

第2回

「日本の金融市場の活性化に向けて」

山澤光太郎氏 株式会社大阪証券取引所 取締役 常務執行役員

日時：2010年7月28日（水）

場所：早稲田大学日本橋キャンパス ホール

【報告】

日本の金融市場は、欧米、アジアと比べて落ち込みが著しい。その要因は何か、活性化に向けた方策に触れたい。また、政府の新成長戦略として進められている総合取引所構想についての個人的な見解を述べる。

日本の金融市場の現状認識——シェアはますます縮小

日本市場と欧米市場、アジア市場（中国、香港、上海、韓国）の時価総額を1999年末、リーマン・ショック前の2007年末、2010年5月末のデータで、また、売買代金の推移を99年、07年、09年のデータでそれぞれ比べてみると、時価総額、売買代金ともにアジアの伸びが著しく、日本の相対的なシェアの落ち込みが目立っている。特に、中国の3市場（上海、香港、深セン）の成長は著しく、この10年で日本市場を越えている。

IPO件数についても、日米両国がリーマン・ショック以前の水準に回復していない中で、アジアの主要市場でのIPO件数は07年と09年で大幅な減少は見られない。

日本では、新興市場の極端な低迷に加えて、海外市場での上場を目指す動きが顕現化していることもあって、IPO件数が激

減している。例えば、韓国の新興市場「KOSDAQ(コスダック)」は、グローバル競争力を保つために、外国の企業を積極的に誘致しており、すでに日本の9社が主幹事契約をしていると報じられている。日本市場は制度や規制が厳しく、上場までに時間がかかると言われており、スピード感のあるアジア市場での日本の上場企業は今後も増えていくと見られる。

次に、主要取引所の時価総額・収益力を比較すると、国内で唯一上場している大阪証券取引所(大証)の上場時価総額は1320億円に過ぎず、また、世界の主要取引所のデリバティブ取引高ランキングを見ても、16位に止まっており、日本の実体経済に比してプレゼンスが低い。ある調査レポートによると、10年後のアジア地域における取引高について、中国市場が60%、韓国が13%とシェアを伸ばす一方で、日本市場は4%、シンガポール市場は2%にまで低下することが予想されている。

### 日本の金融市場低迷の要因——日本経済のプレゼンス低下

日本の金融業・金融市場の地盤沈下の理由として、5点を指摘したい。①日本経済のプレゼンスの低下、②他国に比べて過剰な金融規制、③他国に比べて不利な金融税制、④貧弱な金融インフラ、⑤弱い英語力である。最近、社内の公用語を英語にする企業も出てきたが、金融業界の難解な英語を理解するのはたやすいことではない。

最近では、日本向けファンドが大きく減少する一方で、アジア全体をカバーするファンドやインド、中国、韓国に特化したファンドは増加傾向にある。そうしたファンドは、比較的規制が緩く、税金が安いシンガポールや香港、豪州に多い。同時に主要なプレーヤーである外資系金融機関の日本における規模縮小・撤退の動きも顕在化している。

英 HSBC やフィデリティ、バークレイズ・キャピタル、メ

リルリンチなどでは、アジア地区の本部を香港、シンガポールなどへシフトしており、日本の収益規模はピーク時の半分以下となっている。日本の人員を減らし、その分をアジアの新興国に振り向ける動きが続いている。日系の大手証券会社についても、アジアにおけるビジネス体制シフトをはじめている。

世界の国際金融市場ランキングをみても、東京は低順位に止まっており、日本を「アジア金融センター」にする計画はもはや瀬戸際まで追い詰められている。

さらに大証市場の取引内容を仔細にみると、日経 225 先物取引における自己取引の比率は、過去 8 年間で 30% 以上も低下している。アルゴリズム取引の増加や市場のボラティリティの低下、コンプラ上の制約等から、国内でのディーリング・ビジネスは困難になっていることが見て取れる。日本で自立的に相場を動かしにくくなっていることは、市場にとって大きなマイナスポイントだ。

### **金融市場活性化に向けた方策——スピード感を持って対応を**

金融庁は、日本市場の規制環境や市場制度、市場参加者が取り組むべき課題について、スタディグループなどで検討している。

日本市場を魅力的にするためには様々な課題があるが、取引所関連に課題として、まず外国企業に対する PE (Permanent Establish) 課税問題がある。次に、現在のリモートメンバーシップ制度についても使い勝手が悪いところがあり、実際に利用を拡大するには課題が多い。

また、日本の株式市場には立会場があった時代の取引手法をそのままシステム化したような固有のルールが残っており、海外からの参加者を増やす際の大きな障壁になっている。

さらに、国内でヘッジファンドを設立する際にも、金融商品

取引法によって高いハードルが設定されている。日本に助言機能だけおき、ハードルが高い投資運用業はシンガポールで行うファンドもある。

### 総合取引所への取り組み——システム統合のメリット大

政府は、7つの戦略分野と21の重点施策を策定しており、金融関連では、総合的な取引所（証券・金融・商品）の創設が重点施策として取り上げられている。

総合取引所には、「機能」としての概念と、「組織」としての概念がある。海外の主要取引所は、既に「機能」としての総合取引所を実現しており、一つの取引所で、さまざまな原資産の派生商品を幅広く取引できるようになっている。日本でも、10年7月に金融商品取引所と、商品取引所の相互乗り入れが可能になったが、現在でも、監督官庁の規制面の整理はなされておらず、今後の課題として残されている。

一方で、「組織」としての総合取引所については、単一の持ち株会社の下に、証券取引所や金融取引所、商品取引所がぶら下げる格好が想定されるが、どのような組織体制が良いのか、意見が分かれている。

総合取引所構想をビジネスの面から考えると、現物取引については、デリバティブ取引に比べて属地性が強いために、国内独占の弊害が表面化しやすいと考えられる。例えば、日本では98年に有価証券取引に関する「取引所集中義務」が撤廃され、本邦市場における私設取引システム（PTS）の運営が可能になったが、日本のPTS市場取引は取引所取引に比べて1%以下のシェアにとどまっており、新しく市場を開設しても、売買高を増やすことは容易ではないということが明らかになっている。

コストの面から考えると、既に取引所ビジネスは装置産業化している。特に、最近では、取引参加者から取引所システムの

処理スピードに対する要求水準が高まっており、取引所のシステム関係費用は拡大する一方だ。こうした状況下、国内外の主要取引所においても、システムを自前で開発している取引所は少なくなっている。東証はアローヘッドを独自に開発したが、大証では NASDAQ-OMX 製の CLICK XT というシステムを次期デリバティブシステムとして利用することとしている。海外のパッケージ製品を使っていけば、5年後、10年後にも自動的にアップグレードが可能で、コストが削減できると考えたからである。デリバティブ取引はこれから国境を越えた厳しい競争が予想され、システムの統合メリットも大きい。

### 新興市場の活性化——信頼される取引所を目指す

ライブドア事件以降、新興市場に対する投資家の不信感が高まり、売買高の低迷が資金調達を困難にし、ベンチャー企業の IPO 意欲を減退させるという負のスパイラルに陥っている。大証の新しい新興市場は、3つのコンセプトを掲げ、10年10月に新 JASDAQ として生まれ変わる。1つ目は信頼性、2つ目は革新性、3つ目は地域性・国際性だ。上場会社による相次ぐ不祥事への対応と、流動性を向上するための取り組み、新興市場を活性化するための取り組みを続けながら、投資家に信頼される取引所を目指したい。

日本人は、悲観的になりがちな国民性だ。少子高齢化による労働力の低下や最近の市場環境の変化を踏まえると、今後は、「モノづくり」だけに依存できない。戦後、日本人が蓄積してきた 1500 兆円もの個人金融資産を、取引所としてどう活かしていくのか。我々に課された問題である。

## 質疑応答

Q：日本企業が、香港や台湾で上場するのはなぜか

A：日本の取引所への上場に関しては、上場審査に係るスピードや、機関投資家をはじめとした Valuation、価値算定のあり方等に課題があると言われている。アジアの IPO 市場は、日本よりも規制が緩やかであり、上場し易いということが言われている。

Q：コモディティの取引所は必要か。

A：日本の個人投資家の間で、運用商品としてコモディティはすでに定着している。品揃えや取引仕法は多様化するはず。だからこそ、取引所は必要である。