

EU の東方拡大と中・東欧の金融・資本市場

鈴木 武

要 旨

EU は現在中・東欧諸国を含む13ヶ国を新たな加盟候補国とし、うちトルコを除く12ヶ国と本格的な加盟交渉を進めている。2000年12月には EU 拡大を前提にした EU 側の機構改革が合意された。2002年末までに加盟交渉は終了し、2004年中に10ヶ国の加盟が実現する見通しである。1989年秋の東欧革命から12年、旧東欧諸国は「欧州復帰」を国家目標に掲げ、政治・社会の民主化、市場経済化に取り組んできた。EU 加盟は社会主義から市場経済への体制移行の総仕上げとも言えるものである。加盟条件のうち①政治的条件②経済的条件はほぼ達成され、現在③EU 法に基づく社会・経済体制への構造改革を推進している。既存加盟国との経済格差が大きいいため改革の中心は持続的成長を果たすための経済各分野の効率的な市場造りにある。中でも金融・資本市場の近代化は国営企業の民営化と並んで緊急の課題である。中・東欧諸国の金融市場は制度的には既に EU 並みに整備され、銀行の民営化がほぼ完了、地場・外資系銀行の競争原理が貫徹し、多様な金融サービスが導入されつつあり、今後の発展が期待できる。資本市場は発展の緒が付いたばかりだが、欧州統一証券取引所への参加をにらみ、規制・制度面が整備されつつあり、世界の投資家が注目するエマージング・マーケット（新興市場）となっている。

目 次

I. EU 拡大への中・東欧諸国の対応

1. 加盟交渉経緯
2. 経済格差の問題
3. 交渉の加速化
4. 10ヶ国が2004年加盟見込み

II. 中・東欧金融市場の発展

1. 事実上 EU 経済圏
2. 金融市場の発展
3. 証券市場の育成

はじめに

EU (欧州連合) の歴史は、欧州統合の「深化」と「拡大」のくり返しである。前者は1993年に市場統合が実現し、99年に通貨統合 (EMU) がスタート、今年3月にユーロに統合された。後者は95年に加盟国が15ヶ国に拡大、今また旧東欧諸国・バルト三国への拡大がホットな課題となっている。現在 EU への加盟候補国は中・東欧諸国を中心に13ヶ国を数え、そのうちトルコを除く12ヶ国と本格的な加盟交渉がなされている。

EU の東方拡大については EU, 中・東欧諸国双方にとって課題が山積している。その内 EU 側の最大の焦点は機構改革である。EU の機構改革は、97年6月のアムステルダム欧州理事会で討議され、99年12月のヘルシンキ欧州理事会で2002年末までに制度的準備を完了する旨公約された。そして2000年12月フランスのニースで開かれた EU 首脳会議で、①EU の意思決定機関である閣僚理事会の特定多数決持ち票数の見直し、②特定多数決の適用範囲の拡大、③政策執行機関である欧州委員会の委員数および国別配分の見直し、④欧州議会の議席数および国別配分、が一応の合意をみた。ニース条約 (EU 基本条約の改正) は2001年2月加盟国で調印され、現在各国で批准作業が行われ、2002年中に発効予定である。さらに2004年の政府間協議でニース条約を見直すことが合意された。拡大の焦点は加盟候補国との加盟交渉の実質的進展いかんにかかっている。

I. EU 拡大への中・東欧諸国の対応

1. 加盟交渉経緯

1989年秋の東欧革命から12年、旧東欧諸国は「欧州復帰」を国家目標に掲げ、政治・社会の民主化、市場経済化に取り組んできた。

91年12月に欧州共同体 (EC) とポーランド、ハンガリー、チェコ・スロバキア (当時) との間で欧州 (連合) 協定が調印され、将来の加盟を目指し各国国内法を EC 基準に合わせる作業が、94年2月開始された。そして同年3月ハンガリーが最初の EU (当時 EC) 加盟申請を行い、その他の中・東欧諸国も順次加盟申請に至った。EU との加盟交渉開始には、93年6月のコペンハーゲン欧州理事会で合意された加盟3条件の達成度が判断基準とされた。これは①政治的条件②経済的条件③「アキ・コミュニテール (Acquis Communautaire) - EU 法の総体 - の遂行義務を負う能力、の3点である (コペンハーゲン基準と呼ぶ)。97年7月ベルリン特別欧州委員会は「アジェンダ2000」 (EU の拡大とそれに伴う EU の財政改革を提案した戦略文書) を発表、加盟申請国が満たしている条件を国毎に評価し交渉を開始する事を勧告した。これを受けて同年12月ルクセンブルグ欧州理事会で98年3月より加盟候補第一グループ6ヶ国 (ポーランド、ハンガリー、チェコ、エストニア、スロベニア、キプロス: 以後ルクセンブルグ・グループと呼ばれる) と欧州委員会の交渉開始が決定された。その後99年12月のヘルシンキ欧州理事会で加盟候補第二グループ6ヶ国 (スロバキア、ルーマニア、ブル

ガリア、ラトビア、リトアニア、マルタ：ヘルシンキ・グループと呼ばれる）との交渉開始が決定され、2000年2月交渉がスタートした。その後旧ユーゴスラビア連邦コソボ地区における紛争解消後、第一、第二グループの区別なく12ヶ国一括した加盟交渉となった。

しかし中・東欧諸国は加盟交渉で多くの困難な課題を抱えている事が明らかになった。

2. 経済格差の問題

(1) EU との格差大

加盟交渉を行っている中・東欧10ヶ国の人口は合計約1億500万人で東西が統一した新生ドイツを上回る。しかしGDP規模や一人当たりGDPではドイツの6分の1にすぎない。一人当たりGDPがトップのスロベニアはEUの中で最低のギリシャに近いが、他はチェコを除いて10年経っても追いつけない（表1）。EU各国は国内に経済的に遅れた地域を抱えており、そこに更に遅れた中・東欧諸国を入れる必要があるのかと言う素朴な国民感情を無視できない。

(2) 中・東欧内部の格差顕著

加盟候補第一グループのルクセンブルグ・グループはエストニアを除いて「アジェンダ2000」発表当時（97年7月）、コペンハーゲン基準の①政治的条件 ②経済的条件、をほぼ満たしていた。他方第二候補グループであるヘルシンキ・グループ国はほとんどが不十分で、99年3月時点でようやくスロバキア、ラトビア、リトアニアが政治的民主化が定着し、経済が安定しつつあると評価された。しかしブルガリア、ルーマニアは政治的に落ち着きつつあるが、IMF管理下で経済再建に取り組んでいる最

中であった。一人当たりGDPでみるとスロベニアとブルガリアでは7倍の開きがあった。

この格差は体制転換後の市場経済への対応スピードと外国からの資金流入の大きさ、によりもたらされた。ルクセンブルグ・グループは東欧革命後の混乱の中で、IMF指導下早い時期に通貨安定を目指して金融・財政引締め政策を採用した。その結果当初は物価の高騰、国内需要の急激な落ち込みで経済は不振を極めたが、93年半ば以降インフレが沈静化し、為替の安定により輸出が伸長、内需も下げ止まり、マクロ経済は回復を示した。同時に外資導入・金融・国営企業民営化・外国為替管理など経済分野の規制緩和に取組み、民間部門生産高の対国内総生産（GDP）比率が95年には軒並み60%を超えるようになった。国民が転換期の困難に耐え、適応能力を示した上、貿易・金融面での西側の強力な支援があった。旧ソ連・東欧諸国の市場経済化支援のため設立されたEBRD（欧州復興開発銀行）の資金供与の大半が、この地域のインフラ整備、民営化、金融制度改革に投入され、EUは「PHERA」プログラム（中・東欧諸国13ヶ国対象の無償援助）で約100億ユーロを援助した。西側からの直接投資は90-95年累計で同地域を中心に200億ドルを超えた。

一方ブルガリア、ルーマニアは旧社会主義体制が根強く残り、政治の民主化・経済改革が不徹底で、旧ユーゴスラビア内戦の影響もあり、90年代半ばまで政治・社会の混乱が続いた。IMF・西側政府による支援は94年頃から本格化した。国営企業民営化や金融改革が進まず、頼みの外資も中欧の4分の1にとどまった。EU加盟も「ヨーロッパの柔かい脇腹」と呼ばれ、歴史的に民族紛争が絶えないバルカン

表 1 中・東欧加盟候補国の現状 (1998年) <加盟条件－コペンハーゲン基準>

国 名	名目 GDP (10億ドル)	人 口 (100万人)	GDP／人 (ドル)	EU 加盟 申請日	<政治> 民主主義 定 着	<経済> 市場経済 定 着	<能力> EU 法制 受入能力
ポーランド	151.7	38.6	3,918	94年4月	◎	◎	○
チェコ	55.0	10.3	5,344	96年1月	◎	◎	○
ハンガリー	48.3	10.1	4,771	94年3月	◎	◎	○
スロベニア	19.8	2.0	9,912	96年6月	◎	◎	△
エストニア	3.8	1.4	2,680	95年11月	○	○	○
ルーマニア	38.2	22.4	1,698	95年6月	△	×	×
スロバキア	20.4	5.4	3,778	95年6月	×	×	×
ブルガリア	12.2	8.3	1,461	95年12月	△	×	×
リトアニア	10.7	3.7	2,874	95年12月	◎	×	△
ラトビア	6.4	2.4	2,639	95年10月	○	×	△
合 計	366.5	104.6	3,907				

<参考>

ド イ ツ	2,133	82.2	25,974
ギ リ シ ャ	120.7	10.6	11,389

(注) 国名が濃いのが旧ルクセンブルグ・グループ。記号は◎：基準を達成済 ○：達成見込 △：不充分 ×：達成困難
〔出所〕European Marketing Data and Statistics 2000, 欧州委員会『アジェンダ2000』より作成。

地域の政情安定を図る EU の政治的思惑から認められたものと言える。しかし経済格差が大きいま加盟を認めると将来の EU の成長の妨げになり、単一通貨ユーロの対外信用に動揺を与える恐れがある。

3. 交渉の加速化

さらに厄介な問題は中・東欧諸国のアキ・コミュノテール受入状況である。これまで全体で31項目に及ぶ交渉分野のうち、ルクセンブルグ・グループでも行政機構改革の遅れ、EU 関連法令・処理手続きの専門家不足、金融部門改革、国境管理整備、少数民族問題など行政・制度面での対応の遅れが目立った。人口約4,000万人と中・東欧最大のポーランドは2003年加盟を目指していたが、2000年2月時点でこのうち

7分野しか交渉は終わっていなかった。ポーランドは国会で EU 加盟交渉を国家の最優先課題と決議し、内閣直属の交渉窓口機関を設置、EU の対外交渉局と定期的に折衝している。それでも上記理由で交渉は進展せず、2000年半ばには先行きに悲観的な気運が生じていた。

しかしながら同年12月ニースにおける EU 首脳会議で、加盟候補国の交渉進捗状況に応じて2002年末から新規加盟を受入れるとのヘルシンキ合意が再確認され、加盟候補国に加盟基準達成の条件付移行措置を認め、2002年前半までの交渉スケジュールを明示した上で交渉加速化を図る事が決定された。

4. 10ヶ国が2004年加盟見込み

加盟時期は国毎の加盟交渉進展如何による

が、2002年末までに交渉終了スケジュールが示された以上、現加盟国での承認手続き（18ヶ月の見込）を考えると、2004年に実現する見通しである。2001年11月欧州委員会は加盟第一陣グループを、ルクセンブルグ・グループ6ヶ国にヘルシンキ・グループのマルタ、スロバキア、ラトビア、リトアニアの4ヶ国を加え最大10ヶ国との報告書を発表、12月のEU首脳会議で承認された。スロバキア、ラトビア、リトアニアの3ヶ国は、99年から経済パフォーマンスの改善が著しく、国営企業の民営化等構造改革がスピードアップしている。スロバキアは2000年秋OECD（経済協力機構）に加盟した。残るルーマニア、ブルガリアは中期的に政治・経済加盟条件に目処をつけ、法・制度の整備、人材育成にじっくり時間をかけ、2010年までの加盟を目指すものと見られる。欧州委員会は2006年までに1.5億ユーロ（約150億円）をかけるEU拡大キャンペーンを行っている。これは統一通貨ユーロ導入と同じ措置で、EUが本腰入れて東方拡大に取り組む意欲を示すもので、2004年には加盟国数25、人口約5億人の拡大EUが誕生見込みである。

II. 中・東欧金融・資本市場の発展

1. 事実上 EU 経済圏

この様に中・東欧諸国は国内に多くの課題を抱えているが、対外的には事実上EU経済圏に完全に組み込まれている。

中・東欧諸国の貿易に占めるEUの割合はルクセンブルグ・グループで輸出・入の6割以上を占め、ヘルシンキ・グループで4-5割に

達する。東欧革命前はいずれも1-2割に過ぎなかった。EUとの連合協定により工業品のEU側関税はほぼゼロに下げられており、中・東欧は7-10年かけて引き下げている（ハンガリー、チェコ、スロベニアなどはすでにゼロ）。

また外国からの直接投資は1989-99年に中・東欧全体で累計740億ドル（欧州復興開発銀行調べ）に達したが、うちEU加盟国の占める割合は、ポーランドで5割、ハンガリー55%、スロベニア80%、バルト三国では約7割に達する。ドイツ、オランダ、フランス、イタリア等のEU企業は90年代初頭に繊維・食品・軽工業の中小製造業やサービス業を中心に人件費の安い中・東欧諸国に進出、90年代後半から国内市場開拓の消費財産業、EU内生産分業狙いの自動車・電機・機械、そして最近では民営化株式取得による通信・エネルギー・金融へと進出分野が多様化している。ポーランドには欧米大手自動車メーカーが多数進出、数年後には欧州第5位の自動車生産国になると見られる。ハンガリーに欧米有力医薬・IT・化学等技術先端産業の研究開発拠点設置が相次ぎ、アイルランドと並ぶ同分野における欧州拠点となっている。欧州通信大手ドイツテレコムは2000年にスロバキア、ハンガリーの最大手通信会社の株式を過半数取得、ポーランド、チェコの携帯電話会社を買収した。外国投資残高が200億ドルを超え、中・東欧トップのポーランドでは売上高トップ100社の4割がEU系外資企業である。第2位のハンガリーでは6割に達する。チェコの工業品の5割以上が外資系企業によるものである（いずれもJETRO調べ）。外国企業の生産増強に伴う設備投資の活発化、雇用の増大、IT等テクノロジーの移転などその効果は経済

を押上げ、ハンガリーとポーランドの経済成長率は98-2000年に年平均4%を記録した。EU加盟を見込み成長する市場、低廉で豊富な労働力、ロシア・CIS諸国へのアクセスの良さのため中・東欧諸国の投資魅力が増し、外国投資はここ数年増大傾向にある(99年178億ドル、2000年200億ドル、2001年208億ドル-見込み、欧州復興開発銀行調べ)。

2. 金融市場の発展

市場経済への移行期にある中・東欧諸国は、第一段階の政治的民主化の定着、第二段階のマクロ経済の安定をほぼ果たし現在、第三段階の構造変革期にある(国毎にスピードに差があるが)。中でも金融・資本市場の改革・発展は国営企業の民営化と並びEU加盟の緊急の課題である。

(1) 制度改革

社会主義時代、旧東欧諸国の金融システムは国立銀行が中央銀行と商業銀行を兼ねるモノバンク(単層銀行)システムであった。銀行は他に貯蓄・外国為替・住宅建設資金等の国営専門銀行しか認められなかった。金融は財政の補完的機能しかなく、金融市場が存在せず、政府による人為的な低金利が維持されていた。1980年代後半東欧諸国は慢性的な資金不足から経済が長期にわたり停滞、金融制度改革が早急の課題となった。87年ハンガリーは他の東欧諸国に先駆け国立銀行から商業銀行部門を分離・独立させ、本格的な改革に着手した。次いで88-89年ポーランド、90-91年旧チェコ・スロバキアで改革がスタートした。民間銀行の設立が自由化され、外銀の進出が認められ、短期金融市場、外為市場や証券市場が相次いで新設された。93

年末商業銀行数はハンガリー43、チェコ47、ポーランド100以上に増えた。91年末-92年初頭各国でEC基準を適用した新中央銀行法、新銀行法が制定され、中銀は政府から独立して金融政策を遂行すること、また商業銀行は国際会計基準を導入し、BIS(国際決済銀行)が定めた自己資本比率8%の達成が義務付けられた。国内企業に破産法が摘要され、銀行監督機関の権限が高められた。90年代前半、中欧4ヶ国(ハンガリー、チェコ、ポーランド、スロベニア)の金融制度は当時のEC(EUの前身。欧州共同体)基準に達したと言える。

(2) 不良債権問題

しかしながら各国の商業銀行が抱える旧国営企業向け不良資産額は大きく、銀行経営の悪化のみならず金利の高止まり、企業向け貸出しの減少、企業活動の低下など経済への影響が深刻化した。旧社会主義時代の銀行貸出しの半分以上が企業数全体の僅か5%を占める国営大企業向けで、過度の集中が見られた。民主化後多くの国営企業は財政補助金がカットされ、経済困難とコメコン(旧社会主義国の経済協力体制)崩壊で経営は大打撃を受け、銀行債務の支払不能に陥った。銀行の不稼動資産のGDPに占める割合が、92-93年末中欧各国で軒並み30-40%に達し、特に旧国立銀行系大手商業銀行の決算は大幅な赤字になった。

ハンガリー、旧チェコ・スロバキアでは92-93年に債権調整スキームと呼ばれる政府資金による救済策(銀行への公的資金注入、不良債権買取機関の設立)が実施された。次いで国債担保の銀行増資、政府による国営企業の銀行債務肩代わり、企業民営化、赤字企業の再建、債権のスワップや競売など多様な手段がとられ、他

方中銀による銀行経営への監視・指導が強化された。世界銀行による金融支援や政府・企業・銀行が一体となった努力の結果、輸出主導型の景気回復もあり94-95年に各国大手商銀の自己資本比率は向上、一部を除いて BIS 基準達成の目途がついた。このため銀行の民営化や再編および淘汰が進み、外資の資本参加が実現、ハンガリーは銀行民営化を98年に完了し、遅れていたチェコ、ポーランドも2001年に完了した。

バルト三国（エストニア、ラトビア、リトアニア）と南東欧諸国（ルーマニア、ブルガリア等）は中欧に比べ改革が遅れ、94-95年頃から IMF・世銀等国際機関の支援を受け、EC 水準の制度整備に取り組み始めた。しかし、経済の回復遅れと財政資金不足から不良資産処理がなかなか進まず、金融不安が度々起きた。EU 加盟もあり98年頃から改革が急ピッチで進められ、銀行への政府資金注入、経営不振銀行の整理・統合、外資への直接株式売却による民営化がなされ、現在ルーマニアを除いて各国とも大商業銀行の民営化はほぼ完了した。

（3）外国金融機関の進出

この結果中・東欧諸国の大手商業銀行の大半が欧州系大銀行の傘下に入り、銀行総資産に占める外国金融機関の割合は、ブルガリア55%、ハンガリー51%、チェコ49%、ポーランド44%に達する（『日経金融新聞』2000年10月12日号）。中・東欧7ヶ国への外国金融機関の進出は、93年末に既に71行と90年末比2.5倍に増え、進出先も当初のハンガリー、チェコ2ヶ国から、ポーランド、スロバキア、ルーマニア、ブルガリアへと広がった。欧州大陸国ドイツ、フランス、オーストリアの大金融機関は、もともと第二次大戦前に旧東欧に拠点を持っていた

し、取引先企業の進出に伴う取引推進と新規市場開拓の必要があった。現地法人、地場銀行への資本参加や支店形態での進出に加え、外国為替取扱い、コマーシャル・ペーパーや債券、株式の引受け・販売、リースやファクタリング、民営化アドバイザー、アセット・スワップ、外貨貸しなど新しい金融分野を開拓、それぞれの分野で大きなシェアを占めている。コーポレート業務の他、リテール（個人向け）業務、クレジット・カード、富裕層へのプライベート・バンキング、投資信託販売、保険業務等フルサービス・バンキングを展開している銀行も出ている。UniCredit（伊）、KBC（ベルギー）、ヒポ・フェラインス／バンクオーストリア銀行（ドイツ・オーストリア連合）、ソシエテ・ジェネラル（仏）、シティバンク（米）、ING ベアリングス（オランダ）等欧米大銀行は積極的な拠点展開と多様な業務サービスで高収益をあげ、進出国で強力な地盤を築いている。外銀がもっとも早く進出したハンガリーの銀行部門総資産は2000年末8兆フォリントで92年比約3倍に増加した。

しかしながら改革が進んだ中欧諸国でも金融市場の近代化は幕が開いたばかりである。全国的な決済システムや国際的金融取引システムの構築、不十分な企業向け中長期貸出し、適切な審査体制の確立等課題は多い。だが中欧諸国の個人向け、中小企業向けローン市場は銀行ローン全体の1割に過ぎず成長の余地は大きい。また年金制度改革により個人金融資産の多様化が進むことから、保険、投資信託、資産管理部門の伸長も見込まれる。今後成長性に富む市場と言えよう。

表 2 中・東欧諸国の金融改革状況

(単位 %)

国 名	GDP に占める民間部門の割合	銀行数合計	内外資系	GDP に占める企業向け信用の割合	政府系銀行の銀行総資産に占める割合	自己資本比率	預金保険制度
ハンガリー	80	39	27	21	9	8	有
ポーランド	70	77	39	19	25	8	有
チェコ	80	42	17	44	23	8	有
スロベニア	55	31	5	36	42	8	有
エストニア	75	7	2	26	6	10	有
スロバキア	75	25	10	38	51	8	有
ルーマニア	60	34	19	11	50	8	有
ブルガリア	70	NA	NA	15	NA	12	有
リトアニア	70	13	4	10	42	10	有
ラトビア	65	23	12	11	8	10	有

(注) 自己資本比率は各国上位商銀 5 行の平均・

[出所] *The Banker*, April 2001, 46-47頁

(4) 国際金融市場への復帰

国内金融市場改革と並んで中・東欧は国際金融市場での信用向上に努めてきた。旧東欧諸国では1982年春にポーランド、83年当時のユーゴスラビアが対外債務のリスケジュール（支払繰延べ）を行ったため、西側から新規の資金供与が縮小、機械など工業製品輸入が減少し、長期にわたる経済不振に陥った。民主化後も経済混乱から90年にブルガリア、92年に旧ソ連がデフォルト（債務の支払停止）に陥り、東欧金融不安が続いた。当時借入れ可能国はハンガリーと旧チェコ・スロバキアの2ヶ国だけであった。しかし93年後半から中欧4ヶ国の資金調達は回復に向かい、94年には中・東欧全体で60件、68億ドルと前年比倍増した。中でもハンガリー、チェコ、エストニアの3ヶ国で全体の半分以上を占めた。これら3ヶ国は経済の安定、電力・電話・銀行など公益事業のの民営化資金需要が盛り上がったためであった。借入れ金利スプレッドもチェコは1年前の1.5-2.0%から

0.65%に低下、期間も3年（中期）から5-7年に長期化した。更にスロバキア、ルーマニア、バルト三国がマーケットに始めて登場、借り手国が広がった。リスケジュール国のポーランドでも外資系企業や民営化絡みのM&A（買収）、プロジェクト・ファイナンス案件が目立った。95-96年も80-90億ドルの調達が続き、中・東欧はアジア、中南米に次ぐ第三のエマージング（新興）市場として国際金融界の注目を浴びた。しかし97年のアジア経済危機、98年のロシア金融危機でエマージング市場への資金供給が細り、また中・東欧の財政赤字削減や外資流入による新規借入需要減少もあって、近年国際市場調達は減少している。99年末の対外債務残高/GDP比はハンガリー60.7%、スロバキア55.6%、チェコ42.6%、ポーランド39.3%、スロベニア27.4%で中銀の管理範囲内に有り、対外債務支払懸念は少ない。国際的な信用等级付け機関スタンダード&プアー社が発表しているカントリー・リスク評価（外貨建て長期

債)では、スロベニアがA、チェコ/エストニア/ハンガリーがA-、ポーランドBBB+、ラトビアBBB、リトアニア/スロバキアBBB-、ブルガリアBB-、ルーマニアB、でブルガリアとルーマニアの国際評価は依然厳しいものがある。

(5) 為替市場の自由化

中欧諸国は90年代初頭外為市場を新設、自国通貨の交換制を回復した。しかしインフレ抑制、輸出促進から取得外貨の中銀への売却義務等為替管理は厳しく制限した。その後経済回復が顕著になった90年代半ば、IMF 8 条国への移行を順次決定、外為市場を通じる経常取引の国際的兌換を認めた。ポーランドが95年6月、スロベニア同9月、チェコ/スロバキア同10月、ハンガリー96年1月である。為替相場制度についてはポーランドが95年5月管理フロートに移行、5通貨で構成されるバスケット(米ドル、マルク、ギルダー、フラン、ポンド)を基準に変動幅を設けた。同年12月外国為替管理法を改正、外貨保有を自由化、98年改正外為法では資本取引もOECD加盟国基準に一致させた。しかしアジアとロシア金融危機の教訓から投機的短期資金の流入を規制、非居住者による政府短期証券取得と居住者の短期国外借入れは中銀許可とした。2000年1月からポーランドの外為取引は完全に自由化され、居住者の外国での預金口座開設が認められ、4月通貨ズオティの完全変動相場制が導入された。

ハンガリーは95年3月クローリング・ペッグ制へ移行(中心レートから上下2.5%の変動幅設定)。96年1月新外為法が施行され、経常取引でのフォリントの国際兌換性が保証された。ただし投機的短期資金の流入を規制するため非

居住者の短期証券投資等は中銀許可となった。同国では対外債務負担が大きく、経常収支赤字を資本収支の黒字で補填する必要があり、フォリントの低め誘導による輸出促進を優先政策とした。しかし高止まるインフレ率の低下を図るため2001年7月金融政策をインフレ・ターゲット制に転換、同時に10月クローリング・ペッグ制を廃止、固定されたフォリントの対ユーロ中心レートから上下1.5%変動の管理フロートに移行した。これはEU加盟後、EMU(経済通貨同盟)にも参加する意欲を示したものである。チェコは2通貨バスケット(95年5月よりマルク65%、米ドル35%)の固定制を持続、1日の変動幅を上下0.5-3.5%の範囲内に固定してきた。しかし固定為替相場と金利高で投機資金が流入、93-95年のマネーサプライは年率20%の伸びを続け、インフレ懸念が生じた。96年2月変動幅を7.5%に拡大したが、同年全体の経常収支赤字増大で通貨コルナへの売り圧力が高まり、97年4月為替の大幅安・株価暴落・金利高騰のトリプル・パンチに見舞われた。5月変動相場制へ移行、通貨バスケットを廃止しドイツ・マルクを参考指標とした。スロバキアも98年10月二通貨固定バスケット制(変動幅上下7.5%のクローリング・ペッグ)から変動相場に移行、引締め政策によりスロバキア・コルナの対ユーロ安定を図っている。スロベニアは2002年までに通貨トラのユーロ連動制を導入予定である。バルト三国ではエストニアが99年に通貨クローンをユーロ連動とし、98年に銀行民営化を完了、証券市場も小さいが隣のヘルシンキ証券取引所(フィンランド)と提携、長期金利水準を除いて金融面でのEU加盟基準を全て満たした。リトアニアは2002年1月通貨リタスを米ドル連動からユーロ連動に切り替え、

ラトビアも同様の措置に移行する予定である。

この結果2001年末には9ヶ国がユーロ連動の為替相場制を取ることにになり、EU 加盟後、通貨統合への参加も目標としている。

3. 証券市場の育成

金融制度・市場改革に比べ証券市場の育成は遅れている。旧社会主義時代にハンガリーに小さな社債市場があっただけで、証券市場が存在せず、国内資本蓄積や投資家もない全くゼロからのスタートであった。

(1) 市場の開設

民主化後90年6月にブタペスト（ハンガリー）、次いで91年4月ワルシャワ（ポーランド）、2年遅れてプラハ（チェコ）、ブラチスラバ（スロバキア）の証券市場が再開された（これらは第二次大戦前または戦後社会主義政権成立で閉鎖された）。市場経済化が最も早く進んだハンガリーは銀行業務と証券業務を分離（97年銀行法改正でこの垣根は撤廃）、欧米と同じ有価証券取引法を制定、かつ上場基準を厳しくして慎重な取引所運営を行った。このため上場銘柄数は91年の20から95年末42に止まり、時価総額も40億ドルに満たず、株式売買高は取引所全体の1-2割に過ぎなかった。他方国債と財務省証券（TB）は財政赤字を反映して増え続け、資本市場の役割は政府の財政赤字補填にあった。

これに対してチェコは民営化を促進するため国営企業を一挙に株式会社化し、その株式を国民に配布したバウチャーと交換するバウチャー民営化方式を採用した。92-94年に国営企業の大半がこの方式で民営化され、1,764銘柄が上場された。発行時価総額は200億ドルを超え、

中・東欧諸国では最も市場規模が大きかった。しかし取引所で実際に流通している銘柄は50に過ぎず、店頭、RM システム（全国400ヶ所のバウチャー登録所をコンピューターで結ぶ直接取引）が大半を占めた。また証券市場の規制・監督が未整備で、企業の情報開示や株価情報が不十分でインサイダー取引や価格操作が横行した。

ポーランドはワルシャワ証券取引所（WSE）の再開に当たり、フランス証券業協会の支援でその取引所システム SICOVAN を導入、組織と運営は米証券取引委員会のアドバイスを受けた最新の規則と組織を持った。しかし民営化が遅れ、上場企業数は当初僅か5社で開設から2年間取引は停滞した。93年証券投資への優遇策から外国の投機資金が流入、株価は94年3月に92年末比約20倍に暴騰した。しかし需給のミスマッチ、企業業績・経済回復の過大評価を原因としてその後株価は暴落、95年末まで低迷した。

(2) 外資の流入

95年末時点の中欧4ヶ国（ハンガリー、チェコ、ポーランド、スロバキア）の株式時価総額は約340億ドルで、86年当時の香港市場と同規模であった（野村総合研究所調べ）。しかし96年に入り中欧の株式市場は再び高騰した。要因は米国投資ファンドの流入である。投資ファンドは同じエマージング・マーケットである東南アジア、中南米と比べ中欧の株価収益率（PER）がかなり低いこと、また中欧の経済パフォーマンスが良いことに注目した。特にポーランドは96年の経済成長率が3年連続して5%を上回る予想で、問題の公的債務/GDP 比率、財政赤字/GDP 比率がEU 加盟基準を達

成した。ハンガリーも95年から実施した引締め策でインフレ、財政赤字、対外収支が改善、96年7月 OECD に加盟するなど経済状況の好転があった。ワルシャワ証券取引所の1日当たり取引高は96年前半平均5,000万ドル、ブタペストのそれは500万ドルとそれぞれ前年の3-4倍に急増した。2年前あまり事情を知らずに先物買いをした投資家は、経済のパフォーマンスの良さと株価の質を重視するようになった。

その後97年春のチェコ通貨危機、同年半ばのアジア金融危機、98年ロシア金融危機、と相次ぐエマージング・マーケットの混乱で株価が下落、波乱状態になったがポーランド、ハンガリー、スロベニアの株価指数は影響が比較的軽微に止まり、上昇を持続している。経済が好調で民営化が進み外資の流入も順調なためである。チェコでは通貨危機による株価暴落、出来高急減に懲りて証券市場の透明性を高めるため、97年8月から市場の規制強化に取り組んだ。98年8月米国のSEC（証券取引委員会）をモデルとしたチェコ証券取引委員会を設立、証券取引法を改正、市場の監視体制が強化された。また事実上取引きのない約1,400社の上場を廃止し、約300社に減らした。その結果外資も徐々に流入、99年以降株価は回復基調にある。99年9月末中欧4ヶ国の株式時価総額は500億ドルを超え、当時のアイルランドの時価総額を上回った（野村総合研究所調べ）。

（3） 欧州統一取引所への参加

現在中・東欧各国は EU 加盟と将来見込まれる欧州統一証券取引所への参加を目指し証券市場の整備・規制等質的充実を急いでいる。取引きの電子化、上場企業の情報開示、証券会社の監督強化のほか各国取引規則の統一化であ

る。ポーランド、ハンガリー、チェコ、スロベニア、スロバキアの中欧5ヶ国の証券取引所は定期的に会合を開き、取引ルールの擦合わせを行っている。統一証券取引所に加盟すれば、中欧の株式が EU の取引所に上場され、一般投資家の関心が高まる。中欧市場への外国投資が活発になり、証券市場が更に発展することが期待される。但し逆に国外取引が増え空洞化の懸念も生じるので自国市場での取引を魅力あるものにする 것도課題である。

ポーランドは94年10月旧東欧諸国で初めて国際証券取引所連盟（FIBV）に加盟、99年7月にはパリ、ロンドン証券取引所と提携した。パリ取引所が開発した電子取引システム NSC を2000年後半に導入、インフラ面で欧州統一証券取引所参加メンバーと同じ位置についた。中・東欧諸国では最も効率的な市場である。ポーランドと並び活況を呈するハンガリーも99年9月立会場取引を廃止、電子化に切替えた。2000年春デリバティブ（金融派生商品）の取引システムを先進国並に刷新した。チェコでは早い時期から電子取引システムが導入され、現在企業の情報開示と新しいベンチャー企業専門の市場作りに注力している。バルト三国では、タリン（エストニア）とリトアニア国営、リガ（ラトビア）の3証券取引所が2000年春協力し、実質的に運営を一体化、その後ノレックス（ストックホルム、コペンハーゲン、オスロ、レイキャビックの北欧4証券取引所連合）と提携し、取引システムの統合を目指した。証券市場がゼロからのスタートしたため一気に先端技術を導入できる利点もある。

またドイツ取引所とオーストリアのウィーン証券取引所が旧ソ連・東欧企業の株式を取引する新市場「NEWEX（ニュー・ヨーロッパ・

表 3 中・東欧の株式市場

(単位 %)

国 名	取引所 開設日	上場企業数	時価総額/ GDP 比率	売買高/時価 総額比率	証券市場 改革度
ハンガリー	1990. 6	66	33. 4	88. 2	4 -
ポーランド	1991. 4	221	19. 2	37. 7	4 -
チェコ	1993. 3	164	21. 8	34. 9	3
スロベニア	1990. 3	28	11. 1	33. 6	3 -
エストニア	1996. 5	25	35. 2	15. 9	3
スロバキア	1993. 4	845	3. 8	65. 5	2 +
ルーマニア	1994. 6	5825	2. 6	36. 3	2
ブルガリア	1995. 12	828	5. 8	7. 6	2
リトアニア	1993. 4	54	10. 7	25. 5	3
ラトビア	1993. 12	70	6. 2	11. 6	2 +

(注) 証券市場改革度: 5 段階あり, 5 が最高で先進国市場と同等な制度, 監督, 時価総額, 流動性があることを示す。

(出所) 『日経金融新聞』2000年5月23日号, EBRD *Transition Report 2000*より作成。

エクステンジ)」を2000年11月ウィーンに設立した。NEWEX はドイツ取引所が開発した電子取引システム「Xetra」と決済機構「クリアストリーム」を利用する。新市場で欧州投資家の資金を取込むことが期待される。

(4) 今後の展望

中・東欧経済は構造改革の進展, 外国からの直接投資と国内消費・投資需要の拡大で今後中期的に3-4%の堅調な成長が持続すると見られる(欧州復興開発銀行2001年年次報告)。中・東欧の証券市場は経済が安定し, 民営化に伴う上場・新興企業の株式公開が多く, 世界的にも魅力ある新興市場である。税制・金融・政府の経済運営など市場経済化の進展度合いが異なるため各国証券市場の発展は異なるが, 制度面ではほぼ EU 水準に近づいている。しかし規模的にはまだ小さく, EU11ヶ国が参加予定の欧州統一証券取引所時価総額約7兆ドルに比べたら微々たるものである。最も証券市場が活発な中欧3ヶ国(チェコ, ポーランド, ハンガ

リー)でも一人当たり国民所得が同じ市場経済国に比べ, 株式市場の時価総額/GDP 比率は約半分である。株式売買高の時価総額対比も小さく流動性に乏しい。技術・規制面での EU 基準への調和と共に国営企業の民営化を更に進め, ベンチャー企業専門の市場創設など市場規模の拡大と企業の情報開示や流動性を高める一層の改革が必要である。

参 考 文 献

- 田中素香『ユーロ その衝撃とゆくえ』岩波新書, 2002年4月
 在日欧州委員会代表部, ホームページ: <http://jp.n.cec.eu.int>, 広報誌『EUROPE』各号
 内田勝敏, 清水貞俊編著『EU 経済論』ミネルバ書房, 2001年5月
 JETRO『ユーロトレンド』『ジェトロセンサー』『東欧ニューズレター』各号
 JETRO ブタペスト事務所『ハンガリー体制転換の軌跡-体制転換研究報告』2000年3月
 ロシア東欧貿易会『中・東欧諸国の経済体制移行の

10年と EU 加盟準備』2000年3月
——『中欧諸国の移行期経済の展開と投資環境』1999年3月
EBRD, *Transition Report* 各号
ポーランド, ハンガリー, チェコ, スロバキア,
ルーマニア各国中銀年次報告
日本証券経済研究所編『図説ヨーロッパの証券市場』2000年版, 2000年3月
大和総合研究所ヨーロッパ『東欧ハンドブック』
1998年1月
野村総合研究所『中欧株式投資ハンドブック』1995
年3月
——, 「中欧」, 『証券調査レポート』No. 96-

14, 1996年8月6日
Nomura Equity Research, *East European Monthly* 各号
The Economist, *Business Central Europe* 各号
The Banker, April 2001
Creditanstalt, *Central European Quarterly*,
各号
Credit Anstalt Investment Bank, *Central & Eastern Europe, Monthly Market Review*
Bank Austria, *East-West Report*, 各号
(ハローフーズ^(株)営業本部付部長)