

証 研

レポート

No.1675

2012年12月

繰り返される国債日銀引受発行の議論

中島 将隆（1）

地域再生ファンドの取組と課題

松尾 順介（21）

統合取引追跡システムに関するSEC最終提案

清水 葉子（37）

アジア債券市場育成の取り組みと成長過程

西尾圭一郎（45）

イギリス金融規制改革のゆくえ

築田 優（63）

繰り返される国債日銀引受発行の議論

中島 将隆

はじめに

安倍自民党総裁は、一月一七日、熊本市の講演で「建設国債を日銀に全部買ってもらおう。新しいマネーが強制的に市場に出ていく」と述べ、国債の日銀引受発行に言及した。⁽¹⁾ また、「政権を取ったら日銀と政策協調し、二%、三%のインフレ目標を設定する（一五日都内で）、輪転機をぐるぐる回し、無制限にお札を刷る（一七日山口市で）、日銀総裁はインフレ目標に賛成してくれる人を選ぶ（一七日熊本市で）、日銀には雇用に対して責任を負わせる」と述べた。⁽²⁾

安倍総裁の国債日銀引受発行の言及、大胆な金融緩和政策、更には日銀法改正の言及は衆院選挙を目前に控え、選挙公約の大きな焦点となってきた。これに対して、日本銀行は直ちに反論し、一月二〇日の記者会見、一月二六日の名古屋での講演で、日銀総裁は「日銀の独立性尊重」を強調した。⁽³⁾ また、国債の日銀引受発行については、民主党をはじめ公明党も一斉に反発した。

振り返ってみると、国債日銀引受発行の議論は、古くて新しい議論である。この議論は、過去三〇年余りの間に、四回も繰り返されている。国債発行が困難になると、また、財政資金が不足すると、何時もこの議論が持ち出されてくる。

以下では、これまで如何なる議論が繰り返されてきたか、議論の結末はどうなったか、なぜ同じ議論が繰り返

されるのか、今回は異なるのか、以上の論点を検討してみたい。

1 「国債消化難で窮余の一策 日銀が直接引き受け」

—毎日新聞 昭和五六年九月六日 トップ記事—

(1) シ団金融機関の国債引受拒否

昭和五六年九月六日、毎日新聞のトップ記事で金融界に激震が走った。「国債消化難で窮余の一策、日銀が直接引き受け、大蔵省検討」というタイトルがどどり、次のように報じている。

「市況の暴落で国債消化難に頭を痛める大蔵省は、窮余の一策」として、日本銀行直接引き受けによる国債発行について検討を始めた。これは中長期的な国債発行対策として五日、同省が明らかにしたもの。日銀直接引き受けによる国債発行は戦前実施されたが、発行の歯止めを失い、財政恐慌に陥った苦い経験があるだけに日銀などから強い抵抗が予想されるが、大蔵省は「戦前とは事情が違うし、発行の歯止めをきちんとかける」として、あくまで国債発行方式の一環として導入を図りたい意向。：五七年度国債発行の一部を日銀引き受け方式にした⁽⁴⁾い考えである」。

昭和五〇年度から国債大量発行の時代を迎えるが、この時点まで、日銀引受発行が議論されることは全くなかった。この時点で議論が出てきたのは、シ団引受による国債発行が困難になったからだ。昭和五六年六月から八月まで、政府はシ団引受で国債を発行することが不可能になった。シ団金融機関が国債の引受を拒否したからである。

金融機関が国債引受を拒否したのは、国債応募者利回りが市場実勢を無視して低利で発行されていること、引

受額が巨額で預金純増額を上回るようになったこと、この二点に尽きる。改めて述べるまでもなく、シ団引受発行は金融機関に対する国債強制割当発行であり、国債金利を政府の意のまま市場実勢を無視して低利で発行することが可能である。シ団引受発行は政府にとって極めて都合の良い発行形式で、低利発行によって財政負担を軽減することが可能であり、かつ、全額を市中消化できる。このメリットがあるため、政府はシ団引受によって国債を発行してきた。

国債が市場実勢を無視して低利で発行されてきたから、国債応募者利回りと流通利回りの乖離が常態化していた。低利で発行される国債の市場価格は額面価格を割る。特に、昭和五四年から五五年にかけて「ロクイチ国債」が大暴落し、金融機関は巨額の国債評価損を計上せざるを得なくなった。

こうした事態に直面して、全銀協の会長は記者会見で「かかる低利の国債を引受けることは預金者に対する背徳行為である」と言わざるを得なくなった。

従来の国債発行方式は限界に直面した。国債を市場実勢に基づいて発行するか、それとも、人為的な市場で発行を継続するか、この選択を迫られたのである。国債日銀引受発行の議論は、こうした現実を背景にしていた。⁽⁵⁾

(2) 日本版アコードの成立

昭和五六年六月から八月まで休債となったが、休債はその後、常態化していった。国債の応募者利回りと流通利回りの乖離幅が少しでも拡大すると、シ団金融機関は国債の引受を拒否するようになった。

休債が常態化する過程で、政府は次第に市場実勢を尊重して国債発行条件を決定するようになる。国債を継続的に発行するためには、しぶしぶ、シ団金融機関の要求を反映せざるを得ない。乖離幅は次第に縮小し、昭和五

○年代末になると、国債発行条件は市場実勢を尊重して決定されるようになる。

どの時点で国債発行条件の自由化が完了したか、明確ではない。アメリカでは一九五一年のアコードの成立、イギリスでは一九七一年の新金融調節方式とオープン・バック・ドアの廃止によって、国債金利の自由化は完了する。国債発行条件を巡る対立は政府と中央銀行であったから、アコードの成立時点は明白である。日本の場合、政府と中央銀行の対立ではなく、政府と金融機関との対立であった。従って、英米とは異なる方式で国債金利の自由化が徐々に進んでいった。日本版アコードの特徴といふべきであろう。

国債金利の自由化と財政負担軽減要求について、昭和五八年に公開された大蔵省理財局「国債問題研究会」秘密議事録で、大蔵省は次のように述べている。

「座長が指摘された「財政負担論」については、私はもはや諦めの心境である。主計局でも、理財局が「上げざるを得ない」と言えば「（その結果、財政負担が増えても）仕方がない」という感じになっている。したがって、最近では金融機関の垣根間の利害関係とか、金融政策等との関係といった点についてむしろ気を配ることの方が多い」⁽⁶⁾。

国債が市場実勢を尊重して発行されるようになってから、シ団引受の国債発行額は次第に減額されていった。国債発行額が圧縮され、平成二年の当初予算では、赤字国債発行がゼロとなり、ついに赤字国債依存体制から脱却することができた。

国債日銀引受発行の議論は、毎日新聞のトップ記事以外、表立って議論されることは無くなった。その理由として、まず、昭和五六年の議論は全額日銀発行ではなく発行形式の多様化の一環として検討されたこと、次に、国債発行条件の自由化によって従来の国債管理と金融政策が一大転換をとげ、金融自由化が進展するようになった

たこと、その結果、日銀引受の議論が消滅していった、と推測できる。

2 「戦時財政を知っている者として、短期国債の日銀引受発行は絶対やらせません」

―昭和五九年二月 財政制度審議会会長の記者会見―

(1) 短期国債の発行を巡る議論の対立

昭和五〇年度から始まった国債大量発行は、昭和六〇年度から国債大量償還の時代を迎えることになった。六〇年償還ルールによって国債償還が行われるが、借換を円滑に進めるためには短期国債の発行が必要となる。

そこで、短期国債の発行方法を巡って、日銀引受か、公募発行か、議論が真っ向から対立した。大蔵省は短期国債の日銀引受発行を強く主張した。当時、政府短期証券は、事実上、日銀引受で発行されていた。形式上は定率公募発行であったが、定率は公定歩合以下の水準で発行されていたから市中消化は進まず、残額を全て日銀が引受けていた。このため、新たに短期国債を発行することになっても、大蔵省は日銀引受発行を主張したのである。

銀行も大蔵省と同じく、公募発行に反対した。公募発行となれば、銀行の定期預金と競合し、預金金利の自由化に波及するからである。資金不足の時代には、対顧客預金金利の低利固定化は、銀行の超過利潤を獲得する重要な装置である。国債金利は自由化しても、預金金利の自由化は何とか阻止したい、これが銀行の要求であった。

他方、日本銀行は、短期国債の公募発行を強く求めた。金利メカニズムが機能する短期国債市場を育成し、この市場を通じて短期資金の調節を行う、これは長年にわたる日銀の悲願でもあった。前川日銀総裁は、昭和五九

年二月一日、衆院予算委員会に参考人として出席し、昭和六〇年度から始まる国債の借換発行に関連して、次のように述べている。

「国債の日銀引受発行は財政法で禁じられており、償還期限が一年未満の借換債が発行された場合でも、引き受ける考えはない」と明言した。⁽⁷⁾

(2) 短期国債の公募発行が実現したのは何故か

短期国債は、昭和六一年二月から公募で発行されることになった。日銀引受ではなく公募発行が実現したのは、二つの理由による。

まず、財政制度審議会の中間報告である。中間報告書は昭和五九年一二月に公表され、六〇年以降の国債の大量償還、借換を円滑にするためには、償還期間が一年未満の短期国債の発行が必要であること、翌年度の国債の償還に充てるため、借換債を年度をまたいで前倒し発行が必要だとした。その上で、財政制度審議会の桜田会長は記者会見で「戦時財政を知っている者として、国債の日銀引受発行は絶対にやらせません」と言明した。⁽⁸⁾この考え方が中間報告書の理念となっていたからである。

もう一つの理由は、短期国債市場を育成せよ、という日米円ドル会議の圧力である。昭和五九年五月、日米円ドル委員会報告書が出され、短期国債市場が検討課題となった。この報告書に基づいて、昭和六〇年七月、「金融資本市場に係るアクションプログラム骨格」で「短期金融市場について引き続きその整備を推進する」として短期国債市場の整備を約束した。

二つの圧力を受け、短期国債の日銀引受発行は断念せざるを得なくなる。山口大蔵次官は昭和五九年一月一

六日の記者会見で、「借換えをスムーズに行うため短期国債を発行する場合があっても、国債の日銀引受発行を禁じた財政法の原則を守る必要がある、日銀信用を新たに拡大する考えはない」と言明せざるを得なくなった。⁽⁹⁾

短期国債の公募発行は、その後、預金金利の自由化、政府短期証券の市中公募入札発行へと連動していく。戦時財政の経験、財政法の規定、そして、アメリカの自由化要求が契機となって短期国債の日銀引受発行は阻止されたと言えよう。

3 「復興財源は国債日銀引受発行で調達せよ」

—平成二三年六月 超党派の国会議員による声明文—

(1) 日銀引受による復興債発行の提案

平成二三年三月二一日、三陸沖を震源地とする国内観測史上最大のマグニチュード九の大地震が発生した。この規模は、過去一一〇年間に地球上で発生した地震の四番目の大きさと言われている。同時に、大規模な津波が発生し、最高潮位九・三メートル、津波の遡上高は国内観測史上最大の四〇・五メートルに達した。加えて、福島原発事故である。津波と同時に発生したチェルノブイリ級の原発事故は、今なお終息の見通しも立っていない。今回の大災害は大地震、大津波、チェルノブイリ級の原発事故と三重の災害であり、複合災害の様相を呈している。⁽¹⁰⁾

大災害によって生じた被害額は、内閣府の推定によると約一六兆九〇〇億円に達する。⁽¹¹⁾ 復旧・復興費の総額は、七月二四日の政府案によると二三兆円となっている。復旧・復興費の財源を如何にして調達するか、大きな問題となってきた。

財源調達的手段として、復興債の日銀引受発行が提案された。まず、衆議院の山本幸三議員は、平成二三年三月一七日、「今こそ二〇兆円規模の日銀引き受けによる救助・復興支援を」とホームページで主張した。山本議員の提案は大きな反響をよび、多くの国会議員はこの提案に賛成した。

平成二三年六月一六日、党派を超えた国会議員で構成される「増税によらない復興財源を求める会」（幹事長山本議員）が声明文を発表した。声明文では、次のように述べられている。

「大震災から三ヶ月を過ぎ、復興財源の在り方が問われ始めています。増税で賄おうという案もありますが、その場合国民一人当たり数十万円にも上る大増税になる可能性があり、これでは一〇年以上もデフレが続いている日本経済へのダメージは計り知れません。：今は、国債や埋蔵金など増税によらない復興財源を見出すべきです。：よって我々は、まず第一歩として、政府と日銀の間で政策協定（アコード）を締結し、必要な財源調達として政府が発行する震災国債を日銀が原則全額買い切りオペするよう求めます」。

この声明決議文は超党派の国会議員二二一名が署名した。ねじれ国会の中で党派を超えて二二一名が署名したこと、与党の民主党が署名の過半を占めていた点が注目される。

学問の世界でも、復興債の日銀引受発行に共鳴する著名学者が続出した。岩田規久男『経済復興』（筑摩書房二〇一一年五月）は、復興債の日銀引受発行を提案している。

（２）復興構想会議の提言

復興債の日銀引受発行を明確に否定したのは、復興構想会議の提言である。平成二三年四月一日、管内閣が「東日本大震災復興構想会議」を設置した。議長は五百旗頭真・防衛大学校長、議長代理は建築家の安藤忠雄氏

と御厨貴・東大教授、特別顧問に哲学者の梅原猛氏が就任した。構想会議のメンバーは一五名、検討部会は一九名で構成され、異なる多様な分野から復興青写真を作成するに相応しいメンバーが選出された。

復興構想会議は、平成二三年六月二五日、「復興への提言―悲惨のなかの希望―」を公表した。提言の中で、復興のための財源確保について、次のように提言している。

「財源の議論なくして復興は語れないし、復興の姿なくして財源の議論も語れない。未曾有の被害をもたらした今回の震災からの復興を考える時、この考えが基本となる。…

わが国の財政を巡る状況は、阪神・淡路大震災当時よりも著しく悪化し、社会保障支出の増加等による巨額の債務も、これからの世代に負の遺産として残されている。さらに、わが国の生産年齢人口は今後一〇年で一割も減少するなど大幅な減少が見込まれており、次の世代の一人当たりの負担には著しい増加が見込まれている。海外の格付け会社も、復興のあり方とわが国の財政健全化の取組に懸念を示している。

こうした状況を鑑みれば、復旧・復興のための財源については、次の世代に負担を先送りすることなく、今を生きる世代全体で連帯し、負担の分かち合いにより確保しなければならない。政府は、復興支援策の具体化にあわせて、既存歳出の見直しなどととも、国・地方の復興需要が高まる間の臨時増税措置として、基幹税を中心に多角的な検討をすみやかにを行い、具体的な措置を講ずるべきである。この点は、先行する需要を賄う一時的なつなぎとして『復興債』を発行する場合には、日本国債に対する市場の信認を維持する観点から、特に重要である」(提言本文 第二章)。

復興財源の確保に関する提言は、極めて明瞭である。まず、復興財源は次の世代に負担を先送りすることなく、今を生きる世代全体で負担を分かち合わねばならない、と強調している。復興財源は既存歳出の見直し、基幹税を中心とする臨時増税、償還財源に裏付けられた復興債の三つを明示し、かつ、復興財源を限定しているのである。

三つの財源調達について、具体的な方策の言及はない。基本的な方針だけを明示し、具体的な方策については、政府の決定に委ねている。そして、最後に「政府が、この『提言』を真摯に受け止め、誠実に、速やかに実行することを強く求める」と結んでいる。

復興構想会議の提言は、広く世論に受け入れられた。日本経済新聞とテレビ東京が七月二九日から三一日に実施した世論調査では、復興財源を臨時増税で賄うことに五九%が賛成し、反対の三二%を大幅に上回った。⁽¹²⁾ 前回の五月二七日から二九日に実施した世論調査では、増税に反対が四六%と賛成の四四%を上回っていた。⁽¹³⁾ 七月の調査で賛成が反対を大幅に上回ったのは、構想会議の提言に国民が共感したからである。

かくして、復興財源は臨時増税によって調達することになり、復興債は臨時増税を担保として、つなぎ資金として発行されることになった。⁽¹⁴⁾

復興債の特徴を列記すると、次のようになる。⁽¹⁵⁾

① 復興債の発行はつなぎ資金

・発行期間 平成二三年度から平成二七年度まで

・復興財源は復興特別税の収入等を確保し、復興債はこれらの財源が入るまでのつなぎとして発行

② 復興債の償還方法

・平成四九年までに償還

・復興特別税収等の特定の償還財源が確保されているので六〇年償還ルールは適用されない

・各年度に償還を迎える復興債のうち、その年度に償還財源として繰り入れられる復興特別税収や政府保有株式の売却益等に相当する額については現金償還。それを超える部分については借換債を発行。現金償還と借換を繰り返しながら、平成四九年度までに全体として償還を終了

③ 復興債の償還財源

〈税外収入〉

・財政投融资特別会計の剰余金

復興債の償還財源として国債整理基金特別会計へ繰り入れ（平成二四年度から二七年度まで）

・政府保有株式の売却益

〈復興特別税収〉

・復興特別所得税

平成二五年一月から平成四九年一二月までの時限措置として、二・一％の付加税が創設

・復興特別法人税

平成二四年度から平成二六年度までの時限措置として、法人税額に対して一〇％の付加税

(3) 復興債発行から学ぶもの

復興債の日銀引受発行を阻止したものは何であったか。日銀引受発行の議論が高まる中で財政規律を維持でき

たのは、まず、復興構想会議の明確な青写真とビジョンであろう。国債発行は租税収入の先取りである。だからこそ、負担を先送りすることなく、今の世代が負担を分かち合おうではないか、と格調高く呼びかけている。提言は多くの人の琴線に触れ説得力を持っていた。

説得力のある青写真を提示すると、国民は納得する。世論の賛成があれば、ねじれ国会であっても、財政規律を維持することが可能である。また、テレビ中継などによってリアルタイムで悲惨な状況を知ることができた。更に、ツイッターなどインターネットを通じて多くの人が様々の提案を全国に発信することができた。復興債発行から学ぶもの、それは明確な青写真と説得力のあるビジョンの提示、リアルタイムの情報公開、インターネットの活用、世論の賛成であろう。

4 「建設国債の日銀引受発行と物価目標の設定」

—日銀信用の膨張によるデフレ脱却論—

(1) 「建設国債の日銀引受発行」の議論

安倍自民党総裁は、平成二四年一月一七日、熊本市の講演で「建設国債を日銀に全部買ってもらう」と述べ、国債の日銀引受発行に言及した。

安倍発言は民主党や公明党の反発を招いたので、その後、表現を修正した。「安倍氏は二一日の記者会見で自ら発言を求め「日銀が建設国債を『買いオペ』で市場から買っていく。じかに買ってと言ってははいない」と説明。「直接引き受けは財政法に抵触する」といった批判の火消しに努めた⁽¹⁶⁾。「自民党の安倍晋三総裁は二四日の民放放送で、日銀に建設国債の引受けを求めるとした自らの発言に関して「国債をどう買っていくかは、日銀が独立

しているので、彼らが決めていくことだ」と述べ、これまでより慎重な言い回しをみせた⁽¹⁷⁾。

直接引受という表現は注意深く避けただけれど、国債を増発していくこと、国債消化は日銀信用に依存すること、この点については何らの変化もない。日本銀行は現在、新規国債発行額に相当する国債を買上げている。

まず、長期国債買いオペによって、年間、二一・六兆円の国債を買入れている。国債買いオペは量的緩和政策が導入された時点から始まったが、留意すべきは、平成一四年一月一七日から買いオペ対象銘柄の国債が、事実上、新規発行国債となった点である。従来までは、買いオペ対象の国債は「発行後一年以上経過した国債」に限定されていた。ところが、この限定が緩和され、「発行年限別の直近発行二銘柄を除いた分」に変更された。すなわち、直近発行二銘柄を除けば新規発行の国債も買いオペの対象になる、ということである⁽¹⁸⁾。

次に、資産買入基金による国債買入である。平成二四年一〇月の買入基金増額によって、来年末に向けて、長期国債を一七・四兆円、短期国債を一二・一兆円買入れることになっている。基金による長期国債の対象は、国債買いオペとは異なり、残存期間一〜三年未満の国債に限定されている。限定されているが、注目すべきは、基金の国債買入には「銀行券ルール」が適用されない、という点である。国債の貨幣化を防ぐため、長期国債の買いオペ額は銀行券発行高を超えてはならない、というルールを定めている。ところが、このルールは基金には適用されない。この結果、平成二四年八月から、「銀行券ルール」は破られた。長期国債の買いオペ額と基金の長期国債買入額は、銀行券発行額を上回り、一〇月には銀行券発行高を四・八兆円上回っている⁽¹⁹⁾。日銀が危機感を持つのは十分な根拠がある。

安倍発言は日銀引受という言葉回避したが、現実には、国債は日銀信用の膨張によって支えられている。では、安倍発言の真意はどこにあるのか。安倍発言では、単に国債とは言わず、「建設国債の発行」と強調してい

る。つまり、公共事業を拡大するための資金を国債発行によって調達する、この点に発言の意図があると思われる。

国債増発による公共事業の拡大は日本の財政と経済に如何なる影響を与えるか、この点については、平成一〇年度から始まった小渕内閣の経験を想起する必要がある。悪しきケインズ主義が、今日の財政危機を招いたことを忘れてはならない、と思う。

(2) 「明確な物価目標の設定」と大胆な金融緩和政策

国債日銀引受発行はデフレ対策として登場してきたが、もう一つのデフレ対策は「明確な物価目標の設定」である。

自民党の衆院選公約をみると、「明確な物価目標（二％）を設定、その達成に向け、日銀法改正も視野に政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融政策を行う」と記されている⁽²⁰⁾。物価目標については、公明党も「目標年次を定めて一〜二％程度の物価水準を達成することを要求」となっている。

政府と日銀の政策協定については自民党だけでなく、日本維新の会は「政府と日銀の間で物価安定目標等に関する政策協定（アコード）を締結」、みんなの党は「政府・日銀間で日銀の目標と責務を定めた協定を締結」とアコードを要求している⁽²¹⁾。

物価目標に関する選挙公約をみると、自民党の公約が一番ラジカルで、物価目標を二％と明示し、目標達成のため無制限に金融緩和を行い、目標を達成できなければ日銀法を改正する、という論理構造となっている。

日銀の物価目標は一％で、この目標を実現するため基金増額など金融緩和政策を相次いで打ち出しているが、

この目標を二%とすれば、更なる大胆な金融緩和政策が必要となる。そして、物価目標の引上は金利上昇に連動することが十分に予想される。

(3) 懸念される国債市場への影響

建設国債の増発と物価目標の引上げ、このデフレ対策は日本の国債市場に如何なる影響を与えるだろうか。

建設国債の増発については、償還財源の裏付けのない議論であり、日銀信用に依存した国債増発である。日本の国債市場の現実をみる時、建設国債の増発は日本国債に対する信認の低下となるだろう。一月一七日の安倍発言に対して、国債市場は敏感に反応した。一月一九日の国債市場の動きについて、日本経済新聞は次のように報じている。

「一九日の債券市場では、長期国債先物が三営業日ぶりに反落。：債券市場関係者の間では、安倍発言が金利上昇の引き金になりかねないリスクになると映る。安倍総裁は一七日、熊本市での講演で、「建設国債をできれば日銀に全部買ってもらおう。新しいマネーが強制的に市場に出ていく」と述べ、日銀が建設国債を全額引受けることに言及した。「国債の信認を低下させると分かかっていて発言したのか」など、過熱する安倍発言に急速に市場の不信感が強まっている」。

日本の財政はOECD諸国の中で最悪であっても、日本国債はドイツやアメリカの国債と同じく、世界で一番安定している。国債相場が安定している最大の要因は、国債に対する市場の信頼、すなわち、日本は財政健全化の道が残されている、と市場が信頼しているからである。この信頼が揺るげば、南欧諸国の国債のように、一夜にして国債相場は不安定になる。市場の信頼を失うこと、この点が最大の懸念である。

物価目標についてはどうか。物価目標を現在の1%から2%に引き上げる、また、インフレターゲットを設定すれば、長期金利に波及することが十分に予想される。長期金利に波及して国債金利が上昇に転じた場合、日本の国債市場は重大な危機に直面する。というのは、日本の長期金利は過去10年以上低下を続け、その結果、既発国債は全て低利国債であり、低利国債の発行が積み上がっている。高利回りの国債と低利回りの国債とでは、金利が上昇した場合、国債評価損の大きさは全く異なる。低金利の国債ほど、金利が上昇した場合の評価損は巨額となる。日本の国債相場は、金利変動に対して、極めて脆弱な構造となっている。従って、物価目標の引上や、インフレターゲットの設定は、国債相場にとつては劇薬ではない。この点に十分留意する必要がある。

金融緩和政策によるデフレ脱却策は、政府の責任に免罪符を与え、日銀に責任を転嫁する政策というべきであろう。貨幣数量式を持ち出すまでもなく、物価水準は貨幣の量と貨幣の流通速度で決定される。貨幣の供給量は日銀に責任があり、貨幣の流通速度を高める責任は政府にある。流通速度を高めるには、規制改革や構造改革が必要であり、とても時間を要する地道な努力が必要である。貨幣量の問題については、この20年間、日銀は世界に先駆けて新たな金融緩和政策を打ち出してきた。従って、当面するデフレ脱却の課題は、流通速度引上げの課題である。にもかかわらず、デフレ脱却のため更なる金融緩和政策を求めることは、政府の責任逃れと言われ、でも致し方あるまい。

5 なぜ同じ議論が繰り返されるか

(1) 高橋財政が成功した理由

それにしても過去30年間、なぜ同じ議論が繰り返されるのだろうか。議論の根底にあるのは、高橋財政の成

功である。高橋蔵相は昭和七年一月、世界で類を見ない国債の日銀引受発行を創意工夫した。金解禁後のデフレに苦しんでいた日本経済は、国債日銀引受発行による高橋財政によってデフレから脱却することができた。

なぜ高橋財政は成功したのか。成功の秘密は、当時の歴史的条件にある。金解禁後の金融界は「高金利」と「金融逼迫」で苦吟していた。国債を発行しようにも、公募で発行すれば、ひとまず金融市場から資金を吸収することになる。金融機関には、当時、国債消化資金が欠乏し、国債の発行が不可能であった。

そこで、高橋蔵相は「金融緩和」、「金利低下」、「国債発行」の三つの課題を解決する手段として、国債の日銀引受発行を創意工夫した。日銀引受であれば、金融機関に国債引受資金が無くとも国債発行は可能である。国債を日銀で引受け、その資金を政府が財政支出として市中に散布すれば、市中の資金は潤沢となる。日銀が低利の国債を引受ければ、国債金利は基軸金利だから市中金利を低利に誘導することができる。日銀引受発行は、当時においては、国債発行を容易にし、金融緩和となり、金利を低利に誘導する効果を持っていた。政府が財政資金を市中に散布し、資金が十分に行き渡った頃を見計らって、日銀が買いオペを行えば、日銀引受発行であっても、市中公募と同じである。⁽²²⁾従って、当時の日銀副総裁の深井英五は自叙伝『回顧七〇年』の中で、日銀引受発行は「二石三鳥の妙手」と述べている。⁽²³⁾

高橋蔵相は、当初から国債日銀引受発行が「一時の便法」、「窮余の一策」だと考えていた。国債の買いオペが行き詰った時、国債発行額を削減せねばならないと決意し、昭和九年および一〇年度の予算編成で国債発行額を削減し、軍事費の支出を圧縮した。これが、二・二六事件の悲劇を招く原因となった。高橋蔵相は財政規律を守った最後の守護神である。

(2) 歴史から学ぶ

高橋財政の時代と今日とでは、歴史的條件が全く異なる。高橋財政期は「金融逼迫」、「高金利」であった。現在は超金融緩和であり、金利は歴史的な低金利水準となっている。しかも、金融緩和と低金利はバブル崩壊後、今日まで継続している。

国債日銀引受発行を議論する場合、こうした歴史的條件の違いを十分に学ぶ必要がある。昭和五〇年代に国債発行が困難になった時、昭和六〇年に国債償還のため短期国債発行が必要になった時、歴史の教訓が生きていた。復興債発行の際には、今を生きる現世代が負担を分かち合う、次の世代に負担を先送りしてはいけない、というコンセンサスが生まれた。

日本の国債市場は、金利変動に脆弱な構造であり、財政危機に直面している。この事態を直視し、歴史から謙虚に学ぶ必要があると思う。

注

- (1) 日本経済新聞 平成二四年一月二〇日
- (2) 朝日新聞 平成二四年一月二〇日
- (3) 日本経済新聞 平成二四年一月二日
日銀総裁「デフレ脱却の道筋―名古屋での経済界代表者との懇談における挨拶」平成二四年一月二六日
- (4) 毎日新聞 昭和五六年九月六日
- (5) 国債発行システムの破綻、休債については、拙稿「破綻した国債管理システム」『週刊エコノミスト』昭和五六年一

- 月三日号、拙稿「休債は何を意味するか」『証券研究』八〇号、昭和六二年二月を参照
- (6) 大蔵省理財局「国債問題研究会」秘密議事録『週刊エコノミスト』昭和五八年六月二日 三一頁
- (7) 毎日新聞 昭和五九年二月一九日
- (8) 朝日新聞 昭和五九年二月二三日
- (9) 毎日新聞 昭和五九年一月一七日
- (10) 東日本大震災復興構想会議「復興への提言」平成三年六月二五日 一頁参照
- (11) 内閣府推定 平成二三年六月二四日公表資料
- (12) 日本経済新聞 平成二三年八月一日
- (13) 日本経済新聞 平成二三年五月三〇日
- (14) 復興債の財源調達に関する多くの議論については、拙稿「復興債の政治経済学」『証研レポート』一六六七号 平成二三年八月を参照されたい。
- (15) 財務省理財局「債務管理レポート 国の債務管理と公的債務の現状 二〇二二」八、三五、五九、六一、九二、一二四、一四七の各頁を参照
- (16) 日本経済新聞 平成二四年一月二二日
- (17) 毎日新聞 平成二四年一月二四日
- (18) この点に関して、詳しくは、拙稿「拡大する日本国債市場の危機」『証券経済研究』四一号(平成一五年三月)、『日経金融新聞』平成一四年一月一七日を参照されたい。
- (19) 日本銀行「マネタリーベースと日本銀行の取引(二〇二二年一〇月)」

- (20) 日本経済新聞 平成二十四年二月三日
- (21) 日本経済新聞 平成二十四年二月三日
- (22) 深井英五『金本位制離脱後の通貨政策』『日本金融史資料』昭和編 第二〇卷所収 六四四～六四五頁
- (23) 深井英五『回顧七〇年』『日本金融史資料』昭和編 第二〇卷所収 六七七～六七八頁
- (なかじま まさたか・特別嘱託研究員)

地域再生ファンドの取組と課題

松尾 順介

はじめに

国内の地域再生ファンドは、図表1に示されている通り、各都道府県で二〇〇三年ごろから設立され、一部の県を除き、ほぼすべての都道府県で設立されている。当初、これらの地域再生ファンドの設立の背景には、地域金融機関の不良債権処理という目的があったが、二〇〇九年、中小企業金融円滑化法が施行されたことによって、不良債権処理が先送りされ、これらのファンドによる処理がいくぶん低調になっていた。

しかし、二〇一三年三月末で、同法が期限切れを迎えることになるため、「出口戦略」の模索が始まっている。なかでも注目されるのは、内閣府・金融庁・中小企業庁による「中小企業金融円滑化法の最終延長を踏まえた中小企業の経営支援のための政策パッケージ」（二〇一二年四月二〇日）で、ここでは「再生ファンドの設立」が提唱されている。このような流れを受けて、今後地域再生ファンドの設立や案件も増加することが見込まれている。

本稿では、地域再生ファンドの取組を具体的に紹介し、その現状と課題を考察する。

1 地域再生ファンドの特徴

まず、図表1に示される地域再生ファンドは、民間主導型と公的機関主導型に大別できる。さらに、前者は地

銀主導型とファンド運用会社主導型とに大別できる。このうち、地銀主導型ファンドの場合、地銀は、ファンド運用会社を設立し、出資、人材派遣、案件紹介、債権売却、運用会社と再生計画の相談・ノウハウの共有、サービス会社の設立、同社への人材派遣などに関与している。また、ファンド運用会社主導型の場合、ファンド運用会社が地銀と連携して、ファンドを設立し、もっぱら地銀から紹介された案件に対して、出資、人材派遣、債権購入、再生計画の策定・実行等を行う。ただし、両者の相違はそれほど明確ではなく、必ずしも一方が主導したと断定しにくい場合もある。

他方、公的機関主導型はそれほど多くはないが、地方自治体やその関連団体等の公的機関がファンド設立、出資、さらに運用面に関与し、地銀は主に債権売却を行う。なお、公的機関が関与した場合、地元での認知度向上、債権者間調整の円滑化、免除益課税や金融機関の無税償却における優遇措置、金融機関の債務者区分が引き上げなどのメリットがある。

これら地域再生ファンドの特徴を挙げると、以下である。

第一に国内外大手の企業再生ファンド運用会社の参入は一部に見られるものの、それほど多くないことである。これは、投資ファンドにとって、地方の中堅・中小企業は規模の面で、投資対象となりにくいことを意味している。したがって、各ファンドの投資総額は二〇〇〜五〇億円程度、大きなものでも一〇〇億円規模であり、通常の企業再生ファンドに比べて小規模である。このようにファンドの投資枠が小さいのは、中堅・中小企業が投資対象であるためであり、一件あたりの投資額は、おおむね数千万円から二、三億円程度と考えられる。

第二に、地域再生ファンドの投資は、債権買取が中心である。これは、地域再生ファンドの多くが地域金融機関の不良債権処理を背景に設立されたことによるものであるが、一部のファンドでは、株式等による出資も見ら

再生ファンド

関係金融機関等	運営管理者
大和証券SMBCPI、北洋銀行等 3 金融機関	北海道マザーランドキャピタル
大和証券SMBCPI、北洋銀行等	北海道マザーランドキャピタル
北日本銀行	リサ・パートナーズ
青森銀行、秋田銀行、岩手銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
北都銀行、みずほコーポレート銀行	船井財産コンサルティング
山形銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
七十七銀行、仙台銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
東邦銀行	リサ・パートナーズ
東邦銀行等	福島リカバリ
足利銀行等11金融機関	とちぎインベストメントパートナーズ
群馬銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
常陽銀行等 6 金融機関	いばらきクリエイト
埼玉りそな銀行	三洋パシフィック投資顧問
埼玉りそな銀行等	埼玉・ターンアラウンド・マネジメント
千葉銀行等 3 金融機関	ジェイ・ウィル・パートナーズ
千葉銀行等	千葉リバイタル
大和証券SMBCPI等	大和証券SMBCPI
新銀行東京、あおぞら銀行	あおぞら債権回収
横浜銀行、スルガ銀行等	横浜キャピタル
八十二銀行等 9 金融機関	やまびこ債権回収
第四銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
北越銀行	オリックス
第四銀行	リサ・パートナーズ
北國銀行等	北國マネジメント
静岡銀行等14金融機関	静岡キャピタル
静岡銀行等	静岡キャピタル
静岡銀行等	静岡キャピタル
愛知銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
名古屋銀行、UFJ銀行、愛知銀行、中京銀行等19金融機関	ソリューションデザイン
十六銀行、大垣共立銀行等 7 金融機関	ルネッサンスキャピタルマネジメント
十六銀行等	ぎふリバイタル
百五銀行等 3 金融機関	ジェイ・ウィル・パートナーズ
滋賀銀行	リサ・パートナーズ
京都銀行	リサ・パートナーズ
南都銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
紀陽銀行	オリックス
府下の金融機関	大和証券SMBCPI、UFJつばき証券、三洋パシフィック投資顧問
りそな銀行等	オリックス
中国銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
広島銀行	リサ・パートナーズ
広島銀行、もみじ銀行、広島信金	せとみらいキャピタル (ルネッサンスキャピタル子会社)
山陰合同銀行等10金融機関	ごうぎんキャピタル (株)
百十四銀行等 5 金融機関	オリックス
阿波銀行、徳島銀行、四国銀行等 5 金融機関	オリックス
四国銀行等 2 金融機関	四国キャピタルリサーチ (株)
伊予銀行、愛媛銀行など 7 金融機関	リサ・パートナーズ
福岡銀行	ジェイ・ウィル・パートナーズ
佐賀銀行等 3 金融機関	オリックス
十八銀行、シティグループ、オリックス	JNCパートナーズ
肥後銀行	ルネッサンスキャピタルマネジメント
大分銀行等 3 金融機関	大分ベンチャーキャピタル
大分銀行、福岡銀行等	大分ベンチャーキャピタル
宮崎銀行等 2 金融機関	宮崎ベンチャーキャピタル、宮崎太陽キャピタル
宮崎銀行、宮崎太陽銀行	オリックス
沖縄海邦銀行	リサ・パートナーズ
沖縄銀行	リサ・パートナーズ
琉球銀行等	おきなわりバイタル

ンスファンドⅡは、複数の地域の金融機関と提携している。
立して運営している。

図表1 主な地域

地域	設立年月	名称	総額
北海道	2003年9月	北海道企業再生ファンド	100億円
北海道	2007年6月	北海道中小企業チャレンジファンド	5.22億円
岩手	2004年6月	北東北事業再生支援ファンド	20億円
青森、秋田、岩手	2004年9月	北東北がんばるファンド	50億円
秋田	2005年7月	地域企業再生ファンド	30億円
山形	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
宮城	2004年9月	みやぎ企業再生ファンド	30億円
福島	2004年10月	福島リバイタルファンド	不明
福島	2010年5月	うつくしま未来ファンド	30億円
栃木	2004年7月	とちぎ地域企業再生ファンド	50億円
群馬	2005年2月	ぐんま企業再生ファンド	不明
茨城	2004年4月	茨城いきいきファンド	30億円
埼玉	2003年7月	埼玉企業リバイバルファンド	50億円
埼玉	2005年11月	埼玉中小企業再生ファンド	30億円
千葉	2004年2月	ちば再生ファンド	(200億円)
千葉	2006年3月	千葉中小企業再生ファンド	20億円
東京	2004年10月	東京チャレンジファンド	100億円
東京	2005年3月	再生ファンド・リカバリ	200億円
神奈川	2011年12月	かながわ中小企業再生ファンド	24.1億円
長野	2004年2月	ずくだせ信州元気ファンド	30億円
新潟	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
新潟	2005年3月	にいがたりフレッシュファンド	50億円
新潟	2004年9月	にいがた事業再生ファンド	不明
石川	2010年5月	いしかわ中小企業再生ファンド	50億円
静岡	2004年3月	パートナー	40億円
静岡	2006年9月	スクラム	60億円
静岡	2009年7月1日	テイクオフ	40億円
愛知	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
愛知	2005年3月	愛知中小企業再生ファンド	28.2億円
岐阜	2005年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
岐阜	2008年3月	ぎふ中小企業支援ファンド	20.1億円
三重	2004年7月	三重再生ファンド	(200億円)
滋賀	2004年7月	しが事業再生ファンド	不明
京都	2005年2月	きょうと企業再生支援ファンド	不明
奈良	2004年11月	なら再生支援ファンド	不明
和歌山	2005年2月	くろしお企業支援ファンド	100億円
大阪	2003年11月	元気出せ大阪ファンド	非公表
大阪	2006年4月	おおさか中小企業再生ファンド	25億円
岡山	2004年1月	マスカットファンド	(200億円)
広島	2003年11月	ひろしま事業再生ファンド	30億円
広島	2005年1月	せとみらい再生ファンド	100億円
島根、鳥取	2004年12月	山陰中小企業再生支援ファンド	20億円
香川	2004年7月	まんでがん企業再生ファンド	50億円
徳島	2005年6月	とくしま企業支援ファンド	50億円
高知	2005年3月	南国土佐再生ファンド	20億円
愛媛	2005年6月	えひめ中小企業再生ファンド	30億円
福岡	2003年9月	福岡銀行再生ファンド	(200億円)
佐賀、長崎、福岡	2004年3月	九州広域企業再生ファンド	50億円
長崎	2004年3月	ながさき企業再生ファンド	200億円
熊本	2004年1月	ルネッサンスファンドⅡ	(310億円)
大分	2004年1月	大分企業支援ファンド	50億円
九州	2009年8月	九州中小企業支援ファンド	30.2億円
宮崎	2003年9月	宮崎県中小企業等支援ファンド	25億円
宮崎	2004年9月	宮崎企業再生ファンド	不明
沖縄	2004年10月	かいほう事業再生ファンド	不明
沖縄	2005年3月	沖縄がんばりゅうファンド	不明
沖縄	2006年3月	おきなわ中小企業再生ファンド	30億円

(注) カッコ内の金額は、1地域ではなく複数地域を対象とするファンドの総額である。また、ルネッサンス元気出せ大阪ファンドは、推進協議会と連携する3つのファンドをもち、運営管理者がそれぞれ独(資料) 新聞報道、各金融機関・ファンド等のHP・プレスリリース等をもとに作成。

れる。

第三に、中小企業基盤整備機構が出資しているファンドがかなりの数に上っていることも特徴である（図表2参照）。同機構は、かねてより創業・ベンチャー支援を行っており、その延長線上に再生業務を位置付けており、地域の金融機関、中小企業再生支援協議会、自治体等の公的機関などの依頼に応じ、地域再生ファンドに関する勉強会・説明会に参加し、ファンド設立・支援に関する情報提供を行い、地域再生ファンドの設立を支援している。また、地域再生ファンドから出資依頼があれば、ファンドの提出した提案書を元に審査を行い、一定の条件⁽¹⁾の元に出資を行っている。なお、出資先のファンドを審査する際のポイントは、①ファンドのジェネラル・パートナーの経営支援に関する実績および力量、②中小企業再生支援協議会のデューデリジェンス、③ファンド・スキームの公平性・公正性、などである。

2 地銀主導型ファンド

地銀主導型ファンドは、その設立において地銀が主導し、地銀と投資ファンド運用会社とが提携して設立・運営するものであるが、そのスキームをみると、単一の地銀と投資ファンド運用会社が提携している場合（クロード・プラットホーム型）と、複数の地銀が相乗りでファンドを設立している場合（オープン・プラットホーム型）とがある。

いずれの場合も、これらのファンドは、企業の過剰債務圧縮を主たる目的としており、金融機関の保有する債権を買取る場合が多いため、通常の企業再生ファンドと概念的に区別されることもある。ただし、これらの地銀主導型ファンドは、単に債権を銀行のバランスシートから切り離し、不良債権の圧縮だけを図るのではなく、そ

図表 2 中小企業再生ファンド組成実績（平成24年10月）

（単位：億円）

	組合名	組合設立 時期	無限責任組合員	ファンド	
				総額	うち機構 出資約束額
1	JAIC－事業再生1号投資事業有限責任組合	H15.10.22	日本アジア投資(株)	20.0	10.0
2	大分企業支援ファンド投資事業有限責任組合	H16. 1.15	大分ベンチャーキャピタル(株)	50.0	22.5
3	静岡中小企業支援投資事業有限責任組合	H16. 3.31	静岡キャピタル(株)	40.0	15.0
4	茨城いきいき投資事業有限責任組合	H16. 4.28	いばらきクリエイト(株)	30.0	13.7
5	とちぎ中小企業再生ファンド投資事業有限責任組合	H16.10.25	(株)とちぎインベストメントパートナーズ	38.0	19.0
6	山陰中小企業再生支援投資事業有限責任組合	H16.12.20	ごうぎんキャピタル(株)	20.0	10.0
7	南国土佐再生ファンド投資事業有限責任組合	H17. 3.25	四銀キャピタルリサーチ(株)	20.0	10.0
8	投資事業有限責任組合愛知中小企業再生ファンド	H17. 3.30	(株)ソリユーションデザイン	28.2	14.1
9	えひめ中小企業再生ファンド投資事業有限責任組合	H17. 6.30	(株)えひめ・リバイタル・マネジメント	30.0	15.0
10	埼玉中小企業再生ファンド投資事業有限責任組合	H17.11.30	(株)埼玉・ターンアラウンド・マネジメント	30.0	15.0
11	おきなわ中小企業再生ファンド投資事業有限責任組合	H18. 3.31	(株)おきなわリバイタル	30.0	15.0
12	千葉中小企業再生ファンド投資事業有限責任組合	H18. 4.28	(株)千葉リバイタル	20.0	9.0
13	おおさか中小企業再生ファンド投資事業有限責任組合	H18. 4.28	オリックス(株)	25.0	12.5
14	静岡中小企業支援2号投資事業有限責任組合	H18. 9.12	静岡キャピタル(株)	60.0	27.0
15	北海道中小企業チャレンジファンド投資事業有限責任組合	H19. 6.11	北海道ラザラウンド・キャピタル(株)	5.22	2.61
16	ぎふ中小企業支援ファンド投資事業有限責任組合	H20. 3.31	(株)ぎふリバイタル	20.1	10.0
17	FB-JAIC事業再生2号投資事業有限責任組合	H21. 4.30	エフビー企業投資(株)、日本アジア投資(株)	24.0	12.0
18	静岡中小企業支援3号投資事業有限責任組合	H21. 7.30	静岡キャピタル(株)	40.0	18.0
19	九州中小企業支援ファンド投資事業有限責任組合	H21. 8.10	大分ベンチャーキャピタル(株)	30.2	15.0
20	うつくしま未来ファンド投資事業有限責任組合	H22. 5.24	福島リカバリ(株)	30.0	15.0
21	いしかわ中小企業再生ファンド投資事業有限責任組合	H22. 5.31	北國マネジメント(株)	50.0	25.0
22	ルネッサンスファンド投資事業有限責任組合	H22. 6. 1	ルネッサンスファンド(株)	133.55	30.0
23	かながわ中小企業再生ファンド投資事業有限責任組合	H23.12. 7	横浜キャピタル(株)	24.1	11.55
24	おかやま企業再生ファンド投資事業有限責任組合	H24.10.15	おかやまキャピタルマネジメント(株)	50.0	25.0

の後の取引関係の維持・継続をも図る点で、リレーシヨンシップ・バンキングの一環とされる。また、債権買取のほかに、後述するように出資を行う場合もある。

これら地銀主導型ファンドの運営上、技術面では、銀行との連結決算問題（ファンドと銀行との人的・資本的関係が強い場合、会計上銀行の連結対象となる可能性がある）、真正売買の問題（債権売却者として、当該売却が真正売買とみなされる必要がある）などの課題があるが、基本的な課題は、以下である。①ファンドと地銀との間に利益相反関係がある。つまり対象債権の価格設定が低ければ、ファンドの利益は拡大するが、金融機関の損失は大きくなる。②既往金融機関と取引先企業との間の取引関係の維持・継続が難しい場合がある。ファンドに債権を売却した金融機関にとって、当該企業は損失を出した取引先であるため、取引関係が断絶する可能性がある。③ファンドの公平性・公正性の確保に慎重な配慮を要する。特に、オープン・プラットフォーム型の場合、特定の金融機関の取引先に案件が偏重すると、ファンドの運用において広範な連携が維持できない。したがって、公平性・公正性を担保するスキームが必要である。

3 地銀主導型ファンドの事例：静岡キャピタルの取組

地銀主導型の地域再生ファンドとして、早い時期から今日に至るまで、その地道な取組で知られている、静岡キャピタル株式会社の事例をここでは紹介しよう。

同社は、静岡銀行のグループ企業として一九八四年に設立され、株式公開の支援および企業再生の支援を目的としており、二〇〇四年に静岡中小企業支援ファンドを設立し、地域の中小企業の再生と地域活性化への取組を遂行している。

まず、同社が最初に設立したファンドは、静岡中小企業支援ファンド「パートナー」であり、これは中小企業基盤整備機構および静岡銀行など県下の地銀や信用金庫との連携によって、二〇〇四年に設立された。その後、二号ファンドとして、二〇〇六年、同社は「スクラム」を前者同様、機構や静岡銀行などの地域金融機関との連携によって設立した。さらに、二〇〇九年には三号ファンド「テイクオフ」を設立した。この三号ファンドでは、機構や地銀だけでなく、県信用保証協会が初めて出資し、県下の信用金庫全部が出資に参加した。このことは、それまでの実績が評価され、同社の取組が県下で定着したことを意味していると考えられる。

同社の運営するファンドの特徴は、まず官民一体型のファンドを組成している点である。つまり、中小機構と地銀、信金、さらには県信用保証協会が出資に参加し、広範な協力体制が整えられている。地域によっては、地元金融機関の足並みがそろわず、地域再生ファンドの組成さえも進捗しない場合もあるが、静岡県の場合、地元金融機関の体力があることも見逃せないだろう。次に、多数の金融機関が参加しているため、中立性・公平性の確保について慎重な配慮がなされている点である。例えば、特定の金融機関の取引先案件に偏重したり、有利な買取条件を提示するようなことがあると、参加金融機関の間で対立的な関係が生じるが、同ファンドは静岡県中小企業再生支援協議会から推薦された案件を対象とす

図表3 静岡キャピタルの中小企業支援ファンド（概要）

ファンド名	設立年月日	ファンド規模	投資期間	投資実績		エグジット先数	投資形態
				件数	金額		
パートナー	2004年3月31日	40億円	7年	13件 (15社)	39.4億円	10件 (12社)	デット型12社、 エクイティ型3社
スクラム	2006年9月12日	60億円	7年	15件 (16社)	43.3億円	5件 (5社)	デット型15件、 エクイティ型4件
テイクオフ	2009年7月30日	40億円	8年	7件 (7社)	22.6億円	1件	デット型7件、 エクイティ型2件

(注) 投資期間は、すべて3年を超えない範囲で延長可能。
(資料) 同社資料「静岡中小企業支援ファンド」(2012年3月)より作成。

るだけでなく、外部の専門家を加えた投資委員会を設置し、特定の金融機関に偏重することがないように配慮されている。また、融資債権の買い取りに関しても、外部評価機関の評価を得た上で、買取価格を決定するなど、中立性・公平性の確保を重視した業務フローとなっている。第三に、投資先の既往取引金融機関と同ファンドが一体となって再建を支援している点である。同ファンドは、公認会計士や税理士、弁護士などの外部専門家を派遣し、必要な経営支援を行っている。したがって、当該企業と既往金融機関との関係が維持されている。このような取組が評価され、前述の実績につながっているものと思われる。また、今後、地銀主導型の地域再生ファンドが実績をあげるためには、ここで紹介した静岡キャピタルの取組が参考になるだろう。

4 民間ファンド会社の事例…リサ・パートナーズ

早い段階から、地域再生ファンドの設立・運営に専門的に取り組んでいる民間投資ファンド運営会社として、株式会社リサ・パートナーズを挙げることができる。

同社は、一九九八年七月に設立され、本社は東京都港区にあり、二〇一二年九月現在、資本金一〇九億一五五万円、役員員一二四名である。社名の「リサ」は、“Real Integrated Solution & Advisory”の頭文字である。創業時の社長は、日本長期信用銀行出身で、マーチャントバンキング業務を担当した井無田敦氏であり、創業時の役員員約三〇名のうち銀行出身者が六割程度を占めていた。

同社の沿革を見ると、一九九八年七月に債権売買に関するコンサルタント業務から出発し、アセットマネジメント業務、デューデリジエンス業務、債権サービシング業務へと業務を拡大し、二〇〇一年七月から不動産投資業務を手掛けている。さらに、二〇〇三年一二月には、同社の企業再生ファンド第一号となる「ひろしま事業

再生ファンド」を組成するとともに、不動産ファンド第一号となる「R-Fund1号」も組成している。このような容拡大を背景に二〇〇四年三月には、東京証券取引所マザーズに上場を果たした。上場時の事業領域は資産流動化、不動産再生、地域企業再生が基本であり、同年九月には、ジョージ・ソロス率いる不動産投資ファンド「ソロス・リアル・エステート・インベストアーズ」と不動産共同投資に関する業務提携契約を結ぶなど、不動産投資に注力していた。その一方で、中小企業整備機構の出資する企業再生ファンド「えひめ中小企業再生ファンド」(二〇〇五年六月)、「埼玉中小企業再生ファンド」(同年一月)、「おきなわ中小企業再生ファンド」、「千葉中小企業再生ファンド」(ともに二〇〇六年三月)、信用金庫初の地域特化型企業再生支援ファンド「京都ちゅうしんりバイタルファンド」(二〇〇五年九月)などを組成するとともに、会津東山温泉の三旅館(同年九月)および栃木県日光市の金谷ホテル(同年一月)の再生支援、大阪市の新歌舞伎座への経営参画(同年二月)など個別企業への経営支援や経営参画も手掛けた。

同社は、二〇〇五年一二月、東京証券取引所第一部への上場を果たし、上場後も不動産投資ファンド業務や企業再生ファンド業務を拡大したが、同社業績は二〇〇七年一二月期の売上高二七四億円、経常利益一〇六億円、当期純利益六七億円をピークに減少し、不動産市況の悪化に伴い、同社の純利益は翌二〇〇八年▲二二億円、二〇〇九年▲二八億円、二〇一〇年▲一九九億円と赤字が拡大した。このような事態に対して、同社は二〇〇九年二月にNECキャピタルソリューション(以下NECAP)と業務資本提携契約を結び、第三者割当によって四〇億円を調達した。これによってNECAPの持ち株比率は二五・七%となった。また、二〇一〇年一月、同社社長井無田氏が退任し、現在の社長である田中敏明氏が専務から昇格した。田中氏も井無田氏同様、日本長期信用銀行出身で、二〇〇三年にリサ・パートナーズに入社している。

新社長の就任に伴い、同社は不動産投資事業から撤退を表明するとともに、二〇一〇年一〇月、NECAPによるTOBに対して賛同意見表明を行い、同年一二月に子会社（二〇一一年四月上場廃止）となり、現在にいたっている。今二〇一二年期は、不動産投資事業からの撤退に目途をつけ、純利益も黒字基調で推移している。

同社の企業理念は、「投資とアドバイザー機能を併せ持つ創造性豊かな投資銀行として社会に貢献」することであり、必ずしもファンド運用にとどまるものではない。現在の具体的な業務内容は、企業領域、債権領域、資産領域に分かれ、企業領域では、企業への投資・融資、フィナンシャル・アドバイザーおよび再生・成長アドバイザー業務を手掛けている。また、債権領域では、債権投資、サービシングおよび債権デューデリジエンス、さらに資産領域では、アセットファイナンス、資産アドバイザー、CRE戦略アドバイザーを手掛けている（図表4

図表4 リサ・パートナーズの事業内容

	Investment&Finance	Advise
企業領域	【投資機能】 企業投資 【ファイナンス機能】 各種ローン (シニア/メザニンローン等)	【アドバイザー機能】 フィナンシャルアドバイザー 【アドバイザー機能】 成長・再生支援アドバイザー
債権領域	【投資機能】 債権投資	【アドバイザー機能】 サービシング 【アドバイザー機能】 債権デューデリジエンス
資産領域	【ファイナンス機能】 アセットファイナンス	【アドバイザー機能】 資産アドバイザー 【アドバイザー機能】 CRE戦略アドバイザー

(出所) 同社HP、<http://www.risa-p.com/services/>

参照)。ここでいうCRE戦略とは、企業不動産（Corporate Real Estate）戦略であり、企業の所有または賃借している不動産の価値を見直し、その有効活用を図る戦略である。したがって、現在の同社の役員約一二五名の六〇七割は内外の金融機関出身者であり、二〇三割は不動産関連の出身者で占められており、公認会計士や税理士も含まれている。

同社の企業再生ファンドは、図表5の通りであり、現在二八件に達しており、そのうち中小企業基盤整備機構などの出資する官民一体ファンドが六件を占めている。また、投資形態は、債権買取が大半を占めるが、エクイティ出資や負債ファイナンスも含まれている。

同社の特長は、以下である。

① 債務者・債権者・ファンド間の利害を調整し、企業再生という共通目標のもとにwin-win-winの関係を構築することを念頭に置きながら、デューデリジエンス、アドバイザー、投資資、債権回収などのソリューションをワンストップで提供できる点である。

② 地域金融機関を中心に七八の金融機関と提携しており、これらの金融機関の取引先案件が大半を占めている。このような多数の金融機関と提携することで、レピュテーションを高め、債務者企業からの信頼を獲得することができるといふメリットがある。なお、金融円滑化法施行後は、地域金融機関からの紹介案件は、減少傾向をたどっていたが、直近は円滑化法の期限が来年三月に迫ったなかで、増加基調にある。また、弁護士や会計士からの紹介案件もある。他方、法的手続案件のスポンサー選定におけるオークションに参加することもあり、最近はこのような案件も増えている。さらに、他のファンドからの案件もある。これは、いわゆるfund-to-fundであり、ファンドの運用期間を超えた案件が別のファンドに転売されるものである。

③ 国際的な展開を試みており、具体的には、初の海外拠点として、二〇一二年四月にシンガポールの現地法人 RSA PARTNERS ASIA PTE. LTDを一〇〇%出資で設立した。同現地法人は、日系企業のアジア進出の支援を行うことを企図している。つまり、現下の厳しい情勢の中で、中小企業再生を単独で推し進めるには限界があるため、M & Aや海外との連携を図る必要がある、海外拠点を置くことで、日系金融機関および現地政府系ファンドと連携して、きめ細かな情報収集、投融資案件発掘、投融資先フォローを行うことを目的としている。

このような同社の特長を生かした案件として、会津若松市の東山旅館の再生を挙げることができる。同案件は、経営者が異なる三旅館を統合して再生した案件であり、「面的」再生の成功例である。温泉旅館の再生支援では、温泉街が衰退している場合、単独の施設のみでの再生では限界があり、十分な成果を達成しにくい。そこで、温泉街全体の再生が課題となるが、個別の施設は経営者が異なるため、利害関係は複雑であり、調整は容易ではない。本案件は、このような課題を克服した事例といえる。

まとめ

冒頭でも述べたように、二〇一三年三月末で、同法が期限切れを迎えることになるため、「出口戦略」の模索が始まっており、企業再生ファンドが注目され、特にここで取り上げた地域再生ファンドは、地域の中堅・中小企業を対象としており、重要な役割を担うものと考えられる。

しかし、地域の中堅・中小企業の再生には、様々な困難な要素がある。具体的には、①地域のマーケットの縮小による需給ギャップの拡大、②地域金融機関と対象企業の間で「問題先送り」が恒常化していること、③対象企業の規模が小さく、投資ファンドの投資対象となりにくいこと、などが挙げられる。特に、地域経済の衰退が

地域のマーケットを縮小させ、地域企業の再生を難しくしている。また、これは、単に個別地域の抱える問題ではなく、日本経済全体が長期不況の中で、需要不足による供給過剰が恒常化していることと連関している。しかし、見方を変えれば、このような長期不況の克服には、地域再生が重要なカギとなるだろう。なぜならば、地域再生は、地域価値の見直しによる新商品・サービスの創造につながるとともに、地域の雇用拡大や消費拡大による内需拡大につながるからである。

また、投資ファンドによる地域再生を考えると、**「ダブル・ボトムライン」**の発想が役に立つと思われる。ダブル・ボトムラインとは、**「二つの収益」**を意味し、そのひとつは、**経済的・金銭的収益**（ファースト・ボトムライン）であり、もう一方は、**地域社会や環境への貢献**（セカンド・ボトムライン）である。また、このように二つの投資収益や投資目標を設定した投資は、ダブル・ボトムライン投資といわれ、米国などではそれを明確に設定した投資ファンドが現れている。つまり、ファンドである以上、金銭的な収益確保は必須であり、それが曖昧になると、ファンドは金融機関の不良債権問題の先送りに利用される可能性がある。しかし、金銭的な収益だけを最優先すると、地域経済や地域社会の再生・活性化には必ずしも寄与しない。これら二つのボトムラインをどのようにバランスさせるかは必ずしも容易ではないが、ファンドにとつてのダブル・ボトムラインをそれぞれ明確化し、目標設定することで、ファンドの存在意義が高まるだけでなく、地域社会への貢献を明確にすることで、長期的には金銭的な収益を高めることができるものと思われる。

* 本稿作成に際し、独立行政法人・中小企業基盤整備機構・福本功氏、同・豆谷篤氏、静岡キャピタル株式会社・笠原純氏、同・青木秀範氏、同・飯田知秀氏、株式会社リサ・パートナーズ・田中敏明氏より貴重なご教示を賜りました。厚く御礼申

上げます。

注

- (1) 中小企業基盤整備機構の定める要件については、同機構HP「中小企業再生ファンド出資事業の主な要件」(二〇二〇年二月一日)、http://www.smri.go.jp/fund/dps_data/material/i_0_fund/pdf/saisei-f-youken101101.pdf 参照。
- (2) 「インタビュアーサ・パートナーズ田中敏明社長に聞く」『金融ジャーナル』No. 六六九、二〇二二年七月、二八～二九ページ、参照。

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

統合取引追跡システムに関するSEC最終提案

清水 葉子

1 はじめに

SECは二〇一二年七月一日にルール六二三を採択し、統合取引追跡システム（Consolidated Audit Trail, CAT）導入を最終決定した。^{（1）} 取引所とFINRAに共同で市場横断的な取引報告システムを設立させ、アメリカ証券市場全体で統一的な取引情報を集約するものである。このシステムによって、検索可能で、時系列的・市場横断的な取引情報のデータベースができ、規制当局にとって市場の分散に対応した形で取引情報の把握が可能になることが見込まれる。

市場間競争の進んだアメリカでは、一つの金融商品の取引が複数の取引所にわたっているだけでなく、さまざまな取引所外取引システム（日本のPTSに相当）や証券会社の店内付け合わせにも分散している。発注側は、大きく分散した取引の場に対して、アルゴリズムやスマート・オーダー・ルーティングなどのコンピューター・プログラムを利用し、自動化した取引を高速で行っている。

市場分散と高速取引は、スプレッドの縮小や流動性の増大などの大きなメリットをもたらす一方で、取引状況の把握を複雑にし、市場監視のコストを増加させる可能性がある。金融商品が複数市場にまたがって高速取引されているため、相場操縦などの不正取引に対して一市場だけを監視しても実効性は低く、複数市場にまたがる統合的な監視体制が必要となるからである。現在のアメリカの取引情報の追跡システムは一市場ごとに独立して構

築されており、こうした横断的な市場監視のためのデータベースの整備が十分でなく、市場の急速な発展に規制が追いついていないとされていた。

2 現状の取引追跡システム

現在のアメリカ証券市場では、自主規制機関ごとに取引情報を収集しているため、複数市場にわたる取引の再構成が難しい。取引所等は、電子ブルーシートシステム（EBS）によって取引情報を収集しているが、このシステムは一市場での市場監視が前提であることから、自主規制機関によって取引データを提出するためのフォーマットが異なっており、運営ルールも統一されていない。

ブルーシートとは、一九八〇年代まで使われていた取引情報の報告の仕組みで、SECや証券取引所の規制上の要請に基づいて、ブローカー・ディーラーが書面によって取引情報を提供していた。書面であるため迅速性に欠け、分析にも不便であるとして、一九八〇年代後半に電子化されて現在のEBSに変更された。EBSの下で、各証券取引所は独自の取引情報収集ルールを持ち、自らの取引参加メンバーに対して適用している。具体的には、FINRAがOATS（Order Audit Trail System）、NYSEがOTIS（Order Tracking System）、オプション取引所がCOATS（Consolidated Audit Trail System）を用いるなどして取引情報を収集している。このように、市場ごとのシステムがまちまちであるため、証券市場全体として統一的な取引情報の集約は行われていない。

取引情報の収集が市場分散の実態に追いついていないという問題は、二〇一〇年五月のフラッシュ・クラッシュによって明らかとなった。フラッシュ・クラッシュでは、短時間に多くの取引市場間・金融商品間にわたって連鎖的に急激な価格変動が発生し、市場に大きな混乱がもたらされた。急激な価格変動の原因を探るために、S

SECとCFTCが事後的に共同調査を行ったが、調査に際しては、市場ごとにバラバラに集められている取引記録を集約し、時間順に再構成したとされる。市場分散が進んだアメリカ証券市場で、マイクロ秒という高速・高頻度で行われる取引を再構成することは容易ではなく、全米一三の証券取引所、一〇のオプション取引所、二〇〇を超える取引所外取引およびブローカー・ディーラーの店内付け合わせにわたる全取引の分析に、二〇人の人員で三ヶ月を要したとも言われている。

SECは、フラッシュ・クラッシュ後もない二〇一〇年六月に、統合取引追跡システムの導入に関するルール提案を提出している。⁽²⁾ただ、フラッシュ・クラッシュがこの提案に影響を与えていることはSECも認めているものの、提案がフラッシュ・クラッシュの一ヶ月後であったのは偶然であり、その一年前からタスクフォースを設立してルール変更の検討を続けていたとされる。今回の最終ルールは、二〇一〇年のルール提案後にパブリックコメントを受け、修正の上で採択されたものである。

3 新ルールの概要

今回採択された最終ルールの概要は以下の通りである。

(1) 取引所とFINRAが合同で統合取引追跡システム(CAT)の設立と運営のための共同NMSプラン⁽³⁾を作成してSECに届出を行う。届出内容には追跡システムの機能、運営の意思決定のあり方、コスト・ベネフィット分析、資金計画を盛り込むことが定められているほか、代替的アプローチ・競争と効率性・企業の資金調達に対する影響についての分析も求められる。

(2) 統合取引追跡システムは、時系列的に全注文および気配に関する情報を収集する。報告対象となるのは、

取引の受注、発注、修正、キャンセル、回送、執行（一部または全部）と、注文が市場に出されてから最終的に執行されるまでのすべてのイベントに及ぶ幅広いものとなる。

(3) 報告者は取引所、FINRA、ブローカー・ディーラーとされ、ブローカー・ディーラーには「CAT報告者 (reporter) ID」、顧客には「CAT顧客 (customer) ID」、注文には「CAT注文 (order) ID」を付与する。報告は、すべてIDによって統一的に行う（市場間で回送された注文は、後で再構成できれば市場ごとに異なるIDとなっても良い）。

(4) 報告者のシステム時計を標準時（東部時間）に同期させて、報告の時系列順を維持すること。

(5) すべての注文は基本的に翌日の午前八時（東部時間）までに報告することが義務づけられる（「+」データ）が、大口取引などには遅延が認められる（遅延データ）。

(6) 「+」データの報告内容は以下の通りである。①顧客ID。②注文IDおよびそれに関連する注文ID（注文が市場間で回送されたり、執行に際して分割されたりする場合）。③注文に関する全イベントごとに、取り扱いに関わった報告者ID。④注文情報として、銘柄シンボル、証券のタイプ、価格、サイズへ表示・非表示、バイサイド／セルサイドの別、注文タイプへ売りの場合はロング、ショート、ショート免除、執行限度時刻、上場オプションか否か、オプションタイプヘット、コール、オプションシンボルまたはルートシンボル、原証券、権利行使価格、満期日、その他の特別取り扱い指示。⑤ブローカー・ディーラー内で注文を取り扱ったデスクと社内回送情報。⑥注文に関する全イベントの時刻。⑦注文に関する修正、価格、執行されなかった残りサイズ。⑧執行関係の情報（自己か委託か、価格とサイズ。関連執行報告の有無⁽⁴⁾）。

(7) CATのプランにはコンプライアンス担当者を置いて、情報保護や運営について監督を行うこと。取引

所・FINRAもシステムの監督や強化に努めること。

4 二〇一〇年のルール提案からの変更点

二年前に提案された内容からの変更点は以下の通りである。①ルール提案ではリアルタイム報告が想定されていたが、実際の最終ルールでは翌日の午前八時（東部時間）までの報告とされた（「J」）。リアルタイム報告には、コスト面で強い反対があったとされる。②同じく提案時点では、報告は全自主規制機関が統一フォーマットを用いて行うこととされていたが、最終案では自主規制機関ごとに異なるフォーマットであっても可とされた。ただしSEC提出時点でフォーマットが統一できることが条件となる。おそらく、現在使われている市場ごとのシステムを継続利用できるようにすることで、コスト面に配慮したためと推測できる。③二〇一〇年ルール提案で想定されていた報告情報のいくつかは省略された（取引を受注した支店と営業員、注文が勧誘によるものか否か、顧客の当該証券についての既ポジシヨンの有無、空売りの借り株情報、手数料額、手数料支払い先ブローカー・ディーラー、決済関係の特別情報など）。④収集した情報の保護と、会員証券を代表するアドバイザリー委員会の設立が最終ルールで追加された⁽⁵⁾。

5 導入スケジュール

取引所とFINRAは、本最終ルール施行後二七〇日までに、会員の意見を考慮した上で統合取引追跡システムの共同NMSプランを作成し、SECに対して届出を行う。SECはこれに対してパブリック・コメントを募集する。プランの認可は届出の二二〇日後（必要があれば一八〇日に延期可能）とされる。プラン認可の六〇日

以内に取引所とF I N R Aは必要なルール変更の手続きを行う。

プランの認可後二年以内にブローカー・ディーラーの統合取引追跡システムへの報告が開始され（資本金五〇万ドル以下の小規模ブローカー・ディーラーには延期措置あり）、三年以内に小規模ブローカー・ディーラーも含めた全ブローカー・ディーラーが報告を開始する。

このスケジュールに従うと、プランの認可は早くて一三ヶ月先となり、全ブローカー・ディーラーの報告開始は、さらにその三年後となる。

なお、本ルールによる統合取引追跡システムは、N M S証券（上場証券とオプシオン）の流通市場のみが対象であるが、S E Cは将来的に発行市場も対象に含めることについての検討も自主規制機関に求めている。また、統合取引追跡システムのルール施行後、六〇日以内にO T C証券と債券を対象にすることについての検討もあわせて求めている。

6 おわりに

今回採択された最終ルールに基づいて、統合取引追跡システムの実際の運用が始まると、証券市場全体にわたる膨大な取引に関する「ビッグデータ」が収集されることとなる。このことは、市場監視・不正取引の防止という視点からは、市場分散が進んだアメリカ証券市場の効果的な監視を可能にすることから、大きな進歩であるといえる。また、適切に利用すれば、証券市場の動向や市場のあり方に関する分析を行う際の有用な統計データとなる可能性も高い。

一方、これだけのビッグデータである以上、情報漏洩や不正利用が行われた場合の問題もまた大きくなる。か

りに情報漏洩等によって、顧客の個人情報・取引情報が不正入手されれば大きな問題となる。また、トレーダーにとっても、取引情報がライバルに入手されて、アルゴリズムのリバースエンジニアリングが行われ、取引戦略を取引データから逆算して推測されてしまうと大きな問題となる。取引所が、ライバル取引所の取引情報を入力するなどして、お互いのビジネスモデルの中核が漏洩することも考えられないことではない。

SECは、統合取引追跡システムを運営する自主規制機関に対して、情報保護のための施策と手順の制定を求めている（データへのアクセス情報のトラッキング、情報バリアの策定など）が、情報保護に関する市場関係者の懸念は強いとされている。

また、統合取引追跡システムで顧客情報も含めた取引情報の収集が始まると、自身の情報を収集されることを嫌う投資家が、アメリカ市場から取引を流出させるのではないかという懸念も見られるようである。さらには、外国のブローカー・ディーラーを経由して国内ブローカー・ディーラーに発注することで、SECに最終顧客の情報を出すことを逃れられるとする見方もあり、情報収集を嫌う投資家が、外国ブローカー・ディーラーを隠れ蓑にする可能性も指摘されている。

また、コスト面での懸念も残る。提案時点では新規の統一システムを立ち上げ、リアルタイムの情報収集を行うことが構想されていたが、最終ルールでは、翌日午前八時までの事後的な報告となり、既存システムの拡張で対応することも可能となった（ただし、先述した通り、SECにデータを提出する時点では、統一フォーマットになっていなければならない）。これによってコストはある程度抑えられるかと思われるが、それでも業界全体でかなりの負担となると考えられる。さらに、個別のブローカー・ディーラーのシステム対応コストが別途必要となるので、広義の導入コストはもっと大きいものとなるだろう。

今回の最終ルールでは、SECはプランの要件だけを定め、具体的なシステム内容の決定を自主規制機関に任せて、届出後に認可する方式をとっているが、これは、業界コストに配慮したものと考えられる。また、実際の稼働までにかかなりの期間猶予をとっていることにもコストへの配慮が伺われる。SECは、実際のコストやシステムの内容は、自主規制機関の具体的なプランが届出されるまで分からないという姿勢であるため、稼働までにどのような議論が行われるかが注目される。

注

- (1) Securities and Exchange Commission "Consolidated Audit Trail, Final Rule" Release No. 34-67457
- (2) 清水葉子(二〇一〇)「統合監査追跡システムに関するSEC提案について」『証研レポート』二六六一号、二〇一〇年八月、参照。
- (3) 共同NMSプラン(Joint NMS Plan)とは、自主規制機関が共同で出資して設立し、共同運営する組織を指す。例えば、各市場の取引価格をブローカー・ディーラーや情報ベンダーに配信するシステムは、取引所が共同出資で設立し、各市場の価格情報を集約して配信し、得られた手数料を各市場に配分する共同NMSプランとして運営されている。
- (4) 遅延データについても、同様に詳細な報告内容が定められている。
- (5) なお、既に提案されている大口取引者情報の収集(Large Trader Reporting, Rule13h-1)は今回のルールと重複するため、削除されることが示唆されているが、はつきりしない。

(しみず ようこ・客員研究員)

アジア債券市場育成の取り組みと成長過程

西尾圭一郎

1 はじめに

二〇一一年一〇月にパリで行われたG20財務大臣・中央銀行総裁会議において、近年のグローバル資本の活動が内包するリスクを回避しつつ成長に役立てるための手段として、アジアを含む途上国のローカルな証券市場の成長の必要性が言及された。⁽¹⁾

かつて通貨危機によって痛手を被ったアジアでは、二〇〇〇年代に入り金融システムの安定化のために債券市場育成の取り組みがなされてきた。それはアジア域内で必要とされる資金をアジア域内から調達することによって、資金フローの逆流に対する備えを行うという発想からであった。

サブプライムローン危機、欧州の債務危機を受けて世界的な金融不安が生じている中、アジアの金融市場は他地域と比較すると安定的な様相を呈している。その理由の一つとして、債券市場の成長が考えられる。もちろん、そこにはさまざまな要因が考えられるため一概にはいえないが、アジアは発展途上国の中では他のどの地域よりも社債の新規発行額が多く、⁽²⁾ もしも順調にアジア債券市場が成長していたのだとすれば、資金フローの逆流に対するバッファーとしての機能をいくばくかは果たした可能性がある。

本稿では、アジア債券市場育成の取り組みを受けてアジア債券市場がこの一〇年余りでどの程度変化したのか、その具体的な成長の姿を描き出す。そもそもアジア債券市場の成長は現実のものであるのか、そうであればどの

ような特徴を備えているのか、成長のペースはどうだったのか、特徴的な変化はなんであるのか。そのような問題意識をもち、アジアの債券市場が市場育成の取り組みの中でどのような形の成長を遂げてきたのか、現状の整理から分析する。

2 アジアの債券市場育成の取り組み

ここではまず、アジアの債券市場育成に関する政策的取り組みについて、これまでの経緯と近年の動向について簡単に整理する。アジアの債券市場育成は、アジア通貨危機時に大きな影響を受けたアジア諸国が、アジア域内で債券市場を育成することによって、アジア域内における貯蓄をアジア域内で活用し、外資依存型の資金調達構造を緩和することを目的として進められていった。アジア通貨危機の原因として長期の投資を短期借入で、しかも外貨建てで行ったことが指摘されたためである。

アジアの債券市場を育成する取り組みは単線的なものではなく、さまざまな枠組みにおいて検討、推進されている。政治的枠組みとしては、ASEAN+3、EMEAAP、APEC、EAPなどがあげられる⁽³⁾。その中で、アジアの債券市場育成の中心的活動となっているのは主にASEAN+3によって取り組まれているABMI (Asian Bond Market Initiative) とEMEAPによって取り組まれているABF (Asian Bond Fund) である。

ABMIは、二〇〇三年にASEAN+3財務大臣会議において承認され、二〇〇三年七月に六つのワーキンググループが設立される形でスタートした。当初設立されたワーキンググループは①新たな債務担保証券の開発、②信用保証および投資メカニズム、③外国為替取引と決済システム等、④国際開発金融期間、政府系金融機関およびアジアの多国籍企業による現地通貨建て債券発行、⑤地域の格付機関および情報発信、⑥技術支援、の六つ

であった。そこで検討されている大きなテーマとは、一つは債券発行主体の拡大と現地通貨での債券発行の促進であり、もう一つは東アジアで債券市場を育成するにあたって必要とされる市場インフラ整備であった。

やがて、当初設立されたワーキンググループが一定の成果をあげたとみなされ、二〇〇八年五月には新たなロードマップが提示され、そこで新たに示された四つのテーマに基づいてタスクフォースが形成された。新たに設立されたタスクフォースのテーマは(1) 現地通貨建て債券発行の促進、(2) 現地通貨建て債券の需要の促進、(3) 規制枠組みの改善、(4) 債券市場関連インフラの改善、の四つである。

これらのタスクフォースによる活動は徐々に成果をあげている。たとえば二〇一〇年九月には、ASEAN+3債券市場フォーラム(ABMF: ASEAN+3 Bond Market Forum)が設立された。これは従来のABMIの活動の発展であり、当局者だけでなく民間市場参加者を加えたフォーラムとして形成され、市場の課題、規制、市場慣行などの検討からアジア債券市場のあり方を検討するというものである。

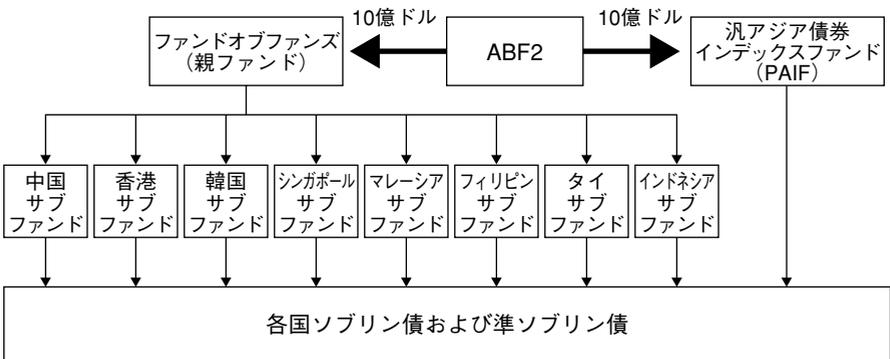
また、二〇一〇年一月にはアジア企業による現地通貨建て債券発行の拡大を機として、信用保証投資ファシリテイ(CGIF: Credit Guarantee and Investment Facility)を設立している。CGIFはASEAN+3各国とアジア開発銀行の共同出資により設立されており、その資本総額は七億ドルである。⁽⁴⁾ ASEAN+3域内の企業が発行する社債に保証を供与することによって、域内債券市場の育成に貢献することが目的とされている。動き出したばかりの制度ではあるが、保証が行われることによって今後のアジア債券市場の拡大が期待できる。⁽⁵⁾ このように、ABMIによるアジアの債券市場育成の活動が行われており、今後はプロ投資家を対象とした市場育成プログラムや域内の債券決済システムの構築などが進められていくことが期待される。

アジアの債券市場育成のもう一つの大きな取り組みはEMEAPによるABFである。ABFはEMEAP加

盟国・地域の中央銀行によって組織されたアジア債券への投資を行うファンドである。当初、二〇〇三年六月に設定されたABF1は、EMEA APによって設定されたドル建てのアジア債券への投資を行う基金であった。アジアでの債券取引を育成するべく開始されたABF1であったが、ドル建てでの投資であることと、投資家が中央銀行に限定されていたことから、その限界が指摘されていた。

その後、ABF1での問題点の指摘を受け二〇〇四年一二月に開始されたのがABF2である。ABF2はABF1と異なり現地通貨建てソブリン債に投資をするファンドであり、EMEA AP加盟国の外貨準備の一部から拠出された二〇億ドルで構成されている。その仕組みは図1に示す通りであり、中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの八か国・地域の現地通貨建てソブリン債および準ソブリン債に投資するファンドである。二〇億ドルの原資産を一〇億ドルずつに分け、片方を各国ごとの債券に投資するファンドに、もう一〇億ドルを八か国のインデックス（PAIF：Pan-Asia Bond Index Fund）に振り分けて、それぞれ投資を行う。ファンドオブファンズ（PAIF：Pan-Asia Bond Index Fund）に振り分けて、それぞれ投資を行う。ファンドオブファンズおよびPAIFは、当初はEMEA APの中央銀行のみが投資を行う形であったが、その後民間の投資家にも窓口を拡大し、広くアジアの債

図1 ABF2の仕組み



(注) BISがABF2のファンドマネージャーとなる。

(出所) EMEAP Working Group on Financial Markets (2006), p. 39より作成。

券投資を促進する形で展開されている。この取り組みについては後に改めて取り上げる。

3 債券市場の成長のディテールと社債市場の成長

(1) アジア債券市場の現状

ではそのような取り組みを通じてアジア債券市場はどのように変化してきたのであろうか。ここでは、アジア債券市場の現状について、アジア債券市場育成の取り組み以前と以後の違いに注目して、その規模から変化を見てみよう。

表1は二〇〇〇年と二〇一一年の世界の債券市場全体におけるアジアの債券市場の規模について表している。二〇〇〇年から二〇一一年にかけて、世界最大の債券残高を誇るアメリカはその比率を一〇%近く低下させている。それに対して日本を含むアジア諸国の比率はインドネシアを除き軒並み上昇しており、アジアの債券市場の拡大ペースが世界全体の拡大ペースを上回って成長していることがわかる。この中では中国の成長ペースがとりわけ際立っているが、アジア通貨危機で大きな被害を受けたASEANの債券市場もまた、世界全体の拡大ペースと比べて早いペースで成長している。二〇〇〇年から二〇一一年にかけて、世界全体の債券市場残高が二・四倍となったのに対し、ASEAN五か国

表1 アジア諸国の国内債市場残高

(10億ドル)

	2000年	シェア	2011年	シェア
全世界	28,985	100.0%	69,561	100.0%
アメリカ	13,736	47.4%	26,333	37.9%
日本	5,702	19.7%	14,859	21.4%
韓国	378	1.3%	1,149	1.7%
中国	202	0.7%	3,345	4.8%
香港	44	0.2%	128	0.2%
インドネシア	54	0.2%	101	0.1%
マレーシア	60	0.2%	312	0.4%
フィリピン	21	0.1%	67	0.1%
シンガポール	42	0.1%	127	0.2%
タイ	31	0.1%	209	0.3%
ASEAN 5 か国	207	0.7%	816	1.2%

(出所) BIS, *Securities statistics and syndicated loans* (<http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>) より作成。

の債券市場は四倍近い成長を見せた。二〇〇〇年代のアジア諸国の債券市場はサブプライムローン問題などさまざまな金融危機が生じたにもかかわらず、一定のペースで拡大を遂げているということがわかるだろう。

(2) 債券市場の成長のディテール

このようにアジアの債券市場は順調に成長しており、債券市場育成の取り組みと成長は本稿のみならずさまざまな論者によっても指摘されてきている。しかし、この一〇年余りのアジアにおける債券市場は一定のペースで拡大を続けたわけではないだろう。当然、成長ペースは時期によって異なるはずである。また、サブプライムローン問題が生じていた時期の成長はどうだったのであろうか。確かに債券市場が成長していることは事実であるが、そのペースや外部のショックなどの影響についても、アジアの債券市場の成長を確認するためには具体的な姿を整理しておく必要がある。そこで本項ではアジアの債券市場の規模の変化について、二〇〇〇年から二〇一一年までの各国債券市場のデータを示す表2から、アジア債券市場のこの一〇年余りの成長の特徴をより詳しく見ていくことにする。⁽⁶⁾

まず、この表2の(1)および(2)の比較からわかるが、成長を遂げるアジアの債券市場の中心は現地通貨建て債券であり、外貨建て債券市場の規模は非常に小さいということである。この傾向は国ごとに違いはあるもののアジア諸国で共通して見られる傾向である。二〇一一年の段階での現地通貨建て債券市場と外貨建て債券市場の規模の差は、日本で七〇・六倍、韓国で八・三倍、中国では二二・一倍、インドネシアで三・八倍、マレーシアで九・四倍、フィリピンでは一・八倍、そしてタイでは一八八倍となっている。タイに至っては、二〇〇〇年時点から比べて外貨建て債券市場の規模自体が小さくなってきている。

現地通貨建て債券市場と外貨建て債券市場の違いは規模だけでなく、その成長率にも表れている。インドネシアとシンガポール以外のアジア諸国では、直近一〇年間の現地通貨建て債券市場の拡大ペースは外貨建て債券市場の拡大ペースを上回っているのである。

このように、現在のアジアの債券市場は現地通貨建ての債券市場が中心であると考えることができると考えられる。アジア通貨危機時には外貨建てでの債務が多く、ダブルミスマッチの影響が大きかったことを考えると、アジアの債券市場が域

表2 アジアの債券市場規模 (単位: 10億ドル)

(1) 現地通貨建て債券

	日本	韓国	中国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	シンガポール
2000	4,553	355	202	53	69	21	45	31
2001	3,530	136	234	47	40	24	29	30
2002	5,401	486	342	56	79	27	61	47
2003	6,449	514	448	64	94	31	67	58
2004	7,447	657	624	61	97	36	80	67
2005	7,045	754	899	54	107	42	83	79
2006	7,096	922	1,184	77	125	47	99	112
2007	7,647	1,027	1,688	86	165	58	122	139
2008	9,528	817	2,213	70	166	57	128	141
2009	9,620	1,016	2,567	99	185	63	141	177
2010	11,718	1,149	3,052	107	247	73	169	225
2011	12,708	1,229	3,392	110	263	77	189	225

(2) 外貨建て債券

	日本	韓国	中国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	シンガポール
2000	105	46	13	3	15	17	12	9
2001	95	44	12	2	16	17	10	17
2002	103	47	11	2	22	22	10	17
2003	119	54	12	3	21	26	9	23
2004	139	64	14	4	23	27	10	32
2005	139	73	17	7	24	29	11	37
2006	150	86	15	8	26	31	11	44
2007	162	99	20	10	25	33	9	53
2008	183	101	22	14	25	32	9	52
2009	168	118	25	19	25	36	9	50
2010	181	132	24	23	28	39	8	54
2011	180	148	28	29	28	41	9	54

内諸国の健全な資金調達に大きく寄与するようになったといえるだろう。

また他の特徴としては、サブプライムローン問題以降にも成長ペースが衰えないどころか、かえってサブプライムローン問題以降に市場規模の拡大ペースが速まっていることである。サブプライムローン問題が本格化していた二〇〇八年こそ、債券市場の拡大ペースは緩やかになり、市場規模が縮小した国（韓国、インドネシア、フィリピン）が見られるが、その後二〇〇九年には再び勢いを盛り返し、全ての国で債券市場規模が拡

(3) 現地通貨建て国債

	日本	韓国	中国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	シンガポール
2000	3,499	122	199	51	36	21	26	25
2001	4,412	404	238	49	78	24	36	55
2002	4,504	163	334	53	44	27	40	33
2003	5,542	206	435	59	53	31	47	37
2004	6,556	319	599	54	58	35	54	44
2005	6,302	393	835	48	61	41	65	47
2006	6,389	481	1,079	70	71	45	87	56
2007	6,874	498	1,532	77	95	55	111	68
2008	8,564	368	1,957	63	90	52	112	73
2009	8,656	444	2,113	90	101	55	141	88
2010	10,606	492	2,408	94	145	64	183	103
2011	11,556	510	2,540	93	158	67	182	118

(4) 現地通貨建て社債

	日本	韓国	中国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	シンガポール
2000	1,053	233	3	2	33	0	20	5
2001	882	269	4	2	38	0	26	6
2002	898	323	9	2	34	0	7	28
2003	907	308	13	5	40	0	12	30
2004	891	338	24	6	39	1	12	36
2005	744	361	64	6	46	1	14	36
2006	707	441	106	7	54	2	25	43
2007	773	529	157	8	70	3	28	54
2008	963	448	256	7	76	4	29	54
2009	964	572	454	9	84	8	36	53
2010	1,113	657	644	13	101	9	42	66
2011	1,152	719	852	16	106	10	43	71

(出所) Asian Bonds online websiteより作成。

大した。これは、アジア地域が他の地域と異なりサブプライム問題からの影響をあまり受けなかったことが大きな要因であろうが、世界的な金融不安の中で継続的な成長が可能な市場へと変化しているともいえよう。

そして現地通貨建て債券市場は、その拡大ベースの違いから大きく二つに分けることができる。一つは国債市場の拡大ベースの方が社債市場の拡大ベースよりも大きな国であり、もう一つはその逆である。表2の(3)および(4)を比較しよう。

前者に分類されるのが日本、韓国、シンガポール、マレーシアであり、アジアの先進国が多い。二〇〇〇年から二〇一一年にかけて、日本では国債残高が三・三倍に拡大しているのに対し社債残高は一・一倍の拡大にとどまっており、韓国では国債残高が四・二倍に拡大しているのに対し、社債残高は三・一倍の拡大、シンガポールでは国債残高が四・七倍に拡大しているのに対し社債残高は三・六倍の拡大に、マレーシアでは国債残高が四・四倍に拡大しているのに対し社債残高は三・二倍の拡大にとどまっている。

他方、後者に分類されるのが中国、インドネシア、フィリピン、タイなどである。二〇〇〇年から二〇一一年にかけて、中国では国債残高が一・二・八倍に拡大しているのに対し、社債残高は二・四四・一倍に拡大している。同様にインドネシアでは国債残高の一・八倍の拡大に対し社債残高は八・三倍に拡大、フィリピンでは国債残高の三・三倍の拡大に対し社債残高は六六・三倍に拡大、タイでは国債残高の七・〇倍の拡大に対し社債残高は八・四倍に拡大している。

国債市場の拡大ベースが大きな国については、いずれも他のアジア諸国と比較して一定の社債市場をすでに有していたため、国債発行増大が目立つ形となったと考えられる。一方、社債市場の拡大が目立った中国、インドネシア、タイといった国はもともと、二〇〇〇年代初頭には社債市場がきわめて未発達であった。それが、各国

ごとに拡大速度に差はあるとはいえそれぞれ一定の規模を備えるようになったことから、社債市場の拡大が目立つようになったといえる。もともと、二〇〇〇年段階では社債市場がほとんど発達していなかったフィリピンは、拡大ペースこそ速いものの二〇一一年時点でも社債市場の規模自体はそれほど大きくはない。

以上のことから、近年のアジアにおける社債市場の拡大は民間による債券発行ペースの上昇は東南アジアを中心に起こっており、アジア債券市場育成のきっかけとなったアジア通貨危機で大きな痛手を被った地域で域内資金調達手段の形成がなされつつあることがわかる。

アジア債券市場育成の機運が高まったこの一〇年間、アジアの債券市場はローカル市場を中心に、確実に成長をしている。そしてアジア通貨危機で大きな被害を被った東南アジア諸国では国債市場よりも社債市場の拡大速度の方が早く、民間による債券市場の成長といった状況がうかがえる。その結果として、サブプライムローン問題が生じていた時期のアジアの債券市場の落ち込み幅も小さく、その後すぐに回復するという状況につながっている。市場規模自体はまだまだこれから成長の余地があるが、近年のアジアにおける債券市場は安定して成長しているように見える。

4 アジア債券市場育成の取り組みによる影響

これまでの整理から、アジア債券市場育成の取り組み以降、アジア債券市場は順調に成長し、サブプライムローン問題の時期にも一時的なショックにとどまっており、その成長ペースに陰りが出ていないことがわかった。

ではその成長に、アジア債券市場育成の取り組みはどのような影響を与えたのであろうか。ここでは、比較的早くに成果が出始め、アジア債券市場の成長、とりわけ社債市場の成長に影響を与えたと考えられる要因について

て二つあげておこう。

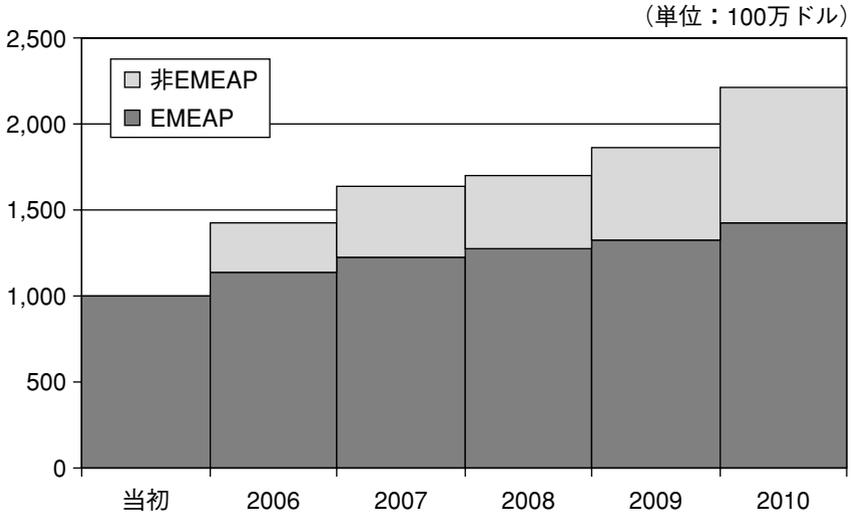
(1) A B F による現地通貨建て債券市場への民間投資の参加拡大

一つ目は A B F 2 による現地通貨建て債券市場育成の取り組みである。この取り組みは現地通貨建て取引の拡大と、民間へのファンドの開放による投資家育成の二つの効果が考えられる。A B F 2 は二〇〇四年一二月に設立された当初には E M E A P メンバーによる投資に限定されていたが、順次民間の投資家にも開放されていった。⁽⁷⁾

その A B F 2 の規模について示したものが図 2 および図 3 である。図 2 は P A I F の、図 3 は八か国・地域の債券に投資をしているファンドオブファンズの規模を投資家別に表したものである。データの制約により二〇一〇年までの情報となるが、P A I F は二〇一〇年の段階で当初の一〇億ドルから二倍超の約二二億ドルに、八か国・地域へのファンドは当初の一〇億ドルから二〇一〇年には約一・五倍の約一五億ドルに、それぞれ拡大している。図 2 および図 3 は米ドル建ての表示であるが、現地通貨建てであっても P A I F は累積で四〇%のリターンをあげており、八か国の各サブファンドもまたほとんどが毎年プラスのリターンをあげている。⁽⁸⁾ また八か国・地域への投資についても同様にほとんど毎年プラスのリターンをあげている。⁽⁹⁾

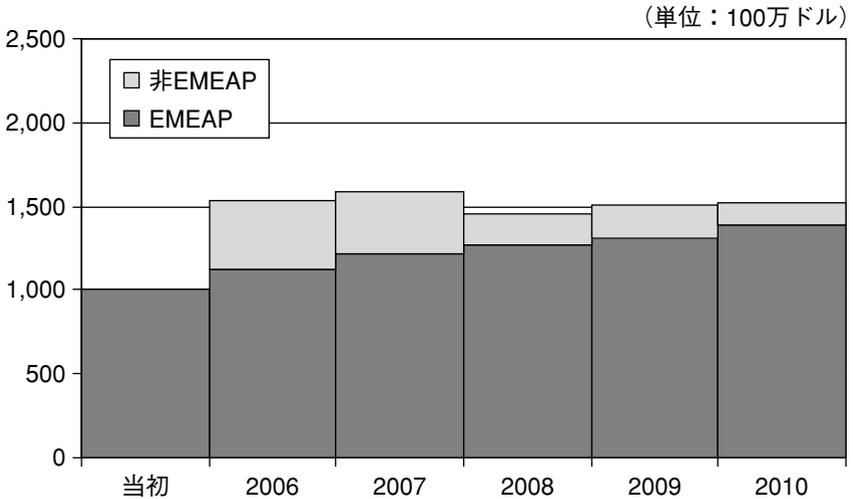
注目すべきはその間、非 E M E A P の投資家、つまり民間の投資家が一定規模で存在するようになったことである。⁽¹⁰⁾ 図 2 および図 3 を基に考えると二〇〇六年には約二四%、二〇〇七年には約二四%、二〇〇八年には約二〇%、二〇〇九年には約二二%、二〇一〇年には約二五%が非 E M E A P の投資家、つまり民間投資家による保有であった。とりわけ民間による投資の増加が著しいのが P A I F である。二〇一〇年の段階では、P A I F への投資のうち 1/3 以上が民間の投資家によるものであった。ここから A B F 2 において民間のアジア債券市場

図2 PAIFの規模



(出所) Chan, et. al. (2012), p. 37。

図3 8か国ファンドオブファンズの規模



(出所) Chan, et. al. (2012), p. 37。

投資を牽引してきたのはP A I Fであったといえるだろう。⁽¹¹⁾

このことは、アジアにおいて民間投資家による潜在的な債券投資需要が存在していたことを示している。現地通貨建て債券への安定的な投資商品としてA B F 2が登場することによって、民間による債券投資が増加し、債券市場が活発化したと考えられる。A B F 2の順調な成長は、アジアの債券市場全体に対する成長要因として考
えることができるだろう。

(2) アジアにおける社債市場の拡大と格付の整備

また、Shim (2012)によるとアジアにおける社債市場拡大の要因は複数あるが、そのうち一つ地域の格付機関の存在であるという。現在、アジア格付機関連合 (A C R A A : Association of Credit Rating Agencies in Asia) のメンバーだけでも、マレーシア、タイなど東南アジアの国を含め一三か国三〇機関の格付機関が存在している。⁽¹²⁾ A C R A Aのメンバーもまた、この数年で増加しており、A P E Cに正式メンバーとして招聘された二〇〇四年時点では、メンバーは一か国一九機関であった。⁽¹³⁾ Shim (2012)では、このような格付機関の成長が、アジアにおいて国際的格付機関の格付を得られない企業に対して社債市場へのアクセスの道筋を作ったとされている。

表3は、二〇〇五年以降のアジアにおける社債発行をその取得した格付で分類したものである。この表の上部は三大格付機関の格付を受けたアジア地域の社債について示されている。国際的な格付を受けた社債の規模が下から二行目に示されており、受けた格付の比率がその上方に示されている。

この表3によると、サブプライムローン問題で世界の金融市場が大きく揺れていた二〇〇七年および二〇〇八年では、それ以前と比較すると、三大格付機関から格付を取得した社債の発行数が急減している。二〇〇五年に

は一五三億ドル、二〇〇六年には一三四億ドルの新規発行があったが、それが二〇〇七年には六二億ドル、二〇〇八年には四一億ドルへと急減している。その後回復はするもの、二〇〇六年以前の水準にはなかなか戻りにくい状況が見て取れる。とりわけ二〇〇八年では、投機的格付の社債発行がほとんどなくなっており、低格付の社債はその発行が行えない状況となっていたことがわかる。

その一方で、表3の最下段、地場の格付機関からの格付のみ（含格付無し）の新規社債発行の規模は、それに対応するように急拡大していった。二〇〇五年には五六二億ドル、二〇〇六年には五七六億ドルであったものが、二〇〇七年には八四四億ドル、二〇〇八年には一一一九億ドルと急増したのである。地場の格付は国際的には評価されないため、この社債発行増加は地場の格付情報を評価できる域内投資家による投資がもたらしたものとと言える。逆にいえば、地場の投資家は自分たちの評価できる情報が增えることによって、その投資を増やすことができるのである。この表3はかなり広い範囲のアジアを対象とし、また、格付を受けない社債発行も含んでいるためアジア債券市場育成の効果を見る

表3 アジア地域の社債発行に関する格付¹

(100万ドル)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ²
AAA	0.2%	0.0%	0.7%	0.0%	8.5%	8.1%	1.9%
AA	9.2%	8.4%	0.8%	12.3%	18.8%	12.5%	1.2%
A	15.9%	51.5%	22.2%	50.6%	46.3%	43.7%	43.8%
BBB	43.4%	20.6%	41.4%	34.2%	2.1%	18.5%	21.5%
BB	17.2%	9.8%	21.1%	3.0%	24.2%	11.5%	26.9%
B	10.9%	9.0%	13.8%	0.0%	0.0%	5.8%	4.7%
CCC	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
D	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合計（国際格付） ³	15,266	13,378	6,206	4,147	11,628	10,455	12,451
合計（地場格付／無格付） ⁴	56,150	57,591	84,423	121,940	241,850	215,177	194,571

1：ここで対象とされているのは中国、香港、台湾、韓国、インド、インドネシア、マレーシア、パキスタン、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムである。

2：2011年については9月末までのデータ。

3：三大格付機関のうちの一つ以上格付を受けたもの。

4：地場格付機関からの格付のみか、格付を受けていない社債。

(出所) Shim (2012), p. 8.

うえでは参考までのデータとなるが、それでもこれほどの明確な傾向は、地場の格付の存在が、地場の投資を呼び起こしうるといふことを表している。

地場の格付会社が成長してきているのは、むしろ各国の取り組みや実際の金融市場の要請によるところはあるだろうが、前述したようにABMIにおいてワーキンググループやタスクフォースを形成し、金融インフラの一つとして格付の重要性について検討を重ねてきたことによる。これもまた、成果の一つと見ることができらう。

5 おわりに

アジア通貨危機以降、アジアにおける債券市場、とりわけ現地通貨建ての債券市場の重要性が指摘されてきた。そしてここまで見てきたとおりさまざまな取り組みがなされ、その効果は徐々に出てきていると思われる。

ASEAN+3やEMEA Pといった公的枠組みでの債券市場育成の取り組みは、二〇〇〇年代後半に入り本格化し、その取り組みによって民間の投資家の参入も増加してきている。そしてアジア債券市場全体の規模も、二〇〇〇年代前半よりも後半に入ってからの方が拡大のペースが早まっている。ここから、アジア債券市場育成の取り組みは、地道に成果をあげているということができらう。今後のアジアの金融安定のための取り組みとしても、域内の経済成長のための資金調達手段の発展としても、より重要性を増していくと考えられる。

(本研究はJSPS科研費24530513の助成を受けたものである。)

注

- (1) 二〇一〇年国財務大臣・中央銀行総裁会議声明(二〇一一年一月一四―一五日、パリ) (http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g20/g20_231015.htm)
- (2) Shim (2012), pp.6-8.
- (3) アジア債券市場に関する政策的取り組みを行う枠組みについては、西尾(二〇〇六)、糠谷(二〇一〇a)、糠谷(二〇一〇b)などを参照された。
- (4) 中村(二〇一二)によると、日本からは国際協力銀行が二億ドルを出資しており、この出資は中国の二億ドルと並んで最大規模の出資である。次いで韓国一億ドル、ADB一億三〇〇〇万ドル、ASEAN諸国で七千万ドルとなっている。
- (5) 報道その他によると、二〇一二年のうちに最初の案件が出るとされている。「アジア社債の高利回り、年金基金を引き付ける公算―保証開始」(<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-M4TCUB6KLV RD01.html>) によると、九月中旬に二三の案件が出る予定であったようである。また中村(二〇一二)においても、保証案件の選定が言及されている。
- (6) 表とはASIAN BOND ONLINEによる国内債市場を建値通貨によって分類した表であり、表1のBISによる表とは集計の違いからか、数値に若干の違いが見られる。このため、ここではこの点を認識した上でよりアジアの債券市場育成という視点での分析をするべく、近年の傾向を見ることを目的に現地通貨建てのデータが利用できるASIAN BOND ONLINEデータを用いる。
- (7) PAIFは香港、ならびに東京市場にて上場されている。また各国サブファンドは順次、第二フェーズへの移行(民間開放)が進められ、二〇一一年五月二十五日にサブファンドの一つである中国ファンドが第二フェーズへ移行した。

- とで、ABF2の八つのサブファンドがすべて第二フェーズへ移行を完了した。」(EMEAプレスリリース…
<http://www.emcap.org/emcapdb/upload/Press/14july11.pdf>)
- (8) Chan, et. al. (2012)によると、PAIFの投資先の中で最大の収益率をあげているのはインドネシアの債券でありそのリターンは約八六%、次いでフィリピンの債券が五二%のリターンをあげている。
- (9) Chan, et. al. (2012)によると各国サブファンドは二〇〇七年の中国、二〇〇九年の中国、香港、タイを除いて毎年プラスのリターンをあげている。
- (10) ABFの成長および民間投資の増加については中川・桑原(二〇一三)においても指摘されている(八ページ)。本稿の図2および図3とはデータを取る期間が若干異なるなど、差異があったため本文中では詳しく言及しなかったが参照された。
- (11) PAIFは二〇〇五年の七月七日に香港証券取引所に上場し、その後二〇〇九年六月一九日には日本国内では初となる債券型ETFとして東京証券取引所に上場し、一般投資家に対しアジア債券のインデックス投資へのハードルを引き下げる存在となっている。なおPAIFについての詳しい情報はPAIFウェブサイト(<http://www.abi-paif.com/>)を参照されたい。
- (12) ACCRAウェブサイト(<http://accra.com/acraamembers.asp>) 参照。
- (13) JCRウェブサイト「アジア債券市場育成とACRAA—最近開催された二つの地域会議を通じてみる格付Harmonizationの必要性」(http://www.jcr.co.jp/top_cont/report_desc.php?no=1050615)。

参考文献

- ・ 中川忍、桑原啓彰 (二〇二二) 「アジア・ボンド・ファンド (ABF) の進展と課題」『アジア域内金融協力』再考…進展と課題』調査研究報告書 第一章、アジア経済研究所、一―二二ページ。
- ・ 中村修 (二〇二二) 「アジアを取り巻く金融協力」(日本金融学会 二〇二二年度秋季全国大会報告資料)。
- ・ 西尾圭一郎 (二〇〇六) 「アジアの債券市場育成と国際資金フロー」『証券経済学会年報』第四一号、三九―五八ページ。
- ・ 糠谷英輝 (二〇一〇 a) 「アジア債券市場のいま 第1回 アジア債券市場の概況」『月刊資本市場』NO. 三〇一、資本市場研究会、四四―五五ページ。
- ・ 糠谷英輝 (二〇一〇 b) 「アジア債券市場のいま 第2回 アジア債券市場育成を目指した枠組みと取組み」『月刊資本市場』NO. 三〇二、資本市場研究会、五七―六六ページ。
- ・ EMEAP Working Group on Financial Markets (2006), "Review of the Asian Bond Fund 2 Initiative," (<http://www.emcap.org/emeapdb/upload/WGMeeting/ABF2ReviewReport.pdf>).
- ・ Chan, Eric, Michael Chui, Frank Packer and Eli Remolona (2012), "Local currency bond markets and the Asian Bond Fund 2 initiative," *Weathering financial crises: bond markets in Asia and the Pacific*, BIS Papers No. 63, pp. 35-60.
- ・ Shim, Ilhyock (2012), "Development of Asia-Pacific corporate bond and securitisation markets," *Weathering financial crises: bond markets in Asia and the Pacific*, BIS Papers No. 63, pp. 5-14.

(こ)お けいいちゆう・客員研究員)

イギリス金融規制改革のゆくえ

篠田 優

はじめに

リーマン・ショックを機に深刻化した金融危機は、未だ完全なる終息の見通しが立っていない。そればかりでなく危機は、金融から財政、通貨、さらには一部ヨーロッパ諸国をまたぐ経済危機のように、地域横断的な危機といえる状況にまで拡大が続いている。

そのような状況下、他の先進諸国に先駆けて危機の最悪期を脱したかのようにみえるイギリスでは、危機に前後して誕生したキャメロン政権下で抜本的な金融・銀行規制改革が議論されている。アメリカのボルカー・ルー等の導入に関する議論とあわせて考えると、国際金融市場をリードする米英両国のこうした改革論議は、今後グローバルな規制改革に向けた議論にも多大な影響を与えることとなる。

そこで本稿では、紙幅の許す限りにおいて、現時点までに明らかになっているイギリスの金融規制改革の議論について紹介する。そして、危機を経て生じた特徴的な変化については、とくに詳しく検討していきたい。

1 金融危機以前の金融規制体制

今般の金融規制改革について述べる前に、まず旧規制体制が構築されるまでの過程について簡単に確認したい。一九八〇年代ははじめまでのイギリスでは、周知のとおり金融規制といえば法律よりシテイの慣例（紳士協定）に

よる自主規制が優先されていた。それが大きく変化したのは、サッチャー政権下で一九八六年に成立した金融サービス法の施行からであった。この法律の下では、法的責任を負う規制機関としての証券投資委員会 (Securities and Investment Board: SIB) が設置され、SIBがその管理下の自主規制機関 (Self Regulatory Organization: SRO) とともに実際の規制を行うこととされた。また一九八七年銀行法の下ではイングランド銀行 (Bank of England: BOE) の機能が強化され、銀行監督権限もBOEに付託された。こうしてイギリスでは、この時期になってようやく慣例による自主規制から、法を前提とする金融規制体制の基礎が確立されたのである。

ただし、その後もイギリスでは、金融機関の不祥事や破綻により金融業界の安定的な運営はなされるようになったと言えず、依然として金融規制体制の整備が不十分であることが指摘されることとなった。そして一九九七年、労働党政権であるトニー・ブレア政権が誕生すると、財務大臣に就任したゴードン・ブラウンらが中心となり、選挙公約にも挙げられていた金融規制・銀行監督体制の抜本的な改革が開始された。まず一九九七年一月、SIBが金融サービス機構 (Financial Services Authority: FSA) に改組され、個別銀行の監督権限がBOEからFSAに移管された。同時に、財務省・BOE・FSAの三者による「財務省・イングランド銀行・金融サービス機構の了解書き」⁽²⁾ が発表され、この三者が協力かつ分担してイギリスの金融市場および金融機関を規制・監督することとなった。これを一般的にはTripartite Regulatory Systemと呼ぶ。⁽³⁾ そして翌一九九八年にはイングランド銀行法が改正されてBOEの金融政策の独立性が公式に認められ、さらに二〇〇〇年金融サービス市場法が成立すると、それにおいてFSAは個別銀行の公的な直接規制機関としての法的根拠を得た。その後、FSAには保険・証券も含めた金融サービスに関するあらゆる規制・監督権限が集中されることとなり、これによ

りイギリス金融規制の旧来的枠組が一応の完成をみることとなった。⁽⁴⁾

2 金融危機発生と二〇一二年金融サービス法への流れ

今次金融危機がいつ始まったのかという点は見解がさまざまだが、イギリスでは、リーマン・ショックから一年以上遡る二〇〇七年八月に起こったパリバ・ショックに、金融危機の始まりをみることができると言える。これを機に世界の金融市場では証券化商品への信用が一気に失われたが、イギリスでも二〇〇〇年代中頃以降は証券化商品が少なからぬ規模で発行されており、それらの信用もこれにより失墜した。その結果イギリスでも、買手不在となった証券化商品市場下でその新規発行が困難となり、また既発の証券化商品についても価格の下落が生じた。

このようななか、イギリスで代表的な証券化商品である住宅ローン担保証券 (Mortgage Backed Securities: MBS) の発行を行っていたノーザン・ロックが流動性危機に陥った。ノーザン・ロック危機には前述の Tripartite Regulatory System に参加する三者が協力して対応に当たったが、最終的には BOE が流動性支援を行い、また財務省が中心となり問題銀行を国有化するための二〇〇八年銀行法 (時限法) を立法してノーザン・ロックにこれを適用することにより対応した。このようななか、ノーザン・ロック危機やビッグ・フォーのうち二行の実質国有化や、そして一連の金融システム不安の深刻さが増すにつれ、Tripartite Regulatory System における各主体の担当範囲の不明確さや制度的欠陥に関する批判も沸き起こった。そのうちの代表的なものを示すと以下のとおりとなる。

「ターナー・レビュー⁽⁵⁾（二〇〇九年五月）」における批判⁽⁶⁾

- ・ BOEはインフレ・ターゲットを採用する金融政策の分析に焦点を当てる傾向があり、金融システムの安定をモニタリングするための“Financial Stability Report”を策定してはいたものの、それにおける分析がBOEの政策に十分反映されていなかった。
- ・ FSAは個々の金融機関の監督に焦点を絞っていたため、システムミック・リスクへの監督意識が不十分だった。
- ・ BOEとFSAは、マクロ・プルーデンス分析を積極的に行うこともマクロプルーデンス・ツールを利用することもなく、両者の間に規制領域の隙間が生じていたこと。

「財務省新提案⁽⁷⁾（二〇一〇年七月）」における批判

- ・ BOEは金融システム全体の安定を凶る責任を持ちながら、一方でそれを実現する政策手段が限られていた。
- ・ FSAは金融安定のための政策手段を持っていたが、FSAの業務範囲があまりにも広がったため金融システムの安定面に十分な焦点を当てた行動がなされていなかった。
- ・ 一番の問題として、マクロ・プルーデンスの観点から金融システム全体の安定を凶る役割を担う機関が存在しておらず、「個別金融機関の安定」と「金融システム全体の安定」を結ぶ監督ルートが欠如していた。

このような批判（分析）もあり、イギリスではアメリカやEU圏諸国等における金融規制改革が具体的に進み

だす以前から、新たな金融規制・銀行監督体制の整備が適宜行われていた。具体的には、まず前述の二〇〇八年銀行法で問題のある金融機関の国有化が可能とされ、また二〇〇九年銀行法では二〇〇八年銀行法の恒久化を決定し、同時に投資銀行の破綻処理を倒産法に従って行えるようにした特別破綻処理制度 (Special Resolution Scheme: SRS) が設けられた。そしてターナー・レビューおよびウォーカー・レビュー⁽⁸⁾による提言を経て二〇一〇年金融サービス法⁽⁹⁾が成立し、リビング・ウィルの策定や、BOE、財務省、FSAで構成される金融安定協議会 (Council for Financial Stability: CFS) の設置、また役員報酬や空売り規制の強化とそれに関するFSA権限の範囲拡大と強化が行われた。そして二〇一〇年五月に保守党と自民党の連立政権であるデーヴィッド・キャメロン政権が誕生すると、この政権下で財務大臣に就任したジョージ・オズボーンが、BOEへの個別金融機関監督権限の返還、FSAの解体、抜本的な金融規制改革などの方針を表明した。

このように、イギリスではリーマン・ショック前年のパリバ・ショックから金融システムの大混乱が生じたこともあり、アメリカで二〇一〇年一月にボルカー・ルールが提案される前から、金融市場・銀行規制の改革が議論されていた。そしてキャメロン政権誕生以降、つぎにみるような規制改革が具体的に押し進められていくこととなったのである。

3 二〇一二年金融サービス法案 (The Financial Services Bill 2012)

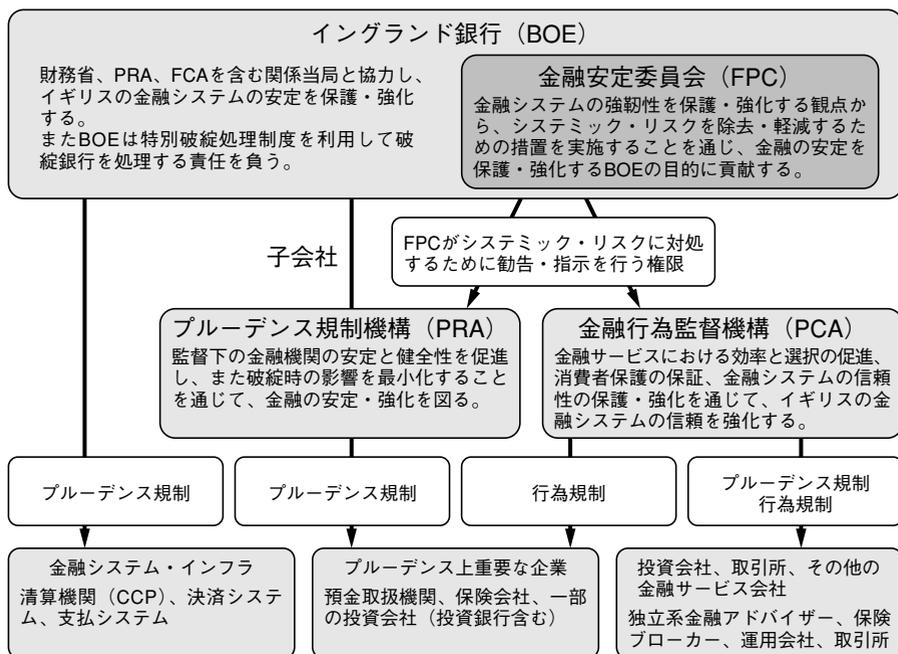
二〇一二年一月、金融サービス法案が議会に提出された。同法案は二〇一〇年七月から財務省を中心に議論されてきたものであり、数度にわたる報告書提出とそれをもとにした議論を経て、ようやく議会提出にこぎつけた法案である。予定としては二〇一二年一月五日の第三読会 (最終読会) で議会における議論を終え、二〇一二

年内に閣議決定をして、二〇一三年第1四半期
中に施行、というスケジュールになっている。

同法案は多岐にわたる事案が議論されており
それぞれが興味深い物であるが、本節ではなか
でも今次金融危機を経たことで議論が深まった
点に絞り内容をみていきたい。とくに重要なも
のとして、前述のとおりFSAの機能移管と解
体をとまなう金融規制体制の枠組みそのものの
改革、およびプルーデンス政策の強化について
の議論が挙げられる。

図1が新たな枠組案の全体イメージである。
最も重要な点としては、BOEの内部に金融安
定委員会¹⁰⁾ (Financial Policy Committee: FPC)
を設置し、FPCに金融システム全体のマク
ロ・プルーデンス監督に責任を持たせる点であ
る。くわえてFSAを解体し、これまでFSA
が担っていた権限および業務を、新設のプルー
デンス規制機構 (Prudential Regulation

図1 イギリスの新金融規制監督体制案



(出所) HM Treasury [2011a] p. 5.より訳出、まとめ。

Authority : P R A) と金融行為監督機構 (Financial Conduct Authority : F C A) の 2 機関に移管する点もポイントといえる。

それぞれの新設機関について若干の説明をくわえると、まず F P C は B O E 総裁が議長となる組織で、金融システムの強靱性を保護・強化するという観点からシステミック・リスクを除去・軽減するための措置を講じ、それを通じて金融システムの安定性を確保することを目的としている。言い換えれば、最終的な目的を同じくする B O E に、具体的な業務を通じて貢献する形となる。なお個別金融機関への監督権限は有していない。

つぎに P R A であるが、これは B O E の子会社形式で新設され、議長は B O E 総裁、委員長は B O E 副総裁のうちブルーデンス規制担当の副総裁が担う。役割としては、ブルーデンス政策上で最も重要な、預金取扱い金融機関・保険会社・一部の重要な投資会社のミクロ・ブルーデンス監督について責任を負うこととなる。くわえて、監督対象機関が破綻した際に生じる他への影響を極力排除するという責任も課されている。

また F C A であるが、これは財務相の指名した者が議長および委員長となる組織で、B O E から独立して設置される。目的としては、消費者保護の確保、金融システムの信頼性の保護・強化、金融市場の効率的な競争がなされる環境整備、が挙げられている。さらに F C A には、P R A の監督下でない金融機関のブルーデンスと行為規制にたいする責任も課されており、F P C の機能や P R A のブルーデンス規制と併せると多元的な規制体制が敷かれることとなる。これは、イギリスの金融規制が一九九七年以来採ってきた統合アプローチからツインピークス・アプローチ⁽¹²⁾へ転換することを意味しており、これは B O E も財務省も強調している点である。

なお、上記の他にも、二〇〇九年法で定められた S R S について B O E が責任を持つこと、危機時には財務省と B O E が協調行動をとることを義務化すること、公的資金利用時には B O E の財務省への通知を義務化すること

と、公的資金利用について財務大臣からBOE総裁への指示権限が策定されること、などの確認と責任追加も同法案には盛り込まれた。

いずれにしても、新たな金融規制・監督体制の枠組案は、金融システム全体の安定を図るための責任・権限・ツールをBOEに再び集中させる方針を明確に表している。これは、BOEがかつて手放した「シティの番人」としての立場を再び取り戻すような枠組みへの復帰案と考えるてもよいであろう。

なお、新規体制の確立に先立ち、二〇一二年三月に発表された「Business Plan 2012/13」において、FSA内部にPrudential Business Unit (PBU) とConduct Business Unit (CBU) が設置されることが決定された。同法案が成立してFSAが解体されるまでの間は、FSA内に設けられた両ユニットがツインピークス・モデルでの規制・監督を行う。

4 独立銀行委員会報告とホワイトペーパー

キャメロン政権誕生後、金融規制体制の改革とは別に銀行業務の範囲や経営のあり方について再検討が開始されることとなり、政権誕生の翌月の二〇一〇年六月に「独立銀行委員会 (Independent Commission on Banking: ICB)」が設置された。同委員会は、設置後に二度にわたり報告書⁽¹³⁾を公表し、これにおいて「リテール・バンクとホールセール・バンクの分離論」と「イギリス独自の自己資本比率規制 (損失吸収力) の導入」を骨子とする提言を行った。政府はこれに大筋で同調し、二〇一一年一二月に公表した国際決済銀行 (Bank for International Settlement: BIS) との共同文書⁽¹⁴⁾において、これをもとに新銀行制度を二〇一五年五月まで立法化するとした。さらに二〇一二年六月、財務省はICBの二度目の報告書 (以下、ICB最終報告書) を立法化するためのホワ

イトペーパー（HM Treasury [2012a]）を公表し、具体的な立法手続きの準備に入った。前置きが長くなったが、本節ではICB最終報告書およびホワイトペーパーの骨子ともいえる、上記の二つの提言について確認し、今後の銀行規制改革案の方向性を確認したい。⁽¹⁵⁾

（１）「リテール・バンク」と「ホールセール・バンク」の分離論

まずリテール・バンクとホールセール・バンクの分離論である。これは、ユニバーサル・バンク形式を採っているイギリスの銀行から、リテール業務を行う部分を「リングフェンス・バンク」としてグループ内で分離し、ホールセール業務におけるリスクからリテール預金を保護する形式を示したものである。対象は、本拠の国籍を問わずイギリスに立地する銀行（他国銀行のイギリス子会社も含む）とされている⁽¹⁶⁾。また、リングフェンス・バンクは法的に独立した主体でなければならず、傘下にホールセール業務を行う子会社（ホールセール・バンク）を所有することはできないとされている。さらに、リングフェンス・バンクはリスク委員会、報酬委員会等のコーポレート・ガバナンスを自主的に監督する委員会を設置することとされており、この点は先に述べたウォーカー・レビューによる指摘が影響を与えたものと考えられる。

また、リングフェンス・バンクの業務についての方針であるが、これは大きく分けて「禁止される業務」、「許容される業務」、「義務化される業務」として明確に区分されている（図2）。その概要について述べるならば、まず個人や中小企業からの預金受入や当座貸越は「義務化」される。そして、ヨーロッパ経済領域（European Economic Area: EEA）内に限り、すべての顧客にたいする当座預金・貯蓄性預金・投資商品の販売を含む預金・決済業務、貿易金融、プロジェクト・ファイナンス、リングフェンス・バンク以外の銀行の商品販売・投資

アドバイスは「許容」される。さらに「禁止」とされるのは、EEA外の顧客にたいするすべてのサービス、金融機関向けの預金受入・決済業務以外の業務、デリバティブ関連業務等である。ただし、金利リスクや為替リスクのヘッジ目的の「単純なデリバティブの組成・販売」については禁止とされていない。

このような形式の提案は、先に述べたとおりユニバーサルバンク・システムを許容しているイギリスの金融機関におけるリアル預金が、ホールセール業務のリスクから分離され保護されるような仕組みを構築する意図を強く感じさせるものである。そしてこの形式をより安定的に運営するため、つぎにみるようなイギリス独自の自己資本比率規制を敷く方針も示されている。

図2 リングフェンス・バンクの業務範囲

義務化される業務

個人・中小企業の預金の受け入れ、オーバードラフトの提供。

許容される業務

EEA内の全顧客にたいする以下の業務

- ・当座預金、貯蓄性預金、投資商品の販売を含む預金の受け入れ・決済。

EEA内の個人、非金融会社にたいする以下の業務

- ・住宅ローン、クレジットカードを含む消費者、企業への有担保・無担保貸出。
- ・貿易金融、プロジェクト・ファイナンスの提供。
- ・リングフェンス・バンク以外への商品提供・アドバイス。

禁止される業務

- ・EEA外（EEA外顧客向）の業務
- ・金融機関向けの預金受入、決済業務以外の業務。

以下の業務を含む、すべての顧客にたいする業務

- ・代理または自己のデリバティブ取引の組成・アレンジ、執行。
- ・株式、社債、転換社債、パートナー出資、投資信託、ETFへの投資。
- ・証券オリジネーション、トレーディング、レンディング（自社発行の証券化商品のオリジネート、保有は可）。
- ・株式・社債の販売の引受。

(出所) Independent Commission on Banking [2011b] p. 54より訳出、まとめ。

(2) イギリス独自の自己資本比率規制

イギリス独自の自己資本比率規制は、リングフェンス・バンクの資本を堅固なものにする意図にくわえ、今次金融危機で経営難に陥った金融機関の公的資金による救済に関する納税者等からの批判を考慮したものと考えられる。そしてICBからは、今後イギリスで活動する銀行には自己資本比率規制をバーゼルⅢをはじめとする国際規制とは別に定め、損失吸収力(Loss Absorbency)を強化して今後に備えることの提言がなされた。その方策のひとつが、「リングフェンス・バッファ」としての自己資本比率サーチャージの三%上乗せ賦課である。ホワイトペーパーでも、これについては概ね提案どおり受け入れられている。

具体的に表せば、大規模なリングフェンス・バンクにたいしては、バーゼルⅢで規定されている普通株(Tier 1 比率(七%))にくわえ三%の「リングフェンス・バッファ」を別途上乗せするというものである(合計一〇%)。ここでいう大規模リングフェンス・バンクとは、リスク・アセットの対イギリスGDP比率が三%超のリングフェンス・バンクで、具体的にはビッグ・フォーにサンタンデールUKとネーションワイド住宅金融組合をくわえた六行となる⁽¹⁷⁾。そして同比率が三%以下のリングフェンス・バンクには段階的に〇〜三%未満までのリングフェンス・バッファが課される。なお、リングフェンス・バッファとGSBsサーチャージ(一〜二・五%)⁽¹⁸⁾の両方が課される銀行には、どちらか高い方のみが賦課されることとされている。

また、最終報告ではレバレッジ比率(資本/総資産)についても提言がなされていた。具体的には、すべてのイギリスに籍を置く銀行およびすべてのリングフェンス・バンクは、レバレッジ比率を三%(レバレッジ二三三程度)にするという提言である。そして中小規模のリングフェンス・バンクは同四・〇六%(レバレッジ二五倍程度)とすることも提言されていた。しかしホワイトペーパーでは、国際基準との整合性が取れなくなる懸念が

らこれを否定したため、ICB委員長のジョン・ヴィッカーズ卿と委員のマーティン・ウルフはこれを不服とし、むしろ3%でもリスクが高く10%（レバレッジ10倍）程度が好ましいとも述べている。¹⁹このようなことから、レバレッジ比率規制については、今後の議論次第で変更がくわえられる可能性もある。

ホワイトペーパーでは、その他にもさまざまな提案がなされている。例えば、危機前までは経営に行き詰った金融機関は救済する（ベイルアウト）ことが前提となっていたが、今後は金融機関の破綻も状況に応じてやむなしとし、実際に破綻が生じた際には株主や債権者にも損失を負担させる（ベイルイン）枠組みを設ける方針、そして金融機関にはその原資となるベイルイン・ボンドを資産規模に応じて保有する（Primary Loss-Absorbing Capacity）ことを義務付ける提案などである。

以上、本節ではICB最終報告およびホワイトペーパーの一部の議論のみ取り上げたが、これらの議論が現実化すると、今後の銀行規制のみならず銀行のビジネスモデルの変更も必要となる可能性もある。またイギリス（シティ）の国際金融における位置付けを考えれば、アメリカの規制改革の動向次第でもあるが、国際金融規制の枠組みに大きな変化の潮流を引き起こす可能性もある。そのような点で、今後のイギリスの銀行規制改革に関する議論は注目されるものである。

おわりに

イギリスは今次金融危機の影響を早い段階から受け、金融機関の破綻や国有化を経験した。とはいえ、一定の落ち着きがみられる現時点では更なる金融危機の深刻化は予想されておらず、ここ数年は新たな金融規制や銀行制度の構築にむけた議論が積極的に行われている。国際金融におけるイギリスの立場や、金融業が国内経済を支

える部分が他国に比して大きいというイギリスの産業構造からみれば、先進的な金融規制体制を他国に先んじて確立することは今後も国際競争力維持するために重要なことでもある。

予定通り二〇一二年内に金融サービス法案が成立し、また二〇一五年五月までにホワイトペーパーをもとにした立法も行われれば、その後は各金融機関が法令遵守のためのガバナンスやビジネスモデルの変更を行う局面に入ると考えられる。その時期までに、国際的な金融危機には一定の収束がみられるかも知れない。しかし、そうであっても国際金融の中心地のひとつであるイギリスには、現在のような厳しい規制体制を構築する意思を失うことなく議論を続けることが求められる。なぜならイギリスは、アメリカとともに国際金融規制体制の改革議論にも大きな影響を与えるからである。その意味でも、今後のイギリス金融規制改革のゆくえは注目されることである。

注

- (1) 一九九一年のBCCI事件、一九九三年頃の個人年金保険不正販売問題、一九九五年のベアリングスの破綻など。
- (2) "Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority"
- (3) 大まかに言えば、財務省が金融サービス・金融市場の規制に関する法的枠組の整備を行い、BOEが金融システム全体の安定性確保に責任を負い、FSAが法的枠組のなかで個別金融機関の規制・監督を行うという分業体制。
- (4) ただし、住宅ローンに関する規制監督権限は例外的に住宅ローン貸付業協会 (Council of Mortgage Lenders : CML) が有することとなり、自主規制ルールであるモーゲージ・コードにもとづく規制監督が行われた。
- (5) "The Turner Review : A Regulatory Response to the Global Banking Crisis"

- (6) 小立(二〇一一)七一頁におけるまとめ等を参考にした。
- (7) "A New Approach to Financial Regulation : Building a Stronger System"
- (8) "Walker Review of Corporate Governance of UK Banking Industry"。コーポレート・ガバナンスの重要性や報酬制度改革等の提言がなされた。
- (9) 基本的には二〇〇〇年金融サービス法の改定であったが、金融危機の反省を踏まえた内容が追記された。
- (10) 英語表記は"Financial Policy Committee"であるため、日本語では「金融政策委員会」と表記したいところであるが、通常イギリスで金融政策委員会を言えは"Monetary Policy Committee"を指す。そこで本稿では、最近の日本国政府系機関の文書で使用されるようになりつつある、「金融安定政策委員会」という表現を用いることとした。
- (11) 単一の総合的な監督機関が金融サービス全体の監督を担う手法。日本、現時点でのイギリス、ドイツ、カナダ、シンガポール、スイスがこの手法を採っている。
- (12) 規制監督の目的に合わせて監督機関を二つに分ける手法。今後のイギリスではブルーテンス監督と業務行為監督を別々の機関が二元的に監督することとなる。なお、オーストラリア、韓国、オランダが既にこの形態を採っている。
- (13) Independent Commission on Banking [2011a], [2011b].
- (14) HM Treasury [2011c]. 原文は共同で執筆された文書であるようだが、講評段階では財務省の単独文書となっている。
- (15) 二〇一二年二月時点では未定の点もあり、本稿発行後に大きく変わる可能性もある。なお、同議論についての叙述は、原文をもとに小林(二〇一二)、鈴木(二〇一二)、三谷(二〇一二)も参考とした。
- (16) ICB最終報告書の段階では対象に住宅金融組合も含まれていたが、ホワイトペーパーにおいては住宅金融組合は含まれなかった。また、預金受入総額二五〇億ポンド未満の銀行はこの適用外となる。

- (17) 中小規模のリングフェンス・バンクには、同バッファーを賦課しない、または賦課率を減じる方向となるようである。
- (18) グローバルにシステム上重要な銀行 (Global Systemically Important Banks : G-SIBs) に課せられるサーチャージ。バーセルⅢによる拡張規定。

(19) Financial Times電子版「記事番号 [120614]」。

参考文献

- ・井上武 (二〇〇九)、「欧州における金融規制改革の議論」、『資本市場クォーター』二〇〇九年春号収録、野村資本市場研究所。
- ・河村賢治 (二〇一〇)、「英国における金融制度改革—アメリカ方途の対比において—」(二〇一〇年一月一日講演録、於早稲田大学)。
- ・小立敬 (二〇一二)、「英国の金融規制システム改革法—マクロ・ブルーデンスに重点を置いた体制築—」、『野村資本市場クォーター』二〇一二年夏号、野村資本市場研究所。
- 小立敬 (二〇一一)、「リテール・リングフェンス、P L A C による英国銀行改革—独立委員会の最終報告—」、『野村資本市場クォーター』二〇一一年秋号、野村資本市場研究所。
- ・小林襄治 (二〇一二)、「英国の銀行改革 (独立銀行委員会報告) —大きすぎて救えない リングフェンスと最低一七%の損失吸収資本—」(二〇一二年二月九日講演録、於日本証券経済研究所)、『証券レビュー』第五二巻三号、日本証券経済研究所。
- ・鈴木利光 (二〇一二)、「E U の金融規制改革における英国のポジション—英国は金融立国としての地位を保てるか—」、『大

和総研調査季報』二〇一二年春号収録、大和総研。

鈴木利光（二〇一二）、「英国銀行規制改革、スタンス軟化の兆し」、『大和総研レポート』二〇一二年六月号、大和総研。

・三谷明彦（二〇一二）、「英国の銀行制度改革―ヴィッカーズ委員会報告とリテール・リングフェンス―」、みずほ総合研究所、二〇一二年八月。

三谷明彦（二〇一一）、「国際的な金融規制改革の動向」、みずほ総合研究所、二〇一一年一月。

・ Financial Services Authority [2009], *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, March 2009.

・ HM Treasury [2012a], *Sound Banking: delivering Reform*, October 2012.

HM Treasury [2012b], *A New Approach to Financial Regulation: Securing Stability. Protecting Consumers*, January 2012.

HM Treasury [2012c], *Banking Reform: delivering stability and supporting a sustainable economy*, June 2012.

HM Treasury [2011a], *A New Approach to Financial Regulation: the Blueprint for Reform*, June 2011.

HM Treasury [2011b], *A New Approach to Financial Regulation: Building a stronger system*, February 2011.

HM Treasury [2011c], *The Government response to the Independent Commission on Banking*, December 2011.

HM Treasury [2009], "Walker Review of Corporate Governance of UK Banking Industry", November 2009.

・ Independent Commission on Banking [2011a], *Interim Report Consultation on Reform Options*, April 2011.

Independent Commission on Banking [2011b], *Final Report Recommendations*, September 2011.

（やなた すぐる・客員研究員）

証研レポート既刊目録

- No.1661 (2010. 8)** 執筆者
 ギリシャの財政危機から何を学ぶか 中島
 風力・太陽光発電ファンドの展開 松尾
 ー市民出資型ファンドを中心にー
 統合監査追跡システムに関するSEC提案について 清水
 アメリカのコポレート・ガバナンス改革 福本
 我が国のPTSの現状と課題について 深見
- No.1662 (2010.10)**
 SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用 坂下
 利回り「反」革命は定着するか 二上
 金融危機下の米国ネット証券会社 伊豆
 フラッシュ・クラッシュに関する共同報告書 吉川
 ー謎は解けたかー
 国庫短期証券は国債かー公社債市場関連統計に関する一考察ー 横山
 J-REIT市場の投資家構造 志馬
- No.1663 (2010.12)**
 なぜ日本の政府債務は世界最悪になったか 中島
 ー平成元年以降の財政構造分析ー
 SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用(2) 坂下
 農林業再生と金融機関・投資ファンド 松尾
 フラッシュ・クラッシュ後の対応策 清水
 個別株主通知とは何か 福本
 大手ネット証券を巡る最近の動向 深見
- No.1664 (2011. 2)**
 証券会社のROE概観 二上
 Eトレードとサブプライムローン 伊豆
 S GXによるASX買収合意 吉川
 ーアジアの取引所再編?ー
 J-REIT市場の価格形成 志馬
- No.1665 (2011. 4)**
 なぜ財政規律が失われたか 中島
 ー赤字国債償還ルールの変更と選挙制度ー
 SEC調査報告書に見る投資顧問検査の検査件数等の問題点について 坂下
 庶民金融とマイクロファイナンス 松尾
 格付会社の競争構造について 清水
 アメリカのsay on payの導入 福本
 逆風下の準大手、中堅、中小証券経営 深見
- No.1666 (2011. 6)**
 個人投資家の動向について 二上
 欧州中央銀行における「資金偏在」問題 伊豆
 国境を越えた取引所の合併・買収 吉川
 クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引におけるクレジット・イベントの認定 志馬
- No.1667 (2011. 8)**
 復興債発行の政治経済学 中島
 再生可能エネルギーファンドの現状 松尾
 証券市場のテクノロジーと規制に関するIOSCOの報告について 清水
 信用取引の議決権行使 福本
- No.1668 (2011.10)** 執筆者
 日米証券界の収益状況比較 二上
 米国における「受託者責任(Fiduciary Duty)」の展開について 坂下
 ーSECの調査報告書を中心にー
 欧州中央銀行とELA(緊急流動性支援) 伊豆
 LSEGによるTMX買収合意の撤回 吉川
 わが国CDS市場の価格形成 志馬
 ー株式市場との比較を中心にー
- No.1669 (2011.12)**
 なぜ欧州の国債相場は急落し日米相場は安定しているか 中島
 市場機能のパフォーマンス評価 二上
 ドイツ版フラッシュ・クラッシュ 吉川
 ーフラッシュ・クラッシュとは何かー
 証券市場の新しいテクノロジーをどう考えるか 清水
- No.1670 (2012. 2)**
 ソーシャル・ビジネスと証券市場 松尾
 欧州中央銀行の危機対策 伊豆
 ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回 吉川
 レバレッジETFを巡る議論 志馬
 ーデリバティブを組みこんだETFの紹介とSECの動きー
- No.1671 (2012. 4)**
 国債取引の決済期間の短縮化とレポ市場の整備 中島
 ー二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表ー
 外務員資格試験制度の改革と課題について 坂下
 米国のダブル・ボトムライン投資ファンド 松尾
 高頻度取引をめぐる規制動向 清水
 株式マーケット・ニュートラル戦略のリスク・リターン比較 坂本
- No.1672 (2012. 6)**
 投資勧誘規制の在り方をめぐる論点 二上
 ユーロ危機とECB 伊豆
 ダーク・プールの陥落 吉川
 ーSECによるバイブライン処分ー
 香港取引所のグローバルIPO市場 志馬
 新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景 築田
- No.1673 (2012. 8)**
 FMI(金融市場インフラ)の強化によるアジア債券市場の活性化 宿翰
 ー資金決済(PVP)と証券決済(DVP)のリンクが大事ー
 日本の国債相場を支えているものは何か 中島
 アメリカのダークプール規制のその後 清水
 インドの金融システムの構造は変化したのか? 西尾
 日本の地方債制度とその格付け 江夏
 ー地方債市場の持続可能性に焦点を当ててー
- No.1674 (2012.10)**
 日銀の「危機対策」と「最後の貸し手」機能 伊豆
 ナイト・キャピタルのアルゴ暴走 吉川
 ー超高速コンピュータ取引のリスクー
 米国ボラティリティ商品市場の拡大とトラブル 志馬
 ークレディ・スイス発行のETNを巡る問題ー
 米国投資顧問業(RIA)の自主規制機関(SRO)をめぐる論議 坂下

当研究所 新刊案内

Securities Market in Japan 2012

日本証券経済研究所編 ISBN978-4-89032-819-2

菊判 365頁 定価2,625円（本体2,500円＋税） ㊦340円

当研究所では、「図説 日本の証券市場」及びそれを英訳した「Securities Market in Japan」を2年ごとに刊行し、証券市場、証券業務、証券規制等について、分かりやすく、アップトゥデートな解説書としてご利用いただけるよう務めてきました。

本書は、「図説 日本の証券市場2012年版」を英訳したものであり、金融・証券システムの改革や証券市場の現状に関心をもつ内外の方々に、広くご利用いただければ、幸いです。

CONTENTS

CHAPTER I	The Securities Market and the National Economy
CHAPTER II	The History of the Japanese Securities Market
CHAPTER III	The Stock Issuing Market
CHAPTER IV	The Stock Trading Market
CHAPTER V	New Issues of Bonds in the Primary Market
CHAPTER VI	The Secondary Markets for Bonds
CHAPTER VII	The Derivatives Market
CHAPTER VIII	The Securitized Products Market
CHAPTER IX	The Financial Instruments Exchanges (1)
CHAPTER X	The Financial Instruments Exchanges (2)
CHAPTER XI	Prohibited and Regulated Acts of Securities Trading
CHAPTER XII	Financial Instruments Business (Securities Business)
CHAPTER XIII	Asset Management Service
CHAPTER XIV	Investment Trusts
CHAPTER XV	The Information Disclosure System
CHAPTER XVI	Securities Taxation
CHAPTER XVII	The Securities Regulatory System
APPENDIX	Chronology of Events Related to Securities

当研究所 新刊案内

証券税制改革の論点

日本証券経済研究所 証券税制研究会編

A5判 273頁 定価2,100円（本体2,000円＋税5%）

本書は、2011年1月から2012年4月にかけて、日本証券経済研究所の証券税制研究会が取り組んだ研究プロジェクト「証券税制改革の論点」の成果をまとめた論文集である。

わが国では、証券関連税制（法人税、資産所得税、金融取引関連税など）の抜本的な改革方向について十分に検討されているとはいえない。このため、長期的・包括的な視野に立って、抜本的な改革プランを構築するための論点を明示することが求められている。本書ではこのような問題意識を持って、最近の国際的な改革論や政策論の動向を明らかにし、それを経済学・法学の立場から位置づけ、わが国の証券税制改革への含意について検討している。

目 次

- | | | |
|-----|--|---|
| 第1章 | 金融危機後の金融関連税制 | |
| | | 一橋大学国際・公共政策大学院准教授 國枝繁樹 |
| 第2章 | A P T（自動支払取引）税構想とわが国への
アプリケーション：アップデート | |
| | | 東洋大学経済学部教授 大野裕之 |
| 第3章 | ベルギーのみなし利息控除について | |
| | | 日本証券経済研究所主任研究員 山田直夫 |
| 第4章 | スウェーデンの法人源泉所得課税政策 | |
| | | 早稲田大学政治経済学術院教授 馬場義久 |
| 第5章 | ニュージーランドの資本所得課税改革
—2010年度税制改革をめぐる議論の考察— | |
| | | 中央大学経済学部教授 篠原正博 |
| 第6章 | アメリカの貯蓄優遇税制と所得分配
—州・地方債利子非課税制度を中心として— | |
| | | 獨協大学経済学部教授・当研究所客員研究員 野村容康 |
| 第7章 | 金融所得税制の改正が家計の金融資産選択に与えた影響
—フローベース需要関数を用いた実証分析— | |
| | | 電力中央研究所社会経済研究所主任研究員 井上智弘
早稲田大学高等研究所助教 上條良夫 |
| 第8章 | 有価証券の Hidden Ownership に係る課税問題 —有価証券の電子
取引、スワップ、貸株、信託口保有株等による実質的持分権者の
秘匿と課税— | |
| | | 横浜国立大学大学院国際社会科学部研究科法曹実務専攻教授 岩崎政明 |

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

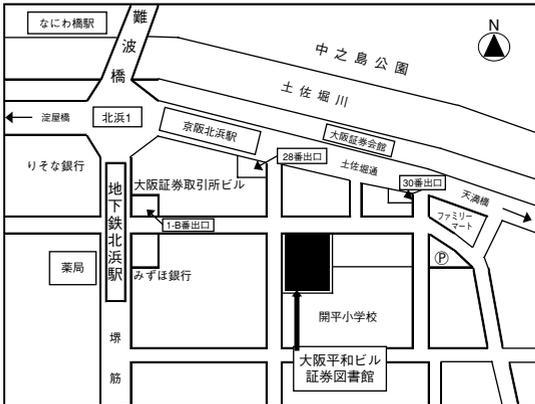
所在地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ~ 午後4:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図書 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅1-B番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六七五号
二〇一二年十二月十日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2012年12月号

発行所

公益財団法人 日本証券経済研究所
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)