

- ・株主権利指令（Shareholders' Rights Directive）の改定（2017Q2、2019年中に施行予定）。
- ・インフラ企業に対するリスク評価の計算方法の見直し（2017Q2）。
- ・欧州委員会による持続可能な金融に関する検討部会（High Level Expert Group on Sustainable Finance：HLEG）の設置（2018Q1）。

2.5. 個人投資と機関投資の促進

- ・個人向け金融サービスと保険についてのグリーンペーパー（2015Q4）。
- ・EUリテール投資商品市場の評価（2018）。MiFID II、小口・保険型投資商品パッケージ（Packaged Retail and Insurance-based Investment Products：2014年）、保険販売業務指令（Insurance Distribution Directive：2016年発効）などが含まれる。
- ・欧州個人年金制度（European Personal Pension）に関する評価（2016Q4）、法制度の整備（2017Q2）。加盟国ごとにばらばらな制度の統一を図る。
- ・投資ファンドのクロスボーダー販売に関する協議（2016Q2）。個人のクロスボーダーでの投資商品売買を促進するための研究（2018Q2）。
- ・消費者向け金融サービス行動計画の公表（2017年3月）。単一ユーロ決済領域（SEPA）のより完全な実施を含む。
- ・投資貯蓄口座（investment savings accounts）や従業員持ち株制度（employee share ownership）のベストプラクティスの研究（2019Q1）。

2.6. 銀行の資金供給能力の向上

- ・中小企業への資金供給を増やすために、信用組合や非営利共同貯蓄組合をEUの資本要件指令（CRDIV）の対象外とする^{注6}（未定）。
- ・簡潔・透明性・規格化された（simple, transparent and standardised：STS）証券化の促進とSTS証券への投資に関する規制（CRRやSolvency II）の見直し（2015Q3）。
- ・カバードボンドに関する規制の統一化、中小企業向け貸出についても統一

化を目指す（2015Q3）。これらの法制化（2018Q1）。

- ・ 中小企業向け貸出やインフラ向け貸出を担保にした欧州担保付証券（European Secured Notes：ESN）についての評価（2018Q2）。ESNはカバードボンドと同じような金融商品だが、担保が中小企業向け貸出とインフラ向け貸出になる。
- ・ 銀行の不良債権を売買するための流通市場（2017Q4）。この流通市場には銀行以外の経済主体も参加できるようになる。
- ・ 企業に担保付貸出をした債権者が担保から回収する能力を高めるための法整備についての評価（2018Q1）。
- ・ 貸出が不良債権化した際の銀行に対する各国の法制度（破綻処理も含む）の研究（2017Q4）。

2.7. クロスボーダー投資の促進

- ・ EU各国の資本の自由移動に関する障壁の報告（2016Q4、2017年3月に公表）。法整備に関するロードマップの作製（2017Q4）。ロードマップの実施状況の監視と専門家による議論の継続（未定）。
- ・ 証券の保有ルールや債権の第三者への譲渡に関する法整備（2017Q4）。
- ・ ポストトレード（証券取引に関するバックオフィス業務）に関する法整備の統一化（2017）。すでに欧州市場インフラ規則（European Markets Infrastructure Regulation：EMIR）、証券集中振替機関規則（Central Securities Depositories Regulation：CSDR）、MiFID IIは成立しているが、担保の執行などに関する統一化は必要。
- ・ 資本の自由移動を促すため企業の破綻に関する法制度の調整（2016Q4）。企業に対する早期の資金面での対策と再挑戦を促すため。
- ・ クロスボーダー取引で発生する源泉徴収税の二重課税の防止（2017Q4）。
- ・ 年金基金や保険会社によるクロスボーダー取引の障害となる差別税制（discriminatory tax）に関する研究（2017Q4）。
- ・ マクロプルーデンス政策の枠組みの見直し（2017）。EMIR、オルタ

ナティブ投資ファンドマネージャー指令（Alternative Investment Fund Managers Directive：AIFMD）、証券金融取引規則（Securities Financing Transactions Regulation：SFTR）、マネーマーケットファンドに関する法制度やセントラルカウンターパーティに関する法制度などを含む。欧州システミックリスク委員会（European Systemic Risk Board：ESRB）が金融の安定に関わる潜在的リスクのモニタリングを担当（2017Q3）。

- ・各国の資本市場の監督機能の収斂（未定）。ESMAと共同で監督機関の決定に関する報告書を作成。
- ・資本市場を含めた金融市場の監督機関の資金調達やガバナンスに関する白書を作成（2016Q2）。
- ・加盟国政府に対する助力（2016Q3）。EU加盟国が二国間協定で結んでいるクロスボーダー取引の法制度をEUレベルの法制度として解釈するための協議（2018Q1）。
- ・投資ファンドのクロスボーダー販売の促進、UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities：EUにおける投資ファンドのルール）とAIFMDを法的根拠とする投資ファンドの監督に関する法整備についての評価（2018Q1）。
- ・クロスボーダーでの議決権行使などに関する株主権利指令（Shareholders' Rights 2 Directive）の改定（2018Q3）。
- ・投資紛争の和解に関する枠組みについての評価（2018Q1）。

3. 資本市場同盟の効果

資本市場同盟の取り組みにより中小企業の資金調達状況が改善されることが期待される。中小企業は経営に関するリスクが高い一方で情報が少ないため、証券市場の投資家は中小企業と接触する機会がなく、銀行の情報生産・管理に頼らざるを得なかった。単に資本市場を整備するだけでなく、中小企業に関する情報をより多く、より容易に取得できるようにする取り組みも取

り入れられている。対象となる金融商品の種類が多く、投資家は選択肢が増えることになる。資本市場同盟では銀行や保険会社も重要なアクターとして期待されている。銀行同盟と資本市場同盟を進めることは、間接金融と直接金融の対立を表しているのではなく、融和を表しているといえる。

資本市場同盟では、加盟国ごとの税制などの違いを克服することでEU域内でのクロスボーダーの取引増加を狙っている。EUには金融パスポート制度があり、金融機関はEUの1つの加盟国で免許を得ることで全27カ国に展開することができる。金融パスポートは日本などEU域外の金融機関も取得することができるため、EU域外からの投資を呼び込みやすくなる。

表1 EUの金融パスポートの例

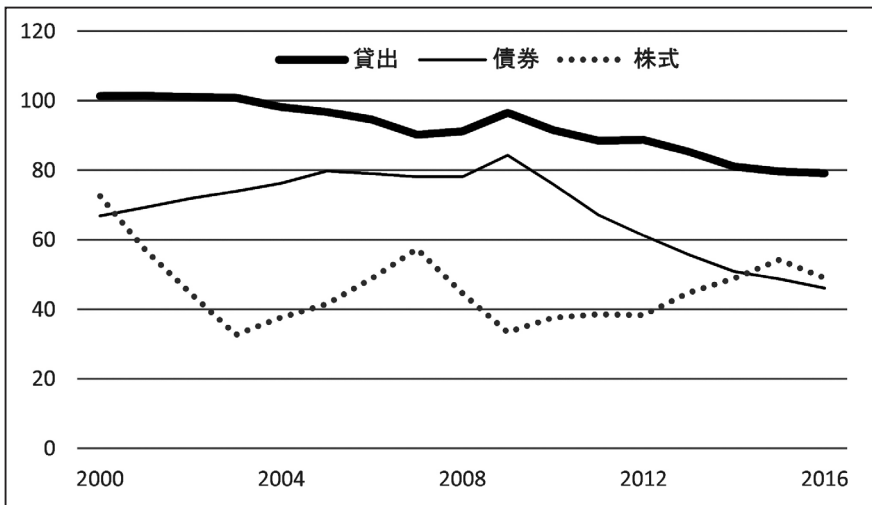
パスポート	日本語名	関連金融機関・金融商品
MiFID II MiFIR	金融商品市場指令 金融商品市場規則	投資会社、取引所、CCP、データサービス プロバイダー
CRD IV	資本要件指令	銀行
EMIR	欧州市場インフラ規則	CCP、取引情報蓄積機関、取引所
CSDR	証券集中振替機関規則	証券保管振替機構
PD	目論見書指令	目論見書
UCITS	譲渡可能証券の集団投資事業	UCITS投資ファンド、UCITS管理会社
AIFMD	オルタナティブ投資ファンドマ ネージャー指令	オルタナティブ投資マネージャー
CRA	信用格付け機関規則	信用格付け機関
BR	ベンチマーク規則	金融指標提供者
CI(WUD)	信用機関の再編成や解約に関する 規則	銀行と一部の投資ファンド
BRRD	銀行再建破綻処理指令	銀行と一部の投資ファンド
SFD	決済ファイナリティ指令	決済システム
EuVECA EuSEF	欧州ベンチャーキャピタル基金 規則・欧州社会起業基金規則	ベンチャーキャピタル、エンジェル

注：CCPはセントラルカウンターパーティを表す。

出所：AFME (2016), P.8を修正。

ヨーロッパ大陸は間接金融優位だといわれていることから、資本市場同盟は成功するのか、という疑問があるのではないだろうか。そこで、ドイツの金融市場を概観してみよう。ドイツはハウズバンク制度に代表されるように銀行と企業との関係が強い。しかし、図1のように、21世紀に入って銀行のパフォーマンスはあまり高くない。2000年から2016年にかけてドイツのGDPは約1.5倍増加しているにもかかわらず、銀行貸出は20%しか増加していないため、貸出残高のGDP比率が低下している。

図1 ドイツの金融資産残高（対GDP比率、%）

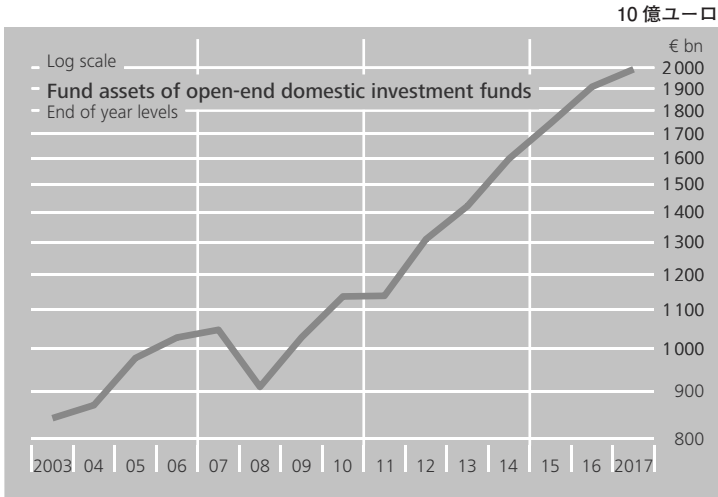


注：債券は銀行と企業が発行するもののみ、国債とモーゲージ債（Pfandbrief）は含まれない。
出所：データはブンデスバンク。

債券も2008年以降減少傾向にあるが、その要因は銀行が発行する債券の減少であり、社債は増加している。銀行は調達面でも運用面でもプレゼンスを落としているといえる。この傾向はヨーロッパ全体で見られる^{注7}。その一方で株式市場は株価指数による変動が見られるものの、横ばいといっていいだろう。

ドイツでは投資ファンドの残高は一貫して増加し続けており、資金提供主体として期待される（図2）。

図2 ドイツの投資ファンド残高



出所：Deutsche Bundesbank, Factsheet on open-ended domestic investment funds.

表2はドイツの金融機関数を表している。ドイツの銀行はユーロ地域全体の約3分の1、投資ファンドは約5分の1を占めているものの、その投資ファンドも多くが不動産ファンドである。銀行のパフォーマンス低下は銀行のビジネスモデル変更の必要性を示唆しているが、資本市場同盟では銀行は証券への投資家としての役割を求められることになる。直接金融か間接金融かという対立ではなく、間接金融主体の銀行が直接金融により参加することで金融市場の深化に寄与することが求められている。

生命保険や証券化事業体はユーロ地域の他の加盟国に比べて展開が不十分であり、銀行を除く電子マネー事業者も少ないことから、ドイツの金融市場には更なるイノベーションが求められることが示唆される。本稿の調査対象外だが、フィンテックなどの取り組みが必要となるだろう。例えばスウェーデンでは、Swishというアプリを用いた決済が普及しており、スマートフォンでの支払いが日常化している。また、スウェーデン国鉄ではバイオハッキングを用いたチケット代金支払いを始めている。バイオハッキングとは手の甲などの皮膚の下にチップを埋め込むことをいう。乗客は乗車後にチップの

情報を車掌の携帯端末で読み取って支払いを行う。カードをなくしたりコピーされたりするリスクが低いため、クレジットカードやデビットカードよりも安全性が高い。資本市場同盟では、フィンテックへの対応も盛り込まれた。金融面での更なるイノベーションの進展が、資本市場の活性化につながるだろう。

表2 ドイツの金融機関数

種類	時期	ドイツ	ユーロ地域
預金取扱機関	2017M6	1708	5805
内訳：銀行		1682	4937
内訳：MMF		18	622
生命保険	2017Q1	122	3307
生命保険以外の保険		260	1815
再保険		33	359
決済サービス事業者：	2015Q4	1824	5768
内訳：銀行以外の事業者		51	597
内訳：電子マネー取扱者		1780	4654
投資ファンド	2017Q1	9582	55759
内訳：債券ファンド		968	9126
内訳：株式ファンド		662	11864
内訳：ヘッジファンド		22	1844
内訳：ミックスファンド		3511	14519
内訳：不動産ファンド		2127	4782
証券化事業体	2017Q1	44	3733
内訳：伝統的		35	3132
内訳：合成型		9	151

注：内訳は一部の項目のみ掲載しているため、合計が一致しない。

出所：データはECB。

4. むすび

EU では銀行貸出、債券、株式などの伝統的金融の重要性は今後も変わらないものの、金融のチャネルの多様化は様々なレベルのリスクテイクを可能

とし、結果として企業の資金調達が可能になる。企業への資金供給手段の多様化は起業を生むことにもなる。また、EU が欧州 2020 で進めている環境を重視した成長にも多額の資金が必要であり、資本市場同盟の取り組みにより多くの投資が実行されることが期待されている。EU 経済は 2000 年代末に大きく痛んだが、統合を進めることで 2020 年代の繁栄を目指している。

資本市場の強化は、イギリス脱退後の金融市場の強化の意味もある。イギリスは大陸ヨーロッパよりも金融サービスが活発である。House of Lords (2016) によると、金融パスポートを用いて EU や EEA (欧州経済領域：アイスランド、リヒテンシュタイン、ノルウェー) からイギリスに展開している金融機関は 8,008 機関、イギリスから EU や EEA に展開している金融機関は 5,476 機関に上る。イギリスは金融パスポートを失うのは確実だと見られており、EU は重要なアクターを失うことになる。金融市場の深化によってそれを補う必要がある。

資本市場同盟で 27 カ国からなる EU で金融に関するルールが統一されることは、EU 域外の金融機関にとっても大きなチャンスだといえる。資本市場同盟に関する包括的な研究の必要性が高まっている。

参考資料

- 川野祐司 (2016) 『ヨーロッパ経済とユーロ』文真堂
AFME (2016), *The UK Referendum – Challenges for Europe's Capital Markets*.
European Commission (2015), *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 468 final.
European Commission (2017a), *European Financial Stability and Integration Review*, SWD(2017) 171 final.
European Commission (2017b), *On the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, COM(2017) 292 final.
European Commission (2017c), *Commission staff working document on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, SWD(2017) 224 final.
House of Lords (2016), *Brexit: financial services*, HL Paper 81.

注

- 1 European Commission (2017c) によると、EU での資本市場による資金調達は銀行に比べてはるかに安定している。
- 2 EFSI は EU の常設の投資機関である ESIF (欧州構造投資基金) とは異なる。

- 3 EUは2017年に「EUの未来」に関する白書を公表した。白書はEUの協力分野や進め方について5つのシナリオを提示している。第1シナリオは現行通りだが、第4シナリオではシナリオによっては財政や地域政策などへの関与が小さくなり、経済通貨同盟の形が一部変わる可能性もある。
- 4 証券の売り手と買い手の間に入って取引を行う清算機関。売り手や買い手はCCPを介すことによって、取引相手の信用リスクを考慮せずに円滑に取引することができる。そのため、CCPには資産の保全などの厳格なルールが求められるが、ルールは国によって異なっている。
- 5 ベンチャーキャピタルは法人として調達した資金を提供する一方、エンジェルは富裕な個人が自らの資金を提供する。一般的には、エンジェルの方が資金と引き換えにした持ち分の要求や役員派遣などの条件が少ないが、借り入れられる資金が少ない。
- 6 EUの資本要件指令はバーゼルⅢに沿った内容になっている。バーゼルⅢは国際的な大銀行を主なターゲットにしているが、資本要件指令はEU内の全ての預金取扱機関に適用されるため、中小金融機関にとっては負担が重く、貸出の重荷になっている。そこで、中小金融機関に対する規制を一部緩めてリスクの高い中小企業への貸出を促そうとしている。
- 7 一般的に企業向け貸出は不調だが、2010年代の低金利を受けて住宅ローンは増加している。特に北欧では銀行間の競争が激しいことからスウェーデンで2016年に住宅ローン規制がかけられるほどになっている。一方イタリアなどの南欧では不良債権問題が重くのしかかり、銀行が積極的に貸し出しを増やせない状況が続いている。