

# 欧州資本市場同盟の現状と課題

## — Brexit後のCMU再構築 —

麗澤大学経済学部 教授 佐久間 裕秋

### はじめに

2015年9月30日に、欧州委員会が資本市場同盟CMUの行動計画を公表してから4年が経過した。CMUは、並行して進められている銀行同盟とともに、EUの金融資本市場基盤の強化を図るものであり、EUの金融統合における車の両輪と言えらる。この間、銀行同盟は、単一銀行監督SSM、単一破綻処理SRMの二つのメカニズムを実現、課題を残しつつも、EU域内における銀行市場の水平化（レベル・プレイング・フィールド化）が図られている。これに対し、CMUについては、提案の一部は採択、実施になっているものの、初期の目的である統合された資本市場の実現に達したと認められる段階に至っていないのが現状である。

CMUの基本的な目的は、EU28か国の資本市場強化を通じて、域内の投資増進、雇用の拡大、経済成長の実現を図ることにある。具体的には、資本市場機能の改善により、円滑な資本移動、特に中小を含む企業、プロジェクト等への資金供給を図ること、域内国の資本交流の促進により、投資効率の改善と資金循環を図り、EU域内各国の潜在成長を昂進すること、域内における資本市場の統合深化、資本調達機能の拡充により、金融リスクへの対応、金融市場安定化を強化することが挙げられている。（EC2015）

欧州委員会は、19年3月にCMUの進捗状況の取りまとめを報告するとともに、新任のドンブロウスキス副委員長<sup>\*1</sup>の下、CMU計画の早期実現を目指すべく、行動計画の再検討に入っている。CMU計画については、技術的な実行可能な部分では、合意形成が早期に進捗している一方で、欧州委員会が掲げる「資本へのアクセスの改善を通じて、持続可能な技術革新と経済成長をEU経済にもたらす」という高い目標に対しては、その実現は未だ程遠いものと言

わざるをえない。こうした停滞状態を打破すべく狙いから、欧州委員会では、政策当局や市場関係者のみならず、同計画への産業界、消費者に至る幅広い知見の集積を図るべく、あらたにハイレベルフォーラム（HLF）が立ち上げられており、注目される。（DG FISMA（2019））

本稿では、CMUをめぐる経緯を整理するとともに、CMU計画の現状と再構築へ向けた取組み、EUの証券監督規制体制のあり方、Brexit後のEU資本市場についても考察する。

### 1. CMUの現状

#### 1-1 CMUの概要

CMUは、EU投資計画<sup>\*2</sup>の第3の柱である域内の投資環境の改善を目的とするもので、資金調達円滑化、貯蓄資金の運用の多様化等、EUの資本市場の基盤強化により、「真の単一資本市場」を構築すること狙いとしている。EUの単一資本市場については、投資サービス業の域内市場共通化が、欧州経済通貨同盟発足当初より、段階的に進められてきたものの、その進捗は捗々しくなく、EU域内国間のクロスボーダーの資本の効率的な流通に齟齬をきたしており、域内投資の促進には、CMUの早期実現が不可欠との認識が共有されていた。また、欧州の銀行危機以降、EU金融市場の安定化の観点からも、資金調達手段の多様化、資本市場の基盤強化を期待する声が高まりを見せていた。これらを踏まえ、欧州委員会は15年、具体的な政策項目と実施期限を含むCMU行動計画<sup>\*3</sup>を策定、資本市場同盟の実現へ着手するに至った。（EC2015）

資本市場強化の主な狙いとしては、次の4つの点が挙げられている。第1には、中小を含む域内企業、インフラ、プロジェクト等への円滑な資金供給を通じて、成長促進と

\* 本稿の作成にあたり、廣池学事振興基金より援助を受けたことを記し謝意を表したい。

\*1 元ラトビア首相。前任のCMU担当である英国のジョナサン・ヒル委員はBrexitに伴い辞任。

\*2 いわゆるユンケルプラン。①投資促進、②投資支援、③投資環境整備の3本柱から構成され、リーマンショック後のEU経済の停滞を打破すべく打ち出された。

\*3 6分野（①イノベーション・未上場企業資金調達、②上場企業の市場調達・新規上場、③インフラ等長期資金調達、④リテール・機関投資家の投資促進、⑤銀行の資金調達力強化、⑥域内クロスボーダー取引障壁低減）33項目にわたる。

雇用増大をもたらすこと。第2には、EU域内国間の一層の自由な資本交流を可能とし、域内国間における資本コスト低減と跛行性縮小とともに、域内各国の家計貯蓄により多様な運用機会を提供すること。第3には、金融危機における資金調達手段の多様化により、資金面の企業の対応能力の強化し、金融システム安定化を図ること。第4には、より自由な資本移動により、金融機関のEU域内におけるクロスボーダー活動を促進し、金融機関の競争力を強化すること。

欧州委員会は、EU域内各国間に存在する市場障壁の削減により、域内の統一的な資本市場の基盤を整備し、EUとりわけ大陸欧州に根強い銀行経由の資金調達経路を補完する資本市場を通じた金融機能の拡充を図るものとしている。

### 1-2 CMU中間レビュー

欧州委員会は、17年にCMUの進捗状況についての中間報告を公表している。(EC2017a) この中で、当初のCMU行動計画の6分野33項目の目標のうち20項目についてはすでに実施済みとされた。これらのうち法規制面の措置で進捗したのは、以下の各項目である。

- ①イノベーション・未上場企業資金調達
  - 欧州ベンチャーキャピタルファンド (EuVECA) 規制、欧州社会企業ファンド (EuSEF) 規制承認
- ②上場企業の市場調達・新規上場企業
  - EU目論見書規制の見直し、目論見書情報のデータベース化
- ③インフラ等長期資金調達
  - 銀行・保険会社のインフラ関連投資における自己資本比率規制の軽減
- ④リテール投資の促進
  - 汎欧州年金基金商品の検討、投資税制の改善検討
- ⑤銀行の資金調達強化
  - 標準化された証券化、証券化関連の自己資本比率規制の軽減
- ⑥域内クロスボーダー取引障壁低減
  - 域内倒産企業の企業再生ルール案、倒産手続きの見直し検討

これらに加え中間報告においては、追加措置として、法規制の迅速な策定3項目、準備作業の早期着手5項目が下記の通り求められた。

- ・法規制化へ向けての提案が求められたのは次の3項目。
  - ①汎欧州年金基金商品の創設
  - ②域内クロスボーダー債権・債務取引における準拠法、適用内容の明確化
  - ③EU共通のカバードボンドの枠組み整備
- ・法制化へ向けての準備作業の早期着手が求められたのは次の5項目。
  - ①私募証券に関する自己資本規制指令関連規制改正
  - ②私募発行に関する勧告とりまとめ

- ③証券取引ポストトレードインフラにおける障壁低減化へ向けた意見集約
- ④社債取引における流動性改善に関する意見集約
- ⑤源泉課税手続きの簡素化に関する実施規定の策定

こうしたCMU計画の早期実現へ向け、迅速な取組み必要となった理由としては、同計画の開始以降、EUを取巻く外部環境に重要な変化が、以下の各方面において生じてきたことが指摘されている。

- ①銀行同盟の始動による規制体制の再編
- ②英国のEU離脱に伴う欧州資本市場の構造変化
- ③フィンテックなど金融技術革新の進展
- ④SDG投資の拡大による新たな資本取引への対応
- ⑤機関投資家の域内投資不振への対応

これら計画の当初において想定されていない各項目のうち、①の銀行同盟体制の本格始動と②の英国のEU金融市場からの離脱は、CMUの基本設計に顕著な影響をもたらすことから、行動計画の枠組みの見直しが急務となった。中間レビューにおいては、行動計画に9つの優先行動項目が設定され、政策取組みのさらなる迅速化が図られた。

- ①ESMAを含むEUの金融監督体制ESAの再構築。具体的には、銀行、証券、保険の3分野の監督機関の役割分担と各規制監督主体の権限強化を通じて、CMU機能の改善を実現する。
- ②中小企業の公開市場における資本調達。関連するEU法規制の見直しにより、中小企業の資本調達機会を確保する。
- ③投資サービス業者の自己資本規制の見直し。資本市場における多様な投資サービス業者間の競争環境の公平化を図る。
- ④フィンテック事業者の許認可の枠組み、関連法令の検討。
- ⑤不良債権処理、破綻処理、担保法制、事業再生等の円滑な執行、各国法令の調整。
- ⑥環境関連など持続可能な投資ESGを担保する資本市場機能の整備。情報開示、受託責任の明確化。
- ⑦クロスボーダー投資商品の販売促進。UCITS、AIFM等の既存指令における投資障壁の削減。
- ⑧投資家保護、域内クロスボーダー投資法制の標準化。EU法と域内各国間法制の調整。

### 1-3 CMU進捗報告：単一資本市場構築へ向けての現状

欧州委員会は、19年3月、CMU行動計画開始から5年を経過したのを契機として、CMUの進捗状況について、現状報告を取りまとめた。報告では、当初のCMU行動計画および中間レビューにおいて設定された検討項目については、一定の目標達成に至ったとして評価する一方で、EUの資本市場の機能の発揮という観点からは十分な状況にはなく、課題が残されているとの認識が示された。(EC2019a)

表1は、CMUの政策課題の進捗状況を項目別にまとめたものである。資本市場の中心的な取組み分野15項目のほ

表1 資本市場同盟CMUの進捗状況

政 策	目 標	欧州議会	欧州評議会
1. 資本市場同盟の中心課題			
①簡素、透明で標準化された証券化	欧州の家計、企業に対する投資機会の拡大と融資の拡充	採 択	採 択
②目論見書	中小企業を中心とした、企業の金融市場へのアクセスの円滑化	採 択	採 択
③欧州ベンチャーキャピタルファンド規制 (EuVECA)、欧州社会企業家ファンド規制 (EuSEF)	EUにおけるベンチャーキャピタル、社会企業投資の促進	採 択	採 択
④汎欧州個人年金商品 (PEPP)	退職者貯蓄の選択肢の拡充、多様化	承 認	承 認
⑤カバードボンド	実物経済を支える長期金融手段を銀行に提供.	承 認	承 認
⑥クラウドファンディング	スタートアップ金融手法へのアクセスの改善、投資家確保	協議中	協議中
⑦集合的投資商品の国外販売	取引障壁の除去と各国取引規制の調和化.	承 認	承 認
⑧投資サービス業者規制	金融システム安定化に重要なEU大規模金融機関へレベル・プレイング・フィールドを確保、中小機関により単純なルールを適用	承 認	承 認
⑨企業再生、事業継続の手続き効率化	財務困難に陥った企業の効率的再生を促進、経営者の事業継続を支援	承 認	承 認
⑩中小企業の成長市場育成	中小企業の資本市場アクセスの改善	承 認	承 認
⑪権利譲渡に関する第三者への法適用	国際間の債権譲渡における第三者への国内法適用の法的安定性の改善	協議中	未承認
⑫ESAの見直し、マネーロンダリング規制	マネーロンダリング、テロ資金を含む、監督統一化、実施強化	協議中	協議中
⑬市場インフラ監督 (EMIR)	EUの顧客と取引するEU、非EUのCCPのリスクを予想、緩和する監督体制の確保	承 認	承 認
2. 持続可能な金融イニシアティブ			
⑭持続可能な金融: タクソノミー	持続可能な投資への民間資本フローの誘導支援、クリーンな輸送、低炭素への移行、資源効率的、循環経済への金融支援.	未承認	未承認
⑮持続可能な金融: 開示		承 認	承 認
⑯持続可能な金融: 低炭素ベンチマーク		承 認	承 認

資料：EC (2019a)

か、持続可能な金融分野の3項目が取り上げられており、これらにつき、欧州議会および欧州評議会における採択状況が示されている。

資本市場の課題では、①簡素、透明で標準化された証券化、②目論見書規制、③欧州ベンチャーキャピタルファンド規制 (EuVECA)、欧州社会企業家ファンド規制 (EuSEF) の3項目については、欧州議会において採択済みとなっている。また、④汎欧州個人年金商品 (PEPP)、⑤カバードボンド、⑧集合的投資商品の国外販売、⑨投資サービス業者規制、⑩企業再生、事業継続の手続き効率化、⑪中小企業の成長市場育成、⑬市場インフラ規制監督 (EMIR) の7項目については、未採択ではあるが承認済み段階とされている。一方、⑦クラウドファンディング、⑪権利譲渡に関する第三者への法適用、⑫ESAの見直し、マネーロンダリング規制の3項目については、継続協議中とされている。

持続可能な金融3項目では、⑮情報開示と⑯低炭素ベンチマークの2項目が承認レベルに至ったとされる一方、⑭タクソノミー<sup>\*4</sup>については、未承認、協議継続中と進捗状況に前後が生ずる結果となった。

## 2. CMU計画の再構築

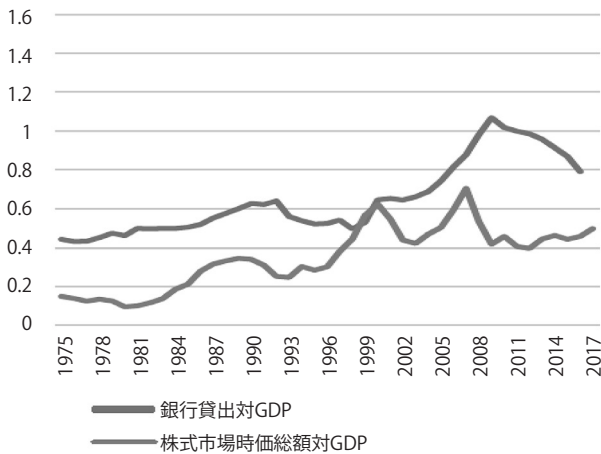
### 2-1 CMU計画の目標再設定

15年に始められたCMU計画については、政策当事者中

心に、所期の課題に対する一定の成果が得られたとして評価が可能との見方があると同時に、市場関係者からはCMUの進捗状況に関し十分な結果が得られていないとの声も上がっている。これは、株式市場を中心に、資金調達の障壁の除去によるEUの資本市場機能の改善が進むことにより、その延長線上でEUの単一資本市場が可能とする、CMU計画の基本的なアプローチの限界とする見方である。資本市場の統合、単一資本市場は、数年単位の短期間で実現可能なものではないとしても、真のEU資本市場の構築というCMUの長期的な目標達成には、課題を抜本的に見直し、取組むべき目標の再設定 (rebranding) を行う必要があるとの問題提起が行われている。(Constancio et al.2019)

こうした見方の背景には、CMU政策の進展にもかかわらず、EUの資本市場資金仲介機能が目に見える形で実績を上げられていないことが指摘される。EU28か国ベースの資金仲介規模は、銀行貸出がGDP対比で約80%に対し、株式市場は概ね50%程度の水準で推移している。また、家計貯蓄においても銀行預金が約30%を占める一方、株式は20%程度に止まっている。(図1) さらにEU域内28か国の金融資産選好には、自国バイアスも加わり、各国間には大きな格差が存在している。単一資本市場を実現には、上述の金融の基本構造を変えることが前提となる。資本市場の統合の促進には、資本市場の各セグメントに働きかける従

\*4 持続可能な金融における分類の決定。環境ファイナンス等において、地球温暖化、海洋汚染などテーマ別の目的設定を行う。「パリ協定」の取組み課題等に準拠。



出所：Constancio et al.(2019)p.9, 原データ：Worldbank Financial Structure Database

図1 EU28の金融調達推移 (対GDP比)

来の漸進的な政策アプローチに加えて、域内各国の貯蓄投資行動全体に働きかけ、市場構造を変えていくインパクトのある施策への取組みが必要とされた。

CMUが今後優先的に取組むべき課題としては、以下の6分野が指摘されている。

- ①EU国債市場
- ②ユーロ安全資産の供給
- ③新興企業向け市場
- ④投資信託市場
- ⑤情報開示制度
- ⑥投資者保護、法規制、監督体制

上記の項目のうち、①および②は、EU金融市場の中核となる安全資産の供給により、市場流動性の改善とともに市場における運用のベンチマークを確保し、市場の効率性を高めることを狙いとしている。また、⑥に関しては、域内各国の法規制監督体制の統合により域内クロスボーダー投資に対する信頼性を向上させる目的があるものといえる。これらは、従来のCMU計画の中では必ずしも高い優先度が与えられていなかったが、CMUの統合深化に向けて不可欠な課題と捉えられている。

## 2-2 欧州単一資本市場：市場統合の強化

EUの資本市場の特徴として、域内国間での市場分断化、金融仲介機能の銀行への依存過多、資本コストの上昇などの点が従来から指摘されている。こうした現状を打破するには、分断化されている市場の「統合」への取組みを、市場機能、進化の促進より優先させるべきとの見方が挙がっている。具体的な取組みとしては、統合された欧州単一資本市場の実現には、次の3つの分野への注力が必要であるとしている。(De Almeida et al.2019)

- ①透明性の向上
- ②規制監督制度の確立
- ③倒産法制の改善

①については、すでに情報開示関連で着手されている、

目論見書規制の延長線上で、中小企業向け目論見書の簡易化を促進すること、情報のオンライン化を進め、ESMAによる無料の情報提供体制を整備することが重要である。情報開示体制のモデルとして、米国のSECが運営するEDGARがあるが、これは目論見書だけでなく、10k、10Qなど一定の様式に従った四半期報告等のSECへの定期的な財務データ報告もカバーしており、こうしたシステムの導入は透明性の向上への貢献が期待される。

②については、投資家保護とクロスボーダー投資促進のためには、ESMAの権限強化、統合された資本市場への統一的な法規制適用と監督機能の実効性確保が不可欠である。証券取引分野の多様性に鑑みれば、銀行同盟におけるECBの単一銀行監督機能SSMと同等の、集権的で強力な権限をESMAに付与すべきかについては、議論の余地を残すが、EU域内の投資サービスに関する、整合性のある規制監督体制を確立するうえで、ESMAを含む域内の銀行、保険監督機関、また域内外NCAとの実効性のある分業体制の構築が求められる。

③については、各国の倒産法制の違いから債務不履行時のクロスボーダー債権回収に著しい不利益が生じており、これが域内国間の投資障壁となっている。債権回収データの集積や債務回収手順の標準化など、企業倒産時の債権者の利益に資する体制整備が求められる。

## 2-3 CMUの課題再検討：ハイレベルフォーラム勧告

欧州委員会では、19年10月、各方面からの、市場におけるCMUをめぐる問題提起、批判を受けて、CMUの今後の政策課題を再検討するハイレベルフォーラム(HLF)を立ち上げることとしている。HLFには、国内外の実務家、専門家、研究者等28名が招聘され、それぞれの知見に基づき個人の立場から議論を行い、CMUにおいて今後の取組みが必要な分野、従来と異なる政策手法が見込める分野のほか、金融技術、Brexit、また持続可能性など、欧州の資本市場統合プロセスに影響を与える長期的なトレンドに関する諸テーマについて提言を行うことが期待されている。HLFは、テーマ別に以下の3つのサブグループから構成される。(DG FISMA (2019))

- ①クロスボーダー、革新的中小企業向け資本調達等、最適な市場システムの体系確立

域内国の国内およびクロスボーダーの資本市場ニーズをいかに充足するか、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタルなど、市場ベース取引への公的な支援、中小企業向けIPOへの優遇措置、財務データへのアクセスの改善などを含め議論する。

- ②欧州資本市場の構築、監督調和化、新金融技術導入  
欧州資本市場統合における構造的な問題、倒産法制等の法制面や税制面等の障壁、統合された効率的な市場インフラの構築、EUにおける統一的な法規制の適用、執行の深化、監督体制の統合化等の諸課題を議論する。
- ③リテール投資商品のアクセスの改善、投資商品、機会の多様化、域内クロスボーダーのリテール投資、リテール金融商品の拡大を妨げている障壁の除去への具体的方策

について議論する。

HLFは、これら3テーマについての検討結果に基づき、20年5月に、勧告の公表する予定であり、今後のCMU計画の課題設定に資する論議が期待されている。

### 3. EUの証券規制監督体制の確立

#### 3-1 EUの金融監督体制の現況

欧州委員会は、17年、銀行同盟とCMU実現の加速化を目指し、EUの金融規制監督システムESAの見直しを公表した。EUの金融監督体制は、銀行、証券、保険の3分野に縦割りの形をとり、銀行についてはECBとEBA、証券はESMA、保険はEIOPAがそれぞれ規制監督当局としての責任を分担する形となっている。銀行については、規制面の調和化等は主にEBAが、EU全体の銀行監督についてはECBが行う分業体制が敷かれている。これに対し証券に関しては、ESMAは主として域内国間の規制面での調和化を行う一方、監督面の機能は域内各国の監督当局が持つ形となっており、銀行規制監督とは異なる体制になっている。これは、ユーロ圏を対象としたSSBやSRBなど銀行同盟の始動に伴い、監督機能がEUレベルに集約されECBへの中央への監督権限の一元化が進められた結果、監督機関分野間において差異が生じたものである。ESAの見直しが求められる理由としては、EUレベルでの金融リスク管理上の整合性改善 調整力の拡充のほか、ESMAが市場ルールの域内の共通化する規制機関の段階に止まっており、EUの証券市場監督が依然として域内国別に行われていることが、資本市場統合を進めるうえで重要な制約となっている点を指摘している。(EC2017c)

#### 3-2 ESMAの機能強化

ESMAの機能強化策として、EU指令の国内法制化というプロセスを避け、これまで限定的であった域内の直接規制の適用分野を拡大することにより、ESMAのEUの資本市場監督機関としての優位性の向上を図るものとされた。表2は、ESMAの直接監督範囲を示したものであるが、従来のCCP、格付け機関、TR分野に加え、目論見書、集合投資ファンドのほか、市場データサービス業者、ベンチマークに関してもESMAの直接監督の対象が拡大している。

#### 3-3 EUの規制監督体制の再構築

EUレベルの金融監督の一元化の方向性に対し、EU域内国間の市場の多様性に対応して、監督体制の再構築を考慮すべきとの見解も市場の専門家の間には存在する。特に、証券分野については、域内国間での発展段階に大きな格差が存在しており、一律的な規制監督体制が必ずしも、市場の効率的な監督につながらないことから、市場実態に即した監督体制こそがEU資本市場統合において効果的な監督規制体制の構築に求められるものとされている。具体的には、市場統合の客観性のある基準、クロスボーダー取引のレベル、金融商品の標準化、市場集中度、監督機関の決定の効果、国際競争力等の程度に基づき、監督権限を配分する体制が、EUレベルにおける監督機能を高めるものとしている。市場統合度による分類としては、以下の4分類が提示されている。

- ①事実上のNCA単独 市場が国内ローカルに止まっている場合。
- ②NCAとESMA 一定程度のクロスボーダー取引の存在する場合。投資家保護、EU市場のレベル・プレイング・フィールド確保の観点で、NCAは収斂へ向け、法的強制力のない範囲でESMAに準拠。
- ③NCA、ESMA共同 相当程度の市場統合が存在する場合。監督機関間の裁定が市場の分断化、市場効率の悪化をもたらす、監督機能の分断化が市場の投資行動に弊害となる等の場合、NCAにESMAとの間での法的な強制力を含む調整を義務付け。
- ④ESMAの直接監督 商品の標準化、少数市場参加者への集中、グローバル市場との高度の結合の場合。

市場の統合度に合わせた監督体制を構築することが求められる理由としては、銀行分野において、銀行同盟が、ECBを中心とした監督の一元化が可能となったのに比較し、証券、投資サービス分野においては、取扱われる金融商品や、提供する投資サービス業者のきわめて広い多様性があり、より詳細に、商品、市場、業者ごとに規制監督を検討していくことが、EUの資本市場統合の促進の観点から求められるものとしている。欧州委員会が、提言しているような、速やかな金融市場横断的な監督機関への権限集

表2 ESMAの直接監督分野

分野	法規制	ESMAのEU機関に対する直接監督権限	ESMAの第3国機関に対する監督権限
資本市場	目論見書	EU発行体の目論見書の承認	第3国発行体のEU規制準拠の目論見書
資本市場商品	集合投資ファンド (EuVECA, EuSEF and ELTIF)	EUレベルで規制されるファンドに対する許可及び監督	N/a
資本市場インフラ	中央清算機関CCP	CCPに対する監督権限 (2017年6月提案済)	第3国CCPに関する承認、監督権限 (実施済み、2017年6月欧州委員会提案)
資本市場データ及び情報	格付け機関	格付け機関の登録及び監督 (実施済み)	第3国格付け機関に対する承認 (実施済み)
	取引情報蓄積機関 (TRs)	TRの登録及び監督 (実施済み)	第3国TRに対する承認 (実施済み)
	データサービス業者	データサービス業者の登録及び監督 (実施済み)	N/a
	ベンチマーク	重要度の高いベンチマークの監督	第3国のベンチマークの監督

資料：(EC2017) p.10：太字は新規提案項目。

中化は、監督機関間の権限をめぐる摩擦を招くなど、金融統合の進展に寄与しないとする、拙速な対応に対する慎重論もあり、ESMAを含むESA体制構築をめぐる論議は依然流動的である。

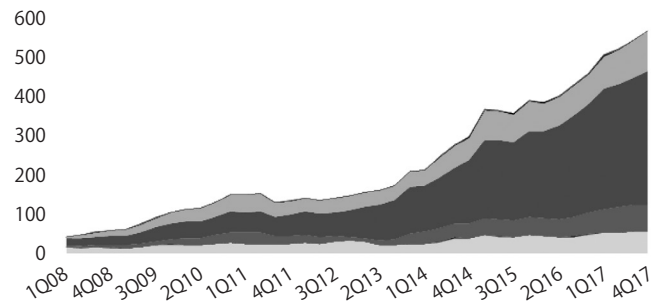
#### 4. CMU計画の展望

##### 4-1 CMU計画の直面する諸課題

CMU計画の目的である、域内投資の活発化、貯蓄資金の活用の方向性またその実現が喫緊の課題とされることに異論はないとしても、域内各国の資本市場の多様性を前提にすると、規制監督面で万能な処方箋を見出すことは困難であり、むしろ市場の実態から乖離する法規制導入や過剰な監督機関の創設に、短期的視点から性急に着手することは、むしろ市場のさらなる分断化、統合の障壁となる危険性を孕むこととなる。

長期的な視点から、CMUの実現に向け考慮すべき点としては、準拠法、会計基準、社会保険制度、貯蓄税制、倒産法、税財政制度など、多様な課題が挙げられるが、これらは、基幹的な制度に亘る問題に係り、資本市場改革の枠組みからだけでは解決策を導きうることは現実的ではない。

- ①国内法規制の残存 EU法制と域内各国法の併存状態。すなわち証券発行 上場、財務会計基準、倒産法手続き、金融商品課税等、異なる準拠法が、域内国間の自由な資本移動の障害となり、市場の分断化を引き起していること。投資家側には、自国投資のバイアスが根強く、また企業側においても、証券発行による資金調達に国内依存の傾向が顕著。
- ②個人貯蓄商品におけるホームバイアス 主要な個人貯蓄である、個人年金制度は各国の社会保障制度に基づき、基本的に国別に制度設計が行われ、税制上の優遇等の取扱いも各国ごとに行われるのが一般的である。この結果、として、個人年金の運用において、強いホームバイアスが存在。
- ③倒産法制の脆弱性、未完備 企業倒産時の債務不履行に対する債権回収の確実性など、倒産法の適用は、域内各国で異なっている。EU28か国において、倒産法制の整備状況は一様ではなく、法令の執行面での格差が存在している。未完備市場においては、資本市場における調達コスト高を招くこととなり、資本市場の発展度の域内国間格差が資金調達の難易に強く影響。
- ④税財政政策の市場機能への影響 EMUは金融統合と通貨統合から構成されており、税財政政策の統合は含まれていない。このため、ユーロ圏に対するECBの金融政策は一元化されている中で、公共債などEUの金融政策の中核となるユーロ建ての安全資産、市場操作の対象の適格資産が欠如、結果として、EU域内国横断的な市場流動性の供給機能が脆弱。



■ルクセンブルク ■アイルランド ■フランス ■ドイツ  
出所：ESMA(2019a) p.27、原データ：Thomson Reuters, ESMA

図2 EU主要4か国のUCITS ETF残高推移 (10億ユーロ)

##### 4-2 BrexitのCMUへの影響

Brexit後の欧州EU資本市場については、離脱に際しての合意の有無、内容について、不透明な部分が多いが、英国からEU域内への資金流出、拠点確保等の動きは、アイルランド、ルクセンブルク等ではすでに始まっている。(図2) 域内への資本市場の地理的なシフトは、域内受入れ国における市場の既得権確保を含め、域内国間の規制裁定が深刻化する契機となり、資本市場の分断化への懸念が高まっている。主要なユーロ圏諸国における規制監督面での収斂、レベル・プレイング・フィールド化に優先的に取り組むことは、CMU構築において喫緊の課題とされている。

同時に、ESMAとEUから離脱当事国である英国の規制監督当局であるPRA、FCAとの間で、同等性equivalenceの原則に基づき、両国の法適用上の措置を決定し、Brexit後の欧州資本市場における円滑な活動の確保、EU・英国両市場間の規制監督の統合を新たに構築することが求められる。また、Brexit後の規制監督機能の確保の上で、英国当局との継続した情報共有のシステムが不可欠であり、EU側においても、CMUに係る域内規制監督当局、機関間の連携、協調関係の構築が求められる。資本市場業務を営む欧州主要銀行に関しては、とりわけ銀行の規制監督機関であるEBAとの整合性のある体制の整備が、今後求められる。

EUと米国、日本などEU域外第3国との関係においても、欧州における法規制監督の面でのBrexit後の不透明性を排除、EUとしての規制監督体制の統合、明確化が重要となる。EUがCMUにより、グローバルな魅力ある資本市場を構築できるかは、欧州資本市場における大陸欧州対シティという構図の問題に止まることなく、国際的な資本市場競争において、顧客、取引を招来できるかによるものである。EUの独自分野としてESG、フィンテックなど、資本市場において新たな標準化を制度面で構築することも、その一助となる可能性もある。Brexit後の欧州資本市場におけるEUの英国との市場競争の行方は、グローバルな開かれた金融センターとしてのCMU構築の成否の鍵を握るものと考えられる。

受 理：2019年10月3日

掲載可：2019年12月10日

参考文献

Bindseil, Ulrich (2017), Short vs. Long-Term Investments -What will capital markets deliver? – An ECB Market Operations Perspective, ECMI Annual Conference, Nov.23

Constancio, Victor, Karel Lannoo, and Apostolos Thomadakis (2019), Rebranding Capital Markets Union: A market finance action plan, Report of a CEPS-ECMI Task Force, June

De Almeida, Luiza Antoun, Wolfgang Bergthaler, Cristina Cuervo, Jose Garrido, Srobona Mitra, André Oliveira Santos, and Anke Weber (2019), A Capital Market Union for Europe, *IMF Staff Discussion Note*, SDN/19/07:Background Notes, Sept.

Demarigny, Fabrice and Karel Lannoo (2018), Navigating the minefield of the ESA review, *ECMI Commentary* No. 49, Feb. 27

DG FISMA (2019), Call for application for the selection of members of the high level forum on Capital Markets Union, Oct.10

EC (2015), Action Plan on Building a Capital Markets Union, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*, {SWD (2015)183 final, SWD (2015) 184 final}, COM (2015) 468 final, Sept.30.

— (2017a), The Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*, {SWD (2017) 224 final, SWD (2017) 225 final}, COM (2017) 292 final, Jun.8

— (2017b), Economic Analysis on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, Accompanying the document, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*, {COM (2017) 292 final} {SWD (2017) 225 final}, *Commission Working Document*, SWD (2017) 224 final, Jun.8

— (2017c), Reinforcing integrated supervision to strengthen Capital Markets Union and financial integration in a changing environment, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the Social Committee and the Committee of the Regions*, COM (2017) 542 final, Sept.20

— (2018), The establishment of a framework to facilitate sustainable investment, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council*, {SEC (2018) 257 final, SWD (2018) 264 final, SWD (2018) 265 final}, COM (2018) 353 final, May 24

— (2019a), Capital Markets Union: progress on building a Single Market for capital for a strong Economic and Monetary Union, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*, {SWD (2019) 99 final}, COM (2019) 136 final, Mar.15

— (2019b), Capital Markets Union: progress on building a Single Market for capital for a strong Economic and Monetary Union, Accompanying the document, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*, {COM (2019) 136 final}, *Commission Staff Working Document*, SWD (2019) 99 final, Mar.15

— (2019c), Capital Markets Union: European Parliament backs key measures to boost jobs and growth, *Press release*, Apr.18

ESMA (2019a), Performance and cost of retail investment products in the EU, *ESMA Annual Statistical Report*. ESMA50-165-731, Ja.10

— (2019b), Supervisory Convergence Work Programme 2019, ESMA42-114-647, Feb. 6

— (2019c), 2020 Annual Work Programme, ESMA20-95-1132, Sept. 26

Lamandini, Marco (2018), A supervisory architecture fit for CMU:Aiming at a moving target?, *ECMI Commentary* No.55, Aug.9

Maijoor, Steven (2019), Building the EU Capital Markets Union while

fostering global financial markets, ASIFMA Annual Conference, ESMA71-319-144, Oct.10

Next CMU High Level Group (2019), Savings and Sustainable Investment Union, Report to Ministers and presented to the Finnish Presidency, Oct.

Popov, Alexander, Michael Wedow (2018), Developing and Integrating European Capital Markets: CMU Now and Beyond, CEPS presentation, Dec.10

Vir Bhatia, Ashok, Srobona Mitra, Anke Weber, Shekhar Aiyar, Luiza Antoun de Almeida, Cristina Cuervo, André Oliveira Santos, and Tryggvi Gudmundsson (2019), A Capital Market Union for Europe, *IMF Staff Discussion Note*, SDN/19/07, Sept.

略称

AIFM	Alternative Investment Fund
CCP	Central Counterparties
CMU	Capital Market Union
DGFISMA	Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets
EBA	European Banking Authority
EC	European Commission
ECB	European Central Bank
ECMI	European Capital Market Institute
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval system
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESA	European supervisory authorities
ESG	Environmental, Social and Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	European Union
EuSEF	European Social Entrepreneurship Funds
EuVECA	European Venture Capital Funds
FCA	Financial Conduct Authority
FISMA	Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets
HLF	High-Level Forum
IMF	International Monetary Fund
IPO	Initial public Offering
NCA	National Competent Authority
PRA	Prudential Regulation Authority
SDG	Sustainable Development Goals
SEC	Securities and Exchange Commission
SSM	Single Supervisory Mechanism
SRB	Single Resolution Board
TR	Trade repositories
UCITS	Undertakings for collective investment in transferable securities

**The European capital markets union: Recent Developments and tasks ahead  
– re-architecture of the CMU toward Post-Brexit –**

Since the CMU project started in 2015, the European Commission has passed number of legislative measures in accordance with the agenda of the CMU action plan, meanwhile the EC has reviewed their actions so as to take in to considerations on the changes in the capital market environment surrounding the EU and Europe, necessary to attain the goals of the CMU, an integrated capital market in the EU and more free movement of capital among the EU28. The EC has introduced a new initiative at the start of the EC new administration for next five years to boost and reshape the CMU missions to fulfill as soon as possible the urgent needs in the capital market systems and supervisory convergence in the EU toward the post-Brexit. This article review the current developments and tasks ahead on the CMU action plans and identify the background key elements for creating further integration of the EU capital markets and figure out possible future pictures of the European capital markets.