



日本取引所グループ
ロンドン駐在員事務所
アンナ・ヒル

—連載（第11回）—

EU “資本市場同盟” 構想

■ 1. はじめに

2014年11月初めに欧州委員会（EC）の委員長に就任したジャン＝クロード・ユンケル氏は、就任直後の11月26日に、「欧州投資プラン（An Investment Plan for Europe）」を発表し、金融危機以降、景気低迷が続き、投資が落ち込んでいる欧州の状況について、投資活性を通じて、雇用促進、長期成長、競争力強化そして景気回復を図っていくための長期プランを発表した。この欧州投資プランは、現状を改善するために、3年間で総額3,150億ユーロの投資をEU域内で創出することを目標としている。

ECは、3,150億ユーロの投資を呼び込むための先導役として、欧州戦略投資基金というもの設立することを考案した。ECは、この基金に必要な最低額を210億ユーロと算定し、160億ユーロをEU予算から、そして50億ユーロを欧州投資銀行から調達し、民間投資

家も、この基金に出資することを可能とする計画を立てた。しかし、発表後、この長期プランは、多くの欧州のメディア及び政治家から支持を得ることができず、「果たして210億ユーロが3,150億ユーロの投資総額を呼び込むようなことができるのか」、「そもそも3,150億ユーロがEU景気を浮揚させる額として適切なのか」など、プランの基本骨格が全て「非現実的」として否定的に受け止められた。ただ、その長期投資プランの中でも、金融業界及び政治家から好意的に受け止められたものがあつた。その1つが資本市場同盟（Capital Markets Union）という構想だった。

資本市場同盟の構想案は、ECの金融安定・金融サービス・資本市場同盟担当であるLord Jonathan Hill（以下、ヒル卿）が主体となって作り上げられた。2月18日には、ヒル卿自らが具体的な提案を盛り込んだグリーンペーパー（Green Paper）を発表した。その後、3ヶ月間のコンサルテーション手続きが行われ、先月8日、再びヒル卿が、寄せら



れた700以上ものコメントに対する考え方を反映した今後の方向性を公聴会で発表した。

本稿では、ヒル卿が公聴会で発表した内容を概括するとともに、今後の展開にかかる私見を述べたい。

■ 2. 資本市場同盟の3つのテーマ

資本市場同盟とは、欧州連合（EU）が構築しようとしている欧州の単一資本市場のことである。株式、債券、デリバティブなど様々な金融商品の取引市場は、各国それぞれの法制度や仕組みの下で運営されているが、それらを統合することで様々な利便性を図っていくというものである。

先月8日、ヒル卿は、資本市場同盟を実践していくにあたり、3つのテーマがあることを明らかにした。

テーマ1. 成長段階に応じた企業の資金調達の方法を容易にすること

テーマ2. 投資家への投資機会を創出すること

テーマ3. クロスボーダーの投資を促進すること

以下に、それぞれのテーマでの具体案を紹介したい。

(1) テーマ1：成長に応じた企業の資金調達の方法を容易にすること

グリーンペーパーに記載された喫緊の優先課題の多くは、企業（特に中小企業）の資金調達方法に関連するものだった。欧州は、米国と比較してこれまで銀行からの資金調達に依存している傾向にある。これからも銀行融資は欧州経済を支える中心となり続けるであろうが、リターンも高いがリスクも高い中小企業が事業拡大の際に銀行融資を受けることは現実的に容易ではなく、中小企業と投資家の結び付きをいかに容易にするかが重要となった。

中小企業における銀行に依存しない形式での資金調達（ノンバンク・ファイナンス）の状況を欧米と比較すると、欧州は米国の半分以下で、この点を改善していく必要があった。具体的には、目論見書（プロスペクタス）指令を改正して、中小企業が上場する際の負担軽減を検討することとし、プロスペクタスに係る作成の要否、記載する情報、及び承認プロセスを見直すこととした。この見直しは本年の秋に行われる。

また、グリーンペーパーでは、欧州における私募市場の発展も提案された。米国の私募市場は中型規模の企業への投資ツールとして利用されているのに対し、欧州の私募市場は加盟国別に設立され、規制等は国別で異なっており、クロスボーダーの利用が難しいという現状が指摘された。そこで、私募に関して、欧州共通の市場慣行、書類の標準化を行うこ



となどが提案された。ただ、このクロスボーダーの私募市場を実現する上では、資金の出し手となり得る生命保険会社の支払余力規制（ソルベンシー II）や、源泉徴収税制など、解決すべき論点がある。この提案に寄せられた意見としては、現状の私募市場の規制は各国で異なり、クロスボーダーの利用は確かに難しいが、この提案の実践は、規制当局が主導して行うのではなく、あくまでマーケットに関わる業界及びマーケットのニーズを反映して行われるべきとの意見が多く寄せられ、ヒル卿も「確かに規制主導の考え方は適切でない場合もある」として同意した。

なお、ヒル卿は、私募以外でも中小企業の資金調達を容易にしていくために、エンジェル・ファンディング、インターネットを利用したクラウドファンディングの仕組みを整備していく考えを示した。

さらに、グリーンペーパーでは、証券化市場についても提案がなされた。証券化市場は、2007年の金融危機以降、低迷が続き、2014年の発行額は危機前の半分にも満たない。そのため、モーゲージのような資産を集約して投資商品にする仕組みが機能することは、銀行の貸出し能力を高めることにもなり、持続性ある高いクォリティの証券化市場が確立されることに繋がる。ヒル卿はこの点を重要視し、証券化市場に関して詳細な提案を行った。寄せられた意見の多くは、全ての証券化商品に問題があるとみなすべきではないというものだった。なお、ヒル卿は、欧州中央銀行、イ

ングランド銀行、IOSCO等と協力して、透明性高く、簡便な仕組みの証券化商品の枠組み作りを推し進めていく予定である。

(2) テーマ 2：投資家への投資機会を創出すること

第 2 に、機関投資家や個人投資家に投資機会を創出することは、資本市場同盟の成功に欠かすことができない。ヒル卿によると、保険・年金ファンド等の長期投資の機関投資家においては、最近、株式より債券投資を行う傾向にあり、現行の規制の枠組みがこの傾向に拍車をかけているという。また、個人投資家においても、株式市場に参加している個人投資家の数は1970年代から継続的な減少傾向にあり、この原因は市場の信頼性欠如にあると言われている。

この傾向に対応すべく EC は、2016 年から導入する EU 保険市場規制の Solvency Directive II で、様々な投資アセットのクラスに応じて自己資本の算出を可能にしたり、保険会社の自己ファンドの構成要件についてもリスクに応じた投資を可能にするなどの改正を行い、長期投資が促進される方策を盛り込んだ。加えて、現在各国で定められている投資対象の制限を解消することとした。さらには、Solvency Directive II 以外では、個人の資金を企業を通じて投資に向ける企業年金というものを EU 全加盟国に拡大することもグリーンペーパーで提案された。

現在、欧州においては、個人投資家の多く



が年金ファンド等、共同ファンドを通じて投資している。UCITSファンドは、個人投資家も投資できる機会を提供している。2013年のデータでは、ユーロ圏の投資ファンドにおける個人投資家の利用割合は26%だけだった。ECは、この点の改善の必要性を考え、グリーンペーパーで、UCITSファンドへの参加を高める方策を提案した。その方法の1つが、一般の個人向けの教育プログラムである。また、このような具体策と同時に、ECは、個人投資家の参加を高めるために最も重要なことは、資本市場の信頼性を回復することだと指摘した。

(3) テーマ3：クロスボーダーの投資を促進すること

欧州は、各国において資本市場の発展度合いが異なり、自国の中小企業を資本市場を通じて成長させることを考えた場合、クロスボーダーの投資を活発化させることが重要である。とりわけ、前述のとおり、欧州は、企業の資金調達に銀行に多くを依存してきた背景があり、中小企業は、銀行の融資姿勢にその成長が大きく左右された。そのため、欧州域内の資本市場そのものの機能を向上させ、かつ域内の投資・取引を活発化させること、そして、そのための障害になっているものを取り除くことが不可欠である。具体的には、支払、担保及び担保に関係する各国の法令にかかわるもの、特に中小企業の信用情報を網羅した情報の欠如などインフラに起因したも

の、又は税制に関するものであり、これらは改正されるべきと、グリーンペーパーで提案された。

これに対して、寄せられたコメントの多くは、税制に関しては、実務に配慮したものにされるべきというものだったが、その他は、解決があまりにも難しい問題に労力を費やすべきではないといったものだった。

ヒル卿は、寄せられたコメントに同意を示し、さらに、税制を例にとっても、源泉徴収の課税方法や二重課税といった難しい問題も取り組んでいくということ、そして、破産手続きが異なるという問題もクロスボーダー投資を活性化していくためには解決すべきであるという考えを示した。さらに、この点の解決方法としては、今度、各国で利用してもらえそうな、そして各国の規制当局間の協力を促すような既存のベストプラクティスを早く示すことが1つの切り口になるのではとした。

また、金融市場に対する監督について寄せられたコメントは、資本市場の発展のためには、自国内、またクロスボーダーでの適切な枠組みが必要で、金融危機以降の一連の監督強化の取組みに肯定的なものが多かった一方で、全ての者に便益をもたらすような欧州の単一ルール及び資本市場の深化は、各国における既存の監督権限を1つに集約することを促進していくことが必要という意見、そして、マクロ・プルーデンシャルな枠組みが、各国レベル、EUレベル、そして更なる国際的なレベル、資本市場の発展に適切な仕組みとし

て必要だとする意見であった。

■ 3. これからの展開

既述のとおり、欧州投資プランが冷ややかに受け止められた一方で、資本市場同盟の構想はデジタル単一市場とエネルギー同盟と並んで好意的に受け止められ、本年2月、ヒル卿が具体案を発表した際も、反EU感情が高い英国ですら、オズボーン財務大臣が中小企業の資金調達に関する点を称賛し、英国の企業に大きな利益をもたらすだろうと述べた。欧州のバイサイドのロビー団体である投資協会（The Investment Association）及びセルサイドの代表である欧州金融市場協会（Association for Financial Markets in Europe）も、賛成の意見を示した。しかし個人投資家の可能性を過大評価している点や、最初から乗り越えるべき障害が多すぎる点を懸念する声も多く挙がった。また市場関係者の間では、このような大きな計画を考える前に、まだ決着のついていない規制である欧州の金融商品市場指令（MiFID II）やEUのOTCデリバティブ指令（EMIR）等を完了する必要があるのでないかという意見もある。

グリーンペーパーによる具体案の提示、そして、それに対する数多くのコメントを得て、ヒル卿の次なるステップは、一連の手続きを踏まえて、2019年までに、資本市場同盟を機能させていくうえでの具体的計画（“Building blocks”）を作り上げることである。そのた

めには、EU加盟国が協調して議論を進めていく必要があるが、反EU感情が高まっている国もあり、見通しが明るいとは言えない。特に、英国が2017年にEU離脱を問う国民投票を控えていることも、EUにとっては障害になり得る問題である。

資本市場同盟は、戦後、欧州が目指そうとした方向性であるため、総論では反対する声は聞こえてこない。しかし、このような壮大な構想に、4年間で具体的な結論を出そうとすることには時間が短すぎるとして、多くの市場参加者が懸念しているし、実際に越えるべき壁は高いと言えよう。また、金融危機で傷ついた市場への信頼に対して、資本市場同盟が特効薬になるわけでもない。壮大すぎる構想に、ヒル卿がどのように議論を主導していくのか、その動向を注目していきたい。

〔ソース〕

- ・ http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/index_en.htm
- ・ <http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-30205776>
- ・ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN>
- ・ http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-15-5137_en.htm
- ・ <http://www.afme.eu/Capital-Markets-Union/>
- ・ <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/11420071/Europe-launches-blueprint-for-capital-markets-union.html>
- ・ <http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/11421126/Why-Lord-Hills-plans-for-a-capital-union-are-fundamentally-flawed.html>