

東京マ - ケットの将来ビジョン

(資本市場を中心として)

1996年1月23日

目次

はじめに

1. 環境見通し
2. 東京マーケットの将来ビジョン
3. 東京マーケットの将来ビジョン実現のための具体的提言

おわりに

はじめに

経済同友会は、これまで、提言の大きな柱として政府規制及び業界自主ルールの撤廃・緩和を中心に据えた『日本経済の構造改革』を取り上げてきた。現在、規制緩和及び自己責任原則をキーワードに、経済構造改革の世論は盛り上がってきている。しかし改革の実行については、遅々として進んでいない。特に、金融・資本市場分野は規制に守られ十分な競争原理が働いておらず、使い勝手が悪いという指摘を受けている。

そこで、われわれとしては、わが国経済の構造改革を一層推進するため、東京マーケットがどうあるべきか(東京マーケットの将来ビジョン)及びそれに向けての具体的措置について検討を行った。

1. 環境見通し

東京マーケットの望ましい将来ビジョンを描くに先立ち、世界の金融・資本市場の今後の趨勢を予測しておきたい。

(1) グローバル化の進展

本来、金融・資本市場には、国、企業(金融機関も含む)、家計に対して広く資金の調達・運用の場を提供し、効率的に資金配分を行うという機能を果たすことが期待されている。これまで世界の金融・資本市場は、各々の国の歴史的・経済的背景を踏まえ構築された市場ルールに基づき運営・管理されてきた。しかし、金融・資本取引のグローバル化が進む中、市場ルールを国際的に調和・統一しようとする流れがここに来て加速している。それは、厳格な自己責任原則の下で、参入・退出の自由及び商品開発、投資行動の自由を認め、一方、適時適正な情報の公開による透明性の確保により市場秩序を維持していこうという動きである。換言すれば、世界の金融・資本市場は、市場運営をマーケット自身に委ね、行政は予防的指導監督行政からモニタリングを中心とする行政へと変りつつある。この流れに逆らうマーケットは、市場間競争を通じて次第に淘汰されていくことになる。

(2) 金融・資本市場間競争の激化

金融の自由化の進展、情報通信技術の発達により、金融・資本取引のグローバル化が進むにつれて、今後マーケット間の競争は一層激化することになる。企業活動もグローバルに展開していく中で、競争上不利になるような硬直的な金融・資本市場

はその非効率性を厳しく問われ、世界の金融・資本取引の場から取り残されていくことになる。

(3) 東京マーケットの国際的役割に対する期待の継続

現在、わが国は世界第二位の経済大国であるが、今後も世界の経済大国としての地位は確保し続けるものと思われる。これに伴い、わが国の金融・資本市場には、この経済力を背景とする世界に向けての効率的な金融仲介機能の発揮が今後とも求められると思われる。

(4) リスク・シェアリング機能に対するニーズの増加

金融ニーズの多様化・高度化に伴い、伝統的な金融・資本取引に加え、デリバティブ取引を活用した、異なるリスク選好を持つ経済主体間での最適なリスク・シェアリング機能が、国際金融センターの機能の一つとして、今後一層求められると思われる。

(5) アジア諸国の資金ニーズの増加

アジア諸国は今後とも急速な経済発展を遂げ、世界の成長センターとなると考えられ、経済成長に必要な固定資本形成等を目的とする資金調達ニーズは今後ますます旺盛となる。したがって、地理的に近くかつ強い国際経済力を背景とする東京マーケットには、これらの国の経済発展に貢献するような金融仲介機能の一層の発揮が求められることになる。

(6) 円の国際化の進展

わが国経済の国際化に伴い、円の国際化も進むと考えられる。特にアジア地域内でのヒト・モノ・カネ・技術の経済交流の活発化により、アジア地域内での円の国際化が進み、やがて円が米ドル及び独マルクないし欧州共通通貨と並ぶ国際基軸通貨になっていくものと思われる。

(7) 雇用機会の喪失やミスマッチの増加

日本経済の牽引役であった基幹産業の国際分業化が進み、これに伴い必須とされる産業構造の転換により、今後かなりの程度で雇用機会の喪失と雇用のミスマッチが生ずると思われる。

2. 東京マーケットの将来ビジョン

(1) 理想的なマーケットが備えるべき要素

東京マーケットの将来ビジョンを描くにあたって、まず理想的なマーケットが備えるべき諸条件について整理してみることとする。

まず、理想的なマーケットは、価格形成が公正かつ透明なルールのもとで行われていること、多様化する利用者ニーズを適正コストで満たしていること、取引に厚みがあり流動性に富んでいること、適正なマーケットメカニズムの発揮を確保するようなルールが存在すること、迅速な司法手続きと利用しやすい法律サービスが存在すること、といった条件を備えていなければならない。

さらに、金融・資本取引のグローバル化が進む中、居住者・非居住者間に差別的な待遇がないこと、その国の通貨が国際通貨として広く受容されていること、国際的に調和のとれた税制、会計制度が整備されていること、等の条件の具備も重要である。

(2) 東京マーケットの将来ビジョン

イ. マーケットメカニズムに基づいた自律的な市場の運営・管理

これまでのわが国の金融・資本市場は、マーケットメカニズムに基づく自律的な運営・管理というよりは、行政による厳格な監督の下に、取引対象、取引手法等について予め細部まで規定して運営・管理を行ってきた。このような金融・資本市場の運営・管理は、わが国の経済が成長途上にあった時代においては有効に機能し、その意味では一定の評価を与えることができる。しかしながら、そもそもマーケットの動きは予見不可能であり、何がどのように取引されるかは本来マーケットの自律的なメカニズムに委ねるべきものである。このような原点に立返ると、マーケットの運営・管理は、投資者保護のための最低限の環境整備を行えば、あとは原則マーケット自身に委ねるべきであり、マーケットメカニズムを阻害するような規制・慣行があってはならない。

ここでいう「投資者保護」とは、事実を知らされないことや不公正な取引によって被る損害から投資者を保護することであり、当然のことながら投資者に損をさせないということではない。このような意味での投資者保護を図るための環境整備は、適時適正なディスクロージャーの確保、公正な取引の確保、効率的な取引の確保の三点につき

まず、適時適正なディスクロージャーを確保するためには、資金調達者が投資者の判断に必要な企業内容等に係る情報を正確かつ適時に開示することが何よりも重要

である。適正なディスクロージャー制度の確立は、投資者に自己の判断と責任で投資を行うという自己責任原則の徹底を促すことになる。次に、公正な取引を確保するためには、市場参加者の信頼を損なわせるような行為をした者に対しては、ペナルティーが科されるようなシステムが必要である。

さらに、効率的な取引を確保するためには、取引が適正コストで行われ、受渡し決済が迅速かつ円滑に行われるようなシステムが必要であり、併せて金融商品間において公平中立的な税制が適用されることも重要である。

民間主導のマーケットメカニズムに基づく市場運営を確保するため、行政の在り方を予防的指導監督からモニタリングを中心とするものへと変えるとともに、われわれを始めとする市場参加者が厳格に自己を律する必要がある。

ロ．創造的な金融仲介機能の発揮

国内外の新しい産業やベンチャー企業の資金調達ニーズに対応するためにも、伝統的な資金調達手段の提供だけでなく多様な資金調達手段が東京マーケットにおいて開発・提供される必要がある。また、デリバティブを活用したリスク・シェアリング機能が、東京マーケットにおいても欧米マーケット同様に発揮される必要がある。

ハ．アジアのハブ・マーケットとしての機能発揮

金融・資本取引のグローバル化が進む中で、取引制度や規制監督面における基準を国際的に調和・統一しようという動きが出てきている。また、システム取引による24時間取引体制の導入により、時差の壁を取り除こうとする動きも見受けられる。このように世界の金融・資本市場は明らかに平準化ないし一体化の方向に進んでいる。一方、国際取引の面で、EU統合や国際基軸通貨としての米ドルの相対的地位の低下を契機として、欧州圏、米州圏、アジア圏の三大取引ブロックが形成されつつある。

アジア圏には東京、シンガポール、香港が国際金融・資本市場として存在しており、上海も国際金融・資本市場となるべく基盤整備を行っているところである。東京以外のマーケットは独自の得意分野(例えば、シンガポールであればデリバティブ)を開拓し、その分野に係る世界の金融・資本取引を自国に呼び込むことにより、自国の経済を発展させようとする傾向が強いように見受けられる。一方、東京マーケットに対しては膨大な経常黒字を背景に、世界各国、なかんずくアジア諸国から自国の経済成長に必要な固定資本形成等のための資金供給機能が求められており、アジアの旺盛な資金需要に日本の潤沢な資金を供給することが重要になってきている。このような状況下、東京マーケットは、アジア諸国のための中核的な資金供給・仲介マーケット、す

なわちアジアのハブ・マーケットとしての機能を今後一層積極的に果たしていかなければならない。この場合、当然のことながら、シンガポール・香港といった他のアジア・マーケットと相互補完し合う形で、世界の中のアジア・マーケットとしての市場機能を発揮していくことが求められる。

二．円の国際化の進展

東京マーケットが国際金融センターとしての地位を確立することにより、結果として決済・準備通貨としての円の利便性が高まり、独マルクと並んで、米ドルを補完する国際基軸通貨としての役割を果たしていくことになる。

ホ．新しい雇用機会の創出

わが国の「産業の空洞化」は、国際分業体制の進展により今後さらに進むことが予想され、特に製造業における雇用機会の喪失が懸念される。過去、産業の空洞化を経験した国としては英国、米国が代表的であるが、両国とも製造業における雇用機会の喪失を第三次産業における雇用創出で解決している。わが国においても、東京マーケットが国際金融センターとしての地位を確立していけば、金融業を中心とする第三次産業において新たな雇用が創出されることになる。なお、国際金融センターは、内外の金融・資本取引のみならず、それらに付随する情報の集中ももたらすため、金融・資本取引に随伴する有形・無形のメリットをもたらす。

ヘ．開かれたマーケット

市場原理に基づいた競争が過度に進むと、やがて少数の参加者による寡占状態が生ずる懸念がある。したがって、東京マーケットが将来にわたり市場機能を十分に発揮するマーケットになるためには、常に内外の新規参加者に市場への参入の自由を保障するものでなければならない。

3．東京マーケットの将来ビジョン実現のための具体的提言

(1) マーケットメカニズムに基づいた自律的な市場の運営・管理の確立に向けて

東京マーケットにおいて、資金調達・運用がマーケットメカニズムに基づき効率的に行われるようにするためには多々改善すべき点があるが、以下は代表的な項目を提言することと致したい。

イ．証券業の免許制から登録制への移行

証券業については、証券業が国民経済的にも社会的にも極めて公共性が高いことにかんがみ、昭和40年、登録制から免許制へ改められた。この趣旨は、審査の段階で不適格者を事前に排除し、証券業を営むに十分な会社にのみ免許を付与し、予防的指導監督行政を通じて投資者保護の徹底と証券会社の社会的信用の向上を期すというものである。

しかしながら、不適格者の排除は登録基準を法令で明示すれば可能である。また、社会的信用の向上というものは、本来証券会社が自助努力により築きあげるべきものである。その意味では、行政手法が予防的指導監督行政からモニタリングを中心とする行政へ移行し、併せて証券取引等監視委員会のような監視機関の要員・組織体制、監視機能が強化されることが望ましい。

これにより、市場への参入・退出が自由となり競争が促進され、新商品の開発等も進み、民間主導の市場運営が確保される。

また、証券業の免許制から登録制への移行とともに、証券業以外の分野においても民間主導の市場運営を阻害するような規制については同様に緩和・撤廃を検討する必要がある。

ロ．株式等の委託手数料の自由化

利用者利便の向上を図る観点から、株式等の委託手数料の自由化をさらに進めるべきである。自由化を進めるにあたっては、特に個人投資家の利便性の向上に留意する必要がある。

なお、株式等の委託手数料のみならず、同様の観点から、金融・資本市場における各種手数料の自由化を一層推進していくことが望まれる。

ハ．有価証券取引税及び取引所税の撤廃

有価証券取引税は、有価証券の譲渡益を原則非課税とする代わりに導入されたという経緯にかんがみ、有価証券譲渡益の原則課税化に伴い撤廃すべきである。

取引所税は、取引所において先物・オプション取引を行う者の担税力に着目した流通税である。デリバティブ取引が拡大する中、主要な国際金融センターにおいては先物・オプション取引に対してこのような流通税が課されておらず、東京マーケットの競争力確保の観点から取引所税を撤廃すべきである。

二．社債等決済システムの改善

わが国の社債等登録制度においては、名義の移転に際して登録済み証の提出等複雑な手続きを踏まなければならない。また銘柄ごとに指定されている登録機関が各地に点在しており、取引に伴う名義移転の遅延が常態化し効率的な取引が行われていない。

海外においては、米国のDTCやユーロクリアーのように、多様な証券を一括集中して保管し、名義移転等を口座間の振替記帳で行う方式が主流である。また、集中決済機関間の提携を通じた国際的な資本取引の決済の円滑化も進みつつある。

社債等の流通市場の活性化と国際的整合性の観点から、現行の社債等登録制度を税制面も含め総合的に見直し、集中的な振替決済の仕組みを構築する必要がある。

ホ．金融持株会社の解禁

現行わが国法制下においては純粹持株会社が禁止されている。これは、事業支配力の過度の集中を防止することにより経済全体についてのマーケットメカニズムの機能が発揮されるようにするという考え方に基づき、個別市場での具体的な競争制限的行為の有無にかかわらず行われている規制である。このような一般集中規制による持株会社の一律禁止は、金融・資本市場に求められる機能が多様化・高度化する中、マーケットの担い手である仲介業者の経営形態の選択肢を狭め、仲介業者の国際競争力を低下させる方向に作用しかねない。また、仲介業者が自己の経営戦略にあった組織形態を自由に選べるようにしておくことが本来の姿でもある。このような考えから、金融持株会社方式を新たな組織形態の一つとして認める必要がある。

これにより、効率的な金融サービスの提供が可能となるとともに、効率的・機動的な業務・組織運営が可能となり、仲介業者の国際競争力が増し、東京マーケットの活性化につながる。

上記のような環境整備を行うとともに、民間主導のマーケットメカニズムに基づく市場運営を確立するためには、市場参加者が厳格に自己を律することが求められる。例えば、自らの財務基盤等を超える取引によりマーケットに混乱を生じさせることがないように、それぞれのレベルに応じたリスク管理を行う必要がある。リスク管理の徹底は従来、行政主導で行われてきた面が強いが、今後は民間主導のマーケット運営を確立すべく、われわれを始めとする市場参加者自らが厳格なリスク管理体制を構築する必要がある。

また、適時適正なディスクロージャーの下での自己責任原則に基づいた投資判断をサポートするため、格付機関、証券アナリスト等による的確な企業分析、投資情報の提供の一層の充実が必要である。

(2)創造的な金融仲介機能の発揮に向けて

イ. デリバティブ取引にかかる法令等の整備

新たな金融仲介機能を果たす商品としてのデリバティブの活用が国際的に広がっているが、わが国はこの分野において欧米諸国に遅れをとっている。これは、わが国においてはデリバティブ取引にかかる法令等の整備が不十分でリーガルリスクが存在するため、金融機関等が仲介業者としての十分な機能を果たせないことによるところが大きい。従ってデリバティブ取引にかかる法令等の整備を行い、東京マーケットにおける金融機関等の仲介業者としての機能を高める必要がある。このような環境整備と並行して、われわれを始めとする市場参加者が金融の最先端分野を切り開いていくよう新たな金融手法の開発に一層努める必要がある。

ロ. 金融商品の会計基準・ディスクロージャーの国際的整合性の確保

わが国の会計基準は取得原価主義に基づいている。この基準は保守主義の観点からは優れているが、金融機関等が有価証券等金融商品の市場価格の変動を利用して収益獲得を行うトレーディング業務の取引実態を期間損益に適正に反映することはできない。このような問題を解消するため、金融機関等が市場価格の変動を利用して収益獲得を行うトレーディング業務については、その取引実態を期間損益に適正に反映させるべく時価主義会計を導入する必要がある。とりわけ欧米諸国では、金融機関等が行うトレーディング業務については時価主義会計基準が適用されており、わが国においても国際的整合性を図る観点からの早急な対応が必要である。

また、新たな金融商品としてデリバティブの活用が国際的に拡大しているが、わが国においては取引所に上場されているデリバティブについては時価情報が開示されているが、金利スワップ等の店頭デリバティブについては時価情報が開示されていない。これは、取引所取引がなく客観性のある評価が得られにくいことを重視しているからであるが、欧米の主要な金融機関におけるディスクロージャーをみると、店頭デリバティブも含めたデリバティブ取引全般に係る情報(取引の目的、想定元本額、時価(公正価値)情報、信用リスク等のリスク情報等)が開示されている。われわれとしても、デリバティブ取引が発展する中、国際的整合性を図る観点からもディスクロージャーを一層充実すべきである。

(3) アジアのハブ・マーケットに向けて

アジア諸国は、海外資本を導入するため、透明性のある金融・資本市場の構築に向けて国内のインフラを整備している。効率的な金融・資本市場の育成支援はアジア諸国の資金需要への対応の基礎となるものであり、われわれとしてはアジアマーケット内のネットワークや国際的な調和を踏まえ、インフラ面でのノウハウや情報の相互交換等により一層のサポートを促進すべきである。

さらに、東京マーケットに対するアジア諸国のアクセスを向上させることにより、アジア諸国の資金需要に応ずることも重要である。これまでカントリーファンドの上場や株式上場基準の緩和等が行われてきたところであるが、アジア企業のDR(預託証券)の証券取引所上場を認めるといったことにより一層アクセスを向上させる必要がある。

(4) 円の国際化の進展との関連について

イ. 基本的な考え方

円が国際通貨として役割を果たすためには、わが国の経済規模が大きく、自由で発達した金融・資本市場が存在し、円が国際的に信認される通貨である必要がある。東京マーケットにおいてマーケットメカニズムによる運営・管理が徹底されアジア諸国の資金需要に対する十分な対応が図られれば、自ずと東京マーケットに対する信認が高まる。これにより東京マーケットでの取引に厚みが増し、取引通貨としての円の利便性が向上し、アジアにおける円の国際化が進展する。さらに、アジア地域内でのヒト・モノ・カネ・技術などの経済交流を活発にし、その円建て取引の拡大に努めれば円の国際化の地域も広がっていくであろう。そうすれば、わが国企業の対外取引における為替変動リスクが軽減され、併せて円建て取引に豊富な経験を有するわが国金融機関等の国際競争力も強化される。

ロ. 短期金融市場の活性化に向けて

割引短期国債(TB)市場の活性化

割引短期国債は入札参加者が限定されており、在日外国銀行や外国証券会社を除いて海外の一般投資家は直接入札に参加できない。また、流通市場で割引短期国債に投資を行おうとしても、このような海外の一般投資家には外国中央銀行等とは異なり償還差益に対する源泉徴収税の即時還付が認められていないため、海外の一般投資家が短期国債に投資することはほとんどない状況にある。割引短期国債の流

通市場の厚みを増し取引を活性化させるため、海外の一般投資家にとって使い勝手が悪いとされているこれらの点の改善を図る必要がある。

政府短期証券(FB)市場の活性化

政府短期証券は、金利が公定歩合を下回る低い金利で、かつ上記の割引短期国債と同様の償還差益に対する源泉徴収税の問題を抱えているため、海外円資金の短期運用手段に使われる対象とされていない。政府短期証券の流通市場の厚みを増し取引を活性化させるため、海外の一般投資家にとって使い勝手が悪いとされているこれらの点の改善を図る必要がある。

おわりに

われわれは東京マーケットの将来ビジョンを上述のように描いてみた。東京マーケットの将来ビジョンをビジョンとして終わらせるのではなく、わが国経済の構造改革を一層推進し、アジアのハブ・マーケットとしての地位を確立すべく、早急に自由で使い勝手の良い東京マーケットの実現に向け、官・民が一体となって努力していかなければならない。そのためには、われわれは行政当局による公的規制の撤廃・緩和を求めただけでなく、われわれ自身の問題として、行政当局、民間会員組織等により多層的に規制が存在する現状の見直しを含め、われわれ民間による自主規制の在り方について再検討を行い、マーケットメカニズムを阻害するような自主規制、いわゆる民間規制を撤廃していくことが必要である。

以上