

証取審総合部会論点の歴史性

小林和子

要 旨

1996年6月から開始された証券取引審議会総合部会の議論は、当初その構想の大きさに比して期間の限定（約1年で一定の結論を出す予定）がはっきりしていた故に、はたしてどこまで進めうるものが展望しにくいところがあった。とりわけ10月ごろまでは監督官庁の将来がどうなるかで揺れるなか、「議論をしない領域」を設けないという方針で幅広く議論していたため、見通しがつきにくかったのである。

しかし11月に第2次橋本内閣が発足するや急展開し、「フリー、フェア、グローバル」を旗印にした改革が多くの分野で現実化しはじめた。この流れの中で総合部会も中間報告として11月末に「論点整理」を公表し、以後は1. 市場の対象となる商品、2. 市場そのものの機能と形式、3. 市場仲介者、の3ワーキングパーティーで具体的な改革の議論に入った。筆者は、3のパーティーに所属するが、可能なかぎり他のパーティーにも出席して総合的に把握するよう努めた。本小論は1997年3月末時点での個人的総括である。

筆者は第2次世界大戦後の証券市場には3回の大きな転換点があったと考えている。その3回目である現在の改革を戦前来の市場改革の歴史において、もっとも包括的であり、他の関連分野との緊密な連携があり、かつ国際的な視野に立つものとして、把握する。さらに3ワーキングパーティーにおける主要論点のうち、歴史的に大きな転換を意味するものについて位置づける。

はじめに	目次
I. 証券市場改革の歴史	2) 証券恐慌前後
1. 第2次世界大戦前	3) 証券不祥事以後
1) 1893年取引所法公布	II. 総合部会論点の分化
—戦前期取引所制度の確立	1. 投資対象
2) 1943年日本証券取引所法公布	2. 市場
—形骸化した制度改革	3. 市場仲介者
2. 第2次世界大戦後	4. その他
1) 戦後改革	結び

はじめに

1996年から97年にかけて、非常に多くの分野で、行政改革、規制緩和、現行制度の見直しと再検討が進められている。とりわけ経済の各分野における見直しは、96年当初に考えられていたよりも——スピードはともかく——範囲においては極めて広範にわたりつつある。金融・証券の分野で考えれば、これは短期的には住宅専門金融機関の不良債権問題に最低限の解決方向が見ついたところで、東京市場の空洞化に対処するための方策である。中期的には、1980年代バブルの崩壊と1991年金融・証券不祥事により方向性を失った証券市場に対して、遅ればせながら具体的な転換の方向性を明らかにするものといえる。しかし、より長期的に捉えるならば、第2次世界大戦後の証券取引法体制に対する包括的な見直しということになろう。また、固定手数料制の廃止等、ある論点に限っていえば、明治以来の歴史に対する抜本的修正でもある。

改革の結果として日本市場が予想どおりに拡大するかどうかは別として、全体構想としては極めて大きな改革になるであろうことは異論があるまい。本小論は、証券関係で具体的な改革

論議を行っている証券取引審議会総合部会(1996年6月設置)の主要な論点について、その骨格を明らかにし、日本の証券市場の歴史に沿った理解を深めることを目的とする。なお執筆時点で議論途中にあり、総合部会報告として証券取引審議会に提出されるときには若干の、あるいは相当の修正が加えられる論点もあると思われる。あらかじめお断りしておきたい。

I. 証券市場改革の歴史

筆者は不祥事が証券行政を形成してきたと考えているが¹⁾、証券市場改革の歴史にも半ばはそういう側面がある。しかし、結論を先取りして、やや粗い素描をするならば、不祥事と直接には絡まない改革こそが基本的な改革であったということが出来る。これを第2次世界大戦の前と後に分けて概観したい。

1. 第2次世界大戦前

1) 1893年取引所法公布

—戦前期取引所制度の確立

明治維新の後、数年のうちに株式会社制度が導入されるや、ほぼ直ちに株式取引条例が公布されたが(1874年)、これに基づく株式取引所

の設立は認められなかった。同条例は実際には商品取引所に規範を与えるものであったからである。公債の自然発生的取引が盛んになって初めて、これを規制するために、株式取引所が設立されることになり、新たに株式取引所条例が設けられる(1878年)。株式取引所条例時代に、多くは現在につながる取引所が東京、大阪、横浜、神戸、博多、京都、名古屋などに設立された。しかし取引量の減少と重課税に苦しむ株式仲買人(現在の取引所正会員に当たる)に不祥事が続出、取引所制度改革が社会の要求するところとなった²⁾。

政府は、取引所組織の改革(株式会社組織を廃止し、会員組織にする)と取引方法の改革(投機取引本位から実物取引本位へ)、さらに取引対象の拡大(有価証券と商品)を考えて、取引所条例(プールス条例、1887年)を制定したが、実施はかなりの混乱を伴った。結局、欧米の制度の調査を踏まえた上で、旧取引所制度(株式会社、妥当な営業保証金、自己売買中心)を認めた取引所法が、1893年に制定された。取引所組織(株式会社組織と会員組織の併存)、取引方法(個別銘柄先物である定期取引中心)ともに、旧取引所株主である仲買人の抵抗で妥協した結果が、戦前型の投機的株式流通市場を強化したのである(投機性が強かったことには本来は発行主体側の要因がある)。

その後はこの取引所法あるいは施行令である取引所令の改正が繰り返される。1902年の取引所令改正(定期取引限月の短縮、3→2ヵ月等)は現行の商慣習を壊す「取引所打ち壊し令」といわれ、猛烈な反対運動の結果翌1903年旧に復された。1914年取引所法改正では仲買人の資格や定員を制限した(東京株式取引所で90名、半年後に81名に)。1918年取引所令改正に

よる小口落とし³⁾禁止の実施は、1920年反動恐慌最中に復活が決まった。反動恐慌後の不況下に行われた1922年取引所法改正はかなり大がかりなもので、会員組織取引所の育成、取引所類似施設の禁止、株式組織取引所に商議委員会設置、取引所強制担保の任意化、仲買人を名称変更し取引員に、取引方法を実物取引と清算取引に区分し、有価証券の取引期限を(再び)3→2ヵ月に短縮した。さらに数ヵ月後の取引所令改正で短期(期限7日以内)清算取引が創設された。ここで初めて全国的な証券業者団体が結成され(全国株式取引員組合連合会)⁴⁾、全国株式取引所連合会と協力して、短期清算取引の総決算日制度の廃止(1ヵ月以内の繰延べ)、限月短縮反対・実施延期を主張した。前者はすぐに認められ、繰延べの繰返しにより極めて投機的な新取引方法を形成した。株式長期清算取引の2ヵ月3制限は1925年4月実施されたが、27年金融恐慌を間にはさみ、29年5月に旧に復した。

1929年ニューヨーク株式大恐慌は日本市場にも相当の影響を与えはしたが、その反省にたって設けられたアメリカの1933年証券法、34年証券取引所法は「紹介された」という程度で、目に見える影響は何もなかった。日本市場は大正後期以来長期の不振に悩み、とりわけ東京株式取引所は1933年に商工省から資産欠陥補正命令を受け、整理命令に基づく増資でどうにか体制を建て直すような有り様であった⁵⁾。この整理が完了した時点で、商工省は全国の取引所・取引員組合その他に対して「取引所制度改善」に関して諮問した。33年6月に設置された取引所制度調査委員会(商工省)が強化され、取引所制度調査会(会長 商工相)が設置されて、制度改革の議論に当たった⁶⁾。しかし、この後戦時体

制の強化につれ、現行取引所法の改正による改革は後景に退き、まったく別の形で改革が断行されることになった。

2) 1943年日本証券取引所法公布

—形骸化した制度改革

1936年7月21日、朝日新聞に取引所株の上場禁止等の大蔵省案が掲載され、全国の株式取引所は立ち会い停止となった。当時の取引所所轄官庁は大蔵省ではなく商工省である。翌日、両省大臣は「関知せず」との声明を出し、朝日新聞の記事は「虚報」として、とりあえず立ち会いは再開された。実はこれは「虚報」ではなく、戦時金融統制を構想した大蔵省が実際に勉強会で取引所改革を考えていたもので、6年後の1942年12月、「日本有価証券取引所法案要綱」として発表されたものと骨格は同じであった(41年12月取引所監督は大蔵省に移管)。この法案は「日本証券取引所法」として上程され、翌43年3月に公布されて、6月末には日本証券取引所が設立され、7月から同市場が開設された。

日本証券取引所法は、旧来の取引所法から有価証券取引の取引所を分離し、株式会社組織の株式取引所全国11所を半官半民(政府出資約4分の1)の特別法法人である日本証券取引所1カ所に統合し、旧取引所を支所として、市場を開設させた。旧取引所株主は日本証券取引所出資証券の保有者となった。取引員は法人に限られ、最低資本金額が定められた。取引仕法は実物取引と清算取引(長期)に限られ、短期清算取引は廃止された。株式会社組織の個別取引所が廃止されたこととあまって、もっとも投機的と目されてきた「取引所株式の短期清算取引」はここで消失したのである。この上に、大蔵省は43年10月「取引員業整備実施要綱」と

「取引員統制組合結成要綱」を、12月に「有価証券業整備要綱」を発表し、その実施で取引員は半減、場外業者は8割減となった。整理改革の断行という点では戦前期もっとも徹底したものとといえる。

何故こうした改革を断行しえたか。商品取引と有価証券取引を同レベルで行政の取り締まり対象とし、農商務省から商工省の系列で「投機取引の市場集中・管理」を最大の目的として、その範囲内で行われてきた取引所改革では、究極の投機対象といえる取引所株式を廃止することは至難の業であった。この改革は広義の金融行政の対象として取引所・証券市場を把握し、戦時金融統制の一環として強行しえた「戦時大蔵省」の権能をもって初めて可能になったのである。もっとも、改革の時期が太平洋戦争開戦後であったため、「改革後」の実態は戦時目的に奉仕するだけのものとなり、大東亜共栄圏内の関連はおろか国内の資本調達との関連もほとんど形成できなかった。

このように戦前期の市場改革はほぼすべて「取引所改革」である。部分的には場外現物市場が投機化(差金決済化、定期取引化)して取引量が増えたときには、これを弾圧して取引所内に吸収したが、この対応も取引所制度の保守・強化といえる。証券市場の実態が株式の取引所流通市場における定期取引に主として表現された時代の故である。取引所投機取引には一部の債券が含まれた。株式発行は株主割り当て額面発行(4分の1払込から開始)で、増資はめったになく、公募増資はさらに少なかった。「資本市場」としては債券の「起債市場」が重視されたが、これは「制度」という把握はされてこなかった。取引所制度以外の「市場」に対する何らかの行政側からの把握・規制は、戦

時経済統制下になって初めて、臨時資金調整法(証券発行)、有価証券引受業法(債券引受業者)、有価証券業取締法(場外取引業者)で行われた。その後、終戦までの間にこれらを大きく改正する必要はなかったのである。

2. 第2次世界大戦後

戦後についてはすでに多くのことが共通の認識になっているので、基本的な改革事項を概観するに止めたい。

1) 戦後改革

第2次世界大戦後、占領国軍最高司令部の手で行われた戦後改革の基本的コンセプトは「民主化」である。経済改革の柱は、農地改革、労働改革、財閥解体の3つであり、最後の財閥解体の過程(閉鎖的に保有されてきた巨額の株式の一般放出)と結果(多数の巨大公開会社の誕生と大衆的基盤にたつ証券発行・流通市場の発生)が、証券市場の戦後改革を必至にした。戦前・戦時の証券市場の実態とあまりにかけ離れた市場の形成が目標にされたため、これを実現するための改革が根本的な理念の変革になったことは当然であろう。以下、1948年証券取引法全面改正法と49年取引所再開時の売買取引3原則をあわせた特徴を列記する。

- (1) 証券取引法体制の確立——商品取引法及び取引所法から分離、発行取引及び流通取引の双方を包含、市場取引法と業者法を兼ねる
- (2) 法の目的——国民経済の円滑な運営と関連付ける
- (3) 法の対象とする有価証券の限定列举——既存の有価証券の追認
- (4) 証券業の定義付け——専営主義、設立登

録制、法人

- (5) 発行主体の情報開示強制による投資家保護——投資家の自己責任を強調せず
- (6) 証券取引所——会員制、設立登録制
- (7) 証券取引所における取引仕法——実物取引に限定、会員による上場証券取引の取引所市場集中主義
- (8) 証券行政の独立——占領下行政委員会としての証券取引委員会

これらのうちいくつかは占領終了後修正された(6—設立免許制、8—廃止、大蔵省理財局証券課に)。またいくつかはさらに後に修正された(4—設立免許制、7—先物取引の実施)。しかし、証券取引法体制の基本である1, 2, 3, 5は変更されていない。今次ビッグバンでもこれらが大きく変わることは予想されていない。

2) 証券恐慌前後

狭義の証券恐慌は山一証券の経営破綻がはっきりし、同社を含む運用預かり19社に対する日銀特別融資が決定された1965年5月下旬のほぼ1週間ということが出来るが、それまでの数年間にすでに証券恐慌後の市場改革について基本的な方向が出されていた。まず、証券行政の機構が大蔵省理財局内から証券局に独立し、拡大された。そしてこの証券局の最初の課題が、数年に及ぶ証券不況下に経営不振が著しい証券業者に対する規制理念の変更(登録制から免許制へ)により、行政主導型の市場建て直しを行うことであった。証券業者免許制(1965年公布、68年実施)は銀行・保険会社とほぼ同列に社会的責任を持つ金融仲介機関として証券業者を把握するもので、現実にはほぼ同じような護送船団行政を展開した。あるていど数を限って免許を

与えた証券業者の経営を、ブローカレッジ中心で安定させ、各種準備金・保証金等の積立を強制して不祥事に備え、全般としては行政側の監督を強化することによって、市場の基本的な安定化を図ったのである。

このとき及びその後数年にわたる他の改正は、外務員の登録制、証券業協会の統合、企業情報開示の強化、取引所取引の規制強化、信用取引方法の改善等である。いずれも証券業者免許制ほどのインパクトはなかった。

3) 証券不祥事以後

1991年夏の金融・証券不祥事は同年の国内ニュース1位となるほど社会的広がりを持って受けとめられたが、その注目度に比して掛々しい対応策は登場しなかった。自由かつ公正な競争による価格形成と取引の円滑な執行が行われる市場、そしてその過程が透明であること。こうした「あるべき市場像」に反対する者はないが、ではいかにしてこれらを確保しうるかとなるとなかなか進まない。証券不祥事が現象的には「一任勘定取引を含む営業特金を主たる対象とし」「大口投資家に対し」「事後の損失補填」を「証券取引の形式で」行ったものであったため、証券会社の一任勘定取引の禁止、営業特金の処理、事後の損失補填の禁止等は可及的速やかに行われた。その後1年足らずの議論で公布された以下の2法は、不祥事を繰り返さないための方策であると同時に「市場の拡大」「証券取引の拡大」に一步を踏み出したものである。

1992年6月5日証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律(7月20日施行)

(1) 証券取引等監視委員会の設置(1992年7月20日)

(2) 証券業協会・証券取引所の自主規制機関としての機能強化

(3) 店頭売買有価証券に係わる不公正取引規制の整備他

1992年6月26日金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律(93年4月1日施行)

(1) 有価証券の定義の整備

(2) 公募概念の見直し、私募についての法整備及びディスクロージャー制度の整備

(4) 銀行等の証券子会社の設立に係わる規定の整備等

とりわけ後者の金融制度改革法は市場の対象となる証券商品の拡大、私募の相手方となる「適格機関投資家」の明確化、懸案であった金融機関5業態の子会社方式による相互乗り入れを可能にした。不祥事と絡めて考えるならば、競争的市場の拡大により市場内の自浄効果を高めようとしたものといえる。

証券恐慌以前から、制度改革は常に証券取引審議会(1952年設置)の議論を経てきたが、とりわけ近年は審議会そのものよりも実質的な議論の場所である各部会を活用してきた。証券不祥事以後の部会報告は以下の通りである。

1992年1月 基本問題研究会「証券市場における適正な競争の促進等について」

同上 不公正取引特別部会「相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について(中間報告)」

1993年3月 作業部会「大口取引に係わる株式委託手数料の自由化について」

1994年2月 公正取引特別部会「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」

II—改革の目標と手順

III—具体的な改革

Iは論点を整理するための視角を打ちだしている。日本の証券市場(金融・資本市場という言葉も使われている)に対する期待——国内外の資産の効率的な運用、リスク負担と分散の機能発揮、国民共有の重要な財産たる市場および国際的な水準を保つ市場の保持——がかつてないほど高まっているのに、その実態は期待される「市場」像とは大きく乖離している。この乖離を縮小し、できれば解消するためには、「行政のあり方を含むこれまでの規制の枠組みを変えていくことを出発点とし、市場の利用者、仲介者、運営者の意識や行動をも変革していく、抜本的かつ総合的な改革が要求されている」。

ここからめざすべき改革の方向は自ずと明らかになるとし、IIでは以下の5つが目標に掲げられる。(1)証券市場を資金仲介の主役に、(2)「東京市場」の復権を、(3)21世紀にも通用する枠組みを、(4)すべての人に開かれた市場を、(5)公正・透明な、信頼感ある市場に。改革の手順としては、不良債権処理等バブル崩壊後の残された課題に取り組みつつ、総合的に、早急に(21世紀初頭には終了)行う必要があるとされた。具体的には、多様な選択ができ、利用者に魅力があり、公正で信頼されうことを共通の方向性とした上で、1・投資対象、2・市場、3・市場仲介者に分け、3つのワーキング・パーティーを作って議論が開始された。総合部会委員と特別委員はそれぞれいずれか1つのワーキング・パーティーに所属するが、他の会合にも参加できる。各ワーキング・パーティーの議論は折々総合部会に報告されて共通の認識となり、最終的には総合部会報告書に結実することになる。以下、3つの具体的な

大口取引株式委託手数料の自由化は1994年4月1日に実施された。自己株式取得に関するみなし配当課税の凍結(99年3月末まで)は95年11月に租税特別措置法の改正で実施された。

また1995年12月からデリバティブ特別部会が発足し、デリバティブ取引に係わる証券会社のリスク管理等を議論し、96年12月に「証券取引所における個別株式オプション取引の導入について」を公表した。1996年6月に発足した総合部会は、公正取引特別部会、デリバティブ特別部会と平行しながら、テーマを限定した「特別部会」ではなく、「証券取引に係わるすべて」を対象とする、いわば総論担当の部会である。議論の対象領域にタブーは設けないということで開始されたところに大きな特徴があった。とはいえ、約1年という限られた時間にすべてを議論の俎上に上せ、かつ有意義な結論を導くことは困難である。総合部会は、過去とのつながりでは証券不祥事以後の本格的な改革議論であり、将来へ向けては金融・資本市場空洞化への長期的対応策を確立するという両面性を備えつつ、96年11月第2次橋本内閣発足と共に「金融・証券市場の21世紀に向けた抜本的改革＝日本版ビッグバンの要請」に直接応えるべく、12月から時間を限った分野別の議論に入った。次章でこれを見る。

II. 総合部会論点の分化

1996年11月29日、タイミングとしては橋本総理の日本版ビッグバン要請を受ける形で、総合部会は前半の総論的議論の中間報告をまとめた。「総合部会・論点整理」である。論点整理は3節に分かれる。

I—我が国証券市場の現状と問題点

改革分野について、「論点・整理」で掲げられた項目のうち大きな歴史的改革になるものについて、個別に検討したい。

1. 投資対象

サブタイトル「魅力ある投資対象の提供」の下に、商品の多様化、投資信託、企業活力の向上、株式の魅力の向上、情報提供の充実、商品供給コストの削減があげられている。ここでは商品の多様化について考えたい。

明治期最初に実施された証券関係法令である株式取引所条例(1878年)はすでに取引所の取引対象として国債と株券を掲げた。国債を債券一般の原型と考えれば、基本的な証券2種は最初から定められていたのである。これに次ぐ証券種類というべき投資信託証券は登場が遅く(1937年)、戦前は法的には信託法による存在であった。戦後投信で初めて証券関係法上に規定されたのである。証券取引法(1948年)は有価証券の1つとして「投資信託の受益証券」を掲げたが、実際には証券投資信託法(1951年)の公布施行で初めてその実態が規定された。48年法はまた以下の2項を作った。

8 外国又は外国法人の発行する証券又は証書で前各号の証券又は証書の性質を有するもの

9 その他証券取引委員会が公益又は投資者保護のため必要且つ適当であると認めて証券取引委員会規則で定める証券又は証書

1(国債証券)から7(投資信託の受益証券)までは限定列挙であるが、8は外国証券に関する包括規定、9は「監督庁の判断」という包括規定である。

48年法の有価証券規定に対するその後の大きな修正は、4(社債券)に相互会社の社債券が、5(特別の法律により設立された法人の発

行する出資証券)に協同組織金融機関の優先出資証券又は証書が、6(株券又は新株の引受権を表示する証書)に端株券が、7に貸付信託の受益証券がそれぞれ加わったこと、8が「法人が事業に必要な資金を調達するために発行する約束手形のうち、大蔵省令で定めるもの」となり、旧8は新9に、旧9は新11(流通性その他の事情を勘案し——政令で定める——と修正)となったこと、最後に新10が「外国法人の発行する証券または証書で銀行業を営む者その他の金銭の貸し付けを業として行うものの貸付債権を信託する信託の受益権又はこれに類する権利を表示するもののうち、大蔵省令で定めるもの」となったことである。また別項を立てて、有価証券に表示されるべき権利で「有価証券」(券面)が発行されていない場合も「有価証券」(権利)とみなし、有価証券に表示されるべき権利でない場合でも一定のもの(住宅貸付債権信託等)は有価証券とみなすこととした。

また、有価証券の定義には入らないが、すなわち新たな有価証券「種類」を構成しないが、「証券業」の営業行為として「有価証券指数等先物取引」「有価証券オプション取引」「外国市場証券先物取引」とその媒介等・その委託の媒介等が新設された。

この流れに沿って見たとき、今回は非常に大きな改正点はないといえる。個別株式オプションの創設は「有価証券オプション取引」のバリエーションである。資産担保型証券もすでに10項で外国法人の発行するものとしては承認されている。これらを含めて、すでに外国では「証券」あるいは「証券取引」として市場の承認を受けているものの日本市場への導入、あるいはこれから新たに創出されるであろうそれらの導入を、できるだけスムーズに行えるようにした

い、というのが論点の1つである。今1つは、そのために、有価証券の定義の包括条項をより整備すべきではないかという点である。いずれも明確な結論を得ていないが、市場(発行者、投資家、仲介者)にそれなりのニーズがあればできるだけ投資対象を拡大しようという姿勢は、これまでにはなかったものといえる。個別「有価証券」規定と「証券業」の営業規定が強く結びついていたこれまでと、包括条項が重視され、「証券業」の新規参入が容易になり業務範囲も拡大する見通しの現在との違いであろう。

2. 市場

サブタイトル「信頼できる効率的な取引の枠組みの提供」の下に、市場参加者の多様なニーズに応えられる複数市場の形成とそれらの間の競争促進が図られ、国際的競争力が強まることが目標とされる。具体的検討項目は、取引形態の多様化と各取引形態の競争関係、取引・気配情報へのアクセス、流通・決済制度等のインフラ整備、上場・公開等に関わる諸規制・諸慣行の見直し、ディスクロージャーの整備、監視・処分及び紛争処理体制の充実、投資家啓蒙活動、電子化への対応である。

最初の「取引形態の多様化と各取引形態の競争関係」には、取引所集中義務の見直し、店頭市場の位置づけの見直し、未上場・未登録株の扱いの見直しという3つの「見直し」が含まれる。第1と第2は市場の形態という1つの事柄の表裏でもある。第3は現在は無い領域の「市場化」といえる。現行の、取引所上場証券の、取引所会員による取引の、取引所市場集中は、戦後、証券取引法により新設された取引所で売買が開始される直前(1949.4.

20)に、GHQのアダムス証券担当官が提示した以下の3原則の1つである。

1. 会員による上場銘柄取引の取引所集中
2. 取引所取引の時間的順位による記録
3. 先物取引の禁止

これはアダムスが日本の証券取引委員会に提示したメモの順序であるが、これを受けた同日付け証券取引委員会の文書では2と1の順序が入れ替わっている¹⁰⁾。時間的順位による記録の一本化は当時かなりの事務的な問題になったが、当然のこととして定着した。先物取引の禁止は具体的には、1)終戦直前まで行っていた長期清算取引と、2)戦時下に廃止された短期清算取引の、復活を認めないことになる。証券業者にとっては大問題であったが、これに従う旨の「誓約書」を入れない限り取引所市場の再開ができなかった。残る現実的な問題は、取引所市場集中の受容である。

戦前期、先物取引は投機的取引として取引所市場に集中されて(取引所法による取引所類似施設の禁止)、厳しい監督下に置かれ、株式会社としての取引所の収益源となると共に、税当局からはそれなりの税収源として把握されてきた。実物取引は取引所取引としては重視されず、場外取引が通例であった。この実物場外取引が先物取引化(差金決済化)したときには厳しく取り締まられて、場外市場は潰され、取引は取引所内に吸収された。また取引の方法としては、仕切り売買と委託売買が平行して行われていたが、実物取引では委託売買はほとんど行われていなかった。ところがGHQと細かく話し合ってみると取引所上場証券については仕切り売買を認めないことが判明した¹¹⁾。したがって、3原則の実施により、日本の証券業者はまったく慣れていない「実物取引の委託売買」を、上

場証券については、かつ会員業者は、取引所内のみで行わなければならなくなったのである。

「非」上場証券で、「非」会員業者であれば、当然に取引所取引が不可能であるが、場外における仕切り売買は可能である。とはいえ、取引所再開当時は、それまでの集団取引銘柄はほぼすべて取引所に上場し、集団取引は廃止されている。またそれまで集団取引に関わってきた証券業者は相当部分が取引所会員になった。東京の例で見れば、日本証券取引所東京支所の取引員で構成する「東京取引員協会」会員は65名(1946. 11. 1)だったが、東京証券取引所の新会員は116社(12は才取会員)でかなり増えたといえる¹³⁾。非上場証券がほとんど存在せず、取引所会員数が増えたとなれば、基本的には3原則を嫌って取引所取引から離れる道は選択できなかった。

一方、取引所再開以前の唯一の市場であった集団取引市場は、取引銘柄と取引仲業者が共に取引所取引に吸収・移行された形となり、廃止された。証券取引法による戦後体制の正規の出発点には「店頭取引市場」が存在せず、位置付けの必要も無かったといえる。さらに、それ以後の市況不振の下で、いくたびか差金決済を目的として店頭取引が集団化し、投機化した経緯から、先物取引禁止に裏付けられた取引所市場集中主義が否応なく明確な取締り方針として認識された。店頭市場の位置づけは長く「不要」であり、かなり遅れてようやく「取引所市場の補完」に格上げされたのである。取引所市場における戦前型「先物取引の仕切り売買・委託売買」から、戦後型「実物取引の委託売買」への強行的転換が、店頭市場の位置付けにも大きく影響したといえる。

戦前期は店頭先物取引は禁止され(取引所に

吸収され)、店頭実物取引は見るべき量が無かった。そして戦後が以上のような状況であるから、今回の「取引所市場集中主義の見直し」すなわち撤廃あるいは緩和と、「店頭市場の位置づけの見直し」すなわち取引所市場と並列的かつ複数化の方向とは、極めて画期的な改革である。実際にこれらが実施された時の市場イメージがどうもはっきり描けないのは困るが、しかしそのことこそが日本市場の性格を良く示しているともいえる。第1に、上記のような歴史的経緯から、自由で大規模な店頭市場の経験がなく、過去にモデルを求めたイメージの描きようがない。第2に、日本市場の目指す方向はアメリカ型の市場だと思われているが、日本の発行者、個人・機関投資家、仲業者それぞれの性格はアメリカとはかなり異なるため、アメリカと同じ市場イメージが描けない。第3に、新たな市場の創出にはテクニカルな電子取引の発展と整備が先行する、あるいはリーダーシップを取ると予想されるが、日本ではこの面が先行していない。以上のような理由から、市場間競争の展開は最も予測困難な分野であろうと考える。

3. 市場仲介者

ここでいう市場仲介者には旧来の狭義の証券会社だけでなく、資産運用業者が含まれ、「高い付加価値を持った多様な資産運用サービス等の提供」がサブタイトルとなっている。言い換えれば、戦後継続した資金調達側からのプレッシャーを受けることが少なくなったが、資金運用側からのプレッシャーを受ける市場になった、あるいはなろうとしているのである。プレッシャーという語感が悪ければ、社会的要請といっても良い。当然ながら、従来から資産運用サービスを行っている資産運用業者(投資信託業、

投資顧問業)が強化される。ブローカレッジ中心で営業してきた証券会社は、前節でみたような市場自体の多様化に伴いディーリング機能を強化し、自ら市場に参加すると共に、個人の市場へのアクセスの担い手としては従来以上に公共的な役割を担い、機関投資家等に対しては弾力的な市場サービスを提供し、かつ一般に資産運用業務をきめ細かく展開することが要請される。

具体的検討項目としては、手数料自由化、業務の多角化、持株会社の活用、資産運用業(投資顧問、投資信託)の強化、アナリスト、評価機関、ファイナンシャル・プランナーの役割、証券会社の健全性チェックの充実、仲業者の参入・退出のあり方、破綻処理制度等があげられている。旧来の狭義の証券会社経営の基本的規定の修正がここに大きく盛り込まれている。

その第1が、現在は固定的である諸手数料の自由化、とりわけ取引所における売買取引の委託手数料の自由化である。上述のように、戦後体制の下では取引所会員による上場証券の取引は取引所市場集中主義が採られ、さらに証券恐慌後は証券会社営業のブローカレッジ中心化が図られたため、上場株式の委託売買による手数料収入は(近年減少しているとはいえ)現在の証券会社の主たる収入源(平均約2分の1)になっている¹⁴⁾。しかし、1991年の証券不祥事の際に、大口顧客に対する大手・準大手証券会社の損失補填が社会的に大問題になり、こうした損失補填をすることができたのは証券会社に固定手数料収入が保証されていたためであるとして糾弾された。その結果証券取引審議会の議論を経て、94年度から株券の10億円を超える取引金額部分についてはすでに自由化されている。10億円を超える金額については、「153万5000円

以上の額で、正会員と顧客との合意により定められた額」となっている(東京証券取引所)。したがって、現在問題になっているのは、10億円以下の取引金額部分についての「完全自由化」あるいは「部分自由化」「段階的自由化」である。

取引所における委託売買取引に関する固定手数料制は、日本では取引所の歴史始まって以来、明治以来の制度である。取引所法では「第23条 取引所ハ売買取引高ニ応シ売買双方ヨリ手数料ヲ徴収スルコトヲ得、其ノ率ハ政府ノ認可ヲ受クヘシ」、日本証券取引所法では「第49条 取引員ハ命令ノ定ムル所ニ依リ主務大臣ノ認可ヲ受ケ有価証券市場ニ於ケル売買取引ノ受託ニ付委託証拠金及委託手数料ヲ徴収スルコトヲ得」となっている。戦前期には取引所取引の中心は株式清算取引であり、その自己売買が個人商店である証券業者の主たる収入源であったことを確認した上で、以上の法律の意味するところは「政府の認可を得た固定手数料制」の継続であった。戦後改革もこの点には修正を加えず、1994年まで経過したのである。94年の一部自由化はしたがって明治以来100有余年の証券取引史上初の大きな転換点であったといえる。その転換理念は、実はグローバル・スタンダードに合わせたところにあり、「損失補填の原資を断つ」とみられたのは日本の証券会社に対する不信感の故である。

委託手数料制のグローバル・スタンダードは、1975年アメリカの手数料自由化と1986年イギリスのビッグバンによる手数料自由化とにより、決定的に変革された。国際化に遅れた日本は1985-89年のバブル期に固定手数料を継続したが、この時期に日本市場に進出していた外国系証券会社は当然ながら同じく最後の固定手数料

制の恩恵に預かった。アメリカの自由化は1960年代後半から大きくなった機関投資家による売買を背景とし、機関投資家が固定制を避けて店頭市場に出ていったことへの対応策として証券取引所が決断したものである。イギリスの場合はロンドン金融市場の空洞化、地盤沈下への対応策である。立ち遅れた日本としては、すでに立ち上がったグローバル・スタンダードに適合する以外に道は無かった。現在の問題は1つ、完全自由化をして小口投資家を一気に予測のつかない世界に放り出すか、小口投資家には一定の保護の道として低率・固定手数料制を残すかであろう。いうまでもないが、固定制は手数料率がまったく動かないことを意味しない。現実には戦後の50年、手数料率は基本的には一貫して低下している。

第2は、仲介業者の参入・退出のあり方である。手数料制度とは正反対に、この制度は日本ではほぼすべての考え方（規制無し、緩やかな登録制、厳しい登録制、緩やかな免許制、厳しい免許制）を現実を経験してきたと言える¹⁴。諸外国の例は、たとえば現在のアメリカは、個人やパートナーシップ営業から国際的大株式会社までを含み、SECの膨大な通達行政にガードされた厳しい登録制である。戦後の日本は、緩やかな免許制（1948年以前）、緩やかな登録制（48—63年）、厳しい登録制（63—65年）、厳しい免許制（65—91年）、やや緩やかな免許制（91年以後）と、かなり頻繁に変化してきた。ユニバーサルバンク方式を採る国々では、銀行が免許制であれば証券業務も免許制ということができる。すなわち、証券業者の規制理念についてはグローバル・スタンダードは無いように見える。

そうであるならば、現に日本の証券業者は戦

後ほぼすべて株式会社であった事実の上に（今後の証券業の機能分化によっては個人やパートナーシップ営業を認めるにしても）、証券業の金融仲介業としての社会的性格を考慮にいれ、とりわけ今後はよりリスクの大きい商品を多く取り扱うことを考えれば、最低限免許制の参入スクリーニング機能を保持すべきだと思われる。個人営業あるいは無責任な株式会社の一部が、非常にリスクな、あるいは詐欺的な市場取引仲介を行い、恒常的に新規参入と退出を繰り返す市場を選ぶか、参入時に一定のスクリーニングをかけ、その後は厳しい監視体制を持つ市場を選ぶかは、自由である。証券・資本市場がもとよりリスクであることは共通であるが、それぞれの国がそれぞれに大規模・国際市場の機能を提供するとすれば、市場機構の強力性、安定性は1つの特色になるのではないか。

固定手数料制度がすでに大口の自由化実施で方向性が出されているのに対して、参入・退出理念はまだ何も手が付けられていないように見える。しかし、これも現行免許制の下ですである程度の修正が進んでいる。参入については、外国証券会社あるいはユニバーサルバンクの日本法人ないし支店の証券業免許は1981年から始まり、増減はあったが現在56に達している。証券不祥事以後金融制度改革法で銀行等の証券子会社が設立開始となり、これも現在16に達した。また市況不振下に、事業会社や銀行、外国政府等の傘下に入る証券会社も出ている。コンサルティング会社が未上場・未登録株式の流通取引を取り扱う証券会社として設立される見通しもある。これらは、参入の面ではすでに現行免許制が変質していること、変質しうることを示す。問題は退出である。これまでは退出場面に厳しい免許制のプレッシャーが強くなり、同

種合併、異種合併（投信販売と証券会社等）が大半であり、証券不祥事以後になって、銀行による救済買収（コスモ証券）、外国政府による出資受け入れ（センチュリー証券）等が見られるが、完全に破綻を露呈したのは1980年の1例（高木貞証券）だけである。現在はすでに大蔵省は理想的には破綻による、あるいは自主的な判断による退出を認めているが、現実に証券会社の破綻が生じた場合にどうするか。この点を、破綻が生じる前に早急に固めておきたいといえる。

金融機関免許制による護送船団行政は金融システムの強力性・安定性を確保するためのコストを、監督当局の維持コストとして計上する方法である。免許制を緩和し、市場の判断により仲介業者の退出が進むとすれば、その衝撃を金融システムを破壊しない範囲に抑えるためのコストが必要で、それは退出に至る前の健全性のチェックと、退出に至った場合の処理に分かれる。前者は一定の免許行政の維持コストとして、後者は（預金保険機構とは異なるが）新たな公共のコストとして観念されるべきものであろう。通例は証券会社・市場仲介者の内部で顧客勘定と証券会社勘定が明確に分別管理されていけば、破綻時に顧客に迷惑がかかることはない。しかし、一般に市場型金融商品が増大する、現在は対象にされていない新たなタイプの市場型商品が多く登場する、また市場取引に必ずしも習熟しない仲介者が増大し、市場知識に欠ける投資家も多く参加することになれば、どのような破綻の形態が生じるかは予測ができない。その時のための処理のスキームは、現行の民間基金である寄託証券補償基金の拡充（基金拠出分の免税措置要）と共に、一定の公的資金の投入も検討すべきだと思われる。

4. その他

以上、3つのワーキングパーティーで論じられている項目から証券市場の歴史上大きな改革となるものを取り上げて考察した。現在あるもの、あるいは萌芽があるものの育成、拡充が論じられている場合には取り上げていない。その他の論点で、総合部会ではあまり議論されていないが非常に重要な市場環境を構成すると思われるもの3点について、別途見ておきたい。

第1は、持株会社の一部承認についてである。戦後経済改革の3本の柱の1つで、証券市場の新展開の基盤になった財閥解体の効果を恒久化させるための方法が1947年「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律」である。同法第9条は財閥の頂点に立つような純粹持株会社を禁止した。戦後の日本では、本業を主とし持株活動を従とする事業持株会社のみ認められてきたことは周知の事実である。これに対して、1995年末頃から産業界を中心にして急速に持株会社解禁論が高まった。巨大化した企業の分社化、効率的なグループ戦略の形成、リストラの方法等が要求の理由であるが、95—96年に本格化したのはやはり先進諸国のグローバルスタンダードという認識の故であろう。独占禁止法そのものはもちろん維持されるが、持株会社の一部解禁（競争制限的でない、巨大でない等）¹⁵は、戦後改革に対する大きな修正である。これが一般に証券市場にとって（発行主体及び投資主体の変化として）、どのような影響を及ぼすか、また特殊に市場仲介者にとってどのような変化があり得るかは、十分に検討されていない。

第2に、株式の相互持ち合いについてである。相互持ち合いは日本市場に非常に顕著な特

徴であり、日本市場の「わかりにくさ」「市場機能が十分に発揮できない1つの理由」と見られてきたが、これは法律を改正して修正することができる「制度」ではない。前述独占禁止法による持株会社禁止と商法による自己株保有禁止、さらに乗っ取りを嫌う日本的経営観があいまって、結果として形成されてきた持株傾向である。この傾向が確立したのは独占禁止法による金融機関の対象1社当たり持株比率が5%から10%に拡大されていた期間(1953—1986)であり、大銀行のメインバンク機能と表裏一体の関係にもある。ここから類推すれば、相互持ち合いの主たる問題は支配力を持つ銀行によるものであることがわらう。しかし、この問題は総合部会では深く議論されることはなく、持ち合いを行っている当事者企業の判断に任せ、自然に解け始めることを期するに止まった。

第3に、総合部会で取り上げられはしたが本来別の分野の問題であるものが、株式の魅力の回復である。リスクキャピタルとして認識されていることを前提として、株式の「魅力」とは、発行者が提供できるもの(インカムゲイン、将来の高収益率予想等)と、市場参加者相互で形成するもの(株価の変動、結果としてキャピタルゲインあるいはロスをもたらす)が大半で、市場仲介者が提供できるものは僅かである(投資単位の変更、投資の組織化等)。もし今回の改革で委託売買手数料が自由化され、有価証券取引税が廃止されたとするならば(投資家にとってはコストの低下)、市場仲介者としてはこの面ですべきことはほとんどなくなる。証券会社の取引仲介機能に対する「不信感」の存在と、株式の魅力の欠如とは、別の問題である。日本株式の魅力とは、21世紀日本経済の収益性、成長性そのものの評価を意味する。金融・

証券ビッグバンが功を奏して、日本の金融・証券市場が活力を取り戻したとしても、日本の金融・証券業の、さらには日本の産業の収益性が取り戻せるかどうかはわからない。そもそも産業の高度成長には限界がきたのではないかという認識から、今回の議論は始まっている。株式の魅力回復には現時点で強力な方策は予想されていないというべきであろう。

結び

証券関係についていえば今回の改革方向は非常に大きな意味を持つといえる。

第1に、市場の対象とする商品の拡大、市場そのものの複数化・競合化、市場仲介業者の拡大・競合化と、狭義の市場に関係するすべての分野にわたり取り上げ、さらに株式相互持ち合いや株式の魅力等関連する分野も視野にいれ、議論の包括性において画期的である。

第2に、議論したことの非常に多くについてかなり早急な実施が検討されており、しかも議論の過程でその緊急性がより強く認識されるようになったことである。これは、狭義の証券市場に関する議論が独立して行われたわけではなく、国際金融、国内金融各分野の改革議論と同時並行的に進められ、とりわけて国際金融分野における改革(外国為替取り扱ひの早期完全自由化)の決定が、改革のスタートラインをいち早く設定したことによる。

第3に、市場の国際的競争力の強化という視野が初めて登場したことである。戦前期の日本市場には国際的関連はほとんどないと言ってよかった。日本で最初の証券発行は明治政府の外国債(英国ポンド債)であり、その後大企業の外国債券発行はあったが、日本の国内市場その

ものは外国投資家の注目するところとはならなかった。1929年恐慌はもちろん日本市場にも影響したが、翌年以降の金解禁恐慌=昭和恐慌のほうははるかに深刻かつ長期的な影響を与えた。そこから立ち直った後は準戦時体制で、国際的な関連は明確に断たれてしまった。前述のように戦前の市場改革論議はすべて国内の、取引所改革関連のみであった。

戦後改革は明らかに占領国軍最高司令部を形成したアメリカの決定的な影響下に行われたものである。しかし、これには被占領下という限定があり、狭隘で投機的であった日本市場のアメリカナイズが生み出した市場はなお小規模な国内市場であった。この市場が一度高度経済成長を経過した時点での証券恐慌は、日本の指導行政の強化を生み、市場の国際化、自由化への対応が、その旗印ともなった。しかし、これまでの改革はいずれも部分的、個別的であり、必要に応じて国際的な要求を検討し受け入れるものであった。今回は、包括的に、かつ要求が先行する形ではなく、市場の空洞化を防止し、国際競争力を強化することを掲げたところに特色がある。

以上のような特色を持つことは、またその効果の測定が難しいことを予見させるものでもある。現在議論の対象になったことがほぼすべて実施されれば、抽象的には市場及び市場取引の拡大に大いに資するであろう。しかし、具体的にはどう変化するかとなると、あまりに多くの要因が同時に変化し、しかもいずれか決定的に強力な変化になるものが存在しないために、予測不能となる面が大きいと思われる。場合によっては変化したものとしなかったもののかみあわせが悪く、うまく行かない分野もでてくるかもしれない。

また、証券市場はどう改革しようと取引対象商品のうち本源的商品(株式、債券)の価値を高めることはできない。これらの証券に投資する投資信託や、これらをベースにする先物・オプション取引等デリバティブ取引、またこれらを対象とする自己株取得・保有やストック・オプション等のテクニックなどは、証券市場関係者の意識や技能、行政的指導・法制等の改革で、競争的に、よりよい方向に作り替えることが可能であろう。しかし、本源的商品の価値を決定する各企業の経営活動に対して証券市場のできることは、企業が参加者として利用しやすい市場を提供し、維持することだけである。

アメリカの1934年証券取引所法第2条(本法に規定する規制の必要性)の最初の部分は以下に見るとおりである。

「証券取引所および店頭市場において一般に行われる証券取引は、次の各号に掲げる理由によって、国民的公益と密接な関係をもつものである。そして、この国民的公益は、……国の信用機構……を保護し、……銀行制度……を保護しかつより有効にし、この種の証券取引における公正かつ誠実な市場の維持を確保するために、……証券取引ならびにこれに関連する慣習および事項についての規制および監督を規定し、適当な報告を要求し、また証券の全国市場制度……に対する障害を除去し、かつこれらの制度を完成し、……規制および監督を相当な程度まで完全かつ有効なものにするために必要な要件を設定することを必然的に要請するものである。」

日本市場における今回の改革に真のメリットがあるとすれば、それは上記の「国民的公益と密接な関係を持つ」証券取引の性格を、改めて議論する者の共通の認識にしたところにあるのではないだろうか。

注

- 1) 小林和子「不祥事と証券行政」大阪市立大学経済研究所『季刊経済研究』参照。
- 2) 小谷勝重「日本取引所法制史論」P.332。
- 3) 取引所と取引員との建て玉整理方法の1つで、当日売買の相殺後、残存分と前日分を前日分の古い順に相殺する方法。取引員の利益・不利益を省みず、帳簿整理の観点から工夫されたものだが、取引員の手元に大量の委託証拠金が退蔵されるため問題になった。島本得一編「市場用語字彙」P.154, 名古屋株式取引所「株式会社名古屋株式取引所史」P.20。
- 4) 日本証券業協会連合会「戦後証券市場の発展と日証連の動向」P.275。
- 5) 商工省の整理命令は、1) 取引員の身元保証金不足額の納入, 2) 取引員1名の処分, 3) 未納金の納入, 4) マラソン金融の整理で、3)と4)のためにいわゆる「変態増資」を実施して乗り切った。東京株式取引所「東京株式取引所史」第3巻, P.88-92。
- 6) 「取引所制度改善に関する試問事項」は、1. 取引の公正円滑を期する上に於て、2. 取引所の管理経営上一、3. 過当投機取締上一、4. 委託者保護上一、5. その他現行取引所制度に関し、の5項で、商品・証券両取引所を対象にしたものである。実際の議論は取引所制度調査会特別委員会のさらに小委員会（藤田国之助、福田敬太郎、向井鹿松）で1936年9月まで詰めて、小委員会案を得た。同月の特別委員会に東京株式取引所から提出した陳情書により、現物商取締りに関しては1938年有価証券業取締法が成立した。その後の調査会の活動とその結果は定かでない。同書, P.8-43。
- 7) 「森永貞一郎氏証券史談」日本証券経済研究所「日本証券史資料・戦後編」第4巻参照。
- 8) 南満州鉄道株式会社（1906年創立、資本金2億円）の増資は1920年2億4000万円（うち50万株公券）、1933年3億6000万円、1940年6億円の3回で、最終的には資本金14億円になった。大阪屋商店「株式年鑑」1942年版。
- 9) 証券取引審議会・総合部会「総合部会・論点整理」P.3。
- 10) 「日本証券史資料・戦後編」第5巻, P.149。
- 11) 1949.4.23「東京証券取引所会員懇談会議事録」同書, P.152。
- 12) 当所作成「全国証券取引所の開設概要」同書P.204, 「第2回帝国議会参考書」同書P.295。
- 13) 1995年3月現在の委託手数料収入の全収入に占める比率は47.4%, 株式は約3分の2が、公社債は約7分の1が委託売買である。「大蔵省証券局年報」1995年版。
- 14) 小林和子「これまでの証券市場」日本証券経済研究所「証券市場及び証券業の将来像に関する研究会報告書」参照。
- 15) 1997.2.25公正取引委員会事務局「持株会社に係る独占禁止法改正案の骨子」および自由民主党・社会民主党・新党さきがけ「独占法改正に関する三党合意」による。
- 16) 日本証券経済研究所「外国証券関係法令集・アメリカI」(改訂版) P.34-35。

(当所東京研究所主任研究員)