

# 証券市場にとってグローバル スタンダードとは何か

小林和子

## 要旨

近年、経済・金融関係で用いられた用語が速やかに一般化していくスピードが加速化されている。経済構造における金融の領域が良くも悪くも拡大して一般社会に覆いかぶさり、隠れていた実態が暴露されつつある故である。市場の空洞化、ビッグバン、グローバルスタンダード等の用語は、今や経済と限らず、社会、文化の各分野における空洞化、ビッグバン、グローバルスタンダードという使われ方をする。そうなると、逆に、経済、金融で本来使われ始めたときの語感も変化を受ける。現在進行中の金融・証券ビッグバンの過程で、改革の方向性の端的な表現として使われはじめた「グローバルスタンダード」という言葉は、もともとが正確な英語ではなく、使われ方もいろいろであったが、それだけになかなか反論もしにくいという典型的な拡散型の用語例であろう。

グローバルスタンダードというからには、必ずやその実態は国際市場との関連から生じている。戦前期証券市場の初期からあった日本市場と海外市場との関連をたどると、戦前期は有担主義を（言葉としては用いていないが）実質的なグローバルスタンダードとして日本市場が受け入れたことがわかる。戦後は昭和23年証券取引法、売買取引再開3原則、及び有担主義の大きな変遷をみることで、グローバルスタンダードの歴史性と可変性を認識できるであろう。

現段階のグローバルスタンダード認識に関しては、この数十年金融・証券市場のグローバライゼーションが加速化する過程で、強大な現実の国際市場の持つデファクトスタンダード、すなわち過去から現在の市場の支配力の堆積と、急速に一体化しつつある現在の市場関係を調整し、運営するための新たなスタンダードの形成、すなわち現在から将来の市場の参加者による自主的なルールの形成とが、混在していると思われる。証券市場にとって重要なことはむしろ後者であり、前者のデファクトスタンダードは参加者の判断で必要なものを後者に組み入れるということになるのではないか。

目 次

はじめに

- I. 証券市場のグローバライゼーション  
1. 第2次世界大戦前の国際的関連  
2. 第2次世界大戦後の国際的関連

## はじめに

1996年から98年にかけて集中して行われた金融・証券ビッグバンの実行議論の過程で、グローバルスタンダードの語が頻繁に使われるようになった。この言葉は本来の英語ではない、和製英語であるといわれるが、またその使い方も使い手によっていろいろである。あらゆる分野に関して用いられる国際標準の意味から、「日本金融村」の閉鎖的慣行とは異なる「先進国基準」という程度の意味まである。証券取引審議会総合部会の議論においても、グローバルスタンダードというが一体アメリカ・スタンダードなのかヨーロッパ・スタンダードなのかという疑問が出されたが、これについて明確な議論も結論もなかった。本稿では金融一般というよりも証券市場を中心にして、グローバルスタンダードという言葉で何を考えるべきかを検討したい。

国際標準と訳されるインターナショナル・スタンダードは明確に数値基準が、あるいは明確な判断基準が提示されている場合が多い。工業製品の規格や環境汚染防止のための数値基準等は前者に、国際会計基準等は後者に属する。国際活動を展開する金融機関に対するBISの自己資本比率規制は、8%という数値基準と、その算定のための判断基準とを併せ持つものである。数値基準にせよ判断基準にせよ、それらの基準には「基準を明確にする必要性」と「基

II. 証券市場のグローバルスタンダード

1. グローバルスタンダードの歴史性、可変性  
2. 新たなグローバルスタンダードとは

準の絶対値に関する意味のある判断」が裏付けになっている。こういう判断、合意が形成されなければ、国際的に、すべての関係者に、受け入れられないであろうからである。すべての関係者に受け入れられなければ、こうした合意には意味がない。明確な基準が提示される国際標準はそういう性格を持つものである。

しかし、証券市場をめぐるグローバルスタンダード——世界標準と言いましてもよい——議論には、こうした明確な合意の必要性が急迫してはいないもの、あるいはそもそもその必要性がないものが多い。一方ではこれから作られる合意があろうが、多くはすでにある一部市場の基準の全面化の要請にすぎないかもしれない。いづれにしても吟味する必要がある。証券市場におけるグローバルスタンダードを考えることは、国際的な証券市場の相互関連の在り方を、主力市場と個別市場それぞれの立場から考へることになる。

## I. 証券市場のグローバライゼーション

後進的な一国の証券市場がいつごろ国際的関連を持つかに定型はない。証券の発行者と投資家が国内で相対して初めて国内に市場が成立するが、国内市場が存在せず、投資家層も形成されていなくとも、いやあるいはその故に、初期発行者が外国市場を利用することは大いにあります。日本の証券発行も、そのようにして不本

証券市場にとってグローバルスタンダードとは何か

意ながら開始されたのである。

## 1. 第2次世界大戦前の国際的関連

### (1) 日本の発行者の海外市場における発行

近代日本の最初の証券であり、最初の債券、最初の公債、最初の外国債であるのが、明治3年（1871）ロンドンで発行された鉄道敷設目的の9分利付外国公債100万ポンドであった。証券市場のなんたるかもほとんど認識しないうちに、当時最大のロンドン市場で公募発行を行う羽目に陥った、というか融資を受けたつもりが知らないうちに証券を発行させられていた、というところから日本の発行者と海外市場の関係が始まったのは、幸運とはいえない。9%の高利、中央政府の債務であるのに担保付（海關税）と、日本政府からすれば屈辱的な条件であるが、ロンドン市場からすれば突然飛び出してきた極東のわけのわからぬ小国に対して当然の条件であったろう。明治6年にもう一度秩禄公債を発行したが、以来四半世紀、発行は途絶えた。日本は明治32年（1899）の第1回4分利英貨公債以後、恒常に海外市場との交渉を持つようになる。発行主体と銘柄数を時期別にまとめたものが以下である（日本興業銀行外事部『日本外債小史』昭和23年より作成）。

明治維新－日露戦争（1868－1905）

国債 3銘柄

地方債 3銘柄（神戸市1、横浜市1、大阪市1）

日露戦争－第1次世界大戦（1905－1914）

国債 9銘柄

地方債 10銘柄（東京市2、大阪市1、名古屋市1、京都市2、横浜市4）

社債 9銘柄（北海道炭礦鉄道1、関

西鉄道1、南満州鉄道4、興銀1、北海道拓殖銀1、東洋拓殖1）

第1次世界大戦－満州事変（1914－1931）

国債 2銘柄

地方債 3銘柄（東京市2、横浜市1）

社債 17銘柄（東洋拓殖2、満鉄1、興銀1、東京電灯4、大同電力2、宇治川電気1、東邦電力4、日本電力1、台湾電力1）

計：国債14、地方債16、社債26

総計：56銘柄

これらの外債が発行された市場はロンドン、パリ、ニューヨーク、ベルリン等で、当初はロンドン、第1次世界大戦後はニューヨークが並ぶようになった。1つの銘柄が複数市場で発行される等、90年以上前にある種のグローバル発行が実現されてもいる（明治38年第2回4分利英貨公債）<sup>①</sup>。しかし、その場合でも中心はロンドンであり、日本は最初の外国証券発行の地となったロンドン市場の慣習に習熟した。ロンドン市場から見てもまた、日本は東洋の果ての小国ではあるが明治維新より数十年を経て、調査・分析の蓄積がある相手国となっていた<sup>②</sup>。ロンドン市場で外債を発行する以上、ロンドン市場の要求するスタンダードに従わねばならない。それはなにか。当時世界最大の、最も発達した金融市場であったロンドンでは、伝統的に担保付きで債券を発行してきた。第1次世界大戦前の時代であれば、アメリカ鉄道業社債の発行に対応して登場した債券格付けはいわば新参の手法であり、担保設定の手法こそが伝統的でありかつ正統的な債券元利払い確保の方法であったのである。

債券の発行には元利払いの確実性こそが今も

昔も主眼になる。ロンドン市場というもっとも強大な資金力（すなわち投資家層）を擁する市場が要求したのは、市場自体が持つ熟練した調査・分析能力で発行主体として承認したうえで、その発行主体の担保の提供であった。実際、初期の国債のうち何本かは担保（抵当）を要求され、関税収入等をもって担保に当てている。地方債は地方特別収入等をもって担保に当てている。民間社債の発行となれば当然に担保が必要で、そのためにロンドン市場における規制に倣って日本にも明治38年（1905）担保付社債信託法、鉄道抵当法、工場抵当法、鉱業抵当法が導入された。同年3月公布・7月施行の担保付社債信託法、鉄道抵当法、鉱業抵当法により、同年11月北海道炭礦鉄道株式会社は日本興業銀行と信託契約を結び、翌39年1月、日本最初の担保付き社債を外貨社債として発行した。その後増大した外貨社債の大半は鉄道財団（鉄道業）あるいは工場財団（電力業）を担保とするか、時には特殊会社として政府保証を担保設定の代わりに用いた（南滿州鉄道、日本興業銀行、東洋拓殖等）。第1次世界大戦後、日本国評価が一応定まった後のルールは以下のようになる（前掲『日本外債小史』）。

国 債 無担保

地 方 債 元利払いの政府保証

特殊会社債 元利払いの政府保証

一般社債 当該事業の財団担保

ニューヨーク市場における発行であっても、変わりはない。債券格付けの手法は存在し、日本の発行者に対しても格付けがなされていたようではあるが<sup>3)</sup>、担保あるいは元利払いの政府保証を付けることは、当時の、ロンドン市場に強く規定されたグローバルスタンダードであったのである。戦前の外貨債発行に当たって格付

けが考慮された事実は少なくとも日本側にはまったくない<sup>4)</sup>。

日本国内に成長しつつあった債券市場は、昭和2年金融恐慌と同5、6年の昭和恐慌の過程で多くの会社が破綻し、社債の元利支払い不履行が続出したときに、無担保社債の発行自粛を申し合わせることで対応した（昭和8年5月5日、社債浄化運動<sup>5)</sup>）。株式会社が破綻して元利支払い不履行を宣言された社債権者が自己の投資資金を幾分なりとも回収する方法は、当該社債に担保が付されていれば最も確実である。実際に担保付き社債が破綻したときにその担保を処分して資金を回収することはなかなかに困難ではあったが、担保が無いよりはあるほうがあるかに良かろう、といわれれば納得せざるを得まい。日本法ではその担保の受託者は銀行あるいは信託会社に限られ、証券業者は外されていた。このため社債浄化運動は銀行業による証券業の駆逐、ないしは（担保付き社債の下引受あるいは販売のみの担当としての）支配組入れの面で把握されることが多い<sup>6)</sup>。しかし、国際的関連を考慮に入れて見直すと、外貨社債発行に際して担保の受託者となることが多かった日本興業銀行が主導した、当時のグローバルスタンダードへの鞠寄せであったともいえる。平時の、自由市場における国際的スタンダードが、戦時統制経済に向かう日本では、国内の、縮小型統制市場の規範となり、しかも戦後の平時経済の下で長く基本のルールとなったところに問題があった。

なお、戦前期には、日本の株式会社の外国市場における株式発行は皆無であった。後發資本主義国として多くの株式会社が「株主は帝国臣民に限る」旨の定款を有し、外国人名の株主はあったとしても大半は漢字名を有した。すなわ

ち明治28年日清戦争の結果日本に「割譲」された台湾と、明治43年日本に「併合」された韓国に所属する投資家と思われる<sup>7)</sup>。

## （2）海外の発行者の日本市場における発行

戦前期に海外の発行者が極東の日本市場にまで来て発行した例は僅かであり、大半は第1次世界大戦（大正3年7月－同7年11月）中の数年に集中している。正確には大正4年10月から同7年12月までに、東京市場で4カ国、計44銘柄が発行された（日本興業銀行『第16回全国公債社債明細表』による<sup>8)</sup>）。

英國 7銘柄

仏國 8銘柄

露國 14銘柄 \*昭和9年末現在大蔵省証券 6銘柄が残存

清國 15銘柄 \*同上、公債・国庫証券 7銘柄が残存

すべて公債、国債、大蔵省証券等、中央政府の負債で、軍事・国防目的、一部に鉄道敷設や旧債借換があった。期間は仏国債の一部に「無期」（定めなし）があったが、多くは1年から5、10年で、大戦終了後償還された。しかし、露国は大正6年（1917）革命が起きて帝政ロシアは消滅し、清國もまたすでに1911年の辛亥革命の翌年に国としては消滅していたため、これら両国の債券の一部はついに償還されなかつた。昭和6年満州事変後の昭和9年末には、新たに満州国が「外国政府」として発行者に加わり、清國は「支那」として、大正14年に発行した2銘柄を含めた7銘柄を残存させていた。これらは日本市場が投資家として経験したディフォルトの例である。なお、海外発行者の日本市場における株式発行の例は無い。

## （3）外債元利支払いの凍結

昭和6年9月満州事変及びイギリスの金本位制離脱、12月日本の金本位制離脱により、日本はその後海外市場で資金調達を行うことはできなくなった。最後の海外資金調達となったのが昭和6年7月台湾電力外債（ニューヨーク）であった。

その後日本の中国大陸に対する軍事侵略行為が進み、国際金融市場からは隔絶したあげく、昭和14年第2次世界大戦が勃発し、16年末には太平洋戦争が起きる。日本の発行主体の信用力が落ちると同時に、元利支払いの送金が物理的に不可能になった。欧州における大戦勃発前に昭和14年4月電力統制組織として特殊会社の日本発送電が成立し、4民間電力会社を吸収したため、旧電力外債は政府保証、あるいはプラス日本発送電保証が付けられた<sup>9)</sup>。昭和16年12月太平洋戦争勃発後は、国内保有者には元利支払いを行うが、海外保有者とりわけ非友好国の保有者には支払いの手段が無くなった。結局昭和18年3月公布施行の外貨債処理法で、外貨地方債と社債はすべて邦貨債あるいは外貨国債に借り換えられ、以下の方法で処理されることになった<sup>10)</sup>。

(1) 日本人及び友好国人の所有する米・英貨債：所有者の承諾を得て適正な価格で邦貨債に借り換える

(2) 借換において地方債・社債の発行者あるいはその承継者に過重の負担が生じた時：政府が補償する

(3) 地方債・社債で借り換えられない部分：元利義務を政府が承継

(4) 政府承継部分：対価を政府に納付  
この法律は、戦時ではあるが、非友好の連合国外貨債所有者とは交渉せず、日本国内で処置

しただけである。民間社債に付けられていた物上担保契約は国債に代わったことで消滅し、また仏貨債は対象外であった。(3)の部分、及び仏貨債については「元利払い不履行」といわれて致し方なかった。

## 2. 第2次世界大戦後の国際的関連

したがって第2次世界大戦後は、この旧外貨債処理を米・英及び別途仏に承認させ、凍結状態にあった元利支払いを再開することが第1であった。とはいえた昭和20年から27年4月までの占領下では日本国にはこうした交渉の当事者能力がない。占領が終了し、独立国と成了した時点から交渉を開始し、基本的な合意に達したところで日本の国際的な「元利支払い不履行」状態は解消した。国際金融市場で新たな資金調達が可能になったのはその後である。戦後について大方に知られているので、時期区分だけを示しておく。

### 1) 米・利子平衡税提案まで、昭和34-38年 (1959-63)

当時世界最大の米国外債市場で証券を発行するとともに、米国株式市場でADR(アメリカ預託証書)を発行。外国発行者が日本市場を利用した例はない。外国投資家の流通市場からの購入が開始される。

### 2) 日本市場の国際化、昭和38-60年 (1963-85)

アメリカの利子平衡税提案以後、米国市場は資金調達には利用できなくなり、日本企業はヨーロッパ各国市場あるいはユーロ市場で発行する。昭和40年代半ばには「強い円」対策7項目の1に資本輸出があげられ、46年頃から世界銀行等の大國際機関が日本市場で資金調達を開始する。外国企業の東証上場も始まり、上場前

の日本市場における増資も開始された。

### 3) 国内市場の大規模化と国際市場の整備、

#### 昭和60年以後 (1985-)

さらに強く国際的協調のために日本市場の開放が強制され、市場仲介者にも外資系証券会社が続々参入、証券取引所正会員も増大する。円建て外債市場は拡大し、外国企業の日本上場も飛躍的に拡大する。ユーロ市場における円債発行も急速発展した。

証券市場のグローバライゼーション(全世界の主要市場が同時に連携しうるような国際化)がいわれるようになったのは、2)の終わりの時期から3)にかけてである。同時にセキュリタイゼーション(金融の証券化)、プライバティゼーション(国営企業の民営化)も進んだ。証券市場のグローバルスタンダードという考え方方はこの過程で意識されるようになったが、プロフェッショナルのレベルではなく一般のレベルで受け入れられるようになったのは、なんといっても金融・証券ビッグバンの過程、すなわちほぼ1996年以後であろう。

## II. 証券市場のグローバルスタンダード

後進国にとって他の大規模市場のルールや考え方方が先ず問題になるのは、海外市場で資金調達を行うときである。戦前期はこれは担保付き社債信託法の設定ではほぼ全面的にクリアされた。そしてこれを国内発行者のための国内市場のルールとしても確立したわけである。日本市場が海外発行者にはほとんど利用されなかった時代にはこれ以外に接点はなかった。

しかし、戦後となると、占領下に主として米国流の証券市場規制を受け入れた日本は、初め

からグローバルスタンダードないしアメリカ・スタンダードで国内市場を形成してきたといえる。

## 1. グローバルスタンダードの歴史性、可変性

### (1) 昭和23年証券取引法と売買取引再開 3原則

昭和22年証券取引法は第5章証券取引委員会の項を除いて実施されなかった。22年9月に設立された証券取引委員会の最初のかつ最大の仕事は当の証券取引法の全面改正であった。こうして改正された23年証券取引法は、1) 国民経済における証券市場の役割を定め、一般大衆投資家保護を定めた、2) 証券の限定列举主義、3) 企業情報開示、4) 証券取引の行為規制、5) 証券会社の登録制、6) 証券取引所会員制、7) 金融機関の証券業務の禁止、8) 大蔵省の外局としての証券取引委員会、という骨格を持つものになった<sup>11)</sup>。1) の前段に関しては戦時下の日本証券取引所法が類似の規定を持ち、6) に関しては明治以来の取引所法が株式会社組織とともに会員制組織を認めてきた。それぞれ歴史的意味合いは異なるが、これらを戦前にも国内市場にあったスタンダードであると考えることはできる。しかし、これら以外の項目はすべてアメリカ・スタンダードの強制である。

日本を占領した占領軍最高司令部は米、英、仏、ソ連の4ヵ国から成ってはいたが、英・仏は大戦で疲弊し、ソ連は社会主義であるとともに対日参戦が終戦の直前に過ぎなかった。結局は早くから戦後の対日支配方策を立て、戦後の最初の時点では最大の国力をもつ資本主義であったアメリカが、最大の力を持ったわけである。

しかも経済民主化3本の柱のうち直接に資本所有そのものに関わる財閥解体は、結果としてアメリカ型の零細資金しかもたない巨大な大衆投資家を基盤にした市場を形成するものである。財閥解体の実行過程である巨額の株式の一般売り出しは、ほとんど初めてといってよい大衆相手の取引を行った日本の証券業者が担った。

これらのうち、証券会社登録制と独立行政委員会としての証券取引委員会は当初から「日本の風土に合わない」と嫌われた。「風土に合う」証券会社免許制と大蔵省本省証券行政は、この時期の「国内スタンダード」だということができる。占領が終了した時点で証券取引委員会は廃止され、証券行政は大蔵省理財局証券課に差し戻され、縮小した。また証券会社登録制は、証券恐慌前の段階から免許制への転換の方向が出され、証券取引法改正で昭和43年免許制に移行した。

23年証券取引法と並んで大きな意味を持つのが、24年5月の証券取引所再開直前、4月下旬になって急遽アメリカ側の証券担当官アダムスが遵守を迫った「売買取引再開3原則」である。第1は取引所における取引は時間の順位に記録されること、第2は取引所会員は上場銘柄の取引については原則として取引所において行うこと、第3は先物取引を行わないことである。第1は市場の取引成立の原則の1つ「時間優先原則」を確実な記帳で確認する意味で、いわば当然の大原則であった。どういう変化があったとしても残る基本的な原則である。第2と第3は、当時のアメリカのスタンダードである。英国や欧州大陸では証券の先物取引を認めていた。戦前期の日本の証券取引所では個別銘柄先物取引（定期取引、後に清算取引と呼称）が中心であったから、先物取引の禁止は痛かっ

た。さらに先物取引は厳しく取引所に集中したが実物取引は場外で適当に放置してきたため、第2、第3の結果としての「実物取引の取引所集中」はまったく日本の国内スタンダードとは相反していたのである。

しかし占領下で主権がない、しかも高度に発達した大衆基盤型のアメリカ市場の経験は日本にはない、もしこの3原則を受け入れなければいかなる証券取引も認めないと強要されて、日本市場としては受け入れないわけにはいかなかった。歴史的にみれば、これがもっとも理不尽なアメリカ・スタンダードの強要であったと思われる。証券会社登録制等は「日本の風土に合わない」としても、そもそも戦前でも業務によっては何の規制もなかった場合もある。免許制が必ずしも全面的風土を形成してきたわけではない。

ではこうした理不尽なアメリカ・スタンダードの強要で日本市場は破壊されたか。

戦後の証券取引所再開から半年ほどして、市場は最初の不況に見舞われた。このころから昭和30年ごろにかけては、市況が悪くなり、実物取引量が収縮するたびに、清算取引復活運動が繰り返し起こっている<sup>12)</sup>。もっとも手近な取引量増大の方法が主として証券会社間で行われる清算取引であると認識されていたわけである。しかしこの復活運動には実物取引こそ市場基盤になるべきだと考えた証券界の首脳部も、また大蔵省理財局証券課も強く抵抗し、昭和32年以後市場が回復すると運動自体も消滅した。その後の日本経済の高度成長を背景とした証券市場の成長は実物取引のみで支えられた。実物取引にも信用取引制度があり、ある種の投機は可能である。登録制で輩出した多くの中小の証券会社が先物取引による安易な投機取引を手近に行

えなかったことが、成長する市場の基盤を拡大したことはいうまでもない。市場集中主義に関しては同日には論じられないが、場外実物取引を容易に差金決済化する体質を日本の証券会社が持っていたことを考えると、やはり集中主義が規制を受けた取引所取引の拡大と信頼につながったとは少なくともいえるであろう。

しかし、なお、歴史は変転する。昭和23-24年（1948-49）にはアメリカ・スタンダードであった証券先物取引の禁止と上場証券取引の取引所集中は、30年後にはアメリカ・スタンダードではなくなった。1982年にカンザス・シティ・ボード・オブ・トレードのバリュー・ライン株価指数先物取引により証券に関する先物取引が開始され、1975-80年にかけて集中義務が緩和され、80年には79年4月26日以後上場の証券に関する市場集中義務が完全に解除されたのである。前者は巨大化した実物市場の歴史と実物金融資産の蓄積に対応してリスク・ヘッジのためにも実物証券を基底においていた先物取引の開発が必至となつたためであり、後者は機関投資家の成長による市場の分裂と米国最大のニューヨーク証券取引所の競争政策に対する批判に対応するための、きわめて現実的な方策であった<sup>13)</sup>。米市場ではすでにこのとき固定手数料制も廃止されている。

ほとんど不可変と考えられてきたアメリカ・スタンダードが変えられたとき、日本市場はどう受け止めたか。先物取引については慎重な大蔵省を証券取引所や証券会社が突き上げる形で、遅れはしたが昭和61年（1986）に標準化された債券先物が、63年（1988）に株価指数先物が、日本でも導入された。日本市場の国際化を考えればこの新たなスタンダード（あるいは旧スタンダードの消滅）を承認しないわけには行

かなかつたといえる。アメリカでは証券ではない金融先物取引はすでに1970年代から導入されていたので、全体として日本はほぼ10年遅れたことになる。情報通信設備の発展速度が速まった1970年代以後の10年は、あるいは2倍、3倍の期間に当たるかもしれない。取引の市場集中に関しては、国内市場が取引所市場を中心に構成されてきたことに多くの利用者が習熟してきたため、差し迫った問題意識は持たれなかった。遅ればせながら資本取引・金融各部面における国際化が進み、国内取引所取引の非効率性を嫌うものはロンドン、ニューヨーク等の海外市場で希望の取引を執行することも可能であったからである。現実に1995-96年ごろの「東京市場の空洞化」認識が、証券市場ビッグバン議論の1つの直接的背景になったことは周知の事実であろう。法律や行政による規制の方法によるか証券業界の申し合わせによるかは問わず、何らかの強制的な力で国内市場を囲い込んで国内ルールを生かし続けようとしても、その市場の参加者、とりわけ大参加者が自由に海外市場を選択して利用できる環境があれば、国内ルールは早晚崩壊せざるをえないことをよく示しているといえよう。

## (2) 金融取引有担主義の後退と再認識

戦前期社債浄化運動は狭く証券発行に限れば無担保社債の発行を排除し、戦後の社債発行を担保付き社債に限定したが、視野を広げれば戦後の間接金融体制を有担主義で塗りつぶした。証券発行に関する有担主義は証券の元利支払い全額をカバーしうる額の担保が設定されなければ、元利支払い不履行時には当該担保を処分して元利支払いに当てる。無担保債に比べて社債としての元利支払いの安全性が格段に高い、

という主張であろう。この考えには2つの留保すべき論点がある。1つは担保の審査能力の問題であり、不十分な査定で担保価値が評価されれば担保を設定する意味は薄れる。2つは会社破綻時の担保の価値の変動であり、会社が順調に経営を継続しているときに査定された担保価値は会社が破綻したときには著しく低下することがある<sup>14)</sup>。これらの点を勘案すれば、会社が順調に経営を継続しているかぎりでは、元利支払いの安全性に関して担保を付するか、格付けの方法を探るかは、あるいはどの幅の範囲内でどちらでも良いといえる。絶対的な選択の問題ではない。すなわち、歴史的にイギリス・スタンダード（有担主義）とアメリカ・スタンダード（格付け利用）が併存した理由である。

しかし、第2次世界大戦後、アメリカ証券市場が世界最大の力を持ち、かつては十分な担保を持たない業種や、恒常に発行額が大きく担保力が追いつかない企業等が参入するにつれ、発行手続きが簡単な無担保発行が第1スタンダード化した。アメリカ・スタンダードがグローバルスタンダード化したといっても良い。日本市場は国際化を進める過程で、昭和54年（1979）に無担保社債の発行を承認し、以後、これが国内市場にも浸透した。現在では普通社債発行額の8-9割が無担保である<sup>15)</sup>。戦前期にはグローバルスタンダードとしてイギリス・スタンダードを国内市場に採り入れた日本であるが、約50年を経て切り替わったグローバルスタンダードを受け入れたわけである。

とはいっても、先にみたように、有担主義か格付け利用かは絶対的選択ではない。無担保で債券を発行する場合でも通例いくつかの財務上の特約条項がつけられており、明らかにそれらに抵触した場合、あるいは何らかの別の件で会社の

信用力が低下する恐れがあると会社が判断した場合等には、社債期間中に追加的に担保を付して信用力を強化することが行われる。前者の例は多くは利益維持条項への抵触、すなわち数期連続の経常赤字の発生等である<sup>16)</sup>。後者の典型例は、リクルート事件最中に贈収賄の対象になったリクルートコスモス株式の発行主体であるリクルートコスモス社が社債について留保物件を担保化したこと見られよう<sup>17)</sup>。その後、不況期にはこうした無担保社債の担保社債化は予想されたとおり増大している。

ここまで考察から、以下のことがいえると思われる。

第1に、世界的に標準となるものは、ある時点で、一定程度の長期間にわたり国際金融市場として全世界に認知された個別の国のルールである。国際金融市場として覇権を取るということは、当然にその時点で世界最大の市場を提供し、世界中から参加者（発行者、投資家、市場仲介者）が集まることを意味する。参加者の3分類のうち、歴史が早い時代ほど投資家と市場仲介者はその国に属する者が多いであろう。

第2に、しかしながら国際金融の中心地は100年あるいは数十年経てば替わりうる。新しい中心市場のルールが次なるスタンダードになるが、古い中心市場のルールも競合的に残り、競合の結果、明確に1つのルールが選ばれるともあろうが、複数のルールが併存することもある。

第3に、また1つの中心市場にあっても、市場参加者の変化によって新たなルールに切り換えられることもある。

すなわち、世界的な中心市場の参加者が希望するルールを一定の法制の下で実現したものが中心国市場のスタンダードであり、それが競合

する者のない世界最大の市場であれば文字通りグローバルスタンダードになるであろう。そのスタンダードは歴史的には明らかに可変であった。しかし、「市場参加者の希望」はどのような小さな市場もある。もしその小さな市場が海外市場と競合せず、海外の参加者が参入することなく、小さな市場の参加者が海外に逃げることもないとすれば、グローバルスタンダードを考慮する必要はない。現在、日本市場がこれを考慮せざるを得ないのは、日本市場の国内参加者の中にその希望があり（その希望が満たされなければ海外市場を利用する）、一部ではあれ大参加者がこれを希望していること、日本市場に参入しようとする海外参加者がこれを希望していること（同じく海外市場を選択する）、さらに日本市場は世界の中心市場の1つになる、すなわち金融・証券市場の最大限の繁栄を希望していること、による。

## 2. 新たなグローバルスタンダードとは

明治期以来の日本と海外金融市場との関連をみた結果、これまでの100年に関しては金融・証券市場の「世界標準」とは「世界最大の需給を投合する市場のルール」を、その市場に接近する参加者及び関係する市場は「受容する」ことを意味した。これは「デファクトスタンダード（事実上の標準）」である。しかし、21世紀を目前にした現在、21世紀に通用する世界標準の考え方はかなり異なってくるだろう。例えば、日米欧のグローバル企業の経営者からなる「コー円卓会議」（1986年創設）は、1998年にグローバル企業が国際社会の中で果たすべき役割・責任を成文化したペーパーを発表したが、企業の行動指針には「日米欧の企業理念を共通理念として取り入れ、グローバルスタンダード

化を目指した」<sup>18)</sup>。すなわち、理性的な話し合いで、歴史的な違いを持った参加者全体の考えを取りまとめるような標準の作り方が明確になってきている。また、これまでに経験されていない新たな事態に対しては世界レベルで関係者全體が同時に、急遽対応することが必要な場合もしばしば生じるであろう。

すなわち世界標準は「最大規模市場のルール」から「関係者の世界的合意」にまで幅を広げつつある<sup>19)</sup>。金融・証券市場にこれを当てはめて考えてみたい。

#### (1) 世界的に統一的な対応が必要な分野

地球環境問題のように差し迫って世界レベルで明確な数値基準で合意する必要がある分野は、金融・証券市場にはほとんどないであろう。BIS 自己資本比率は数値基準を明示してはいるが、本来は「BIS 比率を割り込みはしたがこのような修正が可能である」というアナンスメントを受けて、あるいは別途高いコストを支払っても、市場がその金融機関を受容するとすれば、国際金融活動を禁止する必要はないものであろう。しかし、世界の関係者が、明確な禁止基準を持ちたい、数字で外部化させて束縛されたい、それが市場の維持には必要である、という合意に立つのであればそれでもよい、といういどものではないか。

製造業を中心とした国際標準化機構（ISO）の規格には、1) 品質保証対象の9000シリーズと、2) 環境管理に関する14000シリーズがある。金融機関が取引先企業を対象にこれらの規格認証取得を支援する業務を行ことがあるが<sup>20)</sup>、金融機関自体がこうした規格認可を取得することは少ない<sup>21)</sup>。金融機関にとってはこれらの取得は世界標準にはなっていないといえ

る。

既存の分野で統一的基準の合意が必要とされているのは第1に会計基準であろう。これもアメリカ会計基準と、国際会計基準（International Accounting Standards, IAS）とがあり、デファクトスタンダードである前者と形成過程の合意である後者とがなかなかすりあわなかった。しかし各国の公認会計士団体等で構成する国際会計基準委員会に対して、証券監督者国際機構（IOSCO）がIASを認める条件としていた主要項目の会計基準の大枠が、98年末に金融商品の時価評価原則決定で固まった。すでに日本公認会計士協会は日本の会計制度にIASを全面的に取り入れるべきだとする報告書をまとめている<sup>22)</sup>。法的強制力は持たない「基準」であるとはいえ、日本方式、日本基準は自発的に捨てられつつあるのである。IOSCOによる採用は「その分野で最高の権威を持つ国際団体による承認」を意味する。

新たな取引方式の分野では、電子証券取引、電子商取引、電子マネー、電子決済等の関連が緊急に対応が必要とされるであろう。電子証券取引に関しては98年10月には野村、大和、日興証券の3社が欧米で一般的な同取引の共通規格を採用し、また日米英の注文執行規格が統一へ向かっている<sup>23)</sup>。電子商取引一般では個人情報保護等について統一基準が早晚必要になるであろう。電子証券取引に関する規格の「欧米規格化」形式の世界標準化は、取引の迅速・正確な執行に関して実証されたデファクトスタンダードであり、日本の証券業者には開発コスト削減の意味も持った。こうした「規格化」形式は納得し易いといえる。

また、ある種の不公正取引の規制等も、世界統一的な性格を持ちうるのではないか。99年1

月に入って米金融監督当局（FRB等）は麻薬等の不正資金取引防止のために、銀行に顧客の取引監視を義務づける新規制を打ち出した。マネーロンダリングの国際化にともない、米国がこれを国際標準化することを各国に求める可能性もある<sup>24)</sup>。こうした先進型規制はやはり先進市場が走りながらスタンダードを形成し、これを関係諸国に半ば強制する方向が自然かもしれない。ただし走りながら形成したルールは、転びつつ転換する可能性も大きいと思われる。

## （2）市場の国際的競争力確保のために世界標準を考慮すべき分野

市場の国際的競争力という概念には市場の諸ファシリティーズ（法規制、税制、商品の多様性、投資家の多様性、危機対応システム、仲介者の量と質等）の競争性と、その市場で取引を執行するときのコストの競争性がある。前者をここで見る。それぞれの個別の国の特殊な歴史性が強い分野の開放というべき性格のものが多い。

日本においては先に見た取引所会員による上場証券取引の取引所集中義務の撤廃がその最たるものであろう。その結果が市場全体の取引量の拡大につながるか、店頭取引がどのていど増大するか、海外参加者をどのていど吸収しうるかは別として、海外主要市場が厳格な取引所集中主義をとっていない以上は日本もほぼ同レベルの市場開放が必至であったことになる。集中主義撤廃後2ヵ月もたたない時点で軽々しく評価はできないが、各証券取引所の対応を見る限り「取引所間、及び各市場間競争」は大いに刺激されたようである。ただし、参加者の利用は便利なファシリティーズの存在だけでは決定されない。利用コストの低下は好条件ではあって

も、利用した結果の取引で利益が上がらなくては意味はないからである。

債券発行を中心とする格付け（rating）もここに入れられる。「格付けを重視する市場に」という面では、これを否定してはこれから市場は成り立たない。しかしながら、アメリカ基準の格付けが今後の日本市場にとっても良いものかどうかは別であろう。中立的ではあるが、格付け情報を商品として市場に販売する格付け機関の性格から、その格付け情報はある特定の社会、市場の、投資家層を前提とするであろう。すなわち日本市場の投資家にとって、アメリカ市場の投資家がみる日本企業のアメリカ格付けがベストのものとは限らない。各国の独自の格付けとアメリカ格付けの対比の中にこそ21世紀型の判断の方法があるかもしれないと思う。

税制は2)と3)の両面にまたがるというべきかもしれない。証券に関する税制は、制度としては一国の租税構造の一環に組み込まれ、様々な歴史的経緯をまとい、それだけを取り上げて簡単に変更はできないものである。税制に関しては一応英国が国際標準だといわれているが、それほど明確な認識かどうかはわからない。どこが国際標準かは別として、日本版ビッグバンの結果、東京市場に対する評価が若干改善する中で、税制、取引決済システム、金融監督体制、会計制度等にまだ多くの改善点が残されているとする指摘が多い<sup>25)</sup>。これらが端的に問題点を示しているであろう。税制は、容易には変えがたいとしても、変えられれば証券取引の間接的なコストを削減する強い効果を持ち、市場の最終的国際競争力を大いに強化するであろう。99年4月に実行される有価証券取引税の撤廃はその効果が期待されている。

### (3) 市場の国際的競争で決定され、動く分野

工場生産商品であれば、同一種類、同一規格の商品について国際的競争力が強いか弱いかは製造コストと利潤設定に外国為替相場を掛け合わせた最終的「商品価格」で判断される。しかし、金融・証券市場の取引商品はこう単純には比較ができない。その商品の「価値」はそれぞれに異なる保有期間に実現した総投資收益率で示され、投資・保有の動機によっては期待收益率が異なるからである。株券・債券等の本源的な証券の場合は期間保有によるインカムゲインは発行者の収益力と配分方針によって決められ、(実現・未実現の)キャピタルゲインは市場の売買の結果決められる。市場仲介者(証券会社)が努力して動かせる部分はない。反対に、意図的に株価を動かす相場操縦は法律違反である。商品性に手を触れられないとなればできるのは市場仲介者の利潤の削減すなわち取引コストの自由化と低下になる。証券ビッグバン以前にすでに方向は開始されていたものであるが、諸固定手数料の自由化はまさにこの最たるものである。

### (4) 市場の独自性を發揮すべき分野

世界標準へ世界標準へと収斂する力が強いが、実は日本版ビッグバンの実行は日本標準、あるいはローカルスタンダードの魅力を明確にすることを要求していると考える。裏返せば、世界標準にすべてを鞘寄せしたときに日本市場が国際的競争に負けるだろうことは読めるからである。英語力、創造力を養わない教育、なお高い地価、株式・債券市場の発行主体の体力の弱さ、海外市場を選ぶ大投資家、市場仲介者の弱体化——挙げればきりもない状況である。同

証券市場にとってグローバルスタンダードとは何か

じ土俵に上るとすればことごとくマイナスに作用するこれらの多くの要因を、なんとかプラスに転化するような日本市場の独自性を発揮するしかないではないか。世界標準を考えることは、世界標準への単純な鞘寄せのためにするわけではない。むしろ、機械的な鞘寄せは無いと知ることから始まるといえる。

やや古い話になるが、1984年当時、ユーロ円債市場を作り上げるに当たり、(発行者は居住者か否かを問わず)この市場の特性は以下のようなものと考えられた<sup>26)</sup>。

- 抵当物件ないし担保は要求されない
- トラスティーの設置は要求されない
- 金利についての指導又は規制はない
- 居住者又は非居住者との間のカレンシー・スワップ又は金利スワップについて規制はない
- 引受手数料その他の手数料に関する指導はない
- 債券の額面金額の上限、下限はない
- 満期の制限はない(ただし5年以上)
- 記名式であることは要求されない
- 譲渡性に関する制限はない
- 債券を販売できる国に関する制限は(当該国による規制を除き)存在しない。日本の国外での債券の配分について制限はない

これらは、国内市場に関しては厳しい規制を継続してきた日本の大蔵省が、ユーロ債市場一般の特性に従うようにルールを表現したもので、規制・制限はすべて「ない」となっている。この「無規制」という特性はグローバルスタンダードの1つの極であるが、では世界中の市場がすべてこうしたユーロ型の市場に転換したかといえば、していない。各国の規制がある市場があればこそ、相対的に少数のユーロ型の

市場の存在価値が大きいのである。すなわち規制は少ないほうが良いが、規制によって限定された市場には限定された利用の道がある。第1に国内市場として、第2に資金豊富で強い国際通貨による国際市場として。国内市場としては、一部の大参加者は他国の、あるいはユーロ型の他大市場を選択・利用するであろうし、国際市場としてもさらに選択的利用にさらされるであろう。その選択的利用の過程でいかに市場仲介者が発行者と投資家の双方に対して熟練した能力を発揮しうるか、今後のこの過程で、現在は把握されていない独自性が明確になることが唯一の期待である。

世界同時並行的に金融改革が進められている以上、一定程度までは市場は同質化するであろう。その同質化する部分についてのルールがグローバルスタンダードであり、同質化しない独自の部分についてはローカルスタンダードがありうる。ある種のディスクロージャーや格付情報の作成、新商品の試行等はここに属するであろう。

いづれにしても市場参加者がその市場のスタンダードを決め、調整し、運営するという大前提が了解されれば、走りながらでも決めることができあり、また走れる速度で決めていけば良いことになるのではないだろうか。

#### 注

- 1) 日本興業銀行外事部『日本外債小史』、29-30頁。
- 2) 栗栖赳夫『担保付社債論 付 外債の研究』文雅堂、73-74頁。
- 3) 岡東務『債券格付の研究』中央経済社、18頁。
- 4) 日本興業銀行、前掲書、栗栖、前掲書、ともに詳細に

外債発行の手順を記述しているが、格付に関してはまったく触れられていない。

- 5) 社債浄化運動については竹内半寿『我国公社債制度の沿革』酒井書店、参照。
- 6) 小林和子、『財政金融政策と証券市場2』『証券研究』第42巻、283-286、308-314頁、参照。
- 7) ダイヤモンド社、『全国株主要覧』(大正6年) 参照。
- 8) 日本興業銀行『第16回全国公債社債明細表』に初めて掲載される。
- 9) 『第21回全国公債社債明細表』、402-402頁。
- 10) 日本興業銀行、前掲書、92-93頁。
- 11) 小林和子『証券－産業の昭和社会史10』、76-77頁。
- 12) 日本証券経済研究所『日本証券史資料』戦後編第7巻「証券市場の成長と拡大期1」参照。
- 13) 日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場』1998年版、90-92、144頁。
- 14) 小林和子「社債整理と受託銀行」『証券経済研究』第6号。
- 15) 1998年12月中発行の普通社債67銘柄は、完全無担保58、一般担保付9、完全無担保のうち51は担保提供制限条項ないし担保付切替条項、あるいはその双方の特約を有する。日本証券業協会『公社債月報』No. 508。
- 16) 岡東、前掲書、81-82頁。
- 17) 1989年3月18日付『日本経済新聞』「株式会社リクルートコスト無担保転換社債の物上担保権設定に関する公告」。
- 18) 1998年5月コーポレート・ガバナンス・フォーラム配付資料「コーポレート・ガバナンス・フォーラム」参照。
- 19) 1998年5月24日付『日本経済新聞』。
- 20) 1998年8月3日付『金融財政』、京都銀行と同行出資の京都総合経済研究所のISO認証取得支援業務について。
- 21) 第一勵業銀行については1997年9月24日付、住友銀行については1998年1月5日付、各『日本経済新聞』。
- 22) 1998年10月14日付『日本経済新聞』。
- 23) 1998年10月8日『日本経済新聞』及び同11日付『日経新聞』。
- 24) 1999年1月6日付『日本経済新聞』。
- 25) 1998年12月28日付『日本経済新聞』、国際金融情報センター実施「外国金融機関の東京金融・資本市場に対する評価と戦略」アンケート。
- 26) 大蔵省証券局『証券局年報』昭和59年版、56頁、「日米共同円・ドル・レート、金融・資本市場問題特別会合作部会報告書」付属文書2参照。

(当所東京研究所主任研究員)