

# 日本の証券市場の自由化・国際化と その影響と対応

2019/7/6

一橋大学大学院経営管理研究科

小川 英治

# 報告内容

- 日本版ビッグバンの背景と影響
- 証券市場の自由化・国際化による国際資本フローの拡大
- 世界金融危機後の国際金融規制改革
- 国際金融管理・規制の世界の潮流
- 証券市場の自由化・国際化と国際資本フロー・ショックの伝染効果
- 資本フロー・ショックに対する対応

# 日本版ビッグバン(金融システム改革)

- 1996年11月に橋本首相のイニシアティブにより開始(2001年度まで)。
- 日本版ビッグバンの背景として、
  - (1)金融の自由化・国際化の進展
  - (2)バブル経済の発生・崩壊
  - (3)欧米市場との比較

# (1) 金融の自由化・国際化の進展

- バブル経済以前(1980年代)の日本経済は、企業の資金調達の変化、国債市場の拡大等を背景に、金融分野の自由化と国際化が進められてきた。例えば、預金金利の自由化、子会社形態による証券・銀行の相互乗り入れ等の規制緩和が進展した。

## (2) バブル経済の発生・崩壊

- 1990年をはさんでバブルが発生、崩壊していく中、金融機関における不良債権処理は、喫緊かつ重要な課題となってきた。このようにバブル崩壊後に各種市場問題が顕在化する中、マーケットルールやディスクロージャーの徹底、監視機能の強化が図られた。また、地価下落の中、金融機関の不良債権処理・破綻処理が行われ、処理スキーム・法制度が整えられた。

### (3) 欧米市場との比較

- 欧米の金融市場はこの間着実に発展を続けた。アメリカは1980年代に発生したS&L危機等乗り越え、経済も金融・証券市場も順調に拡大した。欧州では、1999年に経済・通貨同盟の下、統一通貨「ユーロ」が実現した。
- 外国為替取引や株式取引において、東京市場はニューヨーク、ロンドンの市場に比べ、伸び悩みがみられた。また、主要国の個人金融資産は、日本はアメリカに次いで1200兆円もの額に上っていた。これらの金融資産が日本経済にとって有効かつ効率的に使われ国民にとって有利な運用である必要がある。

# 日本版ビッグバンの基本的考え方

- 明確な理念の下での広範な市場改革  
Free、Fair、Globalの3原則に照らして必要とされる改革を実行。
- 利用者の視点に立った取組み  
利用者の立場に立った改革という観点から、以下の視点を網羅。
  - i 投資家・資金調達者の選択肢の拡大
  - ii 仲介者サービスの質の向上及び競争の促進
  - iii 利用しやすい市場の整備
  - iv 信頼できる公正・透明な取引の枠組み・ルールの整備
- 金融システムの安定  
金融機関の不良債権問題の速やかな処理を促進するとともに、金融システムの安定性確保と内外からの信頼確保に万全を期する。

# 金融システム改革の3原則

(1) Free(市場原理が働く自由な市場に) ~ 参入・商品・価格等の自由化

- 新しい活力の導入(銀行・証券・保険分野への参入促進)
- 幅広いニーズに応える商品・サービス(証券・銀行の取扱業務の拡大)
- 多様なサービスと多様な対価(各種手数料の自由化)
- 1,200兆円の個人貯蓄の効率的運用(資産運用業務規制の見直し)

(2) Fair(透明で信頼できる市場に) ~ ルールの明確化・透明化、投資家保護

- 自己責任原則の確立のために十分な情報提供とルールの明確化(ディスクロージャーの充実・徹底)

(3) Global(国際的で時代を先取りする市場に) ~ グローバル化に対応した法制度、会計制度、監督体制の整備

# 証券市場の自由化・国際化

1998年：改正外為法施行（内外資本取引等の自由化、外国為替業務の完全自由化）

1998年：証券会社の免許制を廃止、登録制に移行

1999年：金融持株会社解禁。

1999年：証券会社の信託子会社の業務範囲規制廃止。

2003年：証券取引法の一部改正（証券仲介業制度の創設、協同組織金融機関における書面取次ぎの解禁、投資一任業務等の兼業に係る規制の適正化、証券会社等の主要株主ルールの整備）

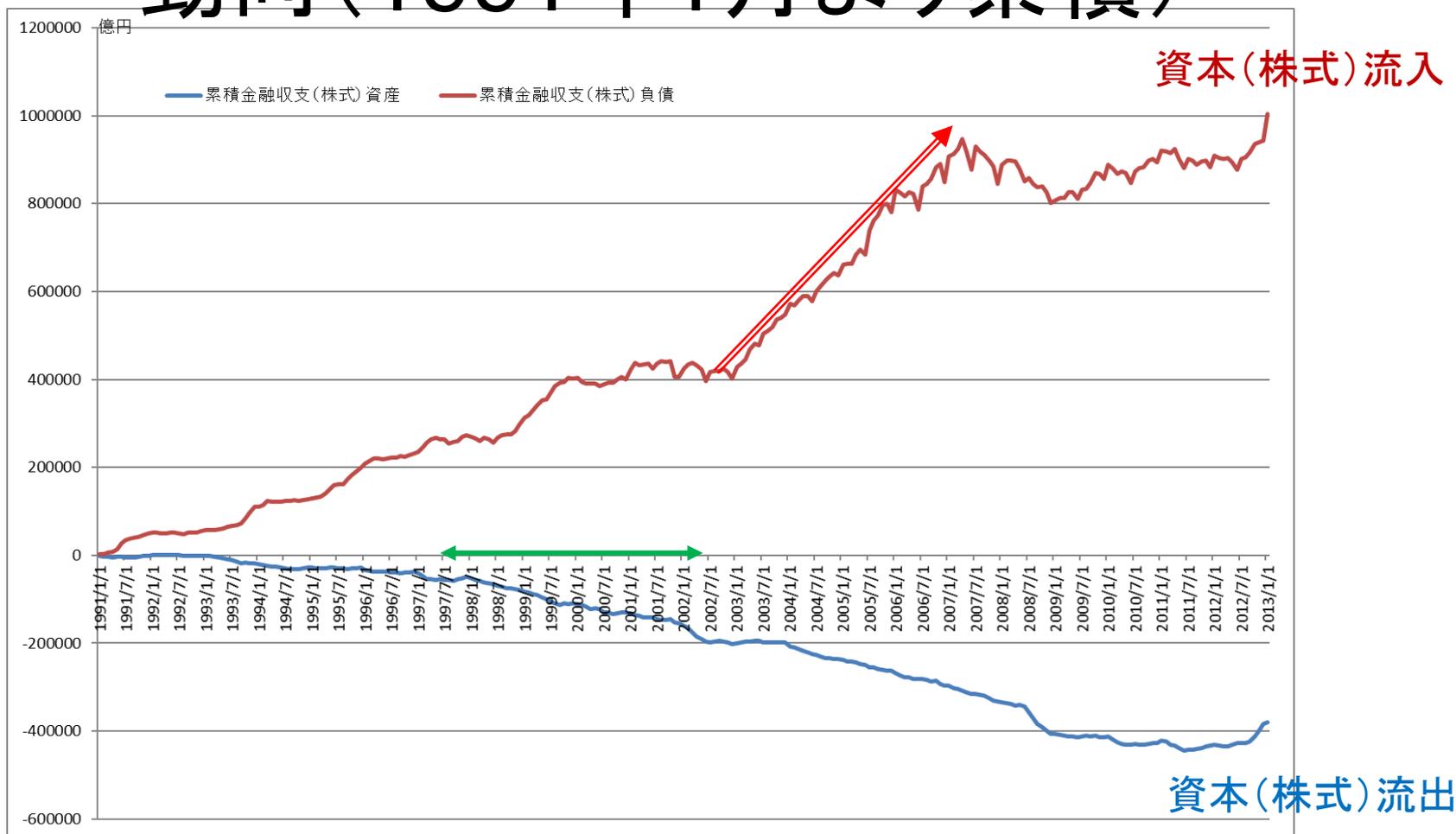
2004年：証券取引法等の一部改正（銀行等による証券仲介業務の解禁、組合型ファンドへの投資家保護範囲の拡大）

2008年：銀行・証券・保険間のファイアーウォール規制緩和、業務範囲拡大。

# 証券市場の自由化・国際化の影響

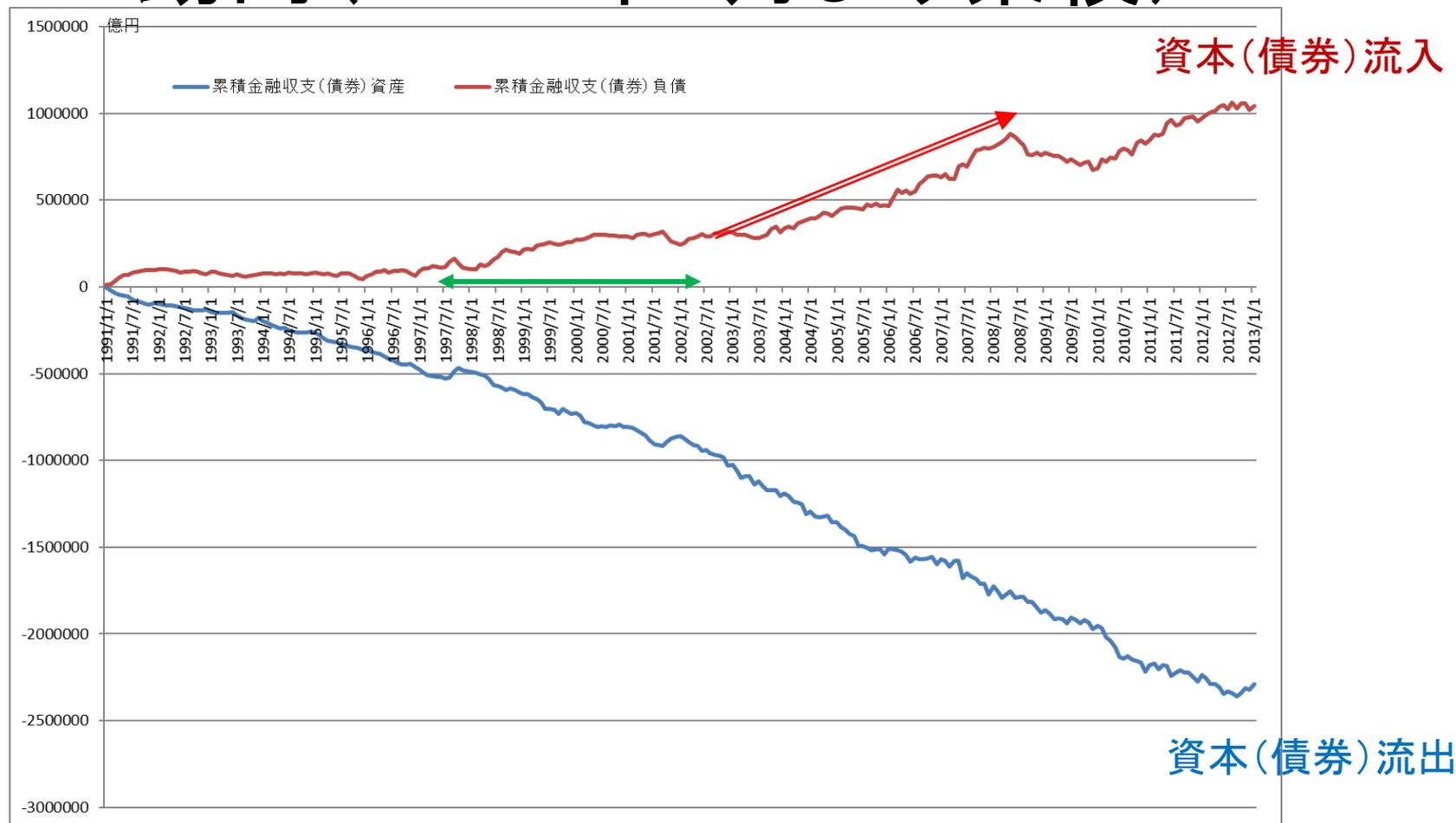
- 証券市場の自由化・国際化は、国内の証券会社のみならず、外資系の証券会社によって競争が促進。
- 競争市場によって市場の効率化、手数料の低減が図られた。
- 同時に、日本では、市場の自由化・国際化は、国内への資本(株式)流入と資本(債券)流出を加速した。

# 図1: 累積金融収支(株式)資産負債の 動向(1991年1月より累積)



データ: Datastream

# 図2: 累積金融収支(債券)資産負債の 動向(1991年1月より累積)



データ: Datastream

# 世界金融危機後の国際金融規制改革

## (1) 透明性及び説明責任の強化

金融市場の透明性を強化、過度のリスク・テイクを回避。

## (2) 健全な規制の拡大

状況に応じて適切に規制され、監督の対象となることを確保。

## (3) 金融市場における公正性の促進

投資家と消費者の保護を強化し、利益相反を回避。

## (4) 国際連携の強化

規制当局は、国際資本フロー等で、危機の予防、管理及び破綻処理のための協調と連携を強化。

## (5) 国際金融機関の改革

金融安定化フォーラム(FSF)をより広く新興市場国に早急に拡

# 国際金融管理・規制の世界の潮流

- 管理(コントロール)の弊害

「護送船団方式」の金融セクターの管理が金融機関の競争力、技術革新能力、内部リスクマネジメント能力を喪失。

- 管理(コントロール)から規制(レギュレーション)へ

バーゼル I ⇒ II ⇒ III の変遷において、自己資本比率規制の他、世界金融危機の経験を踏まえて、レバレッジ規制、流動性規制、G-SIBs や G-SIFs に対する総損失吸収力 (Total Loss Absorbed Capacity: TLAC) 規制が導入。

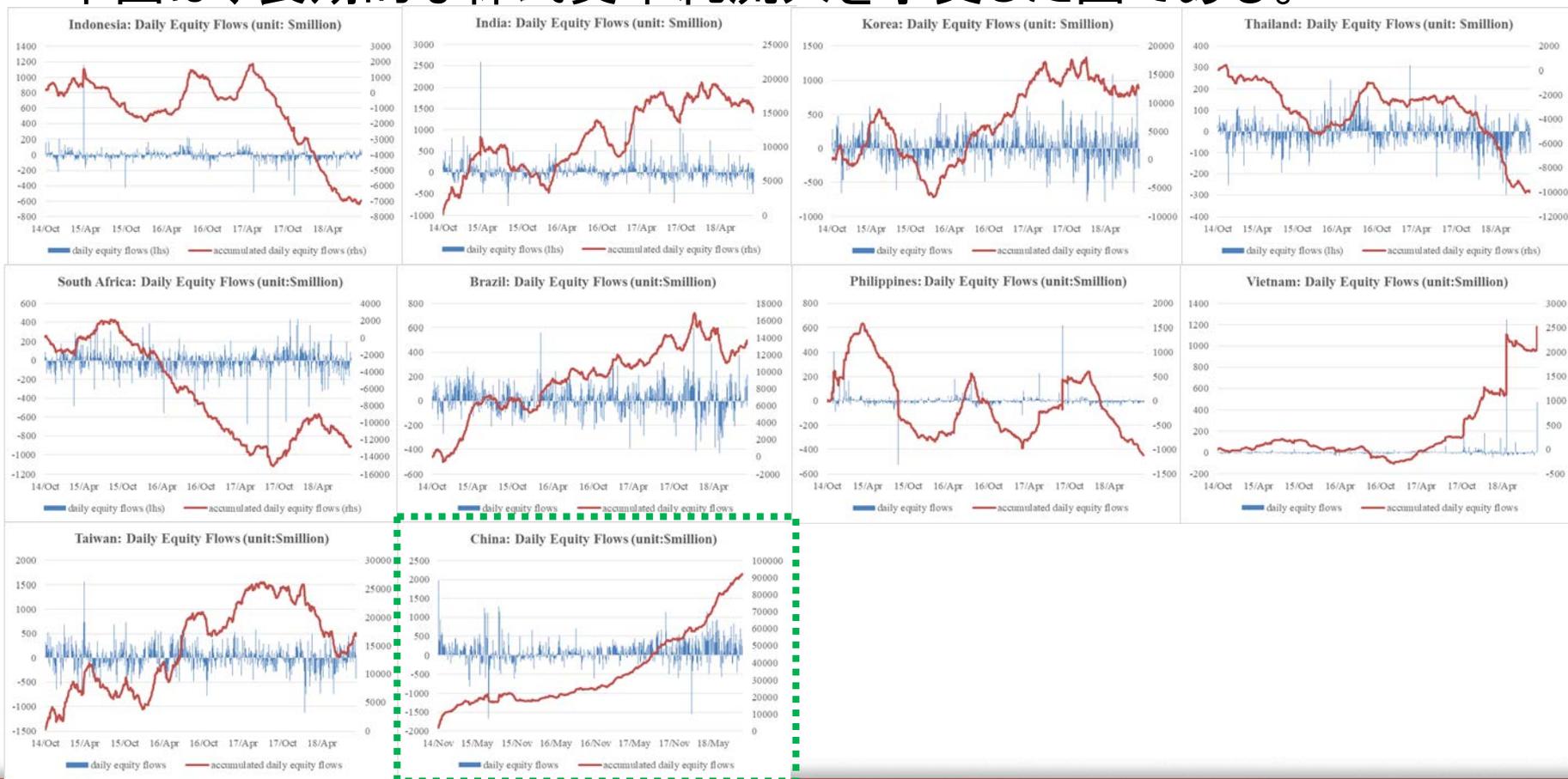
- 当局による規制から内部リスクマネジメントへ  
内部格付け手法等の内部モデルを導入。

# 証券市場の自由化・国際化と 国際資本フロー・ショックの伝染効果

- Eiji Ogawa, Junko Shimizu, and Pengfei Luo, “Effects of US Interest Rate Hikes and Global Risk on Daily Capital Flows in Emerging Market Countries”, *REIT Discussion Paper Series*, 19-E-019, March 2019.【G20への政策提言を行うT20のTF2(International Financial Architecture for Stability and Development)のバグランドペーパー】
- 新興市場国の中で証券市場の自由化・国際化が進んでいる諸国間における資本フローの伝染効果について、日次データ(*IIF Daily Portfolio Flows data*)を利用して、分析。
- ある国の資本流出ショックが他の諸国に伝染するかどうかをVARモデルによって分析。

# 図3: 国別の日次株式資本フロー

- 大部分の国は2018年世界範囲の株式売却に大きく影響。
- 中国は、長期的な株式資本純流入を享受した国である。



# 表1: 株式資本フローの伝染効果

## (VAR分析における20日間累積インパルス応答)

Shocks	China	Korea	Taiwan	India	Indonesia	Philippines	Thailand	Vietnam	South Africa	Brazil
China	+*	+	-	+	+	+	+	+	-*	+
Korea	+*	+*	+	+	+	+*	+	+	+	+
Taiwan	+*	+*	+*	-	+	+*	+*	-	-*	+*
India	+*	+*	+*	+*	+	+	+*	+	-	+
Indonesia	+	+*	+*	-	+*	+	+*	+	-	+
Philippines	+	+*	+*	+*	+	+*	+	+	+	+
Thailand	+*	+*	+*	+	+*	+	+*	-	-	+*
Vietnam	+	+	-	+	-	-	-	+	-*	-*
South Africa	+	+*	+	+	+	+	-	+	+*	+
Brazil	+*	+*	+*	-	+	+	+*	-*	-	+

Note: signs in this table show the empirical results of accumulated impulse responses by employing VAR models. “+” / “-“ represents positive/negative impulse responses. “\*” represents statistical significance at 2 standard errors. “(Δ)” represents an instantaneous shock rather than a permanent shock.

# 実証結果：株式資本フローの伝染効果

- 新興市場国の諸国間に、株式資本フローの伝染効果が広く存在している。一方、自国の株式資本フロー・ショックは自国内で持続する傾向にある。
- アジア新興市場国の諸国間の株式資本フローの伝染効果が強い。経済規模が大きい新興市場国の株式資本フロー・ショックは、伝染性が高い。
- 中国について言えば、中国で発生した株式資本フロー・ショックが多くの国に伝染している。一方、他の国で発生した株式資本フロー・ショックは中国に伝染していない。中国の資本規制に影響か。

# 資本フロー・ショックに対する対応

- 資本フロー・ショックの持続性と資本フロー・ショックの伝染効果を考慮に入れると、資本流出に対して初期行動をとることが重要である。
- そのためには、クロスボーダーの資本フローを日常的に監視する必要がある。その目的のために、クロスボーダーの資本取引や国際資本フローに関する高頻度のデータベースを構築する必要がある。これらは、一国では難しいので、地域レベルやグローバル・レベルの国際協力が必要となる。
- グローバル・レベルの国際協力のイニシャティブはIMF等の国際機関に頼る必要がある。一方、地域レベルの国際協力については、各地域の通貨当局が地域のサーベイランス機関を設立し、活用することによって地域金融協力が可能となる。

# 参考文献

- 大蔵省「金融システム改革(日本版ビッグバン)とは」  
[https://www.fsa.go.jp/p\\_mof/big-bang/bb1.htm](https://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb1.htm)
- 金融庁「ビッグバンの背景」[https://www.fsa.go.jp/p\\_mof/big-bang/bb2.htm](https://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb2.htm)
- 藤井一哉「日本版金融ビッグバン」以来の包括的金融改革へ～金融商品取引法等の一部を改正する法律案～』『立法と調査』No. 281、2008年5月.
- 重田正美「金融(1)戦後の金融改革の流れ」『経済分野における規制改革の影響と対策』国立国会図書館調査及び立法考査局、2009年3月.
- Eiji Ogawa, Junko Shimizu, and Pengfei Luo, Effects of US Interest Rate Hikes and Global Risk on Daily Capital Flows in Emerging Market Countries, *REITI Discussion Paper Series*, 19-E-019, March 2019.