

## 欧州版SECの創設へ

証券市場と証券行政のあり方を検討してきたEUの証券市場規制賢人委員会(The Committee of Wise Men)は、二〇〇一年二月、EU一五カ国の証券取引法制を統一的に定める証券委員会の創設などを柱にした改革案を公表した。

賢人委員会は、二〇〇〇年十一月九日に中間報告を行ない、この二月一五日に最終報告書を発表したもので、三月一二日の財務相理事会で大筋で合意された。三月下旬にストックホルムで開催されるEU首脳会議で正式決定される。

## 欧州版SECの設立

賢人委員会は、ユーロ圏の株式市場がアメリカの半分の規模に達しているもののがさらさら発展していくことを妨げている原因は、EUレベルでの基本的ルールが欠如していることにあると分析し、現状では、規制システムを策定するのにあまりにも時間がかかりすぎるとともに、法制があまりにも硬直的で曖昧さが残されていると判断している。

そのため、最終報告書では、二つの機関を二〇〇一年末までに設立することを提言している。一つはEU証券委員会(EU securities committee-ESC)で、指令(directives)や規則(regulations)の制定とその執行に必要な権限が与えられる。この委員会は、証券法制

を一元的に決定する機関で、加盟国の大臣クラスによって構成される。いま一つは各国監督当局の代表によって構成され、テクニカルな問題について証券委員会に支援・助言を行なう機能を有するEU証券監督当局委員会 (EU securities regulators committee-ESRC) である。

### ESCCとESRC

ESCCは、EU条約二〇二条に基づく規制委員会として位置付けられ、EU法制の決定機関である閣僚理事会および欧州議会にかわって証券法制を制定する権限を持ち、単一の発行目論見書、上場承認、ホールセール・メンバーの本国監督、機関投資家の明確な定義、投資信託と年金基金の投資ルール、国際会計基準の採用、株式市場での単一免許などの統一法制を定め

る。最終報告書は、これらの証券法制を二〇〇三年末までに決定・導入することを求めている。

また、最終報告書はEU競争法のもとでヨーロッパにおける清算・受け渡し決済システムを検討し、変更することを提言している。取引コストがアメリカの六倍から一〇倍となっていることから、清算・受け渡し決済業者の一層の統合を提案したものである。

他方、ESRCは、ESCCの諮問機関としての性格を持ち、各国の監督当局から独立した機関として活動するが、発足当初は、そのメンバーは加盟各国の監督当局のトップによって構成される。市場参加者、消費者、エンドユーザーなどと幅広く透明性の高い協議を行ない、ESCCに提案を行なう。具体的な活動として

は、①各国レベルで採用されている法制の統一的なガイドラインの作成、②共通の解釈の提示とEU法制ではカバーされない事項に関する共通基準の設定、③EU内での有効な法制執行の比較・検討、最善の執行の明確化、④加盟各国の法制の定期的な厳しい監視とその結果についてのESCCへの報告、などがある。

### 指令と規則

賢人委員会は、証券市場改革を含む必要な法制を制定するに際して、従来の指令だけでなく加盟国に直接適用される規則の法形式の採用も視野に入れている。

従来、EUは、加盟国の国家主権に配慮して、直接加盟国に適用される規則を制定することとはまれで、法令のほとんどは、加盟国が国内

法化の手続きをとることによってはじめて効力が生ずる指令であった。しかし、指令の国内法化には最長で一八ヶ月の準備期間が与えられているので、証券市場のように変化の激しい分野では、法制が後追いになって効果が減退したり、証券市場の活性化の措置を採るにしても遅すぎる場合もあった。そこで規則という法形式の採用も取り上げられることとなった。

### 単一の監視・取り締まり機関

賢人委員会は、EU条約の枠内での証券市場の育成・発展を目的としているために、条約の改正を必要とする単一のEU証券市場監視・取り締まり機関の設立までは提言していない。

しかし、統一的な証券法制が制定されても、それを取り締まる強力な権限を有する機関が設

立されなければ、画竜点睛を欠くことになる。ただ、その設置にはフランスなどは賛成しているものの、イギリスなどが反対している。したがって、各国で投資家・消費者保護規制も異なっていることもあり、現状において超国家的な監視・取り締まり機関を設立するということはそれほど簡単なものではない。

それでも、賢人委員会は、遅くとも二〇〇四年までに以上のような改革案がすまさない場合には、EU全般の金融サービス向上のために、単一のEU証券監視・取り締まり機関の設立を含めたEU条約の改正を行なうことも検討すべきであると提言している。

(相沢 幸悦 当所兼任研究員  
長崎大学・埼玉大学教授)