

# 競争力強化に関する問題

## 言語、法制/規制環境、金融技術を中心に

天野 正人\*

### 概 要

向後の日本の経済成長の見込みをどう評価するにせよ、現在に至るまで積み上げた先進国としての地位と膨大なストックを保有しているのは疑いのない事実である。経済成長の潜在力エンジンに限られる中でどのようにストックを活用しフローを生み出すのか。特に金融資産を金融業の成長に結びつけ、経済の成長に寄与させるかは重要なポイントである。

金融業の成長を考えると、国内のマーケットの充実と国際金融センター化としての収益力の拡大の二つの方向性が考えられる。後者は言語とどう向き合うかという大テーマが関係する。

まずは国内マーケットの充実が注力課題であり個人投資家を中心とした金融資産の流動化がキーとなる。規制環境・決済インフラも整いつつある中、投資家の投資活動を促進するのに仲介業者の果たす役割と責任は重大である。一方、発行体顧客としての企業セクターを見てみると、まだまだビジネス機会発掘の余地があり、これを後押しするための資本市場の法制面で考慮も必要である。

そして、日本市場の国際金融センター化を考えると、規制情報、発行体情報の英語での伝達の内容を充実させ、国際市場としての評価を高める必要があるとともに、ユーロ市場をモデルとするようなグローバルな債券市場の英語対応インフラ作りのイニシアティブをとること、英語での上場・公募についての対応の許容範囲を広げながら海外発行体を吸引することが肝要となる。課題も多く、明確な競争力強化の目標設定と投入する資金・時間・人員と達成効果の分析も必要となる。

---

\* メリルリンチ日本証券株式会社 取締役

本稿は筆者の個人的な見解であり、メリルリンチ日本証券及びバンクオブアメリカとしての公式見解ではないことをまずお断りしておく。

同時に、本稿の執筆にあたっては、当社リサーチ部門のマクロ・エコノミストグループの方には貴重な分析とデータを提供していただき非常に感謝している。また、株式・債券商品部門、オペレーション部門、法務・コンプライアンス部門など、助力を頂いた皆様方に謝意を申し上げたい。

## 1-1 マーケット現状認識

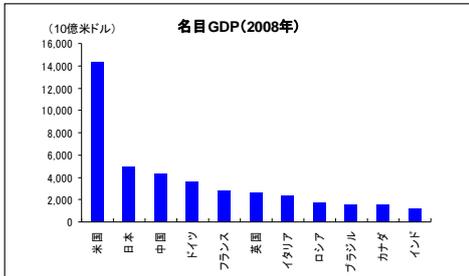
最初に現状マーケットの認識を確認させて頂くと、世界第二位の経済力、大きな個人金融資産と対外資産のストック等が日本語という言語環境に備わっており、単一民族・単一国家そしてジオグラフィカルに欧米の中心地から離れた地域にこれだけのものが存在している。英語対応力を基盤に国際金融政策を国策とする香港・シンガポールと環境は異なっている。先進国としての規制環境法制面での充実は、比較優位にあると思われる。日本人投資家のグローバルマーケットに対する関心は決して低くはない。制度・商品・ドキュメンテーション面での成熟と質的のグローバル化は相当程度進んでいる。(ただし、言語の面でそこまで進んでいるかというそれはまた別問題である。) 一方で、経済力で日本をしのぎつつある中国、準英語圏で大きな存在力を秘めたインド等、急成長の新興市場、国際金融センターとしての地位を確立しつつあるシンガポール・香港との競争・連携をしながらグローバルな市場の中でのポジショニングを見つけていくという難しい現状である。適切な手を打たなければ縮小均衡と **Japan Passing** のサイクルにはまるリスクがある。

## 1-2 日本が貯えた力

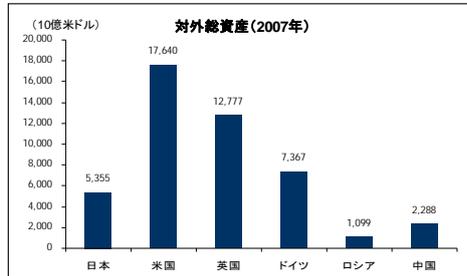
図表 A の如く名目 GDP 世界第二位、対外総資産も総程度大きく、対外純資産になれば、世界に突出して一位、家計の金融資産でもドイツ、英国、フランスを足し上げた分ほどの資産が日本にはある。これから他の金融資産に転換できる余地のある預貯金の額は極めて日本は大きいといえる。また、図表 B の如く通貨別債券発行残高でも円がドル、ユーロに続いており、居住者による国内通貨建て債券の規模としても、(日本政府の莫大な財政赤字の面というものもあるものの) EU や英国を凌いでいて対アジア諸国は比較にもならない。デリバティブを見てみても為替・金利のデリバティブいずれも日本円の影響は大きい。

図表 A

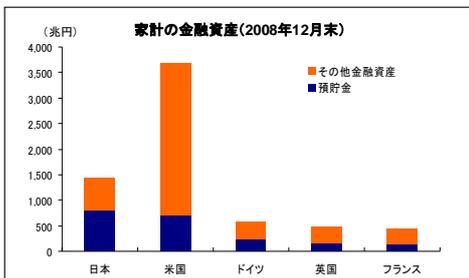
# 日本が貯えた力



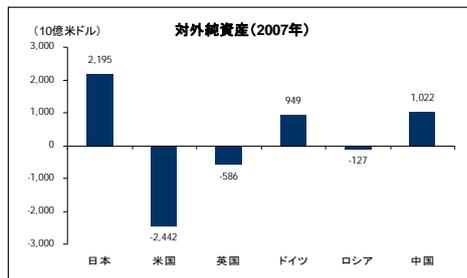
出所: IMF



出所: IMF



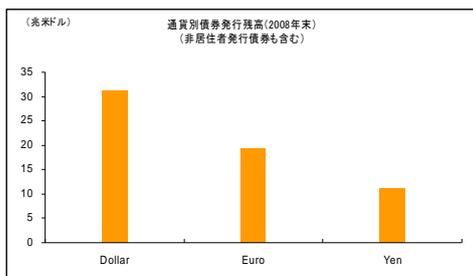
出所: 各国中央銀行



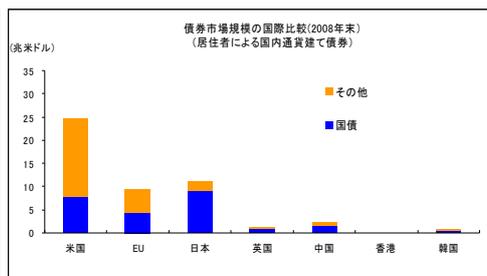
出所: IMF

図表 B

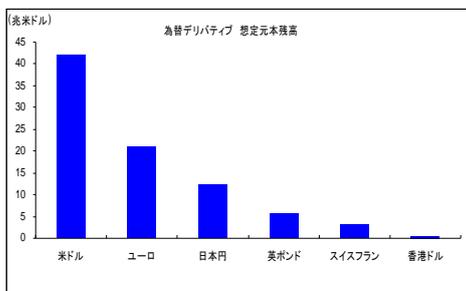
# 日本が貯えた力



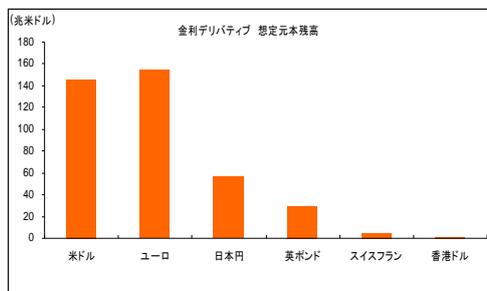
出所: BIS



出所: BIS



出所: BIS



出所: BIS

### 1-3 方向性の選択肢

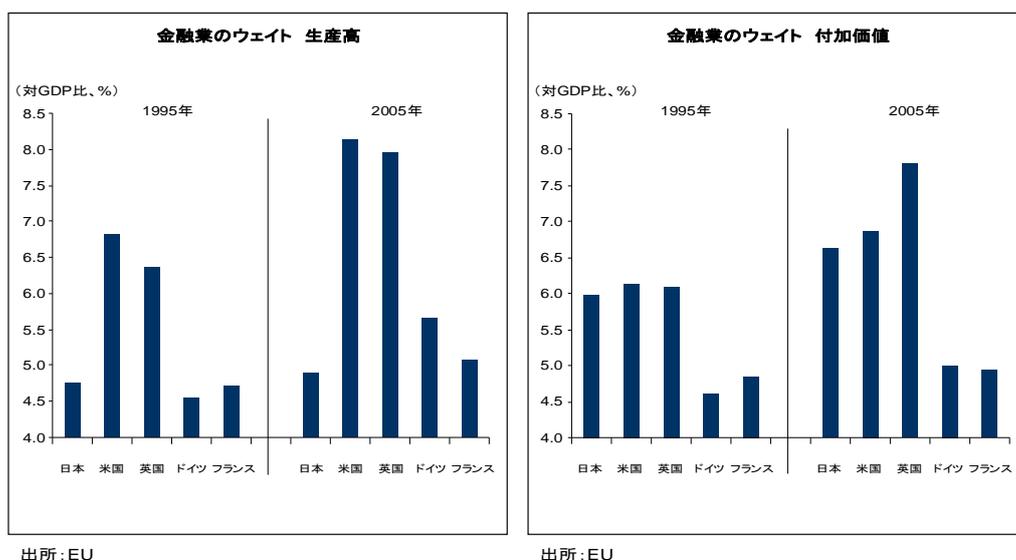
これだけのストックをどのようにこれからの金融業の拡大に生かし金融セクターを成長のエンジンにしてゆくのかが課題であることは申し上げるまでもない。勿論巨大かつ質の高い国内マーケットとロンドンをモデルとするような国際的な金融センターとしての競争力を有するのが理想である。但し、これを実現するには決済のインフラ、ITのグローバル化はもとより、取引の英語でのドキュメンテーション能力、執行能力を更に高め、香港・シンガポールとの競争に打ち勝つことが必要である。発行体の英語での情報発信の充実と外国発行体、商品の英文情報を受け入れる投資家層の拡大が望ましい。このような大幅な英語対応力強化による国際市場センター化の現実的なハードルは相当高いと認識せざるを得ない。

もし、国際金融センター化、それによって相当程度のGDPにおける金融業の比率を占めていくというような構造的な転換までも考えるのであれば、いかに言語問題を乗り越えるか重い課題が残る。参考に金融業のウェイト・対欧米比を参照していただきたい。生産高対比でいうと、まだまだ少なく英米どころかドイツ・フランスにも劣っている。①なお、金融業がグローバル化しているという事を考えると、英語圏であるという事と金融業のウェイトには相関関係があるのかもしれない、一方で注目すべきデータとして付加価値比率でみると日本は結構健闘している。(あるいは人件費が高いという事も言えるかもしれない。)

いずれにせよ、生産高比率はもとより、付加価値比率においても金融業のウェイトを延ばしていく余地があるのではないかと思われる。

図表 C

## 金融業のウェイト・対欧米比



① なおシンガポールでは、2006年名目GDP対比11%を金融業が占めるというデータがある。後出参考文献「アジア証券市場と日本」P114

そこでまずメインシナリオとして、言語の問題を捨象してできることは何かという事を考えていき、日本市場の質の向上と活力の強化によって、日本語という障壁を補う吸引力と競争力を有するという方向をひとつ考えねばならない。

6月16日に発表になった「貯蓄から投資へ」という金融・資本市場政策懇談会の報告書のテーマはグローバルな市場の中で日本市場の位置づけを押し上げる意味を持つ。報告書は広汎で深い内容になっており実行するのは容易ではないが、先延ばしの許されない課題であろう。ここで逐一内容を繰り返さないが一つ申し上げられることは、金融業者の質というものが非常に大きな証券市場の活性化に相関関係があり、それがキーポイントではないかと考えられる。<sup>②</sup>

#### 1-4 家計・個人の金融資産及び投資傾向

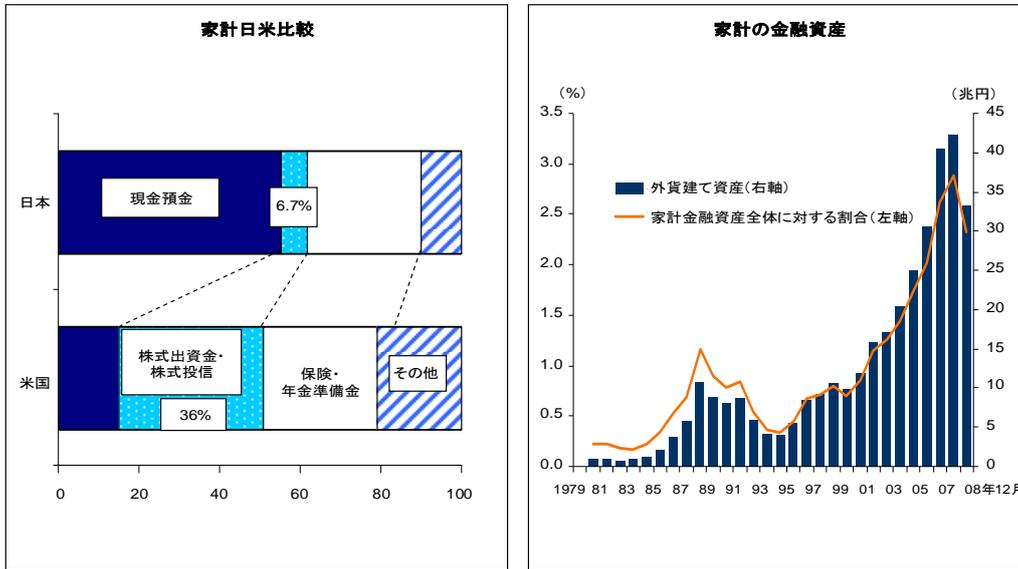
図表 D の家計日米比較を見ると、やはり転換余地の大きさを改めて認識する。注目すべき点として家計の金融資産の外貨建て資産のウェイトが急速に成長していることがあげられる。家計の投資に対する選択肢が広まっているという傾向がある。さらに、図表 E に示される如くサブプライム以後、家計・個人が株式購入額にポジティブになっており、外国証券の購入もプラスになっている。さらに個人向け社債の発行額が伸びてきているということが注目点の投資傾向であるといえる。

---

<sup>②</sup> なお、株式（証券）市場の発展要因や間接金融セクターも含めた金融セクターとの相関、経済発展との相関について調査した論文として後出参考文献“Stock Market Development and Financial Intermediary”/“Macro Economic of Stock Market Development”などが挙げられるが、日本の貯蓄率の高さ、間接金融セクターの強さは必ずしも株式証券市場の発展の阻害要因ではなく、両立補充要因と考えることができよう。貯蓄と投資も背反的と考える必要はない。

図表 D

# 家計の金融資産

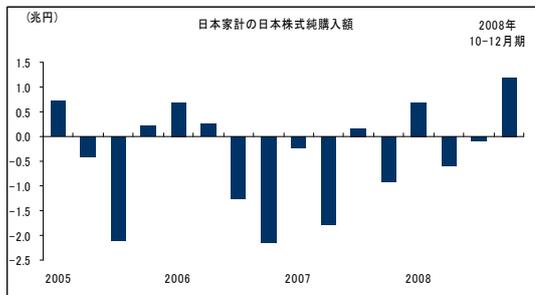


出所: 日銀、米連銀

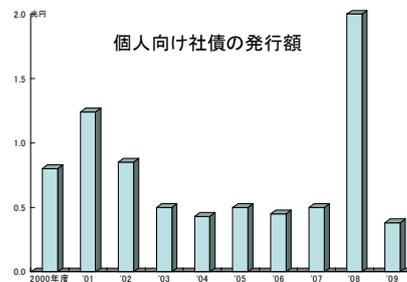
出所: 日銀、投信協会

図表 E

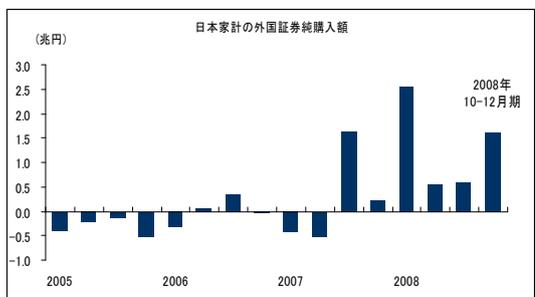
# 家計・個人の投資傾向



出所: 日銀



アイ・エヌ情報センター調べ、09年度は6月5日時点  
日経ヴェリタス65号 54ページ引用



出所: 日銀

## 1-5 金融技術・規制環境

金融技術は金融工学の発展、規制環境、金融仲介業者の質並びに投資家の需要との相関の総体である。しかし今、日系・外資系全体をトータルに見て日本企業の金融技術の進展度合いを見ると、デリバティブ・証券化等の金融技術において日本は決してビハインドではないと考える。投資家対応特に個人においては、顧客を適格にプロファイリングし（Know Your Customer）リスク許容度、需要を把握した上での販売を行う能力が仲介業者に問われる。つまり、金融技術というハードな面ではなく、ソフトの面での金融技術、これが求められているところであり、このような姿勢はコンプライアンスの樹立と投資家の信頼の獲得に不可欠である。それは個人の「貯蓄から投資へ」の流れを作るキーポイントであると考えられる。

法制面の充実是对中国・インドの競争上のキーポイントになる。金融法制自身が、金融技術の進展が障害となっているとの議論は少ない。（むしろ周辺法制として旧態然とした担信法等の改正を考えるべきであろう。加えて、ファイアーウォール顧客情報共有規制に関してはオプト・アウトのシステムは不十分であり、法人投資家については英米並みに是非完全緩和を考慮していただきたい。）また、現状で複雑な金融技術を要する金融商品需要が今は少ない。しかしながら金融イノベーションが重要となる局面の対応する需要が無いわけではない。パブリックコメントは法令解釈の明確化に有意義であるが、定期的に解釈を見直す機会があっても良いのではないか。また新商品の開発上不可避な、行政庁の解釈の明確化の時間を短くするためあるいは登録・認可・承認の処理期間を短縮するため人員拡充が必要と思われる。

プリンシプル・ベース、リスク・フォーカスという原則論のもと、規制環境の適切な方向性は作れていると思われる。一步踏み超えて、金融業者自身のサービスの質の国際規格・ランキングというものをコンサルタント等を採用し評価するシステムを作り、更には金融行政庁のサービス自身についてもそのような競争原理を取り入れて、市場の競争力を算定するというような試みも面白いかもしれない。さらに金融当局と税務当局で **Coordinate** をしていただき、金融商品の開発・販売力の増大に協力していただくことが肝要であると思われる。

## 1-6 決済インフラ

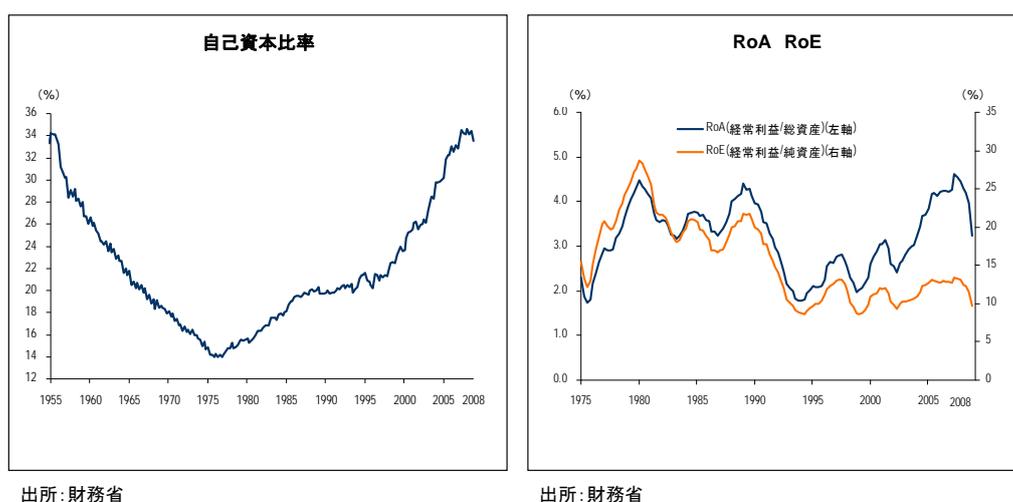
債券・株式電子化対応、DVP 決済など証券決済のインフラは進化しており、国際的に見劣りしないものとの評価が高い。保振において、周辺の貸株サービス等を提供するとなお評価は上がると思われる。クリアリング機能のクリアリング機構への一元化、保振とクリアリング機構による担保一元化により参加者の利便性はさらに向上すると思われる。しかし、決済インフラが充実しても、債券市場の流動性が上がらなければ、宝の持ち腐れになってしまう側面は否めない。国際会計基準の導入、リスク管理技術の向上と決済インフラの充実が、流通市場の流動性を作ることを期待して止まない。さらに今議論されているクレジット・デリバティブのマーケットの規模を拡大しクリアリング機構を作るというイニシアティブがあるが、これは債券市

場の流動性とも非常にリンクしている問題であると思われる。勿論、リアルタイムでクレジット・デリバティブのクリアリングのインフラができるという事は勿論それなりに意味があるが。

## 1-7 企業セクター、財務基盤と収益力

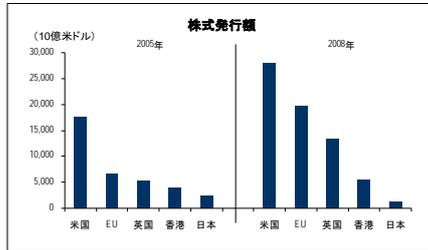
一方、投資家対応目線から転換し、発行体サイドの面から言及をさせていただきたい。一般的に日本の企業のセクターは、比較的自己資本率が充実する一方で ROE は国際的な水準としては低く、これがオフセットの関係になっていると考えられている。(図表 F 参照) 図表 G を参照していただくとおわかりのように、これだけの経済規模のある国にして株式発行額、社債発行額は少ないと言わざるを得ない。また、グローバル M&A においても然りである。まだまだ未成熟であり拡大余地はあるのではないかと考えられる。財務の健全性に配慮しながら、適度なレバレッジをかけもう少し ROE を高くしていくことが適正な範囲で望ましいのであればデット・キャピタルマーケットの機会が拡大しようし、これから成長あるいは自己資本充実のために株式資本の充実が必要であるならばそれはエクイティ・キャピタルマーケットの資金調達活動が活性化する。そしてグローバルな M&A 取引にも拡大余地がある。資本市場の質を高めることで、より大きな機会を発掘できると期待される。

### 日本コーポレートセクター 図表 F 財務基盤と収益力

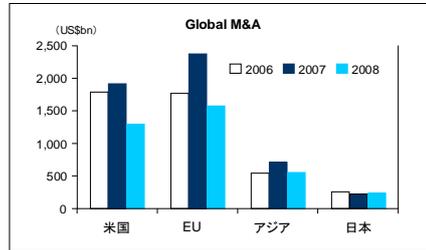


# 発行市場 M&Aデータ

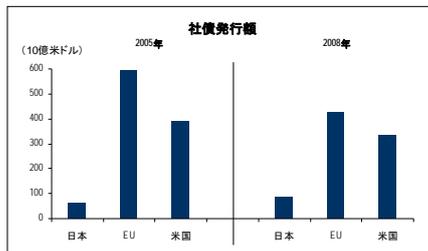
図表 G



出所: World Federation of Exchanges  
注: 米国はNYSE、EUはEuronext、英国はLSE、香港はHKSE、東京はTSE



出所: Dealogic



出所: Dealogic、日本証券業協会

## 1-8 資本市場関連の法制面での提案

そこで、資本市場関連の法制面の提案を何点か挙げさせていただきたい。まず機関投資家向け私募のルール<sup>③</sup>を手直しして且つ現在法令改正進行中の私売出しの機関投資家向けの転売ルールを考慮していただくことによってルール 144A型のプライマリーマーケットとしての成功を収める必要があると思われる。(アメリカの1990年ルール144A導入後の私募市場の拡大につき図表H参照)

転売制限は①株式・新株予約権については契約で拘束するのではなく告知にとどめ、②制限期間を限定、③(日本の金商法は原則属地主義を採用していると考えられるので)機関投資家向けの転売制限も海外投資家、海外市場への転売については、規制の対象外であることを、政省令又は解釈上のガイドライン等で明確にする必要があると思われる。<sup>④⑤</sup>これらにより機関投資家向け私募は、海外企業のグローバルオファリングの調達の一部を日本が担う形ができると想定される。上場を伴わない国内公募いわゆるPOWLも一つの選択肢であるが、こちらを発行市場として拡大することは意味がある。

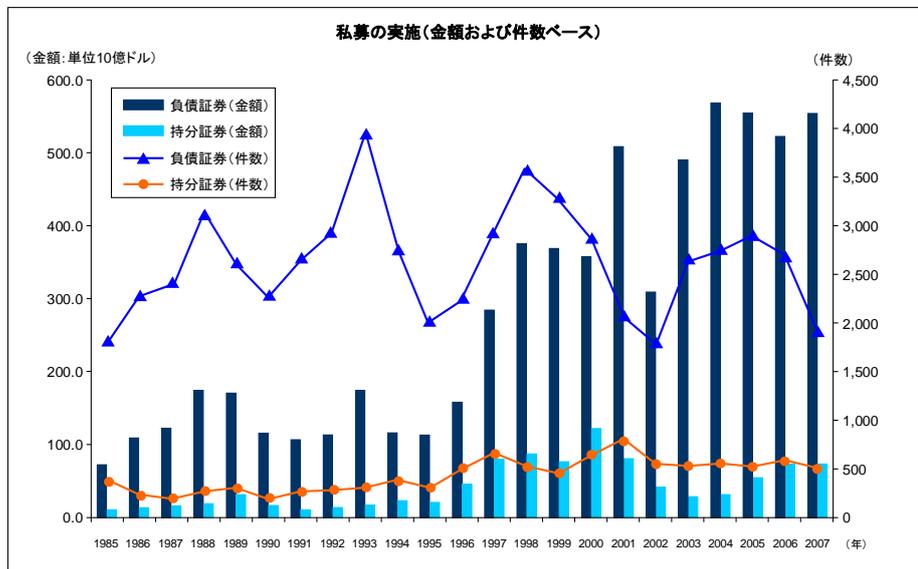
③ 金商法2条3項2号イ、施行令の4条、1号ロ、2号、3号、定義府令11条

④ 証取法・金商法の域外適用に関しては議論があり、属地主義を採用しているとの考え方が多いと思われる。しかし、グローバルオファリングのコンテキストで RegsS 的なセーフハーバーを取り入れる必要性を指摘するむきもある。少なくとも機関投資家向け私募については転売制限の適用範囲を明確にする意味は大きい。日本市場の国際化の面からルール144Aと RegS タイプの規定の必要性を指摘した文献として後出参考文献「青木浩子著「国際証券取引と開示規制」参照。

⑤ なお、特定投資家向け取得・勧誘(金商法2条3項2号ロ)についてルール144A型の私募の日本型を想定しているならば、入りの転売制限契約締結要件は告知にとどめ、制限期間を限定/開示情報としての特定証券情報につきプロ向け流通市場に上場しない外国発行体に関して合理的な情報の指定が告示などによって行う必要があるように思われる。

図表 H

## 米国私募発行市場



出所: SIFMA, Fact Book, 2008, pp.12-13.  
 アメリカの証券市場2009年版、日本証券経済研究所

また、市場参加者への情報のアクセスの公平性を担保するルール、ソフト情報の開示促進のためのルール作り。情報のアクセスの均質性並びにソフト情報の開示の促進は、投資家の市場への信頼と回帰を高め、発行体にもプラスになる。<sup>⑥</sup>

企業金融型証券による調達に関しては、必要とされる開示のレベルを、発行体の属性 (Well Known Seasoned Issuers “WKSI”等の考え方) 継続開示実績と時下総額等により柔軟化・多様化、継続開示実績をより機動的な資金調達行為につなげることが考えられて良い。<sup>⑦</sup>

また、投資銀行の立場から言及させていただくとコーポレート・ファイナンスとリサーチレポートの関係を整理したガイドライン一定の要件を満たし通常発行される調査レポートは、証券の発行、募集の勧誘と見做されないという明確なルール又はガイドラインがあると、資本市場に係る投資銀行・引受会社には意味が大きいと思われる。<sup>⑧</sup>

第三者割当て、ブロックトレード他、情報の公開前のリスク分配行為にセーフ・ハーバー・ルールを考えていただきたい。(プレヒアルールの手直し、法人関係情報を提供しての勧誘、法人関係情報に基づく自己取引関係<sup>⑨</sup>)

戦略的あるいはファイナンシャルな株式等の取得/投資では、公表まえに一定の機関投資家に

⑥ 米国 Regulation FD (Rule 100~103)、EU Market Abuse Directive Art.6、米国 33 年 Act Section 27A、34 年 Act Section 21 E, Rule 175, Regulation S-K 303

⑦ 米国 2005 Securities Reform Act

⑧ 米国 Rule 137, 138 & 139.

⑨ 金融商品取引業者府令 117 条 1 項 14~16 号

リスクを配分する取引形態はあり得る。このような場合、情報の対称性を無くすため守秘義務契約でインサイダー情報の流用の抑止を確認した上でこのような行為が非公開情報を発行体の同意を得た上で、開示場合により相手方からコミットメントをとることもあり得る。これが文理上一律法人関係情報を提供しての勧誘又法人関係情報に基づく自己取引に該当してしまうのは不合理といえる。

クロスボーダーなM&Aでは是非日本の企業が株式を買収対価として外国企業を買収できるような法制にしていく必要がある。海外買収ビークルとしての子会社に対する株式の発行については、実質組織再編行為として現物出資と有利発行の規定適用の例外とするというような形が考えられる。<sup>⑩</sup> また、一定の要件を満たす現金対価合併を税制適格化として、ここに非公開化取引をスムーズに遂行できる必要がある。

## 1-9 言語面を中心とした国際化に関するポイント

日本市場のグローバル化には「規制情報」の英語による伝達の充実が必要である。そもそも縦の言語である日本語を横にするだけの不自然さ、原文の英文自体の複雑さなどを考慮すると単純な翻訳ということでは規制情報の伝達手段としては十分ではないと思われる。もう少し、各特定の主題、大量報告、公開買付、公募、私募、インサイダー、空売りなどテーマごとに分かりやすい噛み砕いた英語情報をつけて、条文の翻訳情報と組み合わせるなどして外国投資家、外国業者、外国発行体に理解し易い形での規制情報を作り、市場参加者の評価を高め日本市場のプレゼンスを高くすることが大事なのではないだろうか。さらに発行体のアニュアルレポート等の英語情報の充実もグローバル化に不可欠である。逆に、不要な翻訳情報の要求は可能な限り、排除したほうが良いと思われる。私募外国投信の届出上の日本語書類は不要であろうし、投信法 58 条 外国上場会社委任状勧誘書類等の翻訳も不要と思われる。さらにアグレッシブに言わせていただくと、外国投信の請求目論見書は英語原文で対応するとは不可能であろうか。

市場展開として、AIMの今後の展開は注目すべきところである。ただ、外国Blue Chipが日本に来るというインセンティブを与えるために、例えばNYSEと提携し、上場審査について、英語書類での申請を簡略な形で認め、本国等で提出している英語継続開示、適時開示書類をそのまま活用、継続開示の負担と大幅に縮小する形をとり、個人投資家が入れるようにするのも一考ではなかろうか。<sup>⑪⑫</sup>

<sup>⑩</sup> 現行会社法の下で、クロスボーダーな組織再編行為について（三角）合併の規定がそのまま適用になり、海外の買収子会社に対しての親会社新株の発行規定と現物出資の規定を捨象できるという考え方（後出参考文献 江頭憲治郎「株式会社法」P768、長島・大野・常松法律事務所「新会社法」P.788）もある。明文規定で整理するほうが望ましい。

なお、現実的に親会社の海外の上場のプロセスが必要となるが、日本の会社同志の合併であっても米国人株主が10%を超えればF-4のSECへの届出と報告会社化は不可避と考えられるので、クロスボーダーM&Aと国内M&Aを比較した上で海外上場が組織再編行為のネックとなるとは必ずしも言えない。

<sup>⑪</sup> AIMにおいてどれだけ発行体の上場意欲を喚起するのか疑問の余地もなくはない。そこでSOX法等で鍛えられた一定要件を満たす外国Blue Chip発行体の上場インセンティブを増やす事も無理とは思われない。

<sup>⑫</sup> なお、EUでは英語による上場申請、継続開示、公募等の道を開き（目論見書指令）独仏等では目論見書の母国語要約を付することで英文ディスクローチャーの道を広げている。日本が市場の国際化としての英文開示対応、現状ではまだ不十分というところであろうか。日本の課題としては、市場の英語化と個人投資家との保護のバランスに尽きよう。

最後に、ユーロボンド市場に比肩すべき市場をアジアに作るとの構想（アジアゲートウェイ構想の一部）を考えると、ロンドンの役割を日本がとりに行くのか？ そのためには英語対応力・言語も含めたグローバル標準の決済・ITのインフラの創成にアジア版のユーロクリアシステムを日本で作ってしまうこと、そして弁護士・会計士等のプロフェッショナルのグローバル化を進めるために人材を確保するのは不可欠である。そしてプライマリーからセカンダリーまで相当程度日本の市場が担えるような形となると日本の金融業界の成長に寄与する。ただし、流動性の高い債券市場ができるのか、発行体それぞれの本国の破産法や外国為替のコントロール、源泉徴収など未解決の問題は多く実現へ向けての対費用効果分析が必要となろう。

## 参考文献/資料

川村 雄介 「アジア証券市場と日本」 金融財政事情研究会  
日本証券経済研究所

青木 浩子 「国際証券取引と開示規制」 東京大学出版会

山内 惟介 「国際金融証券市場と法」 中央大学出版部

雁金 利男 「アメリカ証券市場」 日本証券経済研究所

江頭 憲治郎 「株式会社法」 有斐閣

長島・大野・常松法律事務所 商事法務  
「新会社法」第2版

Aslı Demirgüç Kunt and Ross Levine The World Bank Economic Review 10 (2)  
“Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts”

Valeriano F. Garcia and Lin Liu Journal of Applied Economics, Vol. II No.1  
“Macroeconomic Determinants of Stock Market Development”

平成19年12月21日 金融庁  
「金融・資本市場競争力強化プラン」

平成21年6月16日 日本証券業協会  
「金融・資本市場に関する」政策懇談会」報告書