

IMF スタッフディスカッションノート～欧州の CMU（資本市場同盟）

令和元年 10 月 3 日

佐志田 晶夫

（公益財団法人日本証券経済研究所）

IMF スタッフディスカッションノート～欧州の CMU（資本市場同盟）

要約

本稿では、CMU についての IMF スタッフディスカッションノートの概要を紹介する。CMU が 2015 年に開始されたが欧州の現状では資本市場はまだ分断され、家計は銀行預金を選好している。公的年金制度の相対的な発達により、米国と比べれば私的年金による資本市場での運用は限られる。資産運用会社は各国の国内市場に焦点を合わせがちである。

また、ブレグジットにより、EU 市場の規模が縮小し欧州のネットワークが混乱し、市場の流動性低下での取引コスト上昇、グローバルなチャネルの阻害が懸念され、ロンドンから EU27 か国への大規模な移転で監視能力と金融インフラの緊急な増強が必要である。

分断された資本市場は、企業の資金調達コストを高め、また大きなばらつきを生じさせている。IMF スタッフの分析によれば、同じ部門、同様な規模と財務状態でも各国で負債コストの差はかなり大きい。また、銀行への依存は、担保提供が困難なスタートアップ企業への資金供給を妨げイノベーションと成長を阻害する。

スタッフが行ったサーベイによれば、破産処理枠組み、規制の質、会計監査の品質がクロスボーダーな投資への障害。また、データの利用可能性、税率、源泉徴収と還付での時間と手間も影響。IMF スタッフは、破産処理手順の改善で各国の下位の債権者の回収率が EU 内で最も高い水準になれば、企業の資金調達コストはかなり低下すると推計している。

CMU 行動計画は首尾一貫しているが、メンバー各国の実行の意欲の違いにより実施にはバラツキがある。各国の法制の違いなどを考えると、公的な関与は投資家保護のための業務行為監督と違法行為を阻む事後的措置に力点を置くべきだろう。ただし、清算機関など非銀行金融機関の一部はシステミックであり厳格な健全性監督が求められる。

CMU をさらに進めるには、透明性向上、規制・監督強化、破産処理プロセス改善を対象を絞るべきだろう。CMU 達成には既得権者の抵抗に打ち勝つ政治的意志が必要。銀行が抵抗することが考えられるが、資本市場業務への取組みで収益性改善を促すべきである。

統合された欧州金融同盟には、十分に機能する銀行同盟と活力のある資本市場同盟が必要であり、資本市場同盟は銀行を補完すべきである。なお、金融同盟に向けた取組みは、生産性格差を縮め 1 人当たり所得を収斂させる広範な取組みの一部であるべき。CMU は資本移動を促すが、資本移動の方向を決めるのはリスクとリターンのトレードオフである。

IMF スタッフディスカッションノート～欧州の CMU（資本市場同盟）

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに～CMU（資本市場同盟）への期待

本稿では、IMF が 9 月に公表した EU の資本市場同盟に関するスタッフディスカッションノート “A Capital Market Union for Europe⁽¹⁾” の概要を紹介したい。スタッフディスカッションノートは IMF スタッフが行った分析を紹介しコメントや議論のために提供するものであり、IMF や理事会の見解ではない。本ノートは IMF 欧州局のスタッフが資本市場同盟の課題を整理したもので、4 条協議用カントリーレポート^{(2) (3)}でも参照されている。

2015 年から EU は、域内の資本市場を活性化し市場統合を進めて、域内の円滑な資本移動と資本利用の効率化を促し、銀行による資金仲介への依存を抑える取り組みを、資本市場同盟として順次実施してきた。当初の計画では 2019 年までに一定の成果を達成することが目指された。加えて、域内の最大の資本市場を有する英国の EU 離脱の動きへの対応などを念頭にした 2017 年の中間レビューを踏まえて、追加の政策措置が取られている⁽⁴⁾。

IMF のスタッフによるスタッフディスカッションノートは、EU の金融資本市場の現状を概観した上で資本市場活性化の利点を再確認し、資本市場同盟をさらに推進するための提言をまとめたものである。スタッフディスカッションノートの構成は図表 1 の通りであ

1 IMF, Ashok Vir Bhatia, Srobona Mitra, Anke Weber, et al. : “A Capital Market Union For Europe” Staff Discussion Notes No. 19/07,及びより詳細に分析をまとめた Background Notes for SDN/19/07, September 2019.を参照。

2 IMF Country Report No. 19/219 “Euro Area Policies Staff Report for The 2019 Article IV Consultation with Member Countries” Box 4. “Benefits of a Single Capital Market”を参照。

3 トムセン IMF 欧州局長は 6 月に LSE（ロンドンスクールオブエコノミクス）で行った講演でスタッフディスカッションノートを紹介、資本市場同盟をさらに進めることのメリットやロンドンと欧州大陸の資本市場との今後の関係を論じている（Poul M. Thomsen, Director, European Department” On Capital Market Finance in Europe” Speech, June 14, 2019 を参照）。<https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/06/25/sp061419-on-capital-market-finance-in-europe>

4 CMU の当初の動きについては、神山哲也：“欧州資本市場の活性化を図る資本市場同盟のアクション・プラン” 野村資本市場クォーターリー2015 秋、英国の EU 離脱の動きを踏まえた動きについては、神山哲也：“EU 資本市場同盟の進展－取り組みの加速化とプラグジットによる変容－”,野村資本市場クォーターリー2018 春、を参照した。

り、以下では図表を中心に内容を紹介したい。なお、ディスカッションノートの分析はバックグラウンドノートでより詳しく説明されており、本稿では必要に応じてそれを参照する。

| 図表1：CMUについてのスタッフディスカッションノートの構成 |
|--|
| 要約 |
| はじめに |
| I. 欧州の資本市場の状況 A 規模とホームバイアス B 制度的な構造 C ブレグジットの影響 |
| II. 市場分断のコスト A 企業の資金調達コストは様々に異なる B イノベーションと成長への制約 C マクロ経済円滑化が失われる |
| III. 資本市場統合への障壁 A 規制当局と実務家のサーベイ B 特定の対応による効果を定量化 |
| IV. 政策課題とEUの行動計画 A 規制及び破産処理に関する原則 B EUによる対応措置 C CMU行動計画 |
| V. 統合に向けた次のステップ A 透明性の向上 B 規制と監督の強化 C 破産処理プロセスの改善 |
| 結論 |
| 参考文献 |
| 出所：IMFスタッフディスカッションノート：“A Capital Market Union for Europe” SDN/19/07より |

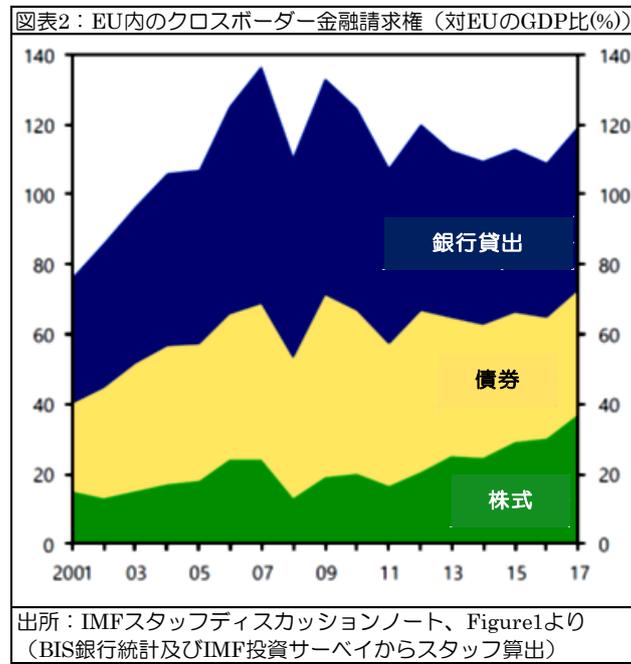
なお、CMU の達成状況については欧州委員会が 3 月に報告をまとめている⁵⁾。また、9 月半ばにヘルシンキで開催された EU 経済財務相理事会 (ECOFIN) 非公式会合では、CMU の再起動 (reboot) が議論されている⁶⁾。会合の資料は CMU 進展を評価しつつ“単一の競争的な資本市場は、まだ現実というよりは強い願望である (a single and competitive capital market remains more an aspiration than a reality)”としている。ECOFIN が課題として取り上げた点にはスタッフディスカッションノートの問題意識と共通する点が少なくない。これについては本稿末で簡単に取り上げたい。

5 欧州委員は今年 3 月に CMU に関する報告、“Communication from the Commission on capital market union: Progress on building a single market for capital for a strong economic and monetary union” 15 March 2019 を公表。

6 Informal meeting of economic and financial affairs ministers (EU 経済・財務相理事会非公式会合), 13-14/09/2019 開催。 <https://eu2019.fi/en/events/2019-09-13/informal-meeting-of-ministers-for-economic-and-financial-affairs-ecofin-and-eurogroup>. “Capital markets union – reboot: a policy discussion on the future of the capital markets union - Presidency issues note for informal ECOFIN working session Ib”を参照。

II. 欧州の資本市場の状況

IMF スタッフは、財、サービス、労働とともに資本移動の自由は EU が目指すものであり、統合された資本市場を築く可能性があると指摘。資本市場は国境で分断されているが、EU 内のクロスボーダーな資金供与をみると株式投資が徐々に増えている（図表 2）。



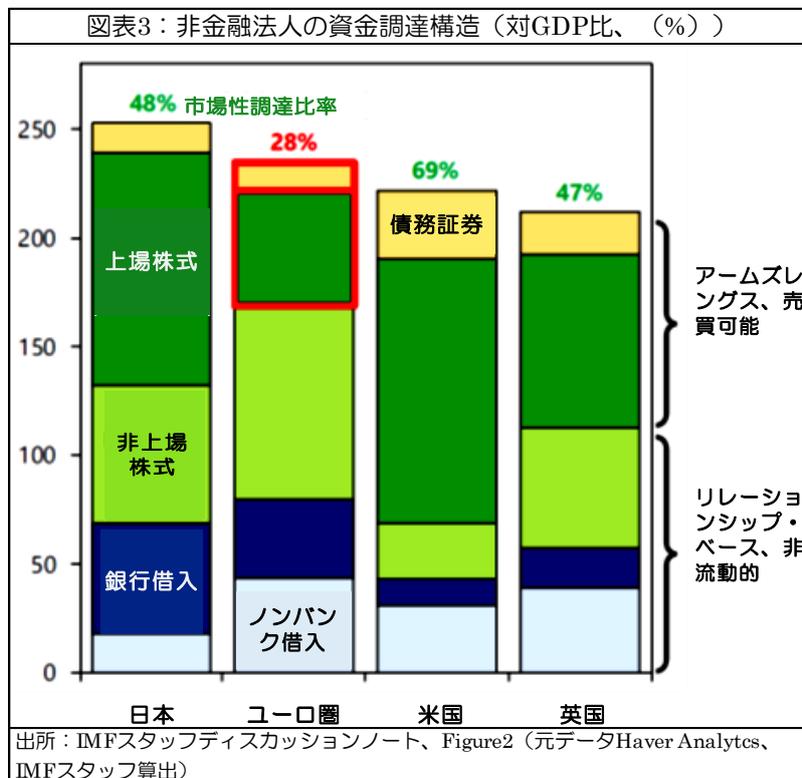
一方、現状では、EU 域内の公的リスク分担（財政や預金保険等）の進展は、政治的に難しい面がある。資本市場の統合・活性化は投資の多様化で民間ベースのリスク共有を促し、各国経済の収斂、成長とショックの吸収に資すると考えられる。ただし、資本市場は気まぐれな面があり、相互関連は伝染の経路となりうる。銀行は預金保険などの支えがあるが資本市場には公的な安全網がほとんどないことは、金融安定の観点で注意すべきだ。

1. EU の資本市場概観

欧州の現状をみると、資本市場はまだ分断され、家計は銀行預金をより選好している。また、公的年金制度が相対的に発達しているため、米国などと比べれば私的年金による資本市場での運用は限られ、資産運用会社は各国の国内市場に焦点を合わせがちである。

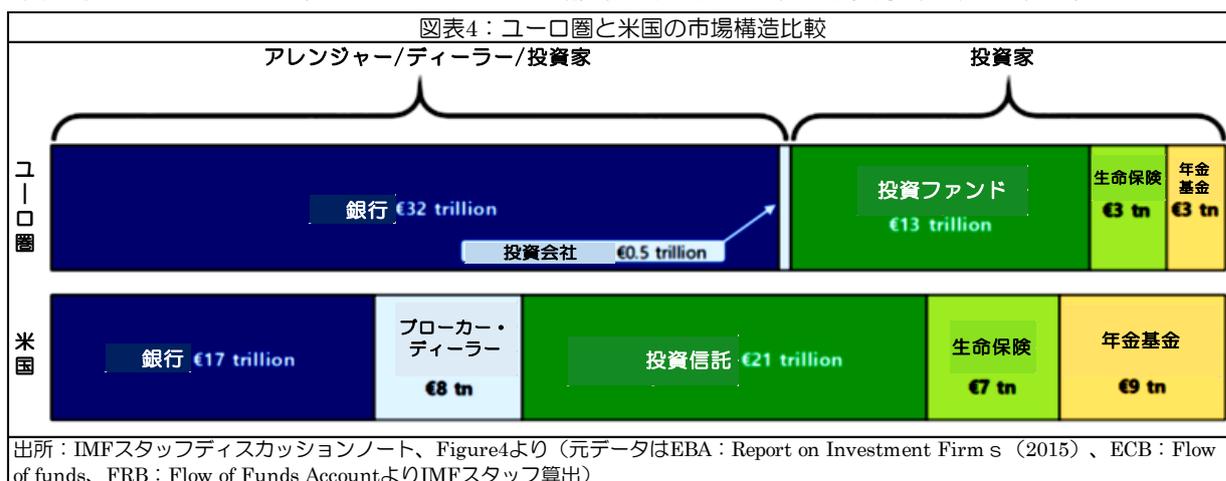
ユーロ圏では銀行資産の対 GDP 比は 300%と米国（85%）より高く、日本（500%）よりは低い。上場株式の対 GDP 比は 68%で米国（170%）、日本（120%）よりも低い。なお、ユーロ圏では非上場株式の比率は高い（後述）。資本市場の規模は EU 内ではばらつきが大きく、上場株式と債務証券の合計をみると（金融及び非金融法人）、フランス、オランダ、スウェーデンでは 200%を越え、ポルトガルは約 135%だが、ポーランド、チェコ、ラトビア、リトアニアは 70%を下回る。家計の資本市場性資産の保有比率も低い。

非金融法人の資金調達構造をみると（図表 3）、米国や英国と比べて非上場株式を含むリレーションに基づく非市場性資金調達の比率が高い。これは欧州では中小企業や同族企業が経済に果たす役割が大きいことを反映している。



2. 制度的構造

資本市場で最大の部門は投資ファンドで、ユーロ圏では総資産は 13 兆ユーロ（図表 4）、対 GDP 比は 110%。内訳では UCITS（譲渡可能証券の集合投資事業⁷⁾）が最大。



⁷ UCITS など欧州の投資ファンドについての詳細は、本研究所のトピックス、明田雅昭：“欧州個人投資家事情～二つの EU 報告書を読み解く”平成 31 年 3 月を参照。

欧州では米国に比べヘッジファンドやプライベートエクイティファンドの役割は小さい。投資ファンドに次ぐのは生命保険と年金基金だが、米国と比べるとその割合は低い。

3. ブレグジット（Brexit）の影響

ブレグジットの影響は、①EU 市場の規模が縮小し欧州のネットワークが混乱、②市場の流動性が低下し取引コストを高め、③グローバルなチャネルを阻害、④ロンドンから EU27 か国への大規模な移転で監視能力と金融インフラの緊急な増強が必要、である。

ブレグジットは EU の資本市場を、ロンドンをハブとしたハブアンドスポークシステムから複数のノード（結節点）を持つネットワーク構造に変化させるリスクがある。これは移行期間及び将来の定常状態での効率性低下を招きかねない。

ブレグジットは EU の資本市場を縮小させ、デリバティブ取引やユーロ取引の清算の移転などで欧州内のネットワークを混乱させかねない。例えば、EU27 か国の投資ファンドでは、投資の意思決定をロンドンで行えなくなれば、コスト増大を招きかねない。また、英国を失うことによって市場の流動性が損なわれかねない。

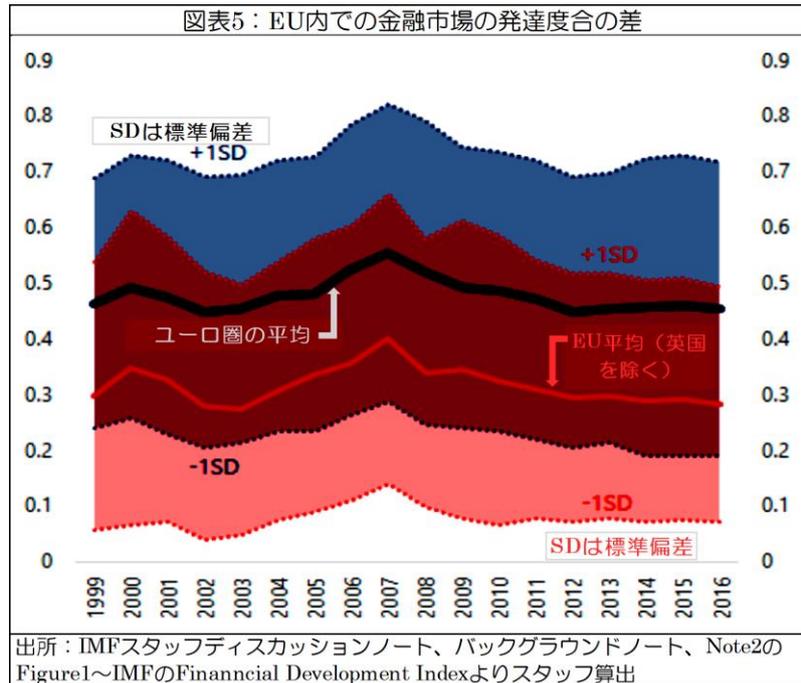
ロンドンには EU27 か国の銀行がマーケットメーカー及び投資家として参加する金融の集積効果がある。幅広い商品で金額、取引件数ともに多大な金融取引が 1 か所で行われ、規模と範囲の経済及び深い流動性もたらし価格発見と取引のコストを引き下げている。取引と清算を複数の場所に分割することは効率性を低下させかねない。また、株式と債券では世界の主要な取引センターはニューヨーク市場であり、EU は（ドルの資金調達などで）ロンドンを経由してニューヨークにつながっている。

III. 市場分断のコスト

欧州の分断された資本市場は、多大な経済的コストを課し企業の資金調達コストでの大きなばらつきを生じさせている。銀行への依存は多くのスタートアップ企業への資金を妨げ、イノベーションと成長を阻害している。また、貯蓄者のポートフォリオ多様化の機会が限られるため、地域経済の動向に消費が左右されやすくなっている。

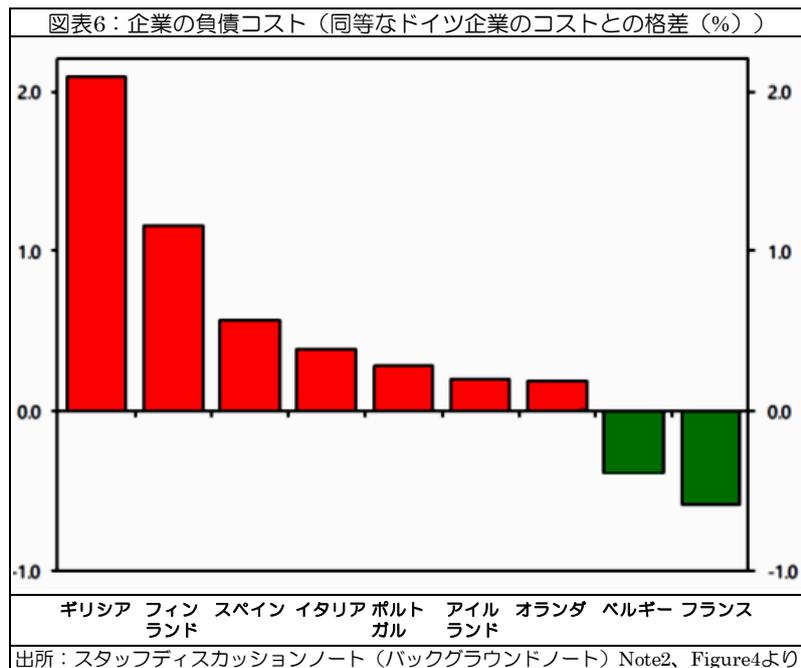
1. 企業の資金調達コストの違い

銀行への過度の依存により、企業の資金調達コストは高く階層化している。資本市場がより未発達な国では、企業は地域の銀行からの借入以外に選択肢がなく、コストは高くなりやすい。流動性が限られたローカルな取引所でしか株式が上場・取引されないと資本コストが引き上げられる。IMF スタッフが金融資本市場の発達度合いを指標化した指数で見ると、EU 域内で発達度合いの格差はかなり大きい（図表 5）。



図表5からユーロ圏の平均がEU平均（英国を除く）を上回っていることが見てとれる。なお、バックグラウンドノートによれば、国別の指数では米国が0.9と世界で最も高く、英国が0.77、フランスが0.64、ブルガリアは0.07である。

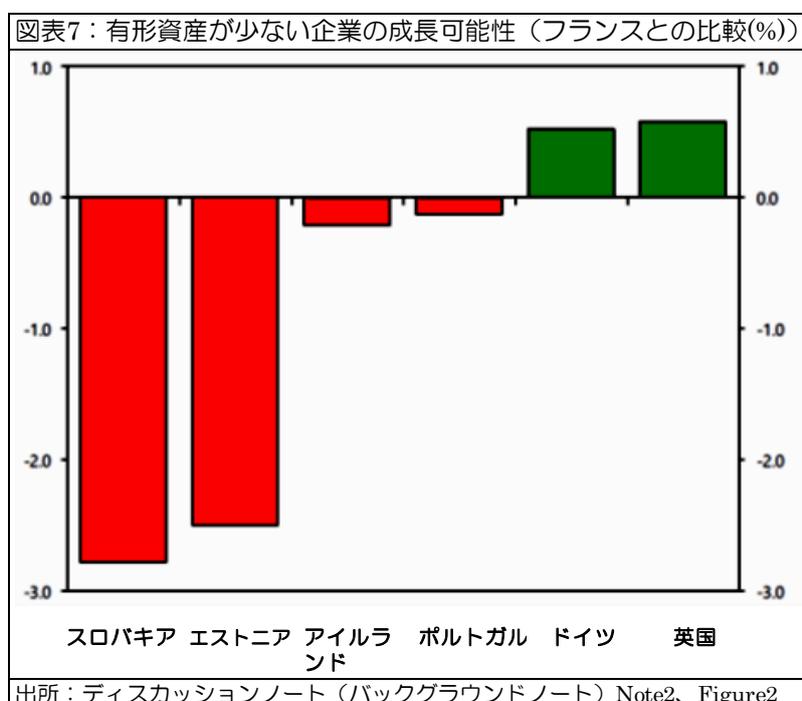
金融資本市場の発達度合いの差とクロスボーダーな統合が限られていることが、企業の資金調達コストの格差につながっている。IMFスタッフの分析によれば、同じ部門、同様な規模と財務状態でも各国で負債コストの差はかなり大きい（図表6参照）。



2. イノベーションと成長への制約

資金調達手段の選択肢が限られ経済が銀行に依存しがちなため、銀行の資金仲介が損なわれると金融危機からの回復には時間がかかりやすい。また、スタートアップ企業など（担保となる）有形資産が少ない企業は、資本市場の浅さによる不利益を被りやすい。

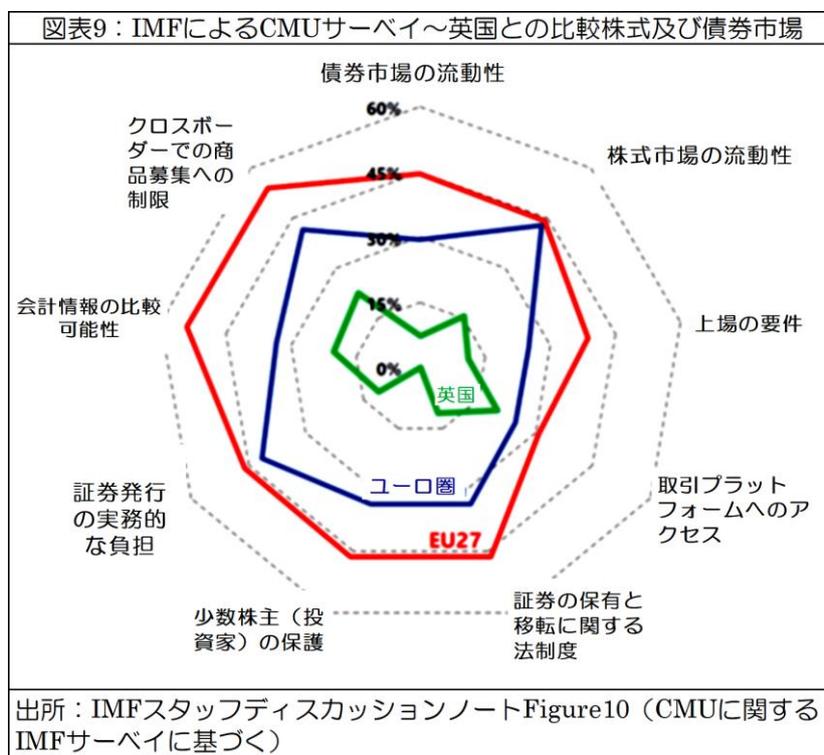
製造業なら設備や機械を銀行貸出の担保として提供できるが、スタートアップ企業や知識ベース部門の企業は担保提供できるものがない。こうした企業は、資本市場がより発達してベンチャーキャピタルを含む幅広い投資家から資金調達ができる方が発展の機会を得やすい。IMF スタッフの推計結果によれば、有形資産が少ない企業の実質付加価値の成長率は、資本市場の発達で左右される（図表 7 参照、固定資産比率が平均より 10%低い企業の各国比較）。資本市場の分断はイノベーションと成長の可能性を損ないかねない。



3. マクロ経済円滑化への影響

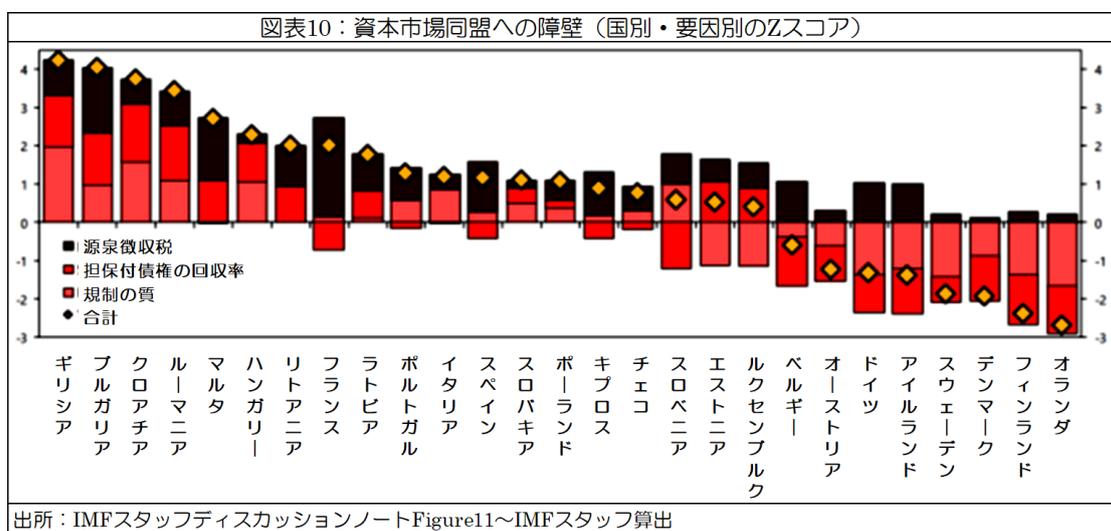
IMF スタッフの分析によれば、資本市場が分断されクロスボーダーな投資ポートフォリオの多様化が限定的だと、民間のリスク分担が制約されローカルなショックへの感応度が高くなりやすい。これはクロスボーダーな資産保有があれば企業や家計が海外資産からの所得をバッファーに利用でき、また海外資産の売却による資金調達が可能なためである。米国やカナダの州と EU 域内の各国とを比べると、欧州の方がほぼ 4 倍もローカルなショックが消費に及ぼす影響が大きいとの推計結果が得られている。

か国と比べるとユーロ圏ではほとんどの項目で懸念はより低い。さらに、英国は証券規制や流動性などで高く評価されている。



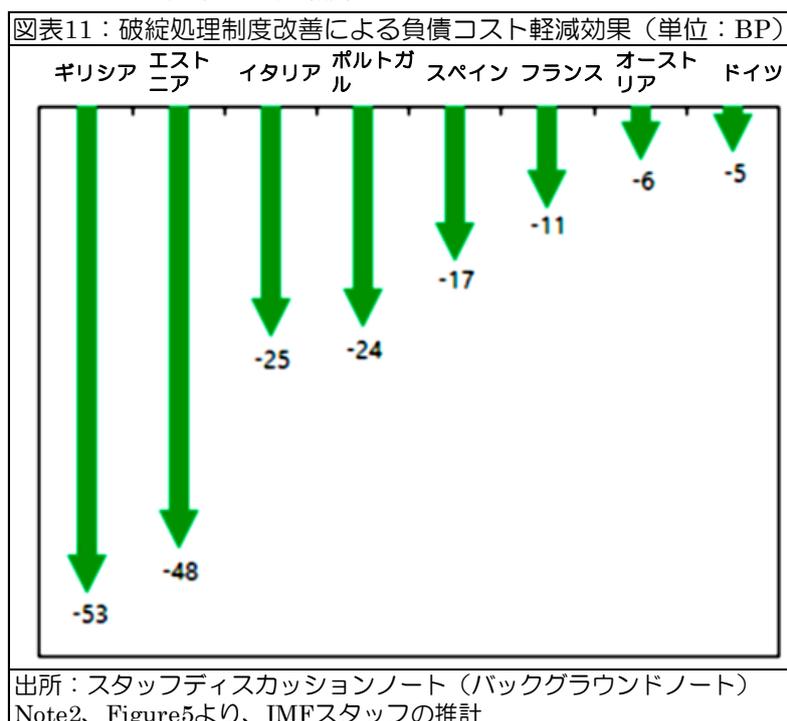
2. 特定の対応策の効果推定

IMF スタッフは非金融法人企業の資金調達コストへの資本市場の障害除去の効果を推定している。まず、資金調達コストを企業の属性（規模、収益性、財務状況）、銀行貸出金利、資本市場の深さなどで回帰し、次いで資本市場の障害に影響する要因の効果を求める。資本市場への障害要因は、前述のサーベイで重要とされた規制（世銀の政府ガバナンス評価指標）、税制（資本市場投資への実効税率）、破産処理（有担保債権の回収率）を取り



上げ、統計処理で各国データを相対化して集計（図表 10 参照）。サーベイの総合指数との相関により、各項目の改善が資本市場の障害を削減する効果が推定できる。これらの結果に基づいて障害要因の改善が企業の資金調達コストに及ぼす影響が定量化されている。

非上場企業の資金調達コストの説明要因としては、破産処理及び債権執行手続きが重要だと考えられる。IMF スタッフの分析によれば、破産処理手順の改善により各国の下位の債権者の回収率が EU 内で最も高い水準になれば、企業の資金調達コストはかなり低下するものと推計されている（図表 11 参照）。



V. 政策課題と EU の CMU 行動計画

1. 規制と破産処理の原則、EU による様々な対応措置

IMF スタッフは、EU の CMU 行動計画は首尾一貫しているが実施にはバラツキがあり、これはメンバー各国の実行の意欲の違いを示すものと指摘。各国の法制の違いを前提とすれば、すべての非銀行仲介機関を健全性監督の対象にはできず、公的関与は投資家保護のための業務行為監督と違法行為を阻む法令等の執行に力点を置くべきだとしている。

ただし、非銀行金融機関の一部はシステミックであり厳格な健全性監督が求められる。清算機関はその一例。大手機関投資家にもシステミックリスクの観点を含む一定の健全性監督が必要であり、また、効率的な破綻処理手順も重要である。なお、市場の円滑な機能には、財産権の尊厳、強固な契約・会社法、少数株主の適切な保護、頑健な会計及び監査基準、透明な税務規則、私的契約の厳格な執行など、事業活動の健全な枠組みの整備が必

要であり、株式市場には実効的な会社法とコーポレートガバナンスが特に重要である。

EU、ユーロ圏では資本市場の監督には多層構造のシステムが必要だろう。メンバー諸国の法的枠組み、税務システム、能力などが相違するために複雑化が避け難く、また、各国の債権執行、会社破産手続き、犯罪と処罰へのアプローチは様々に異なる。EUでは市場監督は主に各国当局の責務であり、各欧州金融監督機構は調整の役割を担う。

ただし、サーベイでみられたように各国当局の能力が様々なことは問題である。当局の多くが適切な法的権限と能力を持たない。目立った不適切行為（銀行による自行株式やハイブリッド証券の預金者への販売）は当初は検知されていなかった。アクティブ運用といって高い手数料を課しながら単にインデックスをトラックしていたという事例もあった。

EUの単一ルールブック（規則、指令）が各国当局の指針であり、透明性指令や会計指令などは情報の問題に焦点を合わせている。だが、単一ルールブックにもかかわらず、メンバー諸国間でかなりの相違が残る。指令の適用では各国に裁量の余地がある。約半分のメンバー諸国しか資本市場規制関連の指令を完全には実施していない。

ESMA（欧州証券市場監督局）は、各国当局の監督の収斂と一部の事業者（格付け会社や取引情報蓄積機関など）の直接の監督を担っている。だが、職務の遂行では各国当局が持つ資源への依存は大きく、この分野では英国の貢献は特に重要だった。ESMAの権限には限界があり、ピアレビューに基づく提言の実施を各国当局に命じることはできない。

2. CMU 行動計画の進捗概況

2015年に定められたCMU行動計画は、①イノベーションへの資金供給、②公開市場での資本調達、③長期投資特にインフラへの資金供給、④リテール投資家と機関投資家の選択肢増加、⑤証券化の支援（銀行の機能強化）、⑥統一されたEU資本市場に向けた障害削減、という6つの主要な分野に焦点を合わせている。

2017年に中間レビューが行われ、プレグジットへの対応を含む新しい優先イニシアチブが加えられた。①目論見書規制の実施による小規模企業の市場アクセス改善、②新しい証券化規制によりシンプルで透明性があり標準化された証券化を促す、③ベンチャーキャピタル規制の改訂による大手投資家の参入促進などの規制改革が行われている。

継続中の取組みには、①投資会社の監督へのリスクベースアプローチの導入（規模などリスクの度合に応じた規制・監督の適用）、②汎欧州個人年金（PEPP）により確定拠出の任意の年金を導入、家計の貯蓄手段多様化と労働移動の促進を目指す、などがある。

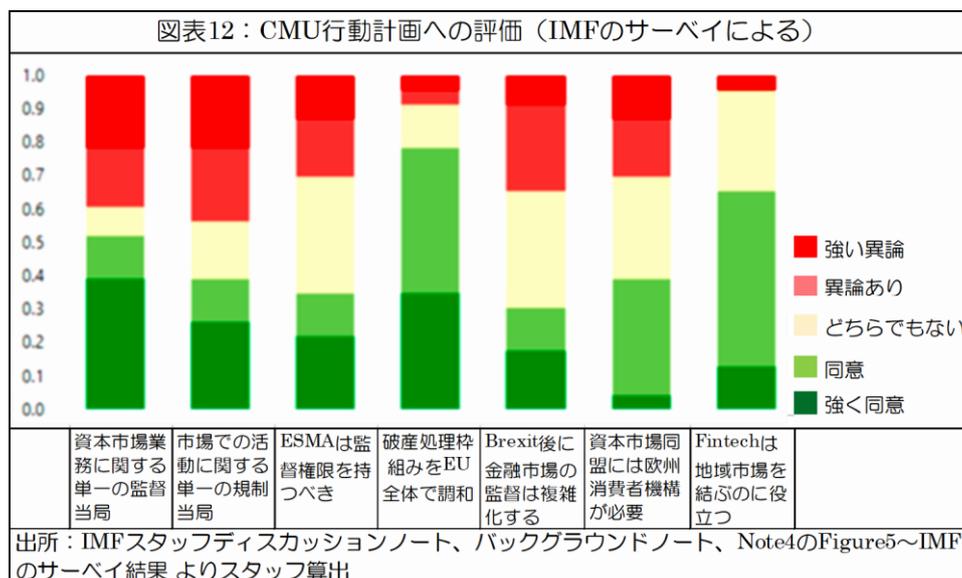
欧州の規制・監督枠組みの見直しでは、ESMA が用いる監督収斂手段の強化が提案された。現状の提案は、各国当局が作業計画で焦点を合わせるべき事項を ESMA が設定する、ESMA のスタッフと各国当局スタッフが共同シピアレビューをフォローアップ、ESMA の指針に関して各国当局は従うか説明する、などが含まれている。

別途、EMIR（欧州市場インフラ規制）の改訂で EU 及び第三国の清算機関への ESMA の権限強化が図られている。EU の清算機関に関して監督カレッジでの役割強化や特定の清算機関への決定を採択する権限、実地検査への参加の許可を付与する。第三国の清算機関が EU にシステム上重要と見なされた場合には、規制の同等性評価手続きのため ESMA は、情報を求め、実地検査を行い、監督手段の実施や罰則の適用を行う権限を持つ。

一方、当初の提案では、各欧州金融監督機構が EU 指向の意思決定を行う効果的で公平な常任の独立したエグゼクティブ・ボードを持つことが主張されたが、ガバナンスの変更は議長の権限強化に止まった。また、当初は ESMA に目論見書を承認する権限を付与することが検討されたが、引き続き各国当局が担うことになっている。

なお、欧州委員会は、会社の破産処理と債権執行に関する最低限の基準を導入しようとしている。Restructuring and Insolvency（企業再編・倒産）指令では、DIP（債務者占有による再建・破産処理）、業務維持のための執行の一時停止、再建計画の採用、新規融資の保護などに関する原則を提示している。また、有担保債権者との法廷外での和解手続きなどに関する指令の草案が準備されている。ただし、債権順位などのいくつかの重要な問題が対象となっていない。

IMF スタッフは、サーベイ結果（図表 12）に基づき破産処理枠組みが最重要と指摘し



加えて、ユーロ圏でのより統一された資本市場監督が支持されているとしている。監督の統一を規制の統一と区分することが選好されているのは、銀行同盟での監督メカニズムの創設に影響されたものかもしれない。

VI. 統合に向けた次のステップ～透明性向上、規制・監督強化、破産処理プロセス改善

ディスカッションノートでは CMU を進めるために、透明性向上、規制・監督強化、破産処理プロセス改善を対象を絞って実行可能なイニシアチブを検討している。

1. 主要な課題と対応の方向性

①透明性向上

資本市場の円滑な機能には情報が重要であり、目論見書指令は望ましい一歩である。上場・非上場共にデータギャップが主要な障害であり、小規模な発行体への簡素化された目論見書規則が中小企業の証券発行をより容易にできる。ESMA が無料で検索可能なオンライン目論見書データベースを構築すれば透明性の強化ができる。次の重要なステップとして、全ての発行体に集中化され標準化された報告を求めるべきである。

また、小規模企業での透明性増強メカニズムを検討すべきである。各国と欧州委員会による企業登録連携システムは、非上場企業の透明性を促進できるだろう。なお、MiFID-II によるリサーチと執行の分離が小規模発行体と中小企業の市場調査を阻害しなかったか再検討が必要である。加えて、デジタル技術による源泉徴収の還付の改善を探求すべきであり、例えば単一の電子手続きポータルによって還付請求を簡素化できる。

②規制・監督強化

投資家保護とシステム的な機関の健全性監督はどちらも重要であり、比例性の原則を指針として規制改革を進めるべきである。IMF スタッフの作業結果は、資本市場の規制がクロスボーダーの投資を引き起こす役割を強調している。焦点は、事後的な法令等の執行を含め、市場規律の確保に合わせるべきである。

資本市場についての SSM（単一監督メカニズム）は求めない。銀行同盟での ECB の銀行監督機能のような役割は望ましくも実際的でもないだろう。ESMA の権限と義務は選択的に強化すべきである。例えば、清算機関については集中した安全性と健全性の監視をすべきで、ESMA と ECB に各国当局と共同の清算機関監督権限を付与すれば EMIR の厳格な適用とシステムリスク抑制ができる。清算機関は（銀行免許の有無に関わらず）中央銀行にアクセスできるべきであり、これは ECB が主導すべきである。

ECB はユーロ圏のシステム的な投資会社の監督にも関与すべきである。欧州の投資会

社は様々であり、各国規制当局の実務も異なるが、最大級のグローバルな銀行が業務をロンドンから移しユーロ圏の子会社を拡充しつつある。システム的な投資会社を単一監督メカニズムの対象とすることは合意されている。投資家保護の強化、統一のため ESMA が監督を収斂させる手段の増強も検討すべきである。当初案通りに独立したエグゼクティブ・ボード導入によるガバナンス強化が考えられる。また、私的年金商品（PEPP）の構造も再検討し、いっそうの携行性の達成を目指すべきだろう。

最後に、EU は非 EU 諸国との緊密な規制での協調を維持すべきである。EU 離脱後の英国との関係はとりわけ重要である。

③破産処理プロセス改善

困難な課題だが、EU は破産処理プロセス改善の努力を続けるべきである。IMF スタッフの分析によれば、破産処理と債権執行枠組みの問題は統合の主要な障害であり、回収率向上だけでなく企業の退出を促すことも重要である。

改革はデータの収集と分析に基づくべきである。債権執行と企業倒産処理の事例を集め、実効性とギャップを評価すべきである。加えて EU として企業破産処理と債権執行についての最低基準を設定すべきである。主要な課題は債権順位に関する共通基準である。こうした基準についてメンバー諸国の進捗をシステムティックにモニタリングすることを EU レベルで制度化すべきである。

2. CMU のさらなる進展に向けて

ディスカッションノートは、資本市場統合の利点を示し、障害を特定して、今後の実際的な道筋を描こうとした。資本市場同盟の達成には、既得権者の抵抗に打ち勝つ政治的意志が必要である。地域の銀行が抵抗者に含まれるかもしれないが、資本市場業務に注意深く取組み、収益性改善を促す必要がある。また、各国当局もホームバイアスを容認しようとするかもしれない。CMU による資本移動活発化の利点を主張すべきである。

真に統合された欧州金融同盟のビジョンには、十分に機能する銀行同盟と活力のある資本市場同盟が、健全に競争することが求められる。資本市場同盟は銀行に取って代わるのではなく補完すべきである。資本市場の規制アプローチは効果的な市場規律を中心としつつ、システム的な機関には健全性監督を行うべきだろう。

なお、金融統合に向けた進展は財政規律と構造改革が伴わねばならない。銀行同盟と資本市場同盟の完成に向けた努力は、生産性格差を縮め 1 人当たり所得を収斂させる広範な取り組みの一部でなければならない。IMF スタッフは、資本市場同盟は資本移動を促すが、

資本移動の方向を決めるのはリスクとリターンのトレードオフだと指摘している。

VII. 結論に代えて

前述したように9月のECOFIN非公式会合ではCMUの再起動に向けた課題が議論されている。公表資料は“4年間の経験によりCMUへの障害と対応についての法的、政治的な困難さをより理解できた。EU資本市場の成長の可能性を解き放つ単純で単一の解決策はない”として取り組むべき課題を検討している（図表13参照）。

| 図表13：CMUの再起動への課題 | |
|--|--|
| • 各国の法律から生じる障害 | 各国法制の主要な部分での相違（破産処理、会社法、証券、税法）が資本移動の障害だった。CMU行動計画はこれらへの対応措置を含むが、各国法制の複雑な結びつきが前進を阻む。障害削減策はECOFINの権限を越えるものも多い。制度的な対処は現実的な実行可能性評価に基づくべき。 |
| • リテール顧客に焦点を合わせた対応 | 家計やリテール貯蓄者は欧州経済の長期資金調達の主な源泉。リテール投資家の関与が流動性のある強固な資本市場の発展に重要。資本市場の魅力を高めるべき。リテール投資家のアクセス改善は人口動態の変化が年金スキームに及ぼす影響への対応にも役立つ。金融サービスへの消費者の評価は低い。十分な透明性と比較可能性及び情報開示は投資家の信頼に重要だが過剰な情報では分かりにくい。金融リテラシーは市民の能力構築と金融サービス利用への信頼に基本的に重要な前提となる条件。 |
| • 中小企業に焦点を合わせた対応 | 中小企業は欧州経済の主な原動力。銀行貸出が主要な資金調達源だがスタートアップ企業やイノベティブな企業は債務と株式を組み合わせた調達が必要。若く、イノベティブな企業への障害を除去すべき。IPO関連などの規制の見直しが必要。MiFID IIが中小企業のリサーチに与えた影響も検討すべき。 |
| • 証券化 | 証券化は徐々に回復し始めた。新しい枠組み（STS：シンプル、透明かつ標準化）のパフォーマンスは緊密なモニタリングが必要、適宜、調整すべき。 |
| • ポストトレード（取引後の業務） | 欧州ポストトレードフォーラムが特定した法的及びオペレーショナルな障害をさらに削減すべき。証券の記帳と決済システムの効率性改善が必要。株主の権限行使への障害への対処、源泉徴収手続きの効率化も必要。 |
| • デジタル化 | 金融サービスのデジタル化は企業と投資家に投資や関連サービスへの新しい道を開く。新技術は株式発行やコーポレートガバナンス、資産運用、投資サービス、商品販売とポストトレードインフラに効率的な解決策を提供。規制は消費者へのリスクと市場のインテグリティへのリスクに注意しつつ変革を促すべき。 |
| • 法令等の執行とインテグリティ（高潔性） | 投資家保護と法令等の執行は単一市場の適切な機能に重要。監督の収斂はコンプライアンスコスト低下、法的確実性向上に貢献、頑健な強制措置枠組みが投資家の信頼を強める。ピアレビューはEUの効率的で首尾一貫した措置を促す。金融サービス部門のインテグリティに関する文化が公衆の信頼の回復に重要。金融犯罪、マネロンなどと戦う手段と枠組みの改善を進めるべき。投資家は公平で効率的な調停へのアクセスを保持すべき。 |
| • ベストプラクティス | 法制度だけではCMUは進められない。ベストプラクティスのような規制以外の解決策を促し、共有すべき。各国が導入した従業員持ち株制や投資貯蓄口座は一例であり、リテール投資家の資本市場参加に資する。 |
| ○検討すべき課題 | |
| ① EU市民のクロスボーダーな貯蓄、投資サービスへのアクセスをどう改善するか | |
| ② 中小企業のクロスボーダー非銀行資金調達への主要な障害は何か | |
| ③ 機関投資家の観点ではEU資本市場と健全な長期リスクテイクの魅力をどう高めるか | |
| ④ どうすれば欧州資本市場をより競争的、オープンかつ国際的に魅力的にできるか | |

出所：EU経済・財務相理事会非公式会合資料“Capital markets union-reboot”2019年9月、より作成。

ECOFIN で示された諸課題は、IMF スタッフが分析し指摘したものと共通する点が少なくない。2015 年から進められてきた資本市場同盟の諸施策はかなりの実施されたとみられるが、それが効果を上げて資本市場の分断解消が進むのには、まだ時間がかかる。焦点を絞った対応策をとり、資本市場同盟を再起動することが必要だろう。

EU メンバー諸国のばらつきを考えると、ディスカッションノートが、実現可能性が相対的に高い対応策として取上げた、規制・監督強化（特に行為規制・監督の収斂）や破産処理プロセス改善なども、その実施には難しい点が少なくないと思われる。再起動の必要性が EU メンバー諸国で共有されることで前進を図っていく必要があるだろう。

時間はかかるが資本市場の機能を向上させ銀行システムへの依存を引き下げていくことは、EU 経済の発展とメンバー諸国の経済水準の収斂への貢献が期待される。IMF スタッフの分析をまとめたディスカッションノートは、再起動の具体化にあたっての参考になると考えられる。

以上