

今日の証券取引は大量かつ瞬時に行われるため、市場で流通する証券が証券決済制度において取り扱われることは避けることのできない前提となっている。証券決済制度は集中決済機関である証券決済機関（Central Securities Depository、以下「CSD」という）、証券会社等、顧客のために証券口座を開設し、証券決済機関と顧客の間を仲介する口座管理機関（intermediary）および顧客である口座名義人（account holder）からなる階層構造となっており、かかる制度において、議決権等の共益権を持つ株式が取り扱われる場合に、株主の権利行使がいかなる影響を受け、それに対してどのような方策を考えるべきかというのが本論文の問題関心の中心をなしている。

第1篇では、まず、わが国証券決済法制の特徴の一つである、投資者が口座に記録された権利を直接保有する方式が採用された理由を検証することを目的として、わが国において、記名株式制度を特異に継授しながら証券決済制度を発展させてきた経緯とそれに影響を与えたアメリカにおける実質所有者保護に係る取り組みを確認している。

鈴木竹雄博士によると、記名株式は、①株主の権利は継続反復的に行使されること、②株主の権利は集団的に行使されること、および③株主の権利はたえず変動する株主によって行使されることという株主の権利行使の特徴に即応した技術的処理にほかならないとされる。わが国においては、記名株式制度に基づき実質所有者が株主名簿に記載されることが選好されたため、証券取引の迅速化に答えるべく記名株券が無記名証券化された後も株主名簿の記載に基づき権利を行使する仕組みが維持されていることを、鈴木博士は「記名株券の特異性」と呼ぶ。

証券市場における取引高の増大に伴い、わが国においても、株券現物を交付することなく証券決済を行う証券振替決済制度が昭和47年（1972年）から全面的に実施されているが、株主名簿に記載されることが選好されているために、期末等の権利行使時点に、株券を集中保管している中央預託機関から参加者である証券会社に株券を返還し、顧客名義に書き換えるという問題を有していた。

この問題は、昭和59年（1984年）に株券等の保管及び振替に関する法律（以下「保振法」という）が制定され、期末等の権利行使時点に保管振替機関が発行者に対して行う、顧客の情報が記載された実質株主通知により作成される実質株主名簿に基づき、実質株主が権利行使する仕組みを導入し、株券の返還を不要にすることで解決が図られている。

実質株主の仕組みは、神崎克郎教授による次の提唱に基づくものと考えられる。すなわち、神崎教授は、実質株主の保護する方法として、①中央預託機関を株主名簿上の株主とし、証券会社経由で招集通知等を実質上の株主に配布するとともに、実質上の株主の指示を中央預託機関に伝達し行使する方法、②株主名簿上の株主である中央預託機関が証券会社を通じて実質上の株主に代理権を証する書面を交付して代理行使させる方法、③中央預託機関がその証券決済口座上の証券会社ごとの保有状況の名簿を発行会社に交付するとともに、発行会社からの要求を受けて、証券会社がその取引口座上の実質上の株主ごとの保有状況についての名簿（実質株主名簿）を提出する方法、または、④中央預託機関の要求に基づいて提出された実質株主名簿を中央預託機関が再編成しあるいは再編成することなく発行会社に提出する方法を提唱し、③または④の方法を採る場合、実質株主名簿上の株主を商法に定める株主名簿上の株主とみなす旨の特別立法をすべきであると主張していた。

保振法は、④の方法に即した形で実現されており、現在の、社債、株式等の振替に関す

る法律（以下「振替法」という）における総株主通知により株主名簿を記録する仕組みに引き継がれているが、神崎教授の提唱は、1970年代のアメリカにおけるストリート・ネームの浸透に伴う実質所有者の保護に関する議論の中で着想を得たものである。

アメリカにおいても、名義株主が議決権等の権利行使を行う記名株式制度が行われているが、株式の譲渡を容易にするために、相当多量の株式が、ストリート・ネームと呼ばれる、実質上の所有者でない証券業者等の金融機関名義で保有されるようになっている。アメリカの1934年証券取引所法（以下「取引所法」という）は、議決権に関して実質所有者の保護を図るために、証券業者等が顧客に委任、同意もしくは権限を与えることを義務付ける規定を有していたが、証券取引委員会（以下「SEC」という）による規制は行われておらず、証券取引所の自主規制によって、発行会社の費用負担で、会員証券会社に委任状勧誘資料を実質所有者に転送することを義務付ける対応が採られていた。

そうした中、1969年の取引量の増大に伴う株券処理の混乱（ペーパー・クライシス）の原因を調査した下院の州際および外国通商および金融小委員会が、預託機関が実質上の所有者の情報を会社に提供することにより、直接権利行使したり、通知を受けることを許容する可能性を報告していた。

SECは、1974年に発行会社に証券業者に十分な量の委任状勧誘資料を配布することを義務付けることで規制を始めていたが、1975年に、証券業者が提出する実質所有者の一覧表に基づいて発行会社が直接実質所有者に委任状勧誘資料を交付することを提案した。しかしながら、発行会社の費用負担増等を理由に1977年に撤回し、証券業者に受領した資料を即時顧客に転送することを義務付ける形で収束した。

もっとも、転送に伴うコストや遅延という問題はあり、1980年にその解決方法として直接実質所有者に通知する方法が改めて示唆されたことを受けて、1983年に、発行会社の請求・費用に基づき、証券業者に基準日時点の実質所有者の一覧表を提供することを義務付けることになった。これにより実質所有者に直接通知することが可能になったが、①銀行は対象でないこと、②異議を唱える実質所有者は除かれること、③委任状勧誘資料の交付はできないこと、④提供は年1回に限られるという制約が存在した。④については1985年の規則改正により年1回でなく随時請求が可能になり、①については、1985年の取引所法の改正により規制対象に銀行を加えたうえで、1986年の規則改正により証券業者と同様の義務を課し、③については、1992年の規則改正に際して、実質所有者一覧表を利用して委任状勧誘資料を送付することを認めたことから、②の問題は残るものの、実質所有者への直接通知する方法が導入されるに至っている。

しかしながら、2006年にニューヨーク証券取引所が行った調査によると、SECの規則上は、直接送付したかに関わらず、証券業者等を通して委任状勧誘資料を送付しなければならないこと、また、現実の問題として、ストリート・ネームで保有される株式の場合、証券業者等のみが法的に議決権を有することから、実質所有者一覧表を入手したとしても委任状勧誘資料を直接送付することはなく、さらに、異議を唱える実質所有者が相当存在することも問題となっており、実質所有者が直接行使することができる包括委任状の交付を義務付けたり、異議を唱える実質所有者の区別を廃止すること等が議論されている。

第2篇では、証券業者を介する等により委任状勧誘資料が配布されるコストを削減し、引いては株主が委任状勧誘を行いやすくするために、2007年に導入された、アメリカの電

磁的方法による委任状勧誘資料提供制度である **Notice and Access Rules** を検討し、わが国の電磁的方法による招集通知等の提供方法のあり方について考察することを試みている。

Notice and Access Rules によって導入された仕組みは、発行者および発行者以外の委任状勧誘者に対して、従来の委任状勧誘資料を一律交付する方法に代えて、インターネットのウェブサイトに委任状勧誘資料を掲載し、委任状勧誘資料が当該サイトにおいて入手可能である旨の通知（以下「入手可能通知」という）を株主に提供することを認めるもので、これを **Notice and Access Model** と称している。すなわち、委任状勧誘資料をウェブサイト上の提供に代えることで、委任状勧誘資料の印刷代・郵送代の削減を図るものであるが、インターネットの普及率に関して、**SEC** は、多くの実質株主が当時委任状勧誘資料の電磁的方法による提供に際して必要とされていた同意を行っていたことや自宅でインターネットのアクセスを行っている割合が高いことから、十分な状況にあると判断していたことも前提にある。

2007年1月の規則改正では、発行者または発行者以外の委任状勧誘者が自発的に **Notice and Access Model** を利用することができることになっていたが、株主側の情報入手の選択肢の増加や検索機能あるインターネットの利用、発行者側のコスト削減等を理由として、続けて同年7月に、発行者または発行者以外の委任状勧誘者に **Notice and Access Model** の利用を義務付ける規則改正を行っている。

このように **Notice and Access Model** の利用が義務付けられたが、発行者は、委任状勧誘資料の一律交付を行わず、入手可能通知のみを交付する方法 (**Notice Only Option**) と、実質的に従来の方法を維持するものとして、従来同様、委任状勧誘資料の一律交付を行うものの、入手可能通知を同封するかまたはその内容を委任状勧誘資料に記載する方法 (**Full Set Delivery Option**) のいずれかを選択することができる。

Notice Only Option を選択する場合、インターネットのウェブサイトに委任状勧誘資料を掲載するとともに、少なくとも株主総会の日から40日前までに入手可能通知を送付しなければならない。なお、株主は、書面またはEメールでの委任状勧誘資料の送付を請求することができるので、その旨入手可能通知に記載する必要がある。当該請求は将来に渡って継続する形で請求することも（制度からのオプトアウトを意味する）、特定の株主総会に限って請求することも可能であり、発行者は、請求受領後3営業日以内に書面またはEメールで委任状勧誘資料を株主に送付する義務がある。

また、発行者は、入手可能通知を送付した日の10日以上後でないと、委任状カード（委任状書面）を送付することができない。これは最初の委任状勧誘に反応しない株主に再度通知するのを手助けするものとされている（委任状加入資料を入手する時間を与えるものとの評価もある）。

Full Set Delivery Option を選択する場合、一律交付される委任状勧誘資料に入手可能通知が同封されるかまたはその内容が記載されているので、**Notice Only Option** のように、株主総会の日から40日前までに入手可能通知を送付したり、委任状カードを入手可能通知を送付した日の10日以上後に送付するような取り扱いはない（委任状カードはそもそも委任状勧誘資料に同封される）。また、一律交付されていることから、請求により委任状勧誘資料を提供する必要もない。

実質株主の場合、証券業者や銀行等の口座管理機関は、発行者から委任状勧誘資料の提

供を受けて転送されることになっているが、Notice and Access Model の導入により、口座管理機関は次のとおり対応することになる。

まず、発行者が Notice Only Option を選択する場合、口座管理機関は自ら入手可能通知を作成し、株主総会の日 40 日以上前に実質株主に送付しなければならず、また、入手可能通知を送付した日の 10 日以上後に議決権行使指図書を送付するほか、実質株主から書面または E メールによる請求を受領した後 3 営業日以内にこれを発行者に請求し、発行者からこれを受領した後 3 営業日以内に実質株主に転送しなければならない（将来に渡って請求の継続を選択する実質株主の記録も管理する）。

発行者が Full Set Delivery Option を選択する場合、40 日という期限に縛られることなく、発行者またはその代理人から委任状勧誘資料一式を受領した後 5 営業日以内にこれを実質株主に転送すればよいことになっている。ただし、別に作成した入手可能通知を同封するか、その内容を議決権行使指図書に記載する必要はある。

口座管理機関が作成する入手可能通知には、委任状勧誘資料にアクセスするためのものとして、発行者のウェブサイト、自身のウェブサイトのいずれを案内することも可能であるが、発行者のウェブサイトを案内する場合、直接議決権の代理行使をすることはできない旨を通知しなければならない。

発行者以外の委任状勧誘者においても、Notice and Access Model の利用が義務付けられるが、当該勧誘者は、Notice Only Option、Full Set Delivery Option またはそれらを併用することができる。また、発行者の場合と異なり一部の株主に限って勧誘することも可能であるので、例えば、以前書面による委任状勧誘資料の送付を請求していない株主に限って入手可能通知を送付することが可能である。

また、株主総会の日 40 日前、または発行者が最初に委任状勧誘資料を送付した日の 10 日後のいずれか遅い日までに入手可能通知を送付することでよいので、発行者が勧誘を始める前、始めた後のいずれの時点でも勧誘を開始することができる。

このように、アメリカの Notice and Access Model は、同意を得ることなく電磁的方法による提供を実現しつつ、入手可能通知の送付や請求による委任状勧誘資料の交付といった現実的な対応や配慮を行っている。

これに対して、わが国の電磁的方法による招集通知等の提供制度には、電磁的方法による招集通知の送付と、ウェブサイトに掲載することによる株主総会参考書類・事業報告・計算書類等の一部事項の提供省略（いわゆるウェブ開示）があるが、前者は株主個別の承諾を要すること等からほとんど採用されておらず、後者は東日本大震災による紙不足を契機として相応に利用されているが、導入過程に問題がある等の指摘がなされている。他方、証券取引所規則による証券取引所ウェブサイトへの招集通知等の掲載が義務付けられているが、これにより全上場会社の招集通知が閲覧可能になっているほか、機関投資家向けプラットフォームを運営する ICJ が検索機能や新着メールによる通知機能を提供するサービスを開始していることもあり、機関投資家にとって大きな意味を持つようになってきている。

こうした状況を踏まえると、会社法上、ウェブサイトへの招集通知の掲載を義務付け、書面による提供省略の範囲の見直しによるコスト低減を図るというだけでなく、その旨の個別通知の送付といった周知手段や、招集通知の発送期限の前倒し、開示する情報の充実化を検討することが有意義であると思われる。

第3篇では、外国人保有比率が増加している中、クロス・ボーダーの証券保有構造が複雑であるために、外国人株主の議決権行使が低調であるという問題に対処すべく、EUが2007年に採択した、株主の権利指令の制定過程を確認、検討を行うとともに、この分野におけるわが国法制の課題を考察している。

2006年に公表された、株主の権利指令案添付の欧州委員会のスタッフ調査報告書は、外国人株主の議決権行使が低調である原因として、クロス・ボーダー議決権行使に係る障害の存在と口座管理機関による高いコストが生じていることを指摘している。

クロス・ボーダー議決権行使に係る主な障害として、①議決権の代理行使に多くの制約が存在したり、再登録（re-registration、一時的に所有者名義に再登録を要するもの）が義務付けられている場合があること、②株式異動停止（share blocking、議決権を行使するために一定期間銀行への株式の預託を義務付けるもの）が存在する加盟国があること、③株主総会関係情報のアクセスが十分でないこと、④電磁的方法による議決権行使を認めない加盟国があることが挙げられている。こうした障害は、機関投資家の議決権行使を妨げているだけでなく、国内の議決権行使に比して高いコストが生じる原因にもなっている。

株主の権利指令は、2002年公表の欧州における会社法の現代的規制のフレームワークに関する会社法上級専門家グループ（以下「会社法上級専門家グループ」という）報告書による勧告を受けて策定された、2003年公表のEUにおける会社法の現代化と企業統治の強化に関する欧州委員会報告書において定められた行動計画に基づいて制定が進められたものである。

2001年に欧州委員会が設置した会社法上級専門家グループが検討した問題の中で、株主の権利指令に関係するものは、コーポレート・ガバナンスにおける株主に関する事項として取り扱われている。すなわち、多くの株主が物理的に出席が困難であることや、株主総会前の問題として、会社と株主の間の通信が会社からの一方的なものに限られること、質問権および提案権が法の規定や制限のため行使しにくいことが指摘されており、その解決を図るために、上場会社のウェブサイトへの株主総会関係情報の掲載や、請求ある株主に対する株主総会関係の提供義務、質問権および提案権の条件の開示・提案権ルールの見直し、不在投票（vote in absentia）の手段の提供義務、電磁的方法による株主総会参加の許容等を勧告する。

このほか、会社法上級専門家グループはクロス・ボーダー議決権行使に関しても勧告を行っているが、これは、2002年にオランダ法務省が設置した欧州のクロス・ボーダー議決権行使に関する専門家グループが公表した最終報告書の内容に基づいている。

同報告書は、今日の証券保有システムが証券の不動化や無券面化を採用しているために、投資者は個別に証券を保有することがなく、また名義人とならない場合が多いうえに、クロス・ボーダーの状況では、間に複数のCSDや国際証券決済機関（International Central Securities Depository、以下「ICSD」という）、カストディアンが介在するために、行使権限を有する者から最終投資者への委任や最終投資者から行使権限を有する者への指図の受け渡しも困難であるとする。

このために、①欧州中で議決権を付与される者または議決権の行使内容を決定する権利を有すべき者を明らかにすべきこと、②これらの者の議決連行使を可能にすること、③これらの者が情報に基づいた方法で議決権行使をするために関係する情報を入手することを

保証すべきことの三つの問題に取り組む必要があると指摘する。①については、証券保有システムを通して保有する議決権を支配する権利が当該システム上の最終口座名義人に付与されることや、最終口座名義人が議決権を支配する権利を付与される者として顧客を指名することを加盟国が保証するよう勧告する。②については、最終口座名義人を議決権を付与される株主として認識、正式に議決権を付与された証券口座管理機関が最終口座名義人に委任、または最終口座名義人が正式の株主である証券口座管理機関に議決権行使を指図のいずれかを行うことを加盟国が保証するよう勧告する。③については、ウェブサイトを含む電磁的方法による上場会社からの通知を可能にし、また、議決権を行使するうえで従うべきルールと手続、利用可能な議決権行使手段および議決権行使が認められるために必要なことを自社のウェブサイト公表する義務を上場会社に課すことを加盟国が保証するよう勧告する。

株主の権利指令は、欧州委員会が、2004年に行った第1回目の協議文書による意見照会、続けて2005年に行った第2回目の協議文書による意見照会を経て、2006年に株主の議決権行使指令案として提出され、欧州議会における修正がなされた後に、2007年に採択されている。その主な内容は次のとおりである。

指令の対象と範囲は登記上の住所が加盟国にある上場会社とする。

株主総会の招集通知は、株主総会日の少なくとも21日前に、議案・書類のすべての内容の入手箇所・入手方法および参照するインターネットサイトのアドレスを含めて通知することとするほか、株式異動停止を廃止し、株主総会前30日以内で設定される単一の基準日制度を採用するとともに、電磁的方法による株主総会参加を認め、株主確認・電子通信の保証上必要なもの以外の条件や制限は課されないようにする。

株主提案権は、株主の共同提案を許容し、持株要件を株式資本の5%以下に制限すること等を定め、質問権は、株主確認、総会の秩序および発行者の機密・事業上の利益の保護のため、加盟国が定める措置に従い、株主が株主総会の議題に関して質問することを認めている。

議決権の代理行使は、利益相反ある場合を除いて、他の自然人・法人が株主総会の出席権および議決権を代理行使することや、代理人が複数の株主から受任し不統一行使すること、加盟国が委任可能な期間や委任する代理人の数を制限することを認めており、書面による議決権行使も、株主確認に必要な条件にのみ従う形で、加盟国が株主総会前の書面による議決権行使を許容することになっている。

議決権行使に対する障害の除去は、会社に対する顧客情報の開示が課せられる場合でも、顧客およびその株式数を開示する一覧表以上の開示は義務付けられないこと、株主の委任または議決権の指図に対する条件は顧客の本人確認または指図内容の確認のために必要なものに限られること、不統一行使が認められること、および代理人の数に制限がある場合でも、顧客または顧客が指名する者への委任は妨げられないこととしている。

議決権行使結果は、加盟国が、すべての集計を要求する株主がない場合、可決に必要な数を確認すれば足りる旨定められることまたは会社がそのように定めることを認めることができることや、株主総会后15日以内の準拠法が定める日までに自社のインターネットサイトで公表すること等とされている。

このようにEUにおいては、クロス・ボーダー議決権行使の最小限の基準として株主の

権利指令が採択されているが、これと比較したときに、わが国においては考慮すべき課題としては次のようなものが挙げられる。

株主の権利指令が義務付ける、株主総会日の 21 日前の招集・株主総会関係書類のウェブサイト上の公表について、わが国では、会社法上、招集通知は株主総会日の 2 週間前となっており、ウェブサイト上の公表も義務付けられておらず、機関投資家の議案の検討時間が短いこと等が問題となっている。証券取引所規則により招集通知の早期発送に係る努力義務と証券取引所ウェブサイトへの掲載義務が課せられているが、早期発送の義務化を図るべきである。

次に、株主総会日前 30 日以内を期限とする基準日制度の採用について、わが国では基準日は株主総会前 3 ヶ月以内に設定することとなっており、株主の権利指令に比してかなり長いことがまず問題である。さらに、わが国においては、招集通知の基準日と議決権の基準日を同一の日（定時株主総会では事業年度末）にしているがために、3 月決算会社の定時株主総会が 6 月下旬に多く開催されるのに対して、欧州では、株主総会の通知が行われた後に株主総会の基準日が設定される取扱いが実務上も示されており、議決権の基準日を総会日前のより近い日に設けることが行われている。招集通知の情報をウェブサイトに掲載された招集通知から入手する機関投資家にとっては、招集通知の基準日より議決権の基準日の方が重要であり、わが国でも、招集通知の内容を開示した後に基準日を設定するという対応を検討することは意味があるように思われる。

議決権の代理行使について、わが国では、ほとんどの会社で代理人を他の株主に限る旨の定款規定を定めている。クロス・ボーダー議決権行使の観点からみると実質株主に代理人資格を認めない取扱いは望ましいものではなく、今後検討を進めるべき事項である。

第 4 篇では、物・人・サービス・資本の自由移動を中核とする共同市場（域内市場）の形成を目指す EU において、証券取引に関しても、共同市場の形成を図るために、証券決済の非効率性の解消に取り組んでいるが、その対応の一つである証券決済法制の調整の試みについて検証するとともに、わが国法制の課題を考察している。

証券決済の非効率性の問題に関して、欧州委員会の諮問機関であるジョヴァンニーニ・グループは、2001 年および 3003 年に報告書を公表し、クロス・ボーダー取引の決済コストの増加要因を分析、15 の障害を挙げたうえで、この 15 の障害を解決する具体的なタイムスケジュールとその取組責任者を明示している。

これらの報告書では、クロス・ボーダー取引は、国内取引に比べて、当事者や指図の数が多く、より複雑な処理が行われているために、ICSD の 1 件当たりの営業収入は国内 CSD の約 11 倍となっており、極めて非効率であることが示されている。

また、15 の障害には、大きく分けて、①技術的要因・市場慣行に関する障害、②税制に関する障害、および③法的確実性に関する障害があるとされており、このうち、③の障害の取組責任者となっているのが、2005 年に欧州委員会が設置した Legal Certainty Group である。

最終的に、Legal Certainty group が取り組む課題は、15 の障害のうち、障害 13（証券上の利権を取り扱う EU 全体のフレームワークの欠如）、障害 3（コーポレート・アクション手続に関する国内法上の規定の相違）、障害 9（発行者が自らの証券の預託・登録先を選択する資格に関する制限）とされ、2006 年、2008 年に勧告文書を公表しているが、詳細

な提言を行っているのは、2008年の勧告文書であり、その主な内容は次のとおりである。

まず、障害 13 に対するものとして、EU が証券の取得・処分・担保権設定に係る証券口座における記帳の法的効果を取り扱う法的措置を取ること（勧告 1）、今日の証券保有システムが口座名義人と口座提供者（account provider）の関係および証券口座の記帳を通して運営されることを認識すること（勧告 2）、証券の管理、指図の履行、証券の移転・処分の報告のみならず、コーポレート・アクションの実行をも口座提供者の義務とすること（勧告 3）、証券の取得・処分および指図権といった法的地位を口座名義人に与えること（勧告 4）、口座の増額記録（crediting）、口座の減額記録（debiting）、口座の振替決済証券または口座の財産表示（earmarking）、支配による担保権設定（control agreement）および口座提供者との契約（agreement with and in favor of an account provider）のいずれか一つの方法で行われる取得・処分を認めること（勧告 5）、勧告 5 の方法を用いた取得および処分は直ちに有効となり、一定の理由がある場合等に行われる取消しは遡及効のないものにする（勧告 6）、取消しから、口座の増額記録または財産表示を保護する調整されたルールが含まれること（勧告 7）、同一の振替決済証券に対する、複数の財産表示、複数の支配による担保権の設定または複数の口座提供者との契約は発生順に従い優先順位を定める等のルールが必要であること（勧告 8）、口座提供者に口座に記録された証券の総数に見合う数の証券の維持を義務付け、不一致が生じた場合の処理方法として買入れや損失の按分等を適用すること（勧告 9）、口座管理契約により変更しない限り、口座名義人または法的権限を有する者以外の者からの指図を口座提供者は実行する義務も権限もないこと（勧告 10）、上位層の口座提供者に開設される顧客の口座に対する差押えを禁止すること（勧告 11）を提言する。

次に、障害 3 に対するものとして、EU の法制は、口座提供者からなる構造を通して証券をクロス・ボーダーで保有することから生ずるコーポレート・アクション手続の法的障害を取り除くために必要であること（勧告 12）、各加盟国の国内法が、他の法域が用いる保有形態を承認し、他の保有形態を利用する投資者を差別すべきでないこと（勧告 13）、EU の法制は、口座提供者の階層経由で情報の授受を行うフレームワークを提供し、口座名義人の許可・指図に基づく口座提供者による権利行使を促進すること（勧告 14）を提言する。

最後に、障害 9 に対するものとして、自国の証券の保有・決済構造に他の加盟国の発行者の証券を新規記録することを認めるとともに、自国の発行者の証券が他の加盟国の証券の保有・決済構造に新規記録されることを認めるよう提言する（勧告 15）。

その後、EU では、Legal Certainty Group の勧告に基づく証券法指令の検討が進められているが、金融危機発生後、金融システム安定化の対応に迫られたこともあってか、現在も指令案の提案は行われていない。

このような EU における証券取引に係る共同市場形成のための証券決済法制調整の取り組みとわが国法制を比較したときに、次のような評価・課題が挙げられる。

まず、振替法上、多層構造、口座の記録による譲渡、質入れ、信託財産の対抗要件および権利推定項の成立、善意取得、および超過記録がある場合の振替機関・口座管理機関の義務が規定され、上位機関が開設する顧客口座に対する差押えを認めていない等、証券の取得・処分に係る法制は、支配による担保権の設定等なお検討の余地のある部分はあるが、

相当程度実現されている。しかしながら、クロス・ボーダーの保有状況におけるコーポレート・アクション手続の促進は、わが国では十分といえず、課題とすべき部分である。また、証券の預託・登録先に関する制限の撤廃は、EU のような共同市場を有していないため、検討できる環境にないが、アジア市場創設等、クロス・ボーダーの証券市場の進展を考えるときに参考になると思われる。