5 金融同盟の完成に向けた資本市場同盟の整備

川野　祐司　*Yuji Kawano*
（一財）国際貿易投資研究所　客員研究員
東洋大学　経済学部　教授

要約

EUは2025年までに経済通貨同盟の完成に向けた取り組みをしており、その一つとして金融同盟の取り組みを続けている。金融同盟は銀行同盟と資本市場同盟からなり、銀行同盟によって銀行監督や破綻ルールの統一化を図るとともに、資本市場同盟では企業が証券市場からの資金調達を促進するEUレベルでの資本市場の整備を急いでいる。

資本市場同盟は投資家、金融商品、金融取扱者、資金調達者など多くの要素を含み、関連法規も数多い。監督の強化と資本市場の構築、スタートアップ企業・非上場企業の資金調達、資本市場での資金調達の促進、インフラや環境に関する長期投資の促進、個人投資と機関投資の促進、銀行の資金供給能力の向上、クロスボーダー投資の促進の7つの分野に分けて取り組みを続けており、2019年の完成に向けて着々と進んでいる。

ヨーロッパでは2010年代に銀行のパフォーマンスが低下しており、資本市場の整備は急務となっている。間接金融優位だといわれてきたドイツでも投資ファンド残高は一貫して増加しており、多様な金融機関が活動している。資本市場同盟の取り組みによって、特にスタートアップ企業や中小企業の資金調達状況が改善されるだろう。また、日本などEU域外の金融機関にとっても大きなビジネスチャンスとなるだろう。

http://www.iti.or.jp/

1. なぜ資本市場同盟か

EU（本稿では、「EU」はイギリスを除く27カ国のEUを指す）では直接金融よりも間接金融が優位である。しかし、銀行貸出は景気変動などの影響を大きく受け、企業が安定的に資金調達することが難しい。特に南欧では不良債権問題の解決が遅れており、銀行の新規貸出余力が小さい。債券市場や株式市場での調達にも景気変動による幅があるものの[注1]、不況期の貸し渋りや貸しはがしがない分だけ安定しているといえる。

EUでは1993年に単一市場が成立し、1999年にユーロがスタートしたが、株式市場や債券市場などの資本市場のルールの統一が不十分であったため、資本市場は加盟国ごとに分断されており、証券の種類による市場の分断も見られる。2015年にEUは3150億ユーロの投資を2016－2018年に行う、いわゆるユンケル計画を公表した。EFSI（欧州戦略投資基金）[注2]とEIB（欧州投資銀行）が拠出する210億ユーロをもとに、民間投資を呼び込んで合計3150億ユーロにするという計画には、投資を活発にするための資本市場の整備が欠かせない。

しかし、資本市場同盟は金融同盟の一要素であるという解釈の方がすっきりする。EUは2025年までに経済通貨同盟の強化を目指している[注3]。新しい経済通貨同盟は、経済同盟、金融同盟、財政同盟、政治同盟からなる。金融同盟では、銀行同盟（Banking Union）と資本市場同盟（Capital Markets Union）を整備する。銀行同盟では銀行監督、銀行破綻処理、預金者保護についてEUの統一ルールを設け、銀行破綻処理には原則としてベイルイン（株式、CoCo債、ジュニア債券などの保有者が破綻費用を負担する方式）を用いることになっている。いわゆる間接金融の強化であるが、これとともに資本市場同盟によって直接金融の強化をも図ろうとしている。

資本市場同盟は2015年9月に行動計画が公表され、2019年までに完成させる予定となっており、2017年6月には中間報告が公表された。中間報告ではフィンテックなど新しい政策課題も9分野追加され、より包括的なプログラムになっている。次節では2015年と2017年の行動計画の内容を見ていく。

http://www.iti.or.jp/

2.　資本市場同盟での取り組み

資本市場同盟には、多くの経済主体や金融商品が含まれる。投資ファンドや機関投資家（保険や年金基金など）による投資だけでなく、個人投資家として家計も含まれている。資金調達主体としては、大企業にとどまらず中小企業やスタートアップ企業、長期のインフラプロジェクト（風力発電の普及などの環境プロジェクトは特に重視されている）などが含まれる。資本市場同盟では銀行も重要な役割を担っており、証券により調達した資金を証券化商品で運用することが期待されている。

資本市場同盟では、監督の強化と資本市場の構築という全般的な目標に加えて、6つの政策分野を掲げている。以下、それぞれ見ていこう。EUの二次法のうち、「規則（Regulations）」はEUが制定するとそのまま全加盟国に法として適用されるもの、「指令（Directives）」は内容は全加盟国に適用されるが具体的な法整備は加盟国に委ねられるものを指している。カッコ内はそれぞれの施策の着手時期を表している。

2.1.　監督の強化と資本市場の構築

・欧州証券市場監督局（European Securities and Markets Authority：ESMA）をはじめ、欧州保険企業年金監督局（European Insurance and Occupational Pensions Authority：EIOPA）や欧州銀行監督局（European Banking Authority：EBA）の機能強化とヨーロッパレベルでの監督ルールを整備する。資本市場における単一ルールブックの作成を目指す（2017Q3）。

・セントラルカウンターパーティ（CCP）[注4]に関するルールの統一（2017年6月）。

・地域の資本市場の整備、特に、中東欧や南東諸国の国内や地方の証券市場の整備やルールの統一（2018Q2）。

http://www.iti.or.jp/

2.2.　スタートアップ企業・非上場企業の資金調達

・ヨーロッパレベルでのベンチャーキャピタルのファンドオブファンズや複数国ファンドの設立（2016Q2）。
・欧州ベンチャーキャピタル基金規則（European Venture Capital Funds Regulation）と欧州社会起業基金規則（European Social Entrepreneurship Funds Regulation）の改定（2016Q3）。この改定により、EuVCEAとEuSEFパスポート取得のハードルが下がる。
・ベンチャーキャピタルやエンジェル[注5]に関する税制改正（2017－18）。
・銀行が中小企業に対して融資を減少させたり拒否したりした場合に、その判断材料をフィードバックさせ情報を収集する機構の設立（2016Q2）。
・政府（または地方政府）による中小企業への資金援助や助言の成果を収集する企業欧州ネットワーク（Enterprise Europe Network）の構築（2017）。
・中小企業向けの情報システムの構築。ECB（欧州中央銀行）と加盟国が協力して構築し、中小企業はこのシステムを使って資金提供者を探す（2017）。
・貸出ベースのクラウドファンディングのルール整備（2016Q1）。証券ベースのクラウドファンディングは金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive：MiFIDⅡ）で監督されている。
・借入申請ファンド（loan originating fund）に関する研究（2016Q4）。
・フィンテックに関する免許やパスポートに関するフレームワークの評価（2017Q4）、決済サービス指令（Payment Services Directive：PSD2）の施行（2018）。
・サプライチェーン金融のベストプラクティスの報告（2018Q4）。
・私募に関する勧告の公表（2017Q4）。
・中小企業の資金調達に関する情報障壁の削減。EUの研究プログラムであるHorizon2020で進める（2017Q4）。

http://www.iti.or.jp/

2.3. 資本市場での資金調達の促進

・目論見書指令（Prospectus Directive）の改定（2015Q4、2019年施行予定）。目論見書の内容をよりシンプルにすることで企業のコスト低減につなげる。ESMAで無料で利用できる目論見書データベースを構築。

・中小企業（時価総額で2億ユーロ以下）の株式を対象としたSME Growth Marketsの創設（2017）。市場はMiFIDⅡのルールに従う。中小企業の上場の障害に関する研究（2018Q2）。MiFIDⅡのもとでの上場中小企業の株式に関する研究（2019Q1）。

・社債市場の見直し（2017Q4）。特に流通市場の整備。

・株式への投資を促すため、法人税の課税標準の統一（Common Consolidated Corporate Tax Base：CCCTB）への法的提案（2016Q4）。

・IFRSにおけるディスクロージャーや利用可能性の改善に関する研究（未定）。

・投資会社に関するプルーデンスルールの導入（2017Q4）。投資会社に対してはすでに、MiFIDⅡや資本要件規則・指令（Capital Requirements Regulation/DirectiveⅣ：CRR/CRDⅣ）による規制がある。

2.4. インフラや環境に関する長期投資の促進

・保険会社の投資を促すため、インフラ投資や欧州長期投資基金（European Long Term Investment Fund）投資に関するSolvencyⅡの調整（2015Q3、2016年4月に改定）。プライベートエクイティや私募債に関するSolvencyⅡのプルーデンス条項の修正（2018Q3）。

・長期投資に関する銀行の自己資本算定ルール（CRR）の見直し（未定）。

・金融市場改革と投資環境に関する研究（2015Q3）。

・保険会社や年金基金によるエクイティへの投資促進に関する評価（2018Q4）。

・IFRS9に沿ったエクイティ証券に関する会計上の取り扱いに関する報告（2018Q2）。

http://www.iti.or.jp/

・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）。MiFIDⅡ、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SolvencyⅡ）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

http://www.iti.or.jp/

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）、MiFIDⅡ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

http://www.iti.or.jp/

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

http://www.iti.or.jp/

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

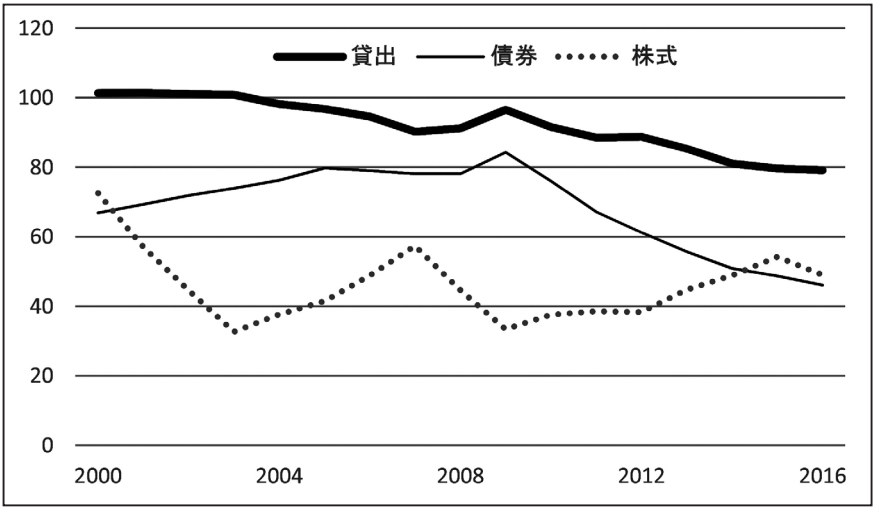
パスポート	日本語名	関連金融機関・金融商品
MiFID Ⅱ MiFIR	金融商品市場指令 金融商品市場規則	投資会社、取引所、CCP、データサービスプロバイダー
CRD Ⅳ	資本要件指令	銀行
EMIR	欧州市場インフラ規則	CCP、取引情報蓄積機関、取引所
CSDR	証券集中振替機関規則	証券保管振替機構
PD	目論見書指令	目論見書
UCITS	譲渡可能証券の集団投資事業	UCITS投資ファンド、UCITS管理会社
AIFMD	オルタナティブ投資ファンドマネージャー指令	オルタナティブ投資マネージャー
CRA	信用格付け機関規則	信用格付け機関
BR	ベンチマーク規則	金融指標提供者
CI(WUD)	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。

http://www.iti.or.jp/

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。ドイツはハウスバンク制度に代表されるように銀行と企業の関係が強い。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、%）



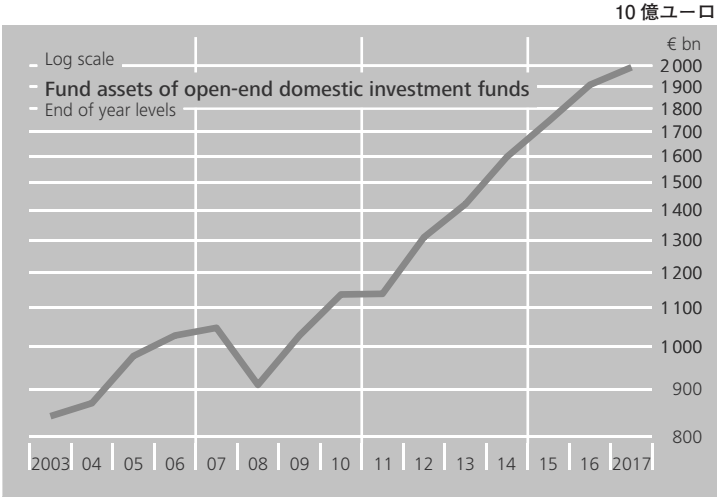
注：債券は銀行と企業が発行するもののみ、国債とモーゲージ債（Pfandbrief）は含まれない。
出所：データはブンデスバンク。

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）。

http://www.iti.or.jp/

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

http://www.iti.or.jp/

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

http://www.iti.or.jp/

とし、結果として企業の資金調達が容易になる。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 Loads（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』文眞堂

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 Loads (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。

http://www.iti.or.jp/

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。

http://www.iti.or.jp/