

ヨーロッパ資本市場同盟構想における中小企業 の資金調達が多様化および簡易化措置

久保寛展*

- 一. はじめに—本稿の目的
- 二. 資本市場同盟構想の全体像
 1. 資本市場同盟の端緒
 2. 行動計画における資本市場同盟
- 三. 中小企業の振興策としての資金調達の多様化および簡易化
 1. 「中小企業」の概念
 2. 規制の目的
 3. 中小企業を指向した措置の具体的内容—クリストフ・ケンパンの見解
 4. 小 括
- 四. 結びに代えて

一. はじめに—本稿の目的

(1) 強力な資本市場の創設 EUにおける金融市場の取締りの重点は、ここ数年の間、銀行セクターに置かれたといわれているが¹⁾、現在では、その重点が資本市場に移動している。この状況は、EUの資本市場の統合をいっ

*福岡大学法学部教授

そう強化することにより、域内市場での資金調達に要する諸条件を改善し、もってEUにおける経済成長と就業を促進するためにほかならない²。この目的の実現のために、たとえば法規制の観点では、近年、2009年の格付機関規則³、2012年の空売り規則⁴と金融デリバティブ規則⁵という3本の規則の制定、ならびに2013年の透明性指令⁶と2014年の第二次金融商品市場指令（MiFID II）⁷の各改正ならびに2014年の市場濫用規則（Marktmissbrauchsverordnung）⁸の制定等によって、EUの資本市場法の標準化が進められてきたが（単一ルールブック）⁹、さらに長期的視点に基づいた場合、法的措置以外にも、長期的投資の水準の向上が必要であることが確認された¹⁰。この背景には、EUには、より強力な資本市場の創設がいまだ未完成であるという認識がある。もし強力な資本市場の創設が実現すれば、企業に対して新たな資金調達源が生み出されるだけでなく、貯蓄者には投資の選択の可能性が付与されるとともに、EU経済における抵抗力が強化されることにもつながる¹¹。この目的のため、欧州委員会委員長のジャン＝クロード・ユンケル（Jean-Claude Juncker）により、EUにおける真正な域内市場の創設を中心に置くべきことが宣言されたところである¹²。

（2）資本市場の統合の強化　これまでEU域内では、資本移動の自由が妥当し、EUにおいて構築された重要な基本原則の一つであるとされてきたが、過去50年間における継続的な進展にもかかわらず、EUにおける資本市場の発展は、米国の市場と比べて依然として遅れており、不完全であったことが指摘されている¹³。このことは、EUの経済は米国の経済と同等に大規模であるにもかかわらず、EUの株式市場の規模は、これまで米国の市場規模の半分にも及ばなかっただけでなく、債券市場については米国の規模の3分の1にも達しなかったことから判明する。EUの各構成国の間にはさまざまな相違があるとはいえ、もし資本市場の統合が強化されれば、市場の効率性が確保されるとともに、EUにおける成長分野への投資の可能性も

いっそう高まることが期待される¹⁴。

（3）強力な資本市場への期待 伝統的にEUにおける企業の資金調達の側面では、銀行セクターが重要な役割を担ってきた¹⁵。しかしながら、強力な資本市場の創設をもって、今後は資本市場もその一端を担うと同時に、次に掲げることが期待されている¹⁶。すなわち、

第一に、EU域内および域外からの投資のいっそうの活発化である。投資が活発化することで、資本がEUに結集する結果、当該資本が中小企業を含むすべての企業や、経済を成長させかつ労働の場を創設するインフラ計画ならびに長期的に持続するプロジェクトに供給される。

第二に、EU全域における企業の資金調達と投資プロジェクトとの十分な関連づけである。高度な潜在的成長力を有するが、市場規模の小さい構成国の場合には、投資プロジェクトの実施に際して資本と投資を誘導することで、当該構成国が多大な利益を享受できるのに対し、もともと発展的な資本市場を有する構成国の場合には、ますます国境を超える投資および貯蓄の可能性が実現されるようになる。

第三に、金融システムの安定化である。統合された金融・資本市場によって、とりわけユーロ圏内の構成国は、経済ショックに基づく影響を共同で克服することができる。幅広い多様な資金調達源を開拓することで、構成国は財務リスクを分配し合うことができ、将来的に銀行の役割が縮小する場合であっても、EU市民およびEU企業への影響はそれほど大きくなる。株式市場の発展は、長期的な視点では、多大な投資をもたらすことを可能にする¹⁷。

第四に、金融の統合と競争力の強化である。国境を超えるリスクの分配、より強力な流動的市場、および資金調達源の多様化という3つを契機として、金融の統合が強化されるとともに、コストが引き下げられ、EUの競争力が強化される。

(4) **本稿の目的** このような強力な資本市場の創設とその期待、ならびに資本市場の統合の強化は、EU が資本市場の活性化と労働の場の創設のための、経済政策に重要な直近の具体的対応の表明であって、この趣旨のもとで構想された重要なキーワードが、本稿が対象とする「ヨーロッパ資本市場同盟 (Capital Markets Union – CMU；以下、「資本市場同盟」とする)」¹⁸ である。この構想ではさまざまな対応が掲げられているが、なかでも注目されるのが、中小企業における資金調達方法の多様化および簡易化である。以下で論じるように、中小企業の資金調達の側面では、中小企業はこれまで銀行セクターに依存してきたが、この依存から脱却し、資本市場を活用するための多様かつ簡易な措置が構想において検討されている。たしかに構想そのものは壮大すぎる¹⁹側面があるとはいっても、中小企業に対し多数の資金調達の可能性が開かれる点に特徴が見出される以上、このことは、今後の EU 経済を担う中小企業にとっては重要な布石として位置づけられよう。このような特徴を有する資本市場同盟に関して、以下では、具体的に中小企業の資金調達にどのような措置が検討されているのかを学説を参考に検討し (三.)、その目的ならびに全体像 (二.) を含めて明らかにすることで、今後の EU 資本市場法の基礎的研究の指針の一つとするのが本稿の目的である。

二. 資本市場同盟構想の全体像

1. 資本市場同盟の端緒

(1) **総説** 資本市場同盟とは、EU の28か国の全構成国のための真正な域内資本市場を創設する、2015年2月18日の緑書²⁰と同年9月30日の行動計画²¹からなる欧州委員会のイニシアティブをいう²²。このイニシアティブによってEU の投資攻勢をいっそう強力にし、EU 経済を活性化させるため、2014年以降の3カ年に3,150億ユーロの投資を動員するものとされる²³。このような資本市場同盟の創設は、もともと2014年7月15日に欧州委員会の委員

長であるユンケル氏によってその政治指針²⁴のなかではじめて表明されたものであり、これに基づき欧州委員会の当時のジョナサン・ヒル（Jonathan Hill）委員にその実施が委託された。その表明を受けて、2015年2月28日付で、ヒル氏の監修のもと、欧州委員会によって前述のいわゆる緑書が提出され、高価値の証券化商品²⁵や目論見書指令の改正²⁶に係る個別事項と一緒に審議に付されることになった。この審議は、2015年5月13日に終結され、欧州委員会は、それ以降、各界から提出された700件以上に及ぶ意見表明を評価し²⁷、その評価結果が行動計画の草案策定に際して参考に供された。これを基礎に、欧州委員会でも、一貫して資本市場同盟の意義を確認し、かつ欧州議会も理事会も徐々に措置を講じるための支援に力点を置くことで確認された²⁸。行動計画そのものは、最終的に2015年9月30日に公表され、欧州委員会は、今後の大まかなロードマップとして2017年にいったんその達成状況を評価し、続く2019年までには資本市場同盟が最終的に実現されるよう企図している²⁹。

（2）構想の目的　このような資本市場同盟の目的には、主として資本市場の発展および統合の促進と同時に、いわゆる銀行同盟を補完することがあげられる³⁰。これは、2008年の金融危機から銀行が信用供与を縮小して以降³¹、資本市場に対してますます長期的プロジェクトに必要な資金調達に係る重要な役割が付与されたからにほかならず³²、さらに、主として中小企業（KMU）の場合、中小企業によるEU域内での資本市場からの資金調達が、とりわけ米国との比較において依然として後進的であるとの意識が存在したからである³³。したがって、資本市場同盟の創設は、EU域内での資本市場がさらなる発展を遂げ、かつ主として中小企業のための資金調達を簡易化することに重点が置かれた³⁴。このことは、EUの金融経済が、依然として銀行セクターに依存するのに対し、資本市場は、他国との比較において従属的な役割しか果たさないことによる³⁵。EUでは、金融経済の76%が銀行を基

盤に据えているのに対し、アメリカ合衆国ではこの比率は27%でしかないことが示されているほか³⁶、EUの株式市場は、アメリカ合衆国よりも半分の規模すらなく、EUの債券市場については3分の1の規模すらないともいわれる³⁷。このようなEUにおける銀行セクターの卓越した役割は、たとえば課税に係る法的な枠組みにおいて、自己資本よりも他人資本が優遇されることでも示される³⁸。しかしながら、一方的な銀行セクターへの指向は（銀行バイアス）、経済的観点からみれば賛同されるものではなく、銀行を基盤に据えた金融経済のシステムリスクの方が、（傾向として低い経済成長の場合に認められる）資本市場を基盤に据えたシステムリスクよりも高いという結果も指摘されている³⁹。

（3）銀行セクターへの依存 他方、銀行セクターへの依存は、金融市場危機や国債危機のように、危機を条件とする貸出制限によっても、EU経済を敏感に反応させる一因となった⁴⁰。新規の貸出は、2008年以降、EU平均で40%も後退しており、そのため、中小企業にとって金融資金へのアクセスは大企業の場合よりも非常に悪化したといわれる。たとえば2013年度には、ユーロ圏内の中小企業の35%が自己の取引銀行に資金調達を要請したが、その全額の融資を受けることができなかったという事実もある⁴¹。この場合の中小企業を、欧州委員会は、250名未満の従業員を雇用しかつ最高で5,000万ユーロの年度売上高（Jahresumsatz）を獲得するか、またはその年度資産総額（Jahresbilanzsumme）が最高で4,300万ユーロに達する企業として定義しているが⁴²、このような中小企業がEUの企業全体の99.8%を占め、総価値生産（Bruttowertschöpfung）の58%を獲得しかつ民間セクターでの労働の場の約67%を占めるという事実⁴³からすれば、EU経済に中小企業が不可欠な存在であることは自明であって、前述のような中小企業の資金不足（Unterfinanzierung）は非常に問題を孕むものと認識された⁴⁴。

（4）録書による短期的・中長期的措置 もっとも、欧州委員会は、行

動計画の前段階の緑書において、一般的に発展の必要性が認められ、かつ潜在的な利点がある一連の分野を調査し、どのような優先的措置が必要なのかを明らかにしていた⁴⁵。中小企業に関連する措置として重要なのは、とりわけ公的にアクセス可能な比較できる信用状態・信用評価について共通の情報を設けることで、中小企業の信用度判定に重要な情報提供を改善することである⁴⁶。さらにその他の短期的措置として、2003年の目論見書指令⁴⁷の改正に基づく目論見書の認可手続（Genehmigungsverfahren）の簡素化⁴⁸や、目論見書に含まれる情報の単純化の可能性⁴⁹、単純で透明性ある標準的な証券化商品に係るEUの枠組みの創設⁵⁰、企業およびインフラ・プロジェクトへの長期的投資の促進を目的とするヨーロッパ版長期投資ファンド（ELTIF）の振興のほか⁵¹、EUにおける私募市場の発展の支援⁵²が掲げられる。

これに対し、欧州委員会は、中長期的措置として、（中小）企業およびインフラ・プロジェクトの振興のために金融資金（Finanzmittel）へのアクセスを改善する多数の措置を掲げる⁵³。その例として、中小企業のための簡易なEU会計基準のほか⁵⁴、EUの投資プロジェクトリスト⁵⁵ならびに担保付債務証券（covered bonds）に係るEUの枠組みの創設⁵⁶を想定する。さらに、クラウドファンディングのような代替的な資金調達形式の発展によって、とくにスタートアップ企業や小規模企業の振興も企図している⁵⁷。

2. 行動計画における資本市場同盟

前述のように、銀行セクターへの過度の依存は問題を孕むことが判明したので、行動計画では、欧州委員会によって、EUの中小企業による資本市場を介した資金調達の障害が資金調達のすべての段階に存在し、さらに、この障害が中小企業による自己資本および他人資本の調達の可能性を制限するものと認識された⁵⁸。この認識を前提に、とりわけEUの中小企業に対し、より多くの資金調達の選択肢を付与するための4つの項目を提案している。す

なわち、欧州委員会は、

①目論見書指令の現代化に基づき、中小企業の株式・社債の公開に係る資本調達コストをいっそう引き下げるとともに、株式市場や債券市場での中小企業の価格づけに関して、規制当局機関から生じる障害を細かく観察することで、EUの助言機関を介した中小企業の取引所への上場（Börsengänge）を支援すること、

②EU域内でのリスク資本や株式のような参加持分に基づく資金調達を促進するための一括措置（Maßnahmenpaket）に着手し、もってEU全域に及ぶファンド・オブ・ファンズ（Dachfonds）の振興、ならびに取締りの見直しや信頼できる課税上の手続の促進を通じて、民間の投資を触発させること、

③投資家の保護や金融の安定化を保護しながら、同時にクラウドファンディングや私募、信用ファンドのような企業の資金調達に革新的な形態を振興すること、

④EU全域において、中小企業に対し一連の資金調達源への十分なアクセスを得させる方法を探求すること、を提案する。

このような措置によって、資本市場同盟は、EU域内の中小企業が大企業と同様に容易に資金を調達でき、EU全域に投資コストや投資商品へのアクセスを収斂し、資本市場を介した資金調達をより直線的なものにし、かつ不必要な法律上または監督上の障害によって他の構成国での資本調達が妨げられないことに寄与するものと位置づけられた⁵⁹。

三. 中小企業の振興策としての資金調達の多様化および簡易化

資本市場同盟の重要な基盤は、中小企業に対し資本市場を介した資金調達を簡易化することにほかならない。なぜなら、中小企業にとって資本市場を介した資金調達は、大企業の場合と異なり、容易でないからである。中小企

業が必要とする資金調達額は、通例、大企業の場合よりも小さく、また中小企業の資金調達にとって必ずしもすべての資金調達方法が適切であるとは限らないので、中小企業には、資金調達の可能性に対してわずかな選択肢しか残されていない⁶⁰。さらに、たとえば目論見書の作成や継続的情報開示に要するコスト等、資金調達に要する費用も相当大きい。もし当該費用が各資金調達額との関係においてあまりにも高額であれば、その資金調達の選択は中小企業にとって経済的に不利であろう。資本市場を介した直接の資金調達は、このような高額の取引費用を考慮しても、通常は少なくとも5,000万ユーロ以上の年度売上があってはじめて実施の価値が認められるという調査結果もある⁶¹。

1. 「中小企業」の概念

資本市場同盟での「中小企業」について、欧州委員会が、どのようにその概念を把握しているのかは、必ずしも明確ではない。欧州委員会は行動計画でも中小企業を前提としているが、その概念を定義することも、EU 全域で統一的な中小企業概念が存在することもない⁶²。このことから、中小企業概念の理解には、各指令等での中小企業の定義を参考にせざるをえない側面がある。たとえば目論見書指令⁶³では、中小企業について、その最終の年度決算または連結決算に従い、次の3つの基準のうち少なくとも2つを充足する会社をいうとされ（同指令2条1項f）、「①最終の事業年度における平均的な従業員数が250名未満、②最高で4,300万ユーロの決算総額（Gesamtbilanzsumme）、および③最高で5,000万ユーロの年度総売上高（Jahresnettoumsatz）」の3つを掲げる。このうち、前述の調査によれば、③の年度総売上高が5,000万ユーロの枠内にある企業が重要であり、当該金額を有する程度の企業に限り、資本市場を介して直接、資金調達を実施する価値を有するものと判断される。もっとも、この中小企業の定義は、2003年5月6日の欧州

委員会勧告⁶⁴での定義にも合致し、ここでも中小企業として①250名未満の従業員および最高で5,000万ユーロの年度売上高（Jahresumsatz）または最高で4,300万ユーロの年度資産総額（Jahresbilanzsumme）の基準を掲げるほか⁶⁵、さらに、②50名未満の従業員および1,000万ユーロ未満の年度売上高または年度決算の中小企業⁶⁶と、③10名未満の従業員および200万ユーロ未満の年度売上高または年度決算の中小企業⁶⁷が区別されている。この概念では、とりわけ企業内部での従業員数が重要な基準であるとみなされている⁶⁸。これに対し、第二次金融商品市場指令⁶⁹では、主として時価総額（Marktkapitalisierung）が考慮され、中小企業を「その平均的な時価総額が直近3か年における年度末時点での時価（Notierung）を基礎に2億ユーロ未満であった」企業として定義されている（同指令4条1項13号）。

このような異なる定義は、EU域内において中小企業の統一的な概念がこれまで一貫していなかったことを示すものであるが、行動計画において検討された多数の項目に直面すれば、中小企業概念を詳細に定義する必要性が示されることになろう⁷⁰。もし中小企業概念が確定すると、これによって「中小企業」に係る諸規制の統一的な適用が確保され、もって欧州委員会の各法的行為でも、関係する企業はそれぞれの中小企業概念に含まれるかどうかの審査の困難から解放される。他方、確定されなければ、EU域内における資本市場を介した中小企業の資金調達局面でも、これまで必ずしも発展しなかった中小企業に依然として実施の困難さが残されたままになる⁷¹。

2. 規制の目的

（1）企業の保護（Unternehmensschutz） 資本市場同盟がとりわけ中小企業の資金調達を指向することは、資本市場の機能の発揮および投資家保護という規制目的以外にも、将来的にはいわゆる「企業の保護」によって補充される必要があることも示す⁷²。前述のように、中小企業はEU域内

における経済成長の重要な役割を担いかつ労働の場を創設するにもかかわらず（中小企業がEUの企業全体の99.8%を占め、総価値生産の58%を獲得しかつ労働の場の約67%を占める）、企業の保護という目的の追求の側面では、現在では中小企業に関して達成されていない。EUの資本市場でも、資金分配機能を保証することが重要な要素になるが、大企業の場合と異なり、中小企業ではEU域内での資金調達に困難が伴うという事実から、この機能は中小企業にとっては妨害されていると認められるのである⁷³。この意味での企業の保護が必要になる。さらに、EU域内での個人資本も貯蓄に向けられるか、または低い利率の国債に投資される割合が大きいことからすれば、EUに提供される資本が必ずしも国民経済への利用のために提供されるわけではない。

（2）中小企業の保護および振興 企業または発行者の場合にも、投資家と同様に保護の必要性があることが判明する⁷⁴。投資家の場合には自分の利益を自己防衛できる専門的投資家と、そうでない特別な保護を必要とする小口投資家のように、異なる投資家区分が存在する⁷⁵。しかし他方では、資本市場同盟に係る行動計画での、中小企業の保護の必要性をかんがみると、資本市場を介した資金調達をみずから実施できるために比較的保護の必要性がない大企業と、資金調達のために容易に資本市場を利用できないことから、より保護および振興の必要性が大きい中小企業との間では、原則として投資家の場合と同様の区分がなされていないのが現状である⁷⁶。そうであれば、当該企業の間でも、区別することによる保護が必要な場合もあるのではなからうか。もっとも、この場合の中小企業の保護とは、中小企業が経営上のリスクを免れる意味において理解されるものではなく、とりわけ資金調達に対する需要または利益が担保される意味において理解されるべきものであり、中小企業が資金調達のために市場で行動する可能性を拡大すること、つまり、中小企業への市場の開放が重要な要素になる⁷⁷。したがって、前述の企業の

保護という規制の目的は、むしろ中小企業の振興の意味においても理解されなければならない。

(3) 企業の保護と投資家の保護との衝突 他方、企業の保護を一方的に強調することは、投資家の保護という規制目的にも影響を及ぼす。これは、とりわけ企業内容の情報開示のように企業の利益と投資家の利益が相互に衝突する場面において明らかになろう。すなわち、企業は、通例、可能な限り情報を開示したくない傾向があるほか、目論見書の作成に要する開示コストを避けようとするのに対し、投資家は可能な限り広範な情報に関心を有するのである⁷⁸。したがって、このことから生じる企業と投資家との間の利益の衝突は、むしろ2015年の目論見書規則案⁷⁹において特別な登録様式と有価証券の記載を定める、中小企業に係るミニマム・ディスクロージャー制度(Mindestoffenlegungsregelung; Minimum disclosure regime)の導入を企図させ、その結果、投資家への最低限の情報開示を確保しつつも、中小企業に対して引き下げられた目論見書作成義務が提案されることになった(同規則案15条)⁸⁰。それ以降でも、中小企業の目論見書では中小企業の規模や存続期間に応じて簡易な記載が行われるにすぎない比例開示システム(angemessene Offenlegungsregelung; proportionate disclosure system)も実現される予定である。しかしそれでも、中小企業にとって依然として負担が大きいものであることは否定できない⁸¹。それゆえ、欧州委員会は、さらなる簡易化を検討するとされるが、一方では、この簡易化措置が、資本市場での中小企業の資金調達を困難にする、中小企業と投資家との間での情報格差を増大させるのではないかと懸念も指摘される⁸²。他方、みずから情報を入手できる大口の機関投資家の場合とは異なり、とりわけ保護の必要性が大きい小口投資家の場合は、必ずしも目論見書を通読するわけではないので、むしろたとえば商品情報媒体誌(Produktinformationsblatt)⁸³のような簡易な情報提供文書の導入も考えられるところである⁸⁴。しかしながら、たとえそうであって

も考慮されるべき視点は、企業の保護のために、投資家の保護を抑制するための均衡（バランス）であり、これまで EU 域内で達成された投資家の保護策を一般的に抑制するものであってはならないことは当然である。

行動計画では、一例として企業の初期段階におけるスタートアップ企業の資金調達に着目され、この段階をとくに振興されるべき措置として掲げているが⁸⁵、投資家にとっては最終的に高いリスクがある投資であることも見失ってはならない。まさにこの若年の最小企業の場合には、当該企業の事業理念が貫徹せず、かつ投資された資金が倒産によって喪失するという重大な危険も存在するからである⁸⁶。それゆえ、多数のいわゆるグリーンボンドや、ドイツの風力発電大手のプロコン社の破綻⁸⁷から示されるように、小口投資家に対して、もともと高いリスクがある投資の可能性を無制限に開くことは、破綻を契機として、反対に資本市場に対する信頼を長期的に侵害し、その結果、資本市場での資金調達の改善という目的にとっても有害なものとなりうる。それゆえ、たとえ中小企業の保護および振興を指向する場合でも、投資家の保護の視点を見失ってはならない⁸⁸。

3. 中小企業を指向した措置の具体的内容—クリストフ・クンパンの見解

資本市場同盟に関連して展開されたクンパンの見解に沿って、以下では、次の6項目の中小企業に係る具体的内容に着目したい。

(1) 目論見書指令の現代化 EU 域内における資本市場の規制に重要な目論見書の作成と、公表・通知義務に基づき開示された情報は、投資家を含む資金提供者に対し、投資に適格な企業を容易に見出させるとともに、中小企業を含む企業全般に対しても、資金調達の選択肢の可能性を拡大する⁸⁹。これによって、当該情報は、資本市場における最適な資源配分と効率的な価格形成という目的にも資することになる。しかしながら、現在、投資家が魅力的な中小企業を見出す費用は非常に高いことから、魅力的な中小企業の探

求および評価が妨げられる要因にもなっている⁹⁰。とくに中小企業と投資家との間には、当該中小企業の経営状況や財務状況に関して情報の格差が存在することが問題であり、しばしば比較できないほど多数の企業とその倒産が存在する状況は、投資家に対し資金調達リスクの事前の評価を困難にさせる。さらに、この情報の格差のもとでは、比較的経営の悪化した企業に限り資金調達の利点を表明するのに対し、比較的経営の良い企業の場合には常に不利な資金調達の条件によって市場を離れるという、いわゆるレモン市場の発生危険を孕んでいると指摘される⁹¹。それゆえ、中小企業の経営・財務状況に関して可能な限り最適な情報を投資家に提供することは、投資家に対して中小企業の可視性（Sichtbarkeit）を高めることになり、EUのレベルにおいても国境を越えて妥当する⁹²。もちろん、資本市場を介した資金調達に適さない高額な費用が中小企業に発生してはならないことは当然である。

中小企業に関する情報提供のための最初の接点は、通例、有価証券または財産投資の公募の場合⁹³、または組織された市場での有価証券取引に係る取引許可の場合⁹⁴において公表される目論見書である。中小企業の可視性を高めるには、さしあたり、目論見書作成義務の拡大が考慮されるが、同時に目論見書の作成は常に公募に要する費用も高めるため、現在では、欧州委員会によって、目論見書の作成に際して中小企業に対するさらなる簡易化措置の導入が検討されている。すなわち、前述のように、2015年の目論見書規則案⁹⁵では、中小企業は、原則として有価証券の公募の場合に簡易化された「ミニマム・ディスクロージャー制度」に基づき目論見書を作成できることが提案されている（同規則案15条）。もともとEU域内において12ヶ月以内に250万ユーロ未満の総額をもって行われる有価証券の募集に際しての、2003年の目論見書指令⁹⁶の適用除外規定は（同指令1条2項h）、中小企業のための簡易化措置として掲げられるものであるが、大半の中小企業にとって資金調達の必要性は、およそ250万ユーロの基準内にあることが指摘されていることか

らすれば⁹⁷、必ずしもこの基準に合理性がないわけではない。しかし、目論見書規則案では、当該規則から除外される公募に係る基準が50万ユーロ（12か月以内は同様である）にまで引き下げられている（同規則案1条3項d）。

他方、中小企業のための成長市場の一つである、いわゆる多角的取引システム（multilateral trading facilities; MTFs）⁹⁸での取引については、目論見書作成義務が拡大される方向にある。現在、当該取引については2003年の目論見書指令に含まれないことから⁹⁹、中小企業は目論見書義務を負うことなく、多角的取引システムを通じて有価証券を取引する可能性を有している。しかし、規制市場と多角的取引システムとの間での規制を調整するとともに、当該システムでの取引の透明性を高めるため、欧州委員会は、従来の扱いを変更し、目論見書作成義務の導入を検討している。当該取引システムの透明性がいっそう高められ、これによって、規制当局機関の監督ならびに投資家の投資対象の探求も簡易化されることが期待されている¹⁰⁰。

なお、内部者取引、内部者情報の不適正な開示ならびに市場操縦を定める、2014年のいわゆる市場濫用規則¹⁰¹では、当該規則が規制市場だけでなく、多角的もしくは組織的取引システム（multilateralen oder organisierten Handelssystem）での取引のための取引許可にも拡大された結果、当該システムにも、内部者情報の公表に係る適時開示義務（ad hoc-Pflicht）が適用されることになった（同規則17条1項）。これによって、中小企業は、金融商品が自由取引市場（Freiverkehr）¹⁰²で取引される場合には、当該中小企業にも適時開示義務が負わされることになる。もっとも、適時開示義務の遵守に費用が生じる場合や、制裁が生じうるような場合には、中小企業が自由取引市場から撤退してしまう危険も否定できないことから、この拡大は、中小企業に対し資本市場を介した資金調達の可能性を付与するという資本市場同盟の目的に反するのではないかと指摘される¹⁰³。

（2）中小企業への情報の提供 中小企業への資金調達の可能性に係る

十分なアクセスの確保という目的を実現するには、資金調達の可能性に関して中小企業に情報が提供される状況を改善することも必要である。それゆえ、たとえば金融機関から融資が拒否された場合には、この拒否の理由が中小企業に提示されるとともに¹⁰⁴、中小企業がこれを払拭し、引き続き新たに資金調達を模索できることが重要になろう。たしかに自己資本規則（Kapitaladäquanzverordnung）¹⁰⁵では、すでにこのような融資の拒否決定に係る企業へのフィードバック規制が存在するので、銀行は、融資を要求した企業に対し、その照会に応じて信用評価の決定について説明義務を負わされた（同規則431条4項1文¹⁰⁶）。しかしそうであっても、中小企業に対する代替的な資金調達の可能性については、より明確にされる必要がある¹⁰⁷。欧州委員会の緑書によれば、中小企業の銀行融資の申込みの約13%は、採算性（Rentabilität）の側面において銀行が期待したリスクプロファイルに合致しないという理由から拒否される一方、銀行が中小企業に別の資金提供者を紹介するとしても、常にこれが機能するとは限らず、また銀行の側でも中小企業の側でも、必ずしも別の代替方法を十分に認識しているわけではない¹⁰⁸。そうであれば、イギリスのように、銀行が資金調達を拒否した場合において、中小企業が情報の提供に同意した場合には、中小企業を潜在的な資金提供者に引き合わせる総合窓口（Anlaufstelle）の役割を果たすプラットフォームを通じ、銀行に対して、中小企業の資金調達の要望について資金提供者に情報を提供する義務を負わせることも一つの打開策になろう¹⁰⁹。これによって、中小企業が常にみずから行動する必要はなく、関心を有する資金提供者から資金調達の要請がなされる場合もあることから、中小企業にとっても適切な資金調達が可能になる。もちろん、情報提供に係る中小企業の同意および提供された情報の適切な管理の必要があるとはいえ、このような情報提供の解決策がEUのレベルでも要求されることは有益であるように思われる¹¹⁰。

（3）中小企業に対する助言業務 次は、投資家に対する助言義務が民

事法上広く発展しているのに対し、企業自体に対する特別な助言義務については必ずしも十分に展開されていないことにも留意される必要がある¹¹¹。小規模事業者または最小事業者の多くは、必ずしも代替的な資金調達を見出す十分な知識を有するわけではなく、通常の場合、とくに第三者である取引銀行（Hausbank）に頼らざるをえない¹¹²。この状況は、法的かつ財務上の諸問題をみずから理解でき、自己の利益をみずから守ることができる固有のセクターを有する大企業とは相違する。そのため、中小企業は、小口投資家の場合と同様に、通例、投資だけでなく、資本を受け入れる可能性に関しても、特別な助言を必要とする場合があろう¹¹³。しかし小口投資家と助言者との間に非対称的な知識水準（Kenntnisstand）が存在するのと同様に、中小企業と助言者との間にも非対称性が存在することは明白であるので、このことは欧州委員会によって保護の必要性があるものとみなされた¹¹⁴。助言者の側には、さまざまな資金調達の可能性に関して情報の優位性があるのが通例であるからである¹¹⁵。小口投資家と同様に、中小企業も、自己の事業および財務状況や、資金調達の要望に対し助言者の推奨に頼らざるをえず、その際には、それぞれの資金調達に重要なすべての特徴やリスクが公表されなければならない。もっとも、助言者の推奨が利益相反の状況を生じさせてはならないことは、小口投資家の助言者の場合と同様である。したがって、中小企業に助言する助言者の場合にも、小口投資家の場合と同様の法的基準・要件に合致する必要があるので、欧州委員会が、中小企業への助言業務を認める場合に監督法上の規制を設けることについては検討の余地が残されている¹¹⁶。

（４）中小企業に対する総合窓口（Anlaufstelle） 中小企業に対する情報提供および助言業務は、制度的には中心的な総合窓口の集約によって具体的に実施されることが有益である¹¹⁷。たとえば1953年に設立された米国の中小企業庁（Small Business Administration; SBA）は、主として中小企業

への情報提供、助言業務および経済支援を任務としているが、このような銀行以外の機関が中小企業を支援するシステムが必要なのである。もしこのような機関が同様に EU 全域における情報・助言業務の提供システムの基盤になりうるのであれば、当該機関が果たす役割は必ずしも小さくない¹¹⁸。このように考えられるのであれば、EU ではすでに、中小企業にとって中心的な総合窓口であるとともに、中小企業を支援し、情報の非対称性を克服し、かつ国境を超える活動に生じる取引費用を引き下げる任務を有する、いわゆるエンタープライズ・ヨーロッパ・ネットワーク (Enterprise Europe Network; EEN) ¹¹⁹が存在している状況から、将来的にこの機関に中小企業のための任務を担わせ、活用することが想定されるように思われる¹²⁰。

(5) 中小企業のための成長市場における品質シグナル (Qualitätssignale) 取引所外で取引される前述の多角的取引システムは、中小企業が成長するための成長市場として重要な役割を果たす¹²¹。この市場では、取引を許可された発行者の少なくとも50%が中小企業であるとされ¹²²、発行者自身もいわゆる規制市場での取引要件を充たすほど大規模なものではない。そのため、中小企業のなかでも、規制市場に十分な対応はできないが、中小企業のための成長市場で取引されることにより、自己の金融商品を他の中小企業よりも品質的に優れているというシグナルを発出したい中小企業にとっては、重要な市場である¹²³。もっとも、多角的取引システムを利用する場合でも、取引を許可された中小企業に広範な義務を課すことになれば、当該義務に係る規制市場との違いが小さくなり、中小企業は、常に高度な水準の義務を遵守する必要が生じてくる。前述したように、市場濫用規則における多角的取引システムへの適時開示義務の拡大は、むしろ当該システムの魅力を弱め、市場を介した資金調達を選択肢も失わせる可能性があるだろう。そうであれば、このことは、中小企業に対し資本市場での資金調達を指向させる場合には非生産的であるし、EU の資本市場がいつそう米国のような他国の資本

市場に及ばなくなり、ひいては公募ならびに取引所での価格づけに生じる費用等が依然として高くなることにもつながる¹²⁴。

たとえば600万ユーロ以下で株式を公開する場合、当該株式の価格づけ手数料は、発行価額の約10%から15%に達するとされることから¹²⁵、この手数料よりも低い価格づけまたは新規株式公開に係る費用の方が、資本市場を利用する企業へのインセンティブを高めることができる¹²⁶。EU構成国においても、多くの中小企業にとって、取引所での取引が開始されるという品質シグナルを発出する需要は高かった¹²⁷。そのため、中小企業に対する取引所取引の選択肢として、イギリスではロンドン証券取引所における代替投資市場（Alternative Investment Market; AIM）、ドイツではフランクフルト証券取引所におけるエントリー・スタンダードのような新興市場が形成されたところである。これら両者の市場は、第二次金融商品市場指令¹²⁸によれば、多角的取引システムに該当し、より柔軟な上場要件および簡易な開示義務を提供すると同時に、取引の許可に係る費用も低いとされる。たとえばフランクフルト証券取引所における規制市場の場合、その取引許可に要する費用は、自由取引市場での取引登録（Einbeziehung）の場合に要する費用の2倍に達すると指摘されている¹²⁹。したがって、これら両者の振興市場は、中小企業にも資本市場へのアクセスを可能にするものであり、このことは、イギリスの代替投資市場（AIM）において株式公開後に価格づけされた企業が平均して37%の売上高の増加と20%の従業員数の増加を記録したことからも¹³⁰、その重要性が理解される。この背景からみても、中小企業に対して強力に資本市場を指向させるという目的を実現することは、実質的にも正当であると評価されよう¹³¹。もっとも資金調達に要する取引費用等を考慮した場合、少なくとも5,000万ユーロを超える年度売上高の中小企業にとっては、前述のように、公開の株式・債券市場へのアクセスが第一義的な資金調達の形式であることに変わりはない。

(6) 投資家の制限による中小企業の負担軽減 一般的に企業の保護と投資家の保護との間で比較する場合、規制当局機関が企業に対して高度な規制を課し、投資家の保護に資する以外にも、反対に金融商品の販売を大口の機関投資家等である投資家に制限し、開示義務等の企業の負担を軽減させることも考えられる¹³²。たとえば目論見書の作成は、中小企業にとって高額な費用を要するものであり、たとえ作成しても通常は数百頁に及ぶ膨大なものである¹³³、とりわけ小口投資家にとっても、目論見書が複雑かつ詳細すぎることもあり、投資決定に重要な情報を読み取ることは難しい。そうであれば、目論見書の作成について企業に対して従来よりも低い法的要件に従わせることができれば、企業にとって取引費用を節約できる利点がある¹³⁴。その反面、本来ならば高度な投資家保護が要求されるところでもあるが、この投資家を、保護の必要性が大きい小口投資家ではなく、大口の機関投資家等に制限することで投資家の保護を引き下げることにも可能になる¹³⁵。このような機関投資家は、小口投資家と異なり、みずから情報を入手できる投資家であって、みずから利益を守る能力を有するからである。

① 私募の場合 中小企業が資本市場を介して資金調達する場合でも、たとえば当該企業の株式等の金融商品が直接に機関投資家やその他の大口投資家に募集される、いわゆる私募の場合には、投資家の数および種類が限定されることから、中小企業にとって募集要件もあまり面倒なものにならない¹³⁶。EU 域内での私募による募集は、2014年度には、前年比でおよそ30%の増加が認められたといわれるが（2013年度の130億ユーロから2014年度の170億ユーロへの増加）¹³⁷、このことは、中小企業を含め、一般に企業が資金を調達するための私募市場に多大な関心を示す証左でもあろう。もっとも、EU 域内の企業は、もっぱら米国市場での私募を通じて大規模な資金を調達するのが現状であり、私募そのものも少数の国に限定されているという¹³⁸。そうであれば、私募による資金調達方法は、いまだ EU 域内で拡充できる可能性

があることを示唆するものであるので、欧州委員会は、定評ある実務での運用を評価しながらも、適切なイニシアティブによってEU全域に普及させることに尽力することが表明されている¹³⁹。

②クラウドファンディングの場合　これに対し、米国における2012年の新規産業活性化法（JOBS法）で規制されたように、投資家を制限する特別な形式として、特別なプロジェクトへの経済的出資を獲得するために多数の個人から多数の小口の出資を集積する、いわゆるクラウドファンディングも存在する¹⁴⁰。とりわけ新規スタートアップ企業は、経済成長の担い手として決定的な役割を果たすことから、当該事業者にとって期待できる事業理念を実現するための資金調達の利用が可能でなければならない。既存の中小企業であっても、成功の見込みが期待できる場合には、事業の拡大資金を調達するために、魅力的な条件で資金調達にアクセスできなければならない。EUでは、金融機関による融資以外の方法による信用の受入れが依然として遅れている状況であるが¹⁴¹、資本市場同盟では、成長企業のための資金調達の可能性として、クラウドファンディングの活用を期待している。実際、すでにクラウドファンディングによるサービスを提供するプラットフォーム数は500を超えている状況からすれば¹⁴²、いわゆるヨーロッパ・パスを通じたEU全域でのその発展は、迅速に成長する革新的な資金調達方法の育成を促進することであろう¹⁴³。その反面、性急な取締りをすれば、むしろこの促進は妨げられる。そのため、欧州委員会は、この分野での政策的発展を支援するため、クラウドファンディング・ステークホルダー・フォーラムを設置し、このフォーラムに対し、EUにおけるクラウドファンディング市場に関するデータの収集・利用状況ならびにEU構成国の国内法への影響の調査を委託している¹⁴⁴。

具体的にドイツでは、2015年の小口投資家保護法¹⁴⁵を通じて、とりわけ財産投資法にクラウドファンディング（Schwarmfinanzierungen）に関係する

諸規制が設けられた¹⁴⁶。ここでは、クラウドファンディングのために利用される場合が多い、「参加型ローン」および「劣後ローン」ならびに「利息および払戻請求権を保証するか、もしくは金銭の一時的な譲渡との交換において金銭補償が付された財産的価値ある請求権を仲介する、その他の投資」を、財産投資として位置づけ（財産投資法1条2項3号、4号、7号）、当該財産投資の募集に際して目論見書の公表を義務づけている。もっとも総販売額が250万ユーロを超えない場合には、公表義務が課されない（財産投資法2a条1項）。ただし、この制限は、クラウドファンディングのプラットフォーム運営者が、投資家によって取得される財産投資の総額が1,000ユーロもしくは1万ユーロを超過しないか（後者の1万ユーロの基準は、当該投資家が10万ユーロもしくはそれ以上の可処分財産を有する場合）、あるいはそれぞれの投資家の月次平均正味収入の2倍の金額を超過しないことを調査および確認する場合にのみ、適用される（財産投資法2a条3項）。この財産投資には、現在、財産投資参考情報誌（Vermögensanlagen-Informationsblatt）が作成され（財産投資法13条）、かつ投資リスクに関する警告もなされる（財産投資法12条2項）。このように、可能な投資金額を法律上制限することは、投資家が被る可能性のある損失の上限の画定を目的とするが、もっとも、目論見書作成義務の除外規定が問題であるにすぎないので、中小企業を含む事業者にとっては、引き続きこれよりも高い発行量および投資金額を募集することは可能である¹⁴⁷。クラウドファンディングは、まさに多数の小口投資の獲得を指向するので、除外規定のある上限が付された資本参加ルールは、一貫して実体に適合した制度であり、中小企業をはじめ、新規スタートアップ企業には有益な資金調達方法となりうるものである¹⁴⁸。

4 小 括

このような欧州委員会の資本市場同盟に係る行動計画は、やはり今後の指

針もしくは目標として重要であるように思われる。前述のように、EU 域内における中小企業は、経済成長の重要な担い手でもあることからすれば、その振興は、資本市場同盟の創設に欠くことはできない。通常、振興策としては大規模な公開会社が想定されることも多いと思われるが、資本市場同盟において中小企業、とくに中小企業の資本市場を介した資金調達に焦点を合わせたことは、欧州委員会が中小企業の促進・発展を重視する姿勢を強調しなかったからであろう。もっとも、一方では投資家の保護にも配慮しながら、たとえば私募ならびに近年、確立されたクラウドファンディングの活用、さらに目論見書指令の現代化での具体的な措置がどのような効果を発揮するのかは、今後、公表される2017年の達成状況によって確認される予定であるので、その評価結果に着目することにしたい。

四. 結びに代えて

もっとも、他方では、資本市場そのものの強化が、必ずしも魅力的な経済活動を実現するための枠条件ではないとの指摘もある¹⁴⁹。投資家が投資する場合でも、当該投資家にとって割に合う投資でなければ、強力な資本市場も経済成長の実現にはつながらないし、資本市場の強化自体が構造改革を意味するわけでもない¹⁵⁰。そうであれば、資本市場同盟に基づく経済成長の効果が過大評価されてはならないことは当然である。前述のように、提案された措置は、経済成長の発展のためにすでに実施された結果であるものも少なく、その意義について争われることもあることからすれば、今後は、さらなる具体的措置が着実に実施されることが決定的に重要であることは明白である¹⁵¹。

しかし、たとえそうであるとはいえ、資本市場同盟の創設という構想そのものに意義がないわけではない。録書での目標も含めて、EU 域内の中小企業が経済成長に果たす重要性を掲げ、中小企業を特段に重視した姿勢は、経

済成長の担い手の、根底からの底上げを企図した欧州委員会の危機感の表れでもあると受け取ることができ、もし実現すれば、資本市場同盟から得られる利点は計り知れない。その意味では、この構想に多大な意義を見出せるように思われる。もっとも、行動計画では、多くの事項がいまだ一般的なものにすぎないとの指摘もあることからすれば¹⁵²、前述のように、さらなる具体的措置の実施がEUの経済成長にどの程度の効果を発揮するのかを見定める必要がある。

従来のドイツのように、銀行だけが依然として「資本市場におけるキー・プレーヤー (key players in capital markets)」¹⁵³であり続けることには、中小企業、さらには資本市場の多様な発展を妨げる側面があることも否定できない。その意味では、中小企業をはじめ、さまざまな企業の多様な資金調達方法がEUにおいて確立されるべきであろう。さらに、EUの資本市場は米国の資本市場のコピーでもないからすれば¹⁵⁴、たとえイギリスがEUから離脱を決定したとはいえ¹⁵⁵、EU独自の特殊性を取り入れた固有の資本市場を確立することが依然として喫緊の課題であることに変わりはない。本稿が対象とした資本市場同盟は、2019年までに最終的に実現されるよう企図されているが、とりわけ中小企業の資金調達と固有の資本市場の確立の両面においてどのように達成されているか、今後の進捗状況にも注目されなければならない。

* 本稿は、日本学術振興会科学研究費補助金（基盤研究（C）：15K03234）ならびに平成28年度福岡大学推進研究プロジェクト（EU法の現代化に関する研究（課題番号：167101））による研究成果の一部である。

注

¹ Vgl. Heuer/Schütt, Auf dem Weg zu einer europäischen Kapitalmarktunion, BKR 2016, S. 45.

なお、本稿では、以下の検討に際して原則としてドイツ語文献を参考にしている。

- ² Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 45.
- ³ Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.9.2009 über Ratingagenturen, ABl. EU Nr. L 302 v. 17.11.2009, S. 1. なお、本規則は、その後、Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.5.2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl. EU Nr. L 145 v. 31.5.2011, S. 30ならびに Verordnung (EU) Nr. 462/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.5.2013, ABl. EU Nr. L 146 v. 31.5.2013, S. 1によって変更されている。
- ⁴ Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.3.2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, ABl. EU Nr. L 86 v. 24.3.2012, S. 1.
- ⁵ Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.7.2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, ABl. EU Nr. L 201 v. 27.7.2012, S. 1.
- ⁶ Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG, ABl. EU Nr. L 294 v. 6.11.2013, S. 13.
- ⁷ Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (MiFID II), ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 349ならびに Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.5.2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 84.
- ⁸ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 1. なお、その約 2 か月後の2014年 6 月12日には、市場操縦における刑事制裁についての指令が制定され

- ている（Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie), ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 179)。
- ⁹ Vgl. Veil, Europäische Kapitalmarktunion – Verordnungsgesetzgebung, Instrumente der europäischen Marktaufsicht und die Idee eines „Single Rulebook“, ZGR 2014, S. 544, 545-546.
- ¹⁰ Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, Brüssel, den 30.9.2015, COM (2015) 468 final, S. 3 (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&qid=1483053532301&from=DE> において参照できる)。
- ¹¹ Europäische Kommission, Aktionsplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 3.
- ¹² Europäische Kommission, Aktionsplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 3.
- ¹³ Europäische Kommission, Aktionsplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 3.
- ¹⁴ Vgl. Europäische Kommission, Aktionsplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 3.
- ¹⁵ Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 46.
- ¹⁶ Vgl. Europäische Kommission, Aktionsplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 3-4.
- ¹⁷ なお、Pötzsch, Aktuelle Schwerpunkte der Finanzmarktregulierung – national, europäisch, international, WM 2016, S. 11, 14では、資本市場の促進および金融市場の安定化に係る措置が適切なバランスをとり続けることが重要であり、安定した金融市場だけが資金調達機能を持続的に果たすことができることを指摘する。
- ¹⁸ 資本市場同盟に関するドイツの経済諮問委員会の認識について検討するものとして、古内博行「ドイツ経済諮問委員会の資本市場同盟観」国際金融1282号6頁以下（2016）を参照。なお、その他、資本市場同盟に言及するわが国の文献として、本稿では神山哲也「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」野村資本市場クォーターリー19巻2号177頁（2015）ならびに大橋義晃「欧州委員会による資本市場同盟アクションプラン—『リテール金融サービス』のための単一市場の構築」証券レビュー56巻7号148頁以下（2016）のほか、古内博行「欧州資本市場同盟に関する一考察」千葉大学経済研究31巻2号49頁以下（2016）を参照した。
- ¹⁹ アンナ・ヒル「EU『資本市場同盟』構想」資本市場360号75頁（2015）。
- ²⁰ Europäische Kommission, Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, Brüssel, den 18.2.2015, COM (2015) 63 final (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_de.pdf において参照できる)。
- ²¹ Europäische Kommission, Aktionsplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 1.

- ²² なお、資本市場同盟に係る種々の資料については、http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_de.htm において参照できる。
- ²³ Europäische Kommission, Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Investitionsbank – Eine Investitionsinitiative für Europa, Brüssel, den 26.11.2014, COM (2014) 903 final/2, S. 5 f.
- ²⁴ ユンケル氏の政治指針については、Jean-Claude Juncker, Ein neuer Start für Europa: Meine Agenda für Jobs, Wachstum, Fairness und demokratischen Wandel – Politische Leitlinien für die nächste Europäische Kommission, Straßburg, 15.7.2014 (http://ec.europa.eu/priorities/docs/pg_de.pdf において参照できる) を参照。資本市場同盟 (Kapitalmarktunion) という用語は、この指針の7頁、21頁、35頁において登場する。
- ²⁵ European Commission, Consultation Document: An EU framework for simple, transparent and standardized securitization, Brüssel, 18.2.2015. これについては、http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/securitisation/index_de.htm において参照できる。
- ²⁶ European Commission, Consultation Document: Review of the Prospectus Directive, Brüssel, 18.2.2015. これについては、http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/prospectus-directive/index_de.htm において参照できる。
- ²⁷ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 4; Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 45.
- ²⁸ 欧州議会の決議については、Europäisches Parlament, Entschließung des Europäischen Parlaments zu der Schaffung einer Kapitalmarktunion (2015/2634 (RSP)) を参照 (<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P8-TA-2015-0268+0+DOC+PDF+V0//DE> において参照できる)。これに対し、理事会の結論については、Rat der EU, Schlussfolgerungen des Rates zum Aktionsplan der Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion を参照 (http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2015/11/40802204742_de.pdf において参照できる)。
- ²⁹ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 7.
- ³⁰ Kumpan, Die Europäische Kapitalmarktunion und ihr Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen, ZGR 2016, S. 2, 3.
- ³¹ European Commission, Consultation Document: Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action, Brussels, 3.10.2013, p. 6 (http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf において参照できる) では、「背景—ファイナンス・ギャップ」において、EU の中小企業は銀行融資に頼ることが多いが、銀行は、金融危機以降、融資においてより制限的 (restrictive) になったほか、

中小企業に係る資金調達の内容は、大規模な会社に係る資金調達の条件よりもいっそう困難であることが指摘されている。

³² Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 3-4.

³³ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 7.

³⁴ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 4.

³⁵ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 4.

³⁶ Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 46.

³⁷ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 3.

³⁸ Vgl. Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 46.

³⁹ Vgl. Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 46.

⁴⁰ 以下、Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 46による。

⁴¹ Europäische Kommission, Kapitalmärkte und KMU in der EU (http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/capital-markets-and-sme-in-eu_de.pdf において参照できる)。

⁴² Empfehlung der Kommission vom 6.5.2003 betreffend die Definition der Kleinunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen (2003/361/EG), ABl. EU Nr. L 124 v. 20.5.2003, S. 36における付録の第1節2条1項を参照。

⁴³ この事実については、Deutsche Bank Research, Mittelstandsfinanzierung im Euroraum: Neue Lösungen für ein altes Problem, 13.1.2015, S. 3 (http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD000000000348811/Mittelstandsfinanzierung+im+Euroraum:+Neue+L%C3%B6sung.pdf において参照できる) における「現実経済のバックボーンをなす中小企業 (KMUs bilden das Rückgrat der Realwirtschaft)」を参照。

⁴⁴ なお、Schmidt, Das Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion – EU-Kapitalmarkt 4.0?, GPR 2015, S. 129, 130でも、銀行への依存はEUの国民経済に「ショックを与えやすい (Schockanfälliger)」ものであるため、銀行への依存は引き下げられなければならないという示唆はきわめて重要であると指摘されている。

⁴⁵ これについては、Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 11 ff. を参照。

⁴⁶ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 11の「3.2 中小企業のための投資家基盤の拡張 (Verbreiterung der Anlegerbasis für KMU)」を参照。

⁴⁷ Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EU L 345 v. 31.12.2003, S. 64. なお、本指令については、大崎貞和「EUにおける目論見書統一指令の採択」資本市場クォーターリー7巻2号70頁以下(2003)を参照。

- ⁴⁸ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 11.
- ⁴⁹ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 11.
- ⁵⁰ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 12.
- ⁵¹ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 12.
- ⁵² Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 12 f.
- ⁵³ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 14.
- ⁵⁴ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 15 f.
- ⁵⁵ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 16.
- ⁵⁶ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 16.
- ⁵⁷ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 14, 17. なお、EUにおけるクラウドファンディングについて、松尾健一「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」金融商品取引法研究会研究記録56号2頁以下（2016）において検討されている。
- ⁵⁸ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 5.
- ⁵⁹ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 4.
- ⁶⁰ Vgl. Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 11.
- ⁶¹ これについては、Zeidler, Stabile Hausbankbeziehung ist wettbewerbsentscheidend, Börsen Zeitung, 15.2.2014 (<https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=1&artid=2014032800>において参照できる)。
- ⁶² Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 11-12.
- ⁶³ Richtlinie 2003/71/EG, a. a. O. (Fn. 47).
- ⁶⁴ Empfehlung der Kommission vom 6.5.2003, a. a. O. (Fn. 42), S. 36.
- ⁶⁵ Empfehlung der Kommission vom 6.5.2003, a. a. O. (Fn. 42), S. 39の付録第1節2条1項を参照。
- ⁶⁶ Empfehlung der Kommission vom 6.5.2003, a. a. O. (Fn. 42), S. 39の付録第1節2条2項を参照。
- ⁶⁷ Empfehlung der Kommission vom 6.5.2003, a. a. O. (Fn. 42), S. 39の付録第1節2条3項を参照。
- ⁶⁸ Empfehlung der Kommission vom 6.5.2003, a. a. O. (Fn. 42), Erwägungsgrund (4), S. 36を参照。
- ⁶⁹ Richtlinie 2014/65/EU, a. a. O. (Fn. 7), S. 349.
- ⁷⁰ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 13.
- ⁷¹ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 13.
- ⁷² Vgl. Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 13.
- ⁷³ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 14.
- ⁷⁴ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 14.
- ⁷⁵ 第二次金融商品市場指令（Richtlinie 2014/65/EU, a. a. O. (Fn. 7), S. 349）の検討理由（Erwägungsgrund）第86号、4条1項10号および11号ならびに付録IIを参照。

⁷⁶ Vgl. Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 14.

⁷⁷ Vgl. Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 15.

⁷⁸ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 15.

⁷⁹ Europäische Kommission, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist (2015/0268 (COD)), Brüssel, den 30.11.2015, COM (2015) 583 final, S. 59-60.

⁸⁰ もっとも、ミニマム・ディスクロージャー制度において使用される規格での縮小された情報ならびに最適なフォーマットの確定については、欧州委員会が委任された法的行為の枠内において行われ、かつ欧州証券市場監督局（ESMA）が最適なフォーマットでの目論見書の作成についての中小企業のためのガイドラインを策定する（目論見書規則案15条3項、4項）。

⁸¹ European Commission, a. a. O. (Fn. 26), S. 13.

⁸² Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 21.

⁸³ Verordnung (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26.10.2014 über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (PRIIP), ABl. EU Nr. L 352 v. 09.12.2014, S. 1における基本情報媒体紙（Basisinformationsblätter）に相当するものである。

⁸⁴ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 21.

⁸⁵ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 7.

⁸⁶ 2015年上半期におけるドイツの倒産数は、1万1,100件（2014年上半期は1万2,060件）であり、その79.8%（前年度は80.4%）は5名未満の従業員の企業であったとされ、またすべての企業倒産のうち7.5%（前年度は7.1%）は、処分可能な基本資本が2万5,000ユーロ以下のいわゆる有限責任事業会社（いわゆる Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)）に該当するものであった（<https://www.creditreform.de/nc/aktuelles/news-list/details/news-detail/insolvenzen-in-deutschland-1-halbjahr-2015.html> において参照できる）。後者の有限責任事業会社の概要については、丸山秀平『ドイツ有限責任事業会社（UG）』（中央大学出版部・2015）2頁以下を参照。

⁸⁷ この事件は、個人投資家が、バスや鉄道の中吊り広告から享益権を購入すれば8%の表面利回りを得ることができると魅了され、投資した結果、当該企業が危機に陥るや否や、多数の投資家が一斉に解約し、投資資金を引き揚げようと試みたことから、約7万5,000人の小口投資家に数億ユーロの損害が発生したものである（久保寛展「ドイツにおける投資型クラウドファンディングの実態とその法的対応」鳥山恭一＝中村信男＝高田晴仁〔編〕『現代商事法の諸問題—岸田雅雄先生古稀記念論文集』（成文堂、2016）345頁）。

⁸⁸ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 16.

⁸⁹ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 16.

⁹⁰ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 10.

⁹¹ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 17.

⁹² Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 17.

⁹³ 目論見書の公表義務に係る有価証券目論見書法 3 条 1 項、販売目論見書の公表義務に係る財産投資法 6 条。

⁹⁴ 有価証券目論見書法 3 条 4 項。

⁹⁵ Europäische Kommission, a. a. O. (Fn. 79).

⁹⁶ Richtlinie 2003/71/EG, a. a. O. (Fn. 47).

⁹⁷ European Commission, Survey on the access to finance of enterprises (SAFE), Analytical Report 2014, November 2014, p. 85 (<http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/7504/attachments/1/translations/en/renditions/native> において参照できる) によれば、2014年度の調査において、EU の28か国の構成国における成長が期待できる中小企業の資金調達の目標額について、2万5,000ユーロ未満が13%、2万5,000ユーロ以上9万9,999ユーロまでが25%、10万ユーロ以上24万9,999ユーロまでが19%、25万ユーロ以上100万ユーロまでが18%、100万ユーロ以上が14%（合計89%）、その他11%であると報告されている。

⁹⁸ この場合の多角的取引システムとは、2014年の第二次金融商品市場指令 4 条 1 項22号によれば、「当該システム内においてかつ自由な裁量に任されないルールに従って、金融商品の売買に係る多数の第三者の利益が引き合わされる、証券会社もしくは市場運営者によって営まれる多角的なシステム」として定義される。

⁹⁹ 目論見書指令 1 条 1 項、3 条 3 項から明らかなように、当該指令は規制市場での取引に適用される。

¹⁰⁰ Vgl. Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 19.

¹⁰¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014, a. a. O. (Fn. 8).

¹⁰² 自由取引市場は、第二次金融商品市場指令 4 条 1 項22号および市場濫用規則 3 条 1 項 7 号の意味における多角的取引システムである（Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 22 Fn. 108）。

¹⁰³ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 22.

¹⁰⁴ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 10.

¹⁰⁵ Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. 06. 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 646/2012, ABl. EU Nr. L 176 v. 27.06.2013, S. 1.

¹⁰⁶ 自己資本規則431条 4 項 1 文では、「金融機関は、融資を依頼した中小企業およびその他の企

業の要求に応じて、信用評価に関する決定を説明し、かつ当該企業の求めに応じて書面によって当該決定の根拠を示す」旨が規定される。

¹⁰⁷ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 23.

¹⁰⁸ Europäische Kommission, Grünbuch, a. a. O. (Fn. 20), S. 15.

¹⁰⁹ Vgl. Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 23.

¹¹⁰ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 23.

¹¹¹ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 24.

¹¹² Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 24.

¹¹³ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 24.

¹¹⁴ これに関連して、Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 10によれば、実務における情報交換を容易にすることで、市場を介して資金調達を得たい中小企業が、すべての構成国において効果的な情報源と支援を受けることができるよう配慮されている。

¹¹⁵ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 24.

¹¹⁶ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 25.

¹¹⁷ Vgl. Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 25.

¹¹⁸ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 11によれば、この新たな資金調達の可能性について情報を伝達する国内で整備されたインフラは、当該インフラが国境を越えて結びつくことで、EU全域において外部の資金提供者と、資本を求める中小企業を引き合わせる情報提供システムのための基盤として利用でき、これによって、中小企業は各国の重要な諸事情に通じることができるとともに、EUのレベルで重要な財務データや信用データを投資家に提供する可能性も有することになるとされる。

¹¹⁹ Verordnung (EU) Nr. 1287/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11.12.2013 über ein Programm für die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen und für kleine und mittlere Unternehmen (COSME) (2014-2020) und zur Aufhebung des Beschlusses Nr. 1639/2006/EG, ABl. EU L 347 v. 20.12.2013, S. 33, 35における検討理由第17号を参照。なお、エンタープライズ・ヨーロッパ・ネットワークの任務については、当該規則10条を参照。

¹²⁰ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 26.

¹²¹ 第二次金融商品市場指令33条では、多角的取引システムが中小企業の成長市場として位置づけられている。

¹²² Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 30-31.

¹²³ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 31.

¹²⁴ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 31.

¹²⁵ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 13; Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 31. もつ

とも、これによれば、5,000万ユーロないし1億ユーロの間での大規模な株式公開の場合には、5%ないし8%の範囲内でしかないとされる。

¹²⁶ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 13.

¹²⁷ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 31.

¹²⁸ Richtlinie 2014/65/EU, a. a. O. (Fn. 7), S. 349.

¹²⁹ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 31-32.

¹³⁰ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 13; Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 32.

¹³¹ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 32.

¹³² Vgl. Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 32.

¹³³ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 13.

¹³⁴ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 32.

¹³⁵ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 32.

¹³⁶ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 12.

¹³⁷ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 12.

¹³⁸ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 12.

¹³⁹ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 12.

¹⁴⁰ その意義については、European Commission, a. a. O. (Fn. 31), pp. 3.

¹⁴¹ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 7.

¹⁴² 2014年12月31日時点において活動しているEUの22カ国のプラットフォーム数は510社に及んでいる（これについては、European Commission, Crowdfunding: Mapping EU markets and event study, 20.9.2015, p. 21 (http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/20150930-crowdfunding-study_en.pdf において参照できる)を参照)。

¹⁴³ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 8.

¹⁴⁴ Europäische Kommission, Aktionplan, a. a. O. (Fn. 10), S. 8.

¹⁴⁵ Kleinanlegerschutzgesetz vom 3. 7. 2015, BGBl I Nr. 28, S. 1114.

¹⁴⁶ クラウドファンディングに係るドイツの実態と財産投資法での規制については、久保・前掲注(87) 331頁以下においてすでに検討している。

¹⁴⁷ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 34.

¹⁴⁸ Kumpan, a. a. O. (Fn. 30), S. 34.

¹⁴⁹ Vgl. Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 50.

¹⁵⁰ Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 50.

¹⁵¹ Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 50.

¹⁵² Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 50.

¹⁵³ Hopt, Die Schaffung einer Kapitalmarktunion in Europa – langwierig und schwierig, aber notwendig, EuZW 2015, S. 290.

¹⁵⁴ Heuer/Schütt, a. a. O. (Fn. 1), S. 50.

¹⁵⁵ 日本経済新聞2016年6月28日15面によれば、「資本市場同盟（CMU）の旗振り役として尽力してきたヒル氏の退任で、欧州の資本市場統合の夢は幻と消えつつある」と指摘される。