

## 米欧金融資本市場統合への機運

淵田 康之

### 金融資本市場の競争論と統合論

2006年から2007年前半に向けて、米英日の金融資本市場においては、国際金融センターとしての競争力をいかに強化していくか、という議論で賑わった。

米国においては、2006年11月30日に「資本市場規制に関する委員会」が、2007年1月22日にはニューヨーク市のブルームバーグ市長とニューヨーク州選出のシューマー議員が、2007年3月12日には全米商工会議所「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」が、それぞれ米国市場の競争力強化に向けた提言を発表している<sup>1</sup>。2006年7月の就任以来、この問題に並々ならぬ関心を示しているポールソン財務長官は、具体的な取組みとして2007年5月に財務報告分野と監査法人分野という2分野について、6月には金融規制構造の改革、ヘッジファンドに関するベストプラクティス、財務省の資金・債務管理のあり方、バーゼルⅡ、金融教育、海外市場との相互承認という6分野について、それぞれアクションプランを作成していくことを表明している。

一方、英国では、2006年3月の予算報告に示されるように、当時のブラウン蔵相（2007年6月に首相に就任）が国際金融センターとしてのロンドンの地位を強化するための取組みをスタートさせている。2006年10月には、主要金融関係者と主要閣僚らが一堂に会し、ロンドン市場の国際競争力強化のための方策を議論する催しも開催された。

わが国においても、安倍首相が2006年夏の総裁選における政権公約において「ロンドン、NYに比肩するわが国金融市場の強化」を掲げていたが、昨年終わり頃より具体的な議論が始まった。そして2007年4月20日に、経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融資本市場ワーキ

<sup>1</sup> これらの報告書については、関雄太、岩谷賢信「米国資本市場の競争力低下と規制改革を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2007年冬号、関雄太「国際金融センターとしての地位低下を懸念するニューヨーク」『資本市場クォーターリー』2007年春号、関雄太「「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」が見た課題」『資本市場クォーターリー』2007年春号参照。

ンググループが、第一次報告として「真に競争力のある金融・資本市場の確立に向けて」を発表した。これを受けて 2007 年 6 月 19 日に閣議決定された「経済財政改革の基本方針」において、2007 年内を目途に金融庁が「金融・資本市場競争力強化プラン」を取りまとめることとされた。

金融庁においては、上記のワーキンググループでの議論と並行して、2007 年 1 月より「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」を設置して議論を重ね、6 月 13 日に「中間論点整理（第一次）」を発表している。

このように、世界の主要市場は市場間競争に一段としのぎを削るようになっていくわけであるが、米欧の間では、市場間の協調、さらには統合を目指す動きが同時に進展している点に注目しなければならない。この動きは、米と EU の経済・金融の幅広い統合、あるいは大西洋横断経済統合（Transatlantic Economic Integration）を展望する動きであり、従来から議論はあったものの、2007 年を境に取組みが加速しているのである。

この米欧市場の統合に向けた取組みを整理すると、3 つのレベルで進展していることが確認される。第一は、米・EU（欧州連合）のトップ・レベルのイニシャティブである。具体的には 2007 年 4 月に開催された米-EU サミットにおける議論の進展がある。またこれに先立ち欧州委員会のマクリービー委員が主張した大西洋横断市場創設論も注目される。第二は、証券規制分野における SEC の動きであり、相互承認という発想の下、欧州の証券市場や証券会社の米国市場での活動を大きく緩和することが構想されている。第三は、民間レベルの動きである。本稿では両地域の業界団体による金融規制に関する EU-米連合（EU-US Coalition on Financial Regulation）の活動と取引メッセージの標準化の動きについて取り上げる。以下、順に紹介する。

## 米-EU サミット

米国と EU 間では、ポスト冷戦時代の両地域間の関係強化をうたった 1990 年 11 月の大西洋宣言（Transatlantic Declaration）を契機に、年 2 回（当初は年 1 回）サミットが開催されている。

2007 年 4 月 30 日、ワシントンで開催されたサミットでは、ブッシュ大統領、EU 議長国であるドイツのメルケル首相、バローゾ欧州委員会委員長が、「EU と米国間の大西洋横断経済統合進展のためのフレームワーク（Framework for Advancing Transatlantic Economic Integration Between the United States of America and the European Union）」（以下、フレームワーク）を採択した。

同フレームワークでは、①協調を促進し、また規制に係る負担を軽減していくこと、②5 項目の優先プロジェクト（知的財産、取引の安全性、金融市場、イノベーションとテクノロジー、投資）に関する取組み、③ Transatlantic Economic Council の創設について合意に至った。

創設が決まった Transatlantic Economic Council は、閣僚レベルで構成され、本フレームワークの目標の実現に向けた作業計画を推進させるための組織である。

優先プロジェクトの一つに位置づけられた金融分野に関しては、従来より米国と EU の間で持たれている Financial Markets Regulatory Dialogue という場を引き続き活用することとされた。Financial Markets Regulatory Dialogue は、米と EU の金融当局者の間で行われている非公式な継続的対話の場である。2002 年当時、欧州では金融サービス・アクションプログラムに基づく市場統合の動きが加速する一方、米国では GLB 法が施行され、サーベンス・オックスレイ法の成立に向けた議論も活発化するなど、米と EU で相互の金融資本市場に少なからぬ影響の及ぶ制度変更が生ずる時代になったという認識の下、米国財務省のイニシャティブでスタートしたのがこのダイアログである<sup>2</sup>。この場を通じて、同フレームワークでは、今後、以下の分野に焦点を当てることとされた。

- ① バーゼルⅡ規制が円滑に適用されるよう、米・EU の協力関係を強化すること。とりわけ、移行に係る問題を解消し、米・EU 間で適用の相違を最小化するよう努めること。
- ② 会計基準について、米国 GAAP と IFRS とが欧州と米国で相互承認される土壌を形成すること。
- ③ 監査人の監督について、欧州委員会と米国公開会社会計監督委員会 (Public Company Accounting Oversight Board) との間で行われる議論をサポートすること。
- ④ 再保険の規制についてコンバージェンスを促進すること。
- ⑤ 最高のクオリティを持つ、最も有効な規制に向けて、更なるコンバージェンスの実現を図っていくこと。証券規制の分野では相互承認 (mutual recognition) の原則が適用が適切である場合、これを目指していくこと。
- ⑥ EU 及び米国の金融規制当局間の協力関係を強化すること。

上記に関して若干補足すると、①のバーゼルⅡについては EU が域内全金融機関への適用を実行したのに対し、米国では大手行のみへの適用とされている点が論点となっている。米国では先進的アプローチを採用できる大手銀行が必要自己資本を節約し、中小金融機関に対して競争的に優位に

<sup>2</sup> Testimony of Governor Susan Schmidt Bies, "U.S.- EU regulatory dialogue", Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, May 13, 2004

立つことが懸念されたのである。

また②の会計基準のコンバージェンスについては、2002年10月29日のノーウォーク合意を契機に進展してきたが、ここに来て米国がIFRS（国際会計基準）のさらなる受容に向け大きく進展する可能性が強まっている点が注目される。すなわちSECは2007年4月24日時点で、外国登録企業によるSECへのファイリングについて、IFRSベースと米国会計基準のいずれかを選択することを認める規則変更について提案する方針を発表していたが、6月20日、この提案をパブリックコメントに付すことが正式に決議された。

現状、米国証券市場に上場する非米国企業の財務報告については、原則、①米国会計基準に準拠するか、②（他の会計基準を採用する場合は）米国会計基準への調整を行うか、の選択が要求されているが、今回の規則変更が認められれば、②における調整表の作成が不要となる。同提案は75日間のパブリックコメント期間を経て、最終的に採択に付されることとなる。SECは、同様の選択権を米国の発行企業にも認めるべきか否かについてのコメントを募集するためのコンセプトリリースを発表する予定である。

この他、⑤の相互承認については、SECの取組みとして後述することとする。

## マクリービィによる大西洋横断市場創設論

上記の2007年4月の米-EUサミットに先立ち、2007年3月5日～9日にかけて、Financial Markets Regulatory Dialogueの一環でニューヨーク、ワシントンを訪れた欧州委員会域内市場・サービス担当委員のマクリービィ氏は、スピーチの中で、ヘッジファンド規制や監査法人の有限責任性、及び会計基準等の分野を例にあげ、EU及び米国における規制の相違が最小化されることが重要とした。その上で同氏は、EU・米国間の規制の相違を最小化していく努力の一つの最終形として、大西洋横断市場（Transatlantic market）の創設を呼びかけた<sup>3</sup>。

ここで言う「大西洋横断市場」とは、欧州と米国の投資家が同水準の投資家保護の下で、国内の金融商品を売買するのと同じように他国（欧州の投資家にとっては米国、米国の投資家にとっては欧州）の金融商品を容易に売買できる開かれた市場を意味する。

マクリービィ委員は、NYSEグループとユーロネクストの統合により直ちに規制上の問題が生じることはないとしながらも、将来的には大西洋を

<sup>3</sup> McCreevy, C. "Building the Transatlantic Marketplace", Heyman Center on Corporate Governance, New York, March 7, 2007.

跨いだ流動性プールの統合に向けた動きが出てくるはずという認識を示し、そこでは EU と米国の規制システムの相違が問われることになるとした。そして今後数年間で求められるのは EU と米国の規制当局の協力関係を強化することだとし、「大西洋横断市場」の創設にあたって不可欠な以下の 6 項目の原則を提示した。

- ① 規制当局の介入は必要不可欠な場合に限定すること
- ② 上記を多国間で調和して実践すること
- ③ 規制の重複を可能な限り廃すこと
- ④ 規制の同等性判断をグローバル・スタンダードに基づいて行うこと
- ⑤ 「大西洋横断市場」をグローバル化の実験場と位置付けること
- ⑥ 各国間で技術的なレベルで一貫した規制の適用、情報共有、エンフォースメントを行うこと

次に見るように、本年 SEC が打ち出した相互承認の構想は、この大西洋横断市場に向けた具体的な一歩となっていく可能性がある。

## SEC による取組み

---

今回の米-EU サミットで示されたフレームワークの中で、今後の金融分野における取組みの一つとして、証券規制における相互承認の原則の適用が掲げられていた。ポールソン財務長官が 6 月に発表した今後のアクションプランを策定していく項目の一つとしても、「海外市場との相互承認」が掲げられている。

相互承認とは、異なる国同士で、それぞれの規制がお互い受容可能なものである時、自国（ホームカントリー）の規制に服するプレイヤーが相手国（ホストカントリー）で活動する場合に、必ずしも自国の規制に服することを厳格に要求しないというアプローチを双方で採用することである。海外市場と米国市場の規制の相互承認を進展させようという主張は、従来からあった。例えば 2002 年には、ISMA（International Securities Market Association）が米国外交問題評議会の協力の下、*Building a Transatlantic Securities Market* というレポートを発行している。著者は、米国外国問題評議会シニア・フェローのベン・スティール氏である。同レポートでは、米と欧州の証券取引所が、それぞれ欧州と米国の証券会社や機関投資家から直接電子的に上場株の取引を受け入れることを相互承認しようという提案がなされている。その方が米国の投資家が、米国取引所で ADR を取引したり、欧州の証券会社を通じて欧州証券取引所で注文執行するよりも効率的であるというわけである。

こうした考えに新たな光をあて、注目されたのが *Harvard International*

*Law Journal* の 2007 年冬号に掲載された二人の SEC 国際局のスタッフの論文である<sup>4</sup>。同論文では、テクノロジーの発展により、典型的なリテール投資家も国境を超えて取引するようになった時代において、従来の SEC や他の外国金融当局が行ってきた伝統的な規制監督の手法はもはや有効ではなくなりつつあるとし、米国の規制と同等 (comparable) な規制を本国で受けている場合、SEC への登録をしなくても、外国の取引所が米国に取引端末を設置したり、外国の証券会社が米国投資家を勧誘することを認めるべきという提案がされている。

ただ本論文では、従来の相互承認のアプローチの場合、同等性の確保が不十分だったり、ある一時点で合意が結ばれても、その後のレビューや再評価等がなされず規制のアービトラージにつながる恐れもあったとし、相互承認ではなく「substituted compliance」という枠組の下で、「米国の規制と同等な規制を本国で受けている」点を確実なものとするのが提案されている。

例えば、米国での登録を要求したり、SEC による財務の健全性などについての監視を受けることを免除する条件として、同等の監督が外国当局によってなされることを SEC が外国当局に確認し、必要な情報シェアリングについての取り決めを結ぶこととする。また同等性の実態について 5 年ごとにレビューや再評価を行うプロセスを正式に導入する。

こうして米国市場が外国のプレイヤーをより積極的に受け入れることにより、競争の活発化、取引コストの低下につながるばかりではなく、許容できる相手国を米国が選別する立場になるため、他国に対して米国と同等の厳格な規制が導入されていくことが促進されると主張されている。

同論文は個人の立場で執筆されたものであり、SEC の公式見解を示すものではないが、同論文の内容やその発表については SEC のコックス委員長も基本的に賛同していたと見られ、一部では SEC が世論を見極めるために上げた観測気球であるとも言われている。

この論文で示された考え方については、先述の全米商工会議所「21 世紀の米国資本市場規制に関する委員会」の報告書でも、「真剣に検討すべき」と提言されている。

2007 年 6 月 12 日には、SEC は証券規制の相互承認についての公開ラウンドテーブルを開催した。上述のように、Tafara & Peterson の substituted compliance という考え方は、相互承認とは異なる要素を持つものであるが、SEC は従来より普及している相互承認という言葉を使ったものと思われる。ただし、ラウンドテーブルの中では、単なる相互承認ではなく、「選

<sup>4</sup> Tafara, E. & R. Peterson, "A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework", *Harvard International Law Journal*, Volume 48, Number 1, Winter 2007

別的相互承認 (selective mutual recognition) 」という言葉が繰り返し使われている。

同ラウンドテーブルは、「外国市場へのアクセスが増大することが米国市場参加者にもたらす影響」、「米国投資家に対する外国証券会社のアクセスの増大することが米国市場参加者にもたらす影響」、「規制レジームの同等性をいかに定義し計測するか」という三部構成からなり、COX 委員長以下の SEC 関係者に加え、過去の SEC 委員、学者、業界関係者が参加した。同ラウンドテーブルの議論で特に注目された論点は、次の3点であった。

- ① SEC の最も重要なゴールは投資家保護である。米国の投資家は、既にインターネットを通じるなどして SEC に登録されていない海外の証券にも投資しているが、この分野において規制が行き届いていないという現状がある。従って、クロスボーダー証券取引についての規制上のイニシアティブを SEC がとる必要がある。
- ② 相互承認のプロセスを推進することを通じて、SEC はグローバルな証券規制の最適化を進めるリーダーとなることが出来る。相互承認は悪いシステムへのハーモナイゼーションではなく、より優れた方向へのハーモナイゼーションである。SEC は、欧州に対しても、証券監督・市場監視のアップグレードを求めていくことになる。
- ③ しかし、相互承認には様々なリスクが生じうる。海外市場に上場している企業に対して米投資家からのアクセスが容易になれば、海外企業が米国市場に上場しなくなる、あるいは海外証券が SEC に登録されにくくなる可能性がある。米国による直接規制を回避しつつ、いわば裏口から米国市場に入ることも生じかねない。また、米国企業が米国の規制を避けるため、海外企業の形をとることで米国からの投資を受けようとする可能性も生まれる。海外市場や海外証券会社が、SEC に登録されていない証券を米国で提供できるなら、国内市場や国内証券会社も同じことをできてよいという議論も生じうる。

③で示されたリスクがどの程度重大かは、結局、②で指摘されている、より良いシステムへのハーモナイゼーションが実現するかにかかっていると言えよう。③のリスクの指摘の背景にあるのは、米国の規制体系の方が優れており、現状では、規制の同等性、あるいは機能的同一性が実現していないという認識であろう。

実際、1987年から89年にかけて SEC 委員長を務めたノースウェスタン大学法学部のルーダー教授は、相手国の規制当局の能力を見極めることが重要と強調した。すなわち、適切なスタッフはいるか、政治的な独立性は確保されているか、検査やサーベイランスのキャパシティはどうか、積極的なエンフォースメントへのコミットメントが示されているか、といった

点である。

このような指摘も踏まえるとハードルは高いようにも思われるが、SEC は、この証券規制の相互承認の分野について本年中に何らかの前進を実現すると表明している。2008 年の大統領選挙後、SEC 委員長が交替する可能性もあるため、本年から来年にかけての間にとどの程度のことが実現できるかが重要となつてこよう。

## 金融規制に関する EU-米連合

米欧金融市場統合への取組みは、このように政府レベルや当局レベルで活発化しているのみならず、民間レベルでも展開されている。というよりもともと米欧間でクロスボーダーの経済取引を行う民間レベルにおいて、各種制度や慣行面での同等性が高まっていくことへのニーズが強かったことを背景として、政治や行政レベルでも動きが活発化していったという方が正確であろう。

民間レベルの動きは多種多様なものがあるが、ここではまず「金融規制に関する EU-米連合」（EU-US Coalition on Financial Regulation、以下、連合と略）について紹介しよう。

同連合は、大西洋をはさむ両地域の 8 つの金融・証券業界団体<sup>5</sup>によって構成されている。目的は EU および米国の立法関係者及び金融規制当局に対して以下のことを促すことである。

- ① 規制原則、基準、規則において受容できる近似性がある場合において、規制統合や規制の相互承認の深化のための交渉を加速させること。
- ② 上記のプロセスにおいて業界からのインプットが織り込まれるための正式なフレームワークを確立することにより、ビジネスの効率性や規制の整合性の向上に向けた、金融業界のニーズやプライオリティに対して正当な配慮が払われること。

連合は 2005 年に発足したが、その背景は米と EU をまたぐ金融活動が活発さを増す中、米ではサーベンス・オックスレイ法が施行され、一方、EU では金融商品市場指令（MiFID）が導入された結果、米と EU 間の規制環境の相違が従来以上に注目されるようになってきたことである。

同連合は、両地域間の金融規制の相違点をリストすることから始めることとし、クリフォード・チャンスの調査を依頼した。この調査に基づく報

<sup>5</sup> American Bankers Association Securities Association (ABASA)、Bankers' Association for Finance and Trade (BAFT)、British Bankers' Association (BBA)、Futures Industry Association (FIA)、Futures and Options Association (FOA)、International Capital Markets Association (ICMA)、Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)、Swiss Bankers Association (SBA)

告書は 2005 年 9 月に発表されたが、その中では、主としてホールセール  
の株式及び株式デリバティブ取引における両地域の免許や登録、及び行為  
規制に関する比較分析が行われ、統合の可能性が論じられている<sup>6</sup>。これ  
によれば、大西洋横断市場の効率性を向上させるためにプライオリティの  
高い分野として、「顧客」の定義、適合性原則、マネーロンダリング対策、  
エクイティ業務関連ルール（最良執行、顧客資産の扱い、注文アロケー  
ション、リサーチのディストリビューション、ドキュメンテーション等）、  
規制インパクト評価などがあげられ、これらの分野での共通化を図ってい  
くべきこととされた。

同連合はフェーズ 2 の活動として、まもなく第二弾の報告書を発表する  
予定である。関係者によれば、今回は短期、中期、長期に分け、統合に向  
けた提案が示されるということである。

同連合の主張は、業界団体のものであるだけに、規制の統合を通じて米  
と EU で重複して規制を受けることが避けられる点、共通の業務プロセ  
ス・慣行・ドキュメンテーションの導入が可能となる点など、主として簡  
素化・効率化を実現させることに重点が置かれている点に特徴がある。

## 金融取引メッセージ標準を巡る動き

民間レベルの取組みとしては、取り立てて大上段に「市場統合」を目指  
すというのではなく、実務的なニーズから市場間の様々な取引慣行や取  
引システムの共通化・標準化が進んでいる分野も多い。

大西洋をまたぐ金融取引のボリュームが大きく、米から欧、欧から米へ  
の金融サービス業者の拠点進出も多いことから、こうした共通化・標準化  
の動きは、やはり米欧間で顕著である。

ここでは一つの例として金融取引メッセージ標準を巡る動きを紹介した  
い。今日、様々な金融取引の分野で電子化が進んでいるが、グローバルな  
金融取引において電子取引を実現するためには、各国の取引システムが取  
引の内容を示す電子メッセージを理解し合えることが大前提となる。

証券取引の分野では、ISO15022 という国際標準が利用されてきたが、  
その改訂版としては、証券取引のみならず銀行業務等も含む金融取引全般  
のための通信メッセージ国際規格として ISO20022 が開発されている。同  
規格は、特に市場統合が進む欧州において、証券取引、外国為替、貿易金  
融、小口決済等の分野で採用が進んでいる<sup>7</sup>。この結果、欧州にも拠点を

<sup>6</sup> EU-US Coalition on Financial Regulation “The Transatlantic Dialogue in Financial Services: The Case for Regulatory Simplification and Trading Efficiency” Volume I、II

<sup>7</sup> 日本銀行金融研究所「金融情報技術の国際標準化について」『日本銀行調査季報』、2006 年秋参照。

持つ米国の一部の銀行や証券会社等を中心に、米国において ISO20022 を採用しようという機運が高まっていると言われる。

ちなみにわが国においては、2001年に稼動した証券保管振替機構の決済照合システムにおいて ISO15022 が採用されている。これはわが国の証券取引インフラにおいて国際標準を積極的に採用した例として評価されるが、導入後、ISO15022 自体がバージョンアップを続けているにもかかわらず、わが国ではそれに合わせた変更がタイムリーに行われていないというのが現状である。このため、本来、国際標準であったはずがローカル規格になってしまっているとの批判もある。一部の関係者の間では欧米の動向を見据え ISO20022 にグレードアップしていこうという議論も打ち出されているが、こうした現状を踏まえると、順調に実現するかどうか懸念される。

そもそもこの種の金融関連の国際基準は、米欧の関係者がイニシャティブをとって策定されることが多い。アジアからは電子金融取引に熱心な韓国のプレゼンスが比較的高いと言われるが、総じて日本からの参加が目立たないケースが多い。

国際規格への積極的なコミットメントがあまり重視されていない背景は、こうした取引インフラを支える参加者の大多数においてはローカル取引の比率の方が圧倒的に大きく、クロスボーダー取引のために追加的なシステム変更や支出を迫られることが支持されにくいという現実があるためと見られる。この事例が示す通り、やはり市場参加者自身の国際的取引が拡大する、あるいは国際的な参加者のウェイトが高まるといった民間レベルの変化を伴わないなかでは、米欧に見られるような取引の国際標準化を目指すような展開にはなりにくいと認識する必要がある。

## 米欧金融資本市場統合の展望とインパクト

米欧の金融資本市場の各種規制等が統合に向かうとすれば、それらが事実上の世界標準を形成することとなろう。2002年10月29日のノーウオーク合意は、これまで米国 GAAP の独自性維持を貫くと思われた米国財務会計基準審議会 (FASB) が、国際会計基準審議会 (IASB) とグローバルな会計基準の統一に向けて協働するという方向性が示されたことで、同じく独自基準堅持のスタンスをとってきたわが国の会計基準関係者に大きな衝撃を与えた。先述の通り、米国側は 2007 年に入り、両会計基準の統合というよりも、米国市場 (そして米国企業) における国際会計基準使用を許容するという、より踏み込んだ姿勢を示すに至っている。このことの日本への示唆は、さらに重たいものがあると言えよう。

会計に限らず、証券規制や取引システムなど様々な分野で米欧発の世界標準が次々と形成されるならば、これに対応しない市場はローカル市場として取り残されないとも限らないということである。

もちろん米欧両地域における規制環境の間には重大な差異があり、市場統合が一気に進展することは想定しにくい。統合を賛成する人の間でも、規制関係者は、高い基準への統合を目指すべきであり、低い基準への統合は問題である、という意見では一致しているようだが、例えば活発な証券訴訟が行われ、また SEC や自主規制機関を通じた強力なエンフォースメント体制が確立している米国の環境と同等のレベルの環境を他国に期待できるのか、あるいは期待すべきなのかという問題がある。

筆者が面談したある米議会スタッフは、会計基準統合の次は、上場基準統合を目指す主張していたが、コーポレート・ガバナンスに対する考え方も、欧米で大きな差がある分野の一つであることは言うまでもない。

SEC のラウンドテーブルでの議論に示されるように、米国の投資家保護のための環境が他国より優れていると考える関係者からは、相互承認が米国市場にリスクをもたらすのではないかという懸念の声が聞かれる。一方、欧州の関係者の間にも別の懸念があることは留意する必要があるだろう。例えば、欧州議会経済金融委員会のベレス委員長らは、米国が IFRS を調整表なしに受け入れていく過程で、プリンシプル・ベースのアプローチの採用で成功している IFRS に、米国 GAAP のルール・ベースの要素がいつのまにか輸入されていくことは問題であると主張している<sup>8</sup>。

サーベンス・オックスレイ法の米国上場外国企業への適用に対して、欧州が様々な注文をつけた経緯を振り返っても、米国側の市場統合に対するスタンスが米国流の輸出を意味するのであれば、欧州としては受け入れにくいものがあるだろう。

SEC の相互承認の議論も、SEC が SEC の基準で対象海外市場を選ぶ立場になるため、海外市場としては、SEC に選ばれたければ SEC の基準にあわせて自らの枠組を変更せざるをえない。不正行為が生じた場合は、SEC のより直接的な介入が生じる可能性もある。

一方、民間サイドは、規制の簡素化、重複の排除に関心があるのであり、高い基準への統合が、規制負担の増大につながるような展開は望まないだろう。

しかし、米 EU の金融市場統合への取組みは、政治レベル、金融当局レベル、民間レベルという形で重層的に進展しているのであり、2007 年にその動きが加速したことは確かである。全面的な統合は遠い将来の夢であ

<sup>8</sup> Joint press release by Ms. Pervenche Beres and Mr. Alexander Radwan "International Financial Reporting Standards and US GAAP", June 22, 2007

ろうと、個別分野で障害の少ない部分から統合が進み、これが何らかの成功体験を生み出すとすれば、そのことがブレークスルーとなり他の分野における統合の広がりにつながる可能性もあろう。

わが国の金融当局も、米や EU 当局との対話を積極的に行ってきた。しかし、「市場統合」的な発想は、対アジアという文脈において語られることがあっても、対欧米では浮上していない。市場統合のための Transatlantic Economic Council の設置を決めた今回の米-EU サミットに見られるようなハイレベルな取り組みもなく、業界団体レベルの取り組みもない。

むしろ既述の通り、金融取引標準のような分野では、大半の参加者が国内で完結する取引しか行わず、現在の日本標準で満足しているケースも多い。この事情は、会計基準についてもそうであろう。多くの参加者にとって、国際的な標準を目指して日本基準を変更することに伴い発生する現実のコストの方が、変更によって得られる潜在的なメリットより大きなものとして受け止められていると考えられる。今の参加者がそこそこの利益を上げていく分には、日本の市場規模は今の所はそれなりに大きく、国内取引への依存が高くてもなんとかやっていけるという事情もあろう。

民間がそのような選択、すなわち端的に言えば「ローカル市場としての東京市場」で良しという選択をする時、金融当局はもとより政府全般、あるいは政治として国際化を推進することは困難かもしれない。金融国際化の議論が高まるものの、現実には日本はローカル市場化への途を既にひた歩みつつあるという感すらある。

米欧の統合が現実に進展していった時、また今後日本経済の生産性向上戦略が効を奏さず、人口減少に直面していく中で国力の低下が現実のものとなっていた時、日本はよき伝統については保持しつつも、グローバルなビジネスに適合しなくなった固有の制度や標準には固執せず、また国内ビジネスだけに依存せず、国際化に活路を見出すべきという議論が高まっていくかもしれない。その時にようやく金融国際化に向けた施策が積極的に導入されても、もう遅すぎるということになるリスクは十分認識しなければなるまい。