでなかったところが明確化され、EU構成国におけるMifid国内法化の動きが加速するものと見られる。

本稿では、Mifidの全体像を概観した上で、その中核となっている市場規制の内容を紹介し、最後にMifidの施行に備えて欧州金融業界でどのような対応策が講じられているか、最新の動向を紹介する。

II. Mifidの概要

1. 全体の構成

Mifidは5編73条2付属書からなり、その施行細則として2006年8月に採択された施行指令と施行規則とがある。

施行細則が指令と規則とに分けられたのは、投資サービス会社と顧客との関係を規律する規定については、最終的に各EU構成国の私法に委ねる方が良いとの考えから、構成国の国内法化によって効力が生じる「指令」の形態を採ったからである。他方、取引所やMTFなどの取引場所の機能や透明性を規律する規定については、EUレベルで直接的な効力を有する「規則」の形態を採った。

施行指令では、主にMifid第II編「投資サービス会社の認可及び運営の条件」の投資者保護に係る細則が設けられており、施行規則では、主にMifid第II編第2章第3部「市場の透明性と信認」及び第III編「規制市場」の市場規制に係る細則が設けられている。ここから、Mifidの規制体系の主眼が投資者保護及び市場規制にあることが見て取れる（図

表1参照）。以下では、Mifid施行を見据えて欧州の金融業界で動きが顕在化している市場規制に焦点を当てることとする。

2. 適用対象の拡大

Mifidの適用対象は主に投資サービス会社⁸となっている。投資サービス会社とは、Mifidに定められた金融商品を対象とした投資業務を遂行する業者を指し、いわゆる「単一パスポート」の適用を受ける。単一パスポートとは、あるEU構成国の監督当局から認可を受けた投資サービス会社が、他のEU構成国においてサービスを提供する際、進出先の国で認可を受けることなく、母国認可に基づいてサービスを提供できる権利を指す（Mifid第31条第1項）。これは、ISDでも規定されていたもので、EUにおける資本市場に係る規制の中核的な概念となっている。Mifidでは、金融商品と投資業務の範囲を拡大することで、より広範なタイプの投資サービス会社が単一パスポートに基づきEU域内他国に進出できるようになった。

投資業務は、母国認可に基づきEU域内他国で業務を展開できる「投資サービス及び活動」と、それに付随して提供される「付属サービス」とに分かれる。Mifidは、投資サービス会社のコア業務である「投資サービス及び活動」において、①投資助言を付属サービスから格上げし、②MTF（Multilateral Trading Facility）の運営を新たに追加している（図表2参照）。投資助言は、金融商品の取引に係る個人的な推奨と定義され（Mifid第4条1項4号）、投資者にとって個人的な推奨の重要性が高まってきていることを受け、コア業務へ格上げされた（Mifid前文3）。

他方、MTFとは、投資サービス会社若しくは市場運営者によって運営される多角的なシステムであり、そのシステム内において、複数の第三者による金融商品の売り買いを非裁量的なルールに基づいて付け合せるもの、

なお、コア業務に付随して提供される付属サービスにおいては、①投資調査と財務分析、②コモディティ・デリバティブの原資産に係る投資業務、が追加された。

金融商品に関して Mifid は、①コモディティ・デリバティブ、②クレジット・デリバティブ、③差金決済取引、④排出権や天候指標等の経済指標に係るデリバティブ、を追加している（図表 2 参照）。これらは何れも、近年のデリバティブ商品の多様化を受けたものであり、極めて広範なタイプの商品をカバーする規定となっている。

3. 顧客区分の導入

Mifid は、保護を必要とする投資者により手厚い保護を与え、そうでない投資者に関しては柔軟なビジネス上の関係を維持できるよう、①リテール顧客、②プロ顧客、③適格取引先（Eligible Counterparty）という三つの顧客区分を新たに導入した（図表 3 参照）。

プロ顧客は、①銀行、投資サービス会社、保険会社、運用会社などの金融機関、②総資産額、純売上高、自己資本に関して一定の水準を満たす企業、③公的機関、④その他機関投資家、を指すものとされ（Mifid 付属書 II）、リテール顧客は、プロ顧客以外の顧客、

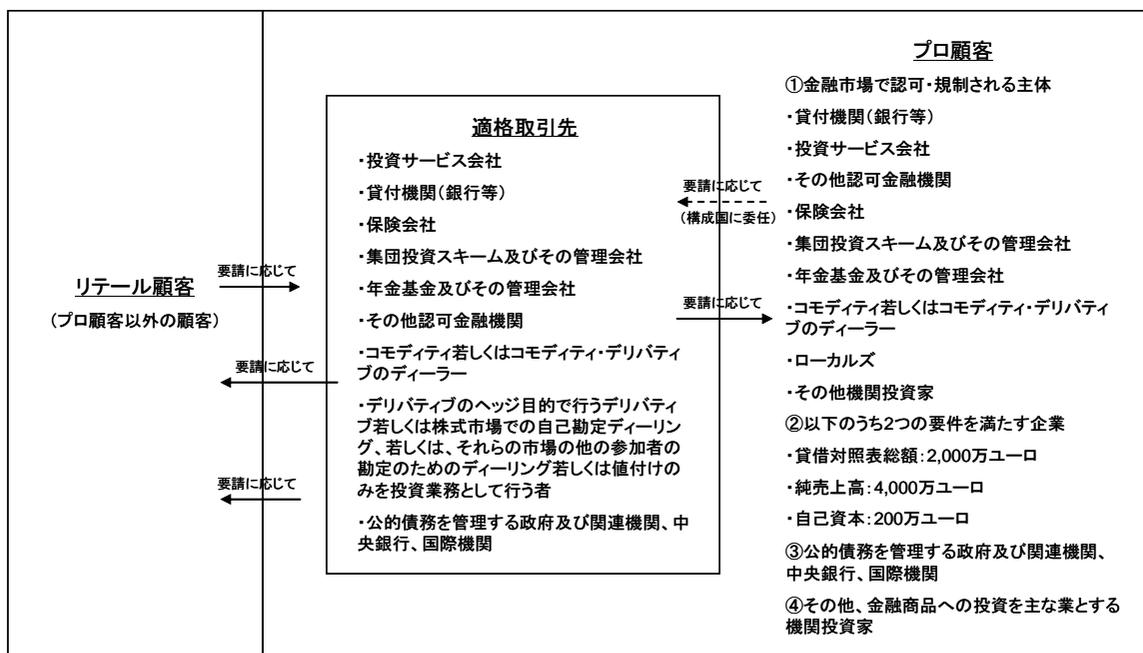
図表 2 Mifid における投資業務と金融商品

	ISD	Mifid
投資サービス及び活動	<ul style="list-style-type: none"> ・(a)金融商品に関する注文の受け付けと取次ぎ ・(b)自己勘定以外での上記注文の執行 ・自己勘定でのディーリング ・投資者の裁量的かつ個別の委託に基づき、金融商品を含むポートフォリオのマネジメント <p>(新規)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融商品の発行の引受け/その分売 <p>(新規)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・金融商品に関する注文の受け付けと取次ぎ ・顧客に代理しての注文の執行 ・自己勘定でのディーリング ・ポートフォリオ・マネジメント <ul style="list-style-type: none"> ・投資助言 ・金融商品の引受け/確約ベースでの金融商品の分売 ・確約ベースでない金融商品の分売 ・MTFの運営
付属サービス	<ul style="list-style-type: none"> ・金融商品の保護預かり及び管理 ・カストディ・サービス ・投資サービス会社自身が取引に関与している場合において、顧客が金融商品の取引をできるように、当該顧客への信用若しくはローンの供与 ・資本構成、事業戦略、その他関連する事項に係る企業への助言及び企業合併及び企業買収に関連する助言及びサービス ・投資サービスの提供に関連する外国為替サービス <p>(新規)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・引受けに関連するサービス <p>(新規)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融商品に係る投資助言 	<ul style="list-style-type: none"> ・カストディ及びそれに関連する資金/担保管理など、顧客勘定に関連して行う金融商品の保護預かり及び管理 ・投資サービス会社自身が取引に関与している場合において、顧客が金融商品の取引をできるように、当該顧客への信用若しくはローンの供与 ・資本構成、事業戦略、その他関連する事項に係る企業への助言及び企業合併及び企業買収に関連する助言及びサービス ・投資サービスの提供に関連する外国為替サービス ・投資調査及び財務分析若しくはその他の形態の一般的な推奨で金融商品に関連するもの ・引受けに関連するサービス ・商品デリバティブの原資産に関連する投資サービス・活動及び付属サービス <p>(投資サービスへ格上げ)</p>
金融商品	<ul style="list-style-type: none"> ・譲渡可能証券 ・短期金融市場商品 ・集団投資スキームの持分 ・金融先物契約（現金決済が可能な同等な金融商品を含む） ・金利先渡し契約 ・金利、通貨、株式スワップ ・上記金融商品を取得若しくは売却するオプション（現金決済が可能な同等な金融商品を含む） <p>(新規)</p> <p>(新規)</p> <p>(新規)</p> <p>(新規)</p> <p>(新規)</p> <p>(新規)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・譲渡可能証券 ・短期金融市場商品 ・集団投資スキームの持分 ・オプション、先物、スワップ、金利先渡し契約、その他のデリバティブ契約で証券、通貨、金利若しくはイールドに関連するもの若しくは、デリバティブ商品、金融指標、措置で現物若しくは現金で決済可能なもの ・オプション、先物、スワップ、先渡し契約、その他のデリバティブ契約でコモディティに関連し、現金で決済するもの若しくは一方当事者の選択によって現金で決済可能なもの ・オプション、先物、スワップ、先渡し契約、その他のデリバティブ契約でコモディティに関連し、現物決済が可能なものうち、規制市場若しくはMTFで取引されているもの ・上記以外のオプション、先物、スワップ、先渡し契約、その他のデリバティブ契約でコモディティに関連し、商業目的でないもので、認知された清算機関で清算されたり経常的な追加証拠金を要するなどのデリバティブ商品と同じ特性を有するもの ・信用リスクの移転のためのデリバティブ商品 ・差金決済契約 ・オプション、先物、スワップ、先渡し契約、その他のデリバティブ契約で、天候指標、貨物運送価格、排出権、インフレ率、その他公式な経済指標に関連するもので、現金で決済するもの若しくは一方当事者の選択によって現金で決済可能なもの、及び、上記に含まれない資産、権利、義務、指標、措置で、規制市場若しくはMTFで取引される、認知された清算機関で清算される、経常的な追加証拠金を要するなどのデリバティブ商品と同じ特性を有するもの

(注) ISD では、「投資サービス及び活動」は「サービス」、「金融商品」は「商品」、「付属サービス」は「ノンコア・サービス」となっている

(出所) 野村資本市場研究所作成

図表 3 Mifidにおける顧客区分



(注) ローカルズとは、取引所会員権を有し、立会場で自己勘定取引を行う投資者を指す
(出所) 野村資本市場研究所作成

と定義される (Mifid 第 4 条 1 項 12 号)。適格取引先は、実質的にプロ顧客のサブカテゴリとなっており、いわば「プロ中のプロ」と位置付けられる。

投資者保護の水準も、顧客区分に基づいて設定されており、投資サービス会社との情報の非対称性が最も顕著なリテール顧客が最も手厚い保護を受け、次いでプロ顧客、適格取引先の順となっている。即ち、Mifid において投資者保護に関する原則的な規定を設けた上で、施行指令においてリテール顧客との取引に係る詳細な規定を設ける一方、プロ顧客との取引については Mifid における原則のみが適用され、当事者間で決定できる余地が広く認められている。また、投資サービス会社と適格取引先との取引については、投資者保護に係る業務行為規則 (Mifid 第 19 条)、最良執行義務 (Mifid 第 21 条)、顧客注文の取扱いに係る規則 (Mifid 第 22 条 1 項) は適用されない (Mifid 第 24 条 1 項)。

なお、図表 3 にあるように、リテール顧客、

プロ顧客、適格取引先は、自らの要請に基づき他の顧客区分に分類されることもできる。例えば、受託者責任を負う運用会社などは、自らの最良執行義務の履行を確保するために、適格取引先からプロ顧客への分類変更を投資サービス会社に要請する事例が多くなるものと思われる。

Ⅲ. Mifid における市場規制

前記の通り、Mifid では、第Ⅲ編を規制市場 (取引所市場と同義) の規制に充てるとともに、MTF 及びシステムティック・インターナライザーに係る規制を新たに導入している。詳しくは後述するが、システムティック・インターナライザーとは、顧客注文を OTC 市場で自己勘定により執行する投資サービス会社を指す。

ISD では、電子取引システムや OTC を通じた取引が顧客にとって最も有利な場合であっても、それらの取引場所に注文を回送す

る義務が投資サービス会社に課されておらず、投資者保護の不十分が指摘されていた。また、ISD では、各 EU 構成国が自国内で市場集中義務を課すことも認められていた（ISD 第 14 条 3 項）⁹。この結果、取引所集中義務を課す国とそうでない国が混在し、クロスボーダー取引の阻害要因となっていた。

Mifid では、取引所集中義務に関する規定が削除されたため、Mifid 施行後は、EU 構成国で市場集中義務が課されることはなくなる。同時に、電子取引システムや OTC を経由した取引（Mifid では MTF 及びシステムティック・インターナライザー）を規制市場と同じく「取引場所」として認識し、三者を平等に最良執行義務の対象とすることで、市場間競争の促進を図っている。

しかし、規制市場、MTF、システムティック・インターナライザーが異なる規制に基づいて情報開示をしていては、投資サービス会社は、どの取引場所で最良執行義務を履行できるか判断することができない。そこで Mifid では、規制市場、MTF、システムティック・インターナライザーに同水準の取引前・取引後の透明性要件を課すこととした。これに基づき投資サービス会社は、それぞれの取引場所を横比較し、最良執行義務を履行することが可能となり、ひいては投資者保護につながる、というのが Mifid の狙いである。

1. 最良執行義務

1) 概要

Mifid において最良執行義務を定めた第 21 条は、技術的には投資者保護規定として位置付けられている。しかし、最良執行義務は投資者保護の中核を成すだけでなく、Mifid における市場規制に通底する概念にもなっており、Mifid の規制体系で最も重要な規定となっているため、本稿では市場規制の一環で説明することとする。

Mifid では、投資サービス会社が注文を執

行する際、顧客にとって可能な限り最良の結果が得られるよう、価格、費用、迅速性、執行・決済の確実性、規模、性質、その他注文の執行に関連するあらゆる要素を考慮し、合理的な措置を講じることを求めている（Mifid 第 21 条 1 項）。このように、投資サービス会社に課される最良執行義務は、執行価格だけではなく、様々な要素を総合して顧客にとって最良の結果となることを求めるものとなっている。

投資サービス会社が上記に列挙された要素の重要性を判断する際の基準としては、①顧客区分（リテール顧客／プロ顧客）を含めた顧客の特性、②顧客注文の特性、③当該注文の対象となる金融商品の特性、④当該注文が回送される取引場所（execution venue）¹⁰の特性、が規定されている（施行指令第 44 条 1 項）。③にあるように、Mifid における最良執行義務は、株式だけでなく、Mifid が対象とする金融商品全てに係る。なお、顧客から注文の執行について特段の指定がある場合には、投資サービス会社は、それに従わなければならない（Mifid 第 21 条 1 項）。

リテール顧客の注文に係る最良執行については、顧客の総合的な損益を考慮して決定される。即ち、金融商品の価格及び執行に関連する費用（取引所の取引手数料や清算・決済手数料など）の総額が顧客にとって最も有利であることが、「可能な限り最良の結果」とされる（施行指令第 44 条 3 項）。

リテール顧客の注文に係る最良執行義務の要件により、投資サービス会社は、注文執行から決済に至るプロセスの中で発生する費用を全て把握しなければならないことになり、Mifid 施行に伴う投資サービス会社のコンプライアンス・コストの増大要因となる。その結果、投資サービス会社にとって、低コストで顧客注文を執行し、かつ上記費用をより容易に把握するべく、自ら MTF を創設することが有力な選択肢となる。

2) 投資サービス会社による執行方針の策定

Mifid は、投資サービス会社に最良執行義務を履行するための執行方針 (execution policy) の策定を義務付けている (Mifid 第 21 条 2 項)。

執行方針には、投資サービス会社が用いる取引場所に関する情報及び取引場所の選定に際して投資サービス会社が考慮した要素が含まれることとされる。執行方針において、取引場所として規制市場若しくは MTF 以外のもの (システムティック・インターナライザーや第三国の取引所など) が含まれる場合、投資サービス会社は、それらの取引場所で実際に顧客注文を執行するに当たり、顧客の包括事前同意若しくは個別事前同意を得なければならない。投資サービス会社は、このような執行方針を金融商品毎に策定し、顧客の事前同意を得なければならない。(Mifid 第 21 条 3 項)。

Mifid は、執行方針を策定した後のメンテナンスについても規定している。投資サービス会社は、執行方針及び執行に係る取決めを毎年若しくは重大な変化が生じる度に見直さなければならない (施行指令第 46 条 1 項)。特に、執行方針にある取引場所が顧客注文の最良執行の観点から見て適切か否か常に評価し、執行方針若しくは執行に係る取決めに変更が生じる場合には顧客に通知しなければならない (Mifid 第 21 条 4 項)。

このように、執行方針は、投資サービス会社にとって最良執行義務を履行するための中心要素となるものであり、これを策定することが、投資サービス会社による Mifid の最良執行義務対応の最初のステップとなる。

3) 最良執行のプロセス

欧州委員会は、2006 年 2 月に発表された施行指令案の背景書 (Background Note)¹¹⁾において、投資サービス会社が Mifid が規定する最良執行義務を履行するには、大きく分け

て 5 段階のプロセスを踏む必要があるとしている (図表 4 参照)。

第一段階で投資サービス会社は、顧客の特性を考慮した上で、価格、費用、迅速性などのうち、どの要素を優先するかを決定する。

第二段階で投資サービス会社は、利用可能な取引場所を分析し、第一段階で決定した優先順位に基づき、どの取引場所を用いるべきか判断し、顧客注文をその取引場所で執行できるよう必要な措置を講じる。投資サービス会社は「合理的」な範囲内で必要な措置を講じることが求められており、費用と効果が見合わない措置まで講じることを求められるわけではない。そのため、必ずしも投資サービス会社が利用可能な取引場所全てに直接アクセスする必要はなく、仲介業者を経由しても良い。

第三段階で投資サービス会社は、執行方針に定められた取引場所を決定する際の要素を踏まえつつ、適切な取引場所に顧客注文を注文毎に回送する。欧州委員会は、最良執行義務が顧客注文毎に適用されることについて、直接的な投資者保護の観点から重要であるだけでなく、長期的には取引場所の間の競争を促進するためにも不可欠であるとしている。

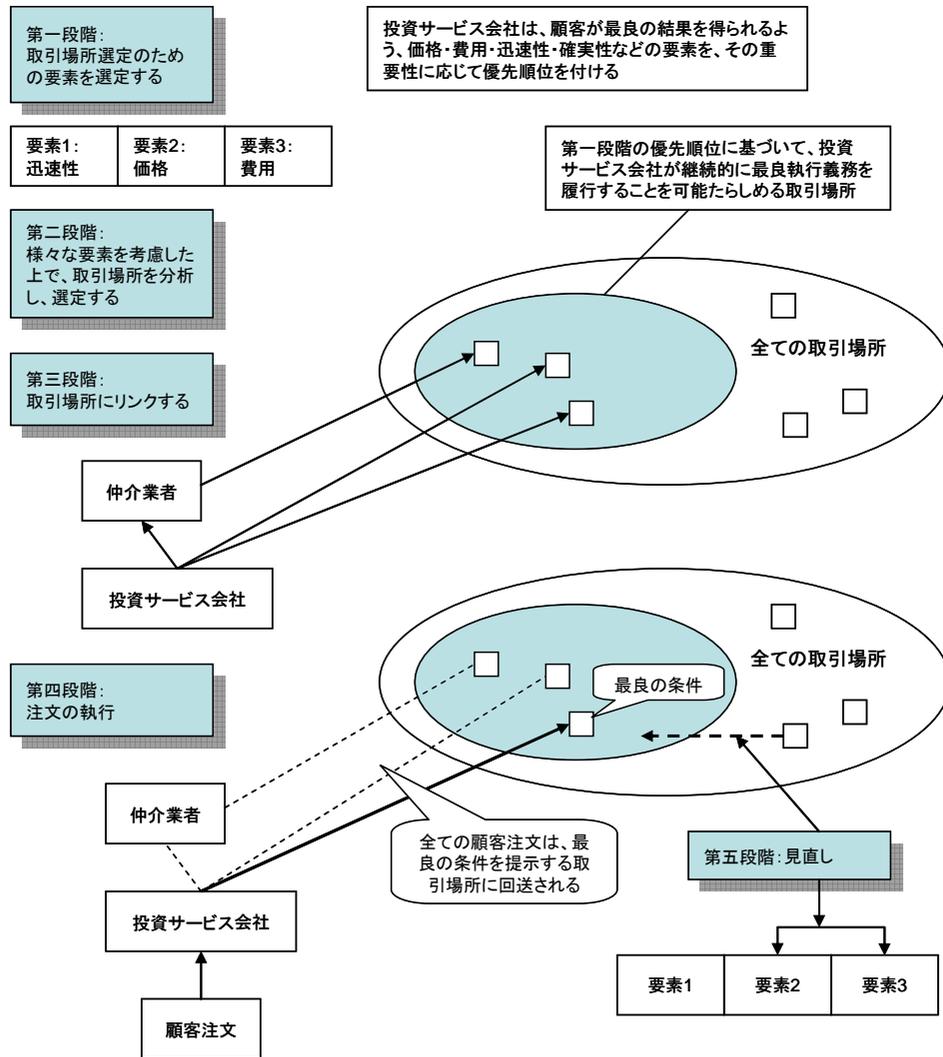
第四段階で投資サービス会社は顧客注文を最良の条件を持つ取引場所で執行し、第五段階で定期的な執行方針の見直しを行い、必要であれば取引場所の変更等を行う。

2. システムティック・インターナライザー

1) 概要

Mifid は、取引場所として規制市場、MTF と並び、システムティック・インターナライザーという新たな概念を導入している。システムティック・インターナライザーとは、統制的、組織的かつ頻繁に、規制市場若しくは MTF の外で顧客注文を執行するに当たり、自己勘定でディーリングをする投資サービス会社、と定義される (Mifid 第 4 条 1 項 7

図表4 最良執行のプロセス



(出所) 欧州委員会”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 – Background Note”より野村資本市場研究所作成

号)。大口の顧客注文¹²のみ自己勘定で売買する投資サービス会社は、システムティック・インターナライザーに係る規定の適用は受けない (Mifid 第 27 条 1 項)。このように、Mifid におけるシステムティック・インターナライザーは、主にリテール顧客の注文を対象とする「取引所外のマーケット・メイカー」と言えよう。

投資サービス会社がシステムティック・インターナライザーとされる要件として、上記システムティック・インターナライザーの活

動が、①投資サービス会社にとって商業的に重要な機能であり、非裁量的な規則及び手続きに基づいて行われること、②それを任務とする人員若しくは自動化されたシステムで行われること、③定期的若しくは継続的に顧客に提供されること、が規定されている (施行規則第 21 条)。

システムティック・インターナライザーは、リテール顧客の注文を注文受取時の気配値で執行しなければならないが、プロ顧客の注文については、一定の要件を満たす場合¹³、公

表気配値より有利な価格で執行することが認められる (Mifid 第 27 条 3 項)。そのため、確定気配値より有利な条件でシステムティック・インターナライザーによる注文執行を望むリテール顧客は、プロ顧客に分類されることを投資サービス会社に要請することとなる。

なお、各 EU 構成国の監督当局は、システムティック・インターナライザーの一覧を作成し、少なくとも年一回更新しなければならない (施行規則第 21 条 4 項)。また、システムティック・インターナライザーの取扱う流動性の高い銘柄についても一覧を作成し、少なくとも年一回更新しなければならない (施行規則第 22 条 6 項)。

2) システムティック・インターナライザーに係る透明性要件

システムティック・インターナライザーは投資サービス会社であるが、取引前の透明性要件を課されることにより、規制市場や MTF と並列の「取引場所」としての側面も有している。

システムティック・インターナライザーに係る取引前の透明性要件では、①規制市場で取引される取扱い銘柄及び流動性の高い取扱い銘柄¹⁴については確定気配値を公表し、②流動性の低い取扱い銘柄については顧客の要請に応じて気配値を公表することが規定されている (Mifid 第 27 条 1 項)。通常の取引時間中は、他の市場参加者が容易に閲覧できる形で、定期的かつ継続的に気配値を公表しなければならない (Mifid 第 27 条 3 項)。また、システムティック・インターナライザーは、商業的な理由から、非裁量的な方法で、気配値を閲覧できる投資者を制限することもでき、その場合は明確な基準を策定しなければならない (Mifid 第 27 条 5 項)。

他方、取引後の透明性要件については、システムティック・インターナライザーを含む投資サービス会社全般が適用対象となる。取

引後の透明性要件では、投資サービス会社が規制市場で取引されている銘柄を規制市場若しくは MTF 外で取引した場合、取引の価格、数量、時刻を公表することとされる。具体的には、①取引日、②取引時刻、③銘柄コード、④価格、⑤通貨、⑥数量、⑦取引場所、⑧市場価格以外で取引が決定した場合はその旨、⑨相対取引の場合はその旨、⑩開示済みの情報の修正がある場合はその旨、が取引後の開示項目として規定されている。これは、MTF 及び規制市場にも適用される (施行規則第 27 条 1 項)。これらの情報は、他の市場参加者が容易に閲覧できる形で、合理的な商業的条件の下、可能な限り速やかに公表されなければならない (Mifid 第 28 条 1 項)。

また、ISD では事実上、取引情報は取引所に集約されることが求められていたが (ISD 第 20 条 3 項)、Mifid では、取引前・取引後の透明性要件における情報開示の経路は、① MTF 若しくは取引所の設備、②第三者の設備、③自社の取決め、の何れかによるものとされた (施行規則第 30 条)。これにより投資サービス会社は、現在のように取引所に取引情報を報告することなく、自前的手段若しくはベンダーを用いた取引情報開示を行うことができるようになる。

3) システムティック・インターナライザーのビジネス上のインパクト

投資サービス会社がシステムティック・インターナライザーとなる上で最大の課題は、Mifid の要件を満たす気配値公表のための体制やシステムを整備・維持することであろう。MTF や規制市場にも同様の透明性要件が課されているが、これらは元々価格開示の社内体制やシステムを有しているため、透明性要件の充足はシステムティック・インターナライザーに最も負担の係るものとなる。

実際にシステムティック・インターナライザーとなるのは、顧客注文に自己勘定で対応

しても収益を上げられるだけのオーダーフローのある大手金融機関であろう。このような金融機関が清算・決済機関に対し取引所と同等な条件でアクセスすることができれば、取引所より有利な条件を顧客に提示できる局面も出てくるものと思われる。例えば、汎欧州インデックスのポートフォリオ取引では、各 EU 構成国の取引所に複数の注文を出すよりも、汎欧州で展開する大手金融機関による自己勘定取引の方が顧客にとって有利な価格で執行できる可能性が高い。この場合、大手金融機関がシステムティック・インターナライザーとして、実質的に汎欧州の「取引プラットフォーム」として機能することとなる¹⁵。他方、システムティック・インターナライザーになることにより取引前の透明性要件を充足するための費用負担が生じるため、敢えてシステムティック・インターナライザーにならない金融機関もあるものと思われる¹⁶。

上記の通り、システムティック・インターナライザーとなるのは主に大手金融機関であると見られるが、それが欧州全体で 10~20 社なのか、200~250 社なのかは意見が分かれている¹⁷。多くの金融機関がシステム

ティック・インターナライザーとなり、活発な活動をすれば、欧州取引所へのオーダーフローは相対的に減少することとなる。そのため、システムティック・インターナライザーとなる金融機関の数は、Mifid 施行が欧州資本市場に及ぼす影響の度合いを左右する要因として注目される。

3. MTF 及び規制市場

Mifid は、MTF と規制市場とに、ほぼ同じ取引前・取引後の透明性要件を課している（図表 5 参照）¹⁸。

MTF 及び規制市場に係る取引前の透明性要件では、規制市場で取引される銘柄に関して、MTF 若しくは規制市場のシステムで提示される直近の売りと買いの価格及び注成交量を公表することとされる。通常取引時間中は、定期的かつ継続的に当該情報を公表することとされる（Mifid 第 29 条 1 項、第 44 条 1 項）。また、一定規模以上¹⁹の取引については、上記透明性要件の適用を受けない（Mifid 第 29 条 2 項、第 44 条 2 項）。

MTF 及び規制市場に係る取引後の透明性要件では、取引の価格、数量、時刻を公表す

図表 5 システムティック・インターナライザー、MTF、規制市場に係る透明性要件

	取引前の透明性要件	取引後の透明性要件
投資サービス会社	<p>(システムティック・インターナライザーのみ)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・規制市場で取引される銘柄や流動性の高い銘柄については確定気配値を公表し、流動性の低い銘柄については顧客の要請に応じて気配値を公表 ・通常取引時間中は、他の市場参加者が閲覧できる形で、定期的かつ継続的に気配値を公表 ・気配値を閲覧できる投資者を制限することもできる ・一定規模以上の顧客注文のみを扱う場合は適用除外 	<ul style="list-style-type: none"> ・規制市場若しくは MTF 外での取引について、取引の価格、数量、時刻（具体的には、取引日、取引時刻、銘柄コード、価格、通貨、数量、取引場所などの項目）を可能な限り速やかに公表 ・自己勘定取引で一定規模以上の取引は公表時期の延期が認められる
MTF 及び規制市場	<ul style="list-style-type: none"> ・直近の売りと買いの価格及び注成交量を公表 ・通常取引時間中は、定期的かつ継続的に上記情報を公表 ・一定規模以上の取引については適用除外 ・取引システム毎に異なる価格情報等の開示義務 	<ul style="list-style-type: none"> ・取引の価格、数量、時刻（具体的には、取引日、取引時刻、銘柄コード、価格、通貨、数量、取引場所などの項目）を可能な限り速やかに公表 ・自己勘定取引で一定規模以上の取引は公表時期の延期が認められる

(出所) 野村資本市場研究所作成

ることとされる。当該情報は、合理的な商業的条件の下、可能な限り速やかに公表されなければならない（Mifid 第 30 条 1 項、第 45 条 1 項）。

以上のように、Mifid は、システムティック・インターナライザーに課される透明性要件と MTF 及び規制市場に課される透明性要件との平仄が合うように設計されており、システムティック・インターナライザー、MTF、規制市場の間の競争を促進することが狙いとなっていることが見て取れる。

IV. 金融業界の対応

上記で述べてきたように、Mifid では、取引所集中義務を廃する一方、システムティック・インターナライザー、MTF、規制市場を「取引場所」と認識し、それらを平等に最良執行義務の対象とすると同時に、同水準の透明性要件を課すことにより、三者が顧客のオーダーフローを巡って競争する環境を整えている。欧州の取引所が再編に向けた動きを加速する中²⁰、上記 Mifid における市場規制を受け、欧州の金融機関の間では、欧州株取引において「脱・取引所」とも言える動きが出てきている。

1. プロジェクト・ポート

欧州の大手金融機関 9 社は 2006 年 9 月 19 日、取引所外で取引される欧州株の価格等の

取引情報を集約し、配信するシステムを共同で開発することを発表した。「プロジェクト・ポート」と称されるこの新システムには、ゴールドマン・サックス、UBS、ドイツ銀行、メリルリンチなど、欧州株取引において半分以上のシェアを占める大手金融機関 9 社が共同出資する（図表 6 参照）。新システムでは、参加者から集約された価格や株数などの取引情報を、ブルームバーグやロイターなどを通じて参加者に配信するものと見られる²¹。

スポンサー 9 社は、新システムは Mifid の導入を受けたものと説明している。現在、多くの欧州取引所は、取引所外取引について取引情報を有料で集約した上で、市場参加者に有料で配信している。これは一般に、取引所の「情報サービス」と呼ばれ、ロンドン証券取引所（LSE）などでは主要な収益源の一つとなっている。しかし Mifid では、前記の通り、取引情報の開示経路としてベンダーの利用が認められているため、本件のような新システムが可能となった。

新システムは、投資サービス会社にとっては、取引後の透明性要件（システムティック・インターナライザーについては取引前の透明性要件も含む）を満たすための情報開示手段として用いることができるものである。また、スポンサー 9 社は、現行の取引所による情報サービスと比較して、市場参加者にとって費用上のメリットがあるとしている。更に、市場参加者にとって新システムは、ど

図表 6 プロジェクト・ポート及びプロジェクト・ターコイスの参加金融機関

プロジェクト・ポート (取引所外取引情報集約・配信の新システム)	プロジェクト・ターコイス (新MTF)
ゴールドマン・サックス シティグループ モルガン・スタンレー メリルリンチ UBS クレディ・スイス ドイツ銀行 HSBC ABNアムロ	ゴールドマン・サックス シティグループ モルガン・スタンレー メリルリンチ UBS クレディ・スイス ドイツ銀行

(出所) 野村資本市場研究所作成

の取引場所で顧客注文を執行すれば最良執行義務を履行できるかを判断する際の目安にもなる。他方、既存の欧州取引所にとっては、新システムの利用が広まれば、収益の減少に直面する可能性がある。

新システムは、当初は欧州株のみを対象とするものとされるが、スポンサー金融機関 9 社は、将来的に新システムの対象を株式以外に拡大することも示唆している。なお、新システムの稼働開始は 2007 年 8 月に予定されている。

2. プロジェクト・ターコイス

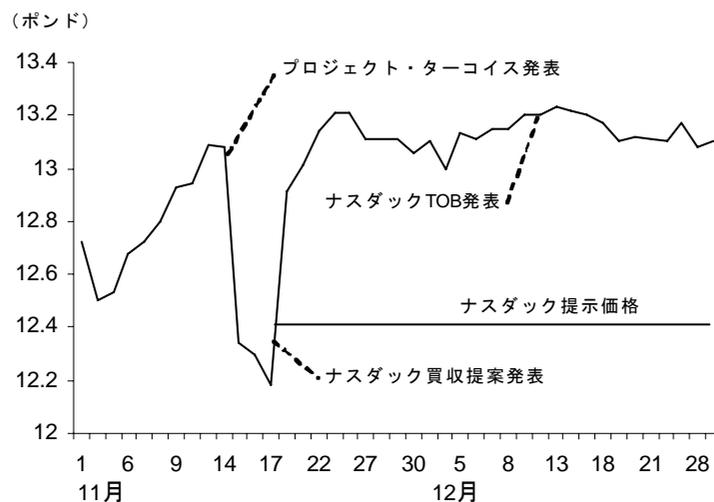
欧州の金融機関による「脱・取引所」の動きとして今一つ注目されているのが、「プロジェクト・ターコイス」と称される欧州大手金融機関 7 社による MTF の創設である。ゴールドマン・サックス、UBS、ドイツ銀行、メリルリンチ、クレディ・スイス、シティグループ、モルガン・スタンレーの 7 社は、2006 年 11 月 15 日、共同出資で MTF 運営会社を設立し、2007 年末までに取引を開始することを発表した²²。図表 6 にあるように、プロジェクト・ターコイスのスポンサー金融

機関 7 社は何れもプロジェクト・ボートに含まれており、プロジェクト・ボートがフェーズ 1、プロジェクト・ターコイスがフェーズ 2 と位置付けられる。

共同発表によると、新 MTF は、当初は欧州大型株のみを対象とするが、将来的にはデリバティブなどへも対象を拡大することも示唆されている。また、既存の取引所の取引手数料を大幅に下回る手数料体系で迅速な取引サービスを取引参加者に提供するものとされる。このように、新 MTF は、既存の欧州取引所と直接競合関係に立つものであり、本件発表日には、欧州主要取引所の株価は軒並み下落した。特に LSE の株価は大幅に下落し、米国ナスダック・ストック・マーケットは、このタイミングを見計らって LSE に対して買収提案（後に株式公開買付（TOB）に切り替え）を提示したが、その後 LSE の株価はナスダックの提示価格を上回る水準で推移している（図表 7 参照）。

新 MTF がどのような取引システムや清算・決済機関を採用するかは不明であるが、一部報道では、スイスの取引所グループである SWX が取引プラットフォーム、その清算

図表 7 ロンドン証券取引所株価推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

機関及び決済機関である SISx クリア及び SIS セガインターセトルがそれぞれ清算・決済機能の提供を検討しているとされる²³。

スポンサーとなる金融機関7社にとって新 MTF は、上記プロジェクト・ボート同様、既存取引所の情報サービス利用料の削減に繋がり得る他、最良執行義務の履行にも一定の役割を果たし得る。というのも、前記の通り、Mifid の規定するリテール顧客向けの最良執行義務により、投資サービス会社は取引のプロセスにおいて発生する全ての費用を把握しなければならない。低コストな MTF を自ら運営することにより、取引プロセスの中で発生する費用の把握と顧客にとってのパフォーマンスの最大化を同時に果たせるわけである。

また、新 MTF は、取引所の再編に対する金融機関の警戒感の表れと見ることもできる。取引所が統合することにより価格交渉力を相対的に強めれば、欧州取引所の取引手数料の引き下げは一層困難になる。更に、今回の MTF 創設が、大手金融機関による取引所の取引手数料削減に圧力をかけることを目的としている、という穿った見方もある²⁴。

新 MTF が目論見通りの成果を収められるか否かについては、現時点では評価の難しいところである。否定的な立場からすると、証券市場のネットワーク効果は既存の流動性を前提とするものであり、新たに市場を創設しても、ゼロからネットワーク効果を発揮するのは一般的に困難である。そのため、新 MTF が、LSE やユーロネクスト、ドイツ取引所などの取引シェアを直ちに奪うことは想定し難いものと思われる。また、MTF の創設により、欧州において市場の分裂が進み、欧州全体の取引費用の高まりに繋がると見る向きもある²⁵。

他方、肯定的な立場からすると、今回の MTF の創設は、欧州株取引で多大なシェアを有する金融機関がスポンサーとなっているため、彼らが優先的に新 MTF に注文を回送

することができれば、新 MTF を軌道に乗せることは可能となろう。しかし、投資サービス会社は、Mifid が規定する最良執行義務の下で、顧客に最良の条件を提示する取引場所に注文を回送する義務を負うため、合理的な理由なくして特定の MTF に注文を回送することはできない。

ロンドンの市場参加者の間では、プロジェクト・ターコイスの成功については懐疑的に見る向きが強いようである。その理由として、新設の取引プラットフォームが既存の取引所から取引シェアを奪うのは難しい、という理由が最も多く挙げられている。それに対し、プロジェクト・ボートに関しては、より直接的に市場参加者に取引情報に係る費用削減を提供し得るものとして、評価する向きが強いようである。

3. その他の MTF 創設を巡る動き

上記プロジェクト・ターコイスの他、米国大手エージェンシー・ブローカーのインスティテットも 2006 年 10 月、汎欧州 ATS (Mifid 施行後 MTF に転換予定) である Chi-x の創設を発表、2006 年 12 月 1 日に取引を開始している。Chi-x は当初欧州株 7,500 銘柄を取引対象とし、主要欧州取引所と比較して、①10 倍の速度の執行能力を有し、②取引手数料も大幅に下回るものとなる、としている。また、同社ウェブサイトのトップ・ページには「欧州取引所は今やノスタルジー愛好者だけのためのものだ」という表題を掲げており、迅速な執行能力・低コストを売り、既存の取引所に競争を仕掛けている²⁶。

また、2003 年にナスダックが資本参加を取りやめ、取引を停止したベルギーのイースダックも、新たな汎欧州 ATS (Mifid 施行後 MTF 転換予定) であるエクイダクトとして 2007 年第 2 四半期に取引を再開することを発表している²⁷。

4. ドイツ取引所の Mifid 関連サービス

他方、欧州の取引所も Mifid 施行に向けた動きを見せている。ドイツ取引所は 2006 年 11 月 17 日、Mifid 関連サービスを導入することを発表した。Mifid ツール・ボックスと称される新サービスは、取引所取引及び取引所外取引に係る Mifid のコンプライアンスをサポートするものであり、欧州の投資サービス会社（システムティック・インターナライザーも含む）及び MTF を対象顧客とする。新サービスは、Mifid の施行に合わせて開始される。

具体的なサービスとしては、まず、ドイツ取引所のシステムを経由した取引所外取引に関する情報の配信が挙げられる。システムティック・インターナライザーの取引前透明性要件関連サービスでは気配値がリアルタイムで配信され、投資サービス会社（システムティック・インターナライザー含む）の取引後透明性要件関連サービスでは取引価格等の情報がリアルタイムで配信される。また、MTF に対しては、データ配信、販売・マーケティング、バックオフィス業務などのアウトソーシング・サービスを提供する。

投資サービス会社（システムティック・インターナライザー含む）、MTF の両方に対しては、①当局向け取引情報の報告、②データ・ウェアハウス、③取引相手に関するデータ整理、といったサービスが提供される。②のデータ・ウェアハウスには、投資サービス

会社の最良執行義務の履行をサポートするべく、ベンチマークとなるデータ（VWAP、流動性指標、執行の確実性等）の提供や、取引所取引と取引所外取引のデータ比較などが含まれる。また、③の取引相手に関するデータ整理に関しては、ドイツ取引所の子会社 Avox のシステムで 210 カ国に跨る 50 万の法人に関するデータ（総資産、年間売上高、資本金等）が収録されており、投資サービス会社による顧客区分の判断などに用いられる（図表 8 参照）。

V. 終わりに

Mifid の導入に関しては、主に投資者保護に伴うコンプライアンス上の負担ばかりが注目されがちであるが、長期的には投資サービス会社にとってメリットとなる側面もある。

英国金融サービス機構（FSA）は 2006 年 11 月、Mifid 導入による影響の試算を発表している²⁸。FSA によると、英国金融業界全体で Mifid 対応に係る初期の費用負担は 8.77 億～11.7 億ポンドであり、更に 8,800 万～1.17 億ポンドの費用負担が毎年生じる。これらの費用負担は、①新たな顧客区分への対応、②最良執行義務の履行、③妥当性評価の導入、④透明性要件の充足のためのシステム対応から生じるとしている。

他方、FSA は Mifid の導入によるメリットもあるとしている。FSA によると、英国金

図表 8 ドイツ取引所の Mifid ツール・ボックスで提供されるサービス

	対象顧客	サービス内容
取引前透明性要件	システムティック・インターナライザー (SI)	・リアルタイムの気配値公開
取引後透明性要件	投資サービス会社 (SI含む)	・リアルタイムの市場外取引情報(銘柄、価格、数量)の公開
MTF市場データ関連業務	MTF	・配信技術、販売・マーケティング、バックオフィスのアウトソーシング
当局向け取引報告	投資サービス会社 (SI含む) MTF	・当局向けの取引情報の報告
データ・ウェアハウス	投資サービス会社 (SI含む) MTF	・気配値データの保存 ・日次のコンプライアンス報告 ・四半期統計 ・最良執行サービス
取引相手に関するデータ整理	投資サービス会社 (SI含む) MTF	・顧客分類 ・ビジネスパートナーに関するデータの検証

(出所) ドイツ取引所

融業界全体に直接もたらされる数値化できる利益は年間 2 億ポンドであり、その論拠として、①認可取得に係る費用削減、②ルールの一貫による各国間の重複規制の減少、③新市場へアクセスする機会の増大、④最良執行義務及び透明性要件による価格形成機能の向上、などが挙げられている。

上記で FSA が指摘した点以外にも、システムティック・インターナライザー及び MTF については、投資サービス会社にとってビジネス拡大の可能性を秘めたものと言える。また、投資者保護の促進による欧州資本市場に対する投資家の信認の向上も期待できよう。

金融ビジネスのグローバル化に伴い、金融機関の扱う投資商品・サービスの多様化が世界的に進展する中、欧州という巨大市場で投資商品・サービスを横断的・包括的に規制する Mifid は、今後のグローバル・スタンダードとなる可能性もある。我が国で施行を控えた金融商品取引法も、縦割りの業態別規制から横断的・包括的な投資商品・サービスに係る規制体系の構築を狙いとして制定されたものである。本稿で述べた市場規制については、我が国と欧州とでは前提となる環境が異なる面もあるが、顧客区分をはじめとする投資者保護の考え方については、金融商品取引法が Mifid を範としている部分も多いと言われている²⁹。Mifid の施行が欧州資本市場にどのような影響を与えるか、今後の注目される。

¹ 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

² Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field

³ EU 法の一形態であり、達成されるべき結果について EU 構成国を拘束し、構成国で国内法化されることにより効力を持つ。これに対し規則は、国

内法化されることなく構成国で直接適用される。
⁴ 例えば、英国ブリティッシュ・テレコム年金基金の運用会社であるハーミーズは、取引の約半分がブローカー・ディーラーとのリスク・トレードだという（2005 年 9 月のインタビューに基づく）。

⁵ 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 instruments, as regards certain deadlines

⁶ これに伴い、ISD は 2007 年 11 月 1 日に廃止される。

⁷ Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive 及び Commission Regulation (EC) No 1287/2006 of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards record-keeping obligations for investment firms, transaction reporting, market transparency, admission of financial instruments to trading, and defined terms for the purposes of that Directive。EU の立法過程は、①大枠の原則を定めるレベル 1、②原則の詳細を規定するレベル 2、③EU 構成国で施行するレベル 3、④施行・遵守状況をモニタリングするレベル 4 からなり、2004 年 4 月に採択された Mifid はレベル 1、2006 年 8 月に採択された施行指令及び施行規則はレベル 2 の施策に当たる。

⁸ 投資サービス会社は、原則として法人であることが求められるが、一定の要件を満たす場合、各 EU 構成国は自然人を投資サービス会社とすることができる（Mifid 第 4 条 1 項 1 号）。

⁹ ISD では、プロ投資家や機関投資家といった投資者の属性を考慮した上で、取引所外で取引を行うことを認めることもできるとされた（ISD 第 14 条 4 項）。事実上、各 EU 構成国は、リテール顧客の注文について自国内で取引所集中義務を課すことができる、ということになる。現在、フランス、イタリア、スペインなどで取引所集中義務が課されている。

¹⁰ 規制市場、MTF、システムティック・インターナライザー、マーケット・メイカー等の流動性供給主体、これらと同様な機能を果たす第三国の主体、と定義される。

¹¹ 背景書は施行指令案に関するものであるが、最良執行義務のプロセスに関する項目では、施行指令案と最終施行指令との間に相違はない。

¹² 大口の顧客注文は、対象銘柄の一日平均売買高で異なり、対象銘柄の一日平均売買高が 50 万ユーロ未満の場合は 5 万ユーロ、50 万ユーロ以上 100 万ユーロ未満の場合は 10 万ユーロ、100 万ユーロ以上 2,500 万ユーロ未満の場合は 25 万ユーロ、2,500 万ユーロ以上 5,000 万ユーロ未満の場合は 40 万ユーロ、5,000 万ユーロ以上の場合は 50 万ユーロとなる（施行規則第 20 条、付属書 II 表 2）。

¹³ プロ顧客の注文が市場時価に近い価格であり、か

- つ、一般的なりテール投資家の注文より規模が大きい(7,500 ユーロ(施行規則第 26 条)) 場合 (Mifid 第 27 条 3 項)。
- ¹⁴ 浮動株が 5 億ユーロ以上あり、かつ、①一日平均取引数が 500 以上、②一日平均出来高が 200 万ユーロ以上、の何れかを満たす銘柄。但し、各 EU 構成国は、自国市場に最も関連する銘柄について、上記①及び②の両方を要件とすることもできる(施行規則第 22 条 1 項)。
- ¹⁵ Graham Bishop “MIFID – an opportunity to profit”
- ¹⁶ “Systematic Internalizers – The New Trading Animals in Europe” *The Journal of Trading*, Fall 2006
- ¹⁷ “Of Mifid and Market Data” watersonline.com
- ¹⁸ ただし、規制市場に関しては、投資サービス会社が自らの透明性要件を充足できるよう、合理的な商業的条件の下、投資サービス会社による規制市場の情報開示手段へのアクセスを非裁量的に認めることができるとされる (Mifid 第 44 条 1 項、第 45 条 1 項)。
- ¹⁹ ここでいう「一定規模」は注 12 のものと同一。
- ²⁰ 詳細については、神山哲也「欧米における取引所の再編を巡る動き」『資本市場クォーターリー』2006 年春号、同「ユーロネクストとの経営統合を目指す NYSE グループとドイツ取引所」『資本市場クォーターリー』2006 年夏号参照。
- ²¹ “Banks aim to challenge exchanges” *Financial Times*, September 20, 2006
- ²² “Exchanges rattled by challenge from banks – shares tumble on news of plans for rival platform” *Financial Times*, November 16, 2006。なお、メリルリンチは LSE、モルガン・スタンレーはユーロネクスト、ドイツ銀行はドイツ取引所のフィナンシャル・アドバイザーであり、利益相反の可能性も指摘されている。他方、リーマン・ブラザーズは LSE のコーポレート・ブローカー(特定の上場銘柄の発行体に対して IR などのサポートを提供するブローカー)であり、プロジェクト・ターコイスには参加していない (“Fight for banking competition, not free accounts” *Financial Times*, November 16, 2006)。
- ²³ “SWX sees role in banks’ bourse” *Financial Times*, November 27, 2006
- ²⁴ この点に関してスポンサー 7 社のスポークスマンは「欧州取引所に手数料の削減を求めるための戦略ではない」と述べている (“7 banks to create equities market” *The Business Times*, November 16, 2006)。
- ²⁵ “A clash of titans: why big banks are wading into the stock exchange fray” *Financial Times*, November 24, 2006
- ²⁶ <http://www.chi-x.co.uk/>
- ²⁷ イースダックの創始者の一人であるベルギーの起業家ジョス・ピーターズ氏がスポンサーとなっている。“EU reforms spur Easdaq revival” *Financial Times*, November 1, 2006
- ²⁸ FSA “The overall impact of Mifid” November 24, 2006。なお、費用及び利益の算出は、英国金融機関にアンケート調査を行った上で、その平均値を

英国において Mifid の影響を受ける機関の数 (2,085~2,830 機関と試算) に乗ることによって行っている。

- ²⁹ 詳細については、小立敬「金融商品取引法案のポイント - 投資家保護のための横断的法制 -」『資本市場クォーターリー』2006 年春号参照。