

# 日本の金融改革について

二〇〇一年までに包括的な金融改革案を一挙に進めようといういわゆる「日本版ビッグバン」構想が明らかにされたのは昨年一月のことであった。その構想の具体化に向けて、証券取引審議会や金融制度調査会をはじめとする各種審議会が、自らに関連する各論点について審議中である。今年の六月にはすべての審議を終え改革の細目がまとまる予定であるが、すでに外為法の改正や持株会社の解禁について大体の結論が出たものもある。

しかしながら、日本版ビッグバンは過去の規制緩和とは勿論、そのネーミングのお手本となったイギリスのビッグバンと比べてもいくつかの違い、特徴がある。もちろん、改革のやり方には日本独自のものがあっても良いのであるが、改革の理念については明確にしておく必要がある。細目がまだ十分明らかでないこの段階で取り上げるのは不適当であるかもしれないが、日本版ビッグバンの問題点について簡単に整理してみよう。

(1)

## 日本版ビッグバン

まず最初に、日本版ビッグバンの概要について簡単にみておこう。表1は、昨年一月に橋本総理が大蔵大臣と法務大臣に指示したとされる金融システム改革案の骨子である。これをみると、今回の改革案について注意すべき点が三つあると思う。

第一に期限を区切って一挙にことを行おうとしていること(二〇〇一年までに完了)である。この点が「ビッグバン」と呼ばれる所以である。ところで、まずこの時期の設定に日本の特徴がある。イギリスのビッグバンの

表1 橋本総理による金融システム改革案

(1996年11月11日発表)

3原則	項目	例
自由 Free	新しい活力の導入	①銀行・証券・保険分野への参入促進 (業態別子会社の業務範囲見直し) (銀行窓口での投信・保険販売) (金融持ち株会社の導入)
	幅広いニーズに応える商品・サービスの導入	②長短分離等に基づく商品規制の撤廃 (金融債の発行) ③証券・銀行の取り扱い業務の拡大
	多様なサービスと多様な対価	④各種手数料の自由化 (株券委託手数料の自由化) (損保保険料の自由化)
	自由な内外取引	⑤為銀主義の撤廃
	個人貯蓄の効率的活用	⑥資産運用業務規制の見直し ⑦ディスクロージャーの充実・徹底
透明・信頼 Fair	自己責任原則の確立 (情報提供とルールの明確化)	⑧ディスクロージャーの充実・徹底
	ルール違反への処分の積極的発動	
国際的 Global	法制度の整備・会計制度の国際標準化	
	グローバルな監督協力体制の確立	⑨G7サミット、蔵相会議等で確認

(注) カッコ内はこの改革案には明示されていないが、各種審議会の議題になっている一例である。

実施時期である八六年は相場が比較的よかつた年であり、このことから実施時期を決めるにあたってイギリスでは株式市況のことを念頭に置いていたのではないかと考える向きが多いが、そうではないようである。改革案の中に、「立会場取引きを止めてスクリーン取引に移行すべし」という項目があり、そのためにコンピューターシステムを整備する時間が必要で、その時期から逆算して八六年一月と決めたのである。

(2)

これに対して、橋本内閣はどうして二〇〇一年までに実施、と決めたのか。二〇〇一年といえば、銀行預金にたいしてペイオフを解禁する時期である。それまでは銀行が破綻しても銀行預金を法人も個人も額の多少を問わず全額保護すると政府は宣言している。ということは、それ以後は、一千万円までしか払い戻ししない事もありうるわけである。預金者の自己責任が問われる時代に入り、銀行経営における「護送船団」方式は終わりを告

げる。そのような時代に入るまでに、この改革案を全部やってしまいたい、と解釈できるのである。

第二に、改革案が非常に包括的、範囲が広いということである。この改革案をアメリカやイギリスの例と比較していうと、日本版ビッグバンは①手数料自由化や市場集中義務の見直しなど証券取引システムの改革に、②銀行・証券・保険の参入促進や証券・銀行の取り扱い業務の拡大などいわゆる「業際問題」に絡む改革案ならびに③為銀主義の廃止など外為法に絡む改革がプラスされたもの、と考えることが出来る。イギリスのビッグバンはロンドン証券取引所の改革であり、ここでいえば①だけが、そのカバーする範囲であった。(表2はイギリスのビッグバンの主たる内容をまとめたものである。)日本の場合には、そのほかに「業際問題」と「外為法改正」が加わっているのである。これをもって、それだけ日本の改革は遅れているのだと言う向きもあるが、それでは英米では業際問題に関する取り扱いはどうなっていたのか、という問題が改めて出てくるだろう。

第三に、この幅広い改革案のうち、外為法の改正が先行していることである。昨年の一二月に外為審の法制特別部会が報告書を発表した。この結果、外為取引について、①企業や個人が為銀を経ないで外貨を売買する場合、また指定証券会社を経ないで外国証券を売買する場合には、これまで事前の許可・届け出が必要とされていたが、この事前の許可・届け出が不要になり代わって事後報告制に切り替わると

いうこと、②為銀制度、指定証券会社制度、両替商制度が廃止され、他業種でも外為業務が出来ること、等となった。この改正は九八年四月施行の予定であり、ビッグバンの先行者、フロントランナーとされている。イギリスでも、ビッグバンに先行すること七年まえの一九七九年に為替管理の撤廃が行われ、対外証券投資が自由になった。それまでは、ドルプレミアム制度により対外投資用の外貨(ドル)は通常のレートより割高となり、対外証券投資がし難かったのであるが、それが無くなって機関投資家の対外証券投資は再び盛んになり始めた。ところが、すでにこのころにはアメリカでは手数料は自由化されており、海外株はもとより英国株についても例えばADR(預託証券)の形でアメリカに取引が逃げたことなどで国内株式市場の空洞化が起り、それがビッグバンを推し進めた要因の一つとしてあげられている。この連想から、我が国でも、もし改革案が進まなければ海外に取引が逃げて空洞化が一層進む、という認識を関係者に与え、この改革が不可避であるという印象を与えているのである。

### イギリスのビッグバン

さて、それでは海外に目を転じて、ビッグバンのお手本となったイギリスの八六年市場改革はどうであったのか、簡単に見よう。イギリスのビッグバンを推し進めた要因として、一つはアメリカに証券取引が逃げたこと、もう一つは公正取引庁の告発が挙げられる。そこで、証券取引に関する国際競争力を付けるのはどうすれば良いか、ということと並んで(あるいはこれと関連しながら)、証券市場における競争制限的行為が取り上げられ、それを是正するという作業が行われた。証券市場における競争制限的行為の筆頭にあげられたのがロンドン証券取引所であった。というのは、他国と同様にイギリスでも証券の売買は証券取引所に集中しており、しかもその

表2 イギリスのビッグバン

(1986年に実施)

ロンドン証券取引所(LSE)改革	手数料の自由化
	単一資格制の撤廃
	取引所会員への外部資本出資制限の撤廃
	競争的マーケットメイカー制の導入
フロア取引からスクリーン取引への移行	
金融サービス法制定	

ロンドン証券取引所（以下、LSEと略）は七〇年代初頭に地方の証券取引所を吸収して全国で一つだけの証券取引所、文字どおり独占的な証券取引所になっていたのである。

その独占的な証券取引所が、顧客からの注文について最低手数料を設定し、そのうえ会員数を限定して、しかも会員業者への外部からの資本参加も許さず、特定のものだけで証券取引を行っているのは競争制限的である、と公正取引庁は批判したのである。また当時のLSEは立会場の中で取引を行っていたが、その中でどのような取引が行われているのか、十分な市場情報が外部に伝わるような仕組みになっておらず不透明で、不正行為を防げないではないかという批判もあった。そのほか、シングルキャパシティ（単一資格制）への批判もあった。LSEでは、ブローカーは顧客の取り次ぎのみ、ジョッバー（ディーラー）は立会場で業者間の売買の相手をするのみ、互いに相手の領分を犯さないという棲み分けをしていた。ブローカーとディーラーの職能区分は一面では利益相反を防止する仕組みではあるが、他面ではそれぞれのサービスについての競争制限的行為だとの批判もなりました訳である。

そこで、手数料を自由化せよ、単一資格制を撤廃させてブローカーとディーラーを同じ業者が並行して営んでも良いことにせよ、マーチャントバンクやクリアリングバンク、外資がLSEの会員業者を合併してもよいことにせよ、またLSEは以前から、ジョッバーと呼ばれるディーラーが立会場内で呼値を提示してブローカー経由の顧客注文にいつでも売り応じる（買い応じる）クォートドリブンの売買仕法を採っていたが、これを競争的に値付する競争的マーケットメイカー制にせよ、ということになった。そして、立会場のなかで外部から遮断されて取引するのはもうやめて、マーケットメイカーがスクリーンに自分たちの気配を流す様にすれば、気配情報は透明になる、そうしろ、ということになったのである。<sup>3)</sup>

なお、公正取引庁は証券取引所の競争制限的規則だけを問題視していた訳ではなかったことにも注意する必要がある。いうまでもなく、証券市場は流通市場のほか発行市場もある訳で、その発行市場について長らく公正取引庁は引受手数料のカルテルを問題視していた。イギリスの代表的な増資のやりかたはライツイッシュュー（Rights Issue）といわれるもので、株主に新株を割り当てるが、発行価格は時価に近い所に設定するものである。したがって、失権が出たばあいの手当てをする必要があり、そこで引受け団が結成される訳である。ところでイギリスの特徴は機関投資家からなる下引受け団が結成されることで、この引受け手数料（元引受け、下引受けあわせて）が二%と固定されている。公正取引庁は、これは発行銘柄の信用リスクを反映したものでなくカルテルではないか、と批判したのである。しかし、この引受け手数料の問題は、マーチャントバンクやコーポレートブローカーによるカルテルというよりも下引受け団を構成する機関投資家のカルテルである性格の方が強い<sup>4)</sup>ためもあって、簡単に解決しなかつたのである。

というのは、引受け手数料の大部分は機関投資家からなる下引受け団に渡され（元引受け〇・五%、ブローカー〇・二五%に対して下引受け手数料一・二五%）、これがファンド・パフォーマンスを引き上げる要因の一つになっているからである。そのために機関投資家はこの改定に強硬に反対している。元来、イギリスでは投資家の力が極めて強く、配当性向も高い。ラドクリフ委員会報告書やマクミラン委員会報告書をみるまでもなく、それがイギリス産業界の不満の種なのであるが、シティの改革に際しても、その利害が貫徹していることは、日本との大きな違いである。

## イギリスビッグバンの成果

さて、それでは、イギリスではビッグバンの効果、結果、影響はどうであったか。すでにこの点については以前に見たので、ここでは簡単に指摘しておくこととしよう。

まず「市場機能の強化」という点であるが、英国国内株および海外株の売買高は傾向的に拡大していること、資金調達額も同様に拡大していることから、流動性、資金調達機能は向上した、と考えていいであろう。量の面では向上したとして、それでは質の方はどうか。アメリカのニューヨーク証券取引所では市場の質に関する綿密な調査をしているが、LSEでは同様の調査はない。あるとすれば手数料率の推移とタッチ（最良の買い気配と売り気配の差）がどのくらい小さくなったか、という統計だけである。手数料率の推移を見ると、全般的には低下しているが、二万ポンド以下の小口は上昇気味である。タッチの推移は、非流動株についてやや上昇気味の傾向が見られる。取引コストについては全般的に確定的なことはいえないが、一つだけいえることは、機関投資家にとっては取引コストは確実に下がったということである。ロットの大きい取引の手数料率は下がっているし、手数料をとらないネットの取引を利用できるのは実質的に機関投資家だけであるし、機関投資家が好んで売買するFTSE一〇〇等の流動株のタッチは拡大していないし、交渉次第でタッチより良い値段で売買する機会は機関投資家に開かれているからである。この結果、民営化によって個人株主は急増しているにもかかわらず個人の持ち株比率、売買高比率は上昇しないどころか、低下したのである。

次に国際性という点を見ると、これがビッグバンの最大の成果といわれているのであるが、海外株の取引きシェアならびに海外株の資金調達額のシェアはともに高くなっている。近年、欧州各国の証券取引所が相次いで改革を行ったことにより、LSEの比較優位が低下しているが、欧州やエマージング諸国の民営化株のグローバル

イッシュューの中心が依然としてロンドンであることを考えると、なおその流動性は高いと考えていい。さらにまた、ロンドンが投資銀行業務の欧州における中心になったことも指摘できる。九四年に、ドイツチェバンクがフルト本店の投資銀行業務を切り離して、それを子会社のモルガンレンフェルに統合させ、投資銀行業務の本部機能をロンドンに移したのであるが、これが統合EUの金融センターを目指すフランクフルトの関係者に大きなショックを与えたということは記憶に新しい。

一方、仲介業者の国際競争力の強化という点ではネガティブな答えが多い。主なマーチャントバンクはほとんど外資系の傘下に入り、独立系の業者はほんのわずかになった。ディールのシェアやイノベーションの点から見ても市場をリードしているのはアメリカの投資銀行業者であり、それを資本力でもって追撃しようとしているのは大陸系のユニバーサルバンクである。つまり取引や業務のロケーションとしてはロンドンが欧州のセンターとしての地位を固めたが、自国産業としての証券産業の競争力としては、強化出来なかったといつてよからう。当初、会員業者への外部からの資本参加制限を撤廃した段階では、マーチャントバンカーやクリアリングバンクスが出資して、英国版の金融コングロマリットを作り、それで他国の金融コングロマリットと対抗しようとの意図もあったと思われるが、この試みが成功したといえないであろう。

それでは産業としてシティは全くの貸し座敷になってしまったのかといえば、実はそうではない。ファンドビジネス、投資顧問業は隆盛を極めているのである。イギリスの資産管理サービス産業の利益率は高く、その規模も拡大している。これは考えてみれば当たり前のことで、手数料の自由化を始めとするビッグバンの改革は資産運用業務にとってすべてプラスに働くものばかりであり、マイナスに働く引受手数料の改革の方は、依然としてたなざらしになっているからである。

## 日本版ビッグバンの問題点

以上のように、イギリスのビッグバンは、最初に公正取引庁の反独占、競争促進策があつて、しかもこれを受け入れなければ競争力をなくしてロンドンから取引が海外特にアメリカに逃げてしまうという恐れがあつて、この競争促進という哲学、原理を受け入れたのである。もちろん、こういうことをすればあるいはひよつとしてイギリスの業者が海外の業者に敗退するのではないかと思わないではなかつたであろう。しかし、イギリス人はそれでも構わないと覚悟を決めて推進したのである。そしてまた、業者の破綻という事態に立ち至つた場合でもそれを救済するなどということはしなかつた。それはベアリング事件を見ても理解できる。すなわち、自己責任ということも同時に伴っているわけである。そして、マーケットプレイスあるいは業務のロケーションとしては一流の国になつたが、証券業界はアメリカの業者に席捲され英国勢力は敗退、しかし資産運用サービス業は隆々としている、このように要約できるであろう。

それでは日本版ビッグバンもこのような結果となるのか。まず、第一に競争促進という哲学、ならびに自己責任原則ということをご考へるかである。いやそれは日本版ビッグバンにもちゃんと入つていないか、と反論が返つてきそうである。Free (自由)、Fair (公正)、Goodと銘打つてあるではないかと。しかし問題は、言葉として入つているかどうかではなくて、原理としてそれが貫かれているか、ということであろう。

たとえば、銀行・証券・保険の参入と書いてあるが、これが完全な自由競争を意味するとしたら、単に銀行や証券会社が相互に参入するだけではなくて、新規に銀行や証券会社を設立することだつて認められるはずであり、そのためには現在の免許制にまで踏み込んだ議論をする必要が出てくる。アメリカではグラスステイガル法の改正論議が行われているが、その一方で、毎年何百という銀行や証券会社が設立されており、同時に同じくらいの銀行、証券会社がつぶれているのである。イギリスはアメリカほど顕著ではないがそれでも銀行や証券会社の設立は日本よりはるかにたやすい。

そこまで徹底した競争促進策をとるのか、どうかである。しかしそのようにはみえないであろう。破綻した一部の信用組合や第二地銀を整理するのでさえ、容易なことではなく、徹底的な競争促進策を導入できる状況ではなからう。したがつて、現在の免許制をもつと弾力的にするといつても、やはり限られたものにならざるを得ない。そうだとすれば——もちろん金融持株制度の議論とも絡んでくるのであるが、いま、これについては措くとして——、銀行、証券、保険の参入は、いかなれば広い意味での金融村のなかの出来事にすぎないことになる。

現在の免許制を前提にして議論すると、免許で守られたすでにある銀行、証券、保険の業態の枠内での相互参入にしかならない。そして一旦、このことが前提にされ、この大枠の中で業態間の垣根をはずせば、銀行が圧倒的に有利なことは間違いない。それはこの三業態のなかで銀行だけが日銀借入れを受け入れることが出来るからであること、預金保険のサポートがあること、不良債権の処理の過程で預金保護の観点から政府がこれまでどのようなことをやってきたか、これを見ると日本の銀行がいかに特殊な存在であるか、ということが明らかである。要するに証券会社や保険会社と競争条件が全く違うのである。したがつて、緩やかに免許制に守られたコップの中での相互参入であれば、証券や保険と競争条件は違つているのであるから、銀行については参入するについても業務を制限せよ、あるいは、現在の不良債権問題を解決して、自己責任が問える体力になつてから参入せよ、という声が出てくるのは当然であろう。

いや、そうではなく、そもそも、このビッグバンは、二〇〇一年に本格的なペイオフの時代を迎えるので、その前に銀行に収益面での下支えのため業務多角化のメリットを与えたい、金融持株会社制度を導入して外部から

銀行へ資本を注入しやすくし資本力を強化したい、そのためのものであるとすれば、改革の意味は全く異なってくる。もしそうだとすれば、日本版ビッグバンの目的、理念は、第一義的には銀行強化という点にあることになる。そのことと、証券市場の機能強化、市場自体の国際競争力の強化という目的とがどのようにして結びつくのか。やはり、イギリスやアメリカのように証券取引システムの改革と業際問題とは切り離して論ずべきではないか。

第二の問題は、手数料自由化など証券取引所の諸規則・ルールの改革についてどのような理念、原理がとられるべきかである。すでに見たように、これについてはイギリスでは公正取引庁の競争促進の哲学が貫かれている。アメリカでも七五年のメーデーに至るまでに司法省が同様の働きをしている。これに対して、日本の公正取引委員会が今の証券取引所のあり方について、どのようなスタンスをとっているのか、明らかではない。

もともと証券取引所は、どの国でも独占的な位置づけを与えられてきたが、それにはそれなりの理由がある。流動性と公正な価格形成のためには、出来るだけ多くの注文を集める必要がある。そのための注文が出会う場所が立会場である。しかし①立会場にすべての投資家を集めることは物理的に不可能であるし、②たとえそれを認めても約定不履行の危険を排除できない。そのために立会場に収容できる数だけの特定された者が取引に参加できるメンバー制(会員制)にし、会員資格を設けて約定不履行のリスクを排除する制度を設けた。<sup>(5)</sup>そして会員になり損ねた者の取引は、会員への売買委託を通じて執行できるようにして、出来るだけ多くの需給の集中を図ろうとしたのである。さらにまた需給の集中を担保するため市場集中義務を必要とし、固定手数料制によって会員制を財務面から維持し、かつ投資家間の不公平を招かないようにしたのである。つまり、流動性の向上、価格形成の公正さという公共の目的のためには、証券取引所のカルテル的なルール・規則は許されるのである。だから

こそ、わが国では証券取引所は独禁法の適用除外団体とされてきたのである。

ところが、テクノロジーの発達によって、立会場という物理的な場所に注文を集めることなくコンピューターのサイバースペースのなかに注文を送るだけでよくなれば、証券取引所のような組織・制度を採らなくても、大量の証券取引を執行できるシステムがでてくる。その第一号が六九年に開業したInstinetである。そのような状況が生まれてきてはじめて、アメリカやイギリスで証券取引所の独占的な位置づけに疑問符が打たれることになった。これが七五年アメリカのメーデーや八六年イギリスのビッグバンの背景にある。わが国においても状況は同じではないか。そうだとすると、競争促進という原理原則に立ち返って、証券取引所のこれまでのルール・規則を総点検する必要があるであろう。<sup>(6)</sup>

最後に、取引システムの改革が行われて、市場規模が拡大するか、資産管理サービス産業が盛んになるか、という問題が残っている。これにはいくつか前提条件が必要である。まず第一に、日本の株式市場が市場原理に基づいて価格が形成されていることが必要である。そうであってこそ、企業調査が生きてくる。そうではなく、ファンダメンタルズからかけ離れた相場であれば、買い手と売り手のニーズはマッチしない。これでは手数料が自由化されても取引きは増えない。この数年、日本の相場は、銀行の犠牲になってきた。銀行が株式を持てば、銀行経営は株式相場に左右される。不良債権の処理のため、株式の含み益を減らすまいと口先介入その他の雑音で株式市場に入り交じってきた。したがって、この問題も銀行の存在と関わっている。金融持株会社が解禁されれば、銀行の持ち株は親会社となる持株会社に疎開させるべきであろう。そのほか、資産管理サービス産業の隆盛のためには、運用スキルの向上が必要であることはもちろんである。

(1) Big Bangとは、超過密の小さな物質が爆発して現在の宇宙を形成し、今でも宇宙は拡大し続けているという宇宙物理学上の仮説である。これにあやかつて、イギリスではさまざまな改革案をパッケージにして一挙にこれを実施し、これによって市場を拡大させようとの期待を込めて八六年に証券取引所改革を行った。これがイギリスでは「ビッグバン」と呼ばれている。

(2) なお、外為法改正により対外証券取引、証券会社はどのような影響を受けるのか、予測は難しいが別の機会に論じておいたので参照してほしい(「週刊エコノミスト」近刊)。

(3) なお、金融サービス法についてであるが、証券にかぎらず、シティは一種の特別地区で長い間、自治的な慣行によって営まれてきており、日本の証券取引法や銀行法にあたる成文化されたものが無かった。しかしEU統合のなかで他国と整合性を保つ必要があること、証券業務の多様化に対応する必要があること、八一年に業者の不正行為があつて投資家に被害が出たこと等が重なつて、銀行法とならんで金融サービス法も制定された。これが丁度同じ時期であつたので、金融サービス法もビッグバンの一つに数えられているわけである。

(4) 詳しくは、「ビッグバン以後のロンドン株式市場」(本誌一五三七号、一九九六年八月)を参照。

(5) のみならずイギリスでは約定の不履行に対してはメンバーに無限責任を求めることにして外部の株式会社形態の銀行や事業会社が出資することを禁じた。

(6) もっとも、このような取引所以外の取引システムについてはこれを公共の利益、投資家保護の観点からどのように法的に位置づけ、規制すべきか、解決困難な問題をもたらししている(拙稿「証券取引所とPTS」『証券経済研究』六号、一九九七年三月)。