

2015年8月10日 全69頁

日本の資本市場における対外開放の経験

今後の新興国における市場開放・自由化に対する示唆として

金融調査部¹

[要約]

- 本レポートは、戦後の日本の資本市場における対外開放と自由化の経緯をとりまとめたものである。中国が進めつつある資本市場自由化に対して示唆を得ることを念頭に置いて執筆したものであるが、今後、他の新興国においても資本市場の開放および整備・自由化が進むと想定され、その際、日本の経験は示唆に富むものと考えている。
- 日本の資本市場開放における重要なトピックとして挙げられるのは、①1960年代から1970年代前半にかけて段階的に進んだ資本自由化（対内直接投資、対内外証券投資）、②1980年代の日米・円ドル委員会を契機とした東証（東京証券取引所）の会員権開放、③1971年の外証法（外国証券業者に関する法律）成立などを背景とした外資系証券会社の参入増加、④1980年代後半における債券発行市場やデリバティブ市場の整備、である。
- 資本自由化は、競争の促進を通じた企業および資本市場の競争力強化のために必要な措置と考えられる。日本の場合、海外からの開放圧力が最大の原動力であったが、その後の資本市場のグローバル化の基礎となった点で、国内企業にもメリットがあった。ただし、法制度の自由化を進めても、事実上、外資が参入できないケースもあり、その背景には不透明な規制や慣行の存在が指摘された。日本の経験が与える示唆の一つとして、外資の参入拡大に対しては、諸規制・諸慣行を随時見直してゆくことが重要と言えるだろう。

¹ 執筆者は、保志泰（2章、7章）、中里幸聖（3章、6章）、太田珠美（3章、4章）、菅谷幸一（5章）、中田理恵（6章）。（図表作成協力：エコノミック・インテリジェンス・チーム 久後翔太郎）

目次

はじめに.....	3
1. 概要.....	3
(1) 資本自由化と外資規制.....	3
(2) 日米・円ドル委員会を契機とした取引所会員権開放.....	4
(3) 外資系証券の参入.....	5
(4) 市場の整備と影響.....	6
(5) 日本の経験がもたらす示唆.....	7
2. 日本の対外開放の経緯（総論）.....	9
(1) OECD加盟を契機とした1970年代における対外開放.....	9
(2) 外為法の全面改正.....	11
(3) 日米・円ドル委員会に向けた背景と経緯.....	12
(4) 1980年代後半からの規制強化と金融制度改革.....	16
(5) 1990年代最大の金融制度改革「日本版ビッグバン」.....	17
(6) 1990年代後半以降の資本市場国際化の模索.....	19
3. 資本自由化とその影響、および残された規制.....	21
(1) 対内直接投資の自由化と影響.....	21
(2) 対内・対外証券投資の自由化と影響.....	23
(3) 資本自由化の影響.....	28
(4) 資本自由化の下での外資規制、公益性確保.....	30
4. 外資参入の経緯と影響～経済摩擦を背景とした対外開放圧力とその対応.....	35
(1) 東証会員権の開放.....	35
(2) 外資系金融機関の証券業務への参入.....	36
5. 監督行政の変遷.....	41
(1) 監督体制の改革・変化.....	41
(2) 外資系金融機関に対する監督姿勢の変化.....	47
6. 市場の整備と影響.....	50
(1) 債券発行市場の整備・開放（円建外債・ユーロ円債）.....	50
(2) デリバティブ市場.....	60
(3) 円建BA市場.....	65
(4) 東京オフショア市場.....	66
7. おわりに 日本経験がもたらす示唆.....	67

はじめに

本レポートは、戦後の日本の資本市場における対外開放と自由化の経緯をとりまとめたものである。中国が進めつつある資本市場自由化に対する示唆を得ることを念頭に置いて執筆したものであるが、今後、他の新興国においても資本市場の開放および整備・自由化が進むと想定され、その際、日本の経験は示唆に富むものと考えている。

1. 概要

日本は第二次大戦後に厳しく制限していた対内外資本取引を、1960年代から徐々に開放していった。まず1964年のOECD加盟を契機として資本自由化が始まり、次に1980年の外国為替及び外国貿易管理法（以下、外為法）改正における体系的な「原則自由」への転換、その後、1984年の日米・円ドル委員会をきっかけとする包括的な開放へと進んだ。さらに、1990年代には「日本版ビッグバン」と称する包括的な制度改正が行われた。対外開放のきっかけは海外からの圧力による面が大きいとは言え、国内の資本市場自由化の進展および国際的な競争力強化の原動力となったことも事実である。

資本市場開放における重要なトピックとして挙げられるのは、①1960年代から1970年代前半にかけて段階的に進んだ資本自由化（対内直接投資、対内外証券投資）、②1980年代の日米・円ドル委員会を契機とした東京証券取引所（以下、東証）の会員権開放、③1971年の外国証券業者に関する法律の成立などを背景とした外資系証券会社の参入増加、④1980年代後半における債券発行市場やデリバティブ市場の整備、である。

（1）資本自由化と外資規制

a) 資本自由化の影響

対内直接投資は、1967年の第一次自由化以降、自由化業種を段階的に拡大させ、1973年には一部の例外業種を除き100%の自由化が行われた。当初はフローの対内直接投資金額に顕著な拡大は見られず、1970年代を通じて年間500億円程度にとどまっていたが、外為法改正以降の1980年代に大きく拡大し、1990年には4,000億円を超えた。

対内証券投資は、1952年に日銀自動認可制度が導入され、1980年の外為法改正により事前届出のみで取得可能となった。以前は年間5,000億円程度（ネット）であったが、1980年以降、年間1兆円を超える年もあり、資金の流出入量は拡大した。株式保有に関しては1990年代半ばまでは国内の安定株主の存在が大きく、海外投資家の株式保有が顕著に増加したのは1990年代後半以降である。

対外証券投資の自由化は対内証券投資より遅く、1970年に証券投資信託委託会社に対し、ニューヨークやロンドンなど8つの主要外国証券取引所の上場有価証券について、上限1億米ド

ル（残高ベース）まで投資が認められたのが始まりである。その後段階的に自由化が進められ、1980年の外為法改正により原則自由となった。機関投資家にはフローおよびストックの両面から規制が設けられていたが、1985年のプラザ合意後の急激な円高を受け、段階的に緩和された。フローの対外証券投資は1980年頃までは年間1兆円（ネット）程度であったが、1985年以降の5年間は年間10兆円を超える対外証券投資が行われた。

対内・対外証券投資が拡大した際に高まるリスクとして、世界の市場変動から受ける影響が大きくなることが指摘できる。日本も国内市場で外国人売買比率が高まるに従って、内外株式市場の相関が高まった経緯がある。国外で発生した事象が、国内金融資本市場のボラティリティの急上昇や、急激な資金流出入の発生につながることもあり、例えば、取引所取引の値幅制限や空売り規制などの対応が必要となる。

b) 外資規制

資本自由化が進む中でも、一部の産業については外資規制が導入された。それは、安全保障、公共インフラ運営、ユニバーサルサービス、生産者保護などの観点からである。個別業法での規制や政府保有義務の設定、あるいは黄金株の導入などにより、外資等が政策目的を妨げないような施策がなされた。

個別業法による外資規制としては、鉱業法、NTT法、電波法、放送法、船舶法、航空法、貨物利用運送事業法がある。また、政府保有が義務付けられている企業として、NTT（1/3以上）、JT（1/3超）がある。1/3以上の議決権を確保することにより、株主総会の特別決議（定款変更や会社の解散・合併等）を阻止できる。2013年には、西武ホールディングスの筆頭株主となっていた米ファンドのサーベラスが、西武鉄道の一部路線の廃線提案を行ったが、鉄道事業法による公益性確保の施策が有効に機能するか否かという点でも注目された。この際は、株式相場回復等の影響もありサーベラスが提案を取り下げ、鉄道事業法に基づく規定（脚注22参照）は適用されなかった。

(2) 日米・円ドル委員会を契機とした取引所会員権開放

東証会員権開放

外資系証券会社による東証会員権取得は、制度上は証券取引法（以下、証取法）の改正（1971年）と東証の定款改正（1982年）により可能となった。しかし、会員数の上限を据え置いていたため、事実上参入できない状況が続いており、この問題が1984年の日米・円ドル委員会で取り上げられた。当時の財務長官（ドナルド・リーガン氏）は元メリル・リンチ会長であり、特にこの問題に関心を抱いていたとされる。1984年、当時の竹下登大蔵大臣が東証に会員権拡大の検討を要請し、東証は1985年に会員数拡大を決定、6社の外資系証券会社に会員権取得を認めた。その後、1987年に16社、1990年に3社の外資系証券会社が会員権を取得した。

1977年にニューヨーク証券取引所が会員権を外資系証券会社に開放し、日本の大手証券会社の米現地法人が1980年代初頭（野村証券は1981年、大和証券は1982年）に会員権を取得したため、「ニューヨーク証券取引所が認めているのだから東証も認めるべきだ」という主張もなされた。

東証が会員権を拡大（外資系証券会社へ開放）した背景には、日系証券会社が海外展開を進める上で不利な取扱いを受ける懸念もあった。証券会社が海外展開を進めるにあたって、自国の市場開放も相応に進めていく必要がある。

会員権開放により海外投資家の利用が増えたが、取引所は彼らの要求に応える必要も生じた（取引システムの高速化など）。その結果として、システムトラブル発生時の影響が大きくなっており、そのリスクをいかに小さくするかが課題となっている。

（3）外資系証券会社の参入

a) 外資系証券会社参入の経緯と影響

外資系証券会社の参入が最も増えたのは1980年代であり、1990年前後で概ね主要な外資系証券会社の進出は一巡した。特に、1985年に外国銀行に証券業務を行うことを認めたことで（出資比率50%以下の在外証券子会社の在日支店に免許を付与）、ユニバーサルバンクによる支店開設が増加した。

日本法人の設立は、1998年に自主廃業した山一証券の社員と店舗の一部を引き継いだメリル・リンチ日本証券が初であるが、その後も外資系証券会社の日本進出は支店形態が圧倒的に多かった。しかし、2006年の会社法改正等を受け、ゴールドマン・サックスやクレディ・スイス、ドイツ証券など多くの外国証券会社が在日支店を現地法人化している。

規制緩和を受けて日本に進出する外資系証券会社が増加した。その影響を受けたのは主に国内証券会社のホールセール部門で、社債等の引受シェアの低下が起きている。

証券市場における外資参入のメリットを考えたとき、市場や仲介者においては効率的な価格形成や多様な投資家の参入が、投資家にとっては新たな取引手法導入などによる収益機会の多様化が、また、発行会社にとっては、海外での資金調達を円滑化させることなどが指摘できる。反面、デメリットとして、海外への所得流出、国内企業に比べて相対的に早いサイクルでのリストラや撤退による雇用の不安定化、などが挙げられよう。過度の収益性追求を行うような業者の参入は、市場全体を不安定化させる可能性も考えられる。なお、外資の参入が進んだ場合、内外市場の連動性が高まり、グローバルな金融危機の波及リスクが高まる可能性にも留意が必要である。また、そうした連動性の高まりは、投資家から見れば裁定機会の減少につながり、市場の魅力低下をもたらす可能性もある。

b) 外資系証券会社に対する監督姿勢の変化

1990年代までの日本の金融・証券監督は、行政指導による監督が中心であった。外資系に対しては、その多くが一度も検査を受けたことがないとされるほど、半ば放任された状態にあったと考えられる。国内市場における外資系の存在が小さかった時代には、監督行政への影響は限定的であったと言えるが、結果的に外資系に対する監督・検査が緩慢になったと思われ、外資系金融機関にとってコンプライアンス体制を整える動機付けが弱まった可能性もある。

バブル崩壊の影響が大きくなった1990年代後半以降は、一転して、外資系に対して厳しい検査や行政処分が相次ぐことになる。例えば、1999年には損失先送り商品を巡りクレディ・スイス・ファースト・ボストン・グループに対して銀行免許取消を含む処分が行われ、2002年には空売り規制違反により外資系証券会社10社程度に業務停止等の処分が、2004年にはシティバンクに対する営業認可取消を含む処分が行われた。これらの厳しい行政処分が相次いだのは、金融行政の重点が金融機関保護から市場保護へと変わる中、国内系・外資系を問わず金融機関に対する検査体制が強化されたことの表れとも捉えられる。また、当局による行政の公正性・透明性の向上に向けた取組みの結果とも評価できよう。

(4) 市場の整備と影響

a) 円建外債・ユーロ円債

円建外債（サムライ債）は1970年に公募債、1972年に私募債の発行が開始された。ユーロ円債の発行は少し遅れて、1977年に非居住者による発行、1985年に居住者による発行が開始された。当初は、為替相場や金融政策への影響などを考慮して、非居住者による円資金のファイナンスは円建外債を主とし、ユーロ円債は補完的役割が望ましいとされた。しかし、1984年の日米・円ドル委員会に基づき、ユーロ円債に関する規制は急速に緩和された。

この結果、ユーロ円債の発行額は急増したが、同時にこれは国内社債市場の低迷を招いた。この要因として、国内市場で課される適債基準や財務制限条項などの起債条件がユーロ市場と比較し厳しく、機動的な発行が困難であったことが指摘された。加えて、起債調整や受託制度など、起債における仕組み・慣行により競争原理が十分働かなかったという指摘もある。このため、市場の自由化はユーロ、国内両市場において歩調を合わせるべきと言える。

これら国際的な債券発行市場に関しては、日米・円ドル委員会などで外資に対する主幹事業務参入要望が出された。外資系証券会社は1984年に非居住者ユーロ円債、1987年に居住者ユーロ円債において初の主幹事業務を獲得している。なお、その後、外資による引受シェアの拡大が見られたが、それとともに引受手数料率の低下が引き起こされている。

b) デリバティブ市場

戦後の証取法は先物取引を認めていなかったが、1980年代に資本市場の自由化・国際化が進

展する中で、1985年に証取法が改正され、東証において債券先物取引が開始された。さらに、1988年の証取法改正により、TOPIX先物取引、日経225先物取引が開始された。

一方、金利や通貨に関する金融先物・オプションについては金融先物取引法で扱うこととなり、1989年には東京金融先物取引所（現・東京金融取引所）で取引が開始された。

株価低迷局面においても、デリバティブを有効活用した海外投資家の取引により、売買高等の下支えになったことはプラス面と考えられる。一方、デリバティブの積極活用が、相場のボラティリティを増幅したのではないかという批判も見られた。

デリバティブ市場の導入にあたっては、国内金融機関が十分な対応力を持てるような、ゆっくりとしたスケジュールで進めることも考えられるが、その間に海外市場が取引の中心になってしまう可能性もある。また、デリバティブ市場の育成・発展においては、新たな商品の導入に機動的に対応できる低コストかつ柔軟なシステム構築や、決済通貨の多様化など各種規制や慣行の柔軟化も重要である。日本の場合は、省庁間や業界間での思惑の違い、新商品導入までの時間やコストに課題があり、現物市場と比較するとデリバティブ市場の国際的な地位が低迷している。日本では日経225、TOPIX、長期国債関連のデリバティブが取引の大半を占めるが、CMEをはじめとする国際的な主要デリバティブ市場では、新商品の試行錯誤を柔軟に行い、取扱商品を多様化させてきた。

（5）日本の経験がもたらす示唆

資本自由化は、競争の促進を通じた企業および資本市場の競争力強化のために必要な措置と考えられる。日本の場合、海外からの開放圧力が最大の原動力であったが、その後の資本市場のグローバル化の基礎となった点で、国内企業にもメリットがあった。ただし、法制度の自由化を進めても、事実上、外資が参入できないケースもあり、その背景には不透明な規制や慣行の存在が指摘された。日本は欧米からの強引とも取れる個別具体的な要求に応じる形で諸規制・諸慣行の見直しを進めた経緯があり、その典型例が東証の会員権開放である。外資の参入拡大に対しては、諸規制・諸慣行を随時見直してゆくことが重要となろう。

資本自由化に際して、日本においては旧財閥系列内の株式持ち合いなど資本防衛の動きが進んだ。経済発展段階にあった当時は、日本型のメインバンクシステムとも合わせ、経営の安定性を高めたという評価もある。ただし、成熟国になり、グローバル化が進む段階においては、ガバナンスの透明化が求められ、こうした日本型の構造は変化を余儀なくされた。現代において資本自由化を進める国は、世界からは透明性の高いガバナンス構造が求められるものと考えられる。急激な変化を避けるためには、適切な外資規制などによる段階的な手順を検討すべきと考えられる。

外資系証券会社の参入は、裁定取引やプログラム取引、デリバティブ関連取引などの活性化を通じて市場における価格形成の効率化につながる事が期待される。また、ヘッジファンドなど多様な投資家の参加を呼び込む可能性も考えられる。ただし、日本では外資比率の高まり

とともに日米株式市場の連関性が高まった経緯があり、外資系の参入が市場のボラティリティを高める可能性には注意が必要となる。また、海外での販売力がある外資系の引受業者や投資銀行の参入は、海外市場における資金調達の円滑化につながるほか、内外の M&A の活発化をもたらすものと考えられる。

自由化・開放が進むと、一方で競争の激化につながり国内証券会社の再編淘汰をもたらす可能性もある。証券業界全体の競争力強化につながるとも言えるが、再編の過程で国内投資家に不利益が生じないよう注意を払う必要がある。

資本市場の開放においては、債券発行市場の整備も重要になると考えられる。オフショア市場や自国通貨建て外債市場の育成など、海外の参加者にとって使い勝手の良い国際的な債券発行市場の整備が望ましいと言える。

国際的な債券発行市場においては、外資系業者の引受が活発に行われることとなるが、そこでは競争促進に伴う手数料率の低下などが進む可能性がある。これは発行企業にとっては資金調達を円滑化させるメリットとなる。ただし、日本では株式委託手数料の自由化も同時に進んだことで、委託手数料への依存度が高い国内証券会社に対してビジネスモデルの転換を迫るものとなった経緯がある。証券業界全体の不安定化をもたらさないような監督・指導が必要になるだろう。

2. 日本の対外開放の経緯（総論）

（1）OECD 加盟を契機とした 1970 年代における対外開放

第二次世界大戦後の日本の為替管理は、1949 年 12 月に公布された「外国為替及び外国貿易管理法」（以下「外為法」）に定められた。当初は「対外取引原則禁止」となっており、1980 年の全面改正により「原則自由」に転換するまで、その原則が維持されていた。また、外為法の特別法である「外資に関する法律」（1950 年 5 月公布、以下「外資法」）により、外国人が日本企業の株式や持分を取得する際には事前の認可が必要であった。

a) 対内直接投資の段階的開放

こうした原則禁止の体制は、日本が国際社会の一員として受け入れられるために、徐々に変化していった。その契機の一つは、1964 年 4 月の IMF8 条国への移行と、同時期の OECD への加盟であった。OECD への加盟に伴い、「資本移動の自由化に関する規約」のもと、資本移動について制限を撤廃する義務を負うこととなった。対内投資に関しては、1967 年以降、漸次自由化が進められた。

第 1 次自由化は 1967 年 7 月で、対内直接投資については 17 業種が外資比率 100%まで自動認可、33 業種が 50%まで自動認可とされた。第 2 次自由化は 1969 年 3 月で、対内直接投資について 44 業種が 100%まで自動認可、160 業種が 50%まで自動認可とされた。第 3 次自由化は 1970 年 9 月で、自動認可業種が大幅に拡大された（100%までは 77 業種、50%までは 447 業種）。さらに 1971 年 8 月の第 4 次自由化では、100%までの自動認可業種が 228 業種まで拡大され、それ以外は 7 業種の個別審査対象（非自由化）業種を除き、50%まで自動認可となった。

このように漸進的に進められた自由化拡大であったが、1972 年に政府が対外経済政策の一環として資本の自由化を積極的に推進する方針を決定したことなどを背景に、1973 年 5 月には対内直接投資について原則 100%自由化へと踏み込んだ。具体的には、例外 5 業種（農林水産業、鉱業、石油業、皮革または皮革製品製造業、店舗数が 11 を超える小売業）以外のすべての業種について、企業新設は外資比率 100%まで自動認可とされた。なお、例外 5 業種は農業対策、資源問題、中小企業対策等の観点から非自由化業種として残されたものである。なお、小売業については、1975 年 6 月から 100%自由化業種に移行した。

b) 対内証券投資

対内証券投資すなわち、資産運用のための株式・持分取得および受益証券や公社債の取得については、前述の対内直接投資の 1967 年の第 1 次自由化の前から、自動認可制度が設けられていたが、対内直接投資と合わせて自由化が進められた。前述の第 1 次自由化に際しては、自動認可限度について、一外国投資家の持株比率について従来の 5%から 7%へ、外資比率は 15%以

下から 20%以下へと引き上げられた。この自動認可限度は、第 3 次自由化において外資比率が 25%未満まで引き上げられ、第 4 次自由化で一投資家の持株比率が 10%に引き上げられた。

なお、受益証券や社債については、法律上は大蔵大臣の認可もしくは許可が必要であったが、私募社債を除き、日銀に許認可事務が委任されており、自動許認可されていた。

c) 対内投資開放がもたらしたインパクト

対内直接投資、対内証券投資の自由化の進展は、国内企業に対して、海外企業から買収されるリスクが拡大するという懸念をもたらした。その結果、国内企業は安定株主工作を進め、旧財閥グループをはじめとした企業グループ内での株式の持ち合い、あるいは事業会社と金融機関での株式の持ち合い、などが進行することとなった。全国上場会社における事業法人等の持株比率は 1965 年度の 18.4%から 1973 年度には 27.5%と 9.1%ポイント上昇し、同じ期間で金融機関（投資信託を除く）の持株比率は 23.3%から 33.8%へと 10.5%ポイント上昇した。一方で、外国人の持株比率は同期間で 1.8%から 3.0%へと 1.2%ポイントの上昇にとどまった。

d) 外国証券会社の対日進出

証券業への外資参入に関しては、外為法、外資法上は第 3 次自由化時に 50%まで自動認可とされた後、1973 年に 100%自動認可となり制限がなくなった。しかし、証券取引法において外国証券会社の支店に免許を与えることは規定されておらず、1961 年以降、駐在員事務所の開設に留まっていた。この状況は資本市場の国際化の中で好ましくないとの考えから、1971 年に、証券取引法とは別に「外国証券業者に関する法律」（以下、外証法）が制定され、日本国内での支店開設の道が開かれ、その後、1980 年までに 5 社の外国証券会社が支店を開設した。なお、この外証法は 2007 年の金融商品取引法に統合されるまで存在した。

e) 対外証券投資の自由化

第二次世界大戦後、外貨準備に余裕がないことなどから全面的に禁止されていた対外証券投資は、外貨準備の急増等を背景に、1970 年以降、漸次的に自由化が進められた。まず 1970 年 4 月に証券投資信託に対して総額 1 億ドルの枠内で海外の上場株式・債券の組み入れが認められた後、1971 年 1 月には、保険会社に対しても総額 1 億ドルの投資枠が与えられた。そして 1971 年 7 月には、投資信託・保険会社の取得限度枠が撤廃されると同時に、一般投資家による海外上場株式・債券の取得も限度なしで自由化された。続いて、1971 年 11 月には証券会社、1972 年 2 月に信託銀行、同年 3 月には外国為替公認銀行に対して、海外上場株式・債券の取得が自由化された。

また、1972 年 11 月には一般投資家に対して外国投資信託の取得が自由化されている。

f) 東証の外国株市場創設

1971年に一般投資家による海外上場株式・債券の取得が自由化されたものの、「取得された原証券は原則として外国の保管機関に預け入れられ、投資家には日本の証券会社の自社名義預り証が交付される」²という特殊な制度となっており、投資家が安心して外国証券へ投資が行えるように、日本国内での外国証券の売買・流通に関する検討が行われた。1973年に証券取引審議会が答申した「証券市場の国際化に伴う証券関係法制の整備について」において、外国株式を国内に上場させて原株は外国の保管機関へ委託、とする提案が行われた。

1973年12月に、東証は「外国部」を創設し、6銘柄の売買が始まった。

(2) 外為法の全面改正

1949年に制定された外為法は、その後、IMF8条国移行による外貨予算制度の廃止や、居住者の外貨集中制度廃止などの一部改正が施され、自由化の方向に進んでいた。しかし、1973年の第一次オイルショックの発生により、外貨管理が一時的に強化され、資本の流出抑制策や資本の流入促進策が取られるなどした。例えば、資本流出抑制策として、少額送金の限度額引き下げや非居住者の円建債発行の抑制、外国政府短期証券や外貨証券取得の事実上禁止が、資本流入促進策として、国内企業による外債発行の解禁、インパクト・ローンの導入、非居住者による国内短期証券の取得規制の撤廃、などが挙げられる。

第一次オイルショックの影響が一巡した1977年に、大蔵省は為替管理の大幅簡素化を打ち出した。海外渡航者による外貨持ち出し制限を事実上撤廃するなど貿易外取引に関する大幅緩和に続き、資本取引についても簡素化措置を発表した。具体的には、非居住者預金勘定の廃止、居住者の短期外貨証券取得規制の緩和、居住者外貨預金勘定の残高規制の廃止、海外不動産取得規制の緩和、などである。

こうした経緯を辿り、日本の外貨管理は実質的に相当程度自由化されていたものの、“原則禁止・例外自由”という外為法の体系は変わっておらず、外国から“閉鎖的”との誤解を招く一因になっていた。そうした背景から、1978年1月に当時の福田首相は外為法を“原則自由・例外抑制”へと改める方針を示し、その後の日・米交渉や日・EU交渉の際にも原則自由に基づく新制度の検討を約束した。

1979年12月に成立、1980年12月に施行された改正外為法は、第1条に「外国為替、外国貿易その他の対外取引が自由に行われることを基本」とすることが掲げられた。その主な改正内容は以下の通りである。

²東京証券取引所50年史、p471

a) 資本取引の原則自由化と有事規制

資本取引については、平常時には原則として自由に取引を行うことを可能とし、大部分の資本取引は、その取引内容を大蔵大臣に届け出るだけで行うことが可能となった。ただし、いわゆる有事の場合はすべての資本取引を許可制にすることができる仕組みが取られた。有事は、①国際収支の均衡維持を困難にさせる場合、②円相場に急激な変動をもたらす場合、③大量の資金移動によりわが国の金融市場や資本市場に悪影響を及ぼす場合、と定義された。

対象となる資本取引には、対内および対外の証券売買、我が国企業の外債発行、非居住者の国内証券発行、非居住者によるユーロ円債の外国における発行、などが含まれる。

なお、届出を要しない資本取引として、①外国為替公認銀行が業として行う資本取引、②資産運用のための対内・対外証券投資であり、取引当事者の一方が指定証券会社もしくは、指定証券会社の仲介によるもの、③居住者の外国不動産の取得、が挙げられた。

b) 対内直接投資等の事前届出制（原則自由化）

長期の外貨資金の導入または対内証券投資については、原則として旧外資法に基づいて認可制となっていたが、自由化措置により、事実上の存在意義が薄れており、旧外資法は廃止され、認可制も廃止された。しかし、経営参加のための株式取得など対内直接投資については、場合によってはわが国経済の円滑な運営に対する悪影響の可能性があるため、事前の届出制となった。仮に著しい悪影響を及ぼすなどの事態に該当する際には、対内直接投資の内容変更または中止を勧告できる。

なお、資産運用として上場株式等を取得することは原則自由となったが、10%以上の株式取得などは直接投資と分類されて届出が必要であった。

c) 外国為替公認銀行の持高規制

改正外為法で新設された規制であるが、すべての対外取引の決済が外国為替公認銀行を通じて行われる仕組みとなっており、その役割を勘案したものである。過大な為替リスクを負うことにより国際的信用の維持が困難となることの防止、あるいは円相場の乱高下防止の観点から、外国為替公認銀行の外国為替持高に制限を課せることとした。

(3) 日米・円ドル委員会に向けた背景と経緯

1960年代から1970年代にかけての資本取引の自由化措置、そして1980年施行の改正外為法による「原則自由化」への転換と、日本は自由化に向けて段階的に進んできたが、「取るべき諸措置を網羅し、しかもそれぞれの実施時期も可能な限り具体的に示す、という方式へと転換し

た」³きっかけは、1984年5月に発表された日米・円ドル委員会の報告書である。

日米・円ドル委員会の創設は1983年11月のレーガン米大統領訪日の際の中曽根＝レーガン会談において合意された。この背景にあるのは、1980年代に入り急速に拡大していた日本の対米貿易黒字に対して強まっていた米国の批判である。対米貿易黒字拡大の原因は円／ドル相場水準にあるという見方のもと、それをもたらしているのは日本の金融・資本市場の閉鎖性にあるとの論理であった。ゆえに、日本は金融・資本市場の自由化と円の国際化を進めるべきとの考えが示されていた。

日米首脳会談の後、竹下蔵相とリーガン米財務長官の連名で共同新聞発表が行われ、その中で、「日米共同円ドルレート、金融・資本市場問題特別会合」（円ドル委員会）の設置が表明されるとともに、日本の金融・資本市場の自由化、円の国際化のための諸措置などが、実施時期を明示する形で盛り込まれた。具体的には、先物為替取引における実需原則の撤廃（1984年1月）、指定会社制度改革の法案提出（1983年12月国会）、外貨公債の海外発行に向けた法案提出、円建BA市場の創設の検討、CDの発行単位引下げ（1984年1月）、CD発行限度枠拡大（1984年1月）、居住者のユーロ円債発行ガイドライン緩和（1984年1月）、ユーロ円債の源泉徴収税問題の検討、などである。

円ドル委員会の作業部会は日本の大蔵省と米国財務省が参加する形で、1984年2月から5月にかけて計6回開かれた。

a) 円ドル委員会の報告書の内容

1984年5月30日に公表された報告書の中身は「序論」「日米蔵相共同新聞発表（1983年11月）のフォロー・アップ」「円・ドル・レート問題」「日本側関心事項」「米側関心事項」「結論」という6章構成であったが、ウエイトの大半は「米側関心事項」におかれ、共同新聞発表のフォロー・アップよりも、作業部会の途中で要求された追加措置がポイントであった。そして、「米側関心事項」は、主に、①金融・資本市場の自由化、②市場への外国金融機関のアクセスの確保、③円の国際化の観点からのユーロ円市場の自由化、である。以下に、その内容について触れる。

【米側関心事項 A】 金融・資本市場の自由化

まず、「金利」に関して、①非居住者の利子所得に対する源泉徴収税、②定期預金金利の上限撤廃、③政府短期債務の慣行変更、④外銀による国債ディーリング業務、が挙げられた。①は源泉徴収税の撤廃の要望であるが、大蔵省は、税体系の基本原則を害することになるとして明確に拒否している。そして②は要するに金利自由化の要求である。預貯金金利以外の金利はすでに自由化されていたものの、金利自由化は不可避との考えから、大口預金の自由化から進め

³昭和財政史第7巻、p326

るという基本方針が示された。次に③は米国のTB市場のようなオープンマーケットを作りたいという要望であったが、大蔵省は現状の制度・慣行を変えるつもりはないとしている。そして④については認可が行われた。

また「資金調達及び貸付」として具体的な金融商品や取引について扱われ、①国内CD、②円建銀行引受手形(BA)市場の創設、③円転規制、④円建対外貸付の自由化、が挙げられた。①については、CDの発行条件緩和、発行期間の下限短縮をスケジュールと共に確認している。②については短期金融市場の整備拡充および円の国際化に資するとの点で合意された。③は銀行が外貨を円に変える際の外貨建て債務限度規制であるが、スワップ取引に為替リスクは生じないとの理由から撤廃が表明され、④についても先行的に自由化が行われた。

さらに「その他」の論点として、①先物外国為替取引における実需原則、②海外の金融機関における居住者の口座、が挙げられた。①は投機的な為替取引を防ぐための原則であったが、企業の為替リスク回避の阻害要因となるものであり、1984年4月に先行して撤廃された。一方、②については対外直接投資規制の抜け穴になること、銀行・証券業に免許制を取っていることとの関係から認められないとされた。

【米側関心事項 B】 外国金融機関による日本の金融・資本市場への参入

外国金融機関のアクセスについては、①外国証券会社による東証会員権の取得、②外国企業による日本における投資資金の運営、③透明性、が挙げられた。

このうち①について、東証は独立した会員制組織であることから、政府が関与する立場ではなく、また制度上は加入できることにはなっていたが、事実上は空席がないなどの理由で外国証券会社は加入できなかった。そこで大蔵大臣が東証に対して検討を要請することとなった。次の②は、言葉を変えると外国銀行による信託参入である。信託銀行業務は既存の8行以外の新規参入を認めていなかったが、外国銀行に対して参入を認めることとした。そして③は日本の金融行政が外国金融機関にとりわかりにくいため、透明性の向上を求めるものであり、大蔵省は透明性の向上、申請処理の迅速化を約束している。

【米側関心事項 C】 ユーロ円投資・銀行市場の発展

ユーロ円市場自由化については、①ユーロ円債市場、②主幹事及び共同主幹事、③非居住者の利子取得に対する源泉徴収税、④ユーロ円CD市場、⑤ユーロ円シンジケート・ローン、が挙げられた。

まず①で非居住者によるユーロ円債の発行を認めることとしたほか、居住者によるユーロ円債発行のガイドラインも緩和されることとなった。そして②において外国の証券引受業者がユーロ円債市場に自由に参加できるように、大蔵省は、ユーロ円債の主幹事や共同主幹事に関する指導、制限、要件が存在しなくなることを表明した。

b) 報告書に盛り込まれた事項の実施

円ドル委員会の報告書に沿う形で、日本は着実に、あるいは約束時期を前倒して諸制度の変更等を実施した。1984年4月に円建対外貸付の自由化、先物外国為替取引の実需原則撤廃を行い、同年6月には居住者向け短期ユーロ円貸付の自由化、円転規制の撤廃を行った。1985年4月には非居住者向け中長期ユーロ円貸付の自由化、居住者によるユーロ円債発行が認められ、同年6月には円建BA市場が発足した。

c) 円ドル委員会を踏まえた金融自由化の進展

1985年7月に大蔵省は「市場アクセス改善のためのアクション・プログラム」を発表し、円ドル委員会からさらに踏み込んだ自由化を進める方針を掲げた。金融・資本市場に係る事項として、①預金金利の自由化、②債券先物市場の創設、③国内の債券発行市場の整備、④証券会社による円建BAの流通取扱い、⑤外銀の信託参入、⑥東京証券取引所会員権、⑦ユーロ円債等の発行の弾力化などを具体的なスケジュールと共に示した。①については、1987年春までに大口預金金利自由化を完了、②の債券先物市場は1985年10月に創設された。③については、1985年10月に無担保普通社債の適債基準の緩和、円建外債および外貨建て外債市場の整備が図られ、1986年4月には円建外債の適債基準が格付制度に移行した。そして、⑤については1985年6月に参入を希望した9行すべての参加を決定した。さらに、⑥については東証が検討して正会員の定数増加を決定、1986年2月に外国証券会社6社に会員権が付与された。

また、円ドル委員会では触れられなかったが、東京オフショア市場が1986年12月に創設された。これは、東京市場を国際金融センターとして発展させるために、特別の市場を設け、そこでの取引を国内の他の金融取引とは遮断した上で金融・税制上の措置を講じていこうとするものである。

この後も、1987年6月に大蔵省が発表した「金融・資本市場の自由化、国際化に関する当面の展望」などにに基づき、着々と自由化が進められた。

d) プラザ合意

円ドル委員会は「円ドルレート」問題を掲げながらも、為替相場はマーケットメカニズムに任せ、むしろ主題は日本の市場自由化・開放を求めるスタンスであった。しかし、それは日米貿易不均衡の是正に対して即効性を持つものではなく、むしろ不均衡は拡大していった。米国内では急速に膨らむ貿易赤字を目の当たりにして保護主義の動きが強まっており、1985年3月には上院で対日報復措置要求決議が採択、同年4月には上院財政委員会で対日報復法案が可決されていた。

この状況を受け、協調介入による為替レート調整の必要性についての機運が日米間ないしG

5の間で醸成されていった。そして1985年9月22日に、米ニューヨーク・プラザホテルで開かれたG5蔵相・中央銀行総裁会議において、協調介入の合意がなされた（プラザ合意）。10月終わりまで行われたドル売り介入により、円／ドルレートは240円から200円へと20%弱の円高ドル安が進行した。協調介入を終えた後も円高ドル安の圧力が続き、1986年7月には150円台へと突入し、日本国内では「円高不況」が引き起こされた。

（4）1980年代後半からの規制強化と金融制度改革

a) 規制強化の流れ

1980年代後半のバブル経済、そして1990年代に入ってからバブル崩壊へと転換する中、資本市場では規制強化の動きが続いた。まず1989年4月からインサイダー取引規制が導入され、1990年4月からは、証券会社の財務健全性を確保するため自己資本規制が導入された。そして、1991年10月に改正された証券取引法では、損失補てんの禁止、一任勘定取引の禁止などが盛り込まれた。さらに、1992年7月には証券取引等監視委員会が発足している。

b) 銀行・証券の相互参入

証券取引法（証取法）は65条において銀行など金融機関の証券業への参入を禁じていた。1948年に成立した日本の証取法は、米国における銀行・証券の分離を定めた1933年銀行法を模範としたものであったが、1980年代半ばから、こうした専門性・分業制の金融制度を時代の変化に合わせて見直すべきとの考え方が強まってきた。

見直しが最初に具体化したのは、1992年6月に成立、1993年4月に施行された金融制度改革法である。これは、業態別子会社方式による相互乗り入れを認めるものであり、銀行は証券子会社と信託銀行子会社を、信託銀行は証券子会社を、証券会社は銀行子会社または信託銀行子会社を保有できることとなった。

なお、銀行・証券の業際問題にかかわる象徴的な制度として1974年から「三局指導」が存在した。本邦企業が外債を発行する際に、邦銀系の証券現地法人は引き受けの主幹事になれないという指導であったが、金融制度改革法の施行とともに撤廃された。

相互参入に関しては、その後、金融持株会社の解禁（1997年12月）、銀行の投資信託窓口販売導入（1998年12月）、銀行等の証券子会社の業務制限廃止（1999年10月）、銀行等による証券仲介業務解禁（2004年6月）、などと続いていった。

c) 社債市場の整備

銀行・証券が分業体制にある中、企業金融は引き続き間接金融が中心であり、直接金融手段としての社債市場の整備は遅れていた。金融制度改革の中で、社債市場を活性化させるため、

それまでの適債基準および財務制限条項の設定義務付けが撤廃された(1996年8月実施)。また、社債の償還年限についても、従来7年物しか発行できない制約の多様化が進んだ。こうした整備を背景に、社債発行は拡大したものの、企業の負債に占める社債のウエイトが大きく上昇することはなく、複線的な金融システム構築という見地からは、不十分な拡大にとどまった。

(5) 1990年代最大の金融制度改革「日本版ビッグバン」

a) 日本版ビッグバン

1990年代に入ってからバブル崩壊による株価や地価の下落により、不良債権問題が深刻化しており、日本経済は閉塞状況にあった。その打開策の一つとして本格的な金融制度改革が検討され、実行に移された。それが、1996年11月に当時の橋本首相が指示した、いわゆる「日本版ビッグバン」である。「2001年までに、不良債権処理を進めるとともに、我が国の金融市場がNY・ロンドン並みの国際金融市場となって再生することを目指す」として、5年間のうちに改革を完了することとした。

改革の原則として掲げたのは、“Free”(市場原理が働く自由な市場に)として、参入・商品・価格等の自由化を、“Fair”(透明で信頼できる市場に)としてルール of 明確化・透明化、投資家保護を、“Global”(国際的で時代を先取りする市場に)としてグローバル化に対応した法制度、会計制度、監督体制、である。この原則をもとに、証券取引審議会(証取審)、外国為替等審議会(外為審)、金融制度調査会、保険審議会、企業会計審議会の5つの審議会において具体的プランの取りまとめが始められ、1997年6月までにそれぞれ答申もしくは報告書の公表が行われた。

b) 戦後二度目の外為法抜本改正

日本版ビッグバンに先行する形で、外為法の戦後二度目となる抜本改正が検討されていたことから、1997年1月には早くも外為審の答申が出され、1998年4月に抜本改正が行われた。

1980年施行の改正外為法で、すでに「原則自由」のもと、資本取引が自由化されていたが、外国為替公認銀行や指定証券会社を通じない取引については、事前の許可・届出義務が残されており、金融のグローバル化が進む中では迅速な取引実行の障害となる懸念が指摘されていた。そこで、①外国為替公認銀行制度・指定証券会社制度を廃止し、②事前の許可・届出制度も廃止するという抜本改正が行われた。

もっとも、この改正は国際金融取引改革の総仕上げであり、加速度的に進行する金融のグローバル化に対して後追いで制度を変更したという位置づけとなり、制度的な路線変更により市場を劇的に変革するものとはならなかった。

c) 証券行政の転換と証券業の競争促進

証取審は他の審議会に先駆けて1996年11月に「論点整理」を発表した。その中で、漸進的な規制緩和から抜本的な市場改革へと向かう方向性を示し、事前的な商品・業務規制を極力撤廃する必要性を示した。そして、行政手法についても、事前予防型から事後チェック型への転換を打ち出した。そこではディスクロージャーや公正取引に係るルール整備、監視・処分体制の充実を図るとした。

こうした方針を受けて数々の規制改革が短期間のうちに実行に移されたが、最もインパクトが大きかったものは、株式売買委託手数料の完全自由化（1999年10月）と、証券業の免許制から登録制への移行（1998年12月）である。インターネットの普及期と重なったことで、オンラインブローカー（ネット証券）を中心に証券業への新規参入が活発化し、手数料の引き下げ競争が起きた。しかし、こうした動きは、過度の引き下げ競争が引き起こされ、情報生産機能を担うべき取引仲介者の疲弊を招くという結果をもたらした。なお、証券会社の店舗数や従業員数の減少にもつながった。

d) 投資家ニーズに応える改革と市場の多様化

投資家の多様化したニーズに応えられる商品供給を可能とさせることが必要との考えから、会社型投信の導入（1998年12月）、私募投信の導入（同）、証券デリバティブの全面解禁（同）、などが行われた。また、銀行の投信窓口販売が導入（同）されたことにより、銀行経由の投資信託販売が急増することとなる。一方、税制面では有価証券取引税および取引所税が撤廃されている（1999年4月）。

さらに、投資家ニーズに応える形で市場間競争の仕組みが整えられた。取引所集中義務が撤廃（1998年12月）されると同時に、私設取引システム（PTS）が導入され、証券会社は、投資家との相対取引や、PTSで注文を処理するなど取引所外取引が可能となった。なお、東京証券取引所では立会外売買取引制度が始まっている（1997年11月）。

e) ディスクロージャーと公正取引のルール

グローバル化に対応した会計制度が必要との認識のもと、企業会計審議会が公表した報告書において連結財務諸表制度の見直し、金融商品会計の時価評価導入についての検討を指摘した。企業会計は2000年3月期から連結決算中心へと移行し、2001年3月期からは時価会計が導入された。

事前的な規制から事後チェック型へと移行する中での金融商品の多様化などに対応するため、利用者保護の枠組みを整備する必要がある、分別管理の徹底や、投資者保護基金の創設（1998年12月）などが行われた。これらは、証券会社の破綻を想定したときに顧客資産を確実に返還することや補償を行うことを目的としている。

(6) 1990年代後半以降の資本市場国際化の模索

1960年代の資本自由化から1990年代の日本版ビッグバンに至る過程で、日本の資本市場の制度的な対外開放は概ね終わったと言える。しかしながら、1990年代以降の世界の各市場がグローバル化を加速度的に進める中、日本はバブル崩壊からデフレへと突入する中で、実体としてのグローバル化が進まず、日本（東京）市場の世界でのポジションが上がらないという状況となった。日本版ビッグバンの制度的対応が一巡した2000年代以降は、市場活性化にむけた改革議論が毎年のように続けられることとなった。

例えば、2007年12月に金融庁が発表した「金融・資本市場競争力強化プラン」では、市場の活性化策として、①プロ向け市場の整備、②取引所（金融商品、商品）の相互乗り入れ、金融サービス業の活性化策として、③銀行・証券・保険間のファイアーウォール規制の見直し、また金融行政の面では、④ベター・レギュレーションの実現、などが盛り込まれた。もともと、①を受けて開設されたプロ向け市場も、ほとんど活用されず、②を受けた総合取引所構想も実現に至らないなど、期待通りの効果が得られないという模索が続くこととなった。

図表 1 日本の資本市場自由化・開放の経緯と新興国の代表例としての中国との比較

日本の経緯	中国の状況
OECD加盟、IMF8条国移行（1964年）	IMF8条国移行（貿易取引の自由化、1996年）
対内直接投資自由化（1967年から1973年まで段階的に自由化）	外資導入政策の開始（1979年） 人民元建ての対内直接投資を解禁（2011年） 外商投資産業指導目録の発表（1995年） 中国（上海）自由貿易試験区でネガティブリスト方式を開始（2013年）
対内株式投資自由化（1967年から1971年まで段階的に自由化）	QFII（2002年） RQFII（2011年） 中国香港双方向株式投資（2014年）
対外証券投資自由化（1970年から1972年まで段階的に自由化）	QDII（2006年） 中国香港双方向株式投資（2014年）
非居住者の円建外債発行開始（1970年）	国際金融公社とアジア開発銀行のパンダ債発行（2005年）
外国証券会社に対する免許開始（1971年）	合併証券会社第1号の中国国際金融有限会社が誕生（1995年）
東証に外国株市場創設（1973年）	
非居住者のユーロ円債発行開始（1977年）	香港金融管理局が域外機関による人民元建て債券発行を認可（2010年）
外為法全面改正（資本取引を原則自由に）（1980年）	
外国銀行に国債ディーリング業務認可（1984年）	海外人民元決済銀行、各国金融当局などに中国銀行間債券市場への参入を認可（2010年）
居住者のユーロ円債発行開始（1985年）	居住者の域外での人民元建て債発行開始（点心債、2007年） 外資系銀行の中国現地法人による点心債発行（2009年）
債券先物市場創設（1985年）	国債先物は92年～95年にテスト導入、その後停止 国債先物取引再開（2013年）
東証会員権の外国証券会社への開放（1986年）	外国証券経営機関の現地代表処に証券取引所の特別会員権を付与（2002年）
株価指数先物導入（1988年）	株価指数先物導入（2010年）
投資信託委託会社への外資参入認可（1989年）	ファンド管理会社への外資参入を認可（2002年）
証券取引等監視委員会設立（1992年）	
金融監督庁設置（1998年）	証券監督管理委員会設立（1992年）
外為法改正（事前届出制を原則撤廃）（1998年）	

（出所）各種資料より大和総研作成

3. 資本自由化とその影響、および残された規制

(1) 対内直接投資の自由化と影響

a) 対内直接投資自由化の経緯

対内直接投資に関しては、OECD加盟に伴い、1967年以降に段階的に自由化が進められた。1967年（第1次自由化）は対内直接投資について17業種が外資比率100%まで自動認可、33業種が50%まで自動認可になった。非自由化業種について経営参加目的で株式取得を行う場合は、対内証券投資（後述）の自動認可限度内であれば自動認可となった。第2次自由化は1969年で、44業種が100%まで自動認可、160業種が50%まで自動認可になった。第3次自由化は1970年で、自動認可業種が大幅に拡大された（100%までは77業種、50%までは447業種）。さらに1971年の第4次自由化では、100%までの自動認可業種が228業種まで拡大され、それ以外は7業種の個別審査対象（非自由化）業種を除き、50%まで自動認可となった⁴。1973年に原則100%自由化され、例外5業種（農林水産業、鉱業、石油業、皮革または皮革製品製造業、店舗数が11を超える小売業⁵）以外のすべての業種について、企業新設は外資比率100%まで自動認可となった。例外5業種は農業対策、資源問題、中小企業対策等の観点から非自由化業種として残されたものである。なお、小売業については、1975年から100%自由化業種に移行した。

1980年の外為法改正により、対外直接投資は認可制から事前届出制に改められ、1992年には原則事後報告・一部事前届出制に移行した。事前届出の対象となったのは、OECD資本移動自由化コードにおいて規制が認められている「国の安全を損ない、公の秩序の維持を妨げ、または公衆の安全の保護に支障を来すことになるおそれがある」業種であり、例えば航空機、武器、原子力、宇宙開発等が挙げられる。

認可の基準として、①国際収支の改善へ寄与すること、②重要産業または公益事業の発展に寄与すること、③重要産業または公益事業に関する従来技術援助契約の継続更新またはその契約の状況の変更に必要であること、の3点が設けられた（積極基準）。一方、認可してはならない消極基準として、①契約の条項が公正でないまたは法令に違反する場合、②契約の締結や更新等が詐欺、脅迫や不当な圧迫によると認められる場合、③日本経済の復興に悪影響を及ぼすと認められる場合、④政令で定める一定の場合を除き、株式・持分・受益証券・社債または貸付金債権の取得対価が外貨交換円等でない場合⁶、の4点が設けられた。自由化の過程で、積極基準は重要度が低下し、有害な外資を除き自由な申請を認可するという方針から、消極基準が重視されるようになっていった。

⁴ 米国からの強い要求により、自動車関連6業種については第3次自由化と第4次自由化の間に50%までの自動認可となった（第5次資本自由化で100%自動認可）。

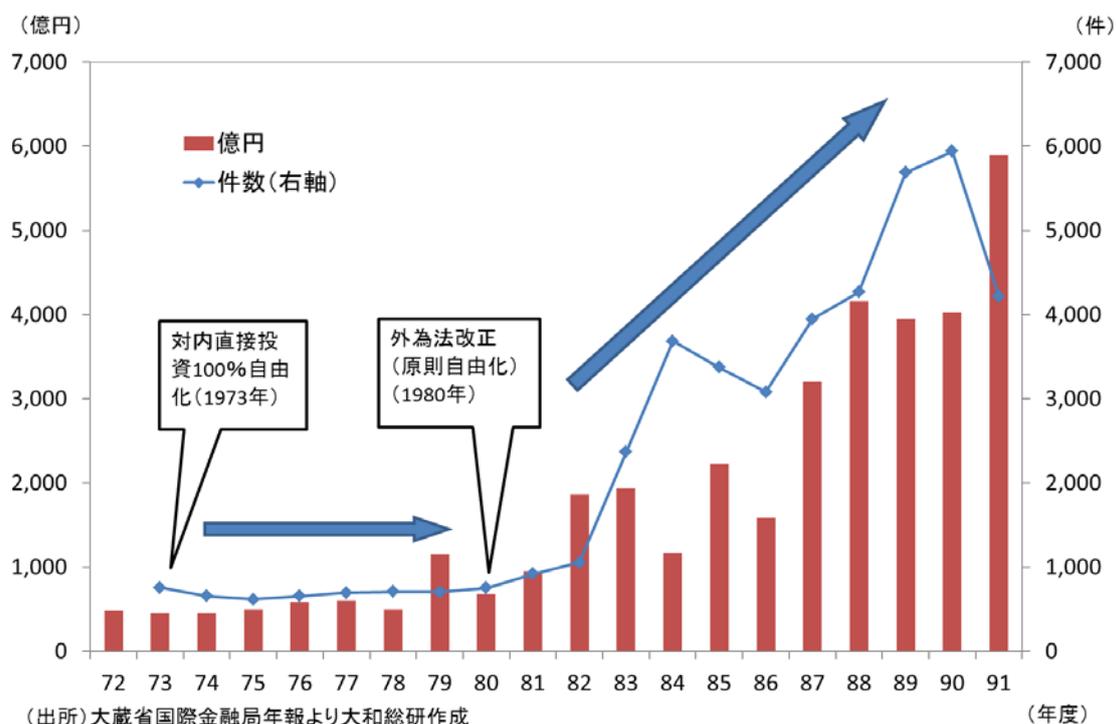
⁵ 電子計算機等17業種については一定の猶予期間（2～3年）が設けられた。

⁶ 外貨またはそれに相当するもので導入される外国資本についてのみ、その導入を認可するものであることから、外貨を合法的に交換した円であることが確認できない場合などは、消極基準に該当することになる。

b) 対内直接投資の実績

自由化されてから 1970 年代までは顕著な増加はみられず、対内直接投資の許可・届出が行われた実績は年間 500 億円程度にとどまっていたが、外為法改正以降の 1980 年代に大きく拡大し、1990 年には年間 4,000 億円まで増加した。

図表 2 対内直接投資（許可、届出）の推移



開放とともに拡大したとはいえ、現在においても世界的に見た日本の対内直接投資は低水準である。対内直接投資の残高を名目 GDP 比で見た場合、2012 年時点で日本は 3.4%と、OECD 平均の 30%程度と比較して極めて低い水準にとどまっている。1991 年に在日米国商工会議所が公表した対日貿易・対日投資報告書によれば、対日投資には不動産コスト等が高額であること、人材確保が困難であること、排他的な取引慣行があること、株式持合いがあること、流通コストの高さに特徴づけられる複雑な流通形態であること、などの阻害要因があることが指摘された。2014 年に経済産業省が事務局となって取りまとめた『対日直接投資に関する有識者懇談会』報告書においても、投資が増えない理由として労働市場の流動性が低いため人材の確保が困難であること、エネルギーコストや複雑な流通体系に起因する流通コスト、法人税率等が高いことなどが挙げられている。また具体的な事例として、製品の販売に際して日本独自の表示を求めたり、WHO(世界保健機関)や FAO(国際連合食糧農業機関)が安全と判断した添加物を含む食品であっても、日本の基準で販売を認めないといった点が、対日投資の阻害要因になっていることが指摘されている。こういった規制は、消費者の利便性や保護のために設けられているものだが、制度的に資本の自由化を行っていたとしても、その国独自の規制や商慣習が対内直接投資の阻害要因になることもある。

(2) 対内・対外証券投資の自由化と影響

a) 対内証券投資自由化の経緯

対内証券投資については、1949年の外為法および1950年の外資法施行により可能となった。しかし、株式及び受益証券の対内証券投資に関して、国外への外貨送金は配当のみ保証し、元本については制限を設けていた。1952年に元本の送金が可能となったものの、期間は7年間（2年据え置き、5年分割）とされた⁷。元本送金の制限は段階的に縮小され、1963年に廃止された⁸。

対内証券投資は認可制であったが、1952年の外為法改正により一定の範囲内であれば日銀が自動的に認可する「自動認可制度」が導入された。自動認可の範囲外である場合、発行会社の同意がある場合は大蔵大臣による自動認可、同意がない場合は大蔵大臣による個別審査が行われる。当初、自動認可の範囲は、非制限業種の場合は外資比率8%以内、制限業種の場合は5%以内と設定されたが、1960年に非制限業種は15%以内、制限業種は10%以内に拡大され、新たに株主一人あたりの上限が5%までに設定された。その後、度々自動認可限度は拡大され、1973年に対象企業の同意があれば100%自由となった（一部例外業種あり）。1980年の改正外為法施行で認可不要となり、事前届出のみで取得可能（指定証券会社を経由すれば届出も不要）となった。

対内証券投資を開放する過程で、一時投機筋からとみられる投資資金の流入が急増した時期がある。それに対しては1972年10月から約1年間（株式は1973年11月まで、債券は同年12月まで）、「非居住者のネット流入規制措置」を設け、資金流入を制限した。具体的には、外国為替公認銀行⁹もしくは証券会社を代理人として申請する場合にのみ対内証券投資を認め、また取得額を処分額の範囲内に制限した。

図表 3 自動認可制度および元本送金制限の変遷

年	制限業種	非制限業種	株主1人当たりの上限	元本送金の期間制限	備考
1952	5%以内	8%以内	—	2年据置5年分割	日銀自動認可制度導入
1960	10%以内	15%以内	5%以内	送金期間短縮 (2年据置、3年分割)	
1961	同上	同上	同上	送金期間短縮 (2年据置)	
1962	同上	同上	同上	送金期間短縮 (6ヵ月据置)	

⁷ 浅井良夫「戦後為替管理の成立」(2012年1月)成城大学 経済研究第195号

⁸ ただし、元本送金をしないという条件であれば、1956年から1964年の間は「円ベース株式自由取得制度」により、制限業種以外への投資は自由に行うことができた。投資実績は合弁会社数283社、投資外資の簿価は約1.4億ドルであった。

⁹ 大蔵大臣の認可を受けて、外国為替取引を行う銀行。日本では過去、外国為替取引を行う場合は必ずこの銀行を通す必要があったが（為銀主義）、この制度は1998年に撤廃された。

1963	同上	同上	同上	送金期間の 制限廃止	
1967	15%以内	20%以内	7%以内	—	第一次資本自由化
1970	同上	25%以内	同上	—	第三次資本自由化
1971	同上	同上	10%以内	—	第四次資本自由化
1973	企業の同意がある場合 100%自由化（一部例外業種あり）			—	第五次資本自由化

(出所) 岡部 (1989 年) より大和総研作成

b) 対内証券投資の実績

対内証券投資は 1950 年から 1960 年頃までの間は年間 200 万ドル（1 ドル＝360 円換算で 7.2 億円）程度の低水準であったが、1960 年から 1963 年にかけては年間 1 億ドル（1 ドル＝360 円換算で 360 億円）に増加した¹⁰。これは元本部分の送金規制の緩和や、日本経済の復興等を受けたものと言われている。

対内直接投資とは異なり、資産運用目的が中心の対内証券投資は、資金流入が海外の経済情勢に影響されやすい。1964 年は米国で利子平衡税創設等、ドルの流出抑止政策が採られ、それに加えて日本経済が不況になったことで、対内証券投資は減少した。また、1973 年の第一次オイルショック、1978 年の第二次オイルショックの際も、対内証券投資は大幅な流出超となった。資金の流出入額は拡大しており、1980 年以前は年間 5,000 億円程度（ネット）であったが、1980 年以降は年間 1 兆円を超える年もあり、2000 年代には年間で 20 兆円を超える資金流入がみられる年もあった。

前掲の在日米国商工会議所の対日貿易・対日投資報告書の中でも、株式持合いがあることが対日投資の阻害要因として挙げられたように、日本の場合、1990 年代半ばまで安定株主の存在が大きく、海外投資家の対内証券投資が増加し始めたのは 1990 年代後半からである。

日本は、戦後の財閥解体により株式所有の分散化が図られ、1946 年から 1947 年にかけて、三井、三菱、住友、安田、富士産業（中島飛行機）を始めとする財閥企業（持株会社）および財閥家族が保有していた株式が、一般個人に放出された¹¹。その後、占領政策の転換により、1952 年には財閥商号・商標の使用禁止（1949 年 9 月持株整理委員会通達）が解除、1949 年および 1953 年の独占禁止法緩和により、財閥系企業は復活に転じ、内部結束の強化のため、株式持合いが行われるようになっていった。戦前の財閥は、中央集権的な組織であり、持株会社が傘下企業の株式の大半の株式を所有し、人事など経営にとって重要な事項に対して絶大な権限を持つ仕組みになっていた。戦後の財閥系企業は、そういった中央集権的な組織体制ではなく、銀行による系列融資や企業間の株式持合い、役員への派遣や社長会の結成などにより、それぞれが独立したまま、並列の関係で結びつきを深めていった。

1970 年代以降は、資本自由化により外資からの敵対的買収が増加することを懸念し、企業が

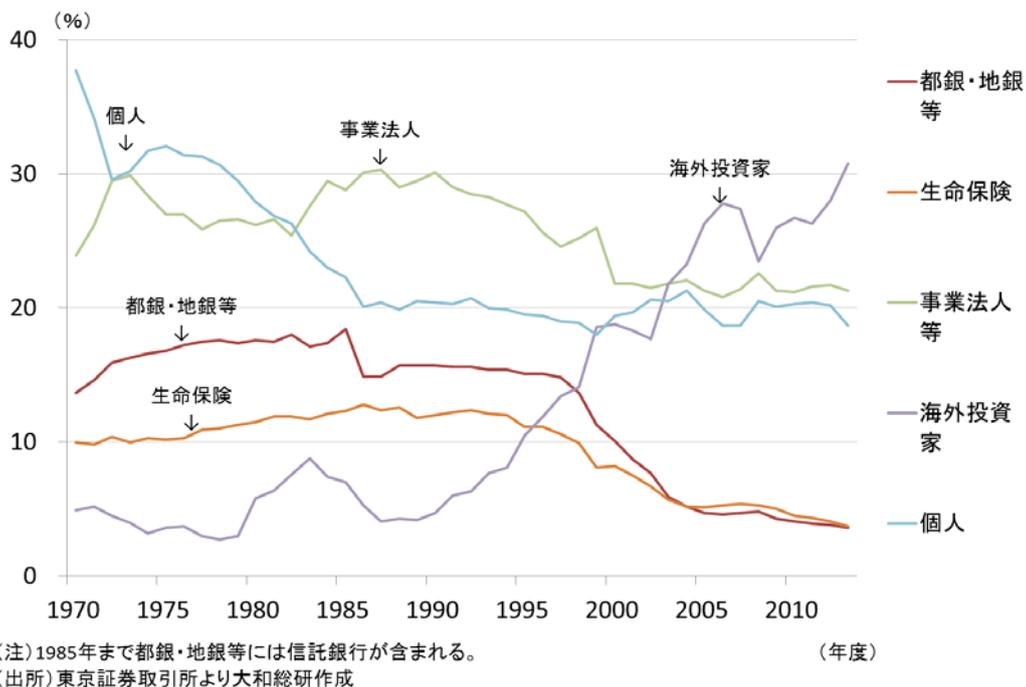
¹⁰ 大蔵省国際金融局年報（昭和 52 年版）より。

¹¹ 北島忠男「わが国における株式所有状況について (1)」(1984 年 2 月) 明治大学商学論叢、明治大学商学研究、宇野博二「戦後の企業集団とその問題」(1972 年 3 月) 学習院大学経済論集第 8 巻第 3 号 pp. 3-30

安定株主作りを進めたことも株式持合いを強める要因となった。株式持合いは株価が右肩上がりの時は特段問題にされず、銀行によるメインバンク制と併せ、日本の高度成長期を支えたシステムとして評価された時期もあった。当時は企業業績が悪い時に含み益のある保有株式を売却し、収益として計上することができ、また、1988年から銀行に課せられた自己資本比率規制は、株式の含み益を自己資本に算入することを認めていたため、銀行が保有する株式の含み益は自己資本のかさ上げにも寄与した。しかし、バブル崩壊とともに経済情勢が悪化し、株価の下落が続くと、株式持合いの仕組みはうまく機能しなくなった。事業収益が大幅に落ち込んだ企業は、本業の損失を補うために含み益のある株式を売却し、保有株式の削減を進めた。また、2000年に益出しクロス¹²が禁止されたことや、2001年の時価会計導入により、保有株式の一層の削減が進んだ。銀行に対しては2002年に「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」が制定され、自己資本に相当する額を超える額の株式を保有することが禁じられた。

こういった一連の流れの中で、株式持合いの解消が進み、受け皿となったのが海外投資家であった。1995年時点では1割に満たなかった海外投資家の株式保有比率は、右肩上がりで見直しを続け、2013年度時点で3割を超えるに至っている。

図表 4 投資部門別株式保有比率



c) 対外証券投資自由化の経緯

1964年にOECDから対外証券投資の自由化を求められたが、日本は外貨準備不足と国際収支悪

¹² 含み益のある保有株式を売却と同時に買い戻す取引。売却益を収益として計上しつつ、株式の保有を継続したい場合に行われた。

化が危惧されることを理由に、自由化を先延ばしした。そのため、対外証券投資の自由化は対内証券投資に比べて遅れたが、1970年前半に急速に自由化が進んだ。

1960年代後半に外貨準備残高の増加がみられたことから、1970年に初めて4投資信託委託会社（大和、野村、日興、山一）に対し、1億ドルを限度に、欧米主要8ヵ国8取引所（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、シドニー、チューリッヒ、トロント）の上場会社株式・債券の取得を認めた。投資額の1億ドルという上限は1971年に撤廃され、同年中には他の投資信託委託会社および生命保険と損害保険会社、一般投資家に対しても対外証券投資が認められた。1972年2月に信託会社に対しても対外証券投資が認められ、同年3月には一定の機関投資家に対して外国証券取引所への上場・非上場を問わず全ての既発行外貨証券の取得が自由化された。外国籍投資信託の販売も同年自由化され、対外証券投資の手段が広がった。なお、証券会社に関しては、1971年に外国証券取引所に上場されている株式・債券を自己の計算に基づき取得することが自由化されている。

一般投資家に関しては投資家保護の観点から取引できる銘柄に制限が残され、段階的に開放が進められた。先の主要8取引所に、1971年にはアメリカンとルクセンブルクが追加され、1972年にミラノとブリュッセル、1973年にウェリントン、マドリード及びモンテリオールが追加された。1973年以降は、自主規制団体である日本証券業協会（日証協）において「外国証券の取引に関する規則」を作成し、日証協が指定する外国証券取引所に上場、もしくは指定する外国店頭市場で取引されている外国株券および外国債券で、気配相場があるものに範囲を限定する体制となった¹³。1977年には非上場証券の取得も認められている。

対内証券投資同様、1980年の改正外為法施行により認可が不要となり、対外証券投資は原則自由となった¹⁴。

¹³ 1977年に香港、金銀、遠東、クアラルンプール、シンガポール、マニラ、マカチ及びパシフィックと、米国店頭市場（NASDAQ）が加わり、1983年にウィーンが加わるなど、順次拡大されていった。現在は取引所・店頭市場の制限はなくなっている。

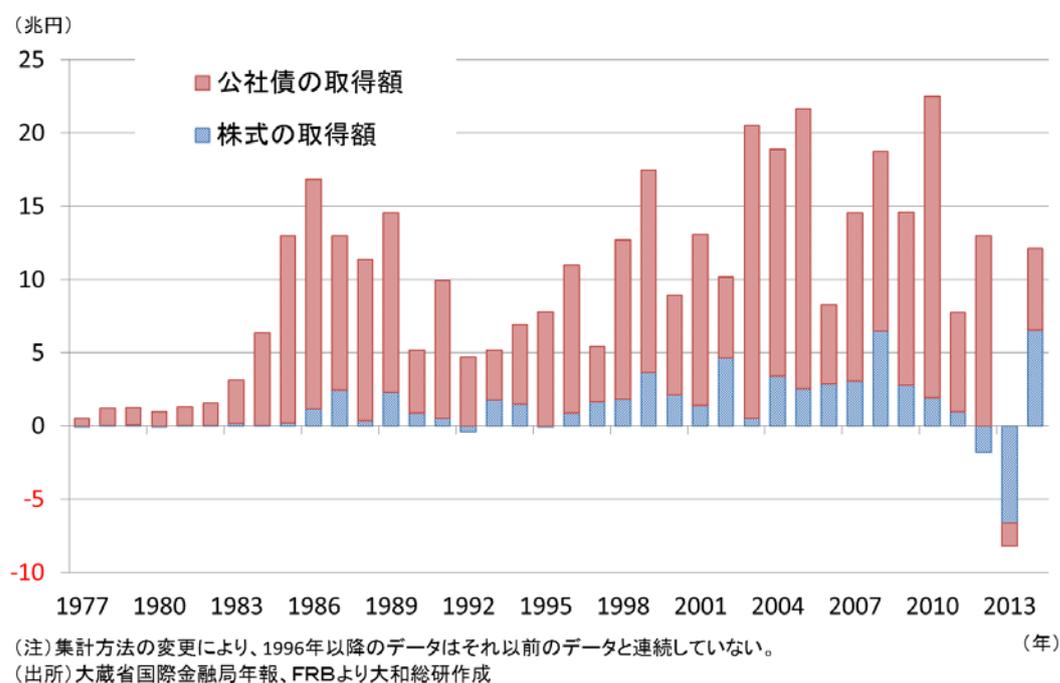
¹⁴ 外為法改正以前は、大蔵大臣の許可が必要とされていた。ただし、実際の運用上は保険会社や外国為替公認銀行、証券投資信託委託会社等の一定の機関投資家については包括的に許可が与えられており、一般投資家についても代理人証券会社に対して機関投資家と同様、包括的に許可が与えられることで、実質的には自由化されていた。

d) 対外証券投資の実績

しかし、日本の対外証券投資が活発化したのは、1980年代後半からである。当初設けられていた残高上限の1億ドルは1971年には撤廃されていたが、機関投資家にはストック（総資産に対する外国資産保有比率）とフロー（月毎の投資額の制限）の両面から制限が設けられていたためである。これらの制限は1985年のプラザ合意後に経常収支黒字が一挙に膨らみ、かつ急激な円高が進んだことを受け、1986年に緩和された。具体的には、ストックに関しては、1971年の時点で総資産の10%以内とされたが、1986年に2回緩和された（10%→25%以内、25%→30%以内）¹⁵。フローに関しては、1982年に保険会社に対して増加資産のうち外債投資に回せるのは5%以内、という制限を課された。この制限は1982年中に10%に拡大され、翌1983年に20%以内まで拡大された後、1986年に撤廃された¹⁶。

対外証券投資は1985年から5年の間、年間10兆円（ネット）を超えるペースが続いたが、バブル経済の崩壊に伴い、1990年代は伸び悩んだ。2000年代に入り、国内で長期間続く低金利により収益機会が限られていたことなどを背景に、運用ポートフォリオの多様化を進める動きが強まり、対外証券投資は再び増加傾向となった。

図表 5 対外証券投資の推移



¹⁵ 奥田宏司「貿易金融から対外投資へー1970年代、80年代における日本の対外金融ー」『立命館国際研究』19巻2号（2006年10月）P.51-69

¹⁶ 信託銀行には1986年4月から8月の5か月間だけ、増加資産の40%以内という制限が設けられた。

(3) 資本自由化の影響

資本自由化を進めて、外資系企業が国内に参入することに対しては、積極的に評価する意見がある一方で、その評価に対する疑問や、弊害に対する懸念も存在する。

積極的に評価する意見の主なものは、設備投資や雇用の増加による GDP 増加、生産性向上、競争力向上、経営や販売などにおけるイノベーション促進、などが挙げられる。外資系企業の参入が国内経済に対して純増となるならば、設備投資や雇用が国内経済全体として拡大することになる。しかし、それによって国内企業が淘汰された場合は、国内経済全体としての拡大につながるとは限らない。ただし、効率的な外資系企業によって非効率な企業が淘汰されたのであれば、国内経済あるいは当該産業全体としては生産性向上、競争力向上に資したと言えよう。外資系企業との競争を通じて、国内企業の実産性や競争力の向上が促進されることも考えられる。また、国内の慣習とは異なる外資系の経営手法や販売手法の導入は、競争企業にも影響を与え、当該産業の活性化に繋がるのが期待される。手法の種類によっては、既存規制の改革にもつながるであろう。なお、本国での競争を勝ち抜いてきた企業が海外に進出する蓋然性が高いと考えるならば、外資系企業が国内企業よりも生産性等が高い可能性が期待されよう。

ただし、こうした外資系企業参入による効果は、効果が行き渡れば日常的な風景に変わるものである。また、バブル発生や崩壊、あるいは他産業での変革や停滞の影響を考慮すると、これらの効果を定量的に観察し続けるのは難しい。しかしながら、対内直接投資の前年比の平均値と TFP（全要素生産性）上昇率にはある程度の正の相関があると思われる。TFP は、全体の生産額の変化率から労働投入と資本投入の変化率を差し引いて計測される数値であり、技術上の進歩や経営・販売手法の革新などを表した数値と考えられている。日本の TFP の上昇率が相対的に高かった 1970 年代後半（TFP 上昇率 1.6%）、1980 年代後半（同 1.6%）は対内直接投資の前年比が平均して 30% 台であったが¹⁷、TFP 上昇率がマイナスとなった 1990 年代前半（同▲0.1%）、2000 年代後半（同▲0.6%）は対内直接投資の前年比は平均して一桁台であった。なお、1990 年代後半は対内直接投資の前年比が平均して 50% 台と他の期間より高めであるが、TFP 上昇率は▲0.2%とマイナスである。この時期は、国内での大手金融機関の連続破たんやアジア通貨危機などの影響が強く出ているためと推測される。

効果に対する疑問、あるいは弊害として懸念されることとしては、外資系企業の所得の海外（本国）流出（つまり、GDP 増加にはあまり寄与しない）、国内企業に比べて相対的に早いサイクルでのリストラや撤退による雇用の不安定化、国内技術の流出（M&A や競合企業からの技術者引き抜きなど）、安全保障上の懸念（安全保障にかかわる技術の流出や安全保障上重要なインフラや土地の外資系企業による取得など）、過度の効率性追求による公益性の毀損（採算性第一主義による公益性のある事業の廃止など）、などが挙げられる。所得流出については、国内への還流との見合いによるので、どちらの効果が大きいかは一概には言えない。雇用の不安定化については、十分なセーフティーネットの準備と再就職しやすい労働市場の整備が求められる。技術

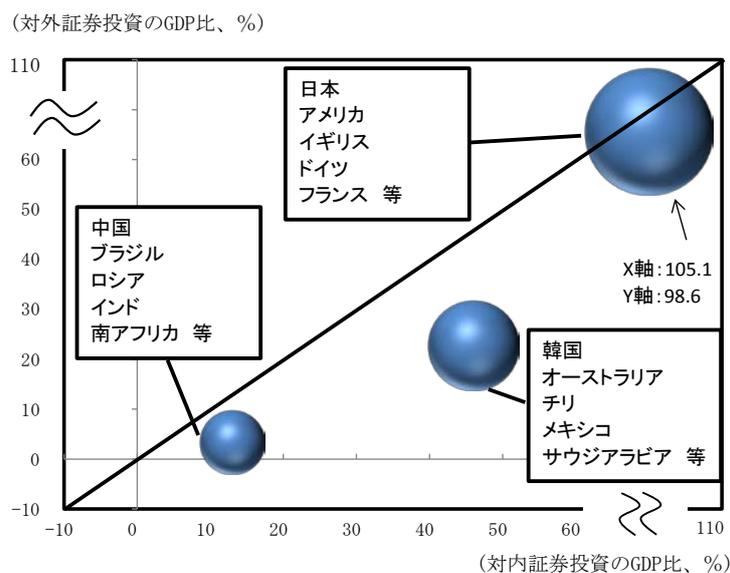
¹⁷ TFP 上昇率は全産業ベース。経済産業省「通商白書 2013」の「第 I-1-3-1 図 全産業の労働生産性と TFP」（11 頁）の数値を用いた。

流出、安全保障上の懸念、公益性の毀損、などについては、次に記述する外資規制等での対応が考えられる。

上記の国内経済への直接的な効果とは別に、外資系企業の国内参入を規制しては、国内企業が海外事業に積極展開することを妨げられる可能性があることには留意が必要であろう。自由な国際経済こそが各国総体の富の増加を実現するとの前提に立つのであれば、各国相互における企業活動の自由を最大限図ることが相互利益となる。

国内経済が発展途上にあり、世界経済に占める規模が相対的に小さいような段階では、資本規制や各種の保護策などを実施しつつ、国内企業を育成することはある程度合理性があろう。しかし、国内経済が成熟段階へ徐々に移行し、またグローバル化が進む段階においては、資本自由化を進めることが、国内経済にとっても国内企業にとっても、さらなる発展の基礎になると考えられる。

図表 6 資本市場の開放度と対内・対外証券投資の関係

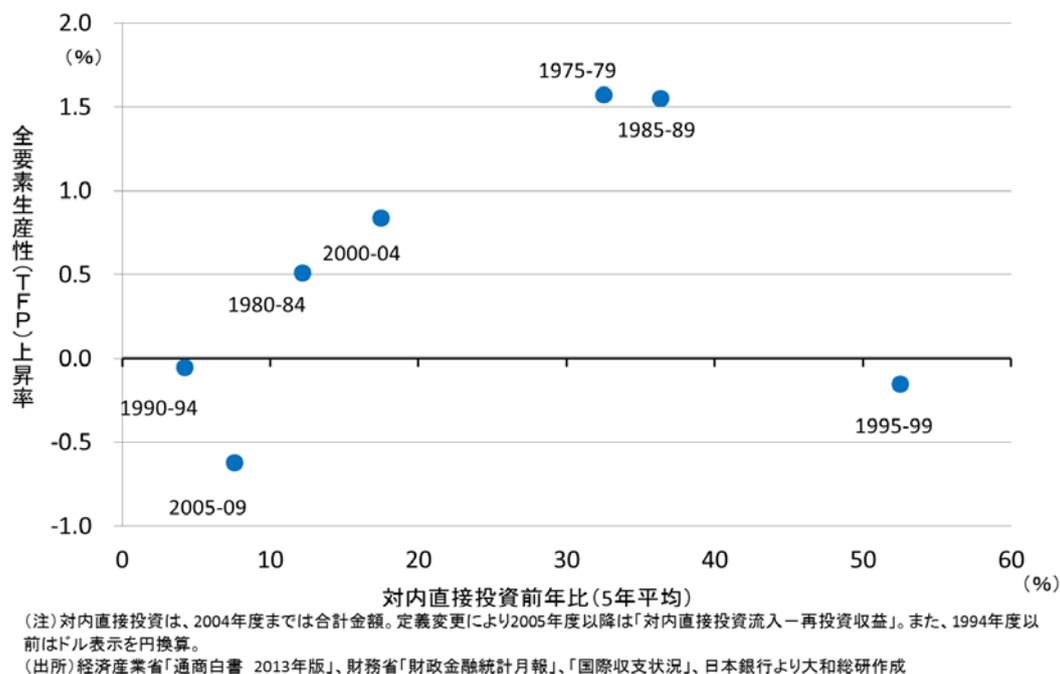


(注1) バブルの大きさは資本市場の開放度合いを示す。同指標により資本市場の開放度合いに応じてサンプル(97ヶ国)を3グループに分けたうえで、それぞれのグループのドルベースの合計値から算出した。

(注2) 経常取引・資本取引に関する規制を数値化した指標であるChinn-Ito Indexによる開放度を使用。

(出所) IMF、Chinn-Ito Indexより大和総研作成

図表 7 日本における対内直接投資と TFP（全産業）



(4) 資本自由化の下での外資規制、公益性確保

海外の投資家や企業を国内に呼び寄せることにより、資金調達先の拡大、生産性の向上、雇用創出などを通じて、経済の活性化に資することが期待される。

一方、資本自由化が進む中でも、安全保障、公共インフラ運営、ユニバーサルサービス、生産者保護などの観点から、公的関与が必要とされる産業については、外資等が政策目的を妨げないような施策が求められる。公営企業として存続させることが一番直接的な手法であるが、上場する株式会社の場合も政府保有義務の設定、個別業法での規制、黄金株導入¹⁸などで対応がなされている。

a) 個別業法による外資規制

個別業法による外資規制としては、鉱業法、NTT法、電波法、放送法、船舶法、航空法、貨物利用運送事業法がある。外国人の議決権割合が一定以上となる場合に名義書換が禁止（NTT法）とされたり、免許欠格事由に該当（電波法、放送法）することなどが法律に定められた。なお、OECDが定める「資本移動自由化コード」でも、「武器、航空機、原子力、宇宙開発、電気、ガス、熱供給、通信、放送、鉄道等の安全保障関連業種について投資規制を導入することが認められており、これ以外の業種について各国固有の事情から規制を行う場合には、OECDに留保業種と

¹⁸ 黄金株は、買収関連の株主総会決議事項について拒否権を行使できる株式。

して届け出る必要がある」¹⁹とのことである²⁰。

各業法による外資規制の主な内容は以下の通りである（NTT 法については、「b）政府保有義務」で記述）。

鉱業法では鉱業権の取得は外国人等には認めていない。

電波法と放送法では、外国人等が議決権の 1/5 以上になった場合は免許欠格事由に該当するとしている。日本の国籍を有しない人、外国政府又はその代表者、外国の法人又は団体には、そもそも無線局や基幹放送事業者についての免許を与えないとなっており、また法人又は団体のうちこれらのものが代表者、役員 1/3 以上、議決権の 1/3 以上を占めるものにも免許を与えないこととなっている²¹。

船舶法では、役員 2/3 以上が日本国民であること等を日本船舶の要件としている。そして、日本船舶でないものは、法律や条約に定めがある場合や非常時等を除いて、不開港場への寄港や日本の港での物品や旅客の取扱いができないこととしている。

航空法と貨物利用運送事業法では、航空運送業者とその持ち株会社について、外国人等が役員又は議決権の 1/3 以上を占めないことなどが事業許可の要件となっている。

b) 政府保有義務

2015 年 3 月現在で上場している企業の政府保有義務は、NTT が 1/3 以上、JT が 1/3 超であり、上場スケジュールがほぼ決まっている企業として日本郵政が 1/3 超となっている。また、将来的な上場や完全民営化（政府保有株の全部売却）が予定されている日本政策投資銀行と商工中金については、第 189 回通常国会で成立した一部改正法案で、危機対応業務や特定投資業務を実施している期間について、政府の保有義務を課している。具体的には、政策投資銀行については、特定投資業務期間中（2025 年度末まで）は 1/2 以上、危機対応業務期間中は 1/3 超としている。商工中金については、危機対応業務期間中は政府が「必要な株式を保有」するとしている（商工中金は政府保有株式が既に半数未満（46%）となっている）。

会社法では、定款変更、会社の解散・合併・分割、事業の全部又は重要な一部の譲渡など事業の根本に関わる事項などは、株主総会の特別決議で可決される必要がある。特別決議の可決

¹⁹ 廣瀬信己「外資誘致と外資規制」国立国会図書館『調査と情報-Issue Brief-』第 600 号（2007.11.8）P.5

²⁰ 引用元によると、OECD “OECD CODE OF LIBERALISATION OF CAPITAL MOVEMENTS 2007”、経済産業省「グローバル経済下における国際投資環境を考える研究会 中間とりまとめ」（2007.4.26）に基づく情報であるが、いずれもウェブサイトからは削除されており、具体的な業種の確認はできなかった。最新版と思われる“OECD CODE OF LIBERALISATION OF CAPITAL MOVEMENTS 2013”では、「公共秩序と安全」という項目で、i) 公共秩序の維持又は公衆衛生、モラル、及び安全の確保、ii) 安全保障上の利害の確保、iii) 国際的な平和と安全に関する義務の実現、について例外とすることを記述している。

²¹ 電波法では、「第五条 次の各号のいずれかに該当する者には、無線局の免許を与えない。一 日本の国籍を有しない人 二 外国政府又はその代表者 三 外国の法人又は団体 四 法人又は団体であつて、前三号に掲げる者がその代表者であるもの又はこれらの者がその役員 1/3 以上若しくは議決権の 1/3 以上を占めるもの。」としているが、アマチュア無線局や船舶、航空機の無線局などには適用しないとしている。

は2/3以上の賛成が必要となるので、1/3以上の議決権を確保していれば、政策目的を妨げる可能性のある決議を否決できることになる。

NTTについては、1984年12月成立の日本電信電話株式会社法（1997年6月の法改正により「日本電信電話株式会社等に関する法律」、以下、NTT法）では、政府の保有義務を1/3以上とする他、外国人及び外資が過半数を占める法人の所有は認めていなかった。その後、1/3以上の政府の保有義務は変更されていないが、外国人保有については、1992年5月の改正で1/5未満の所有を認め、現行法では1/3未満まで認めている。

JTについては、1984年8月成立の日本たばこ産業株式会社法（以下、JT法）では、政府の保有義務を1/2以上とし、経過措置として2/3以上の保有義務が課せられていた。その後、2002年4月の改正でJT設立時の株式総数の1/2以上かつ発行済株式総数の1/3超とされ、経過措置は廃止された。さらに、2011年12月に東日本大震災からの復興財源確保のためにJT法の一部が改正され、政府保有義務は発行済株式総数の1/3超となり、売却益を復興債償還財源に充てることとなった。

c) 個別業法による公益性確保

個別業法での規制による公的関与の確保は様々な事例があるが、ここでは鉄道事業について紹介する。公益性確保の観点から鉄道事業を考えれば、事業継続性を損ねるような短期的利益追求者による経営権支配（事業資産の分割売却、過剰な収益性追求による安全性低下など）、支配権を握った事業者以外の同業者及びその利用者に不利益を与えるような同業者による経営権支配（相互乗り入れにおけるダイヤ等において不利な扱いなど）などが懸念される。鉄道事業法では、鉄道事業の継続や改善に関連して、国土交通大臣の認可や命令等を規定しており²²、公益性を著しく損ねるような事業運営には歯止めをかけることが期待されている。

西武ホールディングスの筆頭株主となっていた米ファンドのサーベラスによる西武鉄道の一部路線の廃線提案（2013年に表面化）は、鉄道事業法による公益性確保の施策が有効に機能するか否かという点でも注目された。しかし、株式相場回復等の影響もありサーベラスが提案を

²² 本文中の公益性確保に関連する鉄道事業法の主な該当部分は以下の通り。

「(事業の譲渡及び譲受等) 第二十六条 鉄道事業の譲渡及び譲受は、国土交通大臣の認可を受けなければ、その効力を生じない。(以下、略)」「(事業の廃止) 第二十八条の二 鉄道事業者は、鉄道事業の全部又は一部を廃止しようとするとき(当該廃止が貨物運送に係るものである場合を除く。)は、廃止の日の一年前までに、その旨を国土交通大臣に届け出なければならない。2 国土交通大臣は、鉄道事業者が前項の届出に係る廃止を行った場合における公衆の利便の確保に関し、国土交通省令で定めるところにより、関係地方公共団体及び利害関係人の意見を聴取するものとする。(以下、略)」「(法人の解散) 第二十九条 鉄道事業者たる法人の解散の決議又は総社員の同意は、国土交通大臣の認可を受けなければ、その効力を生じない。(以下、略)」「(乗継円滑化措置等) 第二十二條の二 鉄道事業者は、利用者の利便の増進を図るため、他の運送事業者その他の関係者と相互に協力して、連絡運輸、直通運輸その他の他の運送事業者の運送との間の旅客の乗継ぎ又は貨物の引継ぎを円滑に行うための国土交通省令で定める措置を講ずるよう努めなければならない。(以下、略)」「(事業改善の命令) 第二十三条 国土交通大臣は、鉄道事業者の事業について輸送の安全、利用者の利便その他公共の利益を阻害している事実があると認めるときは、鉄道事業者に対し、次に掲げる事項を命ずることができる。一 旅客運賃等の上限若しくは旅客の料金(第十六条第一項及び第四項に規定するものを除く。)又は貨物の運賃若しくは料金を変更すること。(以下、略)」

取り下げたため、鉄道事業法に基づく規定（脚注 22 参照）は適用されなかった。

なお、このような公益性を損ねる株主は、外資とは限らない。国籍の問題よりも公益性確保を目的として、一般的に公共インフラ運営事業に関連する個別業法の規制は定められている。

d) 黄金株

黄金株については、2006 年 5 月の会社法の施行により導入が可能となった。しかし、東証は株主平等の原則の観点から、原則として黄金株を発行している会社は上場会社として不適格としている。ただし、「国の政策目的に著しく矛盾することがないよう、国を割当先として拒否権付種類株式を発行するような場合」など一定の条件を満たす場合は許容している²³。現時点では、国際石油開発帝石が、黄金株を発行しながら上場している唯一の企業である。

e) 公営企業

外資規制とはややずれるかもしれないが、公益性確保が重要な分野では、公営企業として事業を実施する方法も考えられる。日本では、水道事業、工業用水道事業、軌道事業、自動車運送事業、鉄道事業、電気事業、ガス事業の 7 つの事業が、地方公営企業法の適用を受ける事業とされており、さらに財務規定等について病院事業、その他、地方公共団体が条例で定める事業について地方公営企業法を適用できる。なお、地方公営企業として実際に行われている自動車運送事業はバス事業、鉄道事業は地下鉄か路面電車である。

地方公営企業法は独占を認めるものではなく、あくまで地方公共団体が経営する企業について規定しているものであり、それぞれの事業分野について、民間事業者も数多く参入している。しかし、地方圏などでは民間事業者の参入が十分でない地域もあり、住民の生活の基盤となる事業を公的主体が実施している。

日本では特に水道事業、下水道事業については、ほとんどが公営となっているのが現状である（水道は 2012 年度で給水人口の 99.5%、下水道は 2013 年度末現在で汚水処理人口の 91.3%。総務省『平成 25 年度 地方公営企業年鑑』より）。水道法では民間事業者の参入も認めており、鉄道事業法と同様に個別業法によって公益性の確保を図る形となっている。具体的には、厚生労働大臣の認可と給水区域の市町村の同意が必要であり²⁴、その他にも給水が中断する事態が

²³ 東証は、いわゆる黄金株に相当する株式を拒否権付種類株式とし、同株式を発行している会社は、原則、上場会社として不適格としている。ただし、『会社の事業目的、拒否権付種類株式の発行目的、割当対象者の属性及び権利内容その他の条件に照らして、株主及び投資者の利益を侵害するおそれが少ないと当取引所が認める場合』には、例外的にその発行が許容されます。この要件に該当する可能性がある場合としては、民営化企業が、その企業行動が国の政策目的に著しく矛盾することがないよう、国を割当先として拒否権付種類株式を発行するような場合が考えられます。（東京証券取引所『2014 新規上場ガイドブック（市場第一部・第二部編）』77 頁）としている。

²⁴ 水道法では、「第六条 水道事業を営もうとする者は、厚生労働大臣の認可を受けなければならない。2 水道事業は、原則として市町村が営むものとし、市町村以外の者は、給水しようとする区域をその区域に含む市町村の同意を得た場合に限り、水道事業を営むことができるものとする。」とされている。

発生しないための、さまざまな規定が設けられている。

また、国レベルでも日本政策金融公庫、国際協力銀行などは、株式の100%を政府が保有することが義務付けられているほか、日本高速道路保有・債務返済機構や鉄道建設・運輸施設整備支援機構などは、独立行政法人という形態で事業を実施している。

4. 外資参入の経緯と影響～経済摩擦を背景とした対外開放圧力とその対応

(1) 東証会員権の開放

東証会員権拡大の経緯と背景

対内証券投資の増加に伴い、外国証券会社からは東証会員権の取得を求める声が強くなっていった。取引所の会員権は1971年の証券取引法改正により外国証券会社であっても取得可能となっていたが、東証の定款（会員資格要件）で事実上不可能となっていた。1982年に東証が定款を変更し、外国証券会社による会員権取得を認めたものの、会員数（上限）を据え置いたため、外国証券会社が参入できない状況は続いた。

一方、ニューヨーク証券取引所は1977年に外国証券会社に会員権を開放し、1981年には野村証券の米国現地法人が、1982年には大和証券の米国現地法人が会員権を取得しており、日本も外国証券会社に東証の会員権を開放しなければ不平等ではないか、という米国系証券会社の声が強まった²⁵。1983年のレーガン大統領訪日の際、日米金融摩擦の改善に向けた話し合いが行われ、1984年に公表された日米・円ドル委員会の報告書には、日本への要求事項として、東証会員権の開放が盛り込まれた。これは当時米財務長官だったリーガン氏（元メリル・リンチ会長）の意向が強かったとも言われている。

1984年に竹下登大蔵大臣から東証に対し、会員数の拡大を検討することを要請、東証は1985年に会員数拡大を決定した。米国系4社、英国系2社、合計6社の外国証券会社に会員権を認めた。1987年に英貿易産業省のハワード次官、米国の関係議員団が相次ぎ来日し一層の開放を求め、1987年に16社、1990年に3社の外国証券会社が新たに会員権を取得した。

1987年に拡大した際、申請した外国証券会社のうち、英国2社には会員権が認められなかった。そのため、竹下登総理大臣が訪英した際、サッチャー首相からこの2社に対しても会員権を認めてほしいとの要請があった²⁶。しかし、当時は場立ちが存在し、会員を増やせばその分のスペースを作らなければならず、空間的な制約から、会員枠を際限なく増やすことは不可能であった。最終的には、システム売買銘柄を増やして場所を確保する方法が採られ、1990年に3回目の会員権開放を実施、英国2社を含む3社の外国証券会社に会員権を認めることとなった。

英国からは、銀行の在日支店に証券業務を認めて欲しいという要求もあった。日本は銀証分離を維持しており、外国銀行の在日支店が証券業務を行うことを認めなかった。東証会員権の取得も、外国証券業者の在日支店にのみ申請を認めていたため、ユニバーサル・バンキングの

²⁵ ただし、ニューヨーク証券取引所の会員権は個人会員権であり、証券会社が立会場で取引を行うためには会員権を10個（10人分）ほど購入する必要があった。これに対し、日本は法人会員権であり、1つ購入すれば場立ちは10人でも15人でも入ることができた。（第101回国会大蔵委員会議事録〈1984年5月9日〉より。URL：<http://kokkai.ndl.go.jp/SENTAKU/syugiin/101/0140/10105090140022a.html>）

²⁶ 第112回国会大蔵委員会議事録より（1988年5月13日）
（URL：<http://kokkai.ndl.go.jp/SENTAKU/syugiin/112/0140/11205130140017a.html>）

形態を採っている欧州系の銀行の在日支店は会員権を取得できなかった。英国政府からは日本政府に対し、外国銀行の在日支店に証券業務を行えるようにしなければ、相互主義の観点から、英国における日系証券会社の銀行免許を認めない可能性が示唆された（当時、日系証券会社の英現地法人が英国の銀行業務免許を申請中であった）。そのため、1985年に外国銀行の出資比率50%以下の在外証券子会社の在日支店であれば、証券業の免許を認めることとし、これにより外国銀行に東証会員権の取得の道が開かれた。

東証は1999年に立会場を廃止し、取引は全て電子化された。これによりスペースの制約はなくなったため、会員定数は撤廃された。また、2001年に会員組織から株式会社に移行したため、会員権は株券と交換され、出資と取引参加資格は切り離され、現在に至っている。

（２）外資系金融機関の証券業務への参入

a) 外証法の成立とその後の参入動向

外国証券会社が日本に参入するには、①駐在員事務所開設、②支店開設、③日本法人の設立もしくは既存の国内証券会社への経営参加、の3つがある。①の駐在員事務所開設では証券業務は行えず、日本の情報収集等に業務範囲は限られるものの、設立は比較的容易であったことから、1970年代までは日本進出の主流の形態であった。

②の支店開設は、外資法・外為法上の制限はなかったものの、証券取引法では外国証券会社の支店開設が想定されておらず、事実上不可能であった。1971年の外証法（外国証券業者に関する法律）施行により、外国証券会社が在日支店を開設できるよう制度整備が行われ、1972年にメリル・リンチ証券が第一号として東京支店を開設した。その後、数社が支店を開設したものの、1980年末時点で4社5支店のみと、参入は限定的であった。当時日本は銀行に証券業務を行うことを認めていなかったため、ユニバーサル・バンキングが基本である欧州系の銀行が日本に進出できない状況にあった。前述のとおり、東証会員権開放の議論の中で英国などから外国銀行の在日支店に証券業務の認可を与えるよう要求があり、1985年に在外証券子会社（出資比率は50%以下）の在日支店に証券業の免許取得を認めた。これにより、支店開設による参入が大きく増加した。その後、1993年の金融制度改革法により、業態別子会社方式による相互参入が可能となり、外国銀行の在外証券子会社に対する出資比率の制限はなくなった。また、外国証券会社は支店ごとに免許を申請する必要があったが、1998年の金融システム改革法により証券業務が免許制から登録制に変更になり、主たる支店のみ登録すればよいことになった（支店ごとの登録は不要）。

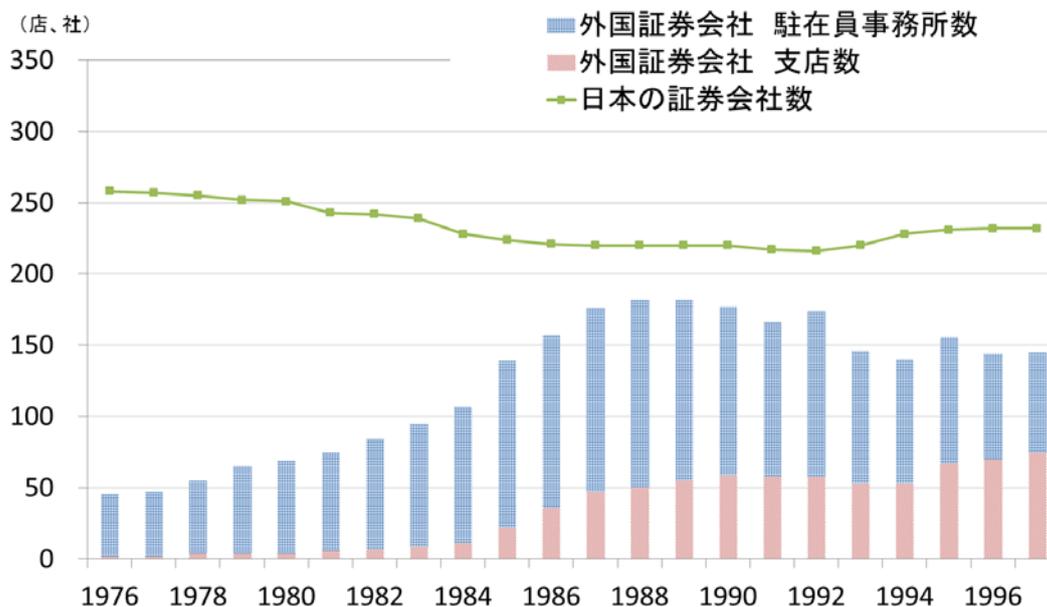
③の日本法人の設立もしくは国内証券会社への経営参加は1970年の外資法改正（第三次資本自由化）により、証券業関係業種（証券投資信託委託業、証券代行業、投資顧問業などを含む）が50%自由化業種に指定され、1973年の第五次資本自由化により100%自由化されたことで、制度上は可能となった。また、1993年に金融制度改革法が施行され、業態別子会社方式による相互参入も認められたが、この形式で参入したのは1998年のメリル・リンチ日本証券が初であ

る。従来、メリル・リンチは在日支店でホールセール業務を行っていたが、1998年に自主廃業した山一証券の社員約2,000人と28の店舗を引き継ぎ、リテール業務にも参入した。しかし、引き継ぐ資産の範囲を調整することに時間を取られ、その間に山一証券の顧客の多くが資産を他の証券会社に移してしまったことや、2001年に本社がある米国で同時多発テロが発生し、グローバル展開の規模を縮小させる方針に切り替わったことなどから、2001年から2002年にかけて店舗・人員の整理を行った。その後、個人富裕層及び中小法人に絞って業務を継続した。2006年に三菱UFJフィナンシャル・グループと合併で設立した三菱UFJメリルリンチPB証券でリテール事業を行うこととしたが、2012年には持ち分を全て三菱UFJフィナンシャル・グループに売却し、リテール事業からは撤退した。

外国証券会社が日本に進出するにあたっては、従来外証法に則り支店形態で参入するケースが多かった。しかし、2006年の会社法改正により、ゴールドマン・サックス証券やドイツ証券、クレディ・スイスなど複数の外資大手が在日支店を現地法人化した²⁷。新規参入においても日本法人の設立による方法が多くなっている。

²⁷ 会社法第821条は、国外の法律に基づいて設立された会社について、日本に本店があるもしくは日本で事業を行うことが主たる目的の会社（疑似外国会社）は、日本において取引を継続して行うことができないとしている。従来、外国証券会社の一般的な日本進出形態は、ケイマン諸島や香港などに現地法人を設立し、その支店が日本で業務を行う形式であったため、この疑似外国会社に該当する可能性が高かった。法務省は本件に対し、既に行われている取引が妨げられるようなことはない、との解釈を示しているが、外国証券会社は法的リスクを考慮し、支店形態ではなく、日本法人設立形態を選択しているものとみられる。

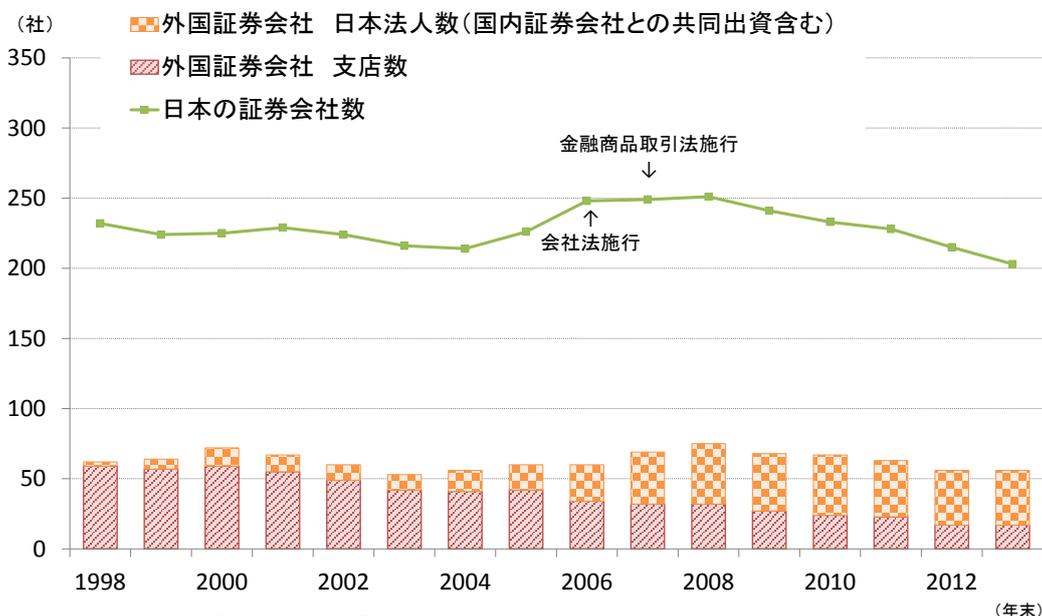
図表 8 証券会社数の推移 (1977 年まで)



(注) 1995年までは12月末時点、1996年は6月末時点、1997年は7月末時点。

(出所) 大蔵省「大蔵省証券局年報」、証券年報編集委員会「証券年報」より大和総研作成

図表 9 証券会社数の推移 (1998 年以降)



(注) 2007年以降は日本証券業協会の会員のみ集計。

(出所) 金融庁「金融庁の一年」、日本証券業協会「証券業報」より大和総研作成

b) 外資のアセットマネジメント業務への進出

戦後、日本では証券会社が投資信託業務を兼業していたが、受益者の利益を鑑み、分離すべきではないかという議論が高まり、1959年から1961年にかけて、証券会社はそれぞれ委託会社を分離・独立させた。しかし、その後証券会社の子会社である委託会社以外に参入が起きず、証券投資信託協会の会員委託会社が全て国内証券の子会社という状態が続いた。日本の投資信託

市場に対しては、外資系だけでなく、国内の銀行や生・損保からも参入への関心が高まったことから、大蔵省は1988年に「投資信託に関する研究会」を発足させ、1989年に「今後の投資信託の在り方について～投資者の立場に立った改善の方向～」と題した報告書をまとめた。その中には、内外を問わず、投資信託委託業務を行う適格性を備えたものが参入すべきであるということが盛り込まれ、これを受けて大蔵省は「投資信託業務の免許基準の運用について」を公表した。これにより、1990年に初の外資系委託会社として、ウォーバーグ投信、ジャーディン・フレンジング投信、インベスコ・エムアイエム投信（1990年時点では「エムアイエム投信」）の3社が免許を取得した。

1992年に再度免許基準の見直しを行い、事実上の外資の参入障壁として残っていた免許の取得条件の緩和（国内における証券投資信託の販売実績などの要件を削除）を行うとともに、銀行や生・損保についても、系列会社を通じて委託業務に参入できるようにした。また、委託会社は販売を行うことが認められていなかったことも外資系運用会社の参入障壁となっていたが、1993年に投資信託委託会社が直接販売することを認めた。また、1998年に銀行等登録金融機関による投資信託の窓口販売が可能になり、2005年には一部の郵便局も販売が可能になったことから、外資系の委託会社の販売網も広がった。

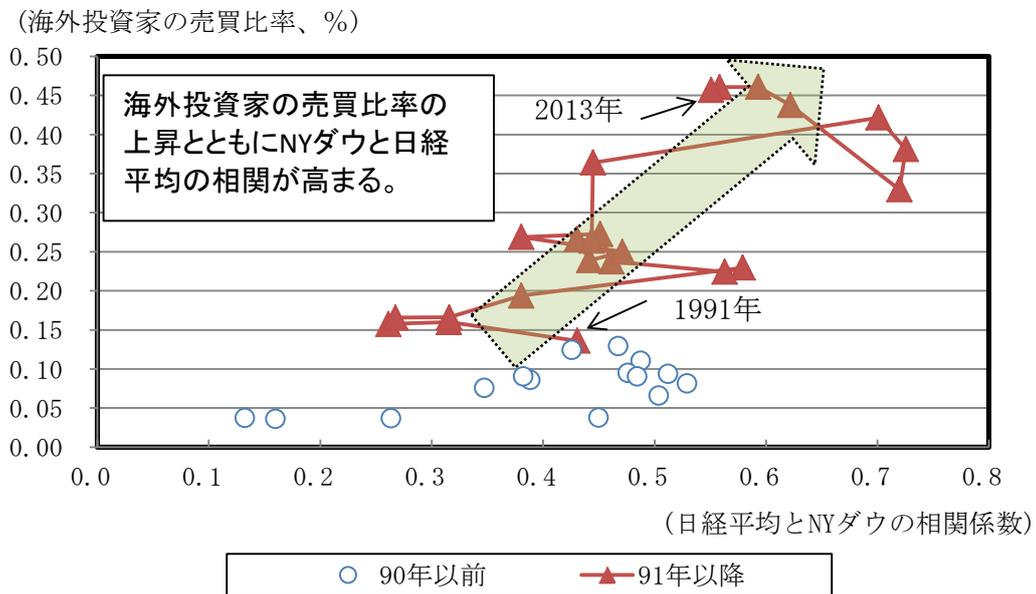
c) 証券市場における外資参入について

証券市場における外資参入のメリットを考えたとき、市場や仲介者においては効率的な価格形成や多様な投資家の参入が、投資家にとっては新たな取引手法導入などによる収益機会の多様化が、また、発行会社にとっては海外での資金調達を円滑化させることなどが指摘できる。

反面、デメリットとして、海外への所得流出、国内企業に比べて相対的に早いサイクルでのリストラや撤退による雇用の不安定化、などが挙げられよう。過度の収益性追求を行うような業者の参入は、市場全体を不安定化させる可能性も考えられる。

なお、外資の参入が進んだ場合、内外市場の連動性が高まり、グローバルな金融危機の波及リスクが高まる可能性にも留意が必要である。そうした連動性の高まりは、投資家から見れば裁定機会の減少につながり、市場の魅力低下をもたらす可能性もある。

図表 10 海外投資家の売買比率と日米株式市場の相関



(出所) 日本経済新聞社、Haver Analyticsより大和総研作成

5. 監督行政の変遷²⁸

(1) 監督体制の改革・変化

a) 1947～1952年：証券取引委員会

戦後の日本において、証券行政を当初全般的に担ったのは、1947年7月の証券取引法により発足した証券取引委員会（証取委）である。証取委は、委員長・徳田昂平（前日本証券取引所総裁）、委員・島居庄蔵（元日銀理事）、藤田国之助（元商工省取引課長）の三委員を構成員とする行政委員会で、大蔵省の外局として創設された。

設立当初は、米国の証券取引法における執行機関であるSECのような権限を持たせず、法律施行の方針および重要事項についての審議・調査を主とする行政機関にとどめ、別に大蔵省に証券局を設置することとされていた。しかし、1948年4月に証券取引法が全面改正された際に、証取委の権限を強化して大蔵大臣の所管に属する独立的な行政官庁とし、規則制定権が付与された。

証取委は、SECと比較して極めて小規模ではあったものの、会員組織の証券取引所の設立、証券市場の再開、信用取引制度の実施、証券業者の監督指導、企業内容開示制度の育成・向上などの功績を残した。一方で、証取委が有する独立性の高さが反って他の行政機関との円滑な連絡・協調に支障をきたしたことから、他の多くの行政委員会（公正取引委員会や人事院等を除く）とともに、行政委員会制度の見直しにおいて整理の対象となり、1952年8月に廃止となった²⁹。

b) 1952～1998年：大蔵省

証券行政の所管は、証取委の廃止に伴い、大蔵省（現在の財務省）理財局に移され（1952年8月）、その後、証券局の新設に伴い、同局へと移管された（1964年6月）。また、大蔵省の付属機関として証券取引審議会が設置されたが、その機能は大臣の諮問に応じた証券発行・売買その他取引に関する重要事項の審議・調査にとどめられた。

大蔵省による証券行政は、1950年代後半に、実体経済の好況を背景として証券市場が活況であった時期においては、登録制の下、証券会社の営業活動を原則的に業界の自主性に任せる方針をとっていた³⁰。このような中、「証券市場の拡大と急速な大衆化に伴い、証券会社と顧客と

²⁸ 本章の執筆にあたり、以下の文献を特に参考にした：有沢広巳監修「日本証券史2」日本経済新聞社（1995年5月）、唐木明子「金融規制とコンプライアンス」国際商事法研究所『国際商事法務Vol.30』（2002年）、西村吉正「金融システム改革50年の軌跡」社団法人金融財政事情研究会（2011年3月）、松尾直彦「金融規制法の法源と執行のあり方（3）」金融財政事情研究会『金融法務事情No.1847』（2008年10月）。

²⁹ 有沢広巳監修「日本証券史2」日本経済新聞社（1995年5月）P.93参照。

³⁰ 有沢広巳監修「日本証券史2」日本経済新聞社（1995年5月）P.137等参照。

の間に種々のトラブルが発生していた」³¹ことから、大蔵省は、証券会社に対し投資勧誘の是正指導や登録取消・営業停止等の処分を行った。その結果、登録制の施行から1964年度末までに登録された証券業者累計1569件に対して、支払不能や法令違反による登録取消は338件、廃業は718件に上った³²。しかし、一定の要件を満たせば原則として自由に証券会社を設立できる登録制の下では、顧客（投資家）の保護は十分ではなかった。

好景気を背景に活況を呈した証券業界は、1961年6月の金融引き締め後の市況の悪化を受け、整理過程へと入っていった。証券会社は、店舗の拡充や従業員の増加など、営業規模を拡大させてきたが、市況の悪化により、財務状況が急速に悪化することとなった。そして、1963年に始まった証券不況および1964年5月の旧山一証券の取り付けに端を発した証券恐慌を受けて、証券業は登録制から免許制へと移行した（1967年4月）。これは、投資家保護を図るうえで、証券会社間の過当競争の防止および証券業への専念義務により、証券会社経営の安定を図ることを目的としたものである。この結果、証券業界の再編整理が実現し³³、市場の体質改善の契機となった。また、免許制への移行とともに、証券行政は、それまでの事後的な取り締まり行政から事前予防的行政へと転換した。

免許制への転換以降、バブル崩壊後の1990年代に金融行政の抜本的な見直しが行われるまで、大蔵省は既存業者の保護を優先し競争を制限する、いわゆる護送船団方式の保護行政を展開した。この保護行政は、業態間および各業態内の競争を制限し、金融機関の破綻を防ぐことを目的とするものであった。具体的には、業態間では、証券会社の専業義務や銀行の証券業経営の禁止（一部の例外を除く）などの参入規制により証券業・銀行業間に厳格な分離が定められた³⁴。また、業態内の競争も厳しく制限され、証券業の固定手数料制または銀行業の固定金利制において、競争力の低い小規模業者が落伍しないような水準に設定されていたものと思われる。³⁵

このように業態間・業態内の競争を制限した背景には、産業界への安定的かつ十分な資金供給のため、金融機関の育成・保護による金融システムの安定性の確保に重点が置かれていたことがあった³⁶。

大蔵省による行政運営は、証券会社の不正行為や経営問題が発生する前に指導するという監督手法をとり、明文化された法令よりも局長判断で発出可能な通達を多用した行政指導を中心とする行政を展開した。一方、証券会社は、特に各社の大蔵省担当者（いわゆる「MOF (Ministry

³¹ 有沢広巳監修「日本証券史2」日本経済新聞社（1995年5月）P.137より引用。

³² 有沢広巳監修「日本証券史2」日本経済新聞社（1995年5月）P.205参照。

³³ 厳しい審査基準の下、免許制への切り替えに際し、免許日まで3年程度の猶予期間が与えられたが、1964年10月に存在した証券業者559社のうち、免許切り替え直前日までに279社が消滅し（登録取消27社、廃業108社、合併24社、営業譲渡120社）、1967年9月に免許申請した302社のうち、24社が申請取下げ・3社が免許拒否となった結果、1968年4月1日時点で275社が免許会社となった。（有沢広巳監修「日本証券史2」日本経済新聞社（1995年5月）P.208参照）

³⁴ 1981年に銀行による公共債業務が解禁された。

³⁵ 唐木明子「金融規制とコンプライアンス [2]」国際商事法研究所『国際商事法務 Vol.30, No.2』（2002年）P.159-160参照。

³⁶ 唐木明子「金融規制とコンプライアンス [2]」国際商事法研究所『国際商事法務 Vol.30, No.2』（2002年）P.159参照。

of Finance) 担]) を通じた当局との折衝を緊密に行うことで、当局の意向をつぶさに把握し、また経営問題等を事前に相談するなど、当局との意思疎通を図る機会を作っていた。

このような予防的な行政手法は、裁量的かつ不透明な性格を有していたほか、予防行政ではルール違反の監視がおろそかになる等、不公正取引に対する監視が不十分となった。また、保護行政の下では、証券会社が全般的に当局依存となり自己責任原則が欠落することで、自発的な問題解決の姿勢が失われ、受身の経営となりがちであったといえる。これらの問題は、1991年に発覚した証券不祥事により象徴的に露呈することとなり、これを契機に証券行政のあり方が見直されることとなる。

証券不祥事は、1991年6月の報道をきっかけに、証券会社による特定大口顧客に対する損失補填が証券業界に広く蔓延していることが次第に明らかとなったほか、一部証券会社が暴力団との関係を持っていたことが発覚し、世間からの批判が高まった。このような中、再発防止策が議論され、緊急対策として法改正により損失補填および売買一任勘定取引が禁止されたことに加え、より根本的な原因への対処として、検査・監視機構のあり方が見直された。その内容は、透明で公正な証券市場の監督体制を確立するためには、米国 SEC のような独立的で強力な権限を持つ証券取引委員会の設置が必要との議論である。しかし、大蔵省による強い反対もあり、この時は大蔵省の下に証券取引等監視委員会（監視委）を設置するという大蔵省内部の組織改革にとどまった。とはいえ、監視委は、大蔵省から半ば独立した立場と検査権限が与えられており、市場の検査体制を整えたという点で有意義であったと言える。

1990年代初頭においては、上述の議論に加え、大蔵省に一元化されていた財政・金融行政のあり方についても、見直し議論が高まった。大蔵省は、金融の自由化や資本の国際化が進む中で、予算編成をはじめとする財政を担いつつ、金融・証券行政も一手に担当してきた。そうした状況に対して、金融資本市場の拡大やニーズの多様化といった時代の変化に十分対応できていないという議論が強まったほか、裁量的で不透明な行政運営に対する批判が高まったことを受けて、後に財政・金融行政の分離という機構改革が完了し、金融・証券行政の抜本的な変化につながっていった。

c) 1998年～現在：金融庁（旧金融監督庁）

（※2000年までは大蔵省が金融制度の調査・企画立案を所掌）

①金融監督庁の設立

財政・金融行政の分離を巡る議論（財金分離論）は、上述の通り、1991年の証券不祥事を機に台頭した際には、大蔵省内部の機構改革に至るにとどまった。しかし、その後、1995年に住宅金融専門会社（住専）に対して公的資金が投入された際には、大蔵省の行政運営に対する批判が高まり、財金分離論が再び顕在化した。そして、政府・与党での検討を経て、1996年12月には政府が金融行政機構の改革法律案を国会に提出した。この法律案は、民間金融機関等に対する検査・監督機能を新設する金融監督庁に移管し、企画・立案機能を大蔵省に残す、という

ような内容のものであった。結果的には、1997年6月に金融監督庁設置法が成立し、1998年6月の施行を受けて、金融監督庁が発足となった。これにより、大蔵省から検査・監督業務が分離され、金融監督庁に移管された。

②金融庁への改組

それまでの金融行政機構の再編は、制度改革という観点では、大蔵省改革の一環に過ぎなかったともいえるが、統治機構としての全般的な行政改革や中央省庁の再編に関する議論の高まりの中で、金融行政機構のさらなる見直しが実施されることになる。1998年6月には、中央省庁等改革基本法が成立し、それまで1府22省庁だった中央省庁が1府12省庁に再編されることになった。中央省庁再編は2001年1月に実施されたが、その半年前の2000年7月に金融監督庁が金融庁に改組されるとともに、金融監督庁設置後も大蔵省が所管していた金融に関する企画・立案機能も金融庁に移管された。また、2001年1月には、金融機関の破綻処理・危機管理を1998年12月以来担当してきた金融再生委員会が廃止となり、その機能についても金融庁に移管されている³⁷。

一方、大蔵省については、財務省に改組されるとともに、所掌事務も予算・決算や税制等に限定された。ただし、金融機関の破綻処理制度や金融危機管理に関する事項については、金融庁との共管というかたちで、財務省に存置されることとなった。

以上のような経緯を経て、現在の監督体制が確立した³⁸。

③事後監視的行政への転換

金融・証券行政は、上述のように金融行政機構が変革する中で、バブル崩壊前の対話中心の事前予防型から、崩壊後には監視・検査中心の事後監視型へと転換していく。これは、金融行政における重点が、金融機関の保護（金融システムの安定性確保）から、市場（投資家）の保護（透明性・公正性の確保）へと移行していった背景がある。

1990年代以降、バブル崩壊による経済不況の影響を受けて、金融機関の不良債権問題が深刻化する中、海外からの市場開放圧力の高まり等により、金融市場の自由化が進められていった。証券業界においては、1994年4月より、株券委託手数料の自由化が大口取引から段階的に開始され、1999年10月には完全自由化となった。さらに、同時期には、業態間の競争を制限してきた業際規制の緩和も行われた。主だったところでは、1993年には金融制度改革法が施行され、業態別子会社方式による銀行と証券の相互参入が可能となり、1997年には持ち株会社傘下の子会社による相互参入が可能となった。当初、銀行の証券子会社による株式商品の取扱いが認められないなど、業態別子会社の業務に制限が設けられていたものの、1999年にはそうした業務

³⁷ 西村吉正「金融システム改革50年の軌跡」社団法人金融財政事情研究会（2011年3月）P.467-468等参照。

³⁸ 厳密には、2004年4月、金融庁の下に公認会計士・監査審査会が設置され、現在の金融行政機構が整った。

範囲の制限も撤廃された。また、この間の1998年には、証券会社の専門義務が廃止となり、免許制から登録制へと移行している。このように、経済不況の影響と金融の自由化および競争原理の導入により、いわゆる護送船団方式の金融行政は成り立たなくなった³⁹。

このような中、金融・証券行政の監督手法が行政指導中心から検査中心へと変化していった。これは、大蔵省による裁量的で不透明な行政運営のあり方を改め、透明かつ公正なルール・ベースの金融行政への転換を目指すこととなったのである。事前予防的行政の中心にあった行政指導については、1998年6月に、大蔵省から金融関係通達等の廃止が発表された。これにより通達等の大幅な廃止や省令・告示化が行われるとともに、行政部内の職員向け手引書である「事務ガイドライン」が策定・公表され、この後、行政指導は行われなくなっていった。また、検査体制については、金融機関の破綻や不良債権問題の深刻化を受けて、財務状況等の実態把握に向けた行政の体制強化が求められるようになったことで、厳格な検査の実施およびモニタリングの充実に向けた取組みが進められていった。このようにして、金融・証券行政は、事後的監視型行政へと転換していったのである。

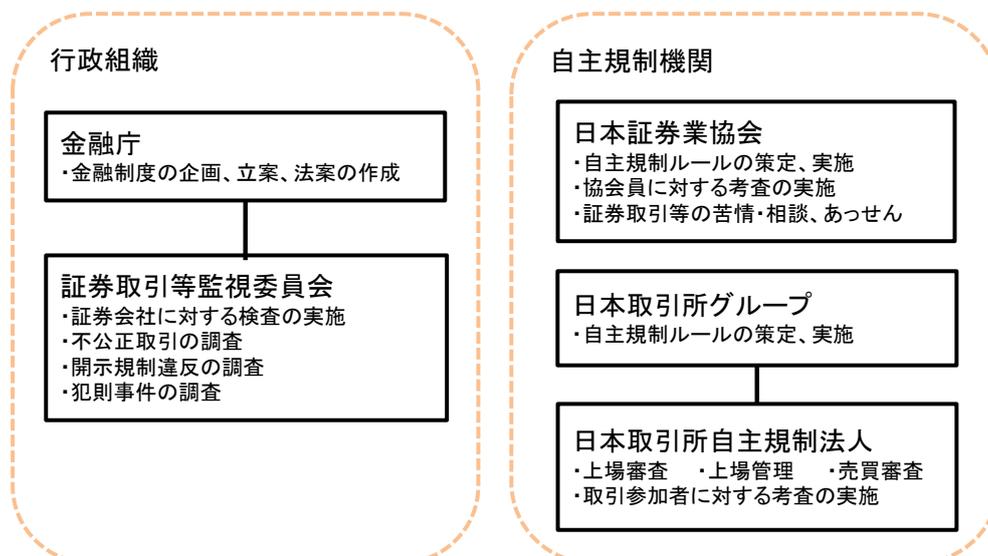
³⁹ 唐木明子「金融規制とコンプライアンス [4]」国際商事法研究所『国際商事法務 Vol. 30, No. 4』（2002年）P. 472-473 等参照。

図表 11 日本の金融監督体制の主な変遷



(出所) 金融庁資料より大和総研作成

図表 12 現在の日本の証券市場における規制・監督体制



(出所) 大和総研作成

(2) 外資系金融機関に対する監督姿勢の変化

1990年代以降に監督手法が事前予防型から事後監視型に移行していく中で、外資系金融機関に対する監督姿勢も変化していった。

1990年代までの大蔵省による監督は、裁量的な行政指導を中心とするもので、検査体制は名目的なものとなっていたと言える。特に、外資系は、MOF担を持たず、当局との意思疎通を図るようなコミュニケーションの機会をほとんど持たなかったと思われ、大蔵省による行政指導を一方的に受けていたと考えられる。また、外資系による法令・規則や通達の違反が厳しく監督されることもなく、当時150社程度あった外資系の多くが一度も検査を受けたことがないとされるほど⁴⁰、半ば放任された状態にあったと言える。

このように、当局の監督姿勢には、国内系と外資系との間で違いがあったと思われる。この背景には、金融行政の重点が国内金融機関の保護に置かれていた時期において、国内市場における外資系の存在が小さかったことや、潜在的には外資系の参入を促す意識が存在した可能性も考えられる。しかし、結果的に外資系に対する監督・検査が緩慢となったことが考えられ、それにより外資系にとってコンプライアンス体制を整える動機付けが弱まった可能性があったと推察される。

バブル崩壊の影響が大きくなった1990年代後半以降は、一転して、外資系に対して厳しい検査や行政処分が相次ぐことになる。例えば、1999年には損失先送り商品を巡りクレディ・スイス・ファースト・ボストン（CSFB）グループに対して銀行免許取消を含む処分、2002年には空売り規制違反により外資系証券10社程度に業務停止等の処分、2004年にはシティバンクに対する営業認可取消を含む処分が科された。

CSFBグループに対する行政処分は、1999年1月の金融監督庁による立入検査の結果を踏まえて、1999年7月に発表された。その内容は、クレディ・スイス・ファイナンシャル・プロダクツ銀行（CSFP）東京支店に対する銀行免許取消、クレディ・スイス信託銀行に対する一定の新規業務の停止および法令遵守体制の強化等を内容とする業務改善命令、その他のグループ会社に対する一定期間の業務停止や業務改善命令等の処分であった。金融庁は、CSFPに対する処分理由として、「組織的に検査妨害、忌避罪に該当すると思料される行為」や、「顧客の財務内容の適切な開示の観点から著しく不適切な商品を大量に反復継続して組成・提供」するなどの「公益を害する行為」、その他の法令に抵触する行為があったからとしている。また、金融庁は、クレディ・スイス信託銀行に対しても、「公益を害する行為」や「検査妨害、忌避罪に該当すると思料される行為」等を認めたほか、その他グループ会社に対して、他の法令違反または内部管理体制・法令等遵守体制が不十分であると認めた。なお、CSFBに対する行政処分が発表された後、複数のその他の外資系が損失先送り商品により、一部業務停止等の処分が下されている。CSFBに対する処分は、他の外資系金融機関に比較すると、より厳しいものとなったが、「損失先

⁴⁰ 唐木明子「金融規制とコンプライアンス [3]」国際商事法研究所『国際商事法務 Vol. 30, No. 3』（2002年）P. 321 参照。

送り商品の存在に検査妨害、忌避があいまってと見るほうがしっくりとくる」⁴¹と指摘される。

外資系証券会社の空売り規制違反に対する処分は、2001年末から2002年にかけて相次いだ。2001年12月には、ゴールドマン・サックス証券会社東京支店が摘発され、10日間の一部業務停止等の処分が科された。金融庁は、このような事例が見られたことを契機に、空売りに対する総合的な取組みを図るため、日本証券業協会を通じた空売り規制の遵守状況に関する社内点検、証券取引等監視委員会による検査・報告聴取のほか、人員確保・民間専門家の採用を含む証券取引等監視委員会の監視機能強化を行った。このような取組みの結果、2002年2月に発表されたモルガン・スタンレー証券会社東京支店に対する5週間の一部業務停止の処分等をはじめ、同年3月までに証券会社10社に対して行政処分が科されたが、このうち9社が外資系証券会社であった。外資系に処分が集中する結果となったが、外資系からは、処分結果のみならず調査過程についても開示してほしいとの不満の声も上がったとされる⁴²。

2004年9月のシティバンクの事例については、在日支店（丸の内支店、名古屋出張所、大阪出張所、福岡出張所）に対して、プライベート・バンク（PB）部門の業務停止および一年後の認可取消（一年以内の廃止）、個人金融部門の外貨預金の新規取扱い1ヵ月間停止、コンプライアンス徹底等の内部管理体制の確立等の行政処分が下された。認可取消を含む厳しい処分が下された理由として、金融庁は、「法令遵守（コンプライアンス）態勢及び経営管理（ガバナンス）態勢などに根本的な問題が認められた」ためとした。具体的には、「公益を害する行為」として有価証券の相場操縦等の罪で起訴された被告人への多額の融資および同被告人による自治体の公的資金を引き出すための「見せ金融」等、法令違反としてマネー・ロンダリングと疑われる取引の放置や金融商品のリスクの説明義務違反等の他、海外支店との顧客情報の不適切な交換、意図的な決算調整に利用されるおそれのある不適切な取引の組成・実行など、多数の問題が指摘された。さらに、前回（2001年8月）に指摘された業務改善命令が実施されず、問題の根本的解決が図られていなかった。処分内容は、このような多数の法令違反・不正行為を踏まえたものではあったものの、これらの処分は外交問題にもなりうるものとされた。にもかかわらず厳罰に処したのは、『投資家を無視した規制緩和はない』というメッセージを金融庁が伝えたかった⁴³からともされる。

これらの行政処分の事例に見られるように、特に2000年代前半は、業務停止命令以上の処分が外資系金融機関に相次いだ一方、国内金融機関に対して科される事例は少なく、『内外差別ではないか』との声が聞こえた⁴⁴と言われる。しかし、その後、主要な国内金融機関に対する処分の事例が増加したことなどを受けて、「外資系金融機関等にも金融庁が『内外無差別』であ

⁴¹ 唐木明子「金融規制とコンプライアンス [7]」国際商事法研究所『国際商事法務 Vol. 30, No. 7』（2002年）P. 950より引用。

⁴² 日経金融新聞「検証空売り規制（下）外国勢、法令順守急ぐ」日本経済新聞社（2002年4月10日付）参照。

⁴³ 日経金融新聞「富裕層金融、シティ、規制緩和悪用——金融庁、行政処分（アングル）」日本経済新聞社（2004年9月21日付）より引用。

⁴⁴ 松尾直彦「金融規制法の法源と執行のあり方（3）」金融財政事情研究会『金融法務事情 No. 1847』（2008年10月）P. 46より引用。

ることが明らかになったためか、やがて聞こえなくなり、現在に至っているように思われる。」⁴⁵とされる。また、2007年3月に、行政処分の基準を示した「金融上の行政処分について」が金融庁より公表されたことで、金融行政の透明性が認識されることになったと言える。

外資系による法令違反等の問題の発覚が相次いだことにより、市場の信頼性が損なわれた点は否めないが、当局の「内外無差別」の監督姿勢が示された点や、問題の顕在化により行政の公正性・透明性の向上につながったと言えるだろう。外資系に対する行政処分は、特にその内容が重くなるほど、外交問題に発展する可能性も考えられるが、内外の差別なく、透明かつ公正な内容であれば、正当性が認められることでそのような問題も回避できると期待される。その意味では、事前にルールを明確にし、遵守状況を厳しく監督・検査する取組みが重要であろう。ただし、ルールの過度な厳格化や形式化は、金融機関側の対応を画一的・受動的なものにするリスクがあることを考えなくてはならない。むしろ、事前的な金融機関との双方向のコミュニケーションを通じて、金融機関の自発性や創意工夫を促すことが望ましいと言える。また、行政にかかるコストと、そこから得られる効果を、適時適切に検証する必要もあろう。

⁴⁵ 松尾直彦「金融規制法の法源と執行のあり方(3)」金融財政事情研究会『金融法務事情 No. 1847』(2008年10月) P. 46より引用。

6. 市場の整備と影響

(1) 債券発行市場の整備・開放（円建外債・ユーロ円債）

資本市場の対外開放において、債券発行市場の整備・開放は重要なトピックであった。とくに、国際的な資金の流れが起こる債券発行市場として、円建外債およびユーロ円債市場に焦点を当てて、日本の経緯を振り返る。

a) 市場の創設と規制緩和の流れ

①1970年 円建公募外債市場の創設

円建外債は1970年12月のアジア開発銀行債発行が第一号である。しかし、当時の日本の資本市場は未成熟で、消化の8割を銀行に依存していたため実質的に私募に近い起債であった。その後1971年に発行された第一回世界銀行債は、銀行購入を3分の1程度に抑え、発行条件も市場実勢によるものであり公募債の名に値するものとなった。

その後も円建外債の発行が続いたため、1972年4月に「外国債等の募集又は売出しの届出等に関する省令」が制定され、円建外債の発行基準の作成が要請されることとなった。1972年5月には政府により「資本輸出を促進するため、居住者による外国上場証券取得の自由化等を行うとともに、公社債市場の整備などを通じて、国際機関、外国政府など、国際的に評価の確立している優良銘柄について円建債の円滑な発行に努めること」との旨が示された。これを受けて国内の引受業者は以下の発行基準を作成した。すなわち、発行体としては日本が加盟、または日本と密接な関係を有する国際機関、または国際資本市場で十分な起債実績を有し、評価の確立している外国政府、政府機関、地方政府、外国民間企業とした。このうち、欧米の国際資本市場で過去5年間に3回以上、または過去20年間に5回以上公募債の起債実績を有することが銘柄選定の基準とされた。発行条件の決定方式については、各銘柄ごとに引受業者と発行者間で、市場実勢や海外における格付、評価等を勘案して決定するものとし、1973年4月に世銀債が取引所に上場された後は、上場債については、その流通利回りが一つの基準とされた。

②1972年 円建私募外債市場の創設

特定少数の機関投資家を対象として発行される円建私募外債は1972年11月より発行が開始された。円建外債は公募債を基本とし、私募債は補完的なものとするとの考え方に基づき、発行銘柄は①信用度、知名度から公募による起債が困難であるもの、②公募債による発行が制度上不可能な地方自治体や政府機関など、原則として公募によるものが困難なものとされた。また私募債については、証券取引法上のディスクロージャーが不要とされたため、行政指導により購入者は債券投資の知識と経験を有する機関投資家に限定し、債券購入後2年間転売を行わない等の制限を設けた。

③1977年 非居住者ユーロ円債市場の創設と円建公募外債市場拡大に伴う規制緩和

・非居住者ユーロ円債市場の創設

日本経済の国際化に伴い海外における円使用の要望が強まってきたことから1977年に初めてユーロ円債の非居住者による発行が認められた（居住者による発行解禁は1984年以降）。外為法上は、許可を得ればユーロ円債の発行が可能であったが、具体的な手続き規定が整備されていなかったため発行が行われていなかった。1977年3月に「貿易外取引に関する省令」の一部が改正され、非居住者ユーロ円債の発行が可能となった。

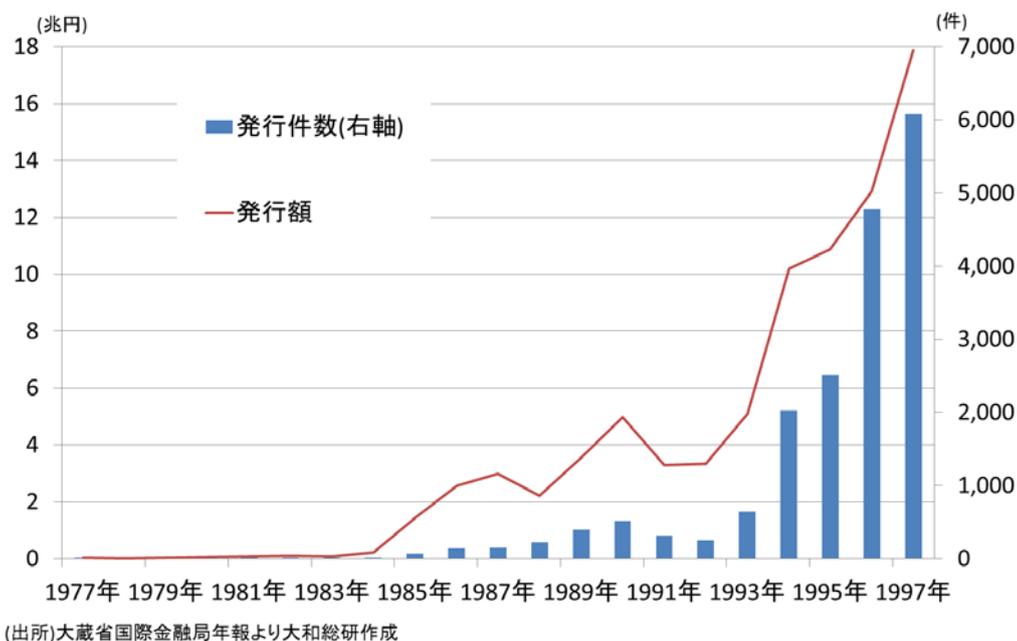
発行体については、東京市場にて円建債の起債実績を有する国際金融機関に限るとし、なおかつ発行ペースは年1～2本とした。主幹事業務の担当については大蔵省より「ユーロ円債を発行するに当たっては、リード・マネージャーを本邦の証券会社（東京リード・マネージャー主義）とすること、及び財務代理人を本邦の銀行とすることがコンセンサスとなっている。」との認識が示されている。この他、ユーロ円債の日本への持ち込みを制限する還流制限期間180日が設けられた。

当時の大蔵省によるユーロ円債に対する考えは大蔵省国際金融局年報に記されているが、ユーロ円債は「東京市場で発行される円建外債と異なり国際収支上の資本流出がなく、資金移動の面から中立であり、なおかつ円の国際化にも役立つ」一方で「ユーロ円債の発行が多くなってきた場合には、為替市場に悪影響を及ぼす」とし、ユーロ円債の発行に対しては慎重な姿勢を示していた。このため非居住者による円建債の発行は東京市場を中心とするべきとし、ユーロ円債は補完役として限定していた。

1977年5月には欧州投資銀行によりユーロ円債の第一号が発行された。発行額は100億円、表面利率は7.25%、期間7年であり、初のユーロ円債であったことから発行額を大幅に上回る応募があった。

なお、1979年3月には外国政府による発行希望を受けて、発行者の制限を一定の要件（日本国内にて最低3回以上の円建公募債の起債実績があること、米国及び欧州において評価が高いこと、国際的・経済的に日本と関係が深いこと）を満たす外国政府等にまで拡大し、発行ペースを年間4～5本にすることになった。

図表 13 非居住者ユーロ円債発行額・発行件数



・ 円建公募外債市場拡大に対応した規制緩和

1970年代後半には、国内金利の低下、大幅な貿易収支黒字を背景とした日本からの資本流出への期待の高まり等を受けて円建外債市場は急拡大した。これに対応する形で市場運営の弾力化や税制改正、証券取引法施行令改正が行われた。市場運営については、それまでの銘柄ごとに発行に関する種々の問題を処理する方式から、引受幹事証券会社間で発行予定銘柄、発行予定時期などについての情報交換、意見交換が行われることとなった。また発行銘柄の基準も緩和され、必要な発行実績を「過去5年に3本の起債実績」から「過去5年に2本の起債実績」とし、うち1本は私募債でも可とした。一方、税制面では少額貯蓄制度の適用対象の拡大が行われた。すなわち、円建外債で対象となるのは外国の国債及び地方債に限られていたが、外国法人発行の円建外債（外国の政府保証のあるもの）にまで広げられ、さらに1978年の税制改正では外国の政府保証のない外国法人発行の円建外債にまで対象が広げられた。また、証券取引法施行令については、従来、継続開示義務に伴う有価証券報告書の提出期限の延長及び半期報告書と臨時報告書の提出義務の免除などの特例が認められていたが、この特例が認められる発行体の基準が緩和されている。

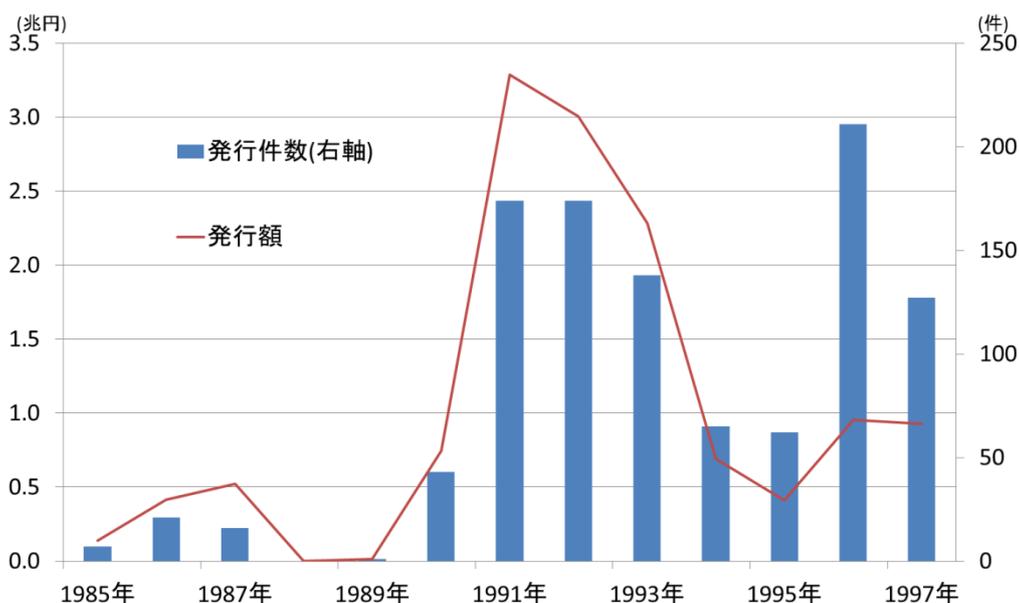
その後も、段階的な規制緩和が行われ、1981年には新たな条件設定方式の採用（プリセール方式→インディケーション方式）、機関投資家への円建外債保有制限の緩和が行われ、1983年には四半期発行プログラム（四半期ごと発行希望を募る方式）の導入や、四半期間に発行する銘柄数の制限撤廃等が行われた。

④1984年4月 居住者ユーロ円債市場の創設

居住者ユーロ円債は、1980年にオイル・マネーを取り入れる目的で、中東市場での私募債に限り認められた。1980年から1982年にかけて5件、500億円が発行されたが、その後は産油国の資金の縮小もあり発行が途絶えた。

一方、円の国際化を促進する一環として、1983年11月、竹下＝リーガン共同新聞発表を受けて、適債基準が設定され、1984年4月以降にこの基準を基に180日間の還流制限付きで起債できるようになった。しかし、居住者ユーロ円債については、租税特別措置法の適用外とされ、保有者が非居住者である場合に利子所得に対する日本の源泉徴収税が課せられていたことなどから、1984年においては発行が行われなかった。日米・円ドル委員会報告書の内容を受けて円の国際化推進の一環として税制改正が行われ、1985年4月以降、非居住者の受け取る居住者ユーロ円債（期間5年以上）の利子・発行差金を非課税とする措置が取られたことから、居住者ユーロ円債の発行が再開された。

図表 14 居住者ユーロ円債発行額・発行件数



(出所)大蔵省国際金融局年報より大和総研作成

⑤1984年5月 日米円ドル委員会を契機とした急速な規制緩和の開始

1980年代初めより米国の対外収支が赤字化する一方でドル高・円安基調を問題視する声が上がった。円安基調の原因として日本の金融・資本市場の閉鎖性が指摘されるようになった。こうした背景から1983年11月のレーガン大統領訪日を契機として設置された日米・円ドル委員会により、1984年5月に円の国際化及び金融・資本市場の自由化に向けた施策が公表された。当該報告書にてユーロ円債市場の大幅な規制緩和、金融資本市場の自由化の一環としての円建外債の発行・運営ルールの弾力化が決定された。

・ユーロ円債における規制緩和

ユーロ円債に対する大蔵省の慎重な姿勢は1984年の日米・円ドル委員会報告書を契機として一転し、以降、急速に規制緩和を推し進めることとなった。

報告書では以下が掲げられた。①1984年12月以降、非居住者ユーロ円債発行者の範囲を地方政府、外国政府機関及び外国民間企業などに拡大するとともに、格付けによる適債基準を従来のAAA格からA格に緩和する（外国民間企業については、このほか円建外債適債基準を満たすことを要する）ほか、発行件数および発行額の規制を廃止する。②1985年4月以降、非居住者ユーロ円債における外国民間企業の適債基準をさらに緩和する。③ユーロ円債の主幹事について、これまでの経験及び我が国の法制を踏まえ、1984年12月以降外国業者も認めることとする。

1984年12月の規制緩和以降、外国民間企業を中心に非居住者ユーロ円債の発行が急増し、1984年4月～1985年3月における発行額2,270億円に対し、1985年4月～1986年3月の発行額は1兆4,457億円となった。

その後も、非居住者ユーロ円債における適債基準や還流制限等の規制は日米・円ドル委員会報告書及び1985年3月の外国為替等審議会答申に示された方針に沿って段階的に緩和された。1985年には商品形態の拡充、1989年に期間制限の撤廃、適債基準の緩和、MTNプログラムに基づく債券発行の許可手続きの弾力化が行われた。さらに1993年に適債基準の完全撤廃、1998年にはユーロ円債発行に当たる許可制度廃止及び事後報告による発行の認可が行われた。

一方、居住者ユーロ円債に関しても日米・円ドル委員会報告書の内容を受けて1985年に税制改正が行われ、1985年4月以降、非居住者の受け取る居住者ユーロ円債（期間5年以上）の利子・発行差金を非課税とする措置等がとられた。その後も段階的に規制が緩和され、1996年1月には居住者ユーロ円債の適債基準の撤廃、1998年4月には還流制限が撤廃された。

・公募の円建外債における規制緩和

日米・円ドル委員会報告書の内容を受けて円建外債においても規制緩和が行われた。具体的には①適債基準の緩和：公共債の発行基準の格付をAAA以上からAA以上に変更、②1銘柄当たりの発行額拡大：世銀等日本が加盟する国際機関は300億円以内、AAA取得銘柄は200億円以内にまで拡大、③インターバルの廃止：従来は同一発行者は最低2四半期のインターバルをおくこと（日本加盟の国際機関は除く）としてきたがこれを廃止する等の施策を行った。しかし円の国際化という観点からは更なる規制緩和が望ましいとされ、同年7月より①更なる適債基準の緩和：公共債の発行基準の格付をAA以上からA以上に変更、②1銘柄当たりの発行額拡大：格付がA取得の銘柄についても300億円もしくは200億円以内にまで拡大、③四半期別運営方式の廃止：以降は各月ごとに発行希望を募るとする等の措置が施された。

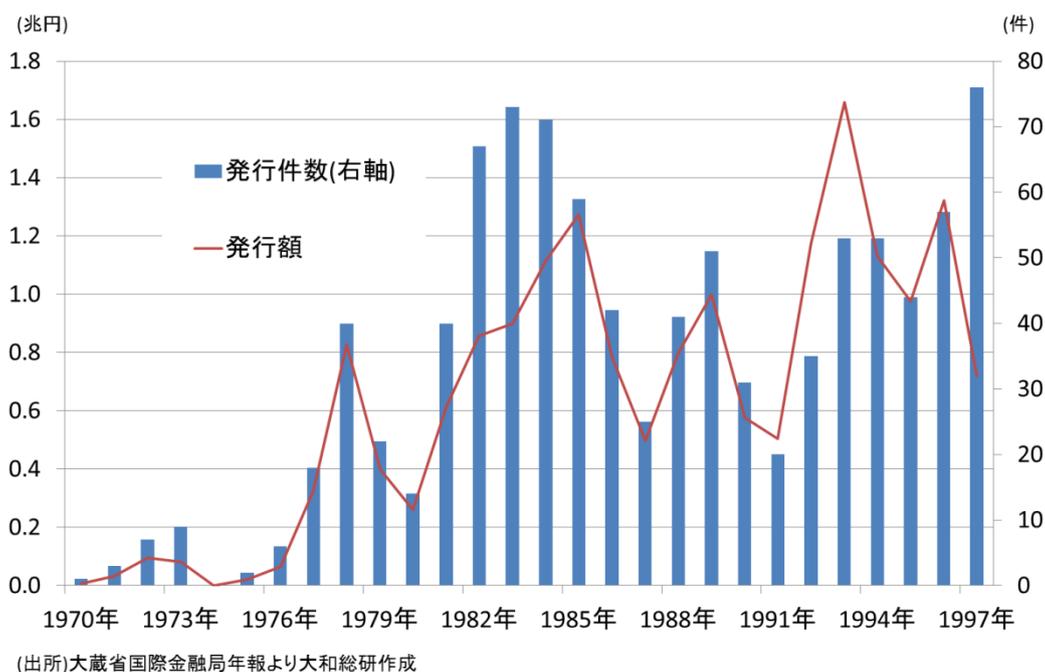
その後も順次規制緩和が行われ、1989年には期間制限（上限）及び発行ロット制限が撤廃、

1996年には適債基準が撤廃され、1998年には改正外為法により事前届出制から事後報告制となり、自由な起債が可能となった。

・ 私募の円建外債における規制緩和

米国をはじめ世界の資本市場において公募債と私募債は併存しているといった実情から私募の円建外債について公募債の補完とする位置づけが見直されることとなり、1986年3月から自由化・弾力化措置が実施された。具体的な内容としては、発行年限（5年以上10年以下→5年以上上限なし）、発行ロットの拡大（最大100億円→300億円）等が行われている。同年11月には3分の1ルール運用方法の緩和が行われた。従来、私募債の発行額は総量規制として公募債発行額の3分の1以内とする「3分の1ルール」が存在したが、以降はその判断に際して従来の円建外債のほか外貨建外債も含めて両者を合算することとし運用ルールの弾力化が図られた。

図表 15 円建外債発行額・発行件数



b) 日米・円ドル委員会における規制緩和が引き起こした変化

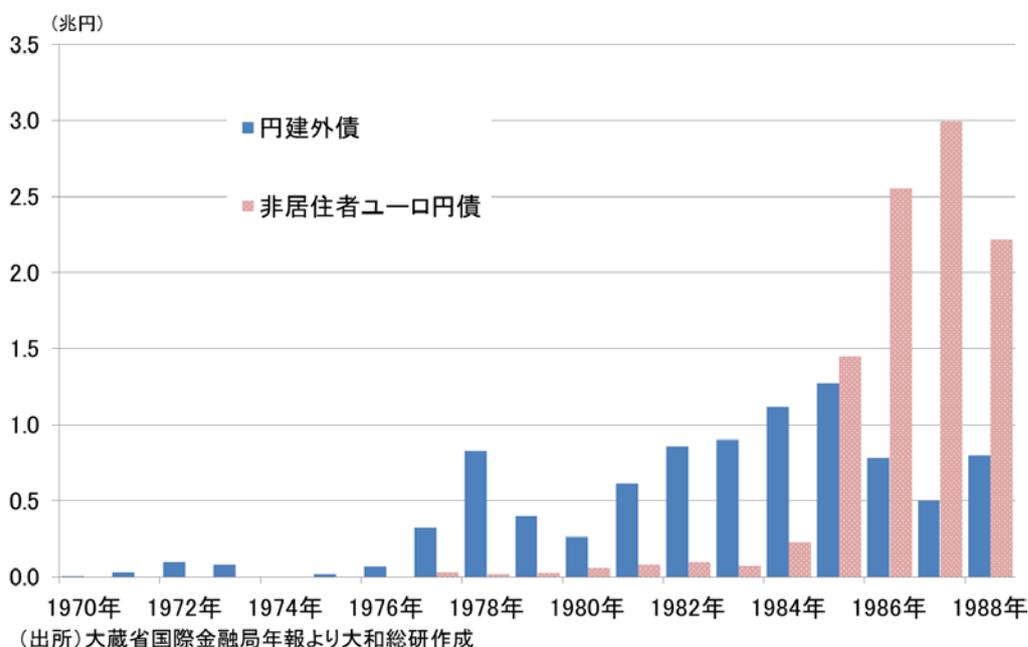
①起債需要の海外シフト

・ 非居住者ユーロ円債の発行増加と円建外債市場の低迷

円建外債市場はユーロ円債市場の規制緩和の影響を直接的に受けることとなった。両市場とも非居住者に円建債券の発行を可能とさせる市場であり、競合する関係にあった。1984年の日米・円ドル委員会報告書における取決め以降、ユーロ円債の発行規制の緩和が進展する一方で

円建外債市場は自由化が遅れ、機動的な発行が困難である等の問題から非居住者による発行はユーロ円債市場に流出していった。1984年4月～85年3月における発行額を比較すると、円建外債は1兆1,145億円、非居住者ユーロ円債は2,270億円であった。しかし1985年4月～86年3月の発行額は円建外債が1兆2,725億円、非居住者ユーロ円債が1兆4,457億円となりユーロ円債が円建外債をわずかに上回った。翌年の1986年4月～87年3月には円建外債が7,850億円、非居住者ユーロ円債が2兆5,515億円となり、ユーロ円債の発行額は円建外債の3倍以上に達している。

図表 16 円建外債、非居住者ユーロ円債発行額比較



円建外債に関する制度上の問題点としては、①ディスクロージャー制度のために機動的な発行が困難、②市場が小さく流動性に欠けている、③ドルへのスワップが困難、④発行コストが割高、⑤商品性がプレーンバニラ型のみでの発行に限られていることなどが指摘された。これを受けて1987年4月にはユーロクリア及びセデルといったユーロ市場における振替決済機構を利用することにより、流通性の向上を図った「大名債」が発行開始された。また、1988年には証券取引法が改正され、一括登録制度の導入、開示期間の短縮（30日から15日に短縮）、一定の要件を満たす発行者の提出する有価証券届出書の記載内容の簡素化等のディスクロージャー制度の改善措置が実施された。こうした措置により円建外債の発行額は一時持ち直すが、ユーロ円債市場との規模の差は縮小しなかった。

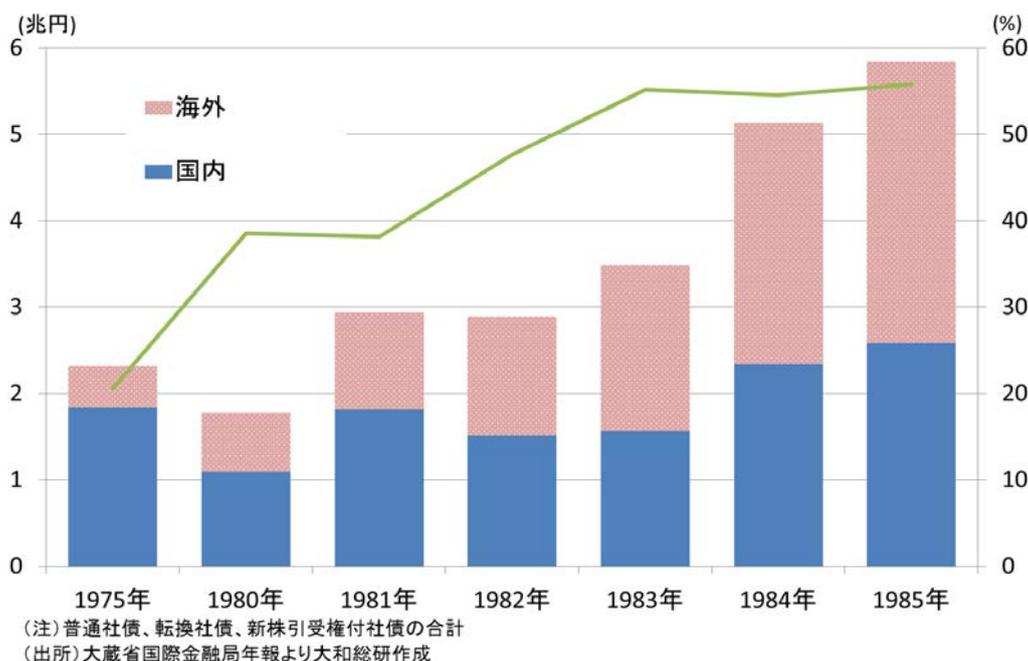
・国内市場の空洞化

国内市場については1982年頃から国内企業の社債発行額における海外での起債割合が50%近くに達し、空洞化の兆候が見られた。

1986年に証券取引審議会公社債特別部会が大蔵大臣へ提出した報告書である「社債市場の在り方について」では国内市場の空洞化が起きた要因をまとめている。報告書では国内市場の有担保原則、起債会を中心とした起債の仕組み、受託制度、社債の多様性の不足、社債発行限度額、ディスクロージャー制度等に対して見直しが必要であるとした。有担保原則に関しては、当時の国内市場においては有担保原則(社債の担保付発行を原則とする考え方)が基本的な仕組みとして機能していた。しかし無担保債と比較し有担保債は手続き面、費用面のほか機動性においても利便性が低く、このため無担保が原則となっていた海外市場に起債がシフトしたとされた。起債の仕組みに関して問題視された起債会とは受託銀行と引受証券会社等の起債関係者で構成され、社債発行の基本的枠組みの策定や具体的な発行銘柄の持寄り・確認の場としての役割を有する自主的組織である。この組織が社債の月末一括起債方式や発行条件の画一的な決定方法等につながり、当時の起債の仕組みの基となっていた。こうした起債の仕組みについては、一括起債制度が機動的な発行を困難にしている、画一的な条件決定により、金利決定は硬直的になっている、わが国の起債の仕組みは全般的に外からみてわかりにくい、といった批判を受け見直しが求められることとなった。受託制度に関しては、従来、国内社債市場では受託会社(社債の募集、償還、社債権者集会の招集等を行う「募集の受託会社」及び、総社債権者のために物上担保権を取得し、これを保存し、実行する業務を行う「担保の受託会社」などを指す。)が適債基準の策定や償還期間の決定、財務制限条項の設定など起債の仕組みにおいて幅広く関与している状況が、引受証券会社との間の役割分担を曖昧なものとなせたり、わが国の仕組みを外から見てもわかりにくいものとしている、あるいは社債発行コストを高める要因の一つとなっている点等が指摘された。

円建外債の低迷も、国内市場の空洞化も、その要因がユーロ円債市場と比較し規制緩和のない市場の自由化が遅れた面で共通している。ユーロ円債市場の自由化は本来であれば円建外債市場及び国内市場と歩調を合わせて行われる必要があったといえる。

図表 17 日本企業による国内と海外市場における社債発行額の推移



②主幹事業の対外開放による市場競争の促進

ユーロ円債市場と円建外債市場の両市場において、引受主幹事業は国内証券会社が担当することが通例となっていた。しかし1984年の日米・円ドル委員会報告書においてユーロ円債市場における主幹事業を外国証券会社にも開放することが決定された。この決定を受けて、1984年12月には非居住者ユーロ円債において、1987年4月には居住者ユーロ円債において外国証券会社が主幹事業を初めて獲得している⁴⁶。

1984年3月31日付の日本経済新聞の記事によると、この決定に対し国内証券界からは「行き過ぎた金融開放」という強い反発があったとされている。当時は自国通貨建てのユーロ債引受主幹事は自国業者に限定している国が多く、英国にあっても米国企業発行分のユーロ・ポンド債に限り米国証券の引受主幹事参入を認めるに留まっていた。また、1984年より居住者ユーロ円債の発行が解禁されていたことから、ユーロ円債市場にて外国証券会社が引受競争に参入することにより引受手数料水準が低下すれば国内の引受手数料水準にも影響することが危惧された。

実際に1985年以降の円建債券（国内・ユーロ市場を問わず円建てで発行された債券）における外資の主幹事シェアと引受手数料率の関係をみると、外資のシェアが高まるにつれて引受手数料率が低下したことが確認できる。

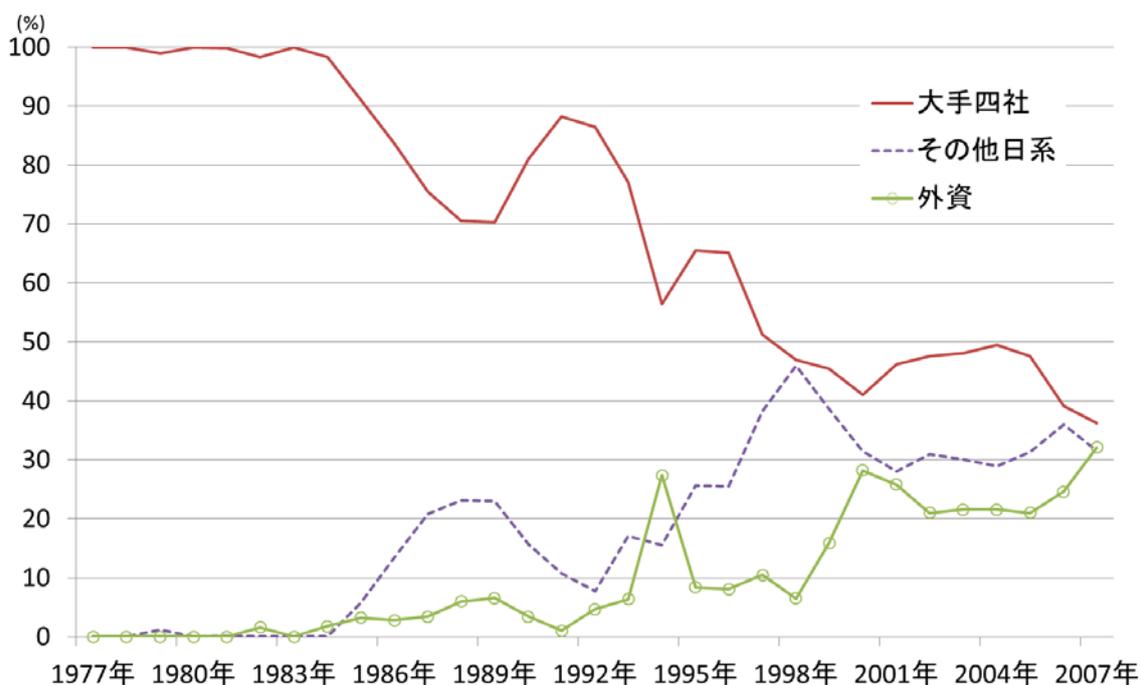
ユーロ円債市場においては1985年以降外資の主幹事シェアの上昇とともに引受手数料率が低

⁴⁶ 1984年12月20日発行のパシフィック・ガス・アンド・エレクトリックの非居住者ユーロ円債にてクレディ・スイス・ファースト・ボストンが主幹事を担当。1987年5月20日発行の中部電力の居住者ユーロ円債にてスイスユニオン銀行が主幹事を担当。

下を始め、1985年の1.9%から、1989年には1.6%、1995年には0.4%まで低下している。また、国内の社債市場における引受手数料においても1990年代以降ユーロ円債市場に遅れて手数料率は低下した。経済企画庁が年次経済報告において発表しているデータによると、社債発行における引受手数料、受託手数料等の発行諸手数料の合計をみると91年3月時点では平均1.8%であったが、その後急速に低下し、92年9月には0.7%程となり、94年9月以降は0.6%を割っている。前述の国内市場の空洞化が規制緩和を促進した影響もあるとみられるが、ユーロ円債市場の主幹業務の対外開放が主幹事獲得競争を促し、国内企業が提示する引受手数料率の低下をもたらした一因であると考えられる。

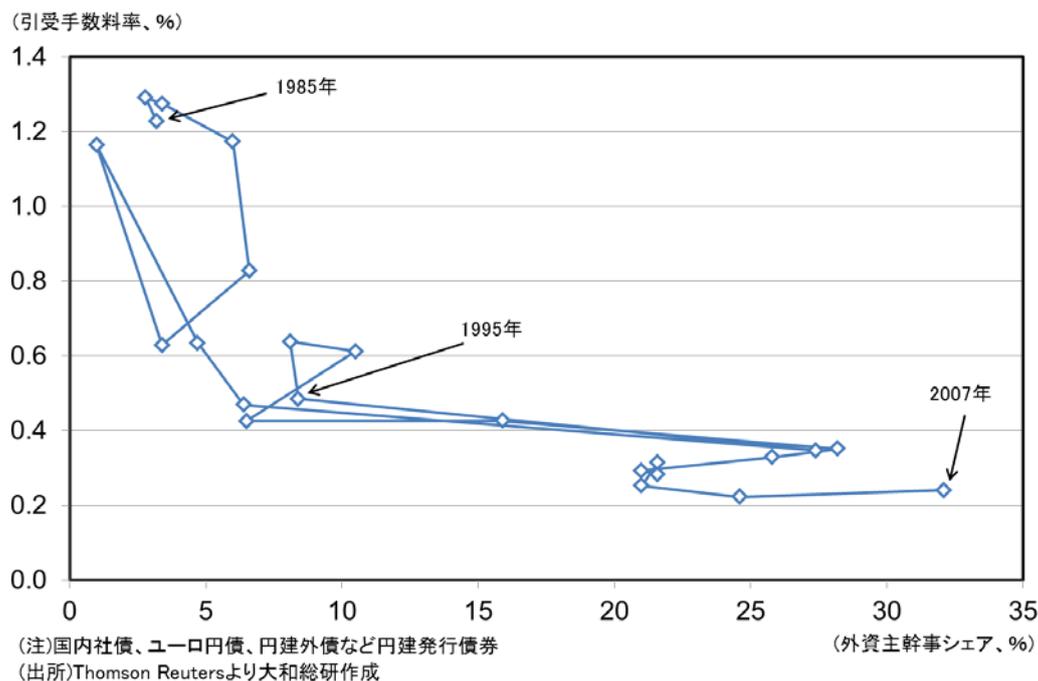
なお、円建外債の引き受けに関しては1982年1月のダウ・ケミカル円建外債発行に際して米国のスミス・バーニー東京支店が外資として初めて筆頭副幹事を獲得している。1995年10月にはメリル・リンチ・アンド・カンパニー・インクの円建外債発行においてメリル・リンチが外資として初の主幹事となった。

図表 18 円建債券の主幹事シェア



(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

図表 19 円債市場における外資主幹事シェアと債券引受手数料率



(2) デリバティブ市場

a) 先物・オプション市場の整備

戦後の証取法では、「GHQ のいわゆる証券取引 3 原則に『先物取引を行わないこと』とされていたこと」⁴⁷ ⁴⁸を踏まえて、証券先物取引は認めていなかった。しかし、1980 年代に資本市場の自由化・国際化が進展する中で、公社債・株式等の有価証券の価格変動リスクが増大し、内外機関投資家を中心にリスク・ヘッジ手段への要望が高まった。

そうした状況を受けて、まずは流通市場の中でも大きな課題であった債券先物市場について検討され、1985 年 6 月に証取法が改正され、同年 10 月に東証において長期国債の標準物を対象として債券先物取引が開始された。

また、株式市場の規模拡大に従って、株式でもリスク・ヘッジ手段が必要とされた。当時の証取法上可能な方法として、1987 年 6 月に大証で「株先 50」(現物株式 50 銘柄のパッケージ方式による株式先物取引)が開始されたが、最終決済において対象有価証券の受渡しを伴うものであった。本格的な株価指数先物や有価証券オプション取引を実現するために 1988 年 5 月に証取法が改正され、有価証券指数等先物取引や有価証券オプション取引が法律上で新設された。それを受けて、1988 年 9 月から東証において TOPIX 先物取引、大証において日経 225 先物取引

⁴⁷ 西村吉正『日本の金融制度改革』(2003 年、東洋経済新報社) 197 頁

⁴⁸ 証券取引 3 原則の残りは、「取引所集中の原則」「時間優先の原則」。

の株価指数先物取引が開始された。

さらに、1989年4月に選択権付債券売買取引（債券店頭オプション）、同年6月に日経225オプション取引（大証）、同年10月にTOPIXオプション取引（東証）などのオプション取引も開始され、証券におけるデリバティブ取引の整備が進められた。

一方、金利や通貨に関する金融先物・オプションについては証取法とは別に金融先物取引法（1988年5月成立）で扱うこととなり、1989年4月には東京金融先物取引所（現・東京金融取引所）が設立され、同年6月に日本円短期金利先物取引、米ドル短期金利先物取引、日本円・米ドル通貨先物取引が開始された。つまり、銀証分離の延長として、先物・オプション取引においても金融と証券を分けて監督・運営する体制となった。なお、取引所取引とは別に、1980年代後半には、国内金融機関による海外先物等の解禁（1987年5月）や外銀のユーロ円先物規制緩和（1989年12月）等が実施された。

b) 外国人投資家による活用

先物等のリスク・ヘッジ手段への要望は、内外機関投資家に共通のものであったが、実際には、外国人投資家がより有効に活用したと考えられる。

1988年の株価指数先物取引開始以降、株式の現物取引においても外国人投資家によるシェアが上昇基調となった。現物株売買代金に占める外国人投資家のシェア⁴⁹は、1984年に10%台半ばまで高まった後は低下基調となり、1988年には7%程となっていた。しかし、株価指数先物取引の導入以降は上昇基調となり、2014年には60%近いシェアとなっている。

外国人投資家による株式指数先物取引のシェア⁵⁰は、開始当初の1988年には1%程であったが、1992年には10%を超え、その後も上昇基調で、2014年には70%を超えている。

外国人投資家による株価指数先物取引の売買代金は、取引開始翌年の1989年は年間約20兆円であった。その後、1991年、1999年をピークにした上下が見られるものの2007年までは全体としては増加基調であった。いわゆるリーマン・ショックの後は、2007年の売買代金約690兆円の1/2程度の水準に一旦落ち込んだものの、2013年には2007年の水準を超えている。

債券先物取引についても外国人投資家のシェアは上昇基調であった。1985年の取引開始後しばらくは数%であったが、1990年代に入ってからはっきりと上昇基調となり、2006年には40%を超えた。その後、シェアは横ばい圏で推移したが、近年は再び上昇基調となり、2014年には5割を超えている。

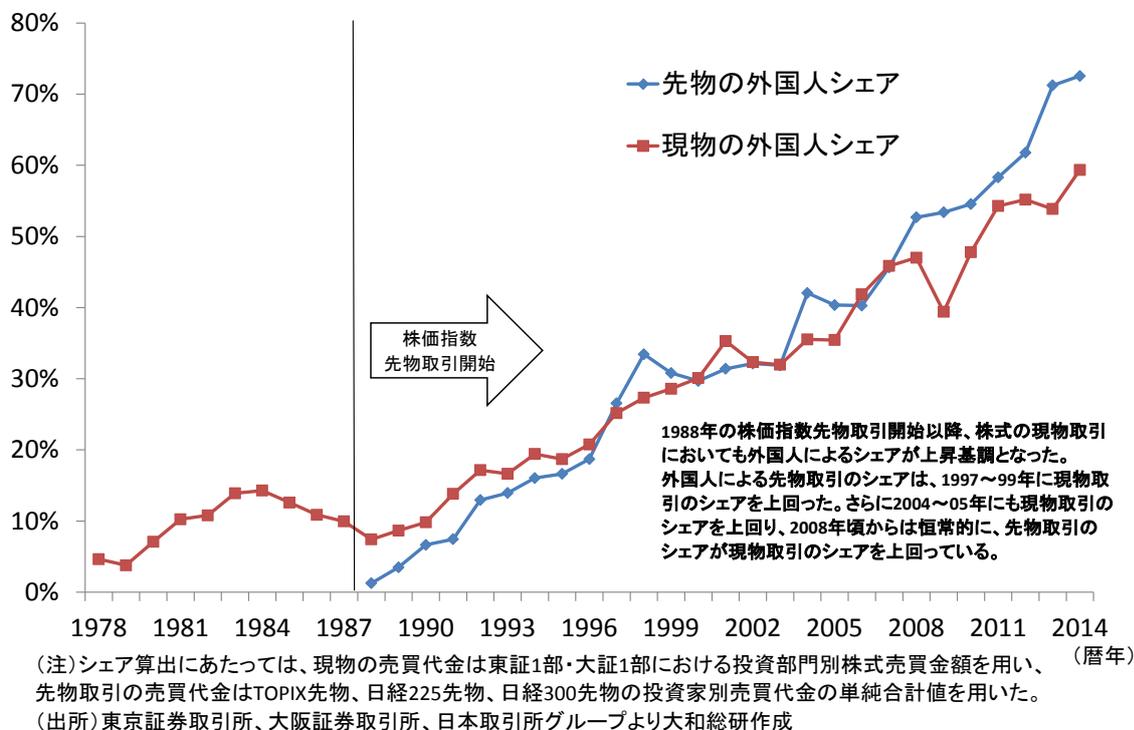
株価低迷局面などでもデリバティブを有効活用した外国人投資家の取引により、売買高等の下支えになったことはプラス面と考えられる。一方、デリバティブの積極活用が、相場のボラ

⁴⁹ シェア算出に用いた現物の売買代金は、東証1部・大証1部における投資部門別株式売買金額。

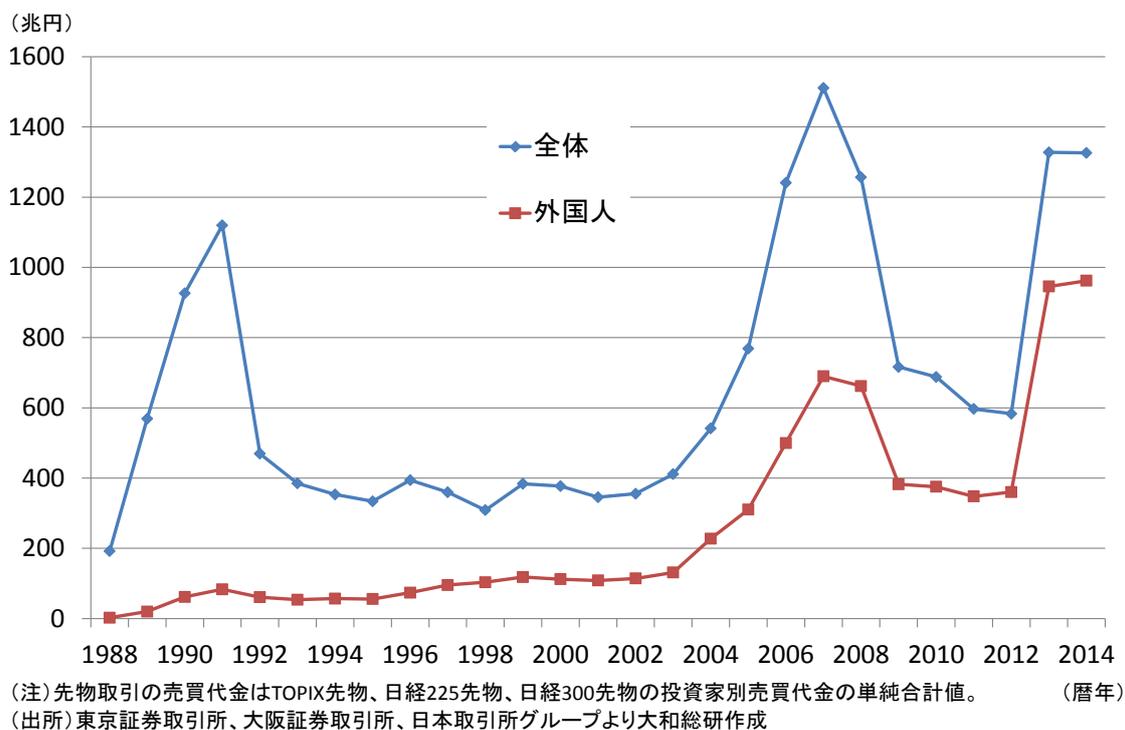
⁵⁰ シェア算出に用いた先物取引の売買代金は、TOPIX先物、日経225先物、日経300先物の投資家別売買代金の単純合計値。

ティリティを増幅したのではないかという批判も見られた。

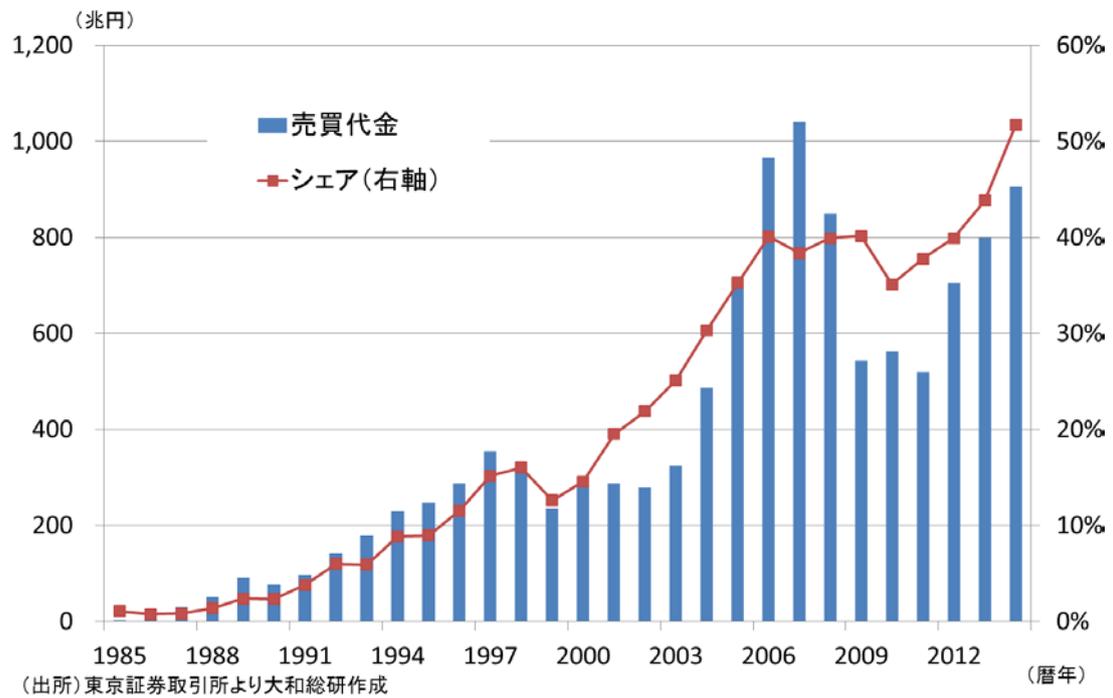
図表 20 株式売買代金における外国人のシェア



図表 21 株価指数先物売買代金の推移



図表 22 債券先物における外国人の売買代金とシェア



c) 発展に向けた課題

デリバティブ市場の導入にあたっては、国内金融機関が十分な対応力を持てるような、ゆっくりとしたスケジュールで進めることも考えられるが、その間に海外市場が取引の中心になってしまう可能性もある。また、デリバティブ市場の育成・発展においては、新たな商品の導入に機動的に対応できる低コストかつ柔軟なシステム構築や、決済通貨の多様化や各デリバティブ商品の取引フローの標準化など各種規制や取引慣行の柔軟化を含む関係者の意識変革が重要である。

日本の場合は、省庁間や業界間での思惑の違い、新商品導入までの時間やコストに課題があり、現物市場と比較するとデリバティブ市場の国際的な地位が相対的に伸び悩んでいるという状況が見られる。また、デリバティブの基礎となる現物の取引が盛んであるかどうか、当該デリバティブが定着するかどうかに影響を与えるであろう。有価証券ではないが、原油や大豆などの取引は、主要産出地域における取引市場が強みを持っている。

日本では日経 225、TOPIX、長期国債関連のデリバティブが取引の大半を占める。日経 300、超長期国債、中期国債などのデリバティブも導入され、一時はこれらも取引を集めたが、その後の取引は先細りとなった。海外指数に関連する先物や業種別の先物等も試みられたが、やはり定着するには至っていない。

CME をはじめとする国際的な主要デリバティブ市場では、新商品の試行錯誤を柔軟に行い、取扱い商品を増加させてきた。このような柔軟性はデリバティブ市場を盛んにするための大事な要素の一つと考えられる。ただし、自国での現物の取引状況も踏まえて、デリバティブの潜在的な需要があるのかどうかを見極める姿勢も大切と思われる。

“2014 FIA Annual Global Futures and Options Volume”によると、2014 年の先物とオプションの世界全体の取引高は 218 億 7 千万枚となっている。主な分野別の構成比は、個別株 29.7%、株価指数 26.7%、金利 14.9%、通貨 9.7%、農業 6.4%、非貴金属 4.0%、貴金属 1.7%である。取引高でみたランキングの 1 位は CME グループで取引高は 3 億 4428 万枚である。日本勢は日本取引所グループ 15 位（取引高 3 億 973 万枚）、東京金融取引所 32 位（同 4,090 万枚）、東京商品取引所 37 位（同 2,186 万枚）、大阪堂島商品取引所 52 位（同 31 万枚）である。

日本取引所グループ「月間・年間デリバティブ取引高等の推移（開設来）」によると、日本取引所が対象としているデリバティブ(有価証券関係)の 2014 年の取引高は 3 億 973 万枚である。主な商品の取引高構成比は、日経 225mini 64.3%、日経 225 オプション取引 14.2%、日経 225 先物 8.4%、TOPIX 先物 6.7%、長期国債先物 2.8%などである。取引高の構成比なので金額的な大きさを反映するものではないが、日経 225、TOPIX、長期国債関連で取引の大半を占めている姿が表れている。

コモディティ関係のデリバティブを対象とする日本商品清算機構の「商品取引所出来高速報等」によると、東京商品取引所と大阪堂島商品取引所を合わせた 2014 年の商品合計の取引高は 2,217 万枚で、取引金額は約 66 兆円である。単純比較はできないであろうが、前述の株や債券

のデリバティブと比較して規模が小さいことが推測される。通貨や金利に関するデリバティブを対象とする東京金融取引所の「統計年報」によると、2014年の全商品合計の取引高は4,090万枚となっている。

(3) 円建 BA 市場

1984年の日米・円ドル委員会報告書で円建 BA（貿易関係銀行引受手形）市場の創設が提唱された。それとは別に1983年の総合経済対策でも「円の国際化を促進し、日本の金融・資本市場を一層自由化し、円の潜在的な強さをより十分に引き出す」措置の一環として、「円建て貿易関係銀行引受手形市場の創設について、中長期的な観点から検討を行う」とされていた⁵¹。

これらを受け、円建 BA 市場は1985年6月に発足した。市場に一層の厚みを加え、発展を図るために、証券会社にも円建 BA の流通取扱いを認めることとなったが、10ヵ月遅れの1986年4月からとされた。理由は、既存の手形市場の取引との裁定関係等について注意を払う必要がある等として、当面は金融機関及び短資業者が流通を取り扱うとした。しかし、1985年6月のスタート時は590億円だった市場残高は、事務の煩雑さ等から市場残高が漸減し、1年半後の1986年末から1987年初めには200億円を割り込み、自然消滅した⁵²。

短期の一般国内貸付、スワップ付インパクト・ローン、CD、現先などの短期金融が既に存在する一方で、当時の金融緩和の環境下では、円建 BA と他の短期金融に目立った金利差はなかった。さらに円建 BA では、原手形を取りまとめる際に日銀に保管を依頼する必要があるなどの手続きの面倒さ、三国間貿易で利用する際に原取引が円建かつ支払銀行が邦銀でなければならないなどの硬直性、などがあり、取引拡大の阻害要因となっていたと考えられる。

このように円建 BA 市場は1980年代半ばに創設されたものの、使い勝手の悪さや代替手段の存在から事実上の消滅状態となっていた。しかし、1997年のアジア通貨危機対応や円の国際化を図る議論の中で、2000年前後に円建 BA 市場再活性化が論じられた。

具体的には、当時の大蔵省の外国為替等審議会答申「21世紀に向けた円の国際化—世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応—（平成11年4月20日）」において、「アジアの輸出入企業に円資金調達の手段を提供するとの観点から、円建 BA 市場を再活性化させることにより、アジア地域を中心とする円建て貿易を金融面から支えることができるのではないかと意見があった」との記述がある。また、経団連では「円の国際化に向けて一貿易決済通貨としての円の国際化について—」（2000年3月2日）という提言の中で、「円建 BA は、アジア諸国の企業に対する有効な円建貿易金融のツールとなりうるものであり、非居住者振出円建 BA の日銀再割の適用等、市場の再活性化方策を検討すべきとの意見もある」としている。しかし、その後、円建 BA 市場再活性化のための、具体的な動きは観察されていない。

⁵¹ 大蔵省『大蔵省証券局年報 昭和59年版』48～49頁より。

⁵² 市場残高の数値は、館龍一郎監修、及能正男・岡正生・丸淳子編『国際金融市場 TOKYO』（有斐閣、1988年）78頁より。

円の国際化を推進するという観点では、円建 BA 市場の再活性化は重要な要素と考えられ、使い勝手の良いものにすることが必要となつてこよう。しかし、短期金融の一手段と捉えるのであれば、他にも代替的な取引手段があるため、利用者のニーズが十分に存在するかは疑問である（円建 BA 市場が自然消滅したのは、切実なニーズが存在しなかったためと考えることができる）。いわゆる「円取引圏」の確立を国策として推進し、かつ「円取引圏」の確立が自国企業や他国にとっても望ましい状況を生みだせるのか、をも含めて考えてこそ、円建 BA 市場の再活性化が意義を持つと思われる。そうした意味では、そもそも「円の国際化」がどの程度のものを目指すものなのかという議論も必要であったかもしれない。

（４）東京オフショア市場

1984 年の日米・円ドル委員会や 1985 年の外国為替等審議会答申「円の国際化について」などを受けて、日本の金融資本市場の自由化・国際化を図る観点から、1986 年に東京オフショア市場が創設された。当時、長期運用市場としての株式市場、公社債市場での非居住者の利用に比べて、短期運用市場としての預金市場、CD・現先等の市場での非居住者の利用が少なかったことが背景にある。

東京オフショア市場は、財務大臣の承認を受けた特別国際金融取引勘定（オフショア勘定）を設定し、本勘定で非居住者を取引の相手方として国外から調達した資金を国外で運用する「外一外取引」を行うことを原則としている。国内金融市場とは遮断した上で、金利規制、預金保険、準備預金の対象外とするとともに、利子について、源泉所得税及び法人税が非課税とされている。

東京オフショア市場の規模（資産残高）は、発足直後の 1986 年 12 月末には 15 兆 5,181 億円の残高であった。その後、金利裁定取引の増加や各国のオフショア市場との資金取引が活発に行われたことなどにより順調に拡大し、1997 年 12 月末には 97 兆 1,516 億円となった。1998 年 4 月からは有価証券も取引対象となったが、アジア通貨危機や国内の大手金融機関の破たんなどもあり残高が減少に転じ、2000 年代半ばには残高が 40 兆円を割る水準まで低下した。2012 年半ばごろから上昇基調となり、2015 年 1 月末の残高は 93 兆 5,610 億円となっている。

7. おわりに 日本の経験がもたらす示唆

以上、日本の資本市場の対外開放の経験について、主なトピックに焦点を当てて述べてきた。こうした経験のすべてが、現代の新興国に参考になるとは言えない。それは、現代は既に経済の隅々においてグローバル化が進んでおり、取り巻く環境が大きく異なるためである。とくにモノの取引においては、ごく一部の国を除いてグローバル経済の中に深く組み込まれていることが多く、それに付随した資金取引も自由度が高くなっているケースが多いと思われる。しかし、そうした取引は、先進国ないし先進国企業の主導で行われていることも多く、場合によっては金融の不安定性が生じやすいと言える。新興国が安定した経済成長を図るためには、自国内の資本市場の拡大発展を促す必要があるだろう。

資本自由化は、競争の促進を通じた企業および資本市場の競争力強化のために必要な措置と考えられる。日本の場合、海外からの開放圧力が最大の原動力であったが、その後の資本市場のグローバル化の基礎となった点で、国内企業にもメリットがあった。ただし、法制度の自由化を進めても、事実上、外資が参入できないケースもあり、その背景には不透明な規制や慣行の存在が指摘された。日本は欧米からの強引とも取れる個別具体的な要求に応じる形で諸規制・諸慣行の見直しを進めた経緯があり、その典型例が東証の会員権開放である。外資の参入拡大に対しては、諸規制・諸慣行を随時見直してゆくことが重要となる。

資本自由化に際して、日本においては旧財閥系列内の株式持ち合いなど資本防衛の動きが進んだ。経済発展段階にあった当時は、日本型のメインバンクシステムとも合わさり、経営の安定性を高めたという評価もある。ただし、成熟国になり、グローバル化が進む段階においては、ガバナンスの透明化が求められ、こうした日本型の構造は変化を余儀なくされた。現代において資本自由化を進める国は、世界からは透明性の高いガバナンス構造が求められるものと考えられる。急激な変化を避けるためには、適切な外資規制などによる段階的な手順を検討すべきと考えられる。

外資系証券会社の参入は、裁定取引やプログラム取引、デリバティブ関連取引などの活性化を通じて市場における価格形成の効率化につながることを期待される。また、ヘッジファンドなど多様な投資家の参加を呼び込む可能性も考えられる。ただし、日本では外資比率の高まりとともに日米株式市場の連関性が高まった経緯があり、外資系の参入が市場のボラティリティを高める可能性には注意が必要となる。また、海外での販売力がある外資の引受業者や投資銀行の参入は、海外市場における資金調達の円滑化につながるほか、内外の M&A の活発化をもたらすものと考えられる。

自由化・開放が進むと、一方で競争の激化につながり国内証券会社の再編淘汰をもたらす可能性もある。証券業界全体の競争力強化につながるとも言えるが、再編の過程で国内投資家に不利益が生じないよう注意を払う必要がある。

資本市場の開放においては、債券発行市場の整備も重要になると考えられる。オフショア市場や自国通貨建て外債市場の育成など、海外の参加者にとって使い勝手の良い国際的な債券発

行市場の整備が望ましいと言える。

国際的な債券発行市場においては、外資系業者の引受が活発に行われることとなるが、そこでは競争促進に伴う手数料率の低下などが進む可能性がある。これは発行企業にとっては資金調達を円滑化させるメリットとなる。ただし、日本では株式委託手数料の自由化も同時に進んだことで、委託手数料への依存度が高い国内証券会社に対してビジネスモデルの転換を迫るものとなった経緯がある。証券業界全体の不安定化をもたらさないような監督・指導が必要になるだろう。

<参考文献・引用文献>

- 浅井良夫「戦後為替管理の成立」成城大学 経済研究第 195 号 (2012 年 1 月)
- 浅井良夫「1950 年代前半における外資導入問題 (下)」成城大学 経済研究第 156 号 (2002 年 3 月)
- 有沢広巳監修『日本証券史 2』日本経済新聞社 (1995 年 5 月)
- 伊藤正晴「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展～株式持ち合い構造の推計：2010 年版～」大和総研 大和総研調査季報 2011 年新春号 Vol.1 (2011 年 1 月)
- 内田茂男『日本証券史 3』日本経済新聞社 (1995 年 12 月)
- 岡部政昭「外資企業の対日進出とその経営実態 (一)」成城大学 経済研究 104 号 (1989 年 3 月)
- 唐木明子「金融規制とコンプライアンス [3]」国際商事法研究所 国際商事法務 Vol. 30, No. 3 (2002 年)
- 佐賀卓雄『メルリリンチの真実—動き出したウォール街の対日戦略』日本短波放送 (1998 年 7 月)
- 鹿野嘉昭『日本の金融制度 (第 3 版)』東洋経済新報社 (2013 年 6 月)
- 末永敏和・藤川信夫「商法改正後の新しいコーポレート・ガバナンスと企業経営—社外取締役、監査役会など米国型機構、従来型機構の検討を中心として—」日本政策投資銀行 経済経営研究目録 第 25 巻第 3 号 (2003 年 3 月)
- 杉田浩治「発足から満 60 年を迎える日本の投資信託—その軌跡・現状と今後の課題—」日本証券経済研究所 証券レビュー 第 51 巻第 5 号 (2011 年 5 月)
- 鈴木博「日本における投資信託の現状と今後の課題 —制度、商品構成の変化と投資者保護のあり方を中心に—」農林中央金庫 農林金融 第 61 巻第 8 号 (2008 年 8 月)
- 館龍一郎監修、及能正男・岡正生・丸淳子編『国際金融市場 TOKYO』有斐閣 (1988 年 6 月)
- 立脇和夫「外国証券会社の日本進出の史的分析」早稲田商学同友会 早稲田商学第 393 号 (2002 年 6 月)
- 西村吉正『金融システム改革 50 年の軌跡』社団法人金融財政事情研究会 (2011 年 3 月)
- 西村吉正『日本の金融制度改革』東洋経済新報社 (2003 年 12 月)
- 根岸まゆみ「日本における年金資産運用の国際化と規制緩和—外資系投資顧問会社の市場参入—」上智大学 国際学論集 (1995 年 7 月)
- 服部泰彦「山—証券の経営破綻とコーポレート・ガバナンス」立命館大学 立命館経営学第 40 巻第 6 号 (2002 年 3 月)
- 廣瀬信己「外資誘致と外資規制」国立国会図書館 調査と情報-Issue Brief- 第 600 号 (2007 年 11 月)
- 松尾直彦「金融規制法の法源と執行のあり方 (3)」金融財政事情研究会 金融法務事情 No. 1847 (2008 年 10 月)
- 日経金融新聞「検証空売り規制 (下) 外国勢、法令順守急ぐ」日本経済新聞社 (2002 年 4 月 10 日付)
- 日経金融新聞「富裕層金融、シティ、規制緩和悪用——金融庁、行政処分 (アングル)」日本経済新聞社 (2004 年 9 月 21 日付)
- 社団法人証券投資信託協会編『証券投資信託 35 年史』(1987 年 10 月)
- 社団法人投資信託協会編『投資信託 50 年史』(2002 年 12 月)
- 東京証券取引所『東京証券取引所 50 年史』(2002 年 12 月)
- 東京証券取引所『2014 新規上場ガイドブック (市場第一部・第二部編)』(2014 年 8 月)
- 公益財団法人 日本証券経済研究所『図説 日本の証券市場 2014 年版』(2014 年 6 月)
- 大蔵省証券局年報 各年版
- 大蔵省国際金融局年報 各年版
- 経済産業省『通商白書 2013』(2013 年 6 月)
- 財務省財務局『六十年史』(2009 年 6 月)
- 財務省財務総合政策研究所財政史室編『昭和財政史—昭和 49～63 年度 第 6 巻 金融』東洋経済新報社 (2003 年 5 月)
- 財務省財務総合政策研究所財政史室編『昭和財政史—昭和 49～63 年度 第 7 巻 国際金融・対外関係事項 関税行政』東洋経済新報社 (2004 年 8 月)