

第13章 証券規制

1. 世界金融危機とドラロジエール報告 世界金融危機は、従前のEUの金融・証券規制体系の問題点を浮かび上がらせることとなった。そこで問題とされたのは「単一免許」制度の下における、「母国監督」制度が十分に機能してきていたかということであった。この根本的な見直しを提言したのが2009年2月に公表された『ドラロジエール報告』であった。

元フランス銀行総裁のドラロジエール氏を座長とする専門家グループがまとめたこの報告書は、4つの章で構成されている。第1章は「金融危機の原因」について分析された章であり、危機の要因として、過剰流動性・低金利などのマクロ経済環境（含むグローバルインバランス）、金融機関のリスクマネジメントの失敗とコーポレート・ガバナンス、不適切な規制と脆弱な監督（とりわけマクロプルーデンス上の監督）、危機管理の失敗等がバランスよく指摘されている。第2章以下では、合計31の具体的な提言がなされているが、まず第2章では「政策および規制の修復」に関する15の提案がなされており、EUレベルでのマクロ経済政策と規制政策についてのリンクについての分析を踏まえて、規制上の弱点の克服に向けて、欧州全体での首尾一貫したルールの実施、コーポレート・ガバナンスの強化、危機管理と危機解決のための諸施策が検討されている。第3章は、「EU金融監督の修復に関する提案」であり、危機の教訓として「適切なマクロ・プルーデンス監督の欠如」などの問題と欧州規模の金融機関への監督に関する諸問題がとりあげられ、EU金融監督システム構築に向けて、マクロ・プルーデンス監督を担うESRC（欧州システミックリスク評議会）（→現ESRB欧州システミックリスク理事会）およびマイクロ・プルーデンス監督を担うESFS（欧州金融監督制度）（→現ESA欧州金融監督機構）の創設等の9の提言がなされている。第4章は、「グローバル・レベルでのEUの取組み」に関するもので、FSF（金融安定化フォーラム）（→現FSB金融安定化理事会）の強化、多国籍総合金融機関に対する集団的監督強化、IMFの役割強化（早期警戒システム運営や危機国への支援枠等）、オフショア金融センターによる規制遵守等の7の提言がなされている。

この報告書に基づきEUは、92年の市場統合の際に構築された分散的な金融規制監督体制の根本的な改革に着手した。

『ドラロジェール報告』による31の提言

EU 金融規制の修復に関する提案	提言19	ESFS (現 ESA 欧州金融監督機構) 創設に向けた各国監督当局の強化 (2009-10年)
提言1 パーゼルⅡの抜本的見直し		
提言2 自己資本に関する EU 共通の定義	提言20	ESFS (現 ESA 欧州金融監督機構) 創設に向けた規制・監督権限・制裁体制の域内調和化 (2009-10年)
提言3 格付機関 (CRA) 規制		
提言4 時価会計原則の見直し	提言21	ESFS (現 ESA 欧州金融監督機構) 創設に向けたレベル3委員会の機能強化 (2009-10年)
提言5 ソルベンシー2指令 (保険分野) 実施		
提言6 監督当局の権限強化	提言22	ESFS (現 ESA 欧州金融監督機構) の創設 (2011-12年)
提言7 パラレル・バンキング・システムに対する規制導入	提言23	ESFS (現 ESA 欧州金融監督機構) の創設に向けた2段階計画の開始
提言8 証券化商品・デリバティブ規制強化	提言24	ESFS (現 ESA 欧州金融監督機構) の機能に関する事後点検 (設立後3年以内)
提言9 投資ファンド・証券保管機関への規制		
提言10 EUのコア・ルールの調和化		グローバル・レベルでのEUの取組み
提言11 金融機関のコーポレート・ガバナンス強化	提言25	FSF (金融安定化フォーラム: 現FSB金融安定理事会) による金融規制の国際的収斂
提言12 金融機関の内部リスクマネジメント強化		
提言13 金融危機管理のための規制枠組み構築	提言26	多国籍総合金融機関に対する監督当局カレッジ
提言14 預金保険制度 (DGS) の域内調和化	提言27	IMFによる金融安定のための早期警戒システムの開発と運営
提言15 複数国に跨る危機解決の際の負担問題		
EU 金融監督の修復に関する提案	提言28	規制の不十分な国・地域やオフショア金融センターによる国際基準の順守
提言16 ESRC (現 ESRB 欧州システミックリスク理事会) の創設	提言29	金融危機や国際収支危機に直面した国への IMF の支援枠強化
提言17 ESRC (現 ESRB 欧州システミックリスク理事会) と EFC (経済金融委員会) によるリスク警戒システム	提言30	新しいグローバル経済・金融アーキテクチャーにおける EU 代表権のあり方
提言18 ESFS (現 ESA 欧州金融監督機構) 創設に向けて	提言31	主要なパートナー国との間の金融規制を巡るバイラテラルな対話強化

〔出所〕『ドラロジェール報告』より作成。

2. ESFS (欧州金融監督システム) (1)－ ESRB － 『ドラロジュール報告』
第3章の金融監督に関する提言に従って、2011年1月新しいEUの金融監督システムが構築された。

『ドラロジュール報告』は、それまでの、構成国監督当局に依拠し、しかもマイクロ・プルーデンス監督の分野に限られていたEU域内の金融監督体制を抜本的に改め、マイクロ・プルーデンス監督とマクロ・プルーデンス監督双方の分野において、それぞれEUレベルの監督機関の創設を提案していた。

それを受けて、11年1月、マクロ・プルーデンス監督の分野ではESRB(欧州システミックリスク理事会)が、またマイクロ・プルーデンス監督の分野ではESAs(欧州金融監督機構)が創設された。ESFS(欧州金融監督システム)は、ESRBとESAsに、ESA合同委員会(Joint Committee)と各国の金融監督当局を加えたEUの金融監督ネットワークに他ならない。

ESRB(欧州システミックリスク理事会)の目的は、EUレベルのマクロ・プルーデンス監督である。過剰流動性や世界的低金利、特定国での資産市場バブル、グローバルインバランス等が世界金融危機の背景となったことからわかるように、マクロ・プルーデンス監督の重要性は増大している。にもかかわらず、従来のEU金融監督体制は、個別金融機関に対するマイクロの監督を軸に構築されてきた。そこで、ECBを核として創設されたのがESRBである。

年4回開催されるESRB理事会は、ECB総裁が理事長、構成国中央銀行総裁とESA合同委員会議長が副理事長を務め、ECB副総裁、三つのESA長官、欧州委員会委員などが参加する。ESRBの目的は、EU金融システムのマクロ・プルーデンスに係る側面を監視し、EU金融システムの安定性を損ねる恐れのあるシステミックリスクを予防・軽減することにある。そのために、必要な情報の収集と分析、システミックリスクの特定と順位付け、深刻なシステミックリスクが特定された場合の警戒や勧告の発出などを行うことになっている。

11年1月の創設以来、ESRBは、EBA(欧州銀行監督機構)が行うストレステストへのマクロ・プルーデンス監督面からの対応、ソブリン危機への対応、シャドーバンキングの監視などを行っている。

マイクロ・プルーデンス監督とマクロ・プルーデンス監督

- 145) 過去数年の経験は、マクロ・プルーデンス監督とマイクロ・プルーデンス監督間の重要な差異を目立たせた。両者は、本質的にも運用の面でも明らかに密接に結びついている。両者とも必要であり、本章の対象となる。
- 146) **マイクロ・プルーデンス監督**は、世界中で伝統的に監督当局の関心の的となってきた。マイクロ・プルーデンス監督の主目的は、個別の金融機関の経営困難（distress）を監督し抑制することにより、当該金融機関の顧客を守ることである。金融システム全体が共通のリスクにさらされかねないという事実は、必ずしも常に十分に考慮されているわけではない。しかし、個別金融機関の破綻を予防することによって、マイクロ・プルーデンス監督は伝染のリスクとそれに続く金融システム全体の信認に関する負の外部性を予防（あるいは少なくとも緩和）しようとする。
- 147) **マクロ・プルーデンス監督**の目的は、経済全体を生産の著しい損失から守るために、金融システム全体の混乱を抑制することである。金融システムにとってのリスクは、原則として、ある金融機関が当該国との関係や、あるいは他の諸国における多数の支店・子会社との関係で十分に大きければ、その一金融機関のみの破綻から生じうるが、はるかに重要な広範囲のシステミックリスクは多数の金融機関が同じリスク要因に共通してさらされていることから生じるのである。したがって、マクロ・プルーデンスの分析は、共通のあるいは相関性のあるショックに、そして伝染の連鎖反応やフィードバック効果を誘発するような分野へのショックに対して、特に注意を払わねばならない。
- 148) **マクロ・プルーデンス監督**は、マイクロレベルの監督に何らかのインパクトを与えることができなければ意味あるものとはならない。一方で、マイクロ・プルーデンス監督は、マクロレベルの情勢を適切に考慮せずには金融安定性を効果的に守ることはできない。

[出所] 『ドラロジュール報告』パラグラフ145-148。

3. ESFS (欧州金融監督システム) (2)－ESAs－ 世界金融危機で明らかになったEUのマイクロ・プルーデンス監督の問題点としては、脆弱な監督権限、監督当局の各種リソース不足、国境を越えて展開する金融機関に対する本国・受入国間の不適切な監督、監督当局間の協調や連携の欠如、当局間での共通の決定を下すための手段の欠如など枚挙に暇ない。

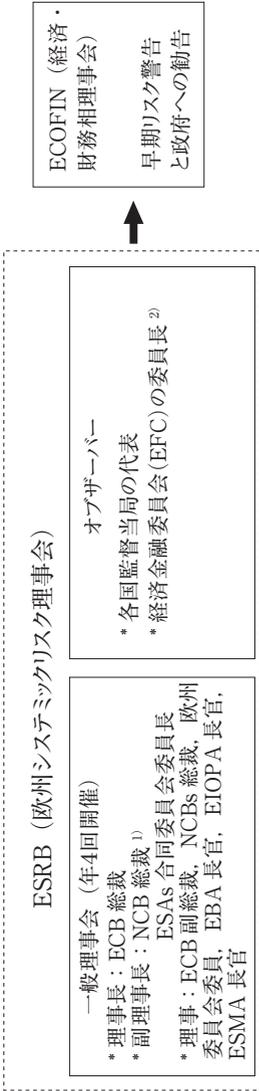
『ドラロジュール報告』では、EUレベルでの法人格を備えた監督機構の創設が提案され、それを受けて2011年1月EBAs(欧州金融監督機構)が創設された。ESAsは、従来EU域内の監督を分野別に担ってきた三つの監督委員会、即ちCEBS(欧州銀行監督者委員会)・CEIOPS(欧州保険・企業年金監督者委員会)・CESR(欧州証券監督者委員会)を、法人格を有するEUレベルの三つの監督機構、即ちEBA(欧州銀行監督機構)、EIOPA(欧州保険・年金監督機構)、ESMA(欧州証券市場監督機構)へとそれぞれ格上げしたもので、それら三つの機構を総括する合同委員会(Joint Committee)も同時に設置されている。各機構の長官と合同委員会委員長は、マクロ・プルーデンス監督を担うESRB(欧州システミックリスク理事会)の一般理事会にも参加する。

日々の金融機関の監督は引き続き各国監督当局がおこなうのに対して、これら三つの監督機構は、従来の監督者委員会が担ってきた権限に加えて、各国当局間の調停、拘束力を伴う監督基準の採用、監督当局カレッジ(国境を超える大規模金融機関を担当する監督チーム)の監視と調整、ESRBとの拘束力を伴った協力などの権限を有する。それにより調和化された単一のルールおよび一貫した監督慣行のEU全体への適用が保証され、危機の際にもより協調した対応が可能となる。

既に11年初の創設以降、EBAは同年7月に銀行健全性に対するストレステストを公表し、またESMAは格付け機関の監督機関として活動を開始するなど、マイクロプルーデンス監督に係る各種の業務を行っている。

こうして、世界金融危機への対応を通じて、EUの金融監督体制は、構成国監督当局主体の協議体から、EUレベルでの権限を備えた連邦型金融監督制度へと大きく飛躍することになったのである。

ESFS (欧州金融監督システム)



マクロ
ルー
ス監督

ミクロ
ルー
ス監督

(出所) Commission of the EC (2009), *Communication, European financial supervision*, COM(2009)252final および ESRB, EBA, EIOPA, ESMA のホームページ等から作成。
 (注) 1. NCBs: EU 構成各国中央銀行 National Central Banks.
 (注) 2. 経済金融委員会 (EFC: Economic and Financial Committee): 通貨統合時に創設された委員会で、EU および構成国の経済金融情勢を関係理事会や欧州委員会に報告する義務を持つ。

4. EUの新しい金融規制体系 『ドラロジュール報告』の金融規制に関する諸提言を受けて、EU金融規制についても大幅な見直しが進んだ。改革の柱は3つある。

第1が、「パラレルバンキングシステム」関連の新規規制の導入である。EU域内の金融機関が米国の「影の銀行制度」(EUではこれをパラレルバンキングシステムと呼んでいる)に深く関与し、米国発の危機を欧州で顕在化させたことを憂慮し、従来規制の枠外に置かれていたこうした領域に新たにEU規制の網をかけた。ヘッジファンドに対しては許可制、自己資本規制導入、投資家への開示強化などが、デリバティブ分野では、透明性の強化、取引情報の把握、清算の際の中央清算機関の利用などが、また空売りについては一定ルールに従った市場への開示義務の導入などが、それぞれEU指令もしくはEU規則により定められた。また格付け機関についても、十分な情報を欠く格付けの禁止、格付けモデルの開示、ESMAへの登録などが義務付けられている。

第2に、既存のEU規制については、何よりも銀行の自己資本比率指令CRD(Capital Requirements Directive:自己資本比率指令)において、証券化・再証券化など「影の銀行制度」に関連する自己資本要件の強化、ボーナスの繰り延べ等の規制、外貨建て住宅ローンの要件強化などの対応が相次いだ。

第3に、危機発生後の金融機関の破綻処理や預金保険についても、2012年以降、ユーロ危機に対する制度改革の一環(銀行同盟)として強化が行われている。銀行の破綻処理については、10年に処理に係る費用を賄うための基金について通達が出されたが、ユーロ危機後は破綻時の統一的処理を定めたSRM(単一破綻処理メカニズム)とそのための資金プールSRF(単一破綻処理基金)が創設されている。預金保険制度については、従来EUの最低限調和原則によりその最低保証額は2万ユーロと定められ、各国は2万ユーロ以上であれば自由に保証額を定めることができた。リーマンショック後はそうした分権方式が改められ、EUでの預金保証額は一律10万ユーロに引き上げられて統一化され、さらに保証額の迅速な支払いが決められた。12年以降は「銀行同盟」の一環として、EDIS(欧州預金保険制度)創設に向けた議論も続けられている。

5. MiFID II 「金融商品市場指令(MiFID)」の前身は、EU域内の投資業者と取引所に係る単一免許を最初に定めた1993年の「投資サービス指令(ISD)」である。90年代以降、より多様な投資家が市場に参入し、より複雑で広範な金融サービスや金融商品への投資が行われる中、ISDを大幅に拡充したMiFIDが04年に採択され、07年11月から実施に移されている。

MiFIDは、①投資アドバイスの提供を投資サービス業の認可対象とし、②コモディティ関連のデリバティブなどを金融商品の対象に加え、③従来の「規制市場(regulated market)」に加えMTF(多角的取引システム)の運営などを含む包括的な規制枠組みを構築し、そこでの透明性要件も定めた。

しかし08年の世界金融経済危機により、EU金融市場がその機能や透明性においてなお弱点を有していることが露呈した。また金融市場の発展により、OTCを含む金融商品市場に係る規制枠組みを強化することで、透明性の拡大、一層の投資家保護、信認の強化、規制の拡充、監督当局の権限強化を図る必要が生じた。そこで14年、第2次金融商品市場指令(MiFID II)が金融商品市場規則(MiFIR)とともに採択され、18年1月から施行されている。

MiFID IIにおける改訂の骨子は以下の通りである。(1) 新たな市場構造枠組みとして、従来の「規制市場」「MTF」に加えクロッシング・ネットワーク等をカバーする「組織化された取引施設(OTF)」を設けた。(2) 市場透明性の向上策として上述の3つの市場カテゴリーで取引される広範な金融商品について透明性要件を課した。その際、取引施設におけるエクイティ商品に係る取引前透明性の適用除外に関連してダークプール規則を導入した。(3) アルゴリズム取引に関して、投資業者が服すべきリスク管理・情報管理に係る各種の義務やマーケット・メイキングを行う場合の義務等の規制を新たに定めた。(4) 商品デリバティブ市場に関し、CCPを通じた清算の対象で流動性のあるデリバティブについて、3つの市場カテゴリーのいずれかでの取引を義務付け、ポジション・リミットも義務付けた。(5) 投資家保護の一層の強化策として、独立アドバイスを提供する場合の投資業者の要件を拡充し、投資助言サービスを単独で提供する場合の義務についても新たに規定した。(6) 第三国の投資業者がEU市場にアクセスする際の統一的な同等性評価の枠組みを導入した。

MiFID II による改正のポイント

<p>1. 新たな市場構造の枠組みの導入</p> <p>ア 新たな取引施設のカテゴリー（OTF）を創設</p> <p>イ 株式及びデリバティブ取引に取引義務を導入</p> <p>ウ OTF における取引執行にかかわる規制</p> <p>（1）OTF 及び MTF 双方に課せられる規制</p> <p>（2）OTF に限って課される規制</p>
<p>2. 市場透明性の向上</p> <p>ア 取引施設の取引前・取引後透明性要件</p> <p>（1）取引施設における取引前透明性要件</p> <p>（2）取引施設における取引後透明性要件</p> <p>イ 取引の透明性要件にかかわる適用除外</p> <p>（1）取引施設におけるエクイティ商品にかかわる取引前透明性の適用除外（ダークプール規制）</p> <p>（2）取引施設における非エクイティ商品にかかわる取引前透明性の適用除外</p> <p>（3）取引施設における取引後情報の開示の遅延及び適用除外の許可</p> <p>ウ 組織的内部執行業者の気配値公表義務及び適用除外</p> <p>エ 投資業者による当局への取引報告義務</p> <p>（1）投資業者による取引の報告</p> <p>（2）取引記録の保存</p> <p>オ データ集約の向上と効率化</p> <p>カ CCP・取引施設への非差別アクセス</p> <p>（1）CCP による取引施設への非差別アクセスの提供</p> <p>（2）取引施設による CCP への非差別アクセスの提供</p> <p>（3）認可ベンチマークへの非差別アクセスおよび義務</p>
<p>3. アルゴリズム取引に対する取引規制の導入</p> <p>ア アルゴリズム取引にかかわる投資業者の義務</p> <p>（1）体制整備と情報管</p> <p>（2）マーケット・メイキングを行う場合の義務</p> <p>（3）直接電子アクセス</p> <p>イ 取引施設に求められる義務：マーケット・メイキング、値幅制限及び誤取引の拒絶、サーキットブレーカー、アルゴリズム取引の検証、直接電子アクセス、コロケーション、手数料体系</p> <p>ウ ティック・サイズ（呼値単位）</p>
<p>4. 商品デリバティブ市場に対する監督権限の強化</p> <p>ア デリバティブ取引の取引施設を通じた執行義務</p> <p>イ コモディティ・デリバティブのポジション・リミット</p> <p>（1）ポジション・リミット</p> <p>（2）ポジション報告</p>
<p>5. 投資家保護の強化</p> <p>ア 独立アドバイスを提供する場合の投資業者の義務</p> <p>イ 金融商品のモニタリングと介入</p> <p>ウ 取引執行に関連したデータの公表</p>
<p>6. 第三国の EU 市場へのアクセスを認めるための統一的な枠組みの導入</p>

〔出所〕 大橋善晃（2014）「第2次金融商品市場指令（MiFID II）の概要」日本証券経済研究所より。