

【報告要旨】

EU 金融商品市場指令（MiFID）の政治経済学—ダークプールの規制上の起源—

石田 周（愛知大学）

現在、欧州の株式市場では、「ダークプール（dark pool）」（取引前の透明性要件が課されない株式市場）や市場の「分断化（fragmentation）」が、株式取引における透明性の欠如や利益相反、あるいは、証券取引所における価格発見機能の低下という観点から批判されている。本稿は、このような問題意識に立ち、欧州における株式市場の変貌を促した「規制上の起源」を探ることを目的とする。

振り返れば、世界金融危機以前、株式取引に関する EU の制度は大きな変化を経験した。EU の株式取引制度を定めた投資サービス指令（ISD, 1993 年採択）は、株式取引を証券取引所に集中する「集中義務（concentration rules/requirements）」を課すことを加盟国に認めていた。これに対し、ISD を改正した金融商品市場指令（MiFID, 2004 年採択）は、集中義務を廃止し、金融機関による「内部化」（証券取引所を介さず、投資銀行の「社内」で執行される取引）を広く認めた上、「内部化」に対して厳格な取引前の透明性要件（執行前の価格情報の開示義務）を課さなかった。このような規制上の変化こそが、上述の EU における株式市場の変貌につながったのである。

ではなぜ、EU において株式取引制度は変更されたのであろうか。この疑問に答えるために、本稿は、金融機関と証券取引所による影響力に注目することで、ISD から MiFID への株式取引制度の変遷を説明することを課題とする。その際、本研究は、①EU における金融機関と証券取引所の競争関係の分析、②金融機関と証券取引所が持つ選好の分析、および、③EU 金融サービス政策の形成に関する分析という「3 段階のアプローチ」を通して検討を行う。