

2014年9月2日 全14頁

# M i F I D IIによる アルゴリズム取引、H F T規制の概要

金融調査部 主任研究員  
横山 淳

## [要約]

- EUにおける金融商品、サービス、市場に関する規制を定めた金融商品市場指令（MiFID）の大幅な見直し（いわゆる MiFID II）が、2014年4月にEU議会で承認され、6月にはEU官報で公布された。
- この中で、金融商品市場における技術革新への対応として、アルゴリズム取引や HFT（超高速取引、高頻度取引）に対する規制も盛り込まれている。
- 具体的には、①当局への通知義務、情報提供義務等、②システム、リスク管理、③マーケット・メイカー規制（一定の流動性提供義務など）、④DEA、コロケーション規制などである。
- MiFID IIは、2016年7月までにEU加盟国による国内法化が行われ、2017年1月から実施することが予定されている。

## 【目次】

はじめに.....	2
1. MiFID IIにおけるアルゴリズム取引、HFT規制の概要（総論）.....	3
(1)アルゴリズム取引、HFTとは.....	3
(2)規制のポイント.....	5
2. 通知義務、情報提供義務など（各論①）.....	5
(1)アルゴリズム取引を行う投資会社に対する規制.....	5
(2)規制市場（取引所）に対する規制.....	6
3. システム、リスク管理（各論②）.....	6
(1)アルゴリズム取引を行う投資会社に対する規制.....	6

(2) 規制市場（取引所）に対する規制	7
(3) 規制市場（取引所）における価格・数量制限、サーキット・ブレーカー	8
4. マーケット・メイク規制（各論③）	9
(1) アルゴリズム取引を行う投資会社に対する規制	9
(2) 規制市場（取引所）に対する規制	9
5. D E A、コロケーション規制（各論④）	10
(1) D E Aとは	10
(2) D E Aを提供する投資会社に対する規制	10
(3) 規制市場（取引所）に対する規制	11
(a) D E A管理	11
(b) コロケーション	12
6. その他（各論⑤）	12
(1) 規制市場（取引所）の手数料	12
(2) 規制市場（取引所）のティック・サイズ（呼び値の刻み）	13
7. 実施時期	14

## はじめに

EU における金融商品、サービス、市場に関する規制を定めた金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)）の見直しに向けた議論が、2010 年以来、続けられてきた。

これを踏まえた MiFID の大幅な改正（いわゆる MiFID II）及び金融商品市場レギュレーション（Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR)）の制定<sup>1</sup>が、2014 年 4 月に EU 議会で承認され、同 6 月には、EU 官報（Official Journal）において公布された。MiFID II、MiFIR の内容は多岐にわたるが、その主な項目としては次のものが挙げられるだろう。

- ◇技術革新への対応（アルゴリズム取引、HFT などの規制）
- ◇市場の透明性（非エクイティ商品（債券、デリバティブなど）の取引前・取引後情報の公表など）
- ◇デリバティブ規制（標準化デリバティブの規制市場、MTF 又は OTF における取引など）
- ◇投資者保護（適合性原則の強化など）

<sup>1</sup> 指令（directive）は、加盟国による国内法化手続が必要であるのに対し、レギュレーション（regulation）は、加盟国に直接適用される。

本稿では、これらのうち「技術革新への対応（アルゴリズム取引、HFTなどの規制）」を取り上げる。

## 1. MiFID IIにおけるアルゴリズム取引、HFT規制の概要（総論）

### (1) アルゴリズム取引、HFTとは

近年の情報通信技術の急速な発展を受けて、アルゴリズム取引や HFT（High Frequency Trading：超高速取引又は高頻度取引）と呼ばれる取引手法が普及し、社会的にも注目されている<sup>2</sup>。MiFID IIは、これらのアルゴリズム取引や HFT によって生じるリスクに対処するために、一定の規制を課すこととしている。

アルゴリズム取引とは、一般に、あらかじめプログラムされたコンピュータ・アルゴリズムに基づいて、自動的に発注等を行う取引手法だと解されている。MiFID IIでは、具体的に、次のような定義を定めている<sup>3</sup>（MiFID II 4条1項39号）

アルゴリズム取引（algorithmic trading）とは、金融商品の取引であって、コンピュータ・アルゴリズムが、発注の可否、タイミング、価格、数量、発注後の注文の取扱いといった、個別の注文のパラメータを自動的に判断し、人間の関与（intervention）が限定的又は全くないものをいう。ただし、専ら一つ又は複数の取引施設（trading venues）に注文を回送し、又は取引のパラメータについての判断を伴わずに注文を処理する目的でのみ用いるシステムや、注文又は執行された取引の事後処理の確認のためのシステムは含まれない。

ポイントは、コンピュータが、個別のパラメータを自動的に判断して、発注などを行い、人間の関与は限定的か、全くない取引手法という点である。ただし、単なる注文の回送や、執行された取引の事後処理の確認のためのシステムは、含まれないこととされている。

他方、HFTとは、一般に、高度のコンピュータと情報通信技術を駆使して、あらかじめプログラムされたコンピュータ・アルゴリズムにより、千分の一秒、万分の一秒（場合によっては、百万分の一秒）単位で、注文の発注とキャンセルを繰り返す取引手法だと解されている。MiFID IIでは、具体的に、次のような定義を定めている（MiFID II 4条1項40号）

<sup>2</sup> HFTについては、保志泰・横山淳・太田珠美「HFTを巡る議論の動向」（2014年5月12日付レポート）も参照されたい（[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140512\\_008512.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140512_008512.html)）。

<sup>3</sup> MiFID IIの和訳は、特に断らない限り、筆者によるものである。

高頻度アルゴリズム取引 (high-frequency algorithmic trading technique) とは、アルゴリズム取引技術のうち、次の性格を持つものをいう。

- (a) インフラが、ネットワークその他のレイテンシー (latencies) の最小化 (minimise) を意図したものであり、アルゴリズムに基づく注文入力 (algorithmic order entry) の仕組みとして、コロケーション (co-location)、近接したサーバー設置 (proximity hosting)、高速 DEA (direct electronic access) のうち少なくとも一つを含んでいること
- (b) 注文の開始 (initiation)、発注 (generation)、回送 (routing)、執行 (execution) がシステム上で判断され、個々の取引や注文に人間が介在しないこと、かつ
- (c) 注文、気配、キャンセルにより日中のメッセージ頻度が高いこと (high message intraday rates)

MiFID II では、HFT (高頻度アルゴリズム取引) をアルゴリズム取引の一種と位置づけている。要約すれば、「アルゴリズム取引」のうち、(a)高速で、(b)発注等が完全システム化され、かつ、(c)高頻度のものを、「HFT」と定義しているといえるだろう。

「高速」の判断基準としては、実際の速度そのものではなく、コロケーション<sup>4</sup>、DEA (ダイレクト・エレクトロニック・アクセス、後述 5 参照) など、レイテンシー<sup>5</sup>の最小化を意図したインフラ、仕組みを有することを要件としている。

「高頻度」の判断基準は、「日中のメッセージ頻度が高い」と定められている。この点については、欧州証券監督機構 (European Securities and Markets Authority、ESMA) が、2014 年 5 月に公表したコンサルテーション・ペーパー (以下、CP)<sup>6</sup>では、具体的な判断基準として、次の二つの案を提示している<sup>7</sup>。

- ①取引施設の注文対当システム (matching engine) に近接したサーバーの設置や、高速通信回線 (high bandwidth) での接続などを行った上で、一日平均通信規模が 75,000 メッセージ以上
- ②注文の発注後、変更・キャンセルされるまでの時間の中間値 (median) が、その市場全体での中間値未満

<sup>4</sup> 一般に、市場運営者 (例えば、取引所) の売買システムや情報システムに物理的に近い場所 (例えば、同一の建物、隣接した部屋など) に、売買等のためのプログラムを組み込んだ機器を設置することで、高速度のアクセスを提供するサービスのこと。

<sup>5</sup> 一般には、通信速度やアクセス速度 (ある情報を要求してから、それが提供されるまでの速度) などのこと。HFT との関連では、注文を発注してからその結果が返ってくるまでの速度や、市場情報 (いわゆる板情報など) を要求してから、それが提供されるまでの速度などを念頭において用いられることが多いものと思われる。

<sup>6</sup> ESMA の下記ウェブサイトに掲載されている。

[http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-549\\_-\\_consultation\\_paper\\_mifid\\_ii\\_-\\_mifir.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf)

<sup>7</sup> CP pp.230-233。

## (2) 規制のポイント

MiFID II によるアルゴリズム取引、HFT 規制のポイントをまとめると、次のようになる。

- ① 当局への通知義務、情報提供義務等
- ② システム、リスク管理
- ③ マーケット・メイカー規制（マーケット・メイク戦略によるアルゴリズム取引を実行する投資会社に対して、一定の流動性提供などを義務付けるなど）
- ④ DEA、コロケーション規制（DEA サービスを提供する投資会社に対して、取引等の監視義務を課すなど）

いずれも、2011年に証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commission、IOSCO）が公表した報告書（「技術革新が市場の健全性・効率性に及ぼす影響により生じる規制上の問題 最終報告書」（“Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency Final Report”）、以下、IOSCO 最終報告書）<sup>8</sup>などにより指摘された問題を踏まえたものと考えられる。

他方、いわゆる「速度規制」（一定時間は、注文をキャンセルしてはならないとする規制）などは、盛り込まれていない<sup>9</sup>。

その意味で、HFT そのものを禁止又は制限するのではなく、あくまでも HFT に伴って生じるリスクへの対応というスタンスが採用されているものと考えられる<sup>10</sup>。

以下、①～④の内容を紹介する。

## 2. 通知義務、情報提供義務など（各論①）

### (1) アルゴリズム取引を行う投資会社に対する規制

EU 加盟国においてアルゴリズム取引に従事する投資会社（運用会社、（自己勘定取引を行う）証券会社など）には、次のような当局に対する通知義務や情報提供義務などが課される（MiFID II 17条2項）。

<sup>8</sup> IOSCO のウェブサイト（<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf>）に掲載されている。

<sup>9</sup> European Commission “Public Consultation Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)”（8 December 2010） p.16 参照（[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/mifid_en.htm)）。

<sup>10</sup> MiFID II 前文 59 項など参照。

- ◇アルゴリズム取引に従事する旨の当局への通知
- ◇当局の求めに応じ、定期的又は随時に、次の情報の（当局への）提供
  - アルゴリズム取引戦略の性質に関する説明（description）
  - システムが従う取引パラメータ又は制限（limits）の詳細
  - コンプライアンス及びリスク管理
  - システムのテストの詳細
- ◇発注、キャンセル、執行などに関する記録の作成及び当局の要請に応じて提供可能な形での保存

## (2) 規制市場（取引所）に対する規制

規制市場（取引所）に対しては、当局へのアルゴリズム取引に関する情報の提供等に関して、次のような規制が課される（MiFID II 48 条 10、11 項）。なお、これらの規制は、原則、MTF（multilateral trading facility、わが国の PTS に相当）などにも遵守を求めることとされている（MiFID II 18 条 5 項）。

- ◇次のものを特定し、当局の要請に応じて提供可能とする。
  - アルゴリズム取引による注文
  - 注文に当たって用いられた異なるアルゴリズム
  - これらの注文の実質的な発注者（the relevant persons initiating those orders）
- ◇注文板（order book）に関する情報（又はアクセス）の当局への提供等

## 3. システム、リスク管理（各論②）

### (1) アルゴリズム取引を行う投資会社に対する規制

MiFID II では、アルゴリズム取引を行う投資会社に対して、その取引システムの適切な管理が義務付けられている。具体的には、次の観点からその運営する業務に適合したシステム、リスク管理が要求されている（MiFID II 17 条 1 項）。

- ◇システムが弾力性（resilient）<sup>11</sup>と十分な容量を有すること
- ◇適切な取引の制限・上限（thresholds and limits）に従うこと
- ◇誤注文の回送、その他システムが市場の混乱を生じ（create）又はもたらす（contribute）形で機能することを防止すること

加えて、次のような体制の整備なども要求されている（MiFID II 17条1項）。

- ◇市場詐欺行為（market abuse）レギュレーション（Regulation (EU) No.596/2014）（注）又は取引施設のルールに反する目的で用いられないことを確保するシステム、リスク管理の整備
- ◇システムの機能停止（failure）に対応する事業継続計画（business continuity arrangements）の整備
- ◇システムが十分にテストされ（fully tested）、適切にモニターされること

（注）相場操縦行為の禁止、インサイダー取引規制などを定めたEUのレギュレーションのこと。

## (2) 規制市場（取引所）に対する規制

MiFID II では、規制市場（取引所）に対して、次の点を担保するようなシステム、手続（procedures）、計画（arrangements）を整備することを求めている（MiFID II 48条1項）。なお、これらの規制は、原則、MTFなどにも遵守を求めることとされている（MiFID II 18条5項）。

- ◇システムが、弾力性（resilient）と、ピーク時の注文・メッセージ量処理できる十分な容量を有する。
- ◇深刻な市場ストレス（severe market stress）の環境下でも、秩序だった取引を確実に行う能力を持つ。
- ◇これらの条件を確実に満たすことにつき、十分にテストされている。
- ◇取引システムが機能停止（failure）した場合でも、そのサービスの継続を確実にする、有効な事業継続計画に従う。

<sup>11</sup> トラブルなどから回復すること。

### (3) 規制市場（取引所）における価格・数量制限、サーキット・ブレーカー

アルゴリズム取引や HFT に関するシステム、リスク管理そのものではないが、非常事態への備えとして、規制市場（取引所）は、次のような体制等の整備をすることが求められている。

- ① 予め定められた数量や価格の範囲を超える注文、又は明らかな誤発注を拒否するためのシステム、手続及び計画の整備（MiFID II 48 条 4 項）
- ② 短期間に金融商品の価格につき顕著な変動があった場合に、取引の一時的な停止（halt）や制限（constrain）を可能とし、例外的な状況（exceptional cases）においては、取引のキャンセル、変更（vary）又は訂正（correct）を可能とする仕組み（同 48 条 5 項）
- ③ 次の体制の整備（同 48 条 6 項）
  - ◇ 取引参加者等に適切なアルゴリズムのテストを求め、当該テストを促進する環境の提供を進めることを含むシステム、手続及び計画の整備
  - ◇ アルゴリズム取引システムが当該市場における無秩序な取引状況（disorderly trading conditions）を生じたり、もたらしたりしないことの担保
  - ◇ アルゴリズム取引システムによって惹き起こされる無秩序な取引状況をコントロールすること（注文・取引比率（order-to-transaction ratio）（注）を含む）

（注）厳密には、「取引に占める執行されない注文の比率（the ratio of unexecuted orders to transactions）」とされている。詳細に関しては、ESMA において検討される（MiFID II 48 条 12 項（b））。

さらに、上記②（取引の一時停止など）に関連して、次のような規定も設けられている（MiFID II 48 条 5 項）。

- ◇ 取引停止の判断要素（parameters）が、異なるアセット・クラス及びサブクラスの流動性、市場モデルの性質、利用者のタイプを考慮し、取引の秩序（orderliness）が著しい混乱を十分に回避できるように、規制市場によって適切に決定されること
- ◇ 規制市場による取引停止の判断要素及びその重要な変更の所轄当局への報告
- ◇ 取引停止が行われた場合の市場全体での対応の調和させるためのシステム、手続の整備

なお、これらの規制は、原則、MTF などにも遵守を求めるとされている（MiFID II 18 条 5 項）。



## 4. マーケット・メイク規制（各論③）

### (1) アルゴリズム取引を行う投資会社に対する規制

マーケット・メイク戦略（market making strategy）に基づくアルゴリズム取引に従事する投資会社は、市場の流動性、規模、性質、及び取引する商品の特性（characteristics）を考慮に入れて、次のことをしなければならない（MiFID II 17条3項）。

- (a) 例外的な環境下を除き、取引施設における取引時間のうち一定の割合について、継続的に当該マーケット・メイクを遂行し、結果として取引施設に恒常的かつ予測可能なレベルで（regular and predictable basis）流動性を供給すること
- (b) 取引施設との間で、少なくとも、投資会社の前記(a)に規定する義務を定めた拘束力のある書面による合意（a binding written agreement）を締結すること
- (c) 前記(b)に規定する合意に基づく義務を、常時、履行することを確保するためのシステムとリスク管理を整備すること

なお、アルゴリズム取引に従事する投資会社であって、取引施設の取引参加者等として、自己勘定で売買するに当たり、その戦略が、同時に売り買い両建ての確定的な気配（firm, simultaneous two-way quotes）を、同規模（comparable）かつ競争的な価格（competitive prices）で提示し、その結果、恒常的に（regular and frequent basis）流動性を提供する場合、マーケット・メイク戦略を遂行しているものとみなす（consider）ものとされている（MiFID II 17条3項）。

### (2) 規制市場（取引所）に対する規制

前記(1)を踏まえて、規制市場（取引所）に対しても、その市場においてマーケット・メイク戦略を実行するすべての投資会社との間で、次の内容を含む文書化された合意を締結することが求められている（MiFID II 48条2、3項）。

- (a) 投資会社の流動性の提供に関する義務など
- (b) リバートの支払いその他の規制市場が投資会社に提供する、恒常的かつ予測可能なレベルで流動性を当該市場に提供させるためのインセンティブなど

加えて、規制市場は、投資会社による合意に定めた事項の遵守を監視し、かつ執行（enforce）

することが求められる。また、合意の内容や、(請求に応じて) 遵守の状況に関する情報等を所轄当局に提供することも求められる (同前)。

なお、これらの規制は、原則、MTF などにも遵守を求めることとされている (MiFID II 18 条 5 項)

## 5. DEA、コロケーション規制 (各論④)

### (1) DEAとは

DEA (Direct Electronic Access、ダイレクト・エレクトロニック・アクセス) とは、一般には、主に HFT を行う顧客などに対して、取引所の取引参加者である投資会社などが、その取引所の取引システムに直接アクセスできるサービスを提供することと解されている。

MiFID II では、DEA を次のように定義している (MiFID II 4 条 1 項 41 号)。

取引施設の会員、参加者、顧客が、他の者に取引コード (trading code) を利用することを許可する合意 (arrangement) であって、それによりその者が、金融商品に関する注文を、直接、取引施設に電子的に送信することができるもの (その者が、注文送信のために、取引施設の会員、参加者、顧客のインフラや接続システムそのものを利用する合意 (ダイレクト・マーケット・アクセス (direct market access)) と、インフラ等そのものは利用しない合意 (スポンサード・アクセス (sponsored access)) の両方を含む) をいう。

「取引所の取引システムに直接アクセスできるサービス」を、取引参加者等が、その顧客に、自分の「取引コードを利用することを許可する」サービスと整理している。その結果、取引参加者等が、自らのインフラやシステムそのものをその顧客に利用させるケース (いわゆるダイレクト・マーケット・アクセス) だけではなく、自らのインフラ等の利用はないケース (いわゆるスポンサード・アクセス) の両方を含む概念となっている。

### (2) DEAを提供する投資会社に対する規制

DEA サービスを提供する投資会社に対しては、次のような規制が課される (MiFID II 17 条 5 項)。

- ①当局への届出義務
- ②次のことを担保する管理体制を欠く DEA サービスの提供禁止
- サービスを利用する顧客の適格性 (suitability) の評価、検証
  - あらかじめ定められた取引及び信用の制限 (thresholds) を超えて利用されることの防止
  - サービスを利用する顧客の取引に対する適切な監視
  - 次のような取引を防止する適切なリスク管理
    - ・投資会社自身のリスクを発生させる取引
    - ・市場の混乱を生じ又はもたらす取引
    - ・市場詐害行為 (market abuse) レギュレーション (Regulation (EU) No.596/2014) (注) 又は取引施設のルールに反する取引
- ③上記の管理体制に関する説明 (description) 及びその証拠の (定期的又は随時の) 当局への提供義務
- ④サービスを利用する顧客が、本指令及び取引施設の規則を遵守することを (DEA サービスを提供する投資会社が) 担保する義務 (責任)
- ⑤顧客による法令等違反、取引環境の混乱、市場詐害行為を特定するための顧客の取引の監視義務及び当局への報告義務
- ⑥これらに関連する記録作成、保存義務
- など

(注) 相場操縦行為の禁止、インサイダー取引規制などを定めた EU のレギュレーションのこと。

内容は多岐にわたっているが、サービスを利用する顧客による違法取引や市場を混乱させる取引を、サービスを提供する投資会社が管理、監視すべき義務が定められている点 (②④⑤など) が注目されるだろう。DEA を通じた取引について、実質的に仲介業者をパススルーしてしまう結果、そのゲートキーパー機能が十分に働かず、問題のある取引が市場に入り込むリスクが高くなるといった指摘を受けたものと考えられる。

### (3) 規制市場 (取引所) に対する規制

#### (a) DEA 管理

DEA サービスに関して、規制市場 (取引所) についても、次のような規制が課されることとなる (MiFID II 48 条 7 項)。

◇次の場合にのみ、当サービスの提供が許容されることを担保するための、システム、手続、計画の整備

—DEA サービスが提供される者の適格性に関し、適切な基準を設定・適用する。

—取引参加者等が、DEA サービスを利用した注文、取引について責任を負う。

◇DEA 経由の取引に関するリスク管理及び制限（thresholds）に関する基準の設定

◇DEA サービスを利用する者からの注文・取引を、他から区分し、必要な場合には停止できること。

◇これらに違反する場合の DEA サービス提供の停止又は廃止の取決め

なお、これらの規制は、原則、MTF などにも遵守を求めるとされている（MiFID II 18 条 5 項）

#### (b) コロケーション

コロケーションに関して、規制市場（取引所）は、同サービスに関する規則が、透明（transparent）、公正（fair）、非差別的（non-discriminatory）であることを確保するように求められている（MiFID II 48 条 8 項）。

なお、これらの規制は、原則、MTF などにも遵守を求めるとされている（MiFID II 18 条 5 項）

## 6. その他（各論⑤）

### (1) 規制市場（取引所）の手数料

MiFID II は、規制市場（取引所）が定める執行手数料（execution fees）、付随手数料（ancillary fees）、リベート（rebates）を含む料金体系（fee structures）が、次の要件を満たすことを確保するように求めている（MiFID II 48 条 9 項）。

◇透明（transparent）、公正（fair）、非差別的（non-discriminatory）であること

◇無秩序な取引条件（disorderly trading conditions）や市場詐害行為（market abuse）の原因となるような注文の変更・キャンセルや取引の執行に対するインセンティブを生じないこと

なお、ここでの料金体系に、いわゆる手数料だけではなく、リベートが含まれていることについて、若干、説明しておく。一般に、取引所は、その執行した取引や、発注又はキャンセルした注文の金額、数量、件数などに基づいて、取引参加者（証券会社など）から手数料等を徴収することとなる。しかし、一部の取引所においては、自市場への注文を促すため、一定の注文（例えば、新たな指値注文）については、手数料等を徴収せず、逆にリベート（あるいはキックバック）を支払う事例があるとされている<sup>12</sup>。こうしたリベートも含めた広義の料金体系が、ここでの規制の対象とされているのである。

加えて、より具体的に、EU 加盟国は、規制市場（取引所）の料金体系に関して、次のような対応を行うこととされている（MiFID II 48 条 9 項）。とりわけ②と③については、HFT とも関連する規定と考えられる。

- ①規制市場が、投資会社に対して（手数料等を徴収するのではなく）リベートを支払う場合には、その引き換えに、個別株式又は適切な株式のバスケットについてのマーケット・メイク義務を課すことを求める。
- ②規制市場が、キャンセルされた注文に対する手数料等を、注文が維持された時間（the length of time）に基づいて定めることを認める。
- ③規制市場が、次のような料金体制を採用することを認めることができる。
- ◇執行された注文よりも、キャンセルされた注文に対して、より高い手数料等を課すこと
  - ◇執行された注文に比してキャンセルされた注文の割合が高い取引参加者や、高頻度アルゴリズム取引技術を実行する取引参加者に対して、システム容量への追加的な負荷を反映するために、より高い手数料等を課すこと

なお、これらの規制は、原則、MTF などにも遵守を求めるとされている（MiFID II 18 条 5 項）

## (2) 規制市場（取引所）のティック・サイズ（呼び値の刻み）

MiFID II は、規制市場（取引所）に対し、株式（shares）、預託証券（depository receipts）、ETF（exchange traded funds）、証書（certificates）その他これに類する金融商品、及び ESMA が定める

<sup>12</sup> 米国での事例だが、清水葉子「証券市場の新しいテクノロジーと規制—アメリカの現状—」（日本証券経済研究所『証券レビュー』52 巻 12 号（2012 年 12 月））p. 74 など参照。なお、Michael Lewis “FLASH BOYS A WALL STREET REVOLT”（W. W. Norton & Company）でも、リベート（キックバック）を題材としたエピソードが描写されている（pp. 36-37）。

その他の金融商品について、ティック・サイズ（呼び値の刻み）の仕組み（tick size regimes）を採用することを求めている（MiFID II 49 条 1 項）。規制市場（取引所）におけるティック・サイズは、次の要件を満たすことが求められる（同 2 項）。

- ◇異なる市場における金融商品の流動性プロファイル及び平均ビッド・アスク・スプレッドを反映し、さらなるスプレッドの縮小を過度に制限することなしに合理的に安定した価格を可能にすることの望ましさ（desirability）を考慮に入れて、決定されるものであること
- ◇個別の金融商品に応じて、適切なティック・サイズ（呼び値の刻み）が採用されること

こうした規制が設けられた趣旨については、①EU 域内の調和（harmonisation）のみならず、②ティック・サイズが市場間での競争の道具となり、いわゆる「レース・トゥ・ザ・ボトム（race to the bottom、底辺への競争）」に陥るリスクを排除するためと説明されている<sup>13</sup>。

なお、具体的なティック・サイズの内容については、「EU レベルにおける秩序だった市場」（MiFID II 前文 63 項）を担保する観点から、ESMA が実務上の検討を行っている<sup>14</sup>。

これらの規制は、原則、MTF などにも遵守を求めるとされている（MiFID II 18 条 5 項）

## 7. 実施時期

MiFID II は、2016 年 7 月までに EU 加盟国による国内法化が行われ、2017 年 1 月から実施することが予定されている（MiFID II 93 条）。

<sup>13</sup> ESMA “Discussion Paper MiFID II /MiFIR” (22 May 2014) p.289.

<sup>14</sup> ESMA “Discussion Paper MiFID II /MiFIR” (22 May 2014) pp.289-325.