

## 第2次金融商品市場指令（Mifid II）の概要とインパクト

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 2014年5月13日、欧州連合（EU）の第2次金融商品市場指令（Mifid II）及び金融商品市場規則が成立した。欧州金融・資本市場に係る包括的な規制であり、2007年の金融商品市場指令の適用以降に生じた、高頻度取引（HFT）やダークプールの台頭、グローバルなデリバティブ規制の進展といった環境変化への対応を図ったものである。
2. 透明性要件は、従来のエクイティ性商品から非エクイティ性商品へ拡充された。これにより、投資サービス会社は、組織化された取引施設（OTF）やシステムティック・インターナライザーなど、市場仲介者としてのステータスの見直しを迫られる可能性がある。
3. ダークプール取引のボリューム・キャップも、エクイティ性商品に係る透明性要件の適用除外規定として導入された。今後、ダークプール取引が取引所市場に流れるか否か、注目される。
4. 清算機関・取引施設への非差別アクセスは、今般の制度改正で政治的対立が最も先鋭化した部分である。清算機関の競争を促進し、投資家にとってのコスト低下を図ったものであるが、投資サービス会社としては、利用する清算機関の増加に伴うリスク管理上の問題に直面する可能性もある。
5. HFTを含むアルゴリズム取引の規制は、取引施設や投資サービス会社によるアルゴリズム取引の管理強化に主眼を置いている。しかし、当局による規制の運用次第ではHFTに制約的に作用する可能性もあり、また、米国におけるHFTを巡る議論の影響を受ける可能性もあろう。
6. 個人向け投資サービス規制では、独立アドバイスに係るプロダクト・プロバイダーからのキックバック等の禁止と当局によるプロダクト介入が導入された。前者については、オープン・アーキテクチャーの潮流に反する可能性、後者については、当局による運用次第では民間金融業界の創意工夫を阻害する可能性が指摘できよう。
7. EU域内で投資サービスを行わんとする第三国金融機関については、欧州委員会による同等性評価が前提となる。我が国の場合、個々の規定では異なる部分も多く、また、レシプロ規定に対応するシステムもない中で、欧州委員会がどのような判断を下すか、注目される。
8. 新たな規制体系の適用は2017年初頃となる見込みである。また、具体的基準を定める下部規定の案は2014年末～2015年初に公表される予定である。現時点では、そのインパクトを推し量るのは困難であるが、欧州金融・資本市場に様々な影響が及ぶものと思われ、今後の動向が注目される。

## I 経緯と背景

欧州連合 (EU) の立法機関の一つである欧州連合理事会は 2014 年 5 月 13 日、金融商品市場指令 (Markets in financial instruments directive (Mifid)、以下、旧指令)<sup>1</sup>を改正する第 2 次金融商品市場指令 (Mifid II、以下、新指令) 及び金融商品市場規則 (Mifir、以下、新規規則)<sup>2</sup>を可決した。欧州委員会が 2011 年 10 月に新指令案を公表して以降、欧州連合理事会、もう一方の EU の立法機関である欧州議会、EU の執行機関である欧州委員会の間で協議が行われてきた。そして、2014 年 1 月の欧州連合理事会と欧州議会の政治合意、2014 年 4 月の欧州議会での可決を経て、今般の欧州連合理事会の可決により、ようやく旧指令改正に係る立法作業が完了したことになる。

旧指令は、2004 年 4 月に採択され、2007 年 11 月に各国における国内法化に伴い適用開始された、汎 EU 版の金融商品取引法とも言えるものである。旧指令の目的は、1993 年の投資サービス指令を改正し、欧州金融・資本市場の統合を深化させることにより、その競争力を高めると同時に、高度な投資家保護を確保することにあった。各国に残っていた取引所集中義務の撤廃や最良執行義務の導入などにより、欧州の大手金融グループが Chi-X やターコイスといった多角的取引施設 (Multilateral Trading Facility、MTF) を相次いで設立し、既存の取引所のシェアを奪うなど、欧州金融・資本市場に構造的な変革をもたらすものとなった。

その適用から 4 年足らずで改正作業が始められた背景としては、旧指令の適用後、主に金融危機に起因する欧州金融・資本市場における環境変化が挙げられる。一つには、相対で取引されるデリバティブの契約関係が複雑に絡み合っていたため金融機関の破綻処理が困難になったことを受け、2009 年 9 月の G20 ピッツバーグ・サミットにおいて、標準的デリバティブに係る中央清算機関 (Central Counterparty、CCP) での清算義務の導入が合意されたことがある。また、新たな取引の形態として、旧指令後に、価格情報が適時開示されないダークプール取引や、コンピューター・アルゴリズムを用いる高頻度取引 (High Frequency Trading、HFT) が拡大したことへ規制上の対応を図る必要が生じた。更に、金融危機を受けて、投資家保護の強化や、市場の透明性向上の必要性が認識されたことも背景として挙げられる。

また、欧州証券市場機構 (ESMA) は 2014 年 5 月 22 日、新指令・新規規則の具体的基準等を定める下部規定たる規制上の技術的基準案 (draft regulatory technical standard) 及び適用上の技術的基準案 (draft implementing technical standard) に関するディスカッション・

<sup>1</sup> 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。詳細については、神山哲也「EU 金融商品市場指令の欧州資本市場への影響」『資本市場クォーターリー』2007 年冬号参照。

<sup>2</sup> Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU、Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending regulation (EU) No 648/2012

ペーパー、欧州委員会が新指令・新規則における委任立法を策定するための技術的助言に関するコンサルテーション・ペーパーを公表した。新指令・新規則では、100以上の項目について下部規定の策定が求められており、その策定に向けた第一歩と位置付けられる（以下の注記においては「ESMA案」と総称する）<sup>3</sup>。

## II 全体像

今般採択されたのは、新指令及び新規則の二つである。EUにおいて、指令は各国での国内法化を経て効力を有するものであるのに対し、規則は各国において直接効力が生じる。新指令・新規則で実質的に一つの規制体系を構築しているが、二つに分けられたのは、汎EUで一律・直接的に適用すべき規定と、各国の現行法等との調整の上で導入されるべき規定とがあるためである。例えば、新指令では、投資サービス会社の認可及び組織要件、投資家保護、組織化された取引施設（Organised Trading Facility、OTF）の認可・組織要件など、各国で国内法化が求められる事項に関する規定が盛り込まれている。他方、新規則では、取引の透明性要件、その適用除外（ダークプール規制）、取引施設及びCCPにおける非差別アクセス、デリバティブの取引施設でのトレーディング義務など、主に国境を跨る市場インフラに関する規定が盛り込まれている。

新指令・新規則の適用対象は、投資サービス会社、市場運営者、データ報告サービス・プロバイダー<sup>4</sup>、EU域内の支店経由で投資サービス・投資活動を営む者、となっている。中核となるのが投資サービス会社であり、指令に規定される投資サービス・投資活動を業務として営む者とされる。具体的には、①金融商品の注文の受理と伝達、②顧客の代理での注文執行、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金融商品の引き受け・全額買い取りによる販売、⑦全額買い取りによらない金融商品の販売、⑧MTFの運営、⑨OTFの運営、とされる。このうち、OTFの運営が旧指令から追加になったものである。また、投資サービス・投資活動とは別に付随サービスも規定されている。証券の保護預かりや信用取引、投資に伴う為替業務、リサーチなどであり<sup>5</sup>、これらも認可対象ではあるが、それのみで認可を取得することはできず、投資サービス・活動に付随して認可を取得する必要がある。

構成としては、新指令が7編97条3付則からなり、新規則が10編55条からなる（図表1）。以下では、これらの規定のうち、とりわけ注目されるポイントとして、①透明性要件、②取引施設・CCPへの非差別アクセス、③アルゴリズム取引（HFT含む）、④デリバティブ（コモディティ・デリバティブ含む）、⑤個人向け投資サービス規制、⑥第三国の扱い、について、その規定の概要と論点・影響について見ていくこととする。

<sup>3</sup> 今般公表されたのは、技術的基準案に関するディスカッション・ペーパーであり、技術的基準案そのものではない。議論を喚起し情報収集することを目的とするものであるため、以下の注記にあるように、必ずしも具体的基準を提案するのではなく、情報を募ったり、着眼点や考慮事項の提案に留めている項目も多い。

<sup>4</sup> 後述のAPA、CTP、ARMを指す。

<sup>5</sup> 独立系リサーチ会社は認可対象外であり、英国の現行規制においても、投資助言を提供しているとみなされなければ認可は不要という扱いになっている。

図表1 新指令・新規則の構成

一新指令一	一新規則一
第1編 範囲と定義	第1編 対象、範囲、定義
第2編 投資サービス会社の認可と運営要件	第2編 取引施設の透明性
第1章 認可の要件と手続き	第1章 エクイティ性商品に係る透明性
アルゴリズム取引（HFT含む）規制	取引施設のエクイティ性商品に係る透明性要件
直接電子アクセス	適用除外＝ダークプール規制
第2章 投資サービス会社の運営要件	第2章 非エクイティ性商品に係る透明性
第1部 一般条項	取引施設の非エクイティ性商品に係る透明性要件
利益相反防止	第3章 商業的に合理的な範囲で分離して取引データを 提供する義務
第2部 投資家保護規程	第3編 OTCで取引するシステムティック・ インターナライザー及び投資サービス会社の透明性
独立アドバイスの要件	投資サービス会社に係る透明性要件
第3部 市場の透明性と健全性	システムティック・インターナライザーの気配値提示義務
第4部 中小企業成長市場	第4編 取引の報告
第3章 投資サービス会社の権利	投資サービス会社の取引報告義務
第4章 第三国投資サービス会社の投資サービス・ 活動に係る規定	第5編 デリバティブ
第1部 支店開設を通じたサービス提供ないし活動の実施	取引施設でのトレーディング義務
第3国投資サービス会社の支店開設要件	第6編 金融商品の清算の非差別アクセス
第2部 認可の取り消し	CCP・取引施設・ベンチマークへの非差別アクセス
第3編 規制市場	第7編 プロダクト介入とポジションに係る監督上の施策
取引施設によるアルゴリズム取引管理	第1章 プロダクトのモニタリングと介入
第4編 コモディティ・デリバティブに係る ポジション・リミットとポジション管理及び報告	プロダクト介入
コモディティ・デリバティブのポジション・リミット	第2章 ポジション
コモディティ・デリバティブ取引の報告・開示義務	第8編 支店の有無に関わらず同等性評価を経た第3国機関 による投資サービスの提供と投資活動の実施
第5編 データ報告サービス	第3国の扱い
第1部 データ報告サービス・プロバイダーの認可手続き	同等性評価
第2部 APAの要件	第9編 委任・適用立法
第3部 CTPの要件	第1章 委任立法
第4部 ARMの要件	第2章 適用立法
第6編 規制当局	第10編 雑則
第1章 指定・権限・是正手続き	
第2章 加盟国当局間及びESMAとの協力	
第3章 第三国との協力	
第7編 委任立法	
雑則	
附則1 投資サービス・活動及び金融商品のリスト	
附則2 本指令におけるプロ顧客	
附則3 廃止された指令と付随する改正／国内法化の期限	
附則4 第94条における相関関係図	

(注) 囲み部分は本文①～⑥に該当する箇所。

(出所) 野村資本市場研究所作成

### III 概要と論点・影響

#### 1. 透明性要件

##### 1) 新指令・新規則の概要

透明性要件の旧指令からの拡充は、金融危機を経て、金融・資本市場全般の透明性向上の必要性が政策当局者に認識されたことを背景とする。透明性要件は新規則を中心に規定されており、旧指令で検討事項とされた非エクイティ性商品に対象が拡大されたことや、ダークプールに係る規制が含まれるなど、今般の制度改正において中核

を成す部分である。透明性要件を大きく分けると、①取引施設に係るものと投資サービス会社に係るもの、②エクイティ性商品に係るものと非エクイティ性商品に係るもの<sup>6</sup>、③取引前に係るものと取引後に係るもの（取引前透明性要件は取引施設のみ）、となる。以下では、まず、新指令・新規則からなる新たな規制体系において導入された取引施設の類型である OTF について説明した上で、（ア）取引施設におけるエクイティ性商品に係る取引前・取引後透明性要件、（イ）取引施設における非エクイティ性商品に係る取引前・取引後透明性要件、（ウ）投資サービス会社のエクイティ性商品・非エクイティ性商品に係る取引後透明性要件、（エ）システムティック・インターナライザーの気配値提示義務、（オ）投資サービス会社による当局への取引報告義務、について説明する。

OTF は、旧指令から存続する規制市場（≒取引所）及び MTF と並ぶ取引施設の一類型であり、新指令において、規制市場もしくは MTF ではない多角的システムで、複数の第三者が債券、ストラクチャード・ファイナンス商品、排出権、デリバティブを取引するもの、と定義されている。規制市場及び MTF との相違点としては、対象商品が非エクイティ性商品に限られている点、どの注文同士を付け合わせるか取引施設が決める点、などが挙げられる（図表 2）。旧指令では透明性要件が適用されていなかった、機関投資家等の大口の取引を付け合わせるクロッシング・ネットワークやデリバティブのトレーディング・プラットフォームなどを規制対象とすることを目的とするが、今後新たに出現する取引プラットフォームにも適用できるよう、広範に定義されている。OTF は、デリバティブの取引プラットフォームと見るならば、米国のスワップ・エグゼキューション・ファシリティの欧州版とも言える。

図表 2 規制市場、MTF、OTF 比較

	規制市場	MTF	OTF
対象金融商品	エクイティ及び非エクイティ	エクイティ及び非エクイティ	非エクイティ
取引執行に係る取引施設の裁量	不可	不可	可 ・OTFへ注文を出す／撤回するとき ・特定の顧客注文を他の注文に突き合わせないと判断するとき
顧客間取引の取次 (matched principal trading)	不可	不可	可 顧客の同意がある場合
取引施設の自己勘定の利用	不可	不可	可 流動性の低いソブリン債の場合
発行体の要件	有	無	無
既存例	ロンドン証券取引所、 NYSEユーロネクスト等 ESMA登録: 101社	UBS MTF、 Instinet BlockMatch等 ESMA登録: 151社	—

(出所) Linklaters、Nomura International Plc より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> エクイティ性商品は、株式、預託証書、ETF、証書、その他類似の金融商品を指し、非エクイティ性商品は、債券、ストラクチャード・ファイナンス商品、排出権、デリバティブを指す。

(ア) 新規則第2編第1章は、取引施設におけるエクイティ性商品に係る透明性要件について定めている。まず、取引前透明性要件として、取引施設は、現在の売りと買いの価格、各々の深さを営業時間中に継続開示することが求められる。他方、取引後透明性要件として、取引施設は、極力リアルタイムで、価格、金額、時間を開示することとされる。規制当局は、大型取引等について、開示の遅延を認めることができる<sup>7</sup>。ここは、旧指令を引き継いでいる。

他方、新規則で新たに導入されたのがダークプール規制であり、取引施設におけるエクイティ性商品に係る取引前透明性要件の適用除外の形を採る。①他の取引施設等の参照価格に基づく注文を付け合わせるシステム (reference price waiver)<sup>8</sup>、②相対取引を付け合わせるシステム (negotiated price waiver)、③大型注文、④取引施設のオーダー・マネジメント・ファシリティに留められている注文、については、取引施設におけるエクイティ性商品に係る取引前透明性要件が適用されないこととなっており、これがダークプール取引に当たる。このうち、今般の制度改正で新たに盛り込まれたのが①②であり、12か月単位で算定される二重のボリューム・キャップが定められている。一つは、ある証券に係る単一の取引施設でのダークプール取引がEU全体での当該証券の取引の4%まで、というものである。このキャップに達した場合、規制当局は、当該証券の当該取引施設における適用除外取引を6か月間停止する。他方、取引施設は、当該キャップを超過しないよう措置を講じることとされる。もう一つが、ある証券に係るEUダークプール取引全体がEU全体での当該証券の取引の8%まで、というものである。このキャップに達した場合、全ての規制当局は、当該証券の適用除外取引を6か月間停止する。但し、相対取引を付け合わせるシステムで流動性の低い証券が取引される場合、本キャップは適用されない。なお、規制当局は取引停止に当たってESMAのデータに依拠する。ESMAは毎月、過去12か月間における個別証券に係るEU全体の取引金額と、ダークプール取引の比率を公表する。ここで、取引施設ベースで3.75%、全体ベースで7.75%を超過していた場合、当該月の15~20日の間に当該証券の状況について公表する。

(イ) 新規則第2編第2章は、取引施設における非エクイティ性商品に係る透明性要件について定めている。まず、取引前透明性要件として、取引施設は、売りと買いの価格、各々の深さを営業時間中に継続開示することが求められる。但し、非金融法人が本業に直接関わるリスクヘッジのために取引施設で取引するデリバティブ等には適用されない。また、参考価格 (indicative price) の開示で良いこととされる適用除外取引としては、①大型注文やオーダー・マネジメント・ファシリティに留め

<sup>7</sup> ESMA案では最大1分とされる。

<sup>8</sup> 売り価格と買い価格 (ない場合は初値と終値) の中間値が採用される。

られている注文<sup>9</sup>、②音声トレーディング・システムおよび指値をリクエストするシステム（request for quote system）<sup>10</sup>における取引執行の意思表示で当該金融商品について規定された一定の規模を上回るもの、③トレーディング義務の対象（後述）となっていないデリバティブ、が定められている。他方、取引後透明性要件として、取引施設は、極力リアルタイムで、価格、金額、時間を開示することが求められる。規制当局は、大型取引や流動性の低い金融商品<sup>11</sup>、流動性供給者をリスクに晒す規模の取引について<sup>12</sup>、開示の遅延を認めることができる<sup>13</sup>。遅延されている間、規制当局は、集計された情報の開示を求めることができる。

(ウ) 新規則第3編は、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）のエクイティ性商品・非エクイティ性商品に係る取引後透明性要件について定めている。ここでは、投資サービス会社は、取引後に、価格及び金額を認可公表アレンジメント（Approved Publication Arrangement、APA）を通じて開示することとされる。なお、開示のタイミング及び遅延については、取引施設に係る規定に準じる。

APA とは、投資サービス会社に代わって、エクイティ性商品及び非エクイティ性商品の取引後透明性要件で求められる開示を行う認可業者（取引施設が担うこともできる）を指し、新指令・新規則で新たに導入されたものである。新指令及び新規則で定められた新たな情報開示のメカニズムとしては、もう一つ、統合テープ・プロバイダー（Consolidated Tape Provider、CTP）がある。CTP は、全ての取引施設および APA から、エクイティ性商品・非エクイティ性商品に係る取引後透明性要件で開示が求められる取引情報を収集し、連続したリアルタイムのデータとして統合し、開示する認可業者である（図表3）。米国のレギュレーション NMS における総合テープに倣ったものと言える。

(エ) 新規則第3編は、システムティック・インターナライザーの気配値提示義務についても定めている。システムティック・インターナライザーとは、事前に決められた金融商品について、多角的なシステムを運営せずに、組織的・頻繁・システムティック・相当量（substantial）で<sup>14</sup>、取引施設外で顧客注文を自己勘定で執行する

<sup>9</sup> 大型注文について ESMA 案では、算出方法について、流動性を考慮しないこと、一日平均売買高を用いることが提案されているが、具体的な数値は示していない。

<sup>10</sup> ESMA 案では、気配値をリクエストしたメンバーないし参加者に対してのみ気配値が提供されるシステム、と定義される。

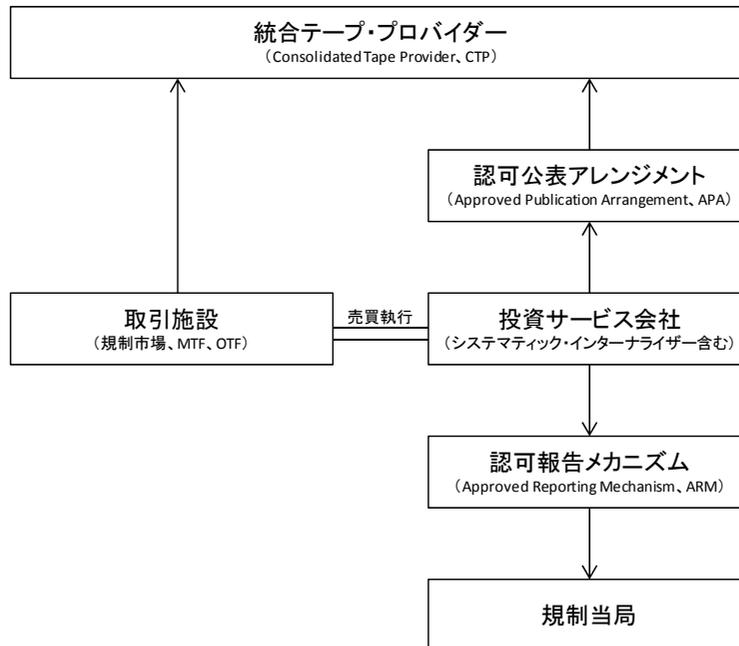
<sup>11</sup> 非エクイティ性商品で流動性の低い金融商品は、継続的に売買に応じる意図のある者がいない、などの条件を満たすものを指す。

<sup>12</sup> ESMA 案では、前掲注9の大型注文の一定比率で算出することが提案されているが、具体的な数値は示していない。

<sup>13</sup> ESMA 案では、①大型取引では規模によって最大120分、②流動性の低い金融商品では当日の終わり+1日、などが提案されている。

<sup>14</sup> 「頻繁・システムティック」は OTC 取引の件数で判断され、「相当量」は投資サービス会社による特定の証券に係る OTC 取引が、同社の取引全体もしくは EU の取引全体に占める比率で判断される。

図表3 新たな取引情報の開示・報告システム



(出所) 野村資本市場研究所作成

投資サービス会社を指す。システムティック・インターナライザーに気配値提示義務が課されるのは旧指令と同様であるが、旧指令では上場株式のみが対象であったところ、新規則では、上場株式以外のエクイティ性商品及び非エクイティ性商品に対象が拡大している。エクイティ性商品については、システムティック・インターナライザーとなっている証券に流動性がない場合のみ<sup>15</sup>、顧客の要請に応じて気配値を提示する義務を負うのに対し、非エクイティ性商品の場合は、顧客から気配値の要請があり、それに合意した場合、気配値を提示することとされる。また、気配値提示義務は、ESMA が定める標準的な市場規模の 10%～標準的な市場規模の注文についてのみ、適用される<sup>16</sup>。

- (オ) 新規則第4編は、投資サービス会社による当局への取引報告義務が定めている。そこでは、投資サービス会社は、取引の翌営業日までに、売買された金融商品の数量と名称、執行日時、価格、顧客<sup>17</sup>、執行の担当者もしくはコンピューター・アルゴリズム、利用した適用除外規定、空売りか否か、などを報告することとされる。その際、投資サービス会社が直接報告するか、投資サービス会社に代わって当局へ

<sup>15</sup> エクイティ性商品における流動性の有無は、浮動株、一日の平均取引件数・取引額で判断される。

<sup>16</sup> 標準的な市場規模については、旧指令に基づき、一日平均取引額のバンドに応じた詳細なテーブルが既にあるが、ESMA 案では、その変更について、3つのオプションが提案されている。

<sup>17</sup> 法人の場合は、取引主体識別システム (Legal Entity Identifier, LEI) が用いられる。LEI の詳細については、小立敬・神山哲也「システムミック・リスク把握を目的とする米国の取引主体識別システム (LEI) の構想」『野村資本市場クォーターリー』2011年夏号参照。

の取引報告を行う認可業者である認可報告メカニズム（Approved Reporting Mechanism、ARM）もしくは取引施設を経由して報告することができる（ARMについては前掲図表3）。

## 2) 論点と影響

欧州委員会のミシェル・バルニエ委員（域内市場・サービス担当）は、非エクイティ性商品の透明性要件が当初案から後退したことを批判しているものの、透明性要件が旧指令から非エクイティ性商品に拡大したことの影響は大きい。総じて言えば、市場の透明性向上に資する可能性がある一方、取引施設・市場参加者にはコスト増となり、ひいては最終投資家にそのコストが転嫁される恐れもある。また、従来ディーラー市場として成り立ってきた債券やデリバティブ等の取引が取引所や MTF、OTF に移行することにより、投資家行動がどのように変化するかも注目される。今後の下部規定策定に当たり、非エクイティ性商品に係る透明性要件の適用除外要件である「流動性の低い金融商品」の定義が重要な争点となろう。

投資家の注文を執行する投資サービス会社については、市場仲介者としてのステータスを見直す必要が生じる可能性がある。例えば、クロッシング・ネットワークを運営する投資サービス会社は、それを MTF もしくは OTF のいずれかにすることが求められよう。扱う金融商品がエクイティ性商品の場合は MTF、そうでない場合は MTF もしくは OTF となる。また、取引の処理において、一定のルールに従い機械的に注文を付け合わせるクロッシング・ネットワークの場合は MTF、裁量を以て注文を付け合わせる場合は OTF となる。

また、システムティック・インターナライザーの指値提示義務が非エクイティ性商品に拡充されたことに伴う影響も想定される。従来はディーラーとして、債券やデリバティブの小口注文を自己勘定で相対取引していた投資サービス会社は、それをシステムティック・インターナライザーとして行うか、そうした取引の規模を縮小し、システムティック・インターナライザーの要件を満たさないようにするかの判断を迫られることになる。

ダークプールに係るボリューム・キャップは、取引所業界が導入を主張していたものである。旧指令で取引所集中義務が撤廃されたことを受け、欧州では MTF など取引所外市場が台頭し、取引所のシェアが奪われることとなった。例えば、ロンドン証券取引所の欧州株売買に占めるシェアは、旧指令の適用後、約 18% から 11.7% に低下した一方、Chi-X Europe（2011 年以降は BATS Chi-X Europe）のシェアは 16.8% に達し、その上昇分の 16.9% にダークプール取引が寄与しているとされる<sup>18</sup>。今般の制度改正において、取引所業界としては、ダークプールに上限が課されることで、規制上の扱いという面では優位を挽回したと言えよう。この点と、デリバティブのトレー

<sup>18</sup> “New rules help stock exchanges fight back against ‘dark pools’” *Reuters*, April 7, 2014。データはトムソン・ロイター-EMSR。

ディング義務（後述）を以て、今般の制度改正は取引所業界を最も利すると見られている<sup>19</sup>。

今後の注目点は、ダークプールの制約が欧州株式市場における流動性にどのような影響を与えるかであろう。調査・コンサルティング会社のタブ・グループによると、欧州全体の株式取引におけるダークプールの割合は 11%であり、8%キャップを超過していることになる。この超過分が取引所市場に流入するのか、取引全体の縮小に繋がるのか、定かではないが、タブ・グループが 2013 年 11 月に公表した調査によると、機関投資家で二重のボリューム・キャップが気にならないとしているのは 14%に過ぎず、大多数は伝統的な売買執行の形態を強制されると考えているという<sup>20</sup>。この点について、英国資産運用業協会（Investment Management Association、IMA）は、顧客に対する最良執行義務を確保するために機関投資家が取引所外で行う匿名の取引への影響が懸念されるとしている。また、欧州金融市場協会（Association for Financial Markets in Europe、AFME）も、下部規定の策定に際し、株式トレーディングに係る二重のボリューム・キャップがオペレーションの面で多大な課題をもたらす懸念があるとされている。

こうした機関投資家のニーズに対応するべく、ロンドン証券取引所は、現在の寄付と引けのオークションに加えて、FTSE100 と FTSE250 の構成銘柄等について、場中のオークションを導入することについて市中協議を行っている。ロンドン証券取引所によると、現在のオークションでの平均注文金額は 3 万ポンドであるのに対し、ザラバでは 5,000~7,000 ポンドとなっており、大型注文によるマーケット・インパクトを抑えたい機関投資家のニーズに対応できるとする<sup>21</sup>。

## 2. CCP・取引施設への非差別アクセス

### 1) 新指令・新規則の概要

CCP・取引施設への非差別アクセス規定は、主に CCP における競争原理の導入、ひいては投資家にとっての取引コストの低下を目的とする。今般の制度改正において、政治的な対立が最も先鋭化し、最終合意の妨げともなった部分でもある。

CCP・取引施設への非差別アクセスについては、新規則第 4 編に定められている。そこでは、CCP は、取引施設の要請に応じて、あらゆる取引施設における金融商品の清算を受け入れることとされる。但し、譲渡可能証券及び金融市場商品について、設立後 3 年以内の CCP は、5 年間の移行措置を当局に申請することができる。その場合、当該 CCP と密接な関係を持つ取引施設は、他の CCP へのアクセスを申請することができない。他方、取引施設は、CCP の要請に応じて、当該取引施設で取引され

<sup>19</sup> 前掲注 18 記事。

<sup>20</sup> TABB Group “European Dark Trading: A Question of Clarity” November 14, 2013

<sup>21</sup> “LSE Proposes Additional Auction to Lure Traders From Dark Pools” *Traders*, March 21, 2014

る金融商品の清算を容認することとされる。但し、上場デリバティブについて、年間取引額が 1 兆ユーロ未満の場合（グループ・ベースで算出）、30 か月の移行措置を当局に申請することができる。また、当該期間終了時に引き続き要件を満たしていれば、更に 30 か月延長することができる。その場合、当該 CCP と密接な関係を持つ取引施設は、移行措置期間中、他の CCP へのアクセスを申請することができない。なお、上記 CCP・取引施設による取引施設・CCP へのアクセス申請は、受け手となる取引施設ないし CCP の規則違反や取引の混乱を招くなどの要件を満たさない限り、受け手は受け入れなければならない<sup>22</sup>。

新規則第 4 編は、取引所等のベンチマークについても非差別アクセスの原則を導入している。即ち、ベンチマークの所有権（proprietary rights）を有する者は、取引施設及び CCP に対して、ライセンス及び価格・構成・算出法・プライシングなどに係る情報へのアクセスを商業的に合理的な価格で認めることとされる。

なお、上記非差別アクセスを第三国の CCP・取引施設が利用するには、欧州委員会により、当該 CCP・取引施設の母国における規制・監督の同等性が認められる必要がある<sup>23</sup>。

## 2) 論点と影響

CCP・取引施設の非差別アクセスを巡っては、水平統合モデルを採用するロンドン証券取引所を抱える英国と、垂直統合モデルを採用するドイツ取引所を抱えるドイツの意見が対立した<sup>24</sup>。ロンドン証券取引所は、清算機関 LCH クリアネットの最大株主であるものの、2003 年に英国の LCH とフランスのクリアネットが統合した LCH クリアネットは、ロンドン証券取引所以外にも多数の取引施設の清算を請け負っている。他方、ドイツ取引所は、デリバティブ取引所のユーレックス・グループを経由してユーレックス・クリアリングを 100% 保有し、ユーレックスではドイツ取引所グループの清算を請け負うこととしている（図表 4）<sup>25</sup>。こうした背景から、競争の促進によるユーザーのコスト低下・利便性を主張する英国と、取引の分散化防止を主張するドイツが対立したわけである。最終的に、大枠としては、英国の言い分が通ったものの、CCP・取引施設ともにアクセス要求を拒否する余地が残され、また、上記の通り、長期の移行措置が認められるなど、ドイツの言い分にも配慮した形で決着している<sup>26</sup>。

<sup>22</sup> アクセス申請を拒否できる条件として、ESMA 案では、清算キャパシティやコストなどを候補として挙げた上で、どのような条件が考えられるか問うている。

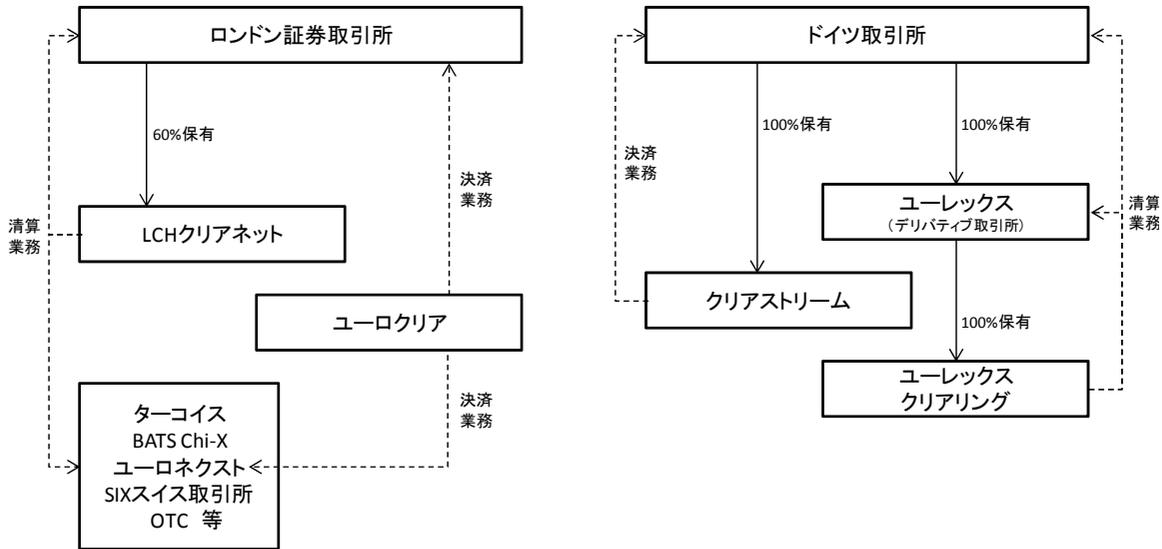
<sup>23</sup> 同等性評価の条件としては、①母国で認可を受け、有効な監督・エンフォースメントに継続的に服していること、②他国の枠組みの下で認可を受けた CCP・取引施設に対して、自国で設立された取引施設・CCP へのアクセスを承認する同等なシステムを有すること、が規定されている

<sup>24</sup> 欧州における水平統合モデルと垂直統合モデルを巡る議論については、神山哲也「欧州における清算・決済機関を巡る動き」『資本市場クォーターリー』2006 年秋号参照。

<sup>25</sup> 他にも、ドイツ取引所の取引システム Xetra を採用するアイルランド取引所の清算も請け負っている。

<sup>26</sup> 当該移行措置の適用を受けられるよう、ドイツ取引所がコーポレート・ストラクチャーの見直しなどを行う可能性もある。

図表4 ロンドン証券取引所、ドイツ取引所の清算・決済機能



(注) 株式保有は持株会社を経由しているが、上図では便宜上、ブランド名を記載。  
 (出所) 野村資本市場研究所作成

このような玉虫色とも言える妥協については、取引参加者から批判の声も聞かれる。例えば、AFME は、CCP や取引施設へのアクセスについて、必要とされる競争原理の導入のためには、より踏み込んだ措置が必要だったと指摘しており、IMA も、CCP が垂直統合モデルを採用し続けられることは、市場を歪めるものとして懸念されるとしている。

他方、清算参加者の金融機関としては、清算の相手方となる CCP が増えることとなる場合、各々の CCP によるマージン要請への対応など、リスク管理上の問題が生じる可能性も指摘できよう。

### 3. アルゴリズム取引規制

#### 1) 新指令・新規則の概要

新指令・新規則におけるアルゴリズム取引は、HFT を含むものであり、米国で2010年5月6日に生じた株価の瞬間的な急落（フラッシュ・クラッシュ）の一因として HFT が挙げられたことから、規制導入の議論が巻き起こった。米国のベストセラー作家、マイケル・ルイスが HFT を扱った「フラッシュ・ボーイズ」が発刊され、米国で HFT の是非を巡る議論が盛り上がった直後ということもあり、今般の制度改正についても、「フラッシュ・ボーイズを規制する EU」と報じられるなど<sup>27</sup>、極め

<sup>27</sup> “High-Frequency Traders Get Curbs as EU Reins In Flash Boys” *Bloomberg*, April 14, 2014

て注目度の高い規定となった。

アルゴリズム取引の定義として、新指令は、注文の開始、タイミング、価格や数量、発注後の管理など注文のパラメーターについて、人手の介入をなくして（あるいは最小化して）コンピューターのアルゴリズムが自動的に決定する金融商品の取引、としている。また、HFT の定義は、アルゴリズム取引のうち、①ネットワークその他の遅延を最小化し、アルゴリズムに基づく発注において、コロケーション、プロキシミティ・ホスティング<sup>28</sup>、高速の直接電子アクセス（direct electronic access、後述）のいずれかを含み、②個々の取引・注文について人手の介入をなくして注文の開始、発注、ルーティング、執行をシステムが決定し、③注文、気配値、取消を行う日中メッセージが高頻度である取引技術<sup>29</sup>、とされている。

新指令では、第2編第1章に定める投資サービス会社の認可要件の文脈で、アルゴリズム取引について規定している<sup>30</sup>。そこでは、アルゴリズム取引を行う投資サービス会社は、効率的なシステムとリスク統制を具備し、アルゴリズム取引を行う旨を母国当局および当該取引を行う取引施設に通知することとされる。母国当局は、アドホックもしくは定期的に、アルゴリズム取引戦略の性質、トレーディングに係る数値基準の詳細、主要なコンプライアンスおよびリスク統制などについて投資サービス会社に提供を要請することができる。アルゴリズム取引でマーケット・メイキングを行う投資サービス会社は、取引施設との契約に基づき、当該取引施設の取引時間中の特定の割合の時間、継続的にマーケット・メイキングを行うこととされる。アルゴリズム取引を行う投資サービス会社のうち HFT を行うものは、全ての注文（取消、執行、気配値提示）の時系列の記録を保持し、当局の要請に応じて提出することとされる<sup>31</sup>。

同じ規定において、アルゴリズム取引で用いられる直接電子アクセスについても定められている。直接電子アクセスは、市場参加者たる投資サービス会社が顧客に対し、自社のトレーディング・コードの使用を認めることで、当該顧客が取引施設に直接、電子的に注文を出すことができるようにする仕組み、と定義される<sup>32</sup>。直接電子アクセスを提供する投資サービス会社は、顧客の適合性の評価などを行うための効率的なシステムと統制を具備することが求められる。また、顧客が法令・取引施設の規則を遵守することに関して責任を有し、そのためのモニタリングを行うこととされる。更に、母国当局および取引施設に直接電子アクセスを提供する旨を通知する。母国当局

<sup>28</sup> 新指令・新規則では定義されていないが、何れも取引の高速化を目的に、市場参加者が取引施設の取引・執行システムの近くにサーバー等を設置することを指す。両者の間に厳密な区分けはないが、一般的に、コロケーションの方がプロキシミティ・ホスティングより、取引施設のコア・システムに近い場所にサーバー等が設置される。

<sup>29</sup> 日中メッセージが高頻度であることの定義として、ESMA 案では、1 取引日において、1 秒当たり少なくとも 2 メッセージが送信されていること、が提案されている。

<sup>30</sup> アルゴリズム取引・HFT 自体は、認可対象たる投資サービス・活動ではないものの、認可業務である「自己勘定でのディーリング」を行う投資サービス会社がアルゴリズム取引・HFT を遂行する場合は、本規定の要件を満たす必要がある。

<sup>31</sup> HFT 以外のアルゴリズム取引には適用されない。

<sup>32</sup> ダイレクト・マーケット・アクセス（DMA）及びスポンサード・アクセスが含まれる。

は、アドホックもしくは定期的に、直接電子アクセスに係る投資サービス会社のシステムと統制について情報提供を要請することができる。

他方、取引施設によるアルゴリズム取引の管理については、新指令の第3編における規制市場に係る規定に定められている<sup>33</sup>。ここでは、取引施設は、アルゴリズムのテストングを取引参加者に実施させ<sup>34</sup>、アルゴリズム取引が取引環境の混乱を招かないことを確保することなどが求められる。後段については、①取引参加者の発注に占める未執行注文の比率の制約、②システムのキャパシティを超過しそうな場合におけるオーダー・フローの抑制、③市場で執行されるティック・サイズを制限すること、が含まれる。ティック・サイズについては、各国当局が、エクイティ性商品についてティック・サイズに係る制度を創設することとされる。その際、①各市場における金融商品の流動性や平均ビッド・アスク・スプレッドを反映し、②各金融商品に適切にティック・サイズを適用すること、が求められる。取引施設は、また、アルゴリズム取引による注文や、注文に用いられる個々のアルゴリズムなどを識別しなければならない<sup>35</sup>。規制当局は、その情報の提供を要請することができる。他方、CTP は、取引情報の公表に当たり、当該取引がアルゴリズム取引であった場合は、その旨を明示しなければならない。

各国当局は、取引施設が、①取消される注文に対してより高い手数料を課すこと、②執行される注文に対する取消される注文の比率が高い取引参加者により高い手数料を課すこと、③HFT を行う取引参加者により高い手数料を課すことを認めることができる。新指令は、取引施設のシステム・キャパシティへの負荷の観点から、こうした手数料体系が正当化されるとしている。

## 2) 論点と影響

このように、新指令におけるアルゴリズム取引ないし HFT 規制は、必ずしも HFT を制約するものではなく、総じて、取引施設や投資サービス会社が HFT を適切に管理できるよう枠組みを整備することに主眼が置かれていると言えよう。実際、今般の制度改正を巡る議論の過程では、HFT の活動に大きな制限が加えられる可能性もあったが、最終的には、①HFT 業者がマーケット・メイキングを行う場合に取引時間を通じて流動性を供給する義務（欧州委員会の当初案）、②一定時間の注文提示（minimum resting period）の義務化（欧州議会の提案）は、見送られることとなった。また、ESMA も、HFT の活動は、市場の分裂、取引金額、ティック・サイズ、価格に対して正の相関を持つ一方、ボラティリティに対しては負の相関を持つとしており、

<sup>33</sup> ここでは規制市場について規定されているが、MTF 及び OTF の認可要件について定めた新指令第2編第1章において、MTF 及び OTF についても規制市場に係るアルゴリズム取引管理に係る規定が準用されている。

<sup>34</sup> テスティングについて ESMA 案は、初期テストング、取引施設のテストング環境におけるテストング、継続テストング、マネジメント変更時のテストングなどを提案している。

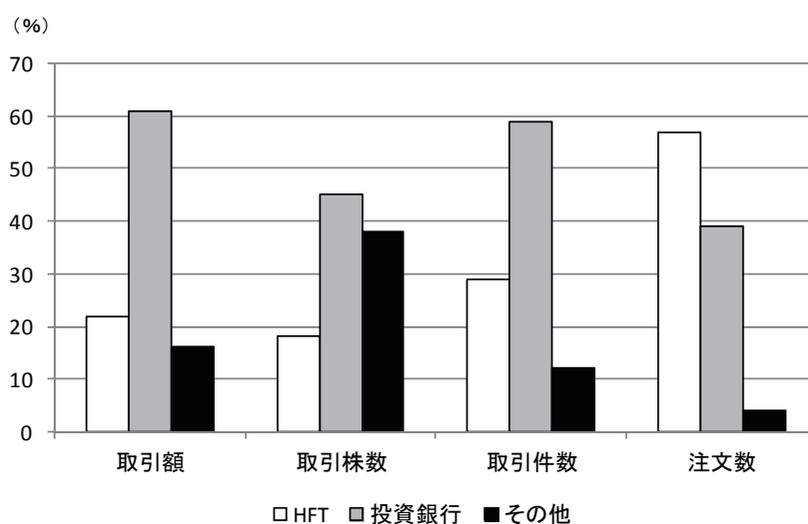
<sup>35</sup> 新指令では、取引施設及び投資サービス会社によるビジネス・クロックの同期化 (synchronisation) も求められている。アルゴリズム取引ないし HFT に直接関わるものではないが、その捕捉・適正化に寄与することを目的としたものと位置付けられよう。

HFT が市場における価格の安定性に寄与するとの立場を採っている<sup>36</sup>。

それでもなお、規制の運用次第で HFT に影響が生じる可能性もある。一つは、当局への報告に係る負担が過度になる場合である。各国当局による情報提供要請の頻度は各国当局に委ねられているため、これが頻繁に実施されるようなことになれば、HFT を含むアルゴリズム・トレーダーにとってはコンプライアンス・コストの増加に繋がり得る。特に、アルゴリズム取引の中でも HFT には、全ての注文の記録保持義務が課されており、一段と重い規制上の負担が課されている。また、HFT に対して取引所が高額手数料を課することを認める規定を各国当局が導入できるという点も、HFT に影響を及ぼし得る。ESMA によると、欧州の株式取引において HFT の占める割合は取引額ベースで 22%に達しており<sup>37</sup>、取引施設にとって重要な収益源となっているため、取引施設が主体的に HFT を制約するような手数料体系を採用することは考え難い(図表 5)。一方で、HFT に対する風当たりが強まる中、そうした手数料体系を採用する事実上の圧力は、今後増していく可能性がある。なお、図表 5 で HFT の注文数が約 60%と突出しているのは、頻繁に気配値をアップデートするマーケット・メイキング戦略や、注文を瞬時に取消す取引戦略などによって HFT の日中メッセージが高頻度になっていることを示唆しており、前述したように、HFT を判別する際の基準の一つとなっている。

トレーディング関連のソリューション・プロバイダー、コンバージェックス・グループの調査によると、株式市場が参加者全員にとってフェアか否か、という設問に

図表 5 欧州株式取引に占める HFT の割合



(注) 2013年5月中の取引。

(出所) ESMA 注 36 報告書より野村資本市場研究所作成

<sup>36</sup> ESMA “Trends, Risks, Vulnerabilities” No.1, March 12, 2014

<sup>37</sup> 前掲注 36 報告書。なお、HFT の 22%というシェアは、直接電子アクセスを経由した HFT は含まないため、実際の HFT の比率はより多いものと見られる。タブ・グループの 2012 年の推計では 39%とされる。

対し、米国では 70%の回答者がフェアではないと回答した一方、欧州では 42%に留まった<sup>38</sup>。この一因として同社は、米国では HFT のオーダー・フローが顧客の観点から極めてネガティブに捉えられているのに対し、欧州では、第2次金融商品市場指令で掲げられた幾多ある争点の一つに過ぎないと認識されている点を挙げている。実際、米国では、前述の「フラッシュ・ボーイズ」に惹起される形で HFT の功罪を巡る議論が活発化しており、米国連邦捜査局 (FBI)、司法省、証券先物取引委員会 (CFTC)、証券取引委員会 (SEC) が、HFT でインサイダー取引などの違法行為に該当するものがないか、調査を開始している<sup>39</sup>。また、ニューヨーク州のエリック・シュナイダーマン司法長官は、複数の HFT 業者に召喚状を送付し、情報提供を呼び掛けている<sup>40</sup>。

このように、欧州と比べて米国では、HFT に対してより厳しい目が向けられているとも言える状況にあり、最終的な規制のあり方も異なるものになる可能性もある。しかし、米・EU の規制が異なれば規制アービトラージが生じる恐れがあることに加え、今後の米国の議論において、HFT に係る明かな違法行為が探知されることとなれば、EU の HFT 規制を巡る議論に影響が生じる可能性もあろう。実際、新指令において、欧州委員会が HFT を含むアルゴリズム取引に係る規定の影響について報告することとされており、米国における議論の動向次第では、EU の HFT 規制が見直される可能性も残されている。

## 4. デリバティブ規制

### 1) 新指令・新規則の概要

前述の通り、グローバルな金融規制改革の一環で、EU においてもデリバティブ市場の規制改革が進められているが、EU では、欧州市場インフラ規則 (European Market Infrastructure Regulation、以下、EMIR)<sup>41</sup>が標準的デリバティブに清算義務を課しており、今般の新指令・新規則はそれをトレーディング義務で補完する形になっている。他方、今般の制度改正で導入されたコモディティ・デリバティブのポジション・リミットは、コモディティ・デリバティブ市場における投機的取引が近年のコモディティ価格高騰の一因と指摘されたことを背景としており、欧州議会及び欧州連合

<sup>38</sup> ConvergEx “European Equity Market Structure Survey” May 15, 2014

<sup>39</sup> “FBI Investigates High-Speed Trading; Probe Centers on Whether It’s Insider Trading When High-Frequency Traders Act on Information Others Can’t See” *The Wall Street Journal*, April 1, 2014

<sup>40</sup> どのような取引行為に違法の疑いがかけられているのかは不明であるが、①投資家の取引情報を利用して自己勘定で利益をあげるフロント・ランニング (1934年証券取引所法規則 10b-5 (詐欺防止条項) 違反)、②最良気配値 (National Best Bid and Offer、NBBO) に統合される前段階に取引所が HFT 業者に注文情報を伝えるオーダー・プロテクション・ルール違反 (レギュレーション NMS 規則 611 違反)、を指摘する向きもある (“As Promised, The New York Attorney General Has Begun His War on High-Frequency Trading Firms” *Business Insider*, April 16, 2014、前掲注 39 記事)。

<sup>41</sup> Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories Text with EEA relevance

理事会の議論の過程で、最大の争点の一つとなった部分である。

まず、新規則では、第5編において、デリバティブに係るトレーディング義務を導入している。これは、EMIRの清算義務を補完することを目的としたものである。トレーディング義務の対象とされるデリバティブ取引については、取引施設、MTF、OTF、欧州委員会の同等性評価を得た第三国の取引施設の何れかにおける取引が義務付けられる<sup>42</sup>。EMIRで清算義務が課されるデリバティブ取引のうちトレーディング義務の対象となるものについては、下部規定で定められる<sup>43</sup>。また、①トレーディング義務が課されるデリバティブ、②それらが取引される取引施設、③トレーディング義務が適用される日付、について、ESMAがウェブサイトで公表することとされる。他方、取引施設は、自市場で取引されるデリバティブで、①EMIRで清算義務を課されたもの、②取引当事者が清算に合意したもの、についてCCPでの清算を確保することとされる<sup>44</sup>。

他方、新指令では、第4編において、コモディティ・デリバティブに係るポジション・リミットを導入している。ここでは、各国当局は、コモディティ・デリバティブについて、ESMAが定める計算法に基づき、取引当事者が取引施設及び同等なOTC市場で保有することのできるネット・ポジションのリミットを設定・適用することとされる。但し、非金融法人がリスクヘッジ目的で保有するデリバティブのポジションには適用されない<sup>45</sup>。ESMAが計算法を定めるにあたって考慮すべき事項としては、①コモディティ・デリバティブ契約の満期、②参照コモディティの供給量、③全体の建玉と同じ参照資産の金融商品の建玉、④関連市場のボラティリティ、⑤市場参加者の規模と数、⑥参照コモディティの市場の特性、⑦新たな種類の契約の開発状況、が規定されている<sup>46</sup>。各国当局はESMAの計算法に基づきポジション・リミットを設定し、ESMAに報告することとされる。ESMAは各国のポジション・リミットについて

<sup>42</sup> 同等性評価の条件としては、①母国で認可を受け、有効な監督・エンフォースメントに継続的に服していること、②金融商品が公平に秩序だてて効率的に取引され、譲渡可能であるよう、取引施設が金融商品の上場等に関して明確で透明性のある規則を採用していること、③高い水準の投資家保護が確保されるよう、発行体が定期的な情報開示義務を課されていること、④インサイダー取引や市場操作などの市場詐欺行為の防止により市場の透明性と健全性を確保していること、が規定されている。

<sup>43</sup> ESMA案では、①取引施設で取引されているもの、②EMIRの清算義務の対象となっており、かつ、流動性の高いもの、としている。また、

<sup>44</sup> なお、ポートフォリオ・コンプレッション（ポートフォリオ圧縮のためのネットリング目的で行われるデリバティブ取引）はトレーディング義務の適用対象外となっている。但し、記録を保持し、APAを通じて日時と金額を開示することとされる。

<sup>45</sup> 非金融法人の代理で金融法人が保有する場合も同様。ESMA案では、非金融法人に係る適用除外条件として、EMIRに準拠すること（日常のビジネスに直接関連するリスクをカバーするもの、国際財務報告基準（IFRS）におけるヘッジ契約に該当するもの、など）を提案している。

<sup>46</sup> ESMA案では、具体的な数値は提案されておらず、各国当局が依拠すべきデータや考慮事項等の提案に留められている。具体的には、①満期：スポットとフォワード各々のリミットを定めること、②供給量：該当する取引施設のデータを利用すること、③建玉：供給量に準じる扱い、④ボラティリティ：公開情報がない中で、どのように計算法に反映するべきか問うている、⑤市場参加者：参加者が多い/少ない市場では、低く/高く設定すること、⑥参照コモディティ市場：季節性と耐久性を考慮すること、⑦新たな種類の契約：既存の契約と補完関係もしくは競合関係にある契約が開発されるまでの間、当該新契約の特性を考慮すること、が提案されている。

オピニオンを発出し、各国当局はそれに基づき、必要であればポジション・リミットを変更することとされる。複数の国の取引施設で同じコモディティ・デリバティブが取引される場合、最も取引量の多い取引施設の規制当局が他国と協議の上、ポジション・リミットを設定する。また、各国当局は、取引施設がポジション管理することを求めることとされる。ポジション管理には、少なくとも、①取引参加者の建玉をモニタリングすること、②ポジションの規模と目的、最終投資家に関する情報へアクセスすること、③ポジションの削減・解消を要請・強制できること、④必要に応じて、取引参加者に対して、合意された価格と数量で、一時的に市場に売り戻すことを要請できること、を含めることとされる。

新指令第4編では、コモディティ・デリバティブ取引の報告・開示義務も規定されている。コモディティ・デリバティブが取引される取引施設は、ウィークリーで、コモディティ・デリバティブの種類ごと・取引参加者のカテゴリーごとに集計したポジションを公表することとされる。そこでは、各々のロング・ポジションとショート・ポジションの数量、前回の公表からの変化、各々のカテゴリーにおける建玉とポジション保有者の数、を特定する。また、それらを規制当局と ESMA に報告し、ESMA はそれをまとめて公表する。規制当局には、デイリーで、取引参加者ごとにブレイクダウンされたポジションを報告することとされる。なお、取引施設外で取引されるコモディティ・デリバティブについては、投資サービス会社がデイリーで、最終投資家に至るまでのブレイクダウンされたポジションを規制当局および取引施設に報告することとされる。

コモディティ・デリバティブについては、適用除外と移行措置が設けられている。まず、OTF で現物決済される天然ガス及び電力関連のデリバティブは、上記規定の適用除外とされる。また、非金融法人が OTF で取引する現物決済の石油・石炭関連デリバティブは、EMIR における清算・マージン義務について、施行後6年間（適用からは42か月（3年半））の移行措置が設けられる。欧州委員会はこれを、最初は2年、次に1年、延長することができる。

## 2) 論点と影響

コモディティ・デリバティブのポジション・リミットは、CCP の非差別アクセスと並び、今般の制度改正で最後まで議論された部分である。同時に、新指令・新規則において、最も緩和される方向で最終決着した部分でもある。例えば、汎 EU でポジション・リミットを定めるのではなく各国当局に委ねられた点や、主要品目について適用除外・長期の移行措置が盛り込まれた点が挙げられる。こうした緩和的措置は、コモディティ・トレーディング業界のロビイングの成果と言われているが、それでもなお、電力会社・ガス会社などからは、何を以てヘッジ目的とみなされるのかが不明、ヘッジ機会の低下・コスト上昇の恐れがある、といった声も聞かれる<sup>47</sup>。

<sup>47</sup> “EMIR to result in cost burden despite exemption” *European Gas Markets*, February 14, 2014

一方、デリバティブのトレーディング義務は、EMIRにおける標準的デリバティブの清算義務と併せて、従来のディーラー中心の市場から取引施設・CCPを中心とした市場への移行を促すものであり、欧州デリバティブ市場の構造を大きく変えるものとなる。EMIRにおける投資サービス会社及びその顧客に係る取引報告義務への実務上の対応の困難さは既に顕在化しているところであるが、標準的デリバティブを中心とする市場となることにより、事業会社などエンド・ユーザーにとってのヘッジ・コストの増大ないしヘッジ機会の縮小に繋がらないかが懸念されるところである。

## 5. 個人向け投資サービス規制

### 1) 新指令・新規則の概要

個人向け投資サービス規制は、個人投資家が金融商品の不正販売等で損失を被る事態が後を絶たなかったことから、新指令・新規則で拡充された。世間的な注目度は低いものの、新たな規制体系には、欧州における個人向け投資サービス業にも多大な影響を及ぼし得る規定が盛り込まれている。特に、今般の新指令・新規則で新たに盛り込まれたものとして、独立アドバイスに係る規定とプロダクト介入が注目される。

独立アドバイスについて新指令は、第2編第2章第2部の投資家保護規程において規定している。そこでは、投資サービス会社は、投資アドバイスを提供する際、それが、①独立アドバイスであるか否か、②広範な金融商品の分析に基づくものか関係会社のプロダクトなど限定された金融商品のみに基づくものか、③推奨された金融商品の当該顧客にとっての適合性評価が定期的に提供されるか否か、を説明することが求められる。投資サービス会社は、独立アドバイスもしくは投資一任サービスを提供する際、類型・発行体・プロバイダーの観点で十分に多様な金融商品を検討しなければならず<sup>48</sup>、自社もしくはグループ会社、密接な関係を持つ会社の金融商品のみを推奨してはならない。また、独立アドバイスを提供する投資サービス会社は、顧客へのサービスに関連して、第三者から如何なる金銭的・非金銭的な便益を受け取ってはならない。僅少な非金銭的便益は、顧客へのサービス向上に資するものであれば、顧客への開示を前提に受け取ることが可能とされる。

新指令において上記とは別途定められた利益相反防止規定においても、プロダクト・プロバイダーからのインセンティブを、利益相反が生じ得るものとして挙げている。また、利益相反防止の文脈では、投資サービス会社が顧客のニーズにより合致する金融商品を提供できる場合に、他の金融商品を推奨するインセンティブを職員に与

<sup>48</sup> 検討した金融商品が十分に多様とされるための条件として、ESMA案では、①自社グループの関連商品に限定されず、種類・発行体・プロバイダーの観点で多様であること、②検討された種類と多様性が提供するアドバイスの範囲と比例していること、③検討された種類と多様性が市場の相当部分を占めていること、④自社グループの関連商品の分量が検討した金融商品に釣り合っていること、⑤多様な金融商品を比較する基準が、リスク、コスト、複雑性、顧客の特性など全ての関連する要素を含み、選択・推奨される金融商品にバイアスがかかっていないこと、が提案されている。

える報酬体系や販売目標などを設定してはならないことも定められている<sup>49</sup>。

新規則では、第7編第1章において、プロダクト介入について規定している。そこでは、ESMA や各国規制当局が<sup>50</sup>、金融商品のマーケティング・販売をモニタリングし、特定の金融商品もしくは特定の特性を有する金融商品のマーケティング・販売などを禁止することができることとされる。ESMA の介入は、各国当局が措置を講じるまでの一時的なものとしてされる。同権限の発動に係る条件としては、投資家保護上の懸念があること、市場の機能・健全性ないし金融システムの安定性を阻害する懸念があることなどが規定されている。具体的な発動に係る条件は下部規定に定められることとなっており、その際に考慮される事項として、金融商品の複雑性、発行規模、先進性、レバレッジなどが挙げられている<sup>51</sup>。なお、本プロダクト介入規定は、リテール、ホールセール何れにも適用されるものであるが、発動要件に投資家保護が含まれていること、リテール市場の方がよりハンズオンの規制・監督が行われがちなことから、リテール市場への影響がより強いものと思われる。

なお、ポートフォリオ・マネジメントを提供する投資サービス会社については、新指令において、顧客へのサービス提供に関連して、第三者から金銭的・非金銭的便益を受けてはならないと規定されている。但し、顧客へのサービスのクオリティ向上に資する僅少な非金銭的便益はこの限りではない。本規定について、ESMA が公表した下部規定に関するコンサルテーション・ペーパーでは、非金銭的な便益にはリサーチも含まれ、アナリストへのアクセスや個別対応のレポート、コーポレート・アクセス、その他リサーチ関連サービスでアクセスが限定されているものや実質的な価値のあるものは「僅少な非金銭的便益」に当たらないと提案している<sup>52</sup>。その上で、投資サービス会社が第三者から受け取るリサーチは、売買執行など当該第三者から受け取る他のサービスから独立した契約の下で購入するべきだとする。これは、バイサイドがセルサイドに支払う売買執行コミッションのアンバンドリング、即ち、売買執行とリ

<sup>49</sup> 旧指令では本規定はなかったが、旧指令における利益相反防止規定に係る ESMA のガイドライン (Guidelines on remuneration policies and practices, June 11, 2013) では、利益相反が生じ得る場合の例として、特定プロダクトの販売と報酬がリンクしている場合などが挙げられている。なお、新指令の本規定については、下部規定の策定は予定されていない。

<sup>50</sup> ストラクチャード預金については EBA。

<sup>51</sup> ESMA 案では、権限行使に当たって関連する基準として、①金融商品の複雑性 (組入資産の透明性やコストの多層性等)、②潜在的問題の規模ないし影響度 (金融商品の規模や顧客数等)、③金融商品が販売・マーケティングされる顧客の種類 (リテールかホールセールか等)、④金融商品の透明性 (組入資産の透明性や隠れたコスト等)、⑤金融商品やその組み入れ資産の特性 (レバレッジや証券金融取引等)、⑥投資家にとっての期待リターンと損失リスクの差異 (ストラクチャリングのコストやリスク・リターン特性等) ⑦投資家にとってのスイッチングや売却のしやすさ (ビッド・アスクの спреッドや取引機会の頻繁さ等)、⑧価格付けと関連コスト (隠れたコストやサービスに見合わない手数料)、⑨金融商品の革新性 (ストラクチャーやディストリビューション等の革新性)、⑩金融商品の販売実態 (チャネルや説明・販促媒体等)、⑪金融商品の発行体の状況 (信用力や透明性)、を提案している。また、これとは別に、市場の機能・健全性への懸念がある場合の基準も定められている (金融商品に関する十分な情報がない、金融商品が取引を高度なリスクに晒す、市場の価格形成機能を阻害する、など)。

<sup>52</sup> なお、現状の新指令及び新規則では、UCITS (汎欧州で販売できる集団投資スキーム) 指令及び AIFMD (オルタナティブ投資ファンド・マネージャー指令) が適用される運用会社は適用対象外とされているが、ESMA は両者についても平仄を合わせるべきだと提案している。

サーチに係る対価の支払いを別々にすることを求めたものである<sup>53</sup>。

## 2) 論点と影響

独立アドバイスにおけるプロダクト・プロバイダーからの便益授受は、運用会社が受け取る継続手数料の一部の販社へのキックバック（米国の 12b-1 手数料等）、更には運用会社から販売会社に提供される販売支援といったものを指している。こうした便益授受の禁止は既に英国で導入されている。2006 年から開始された個人向け金融商品販売制度改革（Retail Distribution Review、RDR）を受けて、2012 年末より、運用会社等のプロダクト・プロバイダーから販社へのキックバックが全面禁止となっている<sup>54</sup>。もっとも、英国の場合、独立アドバイスを提供する者だけでなく、プロバイダーと販社全般に係る規制となっている<sup>55</sup>。他方、今般の新指令では、独立アドバイスにのみ、便益授受の禁止が適用されるため、独立アドバイスを提供するインセンティブを阻害しかねず、オープン・アーキテクチャーの潮流に逆行するとも考えられる。また、顧客に適合的でない商品を推奨するインセンティブの禁止規定も、その趣旨は当然に首肯される場所であるが、実務上の適用では困難も予想され、各国においてどのような形で国内法化されるかが注目される<sup>56</sup>。

プロダクト介入も、英国で既に類似のものが導入されている。英国では、支払保証保険の不正販売問題を受け、2013 年 4 月に発足した金融行為監督機構（Financial Conduct Authority、FCA）に一時的プロダクト介入権限が付与された。目的は、不適切な金融商品のマスリテール層への販売拡散を防止することであり、FCA は販売規制の概要が固まるまでの間、最大 12 か月間、販売を差し止めることができる。FCA が同権限を発動できる要件としては、対象となる商品について、①誤った顧客層に販売される深刻な懸念があること、②その本質的でない部分において消費者に重大な問題を生ぜしめる可能性があること、③本質的に詐欺的であること、とされている。もっとも、これまで FCA が同権限を発動した事例はなく、FCA のマーティン・ウィートレー CEO も、この権限を頻繁に行使することは想定していないと述べている。

英国 FCA のプロダクト介入権限は、新発・既発プロダクトの何れにも係るが、EU のプロダクト介入規定が既発プロダクトのみを対象とするのか、新発プロダクトの販売前を想定しているのか、両方を想定しているのか、必ずしも判然としない。各国当局による運用次第では、民間金融業界の創意工夫や市場原理を阻害する事態にもなり

<sup>53</sup> 手数料のアンバンドリングについては、神山哲也「コミッション・シェアリング・アレンジメント—企業と投資家の望ましい関係構築に向けて—」『野村資本市場クォーターリー』2014 年冬号参照。

<sup>54</sup> RDR の詳細については、田中健太郎「英国リテール金融業界に構造改革を迫る RDR」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号参照。

<sup>55</sup> EU の新たな規制においても、利益相反が生じ得るものとしてプロダクト・プロバイダーからのインセンティブが挙げられており、その限りでは、独立アドバイス以外でも、プロダクト・プロバイダーから販社へのキックバック等の提供が困難になると言えよう。なお、新指令では、当該規定について、各国が国内法でより厳格な規定を設けることを認めているため、EU の新たな規制体系の下でも英国の現行規制は認められるものと思われる。

<sup>56</sup> 本規定については、下部規定の策定は予定されていない。

かねず、今後の動向が注目される。

なお、売買執行コミッションのアンバンドリングを巡っては、ESMA のコンサルテーション・ペーパーで提案されている段階であり、最終的な方向性は定まっていない。2014年7月8日にESMAが開催した公聴会においても、各国のバイサイド、セルサイドの双方から、①コンサルテーション・ペーパーでリサーチも対象となったことはサプライズだった、②欧州金融業界の国際的競争力に悪影響を及ぼす、③新指令にはそのようなことは規定されていない、④中小型株のカバレッジが低下する、⑤実務に甚大な影響を与える、といった批判が噴出した。その中であって、英国FSAは2014年7月10日、ディーリング・コミッションに関するディスカッション・ペーパーを公表した<sup>57</sup>。英国では既に、売買執行コミッションにおける売買執行とリサーチの対価を分離して開示することとされているが、FCAは本ディスカッション・ペーパーにおいて、バイサイドが依然としてリサーチの購入との関わりで顧客資産を適切に管理していない実態があるとの認識を示している。その上でFCAは、バイサイドとその顧客との間の利益相反防止には抜本的な対応が必要であることを強調し、バイサイドが自らの資金でリサーチを購入するべきだとして、ESMAの提案を支持している。FCAは今後、EUレベルでの最終的な規制を踏まえつつ、政策オプションとしてアンバンドリングを検討することとしている。このような形の売買執行コミッションのアンバンドリングが義務付けられることになれば、セルサイドとバイサイドの関係、両者のオペレーションに多大な影響が生じることになり、今後の動向が注目される。

## 6. 第三国の扱い

### 1) 新指令・新規則の概要

EU域内で投資サービスの提供を行わんとするEU域外の金融機関の立場から注目されるのが、新規則第8編を中心とする第三国の扱いであろう。そこでは、まず、支店開設の義務付けについては、各国の法体系に委ねられている。その上で、第三国の投資サービス会社がEU域内で支店を開設する場合の要件については、新指令に定められている。他方、支店開設に係る第三国の同等性評価や、支店によるEUパスポート（EU域内の一か国で認可を受ければ域内他国で営業できる権利）については規定されていない。なお、取引が顧客発の場合、リテール・ホールセールを問わず、当該取引については各国における支店開設の要件を満たす必要はない。

<sup>57</sup> Financial Conduct Authority “Discussion on the use of dealing commission regime: Feedback on our thematic supervisory review and policy debate on the market for research” July 2014

第三国の投資サービス会社による EU 域内でのホールセール業務<sup>58</sup>について、新規則は、母国における規制・監督の同等性が欧州委員会に認められた投資サービス会社であれば、支店の有無に関わらず、EU パスポートに基づき域内でホールセール業務を営むことができるとする。支店形態を採る場合は、各国当局の認可も必要となる。各国当局は、同等性評価を得て ESMA に登録された第三国の投資サービス会社について、追加の要件を課してはならない一方、EU 域内の投資サービス会社以上に有利に扱ってはならないとされる。なお、ホールセール業務において取引が顧客発である場合、当該取引に限って ESMA 登録・同等性評価は不要とされる。

同等性評価については、第三国において、EU 域内での営業を申請する投資サービス会社が EU と同等な効果を持つ健全性・行為規制に服し、当該第三国が他国の投資サービス会社の承認について EU と同等なシステムを有することが求められている。後段部分は、いわゆるレシプロ規定であり、EU の投資サービス会社を承認する仕組みを第三国が有していることを求めるものである。その上で、同等性評価の条件として、以下を規定している<sup>59</sup>。

- ・ 第三国において、認可を受け、有効な監督・エンフォースメントに継続的に服していること
- ・ 第三国において、十分な資本規制と株主・経営陣に係る適切な要件に服していること
- ・ 内部統制機能において十分な組織上の要件に服していること
- ・ 適切な行為規制に服していること
- ・ インサイダー取引や市場操作などの市場詐害行為の防止により市場の透明性と健全性を確保していること

なお、第三国の投資サービス会社による現地法人の設立について個別規定は設けられておらず、今般の制度改正の枠組みにおいては、EU 域内投資サービス会社として扱われるものと思われる。

## 2) 論点と影響

ここで論点となるのは、欧州委員会による同等性評価であろう。上記にあるように、5 点の条件が列挙されているものの、その中身は曖昧であり、多分に裁量の余地が残された形となっている。実際の同等性評価では、新指令・新規則の規定が目安になる

<sup>58</sup> 本稿におけるホールセール業務とは、新指令で規定されるプロ顧客（銀行、保険会社、投資サービス会社などの金融機関、年金基金、総資産 2,000 万ユーロなどの規模要件を満たす法人、中央政府・地方自治体などの公的機関、中央銀行など）及び適格カウンターパーティー（銀行、保険会社、投資サービス会社などの金融機関、年金基金、中央政府などの公的機関、中央銀行など）を顧客として行う投資サービス業務を指す。なお、金融資産 50 万ユーロ、過去 1 年間で関連金融資産について四半期平均 10 回以上の取引を行ったなどの要件を満たす者は、上記要件を満たさずともプロ顧客としての扱いを要求することができる。プロ顧客及び適格カウンターパーティーの範囲の大部分は重複しているが、プロ顧客はリテール顧客の対義語としてリテール顧客に適用される規定の範囲を確定する概念であるのに対し、適格カウンターパーティーは、適合性原則や説明義務など特定の規定の免除を受ける顧客群を確定するための概念と位置付けられる。

<sup>59</sup> 本規定については、下部規定の策定は予定されていない。

ものと思われるが、我が国の観点からすると、例えば、ダークプールのキャップや HFT 規制、コモディティ・デリバティブのポジション・リミット、CCP・取引施設へのアクセス、プロダクト介入など、個々に見れば相違点は多くあろう。また、我が国では、上記レシプロ規定に対応するシステムはなく、ここが同等性を認められるに当たっての障壁となる可能性もある。

新規則においては、個々の規定ではなく「同等な効果」の有無とされているものの、実際の評価で欧州委員会がどのように考えるのかは不明であり、その判断が注目されるところである。

## IV 今後の展望

新指令及び新規則は、2014年6月12日に官報に掲載され、同年7月2日に施行されたが、実際の適用は、新指令については、各国における国内法化の期限が施行から30か月後<sup>60</sup>、新規則については、施行から30か月後の適用とされているため、2017年1月となる。また、下部規定たる規制上の技術的基準案及び適用上の技術的基準案については、2014年7月に公聴会が3回行われ、同年8月1日が市中協議へのコメント受付期限となっている。その上で、2014年末～2015年初に技術的基準案に関するコンサルテーション・ペーパーが発出される予定である<sup>61</sup>。

これまで見てきたように、新指令・新規則からなる新たな規制体系は、EUにおける金融・資本市場のあらゆる分野をカバーする極めて広範なものとなっており、その分量も、新指令は148ページ、新規則は65ページに及ぶ<sup>62</sup>。また、2014年1月の欧州議会と欧州連合理事会の政治合意が、同年5月22日に欧州議会選挙を控えていたことにより、ややもすれば拙速に行われたことなどから<sup>63</sup>、具体的な部分の多くは下部規定に委ねられている。その下部規定も、投資サービス会社の実務に影響を及ぼすものとなるため、ESMAが今般公表した案から紆余曲折を経ることが予想される。今後の争点は、下部規定における具体的基準に移っていくこととなる。

このように、適用が2年半後であることに加え、分量が多く、具体的な部分が流動的であることから、現時点では新たな規制体系のインパクトを推し量るのは困難であるが、新指令・新規則を概観しただけでも、本稿で見たように、欧州金融・資本市場に様々な影響が及ぶものと思われる。また、その影響は必ずしもEUに留まらず、欧州委員会による同等性評価を通じて、第三国における規制のあり方にも影響を及ぼす可能性もあり、今後の動向が大いに注目される。

<sup>60</sup> 但し、CTPに係る組織要件については50か月後。

<sup>61</sup> 規制上の技術的基準案及び適用上の技術的基準案は、ESMAが最終案の形で欧州委員会に上程し、欧州委員会が採択する必要がある。その1か月（2か月延期可能）以内に、欧州議会及び欧州連合理事会が反対しなければ、成立する。

<sup>62</sup> ESMAが公表したディスカッション・ペーパー及びコンサルテーション・ペーパーも、各々533ページ、311ページと大著である。

<sup>63</sup> 両者の最終協議は7時間以上を要し、深夜に及んだとされる。