

欧州における新しい証券規制の枠組み

須藤 時 仁

一九九九年からEU加盟一五カ国のうち、イギリス、デンマーク、スウェーデン、ギリシヤを除く一カ国で通貨統合がスタートし、欧州中央銀行が一元的な金融政策を実施するようになることも新通貨「ユーロ」が導入された。EUにおける経済統合の枠組み作りは進んでいるが、統合の経済効果をより発揮させるためには、金融・証券市場をどのように統合していくかが、現在、大きな課題となっている。これに関して、EUの証券行政のあり方を検討している証券市場賢人委員会（以下、賢人委員会）は、二〇〇〇年一月に中

間レポート (http://europa.eu.int/comm/inter-national_market/en/finances/banks/report.pdf) を出し、新しい証券規制の枠組みについて提案した。その後、公からの意見を求め、二〇〇一年一月にそれらの意見を勘案した最終レポート (http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/iamfalussyen.pdf) を作成。その内容が三月にストックホルムで開催されたEU首脳会議で合意されている。ここでは、最初に中間レポートの要点を簡単にまとめた後、最終レポートで提言されている新しい規制の

欧州における新しい証券規制の枠組み

枠組みについて概観する。

中間レポート

中間レポートは、EUの金融市場統合による利益、EUにおける金融市場の急激な変化、現規制体制の欠点、規制制度改革への展望について述べている。

EUとアメリカの証券市場の規模を対GDP比で比較すると、インターバンクと公共債の市場はEUとアメリカとでほぼ同水準にあるものの、伝統的に欧州企業の資金調達は間接金融が主であったことから、事業債や株式といった企業関連の証券市場はアメリカに大きく劣っている（表1）。これは、EU全体とアメリカで経済規模がほぼ同じであることを考えると、EUにおける証券市場の統合が遅れていることを間接的に示すものである。

表1 証券市場および銀行貸出市場の比較

(単位：%)

	EU15カ国	アメリカ
企業向け銀行貸出	45.2	12.4
債券	98.8	166.2
事業債	7.4	29.0
金融機関間	36.4	46.8
公共債	54.9	48.4
株式	90.2	179.8

(注) 対GDP比率

(出所) The Committee of Wise Men, Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, November, 2000から作成。

り、レポートでもそのように指摘されている。これには、マクロ的、ミクロ的な要因がある。

マクロ的要因とは、EU証券市場の規制システムが非効率的であり、ルールの解釈が各国で異なるなど規制の実施が一貫していないことである。

現在、EUの証券市場を規制・監督する機関が約四〇あるが、その権限および責任は各国ごとに区々であり、その結果、EU全体の観点からはその機能は分断されてしまっている。証券市場の統合を促し、かつその市場が有効に機能するためには、より収斂した規制・監督構造に変えていくことが重要であろう。本稿の主論題である賢人委員会の最終レポートは、より収斂した規制・監督構造を実現するためにはどのようにアプローチしていけばよいのかを示しており、その詳細は後述する。ただし、賢人委員会は、現段階で、欧州で単一の証券規制機構を創設する考えはなく、その理

由として次の三点を挙げている。

- ・統合市場が適切に機能するために必要な、調和のとれた基本的ルールがない。
- ・現規制システムの欠点を矯正するためには迅速な行動が必要であるが、同時にその改革は現在の条約を遵守しつつ遂行する必要がある。
- ・改革の効果を見極めるには、ある程度の時間が必要である。

ミクロ的な要因とは、目論見書、クロスボーダー担保、市場不正行為などに関して、各国相互で認識できる明確な汎欧州の規制がないことである。この側面については、九九年五月に欧州委員会が金融サービス行動計画 (Financial Services Action Plan、以下FSAP) を採択している。FSAPは、金融サービスにおける単一市場を形成していくための欧州委員会の改革案であり、具体的には四つの戦略的目的(ホールセール市場、

リテール市場、安定化ルールと監督、最適な単一金融市場のためのより広範な条件）に分類された四二のプログラムから成っている。このFSAPは二〇〇〇年三月のリスボン欧州理事会で承認されるとともに、遅くとも二〇〇五年までに実施するという期限が設けられた。このFSAPのプログラムのうち、賢人委員会は証券市場の統合にとって特に重要なプログラムを優先プログラムとして指定し、欧州理事会は、二〇〇一年三月のストックホルム会議で指定プログラムとそれらの遅くとも二〇〇三年からの早期実施について完全な政治的合意を得た。それらの優先プログラムとは次の六つである。

- ・ 強制的な一括登録システムを伴った、単一の発行目録見書
- ・ 上場許可の刷新、および上場許可と取引許可との明確な区別の導入

- ・ ホールセール市場に対する母国（相互承認）原則の一般化（これには、機関投資家の明確な定義を含む。）

- ・ 投資信託および年金基金に対する投資ルールの刷新と拡張

- ・ 国際会計基準の採用

- ・ （母国監督原則に基づく）公認株式市場に対する単一免許

前述したマクロ的、ミクロ的要因を克服し、EUで証券市場の統合が進めば、巨大で流動性に富み、革新性のある証券市場は多大な効率性をもたらすであろう。しかし、それは必ずしも市場の安定性が增大することにはつながらない。むしろ、

市場統合が進めば、クロスボーダー・ベースにおいて金融機関間の相互依存性が高まり、結果として金融機関が共通のショックにさらされる。賢人委員会は、欧州レベルで、金融・証券市場の規制

当局とミクロおよびマクロレベルでの安定性監督を担当する当局との協力的体制をつくることが緊急に必要であり、具体的には、経済・金融委員会 (Economic and Finance Committee) が協力的体制の進展に関して報告するよう、経済・金融理事会 (Economic and Finance Council) は要請するべきであると主張している。

最終レポート

— 規制の枠組み

賢人委員会の間接レポートが主張していることは、証券市場の統合を達成するためには、EU全体としての効率的で一貫した証券規制の実施とF S A P のスケジュール通りの実施が必要であり、そのためには現在の規制の枠組みを改革しなければならぬということである。この改革に向けて賢人委員会は、最終レポートで次のような4レベ

ル・アプローチレベル1 (枠組み的原則の立法)、レベル2 (詳細な技術的実施法令の立法)、レベル3 (EUの証券規制機関間の協力とネットワーク作りの促進)、レベル4 (執行強化) を提案している。このアプローチの目標期限は、二〇〇二年当初から機能させることである。

各レベルで行われることの詳細は後述するが、ここではこのアプローチの特徴について簡単に触れてみたい。このアプローチは大きく分けて、立法過程 (レベル1、レベル2) と実施過程 (レベル3、レベル4) で構成されている。どちらの過程も重要だが、短期的視点からは立法過程の方が重要であろう。欧州における証券取引法制を規定する概念的枠組みは次のようになっている。

- ・ 欧州証券市場の信頼を維持すること
- ・ 高水準な安定性の監督を維持すること
- ・ マクロおよびミクロレベルでの安定性監督者

が、システムの安定を確保できるよう貢献すること

・異なつたりリスクの程度に応じた適正な消費者保護を確保すること

・条約にある補完性および整合性の原則を尊重すること

・競争を促進し、共同体の競争ルールが十分に尊重されること

・規制が革新を促進するものであると同時に効果的であること

・欧州証券市場のみならず、広範な世界全体の証券市場にも配慮すること

さらに、このアプローチでは、立法過程も二階層（レベル1（原則）とレベル2（技術的な実施法令））に分かれていることも特徴である。金融市場における規制の特殊性を考えた場合、その規制は、一定の競争条件を常に確保する枠組みの頑

健性と、急激な技術変化や金融市場における商品革新に素早く適応できる柔軟性という相反した要求を満たさなければならない。そのため、立法過程の二階層アプローチは一方で枠組みの原則を、他方で迅速に適用される実施法令を法制化することによって、部分的にその相反する要請の調和を図るよう仕組まれている。

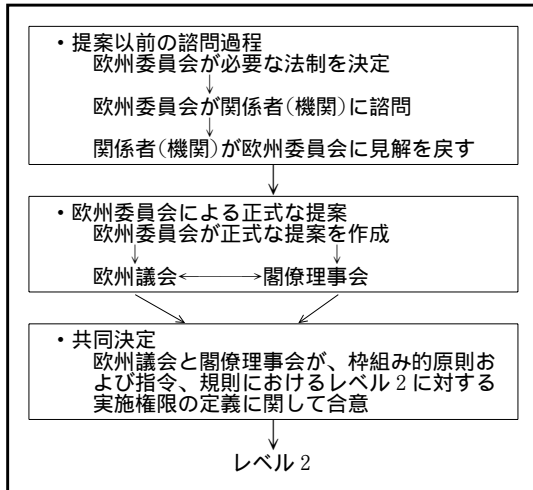
(1) レベル1

レベル1で法制化する枠組み的原則とは、EUにおける証券市場統合に関する政治的方向性を示す中核的な原則であり、欧州委員会の提案に基づいて閣僚理事会と欧州議会が共同決定する。この原則は、指令 (directive) または規則 (regulation) において定められる。なお、欧州委員会 は、法制の提案を決定する前に、期限を定めた上で、市場参加者および最終利用者（発行者、消費

者)に提案に対する公開諮問を行い、その結果を最終提案に反映させなければならない(図1)。

枠組みの原則において定められることは、レベル2で決められる技術的な実施法令の性質と範囲、成立している規定を枠組みの原則の変更の必要がない範囲で改正、更新できる限度、の二つであるが、最初が主たる部分である。つまり、4レベル・アプローチの考え方によれば、レベル2の手続に委任される証券市場法制的技術的な実施権限の範囲は、個別ケースごとにレベル1における欧州委員会の提案に基づく閣僚理事会と欧州議会の共同決定による指令または規則で決められることになる。この指令または規則に基づき実施権限の委任に関する法的なガイドラインまたはルールとしては、EC条約第二〇二条および第二五一条によるルールの実施に関する権限の規定、欧州裁判所の判例などに拠る。

図1 レベル1のプロセス



(出所) The Committee of Wise Men, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, February, 2001から作成。

なお、賢人委員会は指令より規則による立法を提案している。規則 (regulation) は、すべての EU 加盟国とその企業・個人に拘束力を持ち、直接に適用されるため、各国の国内法を制定しなくても適用される。一方、指令 (directive) の場合、同様に加盟国とその企業・個人に対して拘束力を持つが、その指令をどういう形で国内法化するかは各国に任されている。したがって、規則による方が、証券市場統一の過程を短縮することができるためである。

(2) レベル 2

レベル 2 の目的は、レベル 1 で決めた枠組み的原則をどのように実施していくかを詳細に規定する技術的な実施法令を制定することにある。このレベルでは、欧州委員会および二〇〇一年末までに設立される二つの新しい委員会——EU 証券委員

会 (ESC) と EU 証券規制機関委員会 (ESRC) ——が主要な役割を担い、それらを欧州議会が補佐する。では、新しい委員会とはどのようなもののだろうか。

EU 証券委員会 (ESC)

ESC の役割は、EC 条約第二〇二条に基づきレベル 1 で制定された指令または規則により委任を受けた規制委員会として機能すること (欧州委員会の提案に対して、決められた期限 (通常三カ月) に投票することを含む)、レベル 1 における立法過程も含めて欧州委員会に助言すること、ESRC に代ってレベル 2 の法令に関して欧州委員会に助言することである。このうち、最も重要な役割は規制委員会としての役割だが、規制の実施権限に関して、賢人委員会は、閣僚理事会および欧州議会の共同決定によってレベル 1 の各提案が

合意されることに、適切な実施権限が委任されることが最適であると主張している。このため、ケースに応じた個別の権限委任であり、包括的委任ではないと同時に、三つの機関（欧州委員会、欧州議会、ESC）すべては、各法令に対する実施権限の範囲を決定することができる。

一方、ESCのメンバーは、加盟国が国務大臣クラスから任命し、委員長には欧州委員会から証券関係の問題に責任を持つ欧州委員会委員が就任する。このため、ESCは閣僚理事会に属する組織ではない。また、可能な限りメンバーは投票に出席しなければならない。

EU証券規制機関委員会（ESRC）

ESRCは、レベル2またはレベル3に応じて助言機関として独自の役割を担う。レベル2においては、欧州委員会から技術的な実施措置に関する

提案について助言を求められ、市場関係者および最終利用者（発行者、消費者）への諮問を経た上で、欧州委員会に助言を与える。ESRCは欧州委員会から独立した助言機関として設置されるが、その活動について欧州議会に定期的に報告するとともに、年報を作成しすべてのEUの機関に公開する。一方、レベル3においては、各国規制機関から完全に独立した委員会として単独で活動し、共同体法により一貫した実施を確保する。

前述した市場関係者および最終利用者への諮問には、次のような四つの基本過程がある。

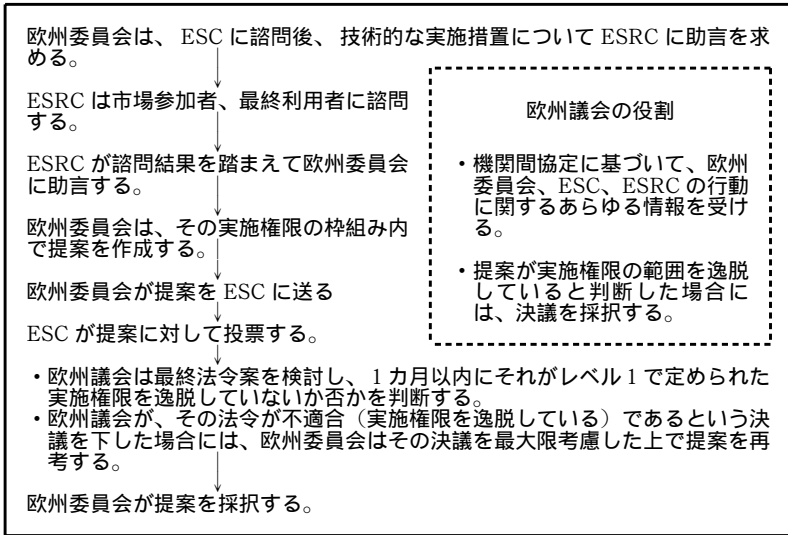
①複雑な問題の場合には、ESRCは、最初に、「コンセプト・リリース」（問題とオプシオンの概要が記してあり、どのような規制アプローチが適切かについて公の意見を問うもの）を基に諮問する。そのような諮問期間は三カ月以内とする。

- ② 既に規制アプローチが決まっている場合には、ESRCは提案の草案を発行し、市場関係者および最終利用者（発行者、消費者）に諮問する（最長三カ月）。
- ③ 必要に応じて、ESRCは、欧州委員会が行うような聴聞会などを開催できる。インターネットの利用は、諮問過程において必須である。
- ④ 公からのコメントの要約は、ESRCの最終助言報告書に付される。
- 一方、レベル2におけるESRCのメンバーは加盟国から任命された証券規制・監督の適格機関の長で構成され、その委員長はメンバーによって互選される。また、委員長はESCのオブザーバーでもある。重要な点は、ESRCのメンバーはいずれの問題についても常に欧州委員会に助言する資格があることである。

ここで、レベル2における技術的な実施法令成立のプロセスおよびその中で各機関の役割を整理しておこう（図2）。

- ① 欧州委員会は、ESCへの諮問およびレベル1の共同決定の結果を踏まえて、ESRCに証券市場に関する実施措置の技術的詳細を期限付きで検討するよう求める。
- ② ESRCは、その期限内で、既定の過程に従い市場関係者および最終利用者との徹底的な公開諮問を経た上で、欧州委員会に対して当該措置に関する技術的な助言を行う。
- ③ 欧州委員会は、ESRCの助言を斟酌した上で、レベル1の指令または規則で決められた実施権限の枠組みを逸脱しないよう実施法令の提案を作成する。
- ④ 欧州委員会はその提案をESCに提出する。
- ⑤ ESCは、既定のルールに従って、欧州委員会

図2 レベル2のプロセス



(出所)図1に同じ

の提案に対する投票を行う。ESC が適格多数議決によつて提案を承認した場合は、欧州委員会はその提案を法令化することを決定できる。

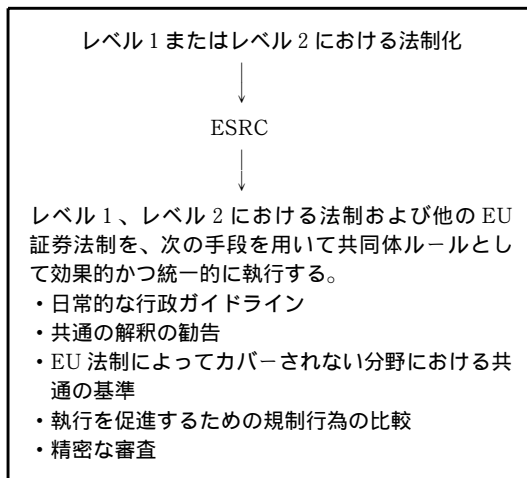
⑥なお、機関間協定により、欧州議会は以上のプロセスにおいて、適宜、付随するあらゆる情報（事前および事後の協議事項、提案、投票結果、会議事録など）を受け、欧州委員会がESC に提案を提出する以前およびESC がそれに投票した後には、欧州委員会の提案がレベル1 で決められた実施権限の範囲を遵守しているかをチェックする。欧州委員会の提案が実施権限を逸脱していると判断された場合には、欧州委員会はその提案を再考しなければならず、さらに、議会の決議を最大限考慮した上で、欧州委員会はESC に新しい法令案を提出して手続を進めるか、または共同決定に基づく提案を提出する。

(3) レベル3

レベル3の目的は、レベル1およびレベル2で成立した指令、規則、実施法令などを共同体ルールに転換し、その統一した実施を促進することである。そのためには、加盟国の規制機関がネットワークを組み、協調して行動することが重要であり、さらにレベル2で設立されたESRCもこの目的のために主要な役割を担っている(図3)。

前述したように、レベル3において、ESRCは各国規制機関から完全に独立した助言機関として活動する。そのメンバーは、各国の監督機関または当局によって任命された加盟国の代表者で構成される。また、欧州委員会はオブザーバーとしてESRCに参加する。ESRCの中心的な役割は共同体ルールの統一した実施を促進することであり、具体的には次の四つがある。ただし、それ

図3 レベル3のプロセス



(出所)図1と同じ

らの行為はESRCの権利として認められるが、その効果に拘束力はない。

・各国レベルで採用すべき行政規則の統一的なガイドランスを明示する。

・共通の解釈を勧告し、EU法制でカバーされない問題に関する共通の基準を設定する。必要な場合には、レベル2の手続を通じて共同体法に採択することができる。

・規制の実態を比較、審査することによって、EU全体として効果的な規制の執行を確保し、最良の規制を明らかにする。

・メンバー国家における行政規則および規制行為の精密な審査を定期的に行い、その結果を欧州委員会並びにESCに報告する。

レベル3の目的（共同体ルールの統一実施）を達成するためには、短期的にはESRCがどれだけ超国家的機関として各国の規制機関を指導でき

るにかかっているが、長期的視点からは、多くの分野における基本的な規制構造が収斂していくことが重要である。欧州委員会は様々な基本的な提案を行い、各国政府にこの点に関する調整を促すとしている。

(4) レベル4

レベル4の目的は共同体ルールの執行を強化することにあり、公的セクター、民間セクターを問わずすべての関係者は相応の役割を分担するが、主要な責任は欧州委員会が負う。しかしながら、賢人会議はまた、加盟国（政府）、規制機関および民間セクターも共同体ルールの執行を促進するよう努めることを強調している。つまり、共同体ルールの執行を強化するためには、例えば、欧州委員会は証券市場に関する正確な実態を把握するための情報が必要だが、民間セクターだけに頼つ

ていては必ずしもそのような情報がすべて得られるわけではない。そこで、欧州議会や規制機関が市場における潜在的な違反に気づいた場合には即座に欧州委員会に報告するなど、公的セクターと民間セクターとの協力的アプローチが効率的な統合証券市場を達成するためには必要なのである。

(5) 規制システムの監視と全体レビュー（二〇〇四年）

賢人委員会は、予定通り二〇〇一年末までにこの規制システムが整備されたとしても、その効果、つまり証券市場統合に向かって実質的に進展しているか否かを監視するシステムを確立することが重要であると提言している。具体的には、閣僚理事会、欧州委員会、欧州議会から各二名の外部任命者（機関のメンバー外から任命される者）を出し、その者達が監視グループを組織する。そ

して、その監視グループが監視結果を半年ごとの報告書にまとめ、閣僚理事会に提出することとなる。

さらに、新しい規制システムが二〇〇二年から機能する場合、賢人委員会は、時的にみて二〇〇四年に4レベルアプローチの成果について全体的なレビューをすることが適当であると判断している（表2）。ただし、監視グループによる半年ごとのレポートに照らして、進展が見られないまたは進展の見通しが立たないことが二〇〇四年以前に明白となった場合には、全体レビューは二〇〇四年以前に行われることとなろう。また、二〇〇四年（またはそれ以前）の全体レビューにより、このアプローチの成功の見込みが全くないことが確認される場合、共同体全体に及ぶ金融サービスに対する単一のEU規制機構の創設を含めて、条約の改正を考慮することが適切であると提

表2 賢人委員会による今後のスケジュール

2001年	
2月15日	欧州証券市場賢人委員会による最終レポートの公表
2月15日－	閣僚理事会、欧州議会、欧州委員会による最終レポートの検討
3月23・24日	
3月23・24日	規制改革および金融サービス行動計画(FSAP)の優先プログラムに関するストックホルム欧州理事会での合意
4月－5月	(1)欧州委員会が新しいフォーマットで最初のFSAP指令を提出 (2)欧州委員会が、レベル1の指令、規則の採用に伴う公式な権限委任を審議するための助言機関としてのEU証券委員会(ESC)の設置を決定 (3)欧州委員会が、独立の助言機関としてのEU証券規制機関委員会の設置を決定
4月－9月	(1)欧州委員会とESRCで新諮問プロセスの導入 (2)機関間監視委員会の合意と設置
6月－7月	清算と決済に関するチッキーニ(Giovannini)・レポート
11月	第1次機関間監視レポートを発表
12月まで	統合された欧州金融市場の経済的効果に関する調査に基づき第1次暫定効果を判断(結論)する
12月末まで	(1)欧州委員会、欧州議会および要件を満たす規制機関のレビュー (2)新しい民間セクター向け教育訓練を開始
12月末まで	ESCおよびESRCの活動を開始
2002年	
3月	規制システムの機能に関する第2次監視レポートの公表
9月	規制システムの機能に関する第3次監視レポートの公表
2003年	
3月	規制システムの機能に関する第4次監視レポートの公表
9月	規制システムの機能に関する第5次監視レポートの公表
12月まで	FSAPの優先プログラムの機関間協定および交付
2004年	
	<ul style="list-style-type: none"> ・政府間会議 ・新システムの全体レビュー ・FSAPのレビュー
3月	規制システムの機能に関する第6次監視レポートの公表

(出所)図1に同じ

言している。

おわりに

賢人委員会は最終レポートの最終コメントの中で、この改革の成否は現在の規制システムを担っている欧州委員会、閣僚理事会、欧州議会および各国の規制機関の能力と意欲にかかっていると述べ、成功するための重要な要因として、次の五点を挙げている。

- ・ レベル²で設置される二つの重要な委員会（ESC、ESRC）が十分に機能すること
- ・ 決定プロセスの完全な透明性および期限厳守を確保すること

・ このアプローチが実質的に市場統合を促しているかを厳密に監視し、その成果を欧州委員会、閣僚理事会、欧州議会および公に対して報告、

開示すること

- ・ 市場参加者および消費者が積極的に規制システムに参加、協力すること

・ 各国の規制構造が収斂するよう改革を促していること

二〇〇四年の全体レビューで、結果として、ここで提示されたアプローチが市場統合に機能していることが確認されたとしても、それは、冒頭で述べたようにマクロレベル（規制の枠組み）での問題である。真に欧州の統合証券市場が機能しEUに恩恵をもたらすためには、ミクロレベルでの改革、すなわちFSAP（金融サービス行動計画）に沿って期限通りに個別の規制改革が進むかが重要な焦点となるだろう。

（すどつ ときひと・当研究所主任研究員）