

欧州証券委員会（ESC）の創設

EU で 1998 年から進められている金融市場規制改革の一環として、EU 証券市場規制の立法を迅速化するための手続きが制定された。そして、2001 年 6 月 6 日、その新しい立法手続きにおいて欧州委員会を補佐する、欧州証券委員会（ESC : European Securities Committee）と欧州証券規制機関委員会（European Securities Regulators Committee）が創設された。今回は、欧州版 SEC と呼べるような単一規制機関の創設は見送られ、欧州委員会が ESC や ESRC といった諮問機関と協力して、証券市場規制の具体的な措置を決定することになった。

1. 背景

2001 年 3 月のストックホルム首脳会議で、EU の証券市場規制の新しい立法手続きが承認された。その立法手続きは、2000 年 7 月の経済相・蔵相理事会（ECOFIN）が、証券市場規制の改正を迅速に行うための方策を検討するために設置した賢人委員会（the Committee of Wise Men）が提案したものである。同委員会は、2000 年 11 月に中間報告¹を発表した後、一般からコメントを募集し、2001 年 2 月に最終報告を提出した²。

賢人委員会の報告書において、欧州証券委員会（ESC : European Securities Committee）と欧州証券規制機関委員会（ESRC : European Securities Regulators Committee）は、いずれも欧州委員会を補佐する機関として、その創設が提案されていた。そこで欧州委員会は、ストックホルム首脳会議における加盟国の合意を受けて、2001 年 6 月 6 日に、ESC と ESRC の創設に関する決定を発表した。

新しい立法手続きの導入は、欧州で現在進められている金融市場改革の一環である。

EU では、1960 年代から、金融・資本市場の統合を進めるために、種々の改革が行われてきた。2002 年にはユーロ圏における各国通貨の廃止が予定されるなど、真の意味での単一金融市場の実現が間近となっている。しかし、欧州委員会によれば、EU 加盟国の法制度が異なるために、金融機関の域内市場における自由な活動が阻まれている。そこで欧州委員会は、EU 金融市場の統合を深めるために、1998 年 10 月に金融市場改革の構想を示し、翌年 5 月には、その構想を実現するための具体的な行動計画「金融サービス：金融市場の

¹ 投資サービス指令の改正案と賢人委員会の中間報告の詳細は、平松那須加「EU 証券市場規制の改正に向けた動き」『資本市場クォーターリー』2001 年冬号を参照。

² Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, 15 February 2001

フレームワークの実施：行動計画」を公表した³。現在、50以上の項目から成る行動計画のもとで、2005年の完了期限に向けて、欧州委員会、EU理事会および欧州議会が作業を進めている。

証券市場に関しては、1993年に採択された投資サービス指令（ISD）の改正などが行動計画に入れられているが、それと平行して、立法の迅速化も大きな課題である。

EUの立法は迅速さに欠け、加盟国によるEU法の実行も不十分な状況にあると言われてきた。欧州委員会によれば、欧州委員会が法案を提出してから、EU理事会と欧州議会の共同手続き（EC条約第251条）で法律が採択されるまでに、平均して2年以上かかっている。また、EUレベルの立法は、各国の企業や市民に直接適用される「規則」ではなく、実現されるべき結果だけが示されていて、その実施方法は加盟国に任される「指令」というかたちで行われることが多い。指令が採択されると、加盟国は国内法を改正して「指令」を実施する義務を負うが、国によって異なる解釈がなされたり、あるいは期限をすぎても実施しない国があったりするという。賢人委員会の使命は、証券市場規制の分野においてそのような状況を改善し、加盟国による迅速かつ均一なEU法の実施を実現することであった。

2. 二つの委員会の概要

1) 欧州証券委員会（ESC）

ESCはEU加盟国が任命する上級代表者で構成され、委員長は欧州委員会の代表が務める。ESCの役割は2つある。第一に、欧州委員会が、証券市場に関するEU法（指令・規則）を欧州議会とEU理事会に提案する際に、その内容について助言を行う。第二に、EU法が共同手続きで採択され、それを実施するための措置（implementing measures）を欧州委員会が決定する際に、コミトロジー手続きに基づいて欧州委員会を補佐することである。

コミトロジー手続きとは、EU理事会が、行政執行機関である欧州委員会に対し、指令や規則の実施に関する権限を委任する手続きのことである（EC条約第202条）。EU理事会から権限を委任された欧州委員会は、専門の委員会を設置し、その委員会の支援を受けながら実施に関する措置を決定する⁴。

欧州委員会が設置する専門委員会には、三つの類型が用意されている。諮問委員会（advisory committees）、管理委員会（management committees）、そして規制委員会（regulatory

³ 1998年の構想は Financial Services: Building a Framework for Action, COM(1998)625,21.10.98 詳しくは、落合大輔「EU金融・資本市場統合の深化に向けた動き」『資本市場クォーターリー』1999年冬号を参照。

⁴ コミトロジー手続きは、1987年7月のEU理事会決定（87/373/EEC）で導入された。その後、複数ある手続きの適用基準を明確に示すと同時に、欧州議会が同手続きにどのように関与するのかという点を定め、また、欧州議会や一般への情報開示を促進するために、1999年6月28日に新しい決定（OJ L184, 17.07.1999）が採択された。

committees) であり⁵、ESC は規制委員会として設置されることになっている。

2) 欧州証券規制機関委員会 (ESRC)

ESRC は、EU 加盟国の証券市場規制当局の上級代表者によって構成される独立の諮問団体である。同委員会は、各国の規制機関が欧州証券委員会フォーラム (FESCO) で取り組んできた作業を引き継ぐことになっている。

ESRC の具体的な運営について定めた憲章は FESCO が作成し、2001 年 6 月 19 日の FESCO 会合で加盟国間の合意が形成された。憲章の内容は、1 条：委員、2 条：委員長、3 条：欧州委員会との関係、4 条：タスク、5 条：作業過程、6 条：説明義務と他機関とのつながり、7 条：事務局、8 条：予算、9 条：最終条項 (今後の予定) となっている。

(1) 委員会の構成

ESRC の委員は、EU 加盟国が、証券分野の規制当局の上級代表者から任命する。また、欧州経済地域 (EEA) 加盟国の規制当局代表者も、決議権はないが、すべての会合に参加する。ESRC の委員長は、委員の匿名投票によって委員の中から選出される。委員長の任期は 2 年間で、1 人または 2 人の副委員長が補佐する。

(2) 欧州委員会・欧州議会・EU 理事会との関係

欧州委員会の委員も、個別企業に関する話し合いがなされる場合を除いて、すべての ESRC 会合に参加することができる。ESRC は、欧州委員会、欧州議会、そして EU 理事会に年次報告者を提出する他、欧州議会の要望があった場合には、委員長が ESRC の活動状況等について報告を行う義務を負う。

(3) タスク

ESRC は、二つの役割を担う。まず、欧州委員会の要請を受けて、EU 法の実施に関する措置案を作成する。また、加盟国の規制当局の協力体制を強化し、EU レベルで制定された証券市場の法や規則が各加盟国内で確実に実行されるように働きかける。具体的には、ガイドラインを作成し、各国に自主的な実行を促すというかたちで活動する。

⁵ 「規制委員会」は、人、動物、植物の健康保護や安全といった重要事項を実施する措置を採択する場合や、規則や指令で、法の本質部分でない部分の修正・更新を実施に関する措置で行うことが認められている場合に設置される。一方、「諮問委員会」は、加盟国間で政治的な問題があまり生じないような規則について検討する場合に設置される。欧州委員会は、諮問委員会の意見を最大限取り込む義務を負い、実際の措置にどのように反映させたのかということを諮問委員会に対して報告しなければならない。また、「管理委員会」は、農業や漁業に関する共通方針や予算に大きな影響を与える事柄等を検討する場合に設置される。欧州委員会が、管理委員会の出した結論と異なる措置を投票で採択した場合、欧州委員会はその事実を直ちに欧州議会に報告しなければならない。欧州議会は、その報告を受けてから 3 ヶ月間の間に、特定多数決投票で欧州委員会とは異なる結論を下すことができる。

(4) 運営

ESRC は、年に最低 4 回、招集される。ESRC は、欧州委員会から委託された作業のために専門家グループを結成する他、各国間のネットワークを作るための常設グループを設置しても良い。欧州委員会に提出する措置案を作成する際には、市場参加者、消費者、およびエンドユーザーを議論に参加させ、措置案を作成するプロセスの透明性を実現する。

なお、市場参加者を参加させる方法としては、検討事項の内容と措置の選択肢を説明したコンセプト・リリースを発表して一般からの意見を募集し、具体的な措置の方向性が決まった時点で、再度、措置案を発表し、市場参加者の意見を募集するといった手法が考えられている。また、ヒアリングやラウンドテーブルの実施、あるいはインターネットでのコメント募集によって市場参加者の意見を集め、それら意見をまとめたものを、欧州委員会に提出する措置案に付すことが提案されている。

3. 新しい立法手続きの内容

賢人委員会が提案した新しい立法手続きは、①法の基本的な方針を定めた指令・規則を、欧州議会と EU 理事会が共同手続きで採択する、②①で採択された法の実施に関する措置を、欧州委員会がコミトロジー手続きで決定する、③加盟国間の協力体制を強化して①と②で制定された法の実施を促進する、④欧州委員会が中心となって、加盟国による EU 法の実施を確保する、の 4 段階に分かれている（図 1 参照）。

立法を迅速にするために、指令や規則の内容は基本的な事項にとどめ、それを実行するための詳細規定の制定を欧州委員会に委任する点が、従来と異なる。また、ガイドラインを形成するなど加盟国の規制当局間の協力体制を強化することで、加盟国による法の実施を促進する工夫もなされている。

賢人委員会の最終報告で示された立法手続き案の内容は、中間報告から基本的な枠組みは変わっていない。しかし、より詳しいルールが示され、新しい立法手続きが実際にどのように機能するのかが明らかになったといえる。また、市場参加者や一部の規制当局関係者からの要請で、早い段階で市場参加者等を参加させることとなった。

加えて、欧州委員会、欧州議会、および EU 理事会の権力バランスを維持するための措置が、レベル 2 に盛り込まれたことも注目になる。これは、加盟国政府、欧州委員会、欧州中央銀行、その他市場参加者が賢人委員会の中間報告の提案を支持する意向を示した一方で、欧州議会が、立法における EU 機関同士の権限のバランスが崩されるとの懸念を示したからである。欧州議会は、欧州委員会が採択する実施に関する措置について、欧州議会がいつでも内容の修正を法的に求めることができる制度（コール・バック制度と呼ん

でいる)を導入する必要があると主張した⁶。これに対して、賢人委員会は、コール・バック制度を導入するには条約の改正が必要であるとし、それに代替する措置を検討したのである。

以下では、4段階の立法手続きを、その流れに沿って紹介する。

1) レベル1 枠組みの原則

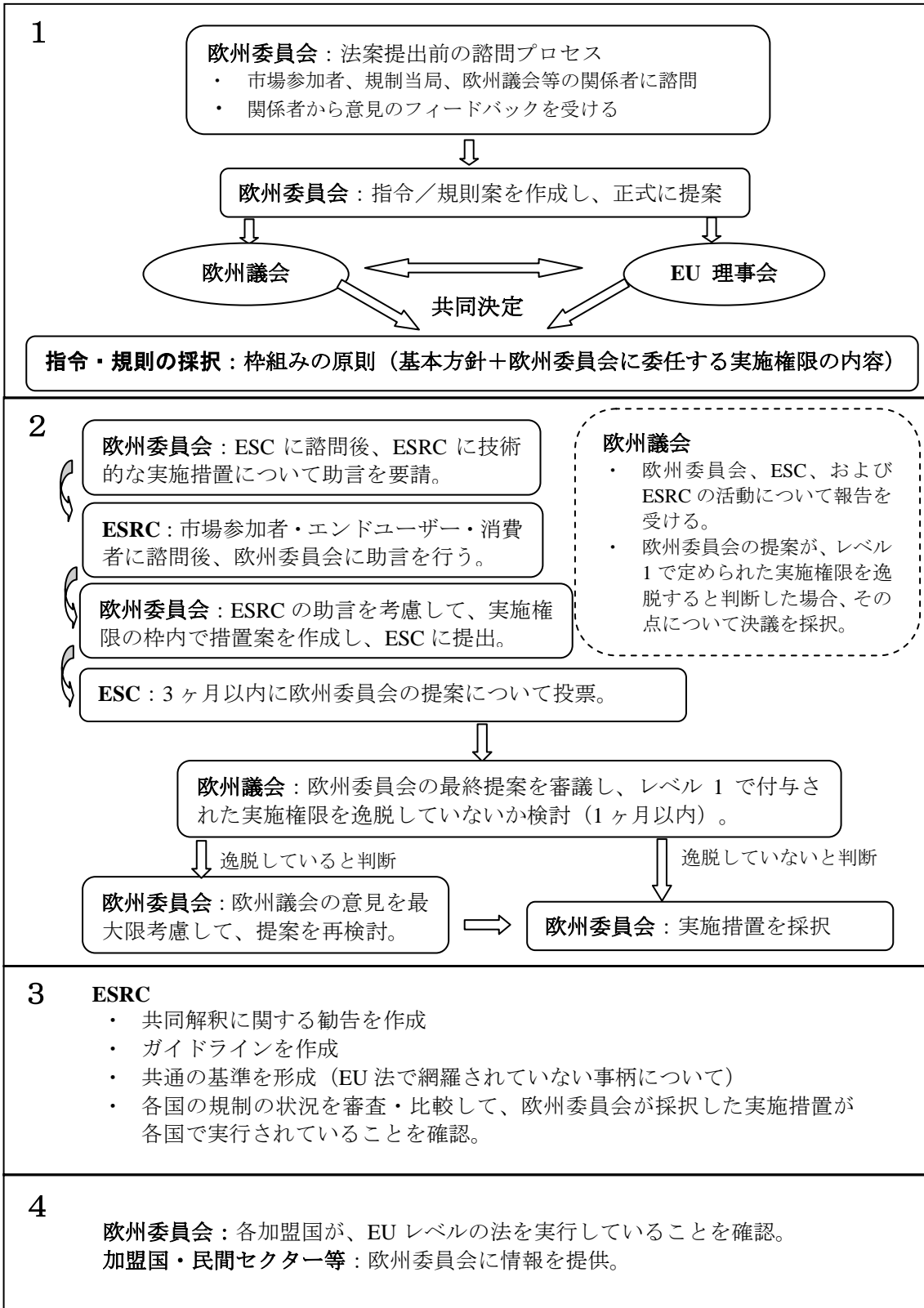
レベル1では、欧州委員会が立法の「枠組みの原則 (framework principles)」を定めたEU法(指令または規則)を提案し、EU理事会と欧州議会が共同決定で採択する。枠組みの原則とは、EUの基本的な方針と、レベル2で欧州委員会が制定できる実施のための措置の性質と範囲のことを指している。欧州委員会は、レベル2で採択されるであろう措置の内容を、可能な限り、レベル1の法案提出の時点で、欧州議会とEU理事会に具体的に提示することが求められている。

レベル1で採択する基本的な方針と、レベル2で採択する実施のためのテクニカルな措置の違いについて、賢人委員会の最終報告書は、具体例を挙げて説明している。その一つを紹介すると、たとえば金融市場規制改革で検討が進められている投資サービス指令11条ビジネス行動規範の改正の場合、レベル1の指令では、適時開示に対する考え方や機関投資家と個人投資家の区別に関する定義など、おおまかな基本方針を定める。これに対して、レベル2の実施のための措置では、証券会社が顧客に対して開示しなければいけない情報の項目など、具体的な活動の内容を規定する。

また、賢人委員会は、欧州委員会がEU法案を作成する過程で、①市場参加者のヒアリング等を行って一般の意見を取り込むこと、②加盟国政府および各国の規制当局に相談をすること、そして③欧州議会に対して、作成中の法案について報告し、レベル2への委任権限の範囲について事前に相談すること、を提案している。

⁶ ストックホルム首脳会議に先駆けて3月15日に行われた欧州議会本会議の投票では、議会は引き続きコール・バック制度を要請することを決定した。5月には、欧州議会が、欧州委員会とEU理事会に対して、この権限問題について交渉をもちかけたが断わられたと報じられている。6月6日にESCが創設された後も、欧州議会は依然として欧州委員会の権限を抑制する措置の必要性を主張している。6月19日の欧州議会経済金融問題委員会では、コール・バック制度が採用されない以上、欧州委員会に付与する立法権限の範囲を狭くするべきとの意見も出されているようである。これに対して、欧州委員会とEU理事会は、欧州議会にそのようなコール・バック権限を与える必要はないとしている。賢人委員会の最終提案で、欧州議会が、欧州委員会の制定した措置の内容を確認し、必要ならばその見直しを要請できる手続きが組み込まれたことから、欧州委員会の立法活動を十分コントロールできると解釈されているようである。

図 1 4 段階の立法手続き



(出所) Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Market, February 2001 より野村総合研究所作成

2) レベル2 実施に関する措置

レベル2では、欧州委員会が、コミットロジ－手続きに基づき、レベル1で採択されたEU法の実施に関する措置を決定する。その過程で、新しく創設されたESCが規制委員会として協力する。また、ESRCも諮問機関として参加する。すべての行程には期限が設定され、遅滞なく立法作業が進むように配慮される。

- a) 欧州委員会は、実施に関する措置の方向性についてESCに相談し、その上でESRCにテクニカルな措置案の作成と助言を要請する。
- b) ESRCは、市場参加者に諮問した上で、それら一般の意見を考慮して欧州委員会に実施のための措置について助言を行う。
- c) 欧州委員会はESRCによる助言を考慮して実施に関する措置案を作成し、ESCに提出する。この際、欧州委員会は、欧州議会に措置案の内容およびすべての関連情報を報告しなければならない。
- d) ESCが、欧州委員会の措置案に対して、特定多数決投票（EC条約205条(2)：人口に比例して加盟国代表に与えられる議決権で投票する多数決）を行う。
- e) ESCの投票で欧州委員会の実施に関する措置案が承認されると、一ヶ月以内に、欧州議会が、その内容が欧州委員会に付与された権限を超越していないか確認する⁷。

最終報告では、レベル2に、欧州議会やEU理事会が、欧州委員会による作業の進捗状況を把握し、実施に関する措置の内容について異議を唱える機会が設けられた。

まず、欧州委員会は、ESCとESRCの活動に関して欧州議会に情報を提供する義務を負っている。欧州委員会は、ESCの活動内容を定期的に報告し、関連資料もすべて提供する。また、欧州委員会が独立の諮問団体であるESRCに正式に委託した作業の内容についても、報告することになっている。

さらに、ESCが欧州委員会の措置案に関して投票を行った後、欧州議会は、一ヶ月以内に、採択された措置の内容が欧州委員会へ委任された権限の範囲を超えていないか確認する権限が与えられている。そして、欧州委員会の措置が委任された権限を超越していると判断された場合には、欧州委員会は、欧州議会の意見を最大限考慮して、措置の内容を修正しなければならないとされる。

⁷ ESCの投票で否決された場合、またはESCから一定期間内に意見が出されなかった場合には、欧州委員会は直ちにEU理事会と欧州議会に措置案を提出する。欧州議会は欧州委員会の措置案を検討し、その内容が欧州委員会に委任された権限を超えていると判断した場合には、EU理事会にその旨を報告する。EU理事会は3ヶ月以内に特定多数決投票を行い、その投票で欧州委員会の提案した措置が否認された場合には、欧州委員会は措置の内容を再検討しなければならない。その場合、欧州委員会は、①修正を加えた措置案をEU理事会に提出する、②修正を加えずに再提出する、あるいは③措置案を破棄して、新たに法案（指令または規則）を作成して提出することができる。なお、EU理事会が、3ヶ月以内に欧州委員会の提案に対する立場を示さなかった場合には、欧州委員会が最終的な採択を行うことになる。

3) レベル 3 各国による実施と規制当局間の協力体制の強化

レベル 3 では、各加盟国が、レベル 1 で制定された EU 法とレベル 2 で制定された実施に関する措置を実行する。ESRC は、その際に各国の規制当局の協力体制を強化し、法のタイムリーな実行を働きかける。賢人委員会の最終報告書では、ESRC の具体的な活動として、以下の 4 つが定められている。

- a) 各国で採択されるべき国内法について、ガイドラインを作成する。
- b) 指令や規則に関する統一解釈を、勧告というかたちで発表し、EU 法レベルでは規定されていない事項について加盟国共通の基準を示す。その内容は、必要に応じて、レベル 2 の欧州委員会による立法によって、共同体法に織り込むこともできる。
- c) 各国が採用した国内規則を比較検討し、最も良い規制手段の例を紹介する。
- d) 定期的に各加盟国の規制状況を調査し、欧州委員会と ESC に報告する。

4) レベル 4 加盟国の実施義務

欧州委員会が中心となって、加盟国国内における EU 法（指令・規則）の実施を促進する。そのために、加盟国政府、規制当局、そして民間企業には、法に関する苦情や調査などの情報を欧州委員会に提供することが求められている。また、欧州議会も EU 法違反が認められる例などを欧州委員会に報告することが期待されている。

賢人委員会は、欧州委員会が、EU 法が実施されているか否か、および正しく実施されているかという点を積極的に確認すべきだとしている。賢人委員会は、欧州委員会が EU 法の実施について加盟国を訴えることは稀だが、訴えた場合には迅速に問題が解消されることが多かったことを指摘している。

4. 新しい立法手続きのポイント

1) 見送られた欧州単一規制機関の創設

賢人委員会の提案に関して注目された点の一つが、米国証券取引委員会（SEC）の欧州版と呼べるような超国家的な単一規制機関の創設が織り込まれるのかということであった。欧州単一規制機関の必要性をめぐる議論は、特に最近、国境を越えた証券取引所の合併が注目されるのに伴い、証券取引所を中心に展開されていた。そして、欧州単一規制機関を求めるフランスやイタリアと、各国規制当局間の協力体制で十分だとする英国やドイツという対立の構図ができあがっていた。

ドイツの連邦証券監督局長官で FESCO 会長のヴィティッヒ氏は、欧州単一規制機関を設置するのは時期尚早で、加盟国間で共通の規制体制を構築するのが最も現実的だと主張していた。また、英国金融サービス庁 (FSA) のハワード長官も、加盟国間で法規制および司法制度の調和が進まない限り、単一規制機関は上手く機能しないと説明していた。その一方で、パリ取引所のテオドール社長やフランス大蔵省は、情報開示や会計等を規制する超国家的な規制機関の必要性を主張し、イタリア証券取引所のプレダ会長も、市場規制の格差を早急に解消するために単一規制機関を設置する必要があるとしていた。

このように意見が大きく分かれる中、賢人委員会は、当面は欧州単一規制機関の設置は見送り、条約の範囲内で最大限迅速な立法を実現する手続きを採用するとの結論を下した。中間報告では、その理由として①単一市場を適切に機能させるための基本的な規則の調和ができていない、②現体制の欠陥を補うために迅速な措置が必要である、そして③単一規制機関の実効性を確認するためにはある程度の時間が必要である、の3点が挙げられた。

最終報告書では、単一規制機関の設置を見送ったことについては、特に言及されていない。ただ、2004年に今回の立法手続きの包括的な見直しを行い、その時点で同手続きが上手く機能していないと判断された場合には、欧州単一規制機関の創設を含めて再検討するとされている。したがって、今回の賢人委員会の提案において、欧州版 SEC の構想が全面的に否定された訳ではない。

2) 米国証券取引委員会と欧州証券委員会

米国証券取引委員会 (SEC) は、連邦証券規制の執行権限、連邦証券規制に基づく規則を制定する権限、および証券規制の違反者に対して行政処分を科す準司法的な権限を有している。

それに対して、今回創設された欧州証券委員会 (ESC) は、EU の行政執行機関である欧州委員会の諮問機関として位置付けられており、執行権限も準司法的権限も有していない。

ESC は、欧州委員会が、証券市場に関する指令または規則案を欧州議会と EU 理事会に提案するにあたって、その内容について助言する。また、それら指令・規則が採択された後に、欧州議会と EU 理事会から付与された権限の範囲で欧州委員会が実施に関する措置を制定する際に、まずその方向性について助言を行い、そして欧州委員会が作成した措置案に対して投票を行う。実施に関する措置の内容が適切でなくなった場合には、欧州議会と EU 理事会の共同手続きを経ずに、欧州委員会と ESC が責任を持って改正を行うとされている。このように、ESC は、欧州委員会の規則制定権を補佐する機関であり、SEC とは全く異なる機能を有した委員会であることが分かる。

3) 新しい立法手続きの狙いとその効果

賢人委員会の使命は、証券市場規制の立法を迅速化し、各加盟国による法の実施を促進させる仕組みを提案することであった。

第一点目に関して賢人委員会は、条約改正を伴う欧州単一規制機関の設置を提案する代わりに、既存のコミトロジー手続きを用いることを選択した。そして、法の基本的な方針を示す原則と、その方針を実施するための具体的な措置の制定手続きを分離させ、後者を欧州委員会に委任することを提案した。賢人委員会は、EU 理事会と欧州議会が共同手続きで協議する内容が基本的な政策の方向性に集中することで、共同手続き決定の迅速化が図られるとしている。但し、欧州議会では、コール・バック制度が制定されなければ、欧州委員会に付与する立法権限の範囲を狭くするべきだとの意見も出されているようで、共同手続き決定と欧州委員会による立法の分担が上手く機能するかどうかは、現時点では定かでない。

第二点目に関しては、賢人委員会は、加盟国規制当局等で構成される ESRC を設置した。ESRC は、共同手続き決定で採択された EU 法について、解釈に関する勧告や共通の基準を形成して加盟国間の協力体制を強化する役割を担っている。加えて、賢人委員会は、欧州委員会が加盟国による EU 法の実施を確認し、その義務を怠っている国に対しては積極的に義務違反を訴える必要性を主張している。しかし、賢人委員会が示した ESRC の役割は、1997 年から FESCO が実施してきたことであり、欧州委員会による EU 法実施義務違反の取り締まりについても、その強化の必要性が主張されているにすぎない。その意味で、加盟国による EU 法の実施の促進について賢人委員会が示した手続きは、従来の欧州委員会の取り組みと実質的に変わらないともいえる。

2001 年 9 月 11 日に ESRC、そして 9 月 21 日には ESC の第一回ミーティングが開催され、相互の協力体制等が確認された。ストックホルム首脳会議の決定によれば、新しい 4 段階の立法手続きは、遅くとも 2002 年の初めまでに導入される。目論見書に関する EU 指令案とインサイダー取引および相場操縦に関する EU 指令案が、同手続きの最初のテストケースとなる。また、ISD の改正についても、欧州委員会が、立法手続きレベル 1 に定められた法案提出前の諮問プロセスに従い、既に 7 月から 10 月末までインターネット上でパブリック・コメントを募集している。

新しい立法手続きの効果については、欧州委員会、EU 理事会、および欧州理事会の 3 機関の代表で構成されるチームが観察することになっており、半年ごとに報告書をまとめ、2004 年には包括的な見直しを行う予定である。欧州単一規制機関の導入の可能性も含めて、今後の動向が注目される。

(平松 那須加)