九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

ECにおける資本移動の自由化

星野，郁

https://doi.org/10.15017/4491676

出版情報：經濟學研究. 53 (3), pp.115-142, 1987-10-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

ECにおける資本移動の自由化

星　野　　郁

目　　次

はじめに
Ⅰ．経済統合と資本移動の自由化
　1.　資本移動の自由化の目的とその背景
　2.　資本移動の自由化の内容
Ⅱ．資本移動の自由化と金融サービスの共同市場
　1.　金融サービスの自由移動と共同銀行市場
　2.　共同銀行市場創出の前提条件
Ⅲ．資本移動の自由化とEMSの強化
Ⅳ．資本移動の自由化と金融・資本市場の統合
　1.　金融・資本市場統合の目的
　2.　資本市場と財政政策
　3.　資本市場統合の制度的条件
むすびにかえて

は　じ　め　に

1980年代に入って先進資本主義国では，実物経済の長期停滞の中での巨額な貨幣資本の蓄積を背景として，急速にしかも世界的な規模で資本移動・金融の自由化が進行している。そしてヨーロッパもその重要な一翼を担っており，1980年代中期以降のイギリスのビッグバン，フランス，オランダにおける急速な金融自由化には目を見張るものがある。この点では，ヨーロッパにおける金融・資本移動の自由化は，日本やアメリカと共通した一般的な性格を持つ。しかしながら，ヨーロッパにおける資本移動・金融の自由化は，そのような一般的な性格と共に，ヨーロッパ経済通貨統合というヨーロッパ固有の次元を併せ持つ。

そのようなヨーロッパにおける資本移動の自由化は，そもそも今から三十年近く前のEC発足当初からの課題であった。しかも，それは現在喧伝されている，いわゆる金融の自由化とはその性格を少々異にし，共同市場の適切な機能を保障するために欠かせない資本の自由移動の達成を目的としており[1]，さらに共同体の経済開発のための資金調達の場ないしは共同体での貯蓄の合理的配分機能を果たす場としての統一資本市場の創設も計画されていた。そのような資本移動の自由化は，1967年の関税同盟の結成時には一応の進展をみていた。ところが1960年代末に始まった国際通貨体制の動乱と，その結果としてのブレトンウッズ体制の終焉，固定相場制の崩壊によって，西ドイツを筆頭に進展しつつあった資本移動の自由化が，逆に巨額の投機的な短期資本移動の跳梁を招くことになった。それは，ヨーロッパの主要国の国内経済に重大な困難をもたらすと同時に，EC統合の中核となっていたCAP（共通農業政策）をも危機にさらすことになった。そうした中で，EC各国は厳重な為替管理体制を敷くことによってこの危機に対処し，資本移動の自由化は大きく後退を余儀なくされた。

しかしながら，1980年代に入り再びECで資本移動自由化へ向けた動きが復活することになる。その自由化は上で述べたように，現代資本主義に一般的な性格と伴に，ヨーロッパ固有の

1)　資本の自由移動についての規定は，ローマ条約第67条～73条に定められている。

性格を持つものであり，それはヨーロッパ経済の活性化という実物経済面からの要請と深く結び付いたものである。しかも，それがいわゆる上からの押し付けではなく，市場の要請に基づき求められ且つ進展しているところに，その運動の確かさが読み取れる。そしてそのような底辺での動きを汲み取る形で，EC当局の側でも資本移動の自由化に対し積極的な対応がなされている。現在ECでは，経済の活性化を目指した中長期戦略として，1992年迄にヨーロッパ域内市場の完成に向けてローマ条約そのものの改正を含む数々の方策が実施されており，その中でも資本移動の自由化は重要な位置を占めており，以下で見るようにその内容は，極めて包括的で且つ大胆である。この背景には，1979年に発足したEMSの成功によって達成された通貨・為替の安定があるのは言うまでもないが，さらにその基底にあるのは，経済の長期停滞，ハイテク技術開発の遅れに対するヨーロッパ全体の差し迫った危機感である[2]。資本主義世界体制において，アメリカ，日本と共に三極構造の一角をなすヨーロッパは74/75年の第一次石油危機以来の長期経済停滞の中で，79年の第二次石油危機でとりわけ深刻な打撃を受け，その回復課程において日米に大きく出遅れることになった。既にコンピューターやロボット，バイオテクノロジーといった先端技術産業については，ヨーロッパは日米に大きく水をあけられてしまっており，今やヨーロッパは，韓国，台湾などのNICsの国々にさえも脅かされつつある。高失業率も依然回復の兆しを見せない。方や農産物については手厚い保護によって過剰生産の山を築き，その保護に貴重な共同体の財政資金の七割も注ぎこんでいる。このようにヨーロッパ諸国は折角潜在的には世界一の市場規模を持ちながら，各国市場の分断によって規模の経済の利益をほとんど生かすことなく，各国は自国の利益の優先に走って共同体全体の経済発展の道を閉ざしている。こうした閉塞状況をなんとかして打開すべく，全ての非関税障壁を徹底し，各国経済を厳しい競争環境の下に置くことによって経済の活性化を計ろうというのがこの度のECの一連の政策の裏にある狙いであり[3]，そうした中でのECにおける資本移動の自由化は，先の現代資本主義一般的に共通する側面を持つと共に，このような経済活性化というEC固有のコンテクストの中に深く位置付けられているのである。本稿では，このようにECにおける資本移動の自由化をその一般性と固有性—後者については同じ資本移動の自由化の意味がECの先進国と後進国とでは異なる—に留意しつつ，その自由化の目的と背景，そして現在進行しつつある事態について見ることにしたい。

Ⅰ．経済統合と資本移動の自由化

1．資本移動の自由化の目的とその背景

生産要素の自由移動は，経済・通貨同盟創出の前提であり，共同市場の効率的な機能の上で欠くことのできない条件とされている。ここでいう生産要素とは，財，サービス，人および資本の四つを指しており，現在ECでは1992年までにそれら生産要素の自由移動に関する全ての制限を撤廃し，完全に統合された域内市場（internal market）の完成に向けて各種の政策

2）出水　宏一．『現代ヨーロッパ産業論—危機と対応』東洋経済新報社，1986．

3）田中　素香．「条約改正で経済活性化を目指す—欧州統合への画期的前進」エコノミスト，1986年4月22日号，pp. 30-31．

が既に実行段階にある。そして資本移動の自由化もその域内市場の完成に重要な役割を果たすことになっている。

1985年に出された域内市場白書では，資本移動の自由化が域内市場の完成に果たす役割について次の三つを揚げている。

第一に，巨大な域内市場の完成は必然的に金融的次元を含むものであり，財，サービス，人の自由移動は，企業や民間人が共同体を通じて効率的な金融サービスを享受しうるものでなければならないこと。第二に，通貨安定は域内市場の適切な機能と発展のために欠くことのできない条件であるが，EMSの成功はそれをある程度可能にしており，そのような状況の下での資本移動の障害の漸次的撤廃・金融的自由は，各国の経済政策の収斂をより確かな基盤におき，政策運営の規律を高めることになること。それはまたEMSの発展・強化のためのステップと並行して進められること。第三に，資本移動の自由化を通じた金融市場の集約化（decompartmentalisation）は，ヨーロッパの貯蓄の最適分配を促進することによって共同体の経済発展を押し上げるのであり，共同体と非共同体の両方の企業にとって魅力ある競争的統合金融市場を作りだすことが課題である[1]，以上のように述べられている。

さらに以上の点に関連して，時期は白書よりかなり早いが，1983年にEC委員会により『金融統合』と題した詳細な報告書[2]が出されており，その中では何故いま金融統合へ向けた努力を再開する必要があるのか，その理由について，四点にわたって詳細に説明されていた。この報告書はこの度の資本移動の自由化の目的を知る上で非常に重要と思われるので，以下幾分言葉を補いつつ，立ち入って説明することにしたい。

第一に，マクロ経済的不均衡が減少されつつあることであり，経験によって，直接管理が基礎的経済均衡の回復にほとんど貢献せず，とりわけ資本移動の直接管理による国際収支への影響は急速に失われてしまうことが明らかとなり，EMSの固定制の下で加盟国政府は金融フローの管理が益々経済政策の追求における自立性を保障しないことを理解しつつあること。それゆえむしろEMSの固定レート維持義務によって課される制約を国内および対外経済政策調整の客観的指標として生かすために，その指標たる為替相場が十分なファンダメンタルズの反映として役立つよう，為替管理の撤廃を求めるというものである[3]。この説明は先の域内市場白書の二番目の説明と対応しており，この面での資本移動の自由化は，ECU乖離指標の機能改善，イギリスのEMS為替レートメカニズム参加，イタリアの変動幅縮少[4]といったEMSの強化の要請と結びつくものである。

第二に，域内市場の強化は金融サービスの問題も包摂するのであり，自由化による巨大な単一市場の創造によって，EC企業は規模の経済の利益を手にすることによって，最適生産点での生産基地の立地が可能となり，また資金調達や保険など金融サービスの利用コストの大幅な節約が可能になるという利益を得るという[5]。

1) Commission of the European Comminities, 'Completing the internal market' *Documents*, COM(85) 310 final, 1985. pp. 32-34.

2) Commission of the European Communities, 'Financial Integration' *Documents* COM(83) 207 final, 1983.

3) *Ibid*, p. 7.

4) イタリアはEMS為替レートメカニズムにおいて，他の国の2.25%より大きい6%の変動幅を認められているが，これを2.25%に縮小するというもの。

5) *op. cit.*, p. 8.

これは先の一番目と対応している。

第三には，資本移動の自由化は，ヨーロッパの貯蓄の直接的引き出し（tapping）を可能にし，それは共同体のより効率的な restructuring に役立つとされている。これについては，次のようにヨーロッパの現状が説明されている。「共同体における1980年の粗貯蓄は，アメリカのたった三千四百億 ECU という数字に比して，四千三百億 ECU にも上る。{しかし} この総貯蓄の殆どが {共同体の}国内金融市場によって吸引されない。五つの主要市場（西ドイツ，フランス，イタリア，オランダ，イギリス）で発行された総譲渡可能証券の総額は，一千四百二十億で，アメリカ市場の二千百二十億 ECU に比べて遙かに少ない。不均衡は，ベンチャー資本の特殊領域ではもっと際立っている。共同体株式市場に上場された国内株式の市場総額は，ウォール街だけに上場された株式のそれのたった四十％にしかならない。」[6]

こうした状況を打破するために，現在ヨーロッパ各国の資本市場を分断しているいろんな規制の撤廃を図り，大規模市場のメリットを引き出そうというものである。

これと関連して四番目には，現在国際市場で行われているヨーロッパの貯蓄の，しかも非構成国通貨での過剰な仲介は国際金融制度の安定を掘り崩す大きな原因となっているが，これらは本来ヨーロッパ域内の市場が緊密に統合されているのであれば，その外で投機的な目的で使われることがないものであるにもかかわらず，域内金融市場の統合が各種規制策によって分断されていることから，域外に漏れて誤って定義された目的のために使われている。それ故域内資本移動の自由化によって外に漏れている部分を域内に取りこみ，それを共同体の発展に向けた生産的投資に振り向けることが必要とされる[7]。この三番目と四番目の議論は先の三番目の金融・資本市場の統合の議論に対応し，また上述の二番目の論点と関連する。

以上で紹介してきた説明から理解されるように，EC で現在行われようとしている。あるいは現に行われている資本移動の自由化は，大きく分けて三つの次元に集約される。一つは，金融サービスについての共同市場の創出のためのものであり，これは域内市場の完成と密接な関係を持つ。その次は，加盟国の経済政策の収斂の指標となる為替相場のレファレンス効果の向上を目指すものであり，それは EMS や ECU の動向と深い関係を持つ。さらにもう一つは，金融・資本市場の統合に関係するものである。

このように資本移動の自由化といって多様な次元に跨がるものであり，その自由化の影響もそれぞれ異なる。さらに各国の経済水準や国際収支，金融市場の発展水準の相違がより一層問題を複雑にしている。しかもそれらの自由化の暗黙の仮定となっている，市場が統合されさえすれば，その規模の経済を生かして経済発展が可能となるというテーゼについても，果たしてそれが本当に妥当するのかどうか疑問のよしなしとはしない。しかしながら，そのような疑問にもかかわらず，EC が早急に資本移動の自由化を含めた大胆な経済活性化に乗り出さざるをえない背景には，冒頭でも述べたような経済の長期停滞に対する差し迫った危機感がある。それ故資本移動の自由化といういわば大胆な外科手術によって，市場統合へ向けて金融面（及び

6) *Ibid*, pp. 8-9.

7) *Ibid*, p. 10.

実物面）での努力を推し進めようというのである。次に自由化の対象となる資本移動の内容について見ることにしたい。

2. 資本移動自由化の内容

資本の移動については，他の三要素(財，サービス，人）に関するものとは異なり，それら生産要素の移動の自由化義務について定めたローマ条約の条項は，資本移動に対しては直接適用されない。ローマ条約第67条では，資本移動について共同市場の適切な機能を保障しうる程度までその移動についての制限を撤廃するように定めているが，もしそのような自由化が共同市場の機能を害する場合や，加盟国の資本市場や国際収支に重大な影響を与える場合には，一時的な緊急処置として通貨委員会との協議の上でこれを制限する手段を採ってもよいことを定めた，いわゆる safeguard clauses（ローマ条約第73条，108条，109条）を設けている[8]。

ところで，資本移動の内容そのものについてはそれとは別個に，First Council Directive of 11 May 1960, および Second Council Directive of 18 December 1962 によって定められ，それぞれ自由化義務の相違にしたがって，A，B，C，Dの四つのリストに分類されていた[9]。このうちリストAおよびリストBは，無制限の自由化義務一但し safeguard clauses が発令される限りでは無制限でなくなる一の対象となる資本取引を定めたもので，リストAには，直接投資，不動産投資，個人的な性質の資本取引，居住者の参加する商業取引やサービス供給と結び付いた短期乃至中期の信用の供与や返済などが含まれ，リストBには内外の市場に上場された証券の取得一但し，幾つかの取引は排除一が含まれていた。またリストCは，条件付き自由化の対象である資本取引を定めたもので，内外の市場での証券の発行およびその取得，商業取引やサービス供給に関連した中長期信用の供与や返済を含むものとされ，さらにリストDは自由化義務のない資本取引を定めたもので，財務省証券やその他の金融市場手形への短期投資，当座乃至預金口座の開設，商業取引とは無関係の金融取引を含むものであった。

この Directive一共同体命令一は，達成されるべき結果として加盟国を拘束するが，その実行の形式と方法については加盟国に任されていて，実際問題としては，先の safeguard clauses（とりわけ，108条3項）の乱用によって，本来無制限の自由化の対象であるリストA，Bに含まれる資本取引についても，その取引には著しい制限があった。前節で見たように，リストA, Bに該当する取引は，域内における金融サービスの共同市場の創設に欠くことのできない重要な資本取引であり，そのような取引の制限は，関税同盟の結成にもかかわらず，財，サービス，人の他の三つの生産要素の自由移動も制限する結果となっていたのである。

それでこの度のECの資本移動の自由化は，二段階にわたって資本移動の自由化を実施するというもので，その第一段階では，以上のような共同市場の適切な機能に欠くことのできない資本移動の自由化と，加盟国金融・資本市場のリンクに必要な資本移動の自由化を図るもので，それらを1989年までに達成することを目標としている。またそれに続く第二段階では，共同体における全ての通貨・金融フローの自由化が予定されており，その期限は，1992年一それは域内

8) Monetary Committee of the European Communities, *Compendium of Community Monetary Texts*, 1986. pp. 9-14. 参照。

9) *Ibid*, pp. 88-91.

市場が完成される年でもある—とされている[10]。

既に，この第一段階の自由化は進行中で，このうち前者の共同市場の適切な機能に欠くことのできない資本移動については，既に言及したように，無制限の自由移動の対象になりながら，safeguard clauses の存在によって事実上移動が制限されていた資本取引について，本来緊急避難的な条項でありながら恒常的に用いられてきた safeguard clauses を撤廃し，Directive を実効あるものとすることが狙いであったが[11]，その safeguard clauses（108条3項）から主要な利益を得ていたフランス，イタリアで，1985年末にそれぞれ条項適用の撤廃，適用領域の縮小が行われ[12]，また後述のように資本移動自由化リストの改訂によって共同市場の適切な機能の欠かせないものとして長期商業信用が無制限の自由化の対象になり，さらに1987年2月からは，スペイン，ポルトガル，ギリシャ，アイルランドを除くEC諸国で貿易・サービスに付随する全ての資本取引を自由化することにつき合意を見るなど[13]，この面については大きな進展を見ている。

他方，後者の加盟国金融・資本市場のリンクに必要な資本移動の自由化についてその焦点となったのは，金融証券（financial securities）の取得・発行を含む全取引の自由化である[14]。これは当局の資本市場統合へ向けた積極的な意志の現われであるとともに，近年のヨーロッパにおける資本市場の急成長，市場諸力の展開を背景として出てきたものである。そのことについては後に見るとして，これらの資本移動の自由化の進展を受ける，ないしは促進する形で，85年，86年と二度にわたって先の資本移動自由化リストの大幅な改訂が行われた[15]。表Ⅰは，その結果である。そこで大きく改訂された点は，まずリストDがなくなったことである。これは以前のリストBがリストAに吸収されてしまったことによるものであって，そのことによってリストCがリストBに，リストDがリストCにとって代られた。もともとリストAとBの違いは，前者が公定市場レートで取引される資本移動であり，後者はそれ以外のレートで取引されることが認められている資本移動であったが，実際上の観点から違いがなくなったということでひとつに統合された[16]。二番目には，既に言及

10) Commission of the European Communities, 'Programme for the liberalization of capital movements in the Community' *Documents*, COM(86) 292 final, 1986.

11) *Ibid*, pp. 4-5.

12) Commission of the European Communities, *Bulletin of the European Communities*, No. 6. 1986. p. 17. Point 1. 3. 4. それによると，フランスでは1985年末に居住者による対外直接投資に関して残っていた制限が廃止された。また1986年5月には他の重要な自由化手段がとられたが，それらは；居住者による外国証券取得についての投資通貨協定の廃止，海外への不動産投資やある種の個人的資本移動（贈与，フランス移民の資産の海外送金）についての為替制限の廃止，などである。またイタリアでは，居住者が海外の不動産へ投資する場合（以前は40%），あるいは外国の上場証券を取得する場合（共同体機関の発行するものであれば30%，さもなくば40%）預けなければならない無金利の銀行預金の額を，証券が一年以上保有されるという条件で（さもなくば50%）25%に引き下げた。

13) *THE BANKER*, December, 1986. p. 4.

14) *op. cit.*, pp. 5-7. 及び Commission of the European Communities, *Bulletin of the European Communities*, No. 5. 1986. pp. 13-16.

15) この改訂の詳細は，次のものを参照；Monetary Committee of the European Communities, *op. cit.*, pp. 100-102. Commission of the European Communities, 'Proposal for a COUNCIL DIRECTIVE amending for the third time the first Council Directive for the implementation of Article 67 of the EEC Treaty' *Document*, COM(86) 326 final, 1986. COUNCIL DIRECTIVE of 17 November 1986 amending The First Directive of 11 May 1960 for the implementation of Article 67 of the Treaty (861566/EEC), *Official Journal of the European Communities*, No 1322 p. 22.

16) *Ibid*, pp. 7-8.

表Ⅰ　ECの資本移動リスト　(1986年末現在)

(LIST A)：無条件の自由化義務

Ⅰ．直接投資　純粋に金融的な投資は排除

Ⅱ．直接投資の清算

Ⅲ．資本市場での証券の発行

・加盟国の株式市場で扱われる参加的性質の株式や他の証券

・加盟国市場で扱われる債券

・UCITS（Undertakings for collective investment in transferable securities＝譲渡可能証券への集団的投資事業）のユニットで，Directive 85/611/EECでカバーされているもの

Ⅳ．証券の取引

Ⅴ．不動産への投資

Ⅳ．居住者の参加する商業取引やサービス供給に関連した信用の供与と返済

Ⅶ．個人的資本移動

Ⅷ．保険契約の遂行におけるトランスファー

Ⅸ．保証や他のギャランティーや担保権とそれらと結び付いたトランスファー

・居住者の参加する商業取引やサービス供給に関連した信用に関係するもの

・継続的経済リンクを確立・維持するつもりの長期ローンに関連するもの

Ⅹ．他の資本移動

Ⅺ．契約破棄などの場合の弁済

Ⅻ．著者のローヤリティ，パテントなど

XIII．サービスの供給に必要とされる貨幣のトランスファー

(LIST B)：条件付き自由化義務

Ⅰ．資本市場での証券の発行

・加盟国の株式市場で取引されていない参加的性質の株式や他の証券

・加盟国の株式市場で取引されていない債券

・Directive 85/611/EECによってカバーされていないUCITSのユニット

Ⅱ．居住者の参加しない商業取引やサービスの供給に関連した中長期信用の供与と返済

Ⅲ．商業取引やサービスの供給と関連しない中長期信用やローンの供与と返済

Ⅳ．保証や他のギャランティーや担保権とそれらと結び付いたトランスファー

・居住者の参加しない商業取引やサービスの供給に関連した中長期信用

・商業取引やサービスの供給と関連しない中長期ローン

(LIST C)：自由化義務はない

Ⅰ．財務省証券や金融市場で通常取引される他の証券への短期投資

Ⅱ．当座勘定や預金口座への資金の開設や投資，金融機関との当座・預金勘定での送金やバランスの利用

Ⅲ．居住者の参加しない商業取引やサービスの供給に関連した短期信用の供与や返済

Ⅳ．商業取引やサービスの供給と関連しない短期ローンや信用の供与や返済

Ⅴ．個人的資本移動（ローン）

Ⅵ．保証や他のギャランティーや担保権とそれらと結び付いたトランスファー

・居住者の参加しない商業取引やサービスの供給に関連した短期信用に関連

・商業取引やサービスの供給と関連しない短期ローンや信用に関連

・個人的ローンに関連

Ⅶ．金融資産の物理的輸出入

Ⅷ．他の資本移動

出所　EC Commission, *Documents & Compendium of Commumity Monetary Texts* 1986.

したように，旧リストではCに含まれていた居住者の参加する商業取引やサービス供給に関連した長期商業信用の供与―中期・短期は旧リストではA―がリストAに移行したことで，新たに条件付き自由化の対象から無制限の自由化の対象になった。そして三番目としては，金融証券（financial securities）の取得・発行を含む取引が，少なくとも加盟国で上場されている証券についてはごく一部を除き，ほぼ無制限の自由化の対象であるリストAへ含まれることに

表II　EC諸国に於る資本移動の制限　（1986年10月現在）

項目＼国名（省略記号）	B	D	F	G	GR	IR	I	N	P	S	UK
(LIST A)											
直接投資　非居住者による国内向け*	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×
居住者による海外向け					×	×	×		×	×	
直接投資の清算　非居住者による国内					×						
居住者による海外											
資本市場での証券発行											
国内証券の外国市場での発行					×				×		
外国証券の国内市場での発行	×	×	×		×		×	×	×	×	
証券の売買　非居住者による国内での売買					×	×			×	×	
居住者による海外での売買					×	×	×	×	×	×	
集団的投資証券の売買											
非居住者による国内での売買	×		×				×		×	×	
居住者による海外での売買	×				×	×	×		×	×	
不動産の売買					×					×	
国際商業取引ないし国際サービスの支払いと直接に結び付いた信用					×	×			×		
個人的な資本移動					×	×			×		
生命保険											
保証契約等					×				×		
資本財の物理的移動					×						
非居住者所有の分割されたファンドの譲渡					×						
(LIST B)											
資本市場での証券発行											
国内証券の外国市場での発行		×	×		×		×		×	×	
外国証券の国内市場での発行	×	×	×		×	×	×	×	×	×	
証券の売買　非居住者による国内での売買			×		×	×		×	×	×	
居住者による海外での売買			×		×	×	×	×	×	×	
不動産の売買		×	×		×	×	×		×	×	
国際商業取引ないし国際サービスの支払いと直接に結び付いた信用					×	×	×	×	×	×	
フィナンシャルクレジットとローン		×	×		×	×	×	×	×	×	
個人的な資本移動					×						

注．この表は，OECD, *Code of Liberalisation of Capital Movement,* October 1986に基づいて作成したものであり，リスト項目の分類等については，ECのそれと異なることに注意されたい。
*：航空機，FLAG VESSELSなどごく限られた分野での制限を含む。
B：ベルギー，D：デンマーク，F：フランス，G：西ドイツ，GR：ギリシャ，IR：アイルランド，I：イタリア，N：オランダ，P：ポルトガル，S：スペイン，UK：イギリス

出所　OECD, *Code of Liberalisation of Capital Movement*, October 1986.

なった。そこでとりわけ注目を引くのは，UCITS(＝Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities；譲渡可能証券の集団的投資事業）やユニット信託のユニット取引の制限が大幅に緩和されたことで，それらを含めた株式・債券などの証券の加盟国間での取引が容易になった。また，現在，後に言及する非上場証券の取引の無制限の自由化が検討課題にのぼっている。

こうした資本移動自由化リストの改訂を受け，EC加盟国では資本移動自由化への動きが活発化している。表IIは，EC諸国における資本移動の制限を示すものであるが，既に，西ドイツ，イギリスでは資本移動は，ほぼ完全に自由化されている[17]。それに次いで自由化が進んでいるのは，オランダやデンマーク，ベルギーであり，この面ではECの先進国にもかかわらず遅れていたフランス，イタリアでも，1984年以降相次いで自由化がなされている。またスペイン，ポルトガルについては，1986年から新たにECに加盟したが，スペインについては，先物為替市場など部分的にはほぼフランスやイタリアと同一水準まで自由化が進んでいるものもあり，EC加盟により，より一層弾みをつけた形で対EC向け資本移動の自由化が進んでいる[18]。これら両国は，1990年前後にEMS加入を目指しており，依然多くの留保を残しつつも，今後とも資本移動の自由化は急ピッチで進むものと思われる。他方，ギリシャやアイルランドについては，経済力においてECで一番劣っていることもあって，特に資本流出については厳格な管理がなされている。アイルランドについては，EMS加盟によりむしろ管理が強まった面さえある[19]。しかしながら，域内市場の完成はこれらの国も当然含むものであるから，何らかの形での資本トランスファーと引き換えに漸時資本移動の規制撤廃が進むものと思われる。

以上のように，ここに来てECにおける資本移動の自由化は，当初の予想を上回る勢いで急激に進展している。次章以降では，このような資本移動自由化が，先にみた三つの次元，すなわち金融サービスの共同市場，EMSやECUの強化（＝経済政策の収斂），金融・資本市場の統合のそれぞれに果たす役割についてみることにしたい。

II．資本移動自由化と金融サービスの共同市場

1．金融サービスの自由移動と共同銀行市場

既に見たように，目下進行中の資本移動自由化の第一段階では，財，サービス，人の自由移動などの域内市場の完成に欠かせない資本移動の自由化が，加盟国金融・資本市場のリンクと並んで重要な目標とされている。ところで，それら三要素のうち，サービスについては，消費者信用，保険リース等，いわゆる金融サービスもその中に含まれており[1]，これら金融サービスの自由移動は，資本移動の自由と密接な繋りを持つ。それ故，この面での資本移動自由化については，銀行やその他の金融機関の国境を越えた金融サービス供給の自由化が焦点となる。

17) 西ドイツにおける資本移動の自由化については，拙稿を参照；星野　郁，「EMSと西ドイツの金融政策」『経済論究』67号.

18) *THE BANKER*, June 1986. pp. 6-8. 及び『日本経済新聞』1987年7月2日，p. 7.

19) *Ibid*, p. 8.

1) Commission of the European Communities, 'Completing the internal market' *op. cit.*, pp. 26-29.

それは，後の金融・資本市場の統合とも深く関係する。それはともかく，そのようなクロスボーダーの金融サービス供給の自由は，金融機関が国境を越えて自由にその支店や子会社，代表事務所を設立する権利（the right of establishment）の保障と，その進出先の国で競争相手の金融機関と対等な競争条件の下で営業が行えることの保障の二つからなり，後者は加盟国間での銀行立法を含めた法律面での協調を必要とする[2]。

こうした国境を越えて自由な金融サービスの供給が行える共同銀行市場の創出は，EC発足以来の課題であった。しかし，1960年代には汎ヨーロッパ規模での支店網を備えていたのはアメリカ系銀行だけで，彼らの業務の中心はヨーロッパへ進出したアメリカ系多国籍企業へのユーロ市場を通じたファイナンスであり，ヨーロッパの銀行でそれに匹敵するものはなかった。1970年代の初めには，イギリスのEC加盟などでECの飛躍的発展が望めるとの期待の下に[3]，ヨーロッパの銀行の間で，Europartner（1970），European Banks' International Company S. A. [EBIC]（1970），Associated Banks of Europe [ABECOR]（1974）など，国際銀行協調グループの結成が相次いだが，その後のECの発展が予想を裏切ったことから，これらのヨーロッパ銀行協調グループの活動にその後大きな進展はなく，むしろ70年代中期以降，個別銀行による単独の支店や子会社の設立を通じたユーロ市場への進出が活発化することになる。

他方，資本移動の自由化については，1960年代末から1970年代初めにかけての国際通貨危機による巨額の投機的な短期資本移動によって国内金融市場が破壊的な影響を蒙ったことによって，またEC内部での固定相場を目指した共同フロートも失敗に終ったことから，EC各国では，既に見たように無制限の資本移動自由化義務の対象である資本移動についても，safeguard clauses を盾に厳重な為替管理，銀行の資本取引の規制が行なわれることになり，ユーロ市場の驚異的な発展を尻目に，EC諸国相互間の資本の自由移動には多くの制限があった。いわば各国の市場は，ユーロ市場を媒介として間接的にリンクされる形となっていた。

このように資本移動に厳重な制限があり，EC経済・通貨統合自体が停滞する中で，金融サービスの提供を行なう銀行を始めとする金融機関の他の加盟国への進出が低調であったのも無理はなかった[4]。無論，この分野で全く進展がなかった訳ではない。共同体レベルでは1973年に，銀行や他の金融機関の分野における他の加盟国への支店等の設立の自由に関する制限の撤廃と，そこでのサービス供給の自由を求めた共同体命令（Directive of 28 June 1973）が出された。しかしその金融機関が提供できるサービスは，純粋のサービスないし上場された証券の商業取引などごく狭い範囲に限られるというように大きな限界を持っていた[5]。したがって，資本移動が自由化されない限り，それにかかわる金融サービスの供給もまた制限される訳で，それが他の加盟国への銀行の進出の足かせとなった。それ

2) Paolo Clarotii, 'Progress and Future Development of Establishment and Services in the EC in relation to Banking' *Journal of Common Market Studies*. Volume XXII, No. 3. March 1984. p. 199.
3) Engelbert Dicken, 'Gemeinschaftliche Bankenwirtschaftspolitik' Uwe Blaurock (Hrsg.) *Das Bankwesen im Gemeinsamen Markt*, Nomos Verlagsgesellschaft 1981. p. 80.
4) Paolo Clarotii, *op.cit.*, p. 207.
5) *Ibid*, p. 206.

はまた規制のないユーロ市場への進出に拍車をかけることになり，それが先の金融統合に関するEC委員会の報告書の四番目にあったような事態を招く結果となったとも言える。

それゆえ，域内市場の確立に必要な金融サービスの自由化のためには，それと関連する資本移動―この場合銀行を始めとする金融機関の自由移動―も自由化される必要があったわけである。

2. 共同銀行市場創出の前提条件

もっとも，1960年代の終わりから1970年代初めにかけての資本移動の制限が厳重になった経緯から考えて，果たしてそのような制限の撤廃が以前のように国際収支や国内金融市場に混乱をもたらす恐れがないのかどうか，といった問題は依然未解決のままである。他方，前節で記した1973年の共同体命令の意義については，単なる設立の自由，サービス供給の自由についての差別的制限の撤廃が，金融機関にとって真の共同市場をもたらすのに十分でないだろうことは最初から明らかであった[6]。そのためには一方で資本移動の自由化が投機的資本移動の跳梁を許すことにならないように資本移動についての監視体制を整えるとともに他方で，各国においてそれら金融機関の競争条件の実質的な平等を図るため，各国間での銀行立法など管理規準の調和が必要となった。すなわち，居住移転の自由を以って努められるヨーロッパの金融機関の間での競争の強化は，統一的な銀行立法により，個々の国で履行されている管理規準も同化させられて初めて，その完全な影響を銀行制度の調和に及ぼすことができる[7]，という訳である。

この面でのその後の注目すべき成果は，1977年に出された共同体命令（First Banking Coordination Directive in the field of banking）である[8]。これは，金融機関の営業店舗設立と，その業務に関する法律および管理条項についての加盟国での調和を求めたものであり，最初に対象となる金融機関の定義について述べた後，それらの金融機関が他の加盟国で営業を始めるにあたって得るべき認可条件の標準化を規定している。その条件とは，金融機関がその所有者あるいは管理者の資本と異なった別の自己資本を持たねばならないこと，さらにそれとは別に十分な最低限の自己資本（own funds）を持たねばならないこと，経営は十分素晴らしい名声をもつ経験豊かな最低二人の人間によってなされねばならないこと，また予定している業務のタイプや組織について記載した経営プログラムの提出等であった。こうして1977年の共同体命令は管理規準の調和に向け一歩踏み込んだ内容となったが，それにもかかわらず，認可条件にある自己資本について，何が十分な自己資本であるのかや，自己資本そのものの定義，また素晴らしい名声や十分な経験の評価等，については個々の加盟国の判断に委ねられており，さらに“economic needs”と呼ばれる規準によって，金融機関が新しく進出を望んでいる地域に既に十分なサービスを提供しうる数の金融機関が存在

6) *Ibid*, p. 200.

7) Wolf-Dieter Klingelhöfer, *Grundlagen einer rationalen Kreditpolitik in der Europäishen Gemeinschaft*, DUNCKER & HUMBLOT/BERLIN, 1978. p. 89.

8) 以下の説明は，Paolo Clarotii の前掲論文，J. Welch, (ed.) *The Regulation of Banks in the Member States of the EEC*, Martinus Nijhoff Publishers, 1981. Eberhard Schwark, 'Die Liberalisierung der nationalen Banktätigkeiten und die Schaffung eines einheitlichen Bankenaufsichtsrehts' Uwe Blaurock (Hrsg.) *op.cit.*, による。

する場合に，それを理由に進出認可を与えることを拒否できる権利も認められていた。もっとも，このイタリアやフランス，ギリシャに存在する“economic needs”規準は，それを理由に事実上金融機関の自由な進出を妨げる手段となりかねないため，その発動には制限が課されていた[9]。

これら金融機関の新たな営業店舗設立に関する認可条件についての規定と並んで，金融機関による実際の業務の展開について，1977年の共同体命令には，今後委員会により発展させようとされている原理の一端を含んだ規定があった。それは，“Home country control”と呼ばれるもので，金融機関の本店が置かれた国の監督当局が他の国で活動している自国金融機関の全般的管理を行なうというものであり，そうした母国管理主義の確立に向け，1977年の共同体命令第七条では，支店につきその支払い能力（solvency）と，流動性（liquidity）の管理を容易にするために，関係当局の間で強制的な情報交換をするよう規定していた[10]。

そして，こうした課題を受け継ぐ形で1979年には，Banking Advisory Committee が誕生し，各国間での管理規準の調和を具体的に推し進める手段として，金融機関の業務内容を把握する監督比率（observation ratios）の精緻化に向けた努力が精力的に開始されている。その監督比率には，支払い能力比率（solvency ratios）や流動性比率（liquidity ratios），利益性比率（profitablity ratios）などがある。このうち支払い能力比率（solvency ratios）については，まだ試験的なものとされているが，ある程度明確になっており，Banking Advisory Committee の説明によれば四つの比率よりなり，それらは，risk assets ratio，gearing ratio，fixed assets ratio，large exposure ratio，である。それらは各々加盟国の管理当局によって六ヵ月毎に計算され，Banking Advisory Committee に送られて，それに基づいて Banking Advisory Committee には，委員会（Commission）にいろいろな国で現実に適用されている支払い能力係数を調和させるための提言を行なう資格が与えられている。ところで，支払い能力に関するそれら四つの比率の計算にあたってはいずれも自己資本がニュメレールとして用いられていたが，その自己資本そのものの定義については先の1977年の共同体命令にあったように必ずしも加盟国の間で統一的な規準があったわけではなかった。それは加盟国間での統一的な監督の上で欠くことのできない条件である。他方，金融機関にとっても自己資本は，損失の吸収，預金者や顧客に対する安全性の保障，信頼の確保に決定的な役割を持っているのであり，したがってその明確で統一された定義は，他の加盟国で業務を行なおうとするそれら金融機関自身にとっても好ましい事と言える。それら自己資本の定義の明確化・統一化については，EC に限らず，BIS や Cooke 委員会などでも進められており，さらに

9) そのような規準の適用は，貯蓄の保護，銀行制度のより高い生産性，いろいろな銀行網の間の競争のより大きな統一性，人口と経済活動に関するより広い領域の銀行サービスなどを促進する目的で，前もって決められた標準―それは委員会に報告義務がある―に従ってなされねばならない。

10) こうした関係当局間の情報交換に関しては，既に1964年5月に EEC 諸国の中央銀行間の協力についての理事会決定，また1971年3月にはその強化についての理事会決定が出されており，通貨委員会（der Währungsausschuß）や，中央銀行総裁会議（der Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken）および EMCF（欧州通貨協力基金）を通じて EC 各国の経済・通貨政策について幅広い情報交換や討議を行なう制度的基盤が既に確立している。Leonhard Gleske, 'Die Zusammenarbeit der Notenbanken in Europa' Hugo J. Hahn (Hrsg.) *Integration und Kooperation im Europäischen Währungswesen*, Nomos Verlagsgesellschaft, 1980.

それと併せて，ECでは金融機関の年勘定(annual accounts)と，海外支店および子会社との連結勘定(consolidated accounts)の調和が計られている[11]。

以上のように共同銀行市場創出に向けて，その制度的基盤となる各種管理規準の調和が進行中であり，それはECにおける共同銀行市場形成—さらには域内市場—のための前提条件である。こうした手続きの調和によって初めて，EC各国の銀行を初めとする金融機関がECのどの国においても対等の条件ともとに合理的な競争ができる基盤が生まれる。少なくとも，現在ではEC諸国間については他の加盟国からの金融機関の支店などの設立—それは直接投資に分類

表III ECにおける国内の銀行によって営まれる多国籍ビジネスの情報についての母国の監督者のアクセス

母国	カバーされる海外事業所	提出される情報
ベルギー	B	毎月の連結データ
デンマーク	B＋S	
フランス	B＋S＋A	連結勘定：CD; MD; LL; DUC
西ドイツ	B; S(W)(*)	支店については連結収益：CD; DUC; ECP; LL
ギリシャ		
アイルランド	B＋S＋A	
イタリア	B＋S	連結収益：currency exposureについての四半期毎報告; 外国の支店と親銀行の間の取引についての年ごとの情報
ルクセンブルグ	B	FCPとDUCは毎月；MとLLは四半期毎
オランダ	B＋S＋A	世界規模の連結収益とLL
ポルトガル	B	連結年報：対外活動と親銀行と間の操作について四半期毎の情報
スペイン	B	CD; M; FCP
イギリス	B＋S＋A	世界規模の連結収益：CD; MC; DUC

注．B：支店，S(W)：完全所有の子会社　S：完全所有と多数所有の子会社　A：親銀行が実効的管理を行使する支部
(*)：紳士協定
CD：国ごとの割り当て
M：満期分割(maturity distribution)(MC：債券の満期のみ)
FCP：外貨ポジション
LL：大額融資
DUC：未使用のコミットメントについての詳細
出所　OECD, *The Internationalisation of Banking* 1983.

11)　この面でバランスシートや利潤，損失勘定についての詳細な規定を定めた理事会命令が1986年12月に出された。"COUNCIL DIRECTIVE of 8 December 1986 on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions (86/635/EEC)" *Official Journal of the European Communities*, No.L 372, 31. 12. 86. p. 1.

されるが一についての規制は，先の“economic needs”規準により一部制限の可能性があるものの，また完全自由化への移行期間として猶予が与えられてはいるものの，ほぼ撤廃されており，後は管理規準面での統一による実質的競争条件の均等化を待つことになる。しかしながらそのような自由化の推進は，同時に，ECでの銀行を初めとする金融機関の競争の激化の過程でもある。本稿では，資本移動の自由化がもたらす帰結についてまでは触れることはできないが，現在完全な自由化まで猶予を与えられているスペイン，ポルトガル[12]などのEC後進国の銀行はもとより，既に銀行過剰の状況にあるとされるオランダ[13]，ベルギー[14]といったECの先進国の銀行にとっても，その自由化はシビアな問題であることは間違いない。この点については，最後にまた触れることにする。

12) 域内市場完成の年とされる1992年まで（延長の可能性もある）完全な競争についての猶予期間が与えられており，支店数の制限(最高3つまで)，銀行の参加（participation）への制限，差別的最低資本必要条件の賦課，さらには外銀のアクセスは小売り銀行市場に限られるなどの制限がある。これらは，1992年には撤廃される予定であり，それに備えて人員の削減，負債・経費の削減などの合理化，銀行間での再編成が行なわれている。'Spanish banks gear up for EEC entory' & 'Waiting game for Portuguese banks' *THE BANKER*, October 1985. 'Winds of change in Spain' & 'Greater risks for foreign banks' *THE BANKER*, April 1987.

13) 「オランダ金融市場の自由化は，既に銀行過剰な市場での拡大する競争の見通しに直面している銀行家から複雑な反応を引き出した。」'Amsterdam markets open up' *THE BANKER*, February 1986. p. 15.

14) バンカー紙が二年半前に調査したところによれば，ベルギーの銀行制度は極端に競争的であり，国内銀行は拡張のために海外を睨む必要があること，そして状況は今も変わっていないこと。むしろ経済の停滞による信用需要の低迷でより厳しい状況にある。'More competition for Belgian banks' *THE BANKER*, September 1986. p. 111.

III. 資本移動の自由化とEMSの強化

資本移動の自由化とEMSとの関係については，『金融統合』に関する委員会の報告書の一番目に指摘されていたように，現在EMSの成功によって達成されている経済政策の安定・収斂をさらに強化するため，EMSの固定レート維持義務によって課される制約を国内および対外経済政策（国際収支）調整の客観的指標として生かすために，その指標たる為替相場が十分な客観的ファンダメンタルズの反映として役立つように，資本移動を自由化(＝為替管理の撤廃)を求めるというものであり，それはECU管理指標の機能の改善の要請とも結び付いている。

このようにEMSとの関連で資本移動の自由化が求められるのは，EMSの安定が各国の経済政策の収斂の結果として達成されたとはいえ，それが西ドイツのように完全な資本移動が自由化された国と[1]，資本移動に制限がある国の間ではその影響が同じでないことから，この面で経済政策の収斂をより実質的に進める上でそのような資本フローの歪みを正すことが必要とされるというものである[2]。そしてこうした面で進展が見られる背景には，先の報告書にもあったように，EMSおよびそれ以前の経験により，為替管理を中心とする資本移動の人為的規制が，いわゆる基礎的不均衡を原因とする巨額の投機的資本移動に対してはほとんど効果がないこと，

1) 西ドイツの資本移動自由化については次のものが詳しい；Bundesbank, 'Freedom of Germany's capital transactions with foreign countries' *Monthly Report*, July, 1985.

2) Commission of the European Communities, 'Five years of monetary cooperation in the Europe, *Documents*, COM(84) 125 final 1984. pp. 4-5.

表Ⅳ　EC諸国での連結勘定に基づく監督

国　　名	Solvency	Liquidity	Risk concentration	Currency exposure
ベルギー	○	(b)	○	(b)
デンマーク	○	○ (a)	○	○ (a)
フランス	○	—	○	—
西ドイツ*	(a)	—	(a)	(b)
ギリシャ				
アイルランド	○	○	—	—
イタリア	(b)	—	—	—
ルクセンブルグ**	○	○	○	○
オランダ	○	—	○	○
ポルトガル	—	—	—	—
スペイン	(b)	(b)	(b)	(b)
イギリス	○	—	○	***

注．○：行われている
(a)：法律上の提案
(b)：考慮中
*：西ドイツでは，西独銀行の海外支店は完全に連結された基礎の上で監督される。海外子会社に関しては，連結収益に基づく監督が限度を持って（すなわち紳士協定に基づくsolvency, risk concentration）適用される。
**：支店のみ
***：currency exposureの監督としての部分的連結が，イギリスに登記されている銀行の海外支店に拡大される。しかし子会社はそうではない。
出所　OECD, *The Internationalisation of Banking* 1983.

またフランスなどに典型的に見られたように，他の主要な（典型的には西ドイツ）EECの貿易相手国のそれと異なった経済政策の追求によって引き起こされた循環的な政策の乖離（景気刺激策）が，結局のところ経常収支の著しい悪化を招き，それが為替切り下げ圧力に繋り，それがまたインフレ悪化を招くという悪循環に陥るのが明らかとなり[3]，それらの国ではそれに懲りて，安定指向の西ドイツのそれに合わせる形で収斂させるよう経済政策を調整するようになったことが指摘できる[4]。

このようにEC諸国で為替レートが経済政策の運営の上で主要な位置を占める背景には，その高い貿易依存度，その開放性から来る対外的な通貨・金融フローに対する高度の過敏性がある。とりわけ，オランダやベルギーなどのベネルックス諸国は，その著しい西ドイツ経済への依存から，伝統的に対DM為替レートを睨んで国内経済政策の運営を行ない，国内金融市場金利の調整，外為市場介入，そして時には為替管理を行なってきたし[5]，またアイルランドは，対ポンド為替レートの維持に同様のことを行なっ

3) OECD, *Exchange Rate Management and the Conduct of Monetary Policy*, p. 59.
4) この点については，拙稿「EMSと西ドイツの金融政策」経済論究67号．参照．
5) OECD, *op. cit.*,

表V　EC諸国における主要な政策プランニング指標　(1985年現在)

国名＼項目	マネタリーベース	貨幣 狭義	貨幣 広義	為替レート (or 準備)	信用 総	信用 国内	信用 銀行	金利
ベルギ／ルクセ				+		0		
デンマーク				+		0		
フランス			+(1977−)	+		0		0
西ドイツ			+(1974−)					
ギリシャ			+	0	+			
アイルランド				+		0		
イタリア				0	0			
オランダ			0	+				
ポルトガル				+		0		0
スペイン			+(1973−)	0		0		0
イギリス		+(1981−)*	+(1976−)	0				0**

注．本表は政策プランニングに使われる主要な物価や諸量を表わしたものであり，通貨当局によって行使される手段を表わしたものではない。+：第一義的役割，0：二次的役割，与えられたデータは，新たなプランニング指標が導入される以前において，非公式に試みられる傾向故にその限りでのみ示唆的。
*：1984年以来ベースマネーで尺度されたものとして．
**：実質レート，イギリスでは1981年以来名目金利と実質金利の両方．

出所　OECD, *Banking & Monetary Policy* 1985.

てきた。そしてこれに，フランス，イタリアが加わることになった。

表Vからもわかるように，EC諸国の経済政策運営の上で，為替レート（or 外為準備）は，西ドイツを除いたすべての国で，最も重要ないしは二番目に重要な政策指標となっている。このうち，為替レートが二次的政策指標として使われているスペイン，ポルトガル，ギリシャ，イギリスといった諸国は，現在まだEMSの為替レートメカニズムに参加していないこと，またイタリアは他のEC諸国より広い為替レート変動幅を持っていることを考えれば，それらの諸国のEMS完全参加[6]によってさらに為替レートの政策指標としての役割が強まることは十分予想されることである。

こうした為替レートの安定重視の政策の結果として，近年EMSがその安定の度を強め，それによって為替管理を撤廃し，より実質的な経済政策の収斂へ向けた前進が可能になったという訳である。表VIに示されるように，EMS参加国については，EMS発足時に比べてほとんどの国で経常収支の回復が見られる。またEMSに参加していないスペイン，ポルトガルでもEC加盟に向けた段階的開放政策の結果としての経済体質改善の結果，経常収支の著しい改善を見ている。

無論，為替レートは経済政策の収斂のための単なる指標であって，経済政策の収斂のためには，加盟国の間で様々な領域での政策の調和を

6)　スペインについては1989年，ポルトガルについては1992年にそれぞれEMSへの加盟が予定されている。またイギリスの加盟もそう遠くないとされている。

表Ⅵ　EC諸国の国際収支（経常収支）　(% of GDP)

国名＼年度	1971−1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
ベルギー／ルクセンブ	0.6	− 3.2	− 2.0	0.5	1.1	1.9	3.2
デンマーク	− 2.9	− 3.0	− 4.1	− 2.2	− 3.2	− 3.4	− 2.7
フランス	− 0.4	− 1.4	− 3.0	− 1.7	− 0.7	− 0.5	0.3
西ドイツ	0.6	− 0.8	0.6	0.7	1.0	2.1	2.0
ギリシャ	− 2.2	− 0.2	− 3.9	− 4.7	− 4.0	− 5.2	− 4.1
アイルランド	− 6.4	−15.1	−10.9	− 6.3	− 5.1	− 3.3	− 2.0
イタリア	− 0.2	− 2.3	− 1.6	0.2	− 0.9	− 1.7	− 1.1
オランダ	1.2	2.1	2.8	2.9	4.1	4.5	4.5
ポルトガル	−15.3*	−19.0	−19.6	−12.5	− 7.8		
スペイン		− 5.1	− 5.2	− 4.5	− 1.3	− 1.1	
イギリス	− 0.6	2.7	1.7	1.1	0.3	1.1	0.9

注．*：1980年の数字
出所：*European Economy*. ポルトガル，スペインについては OECD *National Accounts* より作成

必要とする。為替相場に関連した政策に限ってみても，為替管理（資本移動の自由化）に加えて，為替レートに大きな影響を与える金融市場金利の調整，為替相場への公的介入，それと結び付いた公的当局による為替介入／安定資金（為替平衡基金）の対外借り入れなど，多くの分野での政策協調を必要とする。またECU利用の推進も重要なテーマである[7]。本稿では，それらの内容に立ち入って見る余裕はないが，そうした資本移動の自由化に関連した各種経済政策の調和が，EMSのさらなる強化のために欠くことのできない条件であり，それがまた逆に資本移動自由化を進展させるための条件でもある。前章で見たように，銀行を始めとする金融機関の管理規準の調和も，資本移動自由化促進のためのそうした政策協調の一環をなしており，そうした管理規準の調和は，資本移動の自由化を促進するとともに，資本移動の自由化による通貨・金融フローの自由移動の下で，金融政策の介入に際してそれら各国の金融機関の反応の相違を解消し，各国に均一な影響を及ぼすことを可能にすることによって金融政策の効率を高めることに貢献するであろう[8]。

以上のように，EMSの強化のための資本移動の自由化は，加盟国のEMS，為替相場を重視した経済政策の収斂と，前章でみたその為替相場形成に重要な役割を果たす銀行始め金融機関の管理規準の調和という，為替・通貨安定のための前提条件の形成を基礎として進められているのである。これが，資本取引に関する管理規制を全て撤廃することを指すいわゆる“自由化”

7) Commission of the European Communities, *op. cit.*, pp. 10-17. および，Commission of the European Communities, 'Communication from the COMMISSION to THE COUNCIL on developing the European Monetary System and draft Council resolution' *Documents*, COM(84) 678 final. 1984.

8) Wolf-Dieter Klingelhöfer, *op.cit.*, pp. 89-90.

とは異なる，ECにおける資本移動自由化の一側面をなしている。

Ⅵ．資本移動の自由化と金融・資本市場の統合

1．金融・資本市場の統合の目的

金融・資本市場の統合は，域内市場の完成に必要な金融サービスの自由化と並んで，ECにおいて現在進行している資本移動自由化の第一段階における主要目的である。このうち金融市場の統合については，共同銀行市場の創設に関連して第二章で言及したが，EC諸国間での短期金融市場のリンクといった問題は，一部の国を除き，まだ自由化の段階に達していない。したがって，本章では資本市場の統合を中心に見ていくことにしたい。資本市場の統合，ヨーロッパ資本市場の構築は，経済・通貨同盟創出の前提である[1]。そのようなヨーロッパ資本市場の果たす役割については，古くは1966年に出されたセグレ報告の中では，そのような資本市場は，(1) 共同体の貯蓄を増加させる。(2) 各国市場での人為的規制による競争上の歪みを是正する。(3) 共同体規模での最適資金利用が可能となる。(4) 必要な反景気循環政策を加速化することによって総貨幣需要の管理を助けるものとされ，資本フローの自由化が異なった国民的金融・資本市場の統合の前提条件とされた[2]。

またECの金融・通貨政策研究の専門家であるP. COFFEYによれば，現在の時点ではそのうち (1) と (4) については必ずしも同意できなくなったとしながら，新たに幾つかの機能を付け加える。それらは次のようなものである。(1)資金の供給においてより大きな透明度をもたらし，それゆえ効率を改善する。2)資本市場統合を受け入れる前提条件として幾つかの共同体諸国は，共同体地域計画やより寛大な地域ファンド，さらには共同体地域投資銀行にさえ益々固執するようになるであろうから，それら地域のニーズを助成する。(3) 既存のサービスや伝統のより大きな利用を通じてあるセンターにおける特化を奨励する。(4) 資本市場でのEECの借り入れについての共同体の管理を増大させる。(5)非共同体市場でのEECの借り入れの必要を減らす。(6) 共同市場での黒字国と赤字国の間での国際収支の剰余の利用と移動を容易にする，以上であった[3]。

ヨーロッパ統一資本市場は，こうした経済・通貨統合に欠かせない役割を果たすものと期待されていたが，その進展は容易ではなかった。資本市場は，通常株式市場と債券市場（公社債市場）で構成されている。大陸ヨーロッパでは，その歴史的理由および構造的理由から，兼営銀行制度をとる西ドイツを典型として，一般に銀行が金融のみならず経済活動全般にわたって支配的な影響力を行使してきた。それで，企業，個人，国家のいずれにおいても銀行のファイナンスに依存するところが大きかった[4]。この傾向は現在も基本的に続いている。銀行のファイナンスは，多くがローンないし債券保有，ある

1) Commission of the European Communities, '*The Development of an European Capital Market*', (Segre Report) 1966. Council/Commission of the European Communities, *Interim Report on the Establishment by Stages of Economic and Monetary Union*', (Werner Report) 1970.

2) *Ibid*,

3) Peter Coffey (editor), '*Main Economic Policy Areas of the EEC*', Martinus Nijihoff Publishers, 1983. pp. 151-152.

4) European Communities, Monetary Committee, '*Monetary Policy in the countries of the European Economic Community—institutions and instruments—*', 1972.

いは債務証書貸し付けの形をとり，銀行の株式保有については，幾つかの国（イタリア，オランダ，デンマークなど）で，銀行による企業株式の保有に制限があることを考慮しても，極めて低い水準にある[5]。こうしたことを反映して，1970年代にはいっても長らくヨーロッパ各国の資本市場は，その国民経済の規模に比べて著しく未発達に留まっていた[6]。実際，資本市場で証券を発行するよりも銀行からより有利な低コストで資金の調達ができるという状況で，企業は何も資本市場に頼る必要はなかったと言える[7]。

ところが，そうした状況がヨーロッパ経済の停滞を招く結果となる。既に見たように各国の資本市場は，資本移動の制限によって分断され，その規模自体極めて小さい一方，銀行のファイナンスにおいては，後にみるように国家ないし公営企業を含む公共機関が各種優遇措置によって特権的な地位を占め，民間企業―ヨーロッパの大企業には公営企業が多く，彼らは政府の手厚い保護に守られている一方で，多くの中小企業は民間企業である―には，これらと対等に競争しうる力はなかった[8]。こうした中小民間企業は，いわゆるベンチャー企業としてハイテク技術開発の裾野をなす重要な役割を演じる存在であるにもかかわらず，これらを育成する政策は長く顧みられることがなかった。またユーロ市場の存在にもかかわらず，これら中小民間企業によるユーロ市場での資金調達の道は閉ざされていた。

資本市場の統合は，こうした状況を打破することを意図し，第一章で見たように，EC各国間での証券の発行・取得に関する全ての規制を撤廃し，各国資本市場の統合を図ろうというのである。そして注目すべきは，こうした資本統合へ向けた動きが，官製の上からの押し付けによるものではなく，市場の要請を反映していることである。すなわち，ヨーロッパ各国の資本市場（株式市場）は長らく低迷していたが，80年代に入ってその様相を一変する。その中核となっているのが，先程来言及しているベンチャー企業の発展の上で重要な非上場証券市場の急速な発展である。非上場証券市場は，1970年代後半にアメリカにおいてIC産業に代表されるベンチャー企業の育成に大きな役割を果たしたが，ヨーロッパでは，これに目を付けたイタリアによって最初に導入されたが，イタリアでは各種政府の規制があってあまりうまく行かずに，その次に，1980年より導入されたイギリスで飛躍的な発展を遂げた。そしてその成功に刺激され，オランダ，フランスでも相次いで導入され，いずれも著しい成功を収めている。このうちイギリスでは，1986年現在までに，330社，市場資本総額35億£（ポンド）もの規模に達している[9]。表Ⅶに示されているように，1980年代に入ってヨーロッパの株式市場は飛躍的な拡大を見せている。1980年から1986年の間の六年間に，イギリス，オランダ，フランスでそれぞれ，7.5倍，6.6倍，6.5倍と，とりわけ80年代の中期にかけて著しい伸びを見せている。そしてこうしたヨーロッパでの非上場証券市場の拡大

5) Herwig Langohr and Anthony M. Santomero, 'The Extent of Equity Investment by European Banks', *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 17, No. 2, 1985.

6) European Communities, Monetary Committee, *op. cit.*,

7) Alan Butt Philip, 'The integration of financial markets in Western Europe' *Journal of Common Market Studies*, Vol. XVI, No. 4, June 1978. pp. 303-305.

8) Robert Winder, 'The capitalization of Europe' *EUROMONEY*, August 1986. p. 109.

9) *Ibid*, p. 114.

表Ⅶ　EC諸国の証券発行（株式）　（単位：百万）

国名＼年度	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
ベルギー	47,300	54,300	−	−	−	−	−
デンマーク	9,735	−	−	−	−	−	−
フランス	21,080	31,210	33,690	49,650	59,160	84,290	137,820
西ドイツ	6,948	5,516	5,921	7,271	6,278	11,009	16,394
ギリシャ	7,146	1,199	1,130	1,664	2,595	2,267	−
アイルランド	−	−	−	−	−	−	−
イタリア	4,133,000	8,812,000	6,892,000	12,534,000	11,784,000	14,977,000	−
ルクセンブルグ	417	373	506	512	559	−	−
オランダ	369	421	93	1,090	1,167	2,428	
ポルトガル	−	172,211	−	−	−	−	−
スペイン	146,900	176,300	186,700	217,900	322,400	431,700	−
イギリス	955	1,889	1,085	2,450	1,631	4,439	7,188

注．数字はいずれもグロスで各国通貨建表示．〔ベルギー：ベルギーフラン，デンマーク：クローネ，西ドイツ：DM，ギリシャ：ドラクマ，フランス：フランスフラン，アイルランド：ー，イタリア：リア，ルクセンブルグ：ベルギーフラン，オランダ：ギルダー，イギリス：ポンド，ポルトガル：エスクード，スペイン：ペセタ〕

出所　OECD, *Financial Statistics.*

を受け，その証券の発行者であるベンチャー企業の側からは，安定的な資本調達のための投資基盤を広げるため，ECU建でこれら非上場証券のヨーロッパ規模での取引ができるよう求める声が挙がっている[10]。資本市場統合は，まさにこうした市場の要請に添ったものであり，ECはそうしたハイテク技術開発を担うベンチャー資本の育成を通じて経済の活性化を計ろうとしているのである[11]。

2.　資本市場と財政政策

以上のように，近年ヨーロッパでは株式市場が急速な発展を示しているが，それにもかかわらず，その規模からいっても債券市場の動向が資本市場統合の上で鍵となる。表Ⅷは，EC諸国での債券発行の推移を表わしたものであるが，表Ⅶと比べると，株式市場が急速に発展しているイギリスでさえ，その規模は債券市場の半分にも満たない。西ドイツに至っては，一割以下である。そうしたことから，当面の資本市場統合にとっては，債券市場の動向が焦点となる。

ところで，債券市場がヨーロッパで急速に拡大したのはそれ程以前ではない。冒頭でも述べたように，ヨーロッパ諸国は，1970年代の終りから1980年代の初めにかけて，とりわけ第二次石油危機によって深刻な不況に見舞われた。それでそのような状況を打開すべく最初にとられた政策は，積極的な公共投資による景気刺激策であった。これは西ドイツなど，アメリカに世

10)　*Ibid*, p. 119.

11)　Commission of the European Communities, 'An industrial strategy for Europe, *European File*, No. 4. 1986.

表Ⅷ　EC諸国の証券発行（債券）　（単位：百万）

国名＼年度	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
ベルギー	743,900 (366,000)	748,700 (382,600)	890,300 (405,900)	1,153,700 (651,900)	1,141,100 (597,400	… …	… …
デンマーク	92,739 (47,189)	105,272 (67,392)	136,098 (91,639)	183,851 (117,481)	195,750 (117,902)	208,357 (106,555)	168,385 (61,009)
フランス	111,670 *(43,210)	106,850 (27,860)	154,710 (45,900)	193,680 (62,460)	241,580 (99,650)	304,190 (113,460)	329,810 (157,450)
西ドイツ	136,667 (27,764)	185,075 (31,112)	210,978 (47,720)	225,421 (47,654)	226,777 (51,389)	260,224 (63,161)	256,405 (81,363)
ギリシャ	13,892 (0)	17,440 (0)	30,420 (0)	57,907 (0)	101,068 (0)	151,244 (0)	… …
アイルランド	… …	… …	… …	… …	… …	… …	… …
イタリア	24,872,000 (14,359,000)	34,014,000 (20,345,000)	72,937,000 (57,569,000)	110,181,000 (94,419,000)	133,502,000 (120,012,000)	151,307,000 (134,547,000)	… …
ルクセンブルグ	9,060 (750)	9,865 (2,500)	12,600 (2,500)	14,350 (3,000)	14,700 (2,000)	… …	… …
オランダ	14,414 (7,665)	16,690 (11,619)	25,947 (18,895)	31,617 (23,962)	34,181 (25,453)	32,085 (21,118)	… …
ポルトガル	… …	172,211 *(167,024)	… …	… …	… …	… …	… …
スペイン	382,200 (155,600)	514,300 (212,700)	904,100 (410,800)	840,100 (284,500)	1,313,500 (455,400)	1,584,100 (605,700)	3,578,600 (2,281,300)
イギリス	16,154 (15,798)	14,155 (13,527)	12,538 (11,453)	16,939 (15,636)	16,112 (14,789)	17,171 (15,543)	15,399 (13,431)

注．数字はいずれもグロスで，単位は各国通貨建．〔ベルギー：ベルギーフラン，デンマーク：クローネ，西ドイツ：DM，ギリシャ：ドラクマ，フランス：フランスフラン，アイルランド：－，イタリア：リラ，ルクセンブルグ：ベルギーフラン，オランダ：ギルダー，イギリス：ポンド，ポルトガル：エスクード，スペイン：ペセタ〕
（　）内は公的機関〔中央政府，州及び地方政府，公営企業〕による債券発行．
*：公営企業を含まない．
出所　OECD, *Financial Statistics.*

界景気浮揚の機関車としての役割を求められたような国もあったが，そうした過程で生じたのが巨額の財政赤字（および国際収支の赤字）であった（表Ⅸ参照。）。そうした状況で，国家や地方政府は，従来の銀行ファイナンスに加え，資本市場での資金調達への乗り出すこととなり，それが公債市場の急速な拡大をもたらすこととなった。表Ⅷからもわかるように，ヨーロッパ各国において債券市場における公的機関の地位には圧倒的なものがある。とりわけ著しいのが，イギリス，イタリアで，債券発行のほとんど九割を公的機関が占めており，その他の国でも，スペイン，ポルトガル，オランダ，ベルギーなど，いずれも五割以上を公的機関が占める。こ

れら公的機関の債券発行には，表Xにあるように税制面その他での数々の優遇措置があるのに加えて，表XIに見られるように政府が公然と公債発行市場，および流通市場に介入する[12]。このように債券市場では，西ドイツをほとんど唯一の例外として公的機関が特権的地位を得ており，こうした債券市場で公的機関に次いで大きなシェアを占める金融機関（その中心は銀行）もその調達資金の多くを債務証書引受けのような形で公的機関に貸し付けることを考えれば，その地位は独占的なものであると云えよう。したがって，それらの市場では，事実上民間の資金調達を排除するクラウディングアウトの状態にあると云える。

他方でそのような巨額の財政赤字は，ハイパワードマネーの供給増加を通じて大きなインフレ圧力をもたらし，通貨・為替の動揺を強引き起こす原因ともなった。その後，EMSによる安定を通じてもたらされた穏やかな景気回復や国際収支の改善の中で，表IXに見られるように，西ドイツ，ベルギー，デンマークなどでは財政赤字の急速な改善が見られるものの，多くの国ではあまり改善を見せていない。こうしたEC諸国の資本市場に於る公的機関の特権的地位を利用した独占的資金調達，その結果としての民間企業による生産的投資資金調達の排除（クラウディングアウト），さらに各種資本移動規制による各国資本市場の分断といった状況が，資本市場の統合の，さらには共同体での経済活性化の妨げとなっているのは言うまでもない。したがって，資本市場の統合のためには，クラウディングアウトの原因になっている各国の財政赤字の縮小と，公的機関の資本調達への優遇措置の是正一但し，統合された資本市場は，P. COFFEYの指摘の（2）にあったように，後進地域経済開発のための公的機関による資本調達においては重要な役割を演じなければならない一，各国当局の資本市場への人為的介入の抑制等，先の為替・金融政策での協調と併せて財政政策の分野でも協調が必要とされている。

3. 資本市場統合の制度的条件

資本市場統合のためには，前節で見た具体的な経済政策の場での協調と並んで，幾つかの制度面での統一を必要とする。これは既に見た共同銀行市場の形成においてもそうであったが，資本市場の統合も，資本移動を制限している規

12) P. Coffey は資本市場への政府の介入について五つの項目に照らして調査を行なった。以下は，その項目と調査結果である。その結果からも明らかなように，EC諸国では政府による多くの資本市場への介入が行なわれていると云える。

資本市場への政府の影響

各国別の政府の市場への影響度を次の五つの項目に照らして測定.

（I）ボンド市場での公的介入？

（II）(through) 短期ボンド価格を安定させるための介入？

（III）(through) 収益曲線のカーブ／ポジションへの影響

（IV）(through) 公的部門借り入れへ優先権付与？

（V）(through) 国内借り入れに優先付与？

付表A

国名＼項目	I	II	III	IV	V
ベルギ／ルクセ	○	○	○	△	×
デンマーク	○	×	△	△	△
フランス	△	○	△	○	−
西ドイツ	○	×	×	×	△
アイルランド	○	○	○	△	△
イタリア	○	○	○	△	△
オランダ	○	×	×	○	△
イギリス	○	○	○	×	×

㊟ ○＝公式に存在する
△＝公式上はないが事実上存在する
×＝全くなし

出所 P. Coffey, *The European Monetary System, Past, Present and Future*, Martinus Nijhoff Publishers 1984. pp. 53-59 より作成。

表Ⅸ　EC各国の財政赤字の推移　(% of GDP)

国名＼年度	1971−1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
ベルギー	− 5.0	−12.8	−11.1	−11.7	− 9.9	− 8.6	− 7.4
デンマーク	0.9	− 6.9	− 9.3	− 7.4	− 4.6	− 2.9	− 0.6
フランス	− 0.3	− 1.8	− 2.7	− 3.1	− 2.8	− 3.2	− 3.3
西ドイツ	− 2.1	− 3.9	− 3.4	− 2.5	− 1.9	− 1.2	− 0.8
ギリシャ		−11.9	− 9.7	− 8.9	− 9.9	−12.5	−10.5
アイルランド		−13.2	−13.8	−11.8	−10.1	−11.5	−10.4
イタリア	− 8.3	−11.9	−12.6	−12.4	−13.5	−13.6	−12.8
ルクセンブルグ	2.2	− 2.3	− 1.4	− 0.1	1.4	2.1	1.9
オランダ	− 1.5	− 5.4	− 7.0	− 6.4	− 6.3	− 5.9	− 6.5
ポルトガル	−10.3*	−11.3	−10.1	− 8.4	− 9.0		
スペイン		− 3.0	− 5.8	− 5.4	− 4.9	− 6.1P	
イギリス	− 3.1	− 3.1	− 2.3	− 3.6	− 3.9	− 3.2	− 2.8

注．*：1980年の数字　P：予測
出所：*European Economy*. ポルトガル，スペインについては OECD *National Accounts* より作成

制の撤廃や資本市場に関連した政策の協調のみで達成されるものではない。一例を挙げれば，自由化の焦点の一つになっている UCITS の発行するユニットをみても，その完全な自由取引が可能になるには，その移動を規制している制限の撤廃と併せて，各国での UCITS に関する法律，規制，行政条項の統一を必要とし，後者はさらに共同体水準での UCITS の間の競争条件を調和させるものと，ユニット保有者に対する統一的保護に関する規定よりなる[13]。こうしたことからも明らかなように，資本市場の統合は制度面での規制の統一を含むものである。

こうした資本市場の統合に必要な制度面の領域は四つのものに跨がるものとされる。その四つとは，(1) 資本取引規定 (Kapitalverkehrsregelungen)，(2) 証券市場規定 (Regelungen des Effectenmarktes)，(3) 税法 (Steuerrecht)，(4) 会社法 (Gesellschaftsrecht) である[14]。いわゆる狭義の意味での資本市場統合に必要な資本移動の自由化は，(1) の資本取引規定にのみ係わるものであり，その自由化については既に述べた。したがってここでは後の三つについて簡単に見ることにしたい。

証券市場の規定については，証券制度 (Effectenwesens) に関する国民的規制についての加盟国間での統一が問題となる。すなわち，現在各国ではそれぞれ独自に投資家の保護や資本市場の適切な機能の維持のために様々な規制が行なわれているが，資本市場の統合のためにはその統一が必要となる。そしてその規制統一の中心となるのは，証券の上場にあたって当該

13) Commission of the European Communities, '*Bulletin of the European Communities*', No. 11. 1985. pp. 48-50.

14) Norbert Horn, 'Die Freiheit des Kapitalverkehrs in der EWG und einheitliche Kapitalmarkt', Uwe Blaurock (Hrsg.) *op. cit.*, pp. 48-49.

表X　EC　諸国における利子および資本所得への課税

項目／国名	利子所得	主要な“税軽減”特殊区域	キャピタルゲインの扱い	配当金の扱い
ベルギー	源泉課税（20%，1984年に25%へ引き上げられる）	－ある貯蓄預金は限度額以下では課税されない －配当所得は優先的に扱われる		20%の配当への源泉課税 源泉課税と配当へ支払われる法人税への税控除
デンマーク	所得として課税される	－ある預金は課税されないか，優先的レートで課税される	一般的には非課税しかし例外もある	30%の源泉課税税控除
フランス	所得として課税される個人は25%（政府ローン）から50%（より高い債券）までの源泉課税を選択してよい 外国の債券保有者に支払われる利子への源泉課税は1984年に撤廃	－ある預金（M_3の⅓）への利子は限界点以下は非課税（1960年から） －長期債券への利子は限度額まで非課税 －フランス株式への投資は限度額まで税負担の控除（1978年から） －限度額までの配当所得の好意的扱い	限度額以下は非課税，その後は15%	限度額以下は配当所得は非課税，その後は所得として課税
西ドイツ	限度額以上の所得は課税 1965年から債券からの利子所得に25%の源泉課税（クーポン税） 1984年に外人新旧債券保有者に支払われる利子に関しては撤廃	－住宅金融	株式投資での短期の投機的ゲインについてのみ所得として課税される	－所得として課税 －1977年の二重課税に先立ち，企業により支払われた税に関し税控除
ギリシャ				
アイルランド	所得として課税	－ある銀行預金への利子は限度額以下は非課税 －政府証券へのキャピタルゲイン －生命保険プレミアムの一定比率は課税に対して配慮される	好意的	
イタリア	源泉課税（22%，1983年から25%）	－政府債券への利子は免税 －法人債券への利子は11%で課税	非課税	1977年以来企業により支払われた税について税控除 獲得された所得として課税される 幾つかの配当へは15%の源泉課税
ルクセンブルブ	所得として課税	－政府債券や貯金口座への利子は限度額以下は非課税	一般的には非課税しかし投機的利潤については例外	15%の源泉課税
オランダ	所得として課税	－1981年以来，利子所得と，ある投資会社や他の配当からの配当所得とにつき異なった限度額が存在	非課税	25%の源泉課税
ポルトガル	所得として課税（源泉課税）	－政府や公共部門企業により発行された債券につき好意的な課税扱い		
スペイン	所得として課税 源泉課税（24%から16%へ）	－政府債務や幾つかの上場された株式への投資のうち幾らかが限度額まで税負担から控除される －百万ペセタ以上や一年以上の満期の定期預金のうち幾らかが非課税	一般的には非課税しかし例外あり	源泉課税
イギリス	所得として課税	－標準レート以上を支払う人々にとり Building society 預金が魅力 －小企業への新規投資につき税控除	限度額まで非課税その後は30%課税	支払い済み法人税に関し税控除

出所　OECD, *Banking & Monetary Policy* pp.. 179-185. 1985.

表XI　EC各国における市場介入の主要方法　(1985年現在)

国名＼領域	中央銀行手形	政府手形 発行市場	政府手形 流通市場	買い戻し協定	民間部門手形	外国為替
ベルギ／ルクセ						
デンマーク	○(−1976)				−	−
フランス			+	○(1971−)	+(1971−)	
西ドイツ	○(60s〜70s)		+	+(1973−)	+○	+(1979−)
ギリシャ			+			
アイルランド	−			+		+
イタリア	−	+	+	+	−	−
オランダ						+
ポルトガル		○(1980−)		+(1978−)		−
スペイン						
イギリス		+	+(1981−)	○(1981−)	+	○

注．+：第一の重要性　○：二次的重要性　−：重要でないかまたは存在しない
出所　OECD, *Banking & Monetary Policy* p.. 148-149. 1985.

企業が満たすべき条件や上場手続きの調和であり，前者は，証券発行を行なう企業のディスクロージャー—これは後の会社法の統一と密接な関係を持つ—や，企業の評価規準そのものの統一，さらには統一的譲渡可能担保保証の導入などを含む[15]。そうしたものの協調については，既にローマ条約において規定され，また後のウェルナー報告においても言及されていたにもかかわらず，長らくこの分野での進展は見られなかったが，70年代後半になって新たな動きが出てきた。その口火を切ったのは，1977年に出された「有価証券取引についてのヨーロッパ保護規定」(europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen) であり，それは投資家への公平で平等な情報の提供と，国内営業優先の回避を求めたものであった。続いて1979年には，各国での有価証券の上場認可条件の標準化を求めた上場指導要綱 (Börsenzulassungsrichtline) が出され，その標準化は加盟国証券市場での公の相場付け (Nötierung) のための，有価証券の上場認可の最低条件を示すものであったが，もっとも，公開投資ファンドや公的法人はその標準化から免除されていた[16]。

こうした委員会による勧告は，Directive とは異なり加盟国を拘束する義務をもたないものであったが，資本市場の統合に必要な証券市場の規定の統一に関する加盟国間でのコンセンサスの形成に大いに貢献し，それらは近年の急速な証券取引の自由化の基礎ないし前提となったということができ，今後も証券取引のより一層の自由化に伴って，そうした証券市場の規定に関する統一もより一層進むものと思われる。

税法の領域—但し，ここでの税法は資本取引

15) Romer, '*Harmonisierung der Bankenaufsicht in der Europäischen Gemeinschaft-Grundlagen und Ansatze*—', Erich Schmidt Verlag, 1977. pp. 19-20.

16) Norbert Horn, *op. cit.*, pp. 53-55. および，pp. 62-63。

に関するものに限られる―では，表Xに示されるように，各国毎に異なった資本利得課税・源泉徴収課税規定が存在し，また政府当局が資金調達を容易にするために国債など政府証券についての税法上の優遇措置が取られており，前節で見たように各国の資本市場では，公的機関が最大の資金の取り手になっている。したがって，資本市場の統合のためには，既に見た財政政策，資本市場介入政策の協調と併せて，資本取引に関する税制上の相違および公的機関の資金調達における特権的地位の是正を計る必要があるものと思われる。これら税法上の相違に関する統合の障害については，先の域内市場白書においても，域内市場の確立のために撤廃されなければならない非関税障壁として，物理的障壁，技術的障壁とならぶ財政的障壁として分類されている。そこでは，VAT（Value Added Tax：付加価値税）と物品税につき，その税率―物品税については，課税品目も含む―の加盟国間での調和を通じた障壁の撤廃が目標とされている[17]。

四番目の会社法の領域でも，既に60年代からEC内部での統一に向けた努力がなされている。1969年には企業の公開性（Publizität）について，1976年には株式会社の資本金（Kapitalausstattung）について，1978年にはその合併（Fusion）について，それぞれ指導要綱が出されており，さらに1980年三月には，先に言及した証券市場規定について出された上場指導要綱を補足する形で，指導要綱（Börsenprospektrichtlinie）が出され，それは上場趣意書（Börsenprospekte）につき詳細で統一的な基礎を出すことで資本市場へのアクセスに関して

17) Commission of the European Communities, *op. cit.*, pp. 41-54.

の企業の公開性の改善に寄与した[18]。既に，資本市場規定のところでも言及したように，資本市場の統合のためには，その適切な機能の保障および投資家の保護のために，証券発行を行なう企業についての十分な情報の提供―ディスクロージャーを必要とすると共に，そのための評価基準の統一も必要とされる。「共同体の構成国の企業が同じ乃至似たような法的構造を示し，規定に従う時にだけ，これらの企業の有価証券についての統合された市場が存立しうる。」[19]のであり，以上で述べた制度的条件の調和は，そうした法的枠組の形成に貢献するものである。そうした手続きを踏んで初めて資本移動の自由化も完全なものとなるのであり，現在焦点となりつつある非上場証券取引の自由化も，今迄その経営規模の小ささや経営内容の不透明さ故に資本市場へのアクセスを排除されてきた中小ベンチャー企業も，そうした手続きを履行することによって，EC各国での資金調達が可能となる道が開けるものと思われる。

結びにかえて

本稿では，ECに於て近年急速に進展しつつある資本移動の自由化について，金融サービスの共同市場，EMSの強化，金融・資本市場の統合の三つの次元にわたってその目的，自由化の意味について見てきた。このうちEMSの強化を除けば，いずれもローマ条約発足以来ずっと達成されるべき課題であったにもかかわらず，70年代初期の失敗の後，長い停滞を経て，80年代中庸になって，新たな状況の下で再び登場してきたものである。それは，EMSによってもた

18) Norbert Horn, *op. cit.*, pp. 63-64.
19) *Ibid*, p. 63.

らされた安定のもとで可能となったものである。冒頭でも述べたように，通貨・為替の安定は経済統合の進展に決定的な影響力を持つのであり，この面では，EMSによる安定が資本移動の自由化を可能とし，翻って資本移動の自由化がEMSによる安定を強化するという相互規定関係にあるといってよいだろう。

そうしたEMSの成功を含めて，本稿では現在進行しつつあるECでの資本移動の自由化について，それが今何故可能となったのか，またその目的は何なのか，さらに現在の状況はどうなのか，についてきわめておおざっぱではあったがフォローしたつもりである。しかしながら，本稿ではそのような急速な資本移動の自由化がもたらす帰結についてまで踏み込み，評価を下すには至っていない。それは事態がまさに進行中ということもある。けれども，より重要なのは，そうした資本移動の自由化は経済統合と不可分であるとはいえ，そのような金融面での動きが実態経済，すなわち経済統合の進展にどうかかわっているのかについて納得のいく説明，論理を未だ持ちえていないということである。資本移動の自由化の成否は，けっして金融面それ自体の影響のみで判断できるものではない。本文中でも触れたように，資本移動の自由化は，共同体経済の活性化戦略の重要な一環をなすものであり，その経済の活性化とは，ハイテク新技術開発等もあるが，とどのつまり域内市場の形成による広域市場のメリットの最大限の利用に尽きるといってよい。そしてそうした域内市場の完成のために，数々の非関税障壁の撤廃が必要とされるのであり，本稿のテーマであった資本移動についても数々の規制の撤廃，自由化が必要とされ，現に行なわれているのである。そうした非関税障壁の撤廃／自由化の過程―それは経済統合の過程であるが―は，個々の加盟国の産業を自由競争の渦の中に投げこむことでもある。いわゆる共同市場の規模の利益，比較優位の完全な利用のためには，生産要素の自由移動が完全であることを必要とする。統合とは既存のものを単にくっつけるのではなくて，融合させることである。弱肉強食のそうした統合過程において西ドイツやイギリスのようなECの先進国は別としても，それ以外の中位の国々や新たにECに加盟したポルトガルやスペイン，あるいはギリシャといった国々は果たしてそのような厳しい自由競争の波に耐えることができるであろうか。実際，域内市場の完成へ向けた動きは，1986年1月からのポルトガル，スペインのEC加盟（共同体の第2次拡大）と密接にからみあっている。ポルトガル，スペイン両国はそれぞれECへの完全な統合に向け，段階的な猶予期間をおいて財，サービス，人，資本の移動の自由化を計ることになっている。共同市場の完成に向けた動きは，こうしたポルトガル，スペインのEC完全加盟の過程と完全に重なりあう。ポルトガル，スペイン両国は果たしてとても十分とは思われない短かい猶予期間の間に，先進諸国に対抗しうるだけの体力をつけることができるであろうか。実際多くの，後進諸国はそうした恐れ，すなわち自由化にともなう資本流失，国際収支の悪化の恐れから，直接投資を含む厳しい資本移動規制及び高い関税による国内産業保護を行なってきたのであり，それを少くとも域内について完全に撤廃するということはどういう結果をもたらすであろうか。そうした資本移動の自由化の完成は，各国経済政策の自立性の終焉でもある。効果はあがらなかったとはいえ，資本移動の規制，為替管理は，国際収支や資本・金融市場の攪乱を防止する一つの

重要な手段であったのであり，その行使は国内政府・通貨当局に委ねられていたが，その放棄は，どのような結果を生むであろうか。これらの論点は，どれもこれもまさにこれらのEC経済統合の展開に関する問題である。その手始めとして次稿では資本移動の自由化を初めとした経済の自由化，経済統合がもたらす影響につき，ポルトガル．スペインのEC加盟を例にとりケーススタディを行うことを意図している。ともかくも，ECは1992年の域内市場の完成に合わせて大胆な資本移動の自由化へ向けて動きだした。その動きはここにきて益々弾みをつけている。それは今後いかなる展開を見せるであろうか。それらの分析はいずれも今後の筆者の課題である。

注．本稿作成にあたっては，EC関係の資料の収集につき西南学院大学図書館付属EC資料センター司書小嶋　哲氏に大変お世話になった。記して謝意を表したい。