

EUにおける資本市場活性化策の動向

高橋 和也

一、はじめに

二〇一五年九月三〇日、EU（欧州連合）の行政機関である欧州委員会は、「資本市場同盟の構築に関するアクション・プラン（以下、アクション・プラン）」⁽¹⁾を公表した。資本市場同盟（CMU：Capital Markets Union）とは、EU域内の各加盟国の資本市場間にあるさまざまな障壁を取り除くことによってEU全体として資本市場を活性化し、域内の経済成長につなげることを目的と

した政策パッケージである。

CMUは、ユンケル欧州委員会委員長が二〇一四年一二月の就任直後に公表した主要政策の一つである。これまで金融サービス分野は「域内市場・サービス担当」委員の所管であったが、新たに「金融安定・金融サービス・資本市場同盟担当」委員を分離・新設し、シテイを抱える英国出身のジョナサン・ヒル卿が指名された。今般のアクション・プランは、このヒル卿のもと二〇一五年二月一八日に公表されたグリーン・ペーパーおよびその後三か月間実施されたパブリック・コン

サルテーションに寄せられた、約四三〇件のコメントなどを踏まえて公表された。その後、二〇一六年六月に英国で行われたBrexitを巡る国民投票の結果、ヒル卿が欧州委員を辞任するなどの混乱はあったもの、九月には二回目の進捗報告が公表されている。

本稿では、こうしたEUにおける資本市場活性化に向けた取り組みと、最近の動向について概観する。

二、なぜ資本市場の活性化が必要なのか

(1) 一段落した危機対応、長期化する経済停滞

まず、本アクション・プランの公表に至った経緯をまとめておこう。

EUにはもともと経済通貨同盟（EMU）

Economic Monetary Union）と呼ばれる概念がある。これは財・サービス・資本・人という四つの要素のEU域内における自由な移動を通じて一国の経済のような単一市場（域内市場とも）の構築を目指すもので、欧州連合の基本条約にも規定されている。単一通貨ユーロもこの理念のもとに、金融政策の協調から域内固定相場制度を経て導入された。しかし、EUで相次いだ金融危機を通じて、制度上の不備・欠陥が数多く指摘されるようになったことは周知の通りである。

そうした危機への対策として、危機が発生したユーロ参加国への金融支援を目的に最大融資能力五、〇〇〇億ユーロを備えるESM（欧州安定メカニズム）や、域内主要銀行へのECB（欧州中央銀行）による単一監督制度、新たな単一破綻処理機構、共通の預金保険制度の創設の三本柱で構成される銀行同盟が導入され、金融危機の予防や

セーフティー・ネットについては、ユーロ圏を中心に共同で対処するための制度構築が進んだ。緊急性の高い一連の対策に一定の目処がついたことで、次に取り組むべき課題となったのが、特に南欧を中心に長期にわたっている経済停滞を克服する成長促進策である。

景気対策として財政出動の必要性を主張していた国々も、欧州債務危機後、国家債務の持続可能性を不安視する市場からの圧力に耐えられずに、軒並み緊縮策に転じざるをえなくなった。また、過剰な財政赤字を規制するE Uの規定もあって、いざ拡張的財政政策をとろうとしても限度がある。

他方、金融政策については、英国を除く大陸欧州諸国は間接金融主体であることから、二〇一一年に就任したマリオ・ドラギECB総裁も銀行による貸出を促すための政策として、中銀当座預金

へのマイナス金利の設定や、貸出を増加させた銀行に対して低利で資金供給をおこなう長期資金供給オペ（TLTROs：Targeted longer-term refinancing operations）などを相次ぎ実施した。

しかしながら、欧州の銀行は米国に比べバランス・シートのリストラが遅れているとともに、今の金融規制強化への対応のため資本増強とリスク資産圧縮を優先せざるを得ないこともあって、一連の貸出支援策が十分な効果を上げているとは言い難い。

(2) 欧州委員会の問題意識

欧州の銀行はユニバーサル・バンク制（銀証一体経営）を採用しており、銀行が直接金融を通じて経済への資金供給においても大きな役割を担っている。ただこれは、銀行部門の状況によって経済全体の金融仲介が多大な影響を受けてしまうと

いうEU金融システムの構造的な弱点ともなっている。現在の状況では、銀行の融資だけでなく資本市場を経由した資金供給も低迷している。例えば、欧州委員会は次のような試算を行っている。

① 直接金融の発達した米国は、資本市場を通じて中小企業の資金調達でEUの約五倍の規模をもっているが、EUの中小企業は資金調達の七五%を銀行融資に頼っている。仮にEUのベンチャー・キャピタル市場が米国と同程度の規模をもっていれば、EUの中小企業はさらに九〇〇億ユーロの資金調達ができた(二〇〇九—一四年の累積額)。

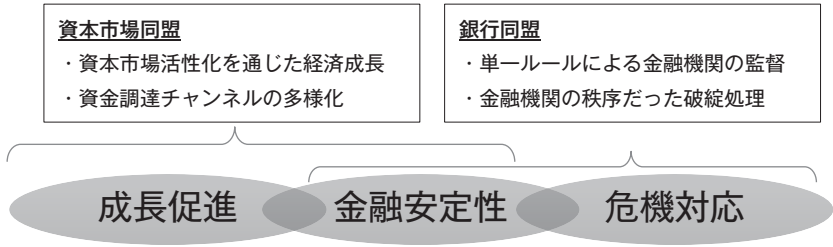
② EUの証券化市場の発行規模を金融危機以前の平均的な水準に戻すことができれば、銀行は民間部門へさらに一、〇〇〇億ユーロ以上の資金供給ができていた。特に中小企業向け融資の

証券化が危機以前のピークに対して半分程度に回復するだけでも、銀行は中小企業への融資を二〇〇億ユーロ増やすことができる。

③ 金融危機後、多くのEU加盟国が緊縮財政に転じたことや税収が低下したことによって、多くの公共投資が先送りされてきた結果、新規および更新のために必要とされるインフラ投資は、EU全体で二〇二〇年までに最大二兆ユーロに上る。

したがってEUでは、長引く景気低迷により資本不足に陥っている中小企業や成長企業、新規および更新のためのインフラ投資など多くの資金需要があるにもかかわらず、資本市場の活用が進まないことが、例えば②で指摘されているように、直接金融だけでなく銀行融資の拡大をも阻害する要因となっている。自己資本比率の強化を求めら

図表1 資本市場同盟に期待される役割



〔出所〕 筆者作成

れている銀行は、証券化市場を利用してリスク資産をバランス・シートから切り離そうとしても、金融危機以降、証券化商品の保有に関する規制の強化などから市場規模そのものが縮小してしまっている。銀行が資産側で融資を絞らざるをえないことが経済の悪化へとつながり、さらに銀行のバランス・シートが傷むという悪循環を生んできたのである。こうした背景によって、資本市場を活性化させるための広範かつ一体的な制度の見直しが必要との機運が高まったことが、本稿の取り上げる「資本市場同盟」構想につながっている（図表1参照）。

三、資本市場同盟の概要

冒頭でも述べたように、資本市場同盟（CMU）とは資本市場に関連する様々な既存制度の改

正などを取りまとめた政策パッケージの呼称であり、CMUに関連する分野は非常に多岐にわたり、六つの大項目、二〇の中項目、そして三三のアクションが設定されている。アクションにはそれぞれ期限が設けられ、全体では二〇一九年までが達成目標となっている（図表2参照）。

以下では、アクション・プランのなかでも特に注目すべき取組みについて、概観する。

(1) 証券化市場活性化に向けた施策

先に見た通り、証券化市場の振興は、銀行のリスク移転機能を高めることで、結果として新たな中小企業向け融資に対する銀行の余力の確保につながることから、欧州委員会も関連法案をアクション・プランと同時に公表するなど力を入れていく。この分野の取組みの柱は、高品質な証券化商品の規格化と、その規格を満たす証券化商品へ

の優遇措置の二つといえる。

二〇一五年九月三〇日、欧州委員会は、シンプルで透明性があり標準化された証券化（STS証券化）に関する規則案および資本要求規則（CR R：Capital requirements regulation）改正規則案を公表した^②。

まず、前者のSTS証券化に関する規則案では、自己資本規制上の優遇措置を受けることができる「STS（simple, transparent and standardised）」の基準を次のように定義している。

・「シンプル基準」：資産の均質性、再証券化ではないことなど

・「透明性基準」：デフォルト・損失履歴（非リテール向けエクスポージャーは七年以上、リテール向けは五年以上）、組入資産などの情報

開示

EUにおける資本市場活性化策の動向

図表2 資本市場同盟アクション・プランの概要

1. イノベーション、スタートアップ、非上場企業のための資金調達		
VCとエクイティ・ファイナンスへの支援	汎欧州VCファンド・オブ・ファンズおよび多国籍ファンドの提案 EuVECA、EuSEF規則の見直し VCおよびベンチャー投資家への税制上のインセンティブに係る調査	16年Q2 16年Q3 17年
SME投資に関する情報障壁の克服	SMEからの融資申請を不受理とする銀行からの情報の整備・強化 ベスト・プラクティスの促進に向けたEU内の地方・中央政府による既存の支援やアドバイス機能に係る情報システムの策定 SMEに係る汎欧州情報システムの開発や支援の在り方の検討	16年Q2 17年
革新的な企業資金調達方法の促進	クラウド・ファンディングに関する報告書 ファンドによるローン組成の連携手法の開発と将来のEUとしての枠組みの検討	16年Q1 16年Q4
2. 公開市場における企業の参入や資金調達の容易化		
公開市場へのアクセスの強化	現代的な目論見書指令の提案	15年Q4
	公開市場やSME成長市場でのSMEの上場に係る規制上の障壁の検証	17年
	市場流動性の改善に焦点をあてたEU社債市場の検証	17年
エクイティ・ファイナンスの支援	共通統合法人課税標準の立法化の一環としてのデット・エクイティ・パイアス問題への取り組み	16年Q4
3. 長期投資、インフラ投資、持続可能な投資		
インフラ投資の支援	保険会社によるインフラおよび欧州長期投資ファンドへの投資に係るソルベンシーII上の資本賦課の調整 銀行に対するCRRの見直し、必要であればインフラ投資に係る資本賦課の調整	15年Q3 継続
	EUの金融サービスに係るルールの一貫性の確保	金融規制改革の累積的な影響に関する根拠に基づく情報提供の照会
4. リテール投資家および機関投資家による投資の促進		
リテール投資のための選択肢と競争の促進	リテール金融サービス・保険に関するグリーン・ペーパー	15年Q4
リテール投資家により良い条件を得るための支援	EUリテール投資商品市場の検証	18年
退職に備えた貯蓄の支援	汎欧州個人年金の創設に向けた政策枠組みの検証	16年Q4
機関投資家及びファンド・マネージャーの機会の拡大	ソルベンシーIIにおけるプライベート・エクイティおよび私募債の健全性規制上の扱いの検証	18年
	投資ファンドのクロスボーダーな販売に係る主要な障壁に関する市中協議	16年Q2
5. 経済全体を支えるための銀行のキャパシティの活用		
地域金融ネットワークの強化	全EU加盟国がクレジット・ユニオンに対しEUの銀行資本規制の枠外での認可を与える可能性の検討	継続
EUにおける証券化市場の構築	シンプルで透明性があり標準化された証券化(STS証券化)に係る提案および銀行に対する資本賦課の見直し	15年Q3
経済全般への銀行ファイナンスの支援	カバード・ボンドに係る汎EUの枠組みおよびSME融資に係る同様の枠組みに関する市中協議	15年Q3
6. クロスボーダー投資の促進		
クロスボーダー投資に対する各国の障壁の除去	資本の自由移動に対する各国の障壁に関する報告書	16年Q4
クロスボーダー投資に係る市場インフラの改善	証券保有に係る法制、債権譲渡の第三者効果への重点的な対策 清算・決済において残存する障壁(ジョハンニーニ・バリア)の除去についての進捗の検証	17年 17年
破産手続きの収斂の促進	会社破産に係る立法発議、特に資本の自由な移転に係る最も重大な障害への対処	16年Q4
クロスボーダーな税障壁の除去	源泉徴収税の手続きにおける源泉優遇方式のベスト・プラクティスと行為規範 年金基金や生命保険のクロスボーダー投資への差別的な税障壁に関する調査	17年 17年
監督体制の収斂強化と資本市場機能の構築	資本に係る単一市場の機能改善に向けた監督体制収斂に関する戦略 ESAの資金調達とガバナンスに関するホワイト・ペーパー 加盟国に対する資本市場機能育成のための技術支援の提供に関する戦略の開発	継続 16年Q2 16年Q3
金融安定性の維持に係る機能強化	EUのマクロプルーデンスに関する枠組みの検証	17年

注 VC : Venture Capital、SME : small and medium-sized enterprises、EuVECA : European Venture Capital Funds、EuSEF : European Social Entrepreneurship Fund、CRR : Capital Requirements Regulation、ESAs : European Supervisory Authorities。

[出所] European Commission (2015a), Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM (2015) 468 final.

・「標準化基準」…リスク・リテンション（オリジネーターあるいはスポンサーによる5%以上の保有）、デリバティブの組入に関する規定など

さらに、CRR改正規則案ではSTS証券化のクレジット基準として、下記を定める。

- ・「アンダーライティング基準」…資本要求指令（CRDIV）の要件を満たすこと
- ・「グラニユラリティ基準」…単一債権者へのエクスポージャーが1%以下であること
- ・「リスクウエイト基準」…各エクスポージャーのリスクウエイト（住宅向けが40%など）

これらSTS基準とクレジット基準の双方を満たすSTS証券化については、ほとんどの格付けにおいてバーゼルⅢで求められるものよりも低い

数値のリスクウエイトを適用することができる。例えばシニア・トランチ（一年満期）で格付け階層七のものは、バーゼルⅢでは60%のリスクウエイトを求められるが、それが40%に軽減される。

欧州委員会によれば、もともと世界金融危機時にもEU域内で発行された証券化商品のデフォルト率は低く、現在、既発行の証券化商品についても約七割がこのSTS基準を満たしているとされる。このように、高品質な証券化としてのSTS証券化へのインセンティブを高めることで、証券化市場の規模の拡大と同時に金融安定性の維持につながることを期待されている。

STS規則案およびCRR規則改正案は二〇一六年一月に欧州議会の委員会にて投票を行う予定であったが遅れているようである。二〇一六年末時点では審議状況が更新されていない。

(2) 長期投資・インフラ投資の活性化に向けた施策

アクション・プランに掲げられた具体的な施策で、もう一つ注目されるのがインフラ投資の活性化である。S T S 証券化に関する制度改革と同様に、保険会社にかかわるソルベンシー規制の改正によって資本賦課を軽減することを柱とする。同規則改正案は、二〇一六年四月よりすでに適用が開始されている。

先に述べたように、E Uでは二〇二〇年までにインフラ投資で新規・更新あわせて最大二兆ユーロが必要とされている（交通、エネルギー、通信で一兆ユーロ、その他で一兆ユーロ）。しかし、特に南欧を中心に財政上の制約を抱える加盟国がある一方、金融危機後は銀行部門もデレバレッジを進める過程でインフラへのエクスポージャーを減らしている。その中であって、長期資金を必要

とし、安定的なキャッシュフローが見込めるインフラ投資と、長期運用を基本とする年金基金や保険会社は相性がよいといえる。そこで、欧州委員会は、保険会社がインフラ投資に関わるエクスポージャー対して保有すべき資本について、その特性に見合った水準調整が行われるべきとし、資本市場同盟アクション・プランと同時に公表されたソルベンシーII規則案では、まず、「適格インフラ投資」の概念を設け、予見可能な長期的キャッシュフローを生み出すこと、リスクの明確化・管理・モニタリングを適切にできること、などの要件を設定した。その上で、適格インフラ投資については、従来のソルベンシー規制から資本賦課を軽減する。また、インフラ等への長期資金を供給することを目的にE U標準としての認可を受ける欧州長期投資ファンド（ELTIF）についても、同規則案において資本賦課の軽減の対象

となることが規定され、インフラ投資への資本賦課の軽減は二〇一六年四月から適用が開始されている。

(3) 中小企業支援に向けた施策

アクション・プランでは、証券化市場を通じた中小企業への資金供給だけでなく、さまざま施策を通じた中小企業支援も盛り込まれているので、そのうちのいくつかを紹介する。

・ 中小企業による公開市場での資金調達支援

中小企業が公開市場で資金調達するにあたって負担ないし障壁となっているものとして、目論見書の作成がある。そこで、アクション・プランでは、目論見書指令を見直し、目論見書が必要となる要件の改訂、記載事項や認可プロセスの見直しなどを実施することが打ち出されている。二〇一

五年一月に改正案が公表され、目論見書が必要となる公募増資の金額水準の五〇〇万ユーロから一、〇〇〇万ユーロへの引き上げのほか、指令から規則への格上げなどが盛り込まれている。本改正案は、二〇一六年一月に欧州委員会、閣僚理事会、欧州議会の三者が合意に達している。

・ ベンチャー・キャピタル・ファンドの支援

欧州委員会は、起業家の成長支援と資金調達においてベンチャー・キャピタル（VC）がカギになるとする。しかし、欧州VCファンドの平均規模は米国の約半分の六、〇〇〇万ユーロに過ぎず、VC投資の九〇%が英独仏など八カ国に集中している。そこで、資本市場同盟アクション・プランは、欧州VCファンド（EUVECA）規則及び欧州ソーシャル・アントレプレナーシップ・ファンド（EUSEF）規則を改正し、大手運用

会社も参入できるように、運用資産残高の上限を五億ユーロへ引き上げることなどを提案している。

・銀行による中小企業融資の促進

資本市場同盟は基本的に、銀行依存度の高いEUにおいて、証券市場を介した資金余剰主体から資金不足主体への資金フローの促進を志向するものである。しかし、中小企業に対する金融支援については、銀行融資の果たす役割も重要であり続けるとの考え方から、アクション・プランでは、銀行融資に関わる施策も打ち出されている。例えば、銀行が中小企業の融資申請を拒否した場合のフィードバック強化について業界団体と協働することや、汎欧州の中小企業の信用情報データベース構築についてECB・各国当局と協働すること、などが掲げられている。

四、資本市場同盟アクション・プランに対する評価

資本市場同盟アクション・プランに対する金融業者・業界団体等の初期の反応は総じてポジティブなものとなっている。総花的にも見えるが、前述の通り、資本市場同盟は元々政策パッケージとしての性格を有するものであり、証券化に係る資本要件の緩和にしてもインフラ投資に係る保険会社のソルベンシー規制緩和にしても、個々の成果というよりも、その累積的な効果が期待されることである。その上で、資本市場同盟が今後、真に欧州資本市場の発展・統合に貢献していくための注目点として、以下の二点を挙げたい。

第一は、資本市場の活性化に向けたインセンティブ強化のために、税制や会社法に関連する領

域にどこまで踏み込めるか、という点である。図表2の「六、クロスボーダー投資の促進」に挙げられている証券保有法制や破産法制、源泉徴収税手続きに加え、デット・エクイティ・バイアスの問題といった税法・会社法の領域は元々、各国の所管事項とされてきたものであり、これまでEUレベルで数十年に渡り統一・調和化が阻まれてきたところである。実際、それらについては、「取り組み」「報告書」「検証」「調査」といった言葉が目立つ。しかし、こうした高いハードルをクリアしてこそ、資本市場同盟が有意義なものになるとも言える。例えばECBは、資本市場同盟のグリーン・ペーパーへのコメントとして、早期に成果を出せる施策への取り組みによって肝心な施策の遅滞を招いてはならないとして、真に必要なのは、破産法制、会社法、金融課税の調和化などの野心的な取り組みだとした。特に税制では、デッ

ト・エクイティ・バイアスを取り除くべきだとした。直近では、欧州委員会が、二〇一六年一〇月に共通法人税課税標準指令および共通連結法人税課税標準指令に関する改正案を提出しており、こうした問題への取り組みは、EUにおける政治統合・税財政統合の議論、更には英国のEU離脱交渉にも関わってこよう。

第二は、規制の累積的な影響に関する情報募集から何が出てくるか、という点である。バーゼルⅢをEUルールに導入したCRR/CRDⅣなど、既に適用開始しているものに加え、MifidⅡ/Mifirにおける非エクイティ性商品に係る透明性要件、MMF規制など、今後施行されるEU規制、現在議論中のEU規制でも市場流動性等に悪影響を及ぼし得るものは多い。実際、金融規制強化の市場流動性への影響については、様々な指摘がなされている。例えば、グローバル

金融市場協会（G F M A）と国際金融協会（I I F）がプライスウオーターハウスクーパーズに委託したグローバル金融市場における流動性に関する調査では、バーゼル規制の強化に伴って銀行がクレジットやコモディティのトレーディング資産を圧縮しており、ハイ・イールド債を中心にマーケット・メイカーの減少、ソブリン債や社債の回転率の低下が生じていることが報告されている。

また、格付機関のムーディーズは、M i f i d I I / M i f i r の非エクイティ性商品の透明性要件を受けてマーケット・メイカーが取引を控えるようになる結果、運用会社は取引の迅速性・効率性を確保するべくファンドの規模を制約せざるを得なくなり、新たなトレーディング・プロセス構築に係るコスト増と相まって、大手運用会社にとってクレジット・ネガティブになるとの見通しを立てている。資本市場同盟アクション・プランで

は、プライマリー市場の活性化策が中心となっているが、今後、企業の調達コストを引き下げ、機関投資家・個人投資家に収益機会を提供していくには、セカンダリー市場の活性化策も求められよう。

いずれにしても資本市場同盟の構築は、二〇一九年を目標とする息の長い取り組みである。本年はその折り返し地点といえ、中間報告の取りまとめに向けて二〇一七年一月二〇日から三月一七日までのパブリック・コンサルテーションが開始されている。本年中には公表される予定のため、これまでの取組みの成果と目標達成に向けた具体的なプロセスの提示が期待される。

参考文献

European Commission (2015a). *Action Plan on building a Capital Markets Union*. COM (2015) 468 final.

European Commission (2015b), Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL laying down common rules on securitisation and creating a European framework for simple, transparent and standardised securitisation and amending Directives 2009/65/EC, 2009/138/EC, 2011/61/EU and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 648/2012, COM (2015) 472.

European Commission (2015c), Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EU) No 575/2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms, COM (2015) 473 final-2015/0225 (COD)

European Commission (2016a), *Capital Markets Union: First Status Report*, SWD (2016) 147 final.

European Commission (2016b), *Capital Markets Union- Accelerating Reform*, COM (2016) 601 final.

(註)

- (1) European Commission (2015a).
- (2) European Commission (2015b), European Commission (2015c).

※本稿の成果の多くは、二〇一六年にロンドンを訪れた際にお会いした神山哲也氏（野村資本市場研究所ロンドン事務所長）から提供して頂いた資料、ならびに公益財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成によるものであり、記して感謝を申し上げます。

（たかはし かずや・当研究所研究員）