

## I. 論考・提言編

# 3. NIRAアジア金融プラットフォーム小委員会 提言

(NIRA小委員会提言の提出についての説明)

2007年2月23日の第五回アジア・ゲートウェイ戦略会議の席上における伊藤元重座長《NIRA理事長》によるNIRA提言紹介部分の抜粋

○伊藤座長 どうもありがとうございました。それでは、私の方からも恐縮ですが、お時間をいただいて、1つだけ御報告させていただきたいと思えます。

お手元に、総合研究開発機構のNIRAと書いた色のついた紙がございます。これは、根本補佐官とも御相談させていただいて、NIRAでこれまで日本とアジアの金融資本市場に関連した研究をやっておりましたので、その一部を「NIRAアジア金融プラットフォーム小委員会提言サマリー」として本日ご披露させていただきました。今回のアジア・ゲートウェイ構想に併せて、かなり詳しい研究調査をしております。提言の全体をお持ちしても大部になりますので、今日はサマリーしかございませんが、もし御関心がございましたら、後ほど全文をお届けしたいと思えます。またNIRAのホームページにも掲載いたします。

時間も限られておりますので、中身に入るといっても、どういうことをやったかということを一言だけ申し上げます。43ページに金融サービス市場の構成要素についての概念図がございますので、そこを見ていただきたいと思います。

先ほど河合さんの方から総合的・包括的なアプローチが必要であるというお話があったので

ですが、あえて2つ申しますと、1つは、やはり金融サービス市場インフラのグランドデザインを国家戦略としてきちんとつくる必要があるということと、もう一つ、包括的ということで見ると、結局、全体観を捉えながら個別のディテールに入った議論をしないことには動かないだろうということです。その2点から議論させていただきました。

特に、先ほど池尾さんからのお話にも関連するのですが、1つは、市場のシステムインフラとしてどういうものをつくらなければいけないのかという点を議論しております。もう一つは、既に法制度の改革がかなり進んでいるとは言っても、法規制あるいはそれに関連するいろいろな紛争解決機関等々まで含めて、いわゆる社会インフラのようなものをどうつくるかということについても、かなり詳しく議論をさせていただいております。

この研究会は、67ページにメンバーリストが出ておりますけれども、基本的に、民間の方々と、実際に内外の市場で活動をされてこられたユーザーの方々を中心にお話を伺っております。具体的に、どういうことを今後我々日本として進めていくべきか、ということに関して書いてありますが、また是非、今日の皆さんの御意見等も参考にしながら、我々も研究をさらに進めさせていただきたいと思えます。

## NIRAアジア金融プラットフォーム 小委員会 提言

——日本とアジアの利用者の視点に  
立った金融ビッグバンの完成を——

アジアに開かれたオープンで活力ある我が国金融  
サービス市場の創出と、アジア域内金融資本市場発  
展のために

### NIRAアジア金融プラットフォーム 小委員会提言の全体構成

- 本 編：提言（サマリーおよび本文）・  
検討すべき施策項目の例示・メ  
ンバーリスト
- 資料編1：包括的・横断的な金融サービス  
市場法制グランドデザインの必  
要性（添付省略）
- 資料編2：金融プラットフォーム構築のた  
めのグランドデザインの必要性  
（添付省略）

### NIRA提言 サマリー

#### 現状認識

○ 我が国が冷戦終焉後の世界的規模での市場間競争・地域間競争に勝ち抜くには、公正かつ効率的な金融サービスや物流サービスが確保される必要があり、そのための市場と市場インフラがしっかりしたものとなっていなければならない。しかし我が国の金融サービス業と金融サービス市場は十分信頼されているとは言い難い。また、各種の市場インフラ整備も、個別には進展している部分も多いが、全体としてみると「グローバル化」および「ITガバナンス」の視点が十分ではなく、アジア市場の発展に伴う国際競争の激化や、ICT（情報通信処理技術）の高度化といったパラダイムの変化に対して、全体最適としての取り組

みが不十分である。

○ 我が国の国際的な大企業はグローバルな資金調達に走る一方、中小企業は高度な金融サービスを楽しむことが難しい。個人金融資産の太宗は依然としてリスク回避的な運用に留まっている。我が国は対外資産大国であり、1,500兆円の個人金融資産が存在し、市場の規模はアジアで傑出している。このような環境で我が国金融サービス業は、海外、特にアジアに積極展開し日本とアジアの利用者に多くの便益を還元することが可能であるはずである。しかし、個人金融資産は諸外国に比べ圧倒的に高い割合が預貯金で運用され、対外投資も米国債に偏重し、金融資産収益率は低く、我が国はアジアに便益を還元できていないだけでなく、アジアの成長をも十分取り込めていない。

○ 我が国の金融サービス市場と市場インフラ（下記注）は、国を跨いだ決済や指示が日常的に出ることを十分に想定していない上、市場関係者（インフラ運営者含む）の、「外に繋げようとする努力」（国際化）が十分とはいえない。日本の居住者以外の顧客の獲得も不十分である。NY・ロンドン市場や欧米金融機関に比べ国際競争力が劣後していることは明白であり、アジア市場においても（時差上の有利性を含む）地の利を活かせていないのが実情。

○ アジアにおいては、金融危機の再発予防や各国国内の金融資本市場インフラの整備に取り組んでいるが、各国の金融資本市場と、それらをつなぐアジア独自のクロス・ボーダーの金融資本市場インフラが未整備なため、欧米主体の仲介決済機能および機関等を通じてアジアの豊富な貯蓄が欧米にまわり、欧米からアジア投資資金として還流してくる状況が続いている。しかし近年、各国国内規制の及ばない自由な市場（self regulated market）であったユーロ市場がEU指令という規制に従う市場に

なりつつある。また米国の公募市場は規制コストの上昇に苦しんでいる。クロス・ボーダーの金融サービスにおいて、日本とアジアの金融サービス市場に絶好のチャンスが巡ってきている。

○ アジアと日本の金融サービス市場は、連携して、欧米との市場間競争・地域間競争に勝つことを目指す必要がある。そのためには、域内各国の市場参加者と政府が協力し、日本をはじめアジア域内各国の国内およびクロス・ボーダーの金融サービス市場と市場インフラを含めて、アジア域内の金融サービス市場全体の魅力と効率の向上をはかるための統合的・包括的なグランドデザインを描く必要がある。しかし、その推進を阻む最大の問題は、アジアチームの代表格ともいべき我が国の、(1)国内の金融サービス市場の閉鎖性・不透明性と、(2)国内の金融サービス市場インフラの整備(効率化・高度化)の遅れ、(3)我が国金融資本市場関係者の間での共通認識の欠如である。

何を目指すべきか—我が国の金融サービス市場をアジアの共有インフラに

● 国内金融サービス市場の抜本改革：我が国の金融サービス市場が、1ローカル市場にとどまるのではなく、アジアのための最大の情報と最良のsolutionが流れる開かれた国際金融センターとなるには、オープンで、電子商取引など情報処理技術の高度化メリットを最大限に生かした効率的な市場を構築し、アジア諸国との連携を実現し、アジアの高い成長を支える必要不可欠の、アジアの共有インフラとなることが必要。そのため、アジアと日本の利用者の視点に立って、現存する障害や阻害要因を診断し除去することで、我が国の金融サービス市場を下記のように作りかえることが必須。

①投資家や発行体など市場の利用者のニーズに合う金融商品・サービスが豊富に存

在、

②金融サービス市場に関する法規制、自主規制ルール・市場慣行、規制監督機関、使いやすい紛争解決機能(金融ADR)など、公的制度インフラが包括的かつ横断的なものとして整備され、金融サービス業者、発行体、規制監督機関などの信頼が高い、

③市場の各種システムインフラ(一連の電子プラットフォーム:下記注)が、統一的なグランドデザインの下、全体として効果的に整備されている、

④税制等が簡素で効率的、

⑤仲介者たる我が国の金融サービス業者と市場に参加する人材の層が厚く専門性が高い。

● アジア域内クロス・ボーダー金融プラットフォームの構築：アジアにおいては、我が国がリーダーシップを発揮して、国内の金融サービス市場とクロス・ボーダーの市場の整備に取り組み、アジアの豊富な貯蓄をアジア域内への投資につなげ、日本を含むアジアの人々がアジアの投資のリターン、すなわち「アジアの成長」を直接享受する仕組みをアジア各国が連携しビジネスモデルとして作り上げることが必須。(なお、アジア域内クロス・ボーダー金融プラットフォームの構築は、日本国内の市場インフラを最大限開発・活用することを想定する。特に「日本市場を、競争力があり、アジアの発行体・投資家にとって最も魅力のある使いやすい市場にする」との観点が重要。)

提言：2つの諮問会議ないし委員会の設置

—①市場の法規制と、②市場の各種システムインフラの、国レベルのグランドデザインの策定

(1) 日本版金融サービス市場法制等諮問会議(仮称)

(2) 金融サービス市場システムインフラ

(電子プラットフォーム) 諮問会議 (仮称)

注：金融サービス市場の市場インフラとは何か

(1) 金融サービス市場取引の場所・空間：

金融商品が取引される場所としての「金融サービス市場」がある。ここでは金融サービス市場という言葉で、証券取引所市場のような市場型取引が行われる場はもちろんのこと、相対型取引が行われる場としての金融サービス業者間取引市場等も含む広い概念として使っている。(※英語のExchangeは日本語の場所の意味するものよりもさらに広義な取引をする空間という認識であり、取引所取引に限らず、サーバー空間も含む) (取引執行システムという意味では下記システムインフラでもある)

(2) 金融サービス市場の法規制などの公的制度インフラ：

金融サービス市場の構成要素としては、上記のほかに、法規制などの高い透明性と法執行力を備えた公的制度インフラとして、

- ①金融サービス市場を司る各種法令 (金融商品取引法、会社法 (公開会社法) 等) や、自主規制ルール・市場慣行等のソフトロー (規律・規範)、(それらの中には、開示制度や会計制度などを含む)
- ②公正な金融サービス市場を確保し利用者保護を図ることを任務とする、説明責任を十分果たすことのできる「規制監督機関」(「金融監督当局」「財務当局」「為替当局」)
- ③金融サービス業者・利用者間のトラブルを解決する「紛争解決機関 (金融ADR)」
- ④金融サービス業者破綻時の利用者保護を図る「セーフティーネット」
- ⑤金融サービス関連税制、などが重要である。

日本に最終的に必須となる日本版金融サービス市場法制をはじめとする公的な制度インフラを真に実効性あるものとするためには、こうした要素を横断的・包括的にカバーしておく必要

がある。

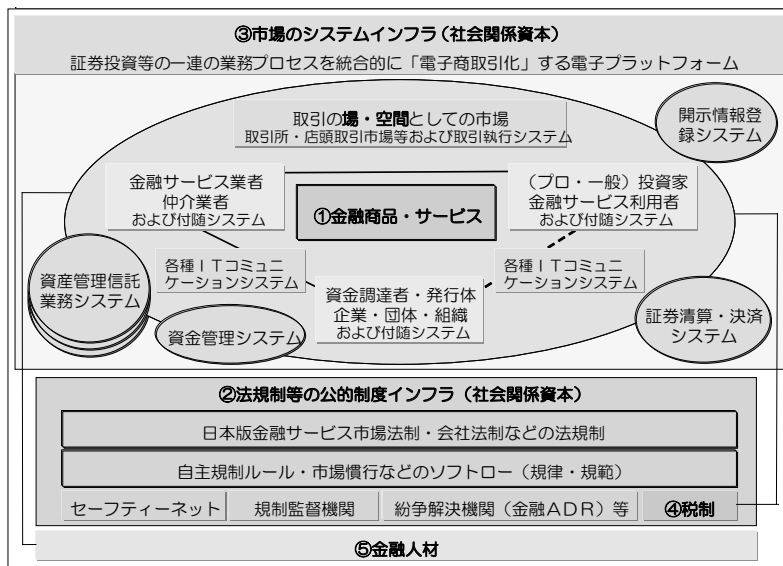
(3) 金融サービス市場の各種システムインフラ (電子プラットフォーム)：

市場の各種のシステムインフラ、すなわち、

- ①金融商品等の開示情報登録システム (取引所などの機能)
- ②高度な取引執行システム (取引所・PTS (私設取引所システム) など)
- ③証券清算・決済システム (CCP：セントラルカウンターパーティ、CSD：証券集中預託機関)、
- ④資産管理信託業務システム (カストディシステム)、
- ⑤企業や金融機関の、資金管理 (キャッシュマネジメント) システムや、各種のリスクマネジメントシステム、内部牽制のためのシステムなど、
- ⑥中央銀行と金融機関等、金融機関の間、あるいは金融機関と企業など金融サービスの供給者と利用者の間を結ぶ、ITコミュニケーションシステムなど、である。

これら各種の市場システムインフラは、統一的なグランドデザインの下全体として効果的に整備され、証券投資等の一連の業務プロセスを統合的に「電子商取引化」する電子プラットフォームとして、複数システムが上手に連携し、シームレスなオペレーションが可能となるような枠組み (フレームワーク) となっていなければならない。例えば、取引の執行の迅速性と正確性を追及する世界中の機関投資家にとって、証券等売買仲介機関、資産管理機関、取引所、およびそれらを繋ぐITコミュニケーションシステムなどをそれらの能力とサービスに基づいて選択する時代に入っており、我が国の証券市場をはじめとする金融サービス市場と市場インフラにとっても、今後そのような世界的競争に参加することは不可避であろう。

金融サービス市場の構成要素（図表）



（上記の①～⑤の番号は、下記の5つのポイントに対応している）

上記の金融サービス市場の構成要素に対応して作りかえるべき5つのポイント

- ①投資家や発行体など市場の利用者のニーズに合う金融商品・サービスが豊富に存在、
- ②金融サービス市場に関する法規制，自主規制ルール・市場慣行，規制監督機関，使いやすい紛争解決機能（金融ADR）など，公的制度インフラが包括的かつ横断的なものとして整備され，金融サービス業者，証券発行体，規制監督機関などの信頼が高い、
- ③市場の各種システムインフラ（一連の電子プラットフォーム）が，統一的なランドデザインの下，全体として効果的に整備されている、
- ④税制等が簡素で効率的、
- ⑤仲介者たる我が国の金融サービス業者と市場に参加する人材の層が厚く専門性が高い。

（本編 サマリー 以上）

## NIRAアジア金融プラットフォーム 小委員会 提言 本文

——日本とアジアの利用者の視点に  
立った金融ビッグバンの完成を——

アジアに開かれたオープンで活力ある我が国金融サービス市場の創出と，アジア域内金融資本市場発展のために

### 1. 本提言の趣旨・目的

「金融投資」面でのアジア・ゲートウェイ構想を推し進めるにあたり，安倍総理がオープン&イノベーションのキーワードの下「アジアに開かれたオープンで活力ある我が国の金融サービス市場の創出」に関して政権構想で掲げられた以下の5点、

- ①良いヒト・モノ・カネを世界から集積、
- ②そのためのインフラ整備、
- ③アジアの成長を取り込む経済戦略、
- ④イノベーション活用で幅広い産業の生産性

を向上させる、

- ⑤ロンドン、NYに比肩する我が国金融サービス市場の強化、

を突き詰めれば、要するに、「日本の金融サービス市場を、アジアの共有インフラとするべく、『市場』としての魅力を高めるために、現時点で存在する障害や阻害要因を除去し、規制改革や市場インフラの整備を徹底的に進める」ということであると考えられる。

それは、アジアの国と都市が互いに熾烈な競争に明け暮れることをよしとするものでもない。それは、アジア発の市場参加者が、日本を含むアジア域内全体の市場競争力強化のためにチームを組み、(我が国の金融サービス市場と市場参加者と市場インフラが適格であるならば、彼らをリーダーとし、我が国の市場と市場インフラをそのための中核として利用できるよう、)これから激化する欧米市場との市場間競争をフェアに戦うための準備をはじめるとを意味する。

域内主要各国の市場参加者代表と政府が協力し、それぞれの役割とポジションを明らかにしたうえで、日本をはじめアジア各国国内およびクロス・ボーダー金融サービス市場と市場インフラを含めて、アジア域内金融サービス市場全体の魅力の向上をはかるための統合的なグランドデザインを描くということである。

しかし、その推進を阻む最大の問題点・阻害要因は、アジアチームの代表格ともいべき我が国の、(1)国内の金融サービス市場の閉鎖性・不透明性と、(2)国内の金融サービス市場インフラの整備(効率化・高度化)の遅れである。

本提言は、上記趣旨を踏まえ「(国際的な市場実務経験者でなければ気づきにくい点を含め)内外市場の経験と情報に通じた民中心の市場実務家や学識経験者が、日本の金融サービス市場に関して日ごろ感じている規制やインフラ等の問題点・阻害要因に関して、検討の切り口(agenda setting)や解決の方向性について提言を行う」ことを目的としている。

## 2. 問題認識・議論のポイント

### (1) 社会関係資本(ソーシャルキャピタル)の重要性

- ① 社会関係資本(ソーシャルキャピタル)としての市場参加者への信頼の重要性:

金融サービス提供主体が、受託者として真に専門性を発揮するという信認、すなわち「金融機関と証券発行体企業等への信頼」と、それを前提とした「金融サービス市場とその市場参加者への信頼」は、重要な「社会関係資本(ソーシャルキャピタル)」であり、それらなくしては、市場に対する根源的な資金提供者であり金融サービスの消費者でもある個人・家計の健全で安定したライフプランは実現できないし、金融サービス市場の発展も望めない。

- ② 社会関係資本(ソーシャルキャピタル)としての市場制度や市場インフラの重要性:

金融サービス市場には、さまざまな形で市場の失敗や合成の誤謬<sup>(注1)</sup>が生ずる。市場も社会の一部を構成する種々の制度の一つであり、市場を支える制度やインフラが不十分であれば、市場は本来の機能を発揮することができない。また、これからの金融サービス市場のあり方は、国内だけのせまい地域の論理だけでなく、地域間の競争やグローバル化の現実という広い視野で見ていく必要がある。旧来の秩序を維持するという姿勢だけで市場と市場インフラの再構築を行おうとすると、結局その地域の金融サービス市場は衰退することになりかねない。市場はダイナミックに変化するものであり、これからの金融サービス市場の姿は20世紀後半の金融市場の姿とは大きく異なる。既存の金融機関や金融ビジネスを守るとの視点だけでは駄目であり、また上からの管理や規制の強化という視点ではなく、「大きく変化する環境に適応しつつ市場の活力をうまく引き出し、域内の利用者の観点に立って使いやすい市場制度や市場インフラ作りを如何に行うか」という姿勢が重要である。

## (2) 背景にある世界の動き・流れ

ここで、我が国の金融サービス市場をアジアのゲートウェイにするための考察を進めるにあたり、安倍総理が掲げられた上記の5点の背景にある世界の動き・流れを、簡単に整理しておく。

- ①グローバル化とICT（情報通信処理技術）の高度化で、情報の伝達・流通速度が加速。国境の垣根も、それまでのビジネスモデルも、ガバナンスモデルも液状化（溶解・流動化）し、パラダイムの変化するなか、世界的な規模でのITガバナンスの必要性と、市場インフラとビジネスモデル転換の必要性が増大。
- ②世界的な資本移動の自由化の流れの進展。原油高および一次産品の値上りを背景とした世界的なカネ余り現象の顕在化。
- ③アジア企業の興隆とアジア主要国における地域的な経済連携・統合の動きの進展。→特に、市場間競争を意識した、製造業やサービス業における域内ネットワーク化の進展。また、アジア全体としての貯蓄の増大。および、代表的アジア企業の成長と潜在的資金需要の増大。一方で、他地域より多様性の大きいアジア地域では、国によって経済と金融資本市場についての差異が大きくなっており、その発展段階が異なる。特に先進地域を含めて、各国の官民の関係者および市場参加者による対話促進への努力に不十分な面なしとしない。
- ④上記①と②と③を受けての、製造業企業のみならず、金融機関や、果ては市場と法規制と市場のシステムインフラまで、アジアも含め世界中で重層的にシームレスにつながり、あるいはつながりうる状況が現れ、またそれらが競合・競争する状況が出現。
- ⑤アジアにおいては、通貨金融危機の再発予防や各国国内の金融資本市場インフラの整備に取り組んでいるが、各国の金融資本市場を有機的につなぐべき「アジア独自のクロス・ボーダーの金融資本市場インフラ」が未整備なため、欧米主体の仲介/決済機能および機

関等を通じてアジアの豊富な貯蓄が欧米にまわり、欧米からアジア投資資金として還流してくる状況が継続中。（自分の資金を米欧の債券等に投資するばかりで世界の資金を配分する機能を有しない日本の現状は、まさに「金融の原材料輸出国」に止まっているといわざるを得ない、との指摘もある。）

- ⑥近年、各国の国内規制の及ばない自由な市場（self regulated market）であったユーロ市場がEU指令という規制に従う市場になりつつある。また米国の公募市場は規制コストの上昇に苦しんでいる。クロス・ボーダーの金融サービスにおいて、日本とアジアの金融サービス市場に絶好のチャンスが巡ってきている。アジア独自の工夫とモデルによって、人為的に「アジア域内クロス・ボーダー金融資本市場（金融プラットフォーム）」のデザインを描きうる余地が生じている。

## 3. 我が国金融資本市場を取り巻く環境変化と金融サービス市場の現状

（旧来のガバナンス（統治）システムの弊害）

第二次世界大戦後の復興期から高度経済成長期まで、我が国の産業政策は省庁ごとのタテ割り行政と業法をベースとして、個別産業の育成に重点を置いてきた。行政、企業、銀行等が密接に連携して、必要な産業に効率的に資本を投入し産業育成をはかるという体制が、我が国の成長を支えてきた。しかし経済社会が成熟しグローバル化が進むと、こうした体制は変容せざるを得なくなる。そして時代が移れば、「小さな政府」という言葉が示すように、行政などの「これまでいわばガバナンスしていた側」の果たす役割は相対的に小さくなり、市場参加主体が、政府以外の市場の参加者、すなわち「かつてガバナンスされていた側」へと移っていくと考えられた。

ところが、現在も我が国の金融資本市場は、多大の努力がなされてはいるが、依然として旧来のシステムの弊害を数多く残し、依然その市

場システムは閉鎖的な側面と不透明さを払拭できていない。

これまで具体的な弊害の例として、タテ割り行政による業法を中心とした業者規制などにより、時代の変化に適合できていないことで、それぞれの規制に危険な隙間が生じ、かつ不透明な裁量行政の余地が依然存在していると指摘されてきた。また、法人企業株主中心の市場が長く続いた結果、個人投資家に対する情報提供が軽視され、不適切な取引が市場から払拭できない状態にあるとされてきた。また、過度に進んだ銀行中心の間接金融体制は、銀行に大きなリスク負担をさせ、銀行の経営基盤の脆弱化を招いたと考えられた。

しかし今もなお、株などの有価証券類にまつわる企業や業者の不祥事の頻発、不公正な内部者（インサイダー）取引や市場操作、詐欺まがいの投資勧誘などが続いている状況にあり、こうした問題点は、市場への根源的な資金提供者たる個人投資家の市場参加への意欲を弱めるだけでなく、結果として市場機能を学び、適切に理解し参加する機会を彼らから奪ってきたといえよう。我が国市場関係者の間の、本来あるべき市場の姿（integrity：本来の市場らしさ・一体性・市場に本来備わべき高潔性）に対する認識は今なお不足していると言えるのではないか。

90年代後半には我が国で金融ビッグバンが断行され、手数料体系の自由化や関連の規制緩和、個別業法の改定や会社法制の見直しなどさまざまな改革が試みられてきた。そして直近では重要な前進である投資サービス法（金融商品取引法）の整備も行われているが、金融資本市場全体としては欧米諸国（市場）へのキャッチアップは未完了の状況にある。

確かに、我が国の金融資本市場では、金融機関の不良債権問題はようやく峠を越したが、「失われた10年」を経て、対外資産大国の我が国には1,500兆円の個人金融資産が存在し市場の規模はアジアで傑出しているものの、市場全体として地盤沈下しているようにみえる。

その遅れが縮まらない場合には、いずれ国際社会における我が国とアジア近隣市場の影響力を弱め、企業の資本コストを高止まりさせることで、金融サービス業はもちろん、その他我が国とアジア地域の産業の国際競争力をも失わせることになりかねない。

市民と市場を取り巻く環境は、個人の金融資産を銀行などの預貯金受入金融機関に任せておけばよかった時代から、自らの判断と責任のもとで直接間接に自らの金融資産を運用する時代へと大きなうねりを伴って不可逆的に変化しつつある。しかし、自己責任が求められる前提として、市場というものはすべからく公正に運営され、かつ適正開示等に基づいて公正な価格形成機能を担保すべき法規制システムをはじめとする市場インフラが信頼されるものとなっていなければならないことはいうまでもない。

ところが、現在の我が国の金融サービス市場システムには、依然としてさまざまな構造上の問題が存在し、消費者・資金提供者としての個人が納得してとることのできない各種のリスクに満ち満ちているようにみえる。日本の投資家は、これだけ低金利が続いてもrisk averseであり、個人金融資産の太宗は依然としてリスク回避的な運用に留まっていることはその表現であろう。また、我が国の国際的な大企業はグローバルな資金調達・資金管理に走る一方、中小企業は高度な金融サービスを享受することが難しい。

#### （日本市場の有利性）

このような環境変化の下で、我が国の金融サービス業は、本来、海外、特にアジアに積極展開し日本とアジアの金融サービス利用者によくの便益を還元することが可能であるはずである。しかし、アジアという最大の成長地域の中に位置し、しかも一日が欧米より早く始まる極東に位置するという（時差上の有利性を含む）地の利も生かされていらない。個人金融資産は諸外国に比べ圧倒的に高い割合が預貯金で運用されているのみならず、対外投資も米国債に偏重し、金融資産収益率は低く、我が国はアジア



に便益を還元できていないだけでなく、アジアの成長をも取り込めていない。

#### 4. 市場のあり方を考える上で拠り所となるべき原則（プリンシプル）

市場関係者各位に対して問題点と施策のあり方を分かりやすく説明し、かつ今後のプロセスを進める上で、anchor（拠り所）となるべき「基本原理・原則」をあらかじめ明示しておくことは、「agenda setting」という本提言に課された役割を担うにあたって極めて重要と考えられる。

「良い市場」となるための原則（例えば、市場が発行体や業者に比べ立場が圧倒的に弱い一般個人投資家等からの厚い信認を獲得する一方、プロの発行体自身や業者等にとっても規制でがんじがらめになっておらずバランスが取れており、また効率的で厚みのある市場を支えるものとして整合性を持って市場インフラが整備されなければならない等）を明確にし、それに沿う形で検討を進めることは、中長期的な市場の成長・発展という観点からも必須と思われる。

すなわち、それらは以下のようなものであろう。

- (1) 日本とアジアの地域内の特性に配慮しつつ、不透明なルールや必要な変更にかかるコストと時間のかかる煩雑なルールを出来るだけ排除し、域内の多様な市場参加者が明確なプリンシプル（原則）の下で、自由に安心して行動できるための各種市場インフラを整備すること。
- (2) 市場は多様な市場参加者のニーズに即応できるよう、高いインテグリティ（本来の市場らしさ・一体性・市場に本来備わべき高潔性）をもっていなければならない、そのために必要な市場ルールと市場インフラの標準化・統合・連携と、柔軟性（変化への適応性）が重要であること。
- (3) ルールを外れた者や不適切な取引業者に対し、また紛争が生じた場合に、適正で公

正かつ迅速な処罰・対応を行うことのできる、①フォーマルな法規制システム、②自ら高い説明責任を有する規制監督機関・紛争解決（ADR）機関・セーフティーネット、および③透明性を有する自主規制システムやインフォーマルな規律・規範（ソフトロー）が、効果的に存在すること。

- (4) 専門的な市場教育や訓練、紛争解決や被害者救済制度などの公正な社会的インフラ整備を通して、自律的に市場本来の機能発揮と市場の進化を促し、かつ競争社会への不安と不信感を和らげるシステムが存在すること。
- (5) 市場の構築・運営にあたっては、域内の実務者を含めた実際の市場参加者が密接に連携・対話し、自らを監視し、それぞれが主体的に市場における資質を高めていくことのできるような仕組みを導入すること。

#### 5. 金融サービス市場の構成要素

金融サービス市場のあり方を検討する場合、金融サービス市場の構成要素ごとに話をすすめていくのが分かりやすいと思われる。

金融サービス市場の構成要素は大きく、(1)客体、(2)主体、そして(3)市場インフラとしての(3-1)場所・空間と、(3-2)市場インフラとしての法規制システム、(3-3)市場インフラとしてのシステムインフラ、に分けることができる。

なお、ここで広義の金融サービス市場インフラとは、(3-1)金融商品と金融サービスが取引される場所・空間、(3-2)金融サービス市場に適用される法規制、情報開示制度、関連の会計制度、関連税制、自主規制や市場慣行などの規律・規範まで含めた公的な制度インフラ、そして(3-3)金融取引に係る市場分析から、売買取引、清算、決済・資金管理、および資産管理等に至る一連の業務プロセスおよびそれらの業務プロセスを支える経営インフラおよびITコミュニケーションインフラなど各種の市場システムインフラのあり方までを含んだものとして理解される

必要がある。

(1) 金融サービス市場の客体：

まず金融サービス市場における取引の客体となるのが、様々な「金融商品・サービス」である。

(2) 金融サービス市場の主体：

次に主体として考えられるのが、

- ① 金融商品・サービスを業として提供する主体としての「金融サービス業者」、
- ② 金融商品・サービスの「利用者（プロの機関投資家や一般の個人・家計、企業等）」、
- ③ 資金需要者（株や債券など金融商品を生み出す主体・証券発行体）である「企業等」（会社のほか国・地方公共団体・各種団体・SPC/集団投資スキームの主体などを含む）である。

(3) 金融サービス市場のインフラ：詳細は、上記P.4の注参照。

- (3-1) 金融サービス市場取引の場所・空間、
  - (3-2) 金融サービス市場の法規制などの公的制御インフラ、
  - (3-3) 金融サービス市場のシステムインフラ、
- である。

## 6. 市場インフラの重要性について

---

金融サービス市場インフラの実際の提供は、中央銀行のような公共部門、あるいは証券取引所のような半公共部門が担うこともあれば、資産管理専門信託銀行のように民間主体が営利目的で行なう、あるいは㈱証券保管振替機構のように民間主体が半ば市場全体の機能向上のために行なうこともある。

我が国の金融サービス市場の閉鎖性・不透明性と金融サービス市場インフラの整備（効率化・高度化）の遅れは、特定の金融機関というような一業種の問題ではなく、また、日本一国のみの問題でもない。グローバル化した世界経済における我が国経済の地位とかが大きく左右され、また、日本がなし得る世界経済、とりわけアジアの経済への貢献の及ぶ範囲を、そ

れによって画するものである、と考える必要がある。

## 7. 我が国の金融サービス市場インフラの整備の遅れ

---

我が国の金融サービス市場インフラの整備の遅れは、時には取引所のシステムダウンなどの形で耳目を集めるものの、多くの場合は人の目に止まらぬところで、我が国経済の成長力と我が国金融サービス市場の国際競争力向上の足枷となっていると考えられる。

ただし、市場インフラの進展を、証券決済分野に限って考えると、2009年予定の株券電子化で完結する証券電子化をはじめ、清算機関が実現したこと、STP（ストレート・スルー・プロセッシング）インフラが証券保管振替機構に用意されたこと等、現在我が国証券市場において取引電子化への取り組みが進展している。ここ5年の変貌には目ざましいものがある。

そのような決済制度改革の進展により、証券のペーパーレス化は着実に進展したが、いわゆる個々の「ハコ物」の整備に終始した感があり、肝心の制度システム総体の効率性・機能の向上といった、インフラ全体のレベルアップへの国レベルおよび市場関係者の取り組みが、依然不十分である。そのために、欧米の水準へのキャッチアップが十分に図られていないのが実情と思われる。

例えば、金融サービス業一般に、既存の組織のあり方を前提として市場インフラを運営する業務部局が組み立てられているために、依然として業態ごと、企業ごとの個々のタテ割りベースでの個別最適を実現するに留まり、欧米の業務改革あるいは構造改革を伴った組織横断的なビジネスモデル構築と比較して、ムダが多くサービスレベルが劣る部分もみられるとの指摘もある。

国際取引所連合の2005年度年次報告書によると、東京証券取引所における国内株式の時価総

額はニューヨーク証券取引所に次いで世界第2位。確かに我が国の市場は大きい。しかしながら、IT革命やこれに呼応した金融技術の高度化、さらには世界的な規制緩和の動きに呼応して生じている各国市場間の競争激化といった環境変化のなかで、証券投資や巨大な年金運用などを支える我が国の金融サービス市場のフロント・ミドル・バックのオフィス機能は、市場間競争に直面していないかあるいは直面していることを意識しないままで来たために、旧態依然としたものに留まっている面なしとしない。

後発のメリットすなわちレガシーの呪縛のない他のアジア諸国が国レベルで包括的・横断的に電子化に取り組んだ場合には、一気に我が国を凌ぐサービスレベルを達成する可能性を否定し得ない。万一そのような事態を招いた場合には、内外の投資資金が、日本以外の、より効率的な市場に向かうことになりかねない。巨大な金融資産規模を誇る我が国の市場が、ローカルマーケットに転落することはなんとしても避けなければならない。

金融とは、本来、貯蓄主体から投資主体への自由な取引を通じた資金の流れを意味するものであり、それは将来の「我が国経済のかたち」を決める資源配分機能を担う。また、家計や年金運用主体など根源的な貯蓄主体に十分な情報と金融技術が備わっていない場合には、金融サービス提供主体（銀行、証券、投資顧問などの金融サービス業者）が、専門性を有する「受託者」として、家計のために家計に代って運用を行なう必要がある。

我が国の巨大な経済と巨額の個人金融資産の存在は、日本国内のみならずアジアに開かれたものとして、貯蓄主体から投資主体への資金の太い流れを必要としており、そのための、各種の付帯的な金融サービス提供の必要性も含めて、アジアに開かれた極めて強力な広義の金融サービス業と金融市場インフラの存在を求めるとともに、我が国のニーズを満たせる金融サービス業であるならば、我が国の基幹産業の一つとし

て我が国のみならずアジア諸国の均衡ある発展を支えることができるものと考えられる。

## 8. 何をすべきか

我が国金融サービス市場の閉鎖性は、タテ割りの業法と業態の存在を前提としたままで金融ビッグバンが実施され、10年後の現在までビッグバンが完成していないことと無関係ではないと考えられる。つまり、最大の問題は、インフラ総体としての全体観が欠けていたことである。今後は、パッチワーク的な動きに終始するのではなく、市場システムインフラの有機的連動を如何に図るかという点を中心に、我が国の金融サービス市場を、市場インフラ全体という広い視野と、その統合されたシステム総体としての競争力という高い視座の両面から、立体的に捉えるための仕組みづくりが必要となっているのである。

### (1) 必要な金融ビッグバンの完成を

金融サービス市場インフラの整備の遅れの原因は何か。それは決して、我が国の金融サービス提供の技術そのものが劣るわけではなく、また、サービス提供に必要な基本的な資源（人材、資本など）が不足しているのでもない。

実際にグローバル化に直面し「歴史の峠」ともいえるような状況にある我が国で起こっている金融サービス市場の市場ルールとインフラ整備の遅れは、真の意味で国境を跨いだグローバルな市場間競争・地域間競争を、これまで我が国の国内金融サービス市場が経験することがなかったこと、ないしは市場関係者の間で我が国の市場インフラが市場間競争にさらされていることへの想像力が不足していたことによって生じていると考えられる。

すなわち、金融ビッグバンが、推進への努力はされながら本来の意味合いにおいていまだ完成していないために、国内の（人・カネ・情報・知財といった）資源が、多くの従来型の組織（institutions）に散在しないし偏在したままで

あったことと、そうした資源を効果的かつ効率的に動員し、日本とアジアの利用者のために活用する機能が、我が国経済の市場メカニズムと市場関係者の中に十分根付いていなかったところに、その基本的な原因を求めべきであると考えられる。

(例：日本の中の銀行ローン市場と社債市場の分断—必要な社債法制と融資法制の連続化)

「貯蓄から投資へ」という掛け声の下、銀行等金融機関を通さず個人がリスクを取れる仕組みの構築が不可欠であり、そのために我が国には証券型ないし市場型の金融の発展が必要であるといわれてきた。実際、金融資本市場のバランスある発展のためには、専ら銀行等金融機関がリスクを丸抱えするという現状の仕組みから脱却すべきと思われるが、そこには社債（事業債）市場の発達が必要と考えられる。

しかし、従来から、我が国においては、公的な検討の場では、社債市場に焦点を当てた話はあまりされてこなかった。社債市場における一般的な問題点として、社債の流通市場（セカンダリーマーケット）は、日本では欧米ほど発達していないという点が指摘されてきた。集中決済機構がCentral Counter Partyとなることで、Tri-party Repo等多様なレポ（証券貸借方式による短期資金の調達/運用）取引の市場を提供し、証券貸借取引市場の充実により証券会社のマーケットメイクを容易にするインフラを整えるなど、欧米の決済機構が提供している機能を日本でも標準装備し、社債流通市場整備を行うべきという意見は時折聞かれるが、具体的に目立った取組みは見られず、また、投資家は基本的に買ったら満期日まで持ち切りで、セカンダリーマーケットに出てくることを想定していない、というのが我が国社債市場の実情である。

証券貸借取引市場は、国内および国際（クロス・ボーダー）金融市場にとって不可欠な構成要素となっており、証券市場、資金市場およびデリバティブ市場に流動性を供給しているほか、これらの市場の取引の柔軟性を高めている。今後も、各種金融市場において、証券貸借取引は

増加を続けると想定され、世界的に一層重要な市場の構成要素となっている。我が国の社債市場においては、証券貸借の規模とその重要性が増大しているにもかかわらず、市場の発展と歩調を合わせて進められるべき、証券貸借取引を管理し処理するための適切なシステムが未整備であり、市場参加者（証券会社、機関投資家）による活用の途を閉ざしていることから、流通市場において必要な流動性供給の制約要因となっているとも考えられる。証券貸借取引市場の充実、持ち切りを前提とした投資家にとっても、貸借による運用利回りの向上、緊急時の資金調達などのニーズを満たす一方、流通市場において証券会社が事業債のマーケットメイクをしやすくなるなど、市場の流動性、効率化に貢献する必要不可欠な市場であり、我が国の市場の活性化のためにもインフラの充実が求められる。

一方で、間接金融の世界でも、市場型間接金融といわれるシンジケート・ローン、とりわけ、当初より譲渡を前提とした高流動性ローンという新たな形式のローンが、04年に市場に登場し、先陣を切った事業会社の残高は5回総額1700億円となっており、その他の借入企業も、総額900億円、800億円などと増える一方、アレンジャーがマーケットメイクする流通市場でのローンの売買も、地方銀行を中心に広がるなどの新たな動きもある。地方金融機関が貸付債権をポートフォリオとみなし、売買を前提にマネージするという思想が定着し、それが市場の拡大を促している側面もある。このようなローンの売買市場の拡大は、資本市場の拡大と相反するものではなく、全ての資産が流動性を持つことで、効率のかつ高度なポートフォリオマネージメントを可能にし得ることを示唆している。

そのような状況下、間接金融市場と比較し、市場規模が伸び悩んでいる資本市場のシステムインフラの整備は、喫緊の課題となっていると考えられる。

また、社債に関する各種の手数料体系なども、グローバル化に対応できていないとの

指摘もなされる場所である。2006年に社債の無券面化すなわち振替債化が実現して市場のシステムインフラの重要な改善がなされたが、社債の発行市場も流通市場も、それによって活性化する兆しがまだ見えていないのも実情であろう。

これは、銀行ローン市場におけるローン自体の価格（金利）設定条件上の、社債に対する優位性ないし柔軟性に関連があるとの見方もある。つまり、ローン自体の条件が、金融機関の総合採算のなかで、現状、金融商品取引法上、目的規定第一条にうたわれた公正価格形成ルールとは関係なく決定され得ることや、銀・証分離政策の継続との関連なども指摘される場所である。中長期的な方向性として、包括的でより横断的な金融サービス市場法制の確立、社債法制と融資法制の連続化が課題となる所以である。

従来、外国の市場やクロス・ボーダー型の市場から完全に隔離・分断されていた我が国の金融市場では、銀行ローン市場も社債市場も、長らく競争相手が存在しない状態にあったことにより、法制度など市場ルールを含めた市場インフラ自体の改善・効率化のインセンティブが、どうしても低くならざるを得なかった面もなしとしないであろう。

したがって、クロス・ボーダー型の市場を強く意識した国レベルでの対処は、中長期的にみて、資金調達者にとっての資本調達コストの低減につながるとともに、我が国金融サービス業者の基礎体力を高め財務体質を強化し、国際競争力も強めてゆくと考えられる。

## (2) 機械化ではなく電子化の推進が必要

世界標準の金融サービス市場インフラがもたらす高質のサービスとは、多くの種類の金融関連サービスを一体化させて、より厳密には、国内の既往の市場インフラを、単なる「機械化」ではなく「電子化」によって、効率的で国際競争力を有する「シームレスなプラットフォーム」に変換することによって初めてその力を十全に発揮できる総合的なサービスである。した

がって、その整備のためには、広い視野と高い視座のもとで、多くの組織（institutions）に散在する資源が、戦略的かつ戦術的に一つの方向に人為的に束ねられ、必要な共通化と標準化のプロセスを経て包括的・総合的に利用可能なものとされなければならない。

## (参考1)

### 機械化と電子化の違い

ここで注意すべきは「機械化」と「電子化」の違いである。「機械化」と「電子化」のこの両者の違いを十分理解していなければ、一連の業務プロセスを電子商取引として統合的に管理するという今日的課題を解決することはできないであろう。

ちなみに「機械化」とは、これまでの業務プロセスをそのままに単純に手作業をシステムに置き換えることである。

これに対し、真の「電子化」とは、「事務処理のスピードアップ」「省スペースによる保管コストの削減」「データベース化による情報共有の拡大」など、電子化のメリットを最大限に生かすために、これまでの業務プロセスそのものをゼロから見直す業務改革、換言するとプロセス重視のビジネスモデル構築でなければならない。

それは現代的に言えば、日本国内のみならずアジアと世界に広がるであろう顧客に対して、顧客が当然要求する最良執行義務を満たすための必要条件である。

ちなみに、取引の執行の迅速性と正確性を追及する世界中の機関投資家にとって、金融機関、証券等売買仲介機関、資産管理機関、取引所、およびそれらを繋ぐITコミュニケーションシステムなどを、それらの能力とサービスに基づいて選択する時代に入っており、我が国の証券市場をはじめとする金融サービス市場と市場インフラにとっても、今後、そのような世界的競争に参加することは不可避であると考えられる。

しかしながら、規制緩和後のこれまでの我が国における、自前主義を廃したアンバンドル（業務システムの切り分け・分社化。システム等の設備を個別の部分に分割して、それぞれの部分を他社に個別サービスとして提供すること）および専門性強化の動きは、残念ながら「機械化」の域を超えていないと考えられる。

一方、電子商取引のリーディングカンパニーを目指した米国の資産管理信託業者の業務改革や、欧州のドイツ証券取引所グループのプロセス重視のビジネスモデル構築は、まさしく「電子化」そのものであるといえよう。

証券市場をはじめとする我が国金融サービス市場における「電子化」すなわち電子プラットフォーム構築の遅れは、技術的な問題も然ることながら、IT統制（ITガバナンス）、すなわちマネジメントプロセスのあり方にかかわる問題でもあったと考えられる。

この資源を「束ねる」機能は、民間主体の判断において発揮されることが原則である。しかしながら、従来から続いてきた業態や業者個別のビジネスモデルを前提とすると、既存の枠組みを分解して組み直すことは容易なことではない。

しかし、市場インフラが整うまでの間も、日々、我が国経済の成長が抑圧され、将来の世代の負担を増す。一日の遅れは、将来に先送りされる負担を累増させる。これ以上の時間の空費は許容し難い。

### (3) アジア域内クロス・ボーダー型金融プラットフォーム（AIR市場）の構築

また、我が国の金融サービス市場が、国の外に向かって開かれ、日本の投資者がアジアに目を向け、かつ日本の居住者以外の参加者（特にプロの、機関投資家・発行体・金融サービス業者等）を当然の前提として迎え入れるのであれ

ば、金融市場インフラ自体、日本の居住者以外の市場参加者についても、国境を越えて利用可能であることを当然の前提としなければならない。逆に言えば、我が国の居住者についても、海外の金融インフラの使用が可能であるということである。

実際、金融サービス市場と金融サービス市場インフラというものは、これからは、常時国際競争に晒される上、一旦、基本的な市場インフラを海外ないしアジア域外に依存したならば、相当長期にわたってそうした状態に甘んじなければならない可能性があることを認識しなければならないであろう。

日本をはじめとするアジアにおいては、我が国がリーダーシップを発揮しつつ、アジアの主要国の官民との対話と連携を前提として、各国国内の金融サービス市場とクロス・ボーダー市場の整備に取り組み、日本とアジアの豊富な貯蓄を直接アジア域内への投資につなげ、日本を含むアジアの人々がアジアの投資のリターン、すなわち「アジアの成長」を直接享受する仕組みをビジネスモデルとして作り上げることが必須となる。

例えば、現在のアジア各国の外国為替市場では、多くの国に外為規制が存在し、また各国により発展段階は異なるが、アジア各国国内金融市場は銀行中心の間接金融市場が中心であり、公社債市場が比較的未発達でクロス・ボーダー取引を前提とする各種金融証券市場インフラの整備が遅れているため、日本から気軽にアジア各国の現地通貨建てあるいはアジアのマルチカレンシー建ての金融資産（株式・債券・投資信託等のファンド他）に投資する道が広く開かれているとはいえない。

したがって、そこでは、アジア発の、①アジア域内クロス・ボーダー証券（株式・債券・投信）市場、②オンショア及びクロス・ボーダー型の優良な各種集団投資スキーム（ファンド等）、そして③それらを支えるための（基本的にその中核が我が国に存在、ないし立地する）各種インフラ（法的インフラおよび取引・決済・

資産管理・ITCインフラなどシステムインフラ等)が必要不可欠となる。

つまり、我が国にとって、日本を中核とするプロの市場参加者のための「アジア域内クロス・ボーダー型金融プラットフォーム(AIR市場: Asian Inter-Regional Professional securities Market)」の構築が、重要かつ不可欠の政策課題となる。

それは、日本企業やアジアの企業等にとって、ユーロ債市場などの欧米の市場インフラを利用しなくても(実際、我が国以外のアジア企業は、ICSDの制約等からユーロ債市場を利用できない場合が多いが)、次のような有利性ないし特徴を有するクロス・ボーダー証券の発行・流通が可能となる市場を、アジア諸国との対話を前提として、アジア域内に人為的に創設することである。すなわち、

- ① 日本と中核とするアジアの金融サービス業者と、(開示情報登録等のための)取引所と、(クロス・ボーダー証券を作り出すことができる国際的な証券振替決済機関とみなすことができる)証券振替決済機関(ICSD)などの市場のシステムインフラを利用でき、また
- ② 日本法(会社法・公開会社法)を(英国法等に替わって)発行準拠法として選択でき、さらに
- ③ 日本円をはじめとするアジア各国の通貨建てで、プロの投資家向けの開示免除かつ利子源泉徴収税免除等のオフショア・ステイタスを有する証券の、発行・転売が域内で可能となり、クロス・ボーダーの転売もスムーズな、そして
- ④ 投信などプロの機関投資家やファンドが喜んでそのプラットフォームに集まるような、

クロス・ボーダー証券の発行・流通市場と市場インフラの創設である。

つまり、これらクロス・ボーダー型金融プラットフォームの構築については、アジアのリーダーとなることを目指す日本としては、原

則、アジア域外の現存の決済システムや取引所や準拠法など欧米発のクロス・ボーダー取引インフラを受動的に利用するのではなく、アジアの関係諸国との継続的な対話とアジア諸国の理解を前提として、日本国内の市場インフラを最大限開発かつ活用し、アジア域内の金融プラットフォームを人為的かつ積極的に創り出す必要があると考えられるのである。但し、クロス・ボーダー市場(AIR市場)は、日本だけの努力で構築可能なものではない。アジアの参加各国の制度的制約を(特にプロの間での取引について)除去することも同時に必要であり、そのための各国との対話と協働が欠かせない。

そしてそれには、日本としては、日本の市場と市場インフラを、国際競争力がありアジア域内の発行体・機関投資家等にとって最も魅力があり使いやすい(クロス・ボーダー取引に強い)国際金融センターにすると観念、言い換えれば、国際競争力の強化のため、我が国として、クロス・ボーダーの金融仲介機能の機能アップを徹底して図るという視座と国を挙げての決意が重要となろう。

そして、それが実現できてはじめて、我が国の金融サービス市場は、ロンドン型でもニューヨーク型でもない、アジアに開かれかつアジアを代表するユニークな『国際金融センター』と言い得るものとなるであろう。

(参考2)

#### ユーロ債とは何か

ユーロ債とは、通貨としてのユーロ圏内で発行された債券を意味しない。特定の通貨建てで、その通貨の国内市場以外で発行されるプロの投資家向けの債券をいう。すなわち、域内各国の自国内で登録されない債券である。国境を越えて証券決済が行われ、通常、国際的なシンディケート団などによって国際的に取引される債券を指す。円建てなら「ユーロ・円債」、ドル建てなら「ユーロ・ドル債」、EU通貨のユーロ建てな

らば「ユーロ・ユーロ債」という。ユーロ債市場は、これまでは、プロの市場参加者による自主規制の伝統が支配的であったこともあり、あるいは英国のロンドン金融街に向けた金融産業振興の政策的配慮もあり、各国通貨当局・規制当局のコントロールがいわば人為的な国の政策として及びにくい、国家ベースの規制の少ない自由な市場であった。ユーロ債市場は、クロス・ボーダー国際債券欧州市場と言い換えてもよい。それをこれまで一般に、ロンドン型の国際金融センターとも称してきたのである。しかし、その自由なはずのユーロ債市場も、EUという巨大国家的領域を対象とする「EU規制」が生み出されたことで、それら規制の対象となり始めていることから、欧州域内というある種国家的規制の枠組みの中で発行・流通する、一種の国内債的な債券となりつつあるとの見方もある。

但し、その確定的な評価を現時点で軽々に行うことはできない。なぜなら、現在のEUは、国家を超えたひとつのコスモスを形成しようとしており、そこで機能するユーロ市場に対して、そのより健全な発展のためのコスモスの次元からの規制が加えられることは、官民協力の方向である限り、必ずしも否定的に考える必要はないとの見方もできるからである。

なお、最近、ロンドン証券取引所は、ユーロ債（ユーロボンド）の定義を以下のように表現しており、プロの投資家向けの市場であることがうたわれている。

Eurobonds<sup>(注2)</sup>-debt instruments offered exclusively to institutional investors.

それに対して、各国内において、その国の通貨建てで非居住者が発行する外債を、日本市場で発行されるものを「サムライ債」、米国市場で発行されるものを「ヤンキー債」と呼ぶ。そして、これまでは、ユーロ債とこれらの外債をあわせて、国際債と呼んできた。これに対して、起債が行われ

る国の居住者によって発行される通常自国通貨建ての債券であって、当該国内で証券発行・元本払込み・利払い・元本償還などの資金証券の決済が行われるものを国内債という。

アジア債ないしはアジア域内国際債（アジアボンド）と呼ばれるものについては、上記の定義上からは、従来自由な市場を前提としてきた本来的な意味におけるユーロ債と類似のものであり、国際債の一種であるが、われわれの定義としては、アジア域内の各国の政府による人為的かつ協調的な施策によって構築される、共通・共同のクロス・ボーダー（非国内債）市場において、より自由に、かつ域内自己完結的に、アジアの自国通貨建てなどで発行・流通・償還を行うことのできる債券を指す。

なお、ここまで進んできた、上記のEUの流れを、アジアにおいてもポジティブに受け止めて、むしろ一足先に取り入れることで、アジア債の場合には、民間の努力を中心に置きながらも、他方でEU規制に似た方向での関係国の官から民への協調をも促す方向へアジア各国を説得する材料として使うということもあり得ると考えられる。すなわち、アジア域内国際債（アジアボンド）については、「アジアの関係各国のいずれからも非国内市場的（クロス・ボーダー型）であるものの存在」を想定した上で、そこでの協調的規制を（人為的に規制を緩めあるいは免除することも含めて）考慮し実施するという類の問題として認識することができよう。

クロス・ボーダー型金融プラットフォーム（AIR市場）構築に際しての我が国法制上の課題

日本では、市場を外に開いていくことを前提とした場合の、プロの市場参加者向けの（発行・転売・流通にかかわる一般投資家向けルールを柔軟化ないし免除するため



の) ルール整備が道半ばであり, それを進めることも喫緊の課題である。

---

「ユーロ市場とは, 現在ユーロの統一通貨が流通するユーロ市場またヨーロッパではないことは誰でも知っていることであろう。しかし法律的に, 「ユーロ市場とは何か」と聞かれると答えられる人は少ないと思われる。法律的には, ユーロ圏を含む世界の先進国にはそれぞれに一般投資家保護のための法規制があるが, その法規制が免除された市場である。大ざっぱな言い方をすれば, 日本において, 適格機関投資家 (Qualified institutional investors) に対する私募 (Private placement) は, 証券法上, 金融庁に対する届出 (これも投資信託のみに要求される) だけででき, 国内の適格機関投資家のうち指定金融機関 (Designated financial institutions) とされるものに対しては, 外国証券業者が国外から自由に勧誘ができるとされている。自由化が進んでいる先進国の市場では, 日本の (証券取引法上の) 適格機関投資家よりも一般的にもっと広い定義をもつ先進国のプロの投資家については, それぞれの自国法による規制を外している。そのようなプロの全世界的横串マーケットであるというのが, 法律上のユーロ (債) 市場といえるであろう。投資信託はプロの投資家であり, 一般個人投資家は投資信託等を通じてユーロ市場に参加する。」(松本啓二著「クロス・ボーダー証券取引とコーポレート・ファイナンス」金融財政事情研究会, 2006からの当該部分抜粋)

---

日本では, 2007年施行の金融商品取引法において, ようやく, EUの2004年新投資サービス指令に倣ってプロの投資家 (適格機関投資家等で構成される特定投資家) の定義を定め, プロの投資家に対して柔軟化された販売関連ルール等を整備した。これ

は一步前進である。

それを基礎に, 今後, アジア域内および域外のプロの市場参加者の間で頻繁に利用されるべきオンショアおよびクロス・ボーダー市場での取引に適用可能な, プロの証券発行体とプロの機関投資家 (各種のファンドを含む) と金融サービス業者のための, 証券等の発行・転売・流通に関する (国内で一般投資家向けに適用される規制をはずすか柔軟化させるための) ルール作りが必要となると考えられる。

なお, 米国では, プロの投資家等 (QIB: Qualified Institutional Buyer) に対する開示免除の私募債券ルール (Rule144a) や, オフショア向けの証券法登録免除証券の販売手続ルール (Regulation S) などに, 独自の発達を見せている。

一方, 英国および欧州では, 米国のように「公募対私募」という概念で切り分ける整理ではなく「卸売 (ホールセール=プロ向け) 対小売 (リテール=一般投資家向け)」の切り分け概念の適用が一般的である。

日本では, 国内取引を前提として一般に未発達・未分化のまま使用されてきた従来型の「公募対私募」の切り分け概念とその整理に基づく私募 (非公募) ルールについての抜本的な見直し, 新しい状況と国レベルの戦略の下で, 金融商品取引法で実現したプロの投資家の定義の見直しに続いて必要となっていると考えられる。

#### オフショア市場とは何か

日本で「オフショア市場」という言葉が使われると, 税金逃れや犯罪に関係するような何か胡散 (うさん) 臭い国外の特定の市場というニュアンスで語られることが多いが, 一般には, また世界的には, プロの市場参加者の主体的参加を前提として, クロス・ボーダーの資金調達 (居住者および

非居住者によるクロス・ボーダー型国際（非国内）証券発行、クロス・ボーダーの資金運用（非国内債などへのクロスボーダー証券投資）、そして内外の業者の間での非国内取引扱いの取引などが行われる場としての市場、つまり一般の国内市場の規制の適用を除外ないし柔軟化された効率的な環境を有する市場空間を意味する。

オフショア市場は、プロのみの参加を前提として、一般に証券の発行および転売にかかわる開示規制等の適用が除外され、為替管理についての規制も少なく、利子や配当等にかかわる源泉所得税の非課税措置や、預金準備率の適用除外などの優遇策が適用される、いわば管理されたプロ向けの自由市場である。

したがって、日本のなかに、日本の居住者のために、人為的にオフショアのステータスを持つ市場空間を作ることも、理論的には可能である。それが今後国ベースの重要な政策課題となる。ただし、これは我が国一國でそれを行った場合には、われわれの目的とする、アジア域内のクロス・ボーダー型金融プラットフォームを創設したことにはならない。

ここで注意したいのは、一つの国だけで開示免除や税金免除などの特殊な状況を作り出す場合をオフショア市場と呼ぶことが適当と考えられるのであり、一國のみではなく、関係の各国の合意の下で各国のプロの市場参加者が任意に参加可能な特殊な状況を作り出すことができた場合をクロス・ボーダー市場と呼ぶことがふさわしいと考えられるのである。われわれは達成しようとするのはオフショア市場の創出ではなく、クロス・ボーダー市場（AIR市場）の創設である。

なお、資金が替取引を中心に考えた場合のオフショア市場には、①内外分離型のIBF（International Banking Facility）型と、②内外市場原則一体型のロンドン型と、③

タックスヘイブン型の3種類があるとされる。①IBF型は、市場への参加銀行が、国内一般市場とは分離されたIBF勘定を設定し、この勘定で非居住者や他行のIBFと取引する。東京オフショア市場もその一種である。②ロンドン型とは、国内金融取引と対非居住者取引が原則一体化した市場である。これは、クロス・ボーダー市場といっ

てよい。また、欧州の証券取引に関しては、これまでロンドン型（証券決済が英国外のICSDで行われることを前提とした、ユーロ債市場と呼ばれる、主としてプロ同士による、内外市場一体型の自由な市場）といわれてきた自主規制中心の伝統を残す自由な市場は、EU規制の影響を受けて、近年急速に規制市場化してきており、対抗上ロンドン証券取引所に開示規制や国際会計基準（IFRS）等の適用が免除・緩和されるプロの投資家向けのPSM（プロフェッショナルセキュリティーマーケット）が開設されているが、かつての自由なユーロ市場が戻ってきたわけではない。

また、米国は、巨大な国内市場と内外分離型の市場政策の持ち方を前提として、「公募対私募」の概念による切り分けと「QIBと呼ばれるプロ」の概念を中心に、①転売等でオンショアとオフショアをまたぐ際のルールや②グローバル・オフアリング等でオンショアとオフショアを同時使用する場合のルール、および③CPなどの短期証券のルールなども含めて、私募の概念を発達させ、プロのための開示免除等のルールを構築している。このためもあって、米国では私募市場は比較的隆盛を誇ってきたが、一方で、米国の公募市場は、SOX法の影響などで、規制コスト・開示コスト・内部牽制システム構築コスト・訴訟対応コストの上昇に苦しんでおり、最近、その抜本的見直しが提案されている。

日本では、欧米の取組みに比較して、従

来は国内取引中心・間接金融中心の世界であったために、国を跨ぐ取引等についての概念やルールの発達が遅れており、株・債券・ABS・投信などすべての証券類およびシンジケート・ローンなどについて、クロス・ボーダー取引を含めて、プロのためのホールセール型取引のルールとインフラが、比較的未発達であったといえよう。

しかし、クロス・ボーダーの金融サービスにおいて、欧米の状況変化を鑑みると、日本とアジアの金融サービス市場に絶好のチャンスが巡ってきていると考えられる。それが、日本とアジア域内にクロス・ボーダー型金融プラットフォーム構築が必要となる所以である。アジア独自の工夫とモデルによって、人為的にアジア域内クロス・ボーダー金融資本市場（金融プラットフォーム）のデザインを描きうる余地が生じているのである。そこでは、日本をはじめとする関連のアジア各国の間で、（素性のよい）プロによるプロ向けの市場取引については「原則規制しない」という規制当局の判断とコンセンサスの醸成が重要となる。

**米国におけるプロ市場創設**  
**（開示免除証券に関するルール構築）の例**  
大雑把に言えば、米国では、私募の Yankee 債（非居住者による米国国内市場での債券発行）や適格機関投資家向け私募などをはじめとする、33年証券法に基づく登録を免除されるプロ向け証券取引のルールは、「レギュレーションD」によってガイドラインが定められている。そして、開示免除に関しては、米国国内のプロの市場は「（私募の債券についての転売ルールを定めている）144a市場」、オフショアのプロ市場は「（証券法に基づく登録を行うことなく米国外のユーロ債市場などオフショア市場で証券を募集・販売するための手続規制である）レギュレーションS市場」として、開

示免除証券市場が存在している。

つまり、米国では、1990年に、米国外取引についてのセーフ・ハーバ・ルール（宥恕規定 {ゆうじょきてい}）のことで、諸規制や税法などにおいて、その規定を順守していれば違反（違法）にはならない範囲を明確化した基準（ルール）であるレギュレーションSと、米国内取引であっても適格機関投資家等（Qualified Institutional Buyer）向けの開示免除のセーフ・ハーバ・ルールであるルール144aができたが、どちらも、米国内への転売・販売はプロの機関投資家等に原則として限定される。

米国企業の発行する、世界中のプロ向けのグローバル・オファリングと呼ばれるような、「ルール144a適格募集」債券は、「ルール144a募集」ルールに従い、米国内で販売される債券と、レギュレーションSに則り米国外で売られる債券の2種類を含むが、その場合、国外に転売されるレギュレーションS部分は、国際的な証券振替決済機関（クリアリングシステム）（いわゆるICSD）を通じ決済され、国内で販売される144a部分は、別にDTC（米国国内CSD）を通じ決済されなければならない。

このように、米国では、10数年前に、プロ向けの国内取引とクロス・ボーダー取引をリンクさせるためのルールが整備されているのである。

我が国としては、上記のような米国型の規制解除の方法を真似るかどうかは別として、我が国とアジア諸国に適合した新たな切り口で、プロによるプロのための市場のルールを創造しなければならないと考えられる。

そこで重要となるのが、官邸のリーダーシップと官民を挙げての戦略的プロセスである。すなわち、「アジア・ゲートウェイ構想は、内向きの日本に「第二の開国」をもたらす突破口とならなければならない」との指摘に真摯に対応す

る必要がある。

## 9. 我が国金融インフラの戦略的整備の ための方策・提案

このように、金融インフラの整備に要する国内の資源をなるべく速やかに「束ねる」ことが、我が国経済にとって「戦略的な重要性」を有する。そしてこのような状況下では、我が国の喫緊の課題は、以下に述べるように、臨時異例の措置として、金融市場インフラの整備に向けて、広い視野と高い視座を有する司令塔機能（「束ねる」機能）を作ることができるかどうかにかかっているということができよう。

アジア・ゲートウェイ構想が掲げる重点政策のうちの1つである「日本・アジアの金融資本市場機能強化」、すなわち日本をアジア・世界の国際金融センターにするためには、国内の資源を効果的に束ねて、我が国金融サービス市場インフラとして再構築しなければならない。

そのために、市場経済から高質かつ統合された市場インフラのグランドデザインを引き出す触媒の役割を果たすべく、以下の2つの主体（諮問会議ないし委員会）を、官邸主導により、時限を限って設けて、上記戦略の受け皿とすることを提案する。

なお、市場のインフラとして上に掲げた ①「法規制等」、②「ソフトロー」、③「システムインフラ」の3点の再構築に共通するのは、個々のビジネスや商品の視点ではなく、『日本の金融サービス市場全体のフレームワーク』を構築するという姿勢のもと「横断的な広い視野と、包括的な高い視座を有した検討のプラットフォーム」を如何に上手く設計するかという問題意識である。

法律については、行政府及び立法府のイニシアティブを期待すべき範疇の問題であるが、その他のインフラ及びソフトローの構築は、国レベルのプロジェクトとして位置付けながらも、原則、実務に通じた民間の人材がその中核を担うことができるはずである。また同時に、アジ

ア諸国の関係者との対話のあり方も重要である。

『実務経験』と『視野の広さ&視座の高さ』に加え『日本の新しい金融資本市場・金融サービス市場のフレームワークを構築するという使命感』を有した人々に参集願うことは、それほど難しいことではないと考えられる。

金融サービス市場のフレームワーク構築に携る体験は、何事にも勝る、excitingで充実感に満たされたものとなるに違いない。例えば、金融機関、事業会社、日本銀行、国際協力銀行、主要投資取引所、証券保管振替機構、全銀協及び日証協等の参加メンバーなどから構成される検討プラットフォームを、政府の公認とバックアップのもと、国レベルのプロジェクトと位置付けながらも、実質を民間主導にて設定し、政府関係者はオブザーバーとして参加する形が恐らく適切かと考えられる。

### (1) 日本版金融サービス市場法制等諮問会議 (仮称)

#### 一法規制のあり方のグランドデザイン策定

2005年春のNIRA提言では、下に示す通り、最終到達目標としての「包括的・横断的金融サービス市場法制」の我が国への導入に向けたスケジュールを提案した。中間達成目標としての「投資サービス法（金融商品取引法）」の導入を2007年に、そして最終到達目標としての「包括的・横断的金融サービス市場法制」の実現を2009年までに行うことを提案した。

#### 提案スケジュール

(ホップ→ステップ→ジャンプのマネジメントプロセス)

中間達成目標	2007年	投資サービス法（金融商品取引法）制定
最終到達目標	2009年	包括的・横断的な日本版金融サービス・市場法制制定

NIRAの研究会では、このスケジュールを、「ホップ→ステップ→ジャンプのマネジメントプロセス」と呼んでいたが、これは、1996年からの日本版金融ビッグバンの実施を受けて初め

での金融商品横断的法制として我が国に金融商品販売法（金販法）が成立した2000年をホップとして、上記中間達成目標の2007年をステップ、そして最終到達目標の2009年をジャンプと表現したものである。また、EUでは「（ロンドン金融街の経験とそのノウハウもあわせて）2010年までに（金融資本市場も含めた）EU市場を世界で最も競争力のある強い市場にする」と公言<sup>（注3）</sup>していることも考慮した。

なお、2007年に中間達成目標を設定した投資サービス法（金融商品取引法）の実現が、NIRAの提言どおりに達成されたことはまことに喜ばしく、関係者の努力と尽力に敬意を表したい。

また今後、我が国として目指すべきNIRA提言の方向性が広く支持を受ける場合には、金融庁金融審議会を中心とした投資サービス法（金融商品取引法等）の法制化プロセスとは別のものとして、首相官邸のリーダーシップの下で、最終到達目標である日本版金融サービス市場法制の実現に向けた官・学・民（市場実務家・消費者代表）・研究機関（NIRA等）・大学などによる法的プラットフォームの検討の場「日本版金融サービス市場法制等諮問会議（仮称）」を設置することが必要となると考えられる。

なお、各種ソフトローのあり方については、上記の法的プラットフォームの検討と同時並行的に、政府の後押しと有機的連携のもとで、民間の市場参加者の主導にて複数の検討の場を設置することが必要になると考えられる。

ちなみに、金融ADR・オンブズマン制度のあり方に関しては、近々、民間主導の検討が始まる機運が存在する。

なお、検討を要する内容の詳細は、2007年11月出版の、2005年NIRA研究報告書の要約増補版である『金融サービス市場法制のグランドデザイン』（上村達男／神田秀樹／犬飼重仁 編著、東洋経済新報社）参照。また、検討すべき施策項目の例示は、後段参照。

## (2) 金融サービス市場システムインフラ（電子プラットフォーム）諮問会議（仮称） ーアジアに開かれ、クロス・ボーダー取引にも対応可能な、電子プラットフォーム構築のためのグランドデザインの策定

また、上記の横断的・包括的な日本版金融サービス市場法制のグランドデザイン作りのプロセスと並行しつつ、市場のシステムインフラ（電子プラットフォーム）についても、民間の英知を結集して、グランドデザイン作りを進める必要がある。

我が国の現行の市場インフラの最大の問題は、インフラ総体としての全体観が欠けており、『日本市場インフラの競争力』の視座から捉えることができていないことであろう。特に、各システムとの連動が、パッチワーク的な動きに終始している点を抜本的に見直す必要がある。つまり、シームレスな仕組としての電子プラットフォーム構築に向けた、国レベルのプロジェクトを立ち上げる必要があると考えられる。

例えば、国債の決済は日銀の決済システムで資金と証券の決済が同時に処理されるので、同時担保受払機能（国債を購入すると同時に日銀に担保差入&資金受領）が利用できるが、短期社債や一般債の決済システムは保振が管轄であり、証券決済のみを担当するため、国債のような利便性に欠けるなどがあげられる。

市場インフラは、一体となることではじめて、国際的に高い競争力を発揮することを鑑みて、諮問会議での議論を経て、最終的には1つの機関（委員会ないし機構組織）にて、全体マネジメントを実行すべきと考えられる。

諮問会議のなかでは、シームレスなプラットフォームを築くため、まずは、各インフラの不整合に伴う問題点を極力すべてピックアップする作業を行って、市場全体を俯瞰できる高い視座と広い視野と従来とは異なった視点からの解決方法を含めた青写真を描くことが必要である。そして、それと同時に、すべての機関（日銀、保振、取引所、全銀協等）から出資して「（仮称）システムインフラ・マネジメント機構」ないし

「(仮称)金融プラットフォーム再生機構および同委員会」を設立する、或いは、特定の機関(保振等)に信託する(新信託法の事業信託スキームを利用する等)などの、具体的なインプリメンテーションの方法を考案することも検討に値しよう。

また、国内のみならずアジアをはじめとする海外の顧客への対応と、海外のサービスとの競争も勘案し、例えば、証券等の投資商品の、市場における、各種取引所、仲介機関、清算・決済機関の、適用すべき投資商品の統合的取り扱い・クロス・ボーダー取引対応・国際的連携といった「ヨコ串」を刺す改革の必要性についても十分議論を行うことが必要である。例えば、利用者の利便性に配慮した、各種の投資商品、すなわち株・債券・上場投信等・金融先物・商品先物等各種デリバティブまでを含んだ広義の投資商品を統合的に扱う「大規模総合投資取引所」構想も、検討に値するであろう。(上記の包括的・横断的な金融サービス市場法制の整備とリンクした検討が必要となる所以である)

また、それとともに、それに加えて、『市場分析から、売買取引(発注(電子トレード)、照合)、清算(クリアリング)、資金証券の決済・資金管理(キャッシュフローマネジメント)、資産管理、税制・会計・コンプライアンス』に至る、プレ・トレードからポスト・トレードに至る一連の市場参加者の業務プロセスを統合的・包括的に電子商取引化する、(ヨコのみならずタテにも統合された)機能面の連携も重要な検討課題となる。

例えば、先に述べた、国債の資金証券決済システムと同等の効率性と利便性を備えた「統合的な資金証券の決済と振替と清算の機能を有するシステム」のグランドデザイン作りや、証券振替決済システムと資産管理機関のポスト・トレード・フェーズの機能の統合的でシームレスな機能の整備・強化の構想立案などが重要な課題となるであろう。

すなわち、証券投資等のプロセスを統合的に「電子商取引化」する社会インフラとしての「電

子プラットフォーム」を、グランドデザインとして具体的に描くことである。ただし、ここで言う電子プラットフォームは、具体的に1つのシステムを構築することのみを意味するのではなく、複数システムが上手に連携することでシームレスなオペレーションを可能にできるような枠組み(フレームワーク)の構築も含まれる。

なお、そこでは、

① アジア域内のクロス・ボーダーの金融資本市場インフラ(主要国の会計基準、開示ルール、国際債の発行準拠法をはじめとする関連法規制や、クロス・ボーダーの資金・証券取引にかかわる税制、取引慣習などのソフトインフラと、アジア各国通貨建ての通貨及び資金証券(クロスボーダーの株式および債券)の、流通・決済・取引市場制度、資産管理信託業務などのハードインフラの両面の共通化・標準化(例えば日本における資金証券決済インフラは国内仕様である)を進めること、に加えて、日本国内の利用者のみならずアジア等国外の利用者のための公共財(共通インフラ)を、アジア諸国と共同で構想しつつ、その基本部分を我が国から提供すること、

② 域内のクロス・ボーダーの金融資本市場で活躍できる(銀行・証券・投資顧問・金融先物/商品先物業者等のみならず企業や機関投資家も含めた)アジア発、日本発の人材群の輩出とスキルアップのための金融教育システムのグランドデザインの策定、

③ 顧客・利用者の立場に立った、彼らのための金融サービスの提供者としての、我が国金融機関の、アジアに開かれた銀行業務やキャッシュマネジメント・リスクマネジメント関連業務など、新しい業務の開拓と創造のための、ITコミュニケーションシステムのプロトコル(注4)の標準化等、相互運用性(Interoperability)の向上、などが欠かせない。

(参考3)

我が国のITコミュニケーション  
ネットワークについて

我が国の金融資本市場インフラである日銀ネット、全銀ネット、国債決済・公社債決済などのITコミュニケーションネットワークは、安全で信頼性の高いものであるが、国を跨いだ決済や指示が日常的に出ることをほとんど想定していない自国向け(Domestic)のシステムである。また利用手数料も(一部を除き)国際的に高いレベルにあると考えられる。

オープンな日本とアジアの連携への要請を踏まえるとき、我が国独自の重厚なつくりの決済およびコミュニケーションネットワークインフラのあり方を見直し、現在の設備資産の活用を前提にしつつも、改めて効率的かつ価格競争力ある方法での国際化と標準化を行うための制度設計と、それを前提とする個別金融機関のシステムの更新およびプロトコルの統一化等、相互運用性(Interoperability)の向上が必要となっている。

検討すべき施策項目の例示は、後段参照。

2007年3月刊行のNIRA研究報告書『アジア域内国際債市場創設構想』(犬飼重仁編著, LexisNexis) 参照。

(参考4)

域外との資本流出入の  
リターンの差について

アジアにはたくさんの貯蓄がある。域内全体の貯蓄が域外で投資されるのは当然であるが、同時に、アジアは域外からもたくさんの投資を受け入れてもいる。域外との資本の往来が盛んなことは良いことであるが、入りと出のリターンを比べると、少なくとも、アジアの国々の外貨準備や日本の

生保資金の運用等で米国債を大量(日本の外貨準備が9千億ドル弱、中国も1兆ドルの外貨準備部位のかかなりの部分、など)に保有している部分と、域外から流入している資本(直接投資など)とを比べると、もとより後者の方が、圧倒的にリターンが高くなっている(信用リスクの違いから、当然である)。

これは、アジアの、優良な金融資産の供給能力(エクイティやIOU[社債などの負債性証券]を生み出し、あるいはそれらの金融資産を円滑に流通させる技術やコストなどで決まる)が域外比劣っていることも、逆鞘拡大の一因と考えられる(そもそも各国が米国債を買うのは、米国債の流通インフラがいいからである。米国は、流通インフラがいいことで、大きな経済的利益を国外から得ている)。

アジア自身が良質のエクイティやIOUを供給し流通させる体制を整えることができれば、域内の投資主体による域外のエクイティやIOUに対する需要が相対的に減り、また一方で、域外からのアジアのエクイティやIOUに対する投資需要が増えて、域外との逆鞘が縮小する効果が期待できる。

すなわち、アジアにおけるクロス・ボーダーの金融資本市場インフラ(アジアの金融プラットフォーム)が弱いために、メード・イン・アジアのIOUやエクイティが作れずまた売れず、他方で欧米のものは金融インフラが良いので値段が相対的に高くてもよりたくさん売れるという状態であり、これを早急に改善する必要があるといえよう。

なお、このような状況においては、アジア内の優れた技術は、アジア内の資本にめぐり合うチャンスが減り、欧米では逆に、欧米の技術はアジアの資本とめぐり合うチャンスが多くなるであろう。ということは、仮にアジアの技術の方が優れていても、実際に生産に使われるのは相対的

に欧米の技術が多くなるということになりかねない。ということは、もし、世界各地の金融プラットフォームが同等のレベルになれば、グローバルな資源配分がより効率的になるということがいえよう。

換言すれば、日本を中心とするアジアの金融プラットフォームを欧米水準に引き上げることは、アジア域内にとどまらずグローバルな貢献でもあるといえよう。

つまり、アジアの国々の人々が蓄積してきた巨大な域内資本・貯蓄を、これまでのように欧米の仲介業者と決済機関を介しUSドル建て米国国債などの証券で域外運用するだけではなく、その莫大な資金を域内の市場と企業グループの成長のために自然とアジア域内運用に振り向けることができるような仕組み（クロス・ボーダーの市場インフラ）を、資金の出し手と受け手のアジア各国に横断的なものとして造ることが必要となっている。

突き詰めていえば、我が国などに蓄積された巨大な金融資産を、魅力あるアジアの各国通貨建ての金融資産への投資機会に、いかにうまく振り向けられるかということである。

そこでは、域内運用の中心的な主体者となるべき日本、韓国など、高齢化し人口が減少する経済にとって、そしてシンガポールなども含めて成熟した経済を持つアジアの国にとって、また中国のような潜在力を持ち投資を継続的に必要とする国にとって、いかに投資（financial Investment）が大事かということが中心的な課題となる。

言い換えれば、アジア域内のように、「人口構成が若い国」と「既に高齢化しつつある国」が混在しているとき、「壮年に達した国」が蓄積した資本が、「クロス・ボーダーの金融市場機能」によって「若い国の勤労」と効率的に結合することがいかに大事か、という着眼点が重要となる。

例えば、高齢化しつつある国の金利の低

い円とウォンで、人口が若いインドや中国などの持続可能な成長に必要な資本を、一定のガバナンスのシステムとともに供給し、日本や韓国の高齢者が、インド人などの勤労の一部を資本の対価として取って生きる、ということである。

また、アジアの金融サービス業（広義の金融サービス業であり、証券等の取引所なども含む）がアジアの投資機会に関する情報生産を効率的に行えば、アジアの金融サービス業の顧客、すなわちアジアの機関投資家（＝個人・家計を含む貯蓄者）がその恩恵に与ることになる。

アジアの成熟国は、これからさらに高齢化し、より賢い金利生活者・配当生活者・キャピタルゲイン獲得者にならねばならない。そのためには、アジアの貯蓄者を顧客とするアジアの金融サービス業は、高い情報生産力を身につけねばならない。これは、我が国が少子化を克服し、再び若年人口が増加に転ずるまでの間に国富を有効に投資するために選択すべきつなぎの国家戦略でもある。

アジア発の市場参加者が、（特に高齢化する国々の金融仲介業者などの市場参加者が率先して）アジア域内全体の市場競争力強化のためにチームを組む必要がある。これから激化する欧米市場との市場間競争をフェアに戦うための準備に抜かりがあってはならない。

なお、「アジア域内のクロス・ボーダー金融プラットフォーム構築」という政策を進めれば、直接・間接に、日本の事業法人のアジアビジネス、あるいはアジア各国企業のアジア域内（もちろん日本を含む）での事業展開を支えることにもなる。それは、我が国の金融機関をはじめとするアジアの金融サービス業の「顧客」（アジアの企業と家計）のために行われる施策であり、金融機関自身を強くすることが目的ではない。アジアの顧客へのサービスが充実すること



を通じて、その結果として、アジアと日本の金融サービス業の繁栄がもたらされるのである。

(本編 本文 以上)

注1：「合成の誤謬（ごびゅう）」とは、経済学の用語で、「個人々人としては合理的な行動であっても、多くの人がその行動をとると、好ましくない結果が生じる場合」のこと。

注2：<http://www.londonstockexchange.com/en-gb/products/companyservices/ourmarkets/bonds/>

注3：2000年3月のリスボン欧州理事会での合意。

注4：ネットワークを介してコンピュータ同士が通信を行なう上で、相互に決められた約束事の集合。通信手順、通信規約などと呼ばれることもある。英語しか使えない人と日本語しか使えない人では会話ができないように、対応しているプロトコルが異なると通信することができない。

## 検討すべき施策項目の例示

以下は、今後、今回設置を提言した2つの諮問会議ないし委員会によって国レベルで検討する必要があると考えられる項目の一部を、若干のコメントとともに参考までに例示したものであり、これらの施策の推進自体をここに提言しているものではない。

### 【施策検討例】

#### 1. 日本版金融サービス市場法制等諮問会議（仮称）にて検討すべき項目の参考例

##### (1) 市場等の信頼の確保

##### ① 包括的・横断的な金融サービス市場法制の検討開始（公開会社法の検討を含む。）

我が国が最終的に目指すべき包括的・横断的な金融サービス市場法制のグランドデザインの

合意と、そのためのアクションプランの策定が重要。その中には、会社法と金融商品取引法を繋ぐ部分で必要となる公開会社法の整備も含まれる。

##### ② 自主規制機関の機能強化についての基本的な方向付け

##### ③ 金融ADR（金融オンブズマン）機能の充実についての方向付け

金融商品取引法に基づく認定投資者保護団体制度の、官民協同による具体化等。

●金融庁は、各業界団体・自主規制機関の対応を促すべく取り組んでいる段階であり、一元化された金融オンブズマン制度の創設までを視野に入れるのは時期尚早かとの見方も存在する。一方で、総合的な顧客対応部局としての法テラス（公的なADR機能の一部）の機能はすでに稼動済みである。民間の弁護士・司法書士・法テラス・関連NPO法人・研究機関などの主体的な連携を基礎として、個別の業界との対話の中で日本版金融オンブズマンのあり方の検討をはじめることが現実的。実際、民主導による検討開始の機運（金融ADR・オンブズマン研究会の設立等）が存在する。

##### ④ 監督官庁の機能強化（統合）と、そのための金融検査監督機能のあり方の見直し

●金融庁以外の省庁が業法を所管している金融商品、金融サービスが存在しているが、この問題は、対応のよろしきを得なければ、役所の権限争いに直結しかねない。理念と目的を明らかにした上で、官邸のイニシアティブを前提として、着実に議論を進める必要がある。

##### (2) 金融業務の規律ある自由化

##### ⑤ 銀証分離政策の発展的解消が可能となる条件整備

制度破壊の先行とならないよう、高度な金融サービス市場法制の整備、実効性の高い金融ADRの充実など、全体的な規律の高質化と並行して実施することが重要。

●銀証分離政策の背景には、利益相反や銀行の

優越的地位の濫用に対する懸念があり、金融機関による優越的地位の濫用に係る行政処分の事例が実際に見られる中、その解消には慎重であるべきとの根強い意見も存在する。要は、銀証分離政策の解消が可能となるような包括的・横断的な金融サービス市場法制の構築により、利用者の厚生とイノベーション発揮を阻害しない規律の高質化・高度化を並行して進めることが重要。

#### ⑥ 規制の柔構造化の一層の推進

一般投資家と区別されたプロ投資家等への規制の緩和をさらに進め、イノベーションに資する高度なプロ市場を育成することが重要。

#### ⑦ 内外一体型のクロス・ボーダー市場づくりへ向けた検討の開始

現行の特定国際金融勘定を利用する東京オフショア市場のあり方については、外為法の改正時とそれ以降にも見直しが行われているが、今後、プロの市場参加者を対象とした内外一体型のクロス・ボーダー市場へと発展的に作りかえられないか、重要な検討課題。要は、世界的な環境変化により、我が国が内外分離型のオフショア市場政策を続けることの意義が問われている状況にある。

具体的には、我が国として、アジアとの対話を前提として、国レベルで、人為的にクロス・ボーダー市場のグランドデザインの策定を行うことが必要となっている。

「公募対私募」、「ホールセール対リテール」の区分についての、概念整理とそれらの概念の使用法の抜本的見直しも、重要課題となろう。（英語を使用言語とするプロのための市場・開示制度の創設も重要な検討課題。）

## 2. 金融サービス市場システムインフラ（電子プラットフォーム）諮問会議（仮称）にて検討すべき項目の参考例

### (1) クロス・ボーダー取引も念頭に置いた、金融資本市場のシステムインフラの整備

#### ① アジア各国における金融資本市場の育成、投資環境整備

アジア各国において、証券化商品の提供支援、法制度・会計基準の整備支援、金融技術の提供、金融専門人材の育成に取り組む他、クロス・ボーダーの金融資本市場の育成を目指し、可能なところから共通インフラの整備を支援する必要がある。

特に、アジア域内クロス・ボーダー金融資本市場の育成については、特に、取引所機能と資金証券決済のあり方およびそれらの効率性について考慮した金融システムインフラの整備、すなわちアジア（日本）発の大規模総合投資取引所およびICSDや、法制度整備、すなわち発行準拠法を日本法とするクロス・ボーダーの市場を選択肢として提供することなどは、極めて重要な検討課題である。

また、日本においては、顧客サービスと国際競争力の観点からも、金融サービス市場インフラの整備のプロセスにヨコ串を刺し、例えば証券取引において『市場分析から、売買取引、清算、資金証券の決済・資金管理、および資産管理に至る一連の業務プロセスを、統合的に電子商取引化する電子プラットフォーム』構築を行う必要がある。

●課題としては、証券取引所機能の統合および証券決済機能の統合等が考えられるが、アジア各国ごとに法制度やシステムが異なり、決済機関やペーパーレス化の取組等に相違が存在することを踏まえると、アジア諸国が、自国の法制度を見直し、そうした各国共通の市場インフラの構築に参加することは容易には期待出来ないとの見方もある。まずは、各国との対話を前提として、できるところから取

り組むことが重要ではないか。

いずれにしても、日本国内の市場インフラの構築のプロセスにヨコ串を刺して電子化されたトータルシステムとしての金融プラットフォームの構築のためのグランドデザインの策定を行うことが重要。国内およびアジア域内に有機的連携を有する大規模総合投資取引所構想の検討、証券決済機関における資金証券決済機能の国債決済システム並みへのレベルアップないし一元化、そして、それと並行して、市場残高が相対的に大きい日本と韓国との取引所や決済機関の間の、クロス・ボーダー取引対応のための連携のあり方の検討に優先的に取り組むことが重要ではないか。

我が国の対アジア戦略として、アジアと日本が目指すべき方向性についての原則とごっくりとしたグランドデザインを関係の主要各国の民と官で共有することで、それを促進させることが重要。

アジア域内市場の証券決済機関のあり方についてのひとつの考え方（参考）

当面は、既存金融機関のカストディ（コモン・デポジトリー）利用で出発するが、数年以内に、証券決済システムとして、日本と韓国の証券決済機関の相互リンクによる簡易型のDual Coreシステムを（インシヤルコストをあまりかけずに）構築する。まず、一部の債券で運用（決済）を開始し、このシステムで決済されるものは国際債（国内債ではない）であるとの各国規制機関からの確認を得る。

中長期的には、当該Dual Coreシステムを両国CSDの国際的発展の礎とし、市場関係者が両国CSDの機能レベルアップと国際展開を後押ししていく。

一方、2カ国を中心とする関係機関／関係者が新たな共通決済機関（AsiaSettle）を構想し、実現を働きかけることにより、両国を中心に、精算・決済機関の新設・連携・統合を促進させ、最終的に欧州におけ

るユーロクリアとクリアストリームのような、本格的な国際的証券決済システムICSDを実現させていく。連携・統合の道筋（方法）は現段階で定められるものではなく、また、証券決済機関として様々な組織および機能形態が考えられるが、最終的にアジア独自の共通のコモン・デポジトリーを構築していく。

（2007年3月刊行のNIRA研究報告書『アジア域内国際債市場創設構想』（犬飼重仁編著、LexisNexis）より、「ロードマップの到達目標」の項からの抜粋）

## ② 金融資本市場固有システムインフラの整備

電子プラットフォーム構築の一環として、資金・為替・証券の振替決済・通信ネットワークなどのシステムインフラについて、民間主体でコンセンサスを得、国を跨いだ取引が日常的に行われることを想定したものに見直すことが必要ではないか。

●平成21（2009）年の株式電子化に向け、それぞれの関係者が全力で準備に取り組んでおり、新たな制度の構築に向けた検討は、やり方によっては混乱とコスト増を招く恐れがあるかとの意見もある。

しかし、本来、各種の市場のシステムインフラは、統一的なグランドデザインの下で全体として効果的に整備される必要がある。公正価格の形成を市場に委ね、その取引の執行の迅速性と正確性を追及する世界中の機関投資家にとって、証券売買仲介機関、資産管理機関、取引所、およびそれらを繋ぐITコミュニケーションシステムなどを、それらの能力とサービスに基づいて選択する時代に入っており、我が国の証券市場をはじめとする金融サービス市場と市場インフラにとっても、今後、そのような世界的競争に参加することは不可避であると考えられる。例えば全銀ネットは民間の取組であるが、官民を超えて、我が国とアジアの将来の観点から、新時代のコミュニケーションシステムの要件を示すこと

が重要となるのではないか。

### ③ 取引所等における改革

現在、日本型預託証券（JDR）の取扱について検討が行われているが、さらなる商品拡大（例えば上場投資商品の一元化）を図ること（大規模投資取引所構想の検討）、および、外国企業の上場審査・ディスクロージャー規制を柔軟化することも重要。システム整備のあり方についても、国際競争力の観点から、他の電子プラットフォームインフラの要素を含め、必要な要件の整理が必要か。

●商品の多様化を進めるには、プロ向け商品と一般投資家向け商品とを区別すること、投資家保護に万全を期すことの両方が、当然の前提となるであろう。そこでは自主規制団体としての機能の持ち方、上場審査機能のあり方の整理が重要となる。

機能の整合性に配慮した、我が国の取引所とアジア各国の取引所との連携強化ないし統合を図るとの観点も重要となろう。

●個別のMOU（研究交流の覚え書き：Memorandum of Understanding）ないし相互協力協定の締結段階であり、それを超えて、民間主体でコンセンサスを得、システムの統合等に至れるかが課題とされるが、いずれにせよ、目的を明確にしたうえで、俯瞰的・統合的な観点に立つことが重要となろう。

### ④ 海外向けサービス展開が可能な競争力のあ る金融機関の育成

国際的な資産管理信託（カストディー）業務、リスク・マネジメント業務、キャッシュマネジメント業務等の競争力強化等。

●個別の取組等は金融機関等の自主的な経営判断に拠るものであるが、合成の誤謬を避けるために、全体最適の観点から民間主導を引き出すための知恵と工夫が必要。

### ⑤ 資産運用の活性化のための投資環境の整備

アジア金融情報の受信力強化、顧客満足度を重視した金融機関経営の確立、個人の資産設計を支援する仕組みの構築。

●金融機関経営の在り方等に関する個別の取組

は金融機関の自主的な経営判断に拠るものであるが、海外に向けた視点は不十分。

### ⑥ 金融人材の育成

必要となる人材の質と要件を明らかにしつつ、金融機関と企業のための金融人材を輩出するとともに、金融に精通した弁護士、会計士の拡充・質の向上を図ることが望まれる。

システムとしての金融人材育成の枠組みの構築もきわめて重要な課題。

例えば、英国レディング大学大学院に創設されている、ICMA（国際資本市場協議会）センター（欧米の有力金融機関が共同で資金提供を行い支援している金融実務者のための実践的ビジネススクール）との連携など。ロケットサイエンティストだけを増やすのが目的ではない。欧米の市場と市場実務を理解しつつ、日本とアジアに独自性を失わずに欧米が蓄積してきた金融市場のプリンシプルとノウハウを如何にうまく移転しまた融合させるかの解答を作り出せる人材を養成すべき。

### (3) アジア各国及びクロス・ボーダーの金融 資本市場の育成

#### ⑦ イスラム金融の推進

現在ロンドン市場に集中しているオイルマネーをアジアのインフラ整備に活用する。そのためには本邦市場の魅力を増す必要がある。例えば、「イスラム金融」に基づくSukuk（債券に相当するもの）を題材に、Sukukが日本あるいはアジア域内市場で発行できるか、出来ないのであれば、何をどうすればよいのか、について、財務省・金融庁・経済産業省も含め、官民の関係者一同で検討をするような体制を整えるのも一案。

#### ⑧ 日本の経験をアジアに伝播

不良債権処理、預金保険制度適用の経験等、日本の経験をアジアに伝播する取組の強化。

#### ⑨ 金融税制の改革

国際的に遜色のない証券金融税制の構築（特にクロス・ボーダーの配当・利子源泉税課税の軽減・廃止等）に当たっては受益と負担のトー

タルな議論が不可欠。また欧米との市場間・地域間の競争上、不利あるいは阻害要因とならないことが重要。

以下は税制関連の問題の例示（項目のみ）

- (1) 短期社債（CP）等に関する支払調書の提出義務の撤廃
  - (2) 地方債以外の一般債における非居住者・外国法人の受け取る振替社債等の利子の非課税措置の創設
  - (3) 外国税額控除制度の見直し
  - (4) 租税条約における親子間融資等に関わる利子の源泉徴収免除
  - (5) 印紙税の抜本的見直し
- ⑩ 中国との連携強化

中国は国内の金融資本市場の発展に注力する段階であり、クロス・ボーダー金融資本市場の改革には縁遠いように感じられるかもしれないが、その保有する外貨準備の運用などに当っては、アジアの成熟国と同様のインタレストを持つ。また、中長期的な観点からも、日本・韓国などとともに、中国との本件に関する持続的な意思の疎通はきわめて重要である。

また、中国国内の証券法制や金融関連法制など、中国の現在までの枠組みは、過去永年にわたって日本のそれとある程度共通の枠組みを持ってきた経緯もあり、今後の中国の金融資本市場インフラの高度化については、我が国が全面的に支援することで、中国の金融制度を他のアジア諸国にとっても脅威のない安定的なものとして形成する必要があると考えられる。

先の2007年1月14日のフィリピン・セブ島における第7回日中韓首脳会議の共同プレス声明において、新たに3国間協力の新分野として「金融」が加えられたことには、意義深い。今後、証券法制や金融サービス市場法制等について、3国の研究者および実務経験者の共同の研究体制の強化も視野に入れる必要がある。

その点、NIRAではここ数年来、3国の首脳からの指示の下、日中韓の共同プロジェクトを実施してきており、また永年にわたって中国発展研究中心や中国発展和改革委員会傘下の研究

機関などとの交流を持っており、それらを基礎として、金融の共同研究を深化させることができると考えられる。またそれとともに、全人代常務委員会法制工作委員会、中国証券管理監督委員会との協定により、中国企業法制・資本市場法制の具体的な問題点について研究交流を実施している早稲田大学21世紀COE《企業法制と法創造》総合研究所との連携も重要となろう。さらに、NIRAにおいて2007年度開始予定の電子シンクタンク構想実証プロジェクトの一環として活動開始を予定しているアジア資本市場協議会の研究活動においても、日本と中国・韓国などアジアの市場実務家との意見の交換と課題整理が可能となろう。

（本提言は、NIRA研究会の小委員会メンバーによって、独自・独立の立場から作成されたものである。）

## NIRAアジア金融プラットフォーム 小委員会 メンバーリスト

2006年11月以降、内外の金融資本市場実務経験者を中心に、NIRAアジア域内の金融資本市場育成への戦略ヴィジョン研究会メンバーより首題小委員会を構成。アジア・ゲートウェイ構想（金融）実現のための具体的課題について検討し、07年2月23日に、NIRA提言サマリーを第5回アジア・ゲートウェイ戦略会議に提出。

### 学識経験者

- |       |  |
|-------|--|
| 神田 秀樹 | 東京大学大学院法学政治学研究所教授                              |
| 曾野 和明 | 北海道大学名誉教授・帝塚山大学名誉教授                            |
| 上村 達男 | 早稲田大学法学学術院長・法学部長、早稲田大学21世紀COE《企業法制と法創造》総合研究所所長 |

## 市場実務家・市場関係者等

- 吉田 聡 大和証券SMBC(株) IT統括部部长  
鈴木 裕彦 パークレイズ・キャピタル証券株式会社 投資銀行本部ディレクター  
松本 啓二 松本法律事務所 弁護士  
内山 昌秋 トレードウィン(株) 代表取締役社長  
佐藤 良治 日立キャピタル(株) 業務役員・法務部長  
村上 雅春 NTTデータ 決済ソリューション事業本部企画部決済事業戦略室部長  
橋本圭一郎 フィッチ・レーティングス CEO  
吉見 亨 スイフト・ジャパン Vice President Commercial Division  
増田 雄輔 日本アジアホールディングス 取締役  
玉木 伸介 元NIRA 主任研究員(預金保険機構財務部審理役)  
原田 靖博 格付投資情報センター(R&I) 代表取締役社長  
平井 一志 中央三井インフォメーションテクノロジー 取締役総務部長  
仲川 聡 国際協力銀行 ABMIタスクフォース タスクリーダー  
宮地 正人 アジア開発銀行(ADB) 地域経済統合室シニアアドバイザー&キャピタルマーケットヘッド

## 共同研究者

早稲田大学21世紀COE《企業法制と法創造》総合研究所

## 事務局

- 犬飼 重仁 NIRA 主席研究員・早稲田大学客員教授(取りまとめ担当)  
窪田 修 根本内閣総理大臣補佐官付企画調査官

[(注) メンバーのタイトルは当時のもの]