

## 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

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 欧州委員会は 2015 年 9 月 30 日、資本市場同盟のアクション・プランを公表した。資本市場同盟は、EU 資本市場の活性化を図る政策パッケージであり、2014 年 11 月に発足した欧州委員会の新体制における金融アジェンダの目玉政策の一つと位置付けられる。
2. 資本市場同盟アクション・プランは、33 のトピックについて施策と目標年限を設けている。それらを通じて資本市場を活性化し、銀行依存度の高い EU 経済において複線的な金融システムを構築することにより、資金不足主体への資金供給の円滑化を図り、持続的な経済成長の実現を目的としたものである。
3. 注目される施策としては、①シンプルで透明性があり標準化された証券化に係る資本賦課の減免、②キャッシュフローやリスク管理などで一定の要件を満たすインフラ投資に係る保険会社のソルベンシー規制の緩和、③金融危機後の規制強化の累積的影響に関する情報収集、④ベンチャー・キャピタルへの大手運用会社の参入や目論見書に係る規制緩和等を通じた中小企業支援、がある。
4. 今後の注目点として、一つには、EU において長年の課題とされてきた税制や会社法の統一・調和化にどこまで踏み込めるか、という点がある。もう一つには、金融危機後の規制強化の累積的影響に関する情報収集から何が出てくるか、という点がある。規制強化で市場流動性が低下しているという見方は多く、その見直しがセカンダリー市場の活性化策に繋がるか、今後が注目される。

## I 資本市場同盟とは

欧州委員会は 2015 年 9 月 30 日、資本市場同盟（Capital Markets Union）のアクション・プランを公表した<sup>1</sup>。資本市場同盟とは、欧州連合（EU）における資本市場を活性化することで、資金余剰主体から資金不足主体への資金供給の円滑化を図り、持続的な経済

<sup>1</sup> Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions; Action Plan on Building a Capital Markets Union

成長を実現することを目的とする政策パッケージである。

同じく「同盟」と銘打った欧州の金融関連プログラムとしては、ユーロ圏の銀行同盟がある。銀行同盟は、ユーロ圏の大手行について監督を欧州中央銀行（ECB）に統一し、単一破綻処理制度・単一破綻処理基金を創設するというものである<sup>2</sup>。これに対して資本市場同盟は、監督等の統一を図るものではなく、資本市場における様々な課題や障壁を克服するための個々の施策からなる政策パッケージであり、数十年来 EU が進めてきた伝統的な単一市場プログラムの延長線上に位置づけられるものとも言える。

資本市場同盟は、2014年11月に発足した欧州委員会ジャン・クロード・ユンケル委員長体制の下における金融アジェンダの目玉政策の一つと位置付けられている。実際、新体制の下では、従来「域内市場・サービス担当」委員の所管とされた金融サービスが分離され、新たに「金融安定・金融サービス・資本市場同盟担当」委員のポストが設置された<sup>3</sup>。その上で、2015年2月に資本市場同盟に関するグリーン・ペーパーを公表・意見募集し、今般、具体策とスケジュールを提示するアクション・プランの公表に至った。

アクション・プランは、2019年までに各 EU 加盟国において機能的で統合された資本市場が実現されることを目的としており、2017年に欧州委員会による進捗状況の評価と優先事項の再評価が行なわれる予定となっている。

## II 資本市場同盟の背景

EU で資本市場の活性化が喫緊の課題となった背景としては、EU 経済の銀行依存が挙げられる。実際、過去5年ほどの民間非金融部門の銀行ファイナンスのシェアで見ると、米国が30%近傍で推移してきたのに対して、英国では50%台、独仏伊では70%近傍で推移している<sup>4</sup>。他方、資本市場は EU の経済規模に比して小規模に留まっている。例えば、株式市場時価総額の対 GDP 比で見ると、EU は64.5%と米国や中国、日本と比べても見劣りしている（図表1）。こうした銀行依存体質から、金融危機時・ソブリン危機時に見られたように、EU 経済は銀行融資の縮小に対して脆弱となっている。資本市場同盟は、資本市場の活性化を通じて、EU における複線的な金融システムの構築を狙ったものと言える。

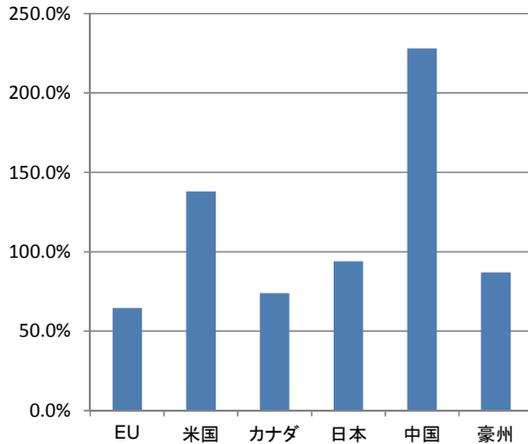
また、資本市場の厚みには EU 各国の間でも差異があり、例えばルクセンブルクや英国の株式市場時価総額の対 GDP 比は120%を超える一方、欧州最大の経済規模を誇るドイツは51%であり、いわゆる PIIGS を構成するポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインは各々、35%、75%、35%、33%、79%となっている（図表2）。資本市場同盟は、規制緩和や環境整備等を通じて、資本市場が未発達な EU 加盟国における資本

<sup>2</sup> 詳細については、井上武「銀行同盟の第一歩、ユーロ圏への単一銀行監督制度の導入」『野村資本市場クォーターリー』2013年冬号参照。

<sup>3</sup> 当初、英国政府がジャン・クロード・ユンケル氏の委員長就任に難色を示していたことから、英国には主要ポストないし金融関連ポストは与えられないと見られていた。しかし、敢えて域内市場担当から分離した金融担当委員に欧州最大の金融センターを抱える英国からジョナサン・ヒル氏を起用したところに、ユンケル新委員長の資本市場同盟に対する本気度や英国の EU 離脱への懸念等が垣間見える。

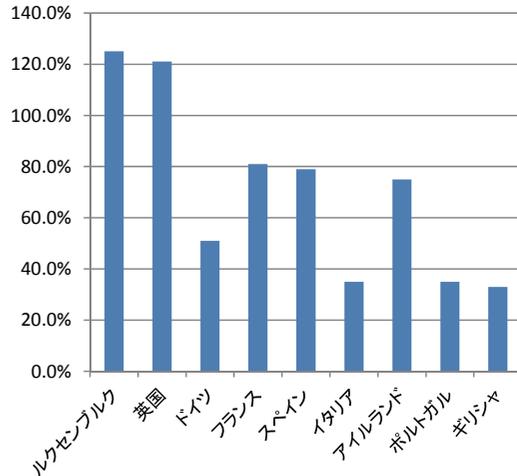
<sup>4</sup> 国際決済銀行データ。

図表 1 資本市場の厚み：グローバル比較



(注) 各国・法域における株式市場時価総額の対 GDP 比。2013 年末時点。  
 (出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

図表 2 資本市場の厚み：EU 域内比較



(注) 各国における株式市場時価総額の対 GDP 比。2012 年末時点。  
 (出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

形成の底上げを図り、また、ルールの調和化等を通じて、そうした国への資金フローを促進することも狙ったものである。

なお、欧州委員会は、資本市場同盟が必要とされる理由、その背景にある EU 資本市場における課題として、以下を例示している。

- ・ 金融危機とその後の経済回復の緩慢さにより、EU では巨大なインフラ投資に係るギャップが発生している。2020 年までの間、EU におけるインフラの新規・更新投資で最大 2 兆ユーロが必要とされる。
- ・ EU 中小企業の資金調達の 75%は銀行融資となっている。一方、米国の中小企業の資本市場での資金調達は欧州の中小企業と比べ 5 倍に達する。
- ・ EU におけるベンチャー企業では、特に創業後の成長フェーズで資金が不足し、銀行の当座貸越や短期融資では賄いきれない。米国ほどのベンチャー・キャピタル市場の深みがあれば、EU のベンチャー企業は 2009 年から 2014 年にかけて追加で 900 億ユーロ以上の資金を調達できていた。
- ・ 証券化市場を安全な形で金融危機前の平均水準まで回復させられれば、銀行は民間部門に追加で 1,000 億ユーロの資金を供給できる。また、2013 年において、中小企業の 35%は銀行への融資申請に対する満額融資を得られなかったが、中小企業向け融資の証券化が危機時のピーク水準の半分にまで回復させられれば、追加で 200 億ユーロの資金を中小企業に供給できる。

### III 資本市場同盟アクション・プランの概要

資本市場同盟アクション・プランは、図表3の1～6の大枠の下に33のトピックを配置し、各々について施策と目標年限を設けている。

図表3 資本市場同盟アクション・プランの内容

1. イノベーション、起業、非上場企業への資金供給		
ベンチャー・キャピタル及びエクイティ・ファイナンスの支援	汎欧州ベンチャー・キャピタル・ファンド・オブ・ファンズと多国籍ファンドの提案	2016年第2四半期
	ベンチャー・キャピタル・ファンド、ソーシャル・アントレプレナーシップ・ファンドに係る法制の見直し	2016年第3四半期
	ベンチャー・キャピタル及びビジネス・エンジェルに係る税インセンティブの調査	2017年
SME投資に係る情報障壁の克服	銀行による中小企業融資申請の拒否に係るフィードバックの強化	2016年第2四半期
	最良行為の促進に向けたEUにおける地域・中央政府の支援・アドバイザー機能のマップ	2017年
	中小企業に係る汎欧州の情報システムの開発・支援の検討	2017年
革新的なコーポレート・ファイナンス手法の促進	クラウドファンディングに関する報告書	2016年第1四半期
	ファンドによるローン・オリジネーションへの連携したアプローチの開発と将来的なEUとしての枠組みの検討	2016年第4四半期
2. 企業が公開市場に参入し資金調達することの容易化		
公開市場へのアクセスの強化	目論見書指令の近代化の提案	2015年第4四半期
	公開市場及びSME成長市場への中小企業の上場に係る規制上の障壁の検証	2017年
	市場流動性改善に重点を置いたEU社債市場の検証	2017年
エクイティ・ファイナンスの支援	デット・エクイティ・バイアスの問題への取り組み(法人税課税方法の標準化に関する立法の一環)	2016年第4四半期
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及び欧州長期投資ファンド(ELTIF)への投資に係るソルベンシーIIにおける資本賦課の調整	2015年第3四半期
	銀行CRRの見直し、必要に応じてインフラ投資に係る資本賦課の調整	継続
EU金融サービスに係るルールの一貫性確保	金融規制強化の累積的影響に関する根拠に基づく情報提供の照会	2015年第3四半期
4. リテール投資家及び機関投資家による投資の促進		
リテール投資家のための選択肢と競争の増加	リテール金融サービス・保険に関するグリーン・ペーパー	2015年第4四半期
リテール投資家がより良い条件を得ることの支援	EUリテール投資商品市場の検証	2018年
退職に向けた貯蓄の支援	汎欧州個人年金の創設に向けた政策フレームワークの検討	2016年第4四半期
機関投資家とファンド・マネージャーの投資機会の拡大	ソルベンシーIIにおけるプライベート・エクイティ及び私募債の健全性規制上の扱いの評価	2018年
	投資ファンドのクロスボーダーの販売に係る主要な障壁に関する市中協議	2016年第2四半期
5. 経済全般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	全てのEU加盟国がクレジット・ユニオンをEU銀行資本規制の枠外で認可する可能性の検証	継続
EU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)の提案、銀行に係る資本賦課の見直し	2015年第3四半期
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のフレームワーク及び中小企業向け融資に係る同様の仕組みに関する市中協議	2015年第3四半期
6. クロスボーダー投資の促進		
クロスボーダー投資に係る各国間の障壁の除去	資本の自由な移動に係る各国の障壁に関する報告書	2016年第4四半期
クロスボーダー投資に係る市場インフラの改善	証券所有法制と債権譲渡の第三者効における重点的対策	2017年
	清算・決済において残存する障壁の除去に係る進捗の検証	2017年
破産手続きのコンバージェンス促進	会社破産に係る立法イニシアチブ、特に資本の自由な移動に対して最も重大な阻害要因となっているものに対処	2016年第4四半期
クロスボーダーの税制上の障壁の除去	源泉徴収税の手続きにおける源泉優遇方式(relief at source)に関する最良行為と行為規範	2017年
	年金基金や生命保険会社によるクロスボーダー投資に係る差別的な税制上の障害に関する調査	2017年
監督のコンバージェンス強化と資本市場のキャパシティ増大	資本に係る単一市場の機能改善に向けた監督のコンバージェンスに関する戦略	継続
	ESAの資金調達とガバナンスに関するホワイト・ペーパー	2016年第2四半期
金融安定性を維持するキャパシティの促進	資本市場のキャパシティ増大に向けた加盟国への技術的支援の提供に関する戦略の開発	2016年第3四半期
	EUマクロプルーデンスのフレームワークの検証	2017年

(注) SME成長市場はMifid II/MiFIRの要件を満たす新興成長企業向け市場。

ESAは欧州証券市場機構(ESMA)、欧州銀行機構(EBA)、欧州保険年金機構(EIOPA)の総称。

(出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

欧州委員会は、資本市場同盟が銀行部門を補完する資本市場の強化に繋がるとして、下記の効果が生じるとしている。

- ・ EU内外からの投資を促進する：  
資本市場同盟は、欧州の資本を動員し、成長・雇用創出のために資本を必要とする中小企業を含むあらゆる企業、インフラ、長期的プロジェクトに回す。また、家計が退職までの目的を達成できるよう、より良い選択肢を提供する。
- ・ EUにおける投資プロジェクトにより多くのファイナンスを繋げる：  
小規模な市場と高い成長ポテンシャルを有する加盟国は、より多くの資本・投資が流入することから得られるメリットが大きい。資本市場がより発達した加盟国は、クロスボーダー投資と貯蓄機会の増加の恩恵を被ることになる。
- ・ 金融システムを安定化する：  
統合された金融・資本市場は、加盟国（特にユーロ圏に属する加盟国）の間で経済的ショックの影響を共有・分散することに資する。より広範な資金源を活用できるようになることで、金融リスクの共有に寄与し、銀行部門の収縮にEUの市民や企業が影響を受けにくくなることを意味する。更に、債務の増加ではなく株式市場が発展することは、長期的に投資が増加していくことを可能にする。
- ・ 金融統合を深化させ競争を促進する：  
クロスボーダーのリスク共有の拡大、より深く流動性のある市場、分散化された資金源により、金融統合を深化させ、コストを引き下げ、欧州の競争力を向上させる。

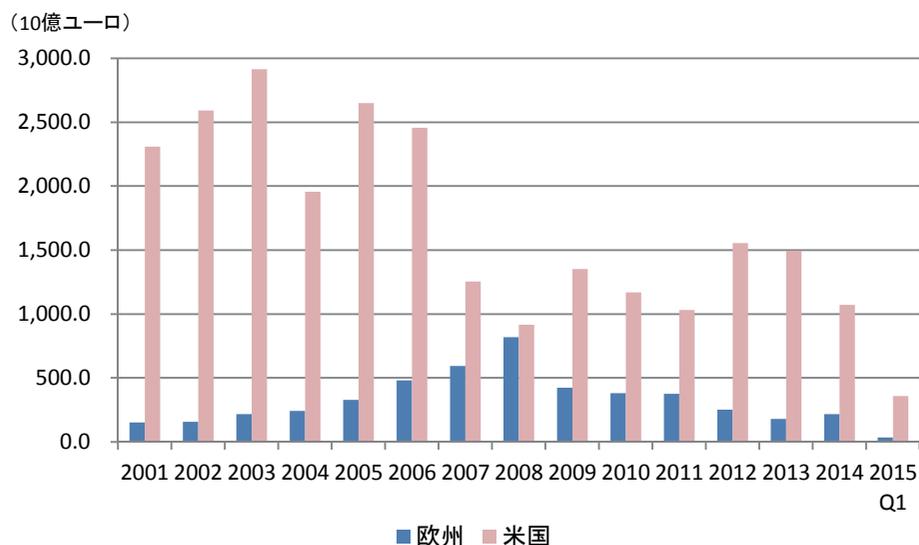
以下では、資本市場同盟アクション・プランの注目点として、証券化市場の活性化、インフラ投資の活性化、金融危機後の規制強化の見直し、中小企業支援策、の四点について内容を紹介する。

## IV 資本市場同盟アクション・プランの注目点

### 1. 証券化市場の活性化

証券化市場の活性化は、資本市場同盟の目玉政策とされる。しかし、資本市場同盟アクション・プランで初めて出てきた議論ではなく、以前よりEUレベルで議論されていたものである。その背景には、金融危機後、欧州証券化市場が機能停止に陥ったことが挙げられる。金融危機後、その淵源でもあった証券化市場は、証券化商品に係るリスクウェイトを引き上げた自己資本規制強化や、その影響も含めた金融業者の委縮から、米欧ともに急速に市場が縮小した。その後、米国市場は、エージェンシー債がけん引役になっているとはいえ、回復基調にある一方、欧州では低水準に留まっている（図表4）。一方、欧州では、周辺国で経済回復・成長が停滞し、特に中小企業への与信金利が中心国の2倍にも達

図表 4 米欧における証券化商品発行額の推移



(出所) AFME より野村資本市場研究所作成

していた。そこで、銀行融資の受け皿になり得る証券化市場を活性化することにより、銀行の資本効率性やリスク移転機能を高め、中小企業向け融資など銀行による実体経済への資金供給を促進すると同時に<sup>5</sup>、新たな投資対象の創出により長期投資家を育成する必要性に対する認識が高まった。

例えば、欧州委員会が 2014 年 3 月に公表した長期ファイナンスに関するコミュニケーションでは<sup>6</sup>、ハイクオリティな証券化について規制上の有利な扱いを検討することが打ち出された。また、ECB とイングランド銀行が 2014 年 5 月に共同で公表した証券化市場の活性化に関するディスカッション・ペーパーでは<sup>7</sup>、シンプルで透明性が高く、リスクとリターンが予見可能な証券化を「適格証券化」として、ハイレベル原則を策定することなどを提言した。ECB は 2014 年 11 月から ABS 購入プログラムを開始しているが、金融政策と規制緩和の両面から証券化市場を支え、銀行の資金仲介機能の強化を図ったものと言える。民間では、欧州金融市場協会 (AFME) が 2014 年 6 月、ハイクオリティ証券化に関する報告書を公表している<sup>8</sup>。ここでは、ハイクオリティな証券化について、①銀行の所要自己資本の緩和、②保険会社のソルベンシー要件の緩和、③流動性カバレッジ比率 (LCR) における適格流動性資産 (HQLA) としての扱い、が提言されている。

こうした背景から、欧州委員会はまず、2014 年 10 月に公表した LCR に関する規則に

<sup>5</sup> 欧州における証券化商品の発行残高は 2013 年末時点で 1.4 兆ユーロ。最大は RMBS で 59%を占め、それに次ぐのが中小企業向け融資を担保資産とする ABS で 8%を占める。

<sup>6</sup> European Commission “Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-term Financing of the European Union”, March 27, 2014

<sup>7</sup> Bank of England, European Central Bank “The case for a better functioning securitisation market in the European Union” May 30, 2014

<sup>8</sup> AFME “High-quality securitisation for Europe” June 9, 2014

において<sup>9</sup>、証券化に係る優遇措置を導入した。具体的には、LCR の分子となる HQLA に 15%まで組み入れることのできるレベル 3HQLA として、バーゼルⅢで認められる住宅ローン担保証券に加えて、自動車ローン、中小企業向けローン、消費者ローンの証券化も算入可とした<sup>10</sup>。

こうした流動性規制における証券化の優遇措置に続いて、資本市場同盟アクション・プラン及び同時に公表されたシンプルで透明性があり標準化された証券化（STS 証券化）に関する規則案及び CRR 改正規則案では<sup>11</sup>、資本規制における証券化の優遇措置を施している。これらは、欧州銀行機構（EBA）が 2015 年 7 月に公表した適格証券化に関する報告書に則ったものである<sup>12</sup>。

まず、STS 証券化に関する規則案において、資本規制上の優遇措置を受けられる「シンプル」「透明性」「標準化」の基準として、下記を定める。

- ・シンプル基準：組入資産の均質性、再証券化ではないこと、真正売買での移転など
- ・透明性基準：デフォルト・損失履歴、キャッシュフロー・モデル、組入資産などの開示
- ・標準化基準：オリジネーターもしくはスポンサーの 5%保有（リスク・リテンション）、金利・通貨リスクのヘッジなど

基準の準拠についてはオリジネーター／スポンサーが評価・認証し、ESMA に報告する。その上で、ESMA は STS 証券化のリストをウェブ・サイトに公開することとなっている。欧州委員会によると、既発行の証券化商品のうち約 70%が STS 基準を満たすという。

その上で、CRR 改正規則案において、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：CRDIVにおける要件を満たすこと
- ・グラデュアリティ基準：単一債務者へのエクスポージャー1%以下
- ・リスクウェイト基準：
  - －住宅ローン等のポートフォリオで最大リスクウェイト 40%（加重平均）
  - －商業用不動産で最大リスクウェイト 50%（個別エクスポージャー）
  - －リテール・エクスポージャーで最大リスクウェイト 75%（個別エクスポージャー）

<sup>9</sup> Commission Delegated Regulation (EU) 2015/61 of 10 October 2014 to supplement Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council with regard to liquidity coverage requirement for Credit Institutions

<sup>10</sup> ストラクチャー、参照資産の特性、引受プロセス、発行額、最大加重平均満期等の要件あり。なお、ヘアカット率は、住宅ローン 25%、自動車ローン 25%、中小企業向けローン 35%、消費者ローン 35%となっている。

<sup>11</sup> 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, 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

<sup>12</sup> EBA “EBA Report on Qualifying Securitisation: Response to the Commission’s Call for Advice of January 2014 on Long-Term Financing” July 7, 2015

上記の STS 基準とクレジット基準を満たす STS 証券化については、シニア/ノン・シニア、1年満期/5年満期で格付階層毎にリスクウェイトが提案されている<sup>13</sup>。図表 5 にある通り、1250%部分を除くほとんどの区分においてバーゼルⅢより低く抑えられている<sup>14</sup>。

CRR 改正規則案では更に、資本要件の計算手法のヒエラルキーにも変更を加えている。現行 CRR では、内部格付手法 (IRBA)、外部格付手法 (ERBA)、標準的手法、というヒエラルキーとなっているが、CRR 改正規則案では、ERBA を採用した結果、資本要件が証券化商品の信用リスク・エクスポージャーに不整合なものとなる場合、標準的手法の採用を各国当局が認めることができる、と規定されている。ソブリン格付の低い国では、証券化商品の組入債権の外部格付はソブリン債の格付に制約される傾向があるため、外部格付を利用すると本来の信用リスクより格付が低くなることが多く、その結果、資本要件は高まる。イングランド銀行でプルーデンス政策を担当するエグゼクティブ・ディレクター、デイビッド・ルール氏は本規定について、南欧諸国のようなソブリン格付の低い国において、外部格付の制約を取り除くことで、それらの国における証券化市場の活性化を狙ったものと指摘する<sup>15</sup>。

なお、国際的には、バーゼル銀行監督委員会及び証券監督者国際機構 (IOSCO) が 2015 年 7 月、シンプルで透明性があり比較可能な証券化の基準を公表している<sup>16</sup>。バーゼ

図表 5 STS 証券化のリスクウェイト案

格付階層	シニア・トランチ		ノン・シニア・トランチ	
	1年	5年	1年	5年
1	10% (15%)	15% (20%)	15% (15%)	50% (70%)
2	10% (15%)	20% (30%)	15% (15%)	55% (90%)
3	15% (25%)	25% (40%)	20% (30%)	75% (120%)
4	20% (30%)	30% (45%)	25% (40%)	90% (140%)
5	25% (40%)	35% (50%)	40% (60%)	105% (160%)
6	35% (50%)	45% (65%)	55% (80%)	120% (180%)
7	40% (60%)	45% (70%)	80% (120%)	140% (210%)
8	55% (75%)	65% (90%)	120% (170%)	185% (260%)
9	65% (90%)	75% (105%)	155% (220%)	220% (310%)
10	85% (120%)	100% (140%)	235% (330%)	300% (420%)
11	105% (140%)	120% (160%)	355% (470%)	440% (580%)
12	120% (160%)	135% (180%)	470% (620%)	580% (760%)
13	150% (200%)	170% (225%)	570% (750%)	650% (860%)
14	210% (250%)	235% (280%)	755% (900%)	800% (950%)
15	260% (310%)	285% (340%)	880% (1050%)	880% (1050%)
16	320% (380%)	355% (420%)	950% (1130%)	950% (1130%)
17	395% (460%)	430% (505%)	1250% (1250%)	1250% (1250%)
その他	1250% (1250%)	1250% (1250%)	1250% (1250%)	1250% (1250%)

(注) 括弧内がバーゼルⅢ基準。

(出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

<sup>13</sup> なお、ABCP については別途、STS 基準とクレジット基準が規定されている。また、保険会社についても今後、ソルベンシーⅡの改訂を通じて同様の措置を講じることとなっている。

<sup>14</sup> バーゼルⅢにおける証券化に係る資本賦課については、小立敬「バーゼルⅢ：証券化に関する資本賦課方式の改定」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号参照。

<sup>15</sup> “Southern Europe securitisation markets thrown lifeline in EC plan” *Risk.net*, October 13, 2015

<sup>16</sup> BCBS, IOSCO “Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations” July 23, 2015

ル基準の変更に直接結びつくものではないものの、現在、バーゼル銀行監督委員会にて、同報告書のバーゼル基準への反映が検討されているという。そのため、今般の EU における動きは国際基準とは別の、EU 独自のものと言える。

## 2. インフラ投資の活性化

資本市場同盟アクション・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。手段は、保険会社に係るソルベンシー規制の緩和であり、上記の証券化に係る資本賦課の緩和と同じく、規制緩和の方向性となっている。

背景には、EU における社会インフラの維持・更新に係る資金不足がある。前述の通り、EU では 2020 年までにインフラ投資で最大 2 兆ユーロが必要とされている（交通、エネルギー、通信で 1 兆ユーロ、その他で 1 兆ユーロ）。しかし、EU の公共投資の対 GDP 比率は、1970 年代の 5% から 2000 年代には 2.5% に低下しており、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。その中において、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の担い手として、年金基金や保険会社に期待する声が高まった。しかし、年金基金や保険会社を含む民間部門によるインフラ投資は増加していない<sup>17</sup>。

そこで、欧州委員会は、保険会社がインフラ投資に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ことを提言している。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 規則案は<sup>18</sup>、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、などの要件を定める。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。

例えば、株式によるインフラ投資の場合、現行のソルベンシー規制では非上場株式への投資として、リスク・ファクター水準は投資額の 49% となるが、同規則案では 30% となる。適格インフラ投資が債券やローンの形態を採る場合も、リスク・ファクター水準が引き下げられている。例えば、20 年債でクレジット・クオリティ階層 0~6 のうち 3 に該当するものであれば、現行ソルベンシー規制ではリスク・ファクター水準が 30% となるが、同規則案では 20% となる。また、インフラ等への長期資金を供給することを目的とした EU 標準の欧州長期投資ファンド (ELTIF) についても<sup>19</sup>、同規則案では、非上場株式に係る 49% の

<sup>17</sup> 本節は、欧州委員会事務局が資本市場同盟アクション・プランと併せて公表した経済分析 (Commission Working Document: Economic Analysis Accompanying the document Communication from the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Action Plan on Building a Capital Markets Union) に基づく。

<sup>18</sup> Commission Delegated regulation (EU) .../... of XXX amending Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 concerning the calculation of regulatory capital requirements for several categories of assets held by insurance and reinsurance undertakings

<sup>19</sup> ELTIF は、中小企業やインフラ・プロジェクト等への長期資金の供給を目的としたものであり、ELTIF に関する EU 規則 (Regulation of the European Parliament and of the Council on European Long-Term Investment Funds) の要件を満たしたものを指す。なお、同 EU 規則は 2015 年 4 月に欧州連合理事会と欧州議会の合意によって確定したが、本稿執筆時点では官報未掲載 (未施行)。

リスク・ファクター水準ではなく上場株式に係る 39%とすることが規定されている。

もっとも、保険業界は上記制度改正案について、多少の警戒感を以て見ている可能性がある。従来も、EU のインフラ投資等における長期資金の供給源として保険会社を挙げる声は多かったが、保険業界はそれに対して、保険資金の運用は保険加入者の利益のために行うものであり、政策目的に利用される性質のものではない、と主張してきた。但し、それは、自国政策当局者から特定のインフラ投資を促されることを懸念したものであり、資本市場同盟アクション・プランに基づく規制緩和単体で見れば、保険会社にとってはより有利な条件で投資できるようになるものであり、ポジティブなものとして評価できよう。

なお、銀行については、欧州委員会は 2015 年 7 月、銀行による実体経済への資金供給に CRR/CRDIV が及ぼす影響について情報収集する目的で市中協議を行っている。資本市場同盟アクション・プランでは、その結果も踏まえ、必要に応じて銀行についても、インフラ投資に係る資本賦課の見直しを行うこととしている。

### 3. 金融危機後の規制強化の見直し

具体的な施策ではないものの、今後の展開次第では、EU における金融規制強化の大きな方向転換の契機になり得るのが、アクション・プランで掲げられた金融危機後の規制強化の見直しである。

欧州委員会は、資本市場同盟アクション・プランにおいて、過去数年に採択された多数の立法措置と、各々の相互関連性を考慮すると、それらの集成的影響が意図せざる結果を招いているリスクがあるとする。そこで、アクション・プランと同時に、金融サービスにおける EU 規制フレームワークに関する根拠に基づく情報提供の照会（Call for Evidence）を公表し<sup>20</sup>、金融危機後の規制強化の累積的な影響、個々の規制の相互関係について市場関係者の情報を募っている。締め切りは 2016 年 1 月 6 日であり、寄せられた情報に基づき、欧州委員会が 2016 年央までに主要な事実認定と次の措置について報告することとなっている。

欧州委員会は情報提供の照会において、①実体経済の資金調達と成長を阻害する規制、②不必要な規制上の負担、③個々の規制の相互関係、矛盾、ギャップ、④意図せざる結果を招来する規制、という大枠の下、下記 15 の項目について問うている。

- ① 実体経済の資金調達と成長を阻害する規制
  - ・ 実体経済へのファイナンスに係る不必要な規制上の制約
  - ・ 市場流動性に対する規制の影響
  - ・ 投資家及び消費者保護への規制の影響
  - ・ 規制の必要十分性、EU 金融セクターの多様性への貢献

<sup>20</sup> Call for Evidence: EU Regulatory Framework for Financial Services

- ② 不必要な規制上の負担
  - ・ 過剰なコンプライアンス・コストと複雑性
  - ・ 報告・開示義務における過剰・重複など
  - ・ 契約書等の法定書面における過剰・頻度など
  - ・ ITの発達で陳腐化した規制
  - ・ 参入障壁に繋がる規制
- ③ 個々の規制の相互関係、矛盾、ギャップ
  - ・ 個々の規制間のリンクと全体の累積的な影響
  - ・ 定義の規制間の相違
  - ・ 規制間の重複や矛盾
  - ・ 現行の規制でカバーされていないギャップ
- ④ 意図せざる結果を招来する規制
  - ・ 規制によるリスクの移転や増大
  - ・ 規制によるプロシクリカリティの増大

欧州委員会のジョナサン・ヒル委員は本件について、金融危機後に導入された金融規制の枠組みそのものが誤っているというわけではないものの、5年間で40本もの大掛かりな立法措置を講じた場合、常識的に考えて、全ての結果と相互関連性を分析できていない可能性がある<sup>21</sup>と述べている。

これまで、個別の規制について欧州当局からパブリック・コメントの募集が行なわれることは多々あった。しかし、このような形で過去の規制の総合的な影響について、そのネガティブな側面を中心にパブリック・コメントの募集が行なわれるのは初の試みである。これまでの規制強化一辺倒の流れの中で、潮目の変化とも言えよう。

## 4. 中小企業育成策

EUでは、雇用の3分の2、付加価値創出の58%が中小企業によるものであり、中小企業が経済の中心的役割を担っている。他方、前述のように、中小企業への銀行の与信は、特に周辺国で細っている。そこで、資本市場同盟アクション・プランでは、上記証券化市場の活性化以外でも、中小企業への資金供給を促進する施策が所々にちりばめられている。

- ・ **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6,000万ユーロに過ぎず、VC投資の90%が8か国に集中している。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

<sup>21</sup> “Brussels eyes red tape cut to lift investment” *Financial Times*, October 1, 2015

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、運用資産残高の上限 5 億ユーロの引き上げなどを提案している<sup>22</sup>。また、2016 年第 2 四半期には、EU 予算も投じる汎欧州の VC ファンド・オブ・ファンズ及び多国籍ファンドに関する提案を公表することも打ち出している。

・ **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、資本市場同盟アクション・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。

・ **クラウドファンディングの促進：**

欧州委員会は、創業期の事業の資金調達において、銀行融資を補完し得るものとして、クラウドファンディングを挙げる。クラウドファンディングは、証券投資型であれば投資サービス会社としての認可を通じて Mifid の規制対象となるものの、融資型クラウドファンディングについては、EU レベルの規制体系が存在しない。そこで、資本市場同盟アクション・プランは、欧州委員会が各国の法制度や最良行為、業界動向に関する報告書を 2016 年第 1 四半期に公表した上で、汎 EU のクラウドファンディングの発展に向けた方途を検討することとしている。

・ **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、資本市場同盟アクション・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。具体策は 2015 年第 4 四半期に公表される予定であるが、現在目論見書が必要となる公募増資の金額水準を現行の 500 万ユーロから 1,000 万ユーロに引き上げることが取り沙汰されている<sup>23</sup>。

<sup>22</sup> EuVECA 規則及び EuSEF 規則は、VC ファンド及びソーシャル・アントレプレナーシップ・ファンドを汎 EU でプロ投資家等に販売するための統一規格を定めた規則。なお、ソーシャル・アントレプレナーシップ・ファンドとは、社会的弱者支援などソーシャルな事業目的を有する非上場企業に投資するファンドを指す。本稿執筆時点で ESMA に登録されているのは、EuVECA で 26 本、EuSEF で 3 本に留まっている。両規則の改正については、資本市場同盟アクション・プランと併せて市中協議文書が公表されている。

<sup>23</sup> “Companies could double stock offers to EUR10 million without prospectus, says EU draft” MLex, September 29, 2015

## V 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場所である<sup>24</sup>。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2点を挙げたい。

第一は、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3の「6. 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<sup>25</sup>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」といったワーディングが並べられており、期限も2017年と足の長いものが多くなっている。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の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。EUにおける政治統合・税財政統合の議論、更には英国のEU離脱論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、Mifid II/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<sup>26</sup>、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(GFMA)と国際金融協会(IIF)がブライズウォーターハウスクーパース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<sup>27</sup>、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、

<sup>24</sup> なお、アクション・プランでは目標値ないし成功基準は明示していない。

<sup>25</sup> 債券保有者に対する金利払いが税前控除で処理される一方、株式保有者に対する配当支払いが収益の分配として税引後控除で処理される場合、資金調達主体の税制上のインセンティブにおいてデット・ファイナンスがエクイティ・ファイナンスを上回ること。

<sup>26</sup> Mifid II/Mifirについては、神山哲也「第2次金融商品市場指令(Mifid II)の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号、MMF規制については同「欧州委員会によるMMF規則案の公表」『野村資本市場クォーターリー』2013年秋号参照。

<sup>27</sup> PwC “Global financial markets liquidity study” August 2015

Mifid II/Mifir 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<sup>28</sup>。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。

---

<sup>28</sup> Moody's "Credit Outlook" October 8, 2015