

EU 金融・資本市場統合の深化に向けた動き

99年初より通貨統合がスタートした。懸念された年末の為替レートの乱高下やシステムの切り替えに関わる大きな混乱はなく、新通貨は順調な滑り出しを見せた。

通貨統合により、EU 域内の金融・資本市場の統合が一層進むことが期待される。中でも、取引所間の提携や統合に向けた動きは急である。

しかし、統合の促進には課題も多く、EU 委員会は、去る 10 月、残された課題を整理した文書を発表した。金融・資本市場の統合が、今後どのように進んでいくかが注目される。

1. 順調なスタートを切ったユーロ

98年12月31日、予定通り ERM の中心レートで通貨統合参加国通貨間の為替レートが固定され、ユーロは1月1日より順調なスタートを切った(表1)。中央銀行間の決済システム TARGET に多少の支障が見られ、各金融機関内では細かなミスもあったようだが、市場に大きな混乱をもたらすような不測の事態は今のところ起きていない。ユーロの為替取引はまだ活発ではないが、スタート当初は模様眺めから取引は活発化しないというのは当初から予想されていたことである。次第に取引も活発化しよう。

表1 ユーロの為替レート

<対EMU参加通貨>	1ユーロ=
オーストリア・シリング	13.7603
ベルギー・フラン	40.3399
フィンランド・マルカ	5.94573
フランス・フラン	6.55957
ドイツ・マルク	1.95583
アイルランド・ポイント	0.787564
イタリア・リラ	1936.27
ルクセンブルグ・フラン	40.3399
オランダ・ギルダー	2.20371
ポルトガル・エスクード	200.482
スペイン・ペセタ	166.386
<対EMU外通貨(98.12.31)>	
イギリス・ポンド	0.7058
スイス・フラン	1.6129
円	132.4554
米ドル	1.1743

(出所) Financial Times

EU 各国は、資本移動の自由化や、種々の規制に関するハーモナイゼーション、金融機関に対するシングル・パスポートの付与、などを通じて、金融・資本市場の統合を進めてきた。通貨統合による為替リスクの消滅により、金融・資本市場の統合が一層進むことが期待されている。通貨統合参加国の金融・資本市場が真の意味で統合されれば、米国に並ぶ大きな市場が形成されることになり、欧州の企業や投資家、ひいては経済全体に大きな好影響をもたらすことが期待される（表 2）。

表 2 EMU 参加国の規模（対日米比較）

	EMU11カ国	EU15カ国	米国	日本
面積（1000平方km）	2,372	3,242	9,373	378
人口（100万人、1998年）	291	375	270	127
GDP（兆円、1997年）	796.1	1,023.1	1,053.8	507.0
貿易収支（兆円、1997年）	18.5	15.9	-13.3	12.3
上場企業数（社、98年9月末）	2,972	6,130	7,026	1,818
株式上場時価総額（兆ドル、98年11月末）	4.2	6.8	12.2	2.4
株式売買代金（兆ドル、98年1～11月）	4.8	7.8	11.7	0.7
債券発行残高（10億ドル、98年9月末）	1,268.3	1,722.6	716.2	283.8

（注）1.欧州の株式市場の規模を計算する際に、国内に複数の取引所がある場合には、最大の取引所の計数で計算。米国は NYSE と NASDAQ の合計。日本は東京証券取引所の計数。

2.上場企業数は国内企業のみ。

（出所）Eurostat、FIBV、BIS、日本銀行等資料より NRI-E 作成。

2. 進む取引所の統合

EU の金融・資本市場統合に向けた動きの中で、最近特に進展しているのが証券取引所及び派生商品取引所の統合、連携である。

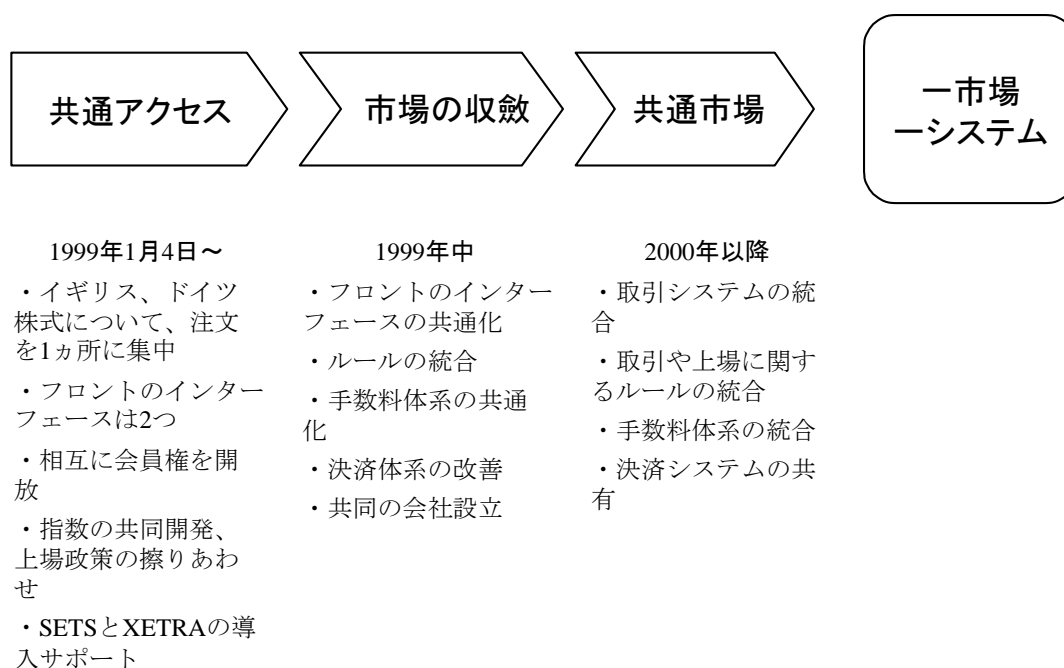
1) 証券取引所

98年7月7日に汎欧州証券取引所の形成を目指すものとして発表された、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の提携は、予定通り、99年1月4日から開始した¹。現在は、英国株式の注文はロンドン証券取引所に、ドイツ株式の注文はドイツ取引所に集中するという第1フェーズである。両取引所の会員を通じて出される英国株式の注文はロンドン証券取引所の取引システム SETS、ドイツ株式の注文はドイツ取引所の XETRA を利用して取引されているので、一つの取引所で両国の優良株式の売買を行うという姿ではない。年内に上場や取引に関するルールの共通化やフロント・エンドのインタフェースの共通化を進め、2000

¹ ロンドン証券取引所とドイツ取引所の提携、その他欧州取引所の連携については、落合大輔「進む欧州取引所の再編」『資本市場クォーターリー』1998年秋号参照。

年には、取引システムも統合した一つの取引所の形成を目指している（図1）。

図1 ロンドン証券取引所、ドイツ取引所の提携の流れ



（出所）両取引所発表資料

両取引所は、その他の欧州証券取引所の参加を歓迎しており、最終的にはEU全域の300を超えるブルーチップ銘柄を売買する単一の取引所の新設を狙いとしている。他の欧州証券取引所の反応が注目される中、11月中旬にこの提携への参加を表明する証券取引所が相次ぎ、11月27日には初の会合がパリで持たれた。英独に加え、フランス、オランダ、イタリア、スペイン、ベルギー、スイスの各証券取引所の代表が参加し、英独の提携に参加する意向を表明した²。すでに12月中にはロンドンで第2回の会合も持たれたが、大まかなスケジュールも含め詳細は一切決まっておらず、汎欧州証券取引所の誕生は順調に行っても2001年以降になる見込みである。

また、アムステルダム、ブリュッセル、ルクセンブルクの各証券取引所が相互会員を認めるベネルクス・プロジェクトが99年初よりスタートしたほか、ストックホルムとコペンハーゲンの両証券取引所が進めるノレックス（Norex）構想にオスロ証券取引所が参加の意向を表明したり、イタリア、スウェーデン、デンマーク、スイスの各取引所がベンチャー企業向け新市場を新設し、ユーロNMに参加することを発表するなど、証券取引所の連携は進んでいる。

² スウェーデンのストックホルム証券取引所の代表も参加したが、当面の間、北欧証券取引所の提携構想であるノレックス（Norex）に注力し、この提携には参加しない意向を表明している。

2) 派生商品取引所

派生商品取引所の連携は、EUREX と Euro Globex の二つが軸となって進んでいる。EUREX はドイツとスイスの両派生商品取引所が統合した新しい派生商品取引所で、98年9月末より、一つの取引所として取引を開始した。他の派生商品取引所にも参加を積極的に呼びかけており、去る11月にはフィンランドのヘルシンキ取引所が、EUREX に参加する意向を表明した。

Euro Globex は、フランスとスペインの派生商品取引所が米国の CME と組んで進めている提携構想で、98年6月に発表された。99年第1四半期中に、債券関連商品に限って取引を開始し、その後年内を目途に株式関連商品の提携を進める予定である。EUREX が単一の取引システムを採用しているのに対し、Euro Globex は参加する取引所の会員の相互承認という形を取っている。EUREX システムへの移行は望ましくないと判断したイタリアの債券先物取引所 MIF は³、98年12月、Euro Globex に参加することを発表した。イタリアの株式関連商品の先物取引所である IDEM も株式関連商品に関する提携に参加する予定である。

3. EU 委員会の報告書

以上見たように、証券取引所、派生商品取引所の提携は進んでいるものの、金融・資本市場の統合の深化に向けては、依然として数多くの課題が残されている。

このような認識のもと、EU 加盟国首脳で構成される欧州理事会は EU 委員会に対し、金融サービスに関する単一市場の実現に向けた行動フレームワークの策定を指示した。この指示に基づき、EU 委員会は98年10月、「金融サービス：行動フレームワークの構築」と題する報告書を発表した。広く市場関係者や各国の規制当局などに対して行った聞き取り調査をもとに、今後さらに金融・資本市場の統合を進めていくための課題を、①法制度、②ホールセール市場、③リテール市場、④金融機関監督、⑤市場統合のためのインフラ、の5章に分けて整理している。

1) 法制度に関する見直し

この報告書の中でまず挙げられている課題が、法制度のスリム化、効率化である。加盟各国の法律の調和を進めるための EU 指令の採択が遅れたり、内容があまりに詳細であると、各国の法改正、ひいては各国金融機関の対応が遅れ、好ましくない。例として、EU の金融機関に対する自己資本規制指令は、当初26ページしかなかった指令案が、採択時には

³ EUREX の取引システムは決済が遅れがちで、バック・オフィスのシステムの稼働終了時間が早すぎるとして、一部ユーザーから批判を受けている。

詳細な計算方法に関する付則も含めて合計 79 ページに及び、マーケット・リスクを盛り込むための指令の改正には 4 年の歳月がかかり、さらに 28 ページ増えたことが指摘されている。

このような弊害をなくすため、まず、指令には原則や基本的な事項のみを定め、細かな規定は拘束力を有しない通達（Commission communication、recommendations、decision）によってカバーするという方針が示された。指令には「適切に（fit and proper）」などの曖昧な表現が用いられるのは避けられない上に、国内法化や実際の運用は各国の規制当局に任されるので、どのような規制が望ましいかについて、監督機関同士の協議や意思疎通を積極的に進めることも求められている。97 年末に EU 各国の証券監督機関を集めて設立された FESCO（Forum of European Securities Commissions）がこのような動きに資することが期待されている。

これまでに採択された銀行業務、証券業務、保険業務に関連する指令の国内法化率は 98.94%に達し、EU 加盟 15 カ国のうち 12 カ国は全ての国内法化を終了している。しかし、その過程では指令に規定された国内法化期限に間に合わなかったケースも多く、速やかな国内法化を進めるよう各国に求めている。

2) ホールセール市場

この報告書では、ホールセール市場の統合は、後述するリテール市場に比べれば進んでいるという見方を取っている。ホールセールの章のタイトルは、「ホールセール市場の統合は間近（within reach）」となっている。

(1) 資金調達者に関する課題

まず、資金調達者に関する課題としては、目論見書の相互承認、ベンチャー・キャピタルの供給、コーポレート・ガバナンスの 3 つが挙げられている。

目論見書の相互承認に関しては、すでに 89 年に目論見書に関する指令が採択され、各国の国内法化も完了しているにもかかわらず、問題は解決していないとされる。EU 委員会は、指令の見直しと同時に各国の規制当局の協調を求めている。

EU では、ベンチャー企業の成長が、経済成長や雇用の促進には不可欠であるとして、成長・雇用イニシアチブ（Growth & Employment Initiative）を設け、①ベンチャー・キャピタルのファンドへの出資を通じて、特定のベンチャー企業に対して出資する ETF スタート・アップ、②ベンチャー企業のクロス・ボーダー提携をコスト支援の面からサポートするジョイント・ヨーロピアン・ベンチャーズ、③債務保証を行うことによりベンチャー企業の借入を容易にする SME（中小企業）ギャランティ・ファシリティ、の 3 つのスキームに対して、98 年から 2000 年の 3 年間に 4.2 億ユーロを予算化した。このような動きに合わせて、ベンチャー企業のための株式市場を育成することが重要であるとしている。

コーポレート・ガバナンスについては、各国で異なるガバナンスの型がありうることを認めた上で、株主間の公平性や経営の透明性、アカウンタビリティの向上など、重視すべきであるというコンセンサスが得られつつある原則を取り込んだ、ガバナンスの枠組み作りを支援する。また、これまでも難航してきた欧州会社法の制定も目標とされている。

（２）資金供給者に関する課題

資金運用面で市場統合を進めるためには、まず、会計基準の調和による、各国企業間の比較可能性の向上が必要であるとしている。上場企業に対して国際会計基準に則った財務諸表の作成を義務づけることの是非を検討するほか、会計士の法律上の役割についても調和を図っていく予定である。

二つ目に求められているのは、機関投資家に対する運用規制の緩和である。通貨統合により、保険会社や年金基金に対する通貨マッチング規制が EMU 参加国内でのクロス・ボーダー投資に与える制約は小さくなるとはいえ、EMU 圏外への投資には対しては依然として制約を与える。また、投資対象に関する規制も厳しい国が多い。分散投資効果も考慮に入れた、運用に歪みを与えないプルデンシャル規制の導入が求められている。

（３）投資サービス業の提供

投資サービスの提供について、各国の個別に異なる規制が金融機関の他国市場へのアクセスや他国金融機関との効率的な競争を阻害しているという問題は、今回の報告書のために行われた聞き取り調査で最も強く指摘された点であった。この問題点の解決方法には、証券監督機関の協力が挙げられているのみであるが、その際、ホールセール市場でのサービスには、自国での認可と監督だけで十分であり、ホスト国での過剰なサービス提供に関する規制は排すべきであることを考慮するよう求めている。

3) リテール市場

リテール市場では、提供されているサービスの内容や価格の格差が大きく、市場の統合にはほど遠いのが現状である。しかし、リテールにおいては、消費者の保護と金融サービス提供の自由化とのバランスが難しい。今回の報告書でも、クロス・ボーダーの金融サービス提供が普及したときに、消費者保護をどのように行っていくかが中心となっている。

リテール金融サービスに関する市場の統合については、グリーン・ペーパーがすでに 96 年 5 月に発行されている。このグリーン・ペーパーと今回の報告書の論点には重複している部分も多く、このペーパーのフォロー・アップがまず進められることになる。主な論点としては、各国の消費者保護の違いを明らかにし、どのようなケースにホスト国のルールが適用されるかを明確化することのほか、金融サービスの遠隔地からの提供に対する消費者保護のあり方の検討、不正取引による損失の補償、が挙げられている。

4) 金融機関監督

金融サービスが国境を越えて提供されるようになると、金融機関監督に最も重要なのは、各国監督機関間の協力である。この報告書では、監督機関協調憲章 (supervisors co-operation charter) を作り、各国監督機関の責任の範囲を定めると同時に協調を図っていくことを提唱している。また、金融機関の自己資本規制を BIS のバーゼル委員会と共同で見直すほか、金融機関の清算に関する指令の採択も求めている。さらに、金融コングロマリットの規制方法についても、議論を深めていくことが重要視されている。

5) 市場統合のためのインフラ

最後に示されているのが、金融・資本市場の統合を進めるためのインフラとしての諸条件である。まず、クロス・ボーダー取引が増加するためには、スムーズな国際決済が必要である。特に小口資金のクロス・ボーダー決済システム整備の遅れが指摘されている。

次に、健全な競争の確保である。金融機関間の提携は、クロス・ボーダーのサービス提供を促進するという意味では好ましいが、それが競争制限的にならないよう、注意する必要があるとしている。また、国による金融機関への補助金が競争を歪めることがないか監視し、経営内容が悪化し救済するケースなど公的資金が投入された場合には、業務内容の制限などを求めていく方針である⁴。

税制についても、調和の必要性が主張されている。法人税の引き下げ競争は避けるべきであること、貯蓄商品の税制をそろえ、税制の歪みが資本移動を妨げることがないようにすべきこと、また、労働人口の流動性を高めるためにも、年金税制の相互承認を進め、労働者が転勤しても単一の年金でカバーされるようにすべきであること、が示されている。

4. おわりに

EU は、その淵源である欧州石炭鉄鋼共同体 (ECSC) 以来、今世紀、二度の大戦によって国土が荒廃したヨーロッパにおいて二度と戦争を繰り返さないことを最大の目標としながら、部分的な経済統合を次第に拡大して政治や外交の統合へと深化させていくという手法を基本戦略としてきた。統合全体の基盤とも言うべき経済統合は、80年代後半に打ち出された「92年域内市場統合計画」によってスピードアップが図られ、その成果を踏まえて92年に締結されたマーストリヒト条約は、単一通貨の導入を柱とする経済通貨連合 (EMU) の達成を条約上の義務にまで高めたのである。

⁴ クレディ・リヨネは救済のための公的資金を受ける条件として、海外での業務を大幅に縮小することを求められた。

今般実現した単一通貨ユーロの導入は、このマーストリヒト条約の規定を、幾多の困難にもかかわらず、基本的にはスケジュール通りに実施したものであり、EU 各国の統合に対する政治的コミットメントの強固さを改めて示した。また、全加盟国における同時導入こそ果たせなかったものの、通貨主権という経済、政治の両面において重要な意味を持つ国家権限に制約が加えられたことは、欧州統合が新たな段階に入りつつあることを示唆していると言えよう。

しかしながら、本レポートで紹介した EU 委員会の報告書に示されているように、金融サービス分野においては、1957 年のローマ条約でうたわれた「単一市場」さえ十分に現実化していないという実態があることも、また事実である。単一通貨の導入という政治統合の領域にも踏み込む大胆な施策が実施される一方で、経済統合の分野においても、まだまだ地味ながら重大な課題が多々残されていることを看過してはなるまい。

とはいえ、今回の報告書に示されたような実状から、通貨統合を始めとする統合の深化の意義を過小評価するのも、また一面的であろう。EU 委員会は、これまでも、統合の節目節目にあたって、今回のようなレポートを提出し、期限を切って課題を明確化することで統合スピードの促進を図るという手法を多用し、成功を収めてきた。今回の報告書もまた、そうした意図の下に作成されたものであり、むしろ残された課題をすくい上げることで統合の完成度を高めようとする強い意思を感じ取るべきであろう。

今後、EU 委員会は金融サービス政策グループ (Financial Services Policy Group) を設立し、この報告書で示した課題の解決を図る。EU 委員会は、各国の大蔵大臣をこの政策グループのメンバーとするよう各国に求めており、高いレベルで積極的に様々な政策を打ち出していきたい考えである。99 年 6 月までには、最も優先すべき課題についての行動計画が欧州理事会に提出されることになっている。

欧州の金融・資本市場は、着実に拡大、多様化している。証券発行の際に投資家の多国籍化が進んでいること、ジャンク債市場が次第に普及しつつあること、国別からセクター別の株式投資が進んでいることなどはその端的な証左である。このような大きな変化がどのように進み、EU の発展にどのような影響を与えるか、今後が注目される。

(落合 大輔)