

# 日本版ビッグ・バンと証券市場

—日本版ビッグ・バンと金融システム—

西 條 信 弘

## 要 旨

平成10年12月1日に「金融システム改革法」が施行され、いわゆる日本版ビッグ・バンもいよいよ本格的な実施段階に入った。もともとこのビッグ・バンとは、宇宙創世の際にあった大爆発といわれているが、それが1986年10月にイギリスで実施された証券取引所を中心とした証券制度改革が、従来の慣行を破る大改革であったことから、新しいシティの誕生（新宇宙の誕生）の意味合いに転用されたものである。わが国では長期にわたる金融・証券市場の低迷・不振を受けて、平成8年に当時の橋本首相が打ち出した、ロンドン・ニューヨークと並び立つ国際的金融・資本市場への復権構想をさして日本版ビッグ・バンと呼んでいる。

この日本版ビッグ・バンも、イギリスと同様、市場そのものの機能を如何に育成し、如何に強化するかが目的であり、活発な競争の実現が基本とされている。バブルの崩壊以降、停滞が続く景気の回復策でもないし、あるいはわが国で伝統的な証券業・銀行業等の保護育成策でもない。長引く不況のなかで国際的地位を失いつつあるわが国金融・資本市場の活性化を図り、金融システムの再構築を意図したものである。

しかし、わが国の場合、戦時中、戦後とつづく間接金融重視の金融システムのなかで、いわば金融機関（銀行）主導型ともいべき伝統が形成されてきた。こうしたわが国の特色が、今後のビッグ・バンの運営のなかで、どう扱われていくかは大きな課題の一つであろう。

今回の改革で銀行等の金融機関は、本体での投信の窓販など業務範囲が拡大されることになったが、やはり基本は金融業としての自己規律と健全経営の確保である。

戦後のGHQによる金融・証券改革の時は、証券市場には大改革が加えられる反面、それと対をなすべき銀行改革は、現在と同様、銀行体力の脆弱化もあって中途半端に終わり、結局は在来型の銀行制度に復帰する一方、銀行に対する保護

行政は強化され、護送船団行政とまで呼ばれる特異な姿をとることになった。他方、証券市場は、間接金融のメカニズムのなかに押し込められ、投資者保護と預金者保護の理念が同一化していると指摘されることもしばしばであった。

証券取引システムについても大改革が加えられることになる。手数料の全面自由化、ディーラー業務に関する制約の撤廃、証券業の免許制から登録制への復帰、上場証券の取引の取引所集中義務の撤廃、店頭市場と取引所市場の同格化など、それは戦後の証券改革に匹敵、むしろそれを凌駕する性格のものといつてよい。

なかでも市場集中義務の撤廃は、新しい時代の要請に対応した証券取引システム作りへの模索が始まったことを示す最初で、かつ、象徴的な出来事である。もともとこれは競争の促進、制度の競争（市場間競争）への対応から講じられたものだが、取引所の定義や組織、あるいは取引所市場と店頭市場との関連、それぞれにおける取引仕法のあり方、取引所と証券業協会の関連など、これからのわが国証券取引システムのあり方全般に渡る問題を含んでいることに留意されねばならない。

## 目 次

はじめに

### I. 日本版ビッグ・バンと金融システム

1. 実施段階に入った日本版ビッグ・バン
2. 証券市場の地位は高まるか

### II. 戦後金融システムと証券市場

1. わが国金融システムの変遷

### 2. 戦後金融システムと証券市場

### III. これからの証券取引システム

1. 変容する日本の証券取引システム
2. 急がれる日本版 NMS（ナショナル・マーケット・システム）の構築

むすび

## はじめに

平成8年秋の通常国会で、当時の橋本首相は、2001年を目処に、わが国がロンドン、ニューヨークと並び立つ国際的金融・資本市場への復権構想を打ち出した。いわゆる日本版ビッグ・バン構想である<sup>1)</sup>。

これを受けて金融制度調査会、証券取引審議会、保険審議会では、実施に伴う諸問題の検討を開始した。翌平成9（1997）年6月には、そ

れぞれの最終報告書が提出され、さらに平成10年6月には、証券取引法、証券投資信託法、銀行法など関連する22の金融関係法の改正を含む「金融システム改革法」が国会を通過成立し、同12月1日から施行となった。

この日本版ビッグ・バンも、イギリスのそれと同様、市場そのものの機能を如何に育成し、如何に強化するかが目的であり、活発な競争の実現が基本とされている。バブルの崩壊以降、停滞の続く景気の回復策でもないし、あるいはわが国で伝統的な証券業・銀行業等の保護育成

策でもない。長引く不況の中で国際的地位を失いつつあるわが国金融・資本市場の活性化を図り、金融システムの再構築を意図したものである<sup>2)</sup>。

しかし、わが国の場合、銀行等の金融機関が、現在、相次ぐ経営破綻や不祥事の発生、巨額の不良債権の累積、グローバル化に対応する新金融技法の遅れ、空洞化のおそれなど、さまざまな困難に直面し、金融の安定化を図る一方、根本的な改革が必要とされている。このため日本版ビッグ・バンはロンドンの場合と異なり、証券制度改革だけに止まらず、金融改革の性格も強く帯びることになった。そのことが証券市場のビッグ・バンに影響し、証券市場改革の性格を少なからず不透明にしているように思える<sup>3)</sup>。

そこで以下、日本版ビッグ・バンと証券市場をめぐる幾つかの問題について、わが国金融システムの発展過程との関連や、証券取引システムへの影響を中心にとりあげてみることにする。

## I. 日本版ビッグ・バンと金融システム

### 1. 実施段階に入った日本版ビッグ・バン

表1は、日本版ビッグ・バンの具体的内容を盛り込んだ「金融システム改革法」の概要である。名称こそ「金融システム改革法」とはいえ、それは主として証券市場の改革にウエイトが置かれて、株式委託手数料の自由化、取引所集中義務の撤廃、証券会社の免許制から登録制への移行など、これまでの証券市場運営の根幹

を大きく変革する改革が盛り込まれ、一見すると「証券取引システム改革法」と見紛うほどである。

確かに証券市場は市場そのものだから、ビッグ・バンによる改革が証券市場にウエイトが置かれるのは当然のこととしても、証券市場に対しては、これまでの証券取引システムのあり方を大きく破る大改革が予定されている反面、金融システムの根幹である銀行等の金融機関に対しては、投信の窓販導入、証券子会社の業務制限の撤廃など業務範囲の拡大、他業への進出など競争力の強化策が導入される一方、現在、多くの経営不振銀行を抱えた銀行制度の基本には何も触れていない。さらに公的資金によるバック・アップ措置や早期健全化措置等については新しく法律が制定され、この「金融システム改革法」とは別扱いになっている<sup>4)</sup>。いいかえれば改革と安定という全くトレード・オフ（二律背反）の関係にある問題が、別途の法律で、同時に実行されることになるわけである。

周知のように、わが国の金融システムは戦時中、戦後と銀行を中核として構成され、証券市場はその補助的な役割しか与えられてこなかった。資金配分は自由な市場メカニズムではなく、精緻な金融制度を通じて行われていた。そうした従来の、いわば金融機関主導型ともいべきわが国の伝統が、今後のビッグ・バンの運営で、どう扱われていくのか大きな課題の一つであろう<sup>5)</sup>。

銀行を中核とするわが国金融システムは、かつては戦後経済発展を支えた「輝く中天の星」ともいべき存在であった。戦後、銀行は1行も倒産せず、いわゆる「銀行不倒神話」が形成される一方、80年代の東京金融・資本市場はロンドン、ニューヨークと並ぶ世界の三極市場の

表1 「金融システム改革法」の主な項目

<p>1. 資産運用手段の充実                  投資家の多様化するニーズに応え、より有利な資産運用を可能とするため、投資信託の整備、有価証券デリバティブの導入等、資産運用手段を充実させる。</p>	<p>(1)新しい投資信託商品（いわゆる会社型投信や私募投信）の導入                  (2)銀行等による投資信託の窓口販売の導入                  (3)銀行等デリバティブの全面解禁（有価証券店頭デリバティブの導入）                  (4)有価証券定義の拡充</p>
<p>2. 活力ある仲介活動を通じた魅力あるサービスの提供                  市場利用者が、金融機関等において、さまざまな質の高いサービスを受けられるようにするため、証券会社等の提供するサービスの自由化、価格の自由化、参入の促進を始めとする改革を進める。</p>	<p>(1)サービス提供の自由化（証券会社の専業業務の撤廃、業務の多角化）、（資産運用業の業務の多角化）                  (2)価格の自由化                  ①株式売買委託手数料の完全自由化                  ②火災保険、自動車保険等について、算定会の保険料率の使用義務を廃止                  (3)参入の促進                  ①証券会社の免許制から原則登録制への移行                  ②銀行・証券・保険間の相互参入の促進（川下持株会社や子会社方式）</p>
<p>3. 多様な市場と資金調達チャンネルの整備                  投資家や資金調達者が、従来の取引所市場のみならず、多様な市場と資金調達チャンネルを利用できるよう、各種の市場を整備する。また、わが国市場の空洞化を防止するため、市場の効率性と魅力を高めるべく改革を進める。</p>	<p>(1)取引所市場のあり方の見直し（集中義務の撤廃等）                  (2)店頭登録市場の補完的位置づけの見直し（取引所と同等）                  (3)私設取引システム（電子的取引システム＝PTS）の導入</p>
<p>4. 利用者が安心して取引を行うための枠組みの構築                  自己責任を原則としつつ、公正で信頼される市場とするため、ディスクロージャーの充実や公正取引ルールの整備を進める。また、透明なルールの枠組みの下で、仲介者の健全性を確保するとともに、破綻の際も投資家・保険契約者保護が図られるよう、枠組みを整備する。</p>	<p>(1)ディスクロージャーの充実と公正な取引の枠組み確保                  ①ディスクロージャー制度の整備・拡充（連結ベースのディスクロージャー等）                  ②インサイダー取引規制等の公正取引ルールの整備（不正利得の没収等）                  (2)仲介者についての健全性・公正性の確保と破綻の際の利用者保護の充実                  ①証券会社等の行為規制の拡充                  ②証券会社の自己資本規制比率の見直し                  ③金融機関等のディスクロージャー制度の拡充                  ④銀行・保険による株式保有等の子会社規定の整備                  ⑤証券の「投資者保護基金」及「保険契約者保護機構」の創設</p>

注1) 金融システム改革法（「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」）は、証券取引法、証券投資信託法、銀行法、保険業法、信託業法など22の法律の改正等（この他に租税関係の法律改正が含まれる）を束ねて一括化したものである。

〔出所〕大蔵省資料による。

一つと呼ばれるまでに拡大し、多数の国内金融機関が全世界に営業網を張りめぐらし、活発な営業活動を行ってきた。

ところが僅かここ数年の間に評価は一変した。80年代には世界10大銀行の殆どをわが国銀

行が占め、豊富なジャパン・マネーの動きが世界の話題となっていた。また、東京証券取引所の上場株式時価総額が、一時期とはいえ、ニューヨーク証券取引所を抜き、世界第一位となったこともある。それが今では、巨額の不良

再建の累積、経営破綻金融機関の増大、国家管理銀行の出現、大手銀行への公的資金の導入、海外業務からの相次ぐ撤退、大手金融機関間の提携の盛行、外資の進出と提携の活発化、株価の低迷と出来高の不振、グローバル化に対応する新金融技法導入の遅れなど、わが国金融をめぐる多くの問題や欠陥の指摘が、新聞雑誌やTVなどのマスコミを賑わすに至っている。その繁栄がつい一昔ほど前の事であっただけに、その後の日本の凋落ぶりは極めて目立つ。まさに「落ちた偶像」になってしまったわけである。

## 2. 証券市場の地位は高まるか

わが国金融システムの発展と挫折の背景には、しばしば指摘されるように、いわゆる護送船団行政とまで呼ばれる強力な行政の存在と、それに安住して、自己規律を脆弱化させ、時代の要請と国家による保護を自己の本来の力と錯覚した銀行等の金融機関経営があることは疑いない事実である<sup>6)</sup>。

戦後のわが国経済には、銀行が多くのリスクを担う形で運営されてきた一面がある。確かにこうした方策は、戦後の一時期にこそ経済の再建、復興、発展を支える重要な柱として大きな効果があった。しかし、それは強力な保護行政を前提としたものであったし、また、それが長く続き、余りにも慣れすぎてしまった結果の姿が、今日の「落ちた偶像」化である。戦後50年を経て、これまで積み重ねられてきた多くの成功体験が硬直化し、関係者間に何か身動きのとれない構造が生まれてしまったようである。いいかえれば、そうしたいわば一種の惰性化したわが国金融を活性化するために、ビッグ・バンでは競争の促進と活発化が基本とされ、その

一環として投信の窓販の導入など、業務範囲の拡大が図られることになったのである<sup>7)</sup>。

しかし、絶対に倒産しなかったはずの大手銀行が数行破綻し、大手銀行の殆どが7兆円あまりもの巨額の公的資金の注入を受ける一方、人員・店舗の整理、国際業務等の不採算業務からの撤退などのリストラを、今後、積極的に進めねばならない。こうした現状にありながら、むしろ業務を拡大するチャンスを与えられていることには、何か矛盾した印象を受けるが、これも、一つは現代が世界的な金融変革の時代にあることに加えて、先述したわが国における金融機関（銀行）主導型金融システムの伝統からくるものであろう。

戦後今日に至るまで、わが国銀行は一貫して業務範囲の拡大を要望してきた。その典型的な主張が、あらゆる金融関係業務を銀行が手掛けるという、いわゆる銀行デパート論であったことは、多くの人にとって、まだ記憶に新しいことであろう。

戦後長く証取法65条問題として話題を呼んだ銀行の証券業務への参入問題も、平成4年の金融制度改革法で一応の決着（銀行、証券、信託の業態別子会社方式による相互参入）が果たしたが、その時の重要な判断要素は、実は当時、世界的潮流といわれた「証券化」への緊急な対応の必要であった。

ところが法定後多くの銀行系証券子会社が設立されたものの、いずれも中核の業務は伝統的な株式、債券業務に置かれ、もっとも重要とされていた「資産の証券化」への対応は、銀行本体も含め今日に至っても、あまり進んでいない。こうした主張と現実の銀行の対応のギャップは、法改正や制度改革の目的を狂わせ、その意義を大きく減殺してしまったといっても決して

て差し支えはあるまい。

今回のビッグ・バンは、金融ビッグ・バンともいわれ、その柱の一つとして銀行等金融機関の業態の垣根の低下や撤廃といったことが、政策当局の方針として、しばしば報道される。また、長く懸案だった金融持株会社の設立も可能となった。これが現実には作動していけば、さらに広範囲の業務への参入も可能になってくる。

確かに現在は金融は大変革期にある。新金融商品・サービスの開発などの活発な金融革新の展開、大銀行や金融機関間の国境、あるいは業態を超えた提携や合併、吸収の動きなど、従来の金融とか銀行といった観念では律しきれない事態も多く生じている。こうしたなかでは、わが国でも銀行の業務範囲を拡大（あるいは業務分野規制を緩和）し、環境変化に対応していくことは、当然、重要な改革の一つである。

しかし、銀行経営の基本が、金融業としての自己規律の確立と健全経営の確保にあることは、今後も変わりはあるまい。いいかえればこれまでの拡大一辺倒の営業への反省と銀行業務の原点への復帰が中核にあって、はじめて今後の環境に適応した金融サービス業としての責務を全うすることができることになる。それを抜きにした新規業務への参入は、単なる過去の銀行百貨店論の蒸し返しに過ぎなくなってしまう<sup>8), 9)</sup>。

先にビッグ・バンとは競争の活発化を通じて市場機能の育成・強化を図ることであると述べたが、後述するように、戦後 GHQ による改革の時は、証券市場には大改革が加えられた反面、それと対をなすべき銀行改革は、現在と同様、銀行体力の脆弱化もあって中途半端に終わり、結局は在来型の銀行制度に回帰する一方、銀行に対する監督行政は強化され、護送船団行

政とまで呼ばれる特異な姿をとることになった<sup>10)</sup>。

日本版ビッグ・バンは、わが国の証券市場が戦後漸くにして証券市場としての本来の機能を果たし、証券業が21世紀のわが国戦略産業の一つとして活動する基盤を醸成する可能性を十分に持つ改革である。しかしわが国では現在、銀行等の金融機関が、さまざまな困難に直面し、根本的な改革が必要とされている。このため先述したように、日本版ビッグ・バンは他方では金融システムの安定化や救済策が並行して進められるという、複雑な性格のものとなっている。改革と安定という、いわば相矛盾する政策が、同時並行的に実施されることになる。

こうしたことから金融システムの改革が専ら証券市場面にのみ傾斜し、銀行等の金融機関に対しては、金融システムの安定化の名の下に改革が進まない場合も考えられよう。

証券取引審議会の総合部会が平成8年11月に公表した「論点整理」によると、今後の証券制度改革や規制緩和を進めるに当たって、①証券市場を資金仲介の主役に、②「東京市場」の復権を、③21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、を「改革の五つの目標」として整理している。しかし、わが国では戦時中の経験からか、金融といえば銀行を中心として考える風潮が極めて強いだけに、市場重視の経済運営が、今後、現実はどう進められていくのか、そうしたなかで証券市場の機能や役割がどう組み込まれることになるのか、気にかかる問題である。

わが国の金融システムは、今、まさに正念場を迎えている。それだけに、戦後金融・証券改革のように、証券では大改革が急テンポで進む

一方、銀行システムは在来の形に逆戻りし、銀行を中心とした強力な保護行政のもとに金融システムの全般が動かされていくような事態は現出して欲しくないものである。

## II. 戦後金融システムと証券市場

### 1. 戦前・戦後の日本経済と金融システム

日本経済の戦前と戦後を対比してみた場合、まずみられる顕著な相違点の一つに、戦前は「自由な経済活動」の上に経済の発展・成長が行われていたのに対し、戦後はそれが後退し、国家による色濃い「統制ないし計画的な経済運営」の上に経済活動が進行したことがあげられよう。

日本は既に江戸時代にかんがりの資本を蓄積し、また、高度に資本主義的な取引技法にも相当に習熟していたようである。例えば堂島で

の、いわゆる帳合米取引による米取引技法（これは後に戦前期の証券取引システムの中核となる定期（清算）取引制度の原型である）もその一つだし、明治の始め、英人シャンドによつて行われた銀行簿記等の講義でも英文の原典にあるテクニカル・タームの殆どについて、それに対応する日本語があったといわれる。それが明治開国による欧米資本主義の日本への流入を促進し、その定着化を助ける基盤となったのであろう。

もちろんそれには多くの紆余曲折があり、時間を必要とはしたものの、わが国経済は明治、大正、昭和にかけて次第に広がりを見せていった。それが戦時中に統制化へと向かい、戦後は再び自由経済へと復帰したものの、戦時中の経験と明治以来の先進国化への夢は、今日のいわゆる日本型資本主義といわれる独特の経済システムや企業システム、金融システムを作り上げることになった。

表2は、戦前期の金融システムの骨格をまと

表2 戦前期の金融システム

- |  |
|--|
| <p>①銀行制度は、いわゆる分業主義銀行制度で、普通銀行、貯蓄銀行、特殊銀行の3つで構成、明治30年代の初頭に一応の確立をみた。大正期に入り、対象外金融機関の発達から、各種金融業法の整備が分業主義を基本に行われることになる</p> <p>②証券市場は投機取引を取引所に集中させ、規制するとともに、取引所市場外市場や発行市場は誰でも参入可能、明治20年代後半に一応の確立</p> <p>こうした制度的枠組みに加えて</p> <p>③金利は自由に変動（大正期から預金金利に自主規制が始まる）</p> <p>④貿易は自由、為替規制等の国際資本移動に対する規制はなし</p> <p>⑤銀行や取引所仲買人への参入・退出は容易</p> <p>⑥企業金融は、株式・社債の証券形態が中心だが、普通銀行が長期貸付にも傾斜</p> <p>⑦なお、株式会社制度は、明治10年代後半から本格的発展（最初の株式会社は、明治6年の第一国立銀行）</p> |
|--|

〔備考〕

- (1)オーソドックスな資本主義の下での金融・資本市場
- (2)明治中期頃から財閥銀行等を中心に銀行が社債の元引受業務に進出。やがて大正・昭和初期には銀行・証券・信託の3者が活発に参入することになった。
- (3)昭和2年銀行法の制定は、大正期から始まった専業・分業主義による金融関係諸法整備の完結点。公社債売買業務を銀行業務から分離

〔出所〕拙稿「わが国における間接金融システムの形成過程」（『証券経済研究』第8号、日本証券経済研究所、1997.7）より作成。

めたものだが、いいかえれば、わが国の経済は、明治・大正・昭和初期を通じ、オーソドックスな資本主義経済によって運営されていたといつてよかろう。しばしば恐慌に襲われはしたものの、資本の移動も貿易も全く自由だったし、金利も自由に決定され変動した。銀行や証券業者（仲買人や現物商）の参入や退出も自由で、かつ、頻繁に行われた。銀行の産業等に対する影響力も大きなものではなかったし、産業も自立していた。こうしたなかで年3～4%もの成長を達成していたのである。これは当時の世界経済のなかでは極めて高度成長といわれている。

昭和に入り、やがて戦時経済期を迎え、わが

国の金融システムは大きく変容をはじめることになる。

高度国防国家の建設、軽工業から重化学工業への産業構造の転換、零細貯蓄の動員機構の整備とその生産力拡充資金への連結など、わが国経済は急速に変形して、生産も消費も金融も全て国家統制の網の目の中に次第に組み込まれることになった。こうしたいわゆる総力戦体制が範としたのはナチス・ドイツの戦時計画経済であり、ソ連の社会主義的計画経済であったといわれるが、それは資源・資金の軍需産業への優先的配分のための組織であり、金融システムもそれへの順応を迫られることになったのである。

表3 戦時中の金融システム

- |   |
|---|
| <p>①銀行制度は、分業主義が大きく崩れ、普通銀行は貯蓄銀行業務、信託業務を兼営できることになり（その逆はできない）、多くの貯蓄銀行や信託会社が普通銀行に吸収あるいは合併されることになる</p> <p>②証券市場では昭和13年3月、有価証券引受業法（発行市場）、有価証券業取締法（取引所市場外業者の規制）が制定され、整備が進んでいたが、やがて証券取引所の組織や取引システムにも戦時経済の波が及び、公正価格の形成、価格の安定、流通の円滑化を図るため、昭和18年3月、日本証券取引所法が制定された。同法の制定により、取引所の組織はいわゆる営団組織に改められ、また、実物取引を中心に、価格形成に必要な程度の投機取引を導入するとともに、株価安定のため取引所に株式売買機能をもたせた。</p> <p>③発行市場は、臨時資金調整法の制定により株式・債券とも強力な統制下におかれ、金利は次第に硬直化し、間接金融方式によって、生産力拡充資金の供給が図られることになる</p> <p>④また、銀行で1県1行主義が推進されるだけでなく、無尽会社や信用組合でも整理統合が推進され、証券市場でも取引所取引員のはほぼ半分、取引員以外の有価証券業者は約8割が整理されることになる</p> <p>⑤第一次大戦中に金輸出が禁止され、昭和初期に一時解禁されるが、僅かな期間で再禁止となり、その後漸次、輸出入の統制、為替規制等が導入されることになる</p> <p>⑥配当や株主権限の制限により、株主は次第に脆弱化する反面、内部昇進者が経営の実権を握ることになり、いわゆる「資本の所有と経営の分離」が進展をはじめることになる</p> |
|---|

〔備考〕

- (1)すべての資金を生産力拡充資金として軍需産業へ集中の方針がとられる。中心となったのは大蔵省、日銀、興銀であり、従来の直接金融中心のシステムから間接金融システムの強化が漸次図られていった
- (2)昭和2年に社債浄化運動として社債の有担保化運動が展開されたが、実際に定着化したのは、戦時統制経済に入ってから。しかし証券は漸次社債の元引受業務から撤退をよぎなくされ、下引受に限定されていくことになる。また、直接、間接のさまざまな金融統制により、証券市場は発行・流通両市場とも次第に沈滞化する
- (3)戦前期の金融（銀行・証券）は、とかく混乱とか未発達といった眼で眺められてきたところがあり、それが戦後における統制的な金融規制の根拠になっているようである。証券については今日でも、投機的、未発達という眼でながめられがちだが、戦前、銀行のエポック・メーカーになったのは昭和2年の銀行法制定である。それも弱小銀行の整理、銀行体質の強化が目的であった。しかし戦後長い間、1件も銀行倒産がなかったのは、その後の1県1行主義による銀行合同の進捗と、戦時中から戦後にかけて一般化した護送船団行政によるところが大きい。銀行法による銀行整理で、普通銀行数は、昭3.1.1現在の1283行から、昭7年末には538行に減少し、さらに昭和11年以降の1県1行主義により、昭20年末には61行（都銀8行、地銀53行）に減少した。僅か20年弱の間に、何と95%あまりもの銀行が整理されてしまったことになる。

〔出所〕表2と同じ。

昭和12（1937）年の日華事変勃発を契機に、同年9月、金融面では臨時資金調整法、貿易面では輸出入品等臨時措置法が制定され、さらに翌13年3月には国家総動員法が、同17年5月には金融事業整備令（大蔵大臣は合併を命令する）、18年10月には軍需会社法などさまざまな戦時法規が相次いで立法化され、金融統制は次第に厳しくなっていく（表3）。また、1県1行主義による銀行合同の急速な進行、全国金融統制会による資金統制の強化、興銀や大都市銀行への資金集中が図られる一方、配当制限など株主の権限の縮小やいわゆる新体制運動による利潤動機の否定論なども加わって、間接金融の優位が次第に形成されていく反面、証券市場の発展は抑制されることになった<sup>11）、12）</sup>。

戦争により国富の25%を失ったわが国は、戦後、国民生活の安定、向上のための経済の復興、再建が強く要請されることになった。いわゆる傾斜生産方式から始まり、ドッジ・ライン、朝鮮戦争の特需を経て1956年（昭31）年の経済白書では「もはや戦後ではない」と言いきれるまでになった。しかし経済・産業・金融等に対する政策は、自由経済を建前とはするものの、その基本には戦時中に培われた金融統制関係諸法や資金動員・配分の運営など、統制経済の経験や手法を色濃く残すものであった。いいかえれば戦時中の軍需産業に代わって、経済の再建・復興（その後は重化学工業化、国際競争力強化等）が資金・資源の配分の最優先目標となった。そうしたなかで戦時中の間接金融システムがさらに強化され、継続することになった。

経済の発展に伴い、やがて経済・産業政策の大枠は次第に自由化されることになる。しかし金融システムについては、依然として戦時中の

経験を残したシステムが続いていった。80年代には、東京市場は、ロンドン、ニューヨークと並ぶ世界の三極市場の一つとして注目を集め、1984（昭59）年には、日米円・ドル委員会を契機として金融自由化・国際化への取り組み、門戸の開放を要請されることになった。

最近では、バブルの発生と崩壊による混乱を経て、いわゆる日本版ビッグ・バン構想が生まれ、それが銀行等金融機関における巨大な不良債権の累積、経営の不振・破綻の増大など金融混乱の発生とも関連して、わが国金融システムの大規模な再編が進行中である。

このように戦前、戦時中、戦後では、日本経済の性格や運営のあり方も大きく変わっている。これらはそれぞれ当時の金融・証券市場の制度や運営に大きく影響し、金融システム自体の特色を形作っていったのである。

## 2. 戦後金融システムと証券市場

戦後金融に関するGHQの方針は、

- ①銀行を集中排除の対象とし、大銀行は分割する
  - ②金融システムの中核に証券市場を置くとともに、銀行・証券分離を明文化し、長期金融機関は廃止する
  - ③銀行法の全面改正と大蔵省から独立したポリシー・ボードを設置する
  - ④米国法を大幅に取り入れた証券取引法の制定ならびに公的規制（証券取引委員会・大蔵省）と自主規制（法律に基づく業者団体）による証券規制・監督方式を導入する
- を骨格とするもので、いわば米国型の金融システムを導入するものであった（表4）。

こうしたGHQの改革により、証券市場面については証券取引法が制定され、また、会員組

表4 GHQによる金融・証券改革方針

- ①銀行を集中排除政策の対象とし、大銀行は分割する
- ②金融システムの中核に証券市場を置くとともに、銀行・証券分離を明文化し、長期金融機関は廃止する
- ③銀行法の全面改正と大蔵省から独立したポリシー・ボードを設置する
- ④米国法を大幅に取り入れた証券取引法の制定と公的規制（証取委・大蔵省）・自主規制（証券取引所・証券業協会）の併用による証券規制・監督機構を導入する

〔備考〕

(1)①は、実施されずに終わる。ただし財閥銀行には、三菱銀行=千代田銀行、住友銀行=大阪銀行など、商号の変更が行われることになった。

〔出所〕表2に同じ。

織取引所の導入や定期（清算）取引を廃止（実物取引一本化）するなど戦前や戦時中のそれとは大きく変容することになった。しかし金融制度面について実現したものは、日銀政策委員会の設置や銀行・証券分離など僅かなものに限られ、結局はGHQが想定したような米国型の金融システムへの転換は実現をみなかった<sup>13)</sup>。

もちろん戦時経済下に制定された統制関係諸法は廃止されたが、やがて行政面を通じて銀行の経営にもきめ細かに介入し、いわゆる護送船団行政をはじめ、金利、配当、店舗設置等の規制を通じて競争制限的なシステムが作り上げられることになる。そうしたなかで長期信用銀行法の制定、信託主業化など戦前型の専業・分業体系での銀行制度が復活し、また、メイン・バンク制の発展とも相まって、戦時中に形成された管理統制色の濃い独特な間接金融システムが、戦後はむしろ強化され、引き継がれていくことになった<sup>14)</sup>。

戦後、戦時補償の打ち切り等で銀行の体力は著しく脆弱化した。そうしたなかで経済の復興、再建を図るためには、競争制限的規制を強化し、いわば緊急避難的に銀行保護策を推進することによって金融システムの安定性を維持確保しようとするのは、政策当局として極めて当然の発想だったのかもしれない。しかし、このことは戦後のGHQによる金融・証券改革を中

途半端なものとし、戦後の銀行行政を、いわゆる護送船団行政、過保護行政といった性格のものにする結果になってしまった。戦後の混乱期に講じられた緊急避難的措置が、いわば信条化し、今日まで続いてしまったところに、最近の破綻金融機関の増大、国際競争力の鈍化といった問題の原点があるようである<sup>15) 16)</sup>。

表5は、戦前・戦後の証券取引システムを対比してみたものである。簡単なものだが、一見してその変革の大きかったことが窺えよう。占領下という特殊な事情があったにせよ、行動の場が法律的にも慣習的にも全く一新されてしまった業界は、おそらく証券界を除いて他にはあるまい。

ところが先述のように、これと対になって行われるべき金融改革は、僅かな範囲に止まり、やがて銀行制度は戦前型のものに復帰する一方、戦時中に発達した間接金融システムが重視されることになった。いいかえれば戦後の金融システムでは、一方では、従来の日本型金融システムの再構築が推進され、他方ではアメリカ型証券取引システムの定着化が進められたわけである。戦後のわが国証券市場が乗り越えねばならなかったさまざまな困難の出発点は、まさにここにあったといつてよい。

しかも、戦後の金融・証券市場は、高度経済成長に対応する企業の膨大な資金を賄わねばな

表5 戦前・戦後の証券取引システム

戦前	戦後
(a) 取引所は証券取引所、商品取引所とも同一の法律で規制	(a) 取引所取引は実物取引とする
(b) 取引所取引は清算取引制度を中心とし（期間の長さが問題の一つであった）、実物取引は補完的に扱う	(b) 清算取引は認めず、ただ市場の円滑性を確保するための手段としては信用取引制度を導入する
(c) 清算取引制度は取引所においてのみ認める（市場類似施設の禁止）	(c) 大蔵省（証券取引委員会）による規制を頂点として、取引所市場は取引所の、店頭市場は証券業協会の自主規制で補完する
(d) 取引所の組織は会員・株式の双方を認めるが、証券取引所は株式会社組織が長く続き、戦時中営団組織に改組	(d) 銀行業務と証券業務は分離し、銀行による証券業務は認めない
(e) 取引所及びその仲買人は免許制	(e) 取引所上場証券については、当該取引所に取引を集中し、時間優先、顧客優先の原則の上に取引を執行する
(f) 取引所市場外の証券取引については取引所法はノンタッチ。従って発行市場も店頭市場もいわば共同の草刈場であった	(f) スペシャリストのような取引所内ディーラー（マーケットメーカー）は日本に存在しなかったこともあり、才取人を場内に入れたが、それは取引の付け合わせだけを行うものとし、全て会員はブローカーとして行動することを原則とした
(g) 発行市場に関しては銀行と信託会社が社債の元引受に参入していたが、流通市場については不活発、株式については発行・流通ともに参入せず	(g) 狭隘な証券金融を円滑化するため、証券金融会社を設立
(h) 証券引受会社や取引所外証券業者に関する立法は遅れ、戦時経済に入ってから	(h) 証券取引所は会員組織とし、登録制（後に免許制）とする。はじめて証券業者（後に証券会社）の名称となり、登録制（後に免許制）となる
(i) 戦前の証券取引システムは明治26年法で概ね完成、以後は実物取引化と会員組織化が課題（換言すれば証券投機の取引所封じ込め政策）	(i) 証券の発行・流通市場の両面にディスクロージャー制度を導入し、公認会計士制度を設ける
(j) 企業金融は株式・社債が中心	(j) 戦時中に形成された間接金融重視の金融システムが継承され、企業金融は借入金が中心

〔出所〕拙稿「戦前・戦後の証券取引システム」『証券研究』第114号、日本証券経済研究所（1996.2）

らなかった。このため証券市場の機能についても、最も重視されたのは資金調達機能であり（いいかえれば、証券会社に要求されることは、第一に証券の販売能力であり、運用能力ではなかったことになる）、量の大小によって間接金融との効率性が常に比較されることになった。いいかえれば、資金調達者にとってコストも低く、資金の調達がし易いことが、効率性の高い証券市場として求められたのである。流動性の提供、資金の配分、リスクの配分といった諸機能については、殆ど考慮が払われなかったといってよい。よく投資者保護と預金者保護の理念が同一視されているといわれてきたのも、こうしたことが一因となっているようである。

むしろ証券市場にとって本質的なリスクの存在やリスク・テッキングといったことは、先物市場が存在する今日でこそ、当然のこととして受け入れられているものの、つい最近までは証券市場が未発達であり、投機的であることの証左として考えられてきた向きすらある。こうしたなかでは資産運用という概念自体も、当然に発達が抑制されることになる<sup>17)</sup>。

戦後の金融システムを一言でいえば、①競争制限を基本とした、②市場隔離型（直接金融制限型）のシステムといってよかろう。これは戦時中の統制経済に端を発し、その手法が戦後資金配分・信用割当政策がとられるなかで、次第に成熟していったものと考えてよい。

しかも戦後の間接金融は、金利の直接的規制や配当・店舗規制など銀行経営への介入を深めたもので、戦時中の間接金融システムよりさらに管理統制色を強めたものであった。

なかでも長期金利の低位固定化政策は、しばしば日本経済の戦後成長を実現した有力な政策手段として評価されるが、反面、少なくとも公社債市場の発展を遅らせ、わが国証券市場をイビツなものにしたことは否めない。間接金融重

視の金融システムの中で、証券市場のキャパシティを大きく超える資金供給が行われる一方、証券市場は、本来、車の両輪である公社債市場を欠いたまま、株式市場だけでそれに対応せざるを得なかったのである。さらに事業債の発行には、銀行融資とのバランスから長く起債調整が行われ、発行条件の多様化も進まなかった。戦前のケースからみればそこまで人為的規制を加え、ガンジガラメにする政策をとらなくと

表 6 戦後の金融システム

- ①銀行の集中排除法適用・分割は実施されず、また、ポリシー・ボードに代えて日銀政策委員会が設けられることになった。銀行・証券分離は証取法第65条の制定となったが、それと対になるべき新銀行法の制定は実現をみなかった
- ②朝鮮戦争の勃発、講和条約の締結前後から、再び長短分離を基本とした專業・分業主義が漸次復活することになる。昭和27年に「長期信用銀行法」が、同29年には「外国為替銀行法」が制定される一方、信託銀行に対しては同29年以降、いわゆる信託主業化の行政方針がとられるなど、昭和20年代末に現行の金融システムの大枠が固まることになる
- ③一方、証券市場では米国の証券諸法を範とした「証券取引法」が昭和23年に制定され、また、翌24年5月には「証券取引所」が会員組織で再開をみることになった。証券取引システムでは、実物取引に一本化したのが、清算取引に比して多くの資金が必要とされた反面、証券金融の円滑を欠くことになった（証券金融会社の設立で対応）
- ④企業の再建整備、高度経済成長に対応する資金需要の拡大から活発な増資が行われ、株式市場は常に過剰株式気味で株価の圧迫要因となった。その対応策として証券投資信託、運用預り、推奨販売方式、株式の株主割当額面発行方式から公募時価発行方式への移行などである。昭和40年の証取法改正で、証券業に対する規制監督方式が従来の登録制に替えて、免許制が導入されることになった（同43年実施）
- ⑤コーポレート・ガバナンスが戦後大きく崩れ、メインバンク制による銀行のモニタリングが中心となり、加えて長期金利の低位固定化政策が長く実施され、公社債市場の発達が遅れたこともあって、企業金融における証券の地位が戦前に比し著しく低下した
- ⑥昭和24年に1ドル360円の円レートが設定され、その後変動相場制が採用されるまでの20年間改定をみず、このレートが維持された。一方、為替規制は長く続き、完全に解除されたのは平成10年4月から
- ⑦加えて財閥解体、農地改革、財産税の賦課、インフレの進行、所得の平準化傾向等により、貯蓄構造、投資構造が戦前とは大きく変わるようになった

〔備考〕

- (1)証券の場合は、戦後改革が継続されたが、本来ならそれと対になって行われるべき銀行法制定等の金融制度改革は中途半端に終わり、やがて銀行制度には伝統的な專業・分業主義体系が復活することになる
- (2)戦時中に端を発した間接金融重視の金融政策が、より管理統制的性格を強めて実施され（市場隔離型の金融システム）、証券市場の発達は大きく阻害される
- (3)そうしたなかで銀行・証券間の垣根論争が活発化に行われたが、昭和56年の新銀行法制定時には、両業界から活発な意見が展開され、また、その処理策（いわゆる三原則）をめぐって大蔵省銀行局と銀行とが対立するなど、もっとも激烈であった。
- (4)平成4年の金融制度改革法制定で、業態別子会社方式による銀行・証券・信託の相互乗入れの実現、長短分離の修正など、わが国金融制度は漸次総合化の方向へ向かうことになった
- (5)いわゆる日本版ビッグ・バンを具体化した平成10年の金融システム改革法により、株式売買委託手数料の自由化、取引所集中義務の撤廃、証券会社の登録制への復帰、業務の多角化、会社型投信の導入、銀行等金融機関の投信窓販の採用など、従来のシステムを大きく破る改革が行われた。これにより、日本の金融システムにおける証券市場の役割は大きく前進することが期待されている

〔出所〕表2に同じ

も、戦後日本の経済はかなり着実な成長を達成できたように思える。

しかし日本経済が「もはや戦後では」なくなった昭和30年代、遅くとも高度成長を一応達成し、資本輸出国への転換が始まった昭和40年代には、こうした銀行保護行政を前提とした金融システムの維持政策は、市場重視へと転換の機会があったように思われる。昭和40年代の初頭に合併・転換法が制定され、また、いわゆる金融効率化行政が課題となったのも、まさにこうした発想からといってよい。しかし、それは右上がり経済への過剰な思い入れの中で姿を消し、逆に「銀行不倒神話」の強化、行政権の肥大化がもたらされることになってしまった。

このようにみえてくると、戦後におけるわが国証券市場の大きな課題は、新しい証券取引システムに習熟するという基本的課題をかかえながら、他方では、わが国独特の管理・統制色の強い間接金融重視の金融システムという枠組みのなかで、自由市場で、かつ、自己責任、自主的行動の世界という、本来、それとは相反する性格をもつ証券市場（直接金融）を、どう調和させ、発展させるかにあったとあって差し支えないようである。

当然のことながら、こうした体制のなかでは証券市場や証券会社の発展は大きく制約されざるを得ないし、営業の展開も独特の方式で進められることになる。例えば、わが国の投信がこれまで親証券会社と密着して発展するといった独特の仕振りをもつことになったのも、こうしたことが一因となっている。その行き過ぎが証券恐慌となり、あるいは証券不祥事の多くをもたらす起因になったわけだが、押し並べて言えば、戦後のわが国証券市場は、さまざまな問題があったにせよ、わが国独特の間接金融システ

ムという管理的で計画性の強い枠組みのなかで、自由市場としての可能性を限界まで追求してきた姿といてよいのかもしれない。いいかえればそうした困難のなかで、よくぞ世界の三極市場の一つとして評価されるまでに成長したものだというのが、多くの戦前や戦後間もない頃の市場を知る人達の実感でもあろう<sup>18)</sup>。

表6は、戦後金融システムの概要を述べたものである。この表によれば戦後、銀行を中心とした資金動員、配分機構は精緻化される一方、証券市場は従来の伝統を破る大改革が行われた他、環境の激変も加わり、とくに企業金融に占める地位は著しく低下したことが示されている。

### Ⅲ. これからの証券取引システム

#### 1. 変容する日本の証券取引システム

ところで日本版ビッグ・バンによって、わが国の証券取引システムは、今後大きく変容することが予想される。

よく知られているようにわが国の証券市場は、昭和43（1968）年の免許制移行以後、①証券会社はブローカー業務を中心として、ディーラー業務はその補完的役割に止める、②上場株式の取引は取引所市場に集中させ、公正な価格形成、市場運営の円滑化を図る、③株式の売買委託手数料は固定制とし、取引所が定める、の3本柱を基本として行政も業者の経営も発展してきた。

これは証券恐慌の経験に基づいてとられることになった方策だが、この方式の効果は極めて大きく、今日のわが国証券市場の成長、発展は免許制の導入と併せて、こうした3本柱による

ところが大きいといわれてきた。

しかし今回のビッグ・バンではこの3本柱のすべてが取り払われることになる。手数料については全面自由化が予定されているし、ディーラー業務に対する制約も撤廃されることになる。さらに取引所集中義務も廃止されることになる一方、証券業の監督・規制方式も免許制から登録制に切り換わることになる。また、従来、補完的立場に置かれていた店頭市場を取引所市場と同格のものに位置づけられることになった。こうしたことを併せ考えれば、ビッグ・バンによる証券市場改革が如何に大きなものか理解できよう。それは戦後の証券改革に匹敵、むしろそれを凌駕する性格のものなのかもしれない<sup>19)</sup>。

なかでも手数料自由化は単に証券業の経営だけでなく、市場の仕組みやあり方にも多大の影響を及ぼすものである。他方、日興証券と米国のシティ・バンクグループとの提携やドイッチェ・バンク（ドイツ）によるバンカーズ・トラスト（アメリカ）の吸収問題など、グローバルな世界を視野においた金融・証券の再編活動は、今後、ますます盛んにはなっても沈滞することはまずあるまい。わが国にせよ、現在の株価の不振や金融混乱が続くかぎり、証券会社の地図は、21世紀には大きく塗り替えられそうである<sup>20)</sup>。

これはわが国での特性かもしれないが、銀行と同様、わが国の証券業の専門化・特化は、これまで殆ど進んでこなかった。取引所内専門業者としてブローカー業務のみを営むものか、債券の専門ブローカーである日本相互証券などごく僅かなものに限られ、押し並べて株式を中心とするリテール型の証券業務を営むものが殆どである。もっとも一部の大規模証券会社はホー

ルセール型の証券業務を営んでいるが、それらはごく少数に過ぎないし、重心はやはりリテール型の証券業務に置かれている。専門化・特化が進んでいるアメリカとは大きく異なっている。

アメリカやイギリスの場合は、小口手数料は自由化の結果上昇することになったが、わが国のような証券業の営業構造では、手数料自由化による競争の効果が、小口の株式ブローカー業務にも集中的に現れ、激しい値下げ競争を生み出す可能性が十分にある。手数料収入を収益の柱にしてきた在来の証券会社の経営は大きく揺らぎ、明確な戦略を描けない会社は市場から去らざるを得なくなってこよう。

こうしたなかで、わが国でもいわゆるウインブルドン現象（外資による多数の大手証券会社買収）が生じないという保証はない。むしろ外資系の金融機関や証券会社に、いわゆるグローバル・スタンダード（BISによる銀行の自己資本規制は別として、もともとこうしたスタンダードは存在しない。しいていえばアングロ・サクソンの市場論理か）に準拠した、馴染みのよい金融・資本市場を提供することが、今回のビッグ・バンの目的の一つかもしれない。

今後、わが国においても証券市場は量的拡大が予想される。一方、手数料の自由化や各種金融規制の緩和、登録制への移行など関連して、証券会社の数は増加しよう。業者間の競争は促進され、激化することになる。そうしたなかで国内、国外の両市場を通じ、発行・流通・資産運用等の面でフルサービスの証券業務を扱う（なかにはロンドン・ニューヨーク等で外国金融機関と互角に競争を営むものもあろう）在来の大手・準大手系の証券会社や銀行子会社系、外資系のそれぞれ数社と、国内市場を中心

に活動する大多数の証券会社との差異が大きくなり、証券業の二極分化ないし三極分化が急速に進展することになると思われる。さらに国内市場では大小規模の証券会社が従来のリテール型のほか、インターネットを活用した大幅なディスカウント・ブローカー業者、デリバティブ専門の業者、投信の販売業者、資産運用業者、特定の産業あるいは企業の持株会社性格の業者など、それぞれの得意部門を活かした多種多様なものに分かれていくことになろう<sup>21)</sup>。

## 2. 急がれる日本版 NMS (ナショナル・マーケット・システム) の構築

また、取引所集中義務の撤廃は、当然、上場証券の店頭での売買の活発化を招くことになる。今回の金融システム改革法により、店頭市場は店頭有価証券市場として、取引所有価証券市場と同格のものに改められたが、わが国の場合、これまで取引所市場と店頭市場は、いわば垂直的(補完的)関係におかれ、両市場は全く性格の異なる異質の市場として認識されてきた。このことが店頭市場の発達を制約した一因になってきたわけだが、今後は、米国と同様、両市場は並列的な関係におかれることになる。いいかえれば、わが国においても、アメリカでのナショナル・マーケット・システム構想(NMS 構想=全国市場構想)と同様、情報や注文の連結により、異なった市場の一体化を図り、公正な価格形成と最良の執行の場を確保する必要が生じるものと考えて差し支えあるまい<sup>22)</sup>(表7)。

これに関連して、取引所制度そのもののあり方も問題になってくる。これまでは取引所のシンボルであった立会場取引も、既に大阪では平成9年12月に廃止しているし、東京でも同10年

3月に立会場での大口取引の義務づけを廃止し、同11年4月からは立会場取引を廃止し、システム売買へと全面移行することになった。一方、PTS(私設取引システム)の導入も認められたし、電子取引による証券取引も次第に発達し、広範囲化していくことになろう。そうしたなかで機関投資家が著しく発達し、大量で、かつグローバルな取引を活発に行うようになってくる。

こうしたことは今後漸次、これまでの取引所市場、店頭市場、証券会社、情報ベンダーという業態区分が消滅していくことを意味する。また、グローバルには、いわゆる制度の競争(市場と市場との競争)も活発化しよう。

さらにヨーロッパでは、EUが誕生し、99年1月からは、EU加盟15カ国中、11カ国について、いよいよ通貨統合が実施段階に入った。金融・証券取引はすべて新通貨ユーロによって行われ、単一通貨建て金融商品・サービスの供給は急速に進み、域内諸国の金融・資本市場の統合は一層加速されることになろう。市場の流動性は高まり、国境を超えた投資や資金調達も次第に増大することになる。こうした通貨統合後の新しい事態に対応して、フランクフルト・ロンドン・パリ・ミラノ、マドリードなどの各国証券取引所が統合へと向かって大きく動きはじめ、欧州統一証券取引所の設立が急速に実現に向かっている。いいかえれば欧州諸国取引所間では、これまでの競争関係が通貨統合を契機に一転して、次第に協調関係が高まっているようである。

また、アメリカではNASDとアメリカン取引所が合併するなど、異質の市場と考えられていたアメリカの店頭市場と取引所市場が従来の常識を超えた接近を始めている。また、NYSE

表7 諸外国の証券取引所における市場集中制度の概要

	市場集中義務の現状 (○=あり, △=一部あり) 市場集中義務の対象外である売買	市場内での大口注文等に係る 売買制度	市場外売買に係る制約等			手数料の賦課
			執行価格の制約	取引所への報告	会員又は一般への公表	
ニューヨーク	△ 1979年4月27日以降に上場した銘柄に係るすべての売買等	クリーン・クロス制度 (25,000株以上の委託注文を対象) クローキング・セッションI・II I: 99,999株以下の個別注文を対象 II: 15銘柄以上かつ100万\$以上のバスケット注文を対象	CQS (気配情報伝達システム) における全米最良気配の範囲内	CTS (取引テープシステム) に伝達されない売買については報告義務あり (翌日の立会終了時まで)	報告された売買のうち、プログラム売買に係るものは週次ベースで公表されるが、それ以外は公表されない。	なし
フランクフルト	○ 顧客から指図があった場合又は顧客が指図できない場合で市場外で執行することと認められる場合に、会員が市場外で行う売買	オークション方式による自動執行システムによる立会を併設 (DA X 指数採用銘柄等の流動性の高い銘柄を対象)	なし	なし	なし	なし
パリ	○ 一定の大口注文に係る売買 大口: 取引所が銘柄ごとに定める数量以上で50万FF以上の注文 超大口: 注文銘柄の総資産の5%以上又は1億FF以上の注文	なし	大口: 気配の加重平均値の範囲内 超大口: 最良気配の範囲内又は直近値段から上下10%の範囲内	報告義務あり (即時)	立会時間中の売買のうち、委託売買は即時、自己売買は一定数量内の売買及び立会時間以外の売買は翌朝7時に公表	市場内売買と同率
ロンドン	○ 市場外売買という概念が存在せず、会員の行った売買はどこでも行なわれようともすべて市場内で執行されたものとみなされる。	-	取引所の定める一定数量について、最良気配の範囲内	会員は売買のすべてを取引所に報告しなければならぬ (執行後3分以内)	基本的に売買はすべてリアルタイムで公表されるが、自らリスクを負った大口売買については、60分から最高5日まで公表を遅らせることなどが可能。	(あり)

(出所) 東京証券取引所

は、市場としての国際競争力をたかめるため、取引時間の大幅な延長を検討しているとも伝えられる（日本経済新聞＝平、2、25）。

こうした内外からくる環境変化や証券取引システム自体の変化を受けて、今後、わが国でも取引所の定義や組織、海外証券取引所との提携をどう考えていくのか、会員ということで取引適格者を限定していることが、今後も果たして望ましいことなのかどうか、ホールセールとリテールの取引をどう扱うのか、取引所市場と店頭市場との関連をどう考えるのか、取引所市場はオークション（order-driven＝注文駆動）方式、店頭市場はマーケット・メーカー（quote-driven＝価格駆動）といったアメリカ型の取引技法が、今後もわが国で妥当するのかどうか、店頭市場での取引所としての性格を強めてきた証券業協会の単一制や自主規制機関と同業者団体というわが国独特の二重性格の調整も、当然に問題となつてよう<sup>23) 24)</sup>。

いずれにせよ今後、証券取引は多様化し、広範囲化することになろう。そうしたなかで価格情報、取引情報を収集、開示し、公正な価格形成、最良の執行の場を確保することが、国民経済の円滑な運営にとって重要な役割を果たすことになる。そうした場の確保や取引の監視・規制、あるいは取引に関するルールの作成等のシステムが取引所機能として社会的役割を果たすことになる。

かりにこうした取引所機能が衰弱すれば、証券取引の空洞化は確実に生じよう。証券会社であれば、それがどこの国籍であろうが、何処の国旗を掲げようが、取引が国内で行われるかぎり、空洞化といった点からは別に問題はないわけだが、取引所機能が衰弱化して、本来、マザー・マーケットで取引されるべき証券取引の

大半が外国で行われることになれば、証券市場は完全に空洞化することになり、単なる外国証券会社の数の増大現象、いわゆるウインブルドン現象による影響どころではなくなってくる。

市場集中義務の撤廃は、取引所にも競争が必要という考えから取り入れられたものだが、先述のように、これによって取引所市場も店頭市場も同一のレベルに立ち、市場外（店頭）での上場証券の取引は増大して、当然、証券取引に関する取引所の地位は低下することになる。他方、今後、電子取引による証券取引は発達し、取引所市場や店頭市場、証券会社、情報ベンダーといった業態区分は次第に薄くなっていくことになろう。いいかえれば取引所まがいの組織あるいは機関がさまざまに出現することになる。

アメリカの場合、世界に先駆けて75年法で市場集中義務の撤廃を打ち出したものの、現実には市場集中義務の撤廃を部分的な範囲（79年4月26日以後に上場された証券に限定）に止める一方、NMS 構想を打ち出して、証券市場全体として、最良の取引執行と公正な価格形成を確保している。いいかえれば証券取引の中心市場が取引所なのか、NASD なのか、あるいはPTS なのかは、今後の競争の結果に委ねるとしても、アメリカ証券市場の機能は、全体のみならず確保されているのである。

しかし、わが国の場合、世界に先駆けて市場集中義務を完全に撤廃した反面、アメリカのような NMS 構想が提示されているわけではないし、かねてから懸案とされてきた地方証券取引所問題について、何らかの対策が講じられているわけでもない。証券業協会の管理する店頭市場は、店頭有価証券市場として取引所と同格のものになるが、いいかえれば新しい取引所が誕

生したと同じことである。かつては店頭市場を市場第二部として取引所に吸収したのだが、今回のビッグ・バンでは、店頭市場を取引所市場そのものにしたわけである(昭和36年同時にも第二取引所論というも主張されたが、コストが大きいという理由からも市場第二部論が採用された)。

このように考えてくると、わが国でも、早急に日本版 NMS 構想を検討すべきであろう<sup>25)</sup>。例えば取引所市場、あるいは取引所市場と店頭市場を一体化し、統合された市場とそれに対応する信頼性・効率性が高く、かつ、十分な国際競争力を備えた強力な組織あるいは機関を造出することが必要である。さもなければ、わが国の証券市場は次第に国際競争力を失い、それこそ空洞化してしまうおそれがある。その場合には、世界最大の資本輸出国、純資産保有国である日本は、単なる貯蓄資金の供給基地となり、世界的にはローカル市場の役割しか果たせないという、世界の歴史のなかで、かつて経験したことのない倒錯した事態が生じることになる。

この取引所市場集中義務撤廃の問題は、新しい時代の要請に対応した証券取引システム作りへの模索が始まったことを示す最初で、かつ、象徴的な出来事である。この問題は、競争の促進あるいは制度の競争への対応といった他に、これからの証券取引システムのあり方全般に渡る問題を含んでいることに、十分留意されねばなるまい<sup>26)</sup>。

## むすびにかえて

一言に言えば、金融、証券は、高度の情報産業である。その発信・受信機能の善し悪しは、

新旧産業の交代や発展、ひいては経済成長や経済構造そのもののあり方まで左右する可能性を持っている。

現在の金融、証券の低迷、不振、混乱は、もともとそうした観念が日本に乏しく、金融といえば預貸金業務、証券といえば未発達で投機的という通念だけで過ごしてきた帰結といってよいのかもしれない。関係者自身にも、金融・証券産業が、わが国での基幹産業、あるいは戦略産業の一つであるという認識と自覚に欠けていた。だから伝統にこだわって変化への対応が疎かになり、今日のような、存亡の危機に晒される事態を招いてしまったのである。

しかし、今後、わが国の金融、証券は、国際経済社会のなかで、経済の発展や向上のためへの貢献をさらに要請されることになる。それは強まりこそすれ、弱まることはまずあるまい。加えて、これまでみてきたように世界の金融資本市場は、現在、歴史的ともいべき大変革期を迎えている。当然のことながら、関係者にも、好むと好まざるとを問わず、それに対応した考え方と行動とを求められることになる。

21世紀には再構築された新しい日本の金融・資本市場が、再びロンドン・ニューヨークと並び競い、国際経済社会の発展に、十分な役割と貢献を果たしているよう期待したいものである。

### 注

1) よく知られているように、もともとこのビッグ・バンの本来の意味は宇宙創世の初めにあったといわれる大爆発のことである。それがイギリスで1986年10月に実施された証券取引所を中心とした証券制度改革に転用されることになった。いいかえれば新しいシティの誕生(新宇宙の誕生)という意味合いを込めて用いられたものである。

その結果、シティ内部では大規模な再編が行われ、いわゆるウィンプルドン現象が進展して、ナショナル・フラッグ(国旗)を掲げるイギリスの証券会社(マーチャント・バンク)は姿を消したとも極論される一方、ロン

ドン市場における外国証券の取引高等は大きく伸展し、国際金融・資本市場としての地位は、これまでより遙に高まったと評価されている。

ビッグ・バンの具体的内容は、①株式委託手数料の自由化、②取引所会員のブローカー・ジョバーの分離制度(single capacity=単一資格制度)の廃止、③取引所会員への資本参加自由化、を骨子としたもので併せて、④端末装置によるSEAQシステム(Securities Exchange Automatic Quotation System)を採用するとともに、⑤新たに金融サービス法を制定して、投資者保護についての法的整備を行い、また、伝統的な自主規制方式を根幹としながらも、それを強化した規制・監督システムを導入するなど、いわばイギリスの証券取引システムの全般が再編されることになったのである(現在もなお、取引システムや規制・監督システムの改革が続いている)。

こうしたビッグ・バンによる改革の源流は、アメリカで1975年5月、株式委託手数料の自由化やNMS(National Market System)構想等を打ち出した1975年証券制度改革法の制定に求めることが出来よう。

アメリカでは、証券投資家保護法の制定(70年)、NASDAQの稼働(71年)、証券集中保管・振替決済システムの整備、ERISA法(従業員退職所得保障法)の制定(74年)、などが次々と講じられていったが、この75年証券制度改革法は、こうしたアメリカ証券市場改革の、いわば総仕上げ的な意味合いを持っていた。

このようにイギリスとアメリカの場合は、両者とも手数料の自由化が契機となって証券市場の改革が行われたが、それには順序を追い、時間をかけて基盤の整備を一步一步積み重ねているが、他方、わが国のビッグ・バンは、バブルの崩壊や不祥事件で露呈した金融システムの欠陥からの改革という意識が、先行し過ぎているようにも思える。

- 2) この日本版ビッグ・バンには、①Free(市場原理が働く自由な市場)～参入・商品・価格等の自由化、②Fair(透明で信頼できる市場に～ルールの明確化・透明化・投資者保護、③Global(国際的で時代を先取りする市場)～グローバル化に対応した法制度、会計制度、監督体制の整備、の3原則が掲げられている。
- 3) 銀行等の金融機関では、現在、国内外の店舗整理をはじめ再編、提携関係が進められているが、一方、金融機関の経営健全化や破綻処理あるいは新しい金融行政のあり方についても、組織改革を含め、さまざまな模索が行われている。そうしたわが国の現状から金融ビッグ・バンと呼ばれる場合も多い。
- 4) イギリスのビッグ・バンが証券取引所を中心とした証券制度改革であることは先述したとおりだが、わが国でも平成9年6月に公表された金融制度調査会(「わが国金融システムの改革について」)、証券取引審議会(「証券市場の総合的改革」)等の、いわゆるビッグ・バン関係の各報告書、さらにはそれらを具体化した平成10年の「金融システム改革法」によれば、最も大きな改革が予定されているのは証券市場である。

証券取引審議会の報告書では、株式委託手数料の自由

化、取引所集中義務の撤廃、証券会社の免許制から登録制への移行など、これまでの市場運営の根幹を大きく変革する改革が数多く提言されている。他方、金融制度調査会の答申では、銀行制度の基本には殆ど触れず(平成4年の金融制度改革法制定の際の理念が継続)、銀行本体での投資信託や保険の窓販の導入、証券子会社の業務制限の撤廃など、業務範囲の拡大、他業への進出が中心である。

また、証券取引審議会の報告書では、事前予防行政から事後的チェックの行政への転換を明言しているが、金融制度調査会の答申では、市場規律の重視、透明性の高い行政への転換という表現はあるものの、事後的行政への転換は必ずしも明確でない。

なお、1998年2月に、いわゆる「金融システム安定化法」(金融機能安定化緊急措置法)が成立している。「金融システム改革法」と「金融システム安定化法」では、同じ金融システムという用語が使われているが、実は両者の内容は全く異なっている。「改革法」のいう金融システムは証券取引システムが中心であるし、「安定化法」での金融システムは銀行システムそのものである。

- 5) わが国では、日本の証券市場、証券会社に対し、国際化、グローバル化が進み、世界のなかで日本の証券市場の動向が注目されるに至った今日でも、未だに未発達、投機的とする見解が非常に強い。場合によっては昔ながら株屋という、いわば蔑称で呼ばれる場合もある(奇妙なことに、欧米の証券市場、証券会社に対しては、こうした言葉は使わないようである)。

経団連の元副会長樋口広太郎氏(アサヒビール名誉会長=元住友銀行副頭取、内閣の戦略会議議長も勤めた)は、「今、経営者として考えること」と題する講演(平成7.12.12、於交詢社)で、金融再建問題に触れたなかで「……日本の金融機関の貸出総額がアメリカの2倍なのです。英仏独、いずれの銀行も「私達の貸している金額を全部、足したよりも多いというのは、一体どうしたことなのだ」と同じことを言いました。それに対して私は今まで経団連の財政金融委員長として「証券市場がまだまだ未成熟なために、本来、証券市場で調達する資金の3割か4割が善金融機関の貸出になっているのだ」という説明を一生懸命しているのですが……」と述べているが、本来、銀行とは性格の異なる証券市場のキャパシティとのバランスについては、全く触れていない。平成7年末の段階での金融機関の状況や当事者の考え方を説明する代表的な見解として、興味深い。戦後の復興・再建・国際競争力強化という命題からの役割を、銀行は既に終えているにも関わらず、従来と同様、証券市場をことさら未発達としている印象を受ける。(樋口広太郎「今、経営者として考えること」交詢雑誌、復刊第382号)。

- 6) わが国の金融・証券界には、これまで「法律に書いていないことは、してはならない」という不文律が存在していた。これは法律の空白部分に関して行政裁量の働く余地が大きいことを意味しているものだし、その結果、当然に行政の透明性は欠けることになる。こうした不文律は、おそらく昭和2年の銀行法制定の際、「機宜二適

シ且ツ寛厳其宜シキヲ得ル行政上ノ運用ニ俟ツ」(金融制度調査会準備委員会の臨時委員答申)ことが重視されたことに淵源を發するものと思われるが、戦後における統制的金融ないし間接金融重視の金融システムの基本には、こうした特殊な不文律が存在し、裁量行政の幅を大きくしてきたのである。そしてこのことが最近における金融混乱や不祥事の発生の根因ともなっている。

7) 日本経済新聞(平11.2.17)によれば、金融監督庁と大蔵省は、4月に、「銀行と証券子会社の間のファイアウォール(業務隔壁)規制を緩和する。親銀行の影響力が強い企業が資金調達する際、証券子会社が主幹事になることを制限している「メインバンク規制」を撤廃するほか、親銀行と証券子会社が共同で店舗を設置したり、取引先に共同訪問することも解禁する。抱き合わせ販売の禁止など不公正取引や利益相反を防止するための最低限の規制は残すものの親銀行と証券子会社が一体となった営業展開を事実上可能にし、銀行・証券の垣根を一段と低くする」と報じている。これは「銀行の貸出抑制が続くなか、銀行の証券子会社をてこ入れして企業の資金調達が間接金融から直接金融に移行しやすい環境を整え、経済の活性化につなげる狙いだ」からとされている。

なお、アメリカでは1997年10月にファイヤー・ウォールの全面的な見直しが行われ、連邦準備法23条A及び23条Bとの関連も踏まえて、28項目に及ぶ規制項目の多くが整理され、銀行の安全性と健全性、重要な利益相反に関連する規制は、新たに設けられた8項目の業務基準に統合されている。

こうしたことから、異業種金融機関間の、いわゆる業際問題は無意味になったという意見もある。しかし、これまで各種の金融機関は、専門性、利便性、地縁性、人縁性などによってさまざまに分化し、発展してきた。また、銀行と証券の分離のように、両業務の兼営によって生じるおそれのある弊害の除去を目的として設けられたものもある。確かに大規模化や法制面の整備、金融取引技法の発展等によって、銀行の業務可能分野は拡大してきているが、銀行だけで企業や家計のすべての金融利便を満たせるかどうかには意見が分かれよう。十分に論議を尽くすべき問題である。

8) 昭和50年代から60年代にかけ、銀行・証券垣根論争が活発に展開されたが、当時、わが国では、明日にでもグラス・スティーガル法は廃止されるといった観測が盛んに銀行側から開陳されたことがある。しかし、未だにG・S法自体は改正されていない(アメリカでは、FRBの行政命令(フェッド・オーダー)により、銀行持株会社の証券子会社で銀行の証券業務参加が実現。このため法の抜け穴＝ループホールによる参加という批判も強い)のが現実である。

1980年の金融制度改革法の制定以来、アメリカでは銀行制度改革案が、頻りに議院に提案されながら、GS法の改正に関しては成立をみず、今日に至っている。しかし既に20年近くの歳月を閲し、懸案のGS法改正問題についての上院、下院の動きも次第に接近してきているので、ここ1・2年中には具体的な改正の運びになるものと思われる。

なお、これに関連して、わが国でも、今後の金融システムを考える場合には、銀行業務の拡大や活発な競争展開を図る上からも、これまでわが国銀行の特色の一つとして認められてきた銀行の株式保有は、米国と同様、禁止すべきが当然であろう。

9) 世界の金融・資本市場では、deregulation(規制緩和)、securitization(証券化)、globalization(金融・証券取引の地球規模化)、institutionalization(証券投資の機関化)、computerization(通信・情報処理技術の高度化)が進展する中で質・量両面にわたっての大転換が進み、21世紀には大きな構造変化が予想されている。

これを受けて21世紀には、欧州連合圏、米州圏、アジア太平洋経済圏の諸国市場とわが国市場との接触や交流は一層進展しよう。そこでは証券の国際取引や証券会社の24時間取引体制は進展し、各国市場の一体化、同質化は進む一方、市場と市場との間の競争(制度の競争)は激化することになる。証券取引所間の連携をはじめ、制度・慣行や監督・規制方式の国際的調和、証券種類の多様化や取引技法の高度化・複雑化が予想されよう。

こうしたなかで将来のわが国金融システムは、今日のそれとは大分異なるものになると考えられる。各種金融機関や仲介機関の業態、規制・監督のあり方、さらには銀行あるいは金融の概念そのものまで大きく変わっていく可能性も高い。そこでは活発な媒体の高度化、業態間の相互乗り入れや、提供商品の融合・同質化・多様化を軸に、銀行機能をもつ金融機関をはじめ、多種多様な機関が単体で、あるいは持株会社を通じて渾然と存在することになる。現在、金融サービス法(仮称)の制定作業が金融審議会ではじまったが、これもこうした金融サービス業の一体化、同質化に裏付けられてのことであろう。

10) 拙稿「わが国における間接金融システムの形成過程」『証券経済研究』日本証券経済研究所第8号(1987.7)

11) 戦時金融統制の主な骨組みを極めて大まかに要約すると次のようになる。

①第一に一定額以上の企業の資金調達を許認可制にし、政府のコントロール下におくとともに、特定の企業には、政府命令により優先して融資を受けられる制度を設ける。

②第二に一定額以上の配当を許可制にし、資金の社外流出を抑制して、企業体質の強化を図るとともに、株主権限の抑制を通じて、戦時経済下の高配当に対する社会的非難を回避する。

③第三に証券市場における価格変動を極力抑制し、相場の安定化を図る。

12) 昭和15年頃からは、いわゆる新体制運動が盛んに主張されるようになる。経済新体制運動、金融新体制運動などがそれである。経済新体制運動も金融新体制運動も、総力戦体制下、軍需産業優先、生産力拡充のための資源・資金の配分を円滑化しようとする意図から生まれたものだが、それは単なる統制強化だけでなく、計画経済化あるいは経済(企業)改革、金融改革の性格も併せ持つものであった。

- 13) 戦後の金融は経済の再建・復興・成長等のいわば国家的目標に対し、資金面からそれをバックアップする役割を負わされた(戦中には生産力拡充資金など軍事金融に集中させられた)。貯蓄を吸収し、それを国家が必要とする産業分野へと供給する役割を負ったのは、戦時中と同様に銀行等の金融機関であった。

昭和23年の証券取引法制定により、その第65条で銀行・証券両業務の分離が制定されて以降、その是非をめぐって銀行界・証券界の間で多くの論争が行われたのは周知のことだが、その基本には戦後金融システムのあり方に関する銀行・証券界の考え方の相違があったと考えよう。それは単なる業界の利害を超え、戦時統制経済の延長の上に進められた戦後間接金融システムの中核としての銀行界と、他方、自由経済を基本としつつも、戦後金融の実態との間に自らのあり方を模索した証券界との戦後金融の運営や方向、あり方に関する見解の相違であった。

- 14) 戦後のわが国では、間接金融システムが進展するなかで、銀行が企業の主たる資金提供者になるばかりでなく、企業集団の頂点にたつて資金や産業動向、海外情報等を提供し、あるいは企業と企業の間につけて生産、販売提携の仲介を務める等の役割を果たし、戦後日本経済の発展に大きく貢献したといわれている。特に戦後は財閥解体など経済・証券民主化が進むなかで、いわゆる企業の所有と経営の分離が急速に進む一方、これまでの株主を中心としたコーポレート・ガバナンスは崩壊し、代わって銀行が株式保有や融資、役員等の派遣等を通じて企業行動や運営に関与し、銀行によるモニタリングを中心としたコーポレート・ガバナンス機構が成立することになった。いわゆるメイン・バンク・システムであり、戦後の日本型経済・金融システムの中核を占め、また、政府の経済・産業政策の遂行にも寄与することになった。

これは戦時経済統制下で一部の銀行が軍需産業に対する資金動員・配分機構のなかで中枢的な地位を占めていたことや、軍需会社法による指定金融機関制度がその発端といわれているが、最近の長引く不況のなかで、不良債権の累積や国際競争力の減退など銀行の力が衰退したことから、これからのコーポレート・ガバナンスのあり方がメイン・バンク・システムの弱体化と関連して議論を呼んでいる。

しかし、企業は技術力や販売力など熾烈な国際競争のなかで、経営を自ら規律づけることを強いられたが、銀行等の金融機関や証券の場合は、強大となった国力や経済力そのものが背景にあり、国際競争からもたらされる経営の規律づけは、必ずしも強いものではなかったし、監督当局による規制も、経営規律に対しては十分なモニタリング機能をもたなかった。パブルの発生と崩壊に伴うわが国金融・証券の繁栄と挫折は、そうしたところにも一因があったように思える。

- 15) 戦後における証券市場に対する政策は、間接金融による資金供給機構で補助的な役割を果たすとともに、証券市場が金融市場の攪乱要因となり、経済の成長、発展を阻害することがないようにという考えが基本にあった。

いいかえれば間接金融と直接金融が、いわば車の両輪として働き、相互に補完し合うというのではなく、間接金融のメカニズムの中に直接金融は押し込められ、それから逸脱するものは金融秩序を損なうものとして世の指針を浴びることになった。

昭和40(1965)前後の、いわゆる証券恐慌の際、山一証券が日銀特融を受け、戦後最大の金融事件とまでいわれ、不祥事として非難を浴びたが、これも一つには護送船団による安定した金融秩序が、証券市場によって攪乱され、破綻しかかったことに対する当惑と狼狽から来たものが大きかったように思える。

- 16) 戦前の証券市場が投機的といわれるのは、取引所の取引システムが定期(清算)取引であり、株価の乱高下が激しい上に、市場の専門家である仲買人(取引員)の倒産も多く、さらに規制対象外で業者数も多い、現物商が関連する不正行為も頻繁だったことなどからである。また、取引所の組織が株式会社という営利組織であったことも、投機を助長するものとして批判された。こうした事情が戦前・戦後を通じての証券市場観を形成する基礎となった(戦前の取引仕法である定期(清算)取引とは、今日の先物取引である)。

しかし当時のわが国では、金融全般が未発達な状態にあったし、銀行倒産も頻繁であった。こうした戦前の証券市場観の形成には、当時の「先進国へ追いつけ、追い越せ」思想からくる近代化推進と現実とのギャップからの焦り、士農工商といった、封建時代の身分制の残滓から生じた官(武士)と民(商人)の関係、あるいは生産の重視、勤儉貯蓄への強い社会的指向からくる、いわば投機不寛容思想とでもいうべきものが多分に影響しているようである。また、本来の投機と詐欺横領といった不正行為が混同されているような節も窺える。

さらに戦時経済下の、いわゆる新体制論では、企業組織についても、国家管理論あるいは民有官営論も議論されていた。日本証券取引所法制定当時の国会論議でも、政府委員(賀屋蔵相)から「イデオロギーとしての所有と経営の分離には組みきれない」とか「株式会社制度が今後も中心」といった発言がみられる。こうした、いわば資本性否定の経済が、戦時下とはいえわが国で生まれ、大きな影響力をもったのは、当時の社会に、①株式会社に対する不信、②資本家なし財閥に対する不信、③ソ連やナチス・ドイツ経済の成功への傾倒、④総力戦体制下での平等の重視⑤いわゆる新官僚、革新官僚の出現と満州経営等の風潮が広く瀰漫していたからであろう。こうしたいわば反資本主義、反自由主義的な思想の多くが、戦後も引き継がれる一方、統制的で計画性の強いわが国独特の間接金融システムという枠組みが、戦後の証券市場観の形成に大きく影響し、戦前の証券市場観を戦後にも受け継ぐことになったのであろう。

なお、こうした投機不寛容思想については、拙稿「戦前・戦後の証券取引システム」、『証券研究』日本証券経済研究所第114号(1996.2)参照。

- 17) こうした間接金融重視の金融システムあるいは金融行政の結果、わが国ではリスクの存在や資産運用の基本ということがたかく見失われがちになってしまった。例え

ば投信である。戦後のわが国金融の世界では、証券市場のキャパシティを大きく超えた資金需給が行われた結果、証券市場ではそれへの対応から、投信は資産運用の手段としてよりも、証券会社の経営や市場の動きと深い関わり合いをもって発展せざるを得ないという独特な性格をもつことになった。投信発足後の数度に渡る低迷は、こうしたわが国独特の性格との関連でもたらされたものが大きい。

今回のビッグ・パンの一環として、平成9年12月から、いわゆる「場所貸し」方式による投信販売が認められ、大手銀行が、投信委託会社と提携して、支店の一角で取り扱いを始めた。平成10年12月からは、銀行本体での参入も実現したが、今後の趨勢如何によっては、大きな発展の可能性を秘めているようである。さらに長く懸案だった私募投信や会社型投信の導入も、「金融システム改革法」により認められた。

これからの証券市場はアセット（資産）の時代といつてよいのかもしれない。先述したように、戦後のわが国金融システムでは、金融・証券両市場とも、資金調達力があまりに優先され、リスクの存在や資産運用の基本が、とかく見失われがちであった。そのことは投信の発展にとって、いわば宿命的な制約となった。しかし、今後こうした見方は、根本から修正されねばならない。これまでわが国証券市場の発達を阻む大きな要因だった通念が、今後は金融機関の投信参入によってさらに拡大し、わが国金融・資本市場全般の発達まで遅らせることになりかねないからである。金融機関の顧客層の多くは、これまで証券投資に馴染みの薄い預金者層であることを考えると、商品内容の十分な開示、説明義務の徹底など、その保護が十分に図られねばならない。

もともと投信は、ポートフォリオの組み合わせ如何によってさまざまなタイプのものを創り出すことが可能である。いいかえれば幼稚園から大学院までの商品を投資者に提供できるはずのものである。国際化が進み、グローバル化という言葉が、日常のこととしてマスコミに登場する今日では、投資者の資産選択に対する観念はより洗練される一方、外国投信との競争はますます激しくなっていく。これまでのように親会社と密着し、その経営方針の枠組みの中で動いてきた投信でなく、独立した存在として、あるいは「日本の投資信託」として、わが国金融システム改革のいわば尖兵としての役割を果たし、おととき発展していくことが強く期待される。

- 18) 他面、戦後の証券市場の歴史には、最近のいわゆる総会屋事件も含め、本来なら最も公共性が高く、市場や業界に対する世の信頼の根幹となるべきはずの大証券会社が不祥事件に関与しているケースが余りに多い。大変残念なことである。
- 19) 戦前のわが国証券業は、取引所法、有価証券割賦販売業法、有価証券引受業法、有価証券買取法による免許営業であった。戦後も昭和22年制定の証券取引法では免許制がとられていたが、23年法ではアメリカと同様の登録制に改められた。

登録制は登録要件を満たせば自由に証券業の開業がで

き、廃業も自由である。証券業のように価格変動が激しい商品を扱う業務には、いわば適者生存を前提とした制度が適しているという考え方が基本にあるわけだが、わが国の場合、登録制導入の結果、証券業の登録数が顕著だった反面、登録取消処分を受ける等の廃業者も多く、それが証券市場の信頼性を低め、昭和40年前後の証券恐慌を増幅させる要因になったといわれる。そこで昭和40年の証券取引法改正で、銀行業と同様、参入、退出の厳格な規制など、行政権限を強化した免許制を証券業にも導入することになったのである。

ビッグ・パンでは、証券業には再び登録制が導入される一方、証券業の定義や業務範囲についても見直しが行われた。免許制にも厳しい免許制と緩やかな免許制があり、登録制にも厳しいものと緩やかなものがあるといわれる。登録制が今後どのように実施されるのか、現段階では不明だが、かつての登録制でも登録要件が次第に厳格化し、免許制移行時直前にはかなり厳しいものになっていた。参入に当たっては、ある程度の登録要件を定め、あるいは業務の種類によっては許認可制を導入するなど、不適格者を排除し、証券市場に対する信頼感を維持確保することも必要と思われる。

- 20) 株式売買委託手数料の自由化スケジュールによると98年4月に売買代金5,000万円超にかかる部分をまず自由化し、99年末には手数料の完全自由化の実施が予定されている。明治11年に株式取引所が初めて日本に開設されて以来の伝統をもつわが国の固定手数料制も、21世紀をまたずして終焉となったわけである。

ところでアメリカでの手数料自由化(75.5.1)は、いわゆる市場分裂(market fragmentation)による市場機能低下の是正を目的としたものであり、イギリスの例(86.10.26)は、アメリカ市場との制度の競争の激化に対応し、国際競争力を強化して、国際資本市場としての栄光を維持確保するためのものである。しかもアメリカは証券制度改革法の制定、イギリスではビッグ・パンと、それぞれ証券取引システム全般にわたる改革の一環であった。

- 21) これまでのいわば極めて平板なわが国証券業の姿は、戦後の証券業が、わが国経済の成長を支えるために証券の販売力(資金調達能力)が重視されたことや、免許制で証券業の中核がブローカー業務に置かれたことに大きく影響されていると思われるが、平成10年12月29日付の『朝日新聞』は、「総合商社、大手メーカーなどの異業種や営業分野を限定した「専門店」の証券会社の新規参入が相次いでいる。日本版ビッグ・パン(金融大改革)の流れの中で、大蔵省が免許制の運用基準を大幅に緩和したためだ。今月初めからは証券業の免許制が登録制に変わったため、来年はさらに参入・撤退が激しくなりそうだ」とし、続けて2,30人程度で、ベンチャー企業の支援や顧客を海外投資家や国内の富裕層に絞る「専門店型証券会社」が開業する一方、総合商社や大手メーカー系の証券会社では、海外ネットワークや資産運用の実績などの「もてる経営資源」を応用することで、新たな金融サービスを提供する考えと報じている。こうしたことからみて、今後、わが国でもそれぞれの得意部門を

活かした専門化・特化型の証券会社が発展する基盤が、漸次拡大してきているようである。

- 22) この取引所集中義務というのは、一般には馴染みの薄い制度だが、これは、取引所会員業者は取引所上場証券の売買を取引所で執行しなければならないという取引所のルールで、定款に定められ、古くから公正価格形成の基本とされてきたものである。今回の「金融システム改革法」で、取引所の競争促進の観点から撤廃されることになった。

ニューヨーク証券取引所にも同様の規定があり、75年証券制度改革法でこの廃止が問題となったが、現在のところはこの集中義務の廃止は、79年4月26日以後上場された証券に限定して実施されている。なお、ロンドン証券取引所では、会員の行った売買は、どこで行われようともすべて市場内で執行されるとみなされるし（市場外売買という概念が存在しない）、パリ・フランクフルトの証券取引所では、これまでのわが国証券取引所と同様、一定の大口取引については、市場集中義務から除外されている。

- 23) 平成11年2月10日、東京証券取引所証券政策委員会は、「東証の将来像について～新たなステージへの道標として」の報告書を公表したが、そのなかで、24時間取引を含む取引時間・システムの見直しや決済制度の改善、主要海外取引所との提携など幅広い問題について提言が行われている。組織形態の株式会社化についても取り上げられ、「中長期的により活力のある組織形態を模索していく中での選択肢の一つとして位置づけ、具体的なメリット、公共性と事業性のバランス、さらには法制度や移行プロセスの実務面等に関して、検討を開始していくことが必要である」としているが、かつて取引所投機化の根源とされ、悪評の高かった株式会社組織が、逆にメリットを指摘され、再び是非を問われるというのは、時代の変遷とはいいながら、興味深い問題である。

- 24) アメリカで証券業協会（NASD=National Association of Securities Dealers）が法律の裏付けをもつ自主規制機関といわれるのは、店頭市場という小規模で非継続的な取引の市場の、取引ルールの策定やルール違反に対する規制の権限をもっていることに一因がある。その面からみれば、証券業協会は店頭市場における一種の取引所といって差し支えないからである。

わが国の場合、戦時中に各業界に業者団体が設けられ、国家統制や行政の末端を担うものとして位置づけられた歴史があり、このためわが国では、業者団体による行政の肩代わり、あるいは行政の指図を受けて実行する役割まで、自主規制に含めて考える向きがあり、証券業協会（昭和23年の記取法制定により、米国と同様の法律の裏付けをもつ自主規制機関となった）でも、これまでそうしたケースがかなりあったように思える。しかし、市場が次第に大規模化してくれば、そうした機能は取引所によって扱われねばならないし、かつて昭和36年に店頭市場の活発化から、取引所に市場第二部が設けられたことは周知のとおりである（なお、今回の「金融システム改革法」では、証券業協会の店頭有価証券市場における取引所としての性格を明確にしている）。

また、そうした場合には同業者団体としての性格と取引所という公共的性格とは当然に衝突を起こすから、この両機能は分離する必要が生じてくる。アメリカの場合、NASDAQが活動を始めた71年以降、NASDは業者団体としての性格を弱める一方、それに代わってSIA（Securities Industry Association）が、業者団体としての活動を活発化している。

もともと取引所市場と店頭市場とを別個の市場として規制するのはアメリカ方式で、イギリスでは、そうした区分は設けられていない。日本は、戦後、アメリカ方式を採用してきているが、アメリカの場合、日本のように有力業者が取引所と協会の双方の会員を兼ね、取引所市場と店頭市場にそれぞれ有力な証券業者が存在する一方、店頭市場での業者が取引所会員業者に比べ遙に多数だし、店頭市場会社にも有力な会社があり、また、店頭市場会社も多いから、両市場は別個の市場として並列的な関係で存在することになる。わが国の場合とは市場の構造が、本来的に異なっている。

なお、日本証券業協会の協会運営に関する懇談会が、平成11年2月17日の同協合理事会に報告した「今後の協会運営について」によると、証券業協会は「イ、自主規制業務 ロ、株式店頭市場の開設・運営 ハ、公益目的のための業界団体としての活動」という三つの機能を果たしているとき、その上に立ってさまざまな方策が打ち出されている。公益目的の業界団体の活動については「……いわゆる純化論に基づいてそれを協会から分離することは適当でない」とし、アメリカ型のNASDとSIAの二分論とは異なった方向になっている。また、わが国でのNMS（ナショナル・マーケット・システム=全国市場構想）問題については、何も触れていない。

- 25) 東京証券取引所証券政策委員会がまとめた「東証の将来像について～新たなステージへの道標として」（平11.2.10）では、「市場情報の適切な提供」の項目の中で、「また、証券市場全体の透明性や利便性を高める観点から、価格情報だけではなく、東証やPTSなどすべての市場における気配情報について、投資者がその優劣を比較できるような仕組み（米国におけるCQS（総合気配情報システム）など）を構築することについても、証券界全体として取り組むべきである」と述べている。

- 26) 神奈川大学の鈴木芳徳教授は、近著「明治の取引所論」のなかで、「今日における「ビッグ・バン」の問題は、まさに新たな環境条件における（取引所論）問題の再現である。問われているのは、取引所の存立根拠であり、あるべき組織形態である。取引所の意義の再確認といってもよからう」とし、さらに「（機関化）と（電子化）、これら二つの新しい流れは取引所の存立根拠を揺るがし、さらに（国際化）が問題の規模を拡大し、深化しつつあるのである。しかしまた恐らくはそれら自身の中にこそ新たな次元における問題解決に向けての歴史的な方向性が隠されているに相違ない」（鈴木芳徳「明治の取引所論」iii～iv頁）と続けておられるが、同感である。

（中亜大学大学院教授・当所兼任研究員）