

平成 27 年度春季セミナー大会

金融のグローバル化について

日本大学経済学部証券研究会

A 班

目次

1. はじめに P. 2
2. 金融のグローバル化とは . . . P. 2～3
3. 金融のグローバル化の利点 . . P. 3～4
- 5 4. 金融のグローバル化の弊害 . . P. 4～6
5. 金融のシステムのあり方 . . . P. 7～10
6. 最後に P. 10

1. はじめに

金融のグローバル化が進み、新興国に資金が流入しやすくなっていったが、その反面、「百年に一度」といわれた金融危機が多発するようになった。そのような現状を踏まえ、金融のグローバル化とは何か、利点、弊害を述べ、最後に望ましい金融システムのあり方について述べていく。

2. 金融のグローバル化とは

まずは、金融のグローバル化について IT 技術の発達による経済の発展と先進国の成長の鈍化・新興国の経済発展の二つを挙げる。

10

1) IT 技術の発達による経済の発展

金融の自由化を取り入れる国々が増える中、IT 技術の発達により、国境を越えた資本移動が急激に加速した。それにより、金融市場の参加者は、金融リスクの管理やより多くの情報を収取し、加工することが容易にできるようになった。また、金融取引を大量に取り引きすることが可能になった。そのため、新興国は容易に資本を集めることができ、自国の経済発展に必要な資金を集めることができた。また、先進国の企業は、積極的に新興国で開発することによって、自国だけでは得られない多くの利益を獲得できた。新興国だけではなく、先進国も IT 技術の発達により、多くの恩恵を受けている。

20

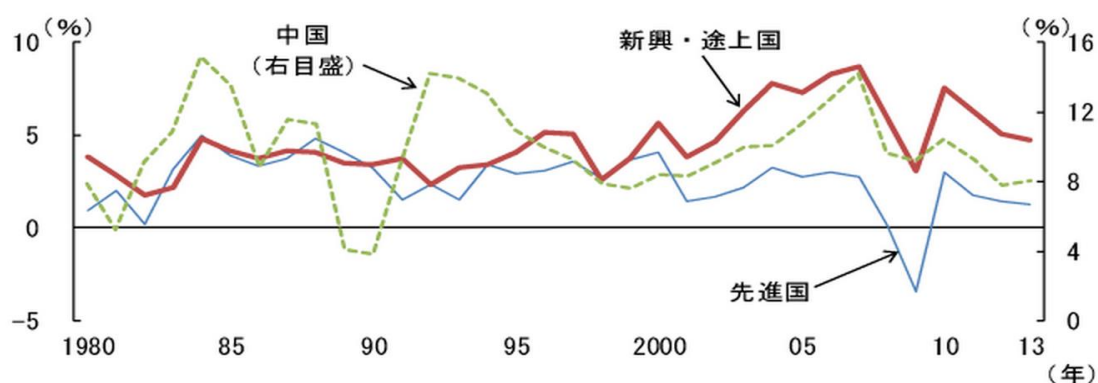
2) 先進国の成長の鈍化・新興国の経済発展

先進国の成長の限界や金融危機が相次ぎ、先進国の企業は海外に拠点を置くようになった。IT 技術のところでも述べたが、IT 技術が発達し、資本移動が加速したことによって、容易に他の国々に投資を行うことが可能になったため、分散投資の面で新興国を含め多くの国々に投資を行えるようになった。分散投資の面は利点のところでも述べることにする。

また、新興国は資本移動が加速したことによって、プロジェクトに必要な資金が先進国やファンドなどの資金規模が大きい会社などから資金を調達が可能になった。そのため、今日までに新興国は経済が発展していった。

30

図1 実質経済成長の推移

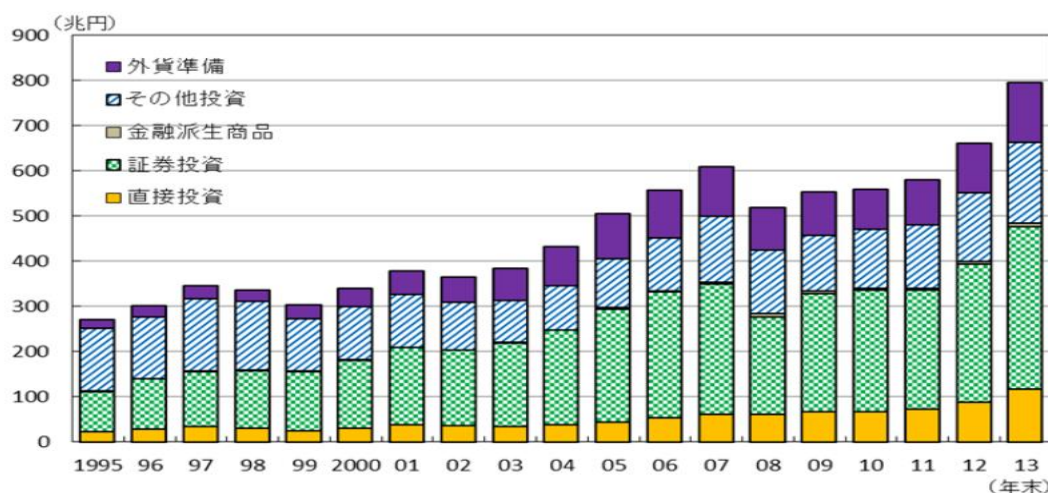


出典：内閣府：「新興国経済のリスクと可能性」より引用

3. 金融のグローバル化の利点

5 金融のグローバル化の利点として、投資家による投資の幅の増加が考えられる。資本移動が加速する中、投資家は投資の幅が広がった。図2の日本の対外資産残高の構成と推移を見ると、95年に約280兆円あったのが、2013年には約800兆円までに規模が拡大している。また、資産構成を見ると、特に拡大しているのが証券投資である。

10 図2 日本の対外資産残高の構成と推移



出典：大和総研「我が国の対外資産・負債残高からみえる現状と課題」より引用

証券投資の規模としては、95年の約100兆円から2013年は約350兆円となっており、投資家の投資規模が海外まで広がり、投資の選択肢が増えていることがわかる。そのため、投資家にとって、様々な国に投資ができることは、分散投資の面で利点であり、自国以外の通貨、様々な株式に投資を行えることは

リスクを分散させることが可能であるからだ。

4. 金融のグローバル化の弊害

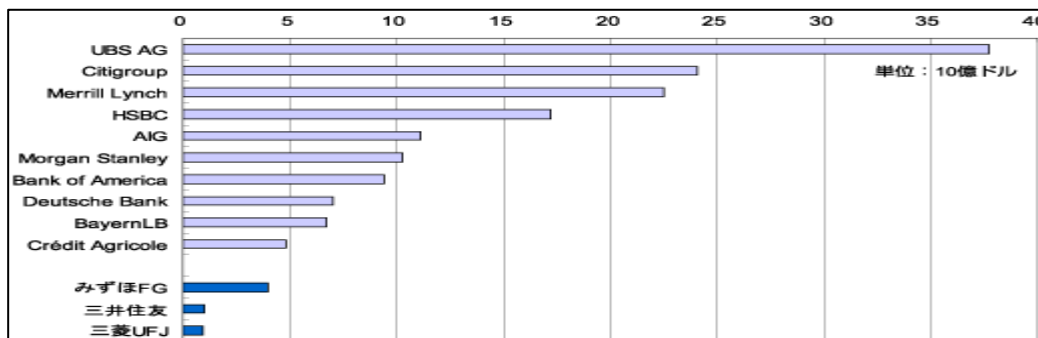
1) 一国の金融危機や財政不安が他国に影響を及ぼす

- 5 サブプライムローン問題や欧州債務危機、アジア通貨危機は、他国に大きな影響を及ぼしたといえる。ここではアジア通貨危機とサブプライムローン問題を例に挙げよう。

10 アジア通貨危機では、タイのバーツが急激に暴落をきっかけにインドネシアなどアジア諸国やロシアやブラジルなどに影響し、先進国へ資金の逆流が発生した。この危機は、タイが当時、ドルペッグ制を採用しており、為替レート保つために金利を上下させていた。しかし、次第に為替レートを維持できなくなり、為替変動制に移行せざるを得ない状況に陥った。タイの通貨危機により、新興国不安が起こり、インドネシアやマレーシアなどのアジア諸国の新興国に投資をしていた海外の投資家は資金を引き上げた。多くの新興国は通貨危機時
15 に外貨に依存していたため、デフォルト寸前まで陥った国もあった。

20 サブプライムローン問題では、2006年ごろから顕著化し、アメリカ国内では住宅バブルの終焉を迎え、返済の滞りや住宅ローン会社の資金繰り難、投資ファンドの経営難が相次いだ。その後、リーマン・ショックやパリバ・ショックに発展していき、サブプライムローン問題の一つの問題が連鎖的に波及していった。その結果、銀行や証券会社などの金融業界は大きなダメージを負った。

図3 世界の主要金融機関のサブプライムローン関連の損失



出典：NEC「サブプライムローン問題～今後の展望と米国・世界経済に与える影響」

図 3 を見ると、上位の 3 社はアメリカの金融機関であるが、HSBC はイギリスの金融機関であり、サブプライムローン問題は各国の銀行にも影響を与えていることがわかる。

5

2) 金融技術の発達によるリスクの波及

金融技術が進み、組成・転売ビジネスが普及することで、リスクが国境を越え、世界中に広がるようになった。サブプライムローン問題を例に挙げると、サブプライムローン関連商品が下落した影響が拡大した理由として、サブプライムローン商品が証券化され、世界中に販売されていたことによって、世界中の金融機関や投資家が購入しており、それに伴う損失計上が世界中に伝播した。特に、サブプライムローン問題の震源地であるアメリカと欧州の銀行はサブプライムローン問題により大きな損失を負った。その原因として、金融技術の発達が考えられる。

金融技術として主に証券化について述べる。証券化は、債権や不動産などのキャッシュフローを生み出す資産を裏付けに有価証券などの形態を利用し、資産を投資家に転嫁させる仕組みである。サブプライムローンでは、全米の多数の住宅ローンを集め、リスクの大小で階層化し、債券として世界中の投資家に転売をしていた。どんなリスクの大きい商品であっても、大量に集めて濾過すれば、安全であるというリスク分散ができていたとの考えであり、ウォールストリートなどの金融街は大きな利益を得ていた。また、住宅ローン会社などはサブプライム層に貸出審査をせずに、ローンを貸し付け、そのローン債権を転売し、信用リスクを抱えず、手数料で利益を得ていた。そのため、多くの証券化商品が市場に出回ってしまった。

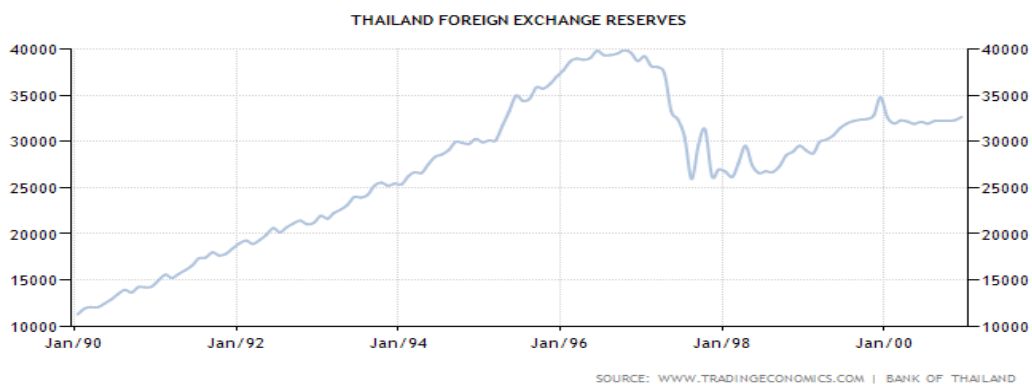
証券化技術は複雑な構造をしており、正確なリスクの把握ができない。住宅バブルが崩壊すると、サブプライムローン関係の住宅ローンの返済が焦げつき、住宅ローン会社は資金調達を行えなくなり、経営破綻に陥った。関連の証券化商品を購入した投資家や投資家に融資した金融機関などは連鎖的に損失を被った。また、住宅ローン会社やヘッジファンドなどによって、証券化商品は、世

5 界の金融市場に出回ってしまったために主にヨーロッパの国々であるが、流動性が高いゆえに多くの国々に影響を与えた。証券化といった金融技術を使ったとしても、例えリスクの高いものを良いものと混ぜ、一見良くなったとしても、別の面で無理が生じるので、全体で良くなることはない。また、証券化された商品は、リスクを評価することは非常に難しいといった弊害が生じる。

3) IT 技術の発達により資本移動が高速化

10 IT 技術の発達により、資本移動が加速する中、資本が過剰に流入しやすくなった。新興国は国内の開発プロジェクトを遂行するために多くの資金が必要であるが、資金が足りない。そのため、海外から資金が流入することは自国の経済を発展する上で必要な資金を調達できる。アジア通貨危機前は、タイをはじめ、アジア諸国の新興国の経済が大きく成長していた。タイの場合は、ドルペッグを維持するために金利を高く設定する必要があった。そこに海外投資家やファンドが高金利目当てで、新興国に投資をしていた。タイは、急激に海外から資金が流入しており、海外資金に頼らなければならなかったが、ドルペッグを維持できず、バーツが暴落しそうになった時に投資家は資金を避難させるために資金を引き上げた。図 4 を見ると、ピーク時には 400 億ドルあったのが、危機が発生した時は 260 億ドルまでに下がっており、資金が大幅に逆流入していることがわかる。資本移動の加速化は、資金が容易に入りやすい面、資金が
15
20 逃げるのも速いことがいえる。

図 4 タイの外貨準備高 (百万ドル)



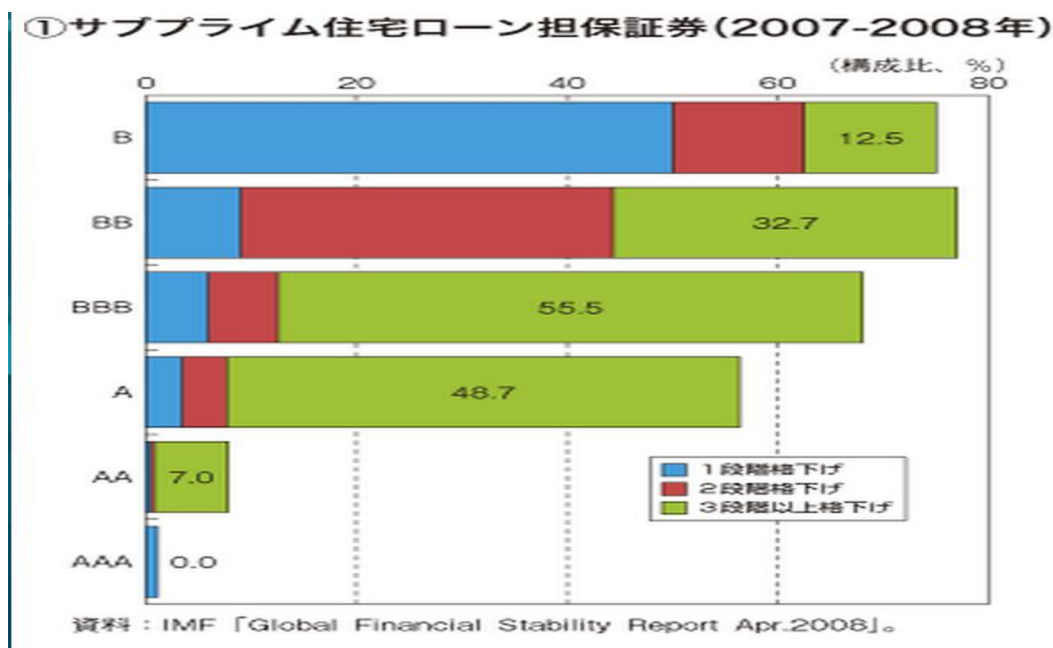
出典:TRADING ECONOMICS から引用

5. 金融のシステムのあり方について

1) リスク評価・管理・認識の強化

金融機関において、リスク管理は経営に直接影響を及ぼす非常に重要なことである。しかし、リスク管理自体は、収益を生み出さないため好況時などは比較的おろそかにされやすいものである。また、金融機関におけるリスク管理だけでなく、金融商品に対するリスク評価も重要な問題である。例として、サブプライムローン問題時における証券化商品があげられる。当時、サブプライムローン関連の証券化商品には非常に高い格付けが付与されていた。それらの中には、地域的な分散ができていたことから高い格付けの付与につながった例もあった。しかし、実際に危機が表面化した際には、サブプライムローンの借り手である低所得者等が不況時に多く解雇されるといった点で非常に相関が実際は高いことが表面化してしまった。

図6 サブプライムローン問題後の格付け評価



出典：経済産業省：「試練を迎えるグローバル経済の現状と課題」より引用

図6を見ると、サブプライムローン問題後、サブプライムローン関連の債権が大幅に格下げされているのがわかり、リスクの評価がおろそかになっていることがわかる。サブプライムローン問題の時は主に、住宅ローン会社の貸出審査の甘さによる信用リスクの問題であった。しかし、銀行などの金融機関にもい

えることであり、貸出審査を強化するなど信用リスクの管理を強化することが重要である。また、今日の金融市場はグローバル化が進み、為替相場の急激な変動や資本移動が加速している。その中で、各国の金融当局、特に新興国などは、海外融資や貿易に伴うカントリーリスクや為替相場の変動に伴う為替変動リスクなどの様々なリスクに対し、十分な認識が求められるべきである。

2) 資本移動税

私たちは、国際的な資本移動に対する課税を提案する。これを「資本移動税」と呼ぶこととする。「資本移動税」とは、国際的な金融取引や移住による資本移動に対して課税したものであり、金融取引税(トービン税)と出国税に近い考えを持つ。税で得た収入は主に金融危機の予防策や発生時の対応策に使われるようにするものとする。しかしこの税制にも欠点と利点とが存在する。欠点としては、①金融取引税で提案された低率の税では為替レートの変動が大きい場合、投機をとめきれない②現在、成長の幅の大きい新興国への資金の流れが悪くなるため、新興国からの反対が多いことの二つが考えられる。

金融取引税で考えられていた低率の税では為替レートの変動が大きい場合、投機をとめきれないという点は、現在、フランスで適用されている金融取引税は時価総額 10 億ユーロ以上のフランス企業の上場株式の所得に対する課税は 0.2%、ヘッジ目的以外のソブリン債務に係る CDS の取引に対する課税は 0.01%、高頻度取引 (HFT) に対する課税 0.01%としている。しかし、為替レートの大幅な変動などの大きな市場の動きに対しては、税率が低すぎ、過剰な金融取引を抑制することができないと考えられる。

そのため、私たちは、資本移動税の税率を金融取引の量に合わせた累進性のある税率にすることを提案する。税率を累進性にすることで市場の動きが大きい時には、過剰な投資を抑制し、資金の動きを抑制するインセンティブが生まれ、市場の動きが鈍い場合には投資を喚起するインセンティブが生まれると考えられる。この税制には、金融取引量を把握することが必要であると考えられる。これには金融機関や金融取引のための口座を持つ会社の取引量を見る方法と個人の取引量を見る方法があるが、私たちは、個人の取引量を見るべきであると考えられる。なぜなら、金融機関や金融取引のための口座を持つ会社の取引量

に課税すると金融機関などにとっては資金の流れを抑えるインセンティブが生まれるが、投資家には多く取引をすることで他の投資家の取引量の税分損をしたくないというインセンティブが生まれてしまう。そのため、個人単位での取引量を課税が必要だと私たちは考える。

5 図5 フランスの金融取引税

| | 株式 | ソブリンCDS | HFT |
|------|---|--|---|
| 課税対象 | <ul style="list-style-type: none"> ○ フランスに本社があり、毎年1月1日時点の時価総額が10億ユーロ超の上場企業が発行する規制市場に上場されている株式等が対象 ○ 当該株式等の取得者（OTC取引を含む）に対して課税 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 下記のソブリンCDSの取得 <ul style="list-style-type: none"> ① ソブリン債務のロングポジションをヘッジしていない場合 ② CDSの取得者がソブリン債務の価値に相関する資産等を保有していない場合 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 下記に関するHFT <ul style="list-style-type: none"> ① 自己勘定取引 ② フランス企業および外国企業の株式等 ③ 1取引日にキャンセルまたは修正された注文の比率が一定基準（3/3以上に設定）を超過した場合 |
| 課税範囲 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 取引参加者の設立地にかかわらず課税 | <ul style="list-style-type: none"> ○ フランスで業務を行う企業、居住者、フランスで設立された法人に課税 | <ul style="list-style-type: none"> ○ フランスで取引執行する取引参加者に課税 |
| 適用除外 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 新株発行に伴う取得 ○ CCPまたはCSDによる取得 ○ マーケット・メイク業務、流動性プロバイダー ○ 同一グループ内取引 ○ 証券貸借、レボを含む一時取得 ○ 転換等に伴う取得 | <ul style="list-style-type: none"> ○ マーケット・メイク業務 | <ul style="list-style-type: none"> ○ マーケット・メイク業務 |
| 税率 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 取得価額の0.2% | <ul style="list-style-type: none"> ○ 想定元本の0.01% | <ul style="list-style-type: none"> ○ 一定基準を超える注文の価値の0.01% |

出典：野村資本市場研究所「欧州の金融取引税の導入に向けた進展」より引用

また、二つ目の欠点として新興国の反対が挙げられる。成長の幅の大きい新興国への資金の流れが悪くなるため、新興国からの反対が多いことは金融取引税を G20 レベルで導入することに反対された一番の理由である。確かに、成長途中である新興国にとって資金の流動性が下がることは避けたい事態である。そのため資本移動税では、税収の一部を新興国へ援助資金を出すことを考える。税収を援助に回すことは新興国への不満を押さえ込むことのほかに、投資家とは違い利益目的のための資金流入ではないため、市場の大幅な動きにより資金が流出する心配が少ないなど、安全な成長をもたらすことができると考えられる。

次に利点を述べていく。利点は、資金の流動性を抑制できること、金融危機の外部費用の内部化、税率や政策に対する他国の影響の減少の三つを主に考える。

まず、資金の流動性を抑制できるというのは、累進的に課税をすることで、金融取引の量を抑えるインセンティブが生まれ、資金の流動性を抑えることが

でき、安定的な取引により、金融危機を抑制できると考えられる。

次に、金融危機の外部費用の内部化とは、金融危機という外部費用の対価を国民や預金者からではなく、金融機関や個人投資家などに支払わせることである。このことは、ウォール街の暴動でも述べられたような、好景気の時の利益のみを享受し、不景気のリスクを国民に負わせることを抑制することができる。また、金融機関のモラルハザードを防ぐことにもつながる。

最後に税率や政策に対する他国の影響の減少とは、資産移動が少なくなれば、資産に対する税率を決める時、他国の影響を受けにくくなるということである。現在、他国より高く設定すると資金が逃げてしまうため他国の影響を大きく受けることになっている。政策においても同様のことが言えると考えられる。そのため、資本移動に課税をすることは資本の移動を抑制するため、他国の税率や政策に対する影響を抑えることができると考えられ、より最適な税率や経済政策を採ることができると考えられる。また人口減少によって予想される格差拡大が抑制でき、格差が減少すれば、金融取引が減少し、代わりに実体経済の需要が増え、経済の成長をもたらすことができるのではないかと考える。

6. 最後に

金融のグローバル化は経済発展を促進させる利点があるが、金融危機の波及などの弊害がある。そのため、ミクロ・マクロの両方の視点から金融システムのあり方を今後考えなければならない。

参考文献

(書籍)

- 25 ・大村敬一・俊野雅司 (2014) 『証券論』 有斐閣
- ・カーメン・M. ラインハート, ケネス・S. ロゴフ (2011) 『国家は破綻する』 日経 BP 社
- ・ジョン・L. イートウェル, ランス・J. テイラー (2001) 『金融グローバル化の危機』 岩波出版

- ・高田創（2015）『これだけは知っておきたい国際金融』 きんざい

（インターネット）

- ・ 経済産業省
5 <http://www.meti.go.jp/>
- ・ 大和総研
 <http://www.dir.co.jp/>
- ・ 独立行政法人経済産業研究所
 <http://www.rieti.go.jp/jp/index.html>
- 10 ・ 内閣府
 <http://www.cao.go.jp/>
- ・ 日本経済新聞
 <http://www.nikkei.com/>
- ・ 日本銀行
15 <http://www.boj.or.jp/>
- ・ 日本総研
 <https://www.jri.co.jp/>
- ・ 野村資本市場研究所
 <http://www.nicmr.com/nicmr/>
- 20 ・ Deutsche Bank Group Japan
 <https://japan.db.com/index.html>
- ・ NEC
 <http://jpn.nec.com/index.html>
- ・ TRADING ECONOMICS
25 <http://www.tradingeconomics.com/>