

# 金融サービス行動計画（FSAP）の経済的インパクト

－欧州委員会による FSAP の包括的評価－

平成 21 年 12 月 16 日

大橋 善晃

日本証券経済研究所

金融サービス行動計画（FSAP）の経済的インパクト  
－欧州委員会による FSAP の包括的評価－  
（要約）

欧州委員会は、1995年5月、欧州の金融サービスにおける単一市場の構築を推進するための「金融サービス行動計画」（Financial Service Action Plan, FSAP）を採択した。単一 EU ホールセール市場の完成、オープンで安全なリテール市場の構築、最高レベルの健全性規則と監督体制の確保という三つの戦略目標と、最善の単一金融市場に向けての条件整備という一般目標、そして、この4つの目標に取り組むための42項目の行動（Actions）からなるこのFSAPのもとで、それまでバラバラであった欧州金融市場の統合を効率的に進めるための法的な基盤が整備され、欧州市場の統合が精力的に展開されることになった。

欧州委員会は、かねてより、すべての加盟国において42項目のアクションの受け入れが完了すると見られる2006年から2008年にかけて、FSAPの経済的なインパクトについての分析評価を行なうとしていたが、このたびその評価結果を報告書に取りまとめて公表した。

FSAPのインパクトについての報告書の全体的な結論は次のようなものであった。

「調査を行なった三つの部門（銀行、証券、保険）のすべてにおいて、FSAPは注目すべきインパクトをもたらした。しかし、その影響の大きさは、銀行、証券および保険の間で異なっている…こうした部門へのインパクトに加えて、FSAPは、それが金融規制に確かな方向性を付与しており、それ自体で有益なものであるという点で大方の支持を得ている。」本レポートは、証券部門を中心に、FSAPの経済的なインパクトとその評価について概説するものである。

# 金融サービス行動計画(FSAP)の経済的インパクト —欧州委員会によるFSAPの包括的評価—

日本証券経済研究所  
専門調査員 大橋 善晃

## 1. 金融サービス行動計画の策定、実施および評価

### ア. 金融サービス行動計画の策定

1990年代を通じて、欧州の金融サービス部門における努力は、もっぱら単一欧州通貨であるユーロの円滑な流通の達成に向けられていた。しかし、この単一通貨ユーロの導入が確実にした後、政策的な関心は、一転して、単一金融市場の設立に向けられるようになった。単一通貨ユーロおよび欧州経済通貨同盟(European Economic and Monetary Union, EMU)を成功させるには、金融市場の統合が不可欠と考えられたためであった。

1998年6月、英国ウェールズの首都カーディフで開催された欧州理事会において、「金融サービスにおける単一市場の構築を推進する…行動の枠組みを審議するため」に欧州委員会が招集された。単一金融市場の構築がもたらす潜在力を出来る限り引き出すためには、多くの面で何らかの行動が必要であると考えられたからである。

これを受けて、1998年10月28日、欧州委員会は「金融サービス:行動のための枠組みの構築」と題する委員会報告書(Communication of the Commission)<sup>1</sup>を採択したが、これは、EUの金融サービス部門が、単一通貨ユーロの導入と一体になって、その潜在力のすべてを顕在化することを可能とする一連の基準を包含するものであった。この欧州委員会の提案を受けて、上記委員会報告書に掲げられた基準の優先順位を特定するための金融サービス政策グループ(Financial Service Policy Group)が設置された。

金融サービス政策グループでの検討を経て、欧州委員会は、1995年5月、「金融サービス行動計画」(Financial Services Action Plan, FSAP)と題する委員会報告書<sup>2</sup>を採択し、公表した。この計画は、後述するように、三つの戦略目標(strategic objectives)と一つの一般目標(General objectives)、この4つの目標に取り組むための基準として、42項目の行動(action)を提示して、加盟各国に、期限付きでその履行を求めたものであった<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> European Commission, Communication of the Commission “Financial Services : Building a Framework for Actions”, 28 October 1998.

<sup>2</sup> European Commission, Communication of the Commission “Financial Services : Implementing the Framework for Financial Markets : Action Plan”, 11 May 1999.

<sup>3</sup> その後、2000年に開催されたリスボン欧州理事会において、各分野の構造改革を柱として「2010年までに世界でもっともダイナミックな知識ベースの経済を構築する」という10年間の戦略目標、いわゆるリスボン戦略が設定されたが、その中で、FSAPは、リスボン戦略を達成するための重要なファクターとして位置づけられている。

## イ. 金融サービス行動計画の戦略目標と基準

上述のように FSAP は、カーディフ欧州理事会からの委託に対する欧州委員会の回答であった。「行動計画の枠組みは、単一金融市場に向けた迅速な進展のための強い願望を秘めたプログラム (aspirational programme)」<sup>4</sup>であり、すべてのイニシャチブが、ひとつの大きな枠組み (over-arching framework) の中に包含され、成長、雇用、欧州経済における競争促進のエンジンとしての役割を果たす、深化した、流動性に富む単一金融市場の創設というひとつの目的に向かって集約されている。

FSAP は以下の通り大きく三つの目標と一つの一般目標、そして、この 4 つの目標に取り組むための 42 の基準 (=Action) からなっている。各々の基準については、優先度、目的、基準にかかわる主体、加盟各国の受入を含む実施期限が定められている。42 の基準については、巻末の付表を参照されたい。

### (1) 戦略目標 1: 単一 EU ホールセール市場 (19 基準)

この戦略目標を達成するための諸基準の迅速な受入と実施によって、以下を実現する。

- 企業の資金調達機会の拡大—EU 規模、競争条件下での資金調達を実現
- 投資家および仲介業者に、全ての市場への参加機会を提供
- 投資サービス業者のクロスボーダー取引機会の拡大—不必要な障害や行政上あるいは法制上のバリアに直面することなく、投資サービス業者がクロスボーダー・サービスを提供
- アセット・マネジャーが資金を効率的に管理するための適切で統一的な健全性枠組みの構築
- 証券取引や決済が、不必要なカウンターパーティー・リスクにさらされることなく、安全に行なわれるための法整備

### (2) 戦略目標 2: オープンで安全なリテール市場 (9 基準)

EU の機関および全ての関係者が協力することを通じて、以下を推進する。

- 消費者が単一金融市場に積極的に参加出来るようにするために必要な、商品 (情報)、セーフガード (明確な権利、効果的な紛争解決) の提供
- クロスボーダー・サービス提供の障害となっている非統一的な規則へのこだわりの排除
- 加盟国の国内法の違いに端を発する単一リテール金融市場における障害を克服するための効果的な仕組み (メカニズム) の導入促進
- 新たな配布チャネルと電子取引システム (Electric Communication Network, ECN) を EU 規模で展開可能とするための法的条件の整備
- 適正な範囲を超えた手数料を負担することなく、小額のクロスボーダー支払いが可能となる低コストで安全な支払いシステムの導入促進

### (3) 戦略目標 3: 最高レベルの健全性規則と監督体制 (10 基準)

<sup>4</sup> 後述の注5に掲げた欧州委員会報告書「FSAP 評価第 I 部: プロセスと実施」4 ページ。

この戦略目標については、以下に掲げる項目の実現が緊急に求められている。

- 極めて緊急の問題として、新たなビジネスやグローバル化からもたらされる、EU の健全性の枠組みにおける漏れ(lacunae)の排除
- 市場構造の変化およびグローバル化の時代において、安定性と信頼性を維持しうる EU 監督体制の確立
- 拡大を達成するための基盤としての役割を果たす規制および監督手段の開発
- EU の主導による規制および監督のハイレベルな国際基準の設定(金融コングロマリットを含む)

(4) 一般目標:最善の単一金融市場に向けての条件整備 (4 基準)

- 課税措置の相違への対応(税制の統一)
- コーポレート・ガバナンスのための効率的かつ透明な法的システムの構築

#### ウ. 金融サービス行動計画の実施とフォロー

委員会は、FSAP の実施状況について継続的なフォローを実施し、2004 年 6 月までに合計 10 回のプログレス・レポート(Progress Report)を公表した。このレポートは毎回、FSAP 基準についての進捗状況、課題、緊急な対応を要する事項などを盛り込んでおり、FSAP の円滑な遂行を促す役割を担った。2004 年 6 月 2 日に刊行された最終レポートによれば、42 の基準のうち 39 基準については加盟国による受け入れが完了し<sup>5</sup>、残りのひとは交渉中、2 つは提案中であり、「FSAP は、完全にしかも期限どおりに達成された一計画の規模と複雑さから見れば、これは大成功である。(中略)FSAP が当初の目的に照らしてどの程度達成されたかを最終的に評価するのはまだ早すぎるが、確かなことは、FSAP はすでに、変革のための強力な媒体(vector)を演じているということである」と述べている<sup>6</sup>。

#### エ. 金融サービス行動計画に関する評価の実施

FSAP は、上記プログレス・レポートを含むさまざまなパーティによる分析の対象となってきたが、欧州委員会は、FSAP 実施の最終期限が到来した後において、政策的なアカウンタビリティの観点から、FSAP 基準の達成状況を客観的に評価するとともに、そこから将来に向けての教訓を引き出すことが重要であると考えていた。FSAP の最終プログレス・レポートが刊行されてから 1 年半後の 2005 年 11 月 7 日、委員会は FSAP の評価に関する市中協議文書を公開して公開諮問を行ない、公開諮問の結果を受けて、2007 年 1 月 24 日に「FSAP 評価—第 I 部:プロセスおよび実施」と題する報告書<sup>7</sup>を公表した。包括的評価の最初のステップであるこの評価報告書は、FSAP 基準の受け入れ方法について分析したもので、手続き、枠組み、仕事の進め方についての評価を実施して

<sup>5</sup> 最新のデータによれば、2009 年 11 月 20 日現在、42 の基準のうち、マネーロンダリング指令を除く 40 基準について受け入れが完了している。マネーロンダリング基準についても、ベルギー、スペイン、フランス、アイルランドを除く加盟国は、すでに受入を完了している。

<sup>6</sup> European Commission, “Financial Services—Turning the Corner: Preparing the challenge of the next phase of European capital market integration”, Tenth Report, 2 June 2004.

<sup>7</sup> European Commission, “FSAP Evaluation—Part I: Process and implementation”, 24 January 2007.

いる。

その後、欧州委員会は、加盟各国における FSAP 基準の実施を受けて、EU の金融分野にかかわる FSAP の経済的なインパクトの評価に着手したが、分析対象範囲の広さ、複雑さに鑑みて、外部の専門家の手を借りることが適切であると判断し、米国の大手コンサルタント会社 CRA インターナショナル<sup>8</sup>に調査を委託した。委員会から CRA インターナショナルへの委託内容は、現時点における全体的な FSAP に起因する経済的なインパクトを計測することであった。それはまた、FSAP に起因する将来の進展を評価しうる基本的なメソドロジーを設定することでもあった。欧州委員会から委託を受けた CRA インターナショナルは、2009 年 3 月に「金融サービス行動計画の経済的なインパクトの評価」と題する最終報告書<sup>9</sup>を取りまとめて委員会に提出、委員会は、2009 年 7 月 7 日に当該報告書を公開している。

FSAP 評価の第 II 部に当たるこの報告書は、第 1 章および第 2 章において、当該報告書で採用した FSAP の経済的インパクトを評価するためのメソドロジーについて述べた後、第 3 章以降、銀行部門、保険部門、証券部門の三部門における FSAP の経済的なインパクトを分析するという構成になっている。FSAP のインパクトについての報告書の全体的な結論は次のようなものであった<sup>10</sup>。

「調査した三つの部門のすべてにおいて、FSAP は注目すべき市場インパクトをもたらした。しかし、その影響の大きさは、銀行、証券および保険の間で異なっている。銀行部門においては、重要な基準である CRD 指令 (Capital Requirement Directive) が発効したのが比較的最近であり、また、現在進行中の金融危機によって、インパクトの観測が分かりにくくなっている。証券部門については、多くの基準が評価を複雑なものにしているものの、明らかに市場インパクトは存在し、また、それが時間の経過とともに大きくなるという期待がある。保険部門への FSAP のインパクトは、三部門の中ではもっとも小さいが、最近のいくつかの基準からもたらされた市場インパクトを観察することが出来る。こうした部門へのインパクトに加えて、FSAP は、それが金融規制に確かな方向性を付与しており、それ自体で有益なものであるという点で大方の支持を受けている。」

本レポートでは、証券部門を中心に FSAP の経済的なインパクトとその評価について概説し、併せて、戦略目的という視点から見た FSAP の経済的インパクトについても触れておくことにしたい。

## 2. FSAP 評価のためのメソドロジー

FSAP と経済的なインパクトとの結びつき(リンク)を理解するためには、FSAP 基準が持つ各々の影響(effect)を特定し、また、それらを経済的なインパクトをもたらすほかの要因と区別することが必

---

<sup>8</sup> CRA International は、ボストンに本拠を置き、米国を始め、カナダ、欧州、中東、香港などの各地に事務所を持つ、国際的なコンサルタント会社。なお、CRA インターナショナルへの委嘱に先立って、欧州委員会は、FSAP の経済的なインパクトの評価のための適切なメソドロジーに関する専門家の助言を受けるために、メソドロジーに関するワークショップを、2006 年 10 月 25 日に開催している。

<sup>9</sup> Final Report, Prepared For European Commission, “Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan” CRA International, March 2009.

<sup>10</sup> 前掲書、EXECUTIVE SUMMARY の 7 ページ「Overview」を参照。

要となる。

そこで、この報告書においては、FSAP がインパクトをもたらすと見られる領域を特定するためのメソドロジーを策定して、評価分析に適用している。このメソドロジーは以下の 4 つの要素から構成されている。

- 市場の失敗の特定
- 反事実的条件 (counterfactual) の調査
- 政策伝達メカニズムおよび FSAP インパクトの集約 (aggregating) のための経済モデルの構築
- 関連する指標 (indicators) の特定

ここで採用されているアプローチはマイクロ経済的なアプローチであり、市場の問題が査定され、FSAP の基準に結び付けられ、結果 (アウトカム) が、事前に期待された結果と比較される。これが意味することは、金融規制からの経済的利益 (economic benefits) が、市場の失敗あるいは規制の失敗が存在するときに始めて発生するということであり、そのため、FSAP のインパクトの査定に際しては、FSAP 以前における市場の失敗の存在の有無を明らかにすることが出発点となる。

FSAP が対処しようとした市場の失敗を計測する指標に改善が見られたとしても、それが、FSAP がその成果をもたらしたという十分な根拠になるとは限らない。その場合は、むしろ、FSAP の介入がなかったとすれば (反事実的条件) 何が起こったかというを理解することが重要となる。また、FSAP に含まれる諸基準がどのような経済的なインパクトをもたらすのかを明らかにするための因果連鎖 (causal chain) が必要となる。

#### a. 市場の失敗

規制介入が、正しく機能している市場に介入するためではなく、むしろ、市場の失敗に対処するために行なわれることは良く知られている。したがって、基準が市場に現れている失敗に対応するためのものであれば、そこからの利益が期待しうる。市場の失敗の削減は、介入が成功したことの明確な指標となる。

市場で発生する可能性のある市場の失敗にはさまざまなタイプが見られる。評価に当たって市場の失敗のタイプを特定することは重要である。それが、FSAP 基準以前に観察する必要があったデータと FSAP 基準以後のインパクトを表示する可能性のある指標の双方を示唆するからである。市場の失敗には以下のようなタイプがある。

- 参入障壁 (Barriers to entry)
- 市場支配力 (Market power)
- 非対称情報 (Asymmetric information)
- 外部性 (Externalities)

\* 外部性とは、特定の行動が特定の取引に直接参加していない第三者に影響を及ぼす場合に生じる利益あるいは不利益のことをいう。

#### b. 反事実的条件

FSAP のインパクトを理解する鍵の一つは、FSAP が存在しなかったとすれば、何が起こったかを

調べることである。つまり、関連する反事実的条件は何かということを調べることである。市場インパクトの評価に際して、反事実的条件の調査は、通常、以下を観察することによって行なわれる。

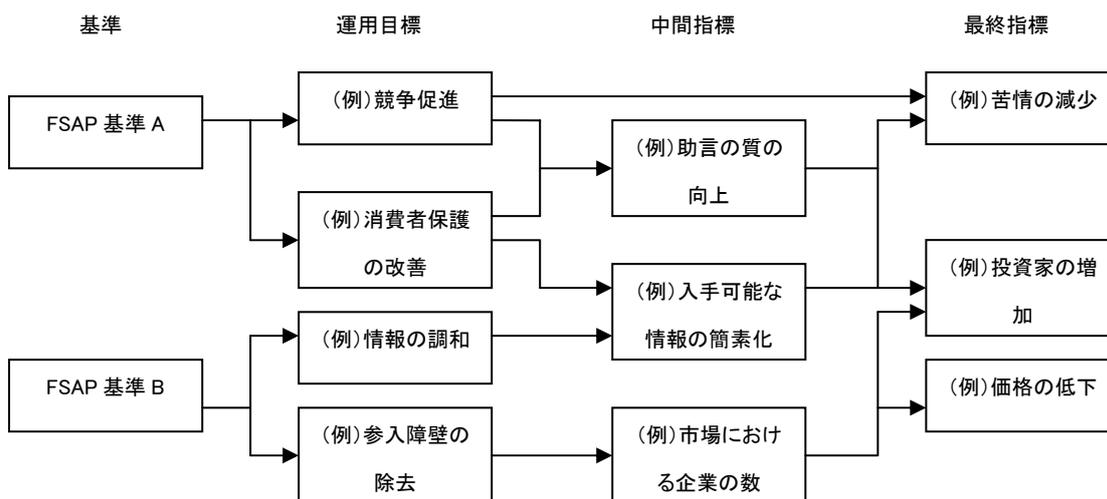
- 規制変更の実施前及び実施後の指標（同じ期間中に他の要因に変化がないことを前提に）
- 規制によって影響を受けた市場及び受けなかった市場

反事実的条件の特定に関しては、FSAP 以外に、たとえば、国際規制、加盟国の国内規制、トレンド、後発基準などさまざまなファクターが存在しているので、FSAP のインパクトを判断する時に、反事実的条件を特定することは難しいということを念頭に置く必要がある。

#### c. FSAP のインパクトの経済モデル

さまざまな FSAP 基準が金融サービス市場のいろいろな部分にどのようなインパクトをもたらすのか、これを正確に提示することが重要である。そのために、本報告書では、因果関係の系統図（causality tree, 以下「系統図」という）を利用している。

図 1 因果関係の系統図



系統図の採用には二つの理由がある。一つは、なぜ諸基準が市場に対して理論的なインパクトを持つと考えられるのか、ということに対する厳格なマイクロ経済ベースの根拠を提供するからであり、それゆえに、これが他のファクターによってもたらされたものではないという信頼をもたらすからである。二つ目は、因果連鎖に沿ってインパクトを観察することができるからである。系統図は、基準が市場に影響をもたらした中間指標 (intermediate indicators) を提示している。この指標は、最終指標 (final indicator) の観察が不可能な場合、あるいは、大きなインパクトが見られなかった理由として、因果関係の鎖がある段階で壊れたという証拠を提供する場合には、特に重要となる。

#### d. 関連指標の特定

メソドロジーの最後のファクターは、それを通して FSAP の効果が観察できる指標の特定である。これを行なうためには、以下をリンクさせることが極めて重要になる。

- FSAP 基準以前の市場の状態—それは、市場の失敗と反事実的条件の効果を組み合わせたものである。
- FSAP 基準の期待されるインパクト—それは、さまざまなタイプの基準の効果の査定とFSAP が効果をもたらすメカニズムを説明している因果連鎖を組み合わせたものである。

加盟国間の、あるいは EU 域外の国との間に存在する差異は、とりわけ有益なものになりうる。たとえば、加盟国は、FSAP の実施前には、異なる市場の失敗に悩まされており、こうした特定の市場の失敗に対応すると見られる基準は、明らかに、こうした特定の加盟国に最大限の効果を及ぼす一方で、市場の失敗に悩まされていなかった加盟国には、それほどインパクトをもたらさないということになる。

関連指標としては、以下のようなものが挙げられている。

- 報告対指令 (Communications compared to directives)・・・FSAP には、規制、指令、報告、提言などさまざまに異なる基準が含まれている。加盟国におけるこれらの基準の実施は、明らかに異なっており、そのインパクトも異なっていると考えられる。
- エナブラー (Enablers)・・・FSAP には、それ自身では影響を及ぼさず、むしろ、他の基準が意図した効果をもたらすことを確実にし、あるいは、他の基準が達成される方法 (道筋) に影響を与えるようなさまざまな基準が含まれている。これらの基準は、「エナブラー」と呼ばれ、以下のようなものが含まれる。
  - リテール金融サービス—残存障壁の克服
  - 欧州証券委員会 (European Securities Committee, ESC) の創設とラムファルシー手続き
  - 第三国との情報交換
  - 不正行為防止のためのアクション・プラン
  - コーポレート・ガバナンスのためのアクション・プラン

以下、上記メソドロジーに沿って、証券部門における FSAP の経済的なインパクトとその評価について概観する。

### 3. 証券部門における金融サービス行動計画の経済的インパクト

#### ア. 証券部門に係わる FSAP 基準

証券部門に影響を及ぼす FSAP 基準は以下の通りである。

- 情報にかかわる諸基準
  - 目論見書指令 (Prospectus Directive)
  - 透明性指令 (Transparency Directive)
  - 公正価値会計指令 (Fair value accounting Directive)
  - IAS (国際会計基準) 規制 (IAS Regulation)

- ・ 近代化指令 (Modernisation Directive)
- ・ 法定監査 (Statutory audit)
- ・ 金融商品のディスクロージャー (Disclosure of financial instruments)
- トレーディングにかかわる諸基準
  - ・ 市場阻害行為指令 (内部者取引及び相場操縦指令) (Market Abuse Directive, MAD)
  - ・ 投資家の区分に関する報告 (Communication on distinguishing between investors)
  - ・ 金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)
- ポストトレーディングにかかわる諸基準
  - ・ ファイナリティ指令 (Settlement Finality Directive)
  - ・ 清算・決済に関する報告 (Communication on Clearing & Settlement)
  - ・ 金融担保指令 (Financial Collateral Directive)
- 投資信託 (UCITS) および M&A にかかわる諸基準
  - ・ UCITS III 指令
  - ・ 企業買収指令 (公開買い付けに関する指令) (Takeover Bid Directive)
  - ・ クロスボーダー買収指令 (Cross-Border Merger Directive)

FSAP の諸基準は、各々、運用目標 (operational objectives) を持つ。そして、運用目標は、上位の戦略目標に結びついている。証券市場における基準、運用目標、戦略目標のかわり方は、表 1 に掲げた通りである。

表 1 証券市場における基準と戦略目標および運用目標

| 基準                  | 戦略目標                    | 運用目標   |
|---------------------|-------------------------|--|
| MAD                 | 共通法の確立                  | 市場信頼の増進  |
| 投資家の区分に関するコミュニケーション | 統合証券市場および統合デリバティブ市場の枠組み | 適切な投資家保護   |
| MiFID               |                         | 適切な投資家保護: 単一パスポート制度の創設; 最良執行; 取引所への参入障壁の除去; 取引場所間の競争促進 |
| UCITS III           | 投資家に役立つ単一市場             | 企業経営への参入障壁の除去; 投資家への統一情報の提供; 投資の選択肢の拡大                 |
| テイクオーバービッド指令        | 国境を越えた再構築のための安全で透明な環境整備 | M&A 活動のための効率的な市場の確保                                    |
| クロスボーダー買収           |                         |  |

|               |                     |  |
|---------------|---------------------|--|
| 目論見書指令        | EU 規模の資本調達          | 市場信頼の増進;統一情報の開示  |
| 透明性指令         |                     |  |
| 公正価値会計指令      | 上場企業の財務諸表の統一        |  |
| IAS 規制        |                     |  |
| 近代化指令         |                     |  |
| 法定監査提言        |                     |  |
| 金融商品の開示に関する提言 | 最高レベルの健全性規則及び監督体制   |  |
| ファイナリティ指令     | 証券決済におけるシステミック・リスクの | 金融担保の法的取り扱いの統一;認定システムと結んだ譲渡指図書保護;清算・決済事業者の競争促進;選択肢の拡大を通じたポストトレーディング障壁の除去 |
| 清算・決済に関する報告   | 除去                  |  |
| 金融担保指令        |                     |  |

出所 CRA

#### イ. 市場の失敗と規制の失敗

FSAP 以前に証券分野に存在していた市場の失敗と規制の失敗への取り組みは、FSAP の狙いの一つであった。

##### a. 加盟国によって異なる指令の適用

投資サービス指令第 11 条(ビジネス行為基準にかかわる条項)が加盟国によって異なるやり方で実施されていたことが判明している。それは、特に、プロの投資家と個人投資家 (retail investor) の区分において顕著であった。これが、クロスボーダーのサービス提供に不確実性をもたらし、クロスボーダー取引をコスト高にする結果をもたらした。

また、フランス、スペイン、イタリアなどいくつかの国では、いわゆる市場集中ルールがあり、これが参入障壁となって取引活動の競争を阻害していた。

##### b. 分裂を主因として加盟国の間に残る重要な相違

単一パスポート(single passport)の利用はあまり進まず、投資サービスのクロスボーダー取引は高まりを見せていない。市場阻害行為についても、国によってルールが異なり、これが、他国の市場への信認を阻害し、クロスボーダー取引を躊躇させることになった。

こうした市場の分裂(the fragmentation of markets)は、企業が流動性の高い資本市場にアクセスすることを妨げ、競争によるコストの引き下げを妨げていた。法制および税制の違いも、クロスボーダー取引およびクロスボーダーM&A の障壁となっている。

##### c. 市場の進歩に追い付かない規制

投資信託(UCITS)ファンドの分野では、UCITS のカテゴリーについての共通基準に関して大きな伸展が見られたために、クロスボーダー取引はここ数年、大きく伸びている。しかし、依然として障壁は残っている。ひとつは、他国において登録されているファンドのクロスボーダー取引にかかわる障壁であり、もうひとつは、マーケティング資料に関する要件が各国において異なることによる障壁である。

UCITS のカテゴリーに関しても、新商品の開発が相次ぎ、UCITS のカテゴリーに入らない商品が急増するという状況の中で、そうした商品のクロスボーダー取引ができないということが、障壁の一つとなっている。

投資信託以外の分野でも、既存の規制範囲を超えた金融商品の開発が活発になっている。代替的取引システム(ATS)や、OTC における金融商品の開発がそれに拍車をかけている。

#### d. 清算・決済への波及

証券のクロスボーダー取引の拡大は、クロスボーダーの清算・決済サービスの必要性にも波及的な影響をもたらす。クロスボーダー取引の動向が、クロスボーダー清算・決済の動向を左右するからである。しかし、ポストレード契約の締結の難しさが、取引量を減少させる可能性がある。締結それ自体がもともと難しいことに加えて、そうした困難さがコスト増につながり、クロスボーダー取引を抑制するためである。

この分野における最も大きな市場の失敗は、システミック・リスクである。つまり、ポストレーディング分野における関係者へのダメージが、他の市場参加者に波及的な影響を及ぼす危険性の存在である。

システミック・リスク以外のオペレーショナル・リスクも存在する。例えば、加盟国がファイナリティ (settlement finality)<sup>11</sup> に関して破産条項 (insolvency provision) を整備しているか、あるいは、整備していないかということを認識することが重要である。というのは、整備していない国は、リスクへの懸念から、システムに参加することを望まないため、市場の失敗に悩まされるかもしれないからである。また、どの加盟国が金融担保契約を活用しているかを知ることも重要である。

ポストレーディング環境が直面している重要な問題点のひとつは、加盟国が採用しているルールが異なることである。加盟国は、個々には有効なルールを持っているものの、これらのルールが異なっているために、クロスボーダー取引に支障を来しているのである。市場慣行、課税ルール、監督および規制の違いに加えて、ポストレーディング機関の間の連携がないことが、クロスボーダー取引の大きな妨げとなってきた。

2001 年、欧州委員会の諮問機関である「ジョバンニーニ・グループ (Giovannini Group)」は、清算・決済のアレンジメントの評価を行い、クロスボーダー取引に関して、市場の失敗が存在していると指摘した<sup>12</sup>。

ジョバンニーニ・グループは、効率的なクロスボーダー清算・決済に対する 15 の障壁を提示している。これは、一般に「ジョバンニーニ・バリア」と呼ばれているもので、以下のようなものが含まれている。

- ・ テクニカルな要件、あるいは市場慣行に関するバリア : IT プラットフォームやインターフェイス、決済期間、営業時間、同日決済の利用可能性およびタイミング、コーポレート・アクションにかかわるルールなどの各国間の相違。

<sup>11</sup> ファイナリティとは、一般に、「決済が無条件かつ取り消し不能となり、最終的に完了した状態」と定義され、わが国では「決済完了性」と呼ばれている。

<sup>12</sup> “Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union”, The Giovannini Group, November 2001.

- ・ 法的バリア：証券の法的扱いにかかわる相違、債務相殺の法的扱いにかかわる相違、相反する法律の適用にかかわる相違。
- ・ 課税バリア：外国の仲介業者に不利に働く源泉課税の手続き、決済システムに組み込まれた徴税機能にかかわる相違。

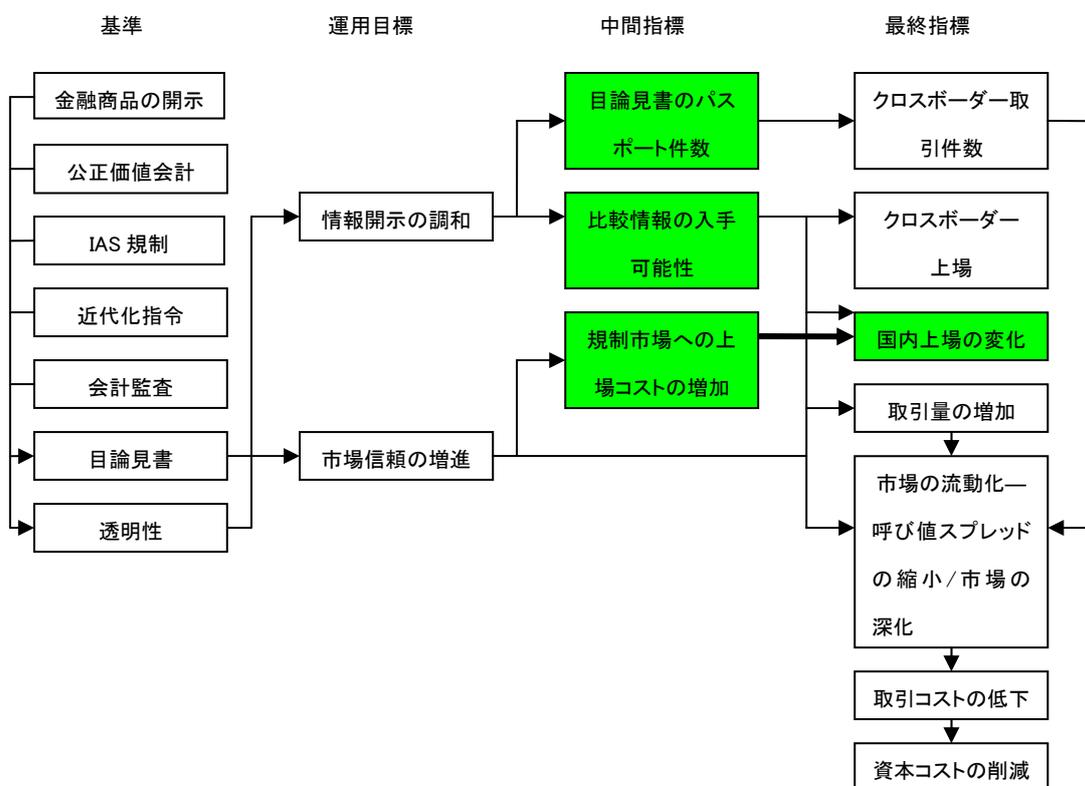
こうしたバリアは、清算・決済コストを、加盟国の間でさまざまに異なるものとし、また、クロスボーダー清算・決済コストを国内のそれに比べて大幅に割高なものとする結果をもたらしていた。

#### ウ．情報にかかわる基準

##### (1) 指標

情報開示の調和と市場信頼の拡大を狙った数多くの異なった基準が存在する。これらには、長い間にわたって実施されてきた数多くの基準が含まれる。金融商品の開示およびIAS規制は2000年6月から、会計監査は2002年5月から、公正価値会計は2004年1月から、近代化指令は2005年1月から、目論見書指令は2005年6月から、透明性指令は2007年1月から適用されている。次ページに掲げた図2は、これらの基準にかかわる系統図を示している。

図2 証券の情報開示基準にかかわる系統図



出所:CRA

注:緑の欄は、中間あるいは最終指標について、FSAP 基準からの経済的インパクトが確認された指標を示している。

情報にかかわる基準とトレーディングにかかわる基準の間には指標の重複があるために、ここでは、情報基準の中間指標について詳細に取り扱われている。最終指標については、上場にかかわる最終指標のみをここで取り上げ、残りはトレーディングにかかわる基準で取り扱うこととされた。

これらの基準の多くは、EU において企業によって開示される情報のクオリティあるいはタイプに影響を及ぼす。一方、目論見書指令および透明性指令は、そうした情報が市場に伝えられるプロセスに影響を及ぼす基準と考えることが出来る。その意味で、情報の内容に重点を置いた基準の影響を、情報を市場に公開するプロセスに重点を置いた基準と結び付けて観察することが有益となる。

## (2) 中間指標

### a. パスポートされた目論見書の数

目論見書指令は、EU 加盟国全域で、目論見書の情報開示要件を調和させるためのものであり、ある加盟国で開示された情報が他の加盟国でも利用できるようにするものである。かねてより、相互承認制度 (mutual recognition regime) は存在していたが、加盟国は、発行者によって提供される追加情報を要求することが可能で、それが、他国の市場へのアクセス・コストを増やす結果となっていた。この指令が有効であれば、時間が経つにつれて、目論見書の活用が増えることが期待できる。

EU 証券監督者委員会 (Committee of European Securities Regulation, CESR) の調査によれば<sup>13</sup>、23 の加盟国によって送られた目論見書の数は、2005 年後半の 432 から 2008 年前半には 960 に増え、加盟国が受け取った目論見書の数は、同じ期間に、1,265 から 1,962 に増加した。

こうした目論見書の送付・受け取りの増加は、予想した FSAP のインパクトの範囲内であったが、それは必ずしも資金調達場所の変化を暗示するものではない。それは例えば、以下のような事実を見れば明らかである。

- ① CESR は、目論見書のパスポートが必ずしも欧州規模の売り出し (pan-European offers) の拡大を暗示するものではないと指摘している。なぜなら、公募がほとんど行なわれていない加盟国に、発行者が目論見書をパスポートする場合も見られたからである。
- ② 目論見書のパスポートの利用が課税上の理由によって行なわれる場合も見られる。こうしたケースでは、課税上の理由で、事業の大部分が行なわれている国ではなく、それ以外の加盟国に会社が設立されている。これらの企業は、実際に事業を展開している国で利用するために、目論見書のパスポートを利用しているのであって、設立された国で売り出しをしているわけではない。
- ③ いくつかの加盟国は、他の加盟国に比べて、目論見書の認可が早く、そのため、発行者の中には、彼らが証券の販売を行なおうとしている加盟国とは別の加盟国に、目論見書の認可申請を行なう者もいる。こうしたパスポートの利用は、クロスボーダー取引を示すものではなく、むしろ、「ラウンド・トリッピング (round-tripping)」<sup>14</sup>と呼んだほうが良い。

<sup>13</sup> CESR's Report on the supervisory functioning of the Prospectus and Regulation, CSER/07-225, CESR, June 2007.

<sup>14</sup> もともとの意味は、「低い金利で借りた金を高い金利で他者に貸すこと」を指す言葉。

それにもかかわらず、個々の加盟国における市場参加者たちは、パスポートの授受の拡大は、透明性指令に直接リンクしていると明言している。このことはまた、インタビューからの証言によってもサポートされている。

#### b. 規制市場への上場にかかわるコスト

情報開示にかかわるさまざまな基準、同様に、市場阻害行為指令 (MAD) の下での要件は、規制取引所 (regulated exchange) への上場コストを増加させている。市場参加者は、多くの証券発行者が、ドキュメントを、それによって将来起こりうる訴訟のリスクが回避できるツールだと見ており、それゆえ、ドキュメントには、膨大な量の情報が盛り込まれていると指摘している。

多くのインタビュー回答者は、目論見書指令が、以前よりも詳細な情報を要求しており、これがコスト増を招いていると指摘している。これに関して、2007年前半に、31のIPOを対象に行われた欧州証券市場専門家グループ (European Securities Markets Expert Group, ESME) の調査によれば、二つの加盟国では、目論見書の平均ページ数が 300 ページを超えていた。中には、750 ページを超える目論見書もあったようだ。詳細な情報開示の要請とコスト増は、発行企業の代表者からも指摘されており、目論見書の準備に要する費用は、およそ 60 万ユーロに上ると述べている<sup>15</sup>。

市場参加者の大部分は、規制取引所によって適用される正規の上場費用は、それに関して利用される助言費用に比べれば安いということに同意している。特に、費用が最も高くなった分野として、多くの加盟国において引き合いに出されるのが、法的助言 (legal advice) であり、これらは、しばしば、大幅なコスト上昇をもたらしている。また、さまざまな会計要件を満たすための費用は、小企業にとって大きな負担となっている。こうしたことは、CSES からの証拠によっても支持されており、それによれば、法的費用および会計費用は、目論見書作成のための総コスト 912,000 ユーロのうちのおよそ 748,000 ユーロを占めている。

フランスおよびアイルランドでは、透明性指令に関連して、コストの増加が移行期 (transition period) に密接に関連していると考えられている。というのは、将来的にはそれが再びコストを低下させる可能性が高いとはいえ、企業は、新たなプロセスを実行し、それに慣れる必要があるからである。オランダにおいては、当該指令の受け入れが遅れたために、重複コストが発生し、移転コストがとりわけ高いものになった。対照的に、イタリアでは、透明性指令が、義務的な四半期報告書を内部管理報告書 (interim management statement, IMS) に代替させたが、IMSは、作成コストが相対的に安価であり、コスト低下に繋がった。とはいえ、多くの加盟国においては、IMSを通じて企業から提供される情報が、規制当局にとって満足できるものであるかどうかを見極める必要があると指摘されている。

総体的に見れば、規制市場への上場コストは増加してきた。他の基準と同様に、国際市場へのアクセスを望まない比較的小規模の発行者にとっては、コスト総額は大きく増え、上場市場の選択に影響を及ぼしている。しかし、国際市場へのアクセスを望む発行者にとっては、複数市場への上場コストはむしろ低下することになる。それは、目論見書そのものの作成コストは増加するが、追

---

<sup>15</sup> Report on Directive 2003/71/EC of the European and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading, European Securities Market Expert group, 5 September 2007.

加的な市場へのアクセスを果たすためのコストは、パスポートを通じて低下するからである。

### c. 情報要件の調和

透明性指令と目論見書指令は、ともに、情報の調和(統一)を目的とし、したがって、入手可能な比較情報を市場に提供することを狙っている。

機関投資家を代表する参加者は、比較情報の入手可能性の重要性を指摘している。というのは、それによって投資家は、企業を体系的に比較することができるからである。これには、比較可能な電子フォームで入手可能な情報を入手する能力と、当該企業が投資目的に合致しているかどうかを判断するために内部モデルを適用する能力も含まれる。

このことは、350人以上の回答者の証言に基づく勅許会計士協会(Institute of Chartered Accountants in England and Wales, ICAEW)の調査<sup>16</sup>によっても支持されている。回答者の大部分は、IFERS標準(IFERS standards)が、会計を各国間、競争者間、部門間の比較を容易にするということに同意している。

会計基準がマーケットにおける統一情報の入手を可能にするという見解については、一般的に支持されているものの、透明性指令は、現時点では、市場に調和をもたらしていないと見られている。市場参加者が懸念している分野は主として次の二つの分野である。

- ・ 主要株主 — 持ち株開示の閾値(thresholds)が加盟国間で相違していること。2%から5%の間で散らばっている。
- ・ 通知プロセス — 通知プロセスのタイミングと市場への情報公開の方法論の双方に関して。

市場参加者の多くは、どのような閾値が適用されるべきか、どのような通知プロセスが使われるべきかについては無関心であり、加盟国の間で調和的なアプローチが採用されるべきだと考えている。

透明性指令の実施に関しては、それがかなりのシステム費用をもたらすのではないかと懸念する回答者も多い。こうした見解は、ESMEの見解とも一致している。より調和的なものにするための見直しには同様のシステム費用がかかる一方で、このために発生する継続的な監視コストはそんなに大きなものではないという意見もある。

結論的には、目論見書指令は、透明性指令に比べれば、調和という点に関しては、肯定的に受け止められている。しかし、これは、目論見書指令にとって十分なものではない。目論見書指令は、最大限の調和というアプローチを採用しているので、もっと高い整合性が必要であると見られているからである。透明性指令の場合は、調和の欠如が、こうした切り口から得られる成果を限定的なものにしている。

## (3) 最終指標

### a. 上場と発行

上述したように、さまざまな基準が、規制市場への上場コストを増加させてきた。上場コストの増加にともなって、上場件数は減少する可能性がある。

---

<sup>16</sup> EU implementation of IFERS and the Fair Value Directive, A report for the European Commission, ICAEW, October 2007.

こうした問題を考える際に注目すべきいくつかの要因がある。それは、上場する取引所のタイプ、オファーの対象(投資家)、異なる商品との競合、である。

#### 《EU 規制市場への上場》

上場についてみれば、年によって上場件数は変化しており、その動きは循環的である。企業が、上場の可否を決めるに際して、資本による調達の可能性を考慮するためである。また、それは、株式による調達と債券を通じた借入れの相対的なコストによっても影響を受ける。こうした上場の循環的な性質に鑑みれば、上場全般の動きから、規制市場への上場に関連する増加コストの影響を切り離してみることは不可能である。

しかし、インタビューの回答者は、発行企業が上場を取り止めるのではなく、むしろ代替市場、とりわけ、取引所が規制する市場(Exchange Regulated markets)への上場に動いているのではないかと指摘している。

#### 《取引所が規制する市場への上場》

EU 規制市場への上場要件を満たすためのコスト増がもたらした結果のひとつは、発行者がこうした要件を回避することが出来る取引所が規制する市場に上場するということであった。このことは、上場全般について変化はなかったものの、市場間の入れ替えが起こったということの意味している。

EU 規制市場から取引所が規制する市場への乗り換えにかかわる証拠はさまざまである。プライス・ウォーター・ハウスの調査によれば<sup>17</sup>、2004年から2007年にかけて、IPOの件数は、取引所が規制する市場よりもEU規制市場のほうが多かった。この間、EU規制市場のIPOは、34%から46%伸びた。しかし、この間、IPOの金額は、逆のトレンドを示し、EU規制市場でのIPO金額は、87%から82%に低下している。

EU全体レベルでデータを分析することは、いくつかの取引所で生じている重要な発展を見逃すことになりかねない。とりわけ、この期間においては、いくつもの新たな取引所が規制する市場が設立されている。2005年には、次の3つの市場がスタートした。

- Alternext (NYSE Euronext)
- Entry Standard (Deutsche Borse)
- EuroMTF (Luxembourg)

このほかにも、ロンドンのAIMは、IPOの件数と金額の両方でEUにおける最大の取引所が規制する市場であり、Irish Stock Exchangeは、Irish Enterprise Exchangeを運営している。First North(OMX)は、2006年にスタートし、ワルシャワのNewConnect市場は2007年7月にスタートしている。

AlternextとEntry Standardはともに、2005年から2006年にかけて非常に高い伸びを見せたが、2007年には、IPOは減少している。ルクセンブルグのEuroMTFは劇的なインパクトをもたらした。設立以来、2006年から2007年にかけて、ルクセンブルグで売り出されたIPOは、すべてEuroMTFに上場され、EU規制市場には一件も上場されなかった。

---

<sup>17</sup> IPO Watch Europe—Review of the year, PWC. 各年版。

こうした取引所が規制する市場の存在は、発行者が規制のレベルを選択することを可能とし、情報にかかわる基準がそうした市場への乗り換えに導いている。こうした動きについての証拠は、各加盟国において見られる。また、CSES の調査によれば、サーベイの対象となった回答者の 26% が、目論見書の制度は取引所が規制する市場の活用の増加をもたらしていると述べており、その反面、僅か 9% の回答者が、それは EU 規制市場の利用の増加をもたらしていると述べている。

#### 《資格のある投資家への限定的なオファー》

目論見書指令の要件のいくつかを回避するためのもうひとつの方法は、最低投資金額を 50,000 ユーロに設定した債券の発行によって、限定された投資家に限定的なオファーを行なうことである。多くの市場参加者が、これを考慮の余地があるものとして注目している。

ESME の報告書によれば<sup>18</sup>、シュトゥットガルト証券取引所では、2006 年には、上場債券の 42% が額面金額 50,000 ユーロであったが、前年の 2005 年には、この比率は 8% に過ぎなかった。同様に、他の国においても、小額の額面はほとんど姿を消したと回答者は主張している。

しかし、この傾向は、目論見書指令以前にすでに見られた動きであり、当該指令は、ビジネスの再評価とこうした動きを加速する役割を果たしたに過ぎないと考えられている。それにもかかわらず、こうした動きの懸念のひとつは、個人投資家の保護を狙った情報が、現実には、そうした投資家へのアクセスを妨げるという影響をもたらしていることである。

#### 《異なる商品間の競争のゆがみ》

インタビューの間に、ファンド管理部門の代表者を中心に、いくつかの懸念が表明された。そのひとつは、目論見書指令の開示要件が、UCITS のそれに比べて厳しくないということであった。たとえば、UCITS のもとでは、総支払い比率 (Total Expense Ratio, TER)、参入・退出手数料、ポートフォリオ回転率が開示されなければならないが、これらは目論見書指令の要件とはなっていない。

懸念のひとつは、目論見書指令のもとで開示される仕組み商品 (structured products) の開示要件が UCITS 商品ほど厳しい要件ではないので、こうした商品間の競争をゆがめるのではないかとことである。こうした開示の問題に加えて、認可に要する時間や担保にかかわる相違が、UCITS ファンドと目論見書指令を利用した商品との間の競争に影響を与えている可能性がある。

#### b. クロスボーダー上場および発行

上述のように、FSAP 基準は取引所へのアクセス費用を増加させるが、国際的なアクセスを望む企業にとっては、要件の統一が、複数の取引所に上場する場合には、総体的なコストを引き下げることに繋がるかもしれない。

欧州証券取引所連盟 (Federation of European Stock Exchange, FESE) の統計月報によって、EU の主要な取引所における海外企業の上場割合を時系列的に見ることができるが、これを見ても、海外企業の上場に関して、取引所を横断するはっきりとした傾向は見出せない。

クロスボーダー上場に関して、FSAP 基準からのはっきりしたインパクトが見られないことは、インタビュー回答者の証言によっても明らかである。回答者は、海外上場が FSAP 以外の要因にリンク

---

<sup>18</sup> Report on Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading, European Securities Markets Expert Group, 5 September 2007.

していると主張している。取引所のクオリティや信頼性、市場へのアクセスのスピード、取引所から提供されるサービスのクオリティ、弁護士やアドバイザーなどからの関連サービスの入手可能性などである。

また、多くの市場参加者は、企業が、上場に際して、まず、母国市場での上場を考えるために、母国バイアス(home-bias)が不可避免的に残っていると指摘しており、こうした企業行動の背景として、母国市場における顧客とのコミットメントの存在を挙げている。

セカンダリー・リスティングについては、調和要請とクロスボーダー取引が容易になったことから、クロスボーダー上場の必要性は、実際問題として低下している。取引所の統合がこうした動きを加速している。MiFID を受けて、取引所間の競争は激化している。回答者によれば、競争は上場というよりは取引面に集中しているとのことである。

MiFID の施行から日が浅いこともあり、今後は変わる可能性もあるが、現段階では、まだ、クロスボーダー上場の強いトレンドは見られない。

#### 《EU 域外国における規制のインパクト》

上場の変化はまた、EU 域外国における規制によっても影響を受ける。このことは、US の経験によって注目を浴びることになった。US から欧州およびアジアへの IPO のシフトが生じた原因のひとつが、US における規制の重荷(regulatory burdens)であるとみられたからである。2001 年から 2008 年にかけて、欧州取引所への IPO 金額の世界シェアは、30%以上の拡大を示している。LSE における IPO についてみれば、海外上場の割合は 2002 年の 2%から 2006 年にはおよそ 60%に達している。さらに、2005 年の上位 10 件の IPO のうち6件が海外発行者によるものであった。この間 NASDAQ は1件、NYSE はゼロであった。

以下に掲げたような規制の重荷は、US における劣悪なパフォーマンスの主たる原因の一部と見られている。

- ・ サーベンス・オクスレー法
- ・ US 要件の極めて地域的な勢力範囲
- ・ Basel II の異なる適用(欧州では、CRD を通じて実施)
- ・ IFRS と US の GAAP との間の調整のための要件

これらのファクターは、企業を US における上場から欧州、とりわけロンドンへの上場に向かわせるという問題を引き起こした。それゆえに、FSAP 基準が実施された期間において観察された欧州における上場とクロスボーダー上場の増加は、US における規制環境にもリンクしている。サーベンス・オクスレーのケースは、とりわけ関連性が高い。サーベンス・オクスレー法は、規制の一部が証券市場に及ぼしうる影響の大きさを知らしめ、EU の政策立案者に有益な教訓を提供することになった。

#### 情報にかかわる基準のまとめ

- ・ 全体的にみれば、FSAP の情報にかかわる基準は、市場に対して複合的なインパクトを与えた。他の国にパスポートされた目論見書の数は増加した。これは目論見書指令に直接リンクした動きであ

った。こうしたパスポートの中には、課税上の理由から利用されたものがあり、あるいは、ラウンド・トリッピングと見られるものもあった。しかし、それにもかかわらず、パスポートは、外国市場へのアクセスをより便利なものとした。

- 目論見書指令は、また、入手可能な統一情報(harmonized information)をもたらす事になったと見られている。なぜなら、目論見書指令は、もともと統一的な指令だからである。透明性指令も、統一への動きをもたらしたものの、加盟国の間には、未だに多くの相違点が残っており、このチャンネルを通じたインパクトを見るためには、われわれは、そうした相違を克服しなければならないという状況なので、統一に向けてのインパクトはまだ達成されていない。
- 規制コストのインパクトを考える際に、もっとも重要な効果は、いくつかの加盟国における EU 規制市場(EU Regulated market)への上場から取引所が規制する市場(Exchange Regulated market)へのスイッチという動きに現れている。この動きには、市場そのものが取引所が規制する市場にスイッチする、あるいは設立するという動きも含まれている。この動向は、二つの方法で説明可能である。ひとつは、それが規制の影響を回避するための重要なメカニズムであると考えられたからである。二つ目は、上場のための代替的なメカニズムが存在している(たとえば、取引所が規制する市場)ことを考えれば、発行者は、彼らにとって適切な規制レベルを、効率的に選択することができるからである。EU 規制市場の一員であることを望む発行者は、より高いレベルの規制から利益を受け、品質保証を得るが、その代わり、より高いコストを負担しなければならないのである。上場数に影響がないとしても、上場が行なわれる市場は変更されてきた。
- US における規制負担は、海外からの上場の一部を US 市場から EU 市場へ移すことになったかもしれない。しかし、そうしたインパクトは比較的小さかった。クロスボーダー上場に関する FSAP 基準からのインパクトも小さいと見られている。インタビューを受けた人々は、母国バイアス(home bias)が残っており、クロスボーダー取引が可能となれば、クロスボーダー上場の必要性が減少すると主張している。

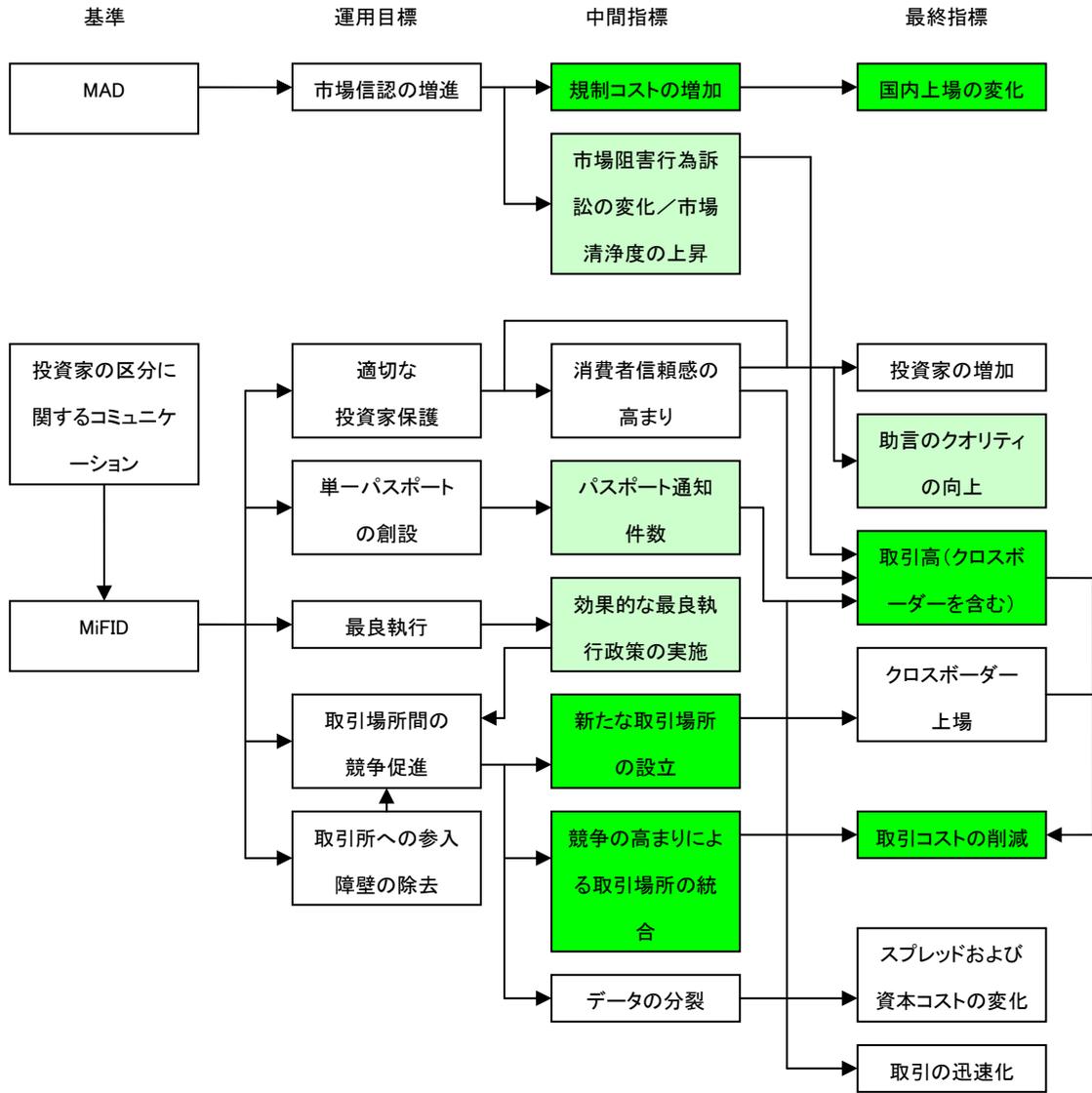
## エ. トレーディングにかかわる基準

### (1) 指標

取引環境に影響を与える主要な基準として、次の三つを挙げることができる。すなわち、2000 年 11 月に適用された顧客の区分に関する報告、2004 年 10 月から適用されている市場阻害行為指令(MAD)、2007 年 11 月から発効している MiFID である。以下に掲げたのは、これらの基準にかかわる系統図である。

MiFID の広範囲にわたる性格とそれが実施されたばかりであるということを考えれば、この指令の影響を評価するには早すぎる。また、市場は未だ MiFID の置換えの途上にあり、最終的なアウトカムの姿ははっきり見えていない。MiFID の影響の評価が時期尚早であるという見方には、ほとんどすべての回答者が同意している。こうした理由で、MiFID にかかわる影響を、定量的なデータを通じて説明することは現段階では困難であり、定性的に説明するほかに方法はない。

図3 トレーディング基準にかかわる系統図



出所: 図1に同じ。

注: 緑の欄は、中間あるいは最終指標について、FSAP 基準からの経済的影響が認められる指標を示している。また、薄い緑の欄は、現時点では、影響が出ているかどうかの判定は難しいものの、今後それが期待される指標を示している。

(2) 中間指標

a. 市場阻害行為訴訟件数および市場清浄度の高まり

市場阻害行為指令(MAD)の重要な目的のひとつは、市場阻害行為の発生件数を減らし、市場の清浄度(cleanliness)を高めることであった。そのための有効な指標は、疑わしい取引の報告(Suspicious Transaction Report, STRs)の件数と市場阻害行為の捜査および訴訟の件数の二つ

であるが、調査期間中、規制当局からシステマティックな方法でこうした情報を集めることは出来なかった。

しかし、こうしたデータが入手可能であるとしても、市場阻害行為の数字の解釈には多大な困難が予想されるので、こうした情報から結論を引き出すためには、定性的なインタビューが必要となる。

市場阻害行為の捜査件数は、市場阻害行為の件数の関数であるとともに、そうした行為を発見する能力の関数でもある。したがって、訴訟件数の増加は、市場阻害行為の増加を反映したのもでもあり、また、そうした行為を見出す能力の向上を反映したのもでもある。こうした困難さを前提にすれば、市場参加者の定性的な評価は、この分野にとってとりわけ重要であり、将来の評価は、定量的なファクターに加えて、こうした定性的なファクターを採用することが必要となる。

一般的には、大部分の市場参加者は、MAD を肯定的に見ており、それが監督を強化することになるとしている。一部の参加者は、国際協力の拡大からのベネフィットを指摘している。たとえば、ポーランドでは、MAD が既存のルールに明確さをもたらしたと考えられており、市場阻害行為を特定することが容易になったとされている。MAD は市場阻害行為の起訴件数を増やすことになるだろうと期待されている。

また、MAD に直接リンクしているわけではないが、インタビューにおける一般的な見解として、監督者(スーパーバイザー)が以前よりも真剣にこうした問題に取り組むようになったことが指摘されている。多くの監督者は、市場阻害行為を調べるための追加的なツールを獲得し、市場参加者は、多くの加盟国で、こうした活動に提供されるリソースが増えていることを指摘している。しかし、大部分の市場参加者は、これは比較的最近の変化であり、したがって、2004 年の MAD の実施後に発生したものであると指摘している。市場参加者の一部は、この変化が MAD によってもたらされたものであると考えているが、その一方で、もっと「政治的な」国内要因によるものであると指摘する市場参加者もいる。さらに、出来る限り迅速に市場に情報を開示するための上場企業にかかわる要件は、開示情報の量を増やすことになると考えられており、大多数の市場参加者は、それが市場の透明性に関してプラスの効果をもたらすだろうと考えている。

こうした定性的な証拠に加えて、市場清浄度と MAD の影響の状況を理解するために詳細な経済調査を実施した加盟国が二つある。

そのひとつはオランダである。オランダの監督機関である金融市場庁(AFM)は、インサイダー取引の証拠が存在するかどうかを知るための方法として、企業のアナウンス以前の「異常な」利益を観察するという方法で、MAD の影響について初めての調査を実施した。この調査の結論は、小規模会社の異常収益、提携や M&A にかかわるアナウンスメントの異常収益が統計的には大きく減少しているというものであった。この小規模会社への影響は、もともと小規模会社は大企業に比べてアナリストとの関係が薄いので、インサイダー取引の機会が相対的に多いことを示唆しているという先行調査の結論と一致している。この AMF の調査は、MAD の実施を受けて、市場の清浄度が高まっていることを示唆している。

もうひとつは英国である。英国の金融サービス機構(FSA)は、2001 年に実施された金融サービ

ス市場法(FSMA)に関連して、同じような調査を実施している。この調査では、MAD を受けてインサイダー取引は減少しているが、とりわけ、FSMA 実施を受けての減少がより顕著であったとしている。

全体的に見れば、市場阻害行為訴訟の増加は、MAD のエンフォースメントの証拠と見られているようだ。定性的な証拠は、これが正しいかどうかを理解するために、また、MAD が訴訟や抑制効果の観点から影響を及ぼすかどうかを評価するために不可欠なものであろう。多くの回答者もそう見ている。しかし裁判システムのスピードを考えれば、こうしたことが観測されるためにはもう少し時間が必要であろう。

#### b. 消費者信頼の高まりと投資家の増加

市場と消費者信頼(consumer confidence)の増加は、MADとMiFID双方の目的であり、同時に、情報開示にかかわる基準の狙いでもある。つまり、これらの基準は、規制および情報開示の調和と消費者の信頼の高まりによって、より多くの投資家を市場に導くことを可能にする。

しかし、その本質から、市場における消費者信頼を計測することは困難である。さらに、インタビューの回答者は、FSAP 基準が投資家の信頼レベルあるいは投資家数に関して大きな影響を及ぼしたという見解には同意していない。多くの回答者が指摘したのは、最近の信用危機のような市場規模の出来事が、FSAP 基準よりはるかに大きな影響を消費者に及ぼしており、したがって、FSAP の消費者の信頼に与える影響が計測可能であるとはとても思えないということであった。

リテール部門にかかわる MiFID の影響は、現段階ではまだ不透明である。影響に関しては、今までのところ、多くの回答者が、文書化されたプロセスの導入を促すものとして MiFID を引き合いに出しているが、それ以外の変化は、これまでのところ僅かである。投資家に対するインパクトは、投資家がさまざまな会社から膨大な量の資料を受け取るようになったことである。しかし、その結果、個人投資家がこの情報を活用し、あるいは彼らの行動を変えたとは言いがたい。

加えて、多くの回答者は、情報が投資家の活動を変えることを期待する以前に、金融情報を理解するための消費者の能力を高めることが必要であると指摘している。今後、長期的には、より高い金融能力を獲得した消費者が、情報の入手可能性と投資家保護の高まりによって、証券市場を活用することにより大きな信頼を持つ可能性は残されている。しかし、これは、長期にわたって、初めて可能となる。

#### c. 助言のクオリティ

インタビューの回答者は、適合性および顧客の要求を知ること(know your customer requirement)に関して、MiFID と同じ尺度を採用していない加盟国においては、個人情報のアドバイザーへの提供を嫌がる顧客がいると述べている。こうした国の顧客は、以前には求められていなかった個人情報をアドバイザーに提供することについて不審感を抱き、信頼感を失っているように見える。しかし、以前には金融助言が規制された活動ではなかった加盟国においては、今後、助言の質が向上するのではないかという期待も存在している。アドバイザーは、新たな規制基準を満たさねばならないので、彼らの助言のクオリティを高める必要があるからである。こうした基準を満たすことが出来ない場合には、市場から退場するということになる。

現段階では、MiFID が実施されて間もないので、助言のクオリティが向上したかどうかを評価することは難しく、それはまた、定量的な方法で計測することが難しい指標でもある。将来的には、助言のクオリティに関して定性的な証拠を獲得することが可能かもしれない。

#### d. MiFID パスポートの通知件数

MiFID の狙いの一つは、ある加盟国の投資会社が、認可手続きのために出かけることなく、他の加盟国に容易にアクセス出来るようにすることであった。投資サービス指令 (ISD) のもとでパスポートはすでに可能であり、ISD パスポートと MiFID パスポートの間には自動的なマッピングが存在した。しかし、MiFID は、この範囲を拡大し、加盟国間のさらなる調和を目指している。

インタビューからの証言は、企業によるパスポートの利用はまだ限られており、企業は、パスポートよりもむしろ他の方法で他の加盟国にアクセスすることを優先している、というものであった。加盟国の中には、パスポートの届け出件数の増加を報告している国もあるが、パスポートが実際に使われているかどうかを知っている回答者は極めて少なかった。

MiFID の実施から間もないことを考慮すれば、EU 全域のパスポート件数に関して定量的な証拠を特定することは、今のところ難しい。今後、一貫してこうした情報を得るためには、CESR の関与が望ましいと考えられる。

しかし、インタビューの証言によれば、現在、僅かではあるが、MiFID パスポートからの効果が見られる。そして、このことは、何年か経過後に、このパスポートがより多くのクロスボーダー取引を可能にする上で重要なものになりうる可能性を示している。

#### e. 最良執行の実施

MiFID の施行は、取引決定の最良執行要件をもたらすことになったが、実際問題としては、トレーダーが最良の執行場所を探すという最良執行の役割が (MiFID に照らして) 変わったとは受け止められていない。大多数のインタビュー回答者は、個人投資家の取引に関しては、最良執行方針に実際的な変化はほとんど見られず、ほとんどのトレーダーが、相変わらず主要な国内取引所で執行していると指摘している。

一部には、MiFID の最良執行の姿に類似した要件をすでに持っている加盟国もあるが、多くの加盟国では、文書化された方針を準備する必要があった。インタビューに際して、規制当局及び業界代表者はともに、規制要件に見合う最良執行に関する文書化された方針の策定に注力するあまり、実際に行動変化をもたらすような方針の策定がないがしろにされてきたと指摘している。唯一の例外は UK であり、同国では、市場参加者が、最良執行方針の執行の顕著な増加が観察されている。これは、UK における代替取引市場の利用可能性の高まりを反映したものと見られる。

最良執行というのは、個々の取引について、最良の場所が選択されなければならないということの意味するものではない。とりわけ、かつて市場集中ルール (concentration rule) を採用していた国では、MiFID 実施直後において、それに代わる実行可能な取引手段がなかったために、引き続き主要な規制市場で取引をすることに問題があるとは看做されなかった。

より一般的には、最良執行ルールの影響は取引場所における変化にリンクしている。新たな取引場所が成長し、成功する場合、最良執行ルールは、取引場所の変更を促し、こうした影響が継

続すれば、どの取引場所がもっとも投資家ニーズに合致しているのかを特定することが可能になると思われる。

最良執行方針の多くは、現段階ではどちらかといえば漠然としたものであり、したがって、行動面で劇的な影響をもたらしているとは言えないかもしれない。例えば、インタビューの回答者の何人かは、以下のようなことを指摘している。

- － 執行場所のリストが常に執行方針に含まれているとは限らない。
- － 方針の中で執行場所の選択に利用されるファクターが、時折、漠然とした言葉で表現され、あるいは、全くそうでない時もある。
- － 商品あるいは投資家類型の間に不適當な区分がある。

企業は、彼らが持っている選択肢を広げることに配慮し、また、投資家にもっと正確な情報を提供するために、最良執行方針を改善していく必要がある。新たな取引場所の設立のスピードを考慮すれば、最良執行の変化は三年以内に現れるのではないかと考えられる。

#### f. 取引場所の数

歴史的に見て、多くの株式取引所は、国家の独占事業であった。MiFID を通じて取引所への参入障壁が取り除かれ、FSAP は、取引場所の数の変化を促すのではないかと期待されるようになった。新たな競争は、次の2つから生まれる。

- ・ 市場集中ルールの除去が、加盟国において、新たな取引場所の設立を促す。
- ・ 同時に、競争の激化が、規模の利益を引き出すために取引場所の統合をもたらす。

上記の効果の発生については、いずれも強力な証拠がある。ただし、後者が FSAP によるものかどうかは判然としない。しかしながら、FSAP、とりわけ MiFID は、新たな取引場所の設立の主要な根拠を提供している。

#### 《集中ルール》

フランス、イタリア、スペインなど集中ルール採用国においては、新たな取引場所の設立が期待された。しかし、実際には、集中ルールの撤廃のインパクトは、それらの国に留まらずより広範なものであった。とりわけ、イギリスでは、それが MiFID 以前においても可能であったにもかかわらず、取引場所の拡大が顕著であった。集中ルールのような形で制限を持っていなかった UK のような国であっても、取引が集中ルールによって規制されている国からの取引を取り込むことが出来れば、新たな商機が増える。MiFID 以前に設立することの出来た国の取引場所にとっても、MiFID によって商機が拡大されることになったのである。

#### 《新たな取引場所》

最近スタートし、あるいはまもなく取引を開始する予定の取引場所、および、MiFID がその設立に深くかかわっていると市場参加者が考えている取引所として、以下のような取引所を挙げることができる。

- ・ Chi-X
- ・ Turquoise
- ・ Euronext's Pan-European MTF

- NASDUQ OMX's MTF

設立された新たな取引場所についてみると、こうした新たな場所で何が取引されているかによって、こうした取引場所が既存の取引所に対して、競争相手として脅威ある存在になるかどうかの違いが生じる。例えば、取引高が膨大な債券取引は、これまでは主として市場外で行なわれてきた。したがって、債券取引に特化した既存の取引所は、MiFID を通じてもたらされた変化が、大きな影響をもたらすことになりそうだとすることに気付かなかった。これとは対照的に、多くの新しい多角的取引施設(Multilateral Trading Facilities, MTF)は、歴史的に見れば市場において取引されてきた株式取引に特化しており、その結果、こうした MTF は、株式取引において大きな影響を受けることになりそうだ。

#### 《取引場所の統合》

新たな取引場所の設立に加えて、さまざまな FSAP 基準が、競争圧力の増大による取引所の統合を主導した可能性がある。このような統合は、Euronext と OMX の設立に見られるように、ここ数年にわたって、大規模なクロスボーダー統合という形で現れている。

しかし、その一方で、こうした動きが FSAP によるものであると考えている市場参加者は極めて少ない。さまざまな合併は、むしろ、年々競争が激化する中で、商業上の理由によってもたらされたものであり、技術進歩が、規模の経済を追求する必要性を高めたことによるものである。しかし、FSAP が、こうした動きを可能にする条件整備の役割を果たしたということを入れておく必要がある。

#### 《取引場所の数》

CESR/MiFID データベースによれば、MiFID が施行された 2007 年 11 月以降、MTF の数は、2007 年 11 月末の 94 から、2008 年 12 月には、118 に増加している。対照的に、EU 規制市場およびシステムティック・インタナライザー(Systematic Internaliser)の数は、2007 年以降ほぼ横ばいであった。

データで MiFID 以前に配置されていた代替取引施設(ATS)と比較することは難しい。インタビューからの証言は、現在配置されている MTF の多くは、MiFID を受けて、ATS から転換したものであることを明らかにしている。それにもかかわらず、MTF の増勢は続いており、インタビューの回答者のほとんどが、MiFID を受けた MTF の設立が見られ、今後さらに多くの設立が予想されるとしている。

市場では、さまざまなタイプの MTF が見られる。規制市場での取引が認められている銘柄だけを取引している MTF (Turquoise, Chi-X, Nasdaq OMX)、MTF だけに取引が認められている銘柄を取引している MTF (AIM, Alternext) などである。加えて、いくつかの取引場所は、MiFID の取引前透明性ルールを回避している。市場運営者(market operator)によって設立された MTF もあり、仲介業者によって設立された MTF もある。SME などを重視する MTF がある一方で、大規模な汎欧州での取引における競争を目指している MTF もある。証券取引分野の中心としての地位の観点から見た UK の強さは、取引所の数から見ても明らかである。2008 年 12 月現在、118 の MTF のうち 66 が UK をベースにしており、2位のドイツの 13 をはるかに上回っている。

MiFID は、明らかに、多くの投資銀行がシステムティック・インタナライザーになることを促したが、その数は未だ少なく、2008年12月末時点において、12を数えるに過ぎない。ここでもUKは強く、12のうち7を占めている。

多くの市場参加者は、システムティック・インタナライザーの立ち上げが予想外に少ないことに驚いている。しかし、現時点で、この数が、均衡状態なのか、あるいは今後さらに増えることになるのかを判断するのは時期尚早であろう。システムティック・インタナライザーの数が少ないのは、投資銀行がMTFの設立に注力していることを示しているのかもしれない。さらに、この数の少なさは、銀行が店頭市場(OTC)のプラットフォームとして分類されている取引市場を立ち上げていることによるものかもしれない。こうしたプラットフォームは、MTF および SI の定義には当てはまらない。OTC取引プラットフォームは、取引前透明性ルールの対象ではない。そのため、さまざまな取引場所間の競争のレベルという観点から懸念を表明する市場参加者もいる。

#### 《取引場所に関する結論》

結論的には、FSAP および MiFID が新たな取引場所の設立にかかわりをもってきたことは明らかである。もっとも、過去10年間を通して観察された株式市場統合の動きが、はたして FSAP にリンクしていたのかどうかについては定かではない。FSAP が取引場所間のクロスボーダー取引を増やす方向への道筋を明確にしたということから、FSAP が部分的であってもこうした動きに貢献したと考える向きもあるが、その数は極めて少ない。

しかし、MiFID が実施されてから間もないことを考慮すれば、今後数年間に市場がどのように変化し続けるかを現段階で考えることには危険が伴う。インタビューの回答者の間には、取引に関して似たような自由度が認められるために、欧州が US において見られたのと同じパターンをたどるのではないかという期待がある。市場参加者の多くは、MTF およびその他の取引場所の数は、今後、短中期的に増加すると見ている。中長期的に、競争プロセスが意味するのは、成功しなかったプラットフォームが市場からの退場を余儀なくされ、その結果、取引プラットフォームの減少あるいは統合が起こるとのことである。こうした見方は広く受け入れられている。こうした動きを評価するにはなお数年を待たなければならない。もっとも、この分野においては、すでに変化の芽が観察されるので、評価は3年以内に可能になると見るのが妥当であろう。

#### g. データの分裂

MiFID によって生じた変化に関して表明されている懸念のひとつは、多くの異なる取引プラットフォームで取引を行う能力がデータの分裂を招き、その結果、トレーダーは取引プラットフォーム全域で何が起きているかを理解する能力を失ってしまうのではないかということである。この問題は、以前に集中ルールを適用していたフランス、イタリア、スペインなどの国において特に大きな懸念となっているように見える。その一方で、UK においても、データを収集する必要のある取引場所の数が増えたために、この問題が生じていると指摘する向きもある。

この問題についての懸念を表明したインタビューの回答者は、データの分裂が、実際に懸念を引き起こしているのかどうかを評価するには時期が早すぎると述べている。大多数の市場参加者は、データ・プロバイダーが、顧客に統合データを提供するためのあらゆるインセンティブを持つと考え

ている。また、投資銀行は専用システムに投資しており、そのシステムは、複数の取引場所からのデータを取り込み、そして、彼らが抱えているトレーダーに統合された実態を提供している。そのため、さまざまな国の投資銀行の代表者は、分裂についての懸念を大幅に減少することが出来たと考えている。データのユーザーが、データの最良の利用方法およびもっとも効率的な方法でそれを統合する方法を学ぶためには、もう少し時間がかかるのではないかとされている。全体的には、ほとんどの市場参加者は、データ分裂について一時的な懸念が存在するにしても、中期的には、市場の力がこうした懸念を解決する可能性が高いと考えている。

全体的に言えば、観測されたデータの分裂にかかわる諸問題が、回答者のほとんどが期待しているように、市場によって解決されるのか、あるいは、それにもかかわらずいくつかの問題が残されるのか、今はまだ分からない。

### (3) 最終指標

上場に関する指標についてはすでに考察したので、残された指標は取引高、取引コスト、そして、取引環境に関係しているその他の指標、スピード、スプレッド、資本コストである。

#### a. 取引高

加盟国内の取引高の増大をもたらすと期待される FSAP の構成要素には、以下のようなものがある。

- ・ 透明性指令および目論見所指令にかかわる情報の流れ。
- ・ かつて市場阻害行為に対するしっかりした規制を持たなかった加盟国における市場の信頼の増進、ビジネス行為ルールを通じた適切な投資家保護からの市場信頼の増進。
- ・ 取引場所間の競争促進からの取引コストの削減。

すでに述べた通り、MiFID の影響のひとつは、取引場所の設立を促したことであった。市場コメンテーターによれば、取引場所の増設は、それ自体で取引高の増加をもたらす。取引場所の間でアービトラージの機会が生まれるからである。

国際取引所連盟 (World Federation of Exchange) の株式取引金額および株式市場時価総額の時系列データによれば、これらの基準は同じような動きをしており、一般的な経済循環を反映している。市場参加者の多くは、さまざまな FSAP 基準が取引の増大をもたらすと見られている理論的根拠を認識しているが、取引金額あるいは株式市場の時価総額の増大が、FSAP に関係しているはずだと考えている人々は少数にとどまっている。

さらに、市場参加者の大多数は、市場の発展から FSAP の影響を切り離すことが可能であるとは考えていない。取引金額および経済変動を反映している株式市場の時価総額には、大きなボラティリティが認められる。そうした高いボラティリティの存在は、FSAP の影響を、定量的な方法で独立して認識することを困難にしている。

MiFID は、証券市場に影響を与える FSAP 基準の中で最も重要なものであるが、信用危機を背景とした市場混乱の時期に登場したために、MiFID 実施後のデータが入手可能となったときに、効果のもつれを解くことが非常に煩雑なものとなってしまった。さらに、市場混乱の拡大は、アルゴリ

ズム取引を行なうトレーダーの増加をもたらした。そしてこのことが、MiFID の影響の評価を一層難しいものになっている。

#### b. クロスボーダー取引高

さまざまな FSAP 基準が取引の増加をもたらす道筋に関して先に採り上げたファクターは、クロスボーダー取引にもかかわりを持っている。たとえば、クロスボーダー取引の増加は、目論見書指令および透明性指令を通じて、すべての加盟国において公開される情報に対する投資家の信頼を高め、他の加盟国への投資意欲を高めながらもたらされた、より良い情報に起因すると考えられている。しかし同時に、これは、すべての EU 規制市場が同一基準を満たし、こうした市場に上場している企業はすべて同じクオリティを持つということも意味する。その結果、基準の調和が、発行企業の国内取引所の外での上場についての懸念を少なくしている。ひるがえって、このことは、国内取引所における取引がそれと同じ結果をもたらすのであれば、クロスボーダー取引の必要性は薄れるということの意味している。

しかし、会計情報が比較を容易にするということに同意するとしても、ICAEW の調査によれば、53%の投資家は、彼らの行動が、彼らの投資意思決定のやり方を変えることはなかったとしている。僅か 6%の投資家が、彼らが以前投資したことがなかった国に投資したと述べている。また、4%が以前投資したことがなかった分野に投資したと述べる一方、同じ割合の投資家が、分野からファンドを引き出したと述べている。後者の観察から明らかなのは、情報の利用可能性は、クロスボーダー取引に、常にプラスの影響をもたらすものではないことを示している。なぜなら、情報は、そうした投資が投資家の目的に合致しないということも明らかにするからである。

#### 《ユーロ通貨》

ユーロ圏内において通貨リスクが取り除かれたので、ユーロ通貨がクロスボーダー取引に与えた影響を強調する市場参加者は数多い。年金基金のような機関投資家は、欧州全域に投資を分散することが出来るようになった。国内通貨からユーロ通貨への転換は、クロスボーダー取引に非常に大きな影響をもたらしたといわれ、FSAP 基準よりも大きな影響を及ぼしていると見られている。

クロスボーダー取引の拡大をもたらしたと考えられているもうひとつのファクターは、Euronext による単一注文書(single order book)の開発である。これによって、さまざまな Euronext 取引所における証券取引がより簡単になった。すでに述べたように、FSAP の広義の目的は、取引場所間の競争の促進に注意を向けることであり、それゆえに、プラットフォームの競争力を高めるために取引場所によって採られる手段は、FSAP 基準に起因するものとなる。

全体としては、全加盟国の市場参加者は、FSAP がクロスボーダー取引の拡大に役割を果たしていると考えている。しかし、取引高の計測と同様に、インタビューの回答者は、FSAP の影響を他のファクターから定量的に切り離すことは困難であると述べている。

#### c. 取引コスト

あらゆる分野において、競争の促進は、質の向上と同時に、コスト引き下げへのプレッシャーをもたらすことが期待される。MiFID が参入障壁を除去し、新たな取引場所の設立をもたらしたことを考慮すれば、それが取引コストの低下と取引時間の短縮をもたらすことが期待される。

すでに述べたように、最良執行要件は、取引がベスト・バリューの場所で確実に行なわれるための競争圧力をもたらすことになる。そして、その影響は、時間が経過するにつれて大きくなり、取引コストへのプレッシャーを強めることになる。

最近見られる手数料引き下げのほとんどは、長期的な手数料の低下傾向の一環であると理解されている。それにもかかわらず、大多数の市場参加者は、最近の手数料引き下げの多くは、MiFIDに起因する新たな取引場所からもたらされた競争激化によるものであると述べている。また、市場関係者の一部は、早い時期から見られた手数料引き下げも、MiFIDの実施が間近だという認識によるものであると述べている。もちろん、市場参加者の一部が指摘しているように、投資銀行をMTFの設立あるいはMTFのサポートに向かわせた重要なファクターの一つは、こうした代替的な取引場所が競争圧力の下で、既存の取引所に取って代わり、コストの削減をもたらしたことである。市場参加者は、FSAPによって、取引コストの低下が加速したということに同意している。

#### d. 取引の迅速化

市場参加者のほとんどが、取引速度(trading speed)は、取引場所間の競争の重要な構成要素であると指摘している。取引速度を優位性を喧伝するための手段として利用している取引場所もある。しかし、取引速度に係わるもっと重要なインパクトは、FSAP基準というよりも技術の利用可能性であり、したがって、FSAP効果がどのようなものであってもそれは区別できない、というのが市場参加者の見方であった。

欧州全域の取引場所から、取引速度に関するデータを収集する努力がなされているが、こうした情報を提供する意思のある取引場所はほとんどなく、したがって、取引速度の変化に関する定量データの提供は、ほとんど不可能であった。

#### e. スプレッドおよび資本コストへのインパクト

FSAP基準の多くは、流動性の増加と資本コストの削減が最終目的となっている。この効果は以下からもたらされている。

- スプレッドが情報の非対称を一部反映する限りで、スプレッドの低下に役立つと思われる情報の存在。投資家は、インサイダーほど情報を持たないので、彼らのリスクを低減するためにスプレッドを要求する。
- 資本調達コストの低下を促す取引所間の競争促進。
- 取引頻度の高い証券がより低いスプレッドを持つことが明らかになる中で、より低いスプレッドをもたらす取引高の増大。

一般的には、インタビューの回答者は、FSAPがスプレッドの縮小と資本コストの低下をもたらすという見解を支持している。しかし、彼らは、これを特定することが可能であるとは考えていない。なぜなら、これらは、より大きなインパクトによって影響を受けるからである。

#### トレーディング指標のまとめ

- 証券部門に影響を与えたもっとも重要なFSAP基準は、金融商品市場指令(The Market in Financial Instrument Directive, MiFID)である。これは、当該部門に広範囲にわたる影響をもたらした。MiFID

はつい最近実施されたばかりなので、その影響がすべて明らかになっているわけではない。しかしながら、MiFID が、ほかの FSAP 基準とともに、重要な役割を發揮していると信じられている証券部門においては、すでに重要な変化が観察されている。

- 特に、集中義務の撤廃と取引場所(trading venues)の競争促進への重点的な取り組みは、新たな取引場所の設立ラッシュをもたらしている。こうした取引場所の多くは、MiFID 以前からそれが可能であったロンドンにおいて設立されている。しかし、それにもかかわらず、MiFID は、こうした展開に一役買っている。最良執行要件(best execution requirement)は、現在、明文化された方針の設定を促すものであると認められてはいるが、最良執行ルールのインパクトが代替的取引場所の利用可能性にリンクしているとはいえ、実際の取引意思決定には大きな変化をもたらしていない。したがって、新しい取引場所が拡大し成功するにつれて、最良執行ルールは、投資家のニーズをもっとも満足させる取引場所を確実に選択する上でより大きな影響をもたらすことが期待されている。取引場所の急速な変化がすでに見られることから、最良執行にリンクした実務上の変化は今後3年のうちに起こりそうである。競争が促進される結果、取引コストは低下してきたが、その理由のひとつが MiFID の存在であった。
- MiFID に起因する変化に関して表明される懸念の一つは、多くの異なる取引プラットフォームで取引を行う能力が、データの分裂を招き、トレーダーはすべての取引プラットフォームにまたがって何が起きているのか把握できなくなるということであった。この問題は、フランス、スペイン、イタリアなど、かつて集中ルールを採用していた国において特に懸念事項となっているように見えた。もっとも、UK においてもこれは心配の種であった。というのは、データを収集する必要のある取引場所の数が大幅に増加したからである。データのプロバイダーおよび投資銀行による私設取引システム(proprietary system)は、中期的に見ればこうした懸念を解決するものと期待されているが、インタビューへの回答者は、例外なく、データの分裂が現実に懸念事項であると評価するには早すぎる指摘していた。
- リテールサイドにおいては、MiFID が主として文章化されたプロセスを導入するためのものであり、それ以外の変化をもたらすものではないと見られているので、これまでのところ、そのインパクトは限定的である。しかし、助言が規制活動(regulated activity)ではなかった加盟国において、助言のクオリティが高まることが期待されている。もっともこれには3-5年が必要と見られている。ディスクロージャーの増加による消費者行動の変化については、それが現れるまでには相当の期間が必要と見られている。
- 全体的には、FSAP は、クロスボーダー取引の拡大に役割を果たしてきたが、市場の力やユーロのインパクトのほうが FSAP より重要であったと見られている。
- ほとんどの市場参加者が、それが監視を強化することを確信して、市場阻害行為指令(Market Abuse Directive, MAD)を肯定的に見ている。加盟国によって市場の浄化が実行されている場合には、何らかの改善の跡が見られた。しかし、規制だけでは、市場阻害行為の変化を牽引するには十分ではない。インタビューを受けた人々の多くは、当該指令の施行は重要であると見ており、人目を引く捜査および有罪判決が阻害行為を阻止するのではないかと期待している。したがって、阻

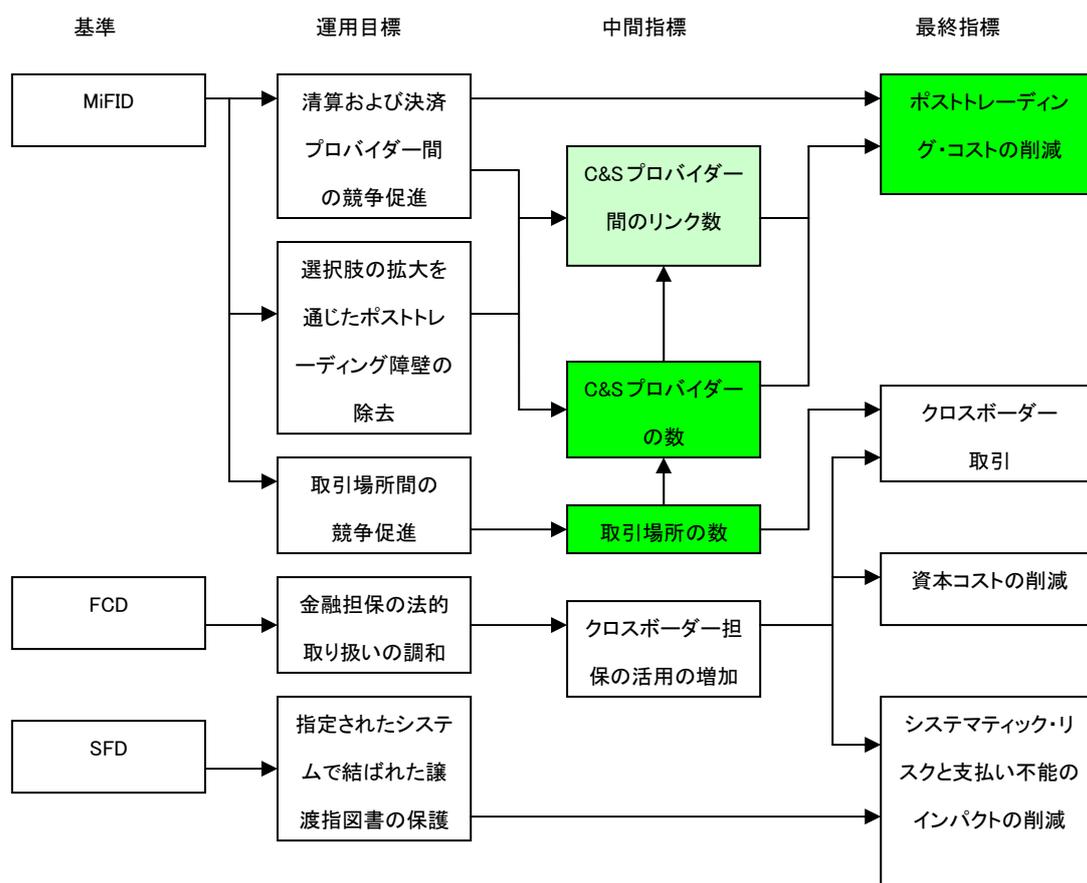
害行為事例の増加は、その証拠と見る事ができると見られるが、裁判システムのスピードを勘案すれば、こうした証拠を観察できるまでにはもう少し時間がかかりそうで、その評価は3-5年後ということになる。

オ. ポストレーディングにかかわる基準

(1) 指標

ポストレーディング環境(post-trading environment)に明確に照準を当てている基準は1999年12月に発効したファイナリティ指令(Settlement Finality Directive, SFD)、および、2003年12月から適用されている金融担保指令(Financial Collateral Directive, FCD)の二つであるが、2007年11月から適用されているMiFIDも、ポストレーディング活動に影響を及ぼしている。

図4 証券市場のポストレーディング局面にかかわる系統図



出所: 図1に同じ。

注: 緑の欄は、中間あるいは最終指標について、FSAP 基準からの経済的影響が認められる指標を示している。また、薄い緑の欄は、現時点では、影響が出ているかどうかの判定は難しいものの、今後それが期待される指標を示している。

ポストトレーディング分野への FSAP 基準の純粹のインパクトを理解することは、FSAP の外部で生じた、したがって、ここでの評価の範囲には含まれないさまざまな規制の進展 (regulatory development)、たとえば、行動規範 (Code of Conduct)、Target 2 証券 (Target 2 Securities)、リンクアップ・プロジェクト (LinkUp project)、ジョバンニーニ・バリアの克服の継続的な進展などによって極めて煩雑なものになっている。こうした規制の多くは、すでに、ポストトレーディング分野に大きな影響をもたらし始めており、市場参加者は、こうした変化が、SFD や FCD よりもはるかに大きいと見ている。ただし、FSAP 基準は、これら FSAP 以外の諸基準に必要なファシリテーターなので、後者は、SFD および FCD が実施されてはじめて有効なものとなる、ということに留意すべきである。

EC はすでに、FSD および FCD をポストトレーディング市場の進展を反映するように改正することを公表しており、とくに、ポストトレーディング・システム相互間の国境を超えたリンクを含むように SFD を拡張し、また、信用請求 (credit claims) をカバーするように FCD を拡張することを狙っている。クロスボーダー・リンクを含む SFD の拡張について、EC は、MiFID のめざすクロスボーダー・リンクの設定促進という観点から、きわめて重要であるとしている。しかし、SFD および CFD の改正は、この報告書の範囲から外れている。

## (2) 中間指標

### a. 取引場所の数

上記に示したように、MiFID は、新たな取引場所への誘導を通じて、参入障壁を取り除き、すでに多くの取引場所とその間の競争に大きなインパクトを与えていると見られている。取引における競争の促進に加えて、これはまた、ポストトレーディング環境への競争圧力を強めている。たとえば、新たな取引場所が設立されるにつれて、こうした新たなプラットフォームは、ポストトレーディング・サービスも同時に提供することを求められる。したがって、多くの取引場所が、多くの清算・決済業者に影響を与えることになろう。

### b. 清算・決済業者の数および連携

取引場所の数についてみれば、すでに触れた通り、ここ数年にわたって既存の取引所の統合が進展しているが、しかし、これは、FSAP 基準というよりも、むしろ、主として市場の動きに起因するものであると考えられている。ひるがえって、取引所の統合は、清算・決済の統合をもたらすだろう(そうした動きの一部は、トレーディングとポストトレーディングの垂直統合の拡大による)。

次ページの図は、欧州地域における中央証券保管振替機構 (Central Securities Depository, CSD) とセントラル・カウンター・パーティー (Central Counter Party, CCP) の数を示したものである。

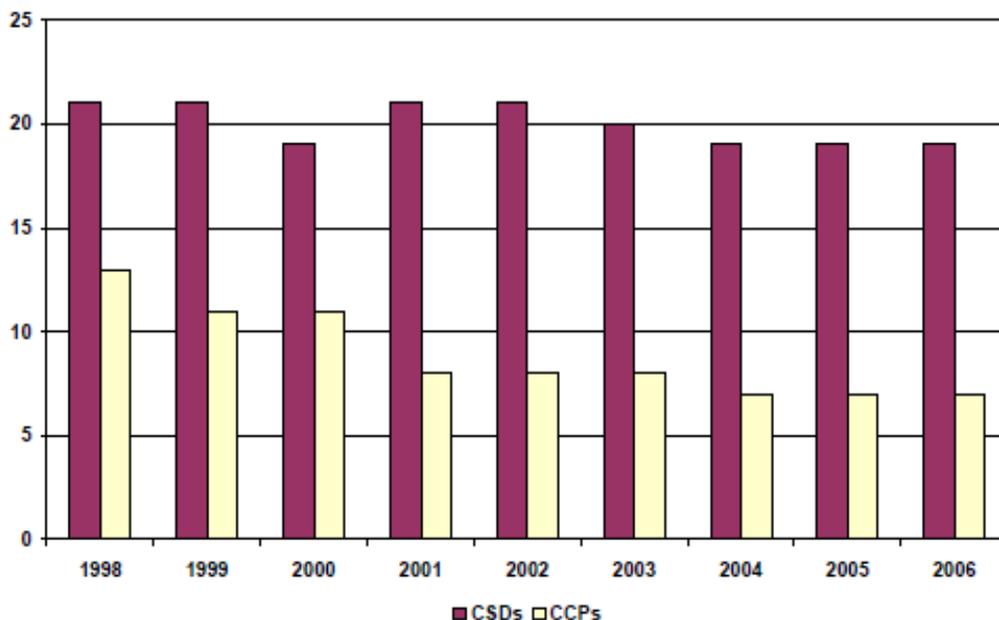
図5は、年々 CDS、CCP がともにその数を減らしていることを示しているが、その減り方は、CCP において著しい。金融担保指令に先立つ 1998 年から 2001 年にかけて、CSD の減少が起こっているが、これは、この市場の動きが FSAP の結果ではないことを示すものである。

大多数の市場参加者は、清算・決済部門の統合が、主に、取引所の統合に由来していると考えている。ほとんどの回答者は、この動きと、もっと一般的には、清算および決済の統合が、FSAP 基準というよりも市場動向に由来するものだと考えている。

統合の動きに FSAP が役割を果たしていると考えている人々の大多数は、これが MiFID に由来

するものであると考えている。MiFID の実施から日が浅いことを考えれば、影響は完全に及んでいないし、現在入手可能なデータからはこうした影響が捕捉出来ない。

図 5 欧州地域における CSD および CCP の総数



出所: ECB. Financial Integration Indicators 2007.

CDS 相互間のリンク数は、ここ数年にわたり比較的安定的に推移しており、2001 年 6 月以来 66 のリンクが行われ、そのうちの 61 が 2000 年末に実施されたものであった。データの示すところによれば、MiFID が実施された時期に、リンク数が激増している。これは、2007 年 6 月 28 日に署名された行動規範の下でのアクセスおよびインターオペラビリティ(Interoperability, 相互リンク)のガイドラインが合意されたタイミングを反映したという面もある。

リンクの依頼は数多かったが、これは、必ずしも当該リンクが運営可能であり、実際に活用されていることを意味するものではない。リンク数については、どのリンクが実施されたか、どこでリンクが活用されたかを確認するために、今後とも監視が必要である。しかし、これは弱い指標である。というのは、理屈から言えば、FSAP がそれを相殺するような方法で影響を及ぼすことが可能だからである。リンクの増加は MiFID を通じて起こると予想されるが、それにもかかわらず、競争の促進が、ポストトレーディングにおける統合をもたらし、他の条件が変わらないとすれば、それがリンクの拡大の可能性を減少させるからである。

#### c. クロスボーダー担保の活用

金融担保指令の主たる目的は、担保の取り扱いに関して、その実施の法的な枠組みを強化し調和させることである。それは、実施された後に、クロスボーダー取引における担保の活用の増加をもたらすと期待されている。さらに、取引のリスクを減少させることにより、担保を受け入れた人々が、

低利の融資契約利息を喜んで受け入れ、その結果、借り入れ人の資本コストが減少すると期待される。

欧州中央銀行 (ECB) の調査および統計によれば、クロスボーダー担保の担保全体に占める割合は、1999 年の 12% から 2003 年には 35%、2005 年には 50% 近くに達している。ロンドン市弁護士会 (The City of London Law Society) は、この増加を指標よりもグローバリゼーションの結果であると考えており、インタビューの回答者も、この見解に同意している。市場参加者は、FCD がクロスボーダー担保の活用増加をもたらしたとは考えていない。むしろ、それは、法的な確実性 (legal certainty) を高め、プロセスを単純化し、すでにクロスボーダー取引を行っているトレーダーにたいしてより大きな保護をもたらすことになったと見られている。

### (3) 最終指標

#### a. 破産の影響減少およびシステミック・リスクの減少

破産の影響およびシステミック・リスクの減少は、SFD および FCD を通じて達成されることが期待されている (他の関係者への破産の影響が減るにつれて、クロスボーダー取引からのカウンターパーティー・リスクもまた減少するので)。

市場参加者は、破産の影響およびシステミック・リスクの減少が、FCD および SFD の目的でありまた論理的帰結であることに同意しているが、この計測は、現実には、極めて困難である。とりわけ、破産の影響の変化を計測することは不可能である。それは、破産の影響が、その結果として悪影響あるいはシステミック・リスクが高まったどうかにはかかわりなく、最初に見られることになるからである。

市場参加者は、支払えないしは決済システムが破産を通じて大きく調和されてきたことには気付いていないが、これを FSAP からのベネフィットであると考えすることは出来ない。FSAP の不在がこうした調和をもたらしたという証拠もまた存在しないからである。しかし、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズの破綻については、SFD がすでに実施されていたにもかかわらず、各メンバー国で、異なったアプローチが採用された。

指摘された一つの懸念は、今後のポストトレーディング環境における統合がシステミック・リスクの可能性を高める可能性があるということである。その理由は、ポストトレーディング・サービスのプロバイダーが減り、そのインパクトが、迅速に、すべての市場参加者に広がると見られるからである。この点において、ポストトレーディングにおける競争促進からのベネフィットとリスクは本質的にリンクしているということが明らかである。競争の激化は、企業が規模の経済を追求するにつれて、統合を加速することになる。しかし、こうした統合の加速は、一方で、システミック・リスクの効果についての懸念を高めることになる。

#### b. 資本コストの削減

資本コストの削減は、クロスボーダー取引における確実性の高まりからもたらされるとみられているが、その一方で、資本コストに関する FSAP の影響の計測は、この調査の期間内では不可能であった。その上、資本コストの低下を、ポストトレーディングにかかわる FSAP 基準からの影響であると述べた市場参加者も皆無であった。

#### c. ポストトレーディング・コストの削減

取引への影響と同じように、取引場所の数への MiFID の影響も、ポストトレーディング環境及びポストトレーディングのプロバイダーの競争に影響を及ぼす。とりわけ、取引レベルにおける競争の促進は、取引場所の所有者が彼らのプラットフォームの取引及びポストトレーディングの「すべて込みの(all-in)」価格がほかの場所のそれに比べて競争力を持つように設定しようとするので、ポストトレーディングにおける競争促進に影響を与える。これが、ポストトレーディングのコスト引き下げをもたらすことになるのである。

取引場所間の競争促進という MiFID の役割は、したがって、ポストトレーディングというレベルでの競争を促進することになる。また、規制市場および MTF がポストトレーディングのプロバイダーを選ぶことを認めるという MiFID の内蔵する可能性が競争を促進することになる。

MiFIDは、また、新たなポストトレーディング・プロバイダーの設立あるいは欧州市場への参入をもたらした。参入をもたらした市場は、たとえば、EMCF (Chi-X、BATS Trading、NASDAQ OMX の汎欧州株式取引プラットフォームに清算サービスを提供)、US を基盤とする Depository Trust & Clearing Corporation(DTCC)のユニットで、Turquoise および SmartPoolに清算サービスを提供している Euro CCP などである。これらの新たな参入業者は、ポストトレーディングにかかわる競争の促進をもたらしている。

ポストトレーディング・コストへの全体的な影響という観点から、市場参加者は、FCD あるいは SFD のいずれも、いかなるポストトレーディング価格の変化ももたらさなかったと考えている。市場参加者は、むしろ、MiFID (FSAP に含まれる) および行動規範 (FSAP には含まれない) の透明性要件が、より大きな影響を及ぼすものとして、一体的な役割を果たしたと指摘している。行動規範の時期及び MiFID の実施時期が近かったこともあり、ポストトレーディング・コストの変化が、前者に起因するのか、後者なのか、あるいはこの二つの基準が一体となって生じたのかを判定することは難しい。そうだとすると、この二つの基準が、ポストトレーディング・コストの低下にある程度の役割を果たしたことは明らかである。

#### d. クロスボーダー取引の増加

クロスボーダー取引への影響は、すでに検討済みである。クロスボーダー取引の増加は、取引基準と同様にポストトレーディング基準によってもたらされた。しかし、実際のところ、市場参加者は、FCD と SFD のいずれもがクロスボーダー取引の増加をもたらしたとは見ておらず、むしろ、こうした基準が取引により大きな確実性をもたらしたという見方に同意している。

純粋に、ポストトレーディング・サービスについてみれば、さまざまな市場の参加者は、MiFID の原則がまだハイレベル原則のままであり、この分野において大きな障壁が残っていると指摘している。

#### ポストトレーディング基準のまとめ

- ファイナリティ指令 (Settlement Finality Directive) および金融担保指令 (Financial Collateral Directive) によって生じたポストトレーディング (ポスト取引処理) における保護と安全性の高まりは、

好ましいものと受け止められものの、これがクロスボーダー取引の増加を促すことはないと思われていた。これらの指標は重要であり必要なもので、ポストトレーディングの統合を促す第一歩であると思われていたが、それ自身は、取引コストやクロスボーダー取引にインパクトを与えるのに十分であるとは思われていなかった。

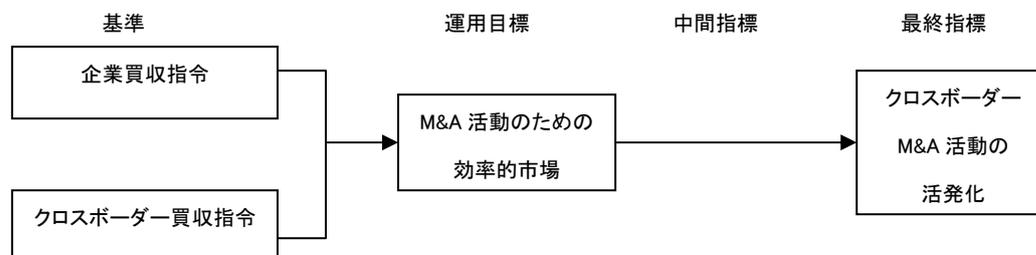
- 全体的に見て、市場参加者は、ポストトレーディング基準はポストトレーディング環境の統合に向けての第一歩と見るべきだという見解に同意しているが、現在のFSAP基準は、MiFIDを別にすれば、これまでのところそれほど大きなインパクトをもたらしていない。市場のこの分野において前進を図るために、今後、FSAPの改定が求められることになるかもしれない。とりわけ、重要な障壁がポストトレーディング業者を選別するための技術的なソリューション、そうするための追加的なリスク、これを促進するために乗り切る必要のある税制および法律面の障害の形で残っている。清算・決済業者間のリンク数は、徐々に進展することが期待されている。
- しかし、MiFIDがポストトレーディング環境における競争を促進することは明らかである。競争は、取引の「全部込みの(all-in)」価格を巡る取引場所間の競争促進とポストトレーディングの双方から生じており、また、取引場所へのポストトレーディング・サービス提供の競争激化によるものである。MiFIDおよび行動規範の透明性要件(SFAPではない)はともに、観測されていたポストトレーディングのコストの引き下げに対してある程度関与している。
- また、FSAP以外に、いくつかの規制上の改善も見られ、それらは、SFDやFCD以上に大きなインパクトをもたらした。さらに、最近のMiFIDの実施に鑑みれば、ポストトレーディング環境に関わるMiFIDのインパクトのすべてを評価するには時期尚早であるといわざるをえない。

#### カ. M&Aにかかわる基準

##### (1) 指標

M&A活動にかかわる基準は、2006年5月に適用された企業買収指令(Takeover Bid Directive)およびクロスボーダー買収指令(Cross-Border Merger Directive)の二つである。これらの基準は導入されて間もないため、こうした基準からの明確な影響を現時点で特定することはできない。そこで、以下では、期待しうる影響にかかわる証拠と有効に分析しうるデータについて述べることにする。

図6 証券市場のM&A局面にかかわる系統図



出所: 図1に同じ。

企業買収指令とクロスオーバー買収指令は、加盟国が、買収コストの削減につながるより調和したアプローチを採用しようとするにつれて、クロスボーダーM&Aの増加をもたらすと見られている。

クロスオーバーM&Aの増加は、加盟国が、外国からのテイクオーバーに対する障壁を除去するかどうかにかかっている。しかし、企業買収指令の実施に関するECの見解は、「当該指令を一見したところ保護主義的な方法で実施している加盟国の数が、予想以上に多い」ということであり、これが示唆するのは、クロスボーダーM&A活動が及ぼす影響は限定的だということである。たとえば、企業買収指令の実施が、相互除外(reciprocity exception)の導入を通じて、テイクオーバーを防ぐための管理能力を増進させているというケースもある。

限定的な影響は、また、市場参加者からの証言によっても支持されている。多くのインタビューへの回答者が、企業買収指令は最小限の調和指令なので、加盟国の間で、その実施に際しての温度差があり、期待される利益が見えてこないと指摘している。こうした温度差の問題は、クロスボーダー買収の変化をもたらさなかった元凶であると考えられている。また、当該指令が実施される以前に、加盟国が独自の規制を適用していたことも、こうした温度差につながっている。

一般的には、しかし、ほとんどすべての回答者が、FSAPがクロスボーダーM&A活動に及ぼした影響は限定的であり、それは、打開すべき規制上のハードルからもたらされたというよりは、むしろ、戦略的な理由および当該活動の前提となる投資対効果検討書(business case)によってもたらされたものあることを強調している。

市場参加者によれば、M&Aに関連する基準の主たる利点は、買収後のコスト削減にある。こうしたコストの低下は、買収によるシナジー効果が高まるにつれて徐々に表れるものである。しかし、こうしたコストの低下は、買収に要したコストや、もたらされることが期待されるほかの相乗効果と比較すれば、相対的に小さいと見られている。時間がたてば、企業買収指令が実施された後に買収した企業のパフォーマンスが改善したかどうかを観測することが可能になるかもしれないが、現段階で、そうした影響が生じているかどうかを予測するのは時期尚早である。

多くのインタビューの回答者によれば、M&A基準の主な価値は、M&A活動の増加への影響というより、保護主義的な動きを除去することにあった。

これは、クロスボーダー買収指令のケースであるが、この報告書を作成している段階では、指令の実施は余り芳しくなかった。2008年6月、ECは、11の加盟国に対して、基準の違反を追跡することに決めた。また、企業買収指令の実施から間もないこともあって、いくつかの国では、実施が完了しておらず、したがって、この段階では、影響はごく限られたものにならざるを得なかった。こうした理由から、以下で述べる内容は、FSAP基準の後日の評価のためのベースラインの設定として読まれるべきであろう。

## (2) 最終指標

買収金額の動きは、本質的に極めて循環的であり、一般的な株式市場動向に沿って動く傾向がある。この傾向は、クロスボーダー買収についても同じである。FSAPからの影響を一般的な市場動向と比べて、後者のボラティリティがかなり大きな場合は、それを特定することは困難である。

M&Aの循環的な特質に照らして、FSAPの影響の特定が難しいことを前提にして、ここでは、EU

域外の M&A 活動を反事実的条件(counterfactual)として利用する。他の地域の M&A 活動も循環的なパターンを辿ると見られるものの、それは、FSAP による影響を受けないからである。

異なる地域間の M&A 活動を比較するために、ここでは、1997 年を 1 として、M&A 金額を指数化することにした。もし、M&A 基準が EU 域内における活動を容易にしたのであれば、EU 域内の買収が、域外に比較してより急速に増加することになり、したがって、基準の実施後、EU 域外の諸国に比較して、EU 加盟国における指数の急速な上昇を観察することができるはずである。

こうしたデータは、残念ながら、2006 年(企業買収指令が実施された年)までしか入手できない。したがって、FSAP 基準が目に見える影響をもたらしたかどうかを決定することはできない。しかし、限られたデータが示すところでは、EU15 ヶ国のクロスボーダー金額は、他の地域に比べて、しばらくの間、相対的に大きかったように見える。

指令の実施から間もないこともあって、確固たる結論がもたらされるまでには、さらなる時間とデータが必要であろう。しかし、企業が買収を行うかどうか、あるいはそれを国境を越えて行うかどうかを決定するための要因は数多い。商業上の決定のほかに、それは、文化的なファクターにもリンクしているかもしれない。たとえば、多くのクロスボーダー買収が、地理的に、あるいは文化的に、互いに近接した国において行われていることでも、それは明らかである。

#### M&A 基準のまとめ

- M&A 基準の実施(および、いくつかの加盟国における置換えの未実施)に鑑みれば、これらの基準の経済的なインパクトがあったのかどうかの計量的な評価を行なうほど十分なデータを収集することはできない。M&A は、単純な規制上のハードルというよりもむしろ戦略的な理由でもたらされたものである。基準に関して M&A から期待できる主要なメリットは、他の相乗効果と比べ小さいと見られていたものの、買収に関わるコストの削減であった。
- さらに、企業買収指令は、加盟国の間で異なったやり方で実施されていた。そこでは、クロスボーダーの買収が、ある面では、容易になったというよりもむしろ難しくなったという証拠がいくつか見られた。加盟国間で異なる実施が意味するところは、期待されていた利益がまだ実現していないということである。

#### キ. 投資信託(UCTIS)基準

##### (1) 指標

UCITS は独自の系統図を持つ。それは、FSAP 基準の中で、UCTIS III 指令だけが投資ファンドに影響を及ぼすという独特のポジションを反映しているからである。UCTIS III 指令は、2003 年 8 月に発効した。同指令の基本要素は次の三つである。

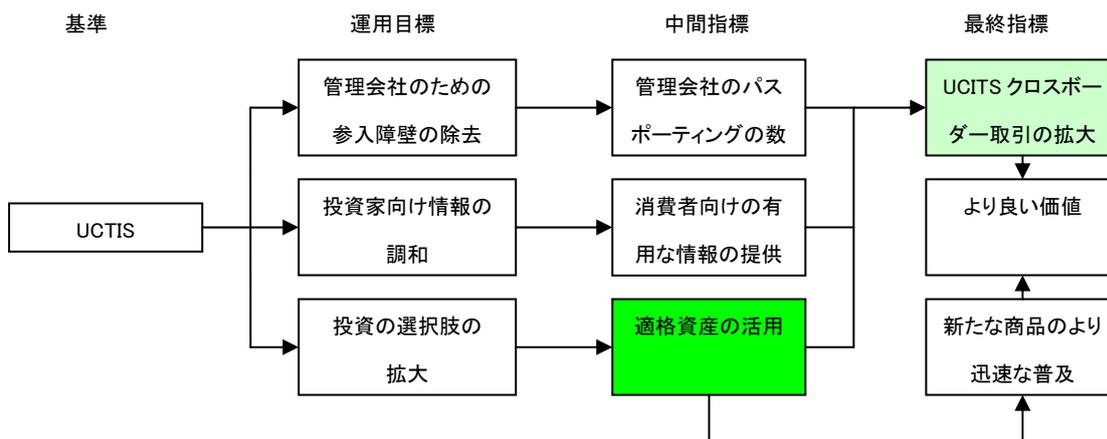
- 管理会社のパスポート
- 簡素化された目論見書
- UCTIS ファンド内で利用される適格資産の拡大

UCTIS にかかわる系統図は以下のとおりであるが、この図から明らかのように、これら 3 つの要素

は、系統図の中間指標に示されている。

UCTIS IIIからの直接的な効果に加えて、これと目論見書指令および MiFID との間に相互関係が存在する。この二つはともに、情報規定に関して影響を与えるので、簡素化された目論見書と一緒に検討する。

図7 UCITSにかかわる系統図



出所: 図1に同じ。

注: 緑の欄は、中間あるいは最終指標について、FSAP 基準からの経済的影響が認められる指標を示している。また、薄い緑の欄は、現時点では、影響が出ているかどうかの判定は難しいものの、今後それが期待される指標を示している。

## (2) 中間指標

### a. 管理会社パスポートの活用

UCTIS IIIのもともとの意図は、管理会社を、それが設立された国以外の国でファンドを置くことができるようにすることにあった。しかし、実際には、監督当局は、管理会社のパスポート条項は、遠隔地で管理されているファンドの効率的な監督のための健全な基盤 (sound basis) を提供するものではないと見ており、また、ファンド・マネジャーは、こうしたことが許されているとは考えていなかった。その結果、他の加盟国においてファンド管理が認可されていると報告した管理会社は皆無であった。もし、今後、管理会社パスポートが実際に利用可能となった場合には、そうした管理会社パスポートの件数に関するデータを捕捉することも有用だろう。

### b. 簡素化された目論見書の活用

簡素化された目論見書の狙いは、消費者に役立つ情報を提供することにあった。簡素化された目論見書 (Simplified Prospectus) は、ファンドが置かれているかどうかにかかわらず同じ情報を入手可能とすることで、クロスボーダー取引を手助けすることができるはずであった。

いくつかの加盟国では、この簡素化された目論見書が国内市場にとってプラスであると見られていた。とりわけ、これは、金メッキ (gold-plating) を施さずに実施した国において、典型的に見られた。

たとえば、アイルランド、ポルトガル、スウェーデンがこれに当たる。しかし、ポルトガルでは、1999年 前からすでにこの簡素化された目論見書に類似した資料が使われていたので、影響は限定的であった。スペインでは、UCTIS IIIは、かつて投資家に提供されていたものに比べるとより簡素化された資料をもたらしたが、この書類には当該指令では要求されていない情報も含まれている。こうした国では、市場参加者は、簡素化された目論見書を肯定的に見ているが、こうした情報の利用がもたらす市場への影響については、何の証拠も提示されていない。

実際には、UCTIS IIIの実施は、金メッキおよび加盟国による異なる解釈によって制約されてきた。たとえば、フランスでは、簡素化された目論見書が導入される以前には、適度の簡素化された資料が使用されていた。しかし、簡素化された目論見書が導入されたのち、当該資料はむしろ増加した。それは、当該資料がいまだに法律文書として受け入れられているからである。イタリアおよびオランダでは、リスク指標が求められている他の商品と比較できるように、UCTIS ファンドに「リスク指標」を情報として付加するよう求めている。

こうした加盟国におけるアプローチの違いは、異なる国のファンドを比較したいと考えている消費者の妨げになる。さらに大きな障害は、金メッキがクロスボーダー取引を望んでいるファンド管理会社に追加コストをもたらすことである。なぜなら、かれらは、そのために、現地のマーケティング・ルールを知る必要があるからである。

アプローチにおいて、大きな違いがみられる中で、簡素化された目論見書は、国境を越えた調和情報への要請に効果をもたらしていない。大多数の市場参加者によれば、加盟国における税制が相違しているために、販売資料は、常に、各国に合わせて異なるということになり、各国において情報の提供にかかわるコストが生じるのは避けられない。

情報提供にリンクした最後の問題は、FSAP 基準の間の、とりわけ、目論見書指令と MiFID の間の相互作用にかかわるものである。多数のファンド・マネジャーが、UCTIS 向けの簡素化された目論見書と目論見書指令のもとで発行される目論見書との間の差異が、代替可能な商品間の競争を歪めているのではないかという懸念を表明している。また、UCTIS IIIが商品を規制し、MiFID が金融助言の一部を規制しているので、ファンド・マネジメント協会は、これらの基準の組み合わせが情報の過剰提供をもたらし、それが消費者を混乱させ、途方に暮れさせることになり、その結果、彼らが手にした情報を処理できなくなるのではないかと懸念している。消費者が情報の洪水に見舞われていることを立証することは困難であり、また、こうした主張を支持する情報あるのかどうかもわからない。

#### c. 適格資産の活用

UCTIS IIIは、UCTIS ファンドの投資に利用できる適格資産のタイプを拡大したが、それは、複雑なヘッジ、絶対収益ファンド (absolute return fund)、ある種のマネー・マーケット・ファンドおよびファンド・オブ・ファンズの利用を可能とするものであった。CESRは、2006年1月に、適格資産の定義を明確化するためのガイドラインを公表した。市場参加者の多くは、この点における CESR の役割は重要であると見ている。それは、加盟国が、かねて、指令を異なったやり方で解釈していたので、ガイダンスは、こうした状況を改善して、より大きな調和をもたらすと期待されたからである。

ファンド・マネジャーとその他の回答者は、一様に、適格資産の拡大によって生じた追加的な柔軟性(フレキシビリティ)は、すべての加盟国であまねく利用されることになったと指摘している。中でも、絶対収益ファンドおよびファンド・オブ・ファンズは、多くの加盟国ですでに非 UCTIS ファンドとして存在していたものの、UCTIS IIIから大きな利益を獲得した。

監督当局が柔軟性の認可を遅らせるケースもあった。スウェーデンでは、新たな適格資産の利用が、ファンドの目標に変化をもたらすのではないかという懸念から、認可が遅れた。同様に、イタリアでは、規制当局が、当初、適格資産の利用を遅らせるという保守的な見解をとったことが指摘されている。

新たな適格資産を利用するすべての新規 UCTIS ファンド、あるいは、新たな適格資産の組み入れをスタートさせた既存の UCTIS ファンドを特定することのできるデータはまだない。それに代えて、適格資産の利用にかかわる間接的な証拠を調べる必要がある。

#### 《デリバティブ》

デリバティブの活用を特定することは、完全な指標とはならない。それは、UCTIS IIIが実施される前に、簡単なデリバティブは利用されていたからである。PWC は、UCTIS IIIの実施以来、デリバティブを使う UCTIS ファンドの数は増えているとしているが、デリバティブの利用はまだ限定的である。デリバティブ利用の程度、傾向は国によって異なり、フランス、ドイツ、スペイン、UK では大幅な増加がみられる。しかし、2003 年以前のデータは不完全なものであり、こうした変化が UCTIS IIIによってもたらされたと結論付けることはできない。

#### 《ファンド・オブ・ファンズ》

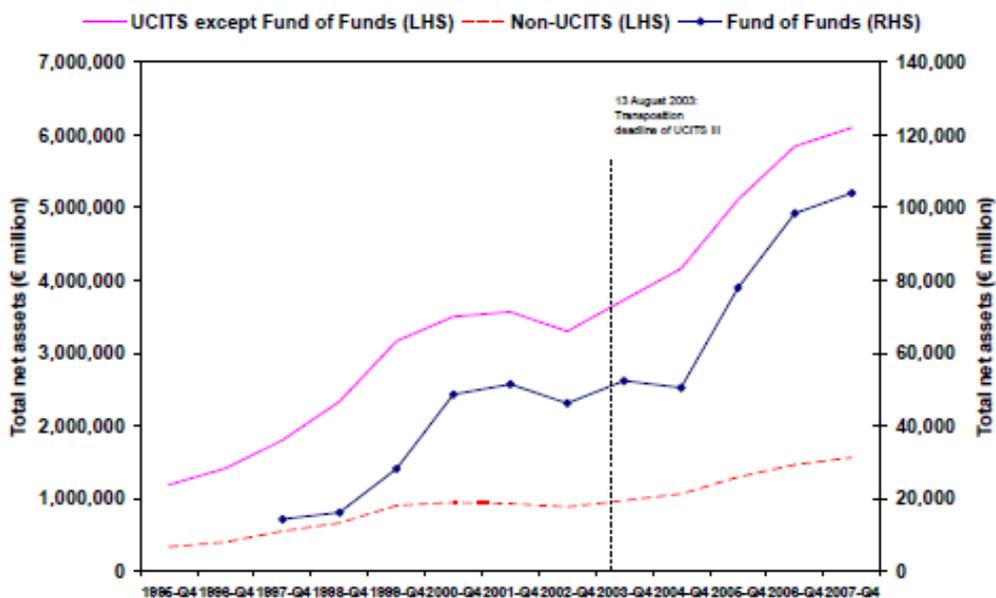
上述のように、ファンド・オブ・ファンズは、UCTIS IIIを受けて、UCTIS に組み入れられたカテゴリーである。しかしファンドそのものは、UCTIS IIIに先立って、多くの国に存在していた。

次の図は、ファンド・オブ・ファンズの純資産額の推移を、他のタイプの投資ファンドと比較して掲げたものである。

図が示すように、ファンド・オブ・ファンズの伸びは他のファンドのそれを上回っている。しかし、投資ファンドに占めるファンド・オブ・ファンズの比率はいまだに低位にとどまっており、2003 年の 1.1%から2007 年末に 1.34%へとわずかに上昇しただけであった。また、国別のファンド・オブ・ファンズの純資産についてみると、EU 各国の中で、資産の大きな増加を示した国は、ベルギー、ドイツ、UK であった。こうした国ではすでに UCTIS IIIが実施されている。こうした国のファンド・オブ・ファンズの伸びの一部は、UCTIS IIIによってもたらされたものであろうが、この伸びが、単に、かねて非 UCTIS ファンドとして分類されていたファンドの伸びを反映したものにすぎないという可能性もある。

しかし、CRA の調査によれば、加盟国の太宗は、FSAP が少なくとも部分的には、ファンド・オブ・ファンズの利用の増加に貢献していると指摘している。この結果は、PWC からの証拠によっても支持されている。それによれば、UCTIS IIIを受けて、アセット・マネジャーは、適正資産の拡大のメリットを享受するために、できるだけ早く新たなファンドを開発しようとしており、これを、ファンド・オブ・ファンズ、キャッシュ・ファンド、マネー・マーケット・ファンドを通じて実行しようとしている。

図8 投資ファンドの純資産



出所: 欧州投資信託協会 (EFAMA) ファクトブック

《絶対収益および総合収益ファンド》

適格資産の影響が定量的に観察される事例は、絶対収益および総合収益ファンド (Absolute and total return funds) である。こうしたファンドのデータを収集するための新たなカテゴリーが開発されている。UK では、投資管理協会 (Investment Management Association, IMA) が統計情報のために、「absolute return sector」という新たなカテゴリーを導入している。こうした新たなカテゴリーの開発は、絶対収益および総合収益ファンドの UCITS ファンドへの組み入れを受けた、この部門の成長を反映したものである。しかし、現時点では、データは、2006 年および 2007 年のものしか利用できない。そして、純資産額が、一般的な経済変動によって影響を受けることから、このデータに関して何らかの結論を導き出すことはできない。しかし、これは今後のための有用なベンチマークといえることができる。

(3) 最終指標

上述のような、中間指標にかかわる証拠を前提にすれば、最終指標への累積的影響を期待するよりも、最終指標への変化をもたらす唯一の推進者は、適格資産の拡大からもたらされることは明らかである。

a. 投資信託のクロスボーダー取引の拡大

もし、UCITS がクロスオーバー取引からの利益をもたらすとすれば、新たな適格資産に起因するクロスボーダー取引の加速を観察することができるかもしれない。これに関連する指標は、UCITS ファンドにおけるクロスボーダー取引の程度を考慮し、これが、UCITS III に照らして変化したものかどうかを考慮するものである。

ミューチュアル・ファンドの市場分析・調査会社 FERI のデータによれば、加盟各国で公認されている全ファンドに占める非国内ファンド (non-domestic funds) の割合は、EU15ヶ国全体で、2003 年から 2007 年にかけて、49%から 53%に上昇しており、UCTIS IIIからの影響と一致している。

理想的には、データは、UCTIS ファンドと新たな適格資産を組み込んだファンドのクロスボーダー成長を考慮するものであるべきである。上述のように、常時こうしたファンドを識別することは容易なことではない。また、UCTIS IIIに帰することのできるファンド・オブ・ファンズ、あるいは、新たな適格資産を組み入れたファンドのクロスボーダーの認可申請が増加したかどうかに関して、比較することが可能なデータを、時がたてば入手出来るというわけではない。

それにもかかわらず、多くの市場参加者は、新たな適格資産のためにパスポートされた UCTIS 商品の入手可能性は、いくつかの商品の追加的な需要をもたらすと見ている。たとえば、アイルランドでは、UCTIS パスポートを獲得し、他の市場に容易にアクセスできることから利益を受けた、かつて非 UCTIS として構成されていたファンドが数多く見られた。

現時点では、UCTIS IIIがクロスボーダー取引の増大をもたらしたかどうかを結論付けることはできないが、今後こうした変化が見られることは期待できる。

#### b. より価値の高い(良質の)投資信託商品および新商品のより早い普及

一般的に、市場参加者は、適格資産の拡大が UCTIS 商品の価値を高めるということに同意を示しているが、これを定量的に示すことは困難である。さらに、市場参加者は、UCTIS IIIに起因するはずの UCTIS ファンドの価格低下の証拠がないことを指摘している。UCTIS IIIが、他の国への商品の普及を早めたという回答者はいなかった。また、多くの国の市場参加者は、適格資産が非 UCTIS ファンドで利用されており、競争が、UCTIS への新たな適格資産の組み入れが認められたことによってもたらされたとばかりは言えないと述べている。

商品価格に関する限定的な影響は、PWC からの証拠からも支持されており、それによれば、UCTIS IIIの枠組みのもとでスタートしたファンドと旧 UCTIS 指令のもとでスタートしたファンドの行動あるいはパフォーマンスには大きな違いは認められなかった。

多くの市場参加者は、また、UCTIS IIIが、旧指令のもとで既に実施されていた認可手続きを支援したと述べている。特に、他の加盟国におけるファンドの申請が、自国の監督当局からの要求が減少したことによって容易になり、新たな市場へのアクセスが早くなったと見られている。その多くは、CESR のガイドラインによるものと考えられている。

#### c. 第三国におけるインパクト

UCTIS の文脈の中で配慮すべき最後の問題の一つは、EU の境界を越えた UCTIS というバッジの利用である。多くの市場参加者は、UCTIS バッジが、香港、中東及びアジアへのファンドの輸出のために有効であると述べている。ルクセンブルグの市場参加者は、2008 年前半において、ルクセンブルグのファンドの純販売額の 50%超がアジア向けに作られたものであると示唆していた。第三国における影響の問題は、今後の政策展開のために重要な問題であることを考慮する必要がある。EU をベースとするファンド・マネジャーによって商品が供給される市場は、EU を越えて拡大することが明らかだからである。

#### 投資信託関連基準のまとめ

- 全体的に見れば、UCITSⅢは、市場にインパクトを与えてきたが、かといって、そのすべてが効力を発しているわけではない。とりわけ、管理会社のパスポートからの経済的インパクトが現時点では存在せず、すでに実施されている多様な方法に基づく簡易プロスペクトス(Simplified Prospectus)からのクロスボーダーのインパクトもなく、法定文書として取り扱われるという傾向も存在しなかった。
- しかし、資産を適格化するための変更は、ファンド・マネジャーが、与えられたフレキシビリティを活用することに繋がった。インタビューを受けた人々の大部分が、少なくとも FSAP の一部に起因すると考えている、ファンド・オブ・ファンドの利用の拡大が見られた。また、外国への届出 (foreign notification) の割合が若干増えており、これは、UCITSⅢから予期されるインパクトと一致する。しかし、UCITSⅢがクロスボーダー取引の拡大をもたらしたと結論付けることは、まだ出来ない。もっとも、もし、適格資産を含むファンドに関してのデータが入手可能になった場合には、ここ3-5年の間に、これらのファンドに関わるクロスボーダー取引における変化を観察することが可能となるかもしれない。

別表 FSAP に掲げられた 42 の基準 (=Action)

戦略目標1: 単一 EU ホールセール市場

《EU 規模の資本調達》

- ・ 法的な見直しを通じての目論見書に関する 2 つの指令の改善
- ・ 定例報告書に関する指令の更新

《統合証券市場及びデリバティブ市場のための共通の法的枠組みの確立》

- ・ IDS 第 11 条のもとでの企業行為ルールの適用に関する委員会通達
- ・ 市場阻害行為指令
- ・ IDS の改正に関する委員会通達

《上場企業の財務諸表の統一》

- ・ 適正会計価値を許容するための第 4 次及び第 7 次会社法指令の修正
- ・ EU の会計戦略の改善に関する委員会通達及びその法的なフォロー・アップ
- ・ 第 4 次、第 7 次会社法指令の会計条項の更新
- ・ EU の監査慣行に関する委員会の助言

《証券決済におけるシステムック・リスクの抑制》

- ・ 決済最終指令の履行
- ・ 担保のクロスボーダー活用に関する指令

《国境を越えた再構築のための安全で透明度の高い環境の整備》

- ・ 提案された TOB に関する指令の採択
- ・ 欧州会社法に関する政治的な合意
- ・ EU のコーポレート・ガバナンス慣行の見直し
- ・ 第 10 次会社法指令の修正
- ・ 第 14 次会社法指令

《投資家に役立つ単一市場》

- ・ 年金積立金に関する委員会通達
- ・ 補足年金基金の健全な監督に関する指令
- ・ 提案された UCTIS に関する指令についての政治的な合意

戦略目標2: 開放的で安全なリテール市場

- ・ 金融サービスの遠隔販売(非対面販売)に関する指令の提案についての政治的な合意
- ・ 商品購入のための明快で比較可能な情報の成文化に関する委員会通達
- ・ 情報提供(モーゲージ信用)における最良の慣行を支援するための助言
- ・ 消費者-事業者間取引に関する取り決めの各国間における差異についての委員会報告書
- ・ 保健分野におけるサービス及び商品の提供に対する自由度に関する解釈通知
- ・ 保険仲介指令の修正についての提案

- ・ 決済にかかわる単一市場についての委員会通達
- ・ 決済システムにおける詐欺、詐害行為を回避するための委員会行動計画
- ・ 金融サービスの電子取引に関する委員会のグリーン・ペーパー

#### 戦略目標3:最高レベルの健全性規則及び監督体制

- ・ 提案された保険引受業者の清算と整理に関する指令の採択
- ・ 提案された銀行の清算と整理に関する指令の採択
- ・ 電子貨幣指令についての提案の採択
- ・ マネー・ロンダリング指令の修正
- ・ 資金調達手段の開示に関する委員会の助言
- ・ 銀行及び投資会社の資本構成を管理するための諸指令の修正
- ・ 保険指令に置けるソルベンシー・マージン要件の修正
- ・ 代案ごとの情報交換を許容するための保険指令及び IDS の修正提案
- ・ 金融コングロマリットに対する健全性基準の開発
- ・ 証券委員会の創設

#### 一般目標:望ましい単一市場のための広範な配慮

- ・ クロスボーダー貯蓄商品への投資から生じる利息収入に対する課税を確実にするための指令の採択
- ・ ビジネス行為課税に関する1997年12月コードの履行
- ・ 金融サービス商品への課税の見直し
- ・ 補足年金への課税に関する委員会の優先事項