

## REPORT II

# 金融面から見たユーロ導入のインパクト - 通貨統合後の資本市場の変容と金融機関の再編 -

経済調査部門 伊藤 さゆり

### 1. はじめに

99年1月に欧州単一通貨ユーロが導入されてから、2年半が経過した。2001年初にはギリシャが加わり、現在のユーロ参加国（以下、ユーロ圏）は12カ国となっている。

ユーロに参加する国々は、独自の金融政策、為替調整機能を放棄することになる。政策の自由度低下というデメリットにもかかわらず、ユーロの導入が実現した背景には、平和と安定の確保という政治的な意志と経済面でのメリットへの期待がある。

ユーロ導入による経済面でのメリットは、外為手数料などのコストの軽減、価格比較が容易になり、国境を越える競争が活発になることなどである。中でも、欧州域内にユーロという単一通貨建ての大規模な金融・資本市場が形成されることが、経済の効率性、生産性の向上に果たす役割は大きいと考えられている。

以下では、通貨統合の成否の鍵となる金融面での統合の進展状況について、前半ではユーロ圏の資本市場の変容、後半では金融機関の対応という点から考えて行く。

結論としては、ユーロ導入の直前から、資本市場は金利低下、M&Aブーム、ハイテクブー

ムもあり規模の拡大に弾みがつき、金融再編も加速した。しかし、ユーロ導入後も法制、税制、会計基準の相違など各国の金融・資本市場を分断する障壁が残存しており、金融統合によるメリットをフルに享受する段階には至っていない。メリットの実現に向けて、参加国間のマクロ政策協調と制度調和に向けた継続的な取り組みが必要とされている。

### 2. 資本市場の変容

#### (1) ユーロ圏の金融・資本市場の基本構造

ユーロ圏を構成するドイツ、フランスなど欧州大陸諸国の金融システムは、銀行を中心とする間接金融が主体である。

企業は、ユニバーサルバンク制度の下、長短金融の両面で銀行に大きく依存してきた。社債の発行は、コストの割高さや格付け制度の未発達などから低調であった。株式市場の発展は、銀行による株式保有、企業が経営権維持のため公開に慎重な立場を採ったこと、機関投資家の運用に関わる規制などにより阻害されてきた。

こうした背景から、銀行貸出市場は債券、株式市場に比べ大きく、日米との比較でも社債、株式市場の規模は小さい（図表 - 1）

図表 - 1 市場規模の比較

	時点	単位	ユーロ圏	米国	日本
人口	99/12	億人	3.04	2.73	1.27
名目GDP	00年	億ユーロ	65,302	106,212	51,485
銀行預金	00/12	億ユーロ	52,702	61,718	58,581
	"	対GDP比	81%	56%	115%
銀行貸出	00/12	億ユーロ	69,268	55,910	50,218
	"	対GDP比	106%	50%	99%
国内債券発行残高	00/9	億ユーロ	57,827	164,401	72,580
	"	対GDP比	89%	155%	141%
企業	00/9	億ユーロ	2,779	27,577	8,404
金融機関	"	"	19,375	45,533	9,190
公的機関	"	"	35,673	91,291	54,986
株式時価総額	00/12	億ユーロ	56,607	161,429	58,661
	"	対GDP比	87%	152%	114%

(資料) BIS、IMF、ECB

質的な発展という観点からみても、社債、株式市場の成熟度は低い。直接金融が発達した米国では、企業は成長段階、信用力、ニーズに応じて銀行借入の他、ベンチャー・キャピタル、株式市場、債券市場、CPなどの多様な選択肢から最適な資金調達の手法を選択できる。ハイテク産業の担い手となったベンチャー企業はリスクマネーを供給する仕組みにその発展を支えられたと言ってよい。

欧州でも産業競争力、生産性向上のために既存企業のリストラ、新たなベンチャー・ビジネスの発展が必要とされ、それを金融面から支援するために、資本市場の機能強化、リスクマネーの拡充が重要な課題となっている。

## (2) ユーロ導入後の資本市場の動き

ユーロの導入がユーロ圏の資本市場に与える最大の効果は、各国市場を分断していた為替リスクが消滅することである。ユーロ圏内の機関投資家にとってはユーロの導入後、域内他国への投資は通貨適合要求の制約外となり、国内投資と同じ扱いになった。

さらに、国境を越えた市場間、金融機関間の競争が高まることで、資本調達コスト、取引コ

ストの低下が期待された。また、ユーロ導入に向けて一部の国で金利が大きく低下、財政の健全性を維持するための「安定と成長協定」の下で国債残高は圧縮された。これらに加え、高齢化、年金制度改革などを背景とする機関投資家への資金シフトも、社債や株式市場への資金流入を加速させる要因と考えられている。

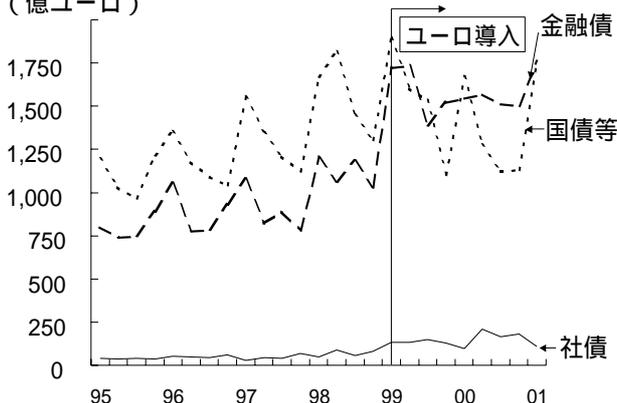
## 債券市場の動向

ユーロ発足後、債券市場では、国債発行が抑制される一方、金融債、社債の発行は、ユーロ建て初物債券の起債ラッシュ、合併・買収(以下、M&A)の活発化による資金需要の増大から急拡大した。

しかし、これらの要因の剥落と2000年秋にかけての利上げやユーロ安の影響から、2000年半ば以降、拡大の勢いは鈍っている(図表-2)。

社債市場はユーロ発足前との比較で格段に厚みを増したが、国債、金融債市場との規模の差、米国や日本の社債市場との差は依然として大きいものとなっている。

図表 - 2 居住者のユーロ建て債券発行 (億ユーロ)



(注) 期間1年超の債券のグロス発行額  
ユーロ発足前は各国通貨建て債を集計  
(資料) ECB統計より作成

## 株式市場の動向

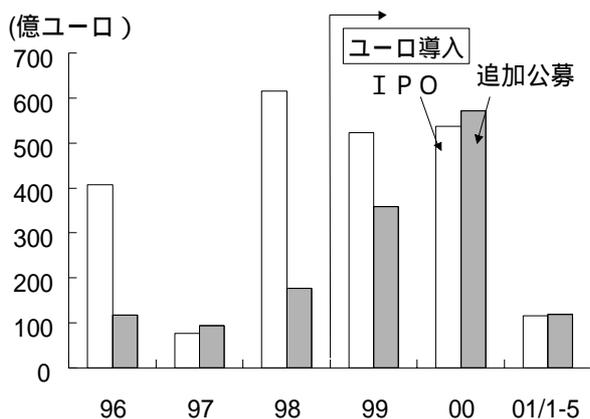
株式市場を通じた資金調達も、民営化や情報・通信、ハイテク企業の新規公開、増資によ

り98年以降急増した。

特に、96年以降、ベンチャー・ビジネスの発展促進を目的にフランスではヌーボマルシェ、ドイツではノイア・マルクトなどが創設、これら新興企業向け市場の上場企業数は、ドイツ、フランス、イタリア、ベルギー、オランダの5市場合計で98年1月の63から2000年末に564まで拡大するなど目覚ましい成長を遂げた。

しかし、今年に入ってから、米国の景気減速や株価調整の影響から拡大ペースは大きく鈍化している（図表 - 3）。新興市場向け市場もIT分野の成長期待に修正が加わる中で、厳しい調整局面にある。

図表 - 3 ユーロ圏市場における株式公募



（資料）Bloombergより作成

### （3）資本市場の統合深化への動き

#### 統合の進展状況

ユーロ発足後、ユーロ圏内の証券取引所では全てユーロ建てで取引、決済が行われるようになり、各国市場を分断してきた為替障壁は取り払われた。

しかし、法制、税制、会計基準、市場慣行の相違という障壁は残り、決済システムは未だ統合されていない。

このため、短期のインターバンク取引については国境を越える取引が拡大したが、証券取引は手続きの煩雑さやコストの割高さから期待さ

れたほどには伸びていない。

このように、現時点では、ユーロ圏全体にまたがる大規模な市場での資金調達、運用というメリットをフルに享受できる段階には至っていない。

#### 取引所の統合

ユーロ圏の証券取引所の間では上場誘致や売買注文の獲得を巡る競争が激化している。生き残りを賭けた証券取引所間の統合や合併が具体化し、証券決済機関の提携や統合の圧力となる流れができつつある。

北欧ではデンマークとスウェーデンの合併で1998年1月に設立された「ノレックス」が地域的に拡大しつつある。また、2000年9月にはパリ - アムステルダム - ブリュッセル取引所が合併、「ユーロネクスト」が創設された。

欧州第1位、第2位の取引所の合併として注目を集めたイギリスとドイツの取引所の合併計画は、株主の圧力や「ノレックス」の株主による敵対的買収の動きを経て白紙化され、次の一歩が注目されている。

#### 証券取引ルールの共通化

遅れていた証券取引ルールの共通化も進みつつある。各国首脳の合意の下、「賢人委員会」がまとめた「証券改革案」に基づき、今年末までの「欧州証券委員会」発足、2003年末までの情報開示、上場基準などの共通ルール設定などが動き始めている。

共通ルールの設定は、作業自体の煩雑さとともに各国間の利害調整を巡る困難もあり、実現までには紆余曲折を経ることが予想される。

### 3. 加速した金融機関の再編

#### (1) 欧州金融機関を取り巻く環境変化

##### 市場統合後の制度的枠組み

EU域内では市場統合を控え、域内のいずれかの国の監督当局から免許や認可を得れば、他国でも金融商品の提供や支店の設立が認められる「シングルパスポート・ルール」、銀行、証券、資産運用など幅広い業務の取扱いを可能とする「ユニバーサルバンク」の原則、免許を交付した母国が監督責任を負う「ホームカントリー・コントロール」などが法制化された。

銀行は、証券業務の兼営のほか、保険業務も販売は本体で、引受けは子会社を通じて取り扱うことができる。保険会社の子会社を通じた銀行業務への参入も可能である。

##### ユーロ導入により予想された変化

通貨統合によって、銀行業務には、外国為替手数料などの減少、国境を越えた競合の激化による利鞘の縮小が予想された。一方で、大企業の資本市場シフト、M & A関連の資金需要の増

加、個人金融資産の機関投資家へのシフトなどによって、投資銀行業務、資産運用業務、保険業務の強化が重要な課題となっている。

保険会社は、通貨別の商品差が解消することによる国境を越えた販売競争の激化と、商品の選択肢の広がりや個人年金の拡充などによる需要増への対応が課題となっている。

#### (2) 通貨統合後の金融再編の特徴

欧州における金融機関の再編は、80年代半ばから動き始め、98年以降は件数の増加と規模の大型化が同時に進んだ。

この時期、再編が加速した理由としては、ユーロ導入のほかに、金融自由化や民営化、米系投資銀行の積極的進出による競争激化、IT投資増加圧力への対応などの諸要因がある。

加えて、資本市場を通じた大規模な資金調達機会が拡大、株価の好調を背景にM & Aが容易になったことが、金融再編をさらに促進する形となった。

金融再編のパターンは、国境を超えるか否か、同業態間か異業態間かという観点から大きく4

図表 - 4 EUをめぐるM & Aを通じた金融再編の動き（99年以降の事例）

		地理による区分	
		国境を越えない	国境を越える
業務による区分	同業態間	BNP(仏、銀行) - パリバ(仏) バンカ・インターサ(伊、銀行) - イタリア商業銀行(伊) バンコ・ビルバオ(西、銀行) - アルヘンタリア(西、銀行) サンタンデル(西、銀行) - バンコセントラル・イスパーノ(西、銀行) ジェネラリ(伊、保険) - イタリア保険公社(伊)	ヒボ・フェラインス銀行(独、銀行) - オーストリア銀行(オーストリア、銀行) クレディアグリコル(仏、銀行) - ルカスバンク(ポーランド、保険) アクサ(仏、保険) - ガーディアンロイヤルエクスチェンジ(英、保険) エイゴン(蘭、保険) - トランスアメリカ(米、保険)
	異業態間	アリアンツ(独、保険) - ドレスナー銀行(独、銀行) ロイズTSB(英、銀行) - スコティッシュ・ウィドウズ(英、保険)	ドイツ銀行(独) - バンカース・トラスト(米、投資銀行) アリアンツ(独、保険) - PIMCO(米、資産運用) ING(蘭、総合) - BBL(ベルギー、銀行) - BHF(ドイツ、銀行) ドレスナー銀行(独、銀行) - ワッサースタイン・ベレラ(米、投資銀行) デクシア(仏/ベルギー、銀行) - BIL(ルクス、銀行)、ケンペン(蘭、投資銀行)

(資料) 新聞報道、Bloomberg等より作成

つに区分できる。M & Aによるものを中心に、各々のパターン別に見た目的、特徴は以下のとおりである（図表 - 4）

#### 国内における同業態間のM & A

国内における同業者間のM & Aの目的は、合理化・省力化、市場支配力の拡大と資本基盤の強化、金融商品・サービスの多様化、リスク管理に不可欠なIT投資の負担軽減などへの対応である。

80年代半ば以降、中小金融機関に始まった再編の波は、次第に大規模金融機関へと波及し、99年にはフランスのBNP - パリバのほか、イタリア、スペインで上位行同士の大型合併が実現した。

#### 国内における異業態間のM & A

異業態への参入、業務多角化の狙いは、リスク分散、経営資源の有効活用、シナジー効果などである。

銀行と保険会社の相互乗り入れは日米に先行して進んでいる。子会社設立の他、銀行にとっては保険、年金、投信といった取扱商品の拡大、保険会社にとっては販売チャンネルの拡充というメリットから業務提携が広く行われている。

ユーロ圏内の異業態間のM & Aでは、2001年4月に発表されたドイツの保険最大手アリアンツによる銀行第3位のドレスナー銀行の買収は、他の有力金融機関の戦略に及ぼす影響の大きさという点からも注目を集めている。

#### 国境を越える同業態間のM & A

銀行による国境を越えるM & Aは、米国銀行を対象とするものか、伝統的銀行業務を拡大する余地が残されているエマージング市場の銀行を対象とするものが目立つ。

欧州域内の場合、北欧諸国間やベネルクス3カ国間を除けば限定的である。欧州域内のM & Aが主要国間などで広範に見られない理由としては、金融統合を妨げている制度の差異のほか、企業文化やコーポレートガバナンス、所有形態の違いなどがある。保険業では英米の保険会社買収のほか、ユーロ圏内の国境を越える再編も進みつつある。

#### 国境を越える異業態間のM & A

国境を越える異業態間のM & Aは、99年のドイツ銀行によるバンカーストラストの買収などがある。米国資本を対象とし、投資銀行業務、資産運用業務の強化を目的とするものが中心である。

戦略部門の増強や非戦略分野の子会社の売却など、事業ポートフォリオの再構築手段として利用される例が多い。

### (3) 金融再編の成果と課題

98年以降、大型の再編が加速したことで、欧州における金融機関の順位は大きく変動した。

さらに、金融システム全体を見ても、金融機関数の減少、一金融機関あたり資産規模や従業員数の増加、上位への集中化、政府所有比率の低下などが進展した。

しかし、こうした変化のスピードは、域内諸国の間でも一様ではなく、たとえば、上位金融機関のシェアや政府所有比率の変化も、金融システムの伝統的構造や政治的条件の違いから、ばらつきがある。ドイツの貯蓄銀行に対する政府保証など競争条件公平化のために是正すべき点も残されている。

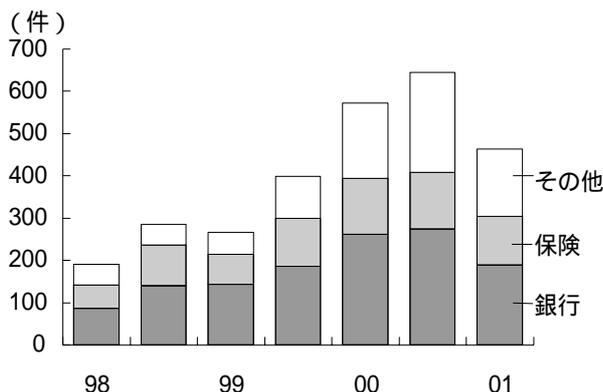
また、金融機関の再編効果を妨げる要因も根強く残っている。たとえば、労働市場の硬直性や政治的な摩擦が人員削減などの合理化を阻害

している。また、「欧州会社法」の未整備によって被買収側が解散し吸収されるような合併は不可能、子会社の統合が困難であるなど事業体制の機動的な見直し、最適化を阻む要因がある。

M & Aの勢いは、株価の調整や起債環境の悪化などもあり、やや鈍っているものの（図表 - 5）、グローバルな競争激化と統合の深化と拡大という流れの中で、欧州では潜在的に金融再編のニーズが依然高い。

制度の調和による真の金融・資本市場の統合の実現とともに、大型化、総合化、クロスボーダー化を進める金融機関の監督体制の整備も重要な課題となっている。

図表 - 5 欧州における金融機関のM & A



(注) 2001年上半期は1～5月期実績  
(資料) Bloombergより作成

#### 4. 今後の展望

ユーロ圏では来年初にユーロ紙幣・硬貨の流通が始まる。各国通貨は1～2カ月の並行流通期間後に姿を消し、ユーロ導入のプロセスは最終局面に至る。しかし、ユーロ圏内の金融・資本市場の統合は、現段階では制度面での調和の遅れから、部分的なものに止まっている。

ユーロの為替相場は、発足直後からほぼ一本調子で減価し、その後も反転のきっかけを掴むことができない。ユーロ安は、米国など域外へ

の資本流出が流入を上回ってきたことによるもので、その背景には、米欧間の景気格差、金利差などのほか、資本市場の規模、厚みなどの格差、欧州中央銀行の政策運営に対する信認の未確立などがある。

ユーロ圏には、何らかの外的ショックで域内諸国に不均衡が生じた場合、調整が進みにくいという問題も残されている。域内の不均衡を調整する手段のうち、ユーロ圏内では為替調整が放棄され、財政政策にも一定の縛りが設けられている。他方で、財政による所得移転機能は規模と内容の両面で限定的である。生産要素の域内移動についても、労働移動は限定的で、資本についても既述のとおり、円滑な移動を妨げる障壁が残存している。

現段階では、ユーロ圏にはユーロ導入のメリット実現のために解決を要する課題が多く残されている。参加国間のマクロ政策協調と制度調和に向けた継続的な取り組みが不可欠と言えよう。