

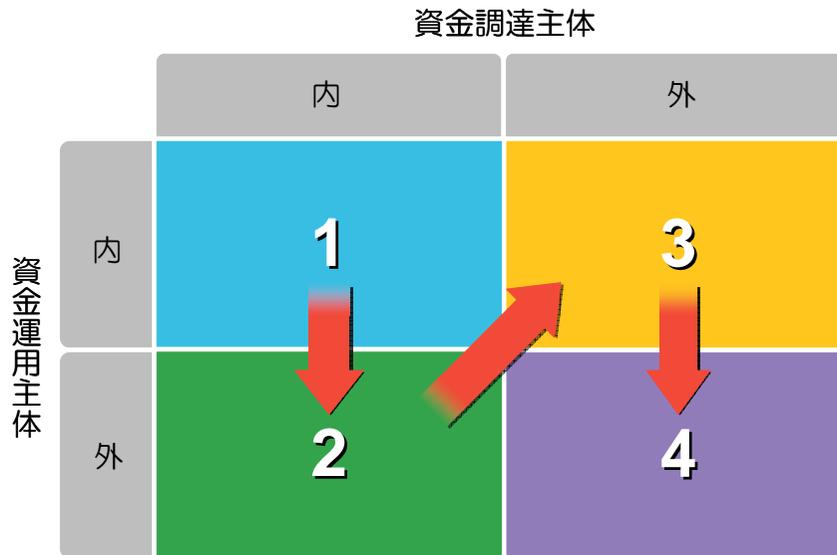
わが国金融・資本市場の国際化について

2007年2月16日

野村資本市場研究所

淵田 康之

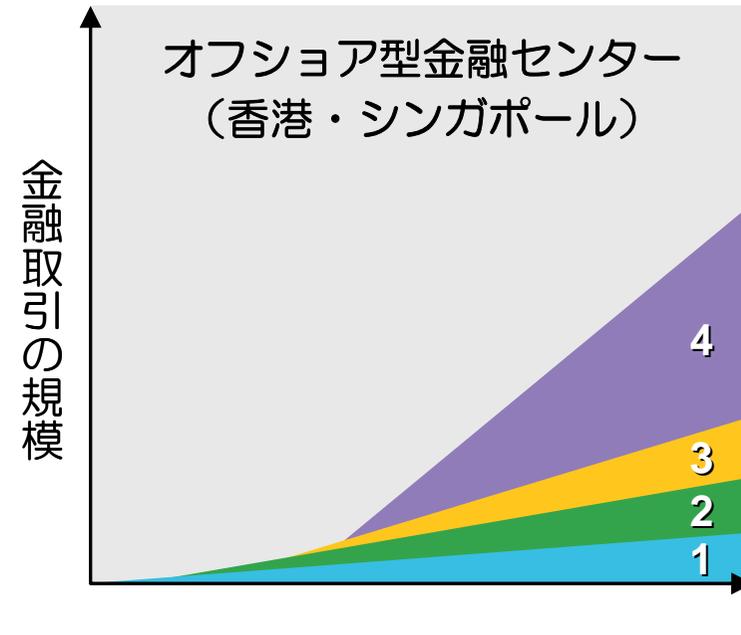
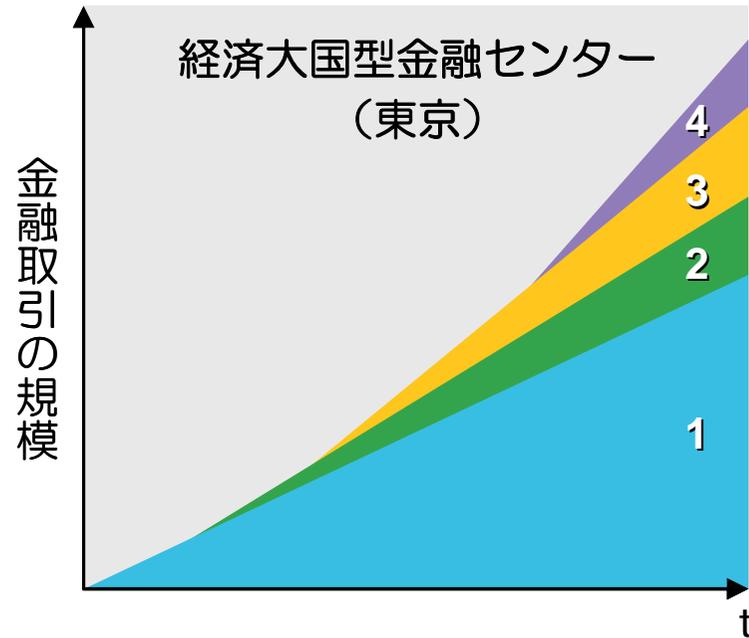
経済発展と金融・資本市場の国際化(典型例)



1. 発展初期: 国内企業が国内資本を活用し成長
2. やがて海外投資家が注目: 対内資本投資が活発化。これを支える市場、仲介ビジネスが発達
3. 経常黒字化・外貨準備蓄積: 対外資本投資の時代へ。
4. 国際的に信頼される国家・市場: 外-外の取引の仲介の場としても発展

(注) 以上は、「経済発展→金融・資本市場の国際化」という因果関係に注目しているが、「金融・資本市場の発展及び国際化→経済発展」という因果関係も確認されている。ただし金融・資本市場の国際化が経済危機につながるリスクも指摘されている(Mishkin, NBER(2005))

国際的な金融・資本市場の二つの類型



- ロンドンは、かつての大国型からオフショア型の側面を強めていった
- 香港は、オフショア型から大国型に。ただし上海との棲み分け

基幹産業としての金融サービス業・ 戦略インフラとしての国際金融センターという発想

- 金融センターへのプロセスは市場型金融へのプロセス
 - － 前記の発展過程では市場型金融化も進む。相対取引は地域分散的。市場型金融においては、各種のプロが集積し、大口取引の執行・約定・清算を効率的かつ迅速・正確に処理できる制度・システムインフラを持つセンターの役割が重要に
 - － このことはオフショア型金融センターの発展を可能とする効果
 - 歴史的には実物経済の発展を背景に、大国にて国際金融センターが自然発展。しかし市場型金融においては、小国が人為的に国際金融センター機能を整備し、外-外ビジネスを吸引・育成することも可能
- 昨今、各地域で国際金融センター機能強化を目指す動きが活発化
 - － 大国、小国を問わない流れに
 - － 背景1 金融のグローバル化： 自国市場を強化しなければ、金融取引も企業もより良い市場を求めシフトする時代
 - － 背景2 経済のグローバル化： 国際的な産業・企業立地の新たな最適化プロセスの加速→ハイテク産業であり知識集約型産業である金融サービス業を、基幹産業の一つとして定着させようとの発想が各地で台頭

昨今の事例①

- 上海市政府
 - 上海国際金融センター建設に関する第11次5ヵ年計画(2006年11月27日)
- 香港
 - 「2006～2007香港施政報告」(2006年10月11日)
 - 海外優良企業上場促進、人民元業務拡大、商品先物市場研究、中国本土の保険会社のオフショア証券投資業務の取り込み、再保険市場等の拡大など
- シンガポール
 - 1997年後半より、MAS主導の金融セクター改革。98年2月にMAS内にFinancial Sector Promotion Department設置。資産運用業育成等で成果
 - 2003年4月、Financial Sector Incentiveスキーム。税制優遇等、金融業者誘致の環境を整備
 - 最近の重点分野は、プライベートバンキング、商品デリバティブ、REIT、イスラム金融(リー・シェンロン首相、2005年度予算に関する議会スピーチ)

昨今の事例②

- 韓国
 - 北東金融ハブ構想(2003年12月、ノ・ムヒョン大統領の政権公約)、2004年財政経済部に金融ハブ企画課設置、2005年7月、韓国投資公社(KIC)の設立等
- 米国
 - 米国資本市場規制に関する委員会中間報告(2006年11月30日)
 - グレン・ハバード(元CEA委員長)、ジョン・ソントン(元ゴールドマン社長)を共同議長に、著名人を集める。ポールソン財務長官も肯定的に言及
 - 規制関連(コストベネフィット分析、原則ベースの規制等)、訴訟関連、株主の権利、SOX404関連の改善を提言
 - ブルームバーグNY市長、シューマー上院議員(D, NY)の諮問によるマッキンゼーレポート(2007年1月22日)
 - 競争の焦点は、有能な人材、バランスの良い法・規制環境にシフトしていると強調
 - 米商工会議所、21世紀の米国資本市場規制に関する諮問会議
 - 2006年2月に設置。広汎なテーマで、各地でタウンホール・ミーティング等を開催。2007年2月に改革提案をまとめる予定

昨今の事例③

- 英国
 - シティ(Corporation of London)
 - 長年にわたり国際金融センターとしてのロンドンの競争力を調査し、提言
 - ブラウン財務相のイニシアティブにより、国際金融センターとしてのロンドンの地位強化の取組(2006年～)
 - 2006年10月にハイレベル・シティ・グループとの第一回会合
 - ①原則ベースの規制の維持、②ホールセール保険市場の現代化、③ロンドンにおけるプロフェッショナルな金融スキルの向上、④インドや中国を含む海外重要マーケットへのロンドン市場のプロモーション、を議論
- 日本
 - 「ロンドン、NYに比肩するわが国金融市場の強化」(安倍首相、政権構想)

留意点

- 国によって重点は異なる。大国型か、オフショア型かによっても重点は変化
 - オフショア型では、税等の優遇による取引、業者誘致に積極的
 - 先進国では「有害な税の競争」を避ける合意(96年リヨンサミット～)
- 資本市場振興が中心。デリバティブ市場や資産運用業も重要
- 昨今、米英共に、規制のあり方に高い関心
 - 米において会計基準同様、英の原則ベースの発想を支持する論調
 - 英においてベター・レギュレーション政策。過剰規制の見直し等
- 米においては、昨今の競争力強化論、規制見直し論に対し、投資家保護の立場からの批判や、ウォールストリートの業者の高収益体質への批判も聞かれる(New York Times, 2007/1/24など)

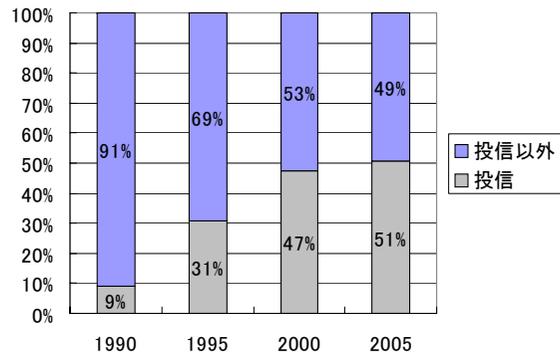
わが国のあり方(総論)

- 大国型金融センターとして実物経済の大きさ・強さを正當に反映した姿に
 - まずは「経済の足をひっぱらない金融」を
 - 不良債権問題を再発させない安定した金融システム＝「貯蓄から投資へ」の実現
 - その上で「経済に寄与する金融」を
 - リスクマネー供給、資源配分の効率化、生産性向上への寄与
 - 高齢化社会に向けた国民の資産蓄積への寄与
- さらに「基幹産業としての金融」を、わが国としても展望すべきか？
 - 「大国」の前提は、少子・高齢化、中国、インドの成長持続で早晚変化
 - 知識集約産業としての金融業の比較優位の確立という選択肢はありうる
- 過去(20年前、10年前)の教訓を踏まえる
 - 国際金融センター論で、関係者が徒にユーフォリアを抱く事態は避ける
 - 金融システム問題が発生すれば、国際金融センターどころではなくなる＝市場型金融振興(「貯蓄から投資へ」)のような重要度の高い根幹の問題への取組なしに、枝葉末節のアイデアの議論に終始すべきではない
- 国がすべきことと、地方、民間、市場に任すべきことは峻別する
 - 基本は投資家保護、金融システムの健全性。産業政策よりも競争政策を

1. 市場型金融の振興

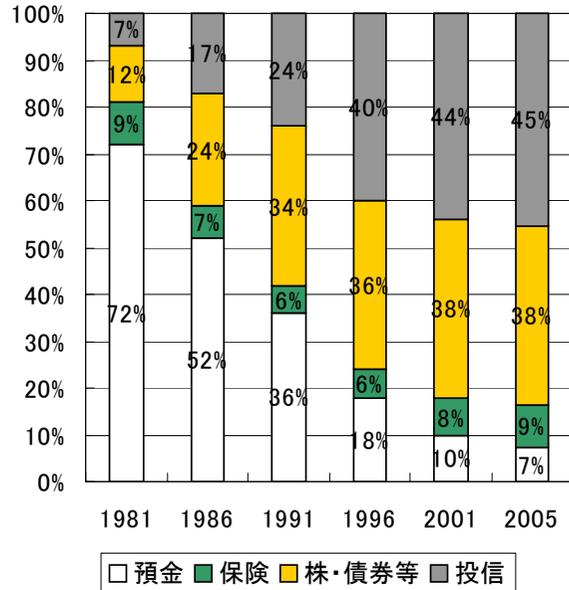
- 相対型金融分野の政策の見直し
 - － 決済用預金全額恒久保護措置の再考、金融機関間の健全な競争を促進
 - － 政府系金融機関改革の徹底
 - 政府系金融機関の低利貸出が、民間金融機関がリスクに見合った適正な金利を設定できず、また資本市場の発達を阻害している要因の一つである可能性(総務省政策評価書、2003年)
- 個人の資産形成促進＝税優遇スキーム
 - － 既に欧米に存在。高齢化問題等への対応としてより重視されつつある
 - 米のIRA(個人退職勘定)、401k、529プラン(高等教育貯蓄)、HSA(医療貯蓄)
 - 英のISA(個人貯蓄口座)、チャイルド・トラストファンド
 - － 投資信託の拡大に明確に寄与(Khorana他、JFE(2005))
- 企業財務行動に対する税の中立性
 - － 既に欧米では一定の対応
 - 欧州におけるインピュテーション方式
 - 米、配当・キャピタルゲイン税率の軽減(2003年導入。2010年まで延長決定)
- 以上の点で欧米と異なる枠組のままでは「貯蓄から投資へ」が実現しないのは当然。国際金融センターどころか経済の足を引っ張る金融のまま

米401kにおける資産選択



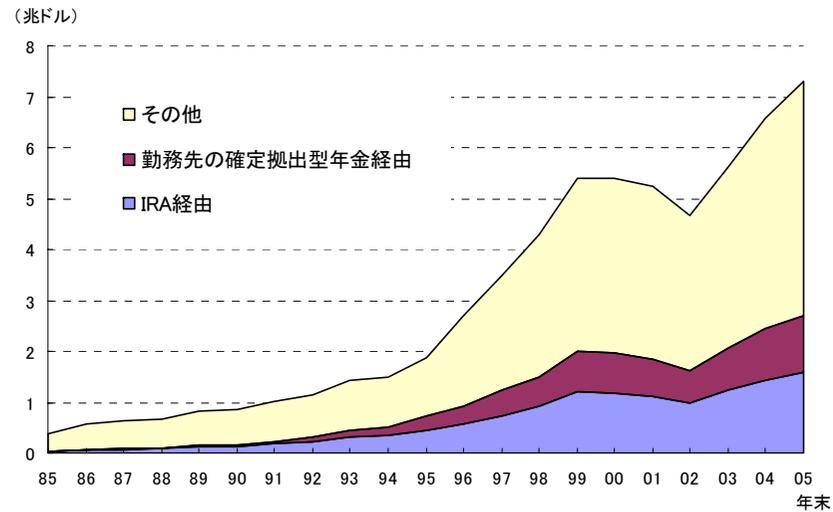
(出所)ICI

米IRAにおける資産選択



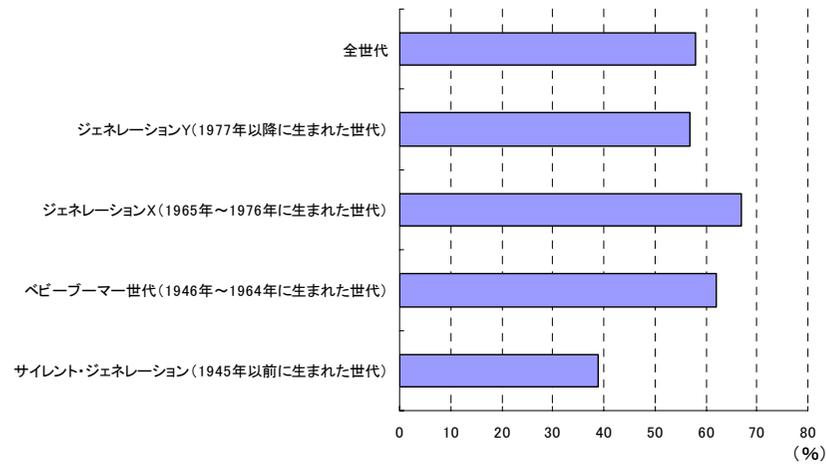
(出所)ICI

米国・個人による入口別・投信保有残高



(出所)FRB、ICI

初めて投信を購入した時にDC経由で購入した世帯の割合



(出所)ICI

2. 金融ストックの活用

- フローの経済規模では、早晩、中国、インドが優位に。しかし過去からの金融ストックの蓄積はすぐには揺るがない
- 金融資産の有効活用
 - 個人金融資産運用における市場型金融振興(前述)
 - 機関投資家の運用の高度化
 - 例えば年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が担う資産＝150兆円
 - いうまでもなく、「金融センター」のためではなく、制度本来の目的達成に寄与
- 金融負債の市場型金融化
 - 住宅ローン証券化(住宅ローン残高は180兆円。うち証券化は10兆円程度。米は800兆円の過半が証券化)
 - 地方債の証券市場調達(地方債残高は200兆円。うち証券形態は30兆円。米は280兆円の地方債は市場調達)
 - 住宅ローン証券化商品も地方債も、米では重要な資産運用対象
- 政府資産・負債の圧縮の行方

3. 市場の質的向上

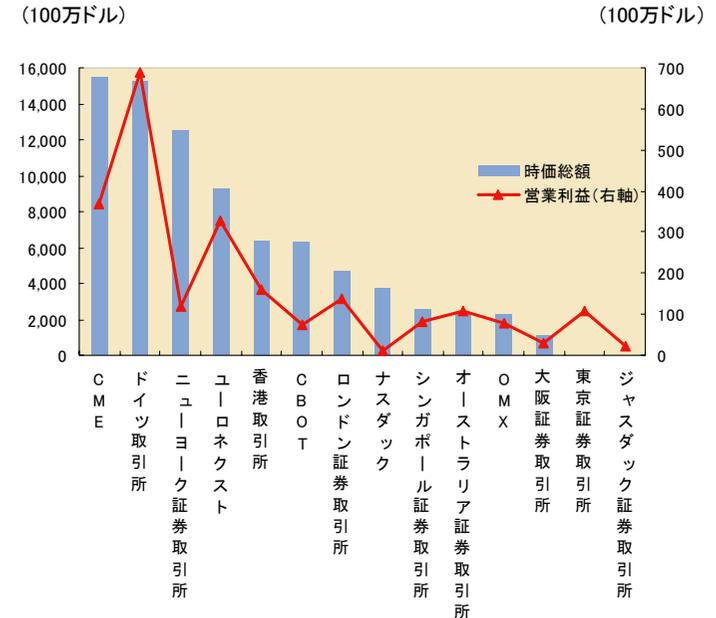
- 高質な市場を
 - 中長期的に、国内経済規模においてハンディを負う市場となったとしても、質の高さで比類なき市場を目指す
 - 市場の質という点では、人材、取引インフラに加え、規制環境も昨今注目
- ベター・レギュレーションに関する検討を
 - 原則ベースの規制への評価の高まりをわが国としてどう考えるか
 - わが国では、裁量行政批判、明確なルールの下での事後監視強化の声。包括条項も利用されにくい。一方、英FSAでも、ルールブックは8000ページ以上
 - 自主規制機関のあり方とも関連。本来、倫理や行動規範は自己規律の問題
 - コスト・ベネフィット分析、業界とのコミュニケーションのあり方
 - 英米で、証券監督・規制のコンバージェンスが進む可能性も念頭に
- 取引インフラ
 - 証券現物・証券デリバティブ・金融デリバティブ・商品デリバティブ・その他広汎な投資商品の取引所の融合を可能に。競合的電子取引の台頭も許容
 - プロ向け市場、非上場市場等の試み＝自主規制向上が前提
- 金融商品取引法成立に際しての附帯決議により、包括的な金融サービス法制、金融行政組織の在り方の議論は既に要請されているところ

主要上場取引所のランキング

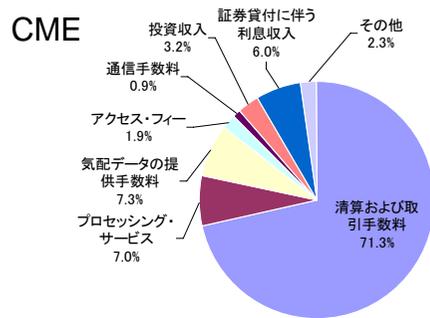
| | 取引所 | 市場時価総額 2005年末 | 売買代金 2005年 |
|----|--------------|------------------|---------------|
| 1 | CME | 15,483 | - |
| 2 | ドイツ取引所 | (8) | 1,221,106 |
| 3 | ニューヨーク証券取引所 | (1) | 13,310,592 |
| 4 | ユーロネクスト | (6) | 2,706,803 |
| 5 | 香港取引所 | (9) | 1,054,999 |
| 6 | CBOT | - | - |
| 7 | ロンドン証券取引所 | (4) | 3,058,182 |
| 8 | ナスダック | (3) | 3,603,985 |
| 9 | シンガポール証券取引所 | (22) | 257,340 |
| 10 | オーストラリア証券取引所 | (12) | 804,015 |
| 11 | OMX | (13) | 802,561 |
| 12 | 大阪証券取引所 | (5) | 2,964,298 |
| | 東京証券取引所 | (2) | 4,572,901 |
| | ジャスダック証券取引所 | - | 163,612 |

- 注) 1. 単位はすべて100万米ドル(取引所時価総額はブルームバーグの為替レート(2006年3月31日)でドル換算)
 2. 取引所株の時価総額は2006年3月31日現在の数字(出所はブルームバーグ)
 3. 市場時価総額及び売買代金の出所は世界取引所連盟。
 4. ()内はランキング。母集団は世界取引所連盟加盟の取引所。
 5. ジャスダック証券取引所の数字は世界取引所連盟が用いている為替レート(1ドル=118.03円)を使ってドル換算。

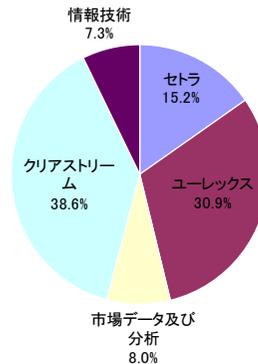
取引所時価総額と営業利益



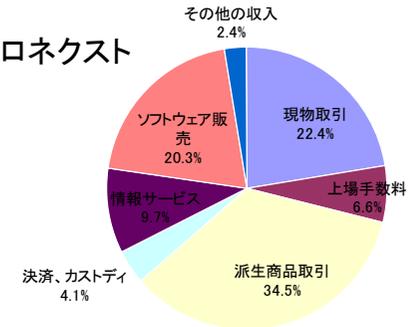
高時価総額取引所の収入内訳



ドイツ取引所



ユーロネクスト



注) 2005年度(2005年1~12月)

ご参考資料

米国における金融・資本市場競争力強化論(概要)

The Committee on Capital Markets Regulation Interim Report (2006年11月30日)

第1節:競争力

1. 資本移動規制の緩和: SECは、少なくとも外国の発行体に対して、上場廃止制限などの資本移動規制を緩和すべきである。米市場からの退出が困難でないとわかれば米市場への進出意欲は高まる。SECは新規上場する外国企業が、発行書類に事前の通知に基づき上場を廃止する権限があることを明記させるべきである。既の上場している外国企業については、株式を購入した個人投資家を保護する必要があるが、こうした保護を必要としない機関投資家はSECの米国投資家ベースの計算から除外すべきである。

第2節:規制プロセスの改革

- A. SECと自主規制機関(SRO)による費用/便益分析の改善
2. SECは、効果的な規制に関する原則を明確に確立すべきである。原則の中には、提案された規則に関する体系的な費用/便益分析の実践が含まれるべきである。導入当初のみの評価ではなく、定期的なレビューも行うべきである。
3. 証券会社の行為規制を作成するSROもまた、システムティックな費用/便益分析を導入すべきである。
4. SECは、スタッフの中から適格なエコノミストとアナリストを選び、規則制定プロセスの一環としてシステムティックな費用/便益分析を担当するグループを組織すべきである。
 - B. SECとSROはより原則ベースの規制を導入し、機関投資家とリテールの顧客に別々の規制を適用すべきである
5. 規制及び当局による監督は、リスクベース、原則ベースであるべきである。その際に、SECとSROは、原則ベースの規則の不透明さを認識し、必要に応じて規則と併せて明瞭なガイダンスを与えるべきである。
6. SECとSROは、機関投資家とリテール顧客に別々の規則を導入する方向で体系的に規則を見直すべきである。
 - C. SECは証券会社に対して、銀行に対する健全性規制的な規制を導入すべきである
7. グラム・リーチ・ブライリー(GLB)法によって、銀行と証券の規制当局間の協力関係は強化され、規制の考え方も収束しつつある。証券業者にも健全性規制を適用し、執行措置を巡る報道も控えることによって、彼らは自発的に問題を発見し、当局は早期にリスクに対応できるようになり、両者の協力関係がさらに強化される。
 - D. 連邦と州による執行によって規則が書き換えられるべきではない
8. SECをはじめとする証券規制当局は、規則制定にあたって通知とコメント徴求を含む正規の手続きを踏むべきであり、規則に欠陥がある場合には執行によって片付けるのではなく正規のプロセスを通じて改正されるべきである。
 - E. 連邦、連邦・州レベルでの協調を強めるべきである
9. 大統領金融市場作業部会(PWG)を媒体として、連邦規制当局間のコミュニケーションの円滑化と協力体制の強化を図るべきであろう。
10. NASDとNYSEは会員規制機能を単一機関に統合することによってもたらされる便益を認識して話し合いを進めており、コックスSEC委員長もこれを支持している。

11. 議会は、執行を巡る連邦政府と州の間の協調を強めるべきである。SECに代わって州が民事訴追を行う場合、州はSECにこれを通知し和解内容について合意を得るべきである。
12. 全米で営業する金融機関や監査法人に対して州が刑事訴追を行う場合、司法省が事前の通知を受けるべきである。
 - F. PWGの協力を得て、取引所規制を巡る国際間、当局間の協力を高めるべきである。
13. 取引所が国境を越えて合併し、国際的に調和の取れた規制が必須となると、原則ベースの規則が必要となる。こうした時やはりPWGが指揮をとって、国際間、当局間の協力強化と規則の調和を推進して行くべきであろう。

第3節: 執行システム

A. 民事関連の執行

14. 規則10b-5の賠償責任の解釈を明確化する。裁判所によって解釈が異なるこの規則について、SECは可能な限りリスクベースのアプローチに基づくガイダンスを提供すべきである。
15. 訴訟の賠償金とSECの罰金の重複を避ける。SECは訴訟における被告の個人的な損害賠償金は、SECが徴収し投資家に払い戻した罰金を差し引いた金額と定めるべきである。
16. “Pay to Play”慣行を禁止する。MSRB(地方債基準作成委員会)の規則によって、投資銀行は、政治献金を行った政治家が所属する地方自治体が発行する債券の引受を2年間禁じられるが、証券訴訟を専門とする弁護士にも同様の規則が適用されるべきである。弁護士が州や地方自治体の年金担当者に政治献金を行った場合、その弁護士はクラスアクション訴訟でその年金を代表することを禁じるべきである。

B. 刑事訴追

17. 全社的な告発は、異例な場合に限定する。司法省はガイドラインを改訂し、無実の従業員や株主が打撃を受けないよう、会社の訴追を、全社を挙げた不正が発覚したというような、異例な場合に限定すべきである。
18. 司法省の訴追ガイドラインの第4項目を改訂する。司法省は、連邦検察官に、企業による弁護士・依頼者間の秘匿特権 (attorney-client privilege) の放棄、又は、訴追されている従業員、幹部、取締役の弁護士費用の負担の拒絶を強要する行為を禁じるようガイドラインを改訂すべきである。

C. ゲートキーパー訴訟: 監査人と社外取締役

【監査人】

19. 議会は、甚大な損害から監査法人を守る手段を考察すべきである。方法としては、①特定の監査慣行についてセーフハーバーを構築する、②欧州で取り入れられているように、監査法人の損害賠償に上限を適用する、等が挙げられる。
20. 10A条の損害賠償を明瞭にする。1934年証券取引所法10A条は監査人が不正行為に気づいた場合に特定の措置を採ることを義務付けているが、不正の定義が漠然としている。議会は、定義を狭めて投資家に危害が及ぶ深刻なリスクがある行為に焦点を絞るべきである。

【社外取締役】

21. SECは規則176を改訂し、社外取締役は監査済みの財務報告書もしくはSAS100を善意に信頼することによってデューディリジェンス(注意義務)を果たしたとすべきである。
22. SECの賠償ポリシーを改訂する。誠実に振舞った社外取締役は、個人的な賠償責任を免除されるべきである。企業統治に重要な役割を果たす、有能な社外取締役をリクルートし易くなる。

第4節: 株主の権利

23. 任期別取締役会(Classified boards)を有する企業のポイズンピルの導入には、株主承認を義務付けるべきである。
24. 過半数投票方式は株主権の鍵となる要素である。株主主導によって多くの企業が過半数投票方式を取り入れており、デラウェア州でもこうした株主のイニシアティブが認められるようになった。委員会は、過半数投票方式の株主価値への影響について研究を要請する。
25. 候補者名簿へのアクセスの問題を明瞭にするべきである。株主が委任状に自ら選んだ取締役候補者を加えることが認められるべきかどうかについて、SECは解決する必要がある。幹部報酬については、さらなる改正を行う以前に、新開示規則の下での動向を見守るべきである。
26. 株主に解決策を選択させる。SECは企業との争いを巡る解決策を株主が選ぶことを認めるべきである。

第5節: サーベンス・オックスレー法404条

27. “Material Weakness”の定義を改訂する。監査基準第2号(AS2)のmaterialityの定義を改訂し「年次財務報告書上、重大な情報の誤りが、防止もしくは発見されない合理的な可能性がある(reasonably possible)場合に“重要な欠陥”が存在する」とすべきである。
28. PCAOBとSECのガイダンスの改善
29. Multi-Year Rotational Testing(重要でない業務について複数年に一度の監査とする裁量)を認めると同時に、監査人が他者(経営陣など)の内部統制評価に信頼を置くことを認める。
30. 小規模な(公開)企業には大企業と同様に(改訂版)404条を適用するか、もしくは議会が中小企業のために404条を改訂すべきである。
31. 本国で既に同様の義務を負わされている外国企業には404条を適用すべきでない。
32. データ収集と継続的モニタリング。SECとPCAOBは404条の費用と便益を分析する上でより良いデータをさらに収集し、その影響についてモニターを続ける必要がある。

Sustaining New York's and the US'

Global Financial Services Leadership (2007年1月22日)

<国家の課題>

●重要な短期的国家優先課題

1. SOX404の実施にあたっては明確なガイダンスの提供を
2. 証券訴訟改革の実現
3. 金融サービスに関するビジョンの共有とそれを支える規制原則の確立

●レベル・プレーイング・フィールド確立のためのイニシアティブ

4. 高スキルの外国人労働者に対する規制の緩和
5. IFRSの認定を通じた会計・監査基準のコンバージェンス推進
6. バーゼルII導入にあたっては米国のグローバル競争力の保持に留意

●重要な長期の国家的課題

7. 独立・超党派のNational Commission on Financial Market Competitivenessを創設し
長期の構造的問題を解決
8. 金融サービス業の免許体系の現代化

＜金融サービスの競争力向上のためのニューヨークの課題＞

ニューヨーク市と州は、金融サービスの競争力に焦点を当てた官民のジョイントベンチャーを起こすことによって競争力の向上に貢献できる。市長はPartnership for New York Cityを中心とするビジネスコミュニティと協力して、ビジネスの競争力、消費者保護、幅広い経済成長、それぞれの目的をバランス良く達成できるようなジョイントベンチャーを結成すべき。

●金融サービス機関の誘致、維持を積極化

ジョイントベンチャーを通じ、市と州の政府が金融サービス機関の幹部らと業務拡張や移転について積極的に話し合う。

●世界最高水準の応用グローバルファイナンス・センターを創設

ジョイントベンチャーは、金融サービス機関と地元の教育機関と共に、デリバティブ、セキュリティゼーションをはじめとする高成長分野におけるイノベーションを促すために必要とされる、クオンツのスキルを身につけさせるための修士プログラムを設定すべきである。

●国際金融サービス・ゾーン創設について検討

ジョイントベンチャーは、新たな特別金融区の設置を考察すべき。金融サービスをターゲットとした地域に直接的な開発インセンティブを用意したり、異なる税制、異なる規制を適用することが考えられる。税の優遇については、他地域、他国との引下げ競争に陥るリスクを避けるべきである。野心的な案としては、既存のIBF(米のオフショア勘定)を銀行取引だけではなく、海外オフショアに流出している再保険や一部のOTCデリバティブを呼び戻せるよう、他の金融セクターに拡大するパイロットプログラムを導入することが考えられる。NYのガバナーズアイランドがその特別金融区の候補となりうる。

●先進的金融サービスセンターとしてのプロフィールを高めるための宣伝力を強化

既に活発なニューヨーク市のマーケティング活動に、ジョイントベンチャーが加わることによって世界の金融センターとしてのプロフィールが一層高まる。ジョイントベンチャーは、業界の経験が豊富なフルタイムのCEOと、市長が指名し金融サービス業界の大使の役割を果たす会長が指揮を執る。ジョイントベンチャーは同時に、市、州政府と共に、隣接するニュージャージー、コネチカット各州との協力を通じて地域全体に金融サービスセクターの競争力向上努力を広めることも重要。