

ヨーロッパの証券市場改革

相 沢 幸 悦

はじめに

ヨーロッパ諸国は、一九五八年のEEC（ヨーロッパ経済共同体）の創設以降、六八年の関税同盟の結成、七九年の欧州通貨制度（EMS）の創設、九二年の域内市場統合と着実に統合を進めてきた。そして、一九九九年にはついにEU参加一カ国（のちに二カ国）で単一通貨ユーロを導入した。

通貨統合の開始以降、ユーロ安の進行は、事前

の予想をはるかに超えるものであったが、二〇〇一年九月の同時多発テロ以降、反転の兆しがみられるようになった。ユーロ現金が流通を開始した二〇〇二年になると本格的反転を示し、七月についにユーロ＝ドルを突破した。イラクへの大規模攻撃が終結した二〇〇三年五月には、ついに導入後の最高値をつけた。

こうしたヨーロッパ統合の過程のなかで証券市場の統合も大いに進展してきた。ここで、域内市場統合の一環として行なわれた証券市場統合の基本指令である「投資サービス指令」の概要を明ら

かにしたうえで、欧州通貨統合を前後して行なわれた証券市場の再編と現在検討中の「投資サービス指令」改正の動向をみてみよう。

一、「投資サービス指令」

「投資サービス指令」の制定

一九九二年末までに人、財、資金、サービスの自由化をはかるとうというのが、域内市場統合である。このEUの市場統合において証券取引に関する中心的な法令は「投資サービス指令（証券分野における投資サービスに関する一九九三年五月一日の理事会指令）」であり、一九九六年一月から施行された。

「投資サービス指令」は、投資サービス業者の定義、単一免許制、域外金融機関の域内への支店の設置、健全性の観点からの本国の監督、単一

免許制、サービス提供の手続き、営業可能な証券業務などを規定している。

「投資サービス指令」における投資サービスというのは、次のようなものである。

A サービス

1. (a) 投資家のための、Bのリストに掲げる一つ又はそれ以上の金融商品に関する注文の受理および伝達

2. Bのリストに掲げる金融商品の自己勘定による売買

3. そのポートフォリオがBのリストに掲げる一つまたはそれ以上の金融商品を含んでいる場合、投資家の委任に基づく自由裁量での顧客別の投資物件に関するポートフォリオ・マネージメント

4. Bのリストに掲げる金融商品の発行に関する

る引受またはそれらの発行の売出し

B 金融商品

1. (a) 譲渡性証券 (b) 投資信託のユニット
2. 短期金融市場商品
3. 金融先物契約およびそれと同等な差金決済される金融商品
4. 金利先渡契約 (FRA)
5. 金利、通貨および株式のスワップ
6. この項目に該当するいずれかの金融商品の取得または処分に関するオプションおよびそれと同等な差金決済される金融商品。このカテゴリーは、特に通貨オプションおよび金利オプションを含む

C 付随業務

1. B のリストに掲げる一つまたはそれ以上の金融商品の保護預りおよび管理
2. 安全保管サービス

3. 信用供与または貸付を行なう業者がその取引に係り合う場合、投資家がBのリストに掲げる一つまたはそれ以上の金融商品の取引を行なうための信用供与または貸付

4. 企業の資本構成、事業戦略および関連事項に関する企業への助言、並びに、合併および企業の買収に関連する助言およびサービス
5. 引受に関連するサービス
6. B のリストに掲げる一つまたはそれ以上の金融商品に関する投資顧問
7. 投資サービスの提供に関連する外国為替サービス

投資サービス業者

第三者に対して、専門的に投資サービスを提供することを通常の業務としている法人が投資サー

ビス業者である。

第三者の保護について法人と同様の法的地位を持つこと、適切で節度ある運営について監督が行なわれている場合、法人以外でも投資サービスを行なうことができる。ただし、①支払不能に陥った場合、顧客の金融商品や資金の所有権の保護、②監督当局の監督下にあること、③会計監査を受けていること、④完全な個人業者の場合、業務中止の際の投資家保護規定の作成という条件を充足しなければならぬ。法人以外の者の投資サービス業務への従事が認められたのは、イギリスでは個人業者も投資サービスを行なっているからである。

EU単一免許制（シングル・パスポート）

本国で免許を取得した投資サービス業者は、域内の他国に支店を設立しようとする場合、その国

で新たに免許を取得する必要がない（原籍国主義）。証券業務に対する監督責任は、証券免許を与えた加盟国が持っている。本国で免許を取得する場合には、最低資本金を保有し、経営者の十分な信望と経験が必要である。実効的出資をしている株主等の氏名と出資額の届け出が必要である。

相互主義

域外国の投資サービス業者がEU域内に現地法人を設立するか、または、域内国の証券会社の経営参加権を取得する際には、相互主義が適用される。

取引情報の透明性

投資サービス業者は、規制された市場で取引された金融商品の取引報告、とくに、売買された金融商品の名称と数量、取引が行なわれた日時、取

引価格、取引に係した投資サービス業者特定に関する情報などを監督当局に報告しなければならない。投資家に対しては、次の情報を提供しなければならない。

* 取引開始時に、前日の取引全体の加重平均価格、高値、安値、売買高

* 公表時点からさかのぼって直近二時間分の取引を除く、それ以前の六時間分の取引について、過重平均価格と売買高を一時間おきに公表

* 公表時点からさかのぼって直近一時間分の取引を除く、それ以前の二時間分の取引について、過重平均価格と売買高を二〇分おきに公表

規制された市場 (regulated market)

「投資サービス指令」は、規制された市場とい

う概念を提示した。投資サービス業者は、場外取引ではなく規制された市場で投資サービス業務を行わなければならない。規制された市場は、次のように定義されている。

* 投資サービス業務を行なう市場

* 各加盟国が提出したりリストに掲載された、規制を満たしている市場

* 継続的に機能している市場

* 監督当局により、市場運営の条件、市場アクセスの条件、上場条件、実質的な取引の条件が規定されている市場

* 報告要件と透明性要件が満たされた市場

受入れ国は、本国の規制された市場の会員である域内投資サービス業者に対して、規制された市場の会員となるか、または市場にアクセスできることを保証しなければならない。規制された市場

へのアクセスを認められている者の数を制限している加盟国の規則は撤廃されなければならない。

会員となるには、直接的に受入れ国に支店を設立するか、間接的に受入れ国に子会社を設立するか、既に受入れ国の規制された市場の会員となっているかまたは既にアクセスしている投資サービス業者を買収することによって可能となる。

二、通貨統合と証券市場

証券市場の再編

一九九九年一月に開始された欧州通貨統合を契機にして、ヨーロッパの証券取引システム再編の動きが活発化した。

二〇〇〇年九月には、フランスのパリ取引所、オランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所が合併してユーロネクストとし

て発足した。二〇〇一年一月には、ユーロネクストによるロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）の買収で合意した。この、ユーロネクストには、二〇〇二年四月にポルトガルのリスボン取引所が加入した。

ロンドン証券取引所は、ユーロネクストの傘下にあるアムステルダム証券取引所との提携を進めているという（「日本経済新聞」二〇〇三年七月二二日）。提携が実現すれば、アムステルダム取引所に上場しているオランダ企業の株式の売買注文をロンドン取引所からアムステルダム取引所に回すことができるようになり、逆の場合も可能となる。ロンドン証券取引所とアムステルダム取引所の相互乗り入れが行なわれることになると、ユーロネクストに参加する他の取引所も提携することになるであろう。そうすると、ユーロネクスト参加国の投資家は、国内で外国株式に投資でき

るようになる。この統合が実現すれば、上場企業の時価総額は二兆七〇〇億ドルと、東京証券取引所やアメリカのナスダックを抜いて、ニューヨーク証券取引所について世界第二位の規模となる。

すでに、スウェーデンのOMグループは、フィンランドのヘルシンキ証券取引所を買収するとともに、ロンドン証券取引所とデリバティブ取引で合併しており、さらにヘルシンキ取引所は、バルト三国の証券取引所に資本参加している。ユーロネクストとロンドン取引所との提携が進めば、イギリス・フランス、北欧、バルト三国という証券取引所連合ができあがることになる。

他方、二〇〇一年六月にイギリスの電子証券取引所トレードポイントとスイス取引所が合併して、virtualxが設立され、スイス株価指数(SMI)の構成銘柄は、イギリスに拠点を置く

virtualxだけで取引されるようになった。

ドイツ取引所は、一九九七年一月にスイスの先物・オプション取引所SOFFXとの共同出資によるユーレックス(EUREX)を設立した。しかし、二〇〇〇年秋には、ロンドン取引所との合併が頓挫し、取引所統合の流れから一歩後退しているようにみえる。しかしながらドイツ取引所は、現物株式以外の証券取引を重視する路線に転換しており、とりわけデリバティブ取引が急拡大し、ドイツ取引所の収入の半分以上を稼ぎ出している。デリバティブ取引所であるEUREXは、二〇〇四年はじめにアメリカでの取引を開始することを目指している。

証券市場改革の議論

域内市場統合が開始して以降の証券市場統合を総括する欧州委員会の報告書「単一市場レ

「ビュー」が一九九七年に公表された。この報告書の主旨は、一九九二年域内市場統合の成果が十分にあらわれていないというものである。この報告に基づいて、一九九九年五月に欧州委員会は「金融サービス行動計画」を策定した。その概要は、単一EUホールセール市場、オープンで安全なりテール市場、健全性規則と監督体制の整備、貯蓄課税などの最適な単一金融市場形成のための諸条件の整備、などである。

二〇〇〇年三月にリスボンで開催されたEU特別首脳会議で、進展するIT化のなかで効率的で透明性の高い証券市場形成の必要性が強調された。この首脳会議の提起を受けて二〇〇〇年六月に開催された経済相・財務相理事会（ECOFIN）において、欧州中央銀行の前身である欧州通貨機関のラムファルシー元総裁を座長とする「ヨーロッパ証券市場の規制に関する賢人委員会

（ラムファルシー委員会）」が創設された。同委員会は、二〇〇一年二月に最終報告書を公表した。

ラムファルシー委員会は、EUがその諸目標を達成し、金融サービス行動計画を実施するためには規制改革が必要であるとしている。そのために、立法までのスピードアップ、柔軟性の向上、明確なるEU金融規制の制定、核心的かつ本質的規制と柔軟で変更可能な規制との峻別、などが必要であるとされた。

同委員会は実施すべき優先課題として、域内単一目論見書、上場要件の見直し、本国監督原則のホールセール市場への適用、投資信託・年金基金の投資ルール見直し・拡大、国際会計基準の適用、規制市場と認められた証券取引所への本国監督原則に基づく単一免許交付、などである。

金融サービス行動計画とラムファルシー委員会報告に基づいて、EUは、二〇〇五年までに汎

ヨーロッパ株式市場を創設する方向で動き出した。二〇〇一年六月には、欧州委員会は、証券市場規制に関する諮問機関として欧州証券委員会とヨーロッパの市場ルール作りを担当する欧州証券規制機関委員会を設置し、証券取引の規制・監督を強化している。

二〇〇五年には、国際会計基準の適用が行なわれることになっているが、欧州証券規制機関委員会は二〇〇三年一〇月に、二〇〇四年から同基準に基づく決算を前倒して行なうべきであるという提言を発表した。

二〇〇三年七月には、企業が証券市場で資金を調達する際に各国の煩雑な届け出が不要になる単一目論見書の導入が決められた。単一目論見書が導入されると、たとえば、フランス企業が自国の監督当局に資金調達を届け出るだけでドイツやイギリスなどの投資家から資金を募ることができる

ようになる。同年一〇月には、財務相理事会は、国境を越える株式取引を活発化させるのを妨げていた株式取引の取引所集中原則を撤廃することで合意した。この撤廃によって、証券会社は、EU各国の株式売買を証券取引所の外部で自由に仲介できるようになる。

三、「投資サービス指令」の改正

改正の必要性

こうした一連の証券市場改革に関する議論と相前後して、市場規制と業者規制の基本的な指令である「投資サービス指令」改正が検討され、二〇〇二年一月九日に最終改正案が発表された。「投資サービス指令（ISD）」改正案によれば、何故、新たな指令が必要かということについて、七つの理由をあげている。

第一に、ISDは、投資サービス業者のライセンスについての有効な相互承認を行なうことができるように十分な調和がなされていない。結果として、ISDに基づくパスポートの有効性は、クロスボーダー取引における二国間ないし多国間による監督によって著しく低下してきている。

第二に、ISDの投資家保護についての規定は時代遅れになっている。適切なセーフガードは、新しいビジネス・モデル、市場慣行、関連するリスクを斟酌して新たに作り上げなければならぬ。投資家保護規則は、同様に、最良の新たな取引機会を積極的に利用する最終投資家に代わって顧客のために行動することを強制するように改訂される必要がある。

これは、さまざまなタイプの注文執行場所の競争が最終投資家の不利というよりもむしろ有利に働くことを保証するものである。

第三に、ISDは、フルレンジの投資家本位のサービス（たとえば、投資アドバイス、新たな販売チャネルなど）あるいは金融ディーリング（たとえば、商品デリバティブなど）をカバーしていない。これらの業務のいくつかが、企業の主要なあるいはレギュラーな業務として行なわれようとした時に、ISDあるいは関連する規則の適用を通じて警告される投資家への有形リスクあるいはマーケットの効率性・安定性という問題を提起するかもしれない。

第四に、ISDは、取引所が互いに、また新しい注文執行プラットフォームとの競争が始まった時に生ずる規制上かつ競争上の諸問題に対応できない。ISDが制定された時には、取引所・取引システム間の競争はなかった。現在、異なる取引方法（取引所、新しい取引システム、証券会社による店頭注文執行）間で行なわれている競

争は、EU証券取引監督に原則的規制上の变革を迫っている。

規制市場に関連するいくつかのISDの規定は、マーケットやシステムが流動性を確保できたり、証券会社が顧客に他のサービスを提供することと関連して、取引所外での注文執行ができる健全な規制上のフレームワークを提供していない。

第五に、ISDは、統合された競争的な取引インフラに障害を与えるマーケット構造を任意に規制する手段を与えている。現行ISD第一四条三項は、個人投資家の注文が「規制市場（取引所集中原則）」でのみ執行されることを義務付けることを各国の監督当局に認めている。多くのEU加盟国は、規制市場で行なわれる集中されたパブリック・オーダー・ブックに出す個人投資家の注文を促進するこのオプションを利用してきた。

他の加盟国は、このオプションを使わなかった

し、いかにして顧客に「最良執行」ができるかという決定を証券会社の責任に任せてきた。これは、これらの国々における注文執行方法の多様性の結果である。

このようなマーケット構造の規制の根本的相違によつて、国内取引慣行、マーケット・オペレーションに関するルール、注文執行プラットフォーム間での競争の範囲とマーケット参加者の行動との間でそれぞれの食い違いが出てきた。これらは、クロスボーダーの取引と断片的な流動性に重要な障害となっている。

第六に、管轄する監督当局の指定や当局間の協力に関するISDの規定は不十分である。現行ISDは、EU加盟国内での執行される責任の配分について明確ではないし、クロスボーダー監督の協力にとって健全なベースが構築されていない。完全に統合された単一金融市場は、EU全域にわ

たつて等しい厳格さが追求され、違法行為を取締ることが要求される。統合され、秩序だつた単一市場のためのさらなる必須条件は、各国監督当局間の完全かつ直接的な協力と情報交換である。

現行 I S D の証券監督の協力に関する規定は、各国金融市場の間のリンクが十分に行なわれていないという状況において定められている。このメカニズムは、根本的に改訂される必要がある。

第七に、I S D の規定の多くは、柔軟性を欠くとともに時代遅れである。I S D は、マーケット構造とビジネスや証券監督の実践を深化させることに根拠をもつ緊急の規制上の論点に応ずることができないので改訂されなければならない。

ラムファルシー委員会の勧告に欧州理事会と欧州議会が適切なる責任を持つということを前提して、欧州証券委員会や欧州証券監督機関委員会に法的拘束力をもつ規則を制定させる委員会手続き

を認める指令の中心となるような規定が必要である。この手続きは、欧州議会、欧州理事会、欧州委員会の間で厳しく検討される。

これらが、「投資サービス指令」改正の必要性であるが、いくつかの主要な改正点をみてみよう。

効率的で透明な統合取引システム

I S D 改正案は、規制市場、多角的取引施設 (MTF-Multilateral Trading Facilities)、投資サービス業者による注文執行に関するルールなどを設けている。

規制市場を開設するには、市場開設地の監督当局による認可が必要とされるが、十分な信望と経験、財源を持っていなければならない。利益相反防止、リスク管理体制、システム障害対策、最良執行ができるような取引ルール・方法をとらな

ればならない。

規制市場は、金融商品の取引の認可に際して、明確で透明な規則を設けなければならない。規制市場と監督当局は、規則に合致しなくなった取引対象商品の取引を停止あるいは廃止することができ、規制市場は、市場開設地に支店などを持たない投資サービス業者にも自由なアクセスを認めなければならないし、市場参加者の取引を常時監視し、違反があつた場合、その事実を監督当局に報告しなければならない。

MTFというのは、「非裁量的に成約にいたるように、確立されたルールに基づいて金融商品に関する多数の第三者の売買需要をみずからのシステムで突き合わせる多角的なシステム」である。

IDS改正案は、代替的取引システム(ATS)をMTFと呼んでいる。MTFは、取引参加者の選定に関する透明で客観的基準を定め、規制市場

で取引されている株式の取引を行なう場合には、規制市場と同等の透明性の確保が求められる。

当初の改正案では、取引に参加できるのは、金融機関、投資信託、生命保険会社などの「適格取引先」だけであつたが、市場集中主義の撤廃との関連であろうが、修正提案で若干修正された。取引対象商品には厳格な規制はない。

ISD改正案は、規制市場やMTFを通じない取引についても投資家保護や市場の効率性という観点からの規定が設けられている。投資サービス業者に対して最良執行義務と顧客注文の公正な取扱い、事前・事後の透明性確保が要求される。

投資家保護と投資サービス業者規制

ISD改正案は、投資アドバイスだけを行なう投資サービス業者を自己資本規制指令の適用除外としている。ただし、故意または過失によつて顧

客に与えた損害を賠償するための保険への加入を強制される。

顧客と投資サービス会社との利益相反を防止するために、組織上、業務上の手当てを行ない、それでも十分でない場合には、利益相反の可能性を顧客にあらかじめ開示しなければならない。

投資サービス業者が遵守すべき行為規範が精緻化された。とくに顧客のための最良執行義務に関する規定が新たに設けられた。

指令の対象業務

従来、規制対象業務は証券ブローカー業務、証券ディーリング業務、資産運用業務、引受け・分売業務であったが、ISD改正案では、投資助言業務とMTFの運営業務が可能となった。対象商品に商品先物とクレジット・デリバティブが加えられた。

清算・決済

セントラル・カウンターパーティ、清算、決済機関への自由なアクセスの選択権が与えられている。

証券監督システム

ISDの規定ごとに管轄する監督当局を明確にするとともに、自主規制機関も含めた複数の監督機関が管轄する場合には相互に協力を行なうこと、監督当局の権限を標準化することが求められている。

投資サービス業者を受入れた国の監督当局が、統計作成のための情報提供を求めたり、支店の活動状況を監視することが認められている。受入国がISDに違反する行為が行なわれていると判断した場合には、本国の監督当局に通報するとともに、投資家保護と正常な市場機能の維持のために

必要な措置をとることができる。

むすび

二〇〇三年一〇月にEU首脳会議は、「投資サービス指令」改正案に同意したが、これは、EUのエクイティ・マーケットの統合に向けた大きなステップである。

改正案は、各国の証券規制の調和を押し進めるとともに、EU加盟国の本国での認可で認可を受けたらEU全体で業務を行なうことが認められる有効な「シングル・パスポート」を投資サービス業者に与えるであろう。同時に、投資家は、ハイレベルの投資家保護システムの恩恵を享受することができる。改正案は初めて、取引所、他の取引システム、投資サービス業者による投資家の取引の組織された執行を統治する包括的な法的フレー

ムワークの確立を求めたものである。

「投資サービス指令」改正案は、「金融サービス行動計画」を具体化する決定的な法令である。EU首脳会議は、欧州議会選挙の前の二〇〇四年四月までに閣僚理事会で採決することを求めている。首脳会議が政治的合意をベースにして共通の立場を公式に採択すれば、改正案は、欧州議会の第二読会に戻されるであろう。

(あいざわ こうえつ・埼玉大学教授
当研究所客員研究員)