

# 金融自由化と証券市場

木 村 幸 雄

## はじめに

我が国経済は石油ショックを境として、高度成長から安定成長への移行に伴って企業の資金需要が構造的に鈍化する一方、積極的な財政政策が展開され、1970年代半ば以降国債の大量発行が開始された。この結果、自由金利の公社債流通市場が急速に発達し、企業の余資拡大や家計の金融資産の蓄積進展による金利選好の高まりと相まって、規制金利体系は漸次崩解の方向に向っている。

金利の自由化や新金融商品の開発競争が進む過程で、金融機関の分業主義も見直しを迫られている。1984年5月の「日米円・ドル委員会報告書」以降、短期国債、CD（譲渡性預金証書）、BA（銀行引受手形）を中心とした短期資金市場の公開、ユーロ円市場に於ける債券発行、貸付の自由化、債券先物市場の開設など、急速にその具体化が進展してきた。自由化に伴う国際制度、慣習の影響から、国内起債市場の規制緩和、社債の無担保化、さらには証券手数料の自由化、取引所会員権の開放、投資顧問業法の検討など、これまでの市場制度、慣習に大きな変化が生じようとしている。本稿では金融自由化の進展によって、今後証券市場がどのような影響を受けるかについて考察してみたいと思う。

## I. 金融自由化の背景

### (1) 安定成長への移行と多様化する資産運用

第一次石油ショックを境として、国内の経済環境が大きく変化し、高度成長

期に確立された金融システムは見直しを迫られることになった。安定成長への移行で企業の資金需要が鈍化する一方で、金融資産の蓄積が大きく進展したからである。高度成長期に於ては、我が国の企業は慢性的な資金不足にあえぎ、その結果、資金の量的確保が優先され、金利は二の次とされた。即ち、終始、短期、長期の旺盛な投資需要に追われて、必要以上の資金余裕をもつことが少なかった。企業財務は極端なオーバー・ボローイングの状態で、手元資金はその殆どを金融機関預金とし、あるいは借入担保としての拘束預金が定期預金のかたちで留保されるといった資金事情であった。企業が証券を保有する場合は、それぞれの事業系列内の関係企業の株式、債券、あるいは金融系列の銀行株式を投資勘定として所有するにとどまった。それが、最近では「財テク」を背景に、企業は資金の調達、運用の両面に於て金利選好を急速に高めている。

資金不足が縮小する一方で、個人部門の貯蓄超過は依然大きく、民間部門全体としての資金余剰幅が拡大した。1970年代後半には、景気下支えのための公共事業の拡大や税収落込みで、公共部門の資金不足が拡大し、民間の貯蓄超過を吸収した。個人→法人中心の資金の流れから、個人→公共部門中心の資金の流れへと変化した。1980年代に入っても、基本的にはこの傾向は変わっていないが、財政再建の進展で公共部門の資金不足は相対的に減少し、海外への資金供給が増大した。

## (2) 国債の大量発行と証券市場

政府は財政赤字の拡大に伴い、1970代後半以降国債の大量発行を開始した。国債の消化は証券会社による個人消化の推進はあったが、その中心は金融機関に偏重し、それが金融機関の資金ポジションの悪化を招いて、国債市場自体の需給を圧迫するという悪循環に終始した。このため、金融機関による保有国債の市中売却を解禁する国債流動化対策が開始され、1977年4月に発行後1年経過赤字国債の売却が容認された。その後売却時期は漸次短縮され、1986年4月以降はディーリング勘定(商品勘定)が発行翌月の月初(約10日後)、投資勘定が発行翌々月の月初(約40日後)から売却可能となっている。

国際流動化と合せて、消化促進のための種類の多様化も実施された。1977年1月に割引国債（5年物）が、また、1978年6月には中期国債（3年物）の公募入札が開始された（79年6月2年物、80年6月4年物の中期国債の公募入札開始）。

最近は、私募形式ではあるが、10年を超える超長期国債も随時発行されている（83年2月の15年物変動利付債が最初）。

こうした一連の措置の結果、自由金利の公社債流通市場が急速に発達することとなり、公社債売買高（東京店頭）は、1977年度に100兆円を突破、1985年度には2,500兆円を上回る規模にまで拡大している。その発達は国債発行条件の市場実勢化を促すと同時に、短期金融市場の拡大に重要な役割を果すことになった。

### （3）国際化の進展と証券市場

戦後の対外資本取引は、1949年12月に「外国為替および外国貿易管理法」（旧外為法）が、次いで1950年5月に「外資に関する法律」（外資法）が制定されたのを契機に再開された。当初は、資本の流入、流出とも厳しく規制されたが、経済復興に必要な海外の資本、技術を積極的に導入するという見地から、資本の「入り」に関する制約は除々に緩和され、1970年代に入ってから資本の「出」に関する自由化も進められた。

以下では、戦後の証券市場の国際化の過程を年代別に見ることとする。

#### （イ）1945年～50年代

この時期は貿易収支が赤字基調で外資が乏しかったので、対外証券投資は全面的に規制された。しかし、対内投資面では、外人の市場経由による株式や社債の取得が可能になり、また、株式売却代金の海外送金が2年据置き、5年分割で保証された。

#### （ロ）1960～70年代前半

1961年6月に、海外で初めて我が国企業の預託証券が発行され、63年12月には海外取引所に預託証券が上場された。市場経由の外人株式投資も急増し、60

～63年にかけては第1次外人株式投資ブームが現出した。

資本の流入面では、67年7月、69年3月、70年9月、71年8月、73年5月と5次に亘る資本自由化措置が講じられ、外資の流入に関する諸制約は大方取り払われた。これに加えて、国際通貨不安による世界的な換物、株式投資マインドの盛り方で、67年から69年にかけて第2次外人株式投資ブームが出現した。

我が国からの対外証券投資は1970以降のことである。68年以来、我が国の国際収支は経常収支の黒字基調が定着し、それまでの赤字対策としての外資導入の必要が解消したばかりでなく、国際的にも黒字国の対外投資責任が急速に高まってきたのである。

かくして、我が国の投資家による外国証券の取得は、まず70年2月に投資信託に対して総額1億ドルを限度として、外国証券取引所の上場証券の組入れが認可された。次いで71年1月に同様の枠で生命保険、損害保険による取得が認められ、7月には一般個人による取得も自由化された。しかもこの段階での外国証券取引所の上場証券の範囲は、ニューヨーク、ロンドン、パリ、フランクフルト、アムステルダム、チューリッヒ、シドニー、トロントの8市場に限定されていたが、その後、ルクセンブルグ、アメリカン、ミラー、ブリュッセルが追加され、さらに非上場証券の取得まで自由化された。

また、72年には外国証券取得についての各機関の1億ドルの枠が撤廃されたのをはじめ、信託銀行、普通銀行の外国証券取得も認可されて、1970年代の半ばには、対外資本取引は許認可を要したとはいえ概ね自由化が完了した。

#### (ハ) 1970年代後半

対外資本取引の自由化急進展、経常収支の黒字拡大による資本輸出力の強化、日本経済と円に対する評価の高まりなどの理由により、1970年代後半には内外資本交流が本格化した。外資の流入額は、年平均で1970～75年の7億ドルから1976～80年には49億ドルに増加した。資本の「入り」、「出」とともに証券投資の急増が目立っている。

1977年5月には、ユーロ円債第1号として欧州投資銀行債が発行された。

このように1970年代後半は、日本の資本市場が国際資本市場としての実力を

備えるに至った画期的な時期であった。

## II. 金融自由化の進展とその影響

### (1) 公社債の発行条件

公社債流通市場の拡大を背景に、公社債の流通利回りは完全に自由に形成されている。流通利回りにサヤ寄せされることを通じて、発行条件も著しく弾力化してきた。自由な流通利回りの形成は当初発行条件を上げる方向に働いたが、金利低下期待が強い時には金融緩和下にもかかわらず、長期金利が短期金利を下回るなど、発行条件を引下げる方向に働く局面も出てきている。

債券の発行条件は利率、発行価格、償還期限、償還方法などであるが、その決定はそれぞれの債券によって異っている。種類別には国債、政府保証債、地方債、金融債、事業債とそれぞれの発行者の信用度に応じて格差が生ずるのは当然であり、応募者利回り間には

事業債>地方債 $\geq$ 政府保証債>長期国債>

5年物利付金融債(=長期国債表面利率)

という序列関係があったが、最近では長期国債と5年物利付金融債との関係はその時々々の市場実勢に応じて変化するようになってきた。

### (2) 短期金融市場

国債の大量発行、大量償還期に入って、短期国債市場は早急に整備を要するが、これに付随して短期金融市場の拡大が急務となってくる。

我が国の短期金融市場は、金融機関相互の取引に限られたコール市場、1971年5月に第2のインターバンク(金融機関相互間)市場として創設された手形売買市場がある。コール・手形市場の金利は臨金法対象外の自由金利であるが、従来は大手の取り手と出し手の合意に基づく建値制が採られ、そこで決定された均一レートが市場参加者全てに適用されてきた。しかし、建値制に対しては在日外銀の不満が強く、また、建値の変更が市場実勢に追従しきれず、時とし

で市場の出合がつかないという問題も生じた。このため、1978年6月のコールレートの建値弾力化を皮切りに、種々の自由化措置が打ち出され、現在ではコール・手形レートはほぼ完全に自由化された。

こうした自由化措置の脊景として見逃すことができないのは、現先市場の発達と企業の余資拡大、金利選好の高まりである。

現先とは、一定期間後に一定価格で買戻し、あるいは売り戻すことを条件に債券を売買することであり、売り手にとっては債券担保の短期借入れ、買手にとっては債券による短期の資金運用が可能である。コール・手形市場と異り、企業など非金融機関も参加できるオープン・マーケットである。

資金の調達サイドからみた現先市場拡大の理由は、国債大量発行と国債流動化政策を背景とした公社債流通市場の拡大によって、証券会社の在庫ファイナンスの必要性が大きく高まったことである。資金繰りの悪化に苦しむ都銀も資金調達の場として現先市場の活用に迫られ、1980年4月には都銀の売り現先枠が撤廃された。

資金の運用サイドからみた理由は、第一次石油ショック後の設備投資の圧縮と、減量経営の徹底の結果、企業の余資が拡大、より有利な資金運用手段へのニーズが強まったからである。

なお、「日米円・ドル委員会報告書」に於てもCDの制限撤廃、BAの市場創設が提案されており、短期金融市場の整備も急速に進展するものと思われる。

### (3) 新商品の開発

証券会社の貯蓄商品は、従来、金融機関に比較して自由高金利ながら短期の流動性、融資、決済機能に欠けていた。金融機関の従来商品としての預金は、短期の流動性、融資、決済機能にはすぐれているが、金利が低水準に規正されて貯蓄妙味に欠けている。

この結果、新商品として登場したのが1980年1月に発足した証券会社の「中期国債ファンド」である。これは、2～4年物の中期利付国債を組入れ対象とする投資信託であり、1カ月複利運用、30日経過後は手数料なしで換金自由と

いうものである。1カ月複利の運用で金融機関の1年物定期預金を上回る利回り、30日経過後ではあるが短期の流動性をもった商品として好評を博した。

その後、証券会社による新商品開発は、利金の複利運用のための「利金ファンド」、長期国債とその利子を投資信託で運用する「ハイバック」等がある。

#### (4) 金融機関の分業主義の見直し

新金融商品の開発競争や金利自由化が進む過程で、現行金融システムの根幹をなす銀行、証券の分離、長短金融の分離といった金融機関の分業主義は見直しを迫られることになった。

もともと、銀行、証券両業界の業務分野は、「証券取引法第65条」によって明確に分離されてきたが、1983年4月、銀行による新発公共債の窓口販売が開始され、1984年6月からは、公債の既発債売買、いわゆるディーリングも開始された。

一方、証券会社による公共債担保貸付が1983年6月に、また、1985年6月にはCDの流通扱いが認可されるなど、銀行、証券の相互乗り入れの動きが活発になってきた。

#### (5) 対外金融・資本の自由化と国際化

日本経済の国際的地位の向上とともに、対外資本取引の自由化が急進展し、1980年12月には、旧外為法と外資法を一体化し、対外資本取引を原則禁止から原則自由に改める「改正外為法」が施行された。

最近の対外金融・資本取引の自由化に関しては、ユーロ円債、とりわけ非居住者ユーロ円債の自由化のテンポが速い。

非居住者ユーロ円債は、1984年12月に発行可能主体が民間企業、州、地方政府、政府機関にまで広げられ、それと同時にユーロ円債主幹事が居住者発行分も含めて外国業者に開放された。非居住者ユーロ円債については、その後、民間企業の適債基準緩和、デュアル・カレンシー債、変動利付債、ゼロクーポン債など商品形態の多様化が実施された。円建て外債についても、漸次規制緩和

が行われている。なお、居住者ユーロ円債は1984年4月から公募発行が解禁されている。

金融、資本市場の国際化で、国内起債市場の自由化も従来に比べれば速いテンポで進んでいる。無担保債の適債基準は段階的に緩和され、1985年8月には15年物普通社債の発行、10月には普通社債の満期一括償還制度の拡充、11月には分離型ワラント付社債の発行解禁などが相次いで実施された。

### (6) 金融自由化の影響

資金の調達、運用手段の多様化は、とりわけ大企業に於て顕著である。調達面では、金融の国際化進展、国内転換社債の無担保化、起債条件弾力化などを背景に、大企業は外債や国内転換社債の発行を活発に行って、借入金のウェイトを低下させている。長期借入に際しての銀行のマージン部分（長期プライムレートの場合で0.9%）は、いまや大企業にとって割高となっているからである。ちなみに、資本金10億円以上の大企業の資金調達残高純増額に占める借入金のウェイトをみると、1970年代前半の83.9%から、80年代前半には60.4%に低下しており、代って株式（転換社債の転換分を含む）や外債のウェイトが高まっている。

運用面でも規制金利商品での運用が大きく落込み、最近では外債投資を活発化させるなど、金利選好を高めている。

企業の資金不足縮小と国債の大量発行、大企業の借入金圧縮の動きは、個人、法人の資金運用手段の多様化と相まって、金融市場を通じる資金の流れを大きく変化させた。

国債の大量発行が始まった1970年代の後半の当初は間接金融内部での資金供給形態の変化にとどまっていたが（貸出のウェイト低下と国債を中心とした有価証券保有の増大）、次第に直接金融（証券市場を通じる資金の流れ）のウェイトが高まっていった。個人、法人の金利選好の高まりで、規制金利中心の銀行預金から資金が流出し、債券や中期国債ファンドを中心とした投資信託への投資が増大していることがその理由である。



### Ⅲ. 今 後 の 課 題

#### (1) 日米円・ドル委員会の合意

我が国の金融、資本市場の自由化は、「日米円・ドル委員会報告書」の合意によって大きくクローズアップされたが、大蔵省は「金融の自由化、国際化の現状と展望」を発表してこの問題への対応を明らかにした。この基本的な考え方は、まず金融自由化は望ましいものであり、前向き、主体的に対応すべきものであること、円の国際化は避けて通れないものであり、環境整備を図ること、自由化、国際化に伴う信用秩序の混乱は極力これを回避する方針である、ことなどであった。とくに、この「現状と展望」はいくつかの点で「日米円・ドル委員会報告書」の合意をさらに拡張した次の如き注目すべき指摘を行っている。

(イ) 債券取引について先物取引の導入を行うこと(1985年10月開始)、民間の発行条件を自由化すること。

前述の如く大分緩和されてはきているが、ただ、発行条件に関しては、なお硬直な面が残っている。条件悪化の際に国債が度々休債となることがその典型といえるが、毎月1回決定される長期国債の発行条件が翌月の改定期まで長期債発行条件の事実上の下限となっていることは、海外市場に比べて機動的な起債を困難にしている。中期国債同様に、長期国債についても公募入札制の導入を検討すべき時がきているように見受けられる。

また、我が国企業の起債を海外から国内に呼び戻すためには、まず、有担保原則を緩和し、無担保債発行適格企業を一段と増やす必要がある。この点に関しては、無担保適格基準が大きく緩和された84年以降、国内転換社債の発行額が増加していることが注目されよう。普通社債については、無担保適格基準の緩和にもかかわらず、低水準の発行にとどまっているが、これは無担保普通社債の財務制限条項が策定されたのが85年1月であり、それまでは事実上完全無担保普通社債は発行できなかったからである。85年10月から実施された適債基準でも、完全無担保普通社債の発行適格企業は57社で、完全無担保転換社債の

発行適格企業175社（85年7月の時点の適債基準による）と比べて著しく少い。普通社債の無担保適債基準の緩和は、火急の課題といえよう。将来的には、適債基準に代えて、債券格付機関による格付を活用するのが望ましい。有担保原則の見直しに関していえば、コマーシャル・ペーパーの発行も検討すべき時がきていると思われる。

ディスクロージャー制度の見直しを含めて、起債手続きの簡素化を図ることも必要不可欠である。金融、資本市場の自由化は、新しい大きな市場を開拓すると同時に、金利変動を激化させるという弊害をもたらしている。これまで以上に機動的な資金調達の高まっているわけで、起債手続きが複雑な市場は地盤沈下が避けられない。

（ロ）民間創意による新金融商品の開発を積極的に促進すること。

新金融商品の登場とそれに伴う預貯金からの資金流出は、小口預貯金金利自由化の必要性を一般に認識させることになり、大口預金金利自由化とのバランスを図るという意味あいからも小口預金金利の自由化が重要な検討課題として浮上してきた。すでに大蔵省銀行局長の私的諮問機関である金融問題研究会が、85年10月15日から小口預金金利の自由化について検討を開始している。具体的には、

- ① 完全自由化、市場金利自由型のいずれが適当か（前者の場合は、そこへ至るスケジュール、後者の場合は大口と小口の境界をどこに置くかが問題）。
- ② 民間と郵貯とのイコール・フットィングをどう図るのか。
- ③ 金融機関経営に及ぼす影響とその対応策。
- ④ 証券、保険等他の金融機関とのバランス。

などが重要な検討課題となっている。86年5月に発表された中間報告では過渡期の措置として市場金利連動型による自由化を提言している。

小口預金金利自由化は、早ければ87年春から一部実現する見通しであるが、その完全自由化は当分難しい。まず第1に、民間金融機関と郵貯とのイコール・

フットィングを完全に確保することは極めて困難であるからである。この問題については競争上、それぞれ有利な点、不利な点があるので、トータルとしてどちらが有利かは計測できない。郵貯の有利な点としては、税金、預金保険料、準備預金等の負担を免除されていることがしばしば指摘されるが、逆に不利な点として、山間僻地への郵便局舎設置に伴うコスト負担、運用面での制約、などを挙げることができる。第2に、小口預金金利の完全自由化は、中小金融機関に与える影響が極めて大きいことである。完全自由化に伴って過当競争が起きれば、信用秩序が攪乱される事態も予想される。小口預金金利自由化の当面の目標としては、市場金利連動型とし、連動の対象となる市場金利との格差を当初は大きく設定し、漸次その格差を縮小していく方向が現実的と考えられる。その場合、大口と小口との境目は預金保険限度額（従来の300万円から1,000万円への引上げが決定済み）が適当とみられ、それを上回る預金の金利については、比較的早期に完全自由化が実現すると予想される。小口預金金利が市場金利連動型となれば、当然貸出金利も全面的に市場金利連動型に移行せざるをえない。調達コストに利ザヤを上乗せして貸出金利を設定するスプレッド・バンキングが定着すれば、小口預金金利水準の落ち着き先も自ずと明らかになる。完全自由化までの過渡的段階として市場金利連動型を介在させることで、小口預金金利自由化による混乱を最小限に抑えることが期待できると思われる。なお、市場金利連動型の場合、連動の対象とすべき市場金利は、預金の期間ごとに異ってくる。例えば6カ月定期なら同期間のCD金利、2年定期なら同期間の国債金利が考えられよう。

(ハ) 東京オフショア市場（非居住者からの資金の調達及び非居住者に対する資金の運用を、金融上、税制上の制約の少ない自由な取引として行わせるための市場）を創設して国際化を一段と推進すること。

東京オフショア市場は86年12月に開設することに決ったが、現段階で予想される姿は次の通りである。

① オフショア勘定（以下IBFとする）の設立主体……外国為替公認銀行。

- ② IBF の設立方法……既存の金融機関内に国内勘定とは分離し、原則として「外-外」取引だけを記帳する特別の勘定を設ける。IBF は海外支店とほぼ同様に扱われるが、IBF に対する規制はより厳しい。
- ③ IBF の資金調達・運用の取引相手
  - ア. 非居住者（ただし、個人、非金融我が国企業の海外支店は不可）。
  - イ. 他の IBF。
  - ウ. 親銀行（設立主体）の国内勘定……一時的資金振替に限定。
- ④ IBF の資金調達方法
  - ア. 非居住者、他の IBF からの非決済性預金受入れ及び借入れ。
  - イ. 調達通貨は円、外資を問わず自由。
  - ウ. CD の発行については、今後の検討課題とし、IBF 創設当初は発行を認めない。
- ⑤ IBF の資金運用方法……非居住者、他の IBF に対する貸出、預金、余資運用としての非居住者発行の有価証券発行については、今後の検討課題とし、IBF 創設当初は発行を認めない。
- ⑥ 金融上、税制上の優遇措置
  - ア. 預金金利規制の適用除外
  - イ. 準備預金制度の適用除外
  - ウ. 預金保険制度の適用除外
  - エ. 利子源泉税の免除
  - オ. 地方税、印紙税の減免は当面見送り
- ⑦ 内外遮断のための措置
  - ア. IBF から国内勘定への資金振替に対しては準備率を課す……国内勘定による海外支店からの資金調達に対する準備率は現在0.25%だが、これを上回る公算もある。
  - イ. IBF 取引の適格性を保つための措置……アメリカに於ては、IBF は非金融機関との取引に際しては、当該取引が米国外での業務をサポートするためのものであることを顧客に対して文書で通知しなければなら

ない。さらに、預金者ないし借入人が米系企業の場合は、上記の通知に対し、了解した旨の文書を銀行宛に提出しなければならない。日本の場合も同様の措置が実施される公算が強い。

- ウ. 預金の最低預金単位、最低預金期間の設定……預入者が金融機関、主権免税機関（外国政府、外国中央銀行、国際機関）の場合、2日以上かつ1億円以上となる見通し（引出額も1億円以上となろうが、利子の引出しは1億円未満も可）。
- エ. ネット入超禁止……一定期間内に於けるIBFと国内勘定との間の資金振替平残がネットで国内勘定への入超となってはならない。
- オ. IBFからの国内勘定への資金振替に残高制限を設ける。

東京IBFは、当初は国内勘定に於ける対外取引からのシフトが中心となり、当面の規模はネット入超禁止などの制約が課されることから1,000ドルを下回るとみる向きが多い。しかし、将来的には、海外支店の経費削減などを目的として、米国IBF、ロンドン、香港、シンガポール等からのシフトも期待できる。東京IBFの創設は、東京市場の国際化に大きく貢献しよう。ただ、東京IBFは国際銀行業務だけに限定した自由化措置であり、東京市場が真の国際金融、資本市場として発展するためには、次のように証券取引の自由化措置が必要不可欠であろう。

- ① 非居住者保有の全ての債券利子について源泉税を撤廃する。非居住者保有の債券利子源泉税撤廃は、アメリカ、西ドイツ、フランスで実施されたのをはじめとして、世界的な流れである。
- ② 有価証券取引税を撤廃する。取引コストが高い市場は、その発達が阻害される。
- ③ 起債市場の一層の自由化、弾力化を図る。具体的には、起債手続きの簡素化、受託制度の改善、発行条件の弾力化などが必要。また、国際金融市場に於ける有価証券化の進展を考えると、東京オフショア市場を国際銀行業務に限定した東京IBFにとどめるのではなく、将来的には国際証券業務を金融上、税制上の制約の少ない、自由な取引として行わせるため

の市場とすることも検討に値しよう。

## (2) 円の国際化

一国の通貨が国際化するための条件は、①その通貨の調達、保有、運用に対するニーズが強い。②その通貨の調達、運用が非居住者にとっても自由にできる、という2つに大別される。

日本が世界最大の純資産国となり、金利が相対的に低水準で推移することから、円での調達ニーズは今後一段と高まってくる。為替上昇を期待して、円資産の保有、運用に対するニーズも高まると予想される。①の条件は充たされることになる。②についてもユーロ円市場の自由化や円建て BA 市場、短期国債市場の創設など環境整備が進んできてはいるが、必ずしも円が国際通貨として完全な姿を整えたとはいきれない面があることは否定できない。たとえば米ドルと比べてみると、

(イ) 東京外国為替市場での為替取引高の大半は国際通貨としての米ドルとの交換である。各主要国市場での為替取引は、当該国の流通通貨（例えば西ドイツのフランフルト市場は西ドイツ・マルク）と米ドルの交換が中心であり、円との交換は増えてきたとはいえ、東京市場で米ドル以外の通貨との取引シェアは5%位である。

(ロ) 貿易決済手段としての円の役割も、世界の総輸出のせいぜい5%程度にすぎない。我が国でも輸出決済に占める円建て比率は徐々に高まってはいるものの、輸入決済では約90%がいまだにドル建てである。主要欧州通貨と比べてはるかにウェイトは低い。さらに、国際通貨としての他の主要な機能である資産保存手段、すなわち、公的には外資準備としての円のウェイトは極めて小さい。

(ハ) 円資金の調達額が急増しているといっても、このまま円で使われるこ

とは殆どない。現実に外国政府や国際機関が東京市場で円建て外債を発行して円資金を調達した場合でも、その資金を我が国の外に持ち出す時は一部の例外を除いて米ドルと交換される。

今後短期金融市場の整備、拡充の進展に伴い、円での調達、運用の場が拡がり、円の国際的地位も高まっていくものと思われる。

### (3) 外国証券会社の不満と要望

外国証券会社などによる日本市場での業務は流通市場から発行市場へと拡大してきたが、日本市場固有の制度や慣習によって、その活動はかなり規制されている面がある。

外国証券会社などによる不満や要望はあらまし次の通りである。

#### (イ) 有担保主義

外国の企業が日本市場で起債しようとしても極めて厳格な適債基準があり、容易ではない。その反面で、外国政府債については日本市場での起債が広範に認められているが、なかには国際市場では発行できないような銘柄も含まれている。この点で民間債との平等性を欠いている。

#### (ロ) 行政指導

銘柄のみならず、発行量、発行時期、発行条件に至るまで、実際には大蔵省のコントロールを受けており、機動的ではない。アンダーライター業務は、企業の資金需要に応じて最も効率の良い資金調達を企画、立案してこれを実行することであるが、それが不可能である。いかに大蔵省とうまく交渉するかが、アンダーライターの最も重要な要素となっている。

また大蔵省のガイドラインも四大証券の引受部長会中心に作成される場合が多い。カヤの外にいる外国証券は、大蔵省の指導方針などを事前に察知して、対応する事がなかなかできない。

#### (ハ) 株式の発行市場

我が国では新株が市場価格より5%程度割引いて発行されており、引受手数料が3.5%ある。これによって引受証券会社のリスクはヘッジされており、安

易な引受競争を生んでいる。これが市場のメカニズムを働きにくくしている。

(二) 外国証券会への差別

外国証券会社が我が国の証券取引所の会員になることは仲々難しい。形式的には門戸が開かれてはいるが、実効性に乏しい。

それぞれの市場には伝統とか慣行があるのはやむをえない面がある。特に我が国の場合、第二次大戦によって市場は壊滅し、戦後も昭和40年の証券不況によって一時証券市場は摩痺状態に陥っている。それだけに、保守的で閉鎖的な要素が欧米の先進市場に比べて強いことは確かである。しかし、我が国経済の拡大とともに、「強い円」を背景とする我が国の金融、資本市場の国際的地位も高まっている。すでにその取引規模では米国市場に次ぐほどに拡大しており、国際的に通用するルールづくりが急がなければならない。

1980年代の我が国の金融、資本市場は、国際化、自由化の流れのなかで、公正な競走原理で競合し、かつ協調する時代である。国際資本市場のなかで、東京市場が閉鎖的であった時代は去った。我が国の銀行と証券の垣根論争は、古くて新しい問題であるが、国際金融資本の攻勢に対抗するためには、我国の銀行と証券は対立するのではなくて、協調してこれに立向う姿勢が望ましい。

今後証券市場は、これ等の多くの課題をかえながら、金融の自由化、国際化に向って大きく飛躍していくものと思われる。

参 考 文 献

谷 田 庄 三 編	金融自由化と金融制度改革	大月書店
日本経済新聞社 編	金融の国際化	日本経済新聞社
”	金融・資本市場	”
館 龍一郎 著	金融再編成の視点	”
鈴木 淑 夫 著	金融自由化と金融政策	”
立 脇 和 夫 著	金融大革命	”
石 田 定 夫 著	金融市場	”
坂 野 幹 夫 著	最新証券市場論	文雅堂銀行研究社
清 秀 著	証券界	教育社
後 藤 新 一 他著	日本の金融革命	有斐閣選書



炭本昌哉著  
土肥一忠・大平宗著  
松田拓著  
及野正男著

自由化時代の金融機関  
金融革命最前線  
金融革命本番  
国際金融がわかる本  
証券月報  
証券週報

日本経済評論社  
ダイヤモンド社  
TBSブリタニカ  
ABC出版社  
山一証券経済研究所  
〃