



FSA Institute

Discussion Paper Series

東京市場の国際的な魅力を高めるための、制度・規制改革
や市場整備の諸施策についての理論的視座の構築

坂和 秀晃

DP 2014-9

2015 年 2 月

金融庁金融研究センター
Financial Research Center (FSA Institute)
Financial Services Agency
Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

東京市場の国際的な魅力を高めるための、制度・規制改革や 市場整備の諸施策についての理論的視座の構築

坂和 秀晃*

概要

本研究では、東京市場が国際金融センターとしての役割を果たすためには、どのような要素が重要になってくるかを展望するために、現状の国際金融センターランキングの調査・分析を行っている。本研究の具体的内容としては、国際金融センターランキングや東京市場のアンケート調査の定性的分析と実証分析の 2 点を行っている。得られた結論は、以下の 3 点にまとめられる。第一に、国際金融センターランキングの分析から、東京市場は、総合的には評価されているものの、今後の成長・発展性という点では、東京市場の評価が高くないことが明らかになった。第二に、実証分析の結果から、国際金融センターランキングの高い市場の上場企業が、成長性の期待が高い研究開発投資比率を実現しているわけではないことが示された。最後に、企業統治の質の高い企業が上場する金融センターほど、国際金融センターランキングが高まることが明らかになった。

キーワード：国際金融センターランキング・東京市場・企業統治

* 名古屋市立大学大学院経済学研究科准教授（金融庁金融研究センター特別研究員）

本稿の執筆に当たり、渡邊成行課長補佐（金融庁）・池田宜睦（現証券取引等監視委員会総括調整官、元金融庁政策課課長補佐）のご協力を頂いた。特に、本研究の内容について、様々なご指摘・示唆を頂いたことで本研究の価値を飛躍的に高められたと感じている。又、本研究で使用するデータを収集するに当たり、三ツ本晃代課長補佐（金融庁政策課（当時））・泉隆一郎（現ラトガース大学大学院経済学博士課程、元金融庁金融研究センター専門研究員）のご協力を頂いた。あわせて、感謝の念を示したい、尚、本研究で示される見解は、執筆者個人のものであり、金融庁及び金融研究センターの公式見解ではない。

1. はじめに

本研究では、様々な視点から国際金融センターとしての東京市場の魅力を検証することを目的とする。1990 年代後半に始まった金融自由化以降、我が国においては、間接金融中心の金融システムから直接金融を中心とする金融システムへの脱却のための方策が多く取られている。2000 年代には、東証・大証・名証の主要 3 市場（Primary Markets）にとどまらず、北は札幌証券取引所から南は福岡証券取引所まで、数多くの新規上場の為の金融市場が形成されている。2006 年度から 2008 年度という世界金融危機前時点における世界 21 カ国の IPO 市場の比較を行った Zattoni and Judge (2012)では、日本の IPO 市場が時価総額・IPO 件数ともにこの時期には、世界第一位であったことを報告している。一方で、同書第 10 章において日本の IPO 市場を考察した Sakawa and Watanabe (2012)では、企業統治という面から見ると、他国に比して、十分に整備されているとは言い難いことを示している。特に、その内部統制に関しては、「社外取締役」や「独立取締役」の任用率の低さや「取締役会構成員」の中に、十分な会計・ファイナンス・法律といった企業経営にアドバイスを行う上で重要な知識を有する専門家(Expertise)が含まれていないことなどを明らかにしている。このように、2000 年代以降の我が国の金融市場は、金融自由化の流れに乗り、直接金融の比重を高め、IPO 市場等を拡充することに一定の成果を得ているものの、企業統治などの観点からは、十分とは言い難い現状にある¹。本研究の目的としては、このような我が国の金融市場の現状を様々な角度から考察するとともに、今後の我が国の金融市場が「国際金融センター」としての役割を果たすために、進むべき道筋に対して一定限のインプリケーションを与えることである。

本研究では、第一に多様な国際金融センターランキング調査を概観することから、現状の東京市場には、他の市場と比較してどのような強みがあるのか、あるいは今後改善の必要のある弱みがあるのかといった点についての考察を行う。国際金融センターランキングとしては、世界の金融センターを対象とした 2 つの国際調査：Xinhua-Dow Jones のランキング調査と GFCI のランキング調査が、一般公開されており、海外の投資家に対してのアンケート調査を行うなど幅広い調査を行っており、優れた調査であると考えられることから、これらの 2 調査の分析を行う。2 つの国際ランキング調査の内容を比較検討することによって、「東京市場」と「ニューヨーク」・「ロンドン」といったその他の国際金融センターとの優劣が生じる要因を明らかにすることが可能となる。2 つの国際調査は、世界各国の市場関係者に対するアンケート調査を下にしているという意味で、国際比較には適している。一方で、国際調査という都合上、その調査項目は比較可能な点に限定されるという問題点

¹ La Porta et al. (1998; 1999; 2000)では、企業統治の国際比較については、アングロサクソン諸国のような株式の分散保有型の国と集中保有型の国の相違を加味する必要があることを指摘している。

もある。すなわち、東京市場の個別具体的な取り組みといった事項に関しては、反映されにくいという問題点がある。「東京市場」自体を個別に注目した分析を行うという意味では、「東京市場」個別のアンケート調査結果を参照することで、様々な項目についての市場関係者の調査結果を窺い知ることが重要になる。したがって、東京市場の金融市場としての調査を行った分析結果を紹介している対木（2009；2010）を紹介することで、東京市場個別の魅力を分析する。

第二に、本研究においては、東京市場の実態を分析するための実証研究を行う。他国の金融センターと東京市場の金融センターとの比較を行うために、FTSE Global Midcap に含まれる世界の企業が 10 社以上上場しており、ISSC 社の企業統治スコア（Corporate Governance Quality）も上場企業の内、10 社以上について報告されている 6 個の金融センターの比較を行う²。魅力ある金融センターの上場企業は、投資家の高い関心を引く必要がある。したがって、本稿では、商業ベースのアンケート調査で明らかになった投資家が要求する要件である（1）「高い企業業績」・（2）「成長性を実現するための研究開発投資」・（3）「質の高い企業統治メカニズム」といった要因を高い金融センターほど満たしているかどうかといった点を検証する。得られた実証結果は、以下のようにまとめられる。

第一に、国際金融センターランキングの高い市場の上場企業ほど、高い企業業績(Tobin's Q)を実現していることが明らかになった。第二に、国際金融センターランキングの高い金融市場の上場企業の方が、企業統治の質が高いことが明らかになった。最後に、研究開発投資と国際金融センターランキングの間には有意な関係性を見出すことができなかった。これらの結果から、金融センターの魅力を高めるためには、上場企業の企業統治の質を高めていくことが重要であることが示唆される。その意味では、東京市場の国際的な魅力を高めるためにも、様々な面での企業統治改革を行うことが重要になってくるというインプリケーションが導出できたと考えられる。この点に関しては、東京証券取引所の独立役員任命要請や本年、金融庁が機関投資家に対する受け入れを要請している「日本版スチュワードシップコード」の導入³などにより、企業統治の質自体が今後高まっていくことが予想できる。Financial Times (2013)では、スチュワードシップコードの導入による企業統治の質の高まりが、独立役員比率の低さといった日本企業の企業統治の質を低めている要素と考えられる問題の解決に資するだろうというコメントを行っている。このように、海外のメディアからも、日本の企業統治改革に関する期待は高い。したがって、現状の企業統治改革を推進していくことが、国際金融センターランキングの向上に資すると考えられる。

² CGQ スコアについては、機関投資家のアドバイス業務を果たし、同業務で国際展開を果たしている ISS 社が、十分なディスクロージャーの行われている企業に対して評価して点数をつけているので、その企業が 10 社程度以上あることが、国際金融センターとしての一つの要件と考えられると判断した。ISS 社の業務については、宮島・保田(2012)等でも言及されているので、そちらを参照されたい。

³ 同コードの基本的考え方については、金融庁(2014)にまとめられているので、そちらを参照されたい。

本研究の構成は、以下のようになる。次節において、国際的な金融市場ランキングと国内のアンケート調査の結果をまとめて分析することで、東京市場の実態を明確にし、今後の課題についての展望を行う。第 3 節においては、世界の主要な金融センターと東京市場の比較を行うための実証分析の手法についての説明を行う。第 4 節において、第 3 節で得られた実証結果の解釈を行う。最後に、本研究のまとめを第 5 節において行うこととする。

2. 金融市場ランキングによる東京市場の位置づけ

金融市場の国際比較を行う上で、他国の金融市場に上場している企業が 2 重上場を行う市場はより魅力が高いと考えられる。Pagano et al. (2002) では、欧米の 2 重上場を行っている企業についての調査を行い、米国企業がヨーロッパの証券取引所に上場する場合よりも、ヨーロッパの企業が米国のニューヨーク証券取引所・NASDAQ 証券取引所に上場を行う場合が多いことを明らかにしている。その上で、米国市場への上場企業は、海外への売上拡大・株式による資金調達による急激な拡大 (Rapid Expansion) を志向していて、特に成長性が高いと見られるハイテク産業に属する企業が 2 重上場を行った場合、他企業に比して、その後の企業パフォーマンスが高まることを明らかにしている。次に、Karolyi (2006) の研究では、米国に 2 重上場する企業の内、企業統治のメカニズムが整っている企業、特にエージェンシー問題が小さく、市場の透明性が高く、ディスクロージャーも積極的に行っている企業は、企業パフォーマンスが高まることを示している。これらの先行研究から以下の 2 点の帰結が示唆される。第一に、米国市場の方が、ヨーロッパ市場に比して、2 重上場する国際企業が多い。この点については、資金調達を行う際に、米国市場の方が巨額の投資資金を集めることが可能であるためと考察できる。第二に、投資家サイドから考えれば、米国市場は、「企業統治」の制度・ディスクロージャー規制などの上場規制・SEC の規制当局の監視が厳格であり、「成長性の高い」と判断できる投資先に巨額の投資を行う場合の市場としては、優れていると見なせる。したがって、成長性の高い上場企業が資金調達を容易に行いやすいと考えられる。以上の先行研究の帰結は、(1) 成長性が高い・(2) ディスクロージャー等が積極的に行われ、エージェンシー問題の可能性も小さいなど企業統治のメカニズムが整備されているといった 2 要件を満たす企業が上場する金融市場が、投資家サイドからは、魅力的であると考えられる。投資家サイドの魅力の高い金融市場においては、投資家の取引が幅広く進むため、市場流動性が高まることが予想される。(1)については、国内の先行研究でも同様の帰結が得られている。坂和(2014)では、名証単独上場企業と東証の 2 重上場企業の差を比較して、2 重上場企業の方が、市場流動性が高いという帰結を得ている。

(2)については、米国で 2000 年に導入された Regulation FD (Fair Disclosure)の結果、導入後の期間は導入前の期間に比して、市場流動性が高まることが実証されている (Lee et

al. (2004))。Bush et al. (2004) は、Regulation FD 導入後の期間において、ディスクロージャーの増えた企業における個人投資家の取引が増加したこと等を示している。我が国においても、四半期業績の開示を要請した 2002 年においては、四半期開示を導入した企業の方が、その他の企業に比して、投資家間の非対称情報が緩和されるという実証結果が得られている（生方・坂和(2007)）。又、メインバンクからの貸出を受けているというメインバンク関係のある企業の方が、そうでない企業に比して、市場流動性が高くなるという実証結果が得られている(Sakawa et al. (2014))。このことは、我が国においては、メインバンクによるモニタリング機能が、企業統治の重要な役割を果たしているという先行研究 (Aoki (1990), Aoki et al. (1994), Hoshi et al. (2010)等) と整合的である。

以上のような観点からは、投資家サイドにとっては、金融市場のルールや監視メカニズムの厳格性といった要件が魅力ある金融センターの一つの要件となってくると考えられる。Cummings et al. (2009) の研究では、世界の主要取引所のルールについての調査を行っている。彼らの研究では、「取引ルール」について、①市場操作 (Market Manipulation) を防止するルール・②インサイダー取引規制・③ブローカーの投資家に対するエージェンシー問題の 3 点から調査した取引ルールインデックスを作成している。結果として、ニューヨーク証券取引所・NASDAQ に関しては、成文化されたルールが 23 個・26 個とそれぞれ多数ある一方で、東京証券市場に関しては、3 個しかルールが存在しないとされている。このことは、海外の投資家からみて、東京市場のルールが不十分であると考えられ、その魅力が低くされている可能性があることを示唆している⁴。

本節では、このような学術的な先行研究の実態が、実際の金融センターの魅力と整合するかどうかを検証するために、2.1 節において、近年の国際的な商業ベースの金融センターランキングを参照する。次に、2.2 節においては、東京市場個別の魅力という視点からの調査研究を概観し、より詳細な点についての東京市場の魅力についての検証を行う。2.3 節においては、国内外のランキング調査から抽出される「魅力ある」金融センターの姿についての分析・解釈を行う。

2.1 国際金融センターのランキング調査について

国際的な金融市場間の競争が顕在化する中、より良い金融市場を設計(Market Design)するためには、様々な観点から多国間の金融市場の比較を行う必要がある。対木(2009)では、「国際金融センター」の条件として、金融商品・金融取引・投資家の「国際化」が進んでいることを挙げている。しかしながら、それぞれの金融市場がこのような要件をどの程度満たしているかを検証するためには、定量的なデータのみで測定することは困難である。特に、

⁴ 同調査は、英文化されているルールを調査したため、日本のルール数が低くカウントされている可能性がある。その意味では、国際的な金融セクターとしての東京市場の魅力を高めるためには、ルールの英文化を促進することが重要になると考えられる。

「国際化」の実体については、国際的に活動を行う投資家が、その市場を「国際化」が進んでいると捉えるかどうかが重要になる。その意味で、実際の投資家の評価を調査した上で、それぞれの市場が「国際金融センター」としての要件を満たしえるかを判断する必要があることになる⁵。この点に関しては、2 種類ほどの商業ベースの調査が有名であるので、その 2 種類の調査を参照したい。まず、世界的に著名な Dow Jones 社と新華社通信社の共同調査による“Financial Sector Index”という調査があるので、この調査について、その概要を紹介することとする。

Dow Jones 社と新華社通信社の共同調査 (Xinhua-Dow Jones (2012,2013)) では、世界の主要な 45 都市あまりに存在する代表的な金融市場を金融センターとして捉え、これらの都市を調査対象としている。金融市場取引が北米・欧州・東アジアの市場において発展していることから、取引量の多い市場のみを調査対象とすると、対象地域の偏りが生じる可能性がある。同調査では、ランキングで取り上げる金融センターの地域の偏りを防ぐために、北米・ヨーロッパ・アジアに加えて南米・アフリカなどの都市をも調査対象として加えている。従って、同調査の結果は、世界の金融市場・金融センターを地域横断的に比較する点で有用であると考えられる。

同ランキングは、世界各地の証券関係者 3000 名以上によるアンケート調査を下にして、証券使用の利用者から見た金融センターの諸要素についての調査を行っている。したがって、Bloomberg 社などのデータ・ベンダーから提供される証券市場の取引データなどに基づく定量的 (Quantitative) なデータのみにとどまらず、利用者の主観から見た定性的 (Qualitative) なデータを収集できている点に特徴がある。同調査の回答者については、70%が金融業界の専門家であり、60%が上級幹部 (Senior Executive) である。加えて、45 都市間で回答者の割合が一定になるように調整を行っている。

⁵ それぞれの国際金融センターの定性評価については、補論で説明を行っているため、そちらを参照されたい。

図表 1 Xinhua- Dow Jones Financial Sector Index の経年の推移

順位	2013年	2012年	2011年	2010年
1	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク
2	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン
3	香港	東京	東京	東京
4	東京	香港	香港	香港
5	シンガポール	シンガポール	シンガポール	パリ
6	上海	上海	上海	シンガポール
7	パリ	フランクフルト	パリ	フランクフルト
8	フランクフルト	パリ	フランクフルト	上海
9	シカゴ	チューリッヒ	シドニー	ワシントン
10	シドニー	シカゴ	アムステルダム	シドニー

出所：Xinhua-Dow Jones (2012;2013)

(注)：Xinhua- Dow Jones Financial Sector Index より転記して、筆者作成。

上図表 1 は、ランキング調査の総合的な金融センターランキングの第 10 位までについて、過去 4 年間（2010～2013 年）の推移をまとめたものである。表 1 より、1 位がニューヨーク・2 位がロンドンという順位は、過去 4 年間不動であることが分かる。ニューヨークは、北米の金融センターとして、ニューヨーク証券取引所・NASDAQ 等の大規模取引所を抱えており、ウォール街では、日夜多くの取引が行われている。ロンドンは、シティーの金融街を中心に、数多くの取引が行われていることから、金融センターランキングが高くなっていると想定される。次に、東京市場については、アジアの金融センターを目指す方向性から、2000 年代の金融ビッグバン以降、数多くの改革が行われてきた。結果として、東京証券取引所の時価総額は世界 3 位の地位を保つなど、その取引量自体は多いこともあり、2010～2012 年までは、世界 3 位のランキング評価となっている。一方で、2013 年度からは、為替が円安傾向にあり、時価総額も減少していることや香港市場の整備が進んでいることもあり、世界 3 位の地位が香港市場に変わっていると想定される。その他のトップ 10 の都市としては、2013 年度に関しては、シンガポール・上海・パリ・フランクフルト・シカゴ・シドニーとなっている。第 9 位のシカゴについては、先物取引などの金融商品の多様性が評価されていると想定されるが、その他の都市に関しては、それぞれが地域の代表的な金融センターの役割を果たしている都市であると考えられる。

次に、Xinhua-Dow Jones 社の国際金融センター調査の内容について、考察する。同調査の質問項目は、大きく分けて、「金融市場」・「成長・発展性」・「産業界のサポート」・「サービス」・「一般環境」の 5 つのファクターが 20%ずつになるように構成されている。同調査のランキング対象 45 都市の中で、2012 年度現在で「東京」は第 3 位の地位を保ってい

る。このことは、世界各国の金融センター利用者から見て「東京」の地位が一定程度評価されていることを示している。近年の同社のファクター別ランキングについては、以下の下図表 2 に簡単にまとめている。図表 2 より、「成長・発展性」という要素では、上海・香港が 1 位・2 位に来るものの、「ニューヨーク」・「ロンドン」といった欧米を代表する金融センターの地位が不動の高さであることが分かる⁶。これらの都市に関しては、後述の図表 5 より、「流動性」に関しても十分に高い水準を保っていることが分かる。したがって、量的な意味・質的な意味の両面で世界を代表する金融センターとして成り立っていることが見て取れる。一方で、「成長・発展性」では第 1 位の評価を受けた上海市場は、「金融市場」では 6 位、産業サポートでは 5 位、「サービス」・「一般環境」では 10 位圏外となっており、欧米の成熟した金融センターと比して、発展途上の面が残っていることが分かる。

図表 2 Xinhua-Dow Jones の 5 つのサブスコアのランキング

順位	金融市場	成長・発展性	産業サポート	サービス	一般環境
1	ニューヨーク	上海	ニューヨーク	ニューヨーク	ロンドン
2	ロンドン	香港	ロンドン	ロンドン	ニューヨーク
3	東京	ロンドン	東京	東京	香港
4	香港	ニューヨーク	香港	香港	東京
5	シンガポール	シンガポール	上海	シンガポール	シンガポール
6	上海	北京	シンガポール	パリ	パリ
7	パリ	東京	北京	チューリッヒ	東京
8	フランクフルト	深圳	パリ	シドニー	チューリッヒ
9	シカゴ	パリ	シカゴ	フランクフルト	トロント
10	シドニー	ドバイ	フランクフルト	シカゴ	シドニー

出所：Xinhua-Dow Jones (2012;2013)

(注)：Xinhua-Dow Jones Financial Sector Index より転記して、作成している。

次に、総合ランキングでは第 3 位だった東京市場についてサブスコア・ランキングを考察すると、「金融市場」・「産業サポート」・「サービス」の 3 項目については、「ニューヨーク」・「ロンドン」には及ばないまでも第 3 位の評価を受けている。しかしながら、「成長・

⁶ 図表 5 より、「ニューヨーク」・「ロンドン」の両都市に関しては、上場時価総額に関しても十分に高い水準を保っていることから、成熟した金融センターとしての役割を果たしていると考えられる。

発展性」・「一般環境」といった 2 つの要素については、それぞれ 7 位・4 位に留まっている。又、細目を見ても、評価されているのは「国際通貨化しつつある円」の強みや「政府の大規模経済出動」といった項目のみであり、アジアの金融センターとしての意味あいでは、「香港」・「シンガポール」といった都市の評価が高い。2013 年度には、「東証」と「大証」の合併を行うための「日本取引所グループ」という持株会社を作るという形での金融市場の整備を行っているものの、そういった項目についての評価は高くないことが予想される。

二つ目の調査としては、Geneva Financial Centre (2013) という国際調査がある。同調査では、カタール政府が 2005 年に設立したカタールフィナンシャルセンターがスポンサーとして出資し、ロンドンのシンクタンクである Z/Yen グループの Long Finance が作成した GFCI (Global Financial Center Index) と称される金融センターランキングを報告している。同調査の結果は、以下の図表 3 の通りである。

図表 3 GFCI の金融センターランキングの経年推移

順位	2013年	2012年	ランキングの変化度合
1	ロンドン	ロンドン	変化なし
2	ニューヨーク	ニューヨーク	変化なし
3	香港	香港	変化なし
4	シンガポール	シンガポール	変化なし
5	チューリッヒ	チューリッヒ	変化なし
6	東京	ソウル	+1
7	ジュネーブ	東京	+2
8	ボストン	シカゴ	+3
9	ソウル	ジュネーブ	-3
10	フランクフルト	トロント	+3

出所：Geneva Financial Centre (2013)

(注)：ランキングの変化度合については、2012 年度と比して、上昇した金融センターを＋表示、下降した金融センターを－表示で表記している。

上図表 3 では、2012 年度と 2013 年度の GFCI のベスト 10 を記述している。1 位～5 位までは、ロンドン・ニューヨーク・香港・シンガポール・チューリッヒの 5 セクターが共通した順位になっている。東京市場に関しては、2012 年度には第 7 位・2013 年度には第 6 位となっており、Xinhua-Dow Jones 社のランキングより低く評価されている。この要因としては、全回答者 1513 名の内、ヨーロッパの回答者が 551 名を占めていることから、ヨーロッパのロンドン市場が 1 位・チューリッヒ市場が 5 位と高めの評価をなされている可能性が考えられる。一方で、北米地域の回答者は 261 名、アジア・太平洋地域の回答者は 334 名とそれぞれヨーロッパの回答者に比して少数であり、バイアスが生じている。この点を

加味すれば、地域別の回答者の調整を行っている Xinhua-Dow Jones ランキングにおける東京市場の第 3 位という総合評価の方がアンケート回答者によるバイアスが小さく、信頼性が高いと考えられる。

次に、以下の図表 4 では、GFCI のランキングについて、個別要素を考慮したランキングの詳細について考察を行う。GFCI では、「人材支援」・「ビジネス環境」・「市場アクセス」・「インフラ」・「競争」の 5 つの要素からなるサブスコアによっての評価をも行っている。同評価の結果、全 5 項目について、第 1 位から第 5 位までは、トータルスコアと同様に、ロンドン・ニューヨーク・香港・シンガポール・チューリッヒの順番になる。一方で、「東京」市場に関しては、「人材支援」が 6 位、「インフラ」・「競争」が 7 位、「ビジネス環境」・「市場アクセス」の 2 項目が 8 位という結果になっている。その意味では、トータルスコアで総合 7 位という結果と整合的である。

図表 4 GFCI の 5 つのサブスコアのランキング

順位	人材	ビジネス環境	市場アクセス	インフラ	競争
1	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン
2	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク
3	香港	香港	香港	香港	香港
4	シンガポール	シンガポール	シンガポール	シンガポール	シンガポール
5	チューリッヒ	チューリッヒ	チューリッヒ	チューリッヒ	チューリッヒ
6	東京	ジュネーブ	ジュネーブ	シンガポール	ソウル
7	ボストン	ボストン	ボストン	東京	東京
8	ジュネーブ	東京	東京	ジュネーブ	ジュネーブ
9	フランクフルト	フランクフルト	フランクフルト	ソウル	フランクフルト
10	トロント	シカゴ	シカゴ	フランクフルト	ソウル

出所：Geneva Financial Centre (2013)

(注)：Geneva Financial Centre (2013)より転記して、筆者作成。

次に、世界の各金融センターについて、その規模を比較するために、図表 5 において、世界の主要な証券取引所の時価総額をまとめている⁷。2012 年と 2013 年の 2 年間のデータ

⁷ 同データについては、世界の主要取引所についての基礎的なデータの収集を行っている World

を比較しているが、1位のNYSEユーロネクスト(US)が2013年度において、18兆ドル弱・2位のNASDAQ OMX(US)が6兆ドル余りと圧倒的な時価総額の大きさを誇っている。又、それぞれ2012年度からの伸び率が3割程度に上っており、米国のNYSEユーロネクスト(US)とNASDAQ OMX(US)と米国の2証券取引所の伸び率が非常に大きくなっている。このことは、米国の景気回復の影響で、米国の2市場の上場企業時価総額も回復していることを示唆している。第3位の日本取引所グループに関しては、大証合併分の効果と日経平均の回復にみられるような効果が大きく、日本円ベースでは50%の伸び率を示しているものの、Abenomicsによる円安の効果もあり、USドルベースでは、23%の伸びにとどまっている。4位のロンドン証券取引所、5位のNYSEユーロネクスト(ヨーロッパ)についても、概ね景気回復の影響で、時価総額を増加させている傾向にある。一方で、6位の香港証券取引所・7位の上海証券取引所については、中国経済の伸び率が鈍化しているためか、余り大きな変化は見られない状況である。

図表5 世界の主要証券取引所の時価総額比較

順位	証券取引所	2013 年	2012 年	伸び率 (USD)	伸び率 (現地通貨)
1	NYSE Euronext (US)	17,950	14,086	27%	27%
2	NASDAQ OMX (US)	6,085	4,582	33%	33%
3	日本証券取引所グループ	4,543	3,681	23%	50%
4	ロンドン証券取引所	4,429	3,397	30%	25%
5	NYSE Euronext (Europe)	3,584	2,832	27%	21%
6	香港証券取引所	3,101	2,832	9%	10%
7	上海証券取引所	2,497	2,547	-2%	-5%
8	トロント証券取引所	2,114	2,059	3%	10%
9	ドイツ証券取引所	1,936	1,486	30%	25%
10	スイス証券取引所	1,541	1,233	25%	21%

出所：World Federation of Exchange (2013)

(注)：データは、World Federation of Exchange が発行する WFE(2013)より転載している。尚、時価総額は、10 億 USD 単位で表記されている。

2.2 国内市場のランキング調査について

前節では、商業ベースの国際金融センターランキングについての調査を行った。商業ベースランキングの下となる指標は、数多くの金融センターに共通して測定できるスコア別の

Federation of Exchange (2013)に掲載されているものを利用している。

指標を積み上げて、総スコアを算出して比較するという方式での評価であった。したがって、各スコアの元となる質問項目については、共通比較可能な指標に限られるという面が大きかった。特に、「東京市場の魅力」を高めるための「個別の要素」を抽出するという意味では、物足りない部分も大きい。このような問題意識を解消するためには、国内市場の東京市場に限定して、細目の質問項目を構築した調査研究が必要となってくる。その意味で、国内の東京市場に注目したアンケート調査の分析を行っている対木（2009;2010）があるので、本節ではこの研究についての分析を行うことで、「東京市場の魅力」について検証する。

対木（2009;2010）では、国際金融センターとしての東京市場の現在・潜在的なプレーヤーである国内外の金融関係者に対するアンケート調査を実施することで、その実体を明らかにしようと試みている。対木(2009)の 2008 年度の調査では、海外投資家の 4 割弱が、「東京はアジアの中心的な金融センターである」と評価している一方で、国内投資家の 1/3 以上が、「東京市場は、シンガポール市場・香港市場に比して劣る」と評価していることが分かる。このことは、東京市場は、アジアの金融センターとしては期待されているものの、ニューヨーク・ロンドンといった世界的な国際金融センターよりは低い評価であることを示しており、Xinhua・Dow Jones (2012; 2013)のランキング調査と整合的である。

対木(2009)の調査では、東京市場の国際金融センターとしての魅力について、東京市場の利用者がどのように考えているのかの調査も行っている。海外投資家が評価した項目としては、「国内金融市場の大きさ」・「アジア圏との近さ・結びつき」・「多額の家計金融資産」・「政治的安定性」などが列挙される。一方で、国内投資家の評価としては、「治安の良さと安全性」という項目が非常に高く評価されている。このことは、日本の経済規模・地理的要因といった部分に起因する部分が多い。一方で、「ビジネスコスト」・「金融政策の信頼性」といった部分については、高評価が少ないことから、東京市場の魅力を高めるために、今後の取り組む課題としてあげられると考えられる。

東京市場の取り組むべき課題についての調査結果は、対木(2010)で示されている。東京市場の都市面での課題としては、「国際空港からのアクセス」・「英語を初めとする多言語への対応」といった面での課題が多く取り上げられている。又、規制緩和・税制・個人投資家育成といった面でも数多くの課題があることが示されている。Sassen (2013a)では、社会学の視点から「ニューヨーク」のような金融センターの国際化が金融センターへの都市機能の集中を起こす一方で、物価・地代の高騰を招き、貧困層が、都市から排除されるという意味の社会の不平等が進行する点を指摘している。このことは、都市周辺部でのスラム街の形成に繋がる危険性もあり、社会問題になる。その意味では、今後の東京市場の国際金融センターとしての発展を目指す際に、様々な機能を一極集中させる「ニューヨーク」型のモデルがふさわしいかどうかについての検証も行う必要があると考えられる⁸。

⁸ Sassen (2013b)は、2013 年 11 月 26 日に行われた金融庁カンファレンス「アジア取引所の未来」においてパネルディスカッションとして、講演された内容である。その際にも、グローバル

2.3 ランキング調査の解釈

本節では、2.1 節と 2.2 節で検証したランキング調査の結果をまとめて解釈を行う。2.1 節の 2 社の商業ランキングから明らかになった点としては、以下の 2 点にまとめられる。トータルスコアベースの国際金融センターランキングに関しては、Xinhua-Dow Jones 社では、東京市場のランキングが 4 位・GFCI では 6 位と評価が分かれる結果となった。この結果は、商業ベースのランキング評価者の地域性によるものと考えられる。すなわち、Xinhua-Dow Jones (2013) に比して、Geneva Financial Center (2013) の方がアンケート調査の回答者の地域性の偏りが大きく、ヨーロッパ地域の回答者が多いためであると考えられる。世界 1 位の国際金融センターの評価が、Xinhua-Dow Jones (2013) ではニューヨークとされているのに対し、GENEVA FINANCIAL CENTRE (2013) では、ロンドンとされていることがその表れであると考えられる。その意味では、商業ベースのランキングに関しては、アンケート調査の都合上、評価者の地域性といった要因によるバイアスも存在することになるため、1 つのランキングの評価のみを用いるのではなく、多様なランキングを比較分析することが重要になると考えられる。

次に、2.1 節と 2.2 節の商業ベースの国際金融センターのランキング調査のサブスコアの分析についての解釈を行う。Xinhua-Dow Jones (2013) において指摘されている「成長・発展性」・「一般環境」という要素と、Geneva Financial Center (2013) において指摘される「ビジネス環境」・「市場アクセス」といった東京市場が低く評価されている項目については、様々な要因が考えられる。「成長・発展性」という部分については、今後の経済発展が期待できる中国企業の取引を扱う香港・上海に比して、我が国の企業には大きな成長期待がされていないことが要因であると考えられる。この点に関しては、Pagano et al. (2002)・Karoyi (2006) 等の先行研究で指摘されるように、(1) 成長性が高い・(2) ディスクロージャー等が積極的に行われ、エージェンシー問題の可能性も小さいなど企業統治のメカニズムが整備されているといった 2 要件を、東京市場の上場企業が、他の国際金融センターの上場企業に比較して、十分に満たすことが重要になると考えられる。したがって、次節以降の実証分析において、現状を明らかにすることを試みる。

一方で、「一般環境」という要素や「ビジネス環境」・「市場アクセス」といった部分については、規制緩和によって解決できる部分であるとも考えられる。対木 (2009;2010) の調査においても、これらの要素に対応する個別課題と考えられる「国際空港からのアクセス」・「英語を初めとする多言語への対応」といった面での課題が取り上げられている。前者の点に関しては、羽田空港の国際線乗り入れ・後者の点に関しては、東証が上場企業に

化が進む現状においても、それぞれの地域の中核都市と金融センターには独自の特徴があるため、世界中が一つの巨大な国際金融センターに集約されるわけではなく、ある程度の規模の国際金融センターが分散的に併存するといった形になることが予想できると述べられている。

対する「株主総会の召集通知」を英文化するなど、少しずつ改革が進んでいる状況である。今後、これらの個別項目での環境整備を着実に進めることが、東京市場の国際金融センターランキングを高めていくために、必須の課題となると考えられる。

3. データ・実証仮説と実証方法

本章においては、代表的な金融センターの上場企業間の比較を行うために、商業ランキングなどで得られた魅力の高い金融センターが、実際に成長性・企業パフォーマンスの高い上場企業の上場を行っているのかといった点についての考察を行う方法論を説明する。近年、金融市場のグローバル化に伴い、金融センターの変遷も甚だしい。一方で、前節の調査結果からは、特定の国際金融センターは安定的に上位のランキングに入っていることが明らかになった。その意味では、上位のランキングに入っている国際金融センターの上場企業の特徴を明らかにすることは、今後の国際金融センター構築の指針を考察しているうえで、重要な課題となると考えられる。本節では、主要な金融センターの上場企業について得られたデータの説明とそれを用いた分析方法についての概説を行う。

本章の構成は、以下のようになる。3.1 節では、本研究で扱うデータの説明と記述統計量についての分析を行う。3.2 節では、実証分析を行う際の実証仮説の導出を行う。その上で、3.3 節では、実証モデル・実証方法の紹介を行う。

3.1 データと記述統計量

本節では、国際的な指数に含まれている銘柄間の比較を行うことで、金融市場間の比較に関する実証分析を行う。指数構成銘柄に関しては、グローバルなレベルでの投資家の投資対象先と考えられることから、投資家サイドも投資先の国際金融センターとしての役割を重視することが予想される。分析対象の指数を選択するに当たり、北米企業のみならず、幅広く世界の企業を含む指数として、FTSE Global Midcap を選択する。Bloomberg のデータベースから 2012 年度のデータについての取得を行った結果、取得可能な企業数が 1741 銘柄となった。その内、サンプル数が 10 社を下回る国の両ランキングの上位 10 位に入らない国・CGQ スコアのデータの欠損がある企業を除外した結果、米国・英国・日本・香港・シンガポール・ドイツの 6 カ国の国際金融センターの上場企業 311 社が分析の対象となった⁹。

⁹ 中国(メインランド)の企業については、CGQ データをはじめとする欠損が多く、分析基準を満たしていない。

図表 6 選択銘柄の記述統計・相関係数・金融センターの国別内訳

Part A 記述統計

	サンプル	平均	標準偏差	最小値	最大値
DJ ランク	311	3.460	1.157	1	6
GFCI ランク	311	4.084	1.372	1	6
ROA	311	4.575	6.987	-63.309	41.964
Tobin's Q	311	0.844	0.885	0.073	9.794
ln(Market Value)	311	21.916	0.832	19.153	26.126
R&D 比率	311	1.762	2.727	0.000	17.575
CG	311	36.104	24.985	0.100	99.800

出所：Bloomberg Database の FTSE Midcap 銘柄

(注)：DJ ランク・G F C I ランクの対象は、データをスクリーニングする過程で分析対象の国際金融センターが、米国・英国・日本・香港・シンガポール・ドイツの 6 カ国となるため、最小値は 1・最大値は 6 となっている。尚、GFCI ランクの方が、銘柄数の多い日本が DJ ランクより低いランク（数値は大きい）になっているため、平均値が大きくなっている。

Part B Pearson の相関係数行列

	1	2	3	4	5	6	7
1. DJ ランク	1.00						
2. GFCI ランク	0.88 *	1.00					
3. ROA	-0.01	-0.05	1.00				
4. Tobin's Q	-0.47 *	-0.54 *	0.18 *	1.00			
5. ln(Market Value)	-0.46 *	-0.43 *	0.12 *	0.31 *	1.00		
6. R&D 比率	0.00	0.10	0.07	0.02	0.02	1.00	
7. CG	-0.35 *	-0.62 *	0.07	0.44 *	0.16 *	-0.11 *	1.00

出所：Bloomberg Database の FTSE Midcap 銘柄

(注 1) DJ ランク、GFCI ランクは、それぞれ Xinhua-Dow Jones ランキング、GFCI の金融センターランキングに基づいている。ROA、Tobin's Q、Market Value は、Bloomberg からデータを収集し、ln(Market Value)は、Market Value に対数変換を行った。R&D 比率は、R&D を総資産で割ったものである。CG は、CGQ 指数スコアを表している。

(注 2)* $p < 0.05$

Part C 金融センターの国別のサンプル数

Germany	HK	日本	UK	Singapore	US	Total
10	51	185	18	10	37	311

出所：Bloomberg Database の FTSE Midcap 銘柄

(注)：各金融センター最低 10 以上の上場企業について、3 仮説の検証のために用いる変数に Bloomberg Database で欠損値がないという条件でスクリーニングを行った結果、以下のような国別のサンプル数となっている。

上図表 6 の Panel A では、本研究での分析対象企業の記述統計量をまとめている。まず、分析対象の 6 国の金融市場について、Xinhua-Dow Jones (2013)に基づく DJ ランクと Geneva Financial Center (2013)に基づく GFCI ランクの 2 個のランクを付ける。DJ ランクについては、1 位が米国、2 位が英国、3 位が香港、4 位が日本、5 位がシンガポール、6 位がドイツの順番となる。GFCI ランクについては、1 位が英国、2 位が米国、3 位が香港、4 位がシンガポール、5 位が日本、6 位がドイツの順番となる。以下では、この 2 つの商業ベースランキングの分析を進めていくこととする。サンプル企業の企業業績については、ROA が平均で 4.575 となっていることから、ある程度の高業績の企業が揃っていることが分かる。Tobin's Q については、平均 0.844 であり、サンプル数の多くが成熟企業であることを示唆している。R&D 比率については、平均 1.762 であるものの、最小値が 0.000、最大値が 17.575 であることから、研究開発投資を全く行っていない企業から、売上高の積極的な企業まで幅広いことが分かる。最後に、CGQ については、平均値が 36.104 であるものの、最小値が 0.100、最大値が 99.800 であるから企業間の差異が大きくなっている。

Panel B は、分析対象の変数間のピアソンの相関行列の係数を表している。まず、DJ ランクと GFCI ランクの相関係数は 0.88 で有意であることから、両ランキングには十分な相関があることが確認できる。又、両ランキングと Tobin's Q の間には、負で有意な相関があることから、ランキングの高い国際金融センターの上場企業ほど、企業業績が高い傾向にあることが確認できる。一方で、両ランキングと R&D 比率の間には、有意な関係は確認できなかった。最後に、両ランキングと CGQ の間には有意に負の関係が確認できることから、企業統治の質が高い企業ほど、国際金融センターランキングの高い市場に上場しているという関係にあることが分かる。又、Panel C は、国際金融センターの内訳を表しているが、日本企業が半数程度を占める状況になっている。

3.2 国際金融センター間の国際比較を行う実証仮説

本研究では、国際金融センターランキングを高めるための国際金融センターの「魅力」という点を考察するために、投資家から見た国際金融センターの上場企業の 3 点の「魅力」に注目する。1 点目の「魅力」としては、「上場企業の企業業績」の高さということが考え

られる。投資家の視点で考えると、企業業績の高い上場企業が数多く上場している金融センターほど、多くの投資リターンが期待でき、投資先としての魅力が高いと考えられるためである。2 点目の魅力としては、「上場企業の企業統治」の質という点が挙げられる。Xinhua-Dow Jones (2013)のランキング調査、Karolyi(2006)の研究においても、「ディスクロージャー」・「エージェンシー問題の少なさ」といった要因が米国市場の評価を高くしていることが示唆されている。したがって、「エージェンシー問題」を緩和するための企業統治メカニズムが整っている上場市場ほど、国際金融センターとしての魅力が高いことが想定される。3 点目の魅力としては、「上場企業の成長性」である。成長性が高い企業が数多く上場している市場ほど、投資先としての魅力が高くなると予想される。本稿では、これらの 3 点の魅力について、以下で実証仮説を立てて検証を行う。

第一に、上場企業の企業業績と国際金融センターランキングの関係についての仮説を構築する。国際市場間での企業業績を横断的に比較するために、Tobin's Q と ROA の 2 指標を用いて検証を行う。国際金融センターでの投資を行う投資家は、高い投資リターンを期待していると考えられることから、企業業績の高い企業が多く上場する金融センターでの投資を好むと考えられる。したがって、以下の仮説 1a,1b を立てて検証する。

仮説 1a

上場企業の企業業績の高い金融センターの方が、Xinhua-Dow Jones 社の国際金融センターランキングが高くなる。

仮説 1b

上場企業の企業業績の高い金融センターの方が、GFCI 社の国際金融センターランキングが高くなる。

第二に、研究開発投資と国際金融センターランキングの関係についての仮説を立てる。Pagano et al. (2002) の研究では、世界の別の金融センターに 2 重上場などを行う企業は、今後の成長性が高く、幅広い投資家からの資金調達を必要としているために、2 重上場を行うことを示している。その意味では、今後の成長のための研究開発投資比率 (R&D Intensity) が高い企業が上場する金融センターほど、幅広く資金調達がしやすい金融センターであると考えられ、国際金融センターランキングも高くなることが想定される。したがって、以下の仮説 2a・2b を構築して、検証を行うこととする。

仮説 2a

上場企業の研究開発投資比率(R&D 比率)の高い金融センターの方が、Xinhua-Dow Jones 社の国際金融センターランキングが高くなる。

仮説 2b

上場企業の研究開発投資比率(R&D 比率)の高い金融センターの方が、GSFI 社の国際金融センターランキングが高くなる。

最後に、企業統治の質と国際金融センターランキングの関係を考察する。企業統治の質を国際的に比較する際には、G_Index (Governance Index) という形のインデックスを作成して比較されることが多い。Gompers et al. (2003) においては、企業統治の質を形成すると思われるファクターを抽出して、それらのファクターの合計点をスコアする形のインデックスを作成している。彼らの作成した G_Index は、機関投資家への助言などを行う IRRC 社(Investor Responsibility Research Center)のデータを下にしており、4つのサブスコアに基づいて計算されている。G_Index については、IRRC 社が、同様の CGQ (Corporate Governance Quality) のデータを Bloomberg などのデータ・ベンダーに提供しているので、本研究では CGQ のデータを用いて、企業統治の質の代理変数として扱うこととする。

日本の上場企業の株式リターンとG_Indexの関係については、Bauer et al. (2008)の研究において実証分析が成されている。企業統治の質が高い企業ポートフォリオと、低いポートフォリオ間の株式パフォーマンスについて、4ファクターモデルを用いて検証を行った結果、企業統治の質が高い企業ポートフォリオの方が、低いポートフォリオに比較して15%程度パフォーマンスが高いことを示している。このことは、日本の企業市場においても、企業統治の質の高い企業の方が投資家に評価されていることを示している。

本稿では、Gompers et al. (2003)・Bauer et al. (2008)の実証結果に倣って、企業統治の質の高い企業を投資家は選好すると予想する。すなわち、投資家から企業統治の質の高いと考えられる企業の上場が盛んに行われる金融センターほど、金融センターとしての評価が高まり、国際市場ランキングが高くなることが予想される。したがって、Xinhua-Dow Jones社とGFCI社の国際市場ランキングが高い金融センターの上場企業の方が、CGQスコアが高くなるという以下の仮説3a・3bを立てることが可能になる。

仮説 3a

上場企業の CGQ スコアの高い金融センターの方が、Xinhua-Dow Jones 社の国際金融センターランキングが高くなる。

仮説 3b

上場企業の CGQ スコアの高い金融センターの方が、GFCI 社の国際金融センターランキングが高くなる。

3.3 実証方法

本節では、3.1 節において構築した実証仮説の検証を行うための実証方法についての説明を行う。国際金融センターランキングを被説明変数として採用する。ランキング自体は、アンケート調査によって得られた様々なスコアの総点の高い順に各国際金融センターに付していったものであるため、スコア総点を潜在変数(Latent Variables)としていいると考えられる。ここでは、潜在変数の値自体は公表データでないため、ランキングの数値を被説明変数として扱うこととする。すなわち、ある金融センターに属する企業 i の潜在変数の値を y_i^*

とすると、企業 i の属する金融センターのランキングの数値を y_i とする。この時、潜在変数 y_i^* の説明変数として、ランキングの高い国際金融市場の上場企業の特徴を表す(1)企業業績・(2)企業統治の質・(3)研究開発投資といった変数を考えることができるため、以下の式(1)が成り立つと考えられる。

$$y_i^* = \alpha + \beta_1 Performance_i + \beta_2 CGQ_i + \beta_3 R \& D_i + \sum \beta_j control_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

ただし、国際金融センターのランキングの数値を示す y_i は、潜在変数の範囲によって、以下の(2)式のように表される。実証分析の分析対象の国際金融センターは、米国・英国・日本・香港・シンガポール・ドイツの 6 カ国であるので、この 6 カ国について、Xinhua-Dow Jones 社と GFCI 社のランキングに基づいて、1 位から 6 位までのランキングを割り振った変数を、下式の y_i として定義する。

$$y_i = \begin{cases} 1, y_i^* \geq \mu_1 \\ 2, \mu_2 \leq y_i^* < \mu_1 \\ 3, \mu_3 \leq y_i^* < \mu_2 \\ \vdots \\ 6, y_i^* < \mu_5 \end{cases} \quad (2)$$

ここで、(2)式で表される閾値： μ_i に関しては、(1)式の α, β_i と同様の未知のパラメータであるため、Ordered Logit モデルを用いた最尤推定を行うことで、推定する必要がある。ただし、 ε_i はロジスティック分布に従う。

推定式の説明変数としては、企業業績(Performance)の変数として、ROA と Tobin's Q を、企業統治の質 (CGQ) の変数として、ISS 社の作成する G-Index の変数を、研究開発投資の変数として、研究開発投資の金額を前年の資産規模で割り引いた R&D Intensity を採用する。又、コントロール変数としては、各企業の規模をコントロール変数として、時価総額を対数変換した(ln (Market Value))を用いることとする。企業規模が大きい企業が上場している金融市場ほど、規模が大きくランキングが高くなると想定されることから、符号条件は負であると予想される。

4. 実証結果

本章では、前節で説明を行った実証モデルの結果についての説明と解釈を行う。推定結果は、以下の図表 7 の通りである。図表 7 の(1)では、DJ ランク (Xinhua-Dow Jones のランキング) に基づく実証結果・(2)では、GFCI ランク (GFCI 社のランキング) に基づく実証結果をそれぞれ報告している。両ランキングを被説明変数とした推定を行うことにより、上述の 3 仮説の推定結果のロバスト性についての検証を行うこととする。図表 7 では、説明変数としては、3 仮説を検証するための変数を選択した推定を行っている。すなわち、企業業績(Performance)の変数として、ROA と Tobin's Q を、企業統治の質の変数として、CGQ 変数を、研究開発投資比率の変数として、R&D Intensity を選択しており、コントロール変数として ln (Market Value))を用いている。下図表 7 では、Ordered Logit モデルの推定結果を報告している¹⁰。

¹⁰ 本稿では、係数推定値の符号とその有意性のみ注目しているため、図表 7 の推定結果では、相対限界効果の値を示していない。

図表 7 推定結果

	(1) DJ ランク	(2) GFCI ランク
ROA	0.029 (1.64)	0.022 (1.38)
Tobin's Q	-0.849 *** (-3.88)	-1.010 *** (-4.60)
ln(Market Value)	-0.956 *** (-6.09)	-0.918 *** (-5.70)
R&D 比率	0.021 (0.47)	0.067 (1.46)
CG	-0.026 *** (-4.45)	-0.053 *** (-8.30)
サンプル数	311	311
Pseudo R2	0.175	0.276
LR chi2	135.80 ***	213.80 ***

出所：Bloomberg Database の FTSE Midcap 銘柄

(注 1) DJ ランク、GFCI ランクは、それぞれ Xinhua-Dow Jones ランキング、GFCI の金融センターランキングに基づいている。ROA、Tobin's Q、Market Value は、Bloomberg からデータを収集し、ln(Market Value)は、Market Value に対数変換を行った。R&D 比率は、R&D を総資産で割ったものである。CG は、CGQ 指数スコアを表している。

(注 2) * $p < 0.05$ 、** $p < 0.01$ 、*** $p < 0.001$

上図表 7 の結果から、企業業績の変数としては、ROA は有意な結果を得ることはできなかったものの、Tobin's Q に関しては有意に負の結果を得ている¹¹。このことは、企業業績の高い企業が上場している国際金融市場ほど、DJ ランク・GSFI ランクで測定した国際金融センターランクが高くなることを表しており、仮説 1a・1b と整合的な結果となっている。次に、R&D Intensity に関しては、DJ ランク・GFCI ランクの双方について、有意な結果を得ることはできなかった。すなわち、仮説 2a・2b は成立していないことが明らかになった。これは、Pagano et al. (2002) の研究と相反する結果である。しかし、この結果は、国際的な金融危機の影響等で、世界各国のグローバル企業の研究開発投資などが十分に回復していない影響である可能性などが考えられるため、今後数年間のランキング推移との関

¹¹ ROA の方が Tobin's Q よりもサンプル間の変動が大きいため、有意な結果が得られていないと考えられる。

係性などを検証する必要があることを示唆している。

最後に、ISS 社が計測した企業統治の質を表す CGQ(G_Index)についても、DJ ランク・GFCI ランク双方について、有意に負の結果を得ることができた。このことは、企業統治の質の高い企業が上場する国際金融センターほど、国際金融センターランキングが高くなることを示しており、仮説 3a・3b が成り立つことを示している。その意味では、現在の政権下で取り組まれている「独立役員任命の要請や任命しない場合の理由書提出」や「スチュワードシップコードの制定」といった企業統治改革を着実に推進することが、東京市場の国際金融センターランキングを高めていく上で重要であると考えられる。

5. 結論と今後の課題

本研究では、Xinhua-Dow Jones 社と GFCI 社の 2 種類の国際金融センターランキングと東京市場に特化したアンケート調査である対木(2009;2010)の 3 種類の金融センターランキングの分析を行った。まずは、2 種類の国際金融センターランキング調査自体を分析することで、今後の東京市場が「国際金融センター」ランキングを高めるために必要な要因の分析を試みた。次に、「国際金融センター」間の上場企業を比較することによって、東京市場の上場企業と他の主要金融センターである米国・英国・香港・シンガポール・ドイツの上場企業との比較を行った。その際に、先行研究である Pagano et al. (2002)と Karolyi (2006)で指摘される上場企業自体の業績に加えて、上場企業の企業統治の質や将来の成長期待を示す研究開発投資比率との関係性についての実証分析を行った。本研究で得られた結論は、以下の 3 点にまとめられる。

第一に、2 種類の国際金融センターランキング並びに対木(2009;2010)による国内の東京市場調査について定性的に分析した結果、東京市場は、上場企業の規模・市場取引の多さといった「金融市場」自体の機能については、評価されているものの、「一般環境」といった部分での評価が十分にされていないことが明らかになった。この点に関しては、対木(2010)においても、「国際空港へのアクセスの悪さ」や「英語をはじめとする多言語への対応」といった部分が指摘されている。現状においても、羽田空港の国際化・東証が要請を行っている株主召集通知の英文化といった形などで、少しずつ改善が進んでいる状況ではある。しかしながら、国際金融センターランキング調査に参加する海外の金融関係者の評価を十分に高めるまでには至っていないため、今後更なる改善が必要となると予想される。

第二に、Xinhua-Dow Jones(2013)の金融センターランキングでは「成長・発展性」という部分でも十分に評価はされていない。この点に関しては、先行研究の Pagano et al. (2002)と Karolyi (2006)でも、金融市場の規模を拡大する際の重要な要件とされている。本研究の実証分析では、「研究開発投資」を成長期待の代理変数とした検証を行った結果、国際金融センターランキングとは有意な関係を見出すことはできなかった。

最後に、「企業統治の質」に関しては、企業統治の質が高い企業の上場する国際金融センターのランキングが高くなるという実証結果を得ることができた。このことは、企業統治改革を進めることが、東京市場の国際金融センターとしての位置づけを強固にすることを示唆している。現状において、海外メディアも注目しており (Financial Times (2013))、金融庁が促進しているスチュワードシップコードの制定などの改革や東証の要請する独立役員の任命・株主召集令状の英語化といった様々な企業統治改革が重要であると考えられる。東京市場が、世界の国際金融センターとしての確固たる位置づけを確立するためにも、今後の改革が期待される。

補論：国際金融センターランキングについて

本稿で使用した 2 社の国際金融センターランキングについては、それぞれ金融センター間のランキングを計算するための総スコアを計算するために、5 つのサブスコアを計算している。そして、5 つのサブスコアについて、ほぼ 20% ずつの割合で評価することから、総スコアの計算を行い、そのスコアに基づいたランキングを公表するという作業を行っている。それぞれの国際金融センターランキングでは、定量的なデータに加えて、アンケート調査を用いた定性的なデータを加えたスコア評価をしている点に特色がある。本補論では、それぞれの国際金融センターランキングのスコアについて、どのような定性的なデータを収集しているのかといった点から簡単に概観する。

補論 1.1 Dow Jones-Xinhua ランキングについて

Dow-Jones-Xinhua (2012;2013) では、アンケート調査の質問票による項目と各金融センターの市場・上場企業の実態などに関するデータの両方を、5 種類のサブスコアに基づいて行っている。同サブスコアについては、各種指標からの定量的なデータからの計算に加えて、新華社通信が実施したアンケート調査に基づいた指標を用いた計測を行っている。Xinhua 社が実施した質問票においては、Q 1～Q 6 までの質問では回答者の属性に関する質問を行っている。具体的な国際金融センターの 5 項目についての内容としては、Q 7 において直接的に以下のような質問項目が調査されている。

Q7a: Of the cities you understand, which do they perform well in Financial markets?
Q7b: Of the cities you understand, which do they perform well in Growth and development?
Q7c: Of the cities you understand, which do they perform well in Industry support?
Q7d: Of the cities you understand, which do they perform well in Service levels? Q7e :
Of the cities you understand, which do they perform well in General environment?

上記の質問は、回答者が分かる限りの都市について、「金融市場」・「成長・発展性」・「産業サポート」・「サービス」・「一般環境」についての主観を尋ねる質問項目となっている。すなわち、回答者の知りえる金融センターの中から、それぞれの回答者が上述の 5 項目について評価できると考える都市を挙げていき、全回答者の回答の多い都市のサブスコアが高くなり、結果的にサブスコアに基づくランキングも高くなるという方法に基づいて評価を行っている。

また、サブスコアに関するより、詳細に関わる質問としては、「金融市場」・「成長・発展

性」・「サービス」・「一般環境」に関わる質問項目として、Q8 で以下の質問を行っている。

Q8a Of the cities you understand, which do they perform well in terms of insurance services offered?

Q8b Of the cities you understand, which do they perform well in terms of Science and technology innovation potential?

Q8c Of the cities you understand, which do they perform well in terms of work and life environment?

Q8d Of the cities you understand, which do they perform well in terms of talent attractiveness?

Q8 の質問は、Q8a が、回答者の既知の金融センターに関する「金融市場」の要素の一つとしての保険業の発達度合を、Q8b が、「成長・発展性」の要素としての科学技術の発展可能性を、Q8c が、「サービス」の一つとしての生活環境の質について、Q8d が、当該金融センターの人材の観点からの質問をそれぞれ行い、回答者の主観を問う形式になっている。Q7 に比して、具体的な質問項目であることから、より正確に金融センターに関する細目評価を検証することが可能な質問項目となっている。Q9 以降の質問については、BRICS などの成長性が高いと考えられる国際金融センターに絞った質問項目であるため、本補論では割愛する。

補論 1.2 Geneva Financial Center ランキングについて

Geneva Financial Center (2013)では、96 種類の Instrumental Factor と呼ばれる各金融センターのデータを収集することに加えて、Online Survey を使用して、2379 名から金融センターの競争力についてのアンケートを行って、定性的データを収集している。それぞれの項目についての調査を5つの要素である「人材」・「ビジネス環境」・「市場アクセス」・「インフラ」・「競争」に分割したスコアに基づくランキングについても調査を行っている。具体的な Online Survey のアンケート調査票に関しては、Dow Jones-Xinhua とは異なって公開されていないものの、アンケートの回答を常時、世界中のアンケート回答者から得ることが可能になる。

参考文献

- [1]. 生方雅人・坂和秀晃 (2007) 「注文駆動型市場における IR 活動のスプレッド要因への影響」、『現代ファイナンス』、第 22 巻、pp. 97-113.
- [2]. 金融庁 (2014) 「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」 (<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/>)
- [3]. 坂和秀晃 (2014) 「証券市場の変遷期の名証上場企業の市場流動性」『国際地域経済研究』、第 15 巻、pp. 17-29.
- [4]. 対木さおり (2009) 「国際金融センターとしての東京市場の地位と課題 その 1－東京の国際金融センターに関するアンケート調査結果から」『三菱総合研究所所報』Vol. 51, pp. 180-198.
- [5]. 対木さおり (2010) 「国際金融センターとしての東京市場の地位と課題 その 2－東京の国際金融センターに関するアンケート調査結果から」『三菱総合研究所所報』Vol. 52, pp. 98-108.
- [6]. 宮島英昭・保田隆明 (2012) 「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するかー内外機関投資家の銘柄選択の分析を中心としてー」、『金融庁金融研究センター』、DP 2011-11.
- [7]. Aoki, M. (1990) “Towards an economic model of the Japanese firms”, *Journal of Economic Literature*, 28, pp. 1-27.
- [8]. Aoki, M., Patrick, H. and Sheard, P. (1994) The Japanese main bank system: An introductory review, In Aoki, M. and Patrick, M. (Eds.) *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies* (pp. 1-50). Oxford University Press.
- [9]. Bauer, R., Frijns, B., Otten, R., and Tourani-Rad, A. (2008), “The Impact of Corporate Governance on Corporate Performance: Evidence from Japan”, *Pacific-Basin Finance*

Journal 16, pp. 236 –251.

- [10]. Bushee, B., Matsumoto, D., Miller, G., (2004), “Managerial and Investor Responses to Disclosure Regulation: The Case of Reg FD and Conference Calls”, *Accounting Review*, 79, pp. 617 - 643.
- [11]. Cummings, D., Johan, S. A., Li, D., (2009), “Exchange Trading Rules,” *TILCE Discussion Paper* No. 2009-003.
- [12]. Financial Times (2013), Japan investors face UK-style financial code, December 26.
- [13]. Geneva Financial Centre (2013), The Global Financial Center Index 13
(http://www.geneve-finance.ch/sites/default/files/pdf/2013_gfci_25march.pdf)
- [14]. Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A., (2003), Corporate Governance and Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp. 107-156.
- [15]. Hoshi, T. and Kahsyap, A. K. (2010), “Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed?: Eight Lessons from Japan”, *Journal of Financial Economics*, 97, pp. 398-417.
- [16]. Karolyi, G. A. (2006), “The World of Cross-Listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom”, *Review of Finance*, 10, pp. 99-152.
- [17]. La Porta, R., Lopez-de-silanes, F. and Shleifer, A. (1999) “Corporate ownership around the world”, *Journal of Finance* 54, pp. 471-517.
- [18]. La Porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998) “Law and finance”, *Journal of Political Economy* 106, pp. 1113-1155.
- [19]. La Porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000) “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics* 58, pp. 3-27.
- [20]. Lee, C. I., Rosenthal, L., and Gleason, K. (2004), “Effects of Regulation FD on Asymmetric Information”, *Financial Analysts Journal*, 60, pp. 79-89.
- [21]. Pagano, M., Roell, A., and Zechner, J., (2002), “The Geography of Equity Listing: Why do

Companies List Abroad?”, *Journal of Finance*, 57, pp. 2651-2693.

- [22]. Sakawa, H., Ubukata, M. and Watanabel, N. (2014) “Market Liquidity and Bank-dominated Corporate Governance: Evidence from Japan”, *International Review of Economics and Finance*, 31, pp. 1-11
- [23]. Sakawa, H. and Watanabel, N. (2012) “Corporate Governance and Initial Public Offerings in Japan”, In Zattoni, A. and Judge, B. (Eds.) *Corporate Governance and Initial Public Offerings: An International Perspective* (pp. 238-261). Cambridge University Press,
- [24]. Sassen, S. (2013a) “A Strong Financial Center Contributes to Inequality”, *Live Mint & The Wall Street Journal*, January 29, 2013.
- [25]. Sassen, S. (2013b) “The Growing Importance of Specialized Difference”, In Panel Discussion: The Role of Tokyo Market in Asia, *JPX-JFSA Joint Conference: The Future of Asian Markets and Exchange*, November 26, 2013.
- [26]. Xinhua-Dow Jones (2012), International Financial Center Index 2012, (http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/meth_info/Xinhua_Overview.pdf)
- [27]. Xinhua-Dow Jones (2013), International Financial Center Index 2013, (http://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/meth_info/Xinhua_Overview.pdf)
- [28]. World Federation of Exchange (2013), 2013 WFE Market Highlight, January 28, 2014. (http://www.world-exchanges.org/files/2013_WFE_Market_Highlights.pdf)
- [29]. Zattoni, A. and Judge, W. (2012), Corporate Governance and Initial Public Offerings: An International Perspective, *Cambridge University Press*.



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7 号館 金融庁 15 階

TEL: 03-3506-6000 (内線 3293)

FAX: 03-3506-6716

URL: <http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>