

EU 証券規制の新展開：その背景と現状

岩 田 健 治

要 旨

EU では、1992年の市場統合の際に、域内の証券会社に対する単一免許制度を定めた「投資サービス指令（ISD）」が施行され、また市場法関連においても上場関連の一連の指令やインサイダー取引規制等の EU 法が整備され、資金調達者・証券業者・投資家にとっての域内市場が構築された。

しかしながら、99年以降「金融サービス域内市場のための行動計画（FSA P）」や「欧州証券市場の規制に関する賢人委員会報告（ラムファルシー委員会報告）」などが矢継ぎ早に出され、市場統合時に整備された一連の証券法の全面的な手直しが進んでいる。こうした手直しの背景としては、①92年市場統合の際に残された残存障壁の除去、②92年市場統合による EU 証券法整備の結果、域内の市場の側で生じた種々の変化（金融機関や取引所のコンソリデーション等）への新たな次元での対応、③グローバル化や ICT（情報通信技術）革命といった外的環境変化への適応、などの要因が考えられる。

ラムファルシー報告では、証券立法・政策実施プロセス自体にメスが入れられ、欧州証券委員会（ESC）、欧州証券監督者委員会（CESR）などの諮問・規制機関が創設されている。これにより EU 証券立法・政策実施プロセスの迅速化・透明化が実現した。

この新プロセスのもとで、ISD や市場法関連の諸指令の見直しが急ピッチで進んでおり、2003年末にも新しい EU 証券法体制が完成する。それにより、グローバル化や ICT（情報通信技術）化に迅速・柔軟に対応可能な新しい立法・政策実施プロセスを備え、ユーロ導入のメリットを十分に引き出すことができる、完成度の高い「EU 域内証券市場」が出現することになる。

目 次

はじめに

I. EU 経済法修正のパターン

II. 金融サービス行動計画とラムファルシー委員会報告

1. FSAP (金融サービス域内市場のための行動計画)
2. ラムファルシー委員会報告
3. ラムファルシー体制下の新しい立法・政策実施手続き

III. ラムファルシー手続きに基づく FSAP の具 体化作業

1. 投資サービス指令 (ISD) の修正 (案)
2. 欧州単一目論見書指令 (案)
3. 上場企業の情報開示指令 (案)
4. 市場不正行為規制指令 (案)
5. UCITS 修正指令

結びに代えて

はじめに

2000年に入って、EU 証券規制分野で新たな動きが生じている。

EU は1992年市場統合の一環として、一連の EU 金融法体系を構築し、金融サービス面において EU 域内の単一市場が成立している。特に証券分野では、域内の証券会社に対する単一免許制度を定めた「投資サービス指令 (ISD)」と証券会社の自己資本比率を定めた「適正資本金指令」を柱としつつ、それらを上場関連の一連の指令やインサイダー取引規制等の法律が補完することによって、業者・調達者・投資家にとっての域内単一市場が EU 法の上では形成されている¹⁾。

しかしながら2000年以降、これら既存の EU 証券法体系見直しの動きが急ピッチで進んでいる。なぜ既存の EU 証券法体系に手を加える必要が生じたのだろうか。またそれらの法体系は、どのような方向で見直されようとしているのであろうか。

本稿では、I にて EU 経済法改正の動きの一般的要因について、若干の整理を行った上で、II では証券分野での EU 法改正の動きのベースとなっている「FSAP (金融サービス域

内市場のための行動計画)」と「ラムファルシー委員会報告」の骨子を紹介する。その上で、III で主要な修正指令提案を概観することにより、90年代後半以降の EU 証券規制体制の最新の動きを整理してみたい。

I. EU 経済法修正のパターン

EU 金融統合とは、EU 金融法の体系の形成と施行を通じた「国家としての EU」による「上から」の単一 EU 金融市場の法的枠組みの形成と、それに呼応する市場参加者による「下から」のレスポンスという二つの要素が相互に絡み合ったものである。この点を踏まえた上で、一般に EU 経済法が新設もしくは修正される理由を、要因別に分類してみたい。

第1は「残存障壁撤廃型」法改正である。それは、①EU 構成国が政治的な利害調整に失敗してデッドロック状態に陥り EU 法が制定できなかったか、または各国間の妥協の結果、暫定的に制定されている場合、もしくは②仮に制定されたとしても EU 法が当初の思惑通りに、市場の側に変化をもたらさなかった場合に生じる。1992年の市場統合の完成後に、欧州委員会はその後総括として膨大な「単一市場レビュー (SMR: Single Market Review)」を

公表し、経済の各分野における市場統合の成果と残存障壁の特定を行ったが、そこで特定された残存障壁を EU 法改正で除去しようとする微調整 (fine-tuning) 過程は、まさしくこの「残存障壁撤廃型」の法改正に該当しよう²⁾。

第 2 は「統合深化型」法改正である。上のケースとは逆に、十分に目的適合的な EU 法が実際に施行されれば（市場統合や通貨統合など）、市場の側がそれに対応することになる。しかしながら、市場の側の対応の一部が当初の想定を超えてしまったために（取引所の合併など）、新たな次元で問題が提起され、もう一度 EU 法にフィードバックして経済法の見直し（取引所への単一免許附与など）を行う必要が出てくる。この過程は、EU 域内で国家（政治）と市場（経済）とが相互に好循環を繰り広げながら高次の統合へ向かう過程であり、EU 統合にとっては最も内在的でダイナミックな発展過程である。

EU 法改正の第 3 のパターンは「環境変化適応型」である。EU 経済法が策定される際に想定されていなかった外部の新しい動き、例えば IT 革命のような技術革新やグローバル化のような世界的な経済環境の変化等々が、それに呼応する EU 法制の見直しを迫っている場合である。Ⅲでみる ATS などの新しい取引インフラに対応する法規制や、ICT 化を担う新興企業の資金調達を支える法的インフラ整備（EU 単一目論見書など）も欠かせない。またグローバル化との関連では、EU は会計基準の世界的標準化等への対応も迫られている。

以下に見る EU 証券法改正の動きは、上記の三つのパターンが複合したものと位置づけることができる。それぞれの要因に立ち戻りながら、今回の改正の内容と特徴を把握していき

い。

Ⅱ. 金融サービス行動計画と ラムファルシー委員会報告

I で見たような諸要因の絡み合いのなかで、EU の証券法の見直しが行われている。ここでは、先ず今回の EU 証券法改正の基礎となっている二つの文献——「金融サービス域内市場のための行動計画 (FSAP)」および「ラムファルシー委員会報告」——を手がかりに、その背後にある要因について考える。そして後者が定める新たな証券立法プロセスについて概観することにしたい³⁾。

1. FSAP（金融サービス域内市場のための行動計画）

I で触れた欧州委員会の 1997 年「単一市場レビュー (SMR)」では、金融サービス分野では、1992 年市場統合による成果がまだ十分に現れていないという結論が出されている。FSAP (Financial Services Action Plan；金融サービス域内市場のための行動計画) は、こうした SMR の報告結果を受けて欧州委員会が立ち上げた市場統合のフォローアップ計画であった⁴⁾。同計画は、1998 年 6 月のカーディフ欧州理事会にて検討が開始され、翌 99 年 5 月に正式に公表された。基本的に FSAP は「残存障壁撤廃型」のイニシアティブであり、市場統合の際に整備された EU 金融法体系の「微調整」を意味するものであったといえる。

FSAP の対象は、金融サービスの全分野に及ぶが、それらが四つの戦略目標に区分され、それぞれに具体的措置と施行期限が示されている。そこで提案されている措置は 42 項目に及

ぶ。ここにいう4つの戦略目標とは、①単一 EU ホールセール市場 (19項目)、②オープンで安全なリテール市場 (9項目)、③最新の健全性規制と監督 (10項目)、④他の一般目標 (最適な単一金融市場のための諸条件) (4項目) である⁵⁾。FSAP は、新たな立法措置を通じて、これら42項目の「残存障壁」の撤廃を目指したのであった。

FSAP は、提案当初「ユーロ導入による得られる利益を最大化する」⁶⁾ という理由から、実施期限をユーロ現金が導入される2002年に設定していたが、その後進展が遅れ2000年には、期限内の実施は不可能とみなされるようになった。

2. ラムファルシー委員会報告

ところが、2000年に入ると、この FSAP に ICT (情報通信技術) 化のための金融インフラ形成という「環境変化適応型」の新たな追い風が加わった。同年3月にリスボンで開催された特別欧州理事会 (EU 首脳会議) は、ICT 化を通じて EU を世界で最も競争力のある「知識基盤経済」へと変革するという EU の今後10年の新戦略目標を定めた⁷⁾。金融サービス部門も、欧州経済の ICT 化と新たな成長のためには資本配分の改善と資本コストの低下を実現できる効率的な金融市場が必要であるという認識に基づき、重要な戦略的地位が与えられた。そのため、FSAP の42項目の優先順位が新しい戦略目標に沿って並び替えられ、また施行期限も既にリアリティを喪失していた2002年から、新たに2005年へと設定され直された。リスボン特別欧州理事会を境に、EU の金融サービス市場統合は新たな戦略目標を獲得し、改革のスピードが加速した。

同年6月には、ラムファルシー元 EMI (欧州通貨機関=ECB の前身) 総裁を座長とする「欧州証券市場の規制に関する賢人委員会 (通称ラムファルシー委員会)」が創設された。同委員会設置の目的は、新しい金融市場統合のイニシアティブのためには従来型の規制の枠組みでは不十分であるという認識に基づき、証券分野に焦点を絞って規制体制の抜本的改革を行おうとするものである。同委員会は、2000年11月に中間報告を、また2001年2月には、EU 各国の金融サービス業界や規制・監督当局注視のなか、最終報告書を公表した⁸⁾。

中間報告では、EU の証券規制体制が直面する諸課題が次のように指摘されている⁹⁾。

調達者：証券発行会社にとっての EU 単一市場はまだ実現していない。また価格変動をもたらすような、市場および企業の情報開示規制が構成国毎に大きく乖離している。会計規則も調和化されていない。

投資家：プロの投資家は、国毎に異なる業務行為規則に服することを余儀なくされ、リテールの投資家も、国毎に異なる消費者保護規制に直面する。相場操縦についての定義が存在しない。また国境を越えた清算・決済は、担保についての規定が国毎にばらばらであるためスムーズに行われていない。

市場および取引システム：組織された市場および取引システムに関する単一免許が存在していない。店頭 (OTC) 市場が EU 指令の蚊帳の外に置かれている。

証券会社：単一免許は存在するものの、各国で業務に即したルールがあるために、大幅に異なる監督体制に服することを余儀なくされている。

規制当局：2001年初現在 EU 域内には約40

表1 EU 証券規制改革を巡る動き

年月日	動 き
1997年	
12月	FESCO（欧州証券監督者フォーラム）創設
1998年	
4月	★欧州委員会「RCAP（リスク・キャピタル行動計画）」策定
6月15-16日	カーディフ欧州理事会「金融サービス単一市場改善へ向けた行動指針」具体化を欧州委員会に要請
7月17日	欧州委員会「UCITS（投資信託）修正指令（案）」
10月28日	欧州委員会「金融サービス：行動のための枠組み」（COM [1998] 625）
12月11-12日	ウィーン欧州理事会「金融サービス政策グループ FSPG」を創設
1999年	
1月1日	単一通貨ユーロ導入
5月11日	★欧州委員会「FSAP（金融サービス行動計画）」（COM [1999] 232）
10月	欧州委員会「リスク・キャピタル通達」（COM [1999] 493）公表
11月	欧州委員会「FSAP 第1次報告」（COM [1999]）
2000年	
1月	欧州委員会「金融部門の規制・監督機関に関する取決めにについて」
3月23-24日	★リスボン特別欧州理事会：EU の今後10年に向けた「新戦略的目標」を制定。 FSAP の実施期限を遅くとも2005年と設定。
5月30日	欧州委員会「FSAP 第2次報告」（COM [2000] 336）
6月17日	ECOFIN（経済相・蔵相理事会）「賢人委員会」（ラムファルシー委員長）設置
11月9日	賢人委員会「欧州証券市場の規制に関する中間報告」
11月27日	欧州委員会「FSAP 第3次報告」（COM [2000] 692）
12月7-10日	ニース欧州理事会「賢人委員会中間報告」「FSAP 第3次報告」に賛意を表明
2001年	
2月15日	★賢人委員会「欧州証券市場の規制に関する最終報告」（ラムファルシー委員会報告）
3月24-25日	ストックホルム特別欧州理事会「ラムファルシー委員会報告」を承認。 証券市場統合の期限を2003年末に設定。
4月2日	欧州委員会「国境を越えた証券取引の清算・決済」に関するパブリック・コメントの募集を開始⇒ 5.4まで
4月26日	欧州委員会「金融コングロマリット監督指令（案）」
5月30日	欧州委員会「市場不正行為規制指令（案）」
—	欧州委員会「欧州単一目論見書指令（案）」
6月6日	欧州委員会：ESC および CESR 創設
7月17日	「上場企業の情報開示」に関する第1回パブリック・コメントの募集⇒9.30まで
9月14日	ISD 改正に向けた第1回パブリック・コメントの募集
9月21日	ESC 第一回会合
11月23日	「EU 域内国境を越えた清算・決済システムに関する報告（ジョヴァニーニ報告）」
12月4日	財務相理事会「UCITS(投資信託)修正2指令—ファンド関連指令および運用会社関連指令」採択
2002年	
1月1日	単一通貨ユーロ現金導入開始（～2月末）⇒通貨統合完成
4月22日	ISD 改正に向けた第2回パブリック・コメントの募集
5月8日	「上場企業の情報開示基準」に関する第2回（最終）パブリック・コメントの募集⇒7.5まで（年 末までに上場企業の情報開示基準指令（案）を提出予定）
2003年～	
2003年末	RCAP（リスク・キャピタル行動計画）の実施期限。 FSAP（証券市場分野）の実施期限。
2004年末	ラムファルシー報告による諸改革実施期限。
2005年末	FSAP 実施期限。

〔出所〕EU ホームページ等各種資料より筆者作成。

の規制・監督機関が存在するが、これは「効率的なシステムと呼ぶには多すぎる数」である。

こうした諸課題に迅速に対処していくために、ラムファルシー委員会報告は、次に見るような新しい EU 証券立法・政策実施プロセスを定めたのである。

なおラムファルシー委員会報告を公式に承認した2001年3月のストックホルム特別欧州理事会において、同委員会報告の指摘に従い、FSAPの証券分野に関しては、施行期限が2005年から2003年に前倒しされた。

3. ラムファルシー体制下の新しい立法・政策実施手続き

ラムファルシー委員会は「EUがその諸目標を完遂し、またFSAPが期限内に施行されるためには、規制上の改革が必要とされる」¹⁰⁾という結論に達した。

同報告は、従来のEU証券立法プロセスの問題点を次のように指摘する¹¹⁾。

第1は、立法までのスピードの遅さである。通常、欧州委員会の提案から、最終的なEU法の採択までに平均で2年以上がかかり、金融サービス分野ではさらに多くの時間が費やされている。

第2は、柔軟性の欠如である。現行システムにおいては、どのように小さなテクニカルな市場の変化であっても、欧州委員会による大袈裟な提案とその後の立法プロセスを経る必要があり、これでは市場の変化に迅速に対応できない。また欧州委員会が指令案を準備する過程で、各国の金融行政当局や市場関係者に諮問する際の手続その他についての合意も存在していない。

第3の問題は、EU金融法制自体が曖昧であ

る点にある。何よりも文面自体が曖昧であり（例としては後述する投資サービス指令の第11条業務行為規範）、また各国当局間のネットワークを通じた実効的な協力の欠如から、各国国内法への移行の段階でさらに曖昧となる。

第4の問題は、現行プロセスでは、核心となる持続的で本質的な枠組みに関する原則と、実務的で柔軟に変化可能な実施規則との間の区別がなされていないという。

こうした現行システムが抱える問題にも拘らず証券市場は早いペースで変化しており、それ故に新しい証券規制体制の構築が不可欠ということになる。

(1) 新立法プロセス－4段階アプローチ

そのために提案されたのが、次のような4段階アプローチによる新しいEU証券立法・政策実施プロセスであった（図1）。

レベル1 大枠の原則策定

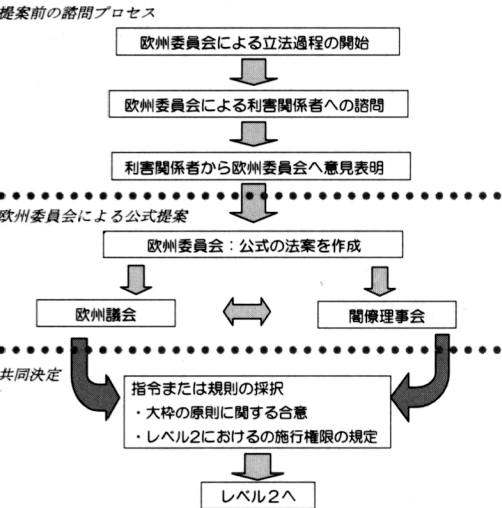
このレベル1は、新たに行おうとする個別の立法提案の政治的原則と大枠を確定するプロセスである。①欧州委員会が新たな法律が必要と考えた場合、先ず市場参加者、証券発行企業、投資家等に諮問し、それらの見解を集約する。②次に欧州委員会は、欧州議会または閣僚理事会に正式な提案を行う。③最後に議会と閣僚理事会との共同決定手続により、大枠の原則と実施権限が明記された指令／規制を採択する。

レベル2 法案の技術的詳細を確定

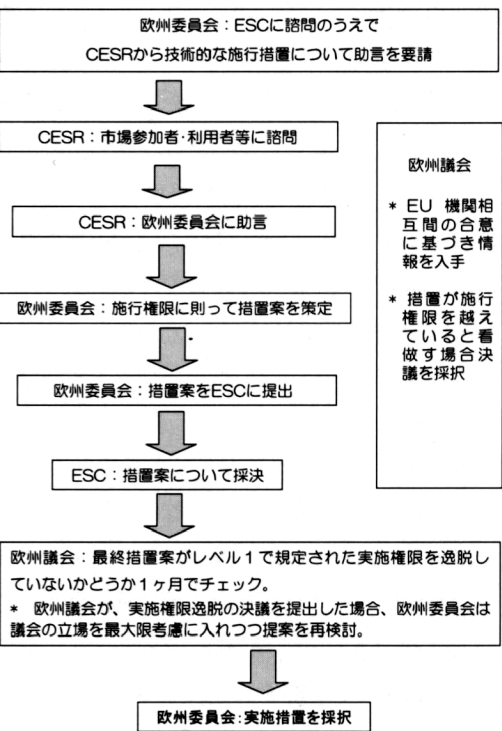
レベル2では、レベル1で確定した大枠に沿って、実施の際の技術的詳細を確定するプロセスである。このプロセスのために、規制機関であるESC（European Securities Committee：欧州証券委員会）と、諮問機関としてのCESR（Committee of European

図1 ラムファルシー委員会による4レベル・アプローチ

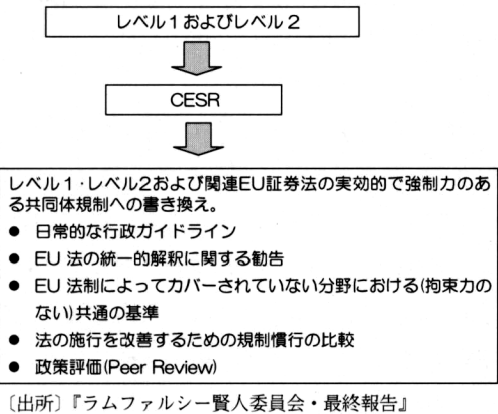
レベル1 大枠の原則を策定



レベル2 技術の詳細の決定



レベル3 構成国における実施



諸措置についての助言を求める。CESR は、市場参加者・投資家等の意見をもとに欧州委員会に助言を行う。②次に欧州委員会は、実施措置案を作成し、それを ESC に提出し、ESC がその可否について採決を行う。③欧州議会は、最終法案を審議し、1ヶ月以内にそれがレベル1で定められた実施権限を逸脱していないかどうかをチェックする。欧州議会が不適当と認めた場合、欧州委員会はその提案についての再検討を行う。④以上のプロセスを経て、欧州委員会が実施措置を採択する。

レベル3 構成国における実施

レベル1－2で決定された EU 法を、CESR が EU 構成各国において実効的かつ公正に実施するプロセスである。そのため CESR において各国監督当局を代表するメンバーが緊密に協力することが不可欠となる。その際 CESR は、①各国レベルで法制化が行われる際の具体的問題について、一貫したガイドラインを策定し、②EU 法の解釈について勧告を行い、EU 法ではカバーし切れなかった諸事項について共通基準を示し、③各国での実施状況を比較検討し、④政策評価 (peer review) を行う。

Securities Regulators：欧州証券監督者委員会)とを創設する。①初めに欧州委員会が、ESC に諮問の上で、CESR に対してレベル1で定められた EU 法の実施に当たっての技術的

レベル4 法の執行

この最終段階は、EU 法が適切に遵守されているかどうか、欧州委員会が中心となって監視するプロセスである。

EU 証券立法プロセスにおける、こうした新アプローチの導入、とりわけレベル1の「大枠の原則」とレベル2の「実施措置」との区分により閣僚理事会および欧州議会による共同決定手続きの対象が、レベル1の「大枠の原則」の策定に絞り込まれ、専門知識が必要な詳細について議論する必要がなくなった¹²⁾。その結果、EU 証券立法・政策実施過程は、時代の変化に迅速に対応できる柔軟性を備えることになったのである。この新アプローチの鍵となっているのが、次に見るコミトロジー手続きである。

(2) 証券法実施過程における「コミトロジー」

上記のプロセスにおいて、レベル2は、特に「コミトロジー」(comitology) 手続きと呼ばれ重要である。

八谷まち子 [1999] によれば、コミトロジーとは「…二次立法である政策実施措置の制定に際して、コミッション (欧州委員会—引用者) による提案に対する意見を諮問するための一連の委員会手続き」¹³⁾と定義されている。EU の立法は、①一般的な効力を有し構成国に直接適用される「規則」(regulation)、②それが指定する構成国に対し適用される「決定」(decision)、③結果について効力を有するが方法・手段については構成国に委ねられる「指令」(directive) の三つにわかれるが、通常、証券分野の立法は「指令」もしくは「規則」の形態をとり前者が圧倒的に多い。これらの立法・政策実施に際しては、①EU の行政機関である

欧州委員会の発議⇒②立法権限を有する理事会と欧州議会の共同決定もしくは理事会多数決による採択 (=立法化) ⇒③各国における施行と④欧州委員会による遵守の確保、という手順を踏む。このうち②において、行政機関である欧州委員会 (Commission) に政策実施権限の一部が委任され、各国代表からなる委員会 (Committee) に諮問を行いながら具体的な実施措置 (二次立法) が定められる際の一連の手続きが「コミトロジー」と呼ばれる。

EU の証券分野では、立法の内容自体が高度に専門的なものとならざるを得ないばかりか、対象分野自身がグローバル化や ICT 化で日々変貌を遂げており、専門の EU 官僚が、専門知識を備えた各国の行政集団 (コミトロジー委員会) に諮問しつつ、立法・政策実施の詳細部分にかかわることは適切なことである。

現行のコミトロジー手続きは、1999年の「コミトロジーに関する理事会決定」(1999/468/EEC)¹⁴⁾ によっている。コミトロジー手続きは、立法分野に応じて委員会の意見の取り扱いが異なる次の三つの手続き——①以下の②③の手続以外において一般に用いられる「諮問委員会 (Advisory Committee)」手続き、②共通農業政策や EU 財政に大きな影響を及ぼすプログラムの実施の際に利用される「管理委員会 (Management Committee)」手続き、③立法の際の枠組みに係らない実施措置を定める際などに利用される「規制委員会 (Regulatory Committee)」手続き——に分かれる。どの委員会も構成国代表と欧州委員会から構成される。

ラムファルシー委員会報告が示した4レベルの新立法・政策実施プロセスは、この EU コミトロジー手続きのうち③の「規制委員会手続

き」を証券規制分野に適用したものである。

(3) ESC (欧州証券委員会) と CESR (欧州証券監督者委員会)

既にラムファルシー委員会報告が提起した立法・政策実施手続きは開始されており、そのための道具立てである ESC (欧州証券委員会) および CESR (欧州証券監督者委員会) という二つの委員会も2001年6月に創設されている。前者は、正式なコミットロジー委員会である。

(i) ESC (欧州証券委員会)

ESC (欧州証券委員会) の構成メンバーは、各国財務省代表と欧州委員会で、欧州委員会が座長を務める。次に見る CESR の座長もオブザーバー参加する。

同委員会は、「諮問機関」と「規制機関」という二つの機能を持つ。「諮問機関」としては、既存の HLSSC (ハイレベル証券監督者委員会)¹⁵⁾ の機能の一部を引き継ぎ、レベル1の大枠の策定の際に欧州委員会から諮問を受ける。「規制機関」としては、先に紹介した「コミットロジーに関する理事会決定」が定める「規制委員会」として、レベル2の政策実施プロセスに関与することになる。

(ii) CESR (欧州証券監督者委員会)

CESR (欧州証券監督者委員会) は、1997年に創設された非公式会合=FESCO (欧州証券監督者フォーラム) の機能を拡充する形で、EU の公式機関として創設された。その構成メンバーは、各国の証券規制・監督機関 (EU では構成国によって財務省・金融庁・証券委員会・中央銀行等区々) の上級代表者である。欧州委員会も参加し議論に加わることができる。座長は互選で決定される。また必要に応じて EC

B (欧州中央銀行) などの専門家の参加を求めることができる。

CESR は「諮問機関」としての機能を果たし、レベル2においては、実施措置の提案作成に関与する。さらにレベル3では、EU 法令が構成各国において可能な限り首尾一貫して実施されるように、各国当局間の実効力のある協力を確保する。

こうした「ラムファルシー手続き」の採用によって、FSAP の期限内実現に向け EU 証券法制の改正作業が大きく前進し、EU 証券市場統合は新たな局面に入ったのである。

III. ラムファルシー手続きに 基づく FSAP の具体化作業

ストックホルム特別欧州理事会が定めた2003年の施行期限に向け、FSAP 中の証券関連分野で指令の修正が相次いでいる。そこでは既存の EU 証券関連法の殆ど全てが修正の対象となっている (表2)。ここでは主要な EU 指令 (修正) 案について、修正のポイントを概観しておきたい¹⁶⁾。

1. 投資サービス指令 (ISD) の修正 (案)

はじめに、今回の法改正の柱の一つである投資サービス指令を巡る動きを紹介しておこう。

(1) 現行 ISD とその改正理由

現行投資サービス指令 (ISD=Investment Service Directive) は、1993年5月に EU 閣僚理事会で採択され、95年末を期限として各国で施行された。それは EU 域内の証券会社にとって、域内単一免許と、「規制市場」¹⁷⁾ と定義

表 2 EU 証券関連指令一覧

分 野	指令名 (文書名)	FSAP による改正・新規策定
証券上場	証券上場の際の情報開示指令 (80/390/EEC)	} 欧州単一目論見書指令 (案)
	目論見書指令 (89/298/EEC)	
情報開示	証券上場条件調整指令 (79/279/EEC)	} 証券上場および上場証券の情報開示指令 (2001/34/EC) ↓ 上場企業の情報開示指令 (案)
	上場企業の定期的情報開示指令 (82/121/EEC)	
	大口株式取得に関する情報開示指令 (88/627/EEC)	
インサイダー取引	インサイダー取引規制指令 (89/592/EEC)	} 市場不正行為規制指令 (案)
相場操縦	—————	
証券業者	投資サービス指令 (ISD) (93/22/EEC)	⇒ 修正指令 (案)
	自己資本の定義に関する指令 (89/299/EEC)	⇒ 修正検討中
	適正資本金指令 (CAD) (93/6/EEC)	⇒ “
投資信託	投資信託 (UCITS) 指令 (85/611/EEC)	⇒ 修正指令 [ファンド] (2001/107/EC) 修正指令 [運用会社] (2001/108/EC)
監督	—————	金融コングロマリット監督指令 (案)
補償基金	—————	投資家補償基金指令 (97/9/EC)

〔出所〕 Commission of the EC [1993], *Securities Markets: Community measures adopted or Proposed*, 欧州委員会・域内市場総局のホームページ http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/ その他より作成。

された取引所へのアクセスの自由を定め、銀行の域内単一免許を定めた「第2次銀行指令」(89年採択, 92年末施行)とセットで、金融サービス分野における EU 域内市場の柱となる重要な指令であった。

それでは、なぜここにて ISD の修正が必要となっているのだろうか。大きく分けて次の4点が問題となっている¹⁸⁾。

第1は、現行 ISD 施行当初から問題とされていた「第11条 (業務行為規範)」問題である。当初は「公益 (general good) 問題」とも呼ばれ、「単一市場レビュー」においても問題が指摘されていた。現行 ISD 第11条2では「・・・行為規範の施行およびその遵守に関する監督は、引き続きそのサービスが提供される構成国の責任とする」とされている。そのため、ISD の単一免許を利用して国境を越えてサービスを提供する証券業者は、結局、受入先

国が定めるばらばらな行為規範に従わなければならないのであつたのである。この問題への対応は「残存障壁撤廃型」修正に該当しよう。

第2は、既存の取引所を経由しない ATS (Alternative Trading System) などの代替取引システムや証券会社内部での取引執行の増大である。その結果「規制市場」との間で「市場分裂」が生じ、価格発見機能の効率性の低下、即ち価格形成の透明性問題が提起されているのである。ATS 拡大や業者内部での取引の増大は90年代後半になってからの現象であり、93年採択の現行 ISD にはこうした事態は十分に反映されていなかった。そのため、これは証券業の ICT 化という「環境変化適応型」法改正の典型例といえる。

第3は、取引所の株式会社化や合併という新しいトレンドへの対応である。EU 域内の取引所の多くは、90年代後半に入って、国内の現物

株市場と金融先物取引所とを統合して単一の株式会社へと相次いで衣替えした。また2000年のユーロネクスト創設（パリ・ブリュッセル・アムステルダム）の3取引所合併以降、そうした取引所同士の本格的な合併・再編が進んでいる。そのため、営利企業として合併・再編を繰り返す「規制市場」についても「証券会社（investment firm）」と同様に権利（EU 域内単一免許）と義務（最低資本金要件等）が明確化される必要が出てきた。これらの動きは、現行 ISD 体制の施行と単一通貨ユーロ導入の結果としての「統合深化型」法改正に分類できよう。

最後に、域内国境を越えた証券取引の増大への対応である。国境を越えた証券取引の増大の結果、取引インフラだけではなく、取引後の清算・決済インフラに対する統一的規制の必要性が検討され始めている。こうした対応は、80年代後半以降のグローバル化という「環境変化適応型」と「統合深化型（資本移動自由化＋通貨統合）」との流れの上に位置付けることができよう。

（２）一連の修正提案の骨子

欧州委員会は、今回の見直しについて「既存 ISD の原則や構成からの抜本的な離脱といった性質のものではなく、EU 証券市場で生じているダイナミズムに十全に対応するための広範な再組織化」¹⁹⁾と位置づけている。修正提案は、①規制枠組み、②透明性要件、③対象投資サービス、④証券会社、⑤規制市場、⑥清算・決済ファシリティーへのアクセスという六つのテーマを扱っている。以下でその骨子のみ紹介していこう²⁰⁾。

（i）規制枠組み

ここでは、①注文の内部化（internalisation）、即ち2002年時点で全取引の13%を占める業者内部での顧客注文の執行、および②90年代の IT 革命の中で登場した ATS や ECN（Electronic Communication Network）などの取引所外の新しい取引システムの登場に対して、投資家保護および効率的価格形成という観点から、どのような枠組みで規制を行うのかを検討されている。

第1に、注文の内部化に関しては、従来から顧客注文執行に付随して行われてきた「偶発的內部化（incidental basis）」と大規模かつ組織的な「系統的内部化（Systematic Internalisation）」とに区分し、後者に対して取引執行前と執行後の透明性規制をどのようにかけるかについて、検討を行っている。

第2に、ATS に関しては、「規制市場」ではなく、証券会社が営む ISD の「コア業務」のひとつに位置付けた上で、「規制市場」に対する要件と整合性のある認可・監督を行うよう提案している。

（ii）透明性要件

（i）でみたような新しい市場の登場により、とりわけ株式市場において注文の執行場所が複数の市場に分裂し、価格形成の透明性が損なわれるという「市場分裂」問題が生じている。こうした状況においてどのように価格の透明性と市場の一体性を確保するのかが、ISD 修正の第2のポイントである。透明性要件の対象は株式取引に限られ、規制市場に課される要件が、他の市場のベンチマークとなる。取引前と取引後それぞれについて、取引タイプ別に、（表3）のような透明性要件が提案されている。ただしマーケットメーカーのような流動性

表 3 株式取引の事前的・事後的透明性要件 (案)

取引前		取引後
規制市場	情報公表のための独自システム	情報公表のための独自システム
私的注文板 (多数顧客) (ATS)	情報公表のための独自システム	情報公表のための独自システム
組織的な注文の内部化	システム運営者が指値注文を受け、保持する範囲で公表義務	情報公表のための独自システムまたは規制市場を通じた報告
クロッシング・システム (ATS)	—	情報公表のための独自システムまたは規制市場を通じた報告
自己勘定でのディーリング (カウンターパーティとの)	—	自らが会員となっており当該株式が上場されている規制市場を通じた報告
偶然的な顧客注文の突き合せ	—	自らが会員となっており当該株式が上場されている規制市場を通じた報告

[出所] *Revision of ISD, Second Consultation, Overview Paper.*

の提供者を考慮して、大口の取引および非流動的銘柄については、詳細報告を一定期間猶予する規定を設けている。

(iii) ISD の対象となる投資サービス

現行 ISD は、第 1 条にて投資サービスや業者等の語句の定義を行っているが、ISD 導入後の投資サービスや金融商品の変化に対応して、投資サービス・金融商品のそれぞれについて、規定の見直しが行われる。第 1 に、投資サービスに関しては、従来より「コア」と「ノンコア」とに区分されるが、コアの投資サービスに、投資顧問サービスを新たに加えることなどが検討されている。第 2 に、金融商品については、リストをより包括的なものとする。最大の修正は、商品デリバティブを新たにリストに加えた点である。

(iv) 証券会社に係る規制

証券会社に係る規定の改正に関しては、①設立要件、②一般的要件、③業務別 (対顧客サービス、自己勘定でのディーリング、組織的な顧客注文の執行) の要件、④証券会社の権利について、それぞれ検討が加えられている。重要な

変更提案は次の 4 点である。

第 1 に、一般的要件に関しては、証券会社が顧客のために最良価格での執行を行うための体系的・系統的方法を採用していることを監督当局に報告することなどが提案されている。

第 2 に、対顧客サービス提供の際の要件として、業務行為規範に関しては、本国免許制度のもとでの高度で統一的な顧客保護の実現、受入国における業務行為規範の対リテール投資家サービスへの全面的適用と対プロの投資家サービスへの除外規定などを定めている。

第 3 に、同じく対顧客サービス提供の際に代理機関 (tied agents) を利用する際の要件として、当該機関が必要な要件を備えているかどうかを証券会社が確認することを提案している。これは IT 化により遠隔マーケティングやネットでの取引が可能になった点を踏まえての修正である。

第 4 に、証券会社の権利に関しては、証券会社が「規制市場」で執行された取引の決済場所を指定できるように提案されている (後述)。

(v) 規制市場を巡る基本原則

現行 ISD は証券業者にとっての単一市場を定めたものであり、「規制市場」自体についての主題的章は設けられていなかった。ところが、現行 ISD 施行後に規制市場（＝取引所）の多くが株式会社化し、一個の経営体として合併や提携を繰り広げた。「統合深化型」の修正が必要となっている所以である。今回の修正では、「規制市場」自体の設立要件（経営者の適性・リスク管理と最低資本金・取引システムの運営などの基準に基づく監督当局の認可）、運営の要件（透明な上場規定の施行）が明確化され、「証券業者」に関する規定と共に、ISD の 2 本柱を成すに至っている。

(vi) 清算・決済

清算・決済等のポスト・トレーディング・インフラは、証券取引を完了させるための不可欠の要素であるが、現行ではそれらは各国別に組織され、クロスボーダー証券取引の際のコスト要因となってきた。そこで今回の修正案では、現行 ISD において証券業者による他の構成国の規制市場へのアクセスを定めた第15条(1)を修正し、相手国の清算機関や決済システムの利用ができるよう提案している。また規制市場も、照合済み取引を他の構成国の清算機関に回送できるように提案している。

ISD における作業と平行して、欧州委員会は国境を越えた清算・決済に関する法的枠組みの検討を開始しており、既に2001年4月と2002年5月に公開諮問を行っている。また、2001年11月には、ジョヴァニーニを座長とする専門家グループにより「EUにおける国境を越える清算・決済システムに関する報告書」²¹⁾ も出されている。第2回の諮問結果次第では、清算・決済サービスを提供する機関に関して、それら機

関の諸機能の定義、当該サービス提供者への免許・監督体制の導入といった EU レベルでの立法・政策実施措置が採られることになる。その際は、清算・決済機関の自己資本要件、破綻処理ルール、リスク管理体制なども同時に検討されることになろう²²⁾。

2. 欧州単一目論見書指令（案）²³⁾

EU は既に、1980年に「証券上場の際の情報開示指令（80/390/EC）」を、また89年には「目論見書指令（89/298/EEC）」を採択し、公募や上場を行う際の基準の調和を図ってきた²⁴⁾。

しかしながら、証券発行企業や投資銀行（証券会社）からは、これらの指令が、真の意味での単一 EU 発行市場を意味していないと指摘されてきた。というのは、仮に指令に示された情報が記載された目論見書を発行したとしても、受入国が自国言語への翻訳などの追加的な情報を要求する事が認められており、そうした作業が追加的コストとなっていたからである。

既存指令のそうした問題点を「単一免許」原則の適用により克服し、真の意味での域内単一証券発行市場を確立しようというのが、今回の指令案の目的である。単一免許原則の適用により、自国の監督当局から承認された目論見書は、域内の全ての「規制市場」での公募や上場の際に利用できるようになる。上記 2 指令は統合され、本指令に置き換わることになる。

今回提案されている方法は、目論見書を、発行企業に関する情報を記載した「登録用文書」（RD: Registration Document）と、発行される証券に関する情報を記載した「証券に関する注釈」（SN: Securities Note）とに区分

し、さらに両者の要約を記載した「要約」(Summary)を発行させる、というものである。従来コスト要因となっていた翻訳作業は、「要約」についてのみ行えばよいことになり、RD と SN については、ファイナンスが行われる領域で慣例として用いられ、受入国当局が承認する 1 言語で書かれていればよいことになった。この改正により、証券発行企業は、欧州域内全体からの資金調達が一層容易になり、FSAP が定める発行企業にとっての単一市場が実現する。

本指令は、次に紹介する市場不正行為規制指令と共に、ラムファルシー手続き(レベル 2)により実施措置が定められる最初の指令である。閣僚理事会および欧州議会での採択は 2002 年、それを受けての各国の法令改正を通じた施行期限は 2003 年を予定している。

3. 上場企業の情報開示指令(案)²⁵⁾

EU ではすでに上場企業の情報開示(透明性)に関連して、「証券上場条件調整指令(79/279/EEC)」、「上場企業の定期的情報開示指令(82/121/EEC)」、「大口株式取得に関する情報開示指令(88/627/EEC)」の三つの指令を順次整備し、2001 年にはそれら三つの指令を「証券上場および上場証券の情報開示指令(2001/34/EEC)」として一本化している²⁶⁾。

今回は、IAS(International Accounting Standards; 国際会計基準)委員会での議論や、平行して進めている市場不正行為規制指令に関する討議とあわせて、上場企業の開示情報に関する EU 基準のアップデートが必要とされている。

現在パブリック・コメントで討議されているのは、次の 3 点である。

第 1 は、財務諸表の四半期ベースの開示である。ただし売上高が 2,500 億ユーロ以下の企業は売上高と損益計算書のみ、また規制市場に社債のみが上場され株式が上場されていない企業は半年毎の報告でよいとされている。第 2 は、株主総会における代理人による投票や、電子投票が検討されている。第 3 は、議決権と株主の構成に関してで、現行では議決権の 10% を超えて株式を取得した場合の報告義務を 5% に下げることや、議決権の 15% および 30% ラインを超える際の開示、5 営業日以内の開示、株主間の協定内容の全面開示などの是非が検討されている。第 4 は、情報を開示する手段としてのインターネット・サイトの検討である。

既に 2 回のパブリック・コメントの募集が行われ、2002 年末には「上場企業の情報開示指令(案)」が出される予定となっている。指令の実施に向けては、ラムファルシー委員会のレベル 2 のコミットロジー手続きが活用され、詳細規定の詰めが行われる予定である。

4. 市場不正行為規制指令(案)²⁷⁾

「インサイダー取引および相場操縦規制指令(案)」は、通称「市場不正行為規制指令(Market Abuse Directive)」と呼ばれ、①インサイダー取引と②相場操縦についての域内統一規制を定めている。

前者に関しては、既に 1989 年に「インサイダー取引規制指令(89/592/EEC)」が採択されているが、今回は同指令のアップデートが行われる。それと同時に、相場操縦に関する規制が新たに追加され、単一の指令として施行される予定となっている。相場操縦に関しては、既にグローバル・レベルでは IOSCO(証券監督者国際機構)が、また EU レベルでは FESCO

(欧州証券監督者フォーラム)が、それぞれ2000年5月と9月に指針となる文書を出しており、今回の指令は両機関の基本スタンスを立法化する形となる。同指令により、EU 域内金融市場間の競争上の歪みが是正され、市場の一体性が確保される。

なお、当該規制を所轄する当局は、EU 構成各国に付き一機関に絞られる。これは、域内国境を越える証券取引が急増するなかで、国境を越える情報の交換や検査を実施する際の効率を高めるためである。

また市場不正行為規制指令(案)は、欧州単一目論見書指令(案)とともに、ラムファルシー報告が定めた新アプローチ(レベル2)のコミトロジー手続きの最初の適用例として、2002年3月にCESR(欧州証券監督者委員会)に技術的詳細に関する諮問が行われている。

5. UCITS 修正指令²⁸⁾

UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities ; 譲渡可能証券の集合的投資=投資信託)については、既に85年にUCITS 指令(85/611/EEC)が出されている。同指令により、UCITSの域内単一免許が導入され、あるEU 構成国で認可されたUCITSは、EU 域内で販売可能となっている。その結果、投資信託の規模は順調に拡大し、2000年末には3.5兆ユーロ、EUのGDPの約40%の規模へと成長を遂げている。

とはいえ、同指令において単一免許の適用対象となるのは、その運用先が域内の「規制市場」(取引所)に上場された株式・債券などの譲渡可能証券である投資信託に限定されてき

た。

そのためFSAP 準備段階の98年7月には早くも指令修正(案)が提出され、また99年5月に出されたFSAPにおいても第1の戦略目標の中の最重要課題の一つと位置付けられてきた。指令の主な修正点は次の通りである。

第1は、UCITS 指令の適用範囲の拡大で、銀行預金その他の流動的金融資産等を投資信託の運用対象に含めることである。第2は、UCITSだけでなく、それを運用する運用会社自体にも域内単一免許を附与し、またそれらの運用会社が個人や年金基金など機関投資家の資産を同時に運用できるようにすることである。第3は、投資家の保護である。ファンドと資産運用者双方に対する厳格な基準を設定することにより個人投資家を保護する。

以上の修正のために、二つの修正指令が出されている。

第1は、金融商品としての投資信託に関する指令である。同指令は、リスク分散に関する規定を加えた上で、UCITSの運用先を、銀行預金、短期金融市場、規制市場に上場されているオプションや先物などの金融派生商品、他の投資信託(funds of funds)などへと拡張したものである。

第2は、UCITSを運用する投資信託運用会社に関する指令である。同指令は、運用会社の健全性に関する域内基準を設けることによって投資家保護を実現しつつ、運用会社、銀行・証券・保険などに附与されている単一免許を附与することを規定している。また、個人向けと年金基金などの機関投資向けのサービスを同時に提供できるようになる。

両指令は、修正案の提出から3年余を経た2001年12月に同時採択された。

結びに代えて

本稿では、2000年以降、EU 証券関連規制の比較的大きな見直しが行われている背景と、欧州委員会による見直し案のポイントについて概観してきた。

これらの動きは、1992年市場統合後の「残存障壁撤廃」のための「微調整」といった消極的な位置づけでは把握しきれないダイナミズムを備えている。

第1に、上記モチベーションに加えて、ユーロ導入の利益を十全に顕在化させるための「統合深化型」モチベーションがそこにはあり、さらに欧州の ICT 化という「新戦略目標」に適合した「環境変化適応型」の法改正でもあるという点に注目する必要がある。いまや EU では、証券会社とともに証券市場自体にとっての単一免許体制が敷かれ、また ICT 化を進める企業にとっての単一証券発行市場が名実共に出現しようとしているのである。

第2に、ラムファルシー委員会報告が定めた新しい EU 証券立法・政策実施プロセスは、変化の激しい証券市場への EU 法制の迅速な対応を可能とし、上記ダイナミズムを後押ししている点も忘れてはならない。

2002年央現在、多くの指令(案)が2003年の最終期限に向けて、審議中もしくはコミットロジー手続の只中にある。こうした事情から、本稿のⅢの部分は、個別指令修正の背景の整理と指令(案)段階での中間報告の域を出ない。各指令の採択・施行後に、新しい EU 証券法体系の分析と評価を再度行う必要がある。今後の課題としたい。

(本稿は日本証券経済研究所「ユーロ導入後の国際資本市場研究会」および日本学術振興会科学研究費補助金・基盤研究(C)(1)「EU(欧州連合)における ICT 化と成長のための金融インフラ形成に関する研究」の成果の一部である)。

注

- 1) 市場統合によって形成された EU 証券法体系に関しては、岩田健治『欧州の金融統合』日本経済評論社、1996年、第2章付録を、また投資サービス指令など主要指令の日本語訳については、日本証券経済研究所『EU 金融・証券市場統合と通貨統合』同研究所所載、1994年の拙訳を、それぞれ参照のこと。
- 2) European Commission [1997], *Single Market Review, Series II Volume3: Credit institutions and banking*, Kogan Page. なお同レビュー(金融機関編)の紹介については、岩田健治「ポスト通貨統合の EU 金融・資本市場」(田中素香編著『単一市場・単一通貨と EU 経済改革』文真堂、2002年、第7章所載)を参照のこと。
- 3) これら二つの文献については、既に岩田、前掲論文において紹介を行っているので、ここではⅢの個別指令修正提案の紹介に必要な範囲で、上記2文献の紹介を再掲するにとどめる。
- 4) European Commission [1999], *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM [1999] 232, 11.05.99, p.3-4. (以下 FSAP と表記)
- 5) この項目については、岩田、前掲論文、および宮腰秀治「EUにおける金融サービス市場統合の動き」外国為替貿易研究会『国際金融』1077号(2001年12月15日)を参照のこと。
- 6) European Commission [1999], *FSAP.*, p.21.
- 7) 以下リスボン特別欧州理事会に関しては、議長国決議 Presidency Conclusions, Lisbon European Council 23 and 24 March 2000を参照。また EU の ICT 化戦略全般に関しては、鈴木均「EU とニューエコノミー」(田中素香編著、前掲書、第13章所載)を参照のこと。
- 8) *Initial Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, November, November 2000. (以下「賢人委員会・中間報告」と表記)。*Final Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, February 2001 (以下「賢人委員会・最終報告」と表記)。なお両報告の詳細に関しては、岩田、前掲論文および平松那須加「欧州証券委員会(ESC)の創設」野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2001年、Vol.5-2を参照のこと。
- 9) 賢人委員会・中間報告, pp.84-86.
- 10) 賢人委員会・最終報告, p.18.
- 11) *Ibid.*, pp.13-15.
- 12) *Ibid.*, p.24.

- 13) 八谷まち子「コミトロジー考察—だれが欧州統合を実施するのか」九州大学政治研究室『政治研究』第46号, 1999年3月。以下コミトロジーの記述については同論文を参照した。
- 14) 八谷, 前掲論文, 159頁および *Council Decision of 28 June 1999 laying down the procedures for the exercise of implementing powers conferred on the Commission*, (1999/468/EEC) を参照。
- 15) EU 規制・監督機構の詳細に関しては, European Commission [2000], *Institutional Arrangements for the Regulation and Supervision of the Financial Sector*, が詳しい。
- 16) 修正指令の紹介に関しては, 宮腰秀治, 前掲論文および平松那須加「EU 証券市場規制の改正へ向けた動き」, 野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2001年, Vol. 4, No. 3. も参照されたい。なお, 新立法プロセスでは, インターネットを通じたパブリック・コメントの募集が相次いで実施され, 市場参加者からのレスポンスも公表されている。従来の証券関連指令策定の際のプロセスとの比較で, 新手続きの柔軟性・透明性そして迅速性が格段に高まっていることがわかる。
- 17) 規制市場のリストについては Annotated Presentation of Regulated Markets and National Provisions Implementing Relevant Requirements of ISD (93/22) を参照のこと。
- 18) FSAP, pp. 5-6.
- 19) European Commission, *Overview of proposed adjustments to the Investment Services Directive*, Working Document of Services of DG Internal Market, 14 September 2001, p. 2-3 および European Commission, *Commission Launches "post-Lamfalussy" open consultation on Investment Services Directive*, 24 July, 2001.
- 20) Ibid., European Commission, *Second Consultation, Overview Paper*.
- 21) The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, November 2001.
- 22) Commission of the European Communities, *Clearing and settlement in the European Union Main policy issues and future challenges*, Brussels, COM [2002] 257.
- 23) 指令案は *Proposal for a Directive on the Prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, COM [2001] 280final, 指令を巡るコメントは, *The Proposed Prospectus Directive, Frequently Asked Questions*, September 2001 をそれぞれ参照。
- 24) 岩田, 前掲書, 第2章を参照。
- 25) European Commission, *Towards and EU Regime on Transparency Obligations of Issuers whose Securities are Admitted to Trading on a Regulated Market, First Consultation*, July 2001, および同 *Second Consultation*, May 2002 を

参照。

- 26) 80年代の三つの指令に関しては岩田, 前掲書, 第2章を, 2001年の一本化に関しては *Directive on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities* (2001/34/EC) をそれぞれ参照。
- 27) 指令(案)は, European Commission, *Proposal for a Directive of the European parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, COM [2001] 281 final, 30.05.2001), 指令を巡るコメントは European Commission, Internal Market DG, *The Market Abuse Directive-Frequently Asked Questions*, May 2001 をそれぞれ参照。
- 28) 指令は *Directive amending Directive 85/611/EEC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to UCITS (with a view to regulating management companies and simplified prospectus)*, を参照。また指令を巡るコメントに関しては, European Commission, Internal Market DG, *Commission welcomes adoption of two Directives on investment funds (UCITS)* 等を参照。

参考文献

- 岩田健治 [1996], 『欧州の金融統合』日本経済評論社。
- 田中素香編著 [2002], 『単一市場・単一通貨とEU 経済改革』文真堂。
- 日本証券経済研究所 [1999], 『図説 EU の証券市場 1999年版』同研究所。
- [2000], 『図説 ヨーロッパの証券市場 2000年版』同研究所。
- 八谷まち子 [1999], 「コミトロジー考察—だれが欧州統合を実施するのか」九州大学政治研究室『政治研究』第46号, 3月。
- 平松那須加 [2001], 「EU 証券市場規制の改正に向けた動き」, 野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2001年冬号, Vol. 4, No. 3.
- [2001], 「欧州証券委員会(ESC)の創設」野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2001. Vol. 5-2.
- マリオ・モンティ著, 田中素香訳 [1998], 『EU 単

一市場とヨーロッパの未来』東洋経済新報社。

宮腰秀治 [2001], 「EU における金融サービス市場統合の動き」, 外国為替貿易研究会『国際金融』1077号 [2001. 12. 15]。

European Commission [1997], *Single Market Review, Series II Volume3: Credit Institutions and Banking*, Kogan Page.

—— [1999], *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM [1999] 232, 11. 05. 99. (FSAP)

—— [2000], *Institutional Arrangements for the Regulation and Supervision of the Financial Sector*.

—— [2000], *Progress Report on the Risk Capital Action Plan*, in *European Economy*, Supplement A, No8/9, August/September 2000, p. 10. (RCAP)

—— [2000], *Initial Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, November. (ラムファルシー賢人委員会・中間報告)

—— [2001], *Final Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, February. (ラムファルシー賢人委員会・最終報告)

EU 証券関連法に関する主要な文書については、欧州委員会・域内市場総局のホームページ http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/ を適宜参照した。

日本証券経済研究所『証研レポート』各号（とりわけ吉川真裕氏による EU 証券市場に関するレポートを参照）。

Financial Times, various issues.

(九州大学大学院経済学研究院助教授)