

〈論 説〉 (商経論叢第22巻第3・4号)  
(昭和 62 年 5 月)

## イギリス証券制度の大改革

清 田 邦 弘

### 目 次

- (ア) 証券制度改革のこれ迄の経緯
- (イ) イギリスの証券制度改革の背景
- (ウ) 証券制度改革に伴う影響
- (エ) 国際金融センターとしてのシティーの優位とは何か

ロンドンのシティーは、イギリスの世界経済における相対的地位が継続的に低下しているとは云え、ユーロ市場の中心として世界各国からの資金の調達と運用の場としてその重要性は益々高まっており、東京・ニューヨークと並ぶ世界三大国際金融センターの一つとして重要な役割を果たしている。

しかしながら、イギリス製造業の国際競争力の後退を反映し、ロンドン証券取引所は上場会社数でこそ3000社近くに及び(1986年末)東京・ニューヨーク市場を凌ぐほど多いが、上場証券の時価総額では85年末でおおよそ東京市場の3分の1(37%)、ニューヨーク市場の5分の1(19%)に過ぎず、同売買金額ではさらに小さくなっている。(表1)また、GDPに対する証券発行額の割合の時系列的推移も減少の一途を辿り、1984年の比率は日本・米国の16~18%前後に対し、イギリスのそれは5~6%台と極めて小さくなっている。ロンドン証券取引所での取引の特徴として売買証券の80~90%近くが国債であり、残り5%以下が地方債で占め、民間の債券・株式は5%以下となっている。(表2)さらに、株式市場については、一部北海油田関連株と特別な優良銘柄以外は値つき

第1表 上場会社数・時価総額・売買代金

(1985年(末))																	
証券取引所	東京	ニューヨーク	イギリス	フランス	パ	リ	アムス	ブラ	ルクセン	チャ	ミラノ	マ	ド	リ	ア	メ	リ
株式上場(内国)	1,476	1,487	2,116	212	489	232	192	174	131	147	334	737	912				
会社数(外国)	21	54	572	177	189	242	144	151	184	—	—	—	46	54			
上場(内国)	1,487	2,240	1,804	247	546	289	281	183	205	214	334	889	1,379				
株式(外国)	21	58	491	186	243	303	192	182	190	—	—	—	51	59			
銘柄	617	3,602	3,040	4,968	2,053	1,308	186	97	1,406	1,223	N.A.	342	—				
債券(外国)	237	254	1,551	681	181	156	5	3,001	776	29	—	5	—				
時価総額(株式)	190,127	1,882,668	244,711	412,300	598,045	164,553	1,051,080	637,466	174,644	98,195	3,007,339	63,236	220,000				
(現地通貨)(債券)	102,762	1,313,873	232,220	591,900	1,512,995	196,278	2,752,564	17,655,677	167,381	290,101	3,309,057	17,655	—				
百万ドル																	
時価総額(株式)	948,264	1,882,668	353,629	167,534	79,096	59,363	20,871	12,658	84,085	58,502	19,509	63,236	157,424				
(ドル換算)(債券)	512,529	1,313,873	335,578	240,512	200,105	70,807	54,658	350,589	80,588	172,833	21,469	17,655	—				
売買代金(株式)	79,564	970,479	52,777	97,731	152,615	56,636	186,116	3,833	451,703	26,315	492,504	26,710	44,197				
(現地通貨)(債券)	69,893	9,047	142,460	121,123	717,655	45,765	121,988	15,767	—	4,764	1,225,203	2,762	—				
百万ドル																	
売買代金(株式)	396,828	970,479	76,267	39,712	20,184	20,431	3,696	76	217,479	15,678	3,195	26,710	31,626				
(ドル換算)(債券)	348,594	9,047	205,867	49,217	94,915	16,510	2,422	313	—	2,838	7,948	2,762	—				
売買代金回転率	44.7	56.9	5.9	30.6	26.6	39.0	20.3	0.4	N.A.	35.6	18.6	40.3	22.1				
(%)		(23.5)															
会員会社数	93	599	225	101	45	141	193	57	25	115	75	519	74				
原則として、株式時価総額、売買代金回転率は、外国株主会																	

(1985年(末))

1. 原則として、株式時価総額。売買代金回転率は、外国株を含み、ドル換算は、85年末の為替相場による。

2. ニューヨーク、アメリカン・エクスチェンジ・証券取引所。

3. イギリス：アイランド・証券取引所。また、売買代金回転率は外国株を含む。

4. 単独上場会社を含む：後配株は株式に、優先株は債券に算入；売買代金回転率は外国株を含む。( )内は時価総額が内国株、売買代金が内外国株とした場合の数値；会員会社数は86年3月末現在(ジョバーを含む)。

5. ( )内は86年4月から実施。

6. フラン克福ルト：債券時価総額は額面計算。

7. パリ：債券時価総額は額面計算。

8. プラッセル：債券時価総額は額面計算。

9. チェルシー：債券時価総額は額面計算。

10. ミラノ：債券時価総額及び債券売買代金は額面計算。

出所：「証券」東京証券取引所昭和61年11月号p.50

第2表 GDPに対する証券発行額の割合・  
証券取引所で取引する証券の割合

証券発行状況

種類別	発行者	年	日本①		米 国②		イギリス⑤		西ドイツ⑥		フランス⑦	
			(十億円)	構成比	(億ドル)	構成比	(百 万 ポンド)	構成比	(百 万 マルク)	構成比	(億 フラン)	構成比
株 式 発 行 額	民間企業	1980	1,441	3.8	196	6.7	893	5.2	5,740	3.8	156.3	11.8
		1981	2,112	5.0	222	7.0	1,661	10.4	3,759	2.0	284.9	20.6
		1982	2,045	4.4	225	5.5	1,032	7.6	4,774	2.2	300.9	16.0
		1983	1,368	2.5	394	8.1	1,868	9.7	6,625	2.8	446.6	18.4
		1984	2,050	3.7	135	2.3	1,197	6.8	4,822	2.0	475.1	15.8
		1985	...	...	...	...	3,432	15.9	8,198	3.0	669.7	17.2
	金融機関	1980	91	0.2	30	1.0	62	0.4	1,208	0.8	54.5	4.1
		1981	280	0.7	47	1.5	215	1.3	1,757	0.9	27.1	2.0
		1982	108	0.2	64	1.6	20	0.1	1,147	0.5	35.8	1.9
		1983	115	0.2	131	2.7	466	2.4	646	0.3	49.6	2.0
		1984	146	0.3	121	2.1	400	2.3	1,456	0.6	116.5	3.9
		1985	...	...	...	...	977	4.5	2,811	1.0	173.1	4.5
中 長 期 債 券	中央政府	1980	13,959	36.6	1,325	45.0	15,033	87.9	20,933	14.0	391.0	29.5
		1981	15,713	37.1	1,505	47.3	12,827	80.0	25,243	13.1	250.0	18.1
		1982	15,790	34.2	1,923	47.1	10,576	77.8	37,113	16.9	420.0	22.3
		1983	21,802	39.8	2,461	50.4	14,541	75.5	35,575	15.0	510.1	21.0
		1984	18,913	33.9	3,032	51.4	14,005	79.1	40,234	16.9	897.1	29.8
		1985	21,491	...	3,207	...	15,192	70.4	49,501	17.9	1,043.6	26.9
	地方公共団体	1980	2,402	6.3	141	4.8	765	4.5	947	0.6	41.1	3.1
		1981	2,359	5.6	124	3.9	698	4.4	350	0.2	28.6	2.1
		1982	2,515	5.4	210	5.1	876	6.4	4,174	1.9	39.0	2.1
		1983	2,630	4.8	215	4.4	1,088	5.6	7,614	3.2	114.5	4.7
		1984	2,951	5.3	265	4.5	775	4.4	6,006	2.5	99.4	3.3
		1985	2,401	...	...	...	344	1.6	7,316	2.7	91.0	2.3
	政府企業	1980	3,035	8.0	343	11.6	—	—	5,884	3.9	—	—
		1981	3,482	8.2	353	11.1	2	—	5,519	2.9	—	—
		1982	4,222	9.1	576	14.1	1	—	6,433	2.9	—	—
		1983	4,275	7.8	648	13.3	7	—	4,465	1.9	—	—
		1984	4,630	8.3	802	13.6	9	—	5,149	2.2	—	—
		1985	...	...	...	...	7	—	6,344	2.3	—	—
	民間企業	1980	1,976	5.2	414	14.1	276	1.6	19	—	143.6	10.8
		1981	2,613	6.2	314	9.9	278	1.7	20	—	124.1	9.0
		1982	2,777	6.0	335	8.2	212	1.6	118	—	298.5	15.8
		1983	3,483	6.4	424	8.7	476	2.5	41	—	300.4	12.3
		1984	4,896	8.8	794	13.5	335	1.9	606	0.3	309.4	10.3
		1985	...	...	...	...	908	4.2	723	0.3	335.6	8.6

発 行 額	金 融 機 関	1980	14,823	38.9	451	15.3	6	—	108,884	72.6	530.0	39.9
		1981	15,222	35.9	546	17.2	1	—	153,944	80.1	660.8	47.9
		1982	17,956	38.8	691	16.9	309	2.3	163,139	74.3	774.6	41.1
		1983	20,181	36.8	565	11.6	310	1.6	177,723	75.1	997.6	41.0
		1984	21,140	37.9	707	12.0	136	0.8	174,785	73.5	1,097.9	36.5
		1985	...	...	...	...	68	0.3	196,341	71.2	1,523.9	39.2
	外 国 政 府 企 業 等	1980	385	1.0	45	1.5	74	0.4	6,286	4.2	11.0	0.8
		1981	603	1.4	69	2.2	349	2.2	1,608	0.8	5.0	0.4
		1982	821	1.8	60	1.5	564	4.2	2,768	1.2	15.0	0.8
		1983	914	1.7	47	1.0	516	2.7	3,838	1.6	14.2	0.6
		1984	1,061	1.9	43	0.7	852	4.8	4,677	2.0	12.3	0.4
		1985	1,433	...	...	...	652	3.0	4,629	1.7	47.9	1.2
発 行 額 合 計		1980	38,112	100	2,945	100	17,109	100	149,901	100	1,327.5	100
		1981	42,384	100	3,180	100	16,031	100	192,199	100	1,380.6	100
		1982	46,234	100	4,084	100	13,590	100	219,667	100	1,884.0	100
		1983	54,768	100	4,885	100	19,272	100	236,530	100	2,433.0	100
		1984	55,787	100	5,899	100	17,709	100	237,735	100	3,007.7	100
		1985	...	...	...	...	21,580	100	275,863	100	3,884.8	100
米ドル換 算発行額 合 計 (対GDP 比率%)		1980	億ドル (%)		億ドル (%)		億ドル (%)		億ドル (%)		億ドル (%)	
		1980	1,681(15.9)		2,945(11.0)		398(7.4)		825(10.1)		314(4.8)	
		1981	1,922(16.5)		3,180(10.6)		325(6.3)		850(12.5)		254(4.4)	
		1982	1,856(17.1)		4,084(13.1)		238(4.9)		905(13.7)		287(5.3)	
		1983	2,306(18.5)		4,885(14.6)		292(6.4)		926(14.2)		319(6.2)	
		1984	2,339(18.7)		5,899(15.8)		237(5.5)		835(13.6)		344(7.0)	
		1985	...( ...)		...( ...)		280( ...)		937( ...)		432(8.5)	

注 (1) CECD Financial Statistics による。各国国内市場において居住者および非居住者により毎年発行された証券の総額（イタリアの株式発行額は純額）を表示。

(2) 中長期債券は期限1年以上の譲渡可能証券。西ドイツの中長期債券は債務証券を含む。また金融機関発行分は主として住宅建設資金貸出のための抵当債券および公益事業貸付原資調達のための自治体債券。1年未満の債券も含む。なお、イタリアの株式発行額の民間企業は政府企業を含む。

(3) 米ドル換算発行額合計は、IMF International Financial Statistics 掲載の年平均為替相場により換算。また対 GDP 比率も同資料により算出。

出所：「国際比較統計」第23号日本銀行調査統計局昭和61年6月。

が悪く、そのため売買額の推移も世界の主要取引所の平均伸び率を大きく下回り、さらに世界の主要取引所の中で占めるロンドン証券取引所の売買額シェアも僅か4.6%に過ぎないと云う停滞した状況にある。(表3)

また、ユーロ市場の中心としてのシティーは、世界各国にとっての資金の調達と運用の場であり、イギリスの世界経済における経済的地位が大幅に低下しているにも拘らず、国際金融センターとしての役割が上昇しているというのは

第3表 世界の主要取引所は次の16ヶ国とし計算している

主要16カ国株式取引所の売買代金（億ドル、カッコ内は構成比，％）

	ロンドン 証 取	ニューヨ ーク 証 取	東証1部	西 独 (全取引所)	そ の 他	合 計
75年	196(8.1)	1,337(55.4)	512(21.2)	111(4.6)	259(10.7)	2,415(100)
77年	176(6.2)	1,548(54.6)	774(27.3)	120(4.2)	219( 7.7)	2,837(100)
79年	242(5.0)	2,382(49.7)	1,499(31.3)	140(2.9)	533(11.1)	4,796(100)
81年	327(4.3)	3,950(52.4)	2,178(28.9)	135(1.8)	944(12.6)	7,534(100)
83年	425(3.7)	7,513(66.3)	2,183(18.8)	329(2.9)	931( 8.3)	11,336(100)
85年	702(4.6)	9,705(61.6)	3,212(20.4)	755(4.8)	1,383(8.6)	15,757(100)

(注) 16カ国は米、カナダ、日本、オーストラリア、香港、シンガポール・マレーシア、英、西独、仏、スイス、オランダ、イタリア、スペイン、デンマーク、スウェーデン、南ア。Morgan Stanley Capital International Perspective による。

興味深いことである。そのユーロ市場は1970年代後半に石油価格の高騰を背景に、産油国からのオイルマネーの放出と西欧主要先進国を始め非産油諸国を中心とした諸国からの国際収支不均衡を埋め合わせるべく資金需要の増加がユーロ市場の拡大に大きく貢献したのであったが、その後1982年にメキシコやブラジルの累積債務問題がクローズアップした事でユーロバンクの資金供給が慎重になり、さらに続くその後の世界経済の低迷による原油需要の伸び悩みや、それ迄の急速な原油価格急騰の反動として、省エネルギーやエネルギーの代替化が促進され、石油需要が停滞して行く一連の世界経済情勢の変遷は原油価格を下落させる事となり、産油国からのオイルマネーの放出が減少し、ユーロ市場の規模は（ユーロカレンシー市場）低迷する事となり以前ほどの活況は見られなくなった。（表4）

このような状況の下で、イギリスは宇宙の創造に例えたビッグ・バンと称する証券制度の大改革を行うことになった。その改革の主要な項目は次のような一連の規制の撤廃・緩和の措置であった。すなわち、(1)配当制限の撤廃、(2)非会員による会員会社への出資制限の撤廃、(3)国内外の非会員に対する会員権取得の緩和承認、(4)ジョバーとブローカーの兼業の承認、(5)SEAQと称するコンピューターによる売買システムの導入、(6)売買取引税の1％から0.5％への引き下げ、(外国株の売買は有価証券取引税免除) (7)最低委託売買手数料率の撤廃、である。



第4表 ユーロ市

国 名 年 月	欧 州 15 カ 国											
	オ ー ス ト リ ア	ベ ル ギ ー	ル ク セ ン ブ ル ク	デ ン マ ー ク	フ イ ン ラ ン ド	フ ラ ン ス	西 ド イ ツ	ア イ ル ラ ン ド	イ タ リ ア	オ ラ ダ	ノ ル ウ エ ー	ス ペ イ ン
81/12	22.7	65.5	82.4	3.6	—	132.2	24.3	3.1	46.8	51.6	—	—
82/12	24.6	64.6	82.9	3.5	—	137.2	23.0	3.5	41.0	51.3	—	—
83/12	24.7	67.8	78.3	4.5	6.8	132.8	21.0	3.3	43.3	46.6	5.6	17.6
84/12	26.4	74.8	78.6	5.4	8.3	131.3	23.1	3.3	50.4	45.3	6.5	16.6
85/ 6	28.1	84.2	83.8	5.8	9.1	133.4	23.2	3.5	48.2	46.6	7.3	16.9

注 1) 本計数は国際決済銀行 (BIS) への各国中央銀行報告計数。

2) 欧州15カ国については報告銀行計数の外貨建対外負債残高。

「欧州計」は自国通貨建計数を含むので各国計数とは一致しない。

3) カナダ, 日本, アメリカ, その他については自国通貨建対外負債残高。

4) 「その他」は1981, 82年計数はバハマ, ケイマン, パナマ, 香港, シンガポール所在の米銀海外支店勘定のみ。

出所 BIS「85年第1・4半期報」。

これらの一連の改革の目的は、第一に、国際金融センターとしてのシティーを活性化することであり、第二には、イギリスの銀行・証券会社の再編を通して資本力を強化しイギリス金融産業の国際競争力を高めることであった。

この改革の成否はイギリス経済にとって重大事であり、同国の二大外貨収入源である北海油田と、それに並ぶとも劣ることのないシティーの金融産業の浮沈を賭けた大改革であり、さらに失業問題で深刻な状況にあるイギリス経済にとって雇用の拡大にも関わる決して譲る事の出来ない最後の砦とも言うべき死守せねばならないシティーの繁栄と、イギリス金融産業の活況を切望する政府・イングランド銀行の賭けとも言える大胆な改革による外貨収入源の確保・増大を狙った政策であった。(表5)

そして、以上のような一連の改革は次の様な点で強い興味と関心を持つ事となった。一つに、シティーの銀行・証券会社がどの様に変革を余儀ないものとし、また、金融市場がどの様に変貌して行くであろうか、二つに、わが国を含め世界の主要取引所にどの様な影響を与えるであろうか、第三に、イギリスの経済的地位の低下にも拘らず、シティーはなおも国際金融センターとしての重

## 場 の 規 模

(単位: 10億米ドル)

ス ウ エ ー デ ン	ス イ ス	イ ギ リ ス	欧 <sup>2)</sup> 州 計	カ <sup>3)</sup> ナ ダ	日 <sup>3)</sup> 本	ア <sup>5)</sup> メ リ カ	そ <sup>6)</sup> の 他	合 計	参 <sup>6)</sup> 考
12.2	31.0	420.6	1,015.1	62.6	100.4	178.1	175.8	1,532.0	1,954
12.3	29.6	455.9	1,043.5	58.7	100.0	246.2	178.9	1,627.3	2,168
12.9	27.6	480.9	1,080.6	62.0	106.6	294.7	484.5	2,028.5	2,278
11.8	26.8	496.7	1,112.5	63.0	127.0	324.7	502.2	2,129.4	2,383
14.7	27.8	509.1	1,162.6	62.7	137.1	335.9	504.7	2,203.0	2,467

1983年以降は、上記米銀海外支店を含み、非米銀の下記海外支店国際業務勘定の合計額。  
パハマ、ケイマン、香港、シンガポール、バーレーン（オフショア勘定合計）、蘭領アン  
チル（オフショア勘定合計）。

5) IBF 勘定を含む。

6) モルガン銀行のユーロ貨規模グロス計数（モルガン計数は BIS 報告）よりユーロ市場の定義  
を広くとっている。

要な役割を果たすことを可能にしている根本的理由に、今回の一連の証券制度  
の改革と1979年10月に実施した外国為替管理法の撤廃の措置が如何なる魅力  
付け加える事となったかを明らかにし、その繁栄の根本的原因と国際金融セン  
ターとしての如何なる機能を分担することでの繁栄かを模索することにあつた。

以下、次の順で記述し問題点にアプローチする。

(ア)証券制度改革のこれ迄の経緯

(イ)イギリス証券制度改革の背景

(ウ)証券制度改革に伴う影響

(エ)国際金融センターとしてシティーの優位とは何か

## (ア) 証券制度改革のこれ迄の経緯

1986年10月27日迄に一通り完了した一連の証券制度改革の発端は、1976年に  
日本の公正取引委員会に当たる公正取引庁 (Office of fair trading) が制限的取引  
慣行法 (The Restrictive Trade Practices Act) の改正により、その法律の適用範  
囲をサービス産業にまで広げることから始まった。そこで公正取引庁は、証券

第5表 日本・米国・イギリスの国際収支

(単位: 百万ドル)

		1978年	1979	1980	1981	1982	1983	1984年
日本	貿易	25,616	1,886	2,148	20,305	18,183	31,600	44,403
	貿易外・移転	-8,075	-10,607	-12,885	-15,199	-11,206	-10,658	-9,256
	経常収支	17,528	-8,708	-10,738	5,118	6,977	20,942	35,148
	資本収支	-7,787	-6,899	18,898	-1,957	-16,262	-21,476	-36,818
	誤差脱漏	200	2,442	-3,111	377	4,549	2,042	3,813
	総合収支	9,953	-13,165	5,050	3,537	-4,736	1,507	2,132
	外貨準備高増減(-)額	10,171	-12,692	4,905	3,171	-5,141	1,234	1,817
米国	貿易	-34,117	-27,533	-25,471	-28,135	-36,719	-62,259	-108,333
	貿易外・移転	18,404	26,589	27,358	34,349	28,384	21,102	6,488
	経常収支	-15,713	-930	1,887	6,214	-8,335	-41,167	-101,845
	資本収支	-30,223	-14,367	-34,022	-27,050	-22,952	25,688	76,896
	誤差脱漏	12,833	25,478	23,076	19,786	33,153	11,374	24,815
	総合収支	-33,103	10,168	-9,059	-1,049	1,866	-4,105	-144
	外貨準備高増減(-)額	-662	306	7,800	3,319	3,883	-211	1,187
イギリス	貿易	-2,987	-7,209	3,376	7,015	3,504	-1,791	-5,671
	貿易外・移転	5,167	6,239	4,981	7,254	5,008	6,668	6,440
	経常収支	2,180	-970	8,356	14,269	8,512	4,878	770
	資本収支	-8,515	-18,242	-6,810	-13,437	1,642	-8,577	-15,113
	誤差脱漏	3,806	660	-2,131	-328	-4,931	1,491	1,829
	総合収支	-2,529	-18,552	584	505	5,222	-2,207	-12,515
	外貨準備高増減(-)額	-4,863	6,844	4,938	-4,129	-6,350	820	-2,123

注(1) 国際収支項目は IMF Balance of Payments Yearbook による。なお SDR 建を当局で米ドルに換算。

(2) 貿易は輸出・入とも f.o.b. 価格。

(3) 総合収支の-印は対外ポジションの悪化即ちネット資産の減少ないしネット負債の増加を示し、その他の-印は支払超(資本収支の場合はネット資産の増加ないしネット負債の減少)を示す。

出所: 「国際比較統計」日本銀行調査統計局

昭和61年6月

※ イギリスの金融収益に関する詳細は、下記資料を参照しました。

「Economic Trends Annual Supplement」"Central Statistical office"

1986年 p.129

取引所のルール・ブックに決められている ア. 最低委託手数料率について、  
イ. ブローカーとジョバーの機能の分離について ウ. 証券取引所新規加入制限についてカルテルに当たり違法であるとして制限的取引慣行裁判所に訴訟の準備を進めていたが、1983年7月に貿易産業大臣による仲裁案が示された。それ



は 1. 手数料の自由化を1986年末までに実施 2. 取引所理事会に非会員理事の参加 3. 取引所会員の新規加入が拒絶された場合に苦情処理機関の設置, であった。以上の仲裁案に取引所側が同意する事で, 公正取引庁は訴訟を取り下げる事となった。この合意に基づき取引所側は1986年10月27日を最終日と定めて, これ迄に下記の如く一連の取引所規則を漸次緩和・撤廃し今日に至っている。

1979年 5 月 サッチャー首相に就任

1979年10月 外国為替管理法の撤廃

1979年10月 配当制限の撤廃

1982年 6 月 非会員による会員会社への出資制限を10%から29.9%に引き上げ

1983年 7 月 貿易産業省とロンドン証券取引所が86年末迄の改革に合意

1985年 1 月 貿易産業省 New Framework for Investment Protection 発表

1985年12月 金融サービス法案を議会に提出, 87年施行予定

1986年 3 月 非会員による会員会社への出資制限を撤廃し 100% 支配の承認

1986年 3 月 最高でも 5 万ポンドという割安な値段で取引所会員権を解放

1986年10月 証券売買手数料の自由化・ブローカーとジョバーの兼業の承認  
SEAQシステムによる売買の実施・取引税の0.5%への引き下げ

以上のような一連の改革を表面的に見れば, 公正取引庁の強引な主導権の下に改革がなされ, ロンドン証券取引所は要求にしぶしぶ従って来たかのように受け取られがちであるが, 実際はシティの低迷とイギリスの金融産業の国際競争からの後退を食い止めるべく必要な改革として, シティの銀行・証券会社自身がその早期の改革を待ち望んでいたのであった。何故ならばシティは大改革に踏み切らざるを得なかった次のような種々の病んだ経済的背景が存在していたからである。

### (イ) イギリスの証券制度改革の背景

この度の一連の証券制度改革の経済的背景として, 四つの大きな原因を指

摘する事ができる。その一つが、機関投資家現象であり、二つに、外国為替管理法の撤廃があり、三つ目として、投資家保護の政治的要請の高まりがあり、四つ目として、セキュリティゼーションの世界的な風潮の下でイギリス以外の諸国の金融自由化とハイテクの導入による進展に比べてロンドン証券取引所の対応の遅れを指摘する事ができる。

第一番目として、先進主要国取引所の世界的共通の傾向でもあるが、個人投資家の持株比率が減少し、金融機関や機関投資家による保有比率の上昇傾向を指摘する事が出来る。この機関投資家現象は取引の売買額が大口であるが故に、一つに、手数料の問題で、二つに、イギリスのジョバー・ブローカーが共に経営規模が小さいという点で、ロンドン証券取引所を不振に導くこととなった。

手数料の点については、大口取引を常とする機関投資家にとっては出きる限り売買コストを切り詰めようとする傾向があった。そこで、それを可能にしたのが非会員による場外市場での取引によるか、さもないとすれば国際的観点の比較に立って、ニューヨーク市場がシティーに先立ち1975年5月に手数料の自由化を実現しており、ロンドン証券取引所で売買するよりもニューヨークで行う方が得策であった。以上の二つの方法での機関投資家による手数料節約のための証券売買は、結果的にロンドン証券取引所での取引を減少させる事となった。

次に、ジョバーとブローカーの小規模経営については、長きに亘って会員制度を背景に棲み分けとも言える各種機能の分業が続いてきたイギリスの銀行・証券会社にとって、これ迄は大資本による経営の必要はなく、小規模で経営を続けてきた。この事は、近年の諸外国の金融機関との国際競争で幾つかの不利な点を指摘することが出来る。

それは、大口の注文を単一価格で応じるには難しい場合も多く、また、顧客のニーズにあった各種のサービスの提供には経営規模の点からその能力には限界があった。すなわち、氾濫する多くの情報の中から必要なもののみを取捨選択して必要な情報を提供したり、投資顧問として適切なファンドマネージングに協力をしたり、また、M&A（合併・買収）に際しては、的確な判断と協力の

下に顧客の要望に添えるような成功を治めるには、大規模な資本力によるユニバーサル・バンキングを行う銀行・証券会社の方が有利であった。この様な資本力の小さいジョバー・ブローカーは機関投資家の大口取引やそれに伴う種々のサービスの提供には、日本・欧米の大規模な銀行・証券会社との競争で不利であった。次に、経営規模の小さいことはコストの嵩むハイテクノロジーの導入で諸外国に遅れをとる事になった。そのことは、(1)アメリカのような種々の金融商品の創造を阻み、投資家のニーズに合った証券・債券の発行や流通市場の発展を遅らせる事となったし、(2)ハイテクを駆使した取引方法の改善や振替決済機能の進展を遅らせる事となり、企業のファームバンキングに象徴されるゼロ残高ベースを基調とする効率的な資金の調達・運用への対応を遅らせる事となった。さらに、(3)企業に必要な情報をグローバルな観点からより多く集め、その中から必要な情報のみを取捨選択し、一速くしかも継続的に提供するのに遅れをとる事になった。

第二番目として、1979年10月の外国為替管理法の撤廃を挙げることが出来る。同法の撤廃理由は1979年5月サッチャー政権誕生による自由化政策の一貫として実施され、市場原理を大いに導入しようとする政策であった。また、第一次・第二次オイル・ショックを背景に経常収支の大幅な改善によるポンド相場の反発を憂慮し、海外資本流出を当初より意図しての政策でもあった。

このことは、機関投資家をして積極的に資本の国際分散投資を可能にし、資本の海外流出を増加させる結果となり、シティーとイギリスの銀行・証券会社を不振に導いた究極的な淵源であったと言える。

第三番目として、投資家保護のためにこれ迄の証券制度を大幅に改革しようとする政治的要請を挙げることが出来る。これ迄証券取引に関しての規制は、会社の基本的な準則を定めた会社法と、免許を受けずに証券取引を行うことを禁じた不正投資防止法が存在するのみであった。また、金利についても1971年10月までは預金金利・貸出金利についての法律上の規制はなく、これ迄は四大銀行を中心とするクリアリングバンク間に公定歩合と連動する金利協定があり、

その他の銀行もこれに準じる仕組みとなっていた。この金利協定も1971年イングランド銀行の勧告により廃止された。この事は金融政策当局の指導の下で預金金利・貸出金利・大口預金・小口預金を問わず、銀行金利が一挙に自由化された事となり、それが起因し1973～1974年に起こった中小金融機関の多数倒産であるセカンダリー・バンキング・クライシスが発生したが、それを阻止すべく適切な法律が存在しないことで法的な対応が出来なかった反省の下に、1979年に銀行法が制定される事となった。また、最近では1984年秋の大手金取扱業者のジョンソン・マッセイ・バンカーの経営危機などが投資家保護の政治的要請を高め、金融サービス法案によるきめ細かな銀行の監視体制を始めとする各種の規制強化が1987年中に実施されようとしている。この様な経緯は、投資家保護の名のもとに自国の銀行・証券会社を保護するための各種の法的規制であるとも考えられ、自由化に向かつての制度の改革が実際は保護主義的な色彩を強めるのか否か、今後の成行きが注目されるところである。何れにせよ、これ迄のままではいけないという政策施行当局の危機感が、一連の証券制度改革に少なからず促進材料になったと考えている。

第四番目に、近年益々強まるセキュリタイゼーションの世界的風潮は、資金の調達・運用を証券の発行・引受・売買を通じて行なう直接金融方式であり、証券業務のウエイトを高める事になり、流通市場としての証券取引所の重要性は一層高まっている。このような資本市場の重要性の高まる中で、東京・ニューヨーク市場を結ぶ24時間取引体制の実現を目前に、時差の点で有利となる地理的優位な立場を生かしコンピューター・ネット・ワークを通じて、ロンドンがグローバル・トレーディングの拠点になることが今回の改革の究極的の目標である。

以上のようなイギリス資本市場に比べ、アメリカでは多様な各種金融商品が創造され固定手数料制の廃止など金融自由化を積極的に推進してきており、シティーは会員制度による自主規制を堅持し積極的な証券制度改革の見直しをする対応の遅れがシティーの後退を招いたのであった。

### (ウ) 証券制度改革に伴う影響

この証券制度改革がシティーの活性化に大いに貢献するのか否か、また、イギリスの銀行・証券会社がどの様に変貌するのか、さらに、わが国を始めとする諸外国の主要証券取引所に如何なる影響を及ぼすのかは注目に値するところである。

先ず第一に、売買手数料の自由化については、1975年5月に自由化を先行したアメリカの経験でも明らかなように、大口投資家争奪のため手数料引き下げ競争が激化し、マーチャントバンクやクリアリングバンクを始め、欧米の大資本力を持つ銀行・証券業者との合併・提携による系列化が促され、今後日本との関係を含め一層の再々編成が進むと予想される。

そして、この再編が進めば進むほどシティーは国際的な大資本による寡占化が進むことになるだろう。ただ、この様な状況が極力進むのをイギリス政府が見過ごしておくかどうかは甚だ疑問である。何れにせよ、この様な合併・提携は資本力を強化し、次のような各種の効果をもたらすものと考ええる。一つに、ユニバーサル・バンキング（総合金融機関）を誕生させることとなり、証券・銀行業務は勿論の事、投資顧問やM&Aなど顧客のニーズにきめ細かく対応できる総合的な金融業務を可能にし、二つに、コストの嵩むハイテクノロジーの導入を一段と加速する事となるであろう。コンピューターの導入は資金の調達と運用において可能な限り取引コストを引き下げ、累積債務問題を始め各種の国際緊張の高まりの中で、資金運用リスクの回避を助け、投資家と資金調達者間で様々に異なる資金運用・調達期間や金額の違いを、顧客の特別な要望に合わせることを瞬時に可能にし、特に、セキュライゼーションの風潮の中でマネーゲームの勝利に欠かせない機器・設備の導入となっている。さらに、金融戦争とも言える国際的な銀行・証券会社の競争にはより多くの情報の収拾と、その中から必要な情報の取捨選択を迅速に行い的確な判断と行動の助けとなるためのコンピューターを中心とするハイテクの導入は必要不可欠であった。



ハイテクの導入による効果については1) 多様な金融商品を創造し顧客のニーズにきめ細かい対応を可能にし, 2) 証券売買の取引コストを最大限少なくし, 3) 顧客の要望に沿った情報を継続的にいつでも提供することを可能にする。また, SEAQ による売買システムの導入はこれ迄のシティーでの非会員による場外取引と競争条件を等しくし, シティーの活性化に大いに貢献するものと考えている。何れにしても, ハイテクの導入は今後国際競争に必要不可欠と考えられるがコストの嵩む事であり, これ迄のようなイギリスの中小証券業者にとっては合併・提携により資本力をつける事で可能となるメリットと言える。手数料の自由化の影響については再編を通じ資本力を強化し国際競争力を高めイギリスの機関投資家の利用を増大させ, シティーの金融産業の復活を実現させる重要な一要因となるであろう。事実12月10日付の日本経済新聞によると, ロンドン証券取引所の11月の出来高は10月に比べ40%増えたことを報じている。しかし, 同20日付の記事では, 「手数料は9月の0.43%から0.26%と83年当時の半分以下に下がったが, 証券会社の収入が自由化前の3分の2まで急減する中で機関投資家を奪い合い, 同0.1%迄下げている反面小口売買手数料率は3.8%から6.8%へと1.8倍に上昇していると報じている。」これは小口投資家へのサービスを与える余裕を無くしている現象として注目すべき事で, 自由競争の導入が一般大衆の利益にならないこともあり得ることを示している。

次に, 今回の改革の大きな柱として新たな売買システムの導入として SEAQ がある。SEAQ の導入については, 現在のところ売買の気配値をディスプレイに表示し, 電話を使って投資家や別の証券業者との間で取引を成立させる仕組みであるが, 将来は, 自動売買システムや決済機能も備えるようである。また, NASDAQ ともリンクしており, 米国では NASDAQ を通じて, その他の国ではロイターの端末を通じて情報が得られるネットワーク化が進んでいる。<sup>(1)</sup>

このようにシティーはコンピューター・ネット・ワークにより, 24時間ディーリングの実現を目前に, 時差での地理的優位を生かし国際資本取引の中心に

据えることが、今回の改革の大きな目的であった。

さらに、ジョバー制度が廃止されマーケット・メーカー制度の採用の影響は、株式では登録された複数銘柄を複数のマーケット・メーカーで競合するので、今後気配の幅が一層縮小するものと予想される。ギルト債では改革前は2社に取引が集中されて来たが、改革後は27社が登録をしているので競争の激化により脱落する会社の出現は避けられそうにもないであろう。

これについて、同30日付の記事によると「大口取引を中心に株式や債券の売買の80～90%（推定）が店頭取引のコンピュータに移行し、立会い会場の内部は閑古鳥の鳴く状態となっている。ほとんどの証券業者の立会い場は、トレーダーをごく小数を残し引き揚げ、一部の特別な銘柄を除いて売買は総て自社の店頭で執行することを決めた。」と、報じている。

この SEAQ によるネットワーク化が一層進むことで、日本やアメリカの大口機関投資家にとって欧州の運用拠点はロンドンであり、その便宜の拡大は世界の中心的なネットワークの拠点となり、ニューヨークや東京を凌ぐ可能性も大いに有り得ると予想する。事実12月14日付の日経新聞では「西独やオランダ・スウェーデンなどの大手企業の株式の売買は各国の証券取引所よりも、ロンドンでの売買量の方が多いという日も珍しく無くなっている。」と、報じている。

次にわが国を始めとする欧米諸国の主要取引所に如何なる影響を及ぼすであろうか。わが国の銀行・証券会社のシティーでの活躍状況は、支店、現地法人、コンソーシアム、駐在員事務所を含め60近くが進出しており、ポンド取引の約5%、イギリス銀行業務の4分の1を占めている<sup>(2)</sup>。またユーロ取引の3分の1以上を越す実績を持ち日本の金融機関の同市場での活躍は著しいものがある。そこで問題になっていることは、日本の金融機関がシティーで活躍している程に、イギリスの銀行・証券会社は東京での活躍ができないでいる事である。これについてイングランド銀行レニス理事は、「第一に金利規制の撤廃を、第二に少額預金に対する優遇税制を取り外すべきであり、第三に東証会員権の一層

の解放、投資顧問業務などへの自由な参入<sup>(3)</sup>」を挙げている。さらに、今後ロンドン証券取引所が外国証券業者の団体である ISRO（国際証券規制機構）と合体して国際証券市場をスタートさせた場合、現在シティーで活躍中の日本の金融機関は、半自動的にロンドン証券取引所の会員の資格を持つ可能性もあり、相互主義の立場からも日本の前述した要求事項の規制の緩和・撤廃の圧力が高まることは必至であろう<sup>(4)</sup>。シティーが自由化を進め銀行・証券会社の体質を強化し国際競争での復活を望もうと一大決心のもとに大改革を行っても、大いに相互依存関係にある東京市場が閉鎖的であるなら、その効果も十分に発揮できず対日圧力は強まることはあっても弱まることは無いと考えられる。固定手数料を維持する東京証券取引所の遅れを突いて日本の投資家から巨額な売買注文を得ても、ロンドン取引所での日本株の玉切れは東京で手当しなければならず、そのときは東証会員である日本の証券会社に手数料を支払って売買のつなぎをしていたのでは今回の自由化のメリットを十分に発揮出来ないことになる。また、支店数が少なく日本での営業年数の少ないイギリスの銀行にとって預金金利の自由化こそが日本の銀行に対抗できる唯一の条件であり、解放要求は当然の成行きともいえる。

東京市場は世界の三大国際金融センターの中でもニューヨークに次ぐ規模をもち世界第一の債権国であり、金融取引全般に互って各種の規制や制限が多く、（固定手数料制の堅持、東証会員権の閉鎖性、信託業務の問題、在日証券会社の支店開設とその営業活動の各種制限、在日証券会社の証券売買手数料の見直し等）1984年2月の日米・円ドル特別委員会での「対日21項目要求リスト」にリスト・アップされているように、日本の金融・資本市場の閉鎖性は欧米の銀行・証券会社にとっては、これ迄に規制や制限が多かった故に今後進出の機会が多く残されている商機にとんだ将来性のある有望な未踏の市場の存在といえる。東京市場の金融自由化の遅れは、アメリカ・イギリスを始めヨーロッパ諸国の今後の進出の拠点として格好の標的ともいえ、もう一方では手数料の問題を始め先に自由化した諸国にとっては競争上優位に立つ事となった。この様な事からも東京市場

の一層の解放要求は急速に高まることは容易に予想されるところである。

しかしながら、一連のシティーの改革がシティーの活性化とイギリスの銀行・証券会社の活性化につながるのか否かはまだまだ不透明と言える。かと言って、今回の証券制度の改革を通じてシティーの後退もイギリス金融産業の衰退もイギリスにとって決して受け入れられない事であり、この改革を成功に導くためのあるあらゆる問題に積極的に対応することを考えると、いま検討中の投資家保護の名の下に1987年中の実施されるかも知れない「金融サービス法案」の影響については、日本の関係業界の間で大いに注目されるであろう。

これはセキュリタイゼーションが急速に進行する金融情勢の下で、証券会社への監督強化の必要性を強調し証券業者を営業免許制へ変え、また売買内容の帳簿作成から投資家に最も有利な値段での証券売買の義務づけと、それを立証するための資料の整備を要求し、さらに、自己資本比率や流動性の規制、最低資本金額の規定、公認会計士の監査義務など各種きめ細かい規制を考えている。また、相互主義条項では、これを徹底しない場合の国の銀行・証券会社のイギリスへの進出・業務活動の制限を規制することを考えているので、日本の金融取引全般に渡る閉鎖性は特に問題にされるところが多い。しかし、金融サービス法案によりイギリスの金融産業が保護されることになったとしても、取引の場としての国際金融センターであるシティーの魅力は大いに損なわれる事となり、結果的にシティーは衰退することになる。シティーの一段の自由化はシティーの繁栄をもたらす重要な要因であるが、イギリス金融産業が日本・アメリカ・ヨーロッパとの国際競争で生き残って行ける保証はなく、この度の証券制度の改革や1979年の外国為替管理法の撤廃などの「自由化の推進」と金融サービス法案による「規制の強化」の矛盾する二大政策が同時進行する状況の下で、どちらをイギリス政府が優先させるのか、今後のイギリス政府の選択が大いに注目されるところである。これによりシティーの将来が大きく左右される事になるであろう。

次に、ヨーロッパ各国の金融・資本市場の改革もシティーの改革に対応して

急速に進んでいる。この改革を促進させた大きな要因はヨーロッパ市場がロンドン市場に奪われるのではないかと言う危機感である。最近の傾向として、ヨーロッパの優良企業を中心にユーロ市場で新株を発行して資金を調達する方法が急速に広まり、その結果、西ドイツ・スイス・フランスの国内市場への依存が大きく後退している事実も欧州各国の証券取引所の不安感を高めることになっている。「ユーロ市場の株式発行規模は1985年中35億ドルを達成し、84年中の約四倍と急成長している。この様な状況の中で、フランクフルト株式市場は1985年末の時価総額でロンドン取引所の約半分、チューリッヒで四分の一と、<sup>(5)</sup>その衰退ぶりは顕著となっている。」そのため各国は取引所の再生を目指して様々な改革による努力を行っている。

スイスでは12月6日より主要銘柄を立会い中いつでも取引に応じられる連続立会い方式を採用し、パリではコンピューター導入での売買処理の効率化で時間の大幅な短縮を計り、西ドイツでは国内取引所相互の株価の情報交換にコンピューターを接続し一層の効率化を計っている。しかし、西ドイツでは証券売買の取引税があり、スイスでは印紙税が存在し、ロンドンの場合に外国株の売買には取引税が無いこと等、まだまだシティーに優位が存在している。スウェーデンでもコンピューターによる売買システムの導入や立会い時間の延長を検討し、オランダでは売買手数料の二度に渡る引き下げの実施や大口投資家専用のマーケットの開設などでロンドン市場に対抗すべく諸方策を打ち出し、自国の国内市場の衰退の阻止に懸命の努力をしている。<sup>(6)</sup>ヨーロッパ各国にとっては今回のシティーの優位を益々増した改革に対応しようとする苦慮が伺えるところである。

### (エ) 国際金融センターとしてのシティーの優位とは何か

かつての国際金融機構の中心としての資格と条件については、拙稿「国際金融機構の中心国の資格と条件」<sup>(7)</sup>にて一通りの考察を行ったが、そこで述べた過去の金融センターの成立の諸条件をシティーが満していないにも拘らず、



ロンドンが国際金融センターとしての重要な役割を演じユーロ市場の最大拠点として大いに繁栄をしている事実は、如何なる理由によるものか大いに興味を注がれるところである。そして、ユーロ市場の中心としての繁栄は、単に諸外国の金融規制・制限の厳しさの間隙を突いた一時的な繁栄なのか、それとも、これからも長期間に亘って繁栄をする他市場に無いどのような優位性を持っているのか、将来のシティーの盛衰を決める依り所が何であるのか、興味は尽きない。また、これ迄の第一次大戦前のシティーや第二次大戦後のニューヨークのような決済・貸借の場として包括的な諸機能を持った金融センターではなく、単なる「商談の場」としてのみの繁栄であり、ブックイングはタックスヘブンとして優るルクセンブルグで行われ、精算はドル建てなら当然ニューヨークでと、以前の総合的な機能を持った中心地としての繁栄とは異なり、金融センターの諸機能が分散されその一機能を持つての繁栄であるように思える。そこでシティーで取り引きするとどのようなメリットがあるのかをシティーの優位として検討し、シティーの魅力を分析することで今後ニューヨークや東京市場の繁栄にともないシティーが継続的に繁栄をするのか、それとも後退を余儀ないものとするのかを占う一つの指針としたいと考えている。

先ず第一に、魅力ある市場は政府や中央銀行による規制や制限による市場への干渉が、出来る限り少なく金融取引全般に亘って自由な取引が出来ることが重要である。この自由は、シティーに見られる会員制度による自主的な慣習による制約もなく、国際間の資金移動や非居住者の市場への参入の自由や、そこでの活動が最大限自由に認められる市場を意味している。具体的には、預金金利や貸出金利の上限規制がなく外国為替管理法が撤廃されていて、国の内外を問わず金融・資本取引での証券売買が自由に行えるシティーのような市場は理想的と言える。このような市場での資金の調達・運用は市場原理に基づいた最も合理的な金利の下でのグローバルな観点から最適資金配分を可能にすることになる。

さらに、税制上の優遇策として預金準備率の適用除外（シティーは外貨の取り

引きにのみ)や預金保険制度の不用なことは、取引引きコストを最小限にし、市場としての魅力を増すことになる。また、租税負担については、売買取引税、印紙税、法人税、地方税、預金利子源泉税、個人所得税の有無あるいは軽重は、取引市場選択の重要な指針となる筈である。シティーについては、税制上の優遇措置ではタックスヘブンとして知られている諸国の市場での取扱い程の優遇策は無いが、取引税については今回の証券制度改革着手前の2%から昨年10月27日に0.5%まで徐々に下げられて来たので、ヨーロッパの各市場の取引をシティーに集中させることになった大きな要因の一つであった。

第二に、ロンドンでは時差においてニューヨークと東京市場をつなぐ地理的に有利な位置を占め、24時間取引体制の実現を目前に世界三大国際金融センターのニューヨークと東京市場の両市場をつなぐ地理的有利さは貴重である、と言える。

第三に、シティーの金融センターとしての役割の重要性を左右する大きな要因に、シティーの背後にあるヨーロッパ諸国経済の盛衰がある。かつて第一次大戦前のシティーの繁栄はヨーロッパ諸国の玄関口として欧州を拠点として、また、数ある植民地や属領・属国を後背地に裏付けられたシティーの繁栄であった。現在のシティーの後退は、ヨーロッパ諸国の世界経済での相対的な地位の後退での反映とも言えるであろう。逆に韓国・台湾を始めとする将来有望視される東南アジア諸国を背後に位置する東京市場は、国際金融センターとして重要性は今後格段に増すことが予想される。後背地の盛衰が重要な意味を持つことからシティーの繁栄とその継続性は、一つの要因として、イギリス経済と深く拘っているヨーロッパ諸国の盛衰と同じ運命の傾向を持つことであろう。

第四に、英語が母国語である事もシティーの魅力の一つである。第一次大戦前約100年間続いたイギリスが世界経済で優位な地位を占め、その後第二次大戦後は、そのヘゲモニーがアメリカに移ったとはいえ、どちらの国も英語が母国語であったので、国際間のビジネスの公用語は英語が使われるのを常態化してしまったと言える。英語を外国語としている国民にとっても国際間の共通語

として根付いた英語を母国語としている市場での取引は馴染み易いと言える。日本の企業が欧州の拠点としての駐在員事務所を開設する場合に、実際の取引額は西ドイツやフランスなど他の国との関係が深い場合でもその拠点をロンドンに置く傾向にあるのは、英語が母国語であることが一つの大きな要因であるとししばしば耳にしている。

第五に、イギリスは政治的・経済的に安定しており、政変や革命などが起こる恐れは少なく、これ迄続いてきた経済政策の継続性を疑うようなことも考えられない。さらに、二大軍事大国が政治的対立による緊張の増減を繰り返す中で、常に中立的な立場を貫き、独立国としての固有な考え方に基づいた政策を施行するという諸外国からの信頼が厚いことは、有事の際にもアメリカと対立する諸国の預金封鎖や資産凍結を行わないであろうという信頼の上に、東ヨーロッパ諸国やソビエトからのドル建て資本取引の運用拠点をシティーに選んだ大きな理由であった。ユーロ市場を発生させ、一大市場に急成長させた最大の要因は、シティーへの信頼の厚さにあったと言える。

第六に、シティーには金・非鉄金属・石油・一次産品の各種商品市場をはじめ保険・海運から外国為替市場など各種の市場が存在し、何れの市場もその影響力は大きく、ここで値決めされた相場は全世界の各取引所の相場に絶大な影響力を持っている。この様な世界で一・二を争う取引所がここに集まっているという事は、金融取引以外の商品取引でも世界中の企業のシティーとの関わり合いが深いことを意味し、結果的に商品取引に裏付けられた金融取引の盛況を導くことになる。

第七に、これ迄の資金の運用・調達の場合としてのノウハウは、長い間のシティーが国際金融の中心としてポンドが基軸通貨として大いに利用された長い歴史と経験の上に立って得る事の出来る貴重な金融技術であった。世界中の金融機関や機関投資家はその巨額の資金をその時々が一番合理的な利回りで流通性を高めリスクを可能な限り分散して投資する技術は、その歴史と伝統で作り上げた貴重な財産であり、世界中の投資家が好んでシティーを大いに利用するこ

ととなった。とくに、最近のセキュリタイゼーションの傾向は、ユーロ市場での証券の発行業務や引受業務をシティーの平方マイルというごく狭い場所に銀行だけでも 350 近くが存在し、必要に応じてお互いが集まり協力し合えるのに好都合な環境を作り出している。<sup>(8)</sup>

以上のようにシティーは、(1)市場が解放され自由な取り引きができる魅力(2)自然的な条件による優位 (3)世界の政治的・軍事的・経済的安定性や政策の中立性と継続性 (4)各種市場の発達 (5)資本の調達や運用でのノウハウの蓄積を持っている事は取引でのリスクを最大限回避し、取引コストを最小限に縮める事になる。さらに、(6)多種類の通貨を取り引きする唯一の市場として発展してきている。しかしながら、規制や制限が少ないことの優位は、今後アメリカや日本も一層の金融自由化が押し進められる事が予想され、その場合に、この点での魅力は少なくなるであろう。また、政治・経済の安定性と継続性についても今後将来日本も一層経済的に信頼され得る国家に移行するものと考えられ、資本運用のノウハウも急速に実力をつけて行くことを考えると、いつまでもシティーがその優位を誇れるかどうか疑問である。特に、東京市場の一層の浮上を支える韓国・台湾を始め、東南アジアの NIC'S と呼ばれる発展途上国の経済力の充実は、欧州諸国の衰退でのロンドン市場とは対照的であり、これから東京市場の急速な拡大が予想される。

しかしながら、各国がナショナリズムを強くし金融自主権のもとに政策余地を拡大し続けている限りは、シティーの魅力は失われず安泰であろう。また、現在のシティーは、規制の少ない自由に取り引きが可能な場として繁栄しているのであり、単なる「商談の場」であるという事実をどう受け止めて良いのか複雑である。ユーロ市場での証券の発行や引受が多くなされても、そのブッキングはより税制上有利なルクセンブルクや他の場所を選び、その精算は通貨国でなされるのである。これが本当の意味での金融センターの発展と言えるか否か甚だ疑問でならない。

さらに今回の証券制度の改革で、もともと国際競争で不利な立場にあったシ

ティーの銀行・証券会社が優位に立つとは到底考えられず、今後の生き残り策は諸外国の金融機関との合併や提携を進め、マルチナショナルな金融機関としての引き続き再編が必要であると考えられる。しかし、その様なイギリスの金融産業の変貌をイギリス政府が受け入れることを是とせず金融サービス法案で自国の金融産業の保護を強めれば、シティーの自由な取引の場所としての魅力は大いに損なわれ衰退を必至とするであろう。

もともとイギリスの経済力の継続的な低迷という動かし難い事実の下に、単なる証券制度の改革でイギリスの株式に急速な人気が出る筈もなく、また非居住者にとってポンドでの運用の拡大は継続的なポンド為替相場が下落する状況で難しい面が多いものとする。しかし、これ迄に海外に流出したイギリスの機関投資家を呼び戻すには大いに貢献するものとする。一層の今後の自由化や税制上の優遇は、シティーの繁栄に大いに貢献するであろう。

究極的にシティーの盛衰は、イギリス産業の繁栄に裏付けられた株式・債券市場の盛況であり、イギリス経済力の反映としての国債市場の盛衰であることを考えると、単なる証券制度の改革で証券取引所が今後継続的に活況を取り戻し、イギリスの銀行・証券会社が国際競争で優位な立場を取り戻すことになるとは到底考えられないことである。

しかし、諸外国が政策余地を広げ規制や制限を金融取引に多く設けている現状でのシティーのユーロ市場としての魅力は決して優っても劣ることはなく、世界の資金の調達と運用の場として自由な市場を求めての参入は一層増え活況を呈し国際金融センターとしての役割は増すものと考えている。

#### ※ 統計資料・引用文献

表1：上場会社数・時価総額・売買代金

表2：GNP に対する証券発行額の割合・証券取引所で取引する証券の比率

表3：世界の主要取引所に占めているロンドン取引所の売買代金の占有割合

表4：ユーロ市場の規模

表5：日本・アメリカ・イギリスの国際収支

(1) SEAQ については、「証券」東京証券取引所 昭和61年9月号

〔The Banker〕昭和60年12月号



[Financial Times] 昭和61年2月13日, 4月8日, 4月10日, 6月18日号参照

- (2) 本邦銀行・証券会社のロンドン進出状況は, 「週刊 金融財政事情」夏季特大号 1986年8月4—11日号
- (3) 日本経済新聞 昭和61年11月9日付け
- (4) ISRO (国際証券規制機構) については, [Financial Times] 昭和61年9月17日号
- (5) 日本経済新聞 昭和61年10月10日
- (6) 「証券」前掲書 ヨーロッパ各国の取引所の対応については, 下記の号を参照  
昭和61年4月・5月・11月・12月・62年1月号
- (7) 「国際金融機構の中心国の資格と条件」神奈川大学商経論叢 第21巻第2号昭和61年2月
- (8) 「週刊 金融財政事情」夏季特大号 1986年8月4—11日号

### その他の参考文献・資料

- (1) Monetary Policy Since 1971, Department of Economic, Loughborough University, Macmillan Press Ltd., 1983
- (2) The Secondary Banking Crisis 1973-1975. by M. Reid. The Macmillan Ltd., 1983
- (3) UK Banking Supervision. by Edward P.M. Gardner. Allen & Unwin, London. 1986
- (4) The British Financial System. by Jack Revell. The Macmillan Ltd., 1983
- (5) British Financial Markets and Institutions. by K.V. Peasnell & C.W.R. Ward. Prentice Hall International. 1985
- (6) The Square Mile. by John Plender & Paul Wallance. [The Race to Big Bang] Century Publishing London. 1986 pp. 122-136
- (7) How to the City of London Work. by William M. Clarke. Waterlow Publishers. 1986
- (8) A Guide to UK Monetary policy. by Paul Temperton. The Macmillan Ltd., 1986
- (9) Committee to Review to the Functioning of Financial Institutions.  
Report on Presentation to Parliament by the Prime Minister by Command of Her Majesty. 1983
- (10) Crawford's City Changes. by Janet diana. The Economist Publication Ltd. July/Aug/Sep. 1986
- (11) Bank of England Quarterly Bulletin. Vol.11, 1971
- (12) Regulatory System in the United Kingdom. by J.H. Dalhuisen. IBJ Internation Limited. July 1986
- (13) Big Bang. by A.S. Dalton. Mercury Warburg Investment Manegement Ltd., 1986
- (14) The City Revolution. by Barlow, Lyde & Gilbert. Arthur Andersen & Co., 1986
- (15) After Big Bang. by K.B. Sinclair & others. de Zoete & bevan. Nov. 1985
- (16) Finance Directors Attitudes to Big Bang.  
St. James's Corporate Communications Ltd., Feb. 1986
- (17) Economist. Ecnomist Newspaper Ltd., Aug.~Sep. 1985 毎週号
- (18) 世界週報 昭和59年1月24日号・1月31日号
- (19) 英国の証券制度改革 証券団体協議会 昭和60年7月
- (20) 週間東洋経済 昭和61年10月11日号・18日号
- (21) エコノミスト昭和59年4月3日号
- (22) ウイルソン委員会報告 西村閑也訳 日本証券経済研究所 昭和57年7月