

## 国際コンファレンス「アジア市場の統合と金融革新」 結果概要<sup>1</sup>



金融庁は、日本証券業協会、東京証券取引所グループの協力を得て、「アジア市場の統合と金融革新」を、平成 24 年 2 月 10 日（金）に東京にて開催した。コンファレンスは、3つの基調講演と 4つのセッションにて構成され、各セッションの最後には質疑応答時間も設けられた。当日計 30名の基調講演者、モデレーター及びパネリストが出席し、聴衆を含め、総勢 500名以上の参加者を得た<sup>2</sup>。

### 開会挨拶

中塚一宏内閣府副大臣（金融担当）より、コンファレンスの意義について下記のとおり開会挨拶があった。

アジアの経済成長を阻害せず、それを自律的かつ持続的なものにしていくためには、引き続きアジアの金融・資本市場の安定を保ち、一層強固なものとしていくことで、経済成長に必要な資金が円滑に供給されるようにしていくことが重要である。こうした現状認識に基づき、アジアや世界を代表する監督当局や中央銀行、民間分野のリーダーの方々、研究者の方々に、アジアの金融・資本市場の安定の確保と更なる発展に向けた今後の諸課題（世界金融危機後の金融市場改革とアジアへのインプリケーション、アジア金融市場における適切な資金供給、アジアの市場統合やアジア金融インフラの革新等）を議論していただきたい。我が国としても、アジアの一員としてアジアと共に金融・資本市場を発展させていくことを目指している。

<sup>1</sup>本文中の基調講演者、モデレーター及びパネリストの見解は個人的見解であり、所属先の機関の公式見解と必ずしも一致しない。会議用資料等は、次の URL に掲載。

[http://www.fsa.go.jp/inter/etc/201202\\_intl\\_conf/top.html](http://www.fsa.go.jp/inter/etc/201202_intl_conf/top.html)

<sup>2</sup> 当日出席のスピーカー、モデレーター、パネリストについては、参考を参照。

## 基調講演

畑中龍太郎金融庁長官より、アジアの金融市場の今後の発展に参考となる、これまでの我が国の金融危機対応や中小企業金融の円滑化等について、下記の内容の基調講演があった<sup>3</sup>。

これまでの経験に基づくと、金融システムの安定を保つために、本質的に重要なことは、金融機関自身の自己規律と監督当局のフォワードルッキングな監督能力を向上させることである。規制は万能ではないので、金融システムの混乱を最小限にするためには、規制は、自己規律や監督を補完する、あるいは改善のインセンティブを与えるものに止まることを当局者は心に留める必要がある。

危機時には、市場の不安を払拭する思い切った措置が、迅速にかつ正しい順序で講ぜられる必要がある。例えば、銀行が資本不足の場合には思い切った資本増強を行う、また、その際、必要な場合には公的資金の注入をためらわない、といった措置が必要である。公的資金注入を行う場合には、経営者が責任を取らなければ公的資金は得られないというルールを設けるなどして納税者の理解を得る必要がある。なお、日本の場合、公的資金による資本注入について、相当程度の回収が達成されている。

日本としては、今後も、国内外の金融システムの安定強化に積極的に貢献するつもりであり、困難に直面した国々への助言や支援等にも取り組んでいきたい。

アジアの金融システムは欧米に比べて相対的に安定しているものの、豊富な貯蓄をアジア域内で有効活用できていないという面があり、また、欧米からの資金フローの動向はアジアの金融市場に大きな変動をもたらし、アジア経済の持続的な成長と発展にとって悪影響をもたらす事象が生じ得る構造になっている。このような背景を踏まえると、アジア諸国の経済成長及び産業育成に必要な資金をアジア域内で安定的に調達するため、2つの課題、すなわち、中小企業金融や小口金融の望ましいあり方、及び、株式市場や公社債市場等の直接金融市場をどう発展、深化していくかについて、検討する必要がある。

これらの2つの課題について、日本におけるこれまでの取り組みは、他のアジアの国々に有益な提案となるだろう。

中小企業金融円滑化のための取り組みとして、貸し手金融機関による中小企業のためのコンサルティング機能の強化、企業再生支援機構や中小企業再生支援協議会等の直接的な支援を含む借り手側企業支援、及び、産業革新機構による革新性のある企業に対する必要な出資や人材供給等がある。

また、公社債市場の構築についての取り組みもある。戦後の公社債市場の形成において、日本は、公的主体や公共的色彩の強い大企業の債券の発行・流通に注力する形で債券市場の厚みと流動性を高めながら、一般事業会社の事業債市場を整備していった。この過

<sup>3</sup> 英語全文は次の URL に掲載。[http://www.fsa.go.jp/inter/etc/201202\\_intl\\_conf/materials.html](http://www.fsa.go.jp/inter/etc/201202_intl_conf/materials.html)

程で重要となるのが、債券の発行者に対する規律付けである。また、市場の育成のためには、流通市場を発展させる方策も必要である。

## セッション1:世界金融危機後の金融市場改革とアジアへのインプリケーション

セッション1は、現在進められている国際的な規制改革と、規制改革の議論に関するアジアと他の地域との協力を焦点を当てた。世界金融危機の原因についても検討を行った。パネリストたちは、危機の背後にある原因について分析し、将来の危機を防ぐための対策について議論した。

セッション1のモデレーター、ジェーン・ディプロック氏（シンガポール取引所（SGX）社外取締役（前証券監督者国際機構（IOSCO）理事会議長））は、セッションの冒頭に当たり、次のように述べた。

国際的な金融危機を通じて明らかになった21世紀の2つの課題は、金融の安定性と持続性である。これら2つの側面は、世界の経済発展にとって重要である。本日のコンファレンスでは、2つの側面うちの金融の安定性に焦点を当てる。世界は現在、厳しい経済環境に直面しているものの、自分自身を含めた楽観論者は、アジアには将来の世界の経済発展に寄与する大きなチャンスがあると考えている。しかし一方で、課題もある。アジアの市場の多くは依然として発展途上にあり、独自の課題を抱えている。そのため、国際的に議論されている規制改革案がこれら発展途上の市場で容易に実行できるかどうかは疑問である。アジアには、まだ発展途上にある市場と、より発展した市場という発展段階の異なる市場が存在するが、これらの市場が一体となって機能していくことが重要である。アジアで、協力や競争を促すイニシアティブが進行していることは心強い。これについては、後のセッションで取り上げる。

世界経済は、現在、これまでに積み上がった債務を返済する時に来ている。これには経済的な負担が伴い、世界経済と金融市場に大きな影響が及ぶだろう。アジアは、世界経済における地位が高まっていることから、これらの課題に対し、規制等を調整することによって、一層のリーダーシップをとることが求められている。

金融革新については、適切な目的が必要である。そのために、我々は革新を通じて、より生産的なビジネスを促進、支援していかなければならない。金融の安定性と革新という2つの課題のバランスをどのようにとっていけばよいのか、こういった課題についても本コンファレンスにおいて議論する。

スティーブン・マイヨール氏（欧州証券市場機構（ESMA）長官）は、下記のように述べた。

欧州債務危機に対する懸念があり、今のところその懸念を払拭することはできていない。しかしながら、アジアは、1990年代の金融危機を経験し、教訓を得ていたために、他の地域に比べて、今回の危機に対して準備ができていたと言われる。したがって、ヨーロッパの状況についても、将来の危機に向けての準備ができていと楽観的に考えた

い。その準備の一つが、金融の透明性と安定に貢献する ESMA の設立である。

ESMA は、世界金融危機の初期の教訓を踏まえ、2011 年 1 月 1 日に、銀行当局 (EBA) ・保険当局 (EIOPA) とともに創設された。ESMA は、ヨーロッパ証券委員会 (CESR) を継承しているが、CESR と異なり、法的拘束力と監督権限を有している。効果的な規制システムのためには、適切な規制が必要ばかりでなく監督も必要である。ESMA の強みは、実務的な基準を制定することができ、ヨーロッパの国家間の監督法に矛盾が生じた場合には、介入し、その矛盾を是正することができることである。

ESMA は、現在、OTC デリバティブ取引規制や格付機関の監督に関する基準等の単一のルールブックの作成に取り組んでいる。また、ESMA は、EU 域内の金融機関への一貫した監督に貢献している。

国際協力については、世界の市場はお互いに緊密に結びついており、これをどう規制・監督していくのが重要である。また、各地域が、最新の G20 のコミットメントを一貫性を持って導入することが重要である。そこから逸脱すると規制の競争、格差や重複が生じる恐れがある。なお、金融安定理事会 (FSB) が規制及び監督の実効性に関して監視を行うことが重要である。

ヨーロッパの経験から、アジアへのインプリケーションとしては、EU でうまくいかなかった問題の一つに、金融統合について、ある分野では統合が達成されていたものの、他の分野では統合が進まなかったということがあると考えている。EU は規制の面では進んだものの、一貫した監督については対応が遅れてしまった。アジアへのインプリケーションとして伝えたいのは、域内統合の際には、全ての関連分野で同様のペースで統合を達成することが重要であり、非対称な統合は金融システムに対するリスクを生じることになると述べた。

**ハンス・フーガーホースト氏 (国際会計基準審議会 (IASB) 議長)** は、危機時のマクロ経済対応について述べたいとして下記のとおり述べた。

欧米が 90 年代の金融危機の際に、タイ、インドネシア、韓国に厳格なマクロ金融のオーソドキシイ (通説) に基づく対応を求めた点から説明を始めたい。当時、これらの国々が景気後退に苦しんでいたにも関わらず、欧米は、銀行を速やかに処理し、銀行と政府の過度のなれ合い的な関係を断ち、厳格なマクロ経済規律を課すことを求めた。これとは対照的に現在、欧州では、財政出動を増やし、金融を緩和し、銀行を支援している。国際通貨基金 (IMF) は、危機から脱するために財政支出を増やすよう各国政府に求め、ほとんどの国は喜んで従った。世界的に金融緩和政策が採られ、特に欧州では、政府が銀行支援に過度に介入した。現在の金融危機では、大半のアジア諸国では 90 年代の危機の教訓が活かされており、銀行システムは十分な資本基盤があり、マクロ経済政策は危機前から欧米と比べて慎重であった。リーマン・ショックを受けて 2008 年に始まっ

た歳出拡大は、現在の欧州債務危機の原因となった。欧州のみならず米国も、財政面では既に苦境に陥っていたため、当時の歳出拡大によって、多くの国が危機に瀕することになった。現在の極度に緩和された金融政策の結果が今後どうなるのかが疑問である。

これまでのところ、世界的な金融緩和の影響は極端なものではない。インフレも起きていないが、金融緩和が結果的に役に立つのかどうかはわからない。世界中で生じるだろう膨大なデレバレッジを考えれば、低金利がどの程度、成長に貢献するのかについても明確ではない。いわゆる流動性の罫ももちろん存在している。

結論として、アジアが今般の金融危機から学ぶべきではない教訓の一つは、経済オードキシシーは重要ではないとの考えだ。そもそも、今回の危機が生じた原因の一つは、金融規律と財政規律が欠けていたことである。これまでに明確になったことは、欧州も米国も、少なくとも財政オードキシシーに基づく対応に、できるだけ早く立ち帰る必要があるということである。さもなければ、今般の危機への対応の結末が、1930年代に経験した通貨切り下げ競争と同様のダメージが生じる恐れがあることを懸念している。

**スティーブン・ポー氏（香港証券・先物取引監察委員会（SFC）シニア・ディレクター、証券監督者国際機構（IOSCO）市場仲介者常設委員会議長）は、次のとおり述べた。**

金融危機後の規制改革は、次の3つの分野に必要だと強調した。（1）複雑な金融商品の個人投資家への販売、（2）OTCデリバティブ取引、（3）海外市場取引の3つの分野である。複雑な金融商品の個人投資家への販売については、世界の規制当局者は、個人投資家に不適合な投資商品を販売した仲介者に対して厳しい対応をしている。国際的な証券規制基準設定機関であるIOSCOは、市場仲介者が個人顧客及び非個人顧客に複雑な金融商品を販売する際に適用される適合性原則に関する最低要件のガイダンスを作成しようとしている。また、IOSCOは市場仲介者に対する販売時点の情報開示に関する規制について、2011年2月公表のレポートで提言している。香港では、仲介者の販売実務及び商品の情報開示に関する規制について2009年に強化している。OTCデリバティブについては、新しい規制の導入の国際的整合性確保や、市場分断の回避、中央清算機関（CCP）の監督、2012年末までの改革実施など規制上の課題が多い。

海外市場取引に関しては、リーマンブラザーズやMFグローバルの破綻は、外国の第三者を通じた海外市場取引のリスクにスポットを当てた。破綻仲介者の清算人が、顧客のエクスポージャーを計算し、払い戻すために時間を必要とすることから、多くの国内顧客の資産が海外にて凍結された。このため、国内の仲介業者や顧客に流動性に関するプレッシャーとなった。

リー・チュアン・テック氏（シンガポール金融管理局（MAS）アシスタント・マネージング・ディレクター）は、世界金融危機時に市場が機能不全に陥ったことを教訓に、危機後新たに設けられた規制について説明をしたいとし、下記のとおり述べた。

ポー氏と着目した点が同じだが、追加的に述べたいことは、まず、個人投資家への複雑な金融商品の販売については、情報の非対称性が問題であり、投資家は時により、十分な情報を与えられないことがある。個人投資家は知識レベルが均質ではない。シンガポールではこうした問題に対処するため、1月1日以降、市場仲介者に対し顧客である個人投資家の知識レベルを評価し、個々に必要なアドバイスをするよう求めている。また今後、販売者が自発的に説明を行うようなインセンティブを設定することも重要である。

次に、アジアでのOTCデリバティブ規制の導入が遅れているという意見があるがこれは誤解ではないかと思う。アジアでは取引インフラの整備を規制の整備に先行させており、欧米と逆の順番で進めているだけである。そもそも、OTCデリバティブについては、取引規模が大きい欧米と取引規模が小さいアジアが全く同じ規制を導入する必要もないと考えている。また一般に金融規制改革について欧米のシステムをアジアに一方的に導入することは適切でない。アジア域内の取り組みとしては例えば、ASEAN資本市場フォーラムがある。そこでは、(a) 目論見書の相互承認、(b) 重複上場申請の迅速化、(c) 集団投資スキームの相互承認を進めている。

ジャスパル・シン・ビンドラ氏（スタンダードチャータード銀行グループ常務取締役兼アジア最高統括責任者）は、アジアの銀行業界を代表して見解を述べたいとし、下記のように述べた。

金融規制改革がアジアの金融機関に影響を与えたか否かについて、銀行規制の観点からは、バーゼルⅢの自己資本比率規制の影響は比較的小さいとみている。アジアの銀行は総じて自己資本が充実しており、資産の質も基本的に健全で、資金調達基盤は海外やホールセールファンディング（市場調達）に過度に依存しておらず、収益生成能力も依然として高い。

ただ、新たな流動性規制の影響については、金融機関がTier 1に適格な流動性資産を十分に保有していない国もあるため、やや不確実である。別の懸念は、銀行がアジア市場で資本を増強するのが相対的に困難であることを考えれば、多くのアジアの国々が必要とする信用の大幅な伸びに対して、バーゼルⅢの実施がより効果的な支援を提供できるかどうかということである。

アジアの銀行は、特に各銀行レベルでのストレステストやデータ分析の点で、依然としてリスク管理が相対的に不十分である。アジアの銀行は複雑な取引を行わず、よく知っている既存顧客との取引に重点を置いている。規制当局者が、アジア地域の成長を抑

制することなく、効果的に国際的な規制基準のバランスをとることができれば、真の恩恵をもたらすことになるだろう。それは金融サービスセクターがアジア経済のニーズの高まりに応え、アジアの金融サービスセクターの重要性が高まることにも寄与することになるであろう。

河野正道金融庁金融国際政策審議官は、次のとおり述べた。

アジアの資金フローの課題からプレゼンテーションを始めたい。アジアにおいては、貯蓄投資バランスは貯蓄超過を示しているが、アジア域内におけるポートフォリオ投資の流れはそれほど多くはない。アジアからのクロスボーダーのポートフォリオ投資の流れは欧米に向かい、一方、外国からのポートフォリオ投資のアジアへの流れの大半は、欧米からである。資金フローは、アジア域内で十分に生み出されていない。そのため、もし欧州経済が金融危機等の影響で減速すると、アジア経済も同時に減速する恐れがある。このように、アジアはその超過貯蓄の効率的な利用について課題に直面しており、持続的な経済成長に資するよう安定的にアジア域内での資金フロー循環の強化が行われるならば、そこから恩恵を受けられることになる。

近年の世界金融市場の混乱にも関わらず、アジアの証券市場は、例えば、取引所の取引総額、IPO 件数等の面で着実に成長し、また、債券市場も政府債・社債等の面で発展してきている。しかしながら、アジアの国々の市場の発展の段階については、顕著な多様性が見られる。経済への安定した資金供給を強化するため、市場の多様性を最大限に考慮した上で、アジアはその金融市場の発展や金融インフラの強化について、さらなる努力を行うべきである。その過程において、金融市場の活性化と市場規制・金融インフラの強化との間に適切なバランスをとる必要がある。

なお、アジアにおける規制上の課題としては、適合性の原則や情報の非対称性のような、個人投資家への複雑な商品の販売に関するものがあり、日本の金融庁も近年これらの課題に焦点を当てている。

また、G20 サミットの提言に対応して国際的に議論されている店頭デリバティブ改革は、アジアに影響を与える可能性がある課題の一つである。店頭デリバティブ市場改革に関連する課題としては特に、クロスボーダー取引に対する規制の重複・齟齬の回避や規制実施時期の相違の調整に向けた当局間による一層の国際的な調整・協調の必要性があり、さらに、グローバル又は国内の CCP の利用にかかる留意点や取引主体識別子 (Legal Entity Identifier) のような検討を要する論点も存在する。

アジアの当局者は、国内や地域における必要な規制を検討する一方で、国際的な規制改革との同等性を保つべきである。アジアの当局者が国際的に共に取組むことで最適解を見つけられるよう、IOSCO の専門委員会議長として、国内の規制の域外適用、規制の差異や齟齬といった問題が生じ得る国際的な課題に尽力していきたい。

## セッション1後の質疑応答

ジェーン・ディップロック氏は会場に議論を呼びかけ、銀行監督当局と証券監督当局の協調に関する質問がなされた。一つめの質問は、銀行監督当局は CoCo 債 (Contingent Convertible bonds) が個人投資家に販売してもいいほど十分に分かりやすい商品だと考えるかというものであった。二つめは、銀行監督当局と証券監督当局が金融商品の規制に関する市中協議を行う際に、事前にお互いに協議を行うかという問いがあった。例えば、ある金融商品について銀行監督当局は流動性がないと判断する一方、証券監督当局は流動性があると判断する場合があることから、「銀行監督当局と証券監督当局はどのように協力・協調しているのか」という質問がなされた。

リー・チュアン・テック氏は、シンガポールではシンガポール金融管理局 (MAS) が銀行監督と証券監督の両方を行うことから、CoCo 債について整合的な対応がとられているが、そのような商品を複雑だと考えると述べた。どのような商品が流動性をもち、どれがそうでないかという質問については、アジアでは流通市場が十分に発展していないことから、流動性のある資産というものは限られており、中央銀行による流動性供給は流動性を補完する一つの方法であると説明した。

スティーブン・ポー氏は、香港では銀行・証券の監督当局は密接にコミュニケーションをとっているとし、国際的には、銀行・証券・保険の監督者が集まり、共通の問題について検討する場としてジョイント・フォーラムがあると述べた。また、特定の金融商品の個人投資家への提案については、仲介業者は、適切な商品を提案するために、個人投資家の個々の状況 (投資経験、知識、リスク許容度及び投資家の目的等) や関連する商品の特徴 (投資期間や関連リスク等) などの多様な主要要素を事前に検討することを義務付けられていると説明した。

吉野直行氏 (金融庁金融研究センター長、慶応義塾大学経済学部教授) は、現在多くの国が緩和的な金融政策を採っているため、潤沢な流動性が供給されており、そうした流動性はアジアへと流入していると述べた。更に先進国は、マネーサプライを安定させるために緩和的な政策を続けてなくてはならず、このことは更なる資金がアジアに流入することを意味し、資金フロー流入が続くと、小規模経済では資本移動管理 (キャピタル・コントロール) が必要となるかもしれないと述べた。

吉野氏の発言に対して、ハンス・フーガーホースト氏は、1990 年代にアジアに対して行われたたほとんどの政策提言は正しかったが、しかしながら、当時 IMF が実施すべきではないとした資本移動管理については、十分な流動性があり、また資本市場が十分に発展していなかった状況下では、そのような管理は望ましい対策であったであろうと述べた。また、資本が自由に移動する現在は、一国によって資本移動を管理することは困難だと思われると述べた。

## 基調講演

ジュンス・キム氏（韓国銀行総裁）より、金融の統合、安定および中央銀行について下記の内容の基調講演があった<sup>4</sup>。

世界金融危機から4年を迎え、経済成長の回復とそれに関連する政策議題に一層力を入れる時がきた。金融の安定を確保することは経済回復の前提条件であるが、その逆もまた然りである。アジアは先般の世界金融危機及びそれに続く欧州の財政危機を無事に切り抜けたが、この状況において、今後は世界経済でより重要な役割を果たしていく必要がある。

アジアは、貿易を通じて世界経済と融合することによって、恩恵を受け、急速に成長している。金融統合によっても同様のことが可能になるはずである。金融統合は国内金融市場の発展を促し、国内外の資源配分を改善し、ひいては経済成長を促す。これはまた、アジア域内の安全資産を生み出し、リスクヘッジの機会を増大させ、そして金融のミスマッチを減少させることで、金融の安定に関してより強い市場基盤を構築するだろう。

アジア市場の統合は、より柔軟な為替レート、より自由な資本移動、透明な市場ルールと規制の整備、相互主義に基づいた公正な競争など、先進国の市場と同じ原則に基づいて進められるべきである。アジア市場とその他の先進国の市場運営方法には本質的な違いはないからである。

金融市場の統合と深化は、金融安定のためのより強固な市場基盤の構築につながるが、その一方で、各国と各市場の相互連関が一段と強まった中では、システムック・リスクの増大を招く恐れもある。システムック・リスクの管理には、ミクロプルーデンスの規制強化が必要だが、それだけでは十分ではないため、マクロプルーデンスの観点からも取り組むべきである。

中央銀行の権限と資金力を鑑みれば、システムック・リスクに対応するためのマクロプルーデンス政策を策定するのに中央銀行はふさわしい立場にあるといえる。現に、主要な金融市場を有する国においては、マクロプルーデンス政策のガバナンス構造に重大な変革が起きつつあり、中央銀行が金融政策とマクロプルーデンス政策の両方について責務を担うか、少なくとも関与している。ガバナンス構造は各国の状況に応じて構築されなければならないが、中央銀行がシステムック・リスクのマクロプルーデンス的な監督の役割を担う必要があるのは明らかである。韓国の場合、2011年の韓国銀行法の改正により、韓国銀行は物価安定に対する責務だけではなく金融安定についても注意を払う責務を持つよう定められた。

---

<sup>4</sup> 英語全文は次の URL に掲載。[http://www.fsa.go.jp/inter/etc/201202\\_intl\\_conf/materials.html](http://www.fsa.go.jp/inter/etc/201202_intl_conf/materials.html)

## セッション2：アジア金融市場における適切な資金供給のあり方について

セッション2では、アジアの金融市場におけるリスク・マネーの供給という課題に対応するため、マイクロファイナンスを含めた中小企業向け融資の現状を分析し、適切な規制の枠組などアジア金融市場の更なる発展のための対策について検討した。

このセッションのモデレーターを務めた吉野直行氏（金融庁金融研究センター長、慶応義塾大学経済学部教授）は、次のとおり述べた。

アジアの金融市場の特徴について、国内貯蓄と外貨準備が大きい点や、アジアから欧米の債券市場への長期投資と、短期的な利益を目的としたアジアへの株式投資というマチュリティのミスマッチなどがある。また、アジアの金融市場について、大企業は債券市場や銀行貸出により長期資金の調達が可能だが、中小企業やインフラ案件は借手と貸手の間の情報の非対称性などから一般的に資金調達面で資金が不足している。情報の非対称性は中小企業に関するデータベースの構築によって解消できる。また、銀行貸出は、比較的安定している中小企業にはある程度行われるだろうが、リスク・マネーの供給のためには資金を仲介させるファンド等のビークルの活用が望ましい。そうした仕組みの一つとして、代替エネルギー利用のためのソーラー・パネルや津波により破損した船の購入資金を調達するため、東日本大震災後に日本で誕生した「太陽光発電ファンド」や「漁師ファンド」といった地域ファンドの例がある。こうした商品の販売チャンネルについては、日本で銀行が投資信託を扱うようになるまであまり普及しなかったことから、アジアのような銀行中心の金融システムでは、銀行を通じてこうしたファンド商品を個人投資家に販売するのが効果的だ。

エイドリアン・ブランドル・ウィグナル氏（経済協力開発機構（OECD）事務総長スペシヤルアドバイザー、金融企業局次長）は、次のように述べた。

金融危機の根本的な原因として、（1）金融セクターにおける行き過ぎたレバレッジと、（2）レバレッジを所与とした、OTCデリバティブの普及等に表れている、リスクの高い商品の取引の増加、の2点が挙げられる。例えば、1998年には世界GDPの3倍の規模であったデリバティブ市場が2011年6月時点で12倍にまで膨らんだ一方、証券市場は概ね安定的に同2倍の規模に留まっており、デリバティブ市場が過去10年の間にいかに急速に発展したかがわかる。バーゼル委の自己資本規制は、総資産ではなくリスク加重資産にのみ注目していることから、銀行がレバレッジを行うことへの制約とならなかったとし、バーゼルIIが導入された2005年以降も、銀行はリスク資産／総資産の比率を下げるができるため、対Tier1資本比の総資産は上昇を続けた。また、銀行がレバレッジの解消を進めることについて懸念されているが、欧州の比較的大きな国々

では非金融企業への貸出は引き続き伸びているということや、アジアは今のところ欧州情勢の影響を大きく受けているということはないこと等、いくつかの興味深い事象がある。また、英国のビッカーズ報告書で提唱されているような、リテール銀行業務を投資銀行業務から分離するという意見、いわゆる「リングフェンス」の考え方に強く賛同する。その理由として、将来の金融危機を予防することができるだけでなく、中小企業への貸手に影響を与え得るような国際的な金融市場で起きた問題の効果を波及させないことで、中小企業金融を支援することになることが挙げられる。

アンドリュー・シェン氏（ファン・グローバル・インスティテュート会長、中国銀行業監督管理委員会（CBRC）顧問）は、下記のとおり述べた。

まず、アジアは全体でみたら貯蓄超過であるにもかかわらず、なぜ域内の中小企業、長期のインフラ案件、ベンチャーキャピタル等に十分資金が回らないのかという根本的な問題がある。その構造的な理由として、アジアの金融システムが銀行中心であり、銀行は本質的にマチュリティのミスマッチに直面していることを指摘したい。短期の預金を高リスクの長期貸出に充てることは適切ではない。また、アジア市場は、流通市場が小さく、商品の革新が少ないため、貯蓄超過にもかかわらず依然として厚みがない。技術的な理由として、特に農村の中小企業について所有権が明確でなく、また、透明性が低いという問題があるほか、バーゼル III が中小企業金融に与え得る負の影響など規制面の理由がある。中小企業の信用情報の質を改善するため、アジアはできる限り早く中小企業向け IFRS を実施すべきだ。金融危機の後、国際的な金融システムを徹底的に改善しようと 3 年も努力しているが、金融セクターは実体セクターのニーズに十分応えられていない。規制当局、金融機関、取引所、投資家及びその他の関係者は協力すべきであり、また、「金融業は実体経済を支えなくてはならない」という点を、金融システムへの信頼が回復するまで、また中小企業金融の問題に対応する際も、常に意識しなければならない。

ジョング・イ氏（国際弁護士、キム&チャング法律事務所シニア・アドバイザー、前韓国金融委員会（FSC）常任委員）は、次のように述べた。

韓国の中小企業は銀行融資に非常に依存しているが、延滞率が高いことから銀行側は中小企業への貸出に消極的であるといった現状がある。韓国における中小企業の資金調達難を緩和するための対策として、中小企業向け金融支援制度の導入がある。例えば、貸出額の一定割合を中小企業向けとするよう銀行に義務付けたほか、中央銀行は中小企業向け融資の実績に応じて市場金利よりも低い金利で銀行に資金を貸出し、また、中小企業又は中小企業の貸し手に融資や保証を行う政策金融機関の効率的な運用を行うと

いう改善を図った。韓国の政策金融機関の一つである韓国興業銀行の例を紹介すると、民間の銀行は過去の金融危機の際に貸出を減少させたが、同行は融資を拡大した。韓国の経験から、中小企業金融の問題は「市場の失敗」によるものであると指摘でき、(1) 情報の非対称性の低減、(2) 公的部門による政策支援のための制度の創設、(3) 中小企業向けの資本市場の整備、(4) 企業再編を進めることによる優良企業と問題を抱える企業の選別、の4つの対策が重要である。

藤井健司氏(みずほ証券執行役員、グローバルリスク管理グループ長)は、下記のとおり、日本の資金フローについて概説し、日本のケースを基にアジアの金融市場における資金供給のあり得べき枠組について述べた。

日本では、家計および企業部門の超過貯蓄は預金の形で銀行に預けられ、そうした預金は銀行を通じて政府部門と海外証券投資に向けられる。そのため、銀行は日本の中小企業への資金供給の面で重要な役割を担うべきであるが、資本および流動性規制による制約や、銀行側と中小企業側の財務情報に関する期待認識の違いなどから、銀行による中小企業に対する資金供給には限界がある。銀行を通じた資金供給の代替として、投資信託などの資本市場商品が中小企業に対する資金供給の資金源となり得る。日本では国内投資信託が保有する全資産のうち46%が海外の証券に投資されている一方、米国では88.5%が国内の社債や株式に投資されており、日本での潜在的な市場の拡大が見込まれるからである。日本の経験に基づいて、アジアの中小企業融資のあり得べき仕組みについて、①ローン証券化商品(CLO)や社債担保証券(CBO)などの資本市場商品の利用、②公的な中小企業融資支援スキームの拡大、③産業革新機構にみられるような官民参加のジョイントベンチャーファンドの創設、を提案したい。なお、こうしたスキームを利用するためには、各国において市場インフラの開発・改善が必要である。

横井眞美子氏(経済協力開発機構(OECD)プリンシパル・アナリスト)は、下記のとおり、アジアの金融市場における競争政策について概説し、最近の規制緩和や自由化の動きについても述べた。

アジア各国では、家計による現金・預金の保有が高い一方、私的年金や保険の普及率は低く、これらの市場が成長する可能性が高い。年金基金の資産構成がアジアとその他の国々では大きく異なる。米国やオーストラリアでは、株式がポートフォリオの約半分を占めるが、アジアの国々では債券が多くを占める。投資に関する規制も年金基金の資産構成に影響を与えるとして、カナダとメキシコにおいて年金基金に対する数量規制が最近緩和されたことにより、株式の保有が増えたことを例に挙げられる。アジア各国が、堅牢な投資基盤につながる積極的な機関投資家の育成に強い関心をもっていることと、

保険・年金基金市場の潜在的な成長の高さから、そうした基金による投資機会に影響を及ぼす規制や税制の見直しや銀行商品と競合できる保険商品の提供とともに、金融機関のリスク管理や消費者保護など適切な対策をとることが重要である。

岡田昌治氏（九州大学 ユヌス&椎木ソーシャル・ビジネス研究センター エグゼクティブ・ディレクター、教授）は、貧困層、特に女性の貧困層に対して金融サービスを提供することを目的として 1983 年にバングラデッシュで設立されたグラミン銀行の仕組みについて概要について下記のとおり説明した。なお、冒頭、グラミン銀行の創立者であるユヌス教授がビデオ映像により発表し、同行が貧困層の経済的な枠組を変えた点を強調した。

グラミン銀行は、NGO のように寄付によって活動が支えられているのではなく、運営資金を預金で賄っており、資金面で自立していることから、グラミン・ソーシャル・ビジネスは、これまでの伝統的なビジネスと、NGO や公的部門との中間に位置する第三の手法である。グラミン銀行の事業の目的と伝統的な銀行の目的とを比較すると、後者は利益の最大化であるが、前者は社会的および環境上の利益の最大化である。グラミン銀行の出資者はほとんどの場合融資の受け手でもあり、グラミン・ソーシャル・ビジネスの原則にもあるように、出資者は投資額のみを受け取り、そこから生じた利益は銀行の拡大と向上のため使われることになっている。グラミン銀行は融資の際に担保をとらないが、過去 35 年間 98% という高い返済率を維持している。グラミン銀行の意義は、同行が存在しなければ金融システムやサービスから取り残されたであろう貧困層を対象として金融サービスを創造したことである。

岡田昌治氏の発表後、吉野直行氏がグラミン銀行と日本の消費者金融との違いについてコメントし、グラミン銀行の融資は、それを元に借り手が収入を作り出すことに繋がるが、消費者金融による融資は必ずしも収入の創造に至らず、借り手が多重債務を抱えるリスクにより直面していると述べた。

### セッション 2 後の質疑応答

吉野直行氏は、会場から質問を受け付け、マドゥ・カナン氏（ボンベイ証券取引所マネージング・ディレクター兼 CEO）が中小企業に関する情報の透明性向上について質問した。より高い透明性が必要だと思うが、それに伴うコストを中小企業はどのように負担するのかと問いかけた。アンドリュー・シェン氏は、技術がこの問題の解決策となると答え、さらに、アジアにおける中小企業金融の問題の根本は銀行を保護しようとする政

治経済にあり、発表の中で述べたように、金融セクターがどのように実体経済を支えるべきかという問題を真剣に考えなくてはならないと強調した。藤井健司氏は、実体セクターへと向かう資金フローを妨げないような規制の枠組の整備が重要であると付け加え、金融機関は資金余剰セクターから実体経済へと資金を仲介すべきであり、規制はそうした資金の流れを促すべきであると述べた。

## 基調講演（ビデオ上映による）

ゼティ・アクタール・アジズ氏（マレーシア中央銀行総裁）は、下記の内容の基調講演を行った。<sup>5</sup>

世界経済と国際金融システムはグローバリゼーションの新たな段階に入った。そして、近年の世界金融危機は、グローバリゼーションの進行を鈍化させるどころか、むしろ進行を加速させ、その結果、より連関性のある相互依存的な世界を構築する結果となった。本日の基調講演の主なトピックスは、アジアにおける金融統合への取組み及び国際的な規制改革の2つである。

まず、アジアにおける金融統合への取組みとして、金融統合追求のための主なモチベーションに触れたい。

最初に、欧州における統合の過程が、域内の参加国間における共通の取組みと枠組みを導入する権限を有する国家の枠を超えた機関の設立によって進められた一方、アジアにおいては、より柔軟な取組みが行われている。

このような取組みにおいて最も重要なのは、アジアの地域的な、金融市場、資金決済システムを含む金融インフラの発展、規制や監督の制度を含む金融の基準や慣行の調和、及び、国内金融機関の組織的能力の育成である。地域の金融の安定維持のための規制当局間における協調と協力も重要である。

アジア地域における協調と協力の例として、様々なアジア・ボンド・ファンド (ABF) や ASEAN+3 債券市場イニシアティブ (ABMI) の創設、及び、アジア地域で活動する金融機関の流動性管理を容易にする東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) の下で推進される協調的努力のようなアジア地域市場の発展がある。

続いて、イスラム金融のグローバリゼーションの重要性について説明したい。

イスラム金融は、実体経済取引の裏付を要求するので、実体経済を強固に支えており、現在 75 カ国以上において、600 以上のイスラム金融機関が操業している。

次に、国際的な規制改革及びそのアジアへのインプリケーションについて、金融危機に対応した国際的な規制は現在、実施段階に入っている。アジアはこれらの新基準の実施に対して比較的強い立場にいるが、世界の他の地域における同基準の実施後の世界経済及び金融の動向に注意を払っている。実体経済へのコストが、システム上より強靱であることという望ましいベネフィットを上回る点を見極めることが重要である。

最後に、世界はますますアジアに目を向けてきており、アジア経済は、より均衡の取れた持続可能な世界経済に貢献するための金融統合及び経済統合に関する共通の視野を有することになるであろう。

<sup>5</sup> 英語全文は次の URL に掲載。[http://www.fsa.go.jp/inter/etc/201202\\_intl\\_conf/materials.html](http://www.fsa.go.jp/inter/etc/201202_intl_conf/materials.html)

### セッション3：アジアの市場統合～競争か、協調か～

セッション3では、アジア金融市場の統合に焦点を当て、統合による便益とその進め方について議論が行われた。また、このセッションでは、クロス・ボーダーの取引所同士の合併の効果、懸念すべき点、及び合併を促進するにあたって、どのような原則が適用されるべきであるかという点についても考察した。

冒頭、モデレーターのリナ・アンワー氏（マレーシア証券委員会委員長）が、次のように述べた。

アジア金融市場の統合の効果について、(1) 流動性の向上、(2) 幅広い商品とサービスによる便益、(3) リスクの多様化への対応が可能となることが挙げられる。一方で、アジア各国の金融市場の発展段階においては、法令や規制に関して基準及び枠組みの水準が異なるなど大きな不均衡が存在することを指摘した上で、アジアにとって、どのような統合がもっとも利益をもたらすものであり、それが誰によって行われ、どのように進められるべきなのかという点について問題提起したい。さらに、最近の取引所同士の合併が承認されなかった事例について、その背景には、国益と規制上の課題、システム・リスクへの懸念がある。

斉藤惇氏（東京証券取引所グループ代表執行役社長）は、下記のとおり述べた。

世界経済におけるアジア金融資本市場の今後のあり方について考える時期に来ている。アジア地域では、各国が独自の歴史的背景や経済構造を有している。一方、短期的利益を追求する欧米型のモデルとは異なり、長期的な利益及び社会全体にとっての利益を追求することがアジア地域における共通の価値観である。今後のアジア市場においては、こうした特性を踏まえ、アジア特有の協調体制を構築することが適していると考えられる。日本の使命は、その長い歴史の中で蓄積してきた制度基盤やノウハウを活用し、アジア各国が Win-Win の関係を構築していくために貢献していくことである。

マドゥ・カナン氏（ボンベイ証券取引所 (BSE) マネージング・ディレクター兼 CEO）は、下記のとおり述べた。

アジアは一つの均一なグループであると見られがちだが、個々の国ごとで、発展段階、通貨統制、規制枠組みや市場開放度合いが大きく異なっている。証券取引所に関しても同様であり、インド、日本、オーストラリアのように国内の熾烈な競争にさらされている国もある一方で、1つの証券取引所がナショナル・エクスチェンジとして存在している国もある。ゆえに、統合を進める方法は、各国で異なる。証券取引所のビジネスモデ

ルに関して、ボンベイ証券取引所は、単に取引を行う場としての取引所から、金融インフラ会社への変革を行っているところである。インドは、国内市場の伸びしろが非常に大きいことから、ボンベイ証券取引所は、国際的な協力よりも、まず、金融インフラ会社として国内の基盤を構築することが優先事項となっている。

また、インドでは、国外の投資家が取引所の株式を5%以上保有することを制限されている。しかし、株式保有がパートナーシップを築く上で唯一の方法ではなく、より柔軟な協調の仕方があるだろう。長期的で広範な協調関係を模索するよりも、より戦略的に証券取引所の価値を生み出すことにフォーカスしたパートナーシップのあり方があると考えられる。

**グレッグ・メドクラフト氏（オーストラリア証券投資委員会（ASIC）委員長）**は、次のとおり述べた。

ASIC の役割は、オーストラリアの金融市場の監督、すべての金融サービスと信用提供機関の活動の適切な規制、会社の登録及び登録した会社の企業活動に対する規制である。ASIC の達成すべきこととして、投資家と発行体が安心して活動できる公正で効率的な金融市場の発展を促すことが挙げられる。これは、アジア金融市場の統合においても重要である。アジア金融市場の統合を進めるにあたり、投資家や発行体にとって、協調 (coordination)、収斂 (convergence)、慎重 (caution) が鍵となる。市場がより相互に接続されるようになり、規制に関して、国際的なアプローチが求められるようになる中で、協調は不可欠である。この観点から、オーストラリアは、IOSCO、FSB やバーゼル銀行監督委員会 (BCBS) といった国際機関における国際的な議論に参加している。また、オーストラリアは、他のアジア地域と、監督や法執行に関する情報の共有も行っている。規制の一貫性を確保し、規制の裁定を避けるためには、規制の収斂も必要である。オーストラリアは、ニュージーランド及び香港と相互承認協定を構築しており、さらに、ASIC では、東アジアのファンド・マネジメント業の発展を助けるとされるアジア・ファンド・パスポートのような多国間協定の構築も進めている。また、規制当局は、規制を強化するに際し、市場にとって過剰なものとならないよう慎重であることが求められる。

**ジュリアン・パク氏（韓国金融監督院 (FSS) 局長）**は、韓国資本市場の発展について次のように述べ、韓国におけるアジア金融市場に対するクロス・ボーダーの協力について説明を行った。

韓国資本市場の歴史は比較的短く、本格的な成長が始まったのは、1997 年のアジア金融危機後である。韓国政府は、外国人投資家に対する資本市場の自由化を非常に精力

的に行ってきた。韓国証券市場の著しい成長の理由は、韓国政府の政策にあったと言える。

韓国は、カンボジアやラオスに取引所を創設するために、技術的な支援を行い、マレーシアやベトナムでは、IT インフラの発展のサポートを、また、ウズベキスタンやカザフスタンでは、金融市場の近代化の支援を行ってきた。これらの民間セクターの努力に加えて、FSS では、資本市場監督に関するワークショップを開催し、アジアの規制当局や証券取引所と情報や経験の共有を行っている。

海外取引所と金融商品の相互上場も進めており、韓国の代表的な指数である KOSPI200 の先物・オプションについて、シカゴ商品取引所や EUREX にもそれぞれ重複上場させている。これにより、取引の効率性が高まり、これらの日々の取引高平均は増加している。また、韓国の市場規模を拡大させるため、海外ファンドも上場されている。

ラミン・トルーイ氏（PIMCO アジアエグゼクティブ・バイス・プレジデント ポートフォリオマネージャー）は、下記のように述べた。

アジアにおける資本のより効率的な仲介は、アジア地域の成長を強固なものとし、先進国が構造的な損傷を抱えた環境でのグローバル・リバランシングを支えるために不可欠である。アジアがより効率的に資本を仲介できることで、米国の国内需要を持続不可能なほどに拡大させてきた、アジアから先進国に対するファイナンスを減少させることになる。また、アジア域内でより効率的に資本を活用することで、資本コストを減少させ、中小企業の与信へのアクセスを拡大させるだろう。

また、新興市場は世界のアウトプットの3分の1、経済成長では半分近くを占めている一方で、投資ポートフォリオ配分におけるシェアは小さい。ゆえに、今後数年間に大規模な再配分の可能性があり、それは、与信へのアクセスを拡大させ、新興市場の通貨レートを増価を誘発し、グローバル・リバランシングを支えることになるだろう。

最後に、ますます増加するミクロレベルの規制に関する問題が、資本が配分される際に、どのような影響を与え得るのかという点について説明すると、例えば、海外の投資家が、外国為替取引を行う際のカストディアンを、地元の単一のカストディアン銀行に制限する規制は、価格に関する競争を妨げ、このような市場に対する投資を行わないという投資判断を導くことにもなりうる。

柏木茂介氏（野村 HD リスク・アドバイザー・グループ担当執行役員）は、下記のとおり述べた。

アジアの資本市場の発展のために必須の条件として、統合、効率性、競争が掲げられる。国際的なルールとの調和と標準化及び国際的な規制改革の議論に従事することが統合

にとって重要である。効率化、更に特定して言えば取引コストの削減、は金融業界における分業、ハードインフラの統一化及び一貫性のある予見可能な規制を通じて推進されるべきである。競争は、価格の透明性、より高い流動性及び地域の金融市場の安定性と強靱性をもたらす。代替取引市場は、取引所におけるシステム障害等不測の事態が発生した場合にバックアップ機能を供給することにより金融システムの安定性を向上させることが期待される。

2012年2月2日に東京証券取引所において発生したシステム障害に伴い、日本証券業協会においても、取引所金融商品市場外取引について売買停止が行われたが、金融機関の視点からは、当該売買停止はなされるべきでなかったのではないかと考えている。金融機関としては、日本証券業協会が今後、本件に関し緊密な対話の機会を持つことを期待する。

### セッション3後の質疑応答

モデレーター**ザリナ・アンワー氏**は、会場に議論を呼び掛けた。

システム障害時に日本証券業協会がとった措置に関する**柏木茂介氏**のコメントに対し、会場にいた**大久保良夫氏**（日本証券業協会副会長・専務理事）は、日本証券業協会は、流動性の厚い市場での取引価格を参照することにより、取引所金融商品市場外での取引価格を形成するということができなくなるおそれがあるとの判断から自主規制規則に基づき売買停止を行ったと説明した。また、日本の代替取引市場はその急速な発展に伴い、十分な流動性を供給しようという観点からの意見が日本証券業協会に寄せられており、日本証券業協会は、公平かつ効率的な日本市場の発展を確保する必要性に照らして、これらの取扱いが見直されるべきかについて検討する準備があると付け加えた。

続いて、取引所の合併が承認されなかった最近のいくつかの事例に関連して、取引所のビジネス戦略や、取引所同士の合併に関する規制上のアプローチを考え直すべきかとの質問が会場から投げかけられた。**グレッグ・メドクラフト氏**は、規制当局に求められるものは、「公正で効率的な市場」を確保することであると述べ、また、オーストラリアのケースでは、決済・清算のメカニズムが適切に実施されるかどうかとの懸念があったとコメントした。**斉藤惇氏**は、証券取引所は、ナショナリズムが強いビジネス側面を持っており、ときには、最終判断は、国益及びエンド・ユーザーの利益に基づいてなされるものであると述べた。エンド・ユーザーである一般投資家の利益は守られなければならない。もしも、証券取引所が、ブローカーや仲介機関にとってではなく、一般投資家にとって効率的で、利便性が高く、安価であり、公正で透明な市場を提供できるのであれば、取引所の合併は、許容されるべきであろうと述べた。しかし、多くの場合、規制当局は、一般投資家よりも国益を優先させてしまうことがあると指摘した。**ザリナ・ア**

ンワー氏は、合併によってもたらされる独占は、一般投資家に便益をもたらさないと述べた。信頼できる競争がない場合、取引所の統合によってもたらされるものは、大半が効率化による取引所の収益の拡大となり、ユーザーにとっての取引費用の低減にはつながらないと述べた。マドゥ・カナン氏は、インドでは、国内の取引所の所有を海外の取引所に認めるか否かの議論が行われていると述べ、また、海外の取引所にとっての利益が、国内の優先順位と相反することがあるのではないかとの疑問を投げかけた。ジュリアン・パク氏は、クロス・ボーダーの取引所の合併に関して、規制当局の視点から最も重要な問題点は、取引所の50%以上が規制当局の管轄外の取引所に掌握された場合に、どのように規制するのかという点であると述べた。

続いて、アンドリュー・シェン氏が、ラミン・トルーイ氏及び柏木茂介氏に対して、2つの質問を投げかけた。一つ目は、個人投資家は、新興市場に対する投資によって利益を得てきたのか、二つ目は、どのような機関投資家が、新興市場に対する投資によって利益を得てきたのかというものであった。ラミン・トルーイ氏は、PIMCOの新興市場商品に対する投資家の大半は欧米の個人投資家であり、彼らは、明確に利益を得てきたと述べた。柏木茂介氏は、野村証券の個人顧客は、近年、アジア株、アメリカの高利回り社債、ブラジルリアル建て等の南米の金融商品及び豪ドル建て固定利付き証券に対して強い需要を示しており、これらの金融商品への投資は、日本株への投資と比較して顧客にとって、より利益が大きいと述べた。マドゥ・カナン氏は、インドでは、株取引に参加する個人投資家数が減少しているとし、理由の一つとして、株取引に対する税が挙げられ、税制の改革が必要であると説明した。

## セッション4：アジア金融市場インフラの革新～新しい決済システムのあり方について～

セッション4では、金融市場の重要なインフラである決済システムの革新について、特にCCPをめぐる動向を中心に議論が行われた。また、日銀ネットや電子記録債権等、アジアにおける様々な革新事例を取り上げた。

カニット・サングスバーン氏（タイ財務省財政政策研究所長）は、セッションの冒頭下記のように述べた。

決済システムの重要性については、2つの側面がある。(1) 支払い手段と(2) 清算・決済システムである。ITの革新は支払い手段を大きく発展させ、インターネットやモバイル端末による支払いのように離れた場所での取引を可能としている。アジアはこの分野で成功している。

清算・決済システムは最も重要な部分であり、世界中の証券市場、商品市場に取引が広がる中で、変化に対応し、安全、円滑かつ効率的であり続けることが求められる。

マグナス・ボッカー氏（シンガポール取引所（SGX）CEO）は、下記のとおり述べた。

27年間に及ぶ取引所・決済関連業界の経験に基づき、自身の考えを語りたい。過去の危機は、CCPがデフォルト管理・透明性向上・カウンターパーティーリスク削減を通じて金融市場の安定性に寄与するシステム上重要な機関であることを我々に示した。

アジアの今後の成長については、広く知られているとおり、今後10年間で、世界のGDPに占めるアジアのシェアが40%超から概ね55%に増加するとされている。これにより、アジアの中産階級の人口は、現在の6億人強から、2020年には4倍の約24億人に増加すると見込まれている。この急速な成長は、商品、天然資源及びインフラ整備への需要を高める。効率的な資本市場は、アジアが成長を持続させ、また、増加するアジア地域の富を企業や個人が活用するために極めて重要である。事実、アジアの取引所デリバティブのシェアは2004年の8%から2010年の15%に倍増しており、今後5年間でこの割合は世界のGDPに占めるシェアに近づくことが予想される。

各国ごとに設立するCCPと、中国、インド、ASEANなど地域ごとに設立されるCCPの特徴を見極めながら、効率性をもたらすCCP間の競争促進が望まれる。一方で、CCPは異なる地域の市場参加者間の代替性やアクセスを確保するために協調する必要がある。

タジンダー・シン氏（証券監督者国際機構（IOSCO）事務局次長）は、下記のとおり、IOSCOによる店頭デリバティブにかかる規制策定の取組みを説明した。

IOSCO は全世界の証券市場の 95%をカバーする国際的な基準設定機関であり、IOSCO が策定する原則は、FSB が健全な金融システムのための鍵と考える 12 の主要な基準と規範のひとつである。IOSCO は、国際的な協調と執行のためのベンチマークとして認識されている多国間情報交換枠組み (MMOU) を採用している。2009 年 9 月の G20 サミットの声明では、標準化された全ての店頭デリバティブは、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、CCP を通じて決済されるべきであるとされている。店頭デリバティブに関する G20 の声明を受けて、IOSCO は店頭デリバティブ取引に関する報告書を公表した。IOSCO はまた、CPSS と共に、店頭デリバティブデータ (取引情報) の報告及び集約に係る報告書を準備している。2012 年 2 月の専門委員会会合では、店頭デリバティブの清算集中及び適用除外に関する提言について取り纏めを行うった。<sup>6</sup> また、店頭デリバティブの市場仲介者規制や・清算集中されない店頭デリバティブの証拠金規制の基準設定に関して、引き続き他の基準設定機関と共に作業を続けている。金融市場インフラ (FMI) については、IOSCO は支払・決済システム委員会 (CPSS) と共同で金融市場インフラのための原則の取り纏め作業を行っている。さらにシステムミック・リスクの削減の問題についても検討を続けている。

**宮内篤氏 (日本銀行決済機構局長)** は、日本の決済システムの安全性と効率性の向上に向けた日本銀行の取組みについて下記のとおり概説した。

日銀は、これまで自らが運営する資金決済システムおよび国債決済システム (日銀ネット) の機能を向上させてきた。特に、日銀ネットの RTGS (即時グロス決済) で処理する取引の対象範囲を拡大し、2011 年 11 月までに民間が運営する資金決済システム (外為円決済システム、全銀システム) の大口資金決済をカバーした。さらに、オーバーサイトを通じて、民間の資金決済システムおよび証券決済システムのリスク管理向上、業務継続体制の充実に向け、働きかけを行っている。日本の決済システムは、リーマン・ショック発生時にも、取引成立後の決済過程を通じて危機が増幅する事態は避けられた。ただし、今回の経験から得られた教訓の一つは、決済リスク削減のための国債決済期間短縮の重要性である。市場参加者、決済システム運営者および日本銀行は、今年 4 月から国債決済期間を T+3 から T+2 に短縮することに合意した。さらに、早ければ 2017 年までに国債決済を T+1 に短縮することを目指し検討を始める。

**杉浦宣彦氏 (中央大学大学院戦略経営研究科教授)** は、IT イノベーションを利用した新しい金融ビジネスである電子記録債権と、そのアジアにおける利用拡大の可能性につ

---

<sup>6</sup> 「店頭デリバティブ取引の清算集中要件に関する報告書」が 2 月 29 日に公表された。

いて下記のとおり説明した。

電子記録債権は従来の紙ベースの手形を代替するものであり、分割可能性、より高い安全性とコスト削減の効果をもたらす。また、2012年5月に全国銀行協会の電子記録債権システムが稼動することで、この制度の全国への普及と中小企業金融の円滑化につながることを期待される。アジア各国と日本は、中小企業の比率が高いという共通の構造を有しており、また多くの日本の中小企業がアジア各国に進出している。進出している中小企業の中には現地での資金調達に支障が生じる例が見られることから、各国の資金調達手段・決済実務の実態を調査して、中小企業金融を支援する新手法でもある電子記録債権をアジア諸国へ導入していく方法を模索しており、2011年11月から12月にかけて、ベトナム、カンボジア、インドネシアにおいて調査を実施した。その結果、電子記録債権制度の導入が各国の企業金融の発展に貢献する潜在的可能性は大きいことが示された。

#### セッション4後の質疑応答

カニット・サングスバーン氏が会場に議論を呼び掛けたところ、宮内篤氏に対して、日本の決済システムに関する質問として、日本銀行が取引基盤の整備においてどのような役割を担っているかとの質問があった。宮内篤氏はこれに対して、決済システムサービスの提供者として金融システムの安定性維持のために、日本銀行は最も安全で信頼性の高い決済システムを供給していると回答した。また、日本銀行は、民間の決済システムサービス供給者と競争する意図は無く、決済システムのための安全な基盤を提供することが重要と考えている。例えば、最近、タイ中央銀行との間で締結したクロスボーダーの担保協定では、タイ中央銀行が日本銀行の預託口座にある日本国債を担保に金融機関にタイ・パーツの資金供給を行う仕組みとなっている。このようなバックストップの役割は、中央銀行の重要な役割であると日本銀行は考えている。

次に、電子記録債権に関して、吉野直行氏から杉浦宣彦氏に対し、電子決済は中小企業の取引の効率性を拡大する一方で、安全性の観点からの問題を引き起こす可能性があるが、このようなリスクに対しどのように安全性を確保すべきかとの質問が投げかけられた。杉浦宣彦氏はこれに対して、IT革新はクラウド・コンピューティングのように費用が安価で高い効率性を有するシステムを構築することが可能となる。反面、誰が責任を取るべきかについては、不明瞭になる。そのため、中央銀行、金融機関および証券取引所等の主導による優良な監視体制の構築が必須であると回答した。

続いて、デリバティブ取引に係るCCPの相互運用性に関して、良質な担保の不足が、現在大きな問題となりつつあるが、CCPの運用者と規制当局の間で相互運用性について、

どのくらい議論が進んでいるのかとの質問が会場から寄せられた。**タジンダー・シン氏**は、CCPの相互運用性に関する諸問題は、CPSS-IOSCOの「金融市場インフラのための原則」の最終報告書において取り上げられる予定であり、加えて、メソドロジーは、原則が実務にどのように反映されるのかを理解するうえで役立つと考えられると述べた。

関連する質問として、**エイドリアン・ブランデル・ウィグナル氏**から、CCP間における競争は重要であるが、どのように競争するのかとの質問があった。また、**エイドリアン・ブランデル・ウィグナル氏**は、もしもCCPが当初証拠金や追加証拠金等の証拠金の競争に走ったらどうなるのか、これらの競争はCCPにおける資本不足を招き、新たな危機を誘発しないかとの懸念を示した。**マグナス・ボッカー氏**は、これに対し、IOSCOが現在作業中であるが、証拠金や資本については基準が設定されることとなり、これにより、証拠金に関して競争しているCCPは、利用者にコストを要求することになることに言及し、このため、CCPはそのような側面での競争はしないであろうとの見解を示した。また、何故競争をすべきかという観点については、先発優位（first-mover advantage）に関する問題、誰が適切な商品を提供しているか、CCPがどのように世界的に接続されるか等といった点がより良いサービスに重要であり、これらは競争を通じて達成されるからであると答えた。**タジンダー・シン氏**は、より良いサービス提供のために競争は必要であるが、一方、規制の導入に際しては、過剰な規制を避けるためには協調的な取組みが重要であると述べ、堅固な規制の枠組みの中で競争が行われるのがベストであると付言した。

最後に、**マグナス・ボッカー氏**に対し、セッション3の議論の中で、**斉藤惇氏**が証券取引所の運営は、国家的なビジネスの側面を持つと述べたことについて、シンガポール取引所のCEOとしてどのように考えるかとの質問が会場からあった。**マグナス・ボッカー氏**は、これに対し、**斉藤惇氏**の意見に賛成であると述べた。各国は、繁栄と成長のために自国内に効率的な取引所を確保し、投資家の資金を適切に企業に循環させる機能を保持すべきである。このような機能の供給は重要であるが、所有の問題は別である。また、競争は、資本コストが上がらないように国際的な基準にのっとなって行われなければならないとの見解を示した。

## 国際コンファレンス「アジア市場の統合と金融革新」

平成 24 年 2 月 10 日（金）於 三田共用会議所

- 9:30-9:35** 開会挨拶 中塚一宏 内閣府副大臣(金融担当)
- 9:35-9:50** 基調講演 畑中龍太郎 金融庁長官
- 9:55-11:15** 【セッション1】世界金融危機後の金融市場改革とアジアへのインプリケーション  
 モデレーター ジェーン・ディプロック シンガポール取引所(SGX)社外取締役  
 (前証券監督者国際機構(IOSCO)理事会議長)  
 パネリスト スティーブン・マイヨール 欧州証券市場機構(ESMA)長官  
 ハンス・フーガーホースト 国際会計基準審議会(IASB)議長  
 スティーブン・ポー 香港証券・先物取引監察委員会(SFC)シニア・ディレクター、証券監督者国際  
 機構(IOSCO)市場仲介者常設委員会議長  
 リー・チュアン・テック シンガポール金融管理局(MAS)アシスタント・マネージング・ディレクター  
 ジャスパル・シン・ビンドラ スタンダードチャータード銀行グループ  
 常務取締役兼アジア最高統括責任者  
 河野正道 金融庁金融国際政策審議官
- 11:20-11:35** 基調講演 ジュンス・キム 韓国銀行総裁
- 11:40-12:55** 【セッション2】アジア金融市場における適切な資金供給のあり方について  
 モデレーター 吉野直行 金融庁金融研究センター長、慶應義塾大学経済学部教授  
 パネリスト エイドリアン・ブランデル・ウィグナル 経済協力開発機構(OECD)事務総長スペシャルアドバイザー、  
 金融企業局次長  
 アンドリュウ・シェン ファン・グローバル・インスティテュート会長、中国銀行業監督管理委員会  
 (CBRC)顧問  
 ジョング・イ 国際弁護士 キム&チャング法律事務所シニア・アドバイザー(前韓国金融委員会  
 (FSC)常任委員)  
 藤井健司 みずほ証券執行役員 グローバルリスク管理グループ長  
 横井真美子 経済開発協力機構(OECD)プリンシパル・アナリスト  
 岡田昌治 九州大学 ユヌス&椎木ソーシャル・ビジネス研究センター  
 エグゼクティブ・ディレクター、教授
- (13:00-14:00 昼食)
- 14:10-14:25** 基調講演 ゼティ・アクタール・アジズ マレーシア中央銀行総裁(ビデオ上映による)
- 14:30-16:00** 【セッション3】アジアの市場統合～競争か、協調か～  
 モデレーター ザリナ・アンワー マレーシア証券委員会委員長  
 パネリスト 斉藤惇 東京証券取引所グループ代表執行役社長  
 マドウ・カナン ボンベイ証券取引所(BSE)マネージング・ディレクター兼 CEO  
 グレッグ・メドクラフト オーストラリア証券投資委員会(ASIC)委員長  
 ジュリアン・パク 韓国金融監督院(FSS)局長  
 ラミン・トルーイ PIMCO アジア エグゼクティブ・バイス・プレジデント ポートフォリオマネージャー  
 柏木茂介 野村 HD リスク・アドバイザー・グループ担当執行役員
- (16:00-16:30 コーヒーブレイク)
- 16:30-17:45** 【セッション4】アジア金融インフラの革新～新しい決済システムのあり方について～  
 モデレーター カニット・サングスパーン タイ財務省財政政策研究所長  
 パネリスト マグナス・ポッカー シンガポール取引所(SGX)CEO  
 タジンダー・シン 証券監督者国際機構(IOSCO)事務局次長  
 宮内篤 日本銀行決済機構局長  
 杉浦宣彦 中央大学大学院戦略経営研究科教授