

日米金融摩擦と日本の証券市場

—アメリカ議会の対日認識と日本の国債発行市場—

藤原洋二
沈 徹

本稿の主題

日本の証券市場に対するアメリカからの批判は誠に厳しいものがあるが、一方事実認識に大きな隔たりが日米間に存在することもしばしば指摘されている。本稿はこれをできるだけ正確にフォローすることを第1の目的としている。

まず第I部では本年アメリカ上院銀行委員会で可決された「金融サービス公正法案」及びその先駆けとなったものの廃案となった「法案S 2028」の内容及びそれを巡るアメリカ議会（特に上院）での議論を紹介し、金融特に証券面での対日批判勢力の事実認識の水準を探ることとする。

続く第II部では、昭和50年代以降繰り返し行われてきたアメリカによる日本の証券市場批判とそれに対応する監督当局（大蔵省）による制度改革の歴史を振り返り、現在の日本の証券市場（具体的には特にしばしば議論の対象となる国債の発行市場）がどのような経緯を経て形成されてきたかを概観する。こうした、一連の制度改革はアメリカを中心とする外国勢力の批判だけに基づいて実施された訳ではない。国内的な要因が大きく影響していることも事実なのであるが、本稿では主として外国勢力による対日批判の対応策の系譜という単純化した形での取り扱いを行っている。

第III部では現在の日本の証券市場における外国証券会社の位置付けをおこなう（この場合も国債発行市場を具体的な例として議論する）。こうした問題に関する資料は通常公表されないため、これは極めて困難な作業であるが、各種の代理変数及び推計に基づく数値を利用して、市場システムへの参入度・取引に占めるシェアなどを算出する作業を行っている。

最後に「結語」として、現在行われているアメリカによる対日証券市場批判には事実関係に基づく根拠がなく、一連の日本の制度改革は着実に成果を挙げていること、それゆえに、「金融サービス公正法案」は少なくとも証券に関する限り、廃案になることが望ましいという結論が述べられている。

第 I 部 アメリカ議会による対日金融批判の昂まり

(1) 「金融サービス公正取引法」

近年日米の各種の分野における競争が激化しており、「摩擦」とでも言うべき事態が続発するに至っていることは既に衆知の事実になりつつあるが、証券を含む金融の分野もその例外ではない。日本の銀行・証券会社・保険会社がアメリカ市場を席卷し、その一方で日本に進出したアメリカの金融機関が日本の金融市場の「特殊性」や「閉鎖性」の前に苦戦を余儀なくされている、という認識は少なくともアメリカ国内（殊に議会関係者の間）では「常識」になりつつあるのが現実であろう。本年5月24日に上院銀行委員会（Senate Banking Committee）で可決された「1990年金融サービス公正取引法（Fair Trade in Financial Service Act of 1990）」は、金融面を巡る一連の対日批判のある種のピークを示すものと言えよう。

この法律は、要約すると「進出しているアメリカの金融機関に対して自国の金融機関と同一水準の待遇（内国民待遇）を与えていない国が存在する場合、財務省はその国に対して事態の改善を求める交渉を実施する義務を負う。もしそれが成果を収めない場合には、連邦準備制度理事会（FRB）・証券取引委員会（SEC）といった金融機関監督当局に対してその国からアメリカに進出を希望している金融機関からの各種の申請を却下する権限を与える」というものである。証券関連の内容について具体的な規定（同法第3条「証券ブローカー及びディーラーに対する内国民待遇原則の実現」）を少し紹介してみよう。

1934年証券取引法（Securities Exchange Act of 1934 「15 USA 780 (b)」）の15条(b)項を修正し、末尾に次のような新条項をつけ加える。

(1)(A)：このパラグラフは、もし財務長官が、当該外国が、自国のブローカー及びディーラーに対して与えているのと同等の競争機会（このなかには市場への効

果的なアクセスをも含むものとする)を、アメリカ合衆国のブローカー及びディーラーに対して与えていないという文書による決定を連邦の政府広報 (Federal Register) において公表した (及び取り消さなかった) 場合には、その外国との関係において適用されるものとする。

(B)(i) : 証券取引委員会 (SEC) は次の権限をもつ。

(I) この条パラグラフが適用される外国の国民によって提出されたいかなる登録申請をも本項のもとにおいて拒否することができ、ならびに

(II) 当該外国のいかなる国民も登録されたブローカーもしくはディーラー (registered broker or dealer) の支配権を取得するのを禁止することができる、これは支配権の取得の開始時期がいつであるかを問わない。⁽¹⁾

つまり、進出しているアメリカの証券会社に内国民待遇を与えていないと認定された国の証券会社は既にアメリカに拠点を持つもの、これからアメリカに進出しようとするもの双方とも買収・合併・支店の設置などに関する全ての新規申請が却下されるようになるのである。ただこうした件については既に既得権を獲得しているものが取り消される訳ではないので、さほど深刻な影響を被ることはない。むしろ問題なのはアメリカ国債の引受に欠かせない資格であり、アメリカに進出している外国の金融機関 (銀行を含む) がその習得に躍起になっているプライマリーディーラー (primary dealer) については、既得権が認められておらず、「不公正取引国」と認定された場合にはその国を母国とする金融機関からそれが剝奪される規定が存在していることである。

もう一つのこの法案の特色は、制度上の内国民待遇だけではなく実質上のそれ、つまり「効果的な市場参入の機会を保証すること」を外国の証券市場に要求していることである。今日世界的な規模での資金移動は常態化しつつあり、外国勢力をあからさまに排斥している証券市場などどこにも存在しない (あるいは存在しえない) 状況になっている。むしろ取引の多様性を維持させるためにも外国勢力の参入を不可欠とするのが実態と言えよう。それゆえに、制度上あるいは文言の上では外国勢力に同等の権限を与えている国が現在では殆どである。しかしながら、対外進出を果たしたアメリカの証券会社⁽²⁾ が当地でしかるべき成果を挙げるに至っていない、という認識をアメリカの議会関係者が抱いていることももう一つの実態である。そこで一步事態に深く踏み込むことの必然性が提起される。そ

して今回、相手が不公正取引実施国であるか否かの認定基準を「効果的な市場参入 (effective market access) の機会を保証すること」に置く規定が盛り込まれるに至った。法律上あるいは制度上は勿論のこと、アメリカの証券会社が実質的に対等な立場で競争に参入するためのしかるべき措置を講ずることを外国に対して要求しているものであり、それに応じようとしなない国に対しては厳しい制裁措置が適用されることになるのである。

しかし、商取引という行為そのものは極めて歴史的な所産であり、世界共通の制度的な枠組があるのと同様に、各国において独自に形成された伝統・慣習に基づく部分が存在することは否定できない事実である。今回の措置によれば、そうした部分が「アメリカ勢力の進出を妨げるもの」と認定される可能性があり、その廃止が求められることになる。もしそれを拒んだ場合には、プライマリーディーラーの資格剥奪を含む厳しい制裁措置が待ち受けている。それゆえに、もしこの法案が上院・下院を通じて成立するような事態になれば、「アメリカとは異なった仕組みの証券市場」を持つ国にとって大きなインパクトを与えることになるであろう。

(2) 日本を向く視線

こうした法案のどこを見ても“Japan”あるいは“Japanese”という言葉は挿入されていない。つまり、アメリカを除く世界中全ての国を対象にした法案を装っているのである。しかし、それはあくまでも外見のことであり、そのターゲットとなっているのは間違いなく日本なのである。それに関する証拠は無数に存在しているが、ここでは本年1月29日に上院銀行委員会に提出された法案(結局は廃案となった)を紹介することでアメリカ議会の対日観の一端を認識することにした。⁽³⁾

この法案は、「アメリカから進出している銀行及び証券会社に対して差別的な取り扱いをしている国はアメリカにとって不公正な存在である。従ってその国からアメリカに進出している金融機関からの新たな申請は全て却下すべきである。」という内容のもので、特に「差別的取り扱い」の判断基準として「その国の金融市場においてアメリカの金融機関が『効果的な市場参入の機会』を保証されているか否か」を重視している点が注目されよう。つまり、今日成立した「金融サービ

ス公正取引法」が娠んでいる内容・方向性と極めて良く類似しているのであり、その意味では正にこちらこそが先駆的な存在であると言えよう。そして「S 2028」という機械的な番号処理をほどこされているこの法案は提出当時「日本及びその他の国々の市場においてアメリカの銀行・証券会社がこれまで以上に活動できる機会を保障するべく、アメリカ合衆国政府に権限を付与するための法案」と称されていたのである。

この法案提出時の関係者の証言を拾ってみよう。まず財務省国際問題担当次官デビット・マルフォード(David Malford)氏であるが、「財務省は日本との間で『円ドル委員会』を開催し、それを通じて対日要求を主張している。その結果、日本の金融市場——中でも証券取引所・国債市場・ユーロ円市場——においてかなり対外的な改善努力が施されてきた。——しかし日本の市場改革の動きは極めてスローペースであり、イラダチを隠し切れないことも事実である。——その原因のかなりの部分は、日本と交渉する際にアメリカ政府が強力な「切り札(tool)」をもっていないことに由来するものと思われる。その意味で今回の法案(S 2028)はアメリカ政府に強い援軍といえるだろう。——しかしそうした意図に対して賛意を示すことはやぶさかでないにしても、日本の金融機関にペナルティーを課するという段階で表面化するある種の「相互主義(reciprocity)」的色彩に対しては賛成することはできない。こうした懲罰行為にはかならず報復措置が講ぜられるのであり、保護主義的な風潮が台頭することになるだろう。そうなれば、現在の世界を支える地球規模での資金と資本の流れに大きな打撃が加えられるのである」として、法案に反対する立場を表明している。

これに対して上院銀行委員会の大物である共和党議員ジェイク・ガーン(Jake Garn, 今回の金融サービス公正法案においても重要な役回りを演じた)氏はこのS 2028を強力に支持する立場にある。実は外国の金融機関に対するこの種の規制措置が検討されたのは今回が初めてという訳ではなく、その原形とも言うべきものが既に1984年にやはり銀行委員会に提出されている。ガーン議員はその段階から一貫してこの種の法案の推進役であった。「日米間の金融環境は日を追うごとに悪化している。日本は待てというが一体いつまで待てというのであろうか。今我々に必要なものは全てこの法案に盛り込まれているのであり、最優先で成立を期すべきである」。

上院銀行委員会である民主党議員ドナルド・リーグル (Donald Riegle, 彼も金融サービス公正法案の委員会通過の「功労者」の一人である) 氏もこの時点から「今やこの問題において強力な行動を起こすべきだ、という点でガーン議員と完全に見解が一致している」と表明していた。なおリーグル委員会は先のマルフォード氏に委員会への出席を求め、その席で次の様な質問を発している。「あなたは“フィナンシャル・タイムズ”(Financial Times) 誌に『6年間にわたって日本当局の金融市場改革を見守ってきたがもう限界であろう。今こそ米国議会は事態打開に向けて行動を起こすべき時である』という主旨の論文を寄せている。にもかかわらず何故に今回の法案に反対するのか」。これに対してマルフォード氏は「あれは日本がもっと迅速に行動するように警告しただけの話しである」と答えている。

次に同委員会でこの法案に賛成の立場から行われた証言 (testimony) を紹介してみよう。最初は European Service Industries Forum のチーフ・エグゼクティブ・オフィサーであるギンター・ポーリー (Gunter Pauli) 氏⁽⁴⁾ で「世界の10大銀行のうち九つまでが日本の銀行である。世界の5大証券会社はすべて日本の証券会社である。世界最大の機関投資家も日本にいる。ロンドンのユーロボンド市場取引ではその40%を日本の金融機関がコントロールしている」と指摘し、「事態の異常性」を前面に押し出している。「にもかかわらずアメリカ政府はこの事態に対して基本的には手をこまねいているだけである。今回の法案にはEC銀行委員会が提起したものと同様の相互主義的取り扱い⁽⁵⁾ が折り込まれているが、もしこれが成立した暁にはアメリカ政府は対日交渉上またとない程強力な切り札をもつことになるのであり、アメリカの金融機関は日本の金融市場というく宝の山>からこれまで以上の利益を掘り出すことであろう」としている。

マサチューセッツ州ボストン所在の Investors Bank and Trust Co., の頭取であるエリック・ハイデン (Eric Hayden) 氏の証言は次のようなものである。「(ポーリー氏が指摘したような状況があるにもかかわらず) 現在のところアメリカ政府は重い腰を上げようとはしない。それはもしアメリカがドラスティックな手段にでた場合に予想される日本側の反発・報復を恐れているからだ。というのも、アメリカ政府は財政赤字は日本の投資家からの資金によって辛うじてファイナンスされているのが現状だからである」。

またポーリー・ハイデン両氏はアメリカの大手の金融機関に対して批判の矢を放っている。「彼等はこの問題で全く声をあげようとはしない。彼等も日本の報復を恐れているのである。ここ数年やっとの思いで築きあげたほんの僅かな日本市場でのシェアを取りあげられてしまう事態が何よりも恐ろしいようである」。実はこの指摘は極めて重大なものをはらんでいる。日本の金融市場においてアメリカの金融機関が一定のシェアを占めていることを認識しているのである。日本側はこの事実を挙げることで摩擦が存在していないことを証明したかの如くにしてしばしば錯覚してしまうが、このスタンスだけでは充分ではない。その事実を踏まえた上でなおかつクレームの声を発しているのである。そうした日本側の手の内を見透かしたようにポーリー氏は次のようにも証言している。「日本は国内の金融自由化を阻止するために躍起になっているが、そのための援軍をこの北米大陸の地で獲得することに成功している。代表例はソロモン・ブラザースで、彼等は日本のシステムに完全に組み込まれており、10億円以上にも上る手数料収入を黙っていても得られる立場（筆者註：日本の国債発行市場におけるシンジケート団におけるソロモンのシェアについて語っているものと思われる）に安住してしまい、それ以上のことを望まなくなってしまう」。

結果としてこの法案S 2028は否決されてしまうが、ここで根底に流れていた精神は今回委員会で成立した金融サービス公正法案にきっちりと継承されている。その意味で成立した法案はS 2028の生まれ代わりである。だとするならば、日本に焦点を絞ったスタンスにも変わりはない訳である。本稿冒頭にある「この法案の成立をもって対日批判の一つのピークをなす」という記述はかくの如くの背景を備えているのである。

註

- (1) この「金融サービス公正法案」の条文は、全国銀行協会の黒瀬氏による翻訳文（『東海銀行調査月報』1990年7月号収録）を利用した。
- (2) 日本の証券会社にはば該当するアメリカの金融機関の呼び方は必ずしも常に一定という訳ではない。investmentbank, brokers, security firms, security companyなどの用語がそれぞれ機能・ビジネスレベルによって使い分けられている。従って、それに対応した用語が日本語でも必要になる訳で、「投資銀行」といった名称は昨今

の金融制度改革論議を通じて日本でも一般的になりつつある。しかし本稿では無用の混乱を避けるためアメリカ側の当該金融機関に対しても「証券会社」という用語で統一することにする。

- (3) この法案 S 2028 を巡る議論・証言については“Banking Report”誌の各号を利用した。
- (4) このポーリー氏は“The Second Wave: Japan's Global Assault on Financial Service”の共同執筆者の一人である。
- (5) 今回の金融サービス公正法案を EC の第 2 次銀行指令との関係で分析するむきは少なくない。本稿の主旨とは離れるので詳述はしないが、単なる「内国民待遇」を超えて相互に銀行・証券会社の性格を規定しあう概念として EC 委員会で利用されている“Mutual Recognition”は、今回のアメリカの措置に大きな影響を及ぼしている。この種の問題に詳しいポーリー氏は同委員会で証言を行ったのもこの点から考えると理解のいくことである。なお、銀行・証券会社における“Mutual Recognition”のあり方については次の論文が詳しく取り扱っている。

Sydney J. Key ; “Mutual Recognition”
 (“Federal Reserve Bulletin” Dec. 1988)

第 II 部 日本の国債発行市場の変革

(1) 伝統的な国債発行市場のスタイル

国債を発行する際に是非とも貫徹しなくてはならない原則が二つある。一つはそれによって財政支出を賄うのに必要な資金をできるだけ低コストで調達するということであり、もう一つはそれによってインフレを発生させないということである。この二つはある意味でトレードオフの関係にある。国債管理に長い伝統を持つ欧米諸国の経験によれば、最も低コストでしかも必要とする資金を政府が確実に調達する方法は、国債を中央銀行に引受させることである。しかし中央銀行が国債を引き受けた場合、その〈資産〉が増加する訳であり、それはバランスシートの制約上からしても必然的に〈負債〉の増加、つまり銀行券の増発を招くため、インフレが発生しやすい環境を作り出すことにつながる。逆に、国債発行に際して市中消化の原則を適用すれば、民間部門の資金が国庫によって吸収されることになる訳であり、流通貨幣量に変化は生じないためインフレの危険性が回避される。しかし一方でこの形での国債発行は金融市場の制約を直接受ける形となり、常に必要な資金が低コストで調達できる可能性は格段に低下することになる。

第2次大戦後の日本において長期国債の発行が再開されたのは昭和40年であり、これ以降日本も国債を抱えた経済構造へと変質していった。この時、財政当局において念頭に置かれていたのも先の二つの原則である。そして、その結果採用されたシステムは世界に類を見ない極めて人為的なものであった。⁽¹⁾ 今述べたように、本来から言えば国債の日本銀行引受こそが低コスト調達のみのであるが、日本では財政法第5条によってそれが禁止されている。そのために第一義的に活用されたのが郵便貯金資金を原資とする政府資金である。また一方で、民間金融機関からの調達方法も創出された。全国の主要な金融機関を全て網羅する形で「国債引受シンジケート団」を組織させ、発行される長期国債を全額そこに割り当てるという方法である。各金融機関は業態別に引受シェアが確定され、赤字発行元年と呼ばれた昭和50年の例でいうならば、都市銀行・長期信用銀行48.5%、地方銀行18.0%、信託銀行5.5%、相互銀行4.0%、信用金庫4.5%、農林中央金庫4.0%、生命保険会社4.5%、損害保険会社1.0%、証券会社10.0%という具合に定められていたのである。引受シェアに基づく応募が約束されている以上、財政当局としては市場金利を考慮せずに国債の発行を定めることができる訳であり、当然のこのように市場金利を大幅に下回る条件による国債発行が行われるようになったのである。「御用金方式」と呼ばれる所以である。ということは、長期国債の発行市場はこの時点の日本においては存在しなかったのである。

しかしこうした低位の条件で発行された国債を保有することは民間の金融機関の収益を極端に圧迫することに繋がり、長期間に亘って強制することは不可能である。そのために実施されたのが、「保有後1年超国債の日本銀行買上」である。これは日本銀行による買いオペレーションを通じて行われたがその際に買上価格が購入価格を下回っていた場合には個別の金融機関にキャピタルロスが発生する。それを避けるためには価格を当局が管理して、現実問題としてキャピタルロスが発生しないようにすることが必要となる。ということはこの時点の日本においては長期国債の流通市場も存在していなかったということになる。

極端に条件の悪い国債が存在し、その発行市場も流通市場も存在していない日本の国債取引には海外からの参入希望などある筈もない。日米金融摩擦などの発生の子兆すら見つけることのできない状況だったのである。⁽²⁾

こうした状況に変化が訪れたのは昭和50年代後半である。大量の国債の累積は

やがて流通市場を出現させ、その反映として発行市場における変化をも必然化させた。現先取引を始めとする国債関連業務、銀行、郵便局での国債の窓販など、国債を巡るビジネス環境は急速に好転していった。一方、国際的な経済交流の深まりのなかで、金融取引においても国際化の進展が目覚ましかった。「二つのコグサイ」によって日本の金融構造は大きな変革を余儀なくされるに至ったのである。

(2) 国債発行市場の国際化・自由化

〈1〉「総合経済対策」の策定

状況の変化の直接的な契機となったのは昭和50年代後半に入ってから日本に経常収支の黒字という基調が定着し始めるようになったことである。特に昭和58年は経常収支の政府見通しを大幅に上回る黒字となり、こうした黒字幅拡大が、経常収支赤字、高水準の赤字に悩む欧米諸国の反発を招くようになってきたのである。以後、日本の証券市場の自由化とその対外開放の要求が公式・非公式を問わず、連続的に発せられるようになり、それに応えるようにして、日本の証券市場の改革が進められて行くようになるのである。

対応の第1段は、昭和58年10月の「総合経済対策」の策定で、「外国証券会社の進出」に関する対策も盛り込まれていた。それによると、「証券業の分野における外国企業の進出及び活動については、内国民待遇を付与しており、引き続きこの方針を堅持するとともに、これらに関する情報提供等をさらに推進することとした。証券業務の分野における外国からの対日批判のなかには誤解や古い知識に基づいているもの、日本の制度・慣行が外国のそれと同じでないところに起因しているものもみられることから、我が国の実情に対する理解を深めるため、——こうした点に関する情報提供等をさらに推進するとしたものである」⁽³⁾ このスタンスを現在の立場から改めて点検すると興味深い特徴が浮かび上がってくる。つまり、この文章は次の三つのエレメントから構成されている。

- ①日本は従来から外国の証券会社に対して内国民待遇をしている。つまり、制度上の点から考えて外国勢力に対する差別的な取扱は行われていない。
- ②日本に対する外国からの批判の多くは時代後れの認識に基づく場合が多い。また、日本の証券市場はそれ自体歴史的産物であり、欧米のそれとは必ずしも同一ではない。従って、それに基づく対日非難は合理的ではない。

③しかし、日本の証券市場の真の姿を対外的にアピールする努力に欠けていたことも事実であるので、その広報活動に力をいれたい。

ということは、この時点での日本側の認識では、「日本の証券市場にさほどの欠陥があるとは考えていない。広報活動が不足しているだけなのだ」という色彩が極めて強いのである。これは今よりも対日要求の水準が低かったという事実によって割引く必要があるものの、相当「甘い」事実認識といわざるを得ない。何故ならば、現在に至るまで外国からの対日批判は相当程度「誤解」に基づくもので一貫している部分がある訳で、その意味では対外広報活動は全く不十分なままで今日に至っていることになってしまう（例えば、第Ⅰ部で取り上げた、アメリカの銀行委員会における証言「ソロモンブラザースは国債引受に際しての固定手数料収入に甘んじている」などは、本稿第Ⅲ部で見ると、明らかな誤りである）。また、その時点での証券市場のあり方に根本的な欠陥がない、という認識もやがて破棄せざるを得なくなってくるのであり、対外的な「すりよせ」をせざるを得なくなってくるのである。

〈2〉 日米円ドル委員会と東証会員権取得問題

その兆候は既に翌年現れている。黒字増加基調に変化が現れてこないことに焦りを深めるアメリカは市場開放を筆頭とした一層高度な対日要求を提起するようになっていった。これに対する日本側の対応が、昭和59年5月30日の「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望（以下“展望”）」と同日発表の「日米共同円・ドル・レート、金融・資本市場問題特別会合作業部会報告書（以下“報告書”）」である。

まず、“展望”では基本的な考え方として、「金融の自由化は、わが国金融の一層の効率化や資源の適正配分をもたらす国民経済的観点から基本的に望ましいものであり、それに、自由化の流れのなかで従来の制度に固執し続けることは、かえって円滑な金融の疎外や国内市場の縮小を招くおそれがある」⁽⁴⁾としているのである。ここにおいて、58年段階で示された「わが国の市場に基本的な欠陥がある訳ではない」という認識は改められたのであり、以後単なる「広報活動」だけでなく、実効性のある市場改革が必要であるというスタンスに立つことになるのである。そのためにまず提起された問題が「外国証券会社による東京証券取引所会員権の取得（以下“会員権取得”）」というものである。

この問題はかなり以前から提起されており、現に昭和46年3月の証券取引法改正及び57年4月の各証券取引所定款の改正により制度上既にその道は開かれていた。その意味で日本の監督当局の主張「日本の証券市場は既に対外的に開かれたものである」というものはそれなりに裏づけをもったものなのである。しかし何故にそれがこの時点に至るまで実現しなかったのか、それは「定数枠に空きがないため」であった。⁽⁵⁾ こうした実態は正にこの当時までの日本側のスタンスを表しているものである。「制度は整っているが(日本側のこれまでの慣習に基づくものにすぎない筈の)“空きがない”ので外国証券会社の参入は困難である」というものである。しかし、対日批判のボルテージは高まる一方であり、日本側の一方的な「事情説明」だけでは最早事態を打開しえない、という認識が生まれてきたのであり、その端的な表れが、“展望”に示されているのである。

「日本円・ドル委員会」でもこの問題はアメリカ側の要請事項として日本側に伝達された。その意味でこの“会員権取得”は外国証券会社に対して日本側が実効的な改善策を提示する最初のチャンスとなったのである。とはいってもこの問題は制度上監督当局にとってそれほど取扱が容易なものではなかった。“報告書”もその点について「東京証券取引所の会員権の問題は、証券取引所が会員制組織であることから、本来東証の会員自身が自主的に判断すべきことがらである」⁽⁶⁾と述べている。従来であれば恐らくこのレベルの対応で終わったであろうが、そうした階段は既に終わっているという認識を深めた当局は「他方、(外国証券会社の会員権取得は)国内的にもいづれはなんらかの検討が必要であると考えられるため、59年4月19日、大蔵大臣から直接の当事者である東証に対し、内外の非会員証券会社が参加の機会をもちうるようななんらかの方途につき、制度改正も含め検討を行うよう要請した」⁽⁷⁾のであり、「同月20日には証券業協会、東証正会員協会にも同様の趣旨の要請を実施」⁽⁸⁾したのである。

この問題には引き続き外国側から強い要請が寄せられるところとなり、昭和59年11月の「日米円・ドル委員会フォローアップ第1回会合」、60年6月の同第2回会合、同年7月の「市場アクセス改善のためのアクション・プログラムの骨格」でも取り上げられた。こうした事態に直面することになった東証では、昭和59年5月に「会員制度に関する特別委員会」を設置し検討を進め、60年8月、正会員定数を83から93に拡大することを決定、10月に定款を改正した。これに基づい

て60年11月外国証券会社6社（アメリカ系4社、イギリス系2社）を含む10社に新たに会員権を付与することを決定し、61年2月に会員権を付与した。しかし外国勢力の東証参加意欲はこれによっても衰えることはなく、昭和62年4月にはイギリスの貿易産業省ハワード次官やアメリカの関係議員団が相次いで来日し、この問題の早期解決を要請している。それを承けた東証では昭和62年5月に再度「会員制度に関する特別委員会」を設置し、10月に新規会員の数を22社とすることを決め、11月の定款改正をまって、12月に外国証券会社16社（アメリカ系6社、イギリス系4社、フランス系2社、西ドイツ系2社、スイス系2社）を含む22社に会員権を付与することを決定し、昭和63年5月に会員権を付与したのである。

外国証券会社を日本の証券市場において正当に位置付けるという意味をもつこの“会員権取得”であったが、日本側がこれまでのあり方を変更してまでも外国勢力の間で調和を計るという方向性を選択したことを通してこれに一応の解決を付けたことは、新たな時代の到来を告げるものであった。その意味でその出発点となった“報告書”さらには「日米円ドル委員会」の意義は少なくない。

同委員会の意義はそうした個別市場の問題に関するものだけではない。“報告書”第5章B「外国金融機関による日本の金融・資本市場への参入」には〈3. 透明性〉と題して次の様な記述がある。「作業部会において、外国金融機関による日本の金融・資本市場への参入及び業務を容易にする上で、これら金融機関の活動に係わる規則や政策を実施する場合の透明性が中心的要素の一つである点について合意をみた。この透明性は、外国金融機関を日本の金融・資本市場に参加させ、また、日本の金融機関と一層イコール・フィッティングなものにするという点で、重要であることが認識された。同時に、外国金融機関が日本の市場についての理解を深めるために最善の努力を払い、日本の法律や規則を遵守することが重要であることも認識された。大蔵省は、日本の金融・資本市場における外国金融機関の参入及び活動に関する政策の実施に当り、透明性を引き続き高め、また、今後も申請の処理を可及的すみやかに行うことを確認する旨約した」⁹⁾。これは正に外国からの要請を受けて、日本の市場が海外勢力とすりあわせを通じて姿を替えて行く方向性を公表したものであり、「総合経済対策」策定後わずか1年にして日本のスタンスは大幅に変化したのである。

〈3〉 制度的定着と量的要請

このようにして外国の証券会社は日本の証券市場に制度的に組み込まれることになり、そうした意味でも平等の基盤にたった訳であるが、対外的な要請はそうした水準に留まるものではなかった。市場へのアクセスの改善・量的シェアの拡大を求める要請が引き続き提起されることになるのである。

昭和62年6月「金融・資本市場の自由化、国際化に関する当面の展望」が公表され、その中で「外国金融機関の我が国市場へのアクセスについては、基本的に前向きな方針で臨んでいるところであり今後ともこの方針を堅持していく。このような方針の下で、我が国金融・資本市場における外国金融機関の市場アクセスを改善するため、当面以下の措置を講ずることとする」とうたいあげ、「本年4月より中期国債入札参加資格を緩和し、またシンジケート団においては外国銀行のシ団加入要件の緩和及び外国証券会社の引き受けシェア引き上げを行ったところである。本年秋を目途に20年利付国債の発行方式をシ団方式から公募入札方式に切り替えるとともに、10年利付国債の発行方式について、現在の固定シェアによるシ団引受のほか、発行額の一定割合を入札方式により、追加引受し得る仕組み（「引受額入札方式」）を導入する⁽¹⁰⁾と述べている。時代の要請は正に量的拡大という水準に達したのである。また、欧米型の入札方式の採用も、日本の証券市場による海外市場とのすりよせの成果であることが理解されよう。

これに対応する形で20年利付国債の公募入札による発行が開始されたのは昭和62年10月のことであった、ついで同年10月には外国銀行のシ団加入要件（日本への支店開設経過年数5年）が撤廃され、同年11月には長期国債の発行額の20%に引受額入札方式が導入されたのであった。

こうした形での要請は以後も引き続くことになる。昭和63年4月の「日米円・ドル委員会フォローアップ第6回会合」において、アメリカ側から「日本の国債発行市場においては外国金融機関に平等な競争機会が与えられていないとの主張がなされた⁽¹¹⁾」のである。これに対して日本側は「現在の外証等のシェアは国債市場におけるプレゼンスに見あったものであると考えているが、具体的な反証があればシェアの見直しをシ団に働きかけることはやぶさかでない旨回答した⁽¹²⁾」。これについても反応は素早く、同年10月からシ団内の外国証券会社・外国銀行のシェアを2.5%から7.97%に引き上げる措置が実施されている。更に、

平成元年4月からは長期国債発行額の40%に競争額入札方式を導入し、外国証券会社4社をシ団幹事（ソロモン・ブラザースは常任幹事）にするという対策も講じられて現在に至っているのである。

註

- (1) 中島将隆：『日本の国債管理政策』（昭和52年11月，東洋経済新報社）p. 152
- (2) 日本の長期国債発行にもなるインフレ防止策については本稿の主旨とは異なるので詳しく述べることはできないが，民間の社債などに対する起債制限などを通じた民間信用の抑制が「効果的に」実施された。
- (3) 『大蔵省証券局年報昭和59年版』p. 48
- (4) 『大蔵省証券局年報昭和59年版』p. 50
- (5) 『大蔵省証券局年報昭和62年版』p. 32
- (6) 『大蔵省証券局年報昭和59年版』p. 52
- (7) 『大蔵省証券局年報昭和59年版』p. 52
- (8) 『大蔵省証券局年報昭和62年版』p. 32
- (9) 『大蔵省証券局年報昭和59年版』p. 55
- (10) 『大蔵省証券局年報昭和62年版』p. 40
- (11) 『大蔵省証券局年報昭和63年版』p. 44
- (12) 『大蔵省証券局年報昭和63年版』p. 44

第Ⅲ部 日本の証券市場に占める外国証券会社の位置

これまで述べてきたような形で日本の証券市場に対する外国証券会社のアクセスは確実に改善されている。それでは具体的にどのような位置を占めるに至っているかを検討してみることにしよう。

(1) 外国証券会社の対日進出件数

証券会社の規模を測定することは容易ではない。自己取引分の勘定を保有しているとはいっても、基本的にフローで利益を追求しているゆえに、資産等でそれを測定することは困難である。ここでは全くの代理変数ではあるが、外国証券会社の対日進出度の指標として進出件数を検討してみたい。⁽¹⁾

日本に最初に支店を設置した外国証券会社はメリル・リンチであり、外国証券

業者が日本国内に支店を設置して証券業を営む道を開くために「外国証券業者に関する法律」が施行（昭和46年9月）後まもなくの昭和47年6月のことであった。以後外国証券会社の進出意欲は全く乏しく、支店の設置でみるならば同法施行後約10年を経た昭和55年に至っても合計5店（しかもそのうちの一つはメルル・リンチの大阪支店であって、会社数としては4社）という状況であった。しかし、日本の証券がビジネスとして成立しうるような形をなしてきた昭和50年代後半以降、進出は急激に増加していった。以後昭和60年代に入ると毎年2桁の支店開設増加となっており、昭和62年には日本進出件数が240（うち支店47、駐在員事務所193）となっている。極めて興味深いことではあるが、同じ年の末の段階における日本の証券会社の対外進出件数が全く同じ240（うち支店13、現地法人95、駐在員事務所132）となっているのである。進出形態も異なり意味合いも違う訳で安易な結論は避けなくてはならないが、少なくとも「日本の証券会社のみが海外に進出し、その一方で自国の市場は極めて閉鎖的である」という批判は的外れであろう。

次に、東京市場に占める外国会員の位置であるが、これについても取引をベースにした検討は極めて困難である。外国証券会社の秘密厳守方針は相当徹底しており、個々の企業の取引実態は殆ど公表されていないからである。⁽²⁾ 従って、ここでも「東京証券取引所に占める外国会員の比率」という代理変数を利用することになる。⁽³⁾ 東証の外国会員数の第1次、第2次の開放を経て昭和63年末の段階では22社に達しており、正会員114社に占める比率は19.2%に達している。これを海外の主要市場と比較してみると、ニューヨーク8.7%（正会員数559社、うち外国会員数49社）、ロンドン35.2%（正会員数392社、うち外国会員数138社）となっている。イギリスが経済復興の切り札として国際的な金融市場に成長させようと国を挙げて躍起になっているロンドン市場よりは低いものの、ニューヨークを大きく上回るレコードである。ここでも安易な比較はさげなくてはならないものの、「日本の証券市場は外国勢力に対して閉鎖的である」という批判は必ずしも正当なものとは認定できないであろう。

(2) 国債発行市場における外国証券会社の位置

次に実際の市場取引における外国証券会社の位置付けを行うが、これも現実に

は極めて困難である。証券会社においては市場取引の規模事態が市場を動かす要因となり、それが公表されることは殆どないといっても過言ではない（少なくとも正確な数値が各社から公表されることは決してない）。

手がかりとして利用可能な数値は「日経公社債情報（週刊）」に掲載されている。同誌の毎年末の最終号には価格競争入札にかんする総決算が掲載されている。これは同誌にも「一部推計」という断り書きが記されているように、厳密に正確なものとは言いがたいが、これに替わるものがない以上、利用・分析において有意であると判断される。その数値を再現したのが資料1である。

資料1 平成元年長期国債価格競争入札落札シェア
(一部推計値)

[都市銀行]	13.6%	[証券会社]	65.4%
第一勧業銀行	1.6%	野村証券	16.7%
富士銀行	1.8%	大和証券	7.7%
三菱銀行	1.8%	日興証券	4.5%
三井銀行	1.3%	山一証券	4.0%
大和銀行	1.3%	新日本	2.1%
埼玉銀行	1.1%	勸業角丸	1.6%
[長期信用銀行]	5.2%	三洋証券	1.3%
日本興業銀行	1.4%	ソロモン	13.1%
長期信用銀行	2.0%	メリルリンチ	1.1%
債券信用銀行	1.7%	ファーストポストン	2.1%
[信託銀行]	10.2%	スミスバーニー	0.3%
三菱信託銀行	3.0%	G・サックス	0.4%
住友信託銀行	4.7%	M・スタンレー	2.5%
[農林中央金庫]	1.1%		

*この資料に掲載されているのは外国証券会社を除いて業態別シェアもしくは単独の金融機関のシェアとして1%を超えているところだけで、合計しても100%にはならない。

出典：『日経公社債情報』平成元年12月25日号掲載記事から作成

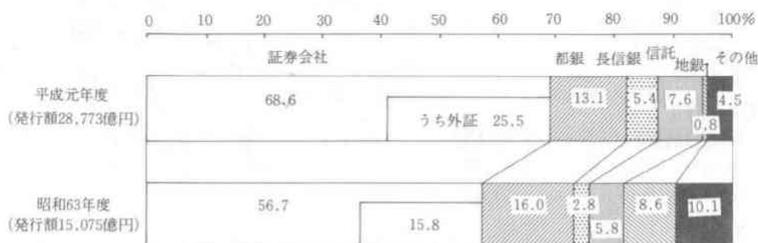
これによると平成元年4月から11月に至る合計8回の長期国債価格競争入札を総合的に見てシェアを算出した場合、トップは野村証券(16.7%、シェア：以下同)、第2位はソロモン・ブラザース(13.1%)となっているのである。以下トップ10を拾い上げると、③大和証券(7.7%)、④住友信託銀行(4.7%)、⑤日興証券(4.5%)、⑥山一証券(4.0%)、⑦三菱信託銀行(3.0%)、⑧モルガン・

スタンレー（2.5%）、⑨新日本証券及びファースト・ポストン（2.1%）となっている。ソロモン・ブラザースは決して「固定手数料」に甘んじている訳ではないのである。

またこれを業態別のシェアに直してみると、外国証券会社のシェアはここに掲載されている6社分だけで19.5%⁽⁴⁾に達している。これは日本の証券会社全体（35.9%）には及ばないものの、都市銀行（13.6%）、信託銀行（10.2%）、長期信用銀行（5.2%）を上回る水準に達しているのである。

次に、資料2⁽⁵⁾によって事態の推移を検討してみよう。国債の価格競争入札が開始されてから2年間しか経過していないので、傾向を即断することは控えなくてはならないものの、長期国債発行額の40%に価格競争入札制が導入された平成元年度の方が、外国証券会社のシェアは前年に比べて約10ポイントアップとなっている。価格競争入札制の導入が外国証券会社にとって極めて有効に機能していることだけは断言できるであろう。

資料2 長期国債の業態別引受状況
(価格競争入札分)



(備考) 1. 62年11月から平成元年3月までの間は、発行額の2割について引受額入札を実施。平成元年4月以降は発行額の4割について価格競争入札を実施。

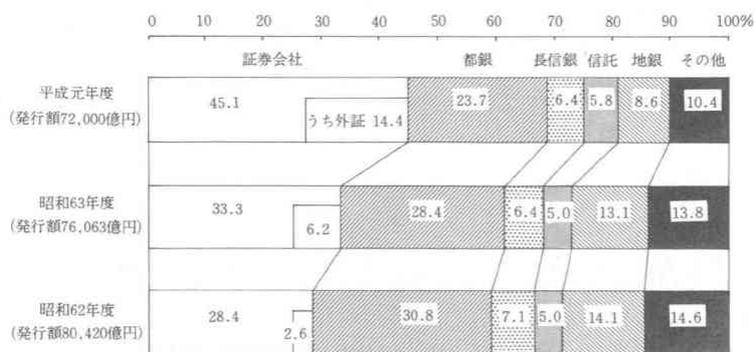
2. 都市銀行には外銀、商中を含む。

出所：(社)公社債引受協会

最後に資料3⁽⁶⁾であるが、これはシンジケート団引受分を含む長期国債発行額全体の業態別引受シェアを示しているが、平成元年の外国証券会社の引受シェアは14.4%、2年前と比べて約12ポイント、前年と比べても約8ポイントもシェアを伸ばしているのである。また、この資料から大きな流れとして「都市銀行が引受額全体のシェアを年々低下させているのに対して、証券会社は年々

それを拡大させている」ということがうかがえるが、より詳細に検討してみると、証券会社の増加分の殆どは外国証券会社によるものであることが明らかになる。ということは外国証券会社の勢力拡大は日本の国債発行市場の地殻変動の大きな要因であることが理解されるのである。

資料3 長期利付国債の業態別引受状況
(基本シェア分+価格競争入札分)



出所：(社)公社債引受協会

(備考) 1.62年11月から平成元年3月までの間は、発行額の2割について引受額入札を実施。平成元年4月以降は発行額の4割について価格競争入札を実施。

2.都市銀行には外銀、商中を含む。

出所：(社)公社債引受協会

註

- (1) 数字は『大蔵省国際金融局年報』各年度版による
- (2) これは必ずしも外国の証券会社にかぎらない。数字を公表しないという点では日本の会社も同じである。ただ日本の証券会社の場合全体である程度相互依存的な「共同体」を作り上げていることも事実で、マスコミ等を通じて数字を「融通」し合うこともあり得るため、おおまかな数字を摺むことは可能となる。外国証券会社の場合は、現在のところそれに「加入」しておらず、推計値すら得ることができない場合も少なくないのが実情である。
- (3) 証券団体協議会：『わが国資本市場の現状と課題』（平成元年8月）p. 19
- (4) 推計値でしかもすべての外国証券会社を網羅している訳ではないので、これをもって外国証券会社のシェアとすることは厳密にはできない。
- (5) (社)公社債引受協会による推計値

第IV部 結 語

以上、3つの資料を通じて日本の国債発行市場における外国証券会社の位置付けを行った。繰り返し述べているように、これらはいずれも推計値である。しかしそこで明らかになったことは、日本の証券市場における外国証券会社の位置が基調として高まっていることである。勿論、殊に価格競争入札については各金融機関の相場に対する見方が反映される訳で、大量に応札すれば良いというものではない。しかし、こうした位置を確保するということが可能であるという事実は決して軽くない。シンジケート団内での地位の向上、価格競争入札制の導入といった日本の監督当局の措置は着実に功を奏していると判断される。その意味で考えるなら、本稿の冒頭で説明したアメリカの議会の雰囲気は異常であり、少なくとも日本の証券市場を念頭においているとするならば、およそ非現実的といわざるを得ない。

1988年包括通商法に基づいてFRBが日本の証券市場に対して実施した調査が昨年議会に提出された。「日本の証券市場は外国勢力に対して平等に門戸が開かれている」というのがその結論である。にもかかわらず上院を中心に本稿第I部で紹介したような法案が審議されているのである。その裏に秘められている複雑な政治情勢について分析することは筆者たちの能力を超えることであるが、事実関係を正確に把えないままで行われている議論に実りはなく、おおかたの予想どおり、廃案になるのが妥当であると考えられるものである。

*本稿執筆に当たって㈱公社債引受協会調査部に貴重な援助を得た。記して感謝の意を表したい。

Japan-U.S. Financial Friction and The Japanese Securities Market

—The American Congress Recognition of Japan and
Japanese Government Bond Market—

by

Yoji FUJIWARA
Cheol SHIM

ABSTRACT

Criticism from America with regards to the Japanese securities market is truly severe. On the one hand, it is often pointed out the great gulf in actual understanding that exists between Japan and the U.S.. The main purpose here is to analyze this problem as best as possible.

Section I introduces the debate in the American Congress (specifically the Senate) over the Fair Trade in Financial Service Act of 1990 passed by the Senate Banking Committee, and the essence of Bill S2028 which became the leading opposition measure. We will also explore the level of actual understanding of the powerful criticism against Japan from the securities market side.

Section II reviews the history of system reform by the supervisory authorities (the Ministry of Finance) to deal with repeated criticism since 1975 of the Japanese securities market by America. We will survey how the current Japanese securities market (specifically the government bond market which became the target of debate) has come into being. There is no reason why these chain of events in system reform were put into place with just criticism from foreign powers led by America. It is a fact that domestic factors are a big influence ; however, this paper will deal primarily with a simplified form of the lineage of counter-measures to criticism against Japan by foreign powers.

In Section III we will look at the ranking of foreign securities companies in the current Japanese securities market (focus is on the government bond

market in this situation also). This will be a difficult process in the extreme because data regarding this problem is not normally publicly released. However, we employ a process which calculates business share and entry to the market system using numerical values based on alternative variables and estimates.

Finally, as concluding remarks, there is no foundation based on actual relationships in the current criticism against the Japanese securities market by America ; the chain of events in Japanese system reform are a steady process. Therefore, we come to the conclusion that it is desirable that the Fair Trade in Financial Service Act of 1990 as it relates to securities be defeated.