

日本の金融改革について

二 上 季代司

要 旨

1986年11月に基本の方針が明らかにされた金融システム改革案は、内容的には、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、②銀行・証券・保険の参入促進や銀行・証券の取り扱い業務の拡大、取り扱い商品の多様化・自由化などいわゆる「業際問題」の解消、③為銀主義の廃止など外為法の改正、の3つに大別できると考えられる。

この包括的な金融改革案はイギリスのビッグバンにちなんで「日本版ビッグバン」と呼ばれている。そこでイギリスの金融・証券市場改革と比較してみると、①の証券取引システムの改革は、86年のロンドン証券取引所改革（いわゆるビッグバン）に相当し、②の仲介業者の幅広い競争の実現策としては、79年制定の銀行法（87年改正）、86年制定の金融サービス法を念頭に置いたものと考えられる。

ロンドン証券取引所改革の背景として、為替管理の撤廃と公正取引庁による取引所諸規則の批判がある。すなわち証券取引所における「公共的独占」への批判、証券取引システムへの競争促進という原理の導入の産物である。わが国でも独禁法の適用除外団体として、証券取引所は公共的に認められた独占との位置づけがなされてきたが、英米ではコンピューターなど技術革新を背景に証券取引所の公共的独占への疑念が生まれた。一方、市場間競争がもたら国際的に展開されざるを得ないヨーロッパ各国では、国内的には地方証券取引所の中央証券取引所への吸収など取引所の独占的性格が強化されながらも、取引所のガバナンス構造の改革（取引所の株式会社化）によってイノベーションの発露を妨げない努力が払われている。証券取引システムにおける技術革新、競争原理の導入は歴史的普遍的なものであり、取引所改革の型が違うのは、競争の展開の仕方にあると思われる。

次に、仲介業者の幅広い競争の実現の手段として、証券取引法の抜本的改正、イギリスの86年金融サービス法にちなんで、日本版「金融サービス法」の導入が

提唱されている。イギリスの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なかった。しかし、業務・リスクの高度化・多様化に伴い、預金者保護、投資家保護の統一的なスキームが必要になったこと、EU統合を控え国際的調和をはかる必要性等から銀行法、金融サービス法が制定された。この2法の特徴は、銀行、証券会社、証券取引所などの諸機関の定義がなく、預金受入業務や投資業務は認可を受けたもの等でなければこれを禁ずるという形で預金者保護、投資家保護をはかり、しかも投資物件、投資業務をきわめて広範囲に定義することで投資家保護の対象をできるだけ広くカバーするという基本的構図になっている。アメリカのように機関の定義を行ってこれに当てはまるものを規制するという Institutional Approach に対して Functional Approach と呼ばれることもある (Ruben Lee)。このような法形式をとっているため、同一機関が幅広い投資業務に参入することが可能となり、銀行で言えばユニバーサルバンクも可能である。しかし、こうした業務認可における機能的アプローチは、先に見た証券取引システム改革におけるような歴史的普遍的な根拠をもつものであるとは必ずしもいえず、特殊イギリス的な産物である。イギリスの金融サービス法をそのままわが国に適用するには慎重でなければならず、仲介業者における幅広い競争の実現についてはわが国の銀行、証券会社における競争の具体的なあり方を検討する必要があるだろう。

目次

I. はじめに	2. 金融サービス法 (Financial Service Act) 制定の背景と内容
II. イギリスのビッグバン	IV. 日本版ビッグバンの問題点
1. その背景と内容	1. 証券取引システムの改革
2. ビッグバンの成果	2. 日本版「金融サービス法」
III. イギリスの銀行法、金融サービス法の制定	
1. 銀行法 (Banking Act) 制定の背景と内容	

I. はじめに

昨年11月、橋本総理は大蔵大臣と法務大臣に対して、金融分野全般にわたる規制緩和策の具体的検討に着手するよう指示した。第1表はその際に指示した基本方針（「わが国金融システ

ムの改革」）である。

その後、この基本的な方針を受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をすすめて、今年の6月にはすべての審議を終え改革の細目がまとまる予定とされている。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。この改革案は、いくつかの点でイギリスのビッグバン¹⁾ (1986年実施) をお手本にしていることもあって、「日本版ビッグバン」と称されている。

この改革案は、内容的にみると、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、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、取り扱い商品の多様化・自由化などいわゆる「業際問題」の解消、③為銀主義の廃止など外為法の改正、の3つに大別できると考えられる。イギリスのビッグバンは（そしてまたアメリカの75年証券諸法改正も）、証券取引所の改革を指しており、これに比べれば、「日本版ビッグバン」はきわめて広範な改革とすることができる。ところで、その名称にとらわれず、もっと幅広くみると、イギリスでは86年のビッグバンの前後に、為替管理の撤廃 (79年)、銀行法の制定 (旧銀行法79年、新銀行法87年)、金融サービス法の制定 (86年) など、重要な政策決定が行われて

いる。

この小稿の目的は、主要な論点についてイギリスのビッグバンと比較することにより、日本版ビッグバンの問題点を検討することにある。まず、①II章ではロンドン証券取引所改革 (ビッグバン) の背景、内容、成果について論点を整理し、②続く第III章では、イギリスの銀行法、金融サービス法の制定の背景、内容について簡単にみた。このようなイギリスの事例を念頭に置いた上で、③最後のIV章では日本版ビッグバンについて、その問題点を整理してみた。

II. イギリスのビッグバン

1. その背景と内容

イギリスのビッグバンとは、ある時点 (1986年10月) を期して一挙に実施されたロンドン証券取引所 (London Stock Exchange—以下LSEと略) の規則・ルールの包括的な諸改革を指し

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。

ている。その内容は、①売買手数料の自由化、②単一資格制の撤廃（ブローカーとディーラーの兼業可となる）、③取引所会員への外部資本出資制限の撤廃、④競争的マーケットメイカー制の導入、⑤立会場取引からスクリーン取引への移行、の5点にまとめられる。「日本版ビッグバン」においても、売買手数料の自由化、取引所外取引の自由化（市場集中義務の撤廃）等が検討対象とされている。そこでLSEによるこの改革の背景、内容、成果等について、当然関心が集まるわけである。

W.A.トーマスは、このビッグバンの起源として、1979年に、公正取引庁がロンドン証券取引所の諸規則を独占的であるとして制限的取引慣行審判所に告訴したこと、同じ年にイギリス政府が外国為替資金の管理を撤廃したこと、の2点をあげている（W. A. Thomas [89], 訳25～29ページ）。

(1) 公正取引庁の批判

まず前者からみておこう。公正取引庁（Office of Fair Trading—以下OFTと略）は証券流通市場における競争制限的行為の筆頭としてロンドン証券取引所の諸規則を槍玉にあげた。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LSEは70年代初頭に地方の証券取引所を吸収して全国で1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、①顧客からの注文の執行につき最低手数料を設定していたこと、②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を許さず、特定のものだけに取引所内での証券取引を許していたこと、③取引所立会場内で取引できる会員業者をブローカーとジ

ョッパー（ディーラー）に2分し、ブローカーは顧客の取り次ぎのみ、ジョッパーは立会場で業者間の売買の相手をするのみ、互いに相手の業務分野を犯さないという棲み分け（これをSingle Capacity—単一資格制という）を強制していたこと、が独占的だと批判されたのである。また④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展開された。

なお、OFT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、証券市場に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OFTは引受け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主たる方法はライツイッシュ（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。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、そこで多くの場合、引受け団が結成される。

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点にあり、この引受け手数料（元引受け、下引受けあわせて）が2%と固定されているのである。OFTは従来から、これを、発行銘柄の信用リスクを反映したものではなくカルテルではないか、と批判してきた²⁾。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等の引受け幹事証券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のもあって、簡単に解決しなかったのである。

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0.5%、ブローカー0.25%に対して下引受け手数料1.25%）、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見るまでもなく、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のである。

(2) 為替管理の撤廃

他方、同じ年に、政府は為替管理を撤廃した。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で対外証券投資がしにくかったのであるが、それがな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こる恐れがあった。イギリスの2大機関投資家である生命保険と年金基金では、その資産にシめる海外証券の比率を79年から83年にはそれぞれ2.9%→9.2%および5.5%→14.7%へと増加させている。LSEの首脳部に、取引対象もそれを仲介する業者もますます国際化している中で証券取引所が規則改正という譲歩をしなければこうした国際化しつつある取引が取引所から離れてしまうのではないか、という配慮が働いたのである。

そこで、LSEはOFTと妥協をし、自ら諸規則の改正に踏み切った。その際に、LSEとしては、

取引システムの国際競争力強化という配慮が働いたと思われる。すなわち、①手数料の自由化は取引コストを合理的な水準まで引き下げる。②単一資格制の撤廃（ブローカーとディーラーの兼業）は範囲の経済性により証券業者の経営コストを低下させ、③さらに会員業者への出資制限の撤廃は会員業者の資本力すなわちポジションテーキング力を強化し、これらは相まって、投資家により良い値段の提供、より多くの執行可能株数を約束する。④またLSEは以前から、ジョッパ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）クオ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すればもっと提示する価格は向上する（呼び値の幅を狭くできる）。そして、⑤立会場のなかで外部から見えない形で取引するのはやめて、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り、信頼性が増す、というわけである。

(3) 実施時期

なお、イギリスでは、これらの改革をパッケージにして、86年10月に一挙に実施したが、その時期設定については、86年は相場が比較的よかった年であり、この事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人々が多い。しかし、そうではない。改革案の中に、「立会場取引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86年10月と決めたのである。

2. 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（詳しくは、二上 [96] を参照）、ここでは簡単に指摘しておくこととしよう。

(1) 市場機能の強化

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。量の面では向上したとして、それでは質の方はどうであろうか。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、2万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す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FTSE100等の流動株のタッチは拡大していない。さらに、交渉次第でタッチより良い値段で売買する機会には機関投資家には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。

(2) 国際性の向上

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。欧州やエマージング諸国の民営化株のグローバルイシ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、やはり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ビッグバンの成果である。94年に、ドイツ銀行がフランク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グ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。

(3) 市場仲介業者の競争力

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評価が多い。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は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は、強化できなかったといつてよかろう。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はいえない。

それでは産業としての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、依然としてたなごらしになっているからである。

III. イギリスの銀行法、 金融サービス法の制定

次に、ビッグバンの前後に着手された銀行法、金融サービス法の制定についてみよう。日本版ビッグバンは、手数料自由化、場外取引の自由化など証券取引システムの改革のほかに、仲介業者の競争促進策として銀行・証券・信託・保険分野への参入促進、取扱商品・業務の自由化・多様化を主張している。昨年11月の総理による基本方針の地となった経済審議会行動計画委員会金融ワーキングの報告書「わが国金融システムの活性化のために」(96年10月17日)では、上述のような個別の競争促進策の最後に、仲介業者による幅広い競争を実現するための究極の手段として、証券取引法（および関連する投資顧問業法）等の抜本的改正を提案している。

すなわち、①現行の証取法を、市場取引の公

正性と投資家保護などを対象とする「資産取引法」と業法としての「資産管理・運用サービス産業法」とに区分する。②上記2法はいずれも現行証券取引法に限定列挙されている「有価証券」のみならず、債券・不動産の資産流動化商品、商品ファンド、商品先物など、資産運用としての性格を有する「金融類似商品」も包括的に対象とする。③「資産管理・運用サービス産業法」ではこうした金融類似商品を含む金融商品の取り扱いを行う業者をすべて包括的に資産管理・運用サービス業者とし、業務別の登録制とする。その際、登録要件を明示し、業内部では一切の兼業規制を課さない³⁾。

その後、この考えは発展して、大蔵省は各金融商品を横断した統一法を制定して投資家が資産運用の1業者から安心して多様な金融サービスを受けられるべく、投資家保護策などを統一的に整備する「金融サービス法（仮案）」の制定方針を固めたと報道されている⁴⁾。

このように、限定列挙主義から包括的な金融商品規定への転換、ならびに業態にとらわれない業務別登録制の導入は、イギリスの「金融サービス法」（および「銀行法」）を念頭に置いたものとされている。そこで、次に、この点に立ちってみよう。

1. 銀行法（Banking Act）制定の 背景と内容

従来、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なかったのである。これ自体が驚きであるが、79年に銀行法（87年に改正）、86年に金融サービス法が制定され、これが今般の日本版ビッグバンでもお手本にされたというわけである。

(1) 背景

銀行法制定の背景として、①75年に顕在化した中小銀行の流動性危機、②77年のEU指令があげられる。1970年代初頭、「競争と信用調節」と呼ばれる新しい金融政策のもとで、中小金融機関の間で短資を採り入れて証券・不動産へ投融资する動きが活発化したが、73年秋の石油ショックとそれを契機とする金融引き締めでこれら中小銀行の多くが流動性危機に陥った。そのときに、明文化された銀行法がなくそれら中小金融機関への監督体制が不備であることが問題となった。第2に、EU統合の流れの中で、加盟国は銀行監督体制調和のために銀行法制定(ないしは改正)の必要に迫られていた。そこで、79年、イギリスで初めての銀行法が制定されたのである。しかし、この79年法ではイングランド銀行(Bank of England—以下、BOEと略)の直接的監督権限や立入調査権に制約があった。84年にジョンソン・マッセー・バンカーズの経営危機が明るみにでると、その点が問題とされ、87年に銀行法は改正され、BOEの直接的監督権限、立入調査権が徹底された。

(2) 特徴

イギリスの銀行法の特徴として興味を引くのは、次の点である。①この銀行法には「銀行とはなにか」という規定がない。あるのは、預金受け入れ機関としての認可要件だけであり、その認可の対象となる預金受け入れ機関の業務範囲の明示はなく、したがって他業禁止の規定もない。したがって、「銀行法」の認可を受けた預金受け入れ機関(Authorized Institution)としては、商業銀行のほか、マーチャントバンク、割引商会、建築組合等も含まれるのである。(もともと、建築組合などは独自の根拠法があ

る)。②BOEの直接的監督権限、立入調査権にはじめて法的根拠が与えられた。③預金者保護制度が発足、87年改正法でその拡充がはかられた。④行為規制として明定されているのは大口融資規制と株式取得規制だけであり⁵⁾、きわめてシンプルである。自己資本、流動性、外貨持高に関する規制は銀行法に明定されておらず、BOEの指導によっている。⑤また外国銀行の参入にたいして、BOEは相互主義を適用できる法的根拠が与えられた(なお、相互主義条項は「銀行法」にはなく、「金融サービス法」に規定されている)。

このように、イギリスの銀行法は預金受け入れ機関を幅広く対象とするのであるが、その資産運用については大口融資規制があるだけで、細かな規定はなく業務範囲の明示、他業禁止規定もない。

2. 金融サービス法(Financial Service Act) 制定の背景と内容

(1) 背景

他方、金融サービス法は投資物件、および投資業について規定した法律であり、銀行法と対をなす格好になっている。イギリス証券市場の明文化された法律としては1958年詐欺防止(投資)法があるのみであったが、70年代に入って証券業務の多様化ならびにEU統合のなかで他国との整合性を保つ必要があることから、同法の改正の動きがでていた。しかし、81年に免許業者の不正行為があり投資家に被害が出たことから、1958年詐欺防止(投資)法それ自体の無力さが明らかとなった。投資家保護体制の全面的見直しの必要性が痛感され、新立法が勧告されて金融サービス法が制定されたのである。

(2) 特徴

金融サービス法では、①その付属規定で投資物件、投資業が広範に規定され⁶⁾、同法による投資家保護のカバーする対象はきわめて広範囲にわたっている。②証券会社とはなにか、証券取引所とはなにか、といった機関の定義はなく、たとえば証券取引所は投資業の一つである「投資物件の取引のとりまとめ」にあたるものとして機能的に捉えられる。③そしてこれら投資業は同法の「認可業者」か、または「適用免除業者」でなければ営めないものとされ、ある者の活動が投資業にあたり、かつ「除外される活動」に該当しなければ、同法の規制対象とされる。

④監督権限は政府(通商産業省、後に大蔵省)にあることが明文化されているが、政府はこの権限を民間組織である証券投資委員会(Securities Investment Board—SIB)に移管し、自主規制が基本になっている。投資業は機能的に区分されて各業務ごとに複数の自主規制機関(Self Regulatory Organization—SRO)が存在しており、SROは自ら制定した規則に基づいて業者の会員加入を認め、監督する。SIBは自主規制機関の規則が「十全な水準の投資家保護」を提供するものかどうか審査し、これを承認して公認SROとする。⑤ある業者が同法の「認可業者」となって投資業を営むためにはいくつかが方法があるが、公認SROの会員となるのが一般的である。同一の業者が機能的に区分された複数の投資業を営もうとすれば、複数のSROに加盟する必要がある。その際、加盟SROの監督の重複をさけるため、Lead Regulator方式を採用する。

このように、業者の監督権限は政府—SIB—公認SROの三層構造となっている。既にみたよ

うに、シティにおける事業活動は長い間、ギルド的な自主規制によって律せられてきた。監督権限の所在を政府におくことはそのような慣行の断絶を意味しており、業者側の反発が強く、そこで妥協がはかられて、実質的に自主規制を存続させることになったのである。

IV. 日本版ビッグバンの問題点

さて、日本版ビッグバンのモデルケースとされるイギリス80年代の金融改革を必要と思われる部分だけとりだして検討してきた。そこで、最後にわが国に適用するに当たっての問題点を整理しよう。

1. 証券取引システムの改革

(1) イギリスのビッグバン—国際競争圧力
先にも見たようにイギリスでは取引所改革はOFTが取引所諸規則を独占的であると告発したことが起源の一つになっている。

よくよく考えてみれば、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、それには合理的な理由がある。流動性と公正な価格形成のためには、でき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からである。そこで取引所では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Member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。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、できるだけ多くの需給の集中を図る

うとしたのである。かくして会員は他人の取引を委託される者、すなわちブローカーでなければならぬのである。

このように証券取引所では委託売買制度をとることにより不特定多数の注文が集中するため、市場全体の証券の公正・円滑な流通および公正かつ平準化した価格形成が確保される。取引所の機能にはこうした公共性が備わる反面、顧客の注文執行をブローカーが代行することから不正取引や相場操縦等、顧客利益を損なうという恐れがあらたに出てくる。

そこで公共の利益の維持・促進、投資家保護の観点から行政当局が取引所の設立、組織形態、運営に対してなんらかの形で介入する必要が生じると同時に、取引所規則においても、会員業者に様々な義務を課すことになる。たとえば①固定手数料制は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するためである。②単一資格制（ブローカーとディーラーの職能区分）は利益相反を防止する仕組みでもある。また③会員業者への外部資本出資制限は、約定の不履行に対するメンバーの無限責任を担保するためであり、外部の株式会社形態の銀行や事業会社の出資を許せば、それが尻抜けになるからであった。

以上のようにみえてくると、OFTが独占的と槍玉に挙げたLSEの諸規則には合理的な根拠、公共性が認められるのである。にもかかわらず、OFTの主張が通り、LSEの諸規則改革に結びついたのはなぜか。それは同じ年に為替管理撤廃が行われて市場の国際化が急速に進展し、規則改正という譲歩を行わなければ国際的な取引が失われるという配慮がLSE側に働いたからである。つまり国際的な競争圧力を受けたからである。

さらに金融サービス法では、取引システムの提供者もしかるべき条件を満たせば、公認投資取引所としての適用免除資格を得て、市場を運営することができる法的な枠組みになっている。つまり、国内でも市場間競争が法的には可能である。1992年に「トレードポイント」が事業計画（競売方式の取引システムの運営）を発表し、この取り扱いについてSIBはディスカッションペーパー（SIB [94]）のなかで広く意見を求め、「トレードポイント」は公認投資取引所の資格を取得すべし、ということになった。そして現実に「トレードポイント」は1995年に公認投資取引所の資格を取り、国内でも市場間競争が始まったのである。

(2) アメリカの75年証券諸法改正

一テクノロジーの進展

他方、アメリカの場合にもイギリスと同様、固定手数料制や市場集中義務など取引所諸規則に対して司法省が独禁法違反の告発にでたことが背景にある。しかし、それはイギリスの場合よりも、はるかに根拠のある告発であった。というのは、先にも見たように、流動性と公正な価格形成をはかるためには、できるだけ多くの注文を集める必要があり、そこに証券取引所の「公共的独占」の根拠があったのであるが、69年に出現したInstinetが取引所のもつ「公共的独占」への疑念を現実のものとしたからである。

すなわち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可能だからである。また同一銘柄について複数の取引システムからく

るデメリット（流動性の分散、市場情報の分散）についてもコンピューターネットワークによる全国市場システム構築によってカバーすることができることも認識されたのである。かくて証券取引所の持つ公共性の意義は相対的に低下する反面、独占からくるイノベーションの抑制というデメリットが意識され、75年の手数料自由化、市場間競争の導入（全国市場システムの構築）にいたるのである。

(3) 大陸諸国の改革

これら英米に対し、大陸諸国の取引所改革は異なる形態をとっている。ドイツ、フランス、スイス等では地方証券取引を吸収し、中央市場への統合により、国内では市場間競争はおきにくい状況である。他方、イギリスでもそうであるが、ドイツ（フランクフルト）、フランス（パリ）等では証券取引所のガバナンス構造を変え、株式会社組織に変更する国が多い。

これら大陸諸国では、各国の市場自体の規模は小さい反面、相互の間で時差がない。このため、地方取引所の吸収により国内市場の流動性に厚みをつけつつ、市場間競争を国際的に展開することになったのである。すなわち、欧州各国は競争効果によるイノベーションの発揮を海外市場との競争に求めている。国内的には市場間競争を抑圧する一方、証券取引所を株式会社に組織替えることで取引所ガバナンス構造にメスを入れて、資金調達機能を高めシステム化に対応すると同時に既存の証券取引所自身によるイノベーションの発揮を期待する方向にある。

このように欧州では国内的には市場間競争は起きないのであるが、海外からの競争圧力は十分働いており、既存の証券取引所の株式組織化によって新サービスの導入、システム化の促進

につなげているのである。

(4) 日本への教訓

以上、各国の取引所改革は、形は様々であるが、競争の効果をどのように取引システムのイノベーション発露に結びつけるか、という課題への回答であることは確かである。

わが国においても、証券取引所は独禁法の適用除外団体として公共的独占としての位置づけを得ている。技術革新の進歩は当然、この位置づけに対して再考を迫るであろう。もちろん、アメリカのやり方が万全というわけではない。競争の展開の仕方が、改革の型を決めることになるのである。

2. 日本版「金融サービス法」

日本の証券取引法については、これまでいくつかの問題点が指摘されてきたが、その一つに「ワンセット規制」がある。すなわち、現行の証券取引法は、取引の公正性や投資家保護をはかる「市場法」的性格と取扱業者を規制する「業法」的性格がワンセットになって混在している。しかも65条で銀行は公共債を除き基本的に証券業務を禁止されているので、ある金融商品を有価証券に指定してその取り扱いについて投資家保護をはかろうとすると、その瞬間から銀行はその金融商品を取り扱えなくなり「業問題」に発展する。

かくて金融商品の多様化に対応するためにこれまで採ってきた方法は、これを有価証券に指定せず、兼業扱いによって証券会社にも取り扱わせるといったものであった。しかしこれでは投資家保護上、不十分である。そこで証取法を市場法として純化させる、あるいは「市場法」と「業法」とに二分させるという構想がでてくる

のであって、このような考え方は以前からあったのである。

さきに見た経済審議会の報告書は、①資産運用の性格を持つ金融類似商品も含め、包括的に幅広い金融商品を対象にし、投資家保護の対象範囲をできるだけ広くカバーするという目的と、②こうした幅広い金融商品の取扱業者を包括的に資産管理・運用サービス業者として業務別登録制のもとで競争させようという目的をもっている。しかし、そうであるなら、「資産取引法」と「資産管理・運用サービス業法」に二分する必要はないのではないか。事実、イギリスの「金融サービス法」はそのような構成になっていない。

市場法と業法との分離は、業際問題が絡むために投資家保護の手だてが不十分となりそれを防ぐための方便であり、銀行・証券・信託・保険等をすべて資産管理・運用サービス業と包括できるなら業際問題は消失し、そもそも市場法、業法との二分も不必要になる。すなわち、市場法、業法の分離は投資家保護の問題と業際問題等の業者の監督規制の問題とを切り離れた点に意味があるのであって、わが国では銀行の証券業務参入をそうたやすく容認できる状況ではなく業際問題が依然として残っているからではないか。すなわち、この点に関してわが国はイギリスとは異なる状況にある。

投資家保護の観点から、限定列举主義に代えて包括的な有価証券規定（さらには包括的な金融商品規定）ならびにその取り扱い業務について、幅広く開示規制や不公正取引防止の規定が必要であろう。しかし、その業務の担い手に関する監督規定の問題の検討は、日本的な風土の中では別途に必要ではないか。もっともこの点に関しては稿を改めて論じることとしよう。

注

- 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。これにあやかって、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86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) 公正取引庁から調査を委託されたロンドンビジネススクールのポール・マルシェは、オプション理論の援用によって超過利潤の額を推計している（OFT [94]）。
- 3) ただし、この報告書では「支払い手段の受け入れ・運用業務」と「保険引き受け業務」（すなわち銀行業務と保険業務）は免許制にすると主張されている。
- 4) 『日本経済新聞』1997年4月6日。
- 5) 79年法制定時にはなかったが、87年改正時にくわえられた。その当時の規定では、預金受け入れ機関が自己資本の10%を超える貸し付けを行う場合はBOEに事後通知の要ありとされ、25%超の貸し付けの場合には事前の通知が必要である。また第3者が預金受け入れ機関の株式を5%以上取得する場合にも事後通知の要があり、これを買収（15%以上を取得）する場合、株式取得が50%を超える場合、75%を超える場合、その都度、BOEの承認を必要と定めている。
- 6) 投資物件として株式、社債、政府・公共証券、ワラント、集合投資契約ユニット、オプション、先物、差金契約、長期保険契約があげられ、また投資業としてはそれら投資物件の売買、募集、引受、とりまとめ（斡旋）、資産管理、投資助言、集合投資契約の設立・運営・解散等を含んでいる。

参考文献

- Ian Domowitz and Ruben Lee, *The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems*, May 1996.
- Office of Fair Trading, *Underwriting of Rights Issues*, by Paul Marsh (London Business School), November 1994.
- Securities Investment Board, *Regulation of the United Kingdom Equity Markets* (Discussion Paper), February 1994.
- Yasuyuki Fuchita, "Towards Japan's Big Bang", Paper prepared for the 6th Osaka International Finance Conference, 1997.
- W. A. Thomas, *The Securities market*, Philip Allan Publishers Ltd., 1989. (飯田・稲富・小林訳『イギリスの証券市場』, 東洋経済新報社, 1991年)

楠本博『日本版ビッグバンのすべて』, 東洋経済新報社, 1997年3月

中村俊夫「証券取引所規制と市場の分散」(『証券経済研究』2号, 1996年7月)

二上季代司「ビッグバン以後のロンドン株式市場」(『証研レポート』1537号, 1996年8月)

日本経済新聞社『どうなる金融ビッグバン』, 日本経

済新聞社, 1997年3月

日本証券経済研究所編『図説イギリスの証券市場』, 日本証券経済研究所, 1997年。

淵田康之『証券ビッグバン』, 日本経済新聞社, 1997年。

(当所大阪研究所主任研究員)