



—連載（第36回）—

スイス株式のEU域内証券取引施設における取扱規制について

■ 1. はじめに

スイス・EU当局は、本年7月1日、双方において暫定的に認証してきた証券取引施設（注1）に対する第三国市場同等性評価の延長を行わないこととし、これにスイス当局による追加対抗措置も加わり、スイス株式はEU域内の証券取引施設における上場・売買が制限されることとなった。本コラムでは、スイス株式のEU域内証券取引施設における取扱制限の概要等について紹介することとした。

なお、本文中の意見は執筆者に属し、必ずしも所属する組織の見解を示すものではない旨をお断りする。

■ 2. 概要

(1) 背景

まず、今回の事態に至った経緯等について

簡単に説明を行う。スイスはEU加盟国ではないものの、周辺をほぼEU加盟国に囲まれていることから、EUとの間の経済的な結びつきは非常に密接であることは言うまでもなく、その関係は金融市場についても同様である。このため、スイス・EU間ではこれまでも数多くの二国間協定が締結されており、証券取引施設関連を含む金融資本市場の分野についても、多くの二国間協定が締結されてきた。

ところが、金融資本市場分野とは異なる分野の話となるが、スイスにおいては2014年の国民投票により、EUからの移民数に上限を設ける案が可決され、この出来事を発端に、スイス・EU当局間で諸問題がヒートアップすることとなる。

国民投票の結果について責任を持つべき立場にあるスイス当局は、EU当局との間で板挟み状態に陥ることとなる。もともと、スイス・EU当局間においては、EU当局の意向により、数多くの二国間協定を一本化する検討



が進められていたが、スイス当局は、二国間協定の一本化が進められると、スイスがこれまで以上にEU法体系の中に組み込まれるリスクがあることから、こうした動きを回避すべく交渉が進められてきた。

こうした中、EUでは2018年1月に第二次金融商品市場指令（MiFIDII）／MiFIRが施行されることとなるのだが、このMiFIDII／MiFIRの中には、MiFIR23条（EU域内の証券取引施設における取引義務）の規定に基づき、EU域内の金融機関は、第三国市場がEUからの同等性評価を取得しない限り、当該第三国における証券取引施設での売買は制限される旨等の規定が設けられた。これにより、スイスはMiFIDII／MiFIRの規定に基づき、EUから「第三国市場同等性評価」を取得しない限り、EU域内の金融機関はスイス市場において売買を行うことができなくなった。

スイス・EU当局間は、交渉過程においていろいろな政治的駆引きも行われた模様だが、前述の二国間協定の一本化やスイス国民投票におけるEU移民数上限に関する交渉の経緯等もあり、EU当局からはMiFIDII／MiFIR等も含めた証券取引施設に関する第三国市場同等性評価については、「恒久措置」としてではなく、まずは「1年間（～2018年末）」の暫定期限が設けられることとなった。ここからも理解できるとおり、暫定期限の導入は、スイス市場の「証券取引施設に関する第三国市場同等性」自体に問題があったわけ

ではなく、スイス・EU当局間の本件とは全く関係のない事案に対する政治的駆引きの材料にされたといえる。

当該暫定期限は、当初期限であった2018年末が到来する直前には、土壇場における交渉の末、更に「半年間（～2019年6月末）」延長されることで合意したものの、こうした中、延長後の暫定期限であった2019年6月には、EUサイドにおいて、英EU離脱という新たな問題が絡み合うこととなる。

EUからみると英EU離脱をめぐるイギリスとの金融資本市場の取扱いをめぐる交渉は、イギリス金融資本市場が「国際金融市場」であり、「EUにおける中心的な金融市場」である点を踏まえると、英EU離脱後の取扱いをめぐる議論の重要性はスイスとの比較どころではなく、イギリスとの交渉は最後まで妥協することが許されない重要事案といえる。こうした中、EUからすると、目下のスイス・EU当局間交渉において、第三国市場同等性評価を簡単に認めてしまうと、イギリスからもそれを例として英EU離脱後のイギリス・EU間の関係においても、第三国市場同等性評価が付与されればよいとの余地を与えることとなる。

こうして多くの諸要素が複雑に絡み合う中、EU当局からすると、スイス当局との第三国市場同等性評価延長に関する交渉が、取りやめられたということになる。



(図表) スイスとEU間における証券取引施設に関する第三国市場同等性評価をめぐる経緯

年月	内容
2014年	スイス国民投票実施 EUからの移民数に上限を設定する案を可決
2017年12月21日	スイス・EU当局 証券取引施設に関する第三国市場同等性評価をめぐる交渉、暫定合意（2018年12月31日まで）
2018年1月3日	EUにおいてMiFIDII/MiFIR施行 →MiFIR23条（EU域内の証券取引施設における取引義務）の規定に基づき、EU域内の金融機関は、第三国市場がEUからの同等性評価を取得しない限り、当該第三国における証券取引施設での売買は制限する旨等の規定が設けられた。しかしながら、スイス・EU間については、2017年12月21日合意により、暫定的に第三国市場同等性評価を取得
2018年12月17日	スイス・EU当局 証券取引施設に関する第三国市場同等性評価をめぐる交渉、期限を再延長することについて暫定合意（2019年6月30日まで延期）
2018年12月20日	スイス当局、証券取引施設に関する第三国市場同等性評価を喪失した場合の対抗措置（案）について、ガイダンスを公表 →スイス国内に籍を置く発行体は、スイス当局が管轄する国内証券取引施設、及び相手国の市場参加者がスイス国内の証券取引施設においてスイス株式を自由に売買することが可能である場合の相手方証券取引施設に限り、スイス株式の上場を可能とする案等について公表
2019年6月	スイス・EU当局、証券取引施設に関する第三国市場同等性評価をめぐる暫定期限の延長交渉を継続
2019年6月24日	スイス連邦財務省（FDF） EUが証券取引施設に関する第三国市場同等性評価を継続しない場合、2018年12月20日公表の対抗措置を施行する旨公表（＝EU域内におけるスイス株式の上場・売買を原則制限）
2019年6月27日	スイス連邦財務省（FDF） 2019年7月1日以降、当該対抗措置を施行する旨公表
2019年6月30日	証券取引施設に関する第三国市場同等性評価、効力最終日
2019年7月1日	証券取引施設に関する第三国市場同等性評価、取りやめ

(出所) スイス取引所（SIX）ウェブサイトや新聞報道等をもとにJPX作成

(2) スイス・EU当局間の証券取引施設に関する第三国市場同等性評価の内容

ここで、スイス・EU当局間の証券取引施設に関する第三国市場同等性評価の内容について確認しておきたい。

EUでは、2018年1月3日以降、MiFID II・MiFIRが施行されているが、このうちMiFIR23条（EU域内の証券取引施設における取引義務）の規定に基づき、EU域内の金融機関は、第三国市場がEUからの同等性評価を取得しない限り、当該第三国における証

券取引施設での売買は制限される規定が盛り込まれている。スイス株式については、これまでEUからの第三国市場同等性評価が付与されることで、スイスにおける証券取引施設での売買が認められてきたわけだが、この第三国市場同等性評価の延長を本年7月1日以降、行わないこととしたことで、スイス管轄の証券取引施設とEU域内の証券取引施設との重複銘柄については、仮にスイス証券取引施設に当該株式が上場されていたとしても、EU規定上、EU域内の証券取引施設においてのみしか売買ができないということになる。



(3) スイス当局における対抗措置

こうした中、スイス当局は暫定期限が到来する直前の本年6月24日、スイスに籍を置く発行体等に対して新たな法規制を導入し、スイス・EU当局間において証券取引施設に関する第三国市場同等性評価の延長が行われない場合には、当該法規制を施行する旨を公表した（本対抗措置の施行日は実際には同年7月1日）。当該法規制の具体的な内容は、以下の2点である。

【スイス当局公表のスイスに籍を置く発行体等に対する法規制】

・スイスに籍を置く発行体は、スイス当局が管轄する国内証券取引施設に加え、相手国の市場参加者がスイス国内の証券取引施設においてスイス株式を自由に売買することが可能である場合の相手方証券取引施設に限り、原則、スイス株式を上場させることが可能。

・スイスの証券取引施設における取引参加可能参加者は、原則、スイス域内の金融機関に限定

つまり、スイス株式は、スイス国内の証券取引施設のほか、原則、米国や日本の証券取引施設等といった相手国の市場参加者がスイス国内の証券取引施設においてスイス株式を自由に売買することが可能な場合の相手方証券取引施設にしか上場は許可されないものであり、あわせてこの場合のスイスの証券取引施設においては、原則、スイス国内の金融機関等しか直接参加を認めないというものである。

新聞報道等によると、今回のスイス・EU間の証券取引施設に対する第三国市場同等性評価の喪失に伴い、スイスの証券取引施設は、何も対応措置を採らない場合、スイス・EU重複上場銘柄の売買をEU域内の証券取引施設に奪われてしまう等、大きな痛手を被ることが予想された。スイス当局の措置は、こうした対抗措置として、スイス株式の売買は原則、スイスが管轄する証券取引施設に限定させ、当該証券取引施設における売買参加も、原則スイス金融機関に限定させるというものである。

なお、この証券取引施設に関する第三国市場同等性評価については、対象証券は株式に限定されており、CB（Convertible Bond）のほか、ETF、デリバティブ商品等は今回の証券取引施設に関する第三国市場同等性評価の対象外である。また、証券取引以外の分野である「清算・決済」等の分野についても、今回の証券取引施設に関する第三国市場同等性評価の対象外であることから、当該分野への影響も特段ないということとなる。

■ 3. おわりに

今般のスイス・EU当局間の証券取引施設に関する第三国市場同等性評価の取りやめは、スイス当局からすると、数年前に実施したEUからの移民数に上限を設ける国民投票結果を踏まえ、何らかの対応を行わなければならないところを発端とし、これが予期せぬ



形となり派生した結果といえる。反対にEU当局からすると、本来は焦点化すべき案件ではなかった本件に対して、英EU離脱対応に対するイギリスへの「見せしめ」的な要素の面も大きい。このように、スイス・EU当局ともに当初は「後向き」の対応と位置付けながら交渉を開始したものの、他の要素も複雑に絡み合い、政治的焦点化した結果、議論がエスカレートして現状に至っているといえる。

スイス・EU当局によると、今回の証券取引施設に関する第三国市場同等待性評価の取りやめは、本年7月1日をもって既に施行されているものの、両当局ともに、相手方が何らかの妥協案を示すことで合意を得た場合には、施行中止も可能としており、双方ともに妥協余地を残す形となっている。

今回の騒動について、スイス取引所（SIX）のCEOであるJos Dijsselhof氏は、「スイス・EU間の制限措置が発効しても取引が中断することのないよう、長期間をかけてできる限りの影響軽減に努めてきた」としつつも、「今回の政治決定が長引けば、スイス経済にはマイナスの影響を及ぼす」とし、他の新聞報道等によると、「スイス株式への影響は、これから何週間または何か月もかけて徐々に影響が出てくるだろう。」との記事もみられる。

本件に伴う証券取引への影響等について、当社としても、引き続き今後の動向を注視していくこととしたい。

〔出所〕

- ・スイス連邦政府「Guidance Ordinance on the Recognition of Foreign Trading Venues for the Trading of Equity Securities of Companies with Registered Office in Switzerland」（2018年12月20日）
- ・スイス連邦政府財務省「FDF prepared to activate measure to protect Swiss stock exchange infrastructure」（2019年6月24日）
- ・スイス取引所（SIX）ウェブサイト「Exchange Equivalence」
- ・SwissInfo「What effect would an EU freeze have on the Swiss stock market?」（2019年6月28日）
- ・Financial Times「EU – based traders caught in Swiss ‘equivalence’ spat」（2019年6月30日）
- ・Financial Times「Will London be Berned like the Swiss?」（2019年7月6日）

（注1） 欧州では、証券取引に関しては、いわゆる証券取引所（規制市場）のほか、代替的取引施設（Multilateral Trading Facility：MTF）においても活発な取引が行われている。このため、本文中、証券取引所及び代替的取引施設等をあわせ、「証券取引施設」と表現することとする。

