

CMU 2.0 - Performance magazine issue 33 -

CMUとCOVID-19の後に続くもの

CMU 2.0（資本市場同盟2.0）について議論するには、現行の当初バージョンを振り返る必要があります。CMUはユンケル委員長の下でEC（欧州委員会）が主導して策定したプランであり、EU加盟国の資本市場の効果的な統合を目指すものです。金融危機後に導入された規制とのバランスが重視され、規制を緩和せずに事業環境を簡素化することが目標とされています。当初のCMUには、EU経済の繁栄には拡大する柔軟性が必要との基本理念が存在しました。その意味でCMUは、EUより相当速いペースで2007～09年の危機から概ね正常化を果たした米国経済の事例を教訓とするものでした。米国では間接金融と直接金融の比率が50-50であるのに対し、EUでは80-20であり、バランスの改善がメインテーマとなりました。

CMUの下で新たな規制がいくつか導入されました。証券化規制、目論見書ルールの改定、ELTIF（欧州長期投資ファンド）、初期段階のカバードボンド規制、EU監督当局の権限見直し、ルクセンブルグが享受する利益の見直し（2021年8月に施行されるクロスボーダーのファンド販売に関する二重規制）等です。このような実績はあるものの、CMUにおいてはBrexit関連の懸念が足かせとなっていました。このため2019年秋以降、新欧州委員会と一部の加盟国は、次の3つの目標を念頭に、CMU 2.0導入に向けた作業を加速するよう求めてきました。新しい金融規制におけるESGとサステナブル戦略の推奨、EUのデジタル化、直接・間接金融のバランス改善の3点です。

CMUは、EUより相当速いペースで2007～09年の危機から概ね正常化を果たした米国経済の事例を教訓とするものでした。





CMU 2.0 – 初期段階

新しいCMUには、ナイル川と同じように2つの公式な源流が存在します。1つは独仏が主導する加盟国グループが2019年夏に、もう1つはECが2019年11月に立ち上げたものです。また、ECの取り組みや加盟国の資本に対する影響力行使と支援を目的とする民間セクター主導型の第3の源流も存在し、欧州銀行連盟のイニシアティブ「Market 4 Europe」と呼ばれています。

CMUを巡る新しいイニシアティブは、EU市場をより効果的に統合することと、資金調達バランスを資本市場寄りにシフトすることを主に目指すものであり、以下の目標が掲げられています。

- 長期預金のインセンティブの見直し、預金口座とその他の運用手段のバランスを図る
- クロスボーダー投資の促進
- 規模を問わず企業の直接的、間接的（証券化）な資金調達における市場アクセスの改善
- クロスボーダー・ベースの税務処理の改善
- 金融リテラシーおよび国際金融市場におけるEUの地位の向上

6つ目として、より良いIEUの実現を通じてポピュリストの要請に対応するという、やや政治的な目標も考えられます。以上の目標は全て具体化す

べきであり、現行のテキストの見直しや、可能であれば簡素化および整合性強化につなげるべきでしょう。

CMU 2.0において重視される主要な措置

CMUはEUの規制プロセスにおいて最優先されるロードマップあるいは誘導灯であり、規制そのものではありません。ECの専門家グループは2020年6月半ばに報告書を完成させ、17の措置を提言しました。

報告書では、有価証券の起債およびディーリング実務の再編、証券化の枠組みの見直しを伴う新商品の開発、投資家のプロフィールおよびリスクの範囲の再定義を通じた投資家向けの資金調達機会の創出による、クロスボーダー・ベースでの市場機能の向上というテーマがカバーされています。

ECの取り組みや加盟国の資本に対する影響力行使と支援を目的とする民間セクター主導型の第3の源流も存在し、欧州銀行連盟のイニシアティブ「Market 4 Europe」と呼ばれています。

投資機会の創出

ハイレベル・グループの提案には、中小企業の金融市場へのアクセスの促進を図る措置が盛り込まれています。その手段として、CSD（証券決済機関）のパスポート付与や、中小企業のセグメント（資本金10億ユーロ未満の企業とする案が提示）における上場やトレーディングの標準的基準の定義付け等が提示されています。

証券化については、金融仲介者の状況を改善させ、バランスシート上に貸し出し余地を生み出す手段として見直すべきであり、COVID-19対応に寄与する可能性もあります。

投資家サイドでは、デジタル化の進展やMIFID（金融商品市場指令）におけるリスク定義の大胆な見直し、市場アクセスの拡大につながるとみられます。具体的には、MIFIDにおいて投資家のカテゴリーが新設されることにより、リスク耐性を備えEU企業の支援に前向きなプライベートバンクの顧客を「スーパー・リテール」と分類することが可能になります。また、専門家グループでは、貯蓄口座に眠る預金の一部活用につながる強制的な民間年金制度の設計が提案されています。

CMUの案では投資家サイドのテーマが中心ですが、借り入れサイドについても注目すべきでしょう。ECから委任を受けたCMUの専門家は、EU全体における倒産法制および倒産手続きの合理化を提案しています。その背景には、加盟国間における貸し出しやプライベート投資を促進する狙いがあります。これまでは、潜在的な倒産手続きのリスクが重しとなって、抑制された水準にとどまっていた。また、CMUの報告書における情報の差別化が必要という指摘も、興味深い見方です。優れた情報があるからと言って全ての情報を提供すべきではなく、パッケージ型リテール商品（PRIIPS）やMIFID、IDD（保険販売指令）に基づく情報の見直しに際しては投資家の助けとなる適切な情報に注目すべきであり、金融の専門家以外にとって理解がほぼ不可能であるような詳細で溺れさせるべきではありません。

EU金融規制の枠組みの刷新

各種提案の中核を成すのは、EU規制のデジタル化です。具体的には、紙ベースの作業をデジタル化するとともに、クラウド・サービスの利用推進とデジタル資産や人工知能の利用・認識の普及を目指すものです。このトレンドは他の戦略的分野において進行中であり、CMUのアジェンダにおいても支持される見通しです。

この他にも、適切な機能が想定されない分野におけるパスポートの推進をはじめ、興味深い提案がなされています。例として、有価証券（普通株式）の発行に関連して、当初の登録・トレーディングの法域から切り離して他の加盟国のCSD向けの発行を可能にすることで、CSDサービスのパスポート機能が強化されると考えられます。これはUCITS/AIF等のファンドにも当てはまる可能性があります。単一の規制からだけでなく、EUおよび加盟国の規制全般からあらゆるローカル障壁を除外するという考え方に則したものです。

なかには、過去20年間の流れからの大転換に相当するような提案も見受けられます。2003年の貯蓄指令に基づく透明性およびレポートのメカニズムの代わりに、源泉徴収の原則に回歸する案です。非効率になりうる情報の事後共有の代わりに国レベルで徴税するという発想です。

CMU IIは軌道に乗るだろうか

この問いに答える方法はいくつか考えられます。想定されている規制措置は的を絞ったものであり、時代の最先端に適應するようEUを後押しする合理的なアジェンダの一部である、というのが1つの回答です。想定されている規制措置は待望のものであって、金融サービスの利害関係者の間でコンセンサスが幅広く形成されているケースもあるでしょう。とはいえ、EU内で関心を喚起するような一般的な政策は、すぐには思い当たりません。ルクセンブルグ、スペイン、ラトビア等の起業家や投資家にとっては、覚えにくい名前が心に響くかどうか不明であり、反EUの感情やポピュリスト的な感情の抑制には寄与しないかもしれません。

このテーマについて第三者の見解を採り入れる目的で、EBF（欧州銀行連盟）のブルチャーク・イネル氏に4つの質問を投げかけました。イネル氏は、CEO、職員、チームメイトと共に、「Market 4 Europe¹」の設計に携わっています。



1. デロイトはこのイニシアティブをスポンサーしています。

01

EUはCMU IIを必要としているのでしょうか？

CMU IIは絶対的に必要です。銀行融資を補完するものとして、企業や投資家は資本市場で入手可能な商品・サービスを必要としています。例えば、リスク・キャピタルやリスク管理のツール、イノベーションの成果を享受するためのさまざまな商品です。グローバル・レベルで競争力を維持するために、EUには効率的で流動性の高い自立した金融市場が必要です。発展度の高い資本市場においては、貯蓄は持続可能性を考慮の上で最適な対象に振り向けられるべきであり、EUのこの分野における世界的リーダーシップを補完することになるでしょう。COVID-19からの復興やBrexitの影響を踏まえると、これは喫緊の課題と言えます。このため、銀行同盟だけでなく資本市場同盟も完成させるべきでしょう。この目的において、現役のCEO、政治家や中央銀行の経験者の力を結集する形で、EU広域のキャンペーンである「Market 4 Europe」を立ち上げ、目的達成のためのゲームチェンジャーとなる改革を明確にしたロードマップを提示しました。デロイトをはじめ、私たちのアンビションを共有して下さったキャンペーンのスポンサーには感謝しています。

02

HLFレポートを読む際に、ECはどこに重点を置くべきでしょうか？

第1に、「Market 4 Europe」の取り組みにおいては、規制によって市場を作り出すことができないという点を強調しています。需要と供給の存在によって市場は厚みを増し、統合性が強まります。そのためには、規制の改革、政府当局における最善慣行の採用、業界の標準化、業界によるイニシアティブ等、さまざまな取り組みが必要です。とりわけ、規制による障壁の除去が最優先課題であることは間違いなく、除去しなければ需給に制約が生じてしまいます。

この点において、HLF（ハイレベル・フォーラム）レポートは核心を突く提言を数多く行なっています。私たちのキャンペーンにおける提言に照らして、特に以下の点に賛同します。

- 倒産法制的的を絞った主要項目の整合化
- クロスボーダーの投資家向けの課税控除に関する共通の定義、共通のプロセス、単一のフォーマット
- 個人投資家の参入、年金基金による長期投資、企業の金融市場に対する直接的（IPO）、間接的（証券化）なアクセスを促進する措置
- 取引実行後サービスのさらなる整合化
- 金融知識・技術を優先課題として認識すること



03

Market 4 Europeの目的は、EUの金融サービス関連の組織と規制の見直し作業をサポートすることです。このプロジェクトの概要を説明してください。

ECは2015年から19年にかけてCMUプロジェクトを推進してきました。その結果、複雑性の高い課題ばかりが必然的に残存することとなり、各加盟国には、厚みを増し統合性の強いCMUの構築のために自国のシステムを変革しようとする政治的意思を強化する必要が生じています。例えば、自らの倒産法制とクロスボーダーの租税制度は自国の利益に合致すると考える加盟国が多い一方で、整合化が進めば、万人のメリットになるでしょう。各国政府は、自らの選択が資本市場向けの投資資金に与える影響について、必ずしも理解しているわけではありません（例：年金制度）。このため、EU全体において諸問題に対する認識を深めるためのキャンペーンが必要だと判断しました。資本市場が経済にもたらす恩恵について理解する人が政府内外で増えれば、より広範にわたる的確な改革が可能になります。このような理由によって、キャンペーンでは、特定の銀行の視点を広めようとするのではなく、投資家、市場インフラ関係者、銀行、企業、そしてEUの各機関・加盟国に対して残存する改革の完了を求める意思によって結束された上級公務員を集結させたのです。

04

最後に、COVID-19はこの計画にどのように影響するのでしょうか？提案されている措置によっては、アクセルにもブレーキにもなりうるのでしょうか？

誰もが解決を望む危機の真っ只中において、銀行はEU当局や各国政府の協力を得ながら、顧客（法人および個人）の喫緊のニーズに概ね対応してきました。今後は、過大な負債を抱える企業の資本を増強するため、株式発行による資金調達が無効になると認識しています。今後、EUの頑強性を高めるような革新的な企業（医薬品等）による資金調達の場として、資本市場は総じて有益な役割を果たすことでしょう。欧州理事会は（2020年）4月の段階で、そのような戦略的セクターの重要性について指摘しています。このような理由から、厚みを増し統合性の強いCMUがこれまで以上に求められています。

この点は幅広く理解されています。最近公表された資本市場復興パッケージ（Capital Markets Recovery Package）では、復興期における資本市場へのアクセスを促進する目的で、合意に基づく迅速な対応策が導入されています。このような小規模な改善は短期的には歓迎すべきですが、CMUを確実に機能させるには不十分でしょう。EU市民にとって、構造改革に基づくCMUのさらなる発展が優先的課題と言えます。その意味において、第4四半期中に再調整されたワーク・プログラムにおいてCMUが残されたことと、ドイツの大統領がCMUを優先事項と考えていることは、歓迎すべきです。

とはいえ、危機の影響によって、加盟国の注目が成果の実現に時間を要する困難な改革から目先の経済問題にシフトする可能性もあり、また、改革のプロセスが複雑化したことも事実でしょう。大きな問題の一部を回避する形で責任転嫁を図るようなアクションプランが策定されるリスクもあり、適切な対応が求められます。欧州をさらに強力に、イノベティブに、そして頑強にするために、CMUが存在すれば事足りるわけではなく、HLFや「Market 4 Europe」等によって指摘された具体的な問題を解決するような、真の頑強性と勇気を備えたCMUが必要になります。いまこそ、野心的になるべきです。



次のステップ

専門家グループがCMUレポートを公表した後に、ECは各種提案に対応する法制度を整備すると同時に、EUの各機関による最終決定につながるような規制草案を策定することになります。その作業には2年程度の期間が必要と見込まれますが、完了後にはCMUの施行期間に入り、さらに1.5～2年程度の期間が必要になるでしょう。したがって、成果をフルに実感できるようになるのは2024～25年のことであり、それまでの間、規制上の目的と結果に整合性がとれるよう、注視し続ける必要があります。内容のアップデートについては、デロイトからの提供される案内をご参照ください/お待ちください。

要点

CMU IIはECが域内の市場機能向上を図るために策定した、多岐にわたる計画です。

CMU IIは規制関連のアジェンダであり、デジタル化の推進に寄与すると共に、EUの金融エコシステムの持続可能性を高める見通しです。

CMU IIにはEU加盟国における投資家と企業の結束を強化する狙いがあります。



SIMON RAMOS
PARTNER
IM ADVISORY & CONSOLTING
DELOITE



LIZE GRAFFITHS
PARTNER
RE LEADER
DELOITE



JEAN-PHILIPPE PETERS
PARTNER
RISK ADVISORY LEADER
DELOITE



LAURENT COLLET
PARTNER
CONSOLTING BANKING
DELOITE



BENOIT SAUBAGE
DIRECTOR
RISK ADVISORY
DELOITE



注意事項：本誌はDeloitte Touche Tohmatsu Limitedが2020年12月に発行した原著をデロイト・トーマツグループが翻訳し、2021年5月に発行したものです。和訳版と原文である「CMU 2.0（英語）」に差異が発生した場合には、原文を優先します。

デロイト・トーマツグループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト・トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト・トーマツコンサルティング合同会社、デロイト・トーマツファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト・トーマツ税理士法人、DT弁護士法人およびデロイト・トーマツコーポレートソリューション合同会社を含む）の総称です。デロイト・トーマツグループは、日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市以上に1万名を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト・トーマツグループWebサイト（www.deloitte.com/jp）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイトウシュート・トーマツリミテッド（DTTL）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバー・ファームおよびそれらの関係法人（総称して「デロイトネットワーク」）のひとつまたは複数を指します。DTTL（または「Deloitte Global」）ならびに各メンバー・ファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTLおよびDTTLの各メンバー・ファームならびに関係法人は、自らの行為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の行為および不作為について責任を負うものではありません。DTTLはクライアントへのサービス提供を行いません。詳細はwww.deloitte.com/jp/aboutをご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバー・ファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける100を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連するプロフェッショナルサービスの分野で世界最大級の規模を有し、150を超える国・地域にわたるメンバー・ファームや関係法人のグローバルネットワーク（総称して「デロイトネットワーク」）を通じ Fortune Global 500®の8割の企業に対してサービスを提供しています。Making an impact that matters を自らの使命とするデロイトの約312,000名の専門家については、（www.deloitte.com）をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイトウシュート・トーマツリミテッド（DTTL）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバー・ファームおよびそれらの関係法人（総称して「デロイト・ネットワーク」）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。またDTTL、そのメンバー・ファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関して直接または間接に発生し得るいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTLならびに各メンバー・ファームおよびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2021. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001