

金融のグローバル化から見たわが国金融市場と アジアゲートウェイの課題

ゲスト 東京大学大学院法学政治学研究科教授 神田秀樹 氏
聞き手 総合研究開発機構主席研究員 犬飼重仁

これまで NIRA 理事長である私自身とゲストの対談形式でこの対談シリーズを行ってきたが、今回は犬飼重仁主席研究員の担当する NIRA の金融関係のいくつかの研究会において座長や委員を務められ一貫して NIRA の研究をサポートいただいている東大の神田教授にゲストとして登場いただき、犬飼主席に聞き手役をお願いして収録した対談シリーズの 17 回目をここに掲載させていただくことにした。

なお、2007 年 3 月に、神田座長のもと犬飼主席以下でまとめられた、NIRA 研究報告書・提言『アジア域内国際債市場創設構想』（単行本として出版）およびほぼ同時期に官邸のアジア・ゲートウェイ戦略会議に提出した『NIRA 金融プラットフォーム小委員会提言』の、読みどころ、勘どころが、この対談には満載である。難しいテーマながらやさしい語り口で重要なポイントがわかりやすく説明されているこの対談を、二つの提言とともに多くの方にお読みいただき、次のステップの政策論議にお使いいただければ幸いである。

NIRA 理事長 伊藤元重

犬飼 これまで神田先生には、2005 年に日本版金融サービス市場法制の提言を行わせていただいた NIRA 研究会でお世話になり、また 2006 年にアジア域内国際債市場創設構想を提言させていただいた研究会の座長を、そして直近の NIRA 金融プラットフォーム小委員会で官邸のアジア・ゲートウェイ戦略会議に対して提言を出させていただいた際の座長をお務めいただくなど、一貫してわれわれ NIRA がお世話になっておりまして、この場

をお借りして改めて厚く御礼申し上げます。

本日は、先生にお世話になっております一連の NIRA の研究の大前提でもありますが、金融市場のことを考えるときに皆で共有しておきたい事柄ないし概念、例えば、日本の金融市場がグローバル化にさらされているというときの市場のグローバル化とはどういうことなのかとか、日本国内の市場をアジアと世界に開いていくということがどういうことなのかとか、その辺りが非常

に説明しにくく、またわかりにくい面がある。EY戦略会議の主題の一つでもあります、わが国がアジアにおける金融のゲートウェイになるということがどういうことなのかというあたりも含めまして、神田先生のお考えをお聞かせ願えればと思います。

1. マーケットのグローバルゼーションとは

神田 それでは、NIRAの研究にも関連づけて、大事だと思うことをいくつか申し上げたいと思います。

ゲートウェイとかアジアをどうするかという話のときに、私は二つポイントがあると思うのです。それらは相互に関連しているのですが、その一つは、金融市場とかマーケットのグローバルゼーションというのが何を意味しているか、ということです。

マーケットのグローバルゼーションというのは、決して世界でマーケットが一つという意味ではないのです。マーケットというのは非常に重層的で、極端に言えば、ローカルマーケットがたくさんあるけれども、シームレスにつながっている。あるいは、もうちょっと言うと、非常にローカルなマーケットもあるし、多少クロス・ボーダーのマーケットもあるし、あるいはひょっとすると地球単位のマーケットもあるかもしれない。いろいろなサイズのマーケットが多数同時に存在していて、電子化も関係ありますが、それらがシームレスにつながっているという状態をグローバル化と呼ぶのです。

この認識を間違えると、極端に言えば、制度の整備やインフラ整備を間違えることになる。ですからこのことは非常に重要である。

この点は、アジアについても一層そうだと

と思っております。官邸のアジア・ゲートウと思うのですけれども、そういう認識をまず持つ必要があると思うのです。これが一つです。

2. アジアの中の対話の仕組みが必要

神田 第二点は、おそらく第一点とも関係すると思うのですが、そしてこれもアジアだけの話ではないと思いますが、とりわけアジアは、私の認識ではヨーロッパ以上に多様性が大きい。いろいろな意味で差異が大きいと思うのです。ですから、「アジア」ということで一つ線が引けるかどうかという問題は当然ありますけれども、結局のところは、何ができるか、何が望ましいかという話をするときには、それぞれの参加者がまずは対話する仕組みというものが、これまでもあるのではないかと思われるかもしれませんが、これまでは非常に個別断片的な対応でやってきているのであって、その仕組みがないと、表現はよくないかもしれませんが、およそ外交が始まらない。

ですから、日本は何ができるか、何をすべきか、という問題は、当然各論としてはあるのですが、各論の前にそれを支えるインフラとして、「外交」というか、ちょっといい言葉がないので、「対話」と言うと弱いし「外交」と言うと強いのですけれども、そういう仕組みが恒常的に機能するような「プラットフォーム」と言ってもいいし「場」と言ってもいいのですが、それをつくる必要がある、というのが二点目です。

3. 各国が市場を規制するということ

神田 両者は関連するといいましたのは、それぞれの国はそれぞれの国で歴史があり伝統があり、かつ市場について、国によっては強い規制をしている国もあります。経済の発展段階に応じて、先進の国々ではプロ向けの規制が弱いというか規制を自由にしている国もあります。それからまた、アジア以外からの投資が大量に入っている国もあれば、あまり入ってこない国もある。それから、国の経済成長の速度も人口の構成も違いますし、非常に多様なわけですよ。

当然のことですが、国を単位に成り立っている以上は、それぞれの国が一定の政策を持っているわけです。これは金融だけではないですけれども、当然金融についても政策を持っているはずで、それは同じでないはずなのです。

4. 日本としての政策の持ち方

神田 ですから、それぞれの政策を実現していく上で、共通のものとして何をやらたいのだろうかという話をし、「日本は」という言い方をすれば、そういう中で、ある種日本がリーダーシップをとれるかもしれない分野というのは当然あるわけですが、日本は何ができるか、何をすべきか、という場合には、例えばアジアの視点に立って何をすべきかと言う人はいるのですが、その前に、日本は日本としての政策をもって、その中で他国の政策とどこを共同、共有できるか、そういう発想に日本も立つべきだと思うのです。この点が非常に重要だと思うのです。

5. アジアの中でお金がどこからどこへ流れ誰が運用管理しているのか

神田 それでさっきの話につながっていくのですが、そもそも金融の分野で将来のあり方を論じるときに、アジアの中でお金がどこからどこへ流れて、誰が運用管理しているのかというのは、キーポイント中のキーポイントなのですが、それを明らかにして、それを踏まえてどういう政策を持つかということは、これまでほとんど行われていないと思うのです。

それで、日本でも、民間の資産運用機関などは個別にそういう研究はしておられるかもしれませんが、政府レベルで何か議論するときに、そういう紙が出てきた例は、とくにどのような運用機関が運用しているのかについて、私は一度も見たことない。しかも、アジアの他の国、相手の国の状況が分からずして話できませんし、日本ですらそういう面がないわけではない、と言うとちょっと怒られるかもしれませんが、果たしてそれぞれの国でそれを把握した上で政策を持っているかどうかというのは、よく分かりません。ひょっとすると、それぞれの国でも自分の国がどうなっているのかご存じない国もあるかもしれない。国が非常に小さければ、あるいは必要ないかもしれませんが。

ですから、私はまず第一歩として、それぞれの国が、自分の国の中でのお金の流れと資産の管理運用を、誰がどうしているのかということ、国がしている部分を含めて把握をして、次に、外へ流れている分、外から入ってくる分というものの全体像を持った上で、その国は一体金融分野をどうしていくのかという政策を持って、そこまで行って初めて話

し合いが始まると思うのです、外交が。さっきの話で言いますと「対話」でもいいのですけれども。

ですから、そこへ持っていかなければいけない、これまで幸いアジアは、よくも悪くも後発というか、先輩があるわけですね。先に、EU もありますし、進んでいるところがありますので、そういうことを参考に、大体具体的にやるときは何をしたらいいのかというのは、決済にせよ何にせよ、見えているわけですね。つまり、各論のカタログは見えているのですけれども、具体的にアジアでどうしたらいいかというのが見えない最大の原因は、そこにあると思っています。

ですから、そういう意味では、どういうふうにこれを実現していくべきかよく分かりませんが、ぜひその二つの点を重視して、それぞれの国と中身のある話ができるような段階に持っていく。それができれば、ひょっとす

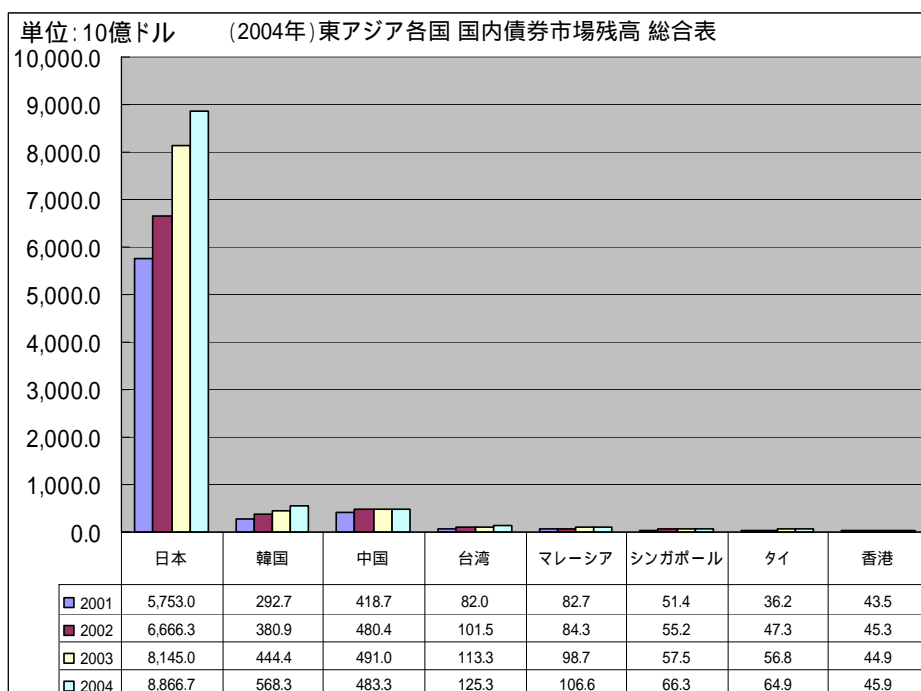
ると自然にそういう時期が来るのかもしれませんが、あとは意外と早い。

逆に言うと、それができなければ、いくら議論していても、議論はできるのですが、およそ実現という話にはほとんどならないでしょう。

6. 各国の実態を知るアジア独自の努力が必要

犬飼 確かにそうなのですね。実態を踏まえた上での各国の国内市場のヴィジョンが必要ですね。NIRA の研究報告書としてこの3月に出版される『アジア域内国際債市場創設構想』という単行本の中にある図表(下記、図表)を見ていただいても、各国の債券の発行残高を示した表ですけれども、日本が圧倒的に大きくて、その次は韓国と中国が2番、3番で大体同じ。この三つの国でアジアのおそ

【図表】



出所: NIRA 研究会犬飼重仁編『アジア域内国際債市場創設構想』[2007]レクシスネクシス・ジャパン社

らく9割以上かもしれません。ですから、債券だけでなく、株の世界、一般の銀行借り入れの世界など金融全体のお金の流れを見た場合にも、おそらくこの日中韓の三国と、それ以外の国が、あまりにも違いすぎるということが問題としては非常に大きいかなと思うのですね。

逆に言うと、意識の高いトップの方々が声を大きくして、アジア債券市場をどんどん推進しようとおっしゃっておられた、その指摘は非常に重要ですが、そういう国々の債券市場の残高は、相対的に小さいわけです。

あと、結構問題になるのは台湾なのですが、数字が取りにくいというか、ほとんど誰も知らない。BIS（国際決済銀行）やIMF（国際通貨基金）の統計のペーパーを見ても、台湾の数字が載っていない。欧米のそういうペーパーでは台湾が外れたベースで出ていますから、やっぱりアジア独自にアジアの実態を知る努力が必要ですよ。

先ほどの図表も、実は民間の団体とNIRAのイニシアチブで、私自身を含むグループがアジア各国を回って手間のかかる調査をした結果、ようやく作ることができたもののひとつで、それをアップデートしたのですが、その調査の価値は大きいと思います。

(<http://www.nira.go.jp/newsj/wp/300/302/2004-4.pdf>)

(<http://www.nira.go.jp/newsj/kanren/150/159/keizais.html>)

神田 この表は、私はいろんな意味で面白いと思うのですね。これを見れば一目瞭然、まず、アジア各国のなかに債券市場というものをつくと絶対プラスになるなということを示していますよね。だけど逆に言うと、債券市場の残高の小さい国は何もないかということ、何もないはずはないので、お金は必ず流れて

いるのですね。ですから、その国の中でどういってお金の流れ方があって、誰が金融資産の運用と管理をし、そして国がどういうポリシーを持っているのか、私の直感では、国によってももちろん全然違うでしょうけれども、政府系のところの支配というか管理が、恐らく大きいと思うのですね。

ですから、それも含めてどうなっているのかを把握しないと、彼らだって、債券市場のように「ないよりあるほうがいい」という議論はできても、一体本当に債券市場というものを通じてお金を流すということの意味がどうなのかということは分析できないし、まったくポリシーを持ってないのですよね。

下手すれば規制になってしまって、ゲートウェイをつくったけれども、規制ですという、矛盾したことにもなりかねない。

これはエクイティについても同じことが言えるのですが、そういうことをやらないといけないのですよね。我々がやらないといけないというよりは、それぞれの国がやらないといけないと思うのですね。

7. 必要な民の連携

犬飼 おっしゃるとおりですね。先程外交なり対話というお話があったのですが、いままではどういうレベルで外交なり対話があったかということ、政府のお役人、あるいは政治家のレベルの対話なり外交なりはもちろんあったわけですが、例えば市場参加者というか、発行体なら発行体、投資家なら投資家、金融機関なら金融機関で、それぞれの連携があるかということ、ほとんどないのですよね。

神田 まったくそれも問題ですよ。問題、

問題と言ってしまうかもしれませんが、アジアの伝統では、総体的に言えば、国の力が強いですよね。逆にいうと、国の力に頼らざるを得ない状態にある国が多いということだと思います。従って、おっしゃるように民間レベルでの連携とか対話というのは、非常に少ないということなのではないでしょうか。

ヨーロッパは中間だと思うのですが、ヨーロッパはもちろん成熟度は大分高い。国にもよるのでしょうけれども。EU でいえば、25カ国全部足したらどうなるかよく分かりませんが、民間レベルでの連携や対話も、アジアよりはあると思うのですが、総体的に言うと意外と少ないと言っているように感じます。ですから、それは自然と言えば自然なことなのだと思います。

ヨーロッパでは、各国の官僚が強くてうまくいかない面があるとの指摘もあるようです。ただ、成熟している社会ですから、うまくいなくても別にサステナビリティは維持できるのですけれども、アジアの場合、これから成長していかなくちゃいけないのでね。

ですからここは大きな別れ道で、ヨーロッパのように国がリーダーシップをとってやっていくのか、あるいは、いわばアメリカ型の成長というか、民が主導でやっていくのかというのは、難しいところで、おそらくヨーロッパ型ではアジアは成長できないと思います。これまでとも言われていることなのですが、今後、国が全部やりますという方針は改めていかなければいけないですよ、アジアの場合は。ただ、まだその見通しというのはまったく立っていないということだと思います。

犬飼 分かりました。日本とアジアの金融サービス市場のあり方は、ヨーロッパ型でもなく、かといってアメリカ型一辺倒でもなく、日本とアジアに独自のユニークなものとして、民と官の対話と有機的な連携で制度を積み上げ成長を目指すべきであるということかと思いました。グローバル化とそれに関する非常に貴重なお話をいただき、ありがとうございました。

8. アジア域内国際債市場は人為的に つくるもの

犬飼 さて、今回神田先生に座長を務めていただいて、1年ぐらいかけてNIRAの研究会の研究成果が出てきました。「アジア域内国際債市場創設構想」という名前の単行本を出させていただいたわけですが、アジア域内国際債市場創設を提言しています。

国際債とか国内債とか、債券一つとってもいろんな言い方があって、内容が非常に専門的で、一般の方になかなか分かりにくい。アジア域内国際債市場の「国際債とは何か」、非常につかみにくいと思うのです。

例えば、「アジアボンドを振興しよう」、「アジアボンドが大事だ」ということがいろんなところで言われますが、じゃあアジアボンドとは一体何なのだろう、どういう定義のものなのだろうということも、考えてもよく分からない。そんな感じがするのですが、その辺からコメントをいただければと思います。

神田 これは、厳密に議論すると確かに細かい話としては法制度がどうかという話になるのですが、考え方として、感想を申しますと、もともと金融市場をはじめとして市場という

のは、歴史的にはともかく、現実問題としては、すべて規制されているというか、人為的に管理されているのですね。「人為的に管理される」というのは言葉が悪くて、すごい規制が強いように思うかもしれませんが、そうではなくて、「規制が緩いものとして、この範囲のものは自由に認めます」ということも含めてです。

ですから、金融市場というのは、そういうものとしていくつもあるというふうに考えるべきなのですね。現代の金融市場は、自然発生的に市場が出てきたというふうには考えないほうがいい。

そうだとすると、ですから今回の構想というのは、「アジア域内国際債市場というものを一つ人為的につくりましょう」という考え方なのですね。ものすごく極端な言い方をすれば、「そこには、既存のいくつかの市場にはない良さがありますよ」と。それによって、アジアボンドと呼ぶのかもしれませんが、「アジア経済における金融にもう一つプラスになりますよ」と、そういうふうにと考えると分かりやすいと思います。

犬飼 確かに先生がおっしゃっていただいたように、人為的につくるのだという発想がないのですね。今あるものをどう分析するかということは皆さんお得意なのですけども。

例えば、私自身もロンドンのある事業会社の金融子会社に6年ほどおりました、ロンドンの金融市場がいかにも便利で活気があって面白いかを、80年代後半から90年代にかけて経験しました。そういう経験をバックにして、「そういう自由なユーロ市場みたいなもの」がなんで日本やアジアにないのだろう、ということをやや考えだしていたのですね。

9. 自由市場を日本とアジアの天空につくる

ロンドンまで行かなくても、「ユーロ市場みたいな自由な雰囲気味わえる、そういう市場」を、日本とアジアの天空につくりたい。「天空」という言葉もよく分からない言葉ではあるのですが、そういうことを皆さんに折に触れ申し上げてきました。人為的にそういうものをつくるという発想が根底にはあるのですが、なかなか理解していただきにくい。

プロの定義が、ここへ来て金融商品取引法でようやく明らかになりましたので、そういう意味で、プロとは何かという議論をする必要がなくなったのは大変にプラスだと思うのですが、要するに、これは発行体も、投資家も、そして仲介業者も皆同じなのですが、そういう日本のプロの人たちと、それと同等の各国のプロの人たちが集まって、あるいは連携して、各国が人為的に規制を免除するなどして、日本とアジア発のプロ同士の市場を、逆につくったらいいいのではないかとということです。

10. 「規制しない」というのも規制当局の判断

神田 テキスト的な説明で言うと、「ユーロ債というのは自然発生的に発生した」と言えます。それは半分ぐらい正しいですが、半分ぐらい正しくなくて、正しいほうは、民主導できたという点だと私は思うのですね。そういう意味で自然発生的。正しくないほうは、ユーロ債というのは「規制しない」という規制当局の判断があったからで、そういう意味では人為的に生まれているのですね。

ですから、アジアの場合には、なかなかユーロ債市場みたいなものは、民主導でできるほどの民の力が無いものですから、結局、提言として「つくりましょう」ということを今言っている。

犬飼 そのとおりですね。今も先生がユーロの場合には規制しないという当局の判断があったとおっしゃいましたが、なぜならば、それはプロ同士の世界がそこに存在して、官からの規制、押しつけでやらなくても、自主規制がきちんと効いていたと。ある種クラブ的な世界の中で、変なことをやったら村八分になるという、プロ同士の自主規制が結構いい感じで効果を持ったというのがその背景にあるのかなという感じがするのですね。

11. 「ユーロ債市場のようなもの」の作り方

犬飼 でも、日本の中でも、あるいはアジアの主要な国の中でも、当時のユーロ債の発行と流通を運営しそれに関与してきたような人たちと、質がそんなに変わらないレベルのプロの市場参加者というのは、結構増えているのではないかと思うのですね。だから、そういう意味で言うと、「ユーロ債市場のようなもの」を日本やアジアにつくり出すということは、やる気にさえなればそれほど難しいという話ではないような感じが非常にするのですね。

神田 そこは重要なところだと思います。余計なことを言いますと、半分以上はそれに賛成なのですけれども、私は意外と難しいと思います。例えば、ユーロ債の実務に詳しい方

とか、日本の場合には当然そういう経験もあるし、民間のそういう機関もあるのですね。既にユーロ債の経験もありますから。ですけれども、ちょっとそこに誤解があって、「だからプロの間の自由な市場をつくるべきであって、日本でもあってしかるべきだ」と主張する人がいるのですけれども、これは絶対成功しないと思います。

12. 日本のためだけのオフショア市場は いない

神田 なぜかという、日本の中ではできるかもしれません。そういう意味では、ユーロ市場は日本にとって、つまり日本から見たある種のオフショアという意味でのそれはできるかもしれません。しかし、それは日本一国だけにとってもであつたら、もういいのですね。それで、アジアにつくりましょうということを今言っているのですけれども、アジアにつくりましょうと言ったら、ほかの国はイエスと言わないのですよ。

13. アジア各国の金融市場のヴィジョンが必要

神田 なぜイエスと言わないかといったら、それは反対でイエスと言わないのではなくて、それぞれの国が金融の分野にとってどういうヴィジョンを持ったらいいいのかということが、まだそれぞれの国で醸成されていないのですね。そこで日本が「ユーロ市場をつくりましょう」と提案したら、みんな、反対とは言わないまでも躊躇するはずなのですよね。

14. 「ユーロ市場がやれたような機能を果たすようなもの」をアジアで一緒に人為的につくる

神田 ですから、そこはさっきの言葉を私はあえて使わせていただくと、「ユーロ市場と同じものをつくりましょう」ではだめなのですね。「ユーロ市場がやれたような機能を果たすようなものを人為的につくりましょう。その具体的な中身はみんなで話し合ひましょう」、こういう言い方をしなければいけないと思うのですね。

だから、そこのところさえ留意すればNIRAの提言では留意して構想しているはずなのですけれども(笑)議論を始めることはできるということだと思います。

15. アジア資本市場協議会が必要

犬飼 先生がおっしゃるとおりだと思います。そのための一つのツールとして、アジア資本市場協議会のようなものを、アジア各国の民間の代表選手でつくろうじゃないかというのもNIRAの提言の中に入れておりますし、日本と韓国と中国、あるいはシンガポール、香港、そういう市場の残高が大きいところ、あるいは金融ハブとしてかなり頑張っているようなところ、そういう人たちがアジアの代表選手としてそういうチームに加わってほしいなと、そんな感じもしています。

あと、中国は、市場自体はまだこれから発展していくのでしようけれども、潜在的な重要性は大変なものですし、今中国の中にそれをつくることはできないということかもしれませんが、情報は共有しなければいけないというふうに思いますし、とにかくできるとこ

ろから少しずつやっていく、そういう発想で今回の提言をしているということです。

16. 国内市場とオフショア市場/クロス・ボーダー市場の違い

犬飼 次に、全体としての感じはよく分かったのですが、国内市場とクロス・ボーダーってどう違うのか。あるいはオフショア市場。オフショアと言うと、日本の場合には何かうさん臭いような、本来あるべきルールと違うことをやる、税金逃れや違法なことをするための市場のような感じとられる向きも多いと思うのです。それで、オフショアという言葉はなるべく使わないほうがいいよとっていただける方もいらっしゃるしまして、主としてオフショアの代わりにクロス・ボーダーという言葉をよく使うのですが、国内の市場とクロス・ボーダーなりオフショアの市場というものの理解というのが非常に難しい。

さっきもちょっと触れていただいた点ではありますが、この国内市場とオフショアないしクロス・ボーダー市場の違いないし相互関係みたいなものを、先生はどんなふうに表現されますか。

17. 既存の市場にもう一つ、参加者・ルール・税制が違う市場が共存するのがクロス・ボーダー市場

神田 非常に分かりやすく言うと「共存」ということだと思うのですね。それぞれ参加者も違う--参加者に選択があるわけですが、それから違ったルール、違った税制の下で、違った種類の市場が共存するということです。それをオフショア市場というか、クロス・ボ

ーダー市場というかですが、自分だけの国でつくるとオフショア市場と呼んでいいのかもしれませんが。それは自分の国で勝手に、税金をまけますという判断をする国がいればできるのでしょうが、我々はそういう話をしていのではないと思います。

クロス・ボーダー市場の場合には、ほかの国が受け入れてもらわないと成り立たないので、複数の市場が共存するけれども、みんなが合意して、「参加強制ではありません、そういう市場をつくったから参加しましょう」という市場をつくれるか、そういうことだと思います。既存の市場にもう一つ付け加える、そういうふうを考える。

18. アジア域内クロス・ボーダー市場の非常に複雑な重層関係

犬飼 そうの意味で言うと、既存の市場が例えば国内市場だとすると、国内市場とまったく分離されたものとしてどっかにあるというのではなくて、さっき「天空」につくるということを申し上げましたが、国内市場の一部も重なり合うような感じで、アジア域内クロス・ボーダー市場が存在する。一方で、ロンドンにあるようなオフショア市場とも重なり合う部分も当然あるでしょう。ですからまったくかけ離れたものとしてあるのではなくて、その辺はダブる部分も結構ある。

神田 抽象的に言うと、最初に申し上げたように、グローバル化というものは、複数の市場が共存する、重層的にということと関係するところなのですけれども、それは重なり合うのか、つながるのか、分断しちやいけないのかというのは、すべて国の政策によ

って決まるのです。ですから、ある面では完全に分離かもしれませんが、でも、同じ当事者（市場参加者）が両方へ行くことは当然できるわけです。あるいは、ある面では非常につながっていて、プリ・ポスト・トレードということで行くと、例えばですが、非常に極端な話、ポスト・トレードの決済...、このNIRA アジア金融プラットフォーム小委員会提言の資料編2のなかの分類では決済はポストにはいってなかったかもしれませんが、いずれにしろ、通常我々は、インフラストラクチャーというのは、取引が成立した後のものは全部ポスト・トレードと言って、法律家が議論するときは決済はポスト・トレードなのですけれども、いずれにしても、場合によってはポスト・トレードを一元化したっていいはずなのです。だけれども、トレードそれ自体は、税の関係とか、いろんな関係があって、分離だという政策もあり得るわけです。

ですから、そこは非常に多くのバラエティがありますので、一概には言えないのですが、要は共存だけでも、重なり合う部分もあれば、あるいはそれこそ人為的につくるものですから、ルールとして区別しましょうという面もあるという、非常に複雑な重層関係ということじゃないでしょうか。

犬飼 そう意味で言うと、私も6年数カ月ロンドンにいたものですからようやく分かったということなのですが、シティ・オブ・ロンドンというロンドンの金融街が、内外市場一体型のオフショア市場だとよく言われるわけですが、ロンドンのセンターだけでそれができているというわけではまったくなくて、例えばICSDと呼ばれている決済センターというのは、イギリスの中にあるわけではなく

て、その役割を担っているのはベルギーなりルクセンブルグにあるユーロクリアだとかクリアストリームというところが担っていて、そこで決済された英国居住者発行の債券は英国から見て非国内債のユーロ債なのですね。同じような経済効果をもつけれども、イギリスの国内にあるクレストという決済センターで決済されたものは国内債になるとか、そういう国内債にする基準、オフショア債（非国内債・国際債）にする基準のようなものが、どの ICSD を使うのか、どこで資金決済をするのかということと立て分けられているという現実はあるのかなと思うわけですが、その辺も人為的に当局が決めれば、そういうことだけではなくて、いろんなやり方も当然あるのだと思います。

今申し上げたような基準で言うと、オフショア債をつくり出そうとすると、今であれば、ヨーロッパのベルギーなりルクセンブルグにあるユーロクリアかクリアストリームで決済しないとオフショア債がつかれないという、そういう問題が今のところは存在するので、そんなところへ行かなくても、アジアのどこかにある ICSD で決済をできるような状況をつくり出したほうがいいのではないのでしょうか、という提言も実は中に入っているということではあります。

ただ、クレストとユーロクリアが分かれているということではありますけれども、必ずしも違う国になければならないかということ、これも政策判断によるわけで、国内用の CSD と国際的な取引用の ICSD が同じところでやったって、たぶんいいのではないかなと。そういう選択肢もないわけではないのだろう。何でもやろうとすれば、決め事ですからできるのかなというふうに思っているのですが、

どうでしょうか。

19. 「決め事」--「人為的」な世界としての金融

神田 おっしゃるとおりというか、モノづくりと金融で、よく金融のことを「虚業」と言う人がいるのですけれども、金融の世界というのは「決め事」だと思ふのです。ですから、「人為的」という言葉は悪いかもしれないのですけれども、やっぱり自由な市場というのは現実的にはなくて、人為的に規制をし、かつ人為的に規制緩和をし、そういう市場だと私は思うのです。

あまりいい例ではないかもしれませんが、ノーベル賞学者でシカゴ大学のロナルド・コースという先生がいて、取引所についての著名な論文があるのですが、それは何を言っているかということ、「経済学者として見ると、市場というのは本来自由なもので、いろんな市場があるけれども、証券の取引の市場というのは最も高度な市場で、流通量も非常に多い。上場株式の市場は、最も需給が集中し、市場らしい市場である。それなのに世の中で最も規制されている市場だ。なぜこんなに高度に組織化された証券取引所の市場が一番重い規制を受けなければいけないのか、この矛盾について説明はない」と。

結局、ですから私に言わせれば、金融の市場というのは人為的にしか存在し得ないので、人為的に規制をし、人為的に規制緩和をし、という話だと思っています。

従って、その面について、アジアの各国で、外交ないし対話が、あるいは合意が成り立たない限りは、クロス・ボーダー市場はつくりえないと思うのです。

20. クロス・ボーダー市場をつくるために必要なアジア主要国との対話

神田 ですから、日本が何か言うのは勝手にすけれども、日本の中だけで合意していたって、私はどう受け入れられない話だと思うのです。相手のある話ですから、少なくとも主要な国とは対話というか外交をしないと。繰り返しになりますが、金融の分野というのは、人為的に成り立っている話で、決め事ですからね。相手がいるのに自分が勝手に決めるわけにはいきません。そういう状況があるように思うのですね。

モノづくりとちょっと違うのですね。モノづくりのことを「実業」と言う人がいるのですが、モノづくりの場合は、決め事というよりも、そのモノ自体が、自動車なら自動車の性能ですとか、そういう面で評価される部分が多いと思います。

金融のほうは、決め事が重層的に存在する中でお金がどう流れるかという話ですから、もうちょっと言えば、オリジネーション（「始まり」という意味合いの言葉で、特に金融業界ではファイナンススキームないし投資対象証券の組成を意味する）というか、信用創造の部分も重要だとは思いますが、ちょっとそこが違うところでね。

21. 「決め事」のイノベーション--アジア債券スタンダード

犬飼 おっしゃるとおりですね。実は、以前NIRAの研究会に参加いただいた韓国の研究者の方から、韓国の中でアジア債券をオリジネート（振興）していこうとしているオピニオンリーダーの人につながるルートをご紹介

介いただきまして、実際にその方に会いにまいいりまして、我々が今何を考えているのかというところを順に説明していったのです。そうしたら、ある瞬間に彼は急に狂喜しまして、「犬飼さん、あなた、そういうことを考えているのですか。初めて私と同じことを考えている人に出会いました」ということで、それからその方とは昔からの親友のような感じになりました。彼に言わせると、「自分の言っていることは正しいと思うし、これは理想だし、ぜひやりたいと思うのだけれども、韓国の中では誰に話してもほとんどまったく反応が乏しくて、そういう状況がずっと続いていたのでフラストレーションを感じていた。同じことを考えている人に会ったのは今回初めてで、本当にうれしい」と。

実は、私はどうしてその方にお会いしたかという、アジア債券標準（アジアボンドスタンダード）という考え方を、その人が中心になって韓国が提示していたことがわかったからなのですが、その考え方が書いてある「2005年4月のイスタンブールのASEAN+3の会議で合意されたメモ」のその部分を見た瞬間に、非常にすばらしい考え方だなと思いました。神田先生のお言葉を拝借すれば、そこに「決め事」のイノベーションの構想があると感じたのです。そしてまた同時に、なぜこのような内容の提案が書けるのだろうという疑問がわきまして、その方にお会いすることとしたわけです。

（注）韓国の市場専門家が提示し、2005年5月4日にイスタンブールのASEAN+3の会議で合意されたABMIにおける新しい検討課題である「Asian Bond Standards」のメモに記載された、「Eurobond Formatに準拠して作成されたRoad Map of the Asian Bond Formatの

枠組み」を参考にしつつ、その発展形として、2007年3月発行のNIRA研究報告書である『アジア域内国際債市場創設構想』において、NIRAの研究会として「4-2.アジアボンド発行市場へのロードマップ」を提言している。

まさにそんな感じで、日本も韓国も非常に似ていますけれども、そういうことをやりたいと思っているオピニオンリーダーの方というのは、結構いらっしゃるんですね。

実は、中国に行ったときも同じような状況がありまして、国家发展改革委員会のある金融関係の研究所の所長さんに会ったときには、30分の表敬訪問のつもりが結局3時間を越える話になってしましまして、そのときも、「日本の犬飼さんが考えている話と、我々がこれから金融で考えなきゃいけない話というのはまったく一致していますね」と。「アジアのこれだけの余剰資金をどうして米国債ばかりに投資しているのだろうと言う点は、中国としても非常に憂慮している点である」とか、「アジアの主要国が力をあわせて、アジアのお金をアジアで循環させる仕組みを作ることが非常に大事である」というような話を中心にしましたけれども、「今すぐは中国の中ではできないけれども、3年、5年、10年単位の国家的施策として、アジア域内クロス・ボーダー市場創設の話は日本や韓国と一緒に考えていくべき非常に重要な政策課題なので、これから話をどんどんしていきましょう」と、そんな感じで言われまして、非常に心強く思った次第です。

そういう、アジア各国の核になる人たちとの間の交流・連携を、どんどんこれから深めていくというのが必要ではないかという感じがしております。

22. プロのための公募と私募の概念整理の見直し

犬飼 次に、官邸主導のアジア・ゲートウェイ戦略会議の主題の一つでもあると思いますが、将来、日本とアジアを繋ぐ、プロの市場参加者のためのクロス・ボーダー型アジア金融プラットフォームを作っていく場合に、一つ具体的な概念整理の話を挙げて恐縮ですが、日本の証券法制の中の公募と私募の問題の整理が必要と思うのですが…。

神田 公募と私募というのはどうしても法律的な話になってしまうのですが、これも結局決め事の世界で、決め方は国により、歴史により、全然違うんですね。ですから、日本の証券取引法という法律だけに限ってみても、歴史的に変遷して、昔はプロ私募というのはなかったわけです。ですから、これは結局本当に人為的な、それこそ決め事の世界ですから、相対的な概念でしかないのです。非常に抽象的に言えば、証券市場の歴史というのは、非常に不思議な話と言えれば不思議な話かもしれませんが、債券にせよ、エクイティというか株式にせよ、情報の開示というものを強制するということをしてきたのですね。

それはなぜかということ、よく分からないのですが、昔の言い方は、情報の開示がなされている下では悪事は働きにくいとかいう有名な言葉がありますが、昨今では、放っておいたって情報開示しなければ売れないのだから情報は開示されるはずだろうけれども、いろいろな事情で十分な情報が開示されないのが強制するのだとか、いろんな理屈はあるのですが、情報開示を要求してきたのですね。

その要求する理由は、投資家がそれに基づ

いて投資判断して投資をします。そのかわり、結果として投資リスクが顕在化した場合にも、自己責任ですよ。すなわち、私がいつも言っている言葉で言うと、「腐った魚を売っちゃいけない」というのではなくて、表現は悪いのですが、「腐っている」と言えば売ってもいい。投資家の判断ですよ。これは私の表現ではなくてアメリカで使われている言葉をそのまま言っているわけですが、そういうことが基本にあるのですね。それを公募と呼んでいるのですけれども、しかし、例外として、当然のことですけれども、法が強制するディスクロージャーというのは当然コストもかかるわけですから、なしでもいいじゃないですか、という世界をもって「私募、つまり公募でない世界」を裏返しに規定するのです。

では、なしでもいい世界というのはどういう世界ですか。それは、いわゆる相対（あいたい）株とか社債という名前であっても、犬飼さんと2人でやっているのだったら直接聞けばいいので、法律が私に情報の開示を強制しなくてもいいでしょうと。これが一つの典型的なものですよね。

じゃ10人になったらどうなるのですかと。日本の制度でいくと、少人数私募と言っているのですけれども、アメリカでは35人とか、日本は50人とか、線の引き方は違いますが、そういう発想はある。

それからだんだん、それこそ機関投資家が出てくるようになってからの話ですが、日本で言うプロ私募の世界ですよ。すなわち、わざわざ法律で情報を強制してもらわなくたって、自分たちで情報を取れるという場合はいいでしょう、というのがプロ私募なり機関投資家私募と呼ばれているものです。

さらにその延長として、じゃ流通市場をど

うしましょうかという話がありまして、一例だけ言いますと、これも線引き問題ですので、最初は機関投資家ですから、情報の開示は法で強制されずに、相対のアレンジでやりましたと。だけど受け取ったほうがそれを一般の投資家に流したら（転売したら）どうなるのですかという話が当然出てくるのですね。

そうすると、（発展段階の）初期の段階では、規制当局というのはどこの国でもそうで、禁止です。法律の言葉では「転売制限」と言っているのですが、禁止だと言っていたのですが、考えてみると、一般の投資家に流さなければ、プロの間を流通させる分には問題ないわけですよ。それを発展させたのが米国の証券法144Aルールなのです。そういう世界をまだ日本では米国ほどまでには認めていない。

ですから、そういう法制度の発展の歴史がありますが、公募、私募というものは、要するに、そういう法による強制ディスクロージャー（情報開示）を求めるか求めないかという線引きであって、それが結果として歴史の発展の中で、プロフェッショナルの間の取引について、それをホールセールと言う人もいますけれども、適用されるルールというふうになってきたということなのです。

犬飼 ということは、ちょっと発想の転換をしまして、公募、私募という分け方ではなくて、今いろんな分け方があると思うのですが、例えばリテイル市場とホールセール市場という分け方、これでもいいかもしれませんね。ホールセール市場のレギュレーションの緩め方、リテイル市場のレギュレーションのあり方ないし縛り方の違いということで分けてもいいかもしれない。

だから、公募と私募ではなくて、リテイルとホールセールで分けるやり方もあるだろうし、プロフェッショナルマーケットか、プロフェッショナルじゃない（個人など一般投資家向け）か。少しずつ表現は違いますけれども、大体同じことを言っているわけですね。

神田 ヨーロッパはそれに近いですね。イギリスはもともと（プロの間での）グレーマーケット（債券発行前の仮募集期間に、業者間で取引される市場のこと）というか、今言った区分に近くて、公募、私募という区分ではないですね。

犬飼 そうなのですね。ですから、私も、公募、私募と言うと、まず表面の法制に使われるワーディングに依存しなければいけなくなることによって、じゃ1億円以上買えるのはプロなのだからということで線引きがされた1億円ルールだとか、あるいは50人未満なら私募とかという、そういう法律に書いてあるかどうかというところが論点になって逆にいろんな問題が起こってくるとすると、より実質的に決めたほうが分かりやすいのではないかなという感じもするのですけれども。これはもうこれから新しい考え方で決めていけばいい、たぶんそういうことなのではないかなと思うのです。

そういう意味で言うと、アメリカがやっている144AルールとかレギュレーションSがいいのかどうかは別にして、そういうような新しい概念に基づく実質主義による区分みたいなものを、これから日本に導入していくというのが一つあるかもしれないですね。

23. クロス・ボーダー金融プラットフォームの課題

犬飼 これまでおうかがいしてきたことは、最後は、アジア・ゲートウェイ戦略会議や経済財政諮問会議などでどんなことを考えていくかということにつながるような話なのかもしれないですね。

神田 私は、アジア・ゲートウェイ構想はとても大事だと思うのですが、日本のなかで知恵が尽きているかということそうではなくて、日本が独自にこれをやりますということをやっていたとしても、クロス・ボーダーの先の相手のある話なのですよ。だから、それはひょっとすると、極端な言い方ですが、早く言わないほうがいいかもしれない。つまり、相談しながら提言していくというスタイルに持っていったほうがいいかもしれないですよ。

というのは、仮に、「さあ、どうだ」というような感じで相手に伝わったとしたら反対されるのではないか。そういう話だというふうに私は思うのです。

犬飼 要するに、施策として全部でき上がったもので、「これでどうだ」というやり方をするのではなくて、「こんな感じで考えているのだけどうでしょうね」ということで主要国とじっくり相談するということですね…。

神田 しかも主要国は、政策も規制の度合いも違うので、それぞれポリシーを持っているわけですから、外交の言葉で言えば、「それぞれどこでなら妥協できるか」ということになってしまいます。日本としても、「アジアのみ

んなにとってプラスにならないものは成立しないだろうから、前向きな見方をします」と、そういう外交ないし対話をしない限りは、やっぱり難しいのではないかと思います。

24. 外交のポイントは各国税務当局との交渉か

犬飼 分かります。「外交」とおっしゃっていただいたのはまさにキーワードで、おそらく、その半ばは、各国の税務当局との交渉ということになるかもしれませんね。それがいかに市場参加者のパフォーマンスに影響するかということと、それが教科書には書いてない部分で、いかに現場で大変かという点が重要でしょう。それこそ税務は国の中のことが重要で、時に俗人ベースであったり、メンツの世界であったりするから大変ですよ。

神田 ソプリン＝税＝国家主権だから、権力の世界ですからね。また、日本は、広い意味での外交の分野では、先進諸国とは経験が多いのですけれども、アジアではどうしても自分のほうが経済成長で先輩格だというように思っている部分もあるので、アジアの諸国に自らの経験や知識を教えるのが下手なようにみえます。日本は学ぶほうが得意なのです。先進国に学ぶほうは得意で、教えるほうはどうも苦手なのです。

犬飼 外交の分野はそうかもしれませんがけれども、法律の分野というのは、日本の法律が韓国に行ったり中国に行ったりしていますね。特に民事法の分野というのは。

神田 でもそれは、日本が何もしなかったか

ら。

犬飼 何もしないで向こうが取ってくれた（笑）

25. 実際の実務の交渉は政府の意を受けた民間で

神田 こっちが（高圧的にとられかねないようなことを）何かしたら絶対にだめだと思います。ひょっとすると何にもしないのがいいのかもしれない。ひたすら日本が国内でいいものをつくっておけば、自然に真似てもらえるかもしれない。ただし、それだとアジア・ゲートウェイは実現しません。各国にコピーしてもらえる可能性があるだけ。

犬飼 そこは非常に重要なポイントですね。おそらくそれが解答かもしれない。「自分が、自分が」と言ったとたん、誰も乗ってこないかもしれない。だから、政府が直接具体的なことまでは言わなければいいのかもしれないですね。政府は大枠の大方針と原則をアナウンスするにとどめて、実際の実務は政府ではなくて民間でやればいいのではないのでしょうか。政府の意を受けて。

神田 そうそう。どうしても最初から政府が出てきてしまうので、仮に相互の民間レベルで同じ考え方だったといったものがあっても、ちゃんと相手国の政府レベルに伝わらないわけでしょう。ですからそれが一つ大きくハードルとしてあるのです。互いの政府がそれを納得しないと政府レベルの交渉に乗りません。さもなければ、「もう民に任せた」といって、いっそのこと放っておいてくれる

か。それならうまくいくかもしれません。だけどアジアは、やっぱり権力関係ですから、EUも近いのですけれども、「任せた」と言わないのですよね、向こうの政府が。日本も言わないですが。従ってこれが足を引っ張ることになりかねない。そうすると今度は政府に理解させなければいけないので、もちろんそれは成功することもあるのですけれども、なかなか各国レベルで、それが、外交が始まるところには達しないのですね。制度整備ということでは。

26. クロス・ボーダー市場の整備はアジアに欠落

でも、クロス・ボーダー市場の整備は、諸外国の経験から、アジアに欠落していることは明らかなので、やっぱり日本だけ国内でいいものをつくって何もしませんというのは、たぶんアジアのそれぞれの国にとっては間接的にプラスになるのかもしれませんが、それをやってしまうと、クロス・ボーダーでの取引が可能となる金融プラットフォームは実現しませんからね。この話はやっぱりそれじゃだめなのですよね。

27. 英語によるアジアとの情報共有

犬飼 一つそういう意味で言うと、我々は今回NIRA研究報告書として出版させていただいた『アジア域内国債市場創設構想』の単行本も、全部はできないのですけれども、アジア各国との情報共有のため、主要な論文は英語版を作成するように今準備しています。なおかつ、今回アジア・ゲートウェイ戦略会議に提出した『NIRA アジア金融プラットフ

ォーム小委員会提言』も英語にすべく翻訳を発注いたしました。そういう意味では両方とも英語にしないとだめですね。

神田 ぜひそうすべきですね。

犬飼 長時間にわたりまして、本日はすばらしいお話をおうかがいすることができました。本当にありがとうございました。

28. まとめのキーワード

金融市場は人為的なもの
規制しないのも当局の判断（決め事）
日本のためだけのオフショア市場は不要
アジア各国の金融市場のビジョンが必要
既存の市場にもう一つ、参加者・ルール・税制が違う市場が共存するのがクロス・ボーダー市場
アジアの成長に必要なクロス・ボーダー市場の整備がアジアに欠落している
アジア各国の民間と政府との対話でクロス・ボーダー市場の制度を積み上げていくことが重要

2007年2月27日実施

(編集：犬飼重仁 NIRA 主席研究員)

神田 秀樹（かんだ ひでき）氏略歴

1953年生まれ。77年 東京大学法学部卒業。現在、東京大学大学院法学政治学研究科教授。専攻は、商法、証券法、金融法。現在、法制審議会臨時委員などを務める。総合研究開発機構「東アジア地域の金融市場の一体性確立に向けての戦略ビジョン研究会」座長および同「アジア金融プラットフォーム小委員会」座長。