

米金融資本市場の国際競争力強化に向けた規制緩和提言書

漆 畑 春 彦

要 旨

米国では、2006年秋より、いかに「米資本市場の国際競争力の低下を食い止め、国際金融市場におけるリーダーシップを維持するか」について、様々な議論が続いている。2006年11月末、ヘンリー・ポールソン財務長官が主宰するロビー団体「資本市場規制検討委員会」が、中間報告書として米市場の競争力強化に向けた施策を発表して以降、ニューヨーク市、商工会議所などが、相次ぎ同様の提言を行っている。

いずれも、米国にとっての金融業、資本市場の重要性を強調し、資本市場の再生は金融界のみならず、米国経済全体の問題ととらえている。提言は、サーベンス・オクスレー法（SOX法）内部統制ルールをはじめ厳格な法規制や当局の規制プロセスの是正、金融制度改革、企業開示制度、移民政策、退職貯蓄制度の見直しなど多岐にわたっている。本稿では、一連の規制緩和報告書が指摘する米国市場の問題点や課題、解決に向けた提言を概観し、わが国市場の競争力向上について示唆される点をまとめてみたい。

目 次

- | | |
|--------------------|----------------------|
| はじめに | 2. 商工会議所報告書 |
| I. 資本市場規制委員会の中間報告書 | 3. 規制緩和報告書への評価と反応 |
| 1. 米公開株式市場の競争力低下要因 | III. 台頭するロンドン市場 |
| 2. 競争力に向けた提言 | 1. 国際取引で優位に立つロンドン市場 |
| II. 相次ぐ規制緩和提言 | 2. AIMの拡大 |
| 1. ニューヨーク市報告書 | IV. 米国の規制緩和提言が示唆するもの |

はじめに

米国では、いかに「米金融資本市場の競争力

の低下を食い止め、国際金融市場におけるリーダーシップを維持するか」について、様々な議論が行われている。

2006年11月末、ヘンリー・ポールソン財務長

官が主宰するロビー団体「資本市場規制委員会 (The Committee on Capital Markets Regulation・CCMR)¹⁾」が、米国市場の競争力強化に向けた中間報告書「資本市場規制検討委員会の中間報告書 (“Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation”)」を発表、続いて、ニューヨーク市、商工会議所などが同様の規制緩和提言を行い、市場の注目を集めた。いずれも米国市場の競争力を阻害する厳格な法規制の是正や成長に向けた政策を提案している。これらは、市場競争力強化に向けたいっそうの議論を喚起し、実際の市場政策にもそれ相当の影響を及ぼすと考えられている。

本稿では一連の規制緩和報告書から、米国市場の問題点や課題、解決に向けた提言を概観し、わが国市場の競争力向上について示唆される点をまとめてみたい。

I. 資本市場規制委員会の中間報告書

1. 米公開株式市場の競争力低下要因

CCMR 中間報告書は、第1節：競争力（現状認識）、第2節：規制プロセスの改革、第3節：執行、第4節：株主権、第5節：サーベンス・オクスレー法（SOX 法）第404条、で構成されている。SOX 法見直しを中心に広範な制度問題を扱い、第2節以降で詳細な32の提言を行っている。

(1) 厳格な法規制に伴う市場競争力の低下

報告書はまず、①米金融業は、2005年のGDPが1兆ドル超、全体の8.1%を占め（証券界は1,750億ドル、全体の17%）、民間部門の

5%に相当する600万人を雇用していること、②ニューヨーク市・州では証券業が雇用、税収面で重要なこと、③株式市場の活況がベンチャーキャピタルを成長させ、結果的に企業の育成・公開、雇用拡大に寄与したことをあげ、米国経済にとっての金融業、資本市場の重要性を強調している。

一方、株式発行額上位10ヶ国に占める米国のシェアが1995年の41%から2006年は27.7%に減少、世界のIPO総額に占めるシェアが2000年の50%から2005年には5%に急減している（ロンドンのIPOシェアは5%から25%に拡大）とし、米公開株式市場の国際競争力低下を指摘している（図表1）²⁾。

また、私募市場の拡大も公開株式市場の伸び悩みの要因としている。米国外企業による米国でのIPOは減っているが、未公開、私募市場からの資金調達には旺盛である。報告書によれば、2005年、米国外企業は私募市場（規則144 A 市場）で186件の株式発行を行い、830億ド

図表1 国別の株式発行額とシェア（2006年）

	株式 発行額 (百万ドル)	世界 シェア (%)	発行 件数 (件)	増減率 (95-05年%)
米国	144,612	27.7	577	4.95
日本	56,016	10.7	353	6.99
中国	55,008	10.5	114	34.25
英国	34,327	6.6	308	9.49
ドイツ	24,670	4.7	671	6.46
ロシア	14,563	2.8	14	51.7
カナダ	14,074	2.7	206	5.4
フランス	13,309	2.6	67	15.85
韓国	12,133	2.3	90	9.68
ブラジル	11,672	2.2	37	13.17
米国以外	377,948	72.3	2,256	11.28
世界合計	522,560	100.0	2,833	9.03

〔注〕 2006年の株式発行額、件数は中間報告書公表直前までの累計。

〔出所〕 CCMR 中間報告書よりみずほ証券作成

ルを調達する一方、公募調達は34件、53億ドルに止まっている。私募調達は上場プレミアムを得られる公募より資本コストは高めだが、開示義務や証券法、SOX法条項を免れるメリットは大きいと考えられている。国内企業についても、企業買収ファンドの投資拡大（2005年に2,000億ドル超）が企業の株式非公開化を促進している。2003、04年には株式公開買付の4分の1超が非公開化に伴うものだった。報告書は、企業の私募調達の拡大や非公開化が、私募市場に参加できない一般投資家の不利益につながるとしている。

（2）企業責任に係る法制度の問題

米国外での株式発行増、私募市場の拡大の理由として報告書は、①市場透明性の向上、開示規制の厳格化で米国外市場の信頼性が向上した、②米国外市場及び米未公開市場の流動性向上で、米国外で公募調達する必要性が薄れている、③金融技術の進展で米投資家のクロスボーダー投資が容易になっている、④米公募市場における法規制の遵守コストが米国外、米未公開市場と比べ高い、ことをあげている。また、上記のうち政策対応が可能な事項は④であり、法規制の枠組みの修正で、米公募市場の状況は改善し得るとしている。

報告書が修正の必要ありとするのは、集団訴訟制度など企業責任に係る諸制度である。1995年以降、企業の支払い賠償金が10億ドル以上にのぼる証券不正事件は7件あり、その大半は2001年以降に発生した。2002年夏に解散したアーサーアンダーセンのように、訴追が監査法人を破綻に追い込むケースも出ている。証券取引委員会（SEC）などが違法行為者に課す課徴金も巨額にのぼる³⁾。不当に重い懲罰は、企業

経営者のみならず不正とは直接関係ない従業員、株主、取引先にも甚大な影響を及ぼすことになる。現行の法執行制度は、内外企業の米国市場での資金調達や事業進出意欲を減退させる原因となり得るとしている。

2. 競争力強化に向けた提言

（1）規制プロセスの見直し

報告書は、金融当局は「その規制が費用対効果に見合うものか否かを定期的に見直す必要がある」とし、基本原則に基づいた規制の作成・運用、費用対効果分析を行うべきとしている。この点で報告書が模範としてあげるのが、英金融サービス機構（FSA）の「原則主義（principles-based）」に基づいた規制方法である。

これは、①「効率的かつ経済効果が見込める（efficiency and economy）」こと、②規制対象企業の経営の役割（role of management）を尊重し、規制が不必要に企業経営に介入しないこと、③規制により企業が被る制約が消費者や業界全体の利益を阻害しないこと（proportionality）、④英金融業、市場の国際的地位を損なわない機動的、柔軟な規制の作成・運用、そして、⑤金融機関や市場の競争力や革新性を損なわず、自主性を尊重すること（competition）、を原則としている。報告書は、厳格な数値基準や細目主義によった規則ベース（rule-based）⁴⁾ではなく、「金融機関、事業会社の行動が原則を達成しているかどうかを見、目的が達成されていれば罰せず、されていなければ処分する」という柔軟で実質本位の原則主義の導入、費用対効果による定期的な規制の見直しを提案している⁵⁾。

米国は、業態別当局が各々の管轄業者を監督する「機能別規制（functional regulation）」

を導入している。銀行はFRB, OCC (通貨監督局) など4当局, 証券会社はSECが担当し, FRB (umbrella-regulator) が, 銀行, 証券, 保険, 商品先物業界を包括的に監督している。この縦割り体制では, 金融コングロマリットは複数の監督当局に認可申請し, 不祥事の際には各当局から個別に処分を受けることになる。英国では, FSAが金融業態を一元的に監督し, 金融機関はFSAへの対応で事がすむ。報告書は, 米国の監督体制を業態別から一元化する方向で検討することを求め, 金融機関の行政対応負担の軽減を図っている。

報告書はさらに, 国内当局間, 海外当局との連携を進め, 法執行段階では関連当局の判断を1つにまとめ, 処分を下すべきとしている。連邦, 州, 司法当局が監督上の連携を取りやすくするよう議会が行動を起こすことや, 財務省, FRB, SEC, CFTC (商品先物取引委員会) のメンバーからなる「大統領金融市場作業部会 (President's Working Group on Financial Markets)」などを当局のまとめ役とすることを提案している。

(2) 訴訟・法執行のあり方

報告書は, 行政, 司法による法執行, 民間の集団訴訟はやや行き過ぎとし, 民事, 刑事訴追制度の運用改善を求めている。民事訴追については, ①集団訴訟を規定する1934年証券取引所法規則10b-5の解釈が曖昧であることから, リスク・ベースド・アプローチに基づくガイドンスの明確化, ②被告企業がSECに支払う罰金と民事訴訟賠償金を相殺することで負担を軽減すること, ③公的年金の運用者に寄付を行った弁護士が, 当該基金を代表し集団訴訟に参加することを禁止すること, などを提案してい

る。また, 司法当局による企業への刑事訴追は「最後の手段」であり, 自制すべきとしている。不正に直接関与しない従業員, 株主, 取引先などへの悪影響を考慮し, 不正発覚時に誠実に職務を実行していた者については, 公的・私的訴追を免除, 制限するようガイドラインの変更を提案している。

また, 監査法人, 格付機関などゲートキーパーの役割を尊重し, 不祥事を起こした場合でも, 機能停止や破綻に至らせない特例措置を適用する必要があるとしている。

(3) 株主権限の強化

CCMRは, 株主権を十分行使できる環境が市場の強さを左右すると考えている。米国より株主権の強い国の企業価値が高まれば, 当該銘柄が取引される市場に資本が流れることを懸念している。株主権が弱ければ, 株主の経営監視コストが増加し, その分株価評価や市場効率性の低下につながりかねない。報告書は, 株主権の保護・強化の一環として, 買収防衛策としてのポイズンピル (毒薬条項) を導入する際には株主の承認を得ること, 役員選出には株主の過半数の承認をもって行うことを提案している。

役員選出年に一部の役員しか改選しない「クラシファイド・ボード (classified board)⁶⁾」を持つ企業がポイズンピルを導入する場合, 敵対的買収が企業価値を向上させる買収であってもその実現可能性は低くなり, 市場の効率性は保証されない。CCMRは株主権を強くすることで, 役員が安易な買収防衛策を導入するのを防ぎ, 意味ある買収を実現させ, 資本市場の健全性維持につながると考えている。また, 多くの米企業が多数決 (plurality voting) で役員を選任するため, 候補者数と選任数が同じ無競

争選出 (uncontested election) の場合には、1票でも獲得できればその候補者は役員に選任される。だが、株主の意思を十分反映するには、本来は過半数投票 (majority voting) による必要があるとしている。

(4) SOX 法内部統制ルールの見直し

報告書は、財務報告とガバナンスプロセスの強化を通じ、経営の透明性、投資家保護に大きく寄与したとして、SOX 法を評価している。一方、同法第404条・内部統制ルールの「企業経営者による財務諸表への署名、監査人に内部統制の妥当性についての証明」義務の運用には注意が必要とし、SEC や上場企業会計監査委員会 (PCAOB) は費用対効果のバランスを考慮した規制アプローチに注力すべきとしている。PCAOB の「内部統制ルール運用指針」は、不正が起きやすい部門から監査に着手する「リスクベースド・アプローチ」、財務報告を歪めやすい事項に絞り評価する「重要項目の優先」など監査原則が規定されている。だが、原則にある語句や運用基準に曖昧さが残り、不必要な監査手続きを誘発し、企業の規制対応費用が増加するという問題点が指摘されていた。

2004年、米企業の内部統制ルール対応費用は、150～200億ドルと推計されている⁷⁾。報告書はこれを削減すべきとし、①内部監査基準第2号の「重大な欠陥 (material weakness)」の再定義し、明確化すること、②当局のSOX 法ガイダンスにある語句、基準の明確化、③一律に年1回でなく、監査項目の重要度によっては「複数年に1回の監査 (multi-year rotational testing)」を認めること、④中小企業、米国外企業へのルール適用除外、を提案している。

上記①は、監査において瑣末な問題に時間をかけることなく、真に重大な欠陥に絞って行うことを可能にする。②は、経営陣の評価プロセスを監査する監査人の役割の明確化、監査人の評価における裁量の拡大をガイダンスに盛り込むこととしている。③は、財務報告書の作成に影響しない事項、IT 環境の特定要素などリスクの低い事項は、複数年に1回の監査とするようガイダンスに盛り込むこととし、余計な手続きの回避を求めている。④は、SOX 法適用による代償が利点に見合わない限り、時価総額7,500万ドル未満の中小企業を適用除外とすることを求めている。米国外企業も、当該企業が本国で内部統制ルールと同様の規制を受けていることを明示できる場合は、適用除外とすべきとしている。

また、SOX 法は2004年11月に米企業に適用されてから日が浅く、実施状況などの把握が十分でないことから、SEC、PCAOB に対し、内部統制ルールの費用対効果についてより完全な情報収集、継続的なモニタリングを行うことを求めている。

II. 相次ぐ規制緩和提言

CCMR が中間報告書を発表して以降、2007年春までにニューヨーク市、商工会議所などが、米国市場の国際競争力向上に向けた規制緩和について相次ぎ提言を行っている。

1. ニューヨーク市報告書

(1) 現状認識

2007年1月、ニューヨークのマイケル・ブルムバーグ市長、チャールズ・シューマー米上院議員は、報告書「ニューヨーク及び米国のグ

図表2 ニューヨーク市規制緩和報告書の概要 (2007年1月発表)

米 国 制 度 の 改 善	<p>[1] SECは、よりクリアな内部統制ルール・ガイダンスを作成すること</p> <ul style="list-style-type: none"> 内部統制ルールの運用については、SECやその管轄下にある上場企業会計監査委員会(PCAOB)が規則案、監査基準案を作成・公表している。そこでは、「企業の財務報告に重大なリスクをもたらす事項を特定し、それらの内部統制に絞って評価する」などの原則が提示されている。だが、「重大な」などの語句の定義や諸基準が曖昧であり、不必要な監査手続きが行われる可能性がある。早急な、語句、実施基準がクリアな運営規則、ガイダンスの作成を求める。 SECは、2007年1月、SOX法内部統制ルールの緩和案を発表したが、当該ルールはもう一段の緩和が必要である。海外企業がSECの承認する海外規則を遵守するのであれば、海外企業をSOX法の対象外とすることを検討すべきである。
	<p>[2] 証券訴訟制度の改革。SECの権限拡大により企業の係争期間を短期化すること。</p> <ul style="list-style-type: none"> ①SECは権限を強化し、企業と投資家間の仲裁機能を強化して、訴訟を迅速に処理すること(効率的・迅速な仲裁は、企業の係争コストを減少させる)、②証券関連の係争の多い米国事情に対応し、議会は証券訴訟制度改革に着手すること、③法執行制度は、企業の不正行為の度合いに見合った、慎重に利害のバランスを考慮したものとすること。
	<p>[3] 当局間の政策ビジョンの共有と原則主義に基づく施策</p> <ul style="list-style-type: none"> ①米財務長官や米大統領金融作業部会のコーディネートの下、金融当局の連携とコミュニケーションを促進すること、②英FSAのような原則主義に基づく施策、投資家などの納得感の得られるバランスのとれた施策を確立すること。
	<p>[4] 米国外のプロフェッショナルを呼び込むための移民政策の緩和</p> <ul style="list-style-type: none"> 議会は移民政策の見直しに着手すること。就労ビザ枠の上限引上げ、学生ビザ期限と就労ビザ発効日のタイムラグの是正により、海外の人材が米国で就労できる環境を整備し、金融業における人材需給のアンバランスを改善する。
	<p>[5] 国際財務報告基準を意識した内外会計・監査基準の統合</p> <ul style="list-style-type: none"> ①SECは、米上場の海外企業に対し厳格な米会計原則(US・GAAP)の適用を強制せず、国際財務報告基準(IFRS)に基づく会計基準の適用を検討すること、②PCAOBは内外当局と連携し、単一のグローバルな監査基準を作成すること。会計・監査基準の統一化で、投資家利益や市場情報の有効性を損なわず、当局のコンプライアンス・コストの軽減する。
	<p>[6] バーゼルIIへの適切な対応</p> <ul style="list-style-type: none"> 米銀行当局は、銀行の新自己資本規制・バーゼルIIに対し迅速・実質的に対応し、米銀と海外の競合銀行との競争条件の同一化を図ること。当局は、レバレッジ比率、デフォルト債権の定義、資本控除額などについて米銀に規制適用する際の修正を求めてきた。こうした主張を含め、バーゼルIIが米銀の国際競争力を阻害するのを極力防止するよう努力すべきである。
	<p>[7] 市場競争力の維持に向けた「ナショナル・コミッション」の設置</p> <ul style="list-style-type: none"> 米国市場の競争力、健全性強化に向け、共和、民主両党のメンバーで構成する中立的な「ナショナル・コミッション」を早急に設置すること。長期的な市場の構造問題解決のため、民間企業、投資家、当局の意向を踏まえた法改正を提案する。
	<p>[8] 金融業に係る認可制度、持株会社制度などの近代化</p> <ul style="list-style-type: none"> 当局、議会は、金融業に係る認可制度、持株会社制度、レギュレーションK(米銀の海外営業、外銀の米国内営業に係る規定)など業務規定を見直し、内外金融機関にとって使い勝手のよい、柔軟で国際競争力に資する制度に改めること。
N Y 市 場 の 競 争 力 強 化	<p>[9] 官民ジョイントベンチャーの設立</p> <ul style="list-style-type: none"> NYの金融サービス競争力強化に焦点をあてた、官民ジョイントベンチャー(JV)を設立する。JVは、NYのビジネス競争力、消費者保護、幅広い経済成長に資する業務を行う。次の政策プラン(10)～(12)の中核として機能する。 JV運営に係る留意点は次の通り。①経営者はNY市長が指名。常勤で、大手金融機関で十分な業務経験を持つ人物。地域的テーマを踏まえての戦略的施策、金融界と市・州との連絡・調整を担う、②経営者は、NY金融界の国際的な「大使役」として活動する、③NY州のみならず、隣接するコネティカット、ニュージャージー州当局と連携し、3州に効果的な提案を行う。
	<p>[10] NY金融界の魅力向上と質の維持に向けた積極的なアクション</p> <ul style="list-style-type: none"> 官民JVは、業務拡大や移転計画について、金融機関のトップとよりアクティブな対話の機会を設けること。NY市、州は、大手金融機関との関係強化に向けたリソースを備えている。
	<p>[11] 世界最高水準のファイナンス教育・研究センターの設立</p> <ul style="list-style-type: none"> 金融界は、大学専門課程の卒業生に対し、デリバティブや証券化といったハイレベルで革新的な分野のスキルを求めている。JVは、金融界と地元教育機関とのコーディネート役として、金融界が望む教育プログラムの作成に一役買う必要がある。
	<p>[12] 「国際金融特区」の設置</p> <ul style="list-style-type: none"> NY市が、金融当局、NY州当局、議会と協力して、「国際金融特区(international banking zone)」の構築に向けたパイロットプログラムを進めること。金融特区は、新たに海外企業を誘致するため、優遇税制措置や各種のインセンティブを提供するもの。内外の先端レベルの金融機関を誘致し、NY金融界のいっそうの活性化、洗練を狙う。

(出所) NY市規制緩和報告書よりみずほ証券作成

ローバルな金融サービスの指導力維持に向けて (Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership)」を発表した⁸⁾。

報告書は、金融業はGDPの8%を占め、雇用の5%以上を賄う「米国経済の根幹 (cornerstone of New York State's economy)、生命線」であり、その再生はニューヨークや金融業界のみならず米国全体の問題である、と断言している。CCMR 報告書と同様、IPO、デリバティブ、証券化など金融取引における米国の地位低下、ロンドンなど欧州の台頭に伴うニューヨークの金融人口流出を懸念している⁹⁾。①ロンドン証取 (LSE) が運営する「代替投資市場 (Alternative Investment Market・AIM)」が上場先として世界の新興企業を引きつけ、時価総額、上場社数を躍進させていること、②金利・通貨・株式デリバティブでは欧州が6割のシェアを握ること、③2005年に欧州金融機関のトレーディング収益が740億ドルに達し、米国の690億ドルを上回ったこと、などをあげ、欧州の台頭に危機感を表明している。レバレッジローン、証券化など比較的新しい成長分野でも、欧州の台頭は著しい。

報告書は、米市場の競争力低下の要因として、①「高技能外国人向け一時的労働ビザ (H-1B ビザ)」の発給が総枠で制限され、発給手続きが長期時間を要するなど、外国人に十分な教育や雇用の保証されない移民政策、②集団訴訟、陪審員制度など、公正性、透明性に欠ける訴訟・裁判制度、③厳格で硬直的な法規制体系、基準や運用方法が曖昧な SOX 法、複数の金融当局が存在することによる複雑な業務認可制度、などをあげている。

(2) 市場競争力強化に向けた提言

報告書の提言は、図表2の通りである。まず、内部統制ルールについて、CCMR 報告書と同様、監査法人による監査基準を明確化するため、クリアなガイダンスの作成を提案している。併せて、米国外企業が SEC の承認する本国規則を遵守する場合、SOX 法の適用対象外とする検討をすべきとしている。また、集団訴訟など訴訟制度改革については、SEC 権限を強化し企業と投資家間の仲裁機能を高めることで、係争期間を短期化し企業負担の軽減を図ることを提案している。規制スタイルの英国流原則主義への移行、「機能別規制」の見直しについては、CCMR 報告書と主張は同じである。

ほかに、会計の国際的調和の促進、バーゼル II による米銀の負担を軽減すること、金融業に係る認可制度や持株会社制度の見直し、米国外の人材をニューヨーク市場に呼び込むための就労ビザ枠の上限引上げ、長期的な構造問題を扱う金融競争力に関する委員会「ナショナル・コミッション」を連邦議会が設置することなど、幅広い提案が盛り込まれていることもこの報告書の特徴となっている。

また、ニューヨーク市の取組み事項として、官民のジョイントベンチャーを設立し、米金融界とのコミュニケーション推進、世界最高水準の金融教育センターの設立、国際的な外交・広報活動などを司る実行機関とすることを提案している。ニューヨークに「国際金融特区」を設置し、海外企業を誘致するための税制優遇措置やインセンティブを提供する可能性を明言したのも、本報告書が初めてである。

2. 商工会議所報告書

(1) 現状認識

2007年3月、米商工会議所 (U.S.Chamber of Commerce) が設置する「21世紀の米市場規制を考える委員会 (Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century¹⁰)」は、報告書「報告及び提言 (Report and Recommendations)」を発表した。

報告書は、資本市場は成長企業に必要な十分な

資金を供給し、家計には企業の成長が生む利益分配にあずかる機会を与えてきたこと、現在、米国世帯の半数以上、約5,700万世帯が株式、投信を通じ市場に参加していることなどをあげ、米国市場と国家、国民生活との関わりを深さを強調している。そして、国際間競争の激化と時代遅れの法体系により、米国市場の国際競争力低下が加速していること、過去20年で企業、金融機関、取引所は国際化した。法規制体系は、1930年代の改革以降大きく変わっていないことを問題視している。

図表3 商工会議所・規制緩和報告書の概要 (2007年3月発表)

[1] 連邦当局の金融市場、市場参加者への規制アプローチの改革と近代化
<ul style="list-style-type: none"> SECは、①コンプライアンス検査・調査局 (OCIE) を閉鎖し、その機能を業務部門 (operating division) に戻すなどの組織改正を行うこと、②新規制の導入又は規制変更の際は、行政手続法 (APA) に基づく一貫した統一的な手続きを踏むこと、③規制範囲内で解決可能な問題が生じた際には、大きな問題になる前に、市場参加者に非公式なガイダンスを提示すること、④SECと監視対象機関のコミュニケーションを促進するなど慎重な (prudential) な監視方法をとること。
[2] SOX法の証券取引所法への取込み、SEC裁量権の拡大
<ul style="list-style-type: none"> SOX法を証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) に取込むよう、議会は立法措置を講じること。中小企業への内部統制ルール適用などを緩和すべく、SECの裁量権を拡大すること。 SOX法は、連邦証券関連法で唯一、SECが規則や法の適用除外を規定する権限を持たない法律である。結果として、SOX法の実施においてSECの性格、権限が曖昧となり、関連する問題に柔軟に対処できない場合がある。
[3] 上場企業の利益予想開示の取り止め
<ul style="list-style-type: none"> 上場企業は、利益予想 (earnings guidance) の開示をやめるか、開示するならば、「四半期の1株当たり利益 (EPS) 予想」ではなく「年間ベースの幅のあるEPS予想」に変更すること。短期業績に焦点をあてる考えを改め、企業が長期的な視野で経営に取り組めるような開示のあり方を模索すること。 上場企業が一斉に四半期予想をやめれば、短期業績にこだわることなく、(四半期予想をやめることへの) 市場からのネガティブ・シグナルを回避することができる。長期的視野に立った企業価値の創造が投資家利益となり、時間をかけ生まれた技術革新が米国経済に利益をもたらす。
[4] 監査法人が被る訴訟リスクの軽減、監査法人の資金調達
<ul style="list-style-type: none"> 2006年11月、「資本市場規制検討委員会」が提案したように、監査法人が訴訟で壊滅的打撃を受けるのを回避するため、議会、政府当局、市場参加者は、セーフハーバーを設ける、損失額の上限を設けるなどの措置を検討すること。 監査法人の州を超えた活動を促進するため、議会は特定の大手監査法人を対象に「連邦認可制度 (federal charter)」を創設すること。監査法人に対しパートナー以外の外部株主からの資金調達を認めること。
[5] 低コストの税制優遇付退職貯蓄プランの創設
<ul style="list-style-type: none"> 21人以上を雇用しかつ自社に退職プランを導入していない雇用主を対象とした、低コストの税制優遇付退職プランを創設する新法を制定すること。同種の企業の正社員数百万人が退職プランに加入していない状況を是正すること。 提案する退職プランは、①雇用主が退職プランを提供する金融機関を選定、②雇用主が従業員から給与天引きで拠出金を徴収し金融機関に送金、③加入者のプランからの脱退は自由、④雇用主は雇用主拠出、マッチング拠出ができる、⑤雇用主の負担は、金融機関の選択、金融機関の健全性のモニタリング、金融機関への拠出金送金に限定される一方、金融機関がその他の受託者責任を負う、といった仕組み、特徴を持つものである。
[6] 確定拠出年金制度 (DC Plan) の統合による退職貯蓄プランの普及とポータビリティの向上
<ul style="list-style-type: none"> 多様なプランを統合し、単一の確定拠出年金プラン「401(x)」に統合すること。米職貯蓄市場は拡大したが、退職貯蓄制度は401k、403b、457bなど複雑に分かれ、ポータビリティが制限されるなど、退職後の貯蓄を得るには十分ではない。 プランの統合により、雇用主のDCプラン採用が促進され、従業員にとっては年金制度のポータビリティが向上する。その結果、退職貯蓄市場が拡大し、米資本市場は全ての証券発行体を引き付けることになる。

(出所) 商工会議所「21世紀の米資本市場規制に関する委員会」報告書よりみずほ証券作成

(2) 市場競争力強化に向けた提言

上記の現状認識の下、報告書はまず「規制アプローチの改革」として、SECの検査・調査部門（Office of Compliance Inspections and Examinations・OCIE）を閉鎖、同機能を業務部門に引き戻す組織再編を行う一方、市場での問題発生の際に、市場参加者に非公式なガイダンスを提示することを提案している（図表3）。また、連邦証券法で唯一SECが規則や適用除外を規定する権利を持たないSOX法について、同法を1934年証券取引所法に組み込み、SECの裁量権を拡大し法的アクションを起こしやすい仕組みを提案している。

「上場企業の利益予想開示の取り止め」は他の規制緩和報告書にはない提案である。2006年末現在、S&P500指数銘柄の3分の2が四半期業績予想を公表しているが、業績予想の作成コストの負担、四半期予想は株価評価などにあまり影響しないことなどをあげ、それを取り止め、長期的な視点で企業価値を向上させるべきとしている。「監査法人が被る訴訟リスクの軽減」は、CCMRの提言と考えを同じくするものである。監査法人が壊滅的な打撃を受ける訴訟（catastrophic litigation）を回避し、「大手監査法人を対象とする連邦公認制度（federal charter for a limited number of large national audit firms）」を設けることで、外部から出資を受けられるようにするなど資金調達の多様化を進める制度の設定を求めている。

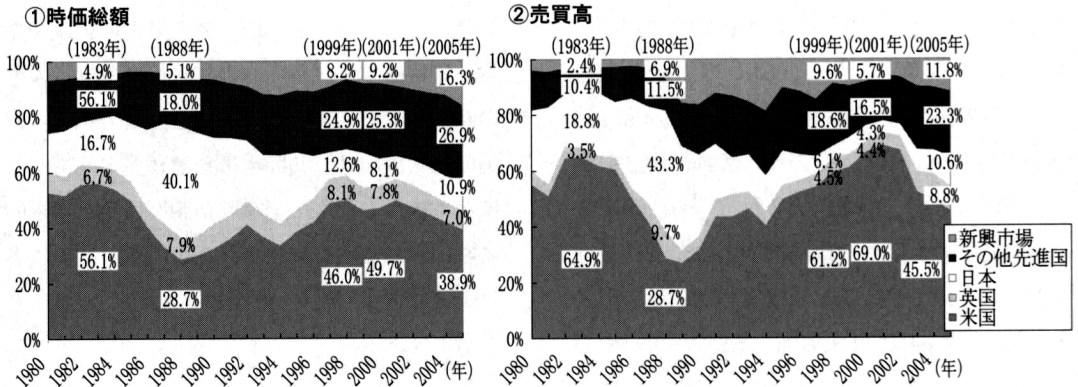
また本報告書は、給与天引型年金制度の普及こそが、勤労者の退職貯蓄を促進し資本市場の活性化に資すると主張している。従業員21名以上の企業に勤務するフルタイム勤労者の多くが退職プランに未加入である現状を是正するため、シンプルで雇用主負担の小さい退職貯蓄プ

ランの導入を提案している。さらに、プランを統合し1つの「401(X)プラン」の創設を提案、確定拠出年金制度への加入促進や転職の際の制度のポータビリティ向上を図っている。米国の退職市場は、2005年に資産15兆ドルに迫るほどに成長したが、退職貯蓄制度はつぎはぎ的に整備され複数の制度が存在しており、加入者が十分な資産形成を行う状況にはないと判断したものである。

ニューヨーク市、商工会議所報告書のほかにも、2006年12月、米証券業界団体「米証券業・金融市場協会（SIFMA）」、2007年1月にはマッキンゼー社が独自の視点から報告書を発表、いずれも米国市場の地位低下を指摘し、事態の改善を訴えている。

SIFMA報告書は、「証券界の業績低迷は最悪期を脱した」としながらも、米国市場の国際競争力低下に対する危機感を全編に表現している。SIFMAは、ニューヨークが世界最高水準の金融センターの地位を維持する条件として、①安定し開かれた政治・経済制度、②公正・透明、効率的、適切な法規制、税制、③専門家の集積、柔軟な労働制度、④住環境、交通手段、通信網、医療・衛生、教育など高水準なインフラをあげている。また、インフラ整備のあり方の一例として、マンハッタン島南端沖1.5マイルにある「ガバナーズ・アイランド（Governors Island・約0.7km²）」で進む再開発計画を紹介している。このプロジェクトは、NY市街から大学キャンパスを移転し、それを中心に金融技術、バイオなどのリサーチパーク、ホテル、飲食・娯楽施設、公園を建設する構想で、マンハッタンの大学跡地の再開発、有効活用から得る税収入で整備コストの一部を賄うもので

図表4 世界の地域別株式時価総額・売買高のシェア推移



〔出所〕SIFMA 統計よりみずほ証券作成

ある。

マッキンゼー報告書は、株式・債券・銀行預金などの金融資産の動向を世界地域別に分析し、対外貸付など国際金融取引で存在感が大きい英国など他先進国の台頭、米国市場の相対的地位の低下を指摘している。

3. 規制緩和報告書への評価と反応

米国資本市場は世界最大であり、株式市場は時価総額、売買高ともに他市場を圧倒している(図表4)。シカゴ・マーカンタイル取引所などを擁し、デリバティブの取引所取引は他を大きくリードしている。市場の公正性・透明性、投資家保護策の充実度も、世界最高水準であることに変わりはない。市場規模や競争力が圧倒的であるにもかかわらず、一連の規制緩和報告書は、どれも米資本市場の競争力低下について危機感を隠すことなく、米国諸制度の早急な改正や市場の競争力強化に向けた具体的なアクションを提案している。

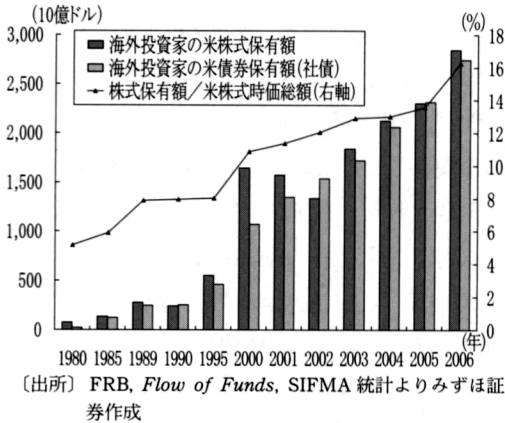
ただ、規制緩和派が危機感を強く訴えても、規制強化維持派はなお健在である。CCMRの規制緩和提言について、元SEC委員のハーベイ・ゴールドシュミット氏は、「株主利益に最

大限かなうよう企業経営者の責務を監督する上で、連邦・州政府の権限を弱める恐れがある」とし、CCMRの提案を批判した。2006年秋の大統領中間選挙が民主党勝利で終わったこともあり、消費者団体などは引続き規制強化の維持を訴えている。

市場の反応も比較的冷ややかである。調査会社トムソン・フィナンシャルによれば、過去20年間、米国外企業がSOX法を理由に米国でのIPOを断念した事例はほとんどなく、2006年は、ファンド上場を除く米国IPO208件の16%(34件)を米国外企業が占め、20年間で最高のシェアだった。トムソン社は、「厳格な規制が資本市場の地位低下のトリガーにはならない」とし、米国外企業の米国でのIPOはなお高水準が続くとの見方を示している。

対米投資はなお旺盛である。米国外の投資家の米株式、社債の保有額は、SOX法が成立した2002年以降も増加が続いている。2006年末の米国外投資家の米株式保有額は2.8兆ドル、米株式時価総額の16%に達した(図表5)。景気減速とインフレ懸念がくすぶりながらも、厳格なコーポレートガバナンス、投資家保護法制を備える米国市場を支持する投資家は、米国外に

図表5 米国外投資家の米株式・債券の保有額推移



も多いことがうかがわれる。

それでも、これまで規制強化一辺倒だった証券当局は、一部規制の緩和策を表明している。2006年12月、SECは、海外企業の米資本市場からの退出条件の緩和案を提案し、この3月下旬に同案を採択した。米国外企業が米国市場から退出する場合の条件について、現在の「米国内の株主が300人未満」を、「直近1年間の米国市場における取引高が、当該企業株式の主たる取引市場における取引高の5%以下となった場合」に変更するという内容である。米国に上場する米国外企業は、300人以上の米国株主が存在する限り市場から退出できず、その間厳格な規制を課され続けることになる。

このことは、米国外企業の米国回避要因の1つとの批判があり、SECは緩和案をもってこれに応じたと考えられる。またSECは、内部統制ルールの中小企業への規制適用緩和などを盛り込んだ最終指針を、2007年夏をメドにまとめる意向を示している。米ベンチャー企業がSOX法を回避し、ロンドンのAIMに上場先を求めるといった状況の改善に動き出しているようである。

Ⅲ. 台頭するロンドン市場

紹介してきた規制緩和報告書は、米国市場の地位低下を懸念する一方で、ロンドンを中心とする英国市場の競争力向上自体は評価している。最近の英国市場に若干触れておく。

1. 国際取引で優位に立つロンドン市場

今年3月、ロンドン・シティの行政機関「コーポレーション・オブ・ロンドン」は、世界46ヶ所の金融センターをランク付け、公表した。人材、ビジネス環境、市場アクセス、インフラ、一般的環境の競争力、の5項目(1,000点満点)評価¹¹⁾で、ロンドン(765点)がニューヨークを5ポイント上回り、首位となった(香港3位、シンガポール4位、東京9位)。

英金融系調査機関「ロンドン国際金融サービス(IFSL)」は、この5月の報告書で、ロンドンが世界最高の金融市場と評価される要因として、①近代的バンキング、投資信託の発祥地であるなど伝統的裏づけ、②先端的金融技術、③国際的金融機関、法律・会計事務所の一大集積地¹²⁾、④世界最大級の国際取引市場であることをあげている。

特に上記④についていえば、金融機関の対外貸付(2006年末の英金融機関貸付シェアは20% > 米国9%、日本7%)、外国為替(2006年4月、英国の取引高シェアは32.4% > 米国18.2%、日本7.6%、シンガポール5.7%)、OTCデリバティブ(2004年、英国の1日当たり取引高6,430億ドル > 米国3,555億ドル、フランス1,540億ドル)、外国株式(2006年、ロンドンの売買シェアは42.3% > ニューヨーク24%)、国際債券(2006年、ロンドンのユーロ債売買シェアは

70%超、発行シェア60%)などで英国は他国を大きく上回る¹³⁾。

外国株取引においては、金融制度改革「ビッグバン」に先立つ1985年6月、LSEが「SEAQインターナショナル」を導入している¹⁴⁾。当時欧州大陸には効率的な電子ネットワークはなく、大陸主要銘柄の多くがロンドンで取引されるようになった。株式・債券の最低手数料制度の撤廃（売買手数料の自由化）、外国株取引に係る譲渡印紙税撤廃に加え、1992年以降のEU市場統合化の流れのなかで、LSEは外国株式の一大流通市場を形成するようになった。

2. AIMの拡大

(1) 市場の状況

LSE国内上場企業の2006年末株式時価総額は、公式市場（Main Market）、AIMを合わせ3兆7,940億ドルと、NYSE（15兆4,210億ドル）、東証（4兆6,140億ドル）、NASDAQ（3兆8,650億ドル）に次ぐ第4位、同年の年間売買高は7兆5,720億ドルと、NYSE（21兆7,900億ドル）、NASDAQ（11兆8,070億ドル）に次

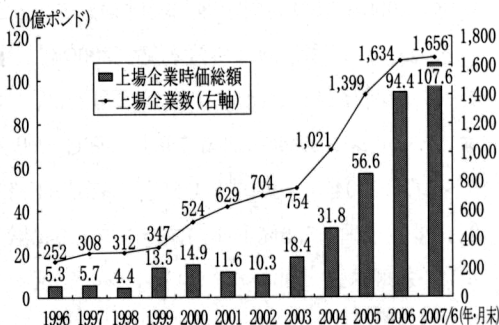
ぐ第3位となっている。

ロンドン株式市場では、近年AIMが存在感を増しており、その隆盛の象徴となっている。AIMは、設立間もない新興企業、ベンチャー企業向けの株式市場として、1995年6月に取引が開始された。業歴、時価総額、公開株数・比率など形式的な上場基準がほとんどなく、英上場管理局（UKLA）が原則目論見書を審査しない、規制が緩やかな市場である。2006年末で見ると、時価総額はロンドン市場全体の4.6%に過ぎないが、上場企業数は1,634社とLSE全体（公式市場、AIM合計で2,910社）の6割超を占めている（図表6）。

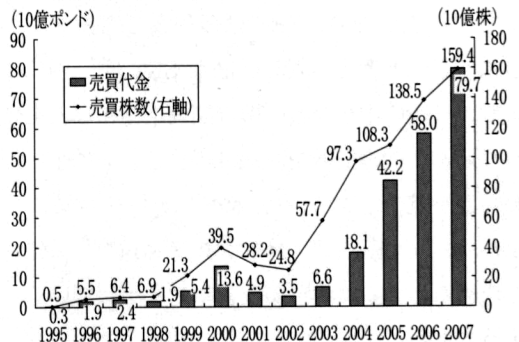
1,634社のうち304社が海外企業で、北米、オーストラリア、アイルランド、中東がその6割以上を占めている。また、AIM上場企業のセクターは、ハイテクに限らず小売業、公益、金融と幅広い。2003年以降、資源関連銘柄が増え、原油高、金属価格の上昇を背景に石油、鉱業株が上昇、市場の活況を支えている。

図表6 AIMの時価総額・売買高の推移

①時価総額・上場企業数



②売買代金・売買株数



〔注〕②の2007年は同年6月までの数値を年ベースに引き直したもの

〔出所〕LSE資料よりみずほ証券経営調査室作成

(2) マーケットクォリティを重視する AIM

AIMには形式基準はないが、上場後も継続的に厳格な義務が課され、投資家保護、公正取引の維持が図られている。上場企業は半期・年次報告書の作成のほか、株価に影響する経営情報やM&A、当該企業と経営陣、子会社間の関係者取引が、当該企業の財務状況を一定程度変動させる場合の開示・報告が厳格に求められる。ほかにも、ウェブサイトの開設、経営陣に対するコンプライアンス遂行責任の徹底などの義務が課せられる。

引受業者である指定アドバイザー(Nominated Adviser・NOMAD)にはLSE会員が就任し、上場候補企業とLSEの間に入り、①企業のLSE規則、上場基準の遵守状況のチェック及び助言、②公開価格や株式販売方法の決定に携わる。上場後も、企業に対しLSE規則の遵守、情報開示のタイミングや内容について助言や支援を行う。企業のAIM上場時の適格性判断、様々な助言をほぼ一任されるため、NOMAD申請業者は、業績、専門性、人的資源について厳格な審査を受け、LSEに登録して初めてNOMADとして承認される。2007年6月現在の登録業者は約80社で、国際的大手金融機関、証券会社のほか、バーミンガム、マンチェスターなど地方都市の証券会社、会計・法律事務所、コンサル会社と様々である。多様な専門能力、地域性を持つ業者が登録することで、英国外、地方企業と幅広い企業上場が可能になっている。

単に上場基準が緩いからではなく、こうしたマーケットクォリティの追求、多様な引受業者の存在が、内外企業をAIMに引きつける背景の1つにあると考えられる¹⁵⁾。

これから到来する金融環境の変化は、ロンドン市場をさらに成長、拡大させる可能性が高い。その最も重要な変化が、今年11月に導入されるEUの新市場規制「金融商品市場指令(Markets in Financial Instruments Directive・MiFID)」である。MiFIDは、規制対象(業務・商品・機関)の拡充・明確化、金融機関の義務と権利、取引透明性の確保、監督当局の権限・機能の明確化などを規定している。

その中の最良執行要件は、証券会社に対し、執行価格のほか、取引コスト、迅速性などを勘案し、顧客にとって「最良の結果」につながる注文の執行を義務づけている。取引で最良執行が求められるようになれば、証券会社は一貫して最良の結果をもたらす執行場所に売買注文を出さざるを得ず、従って売買規模、流動性の小さい取引所の生き残りは困難となる。LSEは円滑な最良執行を可能とする取引所の1つであり、EU域内で進む取引所統合でも主導的な立場を維持するのは間違いない¹⁶⁾。域内取引所の統合で、LSEではさらに多くの売買が行われ、資金が流れ込むと予想される。

英政府が進めるロンドンの「イスラム金融センター化」も期待されている。今年1月の税制改革では、イスラム債発行に有利な措置が盛り込まれた。イスラム債は、イスラム教の教義に従い金利を配当に置き換えるため、発行企業は支払金利を課税利益から控除できない。これを控除可能なように税制を見直すものである。マレーシアなどでも同様の対応が進むなか、早期の制度整備でオイルマネーの取り込みにつながる意向のようである。

IV. 米国の規制緩和提言が示唆するもの

資本市場の規模、規制制度など金融環境は異なるものの、米国で相次いだ提言の数々は、同じく国際金融センターを目指すわが国にも示唆を与えるものと考えられる。

一連の規制緩和報告書で注目される第1は、いずれも米経済や国民生活における資本市場の位置付け、重要性を強調している点である。市場や金融業は「米国経済の根幹をなす」存在であり、その競争力強化は国家戦略に直結するという認識を打ち出している。わが国では就労人口の2.5%を金融業が占めている(2007年2月)。東証上場企業の時価総額は世界第2位、大手行3行が時価総額で世界の上位30位内に入る(2006年末)など、金融業の国民生活における存在感や世界でのプレゼンスは大きい¹⁷⁾。東京市場の国際競争力強化策が議論されているが、それは国家戦略に直結するものであり、日本の資本市場、金融業の現状への危機感や改革意識を、金融界や当局が一体となって共有することが重要となろう。

第2には、個人資産形成手段の充実をさらに図っている点である。商工会議所報告書は、6つの提言のうち2つを退職貯蓄プランの拡充にあてた。米国の退職市場資産はわが国と比べ十分拡大しているにもかかわらず、低コスト型退職貯蓄プランの創設や確定拠出年金制度の統合など制度改良により、退職市場、投資に流れる資金の拡大を目指している。一方わが国は、1996年11月の「日本版ビッグバン構想」以降も「貯蓄から投資へ」の流れを確立したとはいえない。2006年末時点で預貯金が個人金融資産の

半分以上を占め、株式、投信は全体の16%程度に止まっている。株式だけで個人金融資産の30%を超える米国とは、投資商品の普及において格差は大きい。わが国が高水準の福祉国家に脱皮するのは難しく、個人が自己責任で資産形成を図る流れを促進する仕組み、日本版401kの商品性改良、資産形成型商品の優遇税制の導入などが求められよう。

第3には、金融機関の国際競争力向上を阻害する金融制度の改善を求めている点である。ニューヨーク市報告書は提言の中で、当局によるバーゼルⅡへの適切なアクションや金融業の認可制度、持株会社制度の見直しなどを提言している。わが国の場合、例えば、銀行本体の証券業務への参入を禁止した証券取引法第65条について見ると、銀行が融資先に株式発行させ、投資家からの払込み資金で債権回収するなど「兼業による利益相反」、銀行が複数業態の商品を提供する場面で、貸し手という優位的地位を乱用し、与信先に融資以外の商品購入を強要する「抱き合わせ販売(タイピング)」の懸念がその要因としてある。

この点、米国では比較的柔軟な運用を行っている。銀行が金融持株会社(FHC)となれば、銀行、証券子会社間の役員兼任、部門間の顧客情報の共有、証券子会社顧客への銀行商品の販売などが可能となる。抱き合わせ販売についても、FRBが違法行為、適法行為を具体的に示し、適法行為は積極的に認め、同時にコンプライアンス体制の強化や取引記録の保管を義務づけることを提案している。消費者利益の保護や利便性向上が達成される限り、抱き合わせ販売にも一定の自由を認め、業者間の競争を妨げないよう工夫している。この考え方は、わが国の金融兼業規制の構築にも参考になるものと考

えられる。

第4は、国際競争力強化には、官民の協力、提携は不可欠と考えられていることである。例えばニューヨーク市報告書は、官民共同によるジョイントベンチャー（JV）の設立を提言し、金融界や地域経済と行政との橋渡し役となるよう期待している。いわゆる「リボルビング（回転ドア）方式」により金融界と行政の人事交流も盛んである。わが国の場合、金融業界と行政との意思疎通は必ずしも十分には行われなかった。官民の視点や情報を持ち寄り、共同による金融市場活性化に向けた試みが望まれる。

さらに、NY市報告書が提案するような「国際金融特区」の創設は、わが国でも検討に値しよう。税制に限らず優遇措置を設けた地区の取引所を中心に内外金融機関を集め、一大金融集積基地を構築するイメージである。その場合、金融特区と他取引所の相互繁栄をにらんだ有効な連携策を模索する必要も出てこよう。

わが国では、今年前半までに、経済財政諮問会議金融審議会スタディグループ、日本証券業協会「今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」などで、資本市場の国際競争力強化に向けた施策が議論されてきた。この6月には、金融審議会が中間報告書を取りまとめ、取引所取扱商品の多様化など市場制度、課徴金制度の見直しなど市場監視制度、そして銀行・証券兼業規制の緩和などが盛り込まれた。特に兼業規制緩和は、金融市場制度改革に加え、金融機関の競争力向上に資する政策として期待されよう。

また、AIMが注目されたのを機に、わが国の新興企業向け市場のあり方を見直すことには意義があろう。国内新興企業向け市場は、新興企業の資金調達場として必ずしも十分ではな

く、投資家保護の点でも課題を抱えている。財務諸表に現れない経営手腕や顧客の評判など地域密着だからこそ得られる情報などを強みとしながら、他の新興企業向け市場との連携やアジア企業などをどう位置づけるかについて、東証本則市場など大規模な市場とは違う存在感を打ち出す必要がある。

日本版ビッグバンから10年を経て、今後の10年をわが国資本市場の競争力強化の視点から、様々な問題が議論にあがっている。根本的な市場の構造問題を解決すると同時に、金融分野のあらゆる機能、水準の向上が求められることになろう。

注

- 1) CCMRは、2006年9月12日に発足、活動を開始した。政府、産業界、市場関係者、学会など幅広い分野の有識者22名からなり、米資本市場の国際競争力を回復するなどの目的をもって規制の見直しを図る中立・超党派の委員会である。委員長はハーバード・ロー・スクールのハル・スコット氏、共同議長には元大統領経済諮問委員会委員長のグレン・ハバード氏、元ゴールドマンサックス社長のジョン・ソートン氏が就任している。大手ヘッジファンド、シタデル会長のケン・グリフィン氏、企業買収ファンドW.L.ロスのウィルバー・ロス氏など成長著しい業界の代表者がメンバー入りしたことも注目される。元ゴールドマンサックス会長のポールソン財務長官が実質的な主催者であり、通称「ポールソン委員会」と呼ばれている。
- 2) 証券業界団体「証券業・金融市場協会（SIFMA）」によれば、株式取引以外の分野でも米国のシェアは低下傾向にある。2001年から2006年にかけて、米国のシェアは、①債券発行高：47.1%→40.9%、②シンジケートローン：59.8%→46.8%、③M&A（完了ベース）：53.2%→44.5%、ベンチャーキャピタル投資：59.3%→52.6%などとなっている（2007年3月発表の統計）。
- 3) 2002～2004年年平均の課徴金額は、SECが21.6億ドル（2004年31億ドル）、米司法省7.6億ドル（同1.6億ドル）などとなり、行政が課した平均金額は52.8億ドル（2004年は47.4億ドル）に達している。集団訴訟など私的訴訟も同期間平均で34.9億ドル（2004年は56.4億ドル）となっている（CCMR報告書）。
- 4) 例えば、2004年7月にSECが採択したヘッジファンド規制は、「運用資産3,000万ドル以上、最終投資家15名以上」のファンドに登録義務を義務付けた（同規制は2006年7月に連邦高裁が無効としている）。
- 5) 中間報告書は、SECがそれを可能とするため、例え

- ば、①当局の政策、規制の費用対効果分析に実績のある行政予算管理局 (OMB) に規制の費用対効果分析を委託すること、②SECが、独立した規制の費用対効果を分析する部門を設立すること、③SEC内部に分析部門を設置すること、が考えられるとしている。
- 6) 一般にクラシファイド・ボードは、米上院議員選挙の時のように、役員選出年に役員全体の最大3分の1までしか改選しない。1回の選出年に役員の過半数を改選できないため、ポイズンピルを実行しようとする役員が多数を占めても、容易に実行される可能性は少なくなる。この仕組みを導入する企業は、2002年に63%、中間報告公表時点で53%の企業が導入しており、米国では主要な買収防衛策とされている。
- 7) 上級財務役員団体 FEI (Financial Executive International) によれば、内部統制ルールの米企業1社当たり平均対応コストは、2004年に436万ドル。CRA (Charles River Associate) 社の推定では、小規模企業 (時価総額7,500万~7億ドル) は124万ドル、大企業 (同7億ドル超) は851万ドルである (CCMR 報告書)。
- 8) 本報告書は、大手コンサルティング・マッキンゼー社の協力の下に作成された。マッキンゼー社は、50以上の金融機関のCEO、経営幹部にインタビューを敢行、30以上の金融機関のCEO、275の経営幹部にもアンケートを行うなど大規模な調査を行った。
- 9) 2002~2005年、ロンドンの金融人口は4.3%増加したが、ニューヨーク市は0.7%減少した (2,000人減)。金融人口は、NY32.8万人、ロンドン31.8万人と肩を並べている。
- 10) 米商工会議所は、2006年2月に本委員会を設立、大手法律事務所オ・メルベニー・アンド・マイヤーズ代表のアーサー・カルパハウス、JPモルガン・チェース副会長のウィリアム・グレイ氏の共同議長以下、産業・金融界の出身者15名の委員が検討を進めてきた。
- 11) 評価ポイントは、①人材 (people) : 専門性を持つ人材の集積、労働市場の流動性、ビジネス教育、人的資本、②ビジネス環境 (business environment) : 法規制、法人税率、汚職・腐敗の程度、経済的自由度、ビジネスのやりやすさ、③市場アクセス (market access) : 証券化市場の水準、株式・債券の売買高・売買代金など、④インフラ (infrastructure) : オフィス環境、賃貸料、⑤一般環境の競争力 (general competitiveness) : 都市生活の水準、住環境、である。ロンドンには、実務に長けた人材が多数集積、良好な市場アクセス、企業や金融機関の活動を妨げない規制などが高く評価された。
- 12) 2006年3月末現在、英認可銀行333行のうち英国外銀行が255行を占める。英国の銀行総資産は、2006年末で英銀2兆9,470億ポンド (5兆7,731億ドル・英銀行市場の47%)、英国外銀3兆3,150億ポンド (6兆4,940億ドル・同53%)。また、収益で世界の上位法律事務所10社 (2006年) のうち4社を英国勢が占める。海外法律事務所200社以上がロンドンに拠点を置く。また、英国は2万社の会計事務所を擁する。
- 13) 銀行、証券分野の国際取引以外にも、英金融界を代表する業態としての資産運用業 (運用資産)、生命保険業 (保険料収入) でともに世界第3位の規模を誇っている。2005年末、英国の機関投資家 (年金基金、保険会社、投信) の運用資産は4兆610億ドルと、米国 (26兆4,890億ドル)、日本 (6兆1,530億ドル) に次ぐ第3位、世界の7.4%を占めている。英保険市場は、保険料収入で米国、日本に次ぐ世界第3位 (生保1,996億ドル、損保1,006億ドル、計3,002億ドル: スイス再保険統計)。損害、再保険分野では、世界保険の総本山「ロイズ」を擁している。
- 14) SEAQ インターナショナル導入以前、外国株式取引は取引所外でマーチャントバンクや海外銀行・証券を中心に行われていたが、同システムの導入で、LSEの外国株式売買高が急増した。SEAQ インターナショナルは、2004年秋に廃止され、新システム (The International Bulletin Board・ITBB) に移行した。
- 15) 拡大著しいAIMだが、なお市場制度の見直しが必要との指摘がある。上場直後から業績修正を繰り返す企業が増加、上場廃止も今年1~6月に116社にのぼっている (LSE 統計)。不正な情報開示による株価操作疑惑が浮上した企業も出てきている。LSEは、AIM上場企業の内部管理改善に向け、情報開示拡大など対応策の検討に着手した。AIMが十分な信認を得るには、なお時間を要すると見るのが妥当なようである。
- 16) MiFIDは取引集中義務の緩和を規定しており、欧米大手投資銀行7社が共同出資する「ターコイズ計画 (Project Turquoise)」など、欧州で電子証券市場の設立計画が相次いでいる。株式売買手数料引下げや取引システム強化を進めるLSEには、世界の資金がいっそう流れるようになると見られている。
- 17) 2007年2月末、わが国の「金融・保険業」の就労人口は158万人、国内就労者6,302万人の2.5%を占めている (総務省・2007年2月労働力調査)。東証上場企業の時価総額は、2007年4月末でNYSE (16.11兆ドル) に次ぐ世界取引所第2位 (4.65兆ドル)、売買高は2007年1~4月の累計で、NYSE (8.29兆ドル)、NASDAQ (4.34兆ドル)、LSE (3.54兆ドル) に次ぐ第4位 (2.16兆ドル) である (世界取引所連盟「フォーカス2007年5月号」)。世界金融機関の2006年末時価総額でも、三菱UFJ (約15.9兆円・8位)、みずほ (約10兆円・23位)、三井住友 (約9.3兆円・28位) が上位30機関にランク入りしている (2007年1月1日付日本経済新聞)。

参考文献

- 漆畑春彦 [2007] 「米国市場で存在感を高める『資本市場規制検討委員会』」、みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2007年冬季号
- [2007] 「ニューヨーク市場の競争力強化に向けた規制緩和提言」、みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2007年春季

号

The Committee on Capital Markets Regulation.

[2006] "Interim report of the Committee on Capital Markets Regulation", Nov. 2006.

The Committee on Capital Markets Regulation.

[2006] "Reducing regulation and litigation while enhancing shareholder rights will improve the competitiveness of U.S. capital markets", Nov. 2006.

City of New York, United States Senate. [2007]

"Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership", Jan. 2007.

Chamber of U.S. Commerce, Commission on the

Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century. [2007] "Report and Recom-

mendations", Mar. 2007.

Securities Industry and Financial Markets Association • SIFMA. [2006] "Measuring Global

Market Share—The Competitiveness of New York City as a Financial Center", Dec. 2006.

City of London. [2007] "The Global Financial Centres Index", Mar. 2007.

London Stock Exchange. [2007] "AIM Rules for Companies", Feb. 2007.

LSE. [2007] "AIM Rules for Nominated Advisers", Feb. 2007.

IFSL. [2007] "International Financial Markets in the UK", May. 2007.

(みずほ証券 経営調査室上級研究員)