

WTO トーハ開発ラウンド交渉に向けての

証券業界の目標と課題

(全米証券業者協会 (SIA) 発表論文の仮訳)

Kyle L Brandon

(SIA)

このレポートは全米証券業者協会 (SIA) の発表論文
(著者: Kyle L Brandon) を仮訳したものである。

原文のインターネットページは次のとおりである。

<http://www.sia.com/research/pdf/RsrchRprtVol7-1.pdf>

2001年11月にカタールの首都ドーハで開催された第4回WTO閣僚会議において、21世紀の諸課題にも呼応した幅広いアジェンダ（交渉事項）を内容とする新ラウンドの開始が決定された。新ラウンドのアジェンダには、金融サービス交渉などサービス貿易の自由化も含まれており、米国証券業界では、各国の資本市場自由化を推進していく上で大きな機会を提供するものと認識されているようだ。ここに掲げたSIA（全米証券業者協会）の論文は、米国証券業界の立場から金融サービスの自由化推進の必要性を論じたものであり、資本市場自由化はすべての市場参加者にさまざまな機会を提供し、既存の金融機関はそのポートフォリオを分散することが可能となり、また、地元の企業に対しても多様な資金調達手段を提供することとなるなど、すべての人々に利益をもたらすものであるという認識を示している。証券業界とドーハラウンドとのかかわりを真正面から論じたものが少ないこともあって、この問題を考える際の参考にしていただければと思う。

WTO ドーハ開発ラウンド交渉に向けての証券業界の目標と課題

要約

世界貿易機関（WTO）のドーハ開発ラウンドは、米国の交渉者たちに対して、米国企業の競争を阻害し、米国の経済成長や雇用創出を妨げるような海外市場における障害を取り除く機会を提供する。重要なことは、貿易の自由化は資本市場の効率性を高め、強化し、金融部門の安定性を増加させ、経済成長を加速し、国民生活の質を向上させることによって、発展途上国に対しても真の利益をもたらすことになるだろうということである。金融サービス部門における貿易の自由化によって、WTO のメンバー（以下メンバーという）はドーハラウンドの合意により創出される新たな市場開放の機会をフルに利用した財やサービスの供給者を支援することになる。以下では、1）金融サービス（そして開放された世界市場）の米国経済にとっての重要性、2）開発途上国にとっての自由な金融市場の利益、3）ドーハラウンドに向けての証券業界の課題という三つのキーポイントについて論ずる。

金融サービス部門：米国経済成長の触媒（変化を促進するもの）

米国の金融サービス部門は、米国経済の要である。金融サービス会社は、新規事業のための資本調達から企業買収のための信用増強、小売業者のための財務管理、米国の多国籍企業へのリスク管理商品およびサービスの提供にいたる経済のあらゆる側面に係わりを持っている。米国経済における比類のない重要な役割を果たす中で、金融サービス部門は過去10年間にわたってこの国の高い経済成長と雇用創出に顕著な貢献を果たしてきた。

米国の証券業界は、国民経済のエンジンに燃料を供給している。証券業界は3兆8千億ドルの資本を調達したと推計されているが、証券業界はここ5年間連続して3兆円を超える調達を実現している²。過去6年の間に証券業界は20兆ドル近くを米国企業のために調達してきたが、この金額は、それに先立つ30年間の調達額18兆1千億ドルをすでに凌駕している³。興味深いのは、米国証券業界の米国経済の総生産への寄与が、総生産が2倍になった1989年から2004年の間に4倍近くに増えているという事実である⁴。

より広い見地から見れば、米国の金融サービス業界⁵の2004年国内総生産（GDP）への寄

¹ Mark E. Lackritz の証言および “Recommendations for Liberalization of Trade in Capital Markets-Related services,” Global Securities Industry, October 2005 (www.sia.com/international/pdf/wtomodel.pdf) (“WTO Model”) から引用。Larkrits 氏は SIA 理事長で国内および海外の金融政策、貿易および技術に関する下院金融サービス小委員会の前委員。証言は、2005年11月に行われた金融サービス貿易を通じた効率性と経済成長の伸展に関する下院公聴会での証言。

² 会社資本の引受、私募、中期ノートを含む。出展：Thomson Financial, Investment Dealers Digest.

³ SIA, *Securities Industry Fact Book 2006*（近刊）(www.sia.com)

⁴ 以下を参照。U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis (BEA) Annual Industry Accounts (www.bea.gov/bea/dn2/annual_industry.htm)

⁵ 証券会社およびその関連業務、銀行、保険会社を含む。

与は 9270 億ドルに達したが、これは GDP の 7.9% に相当する⁶。そして 610 万人を超える従業員がこれらの企業が供給する商品やサービスを支えているのである⁷。金融サービス会社は輸出業者でもある。2004 年には、その輸出額は 274 億ドルに達し、162 億ドルの貿易黒字を生み出した⁸。金融サービス部門の絶え間ない活力は、海外市場における商品販売能力にダイレクトに結びついている。

米国の金融サービス企業は海外市場におけるプレゼンスを高めている。というのは、絶対額ではいまだに世界最大の米国経済と証券市場がともに世界におけるシェアを低下させていることを見てきたからである。たとえば、世界の GDP の 80% 近く⁹、世界の株式・債券市場の半分以上は、米国の外側にある¹⁰。同様に、世界の年金資産 15 兆 3 千億ドルの半分は米国の外側に存在している¹¹。

加えて、最良の成長機会の多くは米国以外の市場に存在する。ある予測によれば、中国、ブラジル、インドのような市場は、2050 年までには世界最大の市場に数えられることになりそうだ。米国の投資家や企業はすでにこうした新市場に接近し始めている。そして、米国の証券会社は、顧客の国際的な関心に奉仕するためにも、開放的で公正なアクセスを持つ必要がある。

金融市場自由化の利益

一般的には金融サービス面での貿易自由化、限定的には資本市場にかかわるサービス面での貿易自由化は、開発ラウンドの経済成長目標を達成する上で中心となるものである。金融部門の発展と拡大は、疑いもなく先進国経済と開発途上国経済の双方に利益をもたらす。別の観点から言えば、金融部門に競争を開放すればするほど（それが国内であろうと国外であろうと）経済に与える利益は大きなものとなる。たとえば、2001 年の世界銀行の見通しによれば、2015 年までに開発途上世界は、金融部門の自由化によって、年間生産のうち 3000 億ドル以上、換言すれば GDP の 2 パーセントを獲得するとしている¹²。

⁶ 以下を参照。 www.bea.doc.gov/bea/pn/GDPbyInd_VA_NAICS.xls

⁷ 以下を参照。 U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics (www.bls.gov/news.release/pdf/empst.pdf Table B1, December 2005)

⁸ 以下を参照。 BEA, International Economics Accounts, Table1. Trade in Financial Services, 1992-2004. (www.bea.gov/bea/di/1001serv/tab1b.xls).

⁹ 以下を参照。 International Monetary Fund, *World Economic Outlook: Building Institutions*, September 2005 (www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/02/pdf/statappx.pdf) , p.198

¹⁰ 以下を参照。 International Financial Services, London, *Fund Management – City Business Series*, Aug 2005 (www.ifsl.org.uk/uploads/CBS_Fund_Management_2005.pdf) , p.7

¹¹ 同上。 5 頁。

¹² 以下を参照。 World Bank, *Global Economic Prospects and Developing Countries*, 2001. WTO Model の 2 頁、第 3 表に引用されている。

資本市場が「より深化」すれば（つまり、もっと多くの、もっと多様な証券が発行され、もっと多くの参加者が取引する）自由化は発展途上国の金融システムをより強化することになる。世界銀行は、債券市場の流動性の増大が、各国の金融政策の効率性を高め、外貨建て債務の負担を減らし、国内の金融システム全体の安定に寄与することに気づいていた。

それに加えて、最近の金融危機からの重要な教訓は、成長しつつある債券市場、株式市場を含む非銀行金融制度の広がりが銀行システムの過大な負担を軽減するという点だということだ。先進諸国、発展途上諸国双方の主要監督機関の意見は一致している。全体的に見て、自由化は経済のあらゆるレベルで利益をもたらす。既存の金融機関はその投資ポートフォリオを分散することが可能になり、また、地元の企業にとっては国内外の投資家からの資本と新しくまた自由度の高いファイナンス手段を利用する機会が増えることになる。

ドーハラウンドに対する証券業界の目標と課題

サービス貿易に関する一般協定（The General Agreement on Trade in Services, GATS）¹³ および 1997 年の金融サービス交渉での約束（commitments）は、金融サービスにおける国際的なルールを確立する上での重要な第一歩であった。しかし、この協定や約束は、メンバーが彼らの約束を断固として拡大するという方向に動かない限り、その価値を失ってしまうことになるだろう。他の WTO 協定とは異なり、GATS における最も重要な市場アクセスルールは、メンバーが譲許に同意したサービス部門と供給「方式」に限定してメンバーに適用される（これは、貿易自由化交渉の「ポジティブ・リスト」と呼ばれる）。換言すれば、市場アクセス手段としての GATS の価値は、個々のメンバーが受け入れることに同意した特定の約束（specific commitments）であるということにある。

1997 年の金融サービス交渉を経て、メンバーの特定約束は 1995 年に比べ増加したものの、GATS ルールがまったく適用されない、あるいはほとんど適用されない多くの部門および供給方式が残されることになった。その結果、証券会社はいまだに、顧客の要求を満足させるという彼らの能力発揮を阻害する数多くの差別的な障害に直面している。

この困難を乗り越えるために、世界の証券業界は資本市場にかかわるサービスのための GATS 約束の「モデル表（Model Schedule）」を策定した¹⁴。このモデル表は、重要な規制目的を守っている限り、業界の視点からみて証券会社が世界中の顧客にもっとも効率よく奉仕できるようなタイプの約束を反映したものとなっている。モデル表は、米国、欧州、

¹³ 詳細については GATS のウェブサイト参照。 www.wto.org/english/tratop_e/serv_e/gats_factfiction_e.htm.

¹⁴ 前掲（脚注 1）WTO Model を参照。

カナダ、オーストラリアの主要な証券業協会が、日本を含むそれ以外の地域における組織¹⁵の積極的な助言を受けて、共同でその策定を後援しているのを見てもわかるように、世界的な動きである。

ドーハラウンドにおいて、証券業界は、現代の金融サービス市場が持つグローバルな性格を反映した約束およびグローバルな顧客が望むサービスを米国企業が実際に提供しているような方法を反映した約束を求めている。これらのサービスは、1) 債券、株式およびその他の金融商品の取引、2) 証券の引受と募集、3) 投資助言と投資設計を含む資産管理、4) M&A、企業再建、民営化を含むあらゆるタイプの金融取引のあらゆる側面にかかわる助言サービスを含んでいる。

これらのサービスの各々について、業界は4つの「供給方式」すべてにおける約束を求めている。その方式とは、1) 国境を越えた供給、たとえば、顧客や供給者がともに彼らの居住地を離れることなく電話やEメールで取引を行った場合、2) 顧客がサービスを受けるために海外に出かけた場合、3) 供給者が消費者の居住地に子会社を設立した場合、4) 供給者が顧客の居住地でサービスを提供するために専門家を海外に派遣した場合の供給方式のことである。

今日では、単一の資本市場取引は、しばしば、GATS「供給」の4つの方式すべてを含む複数の証券活動を必要とするため、このような幅広い約束が求められているのである。たとえば、債券引受の際には、メールや電話での情報交換と同じように、発行企業の経営層との直接的な話し合いが必要とされるだろう。それに加えて、発行企業は、金利リスクをヘッジするために引受業者とデリバティブ契約を結ぶことになる。資本市場にかかわるすべての活動と4つの供給方式のすべては、資本市場自由化の利益を確かなものとし、顧客を世界の金融市場に結びつけるために不可欠なものである。

貿易自由化は正常な規制と両立する

資本市場にかかわるサービスにおける貿易を自由化するためのメンバーの約束は、公正で効率的で透明度の高い規制制度 (a fair, effective, and transparent regulatory regime) という文脈の中で請負われなければならない。正常な規制 (sound regulation) は、健全で競争的な市場にとっては不可欠なものである。なぜなら、個人や企業は、彼らが投資や資金調達をしようとしている市場がうまく規制されていると信じているからである。

¹⁵ これらの組織には、たとえば以下のような組織が含まれる。SIA, the International Capital Markets Association, the Investment Dealers Association of Canada, the International Banks and Securities Association of Australia.

金融サービス規制は、供給者が市場で事業をする際の認可や許可を受けるために満たさなければならない基準を含むのが通常である。そうした基準（まとめて「認可要件」と呼ばれている）には、供給者の知識、資産、技術やリスク管理の手順などが含まれる。同時に、「ビジネスの行為規制（conduct of business rules）」として知られている規制は、市場において事業を行う供給者に適用され、消費者への情報提供（リスク警告を含む）供給者に関する情報の提供、注文の執行や顧客資産の保護にかかわっている。さらに、「市場行為規制（market conduct rule）」は、詐欺、インサイダー取引、相場操縦に関するものである。

モデル表の目的は、金融規制を侵食することなく市場へのアクセスを容易にすることであった。したがって、モデル表は、GATS において用意された 2 つの重要な規制上の例外をそのまま踏襲している。すなわち、1) メンバーが投資家を保護し、彼らの金融システムの完全性と安定性を確保することを許容するための、健全性条項（the prudential measures clause）、2) メンバーが国際収支あるいは国外の金融危機に対処するために資本取引に制限を課することを許容する、国際収支条項（the balance of payments clause）がそれに当たる。以下に述べる主要課題は証券業界のモデル表を強化するものである。

会社設立の自由

リレーションシップの確立と拡大は、金融サービスを提供するに際してのきわめて重要な要素である。効率的にサービスを届けるために、受入国における事業拠点（business presence）が必要となるケースが多く見られる。過去の交渉ラウンドで進展が見られたにもかかわらず、多くの開発途上国は、いまだに事業を効率的に構築するという権利を海外の投資家に認めていないか、彼らが企業体（commercial entity）を設立することを完全に阻んでいる。多くの場合、設立は少数株主のジョイント・ベンチャーに限定されている。

どのような GATS 合意でも、その基本的な要素というのは、完全に所有している商業拠点（a wholly owned commercial presence）あるいは別の事業所有の形態を通じて競争的に事業が営まれる可能性ということである。メンバーは海外の資本市場関連サービス供給者に対して、自国内における商業拠点の新規設立あるいは既存商業拠点の買収を許容すべきである。そのような供給者は、会社形態（たとえば、100 パーセント所有の子会社、支店、ジョイント・ベンチャー）の選択が可能で、国内の供給者と同様に（つまり、内国者待遇）取り扱われるべきである。

クロスボーダー取引の拡大

最近の資本市場においては、顧客や供給者が居住地を離れなくても、サービスは電子的

に供給されるというケースが増えている。しかし、WTO メンバーは、われわれが最も関心を持っている 4 分野のうちの 3 分野、すなわち、売買、引受および資産管理におけるクロスボーダー取引に関しては、事実上何の約束もしていない。こうした約束がないことによって、証券会社は、国内法によって許可されていない市場に国境を越えたサービスを供給することができないままになっている。同じように、証券会社は、国内法でクロスボーダー取引が認められてはいるが国際的な約束によって保証されていない市場にサービスを提供することができない。

モデル表は、量的な制限なしにクロスボーダー取引を認め、また、そうした供給者を差別なく取り扱うための基本的な約束を行なうことをメンバーに要求している。業界はまた、メンバーが、うまく規制されたクロスボーダー取引を推進するために開発されてきた国内の規制制度のいくつかのタイプのうちのひとつを彼らの GATS 約束において具体化するよう忠告している。証券監督者監督機構 (IOSCO) のレポートに書かれているように¹⁶、これらの制度は、以下に掲げる要素のうちの一つあるいはそれ以上を考慮に入れながら、特定の状況の下においては、外国の供給者は進出国の認可を受けなくてもよいとしている。

投資家が熟練者（進出国の法律の定義による）であり、特定の状況の下ではその投資家を証券法によって保護する必要がないと認められる場合

外国の供給者が、その母国の司法権の範囲において、十分に規制されている場合（すなわち、他の監督者の一方的または相互的承認による）

外国の供給者が、進出国の司法権の範囲において、顧客を勧誘し、あるいはサービスを積極的に提供する場合

証券取引が進出国の認可供給者によって「仲介」されている場合（すなわち、認可供給者を通じて遂行されている場合）

国内の制度がこれらの供給者の認可取得を免除したときであっても、サービスの供給は、ビジネスの行為規制および市場の行為規制の対象として残ることになる。

透明性

規制の透明性は証券会社にとっては市場アクセスの問題であり、それは製造企業にとって

¹⁶ WPO Model 2 頁を参照。Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, "Regulation of Remote Cross-Border Financial Intermediaries," February 2004, p.4 (www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD162.pdf)

の関税障壁の問題と同じである。透明度の低い規制システムは、市場が技術的には外国の供給者に解放されている場合でも、国内の供給者に有利なように競争をゆがめてしまう。資本市場関連サービスの供給者も顧客もともに、ルールとは何かを知り、また、そのルールは首尾一貫してかつ公正に適用されているという確信を得る必要がある。この課題を達成するためにはいくつかの異なった方法があるが、一般的には、監督者は、1) 書面で規制を提案し、関心を持つ人々に規制案が実行可能かどうかについてのコメントを述べる機会を提供し、2) 供給者がサービスを提供するために満たさねばならない要請事項を公に入手可能にし、3) 公正および透明性基準に沿って法律や規制を強化すべきである。

公開市場に向けた譲許

多くのメンバーは、前述した提言のいくつか、あるいはすべてに合致する市場アクセスを実際に提供している。しかしながら、ほとんどのケースにおいて、そのアクセスの水準はメンバーの GATS 約束に反映されていない。したがって、先進国、開発途上国のメンバーはともに、少なくとも彼らの国内法の下で認められている市場アクセスの水準を反映するように彼らの約束を格上げすべきである。このことは、経済活動を活性化する法的な確かさと予見可能性をもたらすことになる。

結論

ドーハラウンド交渉は、米国企業とその顧客のために、外国市場への自由で公正なアクセスを確かなものとするための別の機会も提供する。しかし、資本市場の自由化の利益はそれよりもっと広範なものである。資本市場の自由化は、それが経済のあらゆるレベルにおいて利益をもたらすように、すべての参加者にさまざまな機会を提供する。既存の金融機関はその投資ポートフォリオを分散することが可能となり、その結果、安定性を高めることができる。地元の企業は、国内投資家、外国投資家の双方から、資本および新しくまた多様な資金調達手段へのより多くのアクセスを獲得する。より多くの投資が、地元企業の新規設立を促し、既存企業の発展を促すことになる。つまり、経済成長は、雇用を増やし、より競争的な価格でよりよい商品やサービスを生み出すことによってすべての人々に利益をもたらすのである。

カイル L. ブランドン
副社長兼理事、証券調査担当