

令和 5 年 6 月 23 日現在

機関番号：33901

研究種目：若手研究

研究期間：2020～2022

課題番号：20K13442

研究課題名（和文）金融商品市場指令（MiFID）の形成に民間アクターが及ぼした影響の検討

研究課題名（英文）Examination of the Influence of Private Actors on the Formation of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)

研究代表者

石田 周 (Ishida, Amane)

愛知大学・地域政策学部・准教授

研究者番号：50823910

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 1,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、EUにおける株式市場規制、すなわち投資サービス指令（ISD）とそれを改正した金融商品市場指令（MiFID）を対象に、特に株式取引の内部化と取引前の透明性に関する規制の変遷について検討した。本研究は、(1)EUの株式市場での注文を巡って大手金融機関と証券取引所とが競争しあうようになったこと、(2)両者が株式市場規制、とりわけ「集中」と「透明性」を巡って異なる選好を持つようになったこと、そして、(3)公的アクターと構築した「共生関係」を通して、両者が構造的パワーを行使した結果、株式市場規制の転換が生じたことを明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

従来の研究は、従来のEU研究では、金融機関等の民間アクターが行使した影響力（パワー）が等閑視される傾向があった。これに対し、本研究の学術的独自性は、MiFIDの形成において、金融機関と証券取引所が行使した構造的パワーを明らかにした点である。このことにより、本研究は、ダークプールの形成・拡大というEUにおける金融の不安定化が、欧州委員会等の政治的アクターと金融機関等の民間アクターの「共同作業」の結果として引き起こされたことを浮き彫りにした。

研究成果の概要（英文）：This study examines the evolution of stock market regulation in the EU, namely the Investment Services Directive (ISD) and its amendment, the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), with particular reference to the internalisation of stock trading and pre-trade transparency. The study shows (1) that major financial institutions and stock exchanges began to compete with each other for orders on the EU stock market; (2) that they developed different preferences regarding stock market regulation, in particular regarding 'concentration' and 'transparency'; and (3) that through the 'symbiotic relationship' they established with public actors, they exercised structural power, resulting in a shift in stock market regulation.

研究分野：国際政治経済学

キーワード：MiFID 株式市場 金融機関 内部化 証券取引所 ストレンジ 構造的パワー

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

## 1 . 研究開始当初の背景

( 1 ) 本研究の 1 つ目の背景は , EU を含む世界的な金融の不安定化である。1980 年代以降 , 英米において展開された金融規制の緩和は , EU では加盟国間の金融規制の調和という形態をとって現れた。このような金融規制の調和は EU の主要銀行の業務を大きく変化させ , 2010 年以降 EU で生じた一連の経済危機が示したように , 金融の不安定化を促した。したがって , EU における金融の不安定化の「根源」を理解し , 適切な対策がなされているかを評価するためには , EU における金融規制の調和・統合が , いかなる政治・経済的背景から生じてきたのかを検討する必要がある。

( 2 ) 研究のもう 1 つの背景は , 従来の EU 研究では , 金融機関等の民間アクターが行使した影響力 ( パワー ) が等閑視される傾向があったことである。EU の金融規制に関する先行研究は , EU 金融規制の背景として , 欧州委員会のイニシアティブや加盟国間の交渉が果たした役割を強調してきた。しかし , EU の公的アクターは , 規制の草案作りに際して , 民間アクターに「公開諮問」を行い , 民間アクターが多数参加する「専門家グループ」から助言を受けてきたことが指摘されてきた。したがって , 金融規制の背景を探るためには , 民間アクターが果たした政治的役割を検討することが学術的にも不可欠である。

## 2 . 研究の目的

( 1 ) MiFID の形成過程を検討することにより , 金融構造と金融機関の経営変化が進むなか , 金融機関を中心とする民間アクターが , EU の証券規制 ( とりわけ株式市場規制 ) の形成・変容にどのような影響を及ぼしたか , を明らかにするであった。

( 2 ) 本研究の具体的な対象である MiFID は , 2000 年代初頭を中心に行われた交渉の末 , 2004 年に制定 , 2007 年に施行された EU の法令である。本研究が MiFID に注目した理由は次の 2 つである。第 1 に , MiFID が , 内部化 ( 取引所を経由せずに証券会社が社内で注文を付け合わせる ) や取引前の透明性要件に対する比較的緩い規制を導入したことである。このことは , 取引前の透明性要件が課されない株式取引 , すなわち「ダークプール」の形成・拡大を促し , EU における株式市場の透明性や安定性を低下させた。第 2 に , MiFID を巡る交渉においては , 上で述べたような株式市場規制に関する多様な利害関係者間の対立構図が典型的に表れていたことである。

## 3 . 研究の方法

( 1 ) 本研究は , 以下の 3 段階のアプローチを通して , 金融機関と証券取引所という民間アクターが , MiFID の形成にあたって行使した影響力 ( 構造的パワー ) を検討した。

( 2 ) 第 1 段階では , 統計資料や金融機関に関する財務資料を用いて , MiFID の交渉が行われた時期を対象として , EU 株式市場や大手金融機関・証券取引所の行動に関する検討を行った。このことは , 大手金融機関や証券取引所が行使する構造的パワーの「源泉」を把握すると同時に , これらの民間アクターが規制の内容に対して持つ「選好」を把握するための前提となる。

( 3 ) 第 2 段階では , 金融構造の変化を踏まえ , 関連する大手金融機関と証券取引所が規制の内容に対して持つ「選好」を特定した。その際 , 民間アクター自らが規制に対する立場を示した「ポジションペーパー」等を入手し , 民間アクターが規制の内容に対して持つ「選好」を直接的に特定した。

( 4 ) 第 3 段階では , MiFID の形成過程そのものを検討した。すなわち , 公文書や新聞・雑誌記事等を通して , MiFID の形成過程において大手金融機関や証券取引所が公的アクターとの結びつきや「関係」を明らかにした。また , 民間アクターが持つ選好と , 実際に形成された制度の内容を比較し , その「選好実現度」を評価した。

( 4 ) なお , このようなアプローチを構築したこと自体が , 以下で説明するように本研究の成果でもある。

## 4 . 研究成果

### ( 1 ) 本研究の研究成果

本研究の成果は , 以下の学会報告と著書の一部に示されている。

石田周 [ 2021 ] 「 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」 , 日本国際経済学会・第 80 回全国大会 ( 東京大学 [ オンライン開催 ] ) , 10 月 23-24 日。 石田周 [ 2023 ] 『 EU 金融制度の形成史・序説 構造的パワー分析 』 文眞堂。( 第 2・3・5 章 )
---

本研究の成果は , 金融機関等が行使した構造的パワーを把握するためのアプローチに関する研究成果と , MiFID の形成過程に関する研究成果に分かれる。

## (2) 金融機関等が行使した構造的パワーを把握するためのアプローチに関する研究成果

石田 [2023] の第2・3章では、非国家アクターが行使する構造的パワーに関するスーザン・ストレンジの研究を検討し、これに一部修正を加えたうえで、独自のアプローチを構築した。以下、第2・3章を要約した石田 [2023] の18-20ページに基づき、概要を示す。

ストレンジの定義によると、構造的パワーとは、「世界の政治経済構造を形づくり、決定するようなパワー」であり、「これらのパワーの所有者が他人に対して、ある特定の決定または選択を行うべく直接的に圧力をかけることなく、他人が持っている選択の範囲を変えることができる」という点に特徴がある (Strange [1988], 訳書 38, 46 頁)。

本研究では、ストレンジの著作における記述に基づき、構造的パワーを「源泉」、「関係」、および「結果」という「3つの観点」から解釈した。すなわち、特定のアクターは、ある構造内で不可欠な要素を持つ(「源泉」)ため、構造内の他のアクターは必然的にこのアクターに依存せざるをえない(「関係」)。そして、この「関係」は、構造内の諸アクターの選択肢を制限し、特定のアクターが自らの選好を実現することを可能にする(「結果」)。このように、構造的パワー・アプローチを用いることで、特定のアクターが他のアクターに比べてパワーを持つこと、およびその理由を把握することができ、ひいては、制度改革や政策の内容や政策が行われた時期をより踏み込んで説明することが可能になる。

加えて、ストレンジのアプローチを制度改革や政策に関する研究に応用するために、Underhill [2000] における「市場・国家の『複合体』」から着想を得て、構造概念を拡張した。また、政治学の利益団体論等が発展させてきた、選好を特定するアプローチを応用するという形で、ストレンジのアプローチを一部修正した。

以上を踏まえ、本書の独自のアプローチである「3段階のアプローチ」を構築した。第1段階の分析では、構造のうち市場の内部で活動する民間アクターを分析する。この作業を通して、構造的パワーの「源泉」、および、選好の前提となる市場における民間アクターの行動実績を検討する。第2段階の分析では、第1段階の分析で特定した民間アクターの行動実績を踏まえつつ、民間アクター自身が発行した資料に基づき、民間アクターが持つ選好を特定する。そして、第3段階の分析では、政策決定過程に関する分析を行う。主な検討対象は、民間アクターと公的アクターの間で構築される「共生関係」と制度改革の「結果」という2点である。

さらに、石田 [2023] の第3章では、この本書独自のアプローチを、「EU」や「金融」の特殊性を念頭に置きつつさらに具体化することで、EUで活動する金融機関等がEU金融制度改革に関して行使した構造的パワーを検討するための具体的なアプローチを提示した。このアプローチについては、「3. 研究の方法」で示した通りである。

### <引用資料>

Strange, S. [1988], *States and Markets: An Introduction to Political Economy*, Pinter Publishers  
(西川潤・佐藤元彦訳 [1994]『国際政治経済学入門』東洋経済新報社 / [2020]『国家と市場  
国際政治経済学入門』ちくま学芸文庫)。

Underhill, G. R. D. [2000], *Global Money and the Decline of State Power*, In: Lawton, TC & Verdun, AC. (eds.), *Strange Power: Shaping the Parameters of International Relations and International Political Economy*, Routledge, pp. 115-135.

## (3) MiFID の形成過程に関する研究成果

石田 [2023] 第5章では、投資サービス指令 (ISD) とそれを改正した金融商品市場指令 (MiFID) を対象に、EUにおける株式市場規制、特に株式取引の内部化とそれに対する取引前の透明性に関する規制の変遷をについて検討した。以下、石田 [2023] 175-177ページに基づき、石田 [2023] 第5章の概要を示す。

第1節では、ISDを巡る交渉時期を対象に分析を行った。当時、イギリス、フランス、ドイツは異なる株式市場規制を持っており、それらの国の取引所は互いに競争関係にあった。そして、各市場の内部では主に国内の金融機関が仲介業務を担っていたが、例外的にロンドンには外国の金融機関が参入していた（第1段階の分析）。そのため、基本的に各国の金融機関と証券取引所は、自国の株式市場規制の維持を選好として持っていた。他方、ロンドンで活動する欧米の金融機関もまた、金融センターとしてのロンドンの地位を維持することを選好としていた（第2段階の分析）。そして、これらの選好に基づき、各国内で金融機関と政府との間で「共生関係」が構築され、さらに加盟国間でも一種の「共生関係」が構築された結果、ISDを巡る交渉はフランスを中心とする「地中海クラブ」とイギリス・ドイツを中心とする「北海同盟」との対立という形態をとることになった。最終的に、両陣営の妥協が成立し、集中義務は選択制となり、厳格な透明性規則も課されなかった。株式市場規制の調和が十分に実現しなかったことは、むしろ各アクターの選好と一致していたのである（第3段階の分析）。

第2節では、1990年代にEUの株式市場で生じた変化を明らかにした（第1段階の分析）。基本的な変化は、EUにおける株式流通市場の規模が大幅に増加したことである。大陸欧州の銀行はロンドンのマーチャントバンクを買収することで投資銀行業務に参入し、英米の銀行とともに、ロンドンを拠点として各証券取引所にリモートアクセスを行うようになった。また、特に英独の銀行は、株式取引の内部化を進めた。他方、証券取引所も株式会社化し、営利を追求する組織へと変貌した。つまり、基本的には、大手金融機関はEUレベルで、証券取引所は国内レベルで、強力な構造的パワーを行使する「源泉」を持つことになった。ただし、証券取引所の統合が進む中、取引所もまたEUレベルで構造的パワーを行使する「源泉」を持ちつつあった。

第3節では、EUにおける株式市場の変化に伴い、株式市場規制に対する民間アクターの選好が変化したことを示した（第2段階の分析）。金融機関は、国際的な投資銀行業務を円滑化するために株式市場規制の調和を求めると同時に、広く内部化を可能にするために集中義務の廃止を求め、かつ、高度の透明性規則を課すことに反対した。これに対し、証券取引所は、株式取引の仲介業務を確保し続けるために集中義務の維持を求め、仮に集中義務が廃止される場合にも取引所外取引にも同等の透明性義務を課すことを求めた。このように、資本市場における主要な民間アクターの選好は、ISDの交渉時期とは大きく異なるものになった。

第4節では、第2・3節を踏まえ、EUで活動する金融機関および証券取引所とEU諸機関やその構成員との間で構築される「関係」を明らかにし、MiFIDの交渉の各段階について選好実現度の評価を行った（第3段階の分析）。まず、欧州委員会と証券取引所との間で「共生関係」が構築された。MiFIDの交渉においては、証券取引所という強力なアクターが台頭していたことを一因として、このような「関係」が構築されたと考えられる。次に、欧州議会では、すでに一部の欧州議会議員と欧米の金融機関との間で制度化された「共生関係」が構築されていた。最後に、取引所が各国で組織されていることから、閣僚理事会を構成する各国の代表と各国の取引所との間で「共生関係」が構築される傾向があった。最終的に採択されたMiFIDでは、内部化に厳格な取引前の透明性義務が課されることになったものの、その対象は「体系的内部化業者」に限定された。この点で、MiFIDの「結果」において、大手金融機関の選好がかりうじて実現されたと言ってよいであろう。このことが、のちに市場の分断化やダークプールの出現を促すことになった。

以上のように、大手金融機関と証券取引所をアクターとする複雑な競争関係の変化を背景として、これらの民間アクターが特に「集中」と「透明性」を巡って異なる選好を持ち、それぞれ異なる形で構築された加盟国政府、欧州委員会、欧州議会議員との「共生関係」を介して、構造的パワーが行使されたことによって、ISDからMiFIDへの株式市場規制の転換が生じた。ただし、大手金融機関と証券取引所が、いずれも構造的パワーの「源泉」を持ち、両者が「対立関係」にあったことから、ISDやMiFIDにおいては大手金融機関の選好はいずれも部分的にしか実現

せず、その「勝者」はより曖昧なものになったのである。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計1件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 石田 周
2. 発表標題 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
3. 学会等名 日本国際経済学会
4. 発表年 2021年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 石田 周	4. 発行年 2023年
2. 出版社 文真堂	5. 総ページ数 340
3. 書名 EU金融制度の形成史・序説	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------