

戦後金融システムと証券市場

西 條 信 弘

要 旨

戦後、GHQ（連合軍総司令部）によって推進された金融・証券改革は、いわば米国型の直接金融を中心とした金融システムの構築であり、その中核には証券市場が据えられていた。しかし、現実には、むしろ戦時中に発達した間接金融が重視され、銀行型の金融システムが発展していくことになる。

しかしこうした間接金融優位の金融システムは、わが国経済が資金余剰経済に移行するに伴い、次第に従来の枠組みや通念との間に摩擦を生じることになった。

こうした銀行保護行政を前提とした金融システムは遅くとも昭和40年代には、市場重視へと転換の機会があったと思われる。しかし、その遅れはやがてシステム自体の硬直化を招き、最近の破綻金融機関の増加や不良債権の累積、更には金融空洞化の懸念、経営の自己規律機能の脆弱化などの金融混乱を生み、日本版ビッグ・バンを招くことになった。

こうしたなかで証券市場は、これまで未発達とか、投機的、あるいは不健全といった多くの批判を受けてきた。もちろん証券市場が金銭を扱う以上、そこには投機や利益相反的行為、あるいは詐欺・横領といった不公正取引が介在しやすいことはいうまでもない。自主規制といった証券業特有の規制方式や厳格なルールあるいはコンプライアンス機能の重視、充実といった要請は、こうしたところに淵現するといってよい。しかし戦後証券市場に加えられた悪評には、銀行に比し高度経済成長に対応する資金調達力に劣ること、株式などの価格変動商品には、投機的という疑念が入り込み易いこと、管理統制色の濃い戦後金融には、本来、自由市場である証券市場はそぐわないこと、銀行サイドにおける無理解と競合意識、あるいは行政の不慣れなどが、戦前からの証券市場軽視（蔑視）観と複合して生じたものも多かったように思われる。

戦後これまで多くの改革が証券市場に加えられてきた。一般には、それほど大

きなものと認識されていないようだが、僅か50年の間に未発達とか、遅れている、あるいは業者の経営体質に問題が多いといった理由で、これほどまでに変転する改革が行われてきた業界は、おそらく他に例はあるまい。今回の日本版ビッグ・バンにせよ、戦後の金融・証券改革、あるいは証券恐慌後の改革を凌駕する大改革である。

あまりに不幸な歴史を背負わされてきた結果、昨今のわが国証券市場は、必要以上に萎縮してしまったようである。しかし、それは証券市場だけが未発達であったからではなく、戦後わが国の金融全般が歪だったことにも大きく起因していることに留意されねばなるまい。

目 次

はじめに

I. 戦後の金融・証券改革

II. 戦後証券市場発展の制約要因

III. 戦後金融システムと証券市場

結びにかえて

はじめに

よく知られているように戦後のわが国証券市場は、当時の占領軍総司令部（以下 GHQ）によって米国型の取引システムが取り入れられ、併せて証券取引法が制定されるなど、戦前とは大きく変わったシステムで再出発することになった。一方、戦後のわが国では、経済の復興、再建、成長のなかで戦時中に発達した間接金融システムが重視され、管理・統制色の濃い金融システムが独特の発達をとげることになった。こうしたなかでは、自由市場、自己責任の世界である証券市場の発展は大きな制約を受けることになる。そして現在、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、金融システム全般にわたる大規模な再編が進行しているわけだが、そうしたなかで、証券市場の機能や役割が改めて見直

されている。

ところで戦後証券市場の発展を特徴づけた諸要因については、先に「わが国証券市場観の源流」（『証券経済研究』第24号，2000. 3）でも取り上げたが、それをベースに、やや掘り下げて考えてみたい。

I. 戦後の金融・証券改革

戦後、GHQ（占領軍総司令部）によって推進された金融・証券改革は、米国型の直接金融を中心とした金融システムの構築であり、その中核には証券市場が据えられていた。

こうした GHQ の改革により、米国法を大幅に取り入れ、発行・流通市場の両面を規制する証券取引法が制定され、また、会員組織取引所の導入や定期（清算）取引を廃止して、実物取引に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となった。反面、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、銀行法の全面改正も見送られて、結局はGHQの想定したような米国型金融システムへの転換は実現できなかった¹⁾。

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、やがて行政が銀行の経営にもきめ細かく介入し、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の間接金融システムが、戦後はむしろ強化され、精緻化されていくことになった²⁾。

戦後、財閥の解体、私的独占の禁止等の経済民主化により、いわゆる証券民主化運動が展開され、株式は広く国民全般に分散することになった。また、昭和23（1948）年には証券取引法の制定をみ、翌24年には終戦直前から長く立会が停止されていた証券取引所が再開され、26年には、証券投資信託法が制定されるなど、わが国証券市場は戦前と全く面目を一新することになった。

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面の改革は、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が再構築され、他方では、米国型証券取引システムの定着化が進められたことになる。

Ⅱ．戦後証券市場発展の制約要因

もともと米国型の金融システムでは、①円滑な証券金融、②豊富な投資層、③有機的関連性の高い多様な市場（株式、債券、長中短期金融市場など）、④市場情報・価格情報の公正・迅速な提供、⑤多様な証券の発行、⑥発達した格付機関の存在などが前提となってくる。

しかし戦後のわが国では、このどれ一つをとっても十分ではなかった。証券金融の狭隘性は、やがて日本証券金融株式会社の設立（昭25年）となったが、定期（清算）取引の復活の要請は繰り返し主張され、昭和30年には、具体案まで作成されて、その是非をめぐる業界が2分されるまでの激論が闘わされた。しかし結局は復活をみることなくその運動は終焉してしまっていたが、証券金融拡大の要請は40年代になっても続いていた。さらに戦前の富裕な投資層は、財閥解体、農地改革、戦災や財産税の徴収などによって分解してしまっただけで、戦後の金利統制は証券市場に車の両輪である公社債市場を欠くという歪な形での発展を余儀なくさせることになった。

時間的余裕があれば、こうした前提は自ずと満たされていったのかもしれない。しかし日本はそれを待たなかった。企業の再建整備、経済の復興自立への強い要請から、戦時中と同様に資金を動員して、国家が必要とする部門へと重点的に配分する政策が優先し、間接金融を重視した金融システムが形成されていったのである³⁾。

戦後の金融に最も強く要請されたのは、活発な企業の設備投資に対応する、潤沢で機動的な資金の供給だった。証券市場についても間接金

融と同様に資金調達機能が最も強く要請され、量の大小（銀行の貸付高と証券の発行額）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る。流動性の提供や長短資金の転換、資産・所得の配分、リスクの分散や転嫁といった諸機能については殆ど考慮されず、むしろリスクがない、あるいは不確実性が小さいということが金融、あるいは証券市場で重視された。その意味では平成11年の経済白書が「リスクテリングな社会への転換」を謳っていることは、まさに政策方針のコペルニクス的大転回といってよい。証券市場にとって本質的なリスクの存在やリスクテリングといったことは、むしろわが国証券市場が未発達であり、投機的である証左として考えられてきた向きも強かった。

いいかえればわが国独特の間接金融重視の戦後金融システム、あるいはそれを受けての金融・証券行政の結果、わが国金融の世界では、リスクの存在や資産運用という金融の基本問題すら見失われてしまったことになる。市場に対して警戒的であり、規制によってガンジガラメにすることが、円滑で安定的な金融を実現する方策と考えられたのである。資本主義経済におけるさまざまな矛盾発生の根源を市場にあると考え、あるいは戦前の金融恐慌の経験から、「市場の暴力」や「市場の失敗」を如何に防ぐか、そうしたなかで如何に資金を重要な産業部門に流すかが、金融の世界に戦後一貫して流れる発想であった。こうしたなかでは証券市場のように価格が大きく変動する市場は、経済や金融の円滑な発展を阻害する性格のものとして、最小限度の存在でよかったことになる。

だから戦後の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、発展を阻害しないという考えが基本にあったといつてよかろう。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、間接金融の枠組みのなか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（信用秩序ではなく）を損なうものとして厳しい批判を浴びていたのである。

昭和40年前後の、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、不祥事と非難された。当時、同証券は、いわゆる金融債の運用預かりを活発に行っていたが、それが、いわゆる取付け行為を招いて、発券銀行にまで波及し、ひいては金融恐慌につながるおそれがあったからである。確かに中央銀行が証券会社に対して融資を行うことは異例であったかもしれないし、金融債の消化促進や円滑な証券金融を補うためとはいえ、証券会社が預金業務に近い性格の業務を取り扱うことにも問題があったのかもしれない。しかし、これも一つには護送船団行政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不安と困惑からきたものが大きかったように思える（バブル後の金融混乱で公的資金の注入を受けた銀行は数多いが、これに対して証券恐慌時のような激しい非難も責任問題も不思議なほど聞かれない。確かに急激な融資の回収や縮小は、企業経営や経済情勢に大きく影響することになるが、昨今のような二進も三進も行かないような状況を作り出した一半の責任はあるはずである）。いわゆる銀行取付の連鎖を防ぎ、信用機構の担い手である銀行を守るための措置が、山一証券に対する日銀特融だったのである。

もともと、証券会社にとって運用預かりは、

逼迫気味の証券金融を補い、証券市場の活動を活性化させて、銀行貸出による企業金融の盛行に対応しようとするものであったが、その結果、山一証券は非難を一身に浴びることになってしまった。

戦後、財閥解体に伴う株式の放出、企業再建整備による増資など、取引所再開後の市場の株価は、株式過剰から常に圧迫気味に推移するようになった。そうした過剰株式を吸収し、相場の安定を企図したのが、株式投資信託の導入である。昭和40年代に実現した株式時価発行への移行も、株式の発行数自体を減少させることに一つの狙いがあった。しかし、いわゆる資金不足経済のなかで銀行を通じ、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、証券市場は株式市場だけでそれに対応せざるを得なくなった。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、金利の自由化、弾力化は遅々として、償還年限の多様化も進まなかった。戦後金融政策、特に長期金融機関の存在との関連で止められていたからである。発行価格が実勢価格を常に下回り、購入した途端に減価している現実のなかで、個人に社債投資を勧めるのは非常な困難を伴った。しかし、一般には、公社債市場が未発達なのは、社債の個人消化に対する証券界の努力が不足しているからと認識されることが多かったし、長期金利の自由化が進まないのは、社債の個人消化が少ないからだという声すら聞かれた。

公社債市場不振はその後も長く続き、漸やく発展の緒についたのは、国際化が進み、海外市場との実態比較が漸次明らかになった昭和50年代後半以降のことである。

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、営業の展開も無理に無理を重ねることになる。その行き過ぎが推奨販売やバイカイ取引制度の乱用を招いて証券恐慌となり、あるいは証券不祥事の多くをもたらす起因の一つにもなったわけだが、さらに証券恐慌時には、取引所上場会社の倒産は、倒産するような上場会社を上場していること自体が、投資者保護に反するとして非難を浴びることになった。本来、それは発行会社の責任である粉飾決算等が問題なのだが、むしろ証券市場が未発達である証左の一つとされ、取引所上場制度の不備を示すものとして、取引所上場要件の厳格化を招く一方、リスクの大きい店頭市場は、不必要なものとして整備を遅らせる一因となった（昭和36年に当時活発だった店頭市場を廃止し、取引所に第二部市場を設けたのもその一つである）。

証券市場は次第に限界資金調達市場化することになる。戦前は証券発行によって企業金融の大半が賄われていたのに対し、戦後は証券発行のウエイトは相対的に縮小してしまった。代わって企業金融の主役を勤めたのは銀行からの借入であった。

さらに戦後の企業は、資金調達の大半を銀行等の金融機関に依存し、自己資本比率は極端にまで低下して、事実上、金融機関の意向に背いてまでの経営活動はなし得ないようになった。金融機関の企業に対する発言力は強まる反面、戦時中からの株主の権限低下、経営者・従業員の地位向上と相まって、企業経営における銀行の地位の高まりをもたらすことになったのである。

こうしたなかで銀行は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っ

て金融や産業動向、海外の情報等を提供し、あるいは企業と企業との間に入って合併や生産・販売提携の仲介を勤める等の役割を果たすようになる。

いいかえると戦後は財閥解体など経済・証券民主化が進むなかで、これまでの株主を中心としたコーポレート・ガバナンス（企業統治のあり方）が崩壊し、代わって銀行が株式所有や融資、役員の派遣等を通じて企業行動や経営に関与し、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る⁴⁾。いわゆるメイン・バンク制である。

このことはさらにわが国での独特の「企業の所有と経営の分離」傾向とも密接な関連をもち、資金の限界的供給市場としての証券市場の性格を、さらに拍車づけて強めることになった。わが国での経営者は、米国とは異なり、従業員として成功したものが当該会社の経営者となるシステムである。端的に言えば、戦後のわが国コーポレート・ガバナンスでは、経営者に対する株主からの経営の委託という本来の意味合いでの「所有と経営の分離」が進んだのではなく、経営者と従業員が一体化し、経営者のほとんどが内部出身者という特異な形態をとることになった。いわばわが国で経営者とは、当該企業内の地位、あるいは社会的地位を示す度合いが強く、独立した一個の職能という認識や意識はほとんどないといってよい。

こうした内部昇進者による経営者の台頭から、企業は本来、株主のための利潤追求の組織であるという性格は次第に希薄化する一方、よほどの経営不振に陥らない限り経営者の経営責任も追求されないことになる。むしろ企業は、従業員の共同利益のための組織であるという、わが国独特の「所有と経営の分離」の素地が形

成されることになった。よくわが国企業の経営の主眼は、第一に従業員、第二に消費者、第三に株主といわれてきたのも、こうした経営者の性格によるところが大きいようである。これが株主、あるいは資本軽視の一因となり、証券市場の地位を相対的に低下させることになっていったのである⁵⁾。

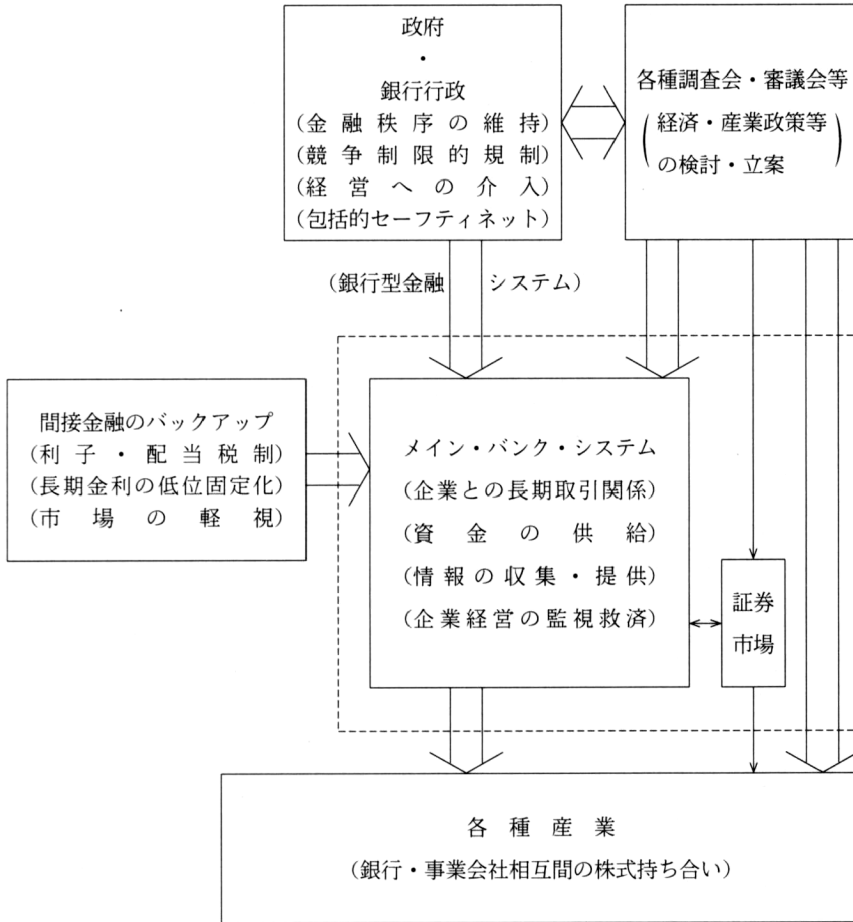
Ⅲ. 戦後金融システムと証券市場

日本経済が「もはや戦後ではなくなった」昭和30年代、あるいは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年代に入ると、こうした銀行保護行政を前提とした間接金融重視の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、競争原理の導入、金利機能の活用を基軸とした、いわゆる金融効率化行政が提唱されたのはまさにその発想からであろう。しかしそれは右肩上がり経済への過剰な思い入れのなかで姿を消し、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。

戦時中、戦後と続く間接金融重視の金融システムのなかで、わが国の金融も証券も、そして監督官庁である大蔵省も、自由経済あるいは市場経済という資本主義経済の基本を全く経験なしに今日まで過ごしてきたといつて過言ではないようである⁶⁾。

先述したように資本主義経済における「市場の暴力」や「失敗」を回避し、銀行破綻を未然に防ぐのが、戦後一貫して流れる金融の世界に対する発想であった。その行き過ぎが証券市場を未発達とし、投機的とする伝統的証券市場観

図 政府とメイン・バンク・システム



を増幅させていったように思える。

証券業が商工省（現産業経済省）の所管から離れ、大蔵省（現財務省・金融庁）の監督下に入ったのは昭和16年のことだが、これは戦時金融統制の一本化のためと言われている。いいかえれば大蔵省の証券行政の歴史は戦時中、戦後と行われた銀行を中心とした金融統制とは切り離しては考えられない（自由経済の経験は全くない）といってよいのかもしれない。

戦後のGHQによる金融・証券改革は、米国型の直接金融を中心とした金融システムの構築であり、その中核に証券市場が据えられていた。しかし、戦後の金融はそうした抜本的改革

を許す余裕を欠いていたし、証券市場の機能に対する認識も経験も薄弱だった。しかも戦後の金融には、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ていた（戦時中は生産力拡充資金など軍需金融に集中させられた）。その場合、参考になったのは戦時経済における資金動員の手法であり、また、資金配分についても自由な市場メカニズムではなく、統制的な人為的配分が継続されることになったのである。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担ったのは、戦時中と同様に銀行等の金融機関であった。

大蔵省では、銀行合同の推進、間接金融システムの構築など、銀行の運営には、昭和2年銀行法制定以来の豊富な経験を積んでいたものの、証券に関する経験ははるかに乏しかった。しかも昭和20年代には戦後間接金融の仕組みはすでに完成されていたのに対し、証券については戦時統制の経験しかなかった。こうしたなかでは大蔵省の発想がともすれば間接金融に偏り、銀行の主張に耳を傾けがちになるのは止むを得ないことだったのかもしれない。銀行優位の金融システムは戦後も引き続き継続されることになる。

もともと証券市場は自由市場であり、統制には馴染まない。一方、間接金融は計画経済に乗りやすいし、戦時中の金融統制関係諸法の運営や銀行合同の推進、金融統制会による資金配分の実施など、さまざまな経験を積んできたから理解もし易い。このことが戦後金融システムの形成に大きく寄与することになる。

いいかえれば戦後の日本では、資金の配分は市場ではなく、精緻な金融制度と行政によって担保されることになったのである。こうしたなかでは証券市場の発展は大きな制約を受けることは当然であろう。

証券市場が常に未整備、未発達であると強調することは、その反対概念としての間接金融システムの重要度を高め、その発展を促進するとともに、他方で金融機関のイメージを高め、信用の向上、貯蓄の銀行への動員を推進させるなどの効果があったのかもしれない。しかし、戦後のわが国銀行では、経営体力の脆弱化を行政が支えるという構図が常態化することになった。

そのことが金利、配当、店舗設置等の規制を通じて、行政が銀行経営へとときめ細かく介入

し、競争制限的なシステムをつくりあげることになる。さらにメインバンク制の発展とも相まって、企業金融やコーポレート・ガバナンスから株式や証券市場の地位は大きく後退し、戦時中に形成された管理統制色の濃いわが国独特の間接金融重視の金融システムが戦後も引き継がれ、強化されていくことになったのである。

いわゆる「メイン・バンク」論では、銀行の適切な企業モニタリングが、わが国戦後の経済発展を強力にバック・アップしたと主張される。しかし、企業は技術力や販売力など熾烈な国内・国際競争のなかで、経営を自ら律することを強いられたが、銀行等の金融機関については、国内的には、護送船団行政で保護される一方、国際的には、強力となった国力や経済力そのものが裏付けとなるから、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、経営規律に関しては十分な機能は発揮できなかった。こうした自己規律の脆弱性、あるいはリスク軽視の上に積み重ねられた銀行行動が、不良債権の大量累積など今日の金融混乱を招いた大きな原因になっている⁷⁾。

繰り返すことになるが、戦後わが国の金融は、銀行機能の重視（とそれを支える強力な金融行政）によって運営されてきたし、学界の大勢もそれを追認してきた。こうした戦後わが国経済発展の、いわば「輝ける中天の星」ともいふべき存在だったわが国銀行の今日の不振は、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た銀行経営によるものが大きいといって差し支えないようである。

昭和初期に、いわゆる銀行の大同合同をなしとげ、わが国金融秩序を再構築したという大蔵省

の銀行に対する強い思い入れと自負があったことが、こうした戦後の銀行型金融システムが形成された背景にあるのかもしれない。しかし、その結果は、銀行の行政依存の高まり、経営の自己規律機能の喪失となり、今日の長引く不況やビッグ・バンもたらしてしまったといつてよい。

他方の証券市場といえば、戦後、GHQ による金融・証券改革を嚆矢に、僅か50年の間に、数回もの大改革を経験し、今またビッグ・バンによる大改革が進行している。しかしこれまでの銀行型金融システムのなかで、日本の証券市場は未発達とか遅れているとか、さんざんなまでに批判されてきた。それはこれまで見てきたように銀行に比し高度成長に対応する資金調達力が劣ること、価格が変動する商品は投機的という疑念が入り込みやすかったこと、管理統制色の濃い戦後金融には、本来、自由市場である証券市場はそぐわなかったこと、などに由来するものが大きい、むしろそれは一般大衆に対し証券市場を、いわば悪役的なものとして強く印象づけることにもなった⁸⁾。

おそらく一般的には、日本の証券市場はもともとが未発達だし、投機的なのだから、こうした改革は何度行われようとも、当然のことだという考えが強いかもしれない。しかし、GHQ による改革、証券恐慌に伴う改革、そして今回のビッグ・バン改革は、証券法制の整備だけに止まらず、監督・規制システムや証券取引システムの基軸変更ともいうべき大改革の性格を持っている。例えば証券業に対する戦後の開業規制をみても登録制（原則自由＝22年法では免許制、戦前では有価証券業取締法の有価証券業者や取引所法の取引員は免許制）——免許制（原則禁止）——登録制（原則自由）と変転し

てきたし、ビッグ・バンではそれに手数料自由化が加わって、競争制限体制から競争促進体制へ全面的に移行することになった。もともとGHQ の改革は、米国法が大幅に導入され、取引システムでも清算取引が禁止されるなどの従来の枠組みを全く変更する改革だったし、恐慌後の改革では、わが国独特の免許制導入で、逆に競争制限が強化され、国家体制の一面に組み込まれることになった。そしてビッグ・バンでは、これまでの枠組みは三たび目の変革を受け、登録制、手数料自由化、取引所集中の撤廃、証券業の業務範囲の拡大などの競争促進的な措置が導入されたのである。

このようにビッグ・バンによる改革は、戦後のGHQ による金融・証券改革、あるいは証券恐慌後の改革に匹敵する、むしろそれを凌駕する大改革といつてよい。僅か50年の間にこれほど変転する改革が、反復して行われた業界は、おそらく他に例はないように思う。しかし、反面、戦後証券市場に対して、よくここまでやってきた、あるいはよくここまでやっていると評価する人がほとんどいないのも不思議なことである。

お断りしておくが、何も私は戦後の証券市場に不公正な取引や投機的な行動が全くなかったとか、少なかったなどと主張しているわけではない。証券業は証券市場の担い手として、市場の健全な運営と発展に対する第一義的な責任を負っている機関であるが、証券業が金銭を扱うものである以上、そこには、当然、投機や、いわゆる利益相反的行為、あるいは詐欺横領といった類の証券取引に伴う本来的な不公正取引が存在し易いし、また、誤解を伴い易いことはいうまでもない。現に多くの例がみられる。しかし、本来、市場とは、そうした問題が生じ易

いところだから排除する、あるいは嫌悪するという性格のものではなく、その存在を前提として容認し、健全な市場や運営のあり方を模索、構築しなければならないところである。さもないければ市場は死んでしまい、ひいては経済社会にさまざまな困難を招くおそれが生じよう。市場の暴力を抑えるのあまり、市場を逼塞させてしまっては、いわゆる「角を矯めて牛を殺す」の弊に陥ることになる。公的規制と並んで自主規制が重視され、取引に関するさまざまなルールや厳格なコンプライアンス機能の充実が重要とされるのは、こうしたところに所以があるであろう。

ところが戦後における証券市場に対する悪評の多くには、自由市場である証券市場と戦時中・戦後と培われてきた管理統制色の濃いわが国独特の間接金融優位の金融システムとの性格的なギャップ、銀行サイドにおける無理解と証券業に対する競合意識、行政の不慣れと経済運営におけるリスク回避思考、それから来る預金者保護観念と投資者保護観念の混淆⁹⁾、証券投資の未熟、さらには戦前からの伝統的な証券市場軽視（蔑視）感などが根底に存在しているように思える。むしろ、そうした歪な観念の存在が市場型金融システムへの転換や市場のさまざまな動向への習熟・対応を遅らせる一方、証券業に従事する人々から、自らの職業に対する誇りや自尊の精神を奪い、かえって証券市場の健全な発展を損なってきたように思えてならない¹⁰⁾。わが国の金融・資本市場が世界の三極市場の一つとしてまで評価された後になっても、こうした意識が強く残っていたことこそが問題なのである。

今日、直接金融への転換は日本経済として重要と主張されている。しかし、これまでわが国

では証券市場について未発達・投機的で不健全という観念を、必要以上に植えつけてきたから、市場型金融システムへの転換と定着には、多くの時間を要する事になるのかもしれない。戦時中、戦後と間接金融の優位が長く続いた結果、わが国では、あまりに内向きで画一的な金融システムが何時の間にか根深く形成されてしまったようである。

結びにかえて

これまでみてきたように、戦後日本の証券市場が未発達であり、投機的であるとする見解の根底には、わが国証券市場をめぐるさまざまな環境諸条件が存在している。もちろん証券会社のビヘイビアーにも多くの問題があったことも大きな要因の一つであるが、本来自由な市場を、あまりに一定の枠組みのなかに押し込めて理解しようとしてきたことにも、大きな理由があるように思える。

繰り返すことになるが、戦後のわが国証券市場は僅か半世紀ばかりの間に数回もの大改革を経験し、さらに今、日本版ビッグ・バンが進行中である。もちろん優れた市場には、優れた規制や慣行が必要とされる。しかし、こうした改革が、何度も繰り返され、それが恰も当然のことのように一般に意識されがちなのは、これまで行政も学界も（そして業界自体ですらも）、何か一種のマインド・コントロール（あるいは呪縛）にかかっているかのように、日本の証券市場は明治創業以来、投機的・未発達であり、不健全な市場と考え続け、言い続けてきたことに起因するように思えてならない。

わが国の場合、行政も学界も、これまで銀行機能をあまりに重視し過ぎてきた。それに拘泥

したことが、銀行の行政依存の高まり、不良債権の累積、経営の自己規律の喪失という結果を生み、長引く不況とビッグ・バンを招くことになったのである。特に最近のわが国銀行には、当事者能力すら欠けているように見える。

他方、日本の証券市場といえば、これまであまりに不幸な歴史を背負わされ、すっかり萎縮してしまっただけに思える。もともとは、何も証券市場だけが未発達であったからではなく、実はわが国金融の全般が歪だったことにも起因しているのだが、それだけに証券市場が活力を回復し、本来の機能を取り戻すには、今後、相当な時間を必要とするのかもしれない。

かりに、このままで推移すれば、社会の重要な公器であり、国家の貴重な財産でもある証券市場を、国民が自らの手によって損ない、やがては世界第1位の資本輸出国、対外純資産保有国である日本の資本市場が、単なる東アジアの1ローカルマーケットに墮すおそれすらある。

ところで現在、世界的な 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）の進展を受け、証券業自体、装置産業化が急速に進んでいるし、先物・オプション取引の導入、エクイティ・ファイナンスの発展、海外市場との交流の活発化など、変化は急ピッチで広範囲に及んでいる。

おそらく21世紀には、欧州連合（EU）圏、米州圏、アジア・太平洋圏の諸国市場との接触や交流は一層進展しよう。発達した多様な機関投資家が、グローバルな取引を活発に行う一方、証券会社の24時間取引体制は発展し、各国

市場の同質化や一体化が進む一方、市場と市場との間の競争（市場間競争）は激化することになる。証券取引所間の連携・統合をはじめ、制度・慣行の国際的調和、証券種類の多様化や取引手法の高度化・複雑化の進展が予想されよう。

わが国証券市場としての今後の方策の基本は、いずれにせよ競争制限的規制を緩和し、透明性、公正性、信頼性、効率性に富む市場を形成するための制度的基盤の整備につきよう。同時にこれからの金融機関や証券会社が必要とするものは、伝統的な株式・債券の発行・流通業務や資本力の拡充といった量的側面ばかりでなく、新商品・サービスの開発やデリバティブ等の新金融技法への習熟といった質的側面の充実である。このためにはビッグ・バンが基本とする自由で活発な競争の推進と併せて、新たな事態に則した業法・商法など金融・証券関係法制の整備や税制、会計基準、あるいは資金や証券の取引・決済システム、さらには通信・情報面など広い意味でのインフラ整備が今後の重要な課題となる。

新しい時代の要請に対応する日本の証券市場造りは今、始まったばかりである。21世紀の早々には、再構築されたわが国証券市場が再び世界の資本市場として、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。

注

- 1) 戦後、GHQ（占領軍総司令部）によって推進された金融・証券改革は、
 - ①金融システムの中核に証券市場をおくとともに、銀行・証券分離を明文化し、長期専門金融機関は廃止する
 - ②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
 - ③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）と自主規制（証券取引所・証券業協会）の併用による証券規制・監督方式を導入するを骨子としたものである。

終戦時のわが国証券市場は、日本証券取引所法の他、有価証券引受業法、有価証券割賦販売業法、有価証券業取締法によって規制されていた。戦後の金融制度のあり方を検討すべく設けられた第一次、第二次の金融制度調査会でも、戦前からの懸案であった会員組織取引所への移行等が取上げられたが、占領軍の意向もあり、結局は米国の1933年証券法と1934年証券取引所法に範をとり、証券関係の統一法として制定されたのが、この証券取引法である。それは従来のわが国証券取引システムの枠組みを大きく破る大改革であった。

しかし昭和22年に制定された、いわゆる22年証券取引法は、「証券取引委員会」の関係条文を除き実施されず、翌23年5月に全面改正され、新たに65条（金融機関の証券業務禁止）など重要な幾つかの項目が追加されることになった。このため23年法が最初に制定された証券取引法といわれている。なお、同法の施行に伴い、日本証券取引所法など前記の諸法は廃止された。

なお、拙稿「わが国における間接金融システムの形成過程」日本証券経済研究所『証券経済研究』No. 8, [1997. 7] も併せ参照されたい。

- 2) 昭和12年の臨時資金調整法の制定によって始まった戦時金融統制の進展に伴い、わが国の金融システムは大きく変容することになる。

高度国防国家の建設、軽工業から重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、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。

興銀や大都市銀行への資金集中、全国金融統制会による資金統制の強化、1県1行体制の推進、軍需会社指定金融機関制度の実施、さらには昭2銀行法による銀行行政の強化に裏付けされて、間接金融システムの優位性が次第に築かれることになっていく。

他方、証券市場面では「会社利益配当制限令」や「軍需会社法」による配当の制限、株主権限の縮小など政府の全面統制の下に沈滞を続けることになる。

- 3) よく知られているように昭和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、銀行は機会あるごとに証券業務への参入を主張してきた。このことは、いわゆる証券取引法第65条問題、あるいは銀行・証券垣根論争といわれ、銀行界・証券界の間で多くの論争が行われてきたが、その基本には、戦後金融システムのあり方に関する銀行・証券両業界の考え方の相違があったと考えてよい。

それは、一方では戦時金融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、他方は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。

昭和56年の新銀行法制定で、銀行法上、初めて公共債

証券業務に関する規定が明文化されて以降、銀行の証券関連業務は漸次拡がりをみせ、平成10年の金融システム改革法では、銀行等の金融機関本体での証券業務は禁止されているものの、投資信託販売（窓口販売）業務が認められることになった。しかし、これらは例外的（本来証券業務はリスクが大きい、銀行にリスクが少なく、かつ、顧客の利益が合致するもの）なものとされ、制定当初からの銀行・証券分離原則の基本は変わらずに維持されている。

- 4) 戦前のわが国金融システムでは、企業金融の多くは、株式・社債の証券形態によって調達されていたし、コーポレート・ガバナンスも株主によって運営されていたなど、まさにオーソドックスな資本主義経済の基盤の上に成立していたといつてよい。

しばしば恐慌に襲われたものの、資本の移動も貿易も全く自由だったし、銀行や証券業者の参入や退出も自由で、金利も自由に決定され、変動した。銀行の産業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。

一般的に戦前の銀行は、小規模のものが多く、如何にそれを整備するかが大きな課題だった。こうしたなかで、政府は大正期に入り、本格的な銀行規制システムの構築に取り組むことになる。昭和2年に銀行法が制定されるが、その中で「銀行整理の進捗ヲ図ルコト」が法制定の趣旨の一つに掲げられることになった。最低資本金の引き上げ、弱小銀行の整理統合を進めるなど銀行合同推進の方針が真正面から取り上げられ、また、「成ルベク法律ヲ以テ之ヲ束縛スルノ方針ヲ避ケ、之ニ代フルニ機宜ニ適シ且ツ寛嚴其宜シキヲ得ル行政上ノ運用ニ俟ツコトトシ」（金融制度調査会準備委員会臨時委員の答申）として、行政の強化が打ち出されることになった。

銀行法制定の結果、銀行数は昭和3年1月1日の1,283行から、昭和7年末538行となったが、さらに昭和11年から1県1行主義が強力に推進されて、昭和20年末には、僅か61行（都銀8行、地銀53行）と20年間に95%もの銀行が整理されることになった。

- 5) いわゆる「コーポレート・ガバナンス」とは、企業内外の利害の調整など「企業経営を適切に維持・管理するためのチェック・アンド・バランス機構」である。これは株主が果たすべき機能といわれ、わが国では戦前は株主によるガバナンスが支配的であった。しかし、戦時中・戦後と間接金融が発展するなかで経営者・従業員の地位向上は、反面、株主を弱体化し、それは次第に企業の統治構造のなかで劣位に置かれることになった。とくに戦時中に生まれた軍需融資指定金融機関制度は、戦後、いわゆるメイン・バンク制へと発展し、コーポレート・ガバナンス上、重要な地位を占めることになった。金融機関にとっても融資資金の確実な回収や新規融資の実行、役員の派遣等のためには、取引先企業と長期に密接な協力関係を結び、当該企業の経営状況を把握し、あるいは企業が必要とする情報を提供して、経営を支援する方が好都合である。こうしたなかで経営者はよほどの経営不振に陥らない限り、経営責任を問われないシステムが次第に定着化し、人事や決算書類の承認という株主総

会の機能は形骸化することになった。こうしたメイン・バンク制のメカニズムが、株式市場でよく噂された株主軽視論や証券市場蔑視論の根底にあるように思える。

なお、コーポレート・ガバナンスで株主が果たすべきとされる役割は、本来、株主が企業への資本提供者として、当該企業経営の最終責任を負う主体であるところから生じている。最近のコーポレート・ガバナンスでは、ステークホルダー（利害関係者）の役割を重視する考えが強いが、彼等は、企業が経営上配慮すべき意見や利害をもつ個人ないしは集団であっても、当該企業に対する資本提供者でもなければ、まして経営の最終責任を負うわけでもない。この考えは、経営上重視ないし尊重することと、経営責任を負うことを同一視しているように思えるが、経営上の判断は、経営責任を負うものに最終的に帰着すべきものであろう。

- 6) 日本経済新聞は社説で、わが国戦後の金融を「金融社会主義」とまで言いきっている（『日本経済新聞』平11.12.6）
- 7) 自らの経営すら十分律することができない銀行が、メインバンクとして企業経営を律することができるのかには疑問が多い。戦後の経済発展に対して、大きく貢献したのは、企業の旺盛な設備投資意欲であり、銀行は、そうした企業に対し、資金を単に配分していただけという考え方もできる。しかも、戦後は、政府の経済計画等で今後重要となる産業部門は明確にされるから、それらの産業部門に対する融資は、特に大きなリスクを負担するわけでもない。戦後の銀行政策は、銀行破綻からくる損失を回避する効果はあったにせよ、経済の発展を促進するだけの効果があったかには問題が残る。
- 8) 戦前のわが国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が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った営利組織であったことや当該取引所の株式を上場して取引の活発化を図ったことも当期を助長するものとして批判された。

しかし戦前の取引仕法である定期（清算）取引とは、今でいえば先物取引であり、現在、世界で先物取引所を開設している国も多い。また、ロンドン証券取引所はビッグ・バンで株式会社組織に改組したし、オーストラリアなど各国の証券取引所でも、株式会社組織を導入する例は少なくない。わが国でも平成12年5月の証券取引法改正で、会員組織の他に株式会社組織の証券取引所も認められることになり、これに対応して大阪証券取引所では平成13年4月、東京証券取引所は同年11月に、それぞれ会員組織から株式会社組織に移行した。

もともと明治・大正期のわが国では金融全般が未発達な状態にあったし、株式仲買人と同様、銀行倒産も頻繁であった。しかし、こうしたわが国戦前の証券市場観の形成には、当時の「先進国に追いつけ、追い越せ」思考からくる近代化の推進と現実とのギャップからの焦り、あるいは生産の重視、勤儉貯蓄の推進に対する強い社会的指向などからくる、いわば証券市場蔑視観ともいうべき

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、これがさらに蔑視感を助長したようである。

当時は欧米システムに対する尊崇が極めて強い時代でもあったから、当時の要路の当事者からすれば、銀行制度は欧米を範としてつくったものだが、株式取引所の定期（清算）取引制度は、大阪堂島の米穀取引所で発達した帳合米取引を取り入れたもので、いわば純日本産である。だから、株式市場が投機的なのは、このようにもともとが日本的な、旧態依然としたものを取り入れたことに淵源があるとして、欧米の（優れた）制度を導入して改革する必要があると考えた人が多かったのかもしれない（要するに欧米先進国の市場はすべてうまく動いているという発想である。しかしこうした考えは、今日でもわが国に強く残っている）。事実、明治11年に株式取引所が発足後、明治20年に取引所の組織を株式会社から会員組織に改め、投機取引本位の取引システムから実物取引本位への転換を構想した「プール条例」が制定されたが、結局実現をみず、代わって明治26年に「取引所法」＝同法は会員組織と株式会社組織の双方を認め、商品取引所も規制、昭和18年の日本証券取引所法まで証券市場の基本法となる＝が制定されることになった。しかし取引所改革はこれに止まらず明治35年には、地方取引所淘汰、投機抑制を目的とした、いわゆる「取引所打壊令」が發布されるが、これも否認されて、提案者である農商務大臣の辞任で決着をみることになった。

しかし、こうした証券市場観が戦時金融統制の基盤となって、間接金融重視の金融システムが築かれ、軍需産業への資金配分が推進される一方、戦後もそうした手法や思考が受け継がれ、今日に至っているように思える。

- 9) 預金者保護と投資者保護は、しばしば混淆して理解されるが、投資者保護とは、預金者保護のように投資元本の保全を保証するものではなく、また、投資の勧誘に当たって、損益をあらかじめ約束したり、保証するものでもない。

証券会社は、銀行等の金融機関のように集めた資金をその金融機関が自らの判断と責任で管理運用し、得た果実を利子等の形で資金の供給者（預金者）に還元するというのではなく、資金の供給者（投資者）のために証券投資に関する各種の情報提供、勧誘行為等を行うもので、証券を取得する判断と責任は全て供給者に帰属することになる。

このため、銀行等の金融機関については、個別の機関の信用や経営の健全性が重視されるが、証券市場では、取引の自由と透明性を確保するためのディスクロージャー制度や不正な市場取引を禁止するための措置やルールが重視されることになる。

- 10) バブル崩壊後に政府主導により、年金や簡保の資金を使って頻繁に行われたという PKO（price keeping operation＝価格維持活動、peace keeping operation＝平和維持活動をもじって使われた）による株価の維持は、その典型的な行為といえるのかもしれない。当然、多くの意見があってよいはずの問題なのだが、それに対しては、最近でこそ次第に批判が高まってきているもの

の、当初の頃は、新聞に巷の声として若干の報道が掲載される程度で、政府部内や大蔵省、日本銀行等からは、全く批判は出なかったといっただけ。

往々、株価が低迷すると証券会社の責任が追求される場合が多いが、これも株価は証券会社が操作しているという発想からくるものであろう。

また、小泉首相は、閣僚が在任期間中に株式等の有価証券の取引の自粛を申し合わせていることについて、「政治家や役人が株を持てはいけないという否定はどうだろうという意見（閣僚懇談会で＝筆者）が出たから、それは 検討してください……」と解禁を検討する考えを表明し、福田官房長官も「もっと広く国民の方々に株になじんでいただくという趣旨だ。透明性が確保されているという前提なら、私もいいのではないかと思

う」と解禁に理解を示した旨が報道され（『日本経済新聞』平13.11.28）ている。ところがその直後の新聞には、野中元自民党幹事長、河野元外相が反対である旨が報道されているが、もともと、こうした度を越した規制が恰も当然のこととして現実に行われていること自体が問題であることに加えて、その解禁について、一国の総理や官房長官の発言や政界の有力者の意見までが報道されるということ自体が、わが国における証券市場、とくに株式についての理解度を示している好例であろう。

かりに戦後金融・証券改革当時の考えで、今日に至っているとするなら、さまざまな困難はあったにせよ、半世紀余の時を経て、証券取引システムや取引のルールは十分定着し、成熟した運営が可能となっていたかもしれない。

〔付表〕

1. 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（昭18に日本証券取引所法が制定され、分離） (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 (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） (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 (e) 取引所及びその仲買人は免許制 (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 (g) 発行市場に関しては銀行・証券・信託会社が社債の元引受に参入していたが、銀行、信託の流通市場での活動は不活発、株式については発行・流通ともに参入せず (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 (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） (j) 企業金融は株式・社債が中心 (k) 監督官庁は、取引所創設の一時期を除き商工省（農商務省＝現在の通商産業省）、昭和16年に金融行政の一本化で大蔵省に移管	(a) 取引所取引は実物取引とする (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（昭60以降、様々の先物取引制度が導入） (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) 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（平4改正により限定条件つきで、銀行・証券・信託の相互参入） (e) 株式売買委託手数料は取引所が定め、また、取引所上場証券については、当該取引所に取引を集中（いずれもビッグバンで廃止）し、時間優先、顧客優先の原則の上に取引を執行する (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) 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) 証券取引所は会員組織（平12改正で株式会社組織も導入）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）の名称が用いられ、登録制（後に免許制）となる（ビッグバンで再び登録制が採用） (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) 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〕西條信弘「戦前・戦後の証券取引システム」日本証券経済研究所『証券研究』第114号〔1996. 2〕を一部修正

2. 証券取引法の主要改正点

- ・昭和22年制定＝発行届出，証券取引委員会，会員組織取引所，証券業免許制
 - ・昭和23年制定＝公募届出，不公正取引の禁止，証券業登録制，銀行・証券分離
 - ・昭和25年改正＝最低資本金制度の導入，証券記事の取締り
 - ・昭和27年改正＝証券取引委員会を廃止し，証券取引審議会を設置
 - ・昭和28年改正＝信用取引制度の整備，証券業者を株式会社に限る，証券取引所を登録制から免許制へ
 - ・昭和29年改正＝有利買付等の表示禁止
 - ・昭和30年改正＝証券金融会社の免許制
 - ・昭和40年改正＝証券会社を登録制から免許制へ，外務員の登録制導入，禁止行為の新設
 - ・昭和46年改正＝ディスクロージャー制度の強化，外国証券会社法制定
 - ・昭和56年改正＝銀行の窓販・ディーリング参入への対応
 - ・昭和60年改正＝国債の先物取引導入
 - ・昭和63年改正＝証券先物・オプション制度の導入，ディスクロージャー制度の簡素化，インサイダー取引規制の整備
 - ・平成2年改正＝5%ルールの導入，株式公開買付制度の改正
 - ・平成3年改正＝損失補填行為の禁止，証券会社における一任勘定の禁止
 - ・平成4年改正＝公正取引確保規制の充実，証券取引等監視委員会の設置
 - ・平成4年改正＝銀行・証券の相互参入，有価証券概念の拡大，公募概念の整備及び私募規制の整備
- 〔金融制度改革法〕
- ・平成6年改正＝自己株取得規制緩和に伴う改正（公開買付け，内部者取引）
 - ・平成9年改正＝ストックオプション制度の導入，株式消却特例法の制定に伴う改正
 - ・平成9年改正＝企業不祥事等に伴う罰則の強化
 - ・平成9年改正＝持株会社の設立等の禁止解除に伴う改正
 - ・平成9年改正＝金融監督庁設置法の制定に伴う改正
 - ・平成10年改正＝定義規定（有価証券，引受人，証券業等）の見直し，少額募集の導入，証券会社を免許制から登録制へ，株式売買委託手数料の自由化，店頭売買有価証券市場を取引所有有価証券市場と同格化，公正取引ルールの整備，金融持株会社の解禁に伴う整備
 - ・平成12年改正＝証券取引所等組織の株式会社化，企業内容等の開示制度の電子化
- 〔金融インフラ3法〕

〔出所〕西條信弘「証券市場の基礎知識」21頁（日本証券業協会編『証券外務員必携』第3巻，平13.4.1）。

3. 証取法主要規定新旧対比 (昭和40年改正)

		新 (免許制)	旧 (登録制)
免許制の採用	営業開始	1. 免許 …28条 2. 免許の種類 …28条 ① 有価証券の売買 ② 有価証券の売買の媒介、取次および代理ならびに有価証券市場における売買取引の委託の媒介、取次および代理 ③ 有価証券の引受および売出し ④ 有価証券の募集および売出しの取扱い	1. 登録 …28条 (法定要件を具備しているときは、自動的に登録され、営業を行うことができる) 1. 欠格理由…31条・35条 ① 株式会社でないもの ② 政令で定める資本の額に満たない会社 ③ 正味資産が政令で定める資本の額の100分の90未満の会社 ④ 商号に証券という文字を使用しない会社 ⑤ 誤認のおそれのある会社 ⑥ 登録取消後5年を経過しない会社 ⑦ 裁判所の禁止・停止命令を受け1年を経過しない会社 ⑧ 役員中に破産者等がある会社 ⑨ 登録申請書または添付書類の主要事項に虚偽の記載または重要事実の記載もれがあったとき ⑩ 負債倍率超過のとき
	資格要件	1. 免許の条件 (公益または投資者保護のため必要な最少限度) …29条 2. 免許基準 …31条 ① 財産的基礎と収支見込み ② 経営能力と社会的信用 ③ 国民経済上および地域経済上の合理性 3. 欠格理由 …32条 ① 政令で定める資本の額に満たない会社 ② 証取法により罰金刑を受け5年を経過しない会社 ③ 免許取消後5年を経過しない会社 ④ 役員中に破産者等がある会社	
監督規定の整備	商変号の更	認可 …33条	登録変更 …32条
	業方変法務の更	認可 …33条	なし
	増減資	認可 …33条	登録変更 …32条 (ただし、通ちょうにより事前に計画書提出)
	店設置舗等	認可 …33条	登録変更 …32条 (ただし、通ちょうにより事前に計画書提出)
	合併	認可 …34条	届出 …62条
	廃解業散	認可 …34条	届出 …62条
	兼業	承認 …43条 (ただし、有価証券に関する業務で、公益または投資者保護上、支障を生じないと認められるものについて承認されるほか、建前として証券業者は証券業務以外の業務をいとめない)	承認 …43条 (ただし、兼業により、支払能力の薄弱など、投資者保護におけるおそれのある場合のほかは建前として、承認される)
是正保全命令		1. 業務方法の変更 } …54条 2. 業務の停止 } 3. 財産の供託その他 } ① 負債倍率超過のとき ② 金銭・有価証券の借入等が健全性の基準に反したとき ③ その他業務・財産の状況に関し、是正の必要が認められたとき	1. 過当・不健全取引の停止 2. 過当・不健全借入の停止・返還 …55条の2 3. 不良資産の償却 (公益または投資者保護のため必要、かつ、適当と認められたとき)
		1. 免許欠格理由の特定事項に該当することとなったとき 2. 法令・行政処分・免許条件に違反したとき 3. 支払不能のおそれのあるとき } …35条	1. 営業停止・不開始のとき …38条 ① 登録取消 2. 欠格・不正登録のとき …39条 ① 登録取消 3. 負債倍率超過のとき …40条 ① 営業停止 ② 登録取消

		新（免許制）	旧（登録制）
	処 分	① 免許取消 ② 業務の停止 ③ 役員解任 4. 是正保全命令 ……54条 ① 業務方法の変更 ② 業務の停止 ③ 財産の供託その他	4. 支払能力薄弱またはそのおそれのあるとき ……57条 ① 営業停止 ② 登録取消 5. 法令・行政処分に違反したとき ……59条 ① 登録取消 ② 営業停止 ③ 役員解任
証 券 業 者 の 営 業 態 度 ・ 経 営 基 盤 等	営 業 態 度	1. 常勤役員の兼務認可 ……42条 2. 役職員の禁止行為 ……50条 ① 株式その他価格の変動する有価証券について価格が騰貴・下落することの断定的判断を提供して勧誘する行為 ② 損失補償を約して勧誘する行為 ③ その他投資者保護に欠ける行為または取引の公正を阻害し、もしくは信用を失墜させる行為 3. その他（旧法における1. 3. および5. 以外の規定は新法でも適用される）	1. 無登録営業所における営業の禁止 ……30条の2 2. 商号の制限 ……41条の2（新41条） 3. 標識の掲示 ……42条 4. 名義貸の禁止 ……43条の2（新44条） 5. 賠償責任 ……44条 6. 社債募集の受託の禁止 ……45条 7. 取引相手方の明示 ……46条 8. 吞行為の禁止 ……47条・129条 9. 売買報告書の交付 ……48条 10. 信用取引等の場合の金銭の預託 ……49条 11. 証券の貸入・貸付等の制限 ……51条 12. 不正取引の禁止 ……58条 13. 引受人の信用供与の制限 ……61条 14. 仮装売買、相場操縦の禁止および安定操作の制限 ……125条 15. 上記行為による賠償責任 ……126条 16. 自己計算取引売買一任勘定取引および過当数量取引の制限 ……127条 17. 空売りおよび逆指値注文の制限 ……133条 （*印は証券業者であると一般人であることを問わず適用される）
	外 務 員	1. 登 録 ……62条 2. 責任の帰属 ……64条 3. 登録の取消・職務の停止 ……64条の3	1. 届 出 ……56条
	準 備 金	1. 利益準備金 ……56条 2. 売買損失準備金 ……57条 3. 証券取引責任準備金 ……57条の2	な し

（注）（ ）書きは筆者
〔出所〕高橋亀吉監修，日本証券経済研究所編『日本の資本市場』148頁-149頁

4. 「金融システム改革法」の主な項目

1. 資産運用手段の充実 「投資家の外様化するニーズ」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。	(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
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、参入の促進を始める。」	(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）
3. 多様な市場と資金調達のチャンネルの整備 「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の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。」	(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
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。」	(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」、「保険契約者保護機構」の創設

(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。

2) 大蔵省資料による。

〔出所〕西條信弘「日本版ビッグ・バンと証券市場」日本証券経済研究所『証券経済研究』第19号 [1999.5]

5-1 平成4年金融制度改革法の骨子

- ①銀行等の金融機関、証券会社は子会社形態を通じて相互に他業務分野に参入を認める（業態別子会社方式）、

②長期信用銀行、外国為替銀行の普通銀行への転換、合併を認め、また、相互銀行法を廃止するなど、我が国独特の専門金融機関制度を見直す、

③有価証券の定義を整備し、CP、CARDS（海外の金融機関等の金銭債権を信託商品化したもの）、住宅ローン債権信託の受益権などを証券取引法上の有価証券と位置付け、これら証券化関連商品については証券会社、銀行等が取り扱えるようにする、

④公募、私募の概念を明確化し、人数基準に投資者の属性（機関投資家等）を導入する、また、私募の取扱いを証券業務とするとともに銀行等の金融機関も取扱いを行えるようにする等を骨子としたものである。

（注） 1）業態別子会社方式による相互参入に際して、親子関係を利用した取引等によって生じる恐れのある弊害を防止するため、証券取引法では3項目（役員等の兼任の禁止等）、また大蔵省令では11項目（共同訪問の禁止等）の弊害防止措置（いわゆるファイアー・ウォール）が設けられていた（平成11年4月に規制緩和が講じられた）。

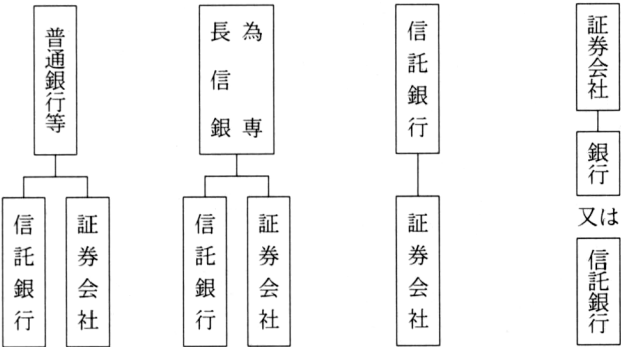
2）また、相互参入は、現在株式市場が不振を続けていることから、既存証券会社の経営に悪影響がないよう漸進的に進めるものとされ、証券子会社の業務範囲については、当初は直ちに証券業務のすべてが行えるのではなく、①株券の発行業務及び流通業務、②エクイティもの（転換社債券、新株引受権付社債権、新株引受権証券）の流通業務、③株価指数先物取引及び株価指数オプション取引の諸業務は、当分の間、除外されることになっていた。

3）これらの制限は97年度下期以降、徐々に解除されてきたが、平成10年の「金融システム改革法」の制定により99年下期には法律にもとづく業務制限である証券子会社の株式ブローカー業務の禁止も解除され、競争条件上、既存の証券会社と同一の土俵の上に立つことになった。

〔出所〕 西條信弘「証券市場の基礎知識」24頁（日本証券業協会編『証券外務員必携』第3巻、平13.4.1）

5-2 業態別子会社方式（平4、6現在）

(1) 業態別子会社は、銀行子会社、信託銀行子会社、証券子会社を基本とし、具体的には、各業態別に下のとおりとなる。



(2) 業態別子会社の業務範囲

- ① 業態間の幅広い相互参入を図る観点から、各業態別子会社の業務範囲は法制上それぞれの子会社に関する業法において認められるすべての業務とする。
- ② 各業態別子会社の業務範囲については、上記の考え方を原則とするが、新しい制度の当初においては、各金融機関が公平な条件の下で競争が行えること等金融秩序の維持の観点から、各業態別子会社の当初の業務範囲に必要最低限の制約を加えるのはやむを得ず、その後、段階的に拡大し、できるだけ早期に各業法で認められているすべての業務とする。

（出所） 大蔵省

（日本大学大学院商学研究科講師）