

91-J-11

金融制度改革

—批判的概観—

貝塚啓明
(東京大学経済学部)

1991年10月

この論文はやや簡略化された形で、貝塚啓明・池尾和人編『金融理論と制度改革』
(『シリーズ現代金融』第2巻第9章、有斐閣 近刊)として出版される予定である。

金融制度改革

— 批判的概観 —

貝塚 啓明

はじめに

現在の金融制度は、多かれ少なかれ1930年代の大恐慌の際に大きな変更が加えられ今日に至っているといつてよい。この点は、アメリカの場合がもっともはっきりしているが、その他の国々でもアメリカの事例を念頭においてきたことは確かであろう。日本の場合には、第二次世界大戦という中断期があり、その後アメリカによる統治があったから、アメリカの制度に日本の制度が近づけられたという側面があり、この点では、アメリカの金融制度が与えた影響は大きい。

具体的にいえば、金利規制、銀行業務と証券業務との兼業禁止、預金保険制度、SECなどが、1930年代に相次いでアメリカの金融システムのなかに組み込まれたのである。日本の場合には、その採用の理由はアメリカと異なるとはいえ、形の上では同じような方向をとったのである。アメリカの場合には、1980年代始めに預金金利の完全自由化が実行に移され、現在では預金保険が大幅な資金不足により抜本的な改革が必要となり、また、銀行業と証券業の相互乗り入れも実質的には進行し、グラス・スティーガル法の改正を検討されつつある。

この章では日本の制度改革を幅広い視点から、その経過をたどり、その目標がどのようなものであり、その主たる争点は何であり、残された課題がどこにあるかを検討したい。最近の証券界の不祥事に典型的にみられるように、金融界に対する社会的な批判が高まっていることを考えるならば、制度改革を広い視野から批判的な論点をも含めて概観することが重要であろう。この章もできるかぎりこのような立場から議論を展開することにしたい。

1. 制度改革の背景

(1) 制度改革とは――言葉の定義

制度改革という言葉は、日本では金融制度改革を指し、銀行制度、あるいは金融機関や証券会社を含む金融業を営む企業が行う業務の制度的枠組を指すと考えられることが多い。確かに専門銀行制度をとるか否か、銀行業が証券業務を行えるか否か、証券会社が外国為替業務を行えるか否かなどの問題は金融機関の制度的枠組を決めるポイントになることは確かであろう。しかし、金融業が活動しているシステムとして証券市場あるいは資本市場（公社債市場と株式市場）がその機能を的確に果たしていることは、この市場において活動する金融業の在り方と並んで重要な視点であり、制度問題は、この視点からの適否のチェックを受ける必要がある。本年5月末から6月始めにまとまった金融制度調査会（金制調）、証券取引審議会（証取審）とにおける報告書は、あとでその概要が説明されるが、とりあえずの制度改革の方向を示した内容のものである。前者（金制調）は金融機関の業務の在り方という視点から、後者（証取審）は、一応資本市場の機能という視点から見たものであり、制度改革は、この二つの視点から接近し、その解決を求めるべき性質のものである。

制度改革については、さらに金融市場における競争条件のあり方が深く関連していることにも留意が必要であろう。ここで競争条件というのは、金利の決定が競争的に決定されているか否かの条件である。すでに説明した証券市場における価格は、取引所におけるオープンな市場において時々刻々需要と供給によって決定される市場取引における市場価格である。これに対し、金融市場における取引は、相対取引であるか、相対取引的要素が入り、その価格（金利）が決まることが多い。たとえば、1,000万円以上の定期預金の場合には、金融機関の店頭標示の金利に多少のプラスが預金者と金融機関との間の交渉で決定され、その金利は金融機関間でいくらかの違いがある。企業や個人が資金を借入しようとするときの貸出の金利についてもほぼ同じことがいえる。証券業務についても、発行市場における社債等の発行条件（発行金利）なども似たような形で決まる。これらの金融市場における金利が競争的に決定されるということは、それぞれの需要者側と供給者側との状況を反映しながら多様な形で決まることに他ならない。他方、これらの金利が規制されるということは、預金金利については最高金利が、貸出金利

についても最高金利が設定されるということである。通常このような規制金利は需要・供給で決まる金利よりも低利に設定されるので、規制された金利（特に預金金利）は均一な水準になり易い。また多くの場合、このような規制金利は、結果的にカルテルによって設定されたと同じ役割を果たすこととなり、銀行業に超過利潤をもたらす易い。金利の自由化とは、このような規制金利の自由化を指すのであり、条件を左右する重要な制度的条件である。そこで以下では、金利の自由化をも視野に入れて制度改革を跡づけることにしたい。

（２）制度改革を促進する諸要因

制度改革を促進する要因は、多様であるがここではまず基本的な要因に分けて挙げてみることにし、金利の自由化と業務の自由化との相互関係を説明しておきたい。

a) 基本的要因

制度改革をうながす第1の要因は、金融業に関連する技術革新の進行である。よく知られているように1980年代に入ってから通信情報革命が主として電算機システムや通信回線を中心に進行した。大量の情報処理、即時的な通信、複雑な計算処理などによって、金融取引の国際性が高まり、また金融新商品の開発が容易になった。その結果、従来は小口投資家に販売できないような商品が仕組めるようになった。このような新商品の場合、それが有価証券に当たるのかどうか、いかえるならば証券業務に当たるのかどうかそれほど判然としないことが生じうる。たとえば、従来ローン（貸付）として市場性をもたなかった資産が分割されて小口投資家へ分売され、また市場性をもつことが生じうる。この種の業務は、証券業務なのか銀行業務なのか、簡単に線を引くことはできない。従来の金融制度における業務分野規制は、このような金融革新が進行する世界では現実にはなくなってきており、金融制度の見直しが必要となる。

第2の要因は、金融のグローバル化である。金融のグローバル化とは、世界的に金融取引が一体化した状況を指している。このような状況は、1980年代に入ってから徐々に進行したもので、金融の規制と関係の深い外国為替取引の規制廃止（自由化）によって資本移動の自由化が達成されたからである。端的にいうならば、わずかの金利差があれば、先物によってヘッジされている限り高い金利を求

めて資金が移動する状況である。アメリカは元来基軸通貨国であり、資本移動は自由であったが、1970年代末にはイギリスが資本移動を完全自由化し内外資本市場を一体化させた。その後、日本も1980年代始めに、日米円ドル委員会におけるアメリカ側の要求を受け入れて、ロンドンを中心とする自由市場であるユーロ円市場との資金移動を自由化し、この点では資金移動面では自由化が達成された。その後、ECの統合化のプロセスと合わせて、ヨーロッパ大陸諸国内の主要国が資本移動を自由化し、金融的に統合を目指す1992年末には域内ではよほどの例外を除いて資本移動に関する規制が廃止されることになっている。

金融のグローバル化が制度改革を進める原因になるというのは、次のような関係があるからである。グローバル化の進行は、資金が国際間を（特に先進国間を）自由に移動しうることを意味するが、この場合、各国内の金融についての規制の差異は依然として残るから、外国の投資家や金融取引を利用する企業からみて、どの市場が便利であるか、あるいは不便であるかという差異は残ることになる。各国の金融業は外国の投資家やその他の顧客を引き寄せたいと考えるのは当然であるから、自国の規制が制約を課すのは好まないことになり、規制の緩和や撤廃を望むことになる。第 章でふれられるであろうイギリスの制度改革であるビッグ・バンが実現したのも、イギリスの証券取引所を国際的にみて魅力あるものとして投資家に広く利用してもらおうという動機が強かったからである。そしてこのような傾向は、他国にも波及する。いいかえるならば、各国の規制当局は、競争して規制を緩和するという状況が発生しうるのである。もっともわかり易い例は、日本の証券取引法やグラス・スティーガル法が規定している銀行業務と証券業務の兼業禁止である。たとえば伝統的に二つの業務の兼業を認めてきた、ユニバーサル・バンキングをとってきたドイツの銀行にとっては、東京やニューヨークへ進出することは、二つの業務を別の会社にせざるをえないので不便である。逆に本国（home country）の立場からすると、ユニバーサル・バンキングが認められているマネー・センターに銀行業や証券業が子会社を設立する場合、相手国（host country）にとっては証券業務と銀行業務を兼営することは当然認めうることになるが、本国の規制当局にとって簡単に認められる話ではない。従って制度（あるいは規制体系）の不整合性が発生する。第 章にもふれられるが、ヨーロッパ統合において、ECがユニバーサル・バンキングを原則としたのは、最低

限この種の制度的整合性が必要になったからである。

第3の要因は、現状の規制が金融機関や証券会社にとってその活動を制約し収益拡大の動機と衝突するとうい経済的動機にもとづくものである。民間部門の経済活動は、それが革新的なものであればあるほど制約をきらう。制約のなかでもっとも重要なものは、規制であり、金融業の場合には、金融制度自身がある面では規制というべき性質をもっている。たとえば、日本の銀行制度は、長短分離（長期金融と短期金融との業務上の分離）にもとづく長期信用銀行の存在や外国為替専門銀行の存在、あるいは厳密に言えば行政指導に由来する信託銀行の存在によって特色づけられている。このような制度的な区分けは、業態といわれているが、業態とは業務分野規制とも言うべき規制の一種である。また、日本の証券取引法やアメリカのグラス・スティーガル法は、銀行業務と証券業務との兼業を禁止しているが、重要な業務分野規制である。このような規制は、しかし、競争制限的な結果をもたらし易い。すなわち、同じ業務への他の分野からの参入が困難になるのである。また、新しい利潤機会を求める金融機関や証券会社は規制緩和を望むであろう。

同じような議論は金利規制についても当てはまる。たとえば、預金金利規制が行われる世界では、銀行は自分が提供しうるサービスの質を預金金利に反映させることができないのでサービスの質が均一になってしまう危険性がある。あるいは、他の金融機関が多少の高い金利で参入し、競争が促進されるという効果も期待できない。このような規制のもつ制約は、いま述べたように活動的な金融機関や証券会社が規制緩和を望む一方で、規制に守られた超過利潤の維持を望む金融機関や証券会社は規制の維持を望むであろう。全体としてどちらの利害が現実の制度改革への圧力として働くかは何ともいえない。

b) 金利の自由化と業務の自由化

規制のもつ制約の大きさ、金融革新を促進した技術革新、金融のグローバル化が制度改革をうながした三つの基本的原因を説明したが、この三つの原因は相互依存関係に立ちながら現実の制度改革を進める。ここでは、規制廃止の典型的な例である金利の自由化と業務の自由化との関係を見ておこう。

規制の制約の強さが制度を動かした例は、金利の自由化の場合が多い。アメリ

カの1970年代後半からの金利の自由化は、証券業が発案したMMF（Money Market Fund）が高利を提供し、定期性預金の上限金利を守っていた銀行業から資金が大幅に流出したことが発端である。これは当時の市場金利に対して預金の最高限度が低かったという点で金利規制が余りにも硬直性が厳しかったことによる。イギリスの場合には1970年代の始めに金利が自由化されたが、これは短期金融市場においてイングランド銀行が市場金利を一定水準におさえようとしたが、その外側に平行的な市場（Parallel Market）ができ、市場金利をコントロールすることを断念したことから始まった。日本の場合、金利体系の自由化は、1970年代後半の大量の国債発行が国債発行金利の低利固定化を困難にしたことがもっとも重要な原因である。すなわち、それまで多少の財政赤字を示した国の財政は、第一次石油危機（1979年）以降急速に悪化し巨額の国債を発行せざるをえなくなり、その際もはや市場実勢を無視した低金利発行は困難となったことから、国債発行金利を規制することが困難になったからである。また、長期国債の流通市場がオープンな市場として徐々に確立するプロセスで需給を反映する流通市場の利回りが新規国債の発行金利に反映することによって長期金利面から自由化が進んだ。すなわち、現在にいたるまで金利体系全体について形式的には規制金利が維持されているが、たとえば国債の発行利回りは、その流通市場の利回りの変化を受けて頻繁に改訂され、金利規制は形骸化しつつある。

短期金利については、短期国債の流通市場が確立しているとはいいいにくく、この面からの自由化の圧力は低く、他方、中期国債ファンドのような証券業が提供する金融商品については、その商品内容が実質的には規制されているため、アメリカのようにMMFが小口預金金利の自由化をうながしたというような側面はない。ただし大口の定期預金金利については、1960年代後半に発生した現先取引が自由金利商品として短期金融市場において登場し、これに対抗するために銀行業が1979年からCD（譲渡性定期預金）を発行し、やがて大口定期預金（10億円）から金利の完全自由化が進められるに至った（1985年）。

金利の自由化は、やがて制度改革をうながす要因の一つになる。すなわち、金利の自由化と制度改革とは相互依存関係にある。前と同じように例を預金金利にとってみよう。預金金利規制は、通常金利の最高限度を決める。たとえば、定期性預金（1年）の金利を6%というように規制するのであるが、この場合、暗黙

のうちに提供される預金については、均一の商品であり、どの金融機関も同じ種類の預金を提供していることが当然のことになる。もし、定期性預金と組み合わせて別の機能（たとえば部分的な決済機能）をもたせた複合商品をつくることになれば、この新種預金の内容は定期性預金のそれよりも高度になり、かりに同じ金利規制を受けるとしても実質的には高い金利を提供していることと同じになる。預金金利規制が有効であるためには、預金の商品性を規格化することが前提条件である。いいかえるならば、預金金利規制は、金融新商品を開発するインセンティブをそこなうこととなる。

金利の自由化は、規格化された商品に対して適用されるのではなく、多種多様な類似金融商品を提供する自由とこれに付ける金利の自由化を意味しなければならぬ。これは、通常業務の自由化と呼ばれる。金融技術の進展と結びつく業務の自由化は、色々な金融商品開発を可能にするし、最終的には金融機関の業務分野規制や銀行業務と証券業務との分離規制とも衝突する。業務分野規制を含むより細かい業務に対する規制は、金利の自由化のもつ競争促進的な効果を弱める。金利の自由化と業務の自由化は、いわば相互依存関係にある。日本における預金金利の自由化は最近になってようやく小口定期預金金利の自由化のめどがついた状況にあるが（1992年中に実施）、流動性預金の金利自由化とも合わせて、預金関連商品開発の自由化によって多様な形の競争促進が必要となり最終的に業務分野の規制と衝突する。

2. 制度改革の経緯と概略

日本における制度改革は、本年5月下旬から6月上旬にけて金融制度調査会と証券取引審議会においてそれぞれ『新しい金融制度について』『証券取引に係わる基本的制度の在り方について』と題する報告書をまとめた。この2つの報告書は、かなりその構成や視点において違っているが、業務分野規制に関する具体的な提案を示し、一応の制度改革の具体像を示した。しかし、制度改革は、1986年から始まった金融制度調査会の制度問題研究会における「専門金融機関制度のあり方について」の議論から始まったのであり、かなり広い問題提起から始まり、最後には銀行業界と証券業界との利害関係、銀行業界内の各業態（都市銀行、地方銀行、第2地銀以下の中小金融機関、農業共同組合、労働金庫）の利害関係、

証券業界内（大手4社と中小証券会社）の利害関係が対立するなかで調整された結果ともいえる。

ここでは、以下の議論に最小限必要なかぎりでの制度改革をめぐる基本的な論点の推移をたどりながら、ごく最近まとまったとりあえずの制度改革の具体的方向の概略を多少のコメントを付け加えながら示そう。

（1）制度問題研究会報告（以下制問研報告と略称）

1985年9月から始まり、1987年12月に報告書が出され、今回の金融制度改革のいわば問題提起に当たり、主たる理論的問題点がほぼ顔を出している。そこで、ここではややくわしくこれらの理論的問題点を多少筆者の説明や評価を加えながら紹介しておきたい。

まず、ホール・セールとリテールという銀行業務の分け方が論ぜられている。ここで、ホール・セール業務とは、ほぼ大企業や中堅企業、機関投資家や政府などとの大口取引を指し、他方リテール業務は主として個人や零細中小企業を対象にした小口取引である。この分け方は、制問研報告のように銀行業務のみに限るわけではなく、証券業務に適用しうる分け方である。イギリスやアメリカの金融業は現実にも証券業をも含めてホール・セール業務とリテール業務に分化している傾向がみられる。制問研報告は、この分け方について興味深い指摘をしている。たとえば、「ホール・セール業務は市場のことは市場が決めるいわば自己責任原則が妥当する世界である。また、規制に当たっても国際的な共通性が求められる。したがって、このような分野が果して縦割りの制度や規制になじむものであるか否か、改めて検討してみることが必要であろう。」としている。現実の制度改革に当たってホール・セールとリテールという分け方が直ちに適用できないとしても、この分け方を一つの切り口とする考え方は有用である。

第2の論点は、ユニバーサル・バンキングをめぐるものである。ユニバーサル・バンキングについては、その後制度改革をめぐる最大の争点になったが、制問研報告においてすでに論点はほぼ出つくしている。すなわち、ユニバーサル・バンキングがもつ短所として、a)貸付業務と証券業務との利益相反が生ずる危険性があること、b)預金業務に関心を強いるので有価証券関係業務を顧客にすすめないことから生ずる証券市場への悪影響、c)大銀行の産業支配をまねく危険性、d)

証券業務をかねることによる経営のリスク拡大によるサウンド・バンキングへの悪影響を指摘している。勿論、ユニバーサル・バンキングには顧客の利便やリスク分散などの長所はあるが、制度改革のあとのプロセスにおいては、むしろ短所のみが焦点が当てられていく。

さらに、広い意味では短所につながりうる論点として、ユニバーサル・バンキングを採用している国々（典型的にはドイツ）と、銀行業と証券業との分離主義を採用している国々（典型的にはアメリカと日本）を比較すると、前者では資本市場が発達せず、後者でむしろ資本市場が発達しているという経験的事実があることを指摘している。

第3の論点は、多角化の経済 (Economies of Scope) についてである。多角化の経済は、範囲の経済とも呼ばれ、最近の産業組織論では重視されている概念である。これは、業務を多角化すれば、それだけ平均コストが低くなるという特性をもつ技術の存在を指しているが、金融業務についていえば、情報産業として各種業務に共通に利用できる情報があり、この情報は多角化すればするほど増えていくことになり各業務に要する情報蒐集のコストは低くなる可能性は大きい。業務分野規制を緩和することが金融機関・証券会社の経営効率性を高めるのは、主としてこの多角化の利益による。ユニバーサル・バンクの長所が主として多角化の利益にもとづいていることはいうまでもない。ただし、多角化の利益は、業務の種類によって違ってくるのであり、たとえば、リテール業務間で小さく、ホール・セール業務間では大きく考えられる。すなわち、小口預金者に関する情報は、消費者信用や住宅ローンへの貸付という点からは有用であるが、せいぜいこの範囲にとどまろうが、ホール・セール業務の場合には、銀行業務と証券業務の両方にまたがって正に多角化の利益が発生するであろう。

第4の論点は、多角化の利益と一見正反対の議論である利益相反 (conflict of interests) である。利益相反とは、ある顧客の利益の犠牲において他の顧客の利益を図ることであり、個別の金融取引についてはいつでもこのような利益相反の可能性が存在しうる。しかしいわゆる利益相反は、伝統的には銀行業務と証券業務との分離を規定したグラス・スティーガル法の制定の経緯に結びついて議論されることが多い。すなわち、アメリカ議会の調査委員会（ペコーラ委員会）は、1929年のウォール街における株価大暴落から生じた金融恐慌が証券業務と銀

行業務との利益相反行為によって助長されたとみただからである。制問研の報告書は、このような利益相反を回避する方法として、1)縦割りの業務規制、2)組織内における利益相反をチェックするための主として情報を遮断する方法(チャイナ・ウォール)を挙げている。利益相反についてはあとで改めて議論をすることになるので、とりあえず以上ふれないことにする。

(2) 第二委員会報告

制問研報告を受けて金融制度調査会は、金融制度第一委員会と金融制度第二委員会を設けて、前者は中小金融機関、さらに地域金融機関の制度問題を扱い、後者は、金融制度全般に関する問題を扱うこととなった。ここでは、後者の第二委員会の二度にわたる報告(1989年5月の第二委員会中間報告と90年7月同委員会第二次中間報告)の主たる論点をみておく。

中間報告では、まず金融制度見直しの視点として、利用者の立場(利便性)、国際性、金融秩序の維持の三つの視点を挙げている。制度改革の目標がいわば提示されている。改革の目標については次節であらためてふれる。次に制度改革の具体的方式として、A)相互乗り入れ方式、B)業態別子会社方式、C)事例法方式、D)持株会社方式、E)ユニバーサル・バンク方式の五方式をあげ、それぞれの長所・短所をあげてどの方式が望ましいかを検討している。

まずA)相互乗り入れ方式は、従来の業務分野規制を残しながら、付随的に業務の相互乗り入れを行うとする方式であり、これまでもこの方式は、CP(コマーシャル・ペーパー)などで利用されてきた。しかし、この方式ではすでに説明した要因によって促進されざるをえない制度改革にはもはや対応できない。

次に、B)業態別子会社方式は、普通銀行、長期信用銀行、信託銀行、証券会社などの業態がそれぞれの業務分野を維持するが、それぞれ100%出資して他業態の業務を別々に行う子会社を設立する方式である。これは、最近のカナダにおける金融制度改革がとった方式であり、また形式上はユニバーサル・バンキングをとるイギリスも実質的にこの方式に近い。第二委員会は、この方式を現行制度からの連続性、グループ全体として業務の多角化、ユニバーサル・バンキング方式よりも少ない利益相反の可能性などの長所があるとする。

次に、特例法方式とは、各業態がそれぞれ普通銀行業務、長期信用銀行業務、

信託業務、証券業務を同時に行える100%出資の子会社を設立する方式であり、たとえば大口取引であるホール・セール業務に限定されるといえ、それだけとればユニバーサル・バンクに近い形態である。この方式について第二委員会は、ホール・セール業務とリテール業務との区分の困難さ、利益相反防止の難しさ、法体系の複雑化などの短所を挙げているが、ヨーロッパ系の銀行に近いことや子会社を業態別に設ける非効率性が避けられることなどの長所を挙げている。

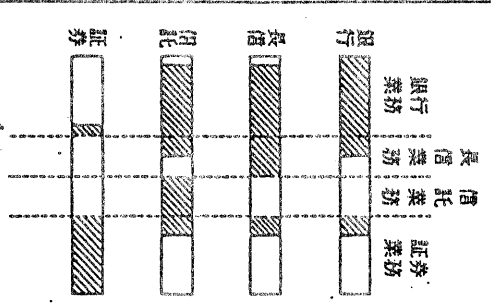
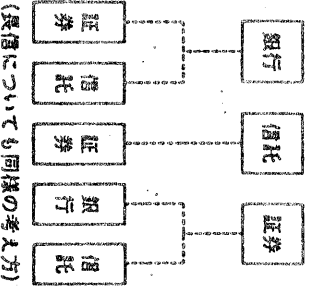
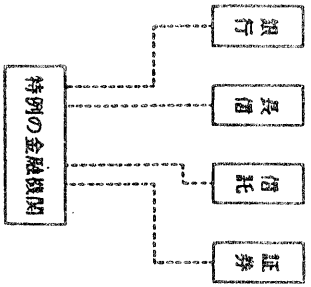
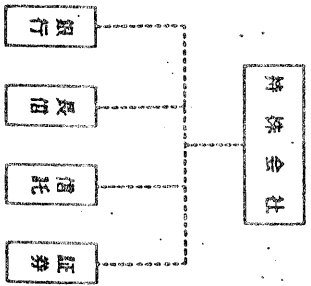
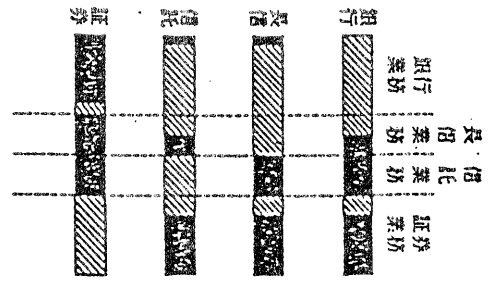
次にD) 持株会社方式であるが、これは現在の金融機関が持株会社を設立し、この持株会社が業態別子会社を設立することになる。この方式の最大の問題点は、現行独禁法が銀行による持株会社を全面的に禁止していることである。なお、この方式は現在なしくずしに進んでいるアメリカの制度改革がとっている方式である。

最後の方式は、E) ユニバーサル・バンク方式である。これは各金融機関がその本体ですべての証券業務を含むすべての業務を行いうる方式であり、ヨーロッパ主要諸国、オーストラリア、ニュージーランド等もっとも広く採用されている方式であり、1992年後のヨーロッパ統合後の銀行制度は、ユニバーサル・バンク方式を共通の制度として採用することとしている。

第二委員会は、この方式について多くのコメントを加えているが、要約すれば、次のようになろう。長所としては、多角化の利益が強く働き効率性が上昇すること、利用者にとって利便性が高いことや多角化によるリスク分散の拡大などを挙げている。短所としては逆に長所と矛盾する話であるが、証券業務を行うことによるリスクの増加、利益相反の危険性の増大、情報上優位性をもつ金融機関による企業支配の危険性、規模の経済性による大手金融機関による寡占状況への移行などを挙げ、利益相反の例を銀行業務と証券業務についていくつか示している。総じて第二委員会は、ユニバーサル・バンク方式について懐疑的である。なお、以上の5方式を図式的に示した表が報告書にあり、便利なので第1表としてかかげておく。

以上が第二委員会の第一次中間報告の主たる論点であるが、1990年6月に発表された第二委員会の第二次中間報告では、さらに具体的な制度改革に向けて論点の絞り込みが行われた。この段階ではかなり利害関係の調整を意識した論点が増え、賛否両論を含むいわゆる両論併記の記述が目立ち始めた。

第1表 金融制度見直しに当たって考えられる五つの方式

A (相互乗入れ方式)	B (業態別子会社方式)	C (特例法方式)	D (持株会社方式)	E (ユニバーサルバンク方式)
 <p>◇各業態の現行の業務分野は概ね上図のとおりであるが、今後、それを尊重しつつ、相互乗入れを進める。 (図は現行業務分野)</p>	 <p>◇各業態の現行の業務分野を尊重しつつ、100%子会社による相互乗入れを進める。</p> <p>例…カナダ</p>	 <p>◇金融債を含む銀行業務、信託業務、証券業務 (但し、以上の各業務については、例えばホールセールに限るなど一定の制限を課す) を行える新しい金融機関の制度を創設し、各業態からそれぞれ100%子会社で参入する。</p>	 <p>◇各業態の現行の業務分野を尊重しつつ、持株会社の子会社を通じて相互乗入れを進める。</p> <p>例…米国防ロッキンアイヤー法案等</p>	 <p>◇本体ですべての業務を行えるようにする。 (圖は新規参入分野)</p> <p>例…西ドイツ、フランス、イギリス等のEC諸国、スイス等</p>

(注) 為専は、金融債の発行が認められていることから、本表においては長信に含めて表示。

基本的な論点として次の三点は重要である。第一点は、金融機関の利益相反に関して、その影響するところが大きく、弊害防止の措置（具体的には、ファアァー・ウォール）を検討すべきとしている。次に銀行と企業との関係について、「企業支配」と呼ばれる状況にはないというのが多数の意見であった。第三の論点として「競争条件の公平性」という言葉が登場したことである。この言葉は、第特定の金融機関（とくに大手銀行）の競争力が余り強いことの弊害を指している。すなわち、参入により他の金融機関・証券会社が競争において不利となって最終的に寡占的状况が成立する危険性が大きいというもので、その際企業との長期的取引関係がこのような強い競争力を支えているという意見が多かった。

以上、三つの論点には筆者からみるとやや異様な用語法がある。第三の「競争条件の公平性」という用語は、おそらく経済学にはなく、破滅的競争（destructive competition）の危険性というのが多分正当な用語法である。競争条件は、元来結果的にみて公平といことはないはずである。

すでに紹介された第二委員会の第一次中間報告において検討された結果を踏まえて、第二次中間報告は、先に説明された三つの論点により、業態別子会社方式が望ましい方式であるとし、特例法方式は一応今後の検討対象として外し、その他の方式はいわば消去されている。業態別子会社が採用された理由は、第一に利益相反の危険性の増大がかなり遮断されることと、第二に競争条件の公平性（上位都市銀行の競争力における優位性）を考慮してのことによる。別のいい方をすれば、ユニバーサル・バンキング方式の否定がもっとも重要な結論であった。

（3）制度問題専門委員会

金融制度調査会の最終的な答申であるこの委員会の報告は、いわば制度改革における金融機関からみた着地点を示したものである。

まず、相互参入の形態として、銀行業務内においても証券業務をも含めても本気で各業務を行うことは現在考えられている制度改革の視野に含まれないとしている。いいかえるならば、ユニバーサル・バンキング方式の採用は、とりあえずの制度改革の視野に入らず、しかも銀行業務内においても子会社方式を採用するのであるから、より厳重な制約が課されたことになる。なお、特例法方式については、選択肢として消え去ったわけではないが、当面は採用されなかった。

子会社方式をとった具体的な業務については原則的に既存業態の行う業務をすべて行えることとなる。たとえば、普通銀行（たとえば都市銀行）が証券子会社を設立したときには、いまの証券会社が行っている業務をすべて提供できることになる。ただし、制度改革の出発点において、「競争条件の公平性」からして、信託子会社の業務から貸付信託や年金信託などを除き、証券子会社から株式ブローカー業務を除くことになっている。また、地域金融機関については、例外的に土地信託や公益信託などが本体の業務で認められている。

制度問題専門委員会の報告は、利益相反については子会社方式をとる場合には問題が少なく、それ以上の常害防止措置については消極的であり、第二委員会中間報告よりもこの問題に楽観的である。

（４）証券取引審議会（証取審）

証取審が制度改革に関連する議論を開始したのは、1989年5月からであり、最初は証券化が主たるテーマである。すなわち、その基本問題研究会は『金融の証券化に対応した資本市場の在り方について』という中間報告書の題名に示されるように金融の証券化に対応する制度改革という視点からこの問題に取り組んだ。

証券化は、証取審では、「企業金融及び資産金融の両分野において、主として、証券の形態を用いることにより資本市場からの資金調達が行われることが一般化していく現象を指すものである」と定義し、その性格を「投資家と資金需要者が市場で取引を行うという意味において、間接金融を中心とした相対取引から市場機能を一層活用した市場型取引への移行と捉えることができる」としている。

証券化という言葉を手りsecuritizationと解釈すれば、通常資産の証券化や不動産の証券化ということになり、証取審の用語法の方が広い意味をもち、市場型取引への移行という解釈も興味深いが、ユニークな点がある。

証券化に対応する法律的枠組として、証取審は、基本問題研究会第1部会報告として、1990年6月に「金融の証券化に対応した法制の整備について」を提出した。現在の証券取引法は、まず有価証券を定義し、この有価証券の仲介業務を行う企業を証券会社として、この証券会社を規制している。いわゆる証券業への固有の規制であり、主として開業規制としての免許制、投資勧誘の適正化等を図るための行為規制、財務および経理に関する規制などが適用されている。この報告

書は、証券化の進行によって従来の有価証券概念では不十分となり、「幅広い有価証券」概念を採用し、証券取引法にとり込むことを提案した。そして証券化関連商品、あるいは「幅広い有価証券」の仲介業務も証券取引法の適用を受け同じく営業規制を行うことを第1部会の報告書は提案している。さらに証券化関連商品については、これを金融商品として提供するときにかなり高度の金融手法を利用して商品を仕組むのであるが、この仕組み行為を同じく営業規制に適用すべきであるとしている。要するに第1部会の報告書は、有価証券の概念を拡大するとともに、証券業への規制範囲を広げたことになる。これらの議論はもっぱら投資家保護という視点から正当化されて居り、ほとんど投資家保護イコール規制の必要という論理の構成になっている。

基本問題研究会第1部会の報告書と同時に公表された基本問題第2部会報告書「国際的な資本市場の構築をめざして」においては、主として資本市場の望ましい在り方からして、規制・慣行の見直し・撤廃、特に社債発行の制約・受託制度、株式委託手数料などが検討され、最後に市場仲介者について議論が行われている。

この報告書が検討している規制・慣行の見直し・撤廃は、これまで多くの機会に指摘されてきた改善点が集大成された内容のものであるが、たとえば株式委託手数料については「基本的には、現在の固定手数料制を維持しつつ、その水準については機動的、弾力的に見直しを行っていくことが必要である」として、自由化にはっきりと反対している。

また、市場仲介者についての部分は、利害関係（証券業と銀行業）との対立から相反する見解がそのまま併記されていて、やや異様とも思われる表現がある。たとえば、「利益相反がいったん発生すると、資本市場が大衆化しているわが国において、その被害は広範囲なものとなり、その救済は容易ではなく、また市場機能の低下や制度に対する信認の低下という社会・公共的損失を生ぜしめることとなる。」というような表現である。

証取審は、本年5月に最終的にまとめた「証券取引に係わる基本的制度の在り方について」が制度改革への一応の見取り図となっている。この報告書は短く、必ずしもはっきりした議論の集約がなされていないので、具体的な制度改革の姿はやや読みとりにくい。しかし、次のような論点に集約されるであろう。すでに説明された「幅広い有価証券」の概念を新しい有価証券の定義として採用するとと

もに、これらの有価証券を仲介する企業を証券業として免許を与えるという従来の証券取引法の基本原則は維持される。たとえば、従来私募債は有価証券には含まれていなかったが、これを有価証券に含め、証券取引法上の証券業務となった。また、証券化関連商品については、仕組み行為まで有価証券に含めて、証券業務としている。ただし、証券取引法の適用除外が考えられていて、投資者保護上問題がないもの、あるいは証券取引法と同じようなディスクロージャーや取引の公正確保がなされているものは適用除外となっているが具体的内容は必ずしも明らかではない。

証券業務についての新規参入については、報告書は、発行市場において大手証券会社のシェアが高いことから寡占的状态にあり、新規参入が必要としているが、社債や株式などの、流通市場については大手証券会社のシェアは漸減傾向があるので新規参入の必要性は小さいとみる。

新規参入の具体的な形は、本体ではなく別法人の形態をとり、しかも、弊害防止措置（ファイアー・ウォール）をかなり厳重に設けるべきであるとする。たとえば、親銀行と証券子会社との間の過度の取引依存、親銀行が発行する証券の証券子会社による引受け、非公開情報の親銀行から証券子会社への伝達、取締役の兼任や店舗の共同などである。また、銀行の証券業務への参入については、独占禁止法上の制約や業務が企業への影響力を行使し、証券市場に悪影響を与えることを防止することを挙げ、たとえば、親銀行からの借手である企業の発行する証券の証券子会社による引き受けの規制などを挙げる。さらに銀行による株式のプロカー業務への参入にはまったく否定的である。

（５）制度改革の方向

以上説明した二つの審議会の報告は、議論のトーンはかなり違っているが、制度改革について共通の方向が読みとれる。まず、第１は、金融機関相互、あるいは証券会社との相互参入は、子会社方式によるということである。第２は、新しく参入した子会社については、銀行子会社を除く信託子会社や証券子会社については業務がかなり限定されていることである。特に証券子会社については、引受け業務のみに参入が認められていて制約は強い。第３は、子会社と親会社との間のファイアー・ウォールについては、二つの審議会の間意見の差が残っている

ことである。いずれにしても、二つの報告書、とくに証取審の報告書では、今後の制度改革の方向について明示的な指摘は少なく、かなりの幅が残されていることが留意すべきであろう。

3. 改革の目標

次に日本の制度改革について改革の目標の意味やその優位順位を広い視野で検討する。

制度改革の目標については、金制調も証取審も制度改革について、利用者の立場、国際性、金融秩序殊序の維持を改革の視点（金制調）、あるいは充たすべき基準（証取審）として挙げている。このような三つの視点や基準は、それ自身異論が生ずるといえるものではない。しかし、これらの視点や基準は、金融システムの改革の目標として読むときには、もう少しはっきりと焦点を合わせた方が理解し易い。

金融システムの改革というときには、この章のはじめの部分でふれたように、相対取引的な側面が中心となっている銀行などの金融仲介機関の業務分野を再検討するという問題と市場取引を中心とする証券市場、あるいは資本市場の機能を高めるという問題の二つが中心課題としてあり、この二つの問題に即して、それぞれ目標を設定するというのが適切である。

金融機関（より正確には金融仲介機関）からみたのが金制調の制度改革であるが、もっとも注目を浴びたのが利便性の視点である。利便性という言葉には、日常生活における目にみえる利便さというニュアンスが強い。したがって、ワン・ストップ・ショッピングというような形の利便性がわかり易い。しかし、このような意味での利便性を制度改革の目標として揚げるのは適切ではない。金融仲介の効率性を上げることによって、金融市場に登場する貸手や借手にとって利益が広く発生することが制度改革の目標でなければならない。この目標が達成されればおのづから消費者に利益が発生するはずであるからである。この点で利便性よりもむしろ効率性こそが目標としてふさわしい。規制を緩和し、新規参入を認めることは効率性を高めるであろうし、制度改革は正にこの点が狙いなのである。

次に国際性の目標は、諸外国との制度的整合性が念頭におかれているが、日本の場合の制度改革の最重点目標といってよい。国際性という目標は、主として国

内における利害関係の調整を通じて制度改革が行われる場合には、余りアピールしないであろう。事実、今回の制度改革についてもこの点は当てはまる。

この章の第1節において、なぜグローバル化によって国際性が重要となったかを説明したが、もう少し日本に即してこの目標を具体的に示せば、次のようになる。第1に、世界の他のマネー・センターにおける業務分野規制のあり方との整合性である。ドイツの統一によってヨーロッパ統合のスケジュールがおそくなる可能性があるが、1993年1月からの金融統合が出発するとすると、ユニバーサル・バンキングとの整合性を業務分野規制において考えておく必要がある。また、アメリカの金融改革法において銀行業務と証券業務との相互乗り入れが制度として見直される可能性があることを配慮する必要がある。アメリカの実態は、持株会社方式によって実質的の相互参入が進んでいるから、最小限この種の弾力性を日本の制度は持ち合わせていなければならない。

この種の議論に対して、国内的な視野からみれば国際的な制度の整合性などは考慮する必要はないとの反論があろう。しかし、現在の東京金融市場は、ニューヨーク、ロンドンと並んで三大マネー・センターであり、さらに日本は貯蓄率が高く世界の資金源という地位をもっている。かりに日本の金融システムをそのままにしておくと、円の資金は民間ベースでは充分世界経済の発展に利用されないという危険性がある。もっとも、このような議論に対しても、ロンドンを中心とするユーロ市場において円資金を供給できればよいという見方がある。この見方と関連していえば、現状でも日本の大口資金需要者（大法人）は、便利なユーロ円市場を活用しているのであるが、長期的にみて東京金融市場を世界的な資金のチャネルのなかで空洞化させておいてよいであろうか。

東京金融市場を日本の大口取引者をも含めて国際的な投資家にとって不便なままに保つことは、東京金融市場が実質的にはローカルな市場のままであることを意味し、次のような点で大きな問題を残す。第1の問題点は、豊富な資金力をもつ東京金融市場がローカルな市場であることは、閉鎖性をもつことであり、保護主義的政策の帰結と攻撃されるであろう。その結果、日本の金融機関も相互主義の下で国際金融市場において差別的な取扱いを受ける危険性があることである。第2の問題点は、東京金融市場が十分な役割を果たさないとすると、世界経済への資金供給が円滑に行われない危険性があり、世界経済全体の問題点となる。最

後に日本の政策としては、自由な貿易・金融体制をグローバルに維持し、そのために貢献することが最重点の課題であるにもかかわらず、金融だけ例外を認めることはできないという原則的な問題である。

以上の点からして、国際性の目標は、最優先の課題といわなくてはならないが、国内の利害調整の重きを置いた今回の制度改革においては、結果的には軽視されたということになる。最後に信用秩序の維持の視点は、制度改革の目標というよりは、制約条件といった方がよい。日本の制度改革においては、金融仲介機関の効率性や国際性が重視されているが、安定的な決済システムとしての銀行の役割については、せいぜいのところ制約条件としてしか意識されなかったのである。この点は、預金保険機構の再編成などを含むアメリカの制度改革の問題意識と大きく異なる点である。しかし、金融秩序の維持という視点は、長い眼で見れば重要な課題であり、今後取り組むべき問題である。

証取審が扱った資本市場に関連する制度改革の目標は、元来資本市場の機能を高めることにあるはずで、その望ましい機能として効率性、国際性、健全性（または安定性）の基準がとりあげられるべきであろう。しかし、証取審のこの基本的課題に対する取り組み方は、曖昧であり、この点は、最近の証券不祥事をめぐる経緯において顕在化してきたのである。

証取審は、現在の証券市場と証券業をめぐる規制の体系について、次のように考えているようである。すなわち、有価証券の仲介業務を扱う企業を証券会社として扱い、開業規制として免許制を与え、証券取引の勧誘について価格などの判断を断定することの禁止、推奨販売や過大引受などの抑制、ブローカー・ディーラー業務とアンダーライター業務との利益相反防止のための制限などの証券業者固有の規制を課している。これらの規制は、ほとんどの場合投資家保護という目的のために正当化されている。このような規制とは別に、証券市場において取引を行う者すべてに対して相場操縦の禁止、インサイダー取引の禁止、詐欺的行為の禁止などの規制がある。いま、前者の証券業固有の規制を証券業規制と呼び、後者の証券取引に関する規制を市場規制と呼ぶとすると、日本の規制体系は証券業規制に大きく比重をかけてきたといえる。すなわち、証券業規制を通じて証券取引の仲介業者が行為規制を守ると予定し、また市場の公正さも保てると考えてきた。しかし、このような考え方がいわゆる証券不祥事で大きくゆらいだことは

確かであり、証券市場の健全性と効率性という視点から証券行政の枠組みを再検討するというより基本的な問題が次節でみるように課題となりつつある。このような課題からみたときに証取審が今回提出した制度改革に対する方向づけがどの程度まで説得力をもちうるかについては疑問が残る。

4. 制度改革の理論的争点

制度改革の経過から、また最近の金融不祥事をめぐる議論から、改革をめぐる基本的争点は何であるかは、はっきりしつつある。ここでは主として金融理論の視点からこの点を整理しておきたい。とり扱うべき論点は、1)ユニバーサル・バンキングの可否、2)証券業規制の根拠、3)利益相反の三点である。

(1) ユニバーサル・バンキングの可否

今回の制度改革は、ユニバーサル・バンキングに否定的な方向をはっきりさせた。その理由は、大手銀行がもつであろう(借手)企業に対する影響力がユニバーサル・バンキング方式を採用することによって強化され、金融資本市場の機能に悪影響を与えるという理由である。

この理由は、さらに分解すれば、a)銀行は企業に対して影響力をもつか否か、b)このような影響力があるとしたときに、どのような意味で金融資本市場の機能を害するのか、という二つの論点に分かれる。

第一の論点は、第2章でふれられたメイン・バンク制のもつ機能の評価と密接にかかわっている。銀行などの金融仲介機関が金融取引において情報生産活動において専門化の利益をもち、これが決済システムの担い手ということと離れても金融仲介機関が資金配分において果たす重要な役割であることが金融理論の見方であり、銀行が企業に対して影響力をもつとは考えられていないアメリカやイギリスにおいて、この種の見方がほぼ確立しているからである。問題は、日本の銀行業が借手との長期的・継続的な関係、すなわちメインバンクとしての地位をもち、そのことの故に借手企業に影響力、ひいては支配力をもちうるのかという点にある。この問題に対しては、メインバンク制が存在することの実証的な根拠に疑問を提示する見方、断続的な取引関係に加えて銀行株式保有や、グループ間の株式持ち合いなどを重視して影響力があるとみる見方が併存して決着がついてい

ない。たとえば、ドイツの三大銀行（ドイツ銀行・ドレスナー銀行・コメルツ銀行）などが株式保有や重役派遣を通じてもつ借手企業への強い影響力との比較分析が必要であろう。かりに日本の銀行が企業に影響力をもっているとしたとき、第2の論点としてそれが金融市場や証券市場にどのように波及するのか。たとえば、証券流通市場の価格形成に直に悪影響があるとは思えない。しかし、銀行が引き受け業務に参入するときには、貸付業務にもとづいて有利に競争を展開できるのかもしれない。いずれにしてもユニバーサル・バンキングを採用することから生ずる危険性は指摘できても、確固たる主張といえるかどうか検討すべき点が残っている。

第 章においても指摘されている大手銀行のもつ競争力の強さが、破滅的競争をもたらし、金融市場に広く寡占的状况をもたらす危険性は、むしろ銀行業務内における本体による相互乗入れの危険性を指している。かりに証券市場とくに（流通市場）が競争的であるとしたときに、銀行業務内の寡占化状態が直ちに悪影響をもたらすとはいいいにくい。他方、証取審においては引受業務の寡占化傾向が指摘されているのであり、強い競争力をもった大手銀行の参入機会を高めることは、むしろプラスの効果をもつであろう。以上、最大の争点となったユニバーサル・バンキング方式の可否については、決着していない論点が多く、今後の長い制度改革のプロセスにおいて再度検討を要する時期があるかもしれない。

（2）証券業規制の根拠

前節でふれたように、現在の日本の証券業規制は、インサイダー取引禁止など証券業以外の市場参加者への規制とは異なり、固有の規制として免許制と裏はらになって行われている。なぜ特定の会社が証券業を行いうるに適切かどうかをスクリーンするのかの理由は、経済理論や金融理論が重視する情報の非対称性にもとづく。すなわち、小口投資家である個人投資家に対して投資の対象となる証券関連商品を販売するというような投資業務については、売手である証券会社もつ情報量が大きく、個人投資家もつ情報量は小さいという非対称性がある。このような非対称性があるときには、競争的市場は旨く機能しない。たとえば、劣悪な証券化関連商品が販売されるとすると市場の失敗が生ずる。このような状況をさけるためには、対個人投資業務を行う企業の適格性をスクリーンし（開業規

制)、また、不適切な勧誘や、利益相反行為の禁止を含む行為規制が必要となる。小口投資家保護のためのこのような規制が証券業固有の規制の根拠であり、十分な情報量をもつ大口投資家相手の業務については、規制は必要なく、自己責任原則にゆだねられるべきであろう。なお、ブローカー・ディーラー業務についてはシステム・リスクがあり、自己資本規制が必要との見方が有力である。証取審の報告書は、投資家保護イコール証券業規制という発想法が強い。しかし、投資家保護は、証券業務のすべての分野を対象とするものではなく、証券行政の枠組みの見直しが今後の大きな課題になろうが、この問題は、システム・リスクへの対応を含めてすぐれて理論的な問題であろう。

(3) 利益相反問題

ユニバーサル・バンキング方式の採用の可否は銀行業務と証券業務との相互参入の可否と結びついて議論されている場合が少くない。すなわち、銀行業が証券業務に参入するときに二つの業務間で第2節で説明された利益相反が生じ易いから問題であり、二つの業務を分離すべき理由の一つとなる。

利益相反問題は、個別の金融取引について程度の差こそあれ発生しうる可能性があり、なにも証券業務と銀行業務との間にかぎらず、銀行業務内でも証券業務内でも成立する。たとえば、銀行における信託業務と貸付業務間で不良貸付先企業の社債に対して信託が運用されるとか、あるいは、証券業において株式引受を優先するため、ブローカー・ディーラー業務において特定の株式の売買を増加させるとかの行為がこれにあたる。これらの取引は顧客間の利害を衝突させる。

利益相反を経済分析のなかで扱うことは簡単ではない。むしろ法律学の立場から扱われるべき問題であろう。経済的な視点からすれば、余りに明白な利益相反を行った金融機関や証券会社は名声(reputation)を失うから、その限りで抑止力が働く可能性がある。また顧客の方と相手方の金融活動についての情報の開示を受けていれば利益相反となる取引を回避しうるかもしれない。法律的な視点からすれば、私法的視点から利益相反行為が訴訟の対象ともなりうるであろう。

制度改革において利益相反が問題になるのは、たとえば証券業務を銀行業が行うことが銀行業が担っている決済システムの安定性を阻害するとか、銀行がもつ企業への影響力が証券業務に進出する際に利益相反行為として表面に出るとい

場合である。いいかえるならば、どのようなタイプの利益相反行為によって金融資本市場の機能がそこなわれるか否かが問題であり、利益相反となる金融取引が一般的に望ましくないというような議論はできないのである。このように考えると、問題は、ユニバーサル・バンキングの可否と関連する論点に戻るのである。

むすび

以上、日本の金融制度改革の背景、その経緯と概略、目標の優先度、理論的争点について説明を加えてきた。いままでの議論からはっきりしているように、制度改革は出発の第一歩であり、またその第一歩も証券不祥事の発生により、つまづきをみせている。残された問題点は、余りに多く、今後の検討に委ねられた部分は多い。

ここでは、改革の実施のプロセスで議論されるべき問題、すなわち、子会社方式と独禁法持株会社の禁止条項との関係、ファイヤー・ウォールの具体的姿、予想されうる参入子会社のもつ競争促進の効果などは扱われていない。また、証券不祥事によって新しく提起された株式手数料の可否、証券業務内での利益相反、SEC構想の評価などの問題にふれる余裕がなかった。

- 岩田規久男・堀内昭義、「日本の銀行規制」『経済学論集』第51巻、第1号・第2号（1985年4月・7月）
- 金融制度調査会、『要問金融機関制度のあり方について』（制度問題研究会報告）1987年12月
- 、『新しい金融制度について』（金融制度第二委員会中間報告）1989年5月
- 、『新しい金融制度について』（金融制度第二委員会第二次中間報告）1990年2月
- 、『新しい金融制度について』（制度問題専門委員会報告）1991年6月
- 証券取引審議会、『「金融の証券化」に対応した法制の整備等について』（基本問題研究会第1部会報告）1990年6月
- 、『国際的な資本市場の構築をめざして』（基本問題研究会第2部会報告）1990年6月
- 、『証券取引に係わる基本的制度の在り方について』（基本問題研究会報告書）1991年5月
- 館竜一郎、「金融制度改革をめぐる若干の問題」『金融学会報告』第68号（1989年7月）
- 三輪芳朗、「メインバンクと日本の資本市場」『金融』第533号（19918月）
- Kane, Edward J. "Competitive Financial Regulation: An International Perspective," in R. Portes and A. K. Swoboda ed. Threats to International Financial Stability. (Cambride University Press, 1987)
- Mayer, Colin, "The Regulation of Financial Services; Lessons from the United Kingdom for 1992," in J. Dermine ed. "European Banking in the 1990s." (Basic Blackwell, 1990)