

欧州証券決済コード・オブ・コンダクト

吉川 真裕

要 旨

証券取引所の統合、証券決済機関の統合、清算機関の統合という形でヨーロッパ株式市場統合へ向けての議論の重心は移ってきたが、民間ベースではなかなか進展しそうにもない。そこで、欧州委員会がイニシアティブをとることを期待する動きもみられるようになった。

欧州委員会は2002年11月のISD改正コミュニケにおける証券決済システムの見直しへ向けて、2001年4月にコンサルテーションを開始し、その成果は2001年11月にジョヴァンニーニ報告という形で結実した。報告書は15の障害を指摘したが、それらに対する対処策は先送りした。そして、2003年4月に第2次ジョヴァンニーニ報告が公表され、そこでは法律や税制の問題を除けば欧州委員会による「上からのアプローチ」ではなく、市場関係者が自主的に障害の除去に取り組むことが提案された。

これを受けて、欧州委員会は2004年4月に再びコンサルテーションを開始したが、欧州委員会担当委員交代もあって、この問題に進展は見られなかった。しかし、2006年に入って欧州委員会は自主的な取り組みを市場関係者に強く要請し、これを受けて2006年11月にコード・オブ・コンダクトという形で証券決済システム改革の合意ができあがった。

2008年1月のコード・オブ・コンダクト実施が予定通りに実現できるかどうかはわからないが、今回、ようやく合意に達したコード・オブ・コンダクトはこれまでの紆余曲折のとりあえずの着地点として評価されるべきであろう。

目 次

- | | |
|------------------|------------------|
| I. はじめに | 2. 第2次報告に至る経過 |
| II. EUの証券決済法規制 | 3. 第2次ジョヴァンニーニ報告 |
| III. 欧州委員会の取り組み | 4. 欧州指令へのためらい |
| 1. 第1次ジョヴァンニーニ報告 | |

IV. 証券決済コード・オブ・コンダクト

1. 枠組み
2. 価格の透明性
3. アクセスとインターオペラビリティ

4. アンバンドリングと会計分離

V. コード・オブ・コンダクト合意後

1. 合意後の経過
2. 今後の見通し

I. はじめに

ヨーロッパの株式市場では単一通貨ユーロの導入によって国境を越えたクロス・ボーダー取引が増えているとはいえ、ユーロ導入諸国が1つの国のように各業種間で資金の再配分をおこなうという動きは予想されたほどには進んではない。ヨーロッパ各国の証券取引所は合併や統合という形での株式市場統合を試みたが、イギリス、フランス、ドイツの三大取引所間の主導権争いや、各国の証券取引所や会員業者の存立基盤を危うくするという反対から予想されたほどには進展してはいない。

他方、ユーロ債の決済の大半をおこなってきたユーロクリアとクリアストリーム（旧セデル）も株式取引では各国の証券集中保管機構との協力関係を確立せざるを得ず、しかも両者の間で対抗意識が強いことから、フランス、オランダ、ベルギー、イギリス、アイルランドを押さえたユーロクリアと、ドイツとルクセンブルグを押さえてイタリアに関心を寄せるクリアストリームの対立が収まる兆しは見られない。

さらに、証券決済機関は併存していても単一清算機関が清算業務を一本化して決済費用の削減を目指すというアイデアもイギリス、フランス、ドイツの三大清算機関（イギリスのロンドン・クリアリング・ハウスとフランスのクリアネットの合併により、現在はLCHクリアネットとEurexクリアリングの二大清算機関）の

対抗関係から進展する兆しは見えない。

証券取引所の統合、証券決済機関の統合、清算機関の統合という形でヨーロッパ株式市場統合へ向けての議論の重心は移ってきたが、民間ベースではなかなか進展しそうにもない。そこで、欧州委員会がイニシアティブをとることを期待する動きもみられるようになった。

本稿では、ヨーロッパの株式決済市場統合に対する欧州委員会の取り組みを紹介し、2006年11月によく合意が得られたコード・オブ・コンダクトを検討することを通じて、今後のヨーロッパ株式市場統合について考察する¹⁾。

II. EUの証券決済法規制²⁾

各国の証券中央保管機構（CSD）をリンクするECSDA（欧州CSD協会）モデルにせよ、1999年にユーロクリアが打ち出した国際決済機関（ICSD）が核となるハブ・アンド・スポークス・モデルにせよ、あるいはセデルがドイチェ・ベルゼ・クリアリング（DBC）と合併してクリアストリームとなり、ユーロクリアがフランスのSICOVAMとイギリスのクレストを傘下におさめた合併・買収モデル（ECHモデル）にせよ、各国のCSDの統合が進めば、投資家は複数のCSDに口座を開設する必要がなく、複数のCSDに担保を提供する必要もなくなる³⁾。しかし、クロス・ボーダーの証券決済に伴う非効率性は各国の法規制の相違等に起因するところも大きく、この問題はCSDの統

合によっては解決されえない。これがヨーロッパの株式決済市場統合に欧州連合（EU）レベルでの対応が求められる由縁である。

EU レベルでの証券決済に関する法規制としては1993年の投資サービス指令（ISD）があり、EU に加盟する1国で認可を受けた金融機関は他国の規制市場（regulated market）にアクセスすることが保証され、当該市場におけるCSDにもアクセスすることが保証されると定められている（ISD15条1）。しかし、2000年11月に欧州委員会が発表したISD改正に関するコミュニケーションにおいて、各国のCSDへのアクセスにはさまざまな障害が存在することが指摘され、証券決済システムの見直しが必要検討事項として掲げられた。そして、2002年11月19日に発表されたISD改正案では、CSDのみならず、セントラル・カウンターパーティ（CCP）や清算機関への自由なアクセスを保護するための規定が新たに設けられている（改正ISD案32条）。

Ⅲ. 欧州委員会の取り組み

1. 第1次ジョヴァンニーニ報告

2002年11月のISD改正コミュニケーションにおける証券決済システムの見直しへ向けて、2001年4月2日に欧州委員会はコンサルテーションを開始した⁴⁾。このコンサルテーションはクロス・ボーダー証券取引に現存する障害を把握し、将来の証券決済インフラの整備に向けた政策を探ることを目的としており、5月4日を回答期限として、2001年夏を予定されていた専門家による報告書（ジョヴァンニーニ報告）にも利用されるものと説明されていた。

ローマ銀行副頭取のアルベルト・ジョヴァンニーニ氏を座長とするジョヴァンニーニ・グループは金融サービスに関して欧州委員会を支援する目的で1996年に結成された調査グループであり、金融機関等に所属する有識者が個人の資格で参加し、これまでも『ユーロ導入が資本市場に与える影響』（1997年7月）、『EUレポ市場：変化への機会』（1999年10月）、『ユーロ圏における調和した公債発行』（2000年11月）という3つの報告書を作成している。そのジョヴァンニーニ・グループがクロス・ボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する報告書の作成を欧州委員会から依頼され、2001年11月23日に『EUにおけるクロス・ボーダーのクリアリングとセトルメント』を発表した⁵⁾。

この報告書では、今回の報告書は問題の特定をおこない、2002年半ばに予定している次の報告書で問題に対する対処策を検討するものとされている（以後、この報告書を第1次ジョヴァンニーニ報告と呼ぶ）。そして、この第1次報告の補遺には2001年4月の欧州委員会によるコンサルテーションへの回答が一部紹介されており、報告書の分析にも利用されている。

第1次ジョヴァンニーニ報告はクロス・ボーダー取引のクリアリングとセトルメントの仕組みを紹介した後、コストの推計とコストの増加要因を分析している。第4章のコストの推計では、まず、ベルギーの経済政策研究センター（CEPS）のデータに基づいて、デンマーク、ドイツ、フランス、イタリア、イギリス、スウェーデンのCSDの株式と債券（ドイツとフランスのみ）の典型的な決済費用（主として国内取引）と、ICSDであるクリアストリームとユーロクリアの内部システム取引と外部システ

ム取引の決済費用(株式と債券の区別なし)を比較している。直接的な比較には問題があるが、ICSDでの費用が各国CSDの費用よりも大幅に高いこと、そしてICSDの費用の中でも外部システム取引が内部システム取引よりも大幅に高いことが読み取れる。

他方、各決済機関の経常収入と決済件数から1件当たりの収入を推定し、これを費用の代理変数と見る方法も採用されている。この方法はロンドン証券取引所が用いたことのある方法であり、ここでもCEPSによる分析結果が用いられている。まず、各機関ごとのネットिंग前あるいはネットिंग後の1件当たり経常収入では、ユーロクリアとクリアストリームの値が桁違いに大きいことがわかる。さらに、アメリカのDTCCを比較の対象としてみると、ICSDを除くEU加盟国のCSDの1件当たり経常収入はネットिंग後では遜色なく、ドイツ、ギリシャ、イタリア、ポルトガル、イギリスではアメリカを下回る結果になっている。したがって、1件当たり経常収入が決済費用を反映しているとすれば、EU諸国の証券決済費用はアメリカの証券決済費用と大きな違いはないが、ユーロクリアやクリアストリームを通じておこなわれるクロス・ボーダー取引の決済費用は格段に大きいということが推定されることになる。

第1次ジョヴァンニーニ報告の第五章ではクロス・ボーダー取引の決済コストの増加要因を分析している。現状の問題点としては15項目が上げられているが、これを技術的要因/市場慣行に関する障害(10項目)、税制に関する障害(2項目)、法律上の確実性に関する障害(3項目)の3つのグループに区別している。

まず、技術的要因/市場慣行に関する障害と

して上げられている一〇項目を列挙すれば以下の通りである。

- ① 情報技術やインターフェイスの各国の相違
- ② 複数の決済機関を用いることへの各国の制限
- ③ コーポレート・アクションや株主権限、カストディに関する各国の相違
- ④ 日中の時点決済ファイナリティの各国の相違
- ⑤ 決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害
- ⑥ 決済に要する期間の各国の相違
- ⑦ 業務時間や締め切り時間の各国の相違
- ⑧ 証券の発行慣行の各国の相違
- ⑨ 証券の保管場所に関する各国の制限
- ⑩ プライマリー・ディーラーやマーケットメーカーに対する各国の制限

次に、税制に関する障害として上げられているのは以下の2項目である。

- ⑪ 外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制
- ⑫ 国内決済システムに機能的に統合された証券取引税

最後に、法律上の確実性に関する障害として以下の3項目が上げられている。

- ⑬ 証券の権利義務関係に関するEU規模での共通フレームワークの欠如
- ⑭ 金融取引のパイララル・ネットिंगに関する法律上の取り扱いの各国の相違
- ⑮ 証券の保有と権利に関する各国の法律の抵触

第1次ジョヴァンニーニ報告の補遺では2001年4月の欧州委員会によるコンサルテーションへの回答結果が紹介されており、38件(商業銀行13、投資銀行12、CSD12、ICSD2、証券取

引所4、投資マネジャー協会1)の回答が寄せられていた。報告書第5章で上げられた15項目を問題点として指摘した回答件数は多い順に、①34件、②33件、③30件、④29件、⑤29件、⑥27件、⑦27件、⑧24件、⑨22件、⑩22件、⑪19件、⑫19件、⑬11件、⑭7件であった。このうち①から⑩までの技術的要因/市場慣行に関する障害についてはそれがコスト増のメジャー要因かマイナー要因かを区別しており、メジャー要因の比率を計算すると、①97% (34件中33件)、②88% (33件中29件)、③23% (30件中7件)、④24% (29件中24件)、⑤83% (29件中7件)、⑥70% (27件中19件)、⑦63% (27件中17件)、⑧52% (27件中14件)、⑨100% (19件中19件)、⑩57% (7件中4件)であった。そこで、全回答者数に占める回答比率と回答中のメジャー要因比率を掛け合わせて技術的要因/市場慣行に関する障害のプライオリティ比率を計算すると、①92%、②80%、③67%、④53%、⑤53%、⑥48%、⑦38%、⑧19%、⑨19%、⑩12%となる⁶⁾。

2. 第2次報告に至る経過

第1次ジョヴァンニーニ報告はおおよそ好意的に受けとめられたが、それは2001年2月に発表されているラムファルシー委員会(欧州証券市場規制に関する賢人委員会)報告に沿って、技術的要因/市場慣行に関する対処策は民間の市場関係者のイニシアティブを重視するという姿勢を見せ、欧州委員会がアメリカのDTCCのような単一機関を強制することはないということが関係者に安心感を与えたからと考えられる。

2002年3月2日には欧州中央銀行制度(ESCB)と欧州証券監督者委員会(CESR)が

証券決済に関する共同作業への協力を求めるコンサルテーション文書を公表した⁷⁾。①リコメンデーションの法的位置づけ、②リコメンデーションの主体、③リコメンデーションの範囲、④リコメンデーションの目的、⑤決済機関へのアクセス条件、⑥証券決済におけるリスクと弱点、⑦決済サイクル、⑧構造問題、これらについて2002年5月6日を期限として、1年前の欧州委員会によるコンサルテーションと同様に市場関係者の協力を求めた。

他方、2002年4月には買収の手続きを進めていたドイツ取引所とクリアストリームが『ヨーロッパにおけるクロス・ボーダー株式取引、クリアリング、セトルメント：白書』と題する報告書を公表し、垂直的格納庫と揶揄されるドイツ取引所/クリアストリームの戦略の正当性を主張した⁸⁾。この時期はまだドイツ取引所によるクリアストリームの買収がドイツ、ルクセンブルグ、イギリスの監督機関等による承認を経ておらず、その正当性を示す意味でこの報告書はこの時期に公表されたものと考えられる。しかしながら、内容的には第1次ジョヴァンニーニ報告では踏み込めなかった決済費用の内訳を詳細に推定しており、とりわけドイツにおける大口のクロス・ボーダー取引は国内取引よりも30%割高であり、小口のクロス・ボーダー取引は国内取引よりも150%割高であることを示しているのは興味深い。また、クロス・ボーダー取引の費用の40%は各国の法制や税制に起因し、市場慣行の調和、取引所や決済機関の統合によって削減できるのは20%にすぎないと推定しており、技術的要因や市場慣行の改善を民間主導で進めようというジョヴァンニーニ報告とは異なる立場を示していた。

2002年5月28日には欧州委員会から再びクロ

ス・ボーダー取引の決済に関するコンサルテーションが公表された⁹⁾。今回のコンサルテーションはラムファルシー委員会報告と第1次ジョヴァンニーニ報告を受けておこなわれたものであり、どのような形態の市場インフラの整備が必要であるかという上からのアプローチはとらず、市場が最も効率的な解決策を見出すのに必要な条件をいかにして作り出すかという下からのアプローチを採用している。今回のコンサルテーションは8月31日を回答期限としており、2002年末までに回答結果の分析を公表する予定であると説明されていた。

第1次ジョヴァンニーニ報告の中で2002年半ばと予定されていた第2次ジョヴァンニーニ報告は、2002年中、2003年年明けへと公表がずれ込み、草稿はできあがったものの、市場関係者との最終的な調整に手間取っているとも伝えられた。この間、12月18日には予定通り、5月の第2次コンサルテーションの分析結果が欧州委員会から公表された¹⁰⁾。第2次コンサルテーションへはEU加盟14カ国を含む16カ国から12のEU加盟国の公的機関を含めて61件（インフラ提供者27%、銀行26%、公的機関21%、ブローカー7%、年金基金2%、兼業金融機関7%、その他10%）の回答が寄せられていた。この分析結果によると、当局ではなく、市場が決済サービスの統合モデルを決定すべきであるという点で合意が得られたとしており、ラムファルシー委員会報告、第1次ジョヴァンニーニ報告の「下からのアプローチ」が受け入れられていることを明らかにした。第3章では第1次ジョヴァンニーニ報告で採り上げられた15の障害を除去するプライオリティに対する回答が吟味されており、具体的な数字は明記されていないが、障害②（複数の決済機関を用いることへ

の各国の制限）、障害⑤（決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害）、障害⑨（証券の保管場所に関する各国の制限）の3つの障害を除去すべきという要望が高かったとされている。さらに、第4章の説明によれば、公平な競争のためにEUレベルでクリアリングとセトルメントの機能的な定義が必要かという質問に対する回答は、好ましいが74%、反対が7%、無回答が18%であり、EUが取引と決済へのアクセスと選択に関する包括的な権利を法制化すべきかという質問に対する回答は、アクセス権のみ必要が39件、選択権のみ必要が32件、両方必要が21件、両方不要が12件、無回答が7件であった。

他方、2002年12月3日には、5月28日に欧州委員会が発行したコミュニケーションに対する欧州議会経済金融問題委員会からの承認が採決され、2003年1月14日には欧州議会の公聴会でボルケシュタイン欧州委員会委員（域内市場・サービス総局）によって2003年前半にも欧州委員会によるクロス・ボーダー取引のクリアリングとセトルメントに関する政策提言がコンサルテーションされる見通しが明らかにされた。公表がずれ込んでいる第2次ジョヴァンニーニ報告は欧州委員会の政策提言のもとになるものと考えられており、第2次ジョヴァンニーニ報告の公表も2003年前半にはおこなわれるものと見られていた。

2003年1月には欧州証券取引所連合(FESE)から2002年11月25日にジョヴァンニーニ・グループとFESEの間でおこなわれた第2次ジョヴァンニーニ報告草稿をめぐる議論の要点が公表され、第2次ジョヴァンニーニ報告はラムファルシー委員会報告と第1次ジョヴァンニーニ報告の「下からのアプローチ」を

採用して、どのような形態の市場インフラの整備が必要であるかという「上からのアプローチ」はとらず、市場が最も効率的な解決策を見出すのに必要な条件を作り出すための改善策に徹していることが明らかになった¹¹⁾。その意味ではヨーロッパの株式市場統合に結びつくようなドラスティックな提言が第2次ジョヴァンニーニ報告で盛り込まれる可能性は低く、これを受けて欧州委員会が大胆な政策提言をおこなうという可能性も低いと考えられるようになった。

3. 第2次ジョヴァンニーニ報告

2003年4月16日に『EUのクリアリングとセトルメント・アレンジメントに関する第2次報告』と題するジョヴァンニーニ・グループの第2次報告が公表された¹²⁾。これを報じた主要なニュース・ソースはなく、第1次報告に対する反響とは様変わりであった。これはドラスティックな提言がないということがある程度予測されており、すでに市場関係者の関心も薄れていたためと考えられる。発表当日には垂直的格納庫アプローチが強制的に排除されないことに安心したドイツ取引所のみが歓迎するというプレス・リリースを出している。

予想されたとおり、第2次ジョヴァンニーニ報告はどのような形態の決済市場インフラが必要であるかという「上からのアプローチ」はとらないことを明言し、第1次報告で採り上げた15の障害をいかにして取り除くかということに徹している。

具体的には、第1次報告の障害⑦（業務時間や締め切り時間の各国の相違）と障害①（情報技術やインターフェイスの各国の相違）を2年以内に取り除くことに優先順位を与え、その実

現から3カ月以内に障害④（日中の時点決済ファイナリティの各国の相違）、障害⑥（決済に要する期間の各国の相違）、障害③（コーポレート・アクションや株主権限、カストディに関する各国の相違）、障害⑧（証券の発行慣行の各国の相違）、障害⑩（外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制）、障害⑫（国内決済システムに機能的に統合された証券取引税）を除去すること、そして現時点から3年以内に残るすべての障害を取り除くことを提言している。

障害除去の優先順位と並んで、どの機関がイニシアティブをとるべきかを第2次ジョヴァンニーニ報告は特定しており、15の障害をいかにして速やかに取り除くのかという手順を示したことが第2次ジョヴァンニーニ報告の功績と言える。

まず、最優先（2年以内）とされた障害除去のうち、障害⑦（業務時間や締め切り時間の各国の相違）については決済機関の協議会であるECSDAが中心となって、ESCBと協力してイニシアティブをとること、障害①（情報技術やインターフェイスの各国の相違）についてはSWIFTと証券市場実務家グループ（SMPG）が中心となってフォーマットやプロトコルの共通化をはかることが明記された（ただし、SWIFTがイニシアティブをとることは情報プロバイダーとしてSWIFTを利用することをかならずしも意味しない）。

次いで、第2グループ（最優先から3カ月以内）とされた障害除去のうち、障害④（日中の時点決済ファイナリティの各国の相違）についてはECSDAが中心となって、独自のコンサルテーションも実施したESCBとCESRの共同ワーキング・グループと協力してイニシア

ティブをとること、障害⑥（決済に要する期間の各国の相違）についてはドイツの実施する2営業日後決済（T+2）に他国も移行すべきか、ドイツが他国の3営業日決済（T+3）に移行すべきかを再検討すること（イニシアティブの主体は明記されず）、障害③（コーポレート・アクションや株主権限、カストディに関する各国の相違）については欧州銀行協会、欧州貯蓄銀行グループ、欧州コーポラティブ銀行協会の3つの組織からなる欧州クレジット・セクター協会（ECSA）に加盟するローカル銀行とECSDAが民間部門の提言をコーディネートし、各国政府はEU首脳会議を通じて対応すること、障害⑧（証券の発行慣行の各国の相違）については国際プライマリー市場協会（IPMA）とナショナル・ナムバーリング・エージェンシーズ協会（ANNA）がイニシアティブをとることが示された。

さらに、第3グループ（3年以内）とされた障害除去のうち、障害⑮（証券の保有と権利に関する各国の法律の抵触）、障害⑭（金融取引のバイラテラル・ネットィングに関する法律上の取り扱いの各国の相違）、障害⑬（証券の権利義務関係に関するEU規模での共通フレームワークの欠如）の3つについては、各国政府がEU証券口座確定プロジェクト（EU Securities Account Certainty Project）に合意することを通じて、障害⑯（国内決済システムに機能的に統合された証券取引税）と障害⑰（外国の金融仲介機関を不利にする証券の源泉徴収税制）については各国政府がEU首脳会議を通じてイニシアティブをとることが示された。

また、第4グループ（第2グループの障害除去を踏まえて現在から3年以内）とされた障害除去のうち、障害②（複数の決済機関を用いる

ことへの各国の制限）と障害⑨（証券の保管場所に関する各国の制限）については各国政府が改正ISD案を採用することを通じて、障害⑤（決済システムへの国外からのアクセスへの実務上の障害）については各国政府がESCBとCESRとの整合性を踏まえて、障害⑩（プライマリー・ディーラーやマーケットメーカーに対する各国の制限）については各国政府がEU首脳会議を通じてイニシアティブをとることが明示された。

4. 欧州指令へのためらい

当初の計画よりも半年以上遅れたが、2003年4月に第2次ジョヴァンニニ報告が出た以上、これに基づいて加盟各国の法改正を要請する欧州指令を含めた決定が欧州委員会によって下されるものとみられていた。ところが、第2次ジョヴァンニニ報告自体が欧州指令を課して関係者に特定の制度を強制するという「上からのアプローチ」に反対しており、欧州委員会は官僚による独裁といった批判も気にして、欧州指令の制定には慎重となった。当初は2004年6月とみられていた欧州委員会の決定は半年後の12月にいったん延期された後、さらに繰り返し延期されることになった。

こうして欧州委員会の決定が先送りされることになった原因は利害関係者の反対もさることながら、2004年6月に実施される欧州議会の改選と同年11月にせまった欧州委員会の委員の交代にも関係していたと考えられている。反対の多い問題に決定を下してもすぐに後任に引き継ぐのでは決定が実行に移されるのかどうか不透明であるからである。さらに、ESCBとCESRが2003年8月に『EUにおける証券クリアリングとセトルメントに関するスタンダード』とい

う文書を公表し、コンサルテーションを開始したため、ESCBとCESRの決定と整合的な決定を下そうという配慮が働いたとも言われている¹³⁾。

こうした中で2004年4月28日には欧州委員会から再びコンサルテーションが発表された¹⁴⁾。決定を下すのではなく、決定に向けてのコンサルテーションをおこなうということは決定の先送りに等しいが、欧州委員会にしてみればラムファルシー委員会やジョヴァンニーニ報告が欧州委員会による「上からの決定」に反対している一方、欧州議会からは欧州委員会によるイニシアティブの発揮を迫られており、枠組み指令(framework Directive)という概念を提唱し、枠組みは決めるがその中で具体的な取り決めをおこなうのはジョヴァンニーニ報告が指名したような各団体であるというのが欧州委員会の意向であった。

具体的には、この文書の中で欧州委員会は、①指導・監督グループ(Advisory and Monitoring group)の設立、②ラムファルシー・プロセスに沿った一般原則を定めるだけの枠組み指令の策定、③法的小および税制面での障害除去を目指した専門グループの設置、④不公正なアクセス拒否や過度の差別的価格設定といった反競争的市場慣行の是正を取り上げ、7月30日までにコメントを求めた。

コメント期限が7月末であることから通常は年内には何らかの決定がおこなわれる日程であったが、11月の欧州委員の交代を前にしてコンサルテーションはその後の日程について触れていなかった。この間、2004年5月5日にESCBとCESRのコンサルテーションに基づく『EUにおける証券クリアリングとセトルメントに関するスタンダード』の改定案が公表さ

れ、再び市場関係者とのコンサルテーションを経て、10月22日にはESCBとCESRは最終案の将来的な導入を決定した(期日は未定)¹⁵⁾。

他方、2004年6月2日に欧州委員会の競争総局はクリアストリームが競争相手であるユーロクリアに対するある種のクリアリングとセトルメント・サービスの提供を拒否し、差別的な価格設定をおこなったという結論を下した¹⁶⁾。ただし、この決定はクリアストリームに対する罰金を免除しており、事実認定をおこなったに過ぎず、クリアリングとセトルメントに関する域内判例法が存在せず、競争分析に関する法理的取り扱いも確立していないということをその理由としてあげていた。そして、この決定は特定のビジネス・モデルを奨励するものではなく、ドイツ取引所のビジネス・モデルに反対するものではないということまで付け加えていた。

2004年12月6日、域内市場・サービス総局担当の欧州委員会委員となったマクリヴィ委員がはじめて公の場で発言し、クロス・ボーダーのクリアリングとセトルメントを最優先課題としながらも費用効果分析等の更なる分析が必要だとして2005年中に最終決定をおこなうつもりがないことを明らかにした結果、市場関係者の関心はクリアリングとセトルメント問題から一時は遠のくことにもなった¹⁷⁾。

しかし、2005年中に最終決定をおこなわないということは何もしないことを意味するわけではなく、2005年3月21日に2004年4月の第2次コンサルテーションに対するコメント内容を欧州委員会は公表した。82件のコメント総数のうち、47件は欧州指令の採択を支持しており、明確に反対したコメントは6件、否定的なコメントは7件、慎重なコメントは9件であった¹⁸⁾。

そして、5月26日の講演ではマクリヴィ欧州委員会委員は2006年上半期にクリアリングとセトルメントに関する何らかの決定をおこなうことを示唆していた¹⁹⁾。

就任直後の講演でマクリヴィ欧州委員会委員が明らかにした通り、2005年はクリアリングとセトルメントに関する調査・分析をおこない、最終決定のための準備期間であった。2004年4月の第2次コンサルテーション文書に基づき、2004年7月にはクリアリング&セトルメント指導・監督専門家グループ (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group: CESAME) がすでに結成されていたが、2005年1月には法律検討グループ (Legal Certainty Group: LCG)、2005年4月には税制検討グループ (Fiscal Compliance Group: FISCO) が結成され、この問題に対する議論と意見集約が図られていた²⁰⁾。こうした準備期間を経て2006年2月21日にマクリヴィ欧州委員会委員は2006年第2四半期に最終決定をおこなう予定であることを改めて明らかにした²¹⁾。

しかし、2006年3月7日にはクリアリングとセトルメントの問題に関して欧州委員会が決定を下すよりも、市場関係者が自ら自主的な取り組みをおこなうことが望ましいとして夏休みまでに何らかの措置がとられなければ欧州委員会が決定を下すという声明が競争総局と域内市場・サービス総局の連名で発表された²²⁾。

2006年5月19日、欧州委員会の要請に答える形で欧州証券取引所連合 (FESE) が欧州業務提携協定 (European Interoperability Agreement) に証券中央保管機構 (CSD) やセントラル・カウンターパーティ (CCP)、市場利用者が賛同することを提唱し、クリアリングやセトルメントへのオープン・アクセスを呼びかけ

た²³⁾。そして、クリアリングとセトルメントの問題に対して欧州委員会の決定は民間では対処できない法律面や税制面に限るべきであると主張した。

FESEの提案にもかかわらず、自主的な取り組みは明確な進展を見せなかったことから、2006年7月11日、マクリヴィ欧州委員会委員は欧州議会での証言の中で、FESEの提案を基にした3段階のコード・オブ・コンダクトの導入期限を提案し、このコード・オブ・コンダクトが実現できなければ欧州指令の導入に踏み切らざるを得ないという強硬な姿勢を明らかにした²⁴⁾。マクリヴィ欧州委員会委員の示した期限は、①2006年末までに、クリアリングとセトルメントに関する価格設定の透明性改善をおこない、②2007年6月30日までに、取引所・CCP・CSD等間のインターオペラビリティを実現するために必要な公正・透明・無差別なアクセスを可能にする条件と導入日程について合意し、③2007年12月30日までに、主なクリアリングとセトルメントに関する費用の分離を実現する、というものであった。そして、このコード・オブ・コンダクトは当面は株式取引に限ったものであるが、将来的にはデリバティブ等の他の金融商品の取引に関しても適用される見通しであるとも述べていた。

このマクリヴィ欧州委員会委員の発言は欧州指令の導入を回避できるという点では市場関係者から評価されたが、これまで合意に達することができなかった複雑な問題に対して約束されていた費用効果分析等もなしにある意味では決定を下したという点で不満もくすぶっていた²⁵⁾。他方、自らのコード・オブ・コンダクト提案の後押しを受けたFESEはCCPの加盟団体であるEACHとCSDの加盟団体である

ECSDA と協力して10月31日までに導入日程に関して合意に達したいというコメントを発表した²⁶⁾。

FESE が期限として設定した10月31日、合意は11月7日に署名される見通しであるというコメントが欧州委員会のスポークスマンから発せられた²⁷⁾。本来、この合意はFESEが中心となって市場関係者が自主的に結ぶはずであるから、FESE 関係者ではなく、欧州委員会のスポークスマンがリークするのは奇妙であるが、それだけ合意の達成に欧州委員会が関与していることの現れとも考えられる。このリーク情報通り、11月7日、FESE、EACH、ECSDA の3団体は10月31日にクリアリングとセトルメントに関するコード・オブ・コンダクトは合意に達し、合意内容は本日、マクリヴィ欧州委員会委員に報告されるということを発表し、コード・オブ・コンダクトの内容を明らかにした文書を公開した²⁸⁾。

IV. 証券決済コード・オブ・コンダクト²⁹⁾

1. 枠組み

(1) 目標

このコード・オブ・コンダクトの目標はヨーロッパにおいて、取引、クリアリング、セトルメントという3つの段階で市場参加者にそれぞれ最も好ましいサービス提供者を選択できる自由を与えることであり、EU 加盟国間の取引ではクロス・ボーダーという概念を無用にすることである。

(2) 手段

この目的を達するための手段として、価格の透明性、選択の自由、ポスト取引サービスへのアクセスをよりオープンで透明なものとすることが採用される (Interoperability)。

(3) 対象

このコード・オブ・コンダクトの対象は当面は株式取引に限られるが、欧州委員会の意向を汲んで、金融商品市場指令 (MiFID) の施行時には他の資産クラスやサービス提供者にも拡大することが検討される。

(4) タイムテーブル

① 2006年12月31日まで (フェイズ1)

価格の透明性を向上させる。

② 2007年6月30日まで (フェイズ2)

アクセスとインターオペラビリティを確立する。

③ 2008年1月1日以降 (フェイズ3)

取引、クリアリング、セトルメントといったサービスをアンバンドリングし、会計上も別勘定とする。

2. 価格の透明性

(1) 目的

価格の透明性を向上させるために以下の2つの目的を設定することで合意がおこなわれた。

- 顧客が提供されるサービスを理解し、そのサービスに対して支払わなければならない (割引を含めた) 価格を理解できるようにすること。
- サービスと価格の比較を可能にし、顧客が事後的に支払いの内容を理解できるようにすること。

(2) 対象

- ・(会費, 接続料, セットアップといった) 一時的または継続的利用料
- ・(取引, クリアリング, セトルメントといった) 取引関連のサービス価格
- ・カスタディ・サービス価格
- ・顧客に対する追加サービスの価格

(3) 公表方法

- ・適用される期間や条件を含め, すべての提供されるサービスとその価格
- ・すべての割引, リベート制度とそれらの適用基準
- ・異なる顧客や顧客グループに対して適用される価格や割引・リベート制度を説明する事例
- ・サービス提供者のウェブサイト上ですべての情報を入手可能にする

3. アクセスとインターオペラビリティ

(1) アクセスの分類

アクセスは以下の3つに分類される。

① 標準的片務アクセス

(standard unilateral access)

CCP や CSD といった機関は他の機関の標準的な参加者である。

② 顧客化片務アクセス

(customised unilateral access)

CCP や CSD といった機関は他の機関の参加者であるが, ある種のサービスの提供が顧客のためにおこなわれる。

③ 取引フィード・アクセス

(transaction feed access)

CCP や CSD といった機関は他の機関から取引フィードを受けることができる。

(2) インターオペラビリティの定義

インターオペラビリティとは, ある機関が別の機関に標準的には接続されていないが, 両機関が顧客の取引のための契約を結ぶことに合意している関係にある場合の両機関の関係を指す。インターオペラビリティは顧客がサービスの提供者を選択できるように顧客にサービスを提供することを目的としており, サービスを提供する機関の間で追加的な技術的工夫が必要とされる。

(3) アクセス条件とその手続き

- ・標準的片務アクセスと取引フィード・アクセスは無差別な価格で提供されなければならないが, 片務アクセスと取引フィード・アクセスの顧客による要求によるものは(両機関が合意している場合を除いて) 費用上乗せ形式でアクセスを要求した機関が支払わなければならない。
- ・アクセス要求は迅速に処理されなければならないが, アクセス拒否はリスク関連の基準による場合か, MiFID に定められたアクセス権の適用除外の場合に限られ, 文書による説明を即座におこなわなければならない。
- ・アクセス要求をおこなう機関は受け入れ機関側の法制面, 税制面, 規制面での法令を遵守しなければならない。

(4) インターオペラビリティの手続き

- ・インターオペラビリティの提案を受けた機関は迅速に要求した機関と最もふさわしい設計と関係構築のための手続きについて話し合わなければならない。
- ・インターオペラビリティ構築のための議論と交渉は誠意を持っておこなわれ, 不必要な遅

延は避けなければならない。

- ・インターオペラビリティ構築を試みる両機関は議論と交渉に仲介者をたて、紛争が生じた場合の解決の助けとするものとする。

4. アンバンドリングと会計分離

(1) 目的

サービスのアンバンドリングは顧客にサービスの選択をおこなう柔軟性を与え、会計上の勘定の分離はサービスに対する重要な情報を提供するの、透明性を高め、ヨーロッパの資本市場を効率化するための重要な梃子である。

サービスのアンバンドリングと会計上の勘定の分離はより具体的には以下の3つの手段を提供することになる。

- ・競争を高めるために、異なるサービスの収入と費用の関係を透明にする。
- ・異なるサービスの間の潜在的内部移転(cross-subsidies)を透明にする。
- ・利用者にサービスの選択を提供する。

(2)原則

- ① 取引施設、CCP、CSDのサービスはそれぞれアンバンドリングされなければならない。
- ② CSDはさらに以下の5つのサービスをアンバンドリングしなければならない。
 - ・口座の提供、ブック・エントリー提供、アセット・サービス
 - ・(取引成立の確認を含めた)クリアリングとセトルメント
 - ・信用供与
 - ・貸株と借株
 - ・担保管理

(3) 価格のアンバンドリング

サービスのアンバンドリングはアンバンドルされた個々のサービスの購入を可能にするが、アンバンドルされた複数のサービスをまとめて安く購入できることを否定するものではない。ただし、こうしたサービス・パッケージは価格の透明性に関するコード・オブ・コンダクトに従わなければならない。

(4) 会計分離

内部移転を防止するため、取引、クリアリング、セトルメントを提供するグループ会社は各機関ごとの単独決算および収入・費用情報を各国の監督機関に報告しなければならない。

(5) モニターリング

各機関はコード・オブ・コンダクトを遵守するため、会計情報を外部の監査機関に承認されなければならない。

欧州委員会は監査プロセスにかかわるアドホック委員会を設立する見込みであり、内部情報へのアクセスを含めた各機関の協力が求められる(ただし、内部情報は欧州委員会から公表されることはない)。

V. コード・オブ・コンダクト合意後

1. 合意後の経過

2007年11月7日の欧州証券決済コード・オブ・コンダクトの合意発表を受けて、さまざまな機関がプレス・リリースを発表したが、7月11日のマクリヴィ欧州委員会委員の提案に対する反応と同じく、欧州指令を回避できたという安心感からか、形式的な賛辞を送るものが多

図表1 価格の透明性に関するコード・オブ・コンダクトの実施状況

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬	⑭	⑮
アテネ取引所	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
スペイン取引所	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
イタリア取引所	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ブラチスラバ証券取引所	○	○	○	○	○	○	×	○	○	○	○	×	○	○	○
ブダベスト証券取引所	○	○	×	×	○	×	×	×	○	×	×	×	×	×	×
キプロス証券取引所	○	○	○	○	○	○	×	○	○	○	○	○	○	○	○
ドイツ取引所	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ユーロネクスト	○	○	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
リュブリャナ証券取引所	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ロンドン証券取引所	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ルクセンブルグ証券取引所	○	○	×	×	○	○	×	×	○	○	○	○	○	○	×
マルタ証券取引所	○	○	○	○	○	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○
OMX	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×
オスロ証券取引所	○	×	×	○	○	×	×	○	○	○	×	○	○	○	○
スイス取引所	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
アイルランド証券取引所	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
VIRT-X	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ウィーン取引所	○	○	×	○	○	○	○	○	○	×	○	○	○	○	○

注) 表中の各質問項目は以下の通り。

- ① (年会費、接続費、セット・アップ費用等の) 1回限りまたは定期的なフィーの開示。
- ② (取引、クリアリング、セトルメント等の) 取引関連費用の開示。
- ③ カストディ・サービスの費用の開示。
- ④ 顧客に対する追加的なサービスの費用。
- ⑤ 適用条件を含めた、すべてのサービスとその費用の開示。
- ⑥ すべての割引やリベート・スキームとその適用基準の開示。
- ⑦ 異なる顧客に対する、割引やリベート・スキームを含めた費用例の開示。
- ⑧ すべての情報がウェブサイトでわかりやすく表示されているかどうか。
- ⑨ リベートの存在が前もって公開され、それにかかわる情報が事前に公開されているかどうか。
- ⑩ 表示された費用のリストがすべてのサービスとその費用、各サービスの簡単な説明と費用の根拠が示されているかどうか。
- ⑪ 特別に定められた基準を満たした顧客に適用される費用の割引が各費用のリストとその適用基準とともに表示されているかどうか。要求に応じて割引がどのようにおこなわれたのかという情報を提供するかどうか。
- ⑫ 各サービスの比較を可能とする価格例を表示し、顧客が支払わなければならない費用が明示されているかどうか。
- ⑬ 取引プロセスの各層で費用がより比較しやすくなるように取り組んでいるかどうか。
- ⑭ 2007年1月1日までに価格の透明性に関する情報開示が利用者に各サービスを個々の取引ベースで比較可能とするかどうか。
- ⑮ 客観的で透明な価格の比較を可能とするための欧州委員会の調査や欧州委員会が委託した外部調査に積極的に協力するかどうか。

(出所) Federation of European Securities Exchanges, *European Code of Conduct on Clearing And Settlement Implementation: Report on the Implementation of Price Transparency Measures*, 18 January 2007. より作成。

かった。こうした中で、マクリヴィ委員は今回のコード・オブ・コンダクトの合意は第1歩であり、これを債券やデリバティブの取引にも適用していきたいという意向を改めて明らかにした³⁰⁾。他方、ユーロクリアは当初から確定利率商品（債券）を含めたすべての商品において自主的に適用することを明らかにした³¹⁾。

2006年12月31日のコード・オブ・コンダクトの第1段階の期限を前にして、12月20日にFESEはコード・オブ・コンダクトの実施状況に関する報告書を2007年1月にアドホック・モニタリング委員会に提出する予定を発表し、各メンバーの実施状況を紹介するウェブサイトへのリンクをFESEのウェブサイトに設けることも明らかにした³²⁾。そして、2007年1月18日、1月22日の欧州委員会のモニタリング委員会との会合を前にして、FESEは価格の透明性に関するコード・オブ・コンダクトの実施状況に関する報告書を公表した³³⁾。

この報告書ではFESEのメンバーである20の証券取引所における価格の透明性に関するコード・オブ・コンダクトの実施状況が15項目のアンケートに対する回答の形で紹介されており、主要な取引所では価格の透明性に関する取り組みが進んでいるが、中には全く進んでいない取引所があることも明らかとなった（図表1）。また、各メンバーの実施状況を紹介するウェブサイトへリンクするFESEのウェブサイトのアドレスも公表された³⁴⁾。

さらに、2007年2月12日にはCESANEの会合において、FESE、EACH、ECSDAによるコード・オブ・コンダクトの実施状況の概要が報告され、そのプレゼンテーション資料はFESEのウェブサイトから入手可能だが、個々の機関の実施状況は明らかにされていない³⁵⁾。

2. 今後の見通し

2001年4月の欧州委員会によるコンサルテーションの開始から5年半以上を経過して、2006年11月にコード・オブ・コンダクトの合意という形でようやくヨーロッパにおけるクリアリングとセトルメントに関する問題は落ち着こうとしている。欧州委員会による「上からの決定」という形を取らず、コード・オブ・コンダクトという自主的な取り組みの形をとったということは、気の遠くなるほどの話し合いというコストを勘案しても良かったのかかもしれない。しかし、このコード・オブ・コンダクトは欧州指令をちらつかせた欧州委員会の強要に近いものであり、形式的にはともかく、実質的には「上からの決定」であったといっても過言ではないだろう。

法律ではなく、コード・オブ・コンダクトである以上、このコード・オブ・コンダクトを守らない、あるいは技術的な理由を持ち出して守れないというものが出た場合はどうするのであろうか。実際、FESEの実施状況報告書では価格の透明性に関するコード・オブ・コンダクトを守っていないと見られる証券取引所が存在するにもかかわらず、このことについては詳しく言及されていない。イギリス、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダといった主要国の取引所が守っていれば東欧の小さな取引所は守っていなくても問題はないということであろうか。技術的にもより複雑になる第2段階ではコード・オブ・コンダクトを守れない機関がさらに増えるのではないかと心配されるところである。

欧州委員会のコード・オブ・コンダクトFAQも述べているように、コード・オブ・コ

ンダクトはクリアリングとセトルメントの問題に対する万能薬ではなく、その一部に過ぎない³⁶⁾。第1次ジョヴァンニーニ報告が指摘した15の障害の多くは、CESAME, LCG, FISCOといった欧州委員会の設立した専門家委員会の活動にもかかわらず、まだ取り除かれてはいない。

とはいえ、関税同盟や単一市場（市場統合）、そして通貨統合まで実現させた実績から考えると、ヨーロッパにおけるクリアリングとセトルメント問題は解決不能であると決め付けることはできないだろう。証券取引所の統合や証券市場の統合も当面は考えにくいだが、不可能とはいき切れない。2008年1月1日のコード・オブ・コンダクトの第3段階が予定通りに実現できるかどうかは疑問であるが、ヨーロッパ統合の問題を考えるにはもっと長い目で見る必要があるであろう。今回、ようやく合意に達したコード・オブ・コンダクトも場合によっては欧州指令に置き換えられることもありうるだろう。しかし、これまでの紆余曲折のとりあえずの着地点としてコード・オブ・コンダクトは評価されるべきであろう。

注

- 1) ヨーロッパの株式市場統合の詳細については、拙稿「ヨーロッパの株式市場統合」(『証券経済研究』31号, 2001年5月), 拙稿「ロンドン証券取引所買収提案の帰結」(『証券経済研究』50号, 2005年6月), 拙稿「ロンドン証券取引所の買収問題」(『証研レポート』1632号, 2005年10月), 拙稿「NYSEとユーロネクストの合併合意～欧米証券取引所再編の思惑～」(『証研レポート』1636号, 2006年6月), 拙稿「ユーロネクストをめぐる攻防～欧米取引所再編の行方～」(『証研レポート』1638号, 2006年10月)を参照。
- 2) この節の記述は、岩田健治「EU証券規制の新展開: その背景と現状」(『証券経済研究』38号, 2002年7月), 野村亜紀子・小橋垂由美「二極化に向かう欧州証券決済機関～ユーロクリアとクレストの合併発表～」(『資本市場ウォータリー』2002年夏号), 大崎貞和「EU投資サービス指令(ISD)改正案について」(『資本市場ウォータリー』2003年冬号)に負うところが大きい。

- 3) ヨーロッパの株式決済市場統合に関わる詳細については、拙稿「ユーロCCP～DTCCの欧州クリアリング機関～」(『証研レポート』1601号, 2001年12月), 「ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意」(『証研レポート』1604号, 2002年3月), 「ユーロクリアとクレストの合併」(『証研レポート』1610号, 2002年9月), 「クリアネットとLCHの合併～ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網～」(『証研レポート』1619号, 2003年8月)を参照。
- 4) Commission of the European Communities, *Securities markets: Commission services launch consultations on clearing and settlement*, IP/01/487, 2 April 2001.
- 5) The Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, November 2001.
- 6) 報告書の脚注で示されているこの方法で計算すると、値は若干違ったものになるが、論旨に違いはない。
- 7) The European System of Central Banks (ESCB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR), *Joint Work of the European System of Central Banks and the Committee of European Securities Regulators in the Field of Clearing and Settlement: A call for contributions from interested parties*, 3 March 2002.
- 8) Deutsche Börse Group and Clearstream International, *Cross-Border Equity Trading, Clearing & Settlement in Europe: White Paper*, April 2002.
- 9) Commission of the European Communities, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and settlement in the European Union: Main policy issues and future challenges*, COM(2002)257, 28 May 2002.
- 10) Commission of the European Communities, *Commission Communication on Clearing and Settlement: Summary of Responses*, IP/02/1910, 18 December 2002.
- 11) Federation of European Securities Exchanges, *Comment on the Preliminary Draft Sections of the Giovannini II Report on EU Clearing and Settlement Arrangements as discussed in the meeting of the Giovannini Group on 25th November 2002*, January 2003.
- 12) The Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, April 2003.
- 13) The European System of Central Banks (ESCB) and the Committee of European Securities Regulators (CESR), *Consultative Report: Standards for Security Clearing and settlement in the European Union*, July 2003.
- 14) Commission of the European Communities, *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament: Clearing and settlement in the European Union: The way forward*, COM(2004)312, 28 April 2004.
- 15) The European System of Central Banks (ESCB) and the Committee of European Securities Regula-

- tors (CESR), *Draft: Standards for Security Clearing and settlement in the European Union*, May 2004, *Standards for Security Clearing and settlement in the European Union*, CESR/04-561, September 2004.
- 16) Commission of the European Communities, "European Commission: Final Decision In Clearstream Case," *Press Release*, 2 June 2004.
 - 17) Commission of the European Communities, "Charlie McCreevy: Assessment Of The Integration Of The Single Market For Financial Services By The Commission," *Press Release*, 6 December 2004, Huw Jones, "Consensus needed in financial securities clearing - EC," *Reuters*, 6 December 2004.
 - 18) Commission of the European Communities, "European Commission: Clearing And Settlement: Outcome Of Consultation," *Press Release*, 21 March 2005.
 - 19) "9th European Financial Markets Convention - Keynote Speech By Charlie McCreevy, Commissioner For Internal Market And Services," *Press Release*, 26 May 2005.
 - 20) 各会合の要旨等はEUのウェブサイトから入手可能。CESAMEについては、http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/cesame_en.htm, LCGについては、http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/certainty_en.htm, FISCOについては、http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/compliance_en.htm。
 - 21) Commission of the European Communities, "Securities' Clearing And Settlement: Meeting Of European Commissioner Charlie McCreevy And Dr. Alberto Giovannini With Industry Leaders Yesterday," *Press Release*, 22 February 2006.
 - 22) Commission of the European Communities, "Clearing And Settlement: European Competition And Internal Market Commissioners Will Act Unless There Is Further Action From Industry," *Press Release*, 7 March 2006.
 - 23) Federation of European Securities Exchanges, "Federation Of European Securities Exchanges Response To Recent Calls By The European Commission To Tackle The Remaining Obstacles To Cross Border Clearing And Settlement Of Securities," *Press Release*, 19 May 2006, *FESE Position Paper on Clearing and Settlement (19 May 2006)*, 19 May 2006.
 - 24) Commission of the European Communities, "Charlie McCreevy, European Commissioner for Internal Market and Services - Clearing And Settlement: The Way Forward - Economic And Monetary Affairs Committee Of The European Parliament, Brussels, 11 July 2006," *Press Release*, 11 July 2006.
 - 25) Norma Cohen, "EU securities code receives mixed review," *Financial Times*, 12 July 2006.
 - 26) Federation of European Securities Exchanges, "FESE Response To proposal For An EU Code Of Practice For The Clearing And Settlement Of Equities," *Press Release*, 12 July 2006.
 - 27) John Rega, "EU Companies Back Code on Clearing and Settlement, People Say," *Bloomberg.com*, 31 October 2006.
 - 28) Federation of European Securities Exchanges, "European Organisation Agree On A Code Of Conduct For Clearing And Settlement - EACH, ECSDA And FESE To Present Principles To Commissioner McCreevy On November 7 - Phased Implementation Of The Code Of Conduct Beginning November 8," *Press Release*, 7 November 2006.
 - 29) Federation of European Securities Exchanges, European Association of Central Counterparty Clearing Houses and European Central Securities Depositories Association, *European Code Of Conduct For Clearing And Settlement*, 7 November 2006.
 - 30) Commission of the European Communities, "Charlie McCreevy, European Commissioner For Internal Market And Services Clearing And Settlement Code Of Conduct Press Conference, Brussels, 7 November 2006," *Press Release*, 7 November 2006.
 - 31) Euroclear, "Euroclear's Reaction To The Code Of Conduct For Clearing & Settlement," *Press Release*, 7 November 2006.
 - 32) Federation of European Securities Exchanges, "The Code Of Conduct On Clearing And Settlement - Focus On Implementation," *Press Release*, 20 December 2006.
 - 33) Federation of European Securities Exchanges, *European Code of Conduct on Clearing And Settlement Implementation: Report on the Implementation of Price Transparency Measures*, 18 January 2007.
 - 34) このアドレスは報告書では<http://fese.eu/en/?inc=page&id=19>と紹介されていたが、2007年4月現在では<http://fese.eu/en/?inc=page&id=37>に変わっている。
 - 35) Federation of European Securities Exchanges, European Association of Central Counterparty Clearing Houses and European Central Securities Depositories Association, *FESE, EACH & ECSDA - Implementation Progress towards the Code of Conduct: Joint update for the CESAME Meeting 12 February 2007*, 12 February 2007.
 - 36) Commission of the European Communities, *Clearing and settlement Code of Conduct: frequently asked questions*, 7 November 2006.

(当研究所客員研究員)