

証券業免許制と免許行政の評価

小林 和子

要 旨

1998年6月5日に成立した金融システム改革法に含まれる証券取引法改正により、証券市場ビッグバンの大半が98年12月1日から実施される。改革の範囲はすでに昨97年6月に提出された証券取引審議会、金融制度調査会、保険審議会それぞれの報告書に示されているものであるが、とりわけ市場型取引の「場」を提供し、これまで市場仲介者の大半を保持してきた証券業界の改革が圧倒的に大きい。ここでは証券業者免許制の登録制への転換に当たって、証券業者にとっての免許制というものを考え直してみたい。

証券業者の規制理念は、無規制、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、の5段階に分けることができる。明治以来の日本の証券行政はこれらのすべてを実験してきたものであるともいえる。たとえば、戦前期の株式引受業務は無規制、戦後の昭和23～36年の登録制は緩やかな登録制、昭和37～40年は厳しい登録制、戦前期の取引所取引員（仲買人）免許制は緩やかな免許制、昭和43年以後は厳しい免許制（ビッグバン議論以後は緩やかに変わりつつある）とみることができる。ビッグバン以前に金融・証券不祥事の段階から強く社会的に批判されるようになった日本の証券業者免許制は、なぜこのように「厳しく」「強固な」免許制になったのか。いまだ完全に幕を下ろした段階ではないのだが、再び従前と類似した登録制に復帰するに当たり、拙速ではあるが一定の評価を下しておきたい。

便宜的に今後の登録制を第2次登録制、従前のそれを第1次登録制と呼ぶことにする。第1次登録制廃止時の議論をたどり、証券業の規制理念として論理的あるいは本質的な優位性を免許制に見いだしたわけではないこと、比較検討しうる程度の差異を念頭に証券業経営の建て直しのために免許制がとりあえず導入されたことを明らかにする。戦後の免許制は証券行政の中心問題が証券業経営の再建と安定にあった時代の産物といえる。

とはいえ、証券業経営の建て直しのために導入された免許制は、証券恐慌後の日本市場の発展と国際化、自由化の過程で、業者行政を越えて拡大し、変質する。証券業免許制と、それに根拠を置く証券市場に対する免許行政そのものを区分して捉えるべき所以である。しかし、この点についてはいまだ不十分な展開に留まる。再論を期したい。

目 次

はじめに

I. 証券業者の規制理念について

II. 第1次登録制廃止時の議論

III. 免許制の当初の目標——証券業経営の建て直し——

IV. 免許制の拡大と変質

1. 法的整備

2. 不祥事への対応

3. 国際市場と国内市場の分離政策

4. 国内市場の開放

5. 証券業の兼業業務と新商品開発

6. 銀行等の証券業務

おわりに——事前予防型行政から事後チェック型へ、証券行政の転換——

はじめに

1998年6月、金融・証券ビッグバンを集大成する「金融システム改革法」が成立した。同法は証券取引法・銀行法・保険業法等22の既存の法律改正を擁するとともに、資産流動化のための「SPC法」デリバティブ取引失敗時の「一括清算ネットィング法」「ノンバンク社債発税法」の3関連新法と併せて改革の効果が期待されている。「損害保険料率算出団体に関する法律の改正」のようにすでに98年7月から実施されたものもあるが、改正点の大半は98年12月1日に実施される。

改革法のカバリッジは多岐にわたるが、量的にも質的にも証券取引法と証券投資信託法の改正が中心である。1965年証券取引法改正で決定され、68年4月から実施された証券会社免許制は98年11月末で終了し、証券行政は事前予防型から事後チェック型に転換される。行政の主体

も、金融システム改革法とは別に進められた大蔵省改革の結果、97年6月に成立した金融監督庁法により、98年6月に金融監督庁が発足している。行政改革後の小さな政府、規制の撤廃、市場競争にすべてを委ねるという理念は、端的に証券行政の変化として捉えることができるであろう。本小論では戦後後半期の30年にわたって採用された証券業者免許行政について、拙速ではあるが基本的な評価をしてみたい。

I. 証券業者の規制理念について

証券行政の対象となるものには、証券業者・証券投資信託委託業者・証券金融業者・証券業者の諸団体、証券業務を行う金融機関等が恒常的市場仲介者・関係者として、内外の株式会社・政府自治体・国際機関等が発行主体として、内外の個人投資家から機関投資家、法人投資家に至るあらゆる投資家層が投資主体として、含まれる。行政の活動基盤には法的根拠がなけれ

ばならないから、証券関係法から捕捉するならば、証券行政の対象は従来は証券取引法、外国証券業者に関する法律、証券投資信託法、有価証券に関する投資顧問業の規制等に関する法律、株券等の保管及び振替に関する法律、公認会計士法、外国為替及び外国貿易管理法の一部に及んだ¹⁾。免許制か登録制かという議論はこれらのうちの証券業者に関する規制理念を問題にしているにすぎない。

因みに、従来の証券行政の対象を大別して(必ずしも明確に表現されていない)規制理念を捕捉してみるとすれば、以下のようになる。

〔市場仲介者・関連組織〕

証券会社・証券投資信託委託会社・	
証券金融会社・証券取引所	免許制
証券業協会	認可制
他の業者団体	任意設立
投資顧問業者(投資一任契約に係わる業務をせず)	登録制
同上(投資一任契約に係わる業務を行う)	認可制
外国証券会社	免許制

〔発行主体のディスクロージャー〕

発行主体のディスクロージャー認識が薄く、実態の正確・迅速な把握を目標に、基本的には強化の方向が継続されてきたが、機動的・弾力的な発行を確保するために一部は簡略化・期間短縮等が実施された

〔市場取引の管理〕

個別の発行・流通取引は自由競争により公正な取引が確保されればよい。そのために、証券業者の呑み行為の禁止(証券取引法第47条, 第129条), 証券会社・その役職員の禁止行為(断定的判断を提供して勧誘する行為等, 第50

条), 不正取引行為の禁止(第157条), 風説の流布, 偽計, 暴行, 脅迫等の禁止(第158条), 相場操縦等行為の禁止(第159条), 政令に違反する行為の禁止(第162条), インサイダー取引の禁止(第165, 166条), 公開買付者等関係者の禁止行為(第167条), 虚偽の文書の作成・頒布の禁止(第168条), 有利買付け等の表示の禁止(第170条), 一定の配当等の表示の禁止(第171条)等の禁止行為が明確にされ, これら及びこれらに対する違反行為への処罰は基本的に強化されている。

〔市場価格への介入〕

前掲の各種禁止行為は公正な基盤の上に行われる自由競争の結果表現される市場価格に絶対の信頼を置くものである。しかし, 現実の日本市場ではときに市場価格の人為的形が行われる。バブル経済崩壊後の一時期に行われた株価維持のための公的資金の投入等である。最近行われた香港の例のように当局者が理由を明確にして介入する場合もあるが²⁾, 日本では誰の責任で何のためにとということもなく行われたため, 大蔵省証券局の責任範囲とはいえない。しかし, 証券行政の環境としてこのような不透明な力が存在することが日本市場の特徴であり, それが免許制の性格をも決定したことを指摘しておきたい。

〔証券及び証券取引の種類〕

法文上に限定列举主義を採る。法定する際にも, 法定した後の具体的な発行・取引開設時にも, 大蔵省の厳しい選定・許可が必要であった。

現在進みつつある改革の中で証券行政を構成する主要な分野の規制理念は, 共通のルールの強化の方向(ディスクロージャー, 市場取引管理等)と, 規制の緩和の方向(証券業者規制,

商品設定の原則自由化等)を対極として、変化しない分野(取引所免許制等)と新設分野(投資者保護基金の設定等)が加わる。証券業者免許制の登録制への転換は、規制の緩和の代表例であるとともに、積極的な参入奨励と業者間競争の増大によって、証券市場の活性化の重要な、おそらくは最大のエネルギー源となることが期待されている。証券行政に限っても、証券業者に対する免許制が大きくその姿勢を決定してきたことをみれば、登録制への転換が証券行政全体のあり方を基本的に変えうる可能性がある。これを断定しないのは以下にみるようにそもそも証券業者の規制理念に絶対評価がないからであり、また今回の改革では行政改革他の「戦後50年に対する再検討」過程が基盤となっているからである。すなわち、今後証券行政が大きく変化したとしても、その最大の決定要因が登録制への転換にあるとはいえないからである。

日本市場は戦前(低成長、投機的な株式流通市場中心の発展)と戦後(敗戦で戦前・戦中期と断絶、占領下にアメリカ型の大衆的基盤に立つ市場に法的には改革される)で大きく変化し、戦後も前半期と後半期とではかなり変化した。このため証券行政も(戦前期にはこうした意識はなかったが)しばしば姿勢を変え、結果としておよそ考えられる限りの業者規制理念をそれぞれ短期間ではあるが経験した³⁾。これらの中では現在までの「厳しい免許制」はむしろ長かった方であろう。

戦前 取引所仲買人(後に取引員)

緩やかな免許制

場外取引業(後に有価証券業)

規制なし→有価証券業法以後免許制
債券の引受

規制なし→有価証券引受業法以後免許制

株式の引受

規制なし

戦後 [第1次登録制期]

証券業の設立・開業

緩やかな登録制→厳しい登録制

債券の元引受・投信・運用預かり業務等

承認制

[免許制期]

証券業の設立・開業

業務別免許制, 厳しい免許制

[第2次登録制期] —— 今後

証券業の設立・開業

緩やかな登録制

元引受・有価証券店頭デリバティブ取引扱い・私設取引システム

承認制

120年の歴史において、考えるすべての規制理念を経験してきたといえる日本の証券業にとって、「あるべき規制理念」というものは存在しない。ある理念の下で数十年を経た業者のあり方を変えることによって、業者を中心にした市場を変える、というのがこれまでの規制理念の変更の理由であった。翻って諸外国を見るに、登録制の国もあれば(アメリカ)、緩やかな免許制の国(イギリス)もあり、免許制の銀行が証券業を行う国(欧州大陸)もある。この点に関してはグローバル・スタンダードはないのである。それぞれの国によって、歴史的経緯により、あるいは近い関係にある先進国をモデルにして、規制理念を選んできたにすぎない。とはいえ、日本のように目まぐるしくこれを変えてきた国はまったくないのも確かである。特

に戦後期は登録制を2度採ることになる。後世の史家から近視眼的な変革を繰り返したといわれることを予想せねばならないであろう。

こうした結果になった原因は、第1に市場行政と業者行政が分離されず、後者が優位で、前者を包含していたためである。何故そうだったかは、日本の市場の歴史の故というしかない。江戸時代の投機的な米相場会場の伝統をひく明治以来の株式取引所で行われた取引は、業者が自らプロフェッショナルとして取引し、仲介し、取引所の株主でもあって、取引を盛り立てねばならないシステムであった。この時代にはいわば業者行政こそが証券行政だったが、この把握が戦後も連続と継続したのである。それが可能であったのは日本市場が相対的にはいまだ小さく、国内市場のみであったからであろう。

第2の原因としては戦時統制経済の下で強大になった経済行政の力が戦後も自己拡大を図り、積極的な行政介入の基礎を求めたことがあろう。この基礎として、てごたえの明確でない市場行政ではなく、締めつけるべき対象が明確な業者行政が当然に意識されたものであろう。

II. 第1次登録制廃止時の議論

戦後の1948年から約20年間、証券業はアメリカ型の登録制であり、総計1,536社が登録したがその6割は登録取り消し・自主廃業等で市場から消えた。市場規模が小さくて仲介業者の競争が激しく、戦前からの伝統で業者の自己売買が多く、1960年頃の好況期には証券業者とその100%子会社の投資信託で売買取引の6割に達することもあった。大雑把に言えば証券市場=株式流通市場=証券会社と把握されてもおかしくはない時代だったのである。第1次高度経済

成長末期を象徴する1962~65年の証券不況に対してカンフル注射的に資金が注入されるかたわら、証券業者規制の強化が図られたのは当然でもあった。戦後の自由市場を支える証券業者登録制を是としてきた大蔵省は免許制の導入には慎重であったが、60年代に入って決意を固め、不況に苦しむ証券業者は「わらをもすがる」心情で免許制を受け入れた。証券局の幹部は「業者に理解してもらうために、免許制を永久に続けるわけではないことを説明した」といい、また証券業者は「不況が続いてどうにもならない、なにかこれぞという指導的な理念が欲しかった」という⁴⁾。

そもそも48年に証券取引法の全面改正で登録制が導入されたときには、占領下でありGHQ(連合国軍最高司令官)の証券担当官の主張に反駁することは困難で、議論が尽くされたとはいえない。証券業者は戦前期の免許制に慣れ親しんでもいた。「登録制は日本の風土には合わない」という声が証券業者一般を代表していたと思われる。もっともこの「日本的風土」とは、前述の狭隘な投機的株式流通市場における取引員の自己売買中心の市場取引を意味していたため、大衆の基盤に立ち、実物取引の取引所集中が強制された戦後には現実には通用しなかった。むしろ登録制ではあるが、すでに業務別の免許制が元引受と証券投資信託(1951~60年は証券会社が兼務)として存在し、運用預かり等の兼業業務が認可制で続々と増えたことが、証券業設立・開業自体の免許制に、現実的な道筋をつけていたといえる。

実現はしなかったが定期取引復活運動の過程で問題にされた業者規制の論議は興味深い。戦前期の個別銘柄先物取引(定期取引、1922年以後は清算取引と名称変更)になじんだ証券業者

は、戦後の取引所再開後の不況下に、定期取引（長期清算取引）の復活を切望した。その最終段階で50年末に出された「証券定期取引法案要綱（試案）」（自民党試案と思われる）は、証券取引所が会員に定期取引を行わせようとするときには「許可制」で、これを行う会員は「定期取引会員登録名簿」に「登録」したものに限定とした⁵⁾。しかし、監督庁である大蔵省理財局証券課は定期取引を行う会員の資本金額を一定以上とすることを主張⁶⁾、自民党もこれを認めたが⁷⁾、金額で折り合わず、また理財局は「定期取引を行い得る取引所、会員の資格は、法律で制限する必要がある」としたため⁸⁾、結局成案には至らなかった。自民党と理財局との応酬では承認制あるいは免許制という語は使われていないが、意味するところは「資本金による規制」である。他方、理財局と証券界の応酬では明確に「資本金の充足」と「登録制の下であるから、各取引所定款による間接免許」という線が出ている⁹⁾。「定期取引を営むものは有価証券の引受業務及び投資信託の委託業務を行わない」という「職能分化に関する申合せ」もあった¹⁰⁾。

業者登録制自体を本格的に変えようという動きは証券不況の深まりつつあった1963年ごろから浮上する。議会における議論の過程は別途まとめたので¹¹⁾、理財局資料を検討する。63年10月18日理財局証券部「証券業者の免許制について」は免許制を必要とする議論の根拠として、1. 不適格業者の排除、2. 行政監督の強化、3. 業界の適正規模の維持、4. 職能分離による業務分野の調整（業務別免許の考え）をあげた¹²⁾。しかし免許制にするには2つの問題点がある。第1は憲法上の問題点（第22条職業選択の自由）で、銀行の預金者保護、信託の委託者保護と均

衡させる意味で投資者保護を理由にしたとしても、免許基準を法定するとなれば行政官庁の裁量の余地は狭くなる。第2に免許制に移行したとしても、証券業者一般の欠点の是正は容易ではなく、既存業者にはかなり長期の猶予期間を設けざるをえず、大蔵大臣の認許可関係事務と監督上の責任は大きくなる。とすれば、登録制を継続し、登録要件を強化し、証券取引所及び証券業協会の自主的な指導監督体制を充実強化、必要に応じ認許可事項を追加し、行政指導を強化する、ということでもよいのではないか。

以上は免許制議論の開始時点で証券取引審議会小委員会に提出された資料である。規制理念の転換に当たって考えるべきことはほぼここに尽くされている。このときは変革の中心がこの議論にあったため慎重な運営がなされており、96～98年の金融・証券ビッグバンにおける登録制復活議論よりはるかに実質がある。登録制のメリット、ディメリットと免許制のメリット、ディメリットを現実の日本市場に即して判断しており、すなわち免許制の絶対的優位を主張してはいない。その後の「登録制から免許制へ切り換える際の諸問題について」では、「全面的な免許制」にした場合には免許基準を厳しくするか低くするか（低くすればあまり意味がない）、「免許制と登録制の2本建て」（会員と非会員、ブローカー・ディーラー併営と片方の専業、保護預りをするかしないか：前者が免許制）にした場合には、それぞれを区分することに意味があるか、等が検討された¹³⁾。64年の「免許制移行の方法と問題点」では、「全面免許」を「包括免許」と「業態別又は業務別免許」に分け、さらに「免許と登録の2本建て」の3形態についてそれぞれ消極論と積極論を出

している。この時点で考える規制理念をすべて俎上にのせた上で、日本市場の悲惨な現状に立ち返り、1. 証券業者に対する監督・取締り強化の必要、2. 全業者を平等に、厳しい水準で取り締まる、3. 職能分離の考え方を取り入れ業態別・業務別免許、ということでもとまったのである。

Ⅲ. 免許制の当初の目標

—証券業経営の建て直し—

免許制への転換を定めた証券取引法改正は報道管制の下で隠蔽されていた山一証券の苦境が西日本新聞によってすっぱ抜かれた後のいわゆる証券恐慌状態の中で、1965年5月成立した。一般の改正は同年10月に施行されたが、免許制への転換は経過期間を置いて68年4月に施行された。その1年前、現実に登録業者の相当部分を切り捨てて免許を与える作業を始めるに当たって、67年3月蔵証第685号「証券業の免許の審査に当たり検討する事項について」が出された。

第1 財産的基礎及び収支見込み関係

- 1 純財産額が資本の額を上回り、かつ負債比率が10倍以内
- 2 財産内容が健全である
- 3 経営基盤に不安がなく、収支見込みが良好である

第2 人的構成関係

- 1 証券業を公正かつ的確に遂行できる経営体制が完備している
- 2 経営者の社会的信用が信用機関たる証券会社を運営するにふさわしいものである

第3 法令等の遵守状況

第4 投資者保護上の他の問題

この通達の構成と文言には第1次高度成長期から証券恐慌にかけての日本の証券業者の悪弊の経験が痛く反映されている。実態はこれと反対で、純財産額が資本金を割り込むことがあり、負債比率は10倍以上、財産内容が健全ではなく経営基盤に不安がある証券業者が多数あったのである。しかも不況下の63年に、取引所非会員に厳しい新たな最低資本金規定が設けられ、その実施までの経過期間中にあった。証券恐慌直前の64年度末に511社あった証券業者のうち、中堅クラスの何社かは合併して新会社を形成した。経営としては優良であっても、資本金を増大してはやっていけない、また個人商店に近い実態から抜け出られず、証券業の存続を諦めた業者もあった。

証券業免許は全社に一斉に付与されたわけではない。まずは運用預かり19社のうち証券恐慌時に日銀特融を受けた2社（山一証券、大井証券）が、施行までの経過期間中に新会社で免許を受けた。両社の実態は事実上の破綻であるが、登録制の下で他の破綻会社を通った「登録取り消し・破産あるいは解散」「自主廃業」の方法ではなく、またすでに1952年に施行されていた会社更生法による再建の方法でもなかった。危急時の救済融資を大蔵大臣と主要取引銀行の合意の上で日銀特別融資の形で受けた以上は、政府・日銀・市中金融機関合同管理による再建が両社の運命であった。登録制の下でも実質破綻会社があるとは限らない実例である。山一証券は、免許制移行を決定した登録制の最終局面で救済され、再度登録制移行を決定した免許制の最終局面で廃業させられたことになる。一方で66～67年には自主廃業や合併もあり、68年3月末には275社の証券会社が

表1 証券会社の資本金額推移

(単位: 100万円, 1969年以後億円)

年度末	会社数	資本金額	1社当たり資本金額	年度末	会社数	資本金額	1社当たり資本金額
1948	948			1974	260	1,536	5.9
1949	1,127	3,014	2.7	1975	258	1,641	6.4
1950	936	3,454	3.7	1976	258	1,988	7.7
1951	838	3,767	4.5	1977	257	2,202	8.6
1952	836	6,683	8.0	1978	256	2,329	9.1
1953	836	10,115	12.1	1979	253	2,618	10.3
1954	764	10,713	14.0	1980	251	2,759	11.0
1955	700	10,826	15.5	1981	251	3,031	12.1
1956	652	12,022	18.4	1982	243	3,214	13.2
1957	582	18,062	31.0	1983	240	3,531	14.7
1958	557	19,569	35.1	1984	238	4,111	17.3
1959	546	29,221	53.5	1985	226	4,636	20.5
1960	552	39,094	70.8	1986	221	5,315	24.0
1961	590	74,991	127.1	1987	221	6,862	31.0
1962	601	78,114	130.0	1988	220	8,283	37.7
1963	593	100,573	169.6	1989	220	8,843	40.2
1964	511	126,118	246.8	1990	220	12,077	54.9
1965	425	125,599	295.5	1991	220	12,470	56.7
1966	397	118,632	298.8	1992	217	12,557	57.9
1967	284	119,955	422.4	1993	216	12,606	58.4
1968	277	119,515	431.5	1994	220	13,885	63.1
1969	275	1,199	4.4	1995	230	16,395	71.3
1970	271	1,252	4.6	1996	231	16,436	71.2
1971	267	1,034	3.9	1997	235	17,053	72.6
1972	259	1,083	4.2	1998	233	16,936	72.7
1973	260	1,427	5.5				

注1) 外国証券会社を除く国内全証券会社である。

2) 1998年度は会社数は9月末、資本金額は7月末(日本証券業協会調べ)なので、1社当たり資本金額は仮の計算である。
〔出所〕大蔵省証券局総務課長編『図説日本の証券市場』各年版。

免許を受けた。すなわち計277社で免許制は出発したのである。

スタート時の免許制証券行政の主眼は、これら277社の国内証券会社の経営安定を図る、すなわち証券会社破綻が市場を直接揺るがすような状況を再現しないようにし、登録制下で証券会社が行った悪弊を繰り返さないようルールを強化し、公正な流通取引システムを作り上げることにあった。証券界の社会的評価を高めるために東京証券取引所の理事長に大蔵省出身の森永貞一郎を請うたのは、証券界みずからであ

る。すでに登録制の下で基盤が作られていた最低資本金規制行政が抜群の力を発揮した結果は表1に見るとおりである。最低資本金規制自体については別の論文を参照されたい¹⁴⁾。

証券業の本質を考えれば市場仲介者としての信用力が基本であって、必ずしも資本金額が経営の安定性を保証するわけではない。そのことは免許制末期の山一証券(4大証券)、三洋証券(準大手証券)の破綻が如実に示している。しかし、一般論としてみるならば資本金額が純資産額を割り込むような沈没経営を行っていた

表2 免許種類別証券会社数

年末	A	B	C	D	E	F	G	H	H/A%	年末	A	B	C	D	E	F	G	H	H/A%
1968	55	192	2	22	4	1	1	277	19.9	1984	79	146	1	12	0	0	0	238	33.2
1969	55	182	2	22	4	1	1	274	20.1	1985	88	148	1	10	0	0	0	246	35.8
1970	55	185	2	22	4	1	1	270	20.4	1986	113	137	1	8	0	0	0	259	43.6
1971	54	185	2	21	4	1	1	263	20.5	1987	134	126	1	8	0	0	0	269	49.8
1972	55	177	2	21	5	0	0	260	21.2	1988	146	115	2	9	0	0	0	272	53.7
1973	61	174	3	21	3	0	0	260	23.5	1989	153	105	4	9	0	0	0	271	56.5
1974	62	174	2	21	1	0	0	260	23.8	1990	165	94	4	6	0	0	0	269	61.3
1975	61	174	2	21	1	0	0	259	23.6	1991	169	89	3	6	0	0	0	267	63.3
1976	61	174	2	22	1	0	0	260	23.5	1992	168	88	3	6	0	0	0	265	63.4
1977	67	167	2	22	1	0	0	259	25.9	1993	172	86	4	6	0	0	0	268	64.2
1978	68	166	1	22	1	0	0	258	26.4	1994	180	86	5	6	0	0	0	277	65.0
1979	69	163	1	22	1	0	0	256	27.0	1995	183	88	7	4	0	0	0	282	64.9
1980	74	158	1	22	1	0	0	256	28.9	1996	185	90	10	4	0	0	0	289	64.0
1981	72	156	1	20	0	0	0	249	28.9	1997	183	93	10	2	0	0	0	288	63.5
1982	74	154	1	20	0	0	0	249	29.7	1998	174	98	14	4	0	1	0	291	59.8
1983	76	151	1	20	0	0	0	248	30.6										

注1) 外国証券会社を含む全証券会社である。

2) A-1, 2, 3, 4号免許 B-1, 2, 4号免許 C-1, 2号免許 D-2号免許 E-1, 3, 4号免許 F-1, 4号免許 G-1号免許 H-合計

3) 1998年は9月末である(日本証券業協会調べ)。

〔出所〕大蔵省『証券局年報』各年版。

第1次登録制期の直後の経営建て直しで、資本金額が1つの基準にされたのは妥当であったといえる。また、免許制転換の議論の過程では4業務それぞれの業務別免許を明確にして証券業者の職能分離を促進する目的があったにもかかわらず、表2のように相当数の証券会社が以下の4業務全免許を受けているのが現実である。

- 1号免許 dealing 自己売買
- 2号免許 brokerage 委託売買
- 3号免許 underwriting 引受業務
- 4号免許 selling 販売業務

この傾向は免許制の定着とともに強まり、4業務のうち引受業務、とりわけ元引受業務を行うことを希望する証券会社は最も高い最低資本金規定に従わねばならなかった。資本金行政が有効であった所以である。

免許制出発時に職能分離が掲げられながら、現実にはほぼ1方向に固まったのは何故か。2

号免許は取引所才取(仲立)会員のみであるから、一般の証券会社は全免許あるいは引受業務を除いた1, 2, 4号免許の何れかに分かれ、後者は漸次引受業務の免許を得て前者、すなわち全免許業者に移行する傾向を持った。取引所正会員業者の大半は全免許を得ている。免許制証券業の経営安定を最優先の目標とされれば、これは止むを得なかったといえる。顧客からの注文を受けて行う受動的な委託売買は、すべての証券業者に共通すべき社会的妥当性のある業務基盤であるが、もしこれが量的に少なければ株式会社としての經常利益を確保できない。また委託売買だけであれば、常に顧客からの委託注文に迅速適切に応えるかどうかかわからない。委託売買の迅速適切な執行と証券業者としての恒常的な利益の確保のために、自己売買の展開は必至であると思われる。また顧客の希望は既存証券の流通市場における売買に止まらな

い。発行市場における新規証券の入手希望があればこれに応えることが当然に必要な。証券業者の職能分離と抽象的に言うことはできるが、これら3種、すなわち1, 2, 4号免許業務はきわめて結びつき易い。

最後の1種、すなわち発行市場における引受業務の3号免許は最も独立的な業務であり、アメリカではインベストメント・バンキング(投資銀行業務)として、イギリスではマーチャント・バンク(引受会社)として、独立経営が行われてきた。日本においても戦前期には一部に公社債専門業者があったが、それは銀行であり、金融恐慌で破綻したり(神田銀行)、新・銀行法で証券会社に転換した(藤本ビルブローカー銀行、小池銀行)。その後、社債浄化運動で無担保社債の発行が禁止され担保付き社債の銀行引受に対して証券業者は下引受に甘んじざるを得なくなったため¹⁵⁾、また戦時中は国債発行に圧迫されて民間社債発行は衰退したため証券業者の引受業務は縮小した。戦後は証券取引法第65条で金融機関の証券業務が禁止され、他方第45条で証券会社の引受業務が明記されたにもかかわらず、なお起債統制に近い状態が継続し、民間社債引受業務が独立業務として単独で経営を維持するに足るにははるかに至らなかった。間接金融優位の金融システムの下ではそもそもこの業務の独立採算の可能性は薄かったといえる。登録制の後半期に大証券が法人営業を誇り、増資引受、公開引受をした証券を顧客に無理な推奨販売をした実態があったのは事実としても、職能分離に至らしめるだけの利益を生む営業の実態がなかったのである。

こうして免許制出発時には職能分離の現実的基盤に欠けるため職能一体化に進んだものが、徐々に自由化・国際化が進むに連れ、発行市場

における引受業務からの利益が大きくなり、積極的な3号免許の取得が目標とされるようになる。証券市場の拡大と共に証券会社の経営基盤はようやく強化され、その上に各方面にわたる免許行政が展開されるのである。

IV. 免許制の拡大展開と変質

1. 法制の整備

登録制期の基本法は証券取引法(1948)と証券投資信託法(1951)のみであるが、免許制の下で新法が増えた。

外国証券業者法(1971)

株券等保管振替法(1984)

有価証券等に係わる投資顧問業の規制等に関する法律(1986)

証券取引等の公正を確保するための証取法等の改正(1992)

金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法整備法(1992)

外国証券業者法は米メリルリンチ社等の外国証券の参入希望に対応して、ほぼ日本の証券取引法に準じて作られた。株券等保管振替法は遅れていた日本市場のバックオフィス業務の大転換に道を付けた、グローバル・スタンダードの実行といえる。投資顧問業の規制は多くの零細投資家を騙した投資ジャーナル事件に緊急に対応し作られた。92年の2法は91年金融・証券不祥事への直接的・即時的な対応であると同時に、金融制度・業際の実業の自由化を画的に促進した。証券不祥事への抜本的な対応は、金融機関の不良債権問題が一応の処理を見た上で、「東京国際金融市場の復活」を掲げた金融・証券ビッグバンとして、98年の金融システム改革法

に結実した。法制面では、免許制期を通じてようやく資本市場先進国のレベルに達しつつあるといえる。

証券取引に関する規制は本来政府の法規制と自主規制機関（証券取引所、証券業協会、投資信託協会、投資顧問業協会）の規制とが併存するものであるが、法律・政令・通達に比べれば自主規制は実務に直結する低レベルの規制という感が強い。積極的な免許制の下では当然に公的規制が強大かつ大量でもあった。前述の新法が作られたことは免許制であろうとなかろうと必要であったといえるが、他方できわめて大量の監督官庁による過剰監視型の通達が累積していったことこそが免許行政の実質であった。この視点からみると、新法の数はいくつか、最低限のものに止められたとも言える。日本が免許制をとってきた期間に登録制のアメリカでは以下のような市場の根本的な改革につながる新法が作られてきた¹⁶⁾。

- 1970 証券投資者保護法 証券投資者保護会社
- 1974 従業員退職所得保障法（ERISA）
企業年金規制の集大成
- 1975 証券改革法 取引所集中義務撤廃、委託手数料自由化、全米市場システム
- 1995 証券民事責任訴訟改革法 予測的記述・陳述に関する訴訟リスクの軽減
- 1997 納税者救済法 個人キャピタルゲイン課税の軽減

また周知のように法律以外にれっきとした証券監督機関である SEC（証券・取引所委員会）のレギュレーション、リリースが大量に存在する。日本では通達行政が厳しく非難されるところを軽減したり、廃止したりしたが、SEC のレギュレーションは先立つ論議なしに

軽々に廃止されるような性格のものではない。結局、登録制か免許制かにかかわらず、またレギュレーションか通達かにかかわらず、市場行政に必要な規制か裁量行政の恣意性を表現しているだけかの違いであって、通達の数の多少の問題ではなかったといえる。因みに通達数が最大であったと思われる1991年時のその性格別は以下のものである（「証券局現行通達集」）。

証券取引法関係

企業内容等の開示	10		
財務諸表関係	11		
財務書類監査	1		
証券会社等	営業姿勢	11	現先取引 3
	事故防止	2	その他届出 2
	仮名取引	4	外務員 2
	店舗	3	増資 1
	認可手続き	3	業務関係他 6
	兼職	1	経理関係 7
	兼業	19	自己資本規制 2
	事務委任	3	
			金融機関の証券業務 20
	法定帳簿	1	その他 5
	業務方法書	1	

証券取引所	3
証券投資信託法	20
投資顧問業法	14
抵当証券業法	3
公認会計士法	8

最大時に400本近くあった通達は金融・証券不祥事の後になんかなり整理され、残った34本も最終的に通達としては廃止されて現在では「証券会社——等の監督等に当たっての留意事項」（「事務ガイドライン」）として内容的にはかなりが存続している。

2. 不祥事への対応

さて1980年代以後の新法はほぼすべて不祥事への後追い型対応という性格を持っている。証券市場に絡む不祥事はかつての登録制の下では証券業者が起こしたものが多かったが、これは免許制になって激減した¹⁷⁾。いわば証券恐慌に至る証券業者の不祥事件が、免許制行政出発時の事前予防的性格を決定したのである。この後は代わって発行者(上場企業)や個人大口投資家の相場操縦あるいは脱税絡みの事件が登場する。免許制の下でもすでに74年証券取引審議会は「株主構成の変化と資本市場のあり方について」報告書の中で、証券会社の法人寄り・収益偏重の営業姿勢の整備改善を要請した。しかしこの姿勢は91年証券不祥事で証券会社が徹底的に社会から叩かれるまで変化しなかった。

1981誠備グループ事件 誠備グループとはコンサルタント会社誠備投資顧問室を中心とする兜町最大の投機集団(81年当時)であった。同顧問室会長の脱税を調査する過程でリーダーの加藤等にも脱税が疑われ、同一銘柄に集中する買い占め行為が79年4月の所得税法施行令改正「同一銘柄の株を年間20万株以上譲渡した場合に課税」の対象になったものである。関係者はセミプロのトレーダーと証券会社の雇用者である証券外務員であり、行政及び取引所側は投機化防止策をとった。誠備に参集した個人投資家はきわめて意識的・積極的で、投資家の自己責任をはっきり自覚していた。

1984投資ジャーナル事件 誠備と同じく投資コンサルタント業を自称した投資ジャーナルと関連証券金融会社は1,000人を越える会員との間で無免許で株式の売買を繰り返した疑い(証券取引法第28条違反)に、投機心を煽るような

融資、詐欺容疑が加わった。一般投資家向けの派手な宣伝につられて集まったのは小口の素人投資家で、損害を被った資金回収に向けて「被害者の会」を結成した。株式市場バブルの前夜におきたこの事件は、証券業免許制に対する正面切っの違反(おそらくは最初にして最後の違反)であり、一般投資家保護の面でも大いに問題があった。証券取引法では投資家保護の方法は基本的にディスクロージャーであるが、それだけでは自己責任をとりきれない零細投資家が存在する。しかしながら証券市場が社会の公共財であるとすれば、そのような投資家も自由に参加できなければならない。このため、投資コンサルタント業を明確に「投資顧問業」として前掲のように別途新法で規制することになった。時機を得た投資顧問業は迅速に膨張し、バブル最盛期には登録制の投資顧問業者は563(90.6)、認可制の投資一任業者は141に達した(90.2)。

1988明電工事件 仕手グループのリーダー格とみられた明電工オーナーを調べる過程で、多数の仮名・借名口座と政界献金等が発覚したが、「いろいろ性」の立証が困難で贈収賄罪は成立せず、脱税のみの立件となった。関係者はセミプロ・トレーダーと証券会社であり、88年9月に仮名口座廃止の通達が出されるとともに証券界も自主ルールを強化した。一般にはこれで対応できたが、権力を背景にした投資家には何の役にも立たなかったことは97~98年の現職議員の事件で明らかであろう。

1988リクルート事件 バブル以前の4半世紀に急成長したリクルート社会長が子会社のリクルートコスモス(86年公開)株式が未公開の84~85年に政治家等に(必要なら融資する条件で)譲渡、公開価格は4倍以上になった。この

当時、未公開株の取引は原則として自由であったため、この取引は政官界から NTT 関係者まで100余名に及び、一大社会的事件となった。このたびはリクルート社の情報産業としての性格から「わいろ性」が立証され、贈収賄罪が成立した。証券会社はまったく関係していないが、未公開株の取引には新たに自主規制が加えられた。株式公開による創業者利得の取得は株式市場の大きな魅力であるが、創業者といえども違法に未公開株を利用してはならないことがこの事件を通じて明白にされたのである。

1991証券不祥事 証券会社の税務申告中「自己否認」（法的に認められている）の額の大きさに不審の念をもった国税当局の調べから始まり、証券会社の対暴力団取引、東急電鉄株の株価操作疑惑、大口投資家への損失補填等が一気に露呈された。私見ではこのとき問題にされた損失補填の本質は当該補填の対象となった取引の中心であるいわゆる「営業特金」の曖昧な商品性と関連している。現象的な「事後の損失補填」は91年当時の証券取引法では違法ではなく、きゅうきよ法改正が行われて取引一任勘定の禁止と共に92年から違法となった¹⁸⁾。これを見るかぎりでは行政の対応は速やかであったといえるが、本来の問題からはずれてしまった。金利低下の継続に対して株式市場における高利回りを期待する大口投資家が、証券会社の営業特金（投資家が信託銀行に預ける特定金銭信託の運用を証券会社が営業として受け持つ）勧誘に乗り、設備投資実需以上の株式時価発行によって得た余裕資金を預け、暗黙の利益保証をさせた、あるいはその他の証券取引においても暗黙の利益保証をさせた行為が先行し、株価下落後の損失補填はその事後処理であったにすぎない。

91年当時の新聞論調からも証券会社関係者の話からもほぼこのように把握できるが、「暗黙の利益保証」であるものを証明することはできない。仮に「暗黙の利益保証」があったと大蔵省あるいは司法当局が強く想定して起訴したとすれば、裁判の過程で証券会社関係者の口から証言を採ることができたかもしれない。しかし、免許行政そのものが突然とよ強い批判に初めてさらされている過程で、防御姿勢に入った大蔵省がマイナス点を増やすようなこの種の立件を積極的に行うことはありえなかった。監督官庁としての大蔵省は、当然直ちに不祥事の全体について調査をし、大手証券4社に特別検査を入れたが、結果はほとんど公表されなかった。バブル期の株価が決定的に反落する90年以前に、87年ブラックマンデー時の株価暴落によりダメージを受けた営業特金について処理が始まり、89年12月下旬に証券局長通達（89.12.26蔵証2150「証券会社の営業姿勢の適正化及び証券事故の未然防止について」）が出されて早急な処理・手じまいが促された。この処理を実施する過程で「事後の損失補填」が行われたのである。証券業免許制の下で大蔵省証券局の監督責任が問われなければ行かない。

また、損失補填を受けた大口投資家側にも本来責任があり、損失補填が「悪」であるならば補填を受けた金額を証券会社に返還すべきであった。しかし、返還した例は1件もなく、証券会社が訂正有価証券報告書に損失補填の事実を掲載したためにやむなく「補填を受けた事実」を認めたものが数件あっただけである。公的年金や生命保険・企業等を含む大口投資家はまったく責任をとらなかった。その利益は大口投資家の役職員・従業員及び株主を潤したこと

になる。これらのすべてを関連付けた不祥事の
解明を回避し、社会の指弾に対して証券会社
(すなわちほぼ証券市場そのものに等しい)の
みに責任を押しつけたところから免許制証券行
政は明らかな内部崩壊を始めたといえる。

世界最大の証券市場を維持するアメリカは、
1929年恐慌のあと、議会のペコラ委員会が数年
にわたる調査の結果膨大な報告書を提出し、こ
れに基づいて1933年証券法、34年証券取引所法
が制定された。34年法に基づいて、SEC (証
券・取引所委員会) が設立され、以来60年以上
にわたり市場監視の砦となってきた。91年証券
不祥事に対しても、本来ならこうした調査報告
書の作成と公表が何よりも先行すべきであった
と思う。アメリカ市場のすべてが日本市場のモ
デルになるとは毛頭考えていないにしても、行
政の基盤の大きな違いが何よりも先にあるこ
とはこの一事が如実に示しているところであ
ろう。

**1997～98 4大証券の総会屋関係者利益供与
事件** 大手証券1社の内部調査から始まり、株
主総会対策で総会屋の関係者に利益を供するよ
うな証券取引を行っていたと判明した件は、半
年のうちに大手4証券すべてに広がった。証券
会社も株式会社であるから何らかの総会屋対策
が必要な場合もあるが、この件は91年証券不祥
事後の株主総会対策に係わる。損失補填にあて
た資金は証券会社に内部留保された資金、すな
わち証券会社の株主資本の一部である。株主資
本を株主に説明できないようなことに用いた
り、会社に損害を与えたりすれば、株式会社役
員は商法上の特別背任罪に問われる¹⁹⁾。証券会
社は不祥事に関してこの問題を株主総会で紛糾
させたくないために、総会屋対策が行われた。
この総会屋の背後に何がいるのかは不明である

が、証券会社としては一般の株式会社同様に社
会的規範を守る以外に対処の方法はない。この
事件の取り調べ過程で、証券不祥事以来の処分
その他による証券界の人材不足が決定的とな
り、営業停止処分や引き受け主幹事からの排除
等で国内証券の取引シェアが落ち、97年秋には
4大証券の1社が破綻し、金融システム不安を
醸成した。金融・証券ビッグバンの進行過程に
生じた事件として、証券界には決定的な打撃と
なった。

1997～98政官界不祥事 大蔵省OB (外債発
行絡み)・現職者 (金融検査関係、新商品承認
等)・日銀等の金融・証券界からの接待や、現
職議員の証券会社に対する利益提供強要疑惑が
判明し、一部の関係者が自殺した。98年3月現
在、総会屋関係事件以来の自殺者は4名に上
る。バブル経済破綻後の処理の過程で迷宮入り
の殺人や自殺が多いことと併せて、行政、市場
仲介者、投資家のすべてにわたり、この国では
「市場参加者の自己責任」はなかったというし
かないであろう。この先もはたしてこの観念が
根づきうるか、見通しはかなり心細いと思わざ
るをえない。

証券業者免許制は、証券業者の経営安定を直
接の目標としながら、証券取引法、証券投資信
託法その他の行政の対象範囲すべてにわたり、
「免許制—事前の厳しいチェックをクリアすれ
ば自己責任は終了」という観念を植えつけたと
いえる。一般に免許を与えた業者を破綻させれ
ば行政の免許責任が問われるため破綻させない
ということが免許制の重要な現象形態として取
り上げられてきたが、破綻させないという行政
の強制的指導により、破綻という形態の自己責
任の取り方を選択肢として失われたことが大き
な意味を持つ。一般の事業会社と同じレベルで

はないにしても銀行とは異なる対応で証券会社の破綻を肯定してきたとするならば、破綻以前のいろいろな段階で証券会社は自己防衛のために種々の工夫や内部統制の強化を試みたであろう。

この点にしばるならば、免許制決定時の大蔵省の判断が「銀行や保険会社と同様な社会的責任をもつ金融機関として証券会社を同様な免許制にする」にあったことが問題になる。銀行制度、保険会社制度と並んで同様に高度の社会的意義をもつべき制度は、証券制度、証券市場および証券取引そのものであって、これらを担う市場仲介者ではなかったのである。先に見たように日本の歴史をみても証券業者規制の方式はあらゆるものが可能であった。1965年当時、免許制に転換したことは意味があったと思われるが、1つにはこのような公共制度、公共財としての把握の対象が正確でなかったことにより、今1つには行政主導の再建の道具として考えられた免許制が当初の「一時しのぎ」的一面を忘れて恒久化・強化されたため、免許制にも幾つかのレベルがありうることを、すなわち市場の状況をみでの機敏な判断に切り換えることが出来なかったところに、最大の問題があったと考える。証券恐慌の危機からの影響を脱した段階で、緩やかな免許制に舵取りすることは可能であったろう。

それをしなかった、あるいはそれができなかった理由は日本の証券市場を取り巻く環境が第1次登録制の時代（占領期から、後進独立国、国際市場性なし）と異なって、先進国の仲間入りをし、円の地位が高まり、国際市場性が芽生えて、年々強まる証券・資本市場の国際化、自由化の要求に対応せざるをえなかった点に一応求めることができる。

3. 国際市場と国内市場の分離政策

金融・証券ビッグバンの結果、日本市場はグローバルスタンダードに切り換えるか、鞅寄せることを余儀なくされつつある。国内市場＝日本スタンダードと国際市場＝グローバルスタンダードのダブルスタンダードを使い分けることは難しくなった。

銀行業務と証券業務の分離政策（日本では証券取引法第65条）は米国・日本スタンダードであるが、欧州ではスタンダードではない。英国ではマーチャント・バンクが証券業務を行い、欧州大陸では銀行が証券業務を行う。欧州市場の規模が小さい時代には米国スタンダードが実質的に世界基準であった。しかしユーロ市場が発展する60年代後半から、米国の銀行・証券も日本の銀行・証券も、ユーロ他の欧州市場に進出し、業務分離を行わない現地法人を設立する。特に銀行の海外現法の証券引受業務については銀行局と連携した慎重な指導が行われた。証券会社の海外現地法人（欧州・中東・アジア・大洋州）は90年に127社であるが、うち51社は金融業務も行っている。ユニバーサル・バンク系の日本進出は85年末から、アメリカの商業銀行については87年8月から、「出資比率が50%以下の海外証券現法の支店」形式で認められた。これに対して、国内銀行の国内証券子会社（100%）が認められたのはようやく92年で、同時に外国銀行等の子会社も100%出資が選択できるようになった。〔内-外〕→〔外-内〕→〔内-内〕の順で承認されたわけである。日本の銀行が出資する海外子会社が国内の証券取引法第65条に反しないことを合意した74年8月のいわゆる3局合意（銀行局、証券局、国際金融局）が完全に撤廃されたのは、実に93年であ

る。

また民間社債の有担保主義は戦前の昭和2年金融恐慌前後の社債デフォルトの反省にたった申し合わせから始まり、戦後社債市場の大原則となった。一般担保制や企業担保制も有担保主義の範囲内で行われた。日本企業が海外で発行する転換社債は大部分が無担保、普通社債は銀行保証付き無担保であったが、78年に初めてアメリカで銀行保証無しの完全無担保債が発行された。海外発行企業や日本における海外発行主体が2つのスタンダードの軋轢に苦しむことから、またもともと担保物件の少ない業種からの希望もあり、79年国内社債に無担保発行基準が導入された。担保の受託会社の役割も担保管理的色彩の強いものから財務制限条項遵守状況の監視に変わり、近年では募集に関する社債管理会社を設置しない例もでてきた。

90年代半ばに国際市場としての東京資本市場の空洞化がさかんにいわれたが、それ以前にバブル経済の最中から国内普通社債市場の空洞化が問題にされた。日本企業の海外市場における普通社債発行は82年から急増し、84～86年、89～92年は金額で国内発行を上回った。発行するのは日本企業、引受けは日系金融機関、投資家は日本の機関投資家で、契約を行う市場だけが海外、主としてユーロ市場であった。日本市場を回避した理由は募集の受託会社（銀行、信託）の手数料と税金の高さである。無担保債では担保の受託会社は不要だが、日本の法律では募集の受託会社（現在は社債管理会社あるいは財務代理人）が必要である。

その後、引受手数料を含めた普通社債発行コストの低下が図られた。株式市場が低迷しているため株式関連のエクイティ・ファイナンスが不振であり、BISによる金融機関の自己資本

規制とリストラのために銀行貸出しが貸し渋り傾向にあるため、97～98年の国内普通社債発行は急増した²⁰。発行市場規制は撤廃されたため、格付けで最低ランクの社債でも市場が受け入れれば発行可能になった。しかし、現実には日本市場では限界的な機関投資家の投資マインドが極端に萎縮し、A格以上の債券でないと発行できない。その際の判断材料である債券格付けが国内機関と米国等外国機関ではかなり異なり、国内機関の格付けは甘い。日本機関による格付けでA格であっても米国機関による格付けではBBB、あるいはBB格になりもする。格付けの歴史が浅いのは仕方ないとして、発行会社と親密な認可格付け機関制度をとってきた日本スタンダードの限界がこの「甘さ」に示されているというべきであろう。広い意味の免許行政の欠点は、資本規模等量的評価による認可が事業内容の質的評価を保証できず、それを補う手段がなかったことにあるのではないだろうか。

また証券行政とはいえないが、BIS自己資本規制（88年7月合意文書公表）の自己資本に株式含み益を45%算入するように認めさせたことも強引な日本寄りのスタンダード確立といえる。88年当時の日本株式市場はまさにバブルの絶頂期に向かっており、最大の株式保有層である金融機関、相互持ち合いの片側に立つ銀行、とりわけBIS規制を受ける国際業務展開をする大銀行にとって、このスタンダードは容易な規制比率クリア策になった。しかし株価が89年当時から大きく下落すると含み益は減少し、保有株の売却により消滅する。BIS規制の自己資本部分を充実するためには優先株・劣後社債等の発行、劣後ローン等に頼り、国際業務による資産の圧縮も避けられない。なお証券会社に

については89年8月から試験的に自己資本規制(通達)が開始され(アメリカでは1930年代から、イギリスでは88年から)、90年から本格化して、証券不祥事発生以前に見直しの一步を進め、92年には法令化された²¹⁾。今次金融システム改革法で証券取引法に明確に法定されたのは大きな前進である。

証券・金融税制についても日本と諸外国では異なる点が多い。税制は一国の税体系全体の歴史的・理論的構造と切り離しては考えられない。外国にない税はすべて悪いか、今後新しい税がかけられることはないか、投資家からみれば手数料等の証券取引コストと併せて総コストが相対的に低ければ良いのではないか等、なかなか市場取引に則してグローバル・スタンダードを煮詰めることは難しいようである。日本の証券税制ではインカムゲイン、キャピタルゲイン課税は88年改正で原則課税となった。後者が原則非課税の時代(53~88年)に導入された有価証券取引税(譲渡時、譲渡者にかかる)の撤廃が大きな問題であるが、ビッグバンの過程で98年4月から約50%に軽減、99年度中に廃止が決められた。ダブル・スタンダードの容認は、国内市場の開放により一方では互惠主義、他方では市場の効率化(コスト低減)を図るなかで漸次変化し、ビッグバンにより決定的に消滅に向かうと思われる。

4. 国内市場の開放

国内市場が相対的に小さいときの「国際化」の力は、国内企業や政府自治体等の発行者が、次いで国内証券会社が海外に出る方向に向く。国内市場が成長しはじめると外国投資家が目を向け、さらに国際市場としての潜在的能力が見通されるようになると外国証券会社と発行者が

注目するようになる。国内市場の開放は70年代から急速に進んだ。

- 1970 外国発行者の円建て債券発行、1973上場
- 1972 外国証券会社の日本支店に証券業免許
- 1972 外国発行者の株式発行、1973上場
- 1972 外国投資信託の国内販売
- 1973 (国内免許を受けていない) 外国証券会社の円建て外債引受参加開始
- 1980 外国為替管理法の改正：内外資本交流は原則禁止から原則自由に
- 1984 国内免許を受けた外国証券会社の円建て外債引受開始
- 1984 (国内免許を受けていない) 外国証券会社・銀行、及び国内免許を受けた外国証券会社に国債引受シンジケート加入を認める
- 1984 外国銀行に公共債窓口販売・ディーリングを認める
- 1986 外国証券会社の証券取引所会員加入
- 1990 (国内免許を受けていない) 外国証券会社の国内投資家(一般法人・個人)の注文を受けた取引を認める(クロスボーダー取引の禁止の例外)

70年代の日本市場はまだ大きくはなく、円の力もきわだつてはいない。この時期の国内市場開放は個別の発行者や仲介者の要求に基づいたものである。しかし、80年代に入ると、外為法改正で基本的な自由取引の道筋が付けられた上に、84年「日米円ドル委員会報告書」「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」等、世界最大の対外純資産国としてアメリカ等から厳しい市場開放の要求が突きつけられ、金融鎖国は半ば強制的に「開国」されていく。ほぼ10年後の97年度中には円建て外

債発行94件、外国投資信託募集18件、外国系証券会社59社(年度末)が存在する。国内老舗証券の山一証券破綻に当たって、外国証券業者の日本進出第1号であったメリルリンチ社が既存の日本営業とは別に2,000人を引き受け、メリルリンチ日本証券を創設したことは良く知られる。日本市場はすでに国際的な競争の場になっているのである。

5. 証券業の兼業業務拡大と新商品開発

証券業は当初、登録制で専業主義、一部証券業務(元引受け)と兼業業務(投資信託業務、運用預かり業務等)は承認主義であった。しかし第1次登録制の末期に運用預かり(販売した金融債を顧客から預かり利回りを上乗せする、証券会社の金融方法)が急拡大して証券業経営を不安定にし、一部の会社の破綻にもつながった。このため、免許制の下で証券業務が4業務個別の免許制になるとともに、兼業業務は必要最低限にまで圧縮された。1968年免許制スタート時の兼業業務はわずかに以下の6である。

公社債の払込金の受入れ及び元利金支払の代理業務

証券投資信託受益証券の収益金、償還金及び一部解約金支払の代理業務

株式事務の取次ぎ業務

貸し金庫業務

有価証券に関する常任代理業務

投資顧問業務(86年投資顧問業法で独立業務となる)

これが82年から急増し、94年、96年には各4項目の追加があったほどで、22に達した。兼業業務はまずその業務一般について大蔵省証券局が承認した上で、個別の証券会社が兼業の承認を得る。兼業業務として承認されなければその

業務からリーズナブルな報酬を得ることはできない。たとえばアメリカの証券会社では「SECの承認」をえなくとも一般に行える「企業のM&A仲介業務」は日本では永く兼業業務として認められなかった。ようやく96年6月に「情報提供・コンサルタント業務」が兼業承認され、その一部としてM&A仲介が入った。それ以前、大手証券会社は本体で同業務を行っても収益をあげられないため、系列の情報・コンサルティング会社等で行っていた。免許制・専業主義の必然的結果ではあるが、外国系証券に比して新規業務の開拓に習熟する機会が少なかったことは日本市場の決定的な立ち遅れにつながったといえる。

また、1980年代以後、証券業者の団体である証券取引所や証券業協会が開発した先物取引、オプション取引、株式累積投資等の新商品が続々と市場に登場した²²⁾。こうした新商品の背後にはおそらく何十倍もの新たなアイデアが存在したであろう。証券行政はこうした新商品の市場化の打診、申請を法に基づいてチェックし、承認する権限をもった。証券取引法が有価証券について限定列举主義を取り、列举された「有価証券」を取り扱うのが「証券業務」であるという構成を取ったため、有価証券を増やしたときにはそれをどこが取り扱うかが、業際自由化が進むに連れ大きな問題になったからでもある。このこと自体は証券取引法の問題であり、業者免許行政とは次元が異なるが、免許行政の下でその禁止的な慎重さが増幅されたことは疑いない。

市場に提供される証券商品の「承認」権限が禁止的に強かったことは、2つの特徴を日本市場に与えた。1つは商品開発にほとんど先取り効果がなく、外国市場では普及している商品を

日本市場に直ちに持ち込むことができなかったために、先端的な金融技術を用いた商品について日本市場が非常に立ち遅れることになった。このため、大手の市場仲介者や大口投資家は外国市場を選択した。その結果、日本市場が空洞化したことが現在金融・証券ビッグバンを進行させているわけである。空洞化は先端的な部分から進んだのである。その半面で、国内市場に留まる投資家に対しては、日本法に基づく厳しいディスクロージャーが適切な保護を与えた。しかし、間接金融優位の体制の下で、世界に名だたるメインバンク・システムが機能していた時代に、この保護は、(投資家保護のレベルからすれば過保護とはいえないが)投資家の自己責任を忘却させる結果となった。金融・証券ビッグバンがこの自己責任を明確に認識させようとしているものであることは、もはやいうまでもないであろう。

6. 銀行等の証券業務

戦後の証券業は証券取引法第65条(金融機関の証券業務の禁止)により、金融機関(銀行、保険、短資会社等)の業務との間に明確な一線を画し、また証券業専業主義により他業進出を原則禁止されてきた。これは同法がモデルとしたアメリカ法が1929年恐慌の反省から銀行・証券分離主義を取っていたためである。免許制の下でも銀証分離は維持されたが、75年以降国債大量発行時代に入り、主たる引受け・保有者である銀行からの強い要望で長期国債等の窓口販売から証券業務の拡大が始まる。

1948 証券取引法第65条が例外的に認めた金融機関の証券業務：公共債・政府保証債に係わるもの、顧客の書面による注文を受けた売買、投資目的の売買等

1981 新銀行法：銀行等の公共債に関する証券業務を明定

1983 公共債の窓口販売開始

1984 公共債のディーリング開始

1988 債券先物取引(標準化された国債を対象)の取り次ぎ業務開始

ここまではいわばもともと認められている公共債業務の拡大であるが、91年金融・証券不祥事が起こったために、証券界糾弾の世論を背景に金融制度改革法が一気に成立し、子会社形式による金融機関業態間の相互乗り入れが実現した。銀行等は証券子会社を作り、社債引受販売に進出した。証券会社は信託銀行を作り、投資信託の受託等を行った。

1992 金融制度改革法：本体において行いうる証券業務の追加(CP, 海外CD, 住宅ローン債権信託受益権等の売買等及び有価証券の私募の取り扱い)
：証券子会社の設立可(当分の間株式業務は行わない)

1997 証券子会社の業務制限の緩和：株式関連を除くすべてが可能に

1997 間貸し方式による投資信託の窓口販売

1998・12 本体による投資信託の窓口販売

1999年度下期中(予定) 証券子会社の業務制限完全撤廃

また、97年12月独禁法の改正で金融持株会社が設立できるようになった。こうなると金融機関本体の証券業務進出は必ずしも必要ではなくなる。持株会社Aの傘下にA銀行、A証券、A保険等が連携したグループを形成すれば、どの部分で証券業務を行っても良いであろう。金融機関相互の業務乗り入れ・拡大行政はほぼ終わったといえる。98年10月現在、証券業務としては資産運用型営業(資産家層対象)と投信設

定・販売(零細投資家を含む個人、法人、機関投資家)を中核にしながら、銀行・信託銀行・生命保険会社と証券会社・投信会社・投資顧問の提携、合併、再編が、日本と外国を合わせて、一部には持株会社を展望しながら、進行している。証券業者免許制の最終段階はきわめて流動的な状況になった。このような状況を演出し、推進したのは遅ればせながら免許制の弊害に気づいて内部からの改革議論を実施にまで持ち込んだ大蔵省の最後の改革能力であったといえることができる。

おわりに

——事前予防型から事後チェック型へ、
証券行政の転換——

96年秋の橋本総理の「フリー・フェア・グローバル」の檄以来、外国為替取引、企業会計制度、金融制度、保険、証券取引の各分野で日本版ビッグバンの議論が進められてきた。向かう方向はすべて競争制限的な「相対型」「規制型」取引から競争促進的な「市場型取引」であり、まさにその方向でルールを作る証券取引審議会の議論が活発であった。

市場で取引される商品 長きにわたって有価証券種類の拡大は抑制的であり、欧米市場には常に遅れてきたが、一部は解釈で可能になり(永久社債)、一部は法に定められることになった(会社型投信、私募投信、DR等)。ABS(資産担保型証券)等証券化商品も法制整備が進められた。基本的に新しい証券型商品を自由に弾力的に市場に乗せる基盤はできたといえる。大きく見て株式や債券に並ぶような新しい証券種類がでてくる可能性は少ないが、現在ある証券種類の範囲内で創意工夫を重ねるテ

クニックは今後は十分に活かされうるのである。

市場間の競争 戦前の清算取引(個別銘柄先物取引)の取引所市場集中主義の経験と、戦後アメリカが強制した個別銘柄実物取引の上場銘柄・取引所会員による取引の取引所市場集中主義が重なって、日本市場は長らく株式の店頭取引市場が萎縮していた。70年代にはあるていど育成的な政策に変わったが、企業の姿勢には強い上場志向が埋め込まれてしまった。この取引所市場集中主義を撤廃し、店頭市場と取引所市場の位置づけを対等にし、証券取引所の新設・解散を明確にし、さらには私設取引システム(PTS)を証券業務として認める。国内の取引所間、市場間の競争性は高まり、それによって国際市場間の競争力を高めることが期待されている。

市場仲介者 市場で取引される証券商品がどれだけ自由に設定されることができ、市場間競争の条件がいかに整えられても、これらを利用する参加者が市場を良く理解し、積極的に参加しなければ何にもならない。その積極性、能動性を引き出す役割が市場仲介者に期待される。伝統的市場仲介者である証券会社は免許制から登録制に移行し、新規設立が自由になると同時に破綻退出も自由になる。証券業専業主義が廃止され、法定の証券業以外の多くの業務が届出で行えるようになる。株式売買委託手数料を中心に固定制の手数料が廃止されるため、旧来の経営形態では非常に厳しくなる。まずはその苦しさを切り抜けるための創意工夫から市場参加者に働きかける動因が生まれることが期待される。

証券行政を質的に転換させたのは国内経済面ではバブル経済の崩壊と免許制下の行政指導が

絡んだ証券不祥事、国際的には米英市場に比較して日本市場の長期不振、とりわけ国際資本市場としての地位の低下の認識、市場内部からは変革ができないような日本市場の閉鎖的構造が長期不況の結果限界に達したためである。とはいえこれは「行政」の姿勢の転換であって、証券取引法及び各種自主ルールが市場規制の枠組みを提供し、市場参加者はこれを信頼し、自己の責任で取引を行うという本来の市場のあり方は変わらないはずである。改革後、この性格はより強化されるであろう。証券取引に関しては法律はいわば自主取引ルールの大宗を一国レベルで承認したものであり、行政は市場内部の管理・監視機能を外形化したものでもある。免許制から登録制に移行するに当たり、現代経済社会が証券取引を必要とし、証券取引がルールを必要とし、その監視機能を行政に委託するのだということを市場自らが再確認すべきだと思われる。

注

- 1) 大蔵省証券局監修『証券六法』新日本法規出版株式会社、平成8年版による範囲。
- 2) 『日本経済新聞』98年8月15、19、21、28日付、香港当局による証券市場介入について。
- 3) 証券行政の歴史と性格区分については、日本証券経済研究所『証券市場の将来像研究会報告書』の小林論文参照。
- 4) 日本証券経済研究所『日本証券史資料・戦後編』第10巻（証券史談）内の座談会参照。

- 5) 大蔵省『昭和財政史・昭和27年～48年』資料（5）金融、426頁。
- 6) 同書、428-431頁。
- 7) 同書、433頁。
- 8) 同書、434-435頁。
- 9) 日本証券経済研究所『日本証券史資料・戦後編』第6巻（証券市場の復興と整備）、549-550頁、東京証券取引所理事会「定期取引に関する問題点（大蔵省）に対する回答」。
- 10) 同書、531頁、全国証券取引所協議会「申合せ」。
- 11) 小林和子「証券業者登録制の歴史的評価」『証券研究』Vol. 84。
- 12) 大蔵省『昭和財政史・昭和27年～48年』資料（5）金融、471-472頁。
- 13) 同書、481-482頁。
- 14) 登録制についての前掲小林和子論文。
- 15) 社債浄化運動については竹内半寿『我国公社債制度の沿革』酒井書店。
- 16) 日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場』1998年版による。
- 17) 不祥事の歴史については小林和子「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』Vol. 17, No. 2参照。
- 18) 証券取引法第50条-3参照。
- 19) 取締役の会社に対する責任は民法第415条、商法第266条に定められている。
- 20) 『日本経済新聞』98年9月17日付によれば、投資家がBBB格以下の債券を回避したため98年8月中は発行が激減した。
- 21) 平成4年大令67「証券会社の自己資本規制に関する省令」。
- 22) 日本経済新聞社は1982年以來年間優秀製品・サービスの審査を行っている（審査委員長向坊隆東大名誉教授）。金融・証券商品が当初から選択の対象になっているが、基本的には大衆消費型の製品・サービスを対象にしているので証券市場のイノベーションの重要部分を占めるアイタイ型・高度テクニク型の商品は最初から外れている。

（当所東京研究所主任研究員）