

# 証券取引審議会報告書に見る 市場仲介者の将来像

小林 和子

## 要 旨

昨1996年11月に橋本総理が「日本版金融ビッグバン」の檄を飛ばして以来、政府の審議会の議論は極めて忙しくなり、96年12月に外国為替審議会法制特別部会が完全自由化報告を出すや、他の審議会の議論には1997年6月（国会審議終了）という期限がクローズアップされた。結果として短い期間に多くの議論が集中してなされ、6月にはまず企業会計審議会、続いて金融制度調査会、保険審議会、証券取引審議会の報告書がまとめられた。本小論では、とりわけ後者の3審議会の報告書から、証券市場における新たな市場仲介者の将来像をできるだけ具体的に描くことを目的とする。

3報告書の背景は共通であるが、対応の仕方はそれぞれ異なっている。伝統的金融取引、伝統的銀行業務は21世紀日本経済においては後退するか停滞し、証券市場を通じる「市場型」取引に重点が置かれるとすれば、証券市場とその伝統的仲介業者を対象とする証券の分野がもっとも大きく注目されて当然である。しかも、その証券市場自体が免許行政の30年によってだけでなく、戦後50年の日本型金融行政の重圧の下で歪められてきたとすれば、改革が集中し、改革後に期待されるのも無理はない。

このもっとも期待の大きい証券取引審議会報告書の中で、とりわけその能動性に期待がかけられているのが市場仲介者である。報告書本文の表現に即しながら、伝統的証券会社像からあらたな市場仲介者像への転換を少し丁寧に跡づけてみたい。

目次

はじめに

I. 金融関係3報告書の方向性

1. 日本版ビッグバンへのプロセス

2. 3報告書の示すもの

3. 証券取引審議会報告書の重要性

II. 証券取引審議会報告書の方向性

1. 3大項目に共通する改革のコンセプト

はじめに

96年から97年半ばにかけての1年間、金融・証券関係の改革論議は驚くほどのスピードで展開され、非常に多岐にわたる改革提案が現実化される道筋が明確になった。アメリカの委託手数料自由化、いわゆるメーデー（1975・5・1）からは20年以上、イギリスの証券取引所の大改革、いわゆるビッグバン（1986・10）からでも10年以上を経て、日本の証券市場改革が現実化しつつある。これを「遅い」とみるかどうかは、論者の立場による。筆者は必ずしも「遅い」「遅れた」とはみない。理由は、10年前、20年前の日本市場には大改革を必然とする条件がなかったからである。

日本の証券市場は戦後50年の間にすでに2回の大改革を経験している。1回目は1940年代後半の戦後改革である。2回目は1960年代半ばから後半にかけての証券恐慌前後である。アメリカのメーデー当時は日本ではこの2回目の改革から10年足らずであり、また手数料自由化を強く要求するような機関投資家はまだ日本市場には育っていなかった。メーデーから約10年後、イギリスのビッグバン当時は、日本は世界最大の対外純債権国となったことを背景に、東京国際マーケットを急拡大し、国内証券市場は数年

2. リーディング・コンセプトは市場仲介者の改革

III 証券取引審議会報告書中の市場仲介者像

1. 「投資対象」中の市場仲介者像

2. 「市場」中の市場仲介者像

3. 「市場仲介者」中の直接的将来像

IV. 規制緩和を先取りする市場の展開

後のバブル最盛期を準備する株価の長期上昇過程に入っていた。87年から90年まではドル換算の時価総額で日本市場はアメリカを抜いて世界第1位である（売買代金では88～89年）”。目の前の市場が急拡大し、世界のトップに上りつめるようなときに、大改革を考える者はない。

中小の改革はともかく、大きな改革は、これを行わなければ市場を継続できない、経済実態に合わせた市場にするためには必ずこれを行わなければならない、という事情の下に断行される（戦後改革）。あるいは市場に壊滅的な打撃を与えるような不祥事が生じたり、市場の不況状態が余りに厳しく、これを行わなければもはや打開策が無い、というときに断行される。後者が、証券恐慌前後及び今回に至る改革に当てはまる。今回の改革は、この他に日本市場の国際的競争力の強化が初めて問題にされた。顧みれば、アメリカのメーデーでは世界最大の証券市場を有する国の内部で証券取引所市場（ニューヨーク）の競争力強化が、イギリスのビッグバンではイギリス市場全体の国際競争力の強化が、問題にされた。日本市場の今次改革は、市場内部の逼塞状況に対する打開策であると同時に、国際的競争力の強化が一方の目標とされたところに、特徴がある。いや、実は個別の市場改革を越えて、行政改革と規制緩和の大波の向かう方向が「市場」「市場化」であり、

金融・証券関係の規制緩和が改革のシンボル視されるばかりでなく、改革全体のリーディング・セクターたることが求められている。これほど多重的な意味を持たせられた市場改革は確実に初めてである。

I. 金融関係3報告書の方向性

1. 日本版ビッグバンへのプロセス

顧みれば戦後50年の半ば以上は日本の金融市場はかなり厳しい規制市場であった。これが1975年国債の大量発行を契機にして債券の発行・流通、銀行の証券業務等の面で自由化が進められ、1985年以降は預金金利の自由化が進められた。今回のビッグバンは、広い意味ではこの金融自由化の最後の局面でもある。この局面は、以下のようにバブル経済の崩壊から始まった。

1990年以降 バブル経済の崩壊、株価・土地価格の激落

1991夏 金融・証券不祥事

1992 金融制度改革法成立（業態別子会社設立へ）、証券取引等監視委員会成立

1993 住専問題くすぶり始める

1994 東京協和・安全の2信組、破綻

1995・1 破綻信組の受け皿の東京共同銀行に日銀出資（1965年以来の日銀法25条発動）

1995・3 「規制緩和推進5カ年計画」閣議決定

1995・5 56年ぶりの保険業法改正（生損保相互参入認可）

1995・6 金融制度調査会「金融機能活性

化委員会」発足

1996・4 金融関連3法案提出

1996・4 大蔵省「新しい金融行政のあり方について検討するプロジェクトチーム」発足

1996・6 住専・金融関連6法案可決・成立

1996・9 上記チーム「新しい金融行政のあり方について」発表

銀行・保険・証券・国際金融業務・金融検査の各分野にわたる総合改革、「行政の不透明性・護送船団行政・国際的整合性の欠如」という批判への対応

1996・11 橋本総理「我が国金融システムの改革—2001年東京市場の再生に向けて—」発表、フリー、フェア、グローバルを掲げる

1996・12 外国為替審議会法制特別部会完全自由化を報告（1998・4実施予定）

1996・5 外国為替及び外国貿易管理法の一部を改正する法律、成立

1997・6 企業会計・金融制度・証券取引・保険各審議会・調査会の報告書発表

1997・6 金融監督庁設置法、成立

1997・9 行政改革会議（会長・橋本総理）、中央省庁再編を柱とする中間報告を正式決定、大蔵省所管は税財政、通貨、為替管理、市場信用秩序他

いささか恣意的なプロセスのとらえ方であるかもしれないが、筆者はこの年表から(1)バブル経済崩壊後の金融機関経営の破綻に対する伝統

的处理方法の限界、(2)不況の長期化の過程で戦後50年にわたる「行政管理型経済」に強い疑問が生じた、(3)バブル崩壊とその後の証券不祥事で低迷が続く証券市場の活性化の必要、(4)バブル最盛期に比して明らかに国際的競争力を失ったかに見える東京市場の将来を憂慮、(5)伝統的処理を定めた住専・金融関連重要法案が成立した後、国際金融業務から国内金融業務へ改革が強制される、等の諸点を読み取りたい。すなわち、これこそまさに行政主導型の改革であることを明記したい。これらがかなり成功するとすれば、あるいは最後の行政主導型改革となるかもしれない。

## 2. 3 報告書の示すもの

日本版ビッグバン関連の報告書は実は5つある。大蔵省のプロジェクトチームが報告したように、考えられた総合改革の枠組みは「銀行・保険・証券・国際金融業務・金融検査」の5分野にわたる。金融検査関係は特に審議会の報告書をまつことなく、与党3党の大蔵省改革案をもとに内閣から「金融監督庁設置法案」として97年3月に提出され、6月に成立した。国際金融業務は、日本市場の国際的競争力の無さを痛感してきたと思われる国際金融局が外国為替審議会報告として、完全自由化を発表し、ビッグバンの先頭を切った。97年11月の橋本総理発表に促され、12月半ばのこの報告により決定的なタイムリミットを設けられて、他の4報告書の作成は進められたのである。銀行を担当する金融制度調査会は金融機能活性化委員会の審議に直ちにタイムリミットを取り入れた。保険を担当する保険審議会は96年12月に基本問題部会を設け、1月から検討に入った。証券を担当する証券取引審議会は96年6月から総合部会を設け

て議論を始めていたが、11月末に中間報告を提出、以後の議論はやはりタイムリミットに急かされる形となった。また企業全般に対応する企業会計審議会も96年7月に10年ぶりに特別部会を設け、議論を始めていたが、11月以降審議は一層効率的に進められた。金融関係3報告書は6月13日に、企業会計審議会報告書は6月7日に提出された。

金融制度調査会報告「我が国金融システムの改革について」——活力ある国民経済への貢献——は、冒頭で金融機関をめぐる不祥事の発生に遺憾の意を表明し、「金融機関のあり方について利用者たる国民の声に謙虚に耳を傾け、今後の経営や業務運営に反映させる必要がある」とする。「我が国金融をとりまく環境」では、「資金余剰基調の定着」をもっともベーシックな要因として、自由化の進展、利用者ニーズの多様化、金融技術・情報技術の革新、国際化の進展等が加わって、金融機関が従来のような経営では対応できなくなっていることが指摘される。高齢化が急速に進む21世紀に向けて日本の経済構造の改革を進めることが緊要であるが、経済活動を支える基礎的なインフラである金融のシステムを改革することによって、国民経済に貢献しうであろう。

具体的に取り組むべき課題は「利用者の選好が的確に反映される市場へ」と、「市場」が強調されている。「金融市場としての国際競争力・透明性」「金融機関間の市場を通じた競争」「市場によるチェック機能」「利用者は市場参加者として」等が多用されている。具体的には以下の3項目になる。

- i. 商品・業務・組織形態の自由化・多様化
- ①持株会社制度の活用 ②ABS(資産担保型証券)等債権の流動化：銀行による取り扱い

を広く認めよ ③デリバティブの取扱い：有価証券関連・商品関連の店頭デリバティブ取引を銀行に認めよ ④証券投資信託の販売：銀行等による販売を認めよ ⑤保険商品の販売 基本的には銀行による販売を認めよ ⑥業態別子会社の業務範囲、弊害防止措置の見直し等：業務制限は99年度下期中に完全撤廃、銀行等と保険の相互参入は2001年までには実現を ⑦普通銀行における長短分離制度に係る業務上の規制の撤廃：99年度下期中に普通銀行による普通社債等の発行等解禁を ⑧外国為替専門銀行制度：外国為替銀行法の廃止を ⑨地域金融機関の役割：不動産管理信託等を97年度中に本体業務に追加、協同組織金融機関の劣後ローンの自己資本参入を98年4月までに措置 ⑩電子マネー・電子決済 速やかに取り組め ⑪ノンバンクの資金調達が多様化：社債・CPの発行を自由に

- ii. 市場・取引のインフラやルールの整備
- ①金融先物取引のあり方：日本円短期金利先物に係わるスプレッド取引を98年中にも導入 ②短期金融市場の整備：指標性商品の育成、今世紀中にRTGS化を ③会計制度の整備 銀行等のディスクロージャー充実 ④金融機関等の利用者の保護 現実的ルールの検討

- iii. 金融システムの健全性の確保 ①早期是正措置の導入 金融3法の成立で98年4月に導入 ②決済リスクの削減策の強化 RTGS化、一括清算ネットワーキング契約の法的な有効化

実際に改革を進めるに当たっては、日本の現行法体系では対応しきれないところが予想され、「市場参加者に共通に適用される横断的なルール」たとえば金融サービス法の必要が言及されている。また、遅くも2001年、できれば98年4月の2つのタイムリミットが大きいのしかかる。公的金融については、「市場原理の徹

底を図る観点」から検討が必要だが、民間分野の問題の検討が優先された。結びは「早急な実施」に置かれている。

保険審議会報告「保険業の在り方の見直しについて」——金融システム改革の一環として——は、金融制度調査会報告書に比してかなりボリュームが少ない。95年に56年ぶりという保険業法全部改正を行い、これを実行中であるため、総理からの要請とはいえ保険業界にとってはビッグバンはやや迷惑に近いところがあるためであろう。総論では、21世紀に向けて効率的な保険サービスを提供するには「市場原理の下で適切な競争が行われる」ことが必要として、1) 利用者の立場、2) 国民経済的見地、3) 国際性を重視した検討が行われた。

- i. 算定会の改革等、自由化措置 96年12月日米保険協議決着時に損害保険の算定会料率遵守義務の廃止決定、98年7月までに実施

- ii. 業態間の参入促進：制度面では2001年までに実現が適当、業態別子会社方式が適当

- iii. 持株会社制度の導入：2001年までにすべての業態を認める、持株会社は株式会社が適当、保険会社には川下持株会社を認めよ

- iv. 銀行等による保険販売等：2001年をメドに銀行等の預金取扱い金融機関が、子会社または兄弟会社である(あるいはそうでない)保険会社の住宅ローン関連の長期火災保険及び信用生命保険を販売することを認める

- v. トレーディング勘定への時価評価の適用：できるだけ早期に実現

証券取引審議会報告書「証券市場の総合的改革」——豊かで多様な21世紀の実現のために——は、各ワーキングパーティ報告まで含めれば3報告書のうちで最もボリュームが大きい。改革の背景と目的はほぼ金融・保険と共通であ

るが、金融システムの「中でもリスク・テイクとリスク分散に優れた証券市場への期待は大きい」。改革の基本的方向は、1・漸進的規制緩和（これまでの自由化を意味する）から抜本的市場改革へ、2・市場の枠組み整備の重要性、の2で示され、改革の全体像を提示した上で目標に沿ったスケジュールが出される。具体的内容は以下の3項目に分かれる。

i. 投資対象（魅力ある投資対象）①投資家の多様化・複雑化したニーズにこたえられる多様な投資商品の供給 ②刑法・商法等と総合的な商品提供の枠組み検討：ABS活用に民商法の特例要（MTNはすでに商法解釈が明確化）③デリバティブ商品の多様化：賭博罪との関係整理要 ④投資信託の整備：信託総合口座・私募投資信託・会社型投資信託の導入、銀行等の金融機関による販売の導入 ⑤株式等の魅力の向上 株主を意識した経営：ストックオプション制度の一般的導入と自社株消却促進特例はすでに実施 ⑥有価証券定義の見直し 証券取引法による有価証券定義の拡大とともに、別途「金融サービス法」等の検討 ⑦証券税制：有価証券取引税・取引所税の撤廃の方向での検討を要請

ii. 市場（信頼できる効率的な取引の枠組み）①効率と公正の確保、自由な取引のために市場間競争が必要 ②特色ある多様な市場：取引所集中義務の撤廃、店頭登録市場の位置づけ見直し、未上場・未登録株の証券会社による取扱い認可他 ③市場の効率化と株式の持ち合いの問題：株主としてのチェックを ④個人投資家の主体的な市場参加 ⑤公正で透明な市場の枠組み ルール・検査・監視・紛争処理制度等 ⑥ディスクロージャーの充実 会計制度を連結主体・時価基準等21世紀に向けて見直し、

公認会計士審査を充実等

iii. 市場仲介者（顧客ニーズに対応した多様な投資サービス）①実際にイノベーションの中心となるのは仲介者 ②仲介者による多様な業務展開：証券会社の専業義務廃止、持株会社の活用 ③株式売買委託手数料の自由化：98年4月一売買代金5,000万円超部分の自由化、99年末一完全自由化が適当 ④資産運用サービスの強化 資産運用業の強化、証券会社の資産運用サービスの充実、格付・評価機関、アナリスト等の役割の拡充 ⑤仲介者の監督の在り方及び参入規制：参入規制の改革（証券会社の免許制から登録制への移行）、銀行からの参入（別途、業務範囲制限の撤廃）⑥証券会社の健全性確保と投資家保護の枠組み：自己資本規制の見直し、分別管理の徹底、寄託証券補償基金制度の充実

iv. 改革された制度・仕組みの参加者による活用こそが期待される

### 3. 証券取引審議会報告書の重要性

橋本総理の「ビッグバン」概文に直接かつ緊急に促されているため、3報告書の前提となる認識はほぼ共通している。

i. バブル経済の生成と崩壊を通じて戦後50年（あるいは戦時以来）の経済社会体制全体の見直しが緊急課題になっている

ii. 高齢化社会が決定的になる21世紀を目前にして、新たな活力のある経済社会体制を作る必要がある

iii. その重要なインフラとして金融・証券市場のシステムを抜本的に改革しなければならない

iv. 資産運用の面では1,200兆円に上る国内個人金融資産の有効活用、これを背景とする機

関投資家の活動、資金調達面では新たに登場する産業を中心としたニーズに、積極的に対応できる市場の仕組みが必要である

v. 国際化の進んだ現在、諸外国と比較してみれば、バブルの好況期が長く続いたために日本市場は改革が遅れ、空洞化の恐れがある。円決済市場の円滑な維持拡大とあわせて、国際競争力のある市場を作り出さなければならない

金融・証券市場に関してはさらに以下の認識がほぼ共通である。

i. 金融機関行政は大きな転換点にある

ii. 従来の間接金融システムを中心であった銀行は、企業の資金調達面からのプレッシャーが少なくなり、固有の伝統的業務が縮小している。個人——銀行——企業の間、アイタイ型の中長期資金吸収・中長期貸付運用は停滞あるいは衰退する見通し

iii. 来るべき21世紀の広義の金融業務は市場型取引が中心になるであろう

iv. 現在の金融・証券・保険各分野の業務及び将来新たに展開される業務を含めて、基本的に相互乗り入れ及び他分野からの新規参入を容易にする

このivについては、3分野でそれぞれ受け止め方が異なる。銀行及び銀行行政は伝統的業務の停滞及び一部の機関における明白な破綻の続出に対して、参入規制の緩和や伝統的商品（預金・貸付）の見直しで競争性を強化しようとはしていない。伝統的業務に関してはほぼ従来どおり、免許制と専業主義で対応し（保守し）、業務及び収益の相対的縮小に対しては証券及び保険の分野に参入して対応する構えが明確である。保険は保険業法制定以来の大改正を履行したばかりでもあり、今次改革には最も消極的であった。とはいえ流れには逆らえないので、損

保の固定料率廃止等業界内の規制はいくつか外したが、基本的には旧来の業務領域保守で、免許制と専業主義を保った。銀行店舗における保険商品の販売もごく一部に限定され、解禁のスケジュールも「2001年を目処に」と最も遅い。高齢化社会に対応して「保険も貯蓄商品性を持つ」とは保険販売に乗り入れたい銀行側からの位置づけであるが（金融制度調査会報告書）、保険業界及び保険行政側にはどうも積極的な意見が見られないのはふしぎである。私見では、高齢化社会への対応に当たって、1,200兆円の個人金融資産は積極的な投資とともに安定的な保証である各保険商品（教育保険、死亡保険、医療保険、終身保険、個人年金等）を求めると思われる。このニーズを強く把握しているとは思えない報告になっている。

以上の2分野に対して、証券業及び証券市場はまったく改革の性格が異なる。保険の分野ではさほど強くはないとはいえ、銀行を中心に広義の金融業務がおしなべて「アイタイ型」から「市場型」へと展開し、市場を利用する取引になってきたとき、利用される市場とは現在の証券市場である。あるいは現在の証券市場が主たる母体になって構築されるものである。銀行業務にはオープンな市場はない。銀行保有の企業債権が証券化されるときには、その市場は証券市場の一部を形成する。いざというときの保証である性格と個性が強いことから保険商品にはそもそも債権債務の実体性が薄いため、二次的な流通市場は形成されにくい。現在存在する証券市場を提供し、維持し、発展させるべき義務を持つ証券会社が、当のその市場と共に最も大きな改革の対象となったのは当然のことでもあった。証券会社は免許制が廃止されて登録制になり、専業主義も廃止されることとなった。

銀行や保険会社ばかりでなく一般の事業会社でも商品ブローカーでも証券業を新規に営むことが可能になったのである。

3 報告書の中で証券取引審議会報告が最も重要性を帯びるのはこの故である。銀行と保険の2分野の報告書では積極的には変わるところが少ない。「市場」をターゲットにした具体的な改革はすべて証券取引審議会報告書に含まれるからである。

## II. 証券取引審議会報告書の方向性

### 1. 3大項目に共通する改革のコンセプト

改革の具体的内容は、1. 投資対象、2. 市場、3. 市場仲介者、の3に分けられている。「投資対象」の副題（魅力ある投資対象）には、現在ある投資対象が必ずしも魅力があるとはいえないことを示す含みがある。ではいかなる「魅力」が今後付加されるのか。「総論」部分の表現によると、「投資家の多様化・複雑化したニーズにこたえられる、多様な投資商品の供給が可能な仕組みを構築する」ことが、「資金調達手段等の多様化」と呼応して、「市場活性化の基本的条件である」。「投資対象」という項目であるから当然に投資家側の投資意欲を呼び起こす条件が最初に出ているが、それはまた企業側の資金調達意欲が非常に強くはないことを反映している。

「市場」の副題（信頼できる効率的な取引の枠組み）にも、現在ある市場が必ずしも信頼できず、効率的でもないというニュアンスを否定できないところがある。これを「信頼でき、効率的である」ようにするにはいかなる方法があ

るか。この設問に対する解答にはいくつかの媒介項が用意されている。すなわち「電子通信技術の発展、金融技術の革新、新規産業の育成、取引のグローバル化」等により、旧来の「取引の証券取引所集中」が必ずしも効率的でも公正でもなくなったという認識である。ここからでてくる解答は、必要な市場ルールを定めた上で「できるだけ自由に取引ができるよう、様々な市場間で競争が行われていくこと」になる。特色ある多様な市場を提供するときに、「投資家の取引ニーズの多様化等に対応する観点」がとられ、「様々な資金調達者、投資家が、それぞれの多様なニーズに従って市場を選択する幅が広がり」、市場間競争の結果「全体としての市場システムの効率化・機能強化が図られる」ことが期待される。

最後の「市場仲介者」の副題は端的に（顧客ニーズに対応した多様な投資サービス）となっている。若干の濃淡はあれ3つの大項目に共通する改革のコンセプトは、「市場利用者＝参加者の多様な、複雑な、ニーズに対応する」ことだといえる。このコンセプトは「市場仲介者」では非常に強く、「市場」では公正と効率のコンセプトと並ぶか、あるいはやや低い位置づけに感じられる。また「市場利用者＝参加者」は必ずしも＝全ての顧客（投資家と発行者）とはならず、投資家側に比重がかけられていることは先に指摘したとおりである。「投資家及び発行者の多様なニーズに対応し、あらゆる面で自由な取引を可能にする、公正で効率的な市場の確立」が目標とされているのである。

### 2. リーディング・コンセプトは市場仲介者の改革

「市場仲介者」の項の副題に続いて、注目す

べきは「総論」である。「市場や商品の環境整備が行われる中で、仲介者の役割がますます重要となってくる」。「顧客のニーズを敏感に取り入れ、多様で価値ある商品・サービスを開発・提供していく活力ある仲介者」が多く生まれ、競争することが、大いに期待されている。この部分を理解するには、報告書の「結び」と対応させてみる必要がある。「結び」では「改革が実現されれば日本の市場は制度としては欧米に劣らぬものとなる」「しかしながら、市場の再生において最も基本的なことは、我が国の仲介者、企業、投資家が新たに獲得した自由をどう活用するかである」「最終的には、市場参加者の行動にかかっている」とされる。「投資対象」も「市場」も「市場仲介者」もいずれも「制度」として括られているが、このうちで能動性を持っているのは「市場仲介者」だけである。

証券市場における取引は最もプリミティブで単純なわかりやすいものであっても、プロフェッショナルな参加者以外には完全に把握しにくい。毎月のように多量の証券発行を行う特殊な大発行者や、証券投資を専門的に行う大機関投資家等を除けば、証券取引の仲介を業とする専門家である市場仲介者に相当部分を依頼することになる。例外とした大発行者や大機関投資家においても、市場になじみの薄い新金融商品や、顧客の個別の資金調達・資金運用ニーズにびたりと合わせたオーダーメイド型の取引については、やはり専門の市場仲介者を必要とする。というよりも、こうした取引は専門の市場仲介者がいて初めて成立する性格を持つ。証券市場における取引は、その市場の利用者＝参加者よりも優れたノウハウと判断力の蓄積を持つ専門の仲介者が、常時、あるいは時に応じて介在し、さらにはプロフェッショナルな参加者と

競い合うところに、特色がある。「実際にイノベーションの担い手となるのは仲介者である」という文言は、この文脈に当てはめてみると、「投資対象」や「市場」が制度的に十分完備したとしても利用者＝参加者がこれを利用しない場合、あるいは利用が不十分な場合、積極的に利用者＝参加者を誘い、説明し、利用＝参加に至らしめ、便益を提供し、市場を維持、拡大することは市場仲介者の役割だということになる、と思われる（推測話法にしたのは、筆者の意見には報告書に書かれなかった証券取引審議会総合部会の議論と今後の低成長予測が組み込まれている故である）。

「ますます重要となる仲介者の役割」は現在までの制度、システムでは、十分にその機能を発揮することはできない。非常に多くの改革が市場仲介者自体について決定された。また、「市場」の改革である取引所市場集中主義の撤廃や店頭登録市場の位置づけ向上も、これらを変化させる主体は証券取引所及び証券業協会であり、共に現在の市場仲介者のほぼすべてを糾合した組織である。市場の改革といっても、その実体を担うのは市場仲介者なのである。さらに、「投資対象」も新たな展開の相当部分は「証券化商品」と「投資信託商品」である。前者の設定には市場仲介者が大きく関わり、後者はそもそも市場仲介者自体が創出するタイプの金融商品である。この面でも、市場仲介者の積極性、能動性に大きく期待されているといえる。そして、従来は厳しい免許制の下で、新商品創出はきわめて難しく、市場は取引所市場に集中し、委託売買中心で、委託手数料は明治以来の固定手数料（数字は変化するが、取引所定款で定める）という、厳しい枠組みの中の競争であったものが、ほぼすべての面において全

面的な自由が確保された状況での競争に変わる。その市場仲介者の競争こそが、市場活性化を促す力の淵源と考えられている。

### Ⅲ. 証券取引審議会報告書中の市場仲介者像

ここまで特に説明することなく「市場仲介者」という報告書中の用語を多用してきたが、実は現行法ではこういう用語は使わない。審議会は将来の市場の実態を予測して、狭義の「証券会社」=現行法上の証券会社と、それ以外の市場取引仲介をやがて業とするであろうもの=「市場仲介者」とを、区別し、かつ総称としても「市場仲介者」を用いたのである。「市場仲介者」=「証券会社」ではないことをまず明確にしておきたい。

| 現行法        | 将来 (21世紀初頭) |       |
|------------|-------------|-------|
| 証券会社 (内国)  | 証券会社        | 市場仲介者 |
| 外国証券会社     |             |       |
| 銀行等の証券子会社  | (資産運用業を兼ねる) |       |
| 銀行等の証券業務   | 銀行等         |       |
| 証券投資信託委託会社 | 証券投資信託委託会社  |       |
| 投資顧問会社     | 投資顧問会社      |       |

以下では、特に断らない限り、将来の「市場仲介者」概念を用いる。

#### 1. 「投資対象」中の市場仲介者像

投資対象については「事前的な取扱い規制を無くし、自由な商品開発を促す」ことが基本である。「規制を無くす」ことは行政指導・兼業承認通達の廃止で行われ、「自由な商品開発」は市場仲介者の創意工夫で行われる。発行者あ

るいは投資家の発意もあり得るだろうが、従来以上に競争の中で専門性を高めることを迫られる市場仲介者が当然に最もこの創意工夫に優れると思われる。あるいは、発行者や投資家の中の積極的かつ専門的部分と共同する市場仲介者であるかもしれない。民商法・刑法等との関係がすっきりとした後の証券化商品あるいは証券デリバティブ商品等はとりわけ後者の形をとると思われる。

証券投資信託は多くの場合、市場仲介者の創意工夫が第一義的に生きる分野である。1つには、本来証券投資信託を設定しうるのが有価証券投資・運用の専門家である市場仲介者(現行法の証券会社、証券投資信託委託会社)であるためである。現実に「証券投資・運用の専門家」として優れたパフォーマンスをあげてきたかどうかは別の問題である。回転売買はあれども運用無しというのが実態であるかもしれないが、そうであるならば逆に運用に優れる市場仲介者は抜きんでることができるであろう。しかし、現行法の証券会社・証券投資信託委託会社の経験と蓄積がそのまま活きたとは限らない。私募投資信託や会社型投資信託が導入されれば、こうした新規分野はこれから新たに投資信託業務を始める銀行系その他の会社とスタートラインは同じであり、すでに本国で長い経験と蓄積を持つ外資系の会社には遅れていることになる。

証券投資信託の設定だけでなく、販売チャネルの拡充が必要とされて、銀行等の金融機関による投資信託の販売の導入が決定された(金融制度調査会報告書)。銀行店舗の一部を間借りして証券会社あるいは証券投資信託委託会社が投信を販売する場合もあれば、その銀行本体が販売する場合もあることになる。証券投資信託

の設定自体はやはり認可制であるが、販売は登録で可能であろう。この面での競争は予想できないほどになるのではないだろうか。

資産担保型証券は別として、伝統的な証券である株式及び株式投資信託の証券としての魅力は大半は発行者たる企業の収益力、成長力、株主に対する収益還元政策のうちにある。報告書でも、これらの上に、「金融技術を駆使することにより、さらに魅力のある投資対象を生み出すことができる」と位置づけられている。「金融技術を駆使」するのは市場仲介者あるいは投資家の側である。前段である証券の発行者に要求されることとして、「株主を意識した経営」「ストック・オプション制度の一般的導入と自社株消却の促進」があげられているが、これらに対しても市場仲介者によるあるていどの促進、勧誘等が——非常に積極的ではないとしても——期待はされるであろう。

発行者や投資家の要求によって、あるいは市場仲介者の努力によって、新たな市場性のある商品が出現したときには、証券取引法の有価証券の定義を拡大して法に取り入れ、投資家保護の対象とする必要がある。ただし、従来のように証券取引法に列挙された有価証券を取り扱うのは原則として「証券会社」と制限するのではなく、商品ごとに適切な仲介者とその規制を検討することとされた。新規承認金融商品の場合には、著しく新規参入が増えるであろう「登録制証券業者」の他に、銀行・保険等の金融機関本体が、仲介者となるであろう。

しかし、現行の証券取引法の体系には必ずしもなじまない市場性の低い商品や金融サービスについては、現行法に取り入れられない。これらの投資商品やサービスを含めた、すべての市場参加者に横断的なルールを適用する新たな立

証券取引審議会報告書に見る市場仲介者の将来像

法(いわゆる金融サービス法)<sup>2)</sup>等も将来的には検討すべきだとなっている。この点については金融制度調査会報告書も「市場参加者に共通に適用される横断的なルールを確立することが必要になってくる」と述べ、「幅広い金融サービスに対して整合的な規制を行う新しい法的な枠組み(いわゆる金融サービス法)」の検討についておおむね意見が一致していた<sup>3)</sup>。「投資商品」と「金融サービス」をいかに同じ法の中に入れるか、また既存の証券取引法や銀行法との関連はどうか等はまだなにも検討されていない。

最後に証券税制は市場に対して中立的であることと市場が国際的競争力を持ちうることの2点がポイントであるが、市場仲介者はやはりこれらの基準に沿って税制改正の要求を出すことが期待されよう。

#### 2. 「市場」中の市場仲介者像

「市場」改革の「総論」では、市場という取引の場で取引を行う主体を限定はしていない。発行者及び投資家を中心であることが前提と思われるが、発行取引における引受者の重要性和、流通取引における自己売買業務重視への転換を鑑みると、市場仲介者も取引主体の中に積極的に位置づけられよう。総論では「公正取引ルールを含む投資家保護ルールを定めた上で、様々な市場間で競争が行われていくことが必要である」とされた。ここからでてくる市場の形式は以下の4つである。

- 証券取引所市場：上場銘柄取引
- 店頭市場：上場銘柄取引
- ：店頭登録銘柄取引
- ：未上場・未登録株の証券会社による取扱い

証券取引所市場については戦後の新設証券取引所では1つだけ解散しているが(神戸証券取引所)、総合部会議論途上の提案(京都証券取引所の存続について)<sup>4)</sup>からみても、遠からず若干の取引所に合併あるいは解散等の異動が起こりうるであろう。証券取引所の解散の事由は証券取引法に5つ上げられているが<sup>5)</sup>、「3. 会員の数が5人以下となったとき」は最も端的に証券会社(証券取引所正会員)の判断で解散できることを示している。これまでは、上場証券取引の取引所市場集中主義と地域経済圏における取引所の地位の重視により、会員数が5人以下になることは回避されてきたが、今後は前者の要因は失われる。取引所維持コスト(会費)を考えれば、有力取引所の会員権を保持し、他は脱退する会員が増える可能性がある。

また店頭市場における上場銘柄取引は、日本国内を考える場合、現存登録銘柄のためのJASDAQ(株式店頭市場)システムを活用するのが順当であろうから、東証上場銘柄についても大証上場銘柄についても全国的な売買システムが存在することになるであろう。となれば、有力取引所についても必ずしもすべてに加入する必要はなく、結果としては正会員加入は1取引所に集中するかもしれない。

店頭登録市場が取引所上場市場に対して、1段階下ではなく対等の位置づけとされたことから、直ちにはとはいえないが、店頭登録市場を最終の市場とする発行者が現れよう。これまでは、まず必ず店頭登録銘柄から取引所上場銘柄となることを目標としたが、これを目標としない銘柄が増えれば店頭登録株専門の証券会社が出てくるであろう。

未上場・未登録株の証券会社による取扱い

は、認められたとしてもはたしてどの程度の規模になるか、市場というに足るものになるかは、まだ予測ができない。この分野にはすでに新規証券会社免許を受けて進出した業者がいるが<sup>6)</sup>、発行後の同株の取扱いだけでなく、発行時の取扱い、さらには発行前からの金融アドバイスや会計管理の確立等に関与して初めて有効なビジネス・チャンスとなりうると思われる。

さて、いかに市場の形式・枠組みを競争的にしたとしても、株式の保有面で企業間の相互持ち合いがあれば市場原理の貫徹は歪められる。これを避けるためには「持ち合いによる保有といえども、株主として資本のリターンを常に検討し、経営に対するチェック機能を有効に働かせることが要請される」。ここには市場仲介者が特に係わる点はないと思われるが、一般論としては今後の市場仲介者は経営者にこれらに対する配慮を促すことが求められよう。またとりわけ大証券会社は自らがある種の持ち合い関係にあるから、以上に関しては自らの問題とすべきであろう。

持ち合い株主が「リスクとリターンを厳しく判断」はしない投資家(投資家とよぶに足りないかもしれないが)であるとすれば、「リスクとリターンを厳しく判断する」投資家の存在も不可欠であるとされる。「存在も」という表現は報告書が現に使用しているのであるが、位置づけとしてはいかにも弱い。タイトルからしてこの「投資家」は個人投資家である。仲介者は個人投資家に対してはとりわけ適合性原則<sup>7)</sup>等の強い義務があるが、これに対応する個人投資家の側も「自らの資産を自らの判断で主体的に運用」する態度の確立が期待されている。どうみても余り積極的に個人投資家を市場に向けて

勧誘してはいないが、参加する投資家に関しては主体的であることを望み、いわば仲介者の適合性原則と投資家の主体性原則の両建てで、仲介者の「過剰勧誘」と投資家の「自己責任の欠如」を共に回避しようという算段である。

証券取引を行う市場に即した枠組みとしては、公正取引ルール等の整備、証券取引法の行為規制違反の罰則強化、検査・監視・処分体制の充実・強化等があげられる。とりわけ後段にみられる自主規制機関の役割増大には注目すべきである。ここまでのところ、ほぼすべての改革が「規制」から「自由」の方向に向けられていたが、この項目ばかりは「規制の強化」を意味する。ところが一方で、この報告書の埒外で決定されたことであるが、現行監督官庁である大蔵省の改革が行われ、証券業免許制が登録制に転換されることと相まって、免許行政を実行したような政府体の監督は望まず、新たな監督庁は何をどこまでやれるか定かではない。したがって、この項目が表示する「規制の強化」は相当程度が市場仲介者を会員とする自主規制機関に委任される。「自主規制機関は、仲介者を会員としつつも、適切な行為規範を確立し、会員にその遵守を求めること等を通じて、市場と仲介者に対する利用者の信頼を高める立場にある。」市場仲介者の自主規制機関は証券取引所(全国8カ所)と日本証券業協会、証券投資信託協会及び日本証券投資顧問業協会である<sup>8)</sup>。今後、取引の場として店頭取引市場が大きくなり、また登録制で自由に新規参入した仲介者はまず(取引所会員にならないときにも)証券業協会員になることを考えれば、自主規制機関としてこの項目関係で重要視されるのは当然に日本証券業協会である。

紛争処理制度の整備・充実では、素人同然の

仲介者が増大し市場取引が膨らむことにより、今後の市場で「民事上の紛争が増加」することを予測している。これに関しても、現行法第7章の「仲介」(有価証券の売買取引に関する争いについての監督官庁による仲介)は、総合部会の議論の過程で今後削除されることが合意されている。その方向を踏まえて、「証券取引法上の自主規制機関によるあっせん等の制度を法制化するなど」による対応が考えられている。日本証券業協会では現在定款に基づき<sup>9)</sup>「協会の業務に対する顧客からの苦情及び有価証券の売買その他の取引等に関する協会員相互間の紛争の解決をあっせんし、調停すること」を業務の1つとしているが、これを証券取引法上に入れることになるだろう。

最後に、ディスクロージャーの充実に関しては、投資家の主体的判断を担保し、紛争の未然防止のために高い地位を与えられているが、市場仲介者との関連は明示的には出されていない。取引の実態に即した会計制度の見直しと公認会計士監査の充実・強化については市場仲介者は一般論として要請するにとどまろう。しかし、後段のディスクロージャー情報へのアクセスの改善と投資家啓蒙活動の推進については、本来前者は発行者の責務であり、後者の一部は教育関係者への要請ではあるが、やはり直接に個人投資家に接する立場の市場仲介者が自ら積極的に推進すべきものであろう。戦後改革期の証券民主化運動を思い起こすならば、GHQ、日本政府、大蔵省、経済諸団体の協賛の中でいわば最も地位の低かった証券界がキャンペーンの実体面を担ったことで、運動自体が成功し、かつ証券界は蘇生・成長の方法を見つけたのである。戦後改革から50年経った現在、主体的な投資家の参加を、といいながら、他方で投資家

啓蒙活動の推進をいうとすれば、新たな論理構成を考えなければならないであろう。一般的には危険回避者とされる個人投資家に積極的にリスクをとらせよう論理が見いだせたならば、新たな証券投資運動が構成できるであろう。

### 3. 「市場仲介者」中の直接的将来像

この項目については、副題と総論の文言からまず考えたい。第1に、副題（顧客ニーズに対応した多様な投資サービス）に対して、総論の文言は「顧客のニーズを敏感に取り入れ、多様で価値ある商品サービスを開発・提供」「利用者へのサービス向上」である。「投資サービス」を提供する相手は「投資家」であるが、「商品サービス」「利用者へのサービス」では必ずしも「投資家」とは限らず「発行者」でもかまわないと思われる。しかし、副題のほうが上位かつ包括的な規定と解釈されるので、全体としては「投資家」対象が優位であるが、発行者を含めた利用者一般を含むことを拒まないと考えておく。いや、発行者を含めないということは、市場仲介者の定義及び社会的存在意義からして不可能であるから、重点を投資家側におくことが示されたと解釈すべきなのであろう。

第2に、先にみた「市場」や「商品」の環境整備が行われたとして、「実際にイノベーションの担い手となるのは仲介者であり、仲介者の役割がますます重要となってくる」とされる点が、注目される。一歩進めて言うならば、「市場」や「商品」は与件（制度、環境等）であり、これら自体に積極的展開のエネルギーが埋め込まれているわけではない。利用者が利用する意欲を持ったときにこそ生きてくる制度である。これらが有効に活用されるには、顧客と直接に、日常的に、親しく接し、いまだ客観化さ

れていない顧客のニーズを読み取り、具体化し、市場取引化する市場仲介者、あるいは顧客の習熟していない新商品・新サービスを顧客の潜在的なニーズに応じて紹介し、理解させ、市場取引にまで誘う市場仲介者の役割が必要である。証券取引及び証券関連の金融サービスが預貯金のように単純に顧客に理解され易いものではないことを考えれば、市場仲介者のこの役割は一般論として必須であるといっても良い。日本における証券取引の歴史は決して長くはないが、歴史的に見ても、第2次世界大戦後、発行者からの資金調達プレッシャーを受けて過剰なほど市場に供給された証券を全国津々浦々の潜在的投資家を掘り起こして売り捌いたのは、市場仲介者の努力によるものであった。今回はプレッシャーは発行者側からではなく投資すべき巨額の資金を保有する投資家側からかかっている。いや、巨額の資金の存在そのものがプレッシャーであるというほうがよい。市場仲介者のプロフェッショナルとしての能力と熟練には、これまでとは異なったレベルで、大きな期待がかけられている。

この期待に応えるのはなかなか大変なことである。そこで第3に、活力ある市場仲介者の新規参入と活発な競争を可能にし、競争によるサービスの向上が位置づけられる。かつての登録制期に考えられたことであるが、もっとも資本主義的な自由競争市場である証券市場の自由競争性を市場仲介者の自由競争で担保しようというものである。歴史的には自由競争が過当競争として市場を損なった、と日本では判断された。その判断を今回は棚上げして、再び市場仲介者の自由競争こそが証券市場のシンボルであると祭り上げられたのである。今回救いがあるとするれば、かつての自由競争は株式会社として

の証券会社の（あるいは社員個人の）利益の最大限の追求に用いられたが、今回は「利用者へのサービス向上」のためであることであろう。とはいえ、市場仲介者は（今のところ）すべて株式会社であり、株主のための最大限の利益追求の義務を免れることはできない。自由競争の目標をどこに置くかはなお難しい問題であろう。

仲介者について最初におかれた変革は、専門義務の廃止である。多様なサービスの提供のためには、「証券業務」と「既存の関連業務」、「新規業務」等を随時組み合わせる必要がある。これまでは「証券業務」に専門義務があったため、法で定められた「付随業務」や累積投資業務等の他は、個別の業務毎に大蔵省の「兼業承認」を受けて「兼業業務」として行わなければならなかった。兼業承認を得られない業務の場合は行っても報酬を得ることができない（96年に兼業承認されたM&Aの仲介業務<sup>10</sup>の例では、承認以前は「相談料」程度の報酬を得ただけであった）。専門義務が外されれば、これらの「兼業承認」は必要がなくなるか、あるいは形式的な届出程度で可能になり、兼業は容易になり、かつその範囲は大いに拡大するであろう。これは「多様なサービス」の提供のためであると同時に、後に見る「証券業」の中核である株式委託売買における手数料完全自由化実施後の収益源の確保の意味も大きい。一言でいえば業務の多角化が容易にかつ必至になるが、すでに多角的展開をしているアメリカの現状をみれば「証券関連業務」が増大しているが、やはり証券業務からの収益が中心である<sup>11</sup>。

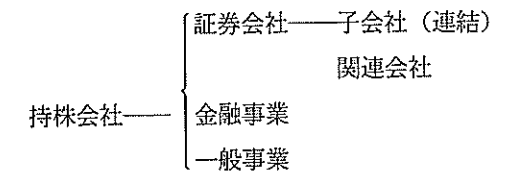
仲介者による多様な業務展開の第2に上げられるのが、持株会社の活用である。証券業の本

表1 メリルリンチ社の収益構成  
単位 (100万ドル)

|                     | 1992   | 1996    |
|---------------------|--------|---------|
| 受取利息・受取配当           | 5,807  | 12,899  |
| 支払利息                | △4,836 | △11,895 |
| 正味受取利息・受取配当         | 971    | 1,004   |
| 手数料                 | 2,422  | 3,786   |
| 自己売買取引収益            | 2,166  | 3,454   |
| 投資銀行収益              | 1,484  | 1,945   |
| 資産運用/ポートフォリオ・サービス報酬 | 1,253  | 2,261   |
| その他                 | 281    | 666     |
| 純収益                 | 8,577  | 13,116  |
| 当期純利益               | 894    | 1,619   |

〔出所〕メリルリンチ社、Fact Book 1996。

体、子会社の他に、証券会社を保有する持株会社が可能になれば、その持株会社の別の子会社として、証券会社の兄弟会社の業務でさらに自由な展開が可能になる。



持株会社の傘下の企業グループ全体としては、証券業務、関連業務の他に、その他の金融業務、一般事業を行うことができる。無論第140回通常国会で成立した私的独占禁止法改正の枠内ではあるが、銀行持株会社（事業会社を傘下に持たない）に比べれば証券会社を中核に置く持株会社はかなり広範囲にわたる新たな経営展開が可能になったといえる。報告書発表後の展開を見れば、金融持株会社に対する監督権限は銀行、保険、証券各子会社毎に個別に行われ、前2者を持つ持株会社の監督は98年新設の金融監督庁（それ以前は大蔵省）になる。証券を持つ持株会社には監督が付かない。証券を中心とする持株会社が法の範囲内で銀行あるいは保険子会社を持った場合には、銀行持株会社あ



るいは保険持株会社として金融監督庁の監督を受けることになる<sup>12)</sup>。これは、証券系持株会社が銀行あるいは保険会社を50%以上持株子会社とすることに抑制的に作用するであろう。

多様な業務・経営展開の可能性を開いた後で、株式売買委託手数料の自由化が打ち出される。「これにより、顧客は様々なサービスと価格の組み合わせを選べるようになり、投資家の利便も著しく向上することとなる。」現在まだ存在しない新業務と新価格の組み合わせを想像することはできないが、現存する株式委託売買については、すでに実施されている大口取引に関する手数料自由化すなわち投資家と仲介者の自由ネゴシエーション化の結果、手数料率は著しく減少し、大規模投資家には有利に（取引コスト減に）、仲介者である証券会社には不利に（収入減に）作用した。98年4月改正外為法施行に合わせた5,000万円超の取引に関する自由化は、大方は機関投資家の取引で、結果は上記に準ずるであろう。99年末までの完全自由化実施の際には100万円でも10万円でもすべての取引が自由ネゴシエーションとなる。結果は一概には予測できないが、小口取引は市場集中主義撤廃後も取引所内取引に吸収されると思われるので、何らかの実質的最低ラインが現実化するのではないだろうか。個別証券業の経営にとっては、これまで株式売買委託手数料に対する依存度が非常に高い<sup>13)</sup>ため、その自由化は大きな収入減となり、経営を直撃する。現象的には、最も大きい改革はこの局面にありと捉えられても当然であろう。

ここで、今一度「今後の証券市場の発展を展望」して、あるべき市場仲介者への期待が明らかにされる。すなわち「投資家に対しては個々の投資家の資産運用ニーズを的確に捉えたサー

ビスの充実が」「資金調達者に対しては様々な資金調達手段等を駆使した財務構成の最適化等」が期待される。とりわけ、前者の、資産運用サービスについては「投資信託委託会社、投資顧問業者」等の資産運用業者が、専門家としての運用能力の強化を図ることが要請される。投資信託に関してはさらに、1) 運用指図の外部委託の解禁、2) 私募投資信託の導入、3) 未上場・未登録株式の組み入れ解禁、により、より効率的な運用が制度的にも可能になる。これまでは市場仲介者としては明確に位置づけられず、いわば証券市場の周辺分野に位置づけられてきた「資産運用業」が、ここで初めて証券会社と並び市場仲介者としての位置づけを得ることが注目される。市場仲介者の役割は多岐にわたるが、「資産運用」においては当然に「資産運用業者」たる証券投資信託委託会社や投資顧問のほうが証券会社に先んじている。

そこで「証券会社についても資産運用サービスの充実が求められる」。特に、投資家のメリットが大きく、米国における広範な成功経験のある「ラップアカウント方式」の資産運用サービスの提供がベターとされ、一定のルール整備の上で投資一任勘定を認めて「ラップアカウント方式」を承認することになる。手数料自由化後の証券会社の有力な収益源としても期待されている。もっともこれはあくまで方向性であって、現存の全ての証券会社が株式委託売買に集中してきた営業体制をラップアカウントに切り換えられるか、またそうしたところで成功しうるかは、まったく別の話である。とはいえ、営業の多様化、資産運用サービスの充実、手数料自由化への対応、の3大重点に対して、もっとも直接的な努力方向としてラップアカウントが相当程度重視されていることは間違いが

ない。

資産運用関係では最後に、市場における情報仲介者、情報提供機関にも期待が寄せられる。格付・評価機関は債券・投資信託関係、アナリストは株式関係、ファイナンシャル・プランナーは比較的零細資金の保有者である個人投資層を対象とすると考えられる。これらはこれまでは非常に大きな役割を果たしてきたとはいいがたいが、市場そのものが変わり、投資家が変わることを前提にした、将来への期待である。これらは市場仲介者ではないので、重要な関連分野ということになる。

最後に、仲介者の監督の在り方と参入規制が論ぜられる。基本的な考え方は以下の2つである。

1) 創意工夫を促すため ⇒ 事前予防的制限を極力なくす

2) 新アイデア・技術・活力の導入 ⇒ 新規参加者の増大

それぞれ後段が具体的な改革であり、その結果として前段が導き出されることを期待している。この期待を抽象的には否定する必要はないが、現実にはどうか。欧米市場で金融イノベーションが進行したのは1970年代から80年代にかけてであり、80年代後半以後はさしたる進展はない。日本市場は遅れたとはいえそれなりにイノベーションをフォローはしてきており、今回の改革前後で基本的にキャッチアップを終えるであろう。したがって、ここで期待しているのは、キャッチアップ以後の、基本的なイノベーションを終えた後の、ニッチな創意工夫であり、非常な期待ができるとは思われない。また、新アイデア・技術・活力を常に新参加者が持ち込むとはいえないであろう。97年7月、現行免許制の下で新規免許を受けたディー・ブレ

イン証券は未公開株式の公開準備に関して独特の技術・ノウハウを持っているが、こういう例が多く登場するとは思われない。新たなアイデアそのものが沈滞期にあり、金融ビッグバンの進行を見越して多くの現存証券会社がほぼ同じ、狭い領域で、類似のアイデアをめぐって、競合し、ぶつかり合うことが予想される現時点からみると、むしろ従来からの経験と蓄積を踏まえて、生か死かの瀬戸際に立たされている現存証券会社から、死中に活を求めるアイデアが出てくる可能性の方があってはならないだろうか。すでに数年の経験を持つ金融機関の証券子会社や、97年になって設立された短資会社の証券子会社等は、新アイデアを持ち込むよりは既成証券取引システムのパイの分け前に預かろうとただけとみるべきである。

創意工夫や新アイデアは必ずしも出なくとも、とりあえず意欲と能力のあるものが証券業に参入し、既存の証券業者と大いに競合することは良い効果を生むであろう。証券業の提供するサービスに免許制に守られた結果非効率になっているところがあれば、それは競争によって是正されるであろう。その意味で「できるだけ自由な参入が保証される仕組み」に反対するものはいない。報告書ではその仕組みを「登録制を原則とすること」とした。その上で、2つの制限を加えている。第1に、「証券会社は顧客の証券市場へのアクセスを提供する役割を有していることから、顧客の信頼にこたえ得る存在であることが求められる」、すなわち証券会社の社会的役割から財務・人的な面等で必要最低限の水準、資質が求められる。その水準は業務により異なろう。この点に関して、第2に、「業務の専門性やより高度なリスク管理が求められる特定の業務（店頭デリバティブや引受

等)については、必要な仲介者の質を確保する観点から、認可性とすることを検討」する。また、今後の市場仲介者の範囲に入ってくる資産運用業についても、「業務の専門性が要請されている——投資信託委託業及び投資顧問業における投資一任業は——認可制を検討」する。

これまでは証券会社も上記の資産運用業と共に、銀行や保険会社と同じ免許制である。ただし、周知のように証券会社は戦後1948年から68年までは登録制であった。これを再び登録制に戻し(報告書は再びという文言は使用していないが)、業務別に判断して一部業務は「認可制に」、資産運用業も「認可制に」となったのである。かつての登録制時代にも、証券業本業の内部で「引受業務」は認可制であり、証券業が本業で兼業していた「投資信託委託業務」も認可制であった。その他の兼業業務も、専業主義の下で一般的に兼業承認を得た上で、個別会社毎に承認を得る必要があった。証券恐慌の原因ともなった「運用預かり」兼業承認を得られた証券会社は僅かに19社のみであった<sup>10)</sup>。専業主義が外された登録制の下では、兼業自体が監督官庁の一般的承認事項ではなくなり、さらに個別の承認も届出程度になるであろう。自由度はかつての登録制に比して非常に大きくなるというてよい。

登録制の必要最低限の水準並びに一部認可制の基準については、今後の議論に委ねられている。「仲介者の質の確保」の必要性については、総合部会の過程でも必ずしも意見が一致しなかった。証券市場の仲介者と、理論的な一般商品市場への一般参加者とを区別せず、「参加者が多ければ多いほど市場取引の量が大きくなり質的にも高くなる」と単純に信じる議論がまみられたのは残念である。新商品や新サービ

スについて、一定の社会的価値・水準が固まるまでの間、参加者が著しく増大し、競争の結果淘汰されて減少し、という過程を繰り返すことは有益であろう。しかし証券市場の仲介者について、この過程を単純にイメージすることは非常に危険性が高い。なぜなら証券会社は銀行のような信用創造を行いはしないが、高度に専門的な金融取引を仲介し、その過程で現金や現金類似の有価証券を預かるビジネスであるためである。こういう業者が、今後は資産運用業を兼ねる見通しであることを含めて、極論すれば今日参加して明日には退出するというような状況になることは、市場仲介者全体に対する信頼性を低めると予想される。一部の論者は、質の低い市場仲介者については「市場の判断に任せよ」と論じたが、悪質な詐欺的業者に関する過去の経験に鑑みれば市場の判断が下されるのは、常に市場参加者が被害を受けた後になるであろう。

また、銀行等の金融機関からの証券業務への参加は、93年の金融制度改革法で、本体によらず業態別子会社方式となっており、すでに4年を経過している。既存の証券会社との競争を考慮して、銀行等の証券子会社の当初業務からは一定の範囲が除かれているが、97年度下期より一部(エクイティもの(CB, WB, ワラント)の流通業務、株価指数先物・株価指数オプション取引)が解禁され、残り(現物株式関係)も「金融システムの中で見直しを完了させる」こととなった。97年度下期からの解禁については10月1日から実施されている。残りの見直し期限は「99年度下期中が適当」とされている。これに関連して、ファイアー・ウォールを見直し、その実効性を担保するための検査・監視体制の在り方も検討される。

さらに、銀行の株式大量保有についても、企業への影響力の点からだけでなく銀行経営の健全性や株式市場への影響の観点から「望ましいことといえない」。これを見直す一つの契機としても持株会社制度の導入が期待されている。

このように、市場仲介者について多くの抜本的な改革が決定され、実施されたとしても、それだけでは仲介者に対する市場参加者の信頼は確保されえない。「投資家や企業が証券市場を利用するためには証券会社等を介する必要がある」「仲介者が信頼を失ってしまえば、市場自体が機能しなくなる」。こうならないために「仲介者が取引ルールを守り、その特別な立場を利用した不正等を行わないよう、必要な監視が機能するような仕組みが必要」であり、さらには仲介者は「市場の担い手としての責任を自覚し、法令等で要求されている以上の水準の規律を自らに課していく姿勢が望まれる」のである。前段は当然として、後段は原則「登録制」とすることとすんなり整合するとは思えない。むしろ、この文言を重視するならば、登録制の登録水準をそれなりに高く考え、「法令等で要求される以上の水準の規律を自らに課す」ほどの倫理・道徳性を何らかの形式で担保するように要件を整えるべきであろう。

以上の観点から、営業継続中の証券会社については日常対策として「業務及び経営の健全性を確保していくため、自己資本規制を、実際のリスクをよりの確に反映するように見直し」「業務及び財務の健全性のチェックの充実を図り」「健全性チェックの実効性の確保」が必要である。自己資本規制比率は従来どおり監督官庁が提示するとしても、もはや厳しい免許制を維持するための監督官庁ではない。したがって、現実には健全性のチェック以下はかなり証

券会社の内部管理能力と技術に負うことになるのではないだろうか。

こうした日常対策に対比して、免許制の下ではほとんど考える必要のなかった危急時対策がスケルトンではあれ明確に打ち出されたことは、今回の報告書の大きな特色である。日本における厳しい免許制の特色は参加規制が営業継続の過程に対する厳重な管理と自由退出の否認に結びついていたところにある。すでに現在、免許制の下でも経営破綻による免許返上が認められたが、登録制になれば登録取り消しあるいは自主廃業は格段に増えると思われる。現行免許業者が登録制に転換するとともに、周辺金融機関や一般事業会社資本から新規登録業者が相当数参加すると予想されるが、他方でやはり現行免許業者を含めて相当数が退出することにもなるであろう。市場仲介者は層として変動し易い性格をいやでも付与されることになる。

意図的に証券会社を潰す例は少ないかもしれないが、場合によっては日常茶飯事となるであろう経営破綻による退出に対しては、投資家が不測の損害を被ることのないように、以下のような制度の整備が必要である。第1に、証券会社は市場仲介者であり、銀行や保険会社のように巨額の顧客の資金を預からないから、保護預かり顧客資産の分別管理を徹底しさえすれば、経営破綻に際しても基本的には顧客に損害を与えない。したがって、基本になり、かつ最大の対策は分別管理の徹底ということになる。具体的には帳簿上の分別管理ではなく、証券会社本体ではない別組織(例えば系列あるいは非系列の信託銀行)で分別管理する。

第2に、上記を徹底したとしても、いざ経営が危険に瀕したときの証券会社は目の前に現金同様の預かり金・預かり有価証券があれば、こ

れを一時的に利用して短期的なスペキュレーションに賭け、十分な利益を上げて会社の損失を補い、借用した分は顧客勘定に黙って戻しておこう、という誘惑に抗えない場合がある。一攫千金の魅力的な(と思わせる)市場が目前に展開されている証券会社の、これは宿命といってもよい。もし顧客勘定に手をつけて失敗したときには、末期的経営状態からして当該証券会社が顧客勘定への返戻をすることは不可能であろう。こうした異例の危急時には、証券会社が全体として積み立ててきた寄託証券補償基金制度<sup>15)</sup>を充実させることによって、対応させようと考えられている。この制度の活用を本気で考えるとすれば任意の組織である同制度を法的に正式に位置づけ、登録制で新規参入するであろう金融機関や一般事業会社、外国証券・金融機関資本の証券会社が、応分の寄与を行い、かつは真の危急事態に当たっては公的資金の導入をも考慮することが必要であろう。そうしないのであるならば、投資家の自己責任を全面に押し出して、従来どおり「損害賠償」の範囲内で個別証券会社に責任を取らせるのが筋と思われる。

以上のような全面的な改革の結果、確実に効果が現れるのは制度面である。制度が欧米並になったとして、現実の「市場の再生において最も基本的なことは、わが国の仲介者、企業、投資家が新たに獲得した自由をどう活用するか」である。これら3者のうち、市場仲介者には「ダイナミズムと創意工夫を発揮し、証券市場の中核として活躍することが期」される。市場仲介者に対する期待は、他の市場参加者に比べて直接的かつ大きいということで、今回の証券取引審議会報告書の最大の特徴はここにある。

#### IV. 規制緩和を先取りする 市場の展開

細かい文言にこだわりつつ見てきたが、証券取引審議会報告書に見る市場仲介者の将来像には以下の特徴がある。

1. 制度改革後の新たな市場を動かす過程で、市場参加者すべて(発行者、投資家、仲介者)に期待がかけられているが、とりわけ仲介者の能動性に対する期待が積極的である

2. 仲介者は他の本来的市場参加者(発行者、投資家)のいずれかに著しく傾斜してサービスするものではないが、従来は発行者からの資金調達ニーズに傾斜しがちであったことが批判されてきたとすれば、将来は投資家の資産運用ニーズに重点をおいて対応することが期待されている

3. 市場仲介者の概念は従来は証券会社とほぼ一致していたが、将来は狭義の市場仲介者——証券会社と、広義の市場仲介者——資産運用業(投資信託委託会社、投資顧問業)を含む、と考えられる

4. 従来は(証券業免許制の約30年間)、銀行、保険会社等の金融機関とほぼ同様の社会的位置づけで、証券会社は日本型の厳しい免許制に規制されてきたが、将来は銀行、保険とは明確に区別されて登録制営業となる、これに連れて資産運用業も厳しい免許制からやや緩やかな認可制に移行する

5. ただし、銀行、保険会社、証券会社等のいずれが行おうと、証券業務自体はむしろ従来までよりも厳しい行為規制に服し、新たな市場の規律を維持することに努める必要がある

6. 狭義の市場仲介者——証券会社は、証券

業への専業義務が外れ、兼業の拡大が自由になる、他方で明治期以来の証券業の柱であり、証券恐慌以後は中核であった株式委託売買手数料の固定制が廃止され、証券業経営の基盤は不安定になり多様化でバランスを取るようになる

7. 多様化の現実的なメニューは投資家の資産運用ニーズに対応する過程で具体化するであろうが、一方では大規模かつ専門性の高い機関投資家・法人投資家を対象にし、他方では零細個人投資家を対象にして、ABS(資産担保型証券)、証券化商品から、投資信託の改良にまで至る、証券会社が即時に積極的に関与できる形態は投資信託であろうと期待される

これらを裏返してみると、報告書が高らかに強調できなかった点、いわば弱点が見えてくる。1. に対しては、市場仲介者が期待に応えられなかったときにはどうなるのか。市場の沈滞が継続するとき、その責任が市場仲介者に求められるのか。2. に対しては、資産運用ニーズに機動的、弾力的に対応するとしても、市場仲介者は証券商品そのものにはほとんど付加価値を付けられない。根源的な証券の価値は発行者である企業の収益力にあるが、これは証券会社の努力で動かすものではない。3. に対しては、資産運用業を兼ねる証券会社と本来の資産運用業者との間で投資家の争奪が生じて、資産運用業の健全性が損なわれる恐れがある。4. に対しては、本文の中で危険性を見た。5. に対しては、十分な実効性を担保するためには管理・取り締まり側に相当数のプロフェッショナルを擁する必要がある、これを監督官庁で行うとすれば行政改革(機構・人員の縮小)の理念に反する。これを自主規制機関で行うとすればやはりコストがかかる。これらのコストはどこが負担するのか。6. に対して

は、証券業経営の不安定化が増幅された場合、信用不安につながらないとはいえない。証券業に対する信頼性がより低くなることもありうるのではないか。7. に対しては、現状の企業収益状況を見れば国内市場における新開発には限度があると思われるが、諸外国市場を含めた投資展望を立てるときには、日本市場は相対的には縮小することもありうるのではないか。

これらを全体的に検討してみると、証券会社の将来像はきわめて変動性に富み、多様な分野における熾烈な競争が予想され、結果として破綻の可能性が大きくなる。とりわけ株式委託売買手数料の完全自由化が実施される前後には、委託売買手数料に経営の大半を依存してきた中小証券会社は厳しい試練にさらされるであろう。大規模証券会社にしても相次ぐ不祥事への対応で長期的戦略を立てられないところが多く、資産運用業や新規商品業務で一步も二歩も先んじる外国証券会社との競合は相当の困難をもたらすであろう。委託売買手数料の完全自由化は、この問題だけをみれば免許制の下では簡単に退出させにくい過剰証券資本を破綻に追い込む、あるいは自主的退出を必至とさせるテコになるであろう。

ここまで見通せば、証券会社の対応はスピーディーである。いやそうならざるをえない。金融証券不祥事後、金融制度改革法が成立・施行され、大口取引に関する株式委託売買手数料の自由化が実施され、外国証券との競合も進み、何より証券市場の沈滞が長く継続しているため、すでに証券会社は現行法の下で、縛られてはいるが、相当程度の変革を実行しつつある。とりわけ証券取引審議会総合部会の議論が開始され、橋本総理の「日本版ビッグバン宣言」がなされてからは、遅くとも2001年には大

改革が終了している状況が明確に打ち出されたため、証券自主規制諸団体としても個別証券会社としても、規制緩和を先取りした対応を急ぎつつある。95年以降の証券会社の経営形態及び周辺環境の変化から主たる方向性を見てみたのが以下である(資料:日本証券業協会『証券業報』95年1月号以降及び『日本経済新聞』より選択)。

1. 証券取引所会員権返上 外国証券の撤退、合併による片方の返上、地方取引所からの撤退、東証正会員からの撤退 (97・11・1 予定, 山吉証券)
  - 証券取引所新規加入 外国証券, 非会員
  - 証券取引所再加入 外国証券 (97・1. 英ナットウエスト証券)
2. 証券業免許交付 金融機関の証券子会社、外国証券, 短資会社系, 非金融機関系 (97・8・19, ディー・ブレイン証券)
  - 証券業廃止 外国証券, 破綻証券 (97・8, 小川証券)
  - 寄託証券補償基金からの寄贈 破綻証券 (97・6, 小川証券)
  - 金融機関等の認可証券業務廃止 破綻銀行, 破綻生保 (97・6, 日産生命保険)
  - 商号変更 合併, 銀行の証券子会社, イメージチェンジ (96・3, こうべ証券)
3. 出資受け入れ 経営難証券 (95・1, センチュリー証券) 他
  - 買収・営業譲渡 外国証券 (95・7, SGウォーバーク証券) 他
  - 合併 95・4・1 新西洋証券と丸一証券, セゾン証券に

減 資

資 金 調 達

提携・協力関係

子会社との関係

- 96・4・1 丸万証券と東海証券, 東海丸万証券に
- 97・10・1 丸宏証券と大華証券, 丸宏大華証券に
- 97・10・1 大山証券と日ノ丸証券, 大山日ノ丸証券に
- 97・8・25 協立証券, 経営再建のため7割減資を決定
- 95・9・12 メリルリンチ社, 証券会社として初の日本国内での外債発行
- 96・11・15 野村証券, 200億円SB発行登録申請発表
- 97・9 会員権を外国証券に譲渡した山吉証券, 仏ソシエテ・ジェネラル証券と協力関係を結び, 東証での売買を委託へ
- 97・4・1 野村証券, 野村総合研究所の証券リサーチ部門を吸収
- 97・7・1 国際投信委託と国際投資顧問
- 97・10・1 野村投信委託と野村投資顧問

4. 証券投資信託委託会社の設立・免許付与
  - 外国投信系, 金融機関系
  - 投信委託と投資顧問の合併

- 97・10・1 第一勧業投資顧問, 朝日投信委託, 勸角投資顧問
- 97・10・1 さくら投信とさくら投資顧問
- 投資顧問免許付与 97・5・12 東京三菱投資顧問
- 投資一任業務の認可 95・9・14 野村投信, 大和投信(投信会社で初)
- 投資顧問の合併 95・4・1 大和投資顧問とコスモ投資顧問, 他
- 投資顧問の解散 97 朝日生保, 「朝日インベストメントオーストラリア」の解散方針
- 5. 業 務 縮 小 95・7・5 大塚証券, 東証先物取引の特別参加資格返上を発表
- 95・12・12 シュローダー証券, 大証での株式・オプション取引停止等届出, 他
- 業務拡大 投信委託による投信直接販売, 株式ミニ投資, 債券レポ取引, 海外ヘッジ・ファンド, 私募ファンド, 総合的財務サービス, 株式公開への助言, 証券総合口座, 投信型ラップ口座準備 (97・7, 日興証券とミスバーニー証券の業務提携)
- 6. 経営テクニック
  - 疑似ストック・オプション制度導入
  - 97・1 一吉証券
  - 店頭取引の売買委託手数料引き下げ
  - 97・1 松井証券, 他

- 自社株買い入れ消却決議可能に定款変更
- 97・6 野村, 日興, 山一各証券
- 従業員対象ストック・オプションのため自社株取得に定款変更
- 97・6 大和証券
- 最高意志決定機関「経営会議」新設
- 97・8 山一証券
- ディスクロージャーの新展開
- 95・7 野村証券, 四半期業績開示
- 97・6 野村証券, 株主総会のインターネット公開
- 海外展開 韓国・中国・台湾・ベトナム・メキシコ等に4社・準大手の一部
- 7. 金融機関の証券業務展開 日本・銀行と外国・証券との提携, 地方銀行の投信共同販売システム開発, 銀行窓口における投信販売(系列投信への「間貸し」方式), 海外証券子会社への投資増, 国内組織改正等
- その他の証券関連業務展開 97・10
- ファーストファイナンス(リクルートの金融子会社), 投信の商品情報をインターネットで提供
- 企業の金融業務内製化 松下電器産業, 日立製作所, 丸紅, プリジストン等
- もちろん, これらはすべての例を網羅したわけではないが, この数年の経営努力の方向性は見取れると思う。投資銀行業務, 投資信託業務, 資産運用業務の3が, 銀行等金融機関が乗り入れて最も競争する分野である。とはいえ, 金融機関や外国証券・金融機関の参加は予測のつく部分である。一般事業会社資本からの参加及び最後の項目である「企業の金融内製化」の進展, そして国内資産の外国市場へのシフトの

問題が、予測のつかない、もっとも対応困難な要因ではないかと思われる。こうした変革に対する個別の証券会社、あるいは証券取引所の対応は証券取引審議会報告書の検討する課題ではないが、行政指導無き後の個別経営の努力こそが報告書の期待するところに違いないであろう。

注

- 1) 日本証券業協会『証券統計』各年版参照。
- 2) 英国の金融サービス法は1986年のビッグバンを中心に位置する。同法の規制範囲は広く「投資業」であり、規制監督は自主規制が基本である。規制範囲も「投資物件」を広く包括する等、包括的規制が特色であるが、「投資業」は認可業者であるか適用免除業者である。日本証券経済研究所『図説イギリスの証券市場』174-75頁。
- 3) 金融制度調査会報告書、V・金融システム改革の進展に伴う法制面の課題、参照。
- 4) 京都証券取引所理事長中村伊一「取引所市場について突込んだ検討を希望」97年1月14日総合部会に提出。
- 5) 証券取引法第134条1定款に定めた事由の発生 2 総会の決議 3 会員の数が5人以下となったとき 4 破産 5 証券取引所の設立の免許の取消
- 6) 97年8月19日免許営業開始、ディー・ブレイン証券。総合部会の議論が始まった96年後半から公認会計士事務所の経験と能力でこの分野への意欲を見せていたが、大蔵省証券局の勧奨で証券業免許に踏み切ったといわれる。
- 7) suitability rule は取引所及び証券業協会が自主規制の一環として要請する「顧客を知るルール」から発展した。証券取引の推奨一般でなく、個々の顧客の投資目的、財産状態に鑑み、その顧客に不都合な証券取引を推奨することが詐欺的な行為に該当する、とする。日本証

券経済研究所『新版現代証券事典』944頁。

- 8) 自主規制機関 self-regulatory organization とは、
  - 1) 広範な自主規制の権限に法律上の裏付けを持ち、
  - 2) 定款・諸規則等で細目を決定して行動するものである。同書、212頁。
- 9) 日本証券業協会定款(1973年6月7日制定)第1章総則第6条(業務)5。
- 10) 企業のM&Aの仲介業務は96年によく兼業承認を受けた「情報提供・コンサルタント業務」の一部として認められた。それまでは、例えば野村証券は本業ではなくグループの「野村企業情報」が同業務を営業として行ってきた。
- 11) NYSE 会員証券会社の収益構成で上位4位は、自己売買益(24.4%)、その他証券関連(23.1%)、証券手数料(18.7%)、引受収入(13.8%)：1993年である。日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場』159頁。
- 12) 97年9月30日証券取引審議会市場整備部会配付資料による。
- 13) 証券会社平均では経常収入に対して受入手数料が69.2% (委託手数料42.7%) であるが(96年3月期、『証券統計』1997)、資本金ランクで下位の業者は委託手数料が7割前後になる(95年3月期、『証券年報』96年版)。
- 14) 登録制下の兼業業務は、大規模業者の特殊業務(株式事務取り次ぎ等、4種)、大規模業者の一般業務(保護預かり・運用預かり等、6種)、規模を問わずポピュラーな業務(有価証券の貸借関係等、4種)、中小規模業者の特殊業務(宇部式匿名組合券の売買等、7種)に上った(1982年末現在)。小林和子「証券恐慌前後における公社債流通の諸形態」『証券研究』第72巻、204-205頁。
- 15) 現行の寄託証券補償基金は、証券業の公共性に鑑み、証券会社の経営破綻により有価証券を寄託している顧客が被る損失を補償するなどの業務を遂行するために、69年8月に設立された。運用財産は300億円に達するが、基本的に任意団体であり、現在は財産の積極的積み増しを行っていない。

(当所東京研究所主任研究員)