

93-J-17

証券市場の規制と証券業の規制

三輪芳朗
東京大学経済学部

1993年7月

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差し控えられるたい。

証券市場の規制と証券業の規制^(*)

三輪芳朗（東京大学）

1993年6月

目次

- [1] はじめに
- [2] 証券会社の免許制
- [3] 規制の目的と規制内容の検討方法
- [4] 投資家保護
- [5] 投資家保護と参入規制・固定手数料制
- [6] 自主規制：政府と取引所と証券業協会
- [7] 取引所と証券業協会の自主規制
- [8] 取引所とは何か
- [9] 証券とは、証券業者とは
- [10] 「証券化」について
- [11] むすび

(*)この論文は、堀内昭義編『金融規制と日本経済』（NTT出版）に収載予定のものである。未定稿であり、comments and suggestions を歓迎します。論文作成に際して、東京大学法学部神田秀樹教授から多くの示唆を受けた。深く感謝する。

[1] はじめに

本章の課題は、証券および証券市場の規制と証券会社および証券業の規制の双方について論じることである。多くの読者にとっては、この区別の重要性自体が理解しにくいはずである。しかし、この点こそが以下にみるように、本章の検討課題にとって本質的重要性をもっている¹⁾。

この事情のため、現在の証券会社が受けている規制がどのようなものであるかという点に限定して論じることには、次の4点で大きな欠陥がある。

(1)どのように定義するにしろ、「証券市場」に登場する経済主体は多岐にわたる（たとえば、証券の供給者、需要者、投資家に対する資金提供者、情報などの関連サービスの提供者など）。証券会社はその一部として、特定の機能を果たすべく法律によって特定化された存在であるにすぎないから、証券会社だけに関心を限定したのでは、現実に行われている「証券市場」に係る規制の実態の大きな部分が抜け落ちる。また、規制に関する評価がかたよる。

(2)以下にみるように、証券を業として取り扱うことができるのは証券会社に限定されるが、証券会社を設立することには厳しい規制がある。そのため、「証券（証券取引法上の有価証券）」として指定されること、「証券会社」とされることを必ずしも歓迎しないという選択が行われることがある²⁾。このことから、証券会社に関心を限定することは、規制の影響によって、「証券市場」から逃げ出した部分を見落とすことになる。

(3)現在の証券会社にとって技術的に提供可能であって、何らかの理由（証券会社が自らの既得権益保護のためや証券会社間の意見調整が進まないため、あるいは、他の金融機関との「水争い」のために証券会社が望んでも不可能な場合など）

¹⁾「金融」と呼ばれる分野（証券業の他には、たとえば、銀行業、保険業など）では、どこをとりあげても検討課題に同様の性格がある。このことは業法（証券取引法、銀行法、保険業法）の存在と、それに基づいて行政（大蔵省の証券局、銀行局、銀行局保険部）、その一環である規制が行われるという事情に基本的に起因する。したがって、たとえば、経済機能の注目して定義される「金融」機能と、銀行などの「金融機関」が果たしている機能とは一致しない。一致するように「金融機関」以外の経済主体が「金融」機能を果たすことを禁止すれば、その弊害の大きさは計りしれない。この点については、三輪[1993]第2章第4節を参照。

²⁾たとえば、1992年春に話題となった「特定債権譲渡事業法案」（通産新法）をめぐる論争を参照。簡単には、三輪[1993]252-3頁および306頁の注1を参照。

で提供されていないものがある。そのなかでも、証券会社以外の経済主体によっては提供可能でないサービスは、おうおうにして検討対象から見落とされる。

(4)最も重要なのは、証券に関連する規制の目的の中心は「投資家保護」であり、その実現方法として証券業者に関する規制が行われているという点である。(もちろん、この「たてまえ」に忠実に沿って現実の規制が行われているかという点については以下にみるように少なからぬ疑問がある。)したがって、規制の政策としての有効性、したがって正当性の評価はこの目的に照らして行われなければならないし、この評価は、証券会社に対する直接的な規制それ自体を見るだけでなく、他の政策手段との総合的評価が必要である。以下にみるように、最近の欧米での証券規制の緩和、見直しは、業者に対する規制の緩和と、市場の規制の強化の同時進行という様相を呈するが、その根本は、従来型の業者の規制を通じた投資家保護はさほど有効ではないという認識に基づく。

詳細な説明は本論にゆずるが、以下の検討では、証券市場と証券業者に対する政府の規制の主たる目的が「投資家保護」にあるとの認識のもとに、そのあるべき姿と現実の規制とのあいだに存在する乖離の指摘とその発生理由の分析に主たる関心を向けるため、証券業者に対する現行の規制の詳細にわたる情報の提示とその是非の吟味を中心の内容とはならない。以下の内容は、第2節で検討課題の性格を例示するために証券会社の免許制をめぐる議論の性格と経緯について見た後で、第3節で規制の目的と規制内容の検討方法を見る。第4節で規制の目的の中心である「投資家保護」の内容について検討したのち、第5節で参入規制と固定手数料制という具体的な規制と規制目的との関係について吟味する。第6節から第8節では証券会社にのみ設立を認められている取引所とその自主規制についてとりあげる。第6節の制度の説明に続いて、第7節で自主規制の内容、根拠およびその妥当性が明かではない点が例示的に示されるが、これは自主規制を重要な一環とする現行の規制の妥当性に対する疑問につながる。第8節では、証券取引所に現在賦与されている独占力の範囲及び強さの程度の妥当性に対する疑問を提示し、その深刻さの程度が今後急速に高まることが主張される。第9節では現行証券取引法のもつワンセット主義と呼ばれる構造のもつ深刻な欠陥が指摘され、第10節ではこれとも密接に関連する「証券化」を取り上げる。第11節は、簡単なまとめである。

[2] 証券会社の免許制

検討課題の性格を例示するために、免許制の実態の検討から始める。

1993年4月にはほぼ10年にわたった金融制度改革論議の「成果」の一環として、銀行等の金融機関の子会社に証券会社の免許があり、金融機関の証券市場への参入

が実質的に実現することになった³⁾。マスコミ等の当面の関心事は、いくつかの証券会社が新たに認可されるか、いつ参入するのか、その影響はどれほどかという点に向いている。

この結果にいたるプロセスで長期間にわたって繰り広げられた大騒動の背景を理解するために知っておくべき最低限の知識は、以下の4点である。

(1)証券会社の設立には免許が必要である。「証券業は、大蔵大臣の免許を受けた株式会社でなければ、これを営むことができない」（証取法28条1項）。

(2)免許を受けた証券会社のみが許される証券業とは「銀行、信託会社その他政令で定める金融機関以外の者が左に掲げる行為の一をなす営業をいう。一 有価証券の売買 二 有価証券の売買の媒介、取次又は代理 三 有価証券市場における売買取引の委託の媒介、取次又は代理・・・」（証取法2条8項）。

(3)従来⁴⁾の登録制から免許制への移行は1965年の証取法の改正による。免許基準と免許を拒否すべき場合が法律に定められ（31条、32条）ているが、改正時の関係者の説明は免許制の運用が著しく制限的となることはないというものであった⁵⁾。しかし、免許制はその後一貫して実質的に新規参入を禁止するものとして

³⁾ 簡単には、三輪[1993]「序章」を参照。

⁴⁾ 第2次大戦前には免許制であり、1947年に最初の証券取引法ができたときも免許制であって、48年に登録制に切り替えられた。阿部他[1965]12頁の阿部発言。

⁵⁾ 第31条の免許基準は、財産的基礎と収支見通しに関する第1項、人的構成に関する第2項、および「その営まれる地域における有価証券の取引の状況、証券会社及びその営業所の数その他その地域における経済の状況に照らして、必要なかつ適当なものであること」という第3項の各号に適合するかどうかを審査するものである。たとえば、阿部他[1965]のなかで、「安川君は3号をあげたけれども、実際問題としては、1号なり2号なりで排除されるものが多く、3号が問題になることは、むしろ例外的な場合ではないかと思う」という鈴木竹雄の発言に対して、安川七郎大蔵省証券局証券業務課長は「私が先ほど3号をあげまして、乱立の排除といったのは、その意味です」と答えている（15-16頁）。

機能してきた⁶⁾。

(4)「銀行、信託会社その他政令で定める金融機関は、第2条8項各号に掲げる行為をなすことを営業としてはならない」(証取法65条1項)。つまり、金融機関は、証券業務をすることができない(ただし、例外部分がある。65条1項但し書き、2号、65条の2)。

ここでは、証券業の対象となる「有価証券」の範囲の詳細については立ち入らないが(第9節で改めて検討する)、証取法は、2条1項で、「この法律において有価証券とは・・・」と具体的に8つの証券を具体的に列挙したうえで、第9号で「その他政令で定める証券また証書」として、追加指定が可能となっている。

具体的に株式の委託売買の仲介を例に取って検討を進める。株式は有価証券であり(2条1項6号)、その「売買の媒介、取次」や「有価証券市場における売買取引の委託の媒介、取次」は証券業にあたる営業である(2条8項2号、3号)から、これができるのは証券会社のみである。

たとえば機関投資家のグループが証券業者の現行のサービスの内容や手数料の水準に不満を持ち、新規に証券会社を設立しようとしても、免許が取得できないから、不可能である。機関投資家が金融機関である場合には、65条との関連も障

⁶⁾ 当時からこのように運用される危険性を指摘する声は少なくなかった。たとえば、阿部他[1965]16頁の矢沢発言、西原他[1965]86-91頁の議論、とりわけ福光発言を参照。もっとも、法律制定時(あるいは改正時)の担当者の説明がその後、実質的に無視されるケースはさほど珍しくないようである。たとえば、貸付信託制度のケースについて三輪[1994]を参照。

害になる⁷⁾（取引所や証券業協会と証券会社の関連については第8節でふれる。）

重要なのは、次の点である。

証券取引法の改正は、典型的には、証券取引審議会で審議して、一定の方向を出し、それに従って立法がなされるのがこれまでの典型的なプロセスである。しかし、最近になって「数年前まではまったく予想も」（河本[1993]71頁）しなかった3本の大きな改正が行われ（「損失補填防止等のための改正」「監視委員会等の設置に関する改正」「金融制度改革あるいは証券取引制度の改革のための改正」）、そのうち最初の2本については証取審で議論がまったく行われなかった。

重要なのは、「投資家保護」のために必要であるとして実現した2本の改正を証取審が検討事項として自ら取り上げてこなかったという点である。つまり、「証券不祥事」のような特別の事情がないかぎり典型的には証取審の審議で一定の方向が出るのが証取法の改正に必要なが、その前提として証取審の審議の議題の選択が適切に行われるのかという点に対する疑問をこの現象が提起しているのである。

免許制については、証取審委員であった河本[1993]が「審議会のレポートの中で、免許制というものはどこまでも維持するのだということは折りに触れて主張しており・・・わが国でこの免許制を登録制に戻すということは、まず現実的な方向としては考えられない。・・・／・・・免許を与え、市場の監視もし、そして免許を与えた以上はそれがつぶれないように予防監督行政をやらなければいけません」（73-74頁）と述べている点に注目する必要がある。

これに対し、臨時行政改革推進審議会の「証券・金融の不正取引の基本的

⁷⁾以下では、証取法65条については取り上げない。ただし、次の点に読者の注意を促したい。65条は、アメリカで「金融機関の経営を健全にし、信用を保ち、預金者を保護するために1933年銀行法（グラススティーガル法）で銀行業務と証券業務を分離するように定められ」（河本他[1986]106頁）たことを受けているが、日本への導入の実質的な目的は、証券会社の保護育成にあると考えるのが妥当なところであろう（河本他[1986]98頁。また後藤[1992]149-155頁を参照。）。最近の子会社方式での金融機関の証券市場への参入に際して盛んに議論され、厳しさの程度が強い関心の的になった「ファイアウォール」をめぐる攻防もその延長線上に位置するものと理解できる。「ファイアウォール」の役割やその有効性をめぐる議論に関する疑問については、三輪[1993]の「序章」を参照。さらに、グラススティーガル法の成立過程の議論の妥当性やその改廃をめぐる検討に関してはBenson[1990]を参照。

正策に関する答申」（1991年9月13日）は、「不祥事」について「明確なルールの下でフェアな取引を行うといった基本的な原則が、業界の保護育成的な行政の下で、制度・運営面や証券市場参加者の意識の面で徹底していなかったことの現れと考えられる」とし、「1 証券行政の見直しと透明性の確保」の「(1) 証券行政の在り方の見直しと競争の促進」の「ア 新規参入の促進」で次のように述べている。「・・証券界における有効かつ適正な競争の促進が必要であり、このような観点から、証券市場への新規参入を積極的に図る。／このため、現行の免許制については、これが既存業者の保護に偏る結果となるようなことがあってはならず・・・、競争促進に資する新規参入の実現を図る必要がある。／なお、中長期的には、免許制の是非についても検討を行う必要がある」（7頁）⁸⁾。

このように考えれば、「市場の失敗」の可能性、つまり、自由な市場メカニズムに任せることが消費者にとって最適な状態の実現につながらない可能性があることを指摘するにとどまることなく、「政府の失敗」の可能性、つまり、「市場の失敗」に対応するために政府が関与するためのコストの方がそれによって得られる利益を上回る可能性まで考慮して、政府の関与（ここでは免許制）の当否を

⁸⁾ 行革審の答申を取めた行政管理研究センター[1992]に収録された「諸提言・談話等」を見ても、免許制から登録制への移行を求める声は少なくない（たとえば、日本労働組合総連合会、経済同友会速水代表幹事見解、関西経済連合会、政策構想フォーラム、など）。これが検討課題にもならないとすれば、証取審での検討を証取法の改正の前提とするというこれまでの検討システムは重大な欠陥を持つと判断すべきだろう。免許制移行時の事情を見ると、大蔵省は必ずしも熱心ではなかったが、当時の田中角栄大蔵大臣が熱心であり、証取審も概して積極的であったといわれる（阿部他[1965]11頁の加治木大蔵省財務調査官の発言参照）。その際の論拠は、いささか素朴な「イコールフットィング論」と「公共性」、さらに「過当競争排除論」であった。阿部他[1965]36頁以下および西原[1965]86-91頁を参照。また、証取法のこの改正案の検討時期が山一証券と大井証券に対する「日銀特融」の時期と重なり、きわめて短期間に国会を通過したことと、免許制の運用が制定時の予想に比べてはるかに制限的となった点にも注意する必要がある。もちろん、現実に申請して却下されたという記録が公式に存在するわけではないから、現実に参入が行われなかったことや、たとえば、今回のような新規参入が大きな話題になることから制限的であったと推定するほかない。

慎重に検討する必要がある⁹⁾。

[3] 規制の目的と規制内容の検討

規制の目的は何か、その評価基準はどのようなものか、規制が妥当なものであるかどうかをどのようにして検討するか、現行の検討方法は妥当か、などという点についてを明らかにする必要がある。

この章では経済学の基本的な考え方を検討の大枠として採用する。つまり、(イ)経済活動およびそれに対する政府の関与の最終的な受益者は消費者である。(ロ)一定の条件が満たされれば、自由な市場メカニズムが消費者にとって最も望ましい状態を実現させる。(ハ)政府の関与が正当化されるのは、(ロ)の「一定の条件」が満たされ（「市場の失敗」）ず、しかも、政府が関与することによって状態が改善することによって得られる利益が介入にともなって発生する費用（コスト）を上回る場合に限られる。この(ハ)の判断基準に照らして、現行の規制の妥当性を評価することになる。

⁹⁾ 「政府の失敗」については、三輪[1993]第2章第3節を参照。「市場の失敗」が存在する場合であっても「政府の失敗」が発生する有力な理由は、政府が消費者の利益の増進に必ずしも熱心であるとはかぎらないことによる。その理由の一つが規制産業の利益の増進に協力的になる可能性、つまり、規制対象である産業によって規制主体が囚われの身になる（"captured"）可能性である。日本のタテ割り行政システムの下では、このシステム自体が、被規制産業と規制主体（所管課）との共存共栄が暗黙の前提とされ、産業の利益の実現に適したように設計されているから、"capture"されていることをほとんど誰も疑わないようになっている。「タテ割り行政」の弊害については、三輪[1993]、とりわけ第2章第1節および第6章第2節を参照。もちろん、「政府の失敗」とは、政府の関与が消費者の利益の増進という目的の実現に失敗することであって、被規制産業の利益の増進に失敗するというわけではない。

証券市場の規制のすべてが証券取引法の運用という形をとるわけではない¹⁰⁾が、これが中心であるから、証券取引法の目的を見ることから始める。

「この法律は、国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめることを目的とする」（証取法1条）。

「投資者の保護」と表現される「投資家保護」が規制の目的の中心である点については今日異論が少ないであろう。問題はその具体的内容と、その実現手段である。実質的な検討を次節に回して、ここではこの法律の解釈・運用がどのように決められ、その妥当性の検討、客観情勢・環境の変化などへの対応がどのように図られるかという実施のシステムについて、前節でとりあげた免許制による参入規制に焦点を合わせて検討する。

重要なのは以下の3点である。

(1)免許制の運用は大蔵大臣によるが、その事務は証券局が行う。その運用の妥当性の検討主体は実質的には存在せず、むしろ、証券業者などの意向を受けながら行われると考えられる。したがって、消費者の利益、投資家保護との関連での妥当性は保証されない。

(2)国内の経済主体により設立された証券会社の新規参入は実質的に禁止されてきたが、申請して拒否されその判断の妥当性が裁判所で争われたケースは存在しない。その理由は明かではないが、運輸等の分野での日本の免許制の実情からの類推がおおよそあてはなると考えられる。申請が拒否されたという事実を確認すること、拒否された者が裁判所に訴えて行政の裁量の範囲を逸脱しているとする判断を得ること、しかも、そうまでして参入して経済活動として利益を実現することなどは、いずれをとっても極めて困難なことである。

(3)証券取引法の改正も含めて「証券」関連の規制の変更に関する審議は、通常、

¹⁰⁾免許制への移行を決めた証取法改正時の座談会でも「証券局だけが証券の問題を考えると時代じゃない」との発言に対して、加治木大蔵省財務調査官は「そのとおり」だと賛意を表している（阿部等[1965]37頁）。より具体的な例としては、たとえば、今日に至るまで、国内社債市場（とりわけ普通社債市場）は逼塞状況にあるが、その基本的原因が証券局そのものではなくその周辺の政府の部局の関与とよび関連する経済主体の選択の結果であることがあげられる。この点に関しては、三輪[1993]第1章を参照。

証券取引審議会を舞台にして行われる¹¹⁾。委員の任命も、検討課題も、大蔵省が決めることができるのであり、しかも「委員は、非常勤」なのであるから、現実に行われている大蔵省の行政について批判的な内容や、バランスのとれた検討を

¹¹⁾証券取引法制定時に存在した証券取引委員会が、1952年に廃止された際にこれを引き継いだものである。「有価証券の発行及び売買その他の取引に関する重要事項に関し調査させるため、大蔵省に」（証取法165条）置かれる付属機関であり、その13人の委員は、「学識経験のある者のうちから、大蔵大臣がこれを任命する」（166条）。ただし、「委員は、非常勤とする」（168条）。

ここに期待することはできない¹²⁾¹³⁾。

免許制の運用の詳細は明かではないが、ここでその詳細を明らかにする努力を試みる必要はない。先述のように、当初の説明とは裏腹に、免許要件を定めた証取法31条第1項、第2項以外の理由で（おそらくは、第3項¹⁴⁾）、免許制が、新規参入を実質的に禁止する制度として運用されたこと、今回の制度改正が、金融機

¹²⁾この点については、三輪[1993]第6章を参照。このシステムは、たとえば、「公認会計士や監査役の仕事の内容を指示が支持するようなもの」（三輪[1993]7頁）である。

¹³⁾現行のシステムのもとでは、たとえば、大蔵省が登録制の妥当性に関する審議を証取審に依頼すること自体が、重大な政策意図の表明と理解されるから、自由な議論を期待することは大蔵省にとっても容易ではないから、現行のシステムは、かりに大蔵省が“capture”されていなくても、適切ではない可能性がある。したがって、河本[1993]がいうように、先の証取審で、登録制の見直しが話題にもならなかった理由も、次のようにさまざま考えられる。(i)そのような委員だけが選ばれている。(ii)委員の一部は重要だと考えたが、主張し、審議しても無駄だと考えた。(iii)委員は考えたとしても、話題になり得ないような議事運営が行われた。(iv)大蔵省は再検討したいと考えたが、そのことに対する審議会の内外の強力な反対が予想され、そのことの大蔵省にとってのコストを考えるととても問題提起できなかつた。ちなみに、証取審の委員の任期は2年(167条)であり、メンバーの固定性は著しく高い。交代がある場合も、たとえば、具体的なポジション（たとえば日銀理事）を占める人員の交代による。例として、免許制への移行を検討した1963年末現在のメンバーと1991年6月19日現在のメンバーを比較してみよう。法学者(1名)、日銀理事、日本経済新聞社関係者、興銀関係者、全銀協関係者、証券業協会関係者、取引所関係者、生保協会関係者であることに変化はない。残る5名は、63年当時は、十条製紙社長、日証金社長、商工中金理事長、経済評論家、経団連事務局長であるが、91年時点では、東レ会長、日本化薬会長、資本市場財団理事長、経済学者、日本鋼管社長である。いずれの時点でもこの5名のうちに大蔵省OBが含まれる。

¹⁴⁾当時の流行語の「過当競争の防止」がその象徴的表現である。免許制導入時がこの用語がもっとも愛用された時期と一致する。その象徴が、流産した特振法を巡る議論である。この点に関しては、三輪[1990]第11章を参照。

関等の強い要求をどこまで「値切って」抑えるかという点をめぐる証取審を舞台にした果てしない駆け引きとして進行したこと、その結果、ほとんど採算がたつ見通しのないような形での参入しか実現しなかったこと、その一環として、新規参入企業と「親会社」との間に設置するファイアーウォールの形態と機能が既存の証券業者の利益を極めて重視した内容になるという結果になった点¹⁵⁾を指摘するにとどめる。

つまり、現行のシステムのもとでは、かりに「市場の失敗」があるとしても、そのために政府の関与を求めることには極めて大きな政策のコストを伴うことを覚悟する必要があり、より大きな「政府の失敗」を選択して消費者の利益を侵害する可能性がある点に注意する必要がある。

[4] 投資家保護

証券市場の規制の基本的な目的が「投資家保護」であるとするれば、たとえば、証券会社の参入規制もこれを根拠にして行われていること、この目的による正当化が不可能な規制は行うべきではないことになる。日本の証券市場の規制がこの基本目的を最大限に重視して行われているかという点自体に重大な疑問があるが¹⁶⁾、ここではその点には立ち入らず、重視して行われているという前提のもとに具体的な規制の妥当性を検討する。

注意すべきことは、先述のように、消費者に関しては、一定の条件の下では、自由な市場メカニズムに任せることが消費者の利益に合致することと、政府がルールの設定等の一般的な形での関与とは別に、個々の経済主体の選択に直接関与することが消費者の利益を増進させるとして正当化されるケースは多くはないという状況の存在である。通常の財貨・サービスの消費者に対応するのが有価証券投資では投資家であるが、その投資家を保護するために必要な政策の内容が消費

¹⁵⁾ この点に関しては、三輪[1993]「序章」を参照。

¹⁶⁾ より一般的に、日本の産業行政が消費者の利益を第一義的に重視して行われているかという点について、少なくともこれまでのものには重大な疑問があるという見方に強い異論はないだろう。そうであるからこそ、あらためて「生産者重視から消費者重視へ」というキャッチフレーズが強調されるのである。三輪[1993]第2章第3節を参照。証券について消費者重視が疑わしい点については、同、「まえがき」および「序章」を参照。

者保護とどのようにどの程度に異なるべきかという点について慎重な検討を要する。

三輪[1993]でも強調したように、日本では、証券を含めて、「金融」分野（より正確には、「金融機関」と類別されている企業群が供給するサービスの集合）は、一般の産業分野（あるいはそこで供給される財貨・サービス）とは異なる特殊な存在であるという漠然とした通念があり¹⁷⁾、規制にかかわる多くの議論は、この通念を共通の前提として展開されている。関連分野全体を政府の強いコントロール下に置くことを自明の前提とし、そのうえで、政府の具体的なコントロールの内容はどのようなものであるべきかという方向で議論されているのである¹⁸⁾。ここでは、政府が関与せず、市場メカニズムの作動に任せるという選択肢はあらかじめ排除されているという点が重要である。そのため、政府の規制によって発生するコストと利益の具体的な内容とその大きさを明らかにしたうえで比較しその当否を不断に吟味するという発想が存在しない¹⁹⁾。このような通念のもとでは、「金融秩序の安定性」「システミック・リスク」「情報の非対称性」「投資家保護」などという一連の表現は、特殊性を強調する目的の為に濫用される可能性があるから、その具体的な内容について慎重に吟味する必要がある。

この章の検討対象である有価証券にとりわけ関連するのは「投資家保護」であるから、以下では、この概念に焦点を合わせよう²⁰⁾。あらかじめ確認しておくべきことは、「投資家保護」の内容をどのようにとらえるにせよ、それがまったく

¹⁷⁾ 詳しくは、三輪[1993]、とりわけ第2章、第3章を参照。

¹⁸⁾ 「金融制度改革（論議）」という表現が当然のごとく使用されるという事実はこのことは如実に反映されている。三輪[1993]113頁以下を参照。

¹⁹⁾ このような作業を現在の規制当局に期待することはほとんど不可能であろう。なぜなら、自らの存在と具体的な役割の有用性をみずから吟味・点検して、場合によっては、「不要」という結論を導く必要があるのだから、そのような作業を積極的に遂行する誘因は担当者にはない（少なくとも、強くはない）。また、これまでの経緯を見るかぎり、そのような作業を積極的に遂行しないことが所管業種の利益に合致し、そのことに対する業界の一貫した支持があるのが通例である。

²⁰⁾ より広く、金融規制の根拠に関する立ち入った検討については三輪[1993]第3章を参照。

必要ではないか否かが検討課題ではないという点である。政府の規制（あるいはその意向を受けた団体の自主規制）によって投資家が規制のコストを上回る利益を受けられることができる分野、側面はどこか、もっとも大きなネットの利益を受けられるのはどのような規制が行われる場合か、現行の規制のなかに廃止したり大幅に緩和した方が投資家の利益に合致するものが存在しないかという点こそが検討課題なのである。この点を明確にし、「過剰規制」「的外れの規制」を排除することをつねに心がける必要がある²¹⁾。なぜなら、ここまでの議論が示唆するように、現行の政策決定システムの中には、このような政策を是正し、排除するシステムは存在しないし、意思決定者にはその方向に進む誘因がきわめて弱いと考えられるからである。

「投資家保護」の名目のもとに行われる政策が妥当なものとなるようにするためには、「投資家」（とりわけ有価証券の投資家）であることが通常の財貨・サービスの消費者や耐久消費財や住宅の「投資家」とどこが異なるのかという点について慎重に吟味する必要がある。かりに、明確で重大な相違点が存在しないことになれば、「投資家保護」というこの分野のあらゆる規制を正当化する錦の御旗となりかねない用語をしばらく棚上げにして、「そもそも」この分野で政府が何をなすべきかを改めて論じることが必要である。実際には、「投資家保護」の名目の下に主張されていることの内容は、あまり明確なものではないから、このようにして「そもそも」政府が何をなすべきかという問いに基づいて具体的に検討する必要がある。

あらためて「投資家保護」の重要性を強調する主張に沿って、その根拠について具体的に検討すると、その根拠の曖昧さに驚かされる。その詳細については、三輪[1993]第3章および第4章の参照を読者に願うことにして、ここでは、消費者保護基本法が、第5条で、消費者の役割として、「消費者は、経済社会の発展に即応して、みずからすすんで消費生活に必要な知識を習得するとともに、自主的かつ合理的に行動するように努めることによって消費生活の安定及び向上に積極的

²¹⁾ 「過剰規制」とは、たとえば、小さな子供がプールで溺れたことを契機として、その再発を防止するために、水深50cm以上のプールの建設を禁止するという類の政策のことである。また、「的外れの規制」とは、地下のナマズが暴れることが地震の原因であるという診断に基づいて、ナマズ撲滅運動を大々的に展開するという類の政策である。もちろん、子供が溺れるのを防止することや地震を防止しようとするのが目的として否定されるべきものではないことはいうまでもない。三輪[1991a]vii頁を参照。

な役割を果たすものとする」と定めていることを紹介するにとどめる。「投資家保護」の名目のもとに過剰な規制が行われ、結果として「投資家」の利益が侵害されるおそれが少なくないのである。

[5] 投資家保護と参入規制・固定手数料制

第3節までに見たように証券業への参入が厳しく制限されてきたことや、話題になってきた証券手数料が固定されていること（正確には、一律の手数料が決められ、その徴収が証券会社に強制されていること）²²⁾という具体的な規制が、誰の利益を重視して、何のために行われたのかという点についてはここでは立ち入らず、政府がそのような規制を行うことが正当化されるのは「投資家保護」の目的に役立つ場合にかぎられるという判断に立って、その妥当性を検討してみよう²³⁾。

日本以外に、証券業への参入が実質的に禁止されている経済が「先進国」中に存在するとは寡聞にして聞かない。証券の委託取引の手数料率は、次節でも取り上げるように、アメリカで1975年に自由化され（いわゆる“Mayday”である）、イギリスでも1986年のいわゆる「ビッグ・バン」で自由化され、その自由化の当否や自由化のスケジュールについて現時点でも「制度改革」の名のもとに議論と攻防戦が繰り広げられているのは主たる先進国では日本だけだという状況にある。

Poser[1991, 1-3頁]のいうように、アメリカとイギリスの双方において、規制緩和（“deregulation”）は、取引所とその会員企業が何十年にもわたって享受した快適な状況を創出してきた経済的規制（economic regulation）のシステムを除去することを内容とする。実質的内容は、特定の市場の内部および市場間の競争に対する制限の除去であるが、問題の制限は具体的には次の3つのカテゴリーに分けることができる。(1)株式ブローカーに対して委託手数料の下限の徴収を求めるもの。(2)特定の機関が会員になることを制限するというような、市場の利用（access）制限。(3)グラススティーガル法のように、市場参加者が果たす特定のタイ

²²⁾ 証券取引審議会報告書[1992]を参照。

²³⁾ 何のために固定手数料制度を廃止して「自由化」という政策が実現しないかという問いに対する私の回答については三輪[1993]、とりわけ第5章第3節を参照。その判断とは別に、ここでの主張は、正当化の論拠を持たない政策は廃止すべきだというものである。

プの活動に対する制限。また、規制緩和が投資家を保護し市場の統一性を維持するために重要な規制を新たに課した点にも注意を要する。この側面だけに注目すれば、規制の緩和と強化の共存ということになる。

重要な点は、従来採用されてきた経済的規制が、投資家保護という付随的な（incidental）効果を持つとしても、その主たる目的が産業のメンバーの保護にあったという点である（Poser[1991, 3頁]）。つまり、生産者の保護が他の産業と同様に政府の関与の目的としての正当性を失えば、この付随的効果の有効性が直接検討課題になり、結果としてより直接的な投資家保護策に代替されたのである。

そうであれば、日本での手数料自由化論議も、同様の視点から行われなければならない。しかしながら、今回の「金融制度改革法」の実施の細目を定める政省令案の決定に際して、大蔵省が低迷する証券市場に十分配慮して業務範囲、業務隔壁などを定めたことに象徴されるように²⁴⁾、投資家保護を第一に考慮した政策が行われているとはとうていいえない。手数料の自由化論議の際して、それが証券会社の経営にどのような影響があるかを延々と審議し、影響が大きい範囲に止めることを暗黙の前提にした議論が続いた²⁵⁾。

重要なのは、手数料に関する制度の決め方と、その検討の進め方である。この点は重要であるから、節を改める。

[6] 自主規制：政府と取引所と証券業協会

有価証券の売買委託手数料の自由化がなぜ経済政策上の話題になるか、各証券会社がなぜ自由に決めないのか、多くのカルテルのように崩壊せずなぜ有効に維持されるのか、なぜ独禁法違反にならないのかなどという点について理解するためには、次の事情を知っておく必要がある。

²⁴⁾三輪[1993]1-2頁を参照。このように主張すれば、かりにそうであるとしても、長い歴史のあるシステムだから「白地に絵を描くようにはいかない」という批判が予想される。このような考え方こそが「金融制度改革」の進行の重大な障害になってきたのであるが、その点については、三輪[1993]、とりわけ第1章第5節を参照。簡単には、三輪「膨大なる無責任の体系」『週刊金融財政事情』（1993年5月31日号、65頁）を参照。

²⁵⁾手数料をめぐる議論の内容に関する批判的検討についてはここでは立ち入らない。興味のある読者は、三輪[1993]第5章第3節を参照。

「証券取引所は、法人」であって、「会員組織」であり、「証券会社でなければ、これを設立することができ」ず、設立には「大蔵大臣の免許」を受けなければならない（80条、81条）。免許の要件の一つに、「定款、業務規定又は受託契約準則の規定が法令に適合し、且つ、有価証券市場における売買取引の公正を確保し、及び投資家を保護するために十分であること」（83条1項）があり、「定款、業務規定又は受託契約準則を変更しようとするときは、大蔵大臣の認可を受けなければならない」（85条の2第1項）。「会員は、有価証券市場における売買取引の受託については、その所属する証券取引所の定める委託契約準則によらなければならない」ず、「証券取引所は、その受託契約準則において」「委託手数料の料率及び徴収の方法」「に関する細則を定めなければならない」（130条）。さらに、「会員は、有価証券市場における売買取引の受託について、委託者から証券取引所の定める委託手数料を徴しなければならない」（131条）。ただし、大蔵大臣には、「証券取引所の定款、業務規定、受託契約準則」等について「変更その他の処分を命ずることができる」（156条）。

つまり、証券取引所が「委託手数料の料率及び徴収の方法を決め」それを大蔵大臣が認可し、会員である証券会社はその委託手数料を徴しなければならないことが証券取引法に定められているのである。したがって、現行の固定手数料率制は、証券取引所が決め、大蔵大臣が「投資家保護」のために十分であると判断していることになる。形式的に言えば、固定手数料率制を廃止して自由化することを提起する主体は取引所であり、大蔵大臣はその妥当性を判断して「認可」するかどうかを決めることになる²⁶⁾。

取引所の会員は証券会社だから、証券会社はみずからの提供するサービスの対価を共同で決定できることになる。通常の財貨・サービスであればこのような行為は、不当な取引制限（カルテル）として独禁法違反になるはずであり、消費者の利益を侵害するものとして厳しい批判の対象になる。したがって、このような対価の決め方が「投資家保護」のために十分であるためには、よほどの事情と、大蔵大臣の周到な監視が必要なはずである。

委託手数料率の現行の固定性を維持すること、これを廃止して自由な競争に委ねるシステムへの移行を遅らせることは「投資家」の利益に反すると私は考えるが、この点にはここでは立ち入らない。（三輪[1993]第5章第3節を参照。）問題は、なぜこのような権限を証券取引所に与えているのか、そのための監視システムが十分なものかという点である。

²⁶⁾ 現在は、取引所定款第33条と取引所受託契約準則51条である。

日本にかぎらず、アメリカやイギリスでも、有価証券取引に関してはいわゆる自主規制が重視される。その理由は、「一つは証券取引には一般にはいろいろわかりにくい専門技術的な問題があるので、こういう問題を素早く、起こった事態に合った処理をするのは当事者の自主に任せる方がよいと思われること、もう一つは、法律はそう細かいことに一々干渉せずに、最低の基準を定めておき、あとは商業道徳を確立しながら、円滑で効率のよい取引をすることを自主団体に任せの方がよい結果が得られると考えたためである」（河本・大武[1987]152-4頁）とされる。そのような自主団体としては、証券取引所とともに証券業協会（証取法第4章）があるが、前者の役割の方が格段に大きい²⁷⁾。

証券取引所の自主規制の具体的な内容の妥当性をどのように確保するかが重大な検討課題であることはいうまでもない。このチェックシステムなくして、事実上放置することが、カルテルの野放しを同様の消費者利益侵害効果を持つことはいうまでもない。この弊害は、政府の失敗の可能性を無視して、市場の失敗の可能性を指摘するだけで政府の規制を放置することと同質である。つまり、自主規制による利益実現の可能性を指摘するだけで、そのことに伴うコストが大きくなる可能性を無視していることになる。

その具体的な内容には次節で立ち入ることにして、ここでは、イギリスでの自由化の経緯に見られた、自主規制と政府の規制の関係を指摘するに止める。

イギリスの証券取引手数料の自由化は、1986年10月27日のいわゆるビッグ・バンの日に一連の政策の一環として実現した²⁸⁾。ここにいたる直接的なきっかけは、1979年2月に公正取引庁長官が証券取引所理事会に対し取引所規則を制限的取引慣行審判所に告訴する意向のあることを明らかにしたことである。その攻撃目標の一つがブローカーが提供するサービスの価格に関する競争の欠如であった。公正取引庁が告訴し取引所がその規則や慣行を守ろうとした係争は、1983年7月の証券取引所理事長と貿易産業大臣との間で合意に達した有名な和解で決着し、86年の

²⁷⁾ 自主規制の役割は、アメリカに比べてもイギリスが格段に大きい。イギリスについて、詳しくはPoser[1991]を参照。

²⁸⁾ 詳しくは、たとえば、Thomas[1989]、Poser[1991]を参照。

ビッグ・バンにつながったのである²⁹⁾³⁰⁾。

[7] 取引所と証券業協会の自主規制

取引所や証券業協会の自主規制にはさまざまなものがある。この両者および大蔵省との関係はあまりに密接であるため、実質的に誰が責任を持つ意思決定主体であるかが外部からは明確ではないことが多いように思われ、この点自体が重大な問題であるが、この点にはここでは立ち入らない³¹⁾。

ここでは、最近数年間に株式市場で観察された、規制あるいは共同の意思決定の結果のなかから、その根拠、したがって内容の妥当性に疑問があったり、理解に苦しむケースを3点例示し、そのような規制や決定の妥当性を確保するためのシステムが整備されているかという点に疑問を提示する。

1992年1月13日の『日本経済新聞』の第1面に「公募増資 再開へ新ルール 証券業界・大蔵省方針 配当性向30%以上に」という見出しを持つ記事が掲載された。90年3月から停止されている公募増資を92年度から再開するための環境整備の

²⁹⁾ 同じくアメリカでも、規制者であるSEC（証券取引委員会）が、取引所とその会員企業をその競争制限的行為に対する反トラスト訴訟から擁護することを止めたことが直接の契機になった。Poser[1991]2頁参照。

³⁰⁾ 同様に、日本で、大蔵大臣が固定手数料制維持を放置するとしても、公正取引委員会が、事業者団体に「一体の取引分野の競争を実質的に制限すること」を禁じた独禁法8条1項違反で摘発することが可能かどうかを検討する必要があるが、現行では可能ではないようである。ちなみに、証取法195条の2は、この法律が独禁法の「適用を排除し、又は同法に基づく公正取引委員会の権限を制限すると解釈してはならない」と明示している。この点に関して、根岸[1986]を参照。イギリスで起こったことが日本で起こるためには、証取法130条2項4号の「委託手数料の料率及び徴収の方法」を削除することが必要なようである。いうまでもないが、独禁法と証取法とは目的が異なり、受託準則が大蔵省によって認可されたとしても、そのことから直ちに独禁法の適用が除外されるのではない。

³¹⁾ 誰が何を決めたか、特定の政策に誰がどのような責任を負うのかという点が曖昧であり、その意味で、伝統的な「無責任の体系」が存在することについては、三輪[1993]、とりわけ第6章第2節を参照。

ためのものであるが、投資家への利益還元を重視しないと新規の公募株式などを消化できないから、新しいルールを設けてこれをクリアーしない企業の増資は引き受けないという方針を、大蔵省と証券業界が固めたという記事である。

関連して検討すべき第1の現象は、誰がどのような権限で、誰のために公募増資を停止しているのか、このような決定は妥当か、というものである。引き受けないという行為が証券会社の共同で行われれば、引受サービスを共同で停止することになるから、なぜこれが独禁法違反にならないかが問題になる。大蔵省が強制したのなら、その根拠の有無と、政策としての妥当性が問題になる。株価が低すぎるからその回復を待つ必要があると判断するとしても、その判断根拠の妥当性と、かりにそれが「妥当」であるとしても、介入すべきかどうかを検討されねばならない³²⁾。いつ何時、「株価が低すぎる」として大蔵省が公募増資の扉を閉鎖するともかぎらないとすれば、日本の資本市場に対する信頼は著しく損なわれるはずである³³⁾。1960年代にも行われた「増資調整」を受け継ぐものと考えられるが³⁴⁾、少なくともその決定の責任を明白にし、その判断の妥当性を確保するためのシステムを構築すること、事後的には詳細なデータ等を公表して外部の評価を可能にする必要がある³⁵⁾。

上掲の新聞記事に関連する第2の現象は、「利益配分ルール」に関するものである。元来は「引受証券会社が公募増資、転換社債、新株引受権付社債等エクイティ・ファイナンスの引受けを行うに際し、その基本姿勢を明らかにしたルールのうち、企業の配当政策に係る部分を指したものであり、昭和40年代後半に策定され、数回にわたる改訂を経て、引受証券会社の自主ルールとして定着してきた。／今般、社団法人日本証券業協会において、利益配分ルール懇談会が設置され、審議結果が『利益配分ルールの在り方について』としてとりまとめられ、・・・

³²⁾ この場合には、「こんなに低いにもかかわらず投資をしないほとんどの投資家はバカだ」と大蔵省が判断していることになる点に注意する必要がある。

³³⁾ その可能性を考慮した発行企業の増資行動は株価の変動をより激しくするかもしれない点にも注意を要する。

³⁴⁾ 1965年5月の山一証券と大井証券に対する「日銀特融」に先立つ時期にも、7年ぶりに増資調整懇談会が開かれ、大口増資の繰り延べ、四半期ごとのワク設定等が取り決められ、以後、次々に懇談会が開かれ、増資の制限からストップへ進行した。簡単には坂野[1978]を参照。

³⁵⁾ ただし、筆者は、このような制限が正当化されるケースがあるとは思わない。

4月1日から施行された」³⁶⁾ (篠[1992, 2頁])。記事はこの審議の途中でのものであり、大蔵省が強く関与していることを示唆している³⁷⁾。

基本的には、原則として、上場企業の平均的水準(30%)以上となる配当性向の公約を求め、「発行会社がルールを遵守しなかった場合には、新たな引受けについては慎重に取り扱う」、つまり、エクイティ・ファイナンスの引受を拒否するというものである。このような条件を共同で決定し、それを取引の条件とすることがなぜ独禁法違反にならないのか、大蔵省の指示によるのであればそれは何に基づくのか、それが「投資家保護」に役立つというのならその判断根拠は何か、それは妥当か、妥当性は誰が判断したのか、どのようにして妥当性を確保するのかなどという点について検討する必要がある。標準的な経済学の考え方に従えば、増資に応じる投資家にとって、その一部が配当として「還元」されることと、その分だけ増資金額を減らすこととは等しいはずであり、現行のように配当に課税される場合にはその分だけ後者の方が望ましいはずだから、このような「還元」の強制が「投資家保護」の名のもとに正当化されるためには特殊な理屈が必要不可欠である。少なくとも、意思決定の実質的な責任者と意思決定の理由の説明を明示して、政策としての妥当性を確保する必要がある³⁸⁾。

第3の現象は、1990年後半から顕著になった株価指数先物とオプションの市場に対する実質的な介入である。証券取引所と大蔵省が連携して行ったもののようにあるが、気配の更新値幅の縮小と気配の更新時期の延長、委託証拠金率と取引証拠金率の引き上げに始まり、取引時間短縮、プログラム売買に関する東京証券取引所への報告義務づけ、証拠金のさらなる引き上げという一連の規制の強化、売買手数料の引き上げなどが、その根拠と理由を説明してその妥当性に関するチェックを受けることなく行われた。当時から、多くのエコノミストは、弊害の多い

³⁶⁾ 以前は引受証券会社の引受部長会の自主ルールとして行われてきたものであり、今回、証券業協会において「懇談会」を設けて審議するという形式をとったということである。

³⁷⁾ この点に異を唱える向きはほとんど存在しないだろう。このことを反映してか、『大蔵省証券局年報平成4年版』は、この「利益配分ルール懇談会」に関連する記事に膨大なスペースを割いている(72-84頁)。

³⁸⁾ この点に関して、三輪[1991b]305-309頁参照。

介入だとして批判的な見解を持っているが³⁹⁾、92年12月には、大蔵省が大阪証券取引所の上場先物指数について、日経平均先物に代えて、加重平均型の新指数を決めたことと、現行の日経平均先物が将来上場廃止になることが報じられた⁴⁰⁾。少なくとも、意思決定の実質的な責任者と意思決定の理由の説明を明示して、政策としての妥当性を確保する必要がある、このような介入が、売買委託手数料の固定制の利益を実質的に奪われることになることに対する反発に対応するものであり、単なる既得権益保護だとする批判には十分答える必要がある。

以上の3つの現象は単なる例示にすぎないから、これだけについて、意思決定のプロセスの透明性を高め、その責任の主体と意思決定の理由を明示し、政策の妥当性を確保すればよいというのではない。検討し、変更する必要があるのは、このような「現象」を生み出すシステムそれ自体である。このことは、「証券」に直接関連する分野のみならず、「金融」関連分野全体にかかわることである⁴¹⁾。

[8] 取引所とは何か

ここまで証券取引所とは何かという点を明示せずに議論を進めたが、証券取引法上、「証券取引所とは、有価証券の売買取引を行うために必要な市場を開設することを目的としてこの法律に基づいて設立された者をいう」のであり、「有価証券市場とは、有価証券の売買取引のために証券取引所の開設する市場をいう」

³⁹⁾ 「市況対策」の一環として行われた点にも批判がある。関連して、三輪[1993] 325頁以下を参照。

⁴⁰⁾ たとえば、『日経金融新聞』1992年12月24日からの3回の連載記事を参照。

⁴¹⁾ このことは、「行政指導」とよばれる広範囲にわたる政府の干渉の存在に反映されている。「行政指導」といえば、具体的なものでありその範囲が確定でき、たとえば、文書化が可能なものを典型とすると想像する読者が多いかもしれない。しかし、「指導」されたかどうか、「指導」の内容が何か、「指導」の主体が誰か、つまり、大臣、局長、課長、係長、あるいは「指導」を伝えた当人のいずれの「指導」かなどという点についてさえ明かではないものまで実質的に含まれる点に注意する必要がある。「毎日のように電話がかかってきて、『指導』を受けているんです」という証券会社の担当者の説明が印象的であった。関連して、三輪[1993]第5章第6節および第6章第2節を参照。

(2条11項、12項)。先述のように、証券取引所を設立できるのは証券会社だけであり、設立には大蔵大臣の免許が必要である(81条1項、2項)。証券取引所でないものが有価証券市場はもちろんのこと、これに類似する施設を開設することはできない(191条)。また、上場有価証券の取引所集中主義があるから、会員証券会社は、有価証券市場外で上場有価証券を売買することができない⁴²⁾。さらに、「証券取引所は、2以上の有価証券市場を開設してはならない」(87条)⁴³⁾。

機関投資家のグループが保有する上場株式の有価証券市場での取引に関連するサービスの内容や手数料の水準に不満があるとしても、自ら有価証券市場に類似する「施設」を開設することはできない。もちろん、そこでの売買を仲介する証券会社の新規設立は実質的に不可能であるし、既存の証券会社に呼びかけて新たに証券取引所を設立することも実質的に不可能である。「証券取引所の会員は、証券会社及び政令で定める外国証券会社に限る」(90条)から、機関投資家が自ら証券取引所の会員になることはできない。また、「有価証券市場における売買取引は、当該有価証券市場を開設する証券取引所の会員に限り」(107条)可能だから、機関投資家が直接有価証券市場で売買に参加することはできない。つまり、機関投資家同士が、有価証券市場に類似する「施設」に該当しない範囲内でグループ内取引を直接行う他は、既存の証券会社や証券取引所のサービス及びその対価に不満があってもそれを逃れる術はない。

検討されるべきことは、このような規制・ルールは妥当かという点である。規制の目的が「投資家保護」であるとすれば、ここまで厳重な規制がこの目的の達成に有効であるという理由によって正当化されるかという視点からの慎重な検討が必要である。たとえば、ここで話題にしている機関投資家が閉鎖的なグループを形成し、グループ間での取引に限定するケースでは、それ以外のいわゆる一般投資家は参加できないから、その禁止が一般投資家の保護に直接貢献することはないはずである。

検討課題の本質は、取引所に一定の範囲のサービスについて独占的な供給権を与えることの妥当性である。独占的な権利の賦与によって生まれる独占力に必然

⁴²⁾たとえば、東京証券取引所(大阪証券取引所も同じ)は定款第23条で「正会員は、・・・本所の市場外において上場有価証券の売買を行ってはならない」と定める。

⁴³⁾河本他[1986]は「なぜ二つ以上あっていけないのかいま一つわからない」と述べる(142頁)。

的に伴う独占の弊害を甘受してまで受け入れるべき正当化理由の存在可能性そのものの検討と同時に、現行の独占力の与え方（その範囲と強さ）の妥当性を、それによって得られる利益を独占力の賦与に伴って発生する弊害の大きさと比較して検討することが必要なのである。ここでは、そもそも取引所の経済機能は何かという根本問題にまで立ち入った検討が必要である⁴⁴⁾。

関連して、第一に注目すべき点は、先にとりあげた証券の売買委託手数料の自由化と同時にアメリカ、イギリス両国で起きた現象である。アメリカでは、取引所とその会員企業をその競争制限行為に対する反トラスト訴訟から擁護することをSECが取りやめたことが「自由化」の直接の契機であったが、関連して、上場有価証券を会員企業が店頭で取引することに取引所が制約を加えること（"off-board trading restrictions"）をSECが禁止したのである⁴⁵⁾。イギリスでは、1986年のビッグ・バンにつながった公正取引庁の攻撃目標となった証券取引所の主要な慣行の中に、委託手数料率の固定制（最低手数料率）とともに「外部の機関が市場に参入するさいの障壁」が含まれていた⁴⁶⁾。もっとも、イギリスでは、「1983年の和解が成立するはるか以前から証券取引の相当量は証券取引所の立会場の外で行われていた」（Thomas[1989], 43頁）。

さらに重要な点は、コンピューター技術の発達が生み出した新しい型の"insti

⁴⁴⁾ 関連する問題の性質、検討課題、議論の現状などについて、たとえば、Macey and Kanda[1990], Lee[1992, 1993]を参照。

⁴⁵⁾ SEC Rule 19c-3。Macey and Kanda[1990]1024頁参照。このことによってニューヨーク証券取引所は店頭取引との強力な競争にさらされることになった。また、河本他[1986, 156頁]によれば、SECはこのような競争が、「機関投資家等の顧客の注文を能率的に処理できるという観点から、両者は共存する方が望ましい」と考えた。

⁴⁶⁾ たとえば、証券取引所が、会員が立ち入りを許される業務を営むことを許される場であり、証券取引所が一貫して個人会員の連合体であり続けた点であり、「業者の過大な利潤を抑制し、投資家に対するサービスの範囲を広げりその供給を増加させるに決定的に作用する競争圧力を妨げるものだと論じられた」（Thomas[1989]26-7頁）。

tution"⁴⁷⁾の評価と位置づけ、さらに既存の取引所や証券会社との関連、さらに取引所と証券会社を中心においた現行の自主規制体制の妥当性の吟味の必要性である。詳しい検討はここでの課題ではない。検討すべき重要な点は次の2つである。第1に、取引所に与えられてきた独占力の正当化理由が、このようなinstitutions⁴⁸⁾として現実化しつつある最近のコンピューター技術の発達という環境条件の変化の中で依然として有効であるかという点である⁴⁹⁾。第2に、このようなinstitutionsが、取引所として現在規制されている組織の手によって発達しているとはかぎらず、"broker-dealers, banks, data vendors, investing institutions, and other types of companies"(Lee[1992, 3頁])によっても創出されている点である。このことは、取引所がこのようなinstitutionsによってその存立基盤が脅かされていることと、取引所に賦与されている独占力がこのようなinstitutionsが発達することの結果として投資家が技術進歩の成果を享受することの妨げになることを示唆する。

ここまでくれば、何が取引所か（そして、何が証券会社で何が投資家か）という点が明瞭ではなくなるし、強引に取引所を定義してそれをそれに強力な独占権を与えることの弊害が大きくなることは容易に想像がつくだろう⁵⁰⁾。このような技術進歩の成果を享受するためには、法改正を含めた現行規制システムの大幅な

⁴⁷⁾ Lee[1992]によって、MONSTER(a Market-Oriented New System for Terrifying Exchange Regulators)と命名されたものである。

⁴⁸⁾ Lee[1992, 3頁]は、なかでも著名なものとしてDelta, GLOBEX, IBIS, Instinet, NORDEX, OM, POSIT, WASIをあげている。アメリカでは、"proprietary trading systems"と呼んで、その規制のためのRule 15c2-10をSECが提案している。同7頁。簡単には、Lee[1993]を参照。

⁴⁹⁾ たとえば、『日本経済新聞』（1993年6月19日夕刊）は、ビッグ・バンで取引手法がコンピューターのスクリーンによる値付け方式へと移行した時から取引所（日本の証取法でいう有価証券市場）の役割が小さくなるのは既定方針だったのであり、ロンドン証券取引所の実質的な解体が進んでいると伝えている。

⁵⁰⁾ 証券市場の規制を特定の市場参加者に注目して行う"institutional"なものから特定のactivitiesに注目して行う"functional"なものに移すことも慎重な検討に値するだろう。Lee[1992, 5頁, 13頁]によれば、アメリカ方式はinstitutionalであり、イギリス方式はfunctionalである。

変更が必要である。しかし、その検討を進めるためには、検討するための現行のシステムが障害になっていること、少なくとも、既存業者の利益のために消費者、投資家の利益が大きく阻害される可能性がある点に注意する必要がある⁵¹⁾。

[9] 証券とは、証券業者とは

ここまででは、検討内容を必要以上に複雑にしないために、証券の具体的例として株式を念頭において議論を進めた。しかし、証券取引法上の有価証券に限定しても、株式以外の証券が多様に存在するし、証取法2条1項9号の「その他政令で定める証券又は証書」によって新たに指定される可能性があるものまで範囲を広げればなおさらである。さらに、現時点で存在するものの他にも新たに創出可能なもの⁵²⁾を考慮すれば、「証券」を株式によって代表させて論じることは危険であると言ってさえ過言ではない。証券市場の急激な変化を反映して、アメリカでは、証券会社の収入に占める株式売買委託手数料収入の比重は激減し、証券会社が株式のブローカー業務を中心にした企業だというイメージは急速に変化している⁵³⁾。

政府の規制が「投資家保護」を目的として行われるとすると、このように多様でその相対的比重と、各証券の実質的内容が急速に変化する「証券」に関する規制を、証券会社とその団体である証券取引所や証券業協会に対する規制および団体の自主規制として行うことの妥当性について慎重に検討をする必要がある。たとえば、株式の取扱いを独占的に任せられる企業に課せられる規制と同じものが国債の取扱いを担当する企業にも必要であるとはかぎらない点は誰にでも理解できるはずである。上述の、機関投資家相互間で上場株式の取引を行う閉鎖的なシステムの管理をする企業に課せられるべき規制と一般投資家の取引を仲介する証券会社に課せられるべき規制についても同様であろう。つまり、かりに「投資家

⁵¹⁾ 三輪[1993]で主張した「金融制度改革」が進展しない理由と同質のものである。

⁵²⁾ たとえば、Mishkin[1989、233頁]は、金融革新の章を「現在わらわれが当然のものとして受け入れているfinancial instrumentsの多くはわずか15年前には存在しなかった」という書き出しで始めている。

⁵³⁾ ニューヨーク証券取引所会員企業についてみると、証券会社の収入に占める委託売買手数料の比率は、1972年の53%が77年、82年、87年にそれぞれ42%、26%、18%と急激に低下した。Hayes and Hubbard[1990]117頁第5・1表。

保護」が必要であるとしても、その望ましい強さや濃淡の程度は各証券や投資家によって異なるはずであるが、その点に柔軟に対応することが可能な規制システムであることが必要なのである⁵⁴⁾。

ここで問題になるのは、いわゆるワンセット主義といわれる日本の証券取引法の構造である。ワンセット主義とは、投資家保護のための一般的法規制である市場法と仲介業者に対する業法的規制である業法が共に証券取引法にワンセットに含まれていることを指す。そのため、市場法と業法が同一法上の有価証券で連結し、証取法上の証券であれば自動的にその担い手まで決まるというワンセット規制が採用されている⁵⁵⁾。これから、これまでに見たように、株式にかぎらず、証取法上の有価証券に関する業務の営業は証券会社にしか許されないという構造が生まれる。証券ごと・投資家ごとに投資家保護のための規制の態様や強さを変更することは、このようなシステムのもとではきわめて困難である⁵⁶⁾。

この点に注目すれば、市場法と業者法を分離する方向での証券取引法の改正を早急に実現する必要があることになるが、このケースでも、現行の検討システムのもとでは証券取引審議会での議論が前提となるから、証券会社の免許制、委託手数料の自由化、取引所制度などのこれまでに取り上げたものと同程度あるいはそれ以上に実現は困難である。

このような証取法を前提とした規制システムのもとで発生する弊害は多岐にわたる。これまでに見た過剰規制や証券会社間の競争の欠如に起因する新規サービスが提供されるタイミングの遅れなどがその代表であるが、他にも、たとえば、

⁵⁴⁾このような柔軟性が欠如することの論理的帰結が、過剰規制と過小規制の並存である。日本の金融・資本市場では、過剰規制が目につくというのが三輪[1993]の判断である。

⁵⁵⁾たとえば、アメリカで1933年の証券法と34年の証券取引所法に分かれていることに見られるように、アメリカやイギリスではワンセット規制は行われていない。ワンセット規制という表現は用いないが、この点に関する基本的文献は竹内[1986]である。

⁵⁶⁾このことと、それぞれの生産者のグループ（ここでは証券業界）に対応した官庁のタテ割りの原課（ここでは大蔵省証券局）のシステムが対応することが、現在のシステムの変更をいっそう困難にする。タテ割り行政システムの弊害については、三輪[1993]第6章第2節を参照。

証券業者やその団体に対する大蔵省証券局（および証券取引等監視委員会）の規制が中心であって、それ以外の者に対する規制が実質的にしにくいこと⁵⁷⁾や、証券取法上の有価証券とするかどうかをめぐって行われる「水争い」の結果として「投資家保護」が過小になる場合があることなどが上げられる⁵⁸⁾⁵⁹⁾。

投資家保護を第一の目的とする証券取引法それ自体の構造が投資家保護の実現の障害になっているという皮肉な状況の解消は容易ではないが、その弊害の深刻さの程度は、結局、証取法上の証券の取扱いに大きく左右される。この点について、最近のいわゆる「証券化」の進展に関連させて、節を改めて論じよう。

[10] 「証券化」について

「証券化」「セキュリティゼーション」あるいは“securitization”という言葉が数年前から盛んに用いられるようになった。証券取引審議会でもとりあげられたし（証取審[1990, 1991]）、その先進国であるアメリカ等の事情が盛んに紹介されている（証券化関連商品開示制度研究委員会[1991]、神田他[1993]）。

証券化には、「企業金融の証券化すなわち資金調達を行おうとする企業が銀行

⁵⁷⁾たとえば、ルーダー他[1992]、とりわけ3-7頁を参照。

⁵⁸⁾竹内[1986]は、「ネズミ講、マルチ、豊田商事のような、いわばトロール魚法的に一網打尽を目ざす利殖がらみの詐欺に対して、一つひとつ遅ればせの後追い立法をしな」ければならない状況に関連して、次のように述べる。「わが国の証券取引法の『有価証券』の定義は、このような新手の投資契約、もうけ話をすっぱりと切り捨ててしまっている。そのため、証券行政は、素性の知れているものだけを相手とすればよいから、負担は軽い。・・・これらの詐欺ないし詐欺的取引に対し、証券行政だけが責任を負うべきだというわけではないし、第一次的な責任を負うべきかどうかについても、議論の余地はあろう。しかし、証券法、証券行政によっても対処することができるし、現にアメリカではそれで効果的に対処しているのである」（48-49頁）。

⁵⁹⁾たとえば、CP（コマーシャル・ペーパー）のように、投資家保護のために有価証券とすると銀行が扱えなくなるという理由で、特別な扱いがされ、その結果、少なくとも形式的には投資家保護がなおざりにされているケースが発生する。この点については、三輪[1993]65-67頁参照。詳しくは、竹内[1986]50頁以下を参照。

等からの貸付を受ける代わりに、各種の証券を発行することにより資金を調達すること」と「資産の証券化 (Asset Securitization)、すなわち、金融機関等の企業が有する資産を他の資産と区別し、その資産を裏づけとして証券を発行するというものであり、一般にアセット・バック証券 (Asset Backed Securities) といわれる形態」(神田他[1993、2頁])のものという、2つの流れがある。

金融・資本市場においては、資金の最終的な供給者と資金の最終的な需要者を結びつける金融手段の一部が証券という形態を取り、残りがたとえば預金・貸出という形態を取るのであるから、技術・法制度等の環境条件の変化(とりわけ、情報の処理、伝達などのための技術の進歩)によって、より多くの取引について関係主体が証券化をより効率的な金融手段として選択するようになってきたという最近の傾向を「証券化」と呼んでいることになる⁶⁰⁾。このような技術変化の成果を消費者・投資家が享受できるためには、適切な形態をとった、適切な程度の「証券化」が必要であり、そのためには、「投資家保護」のための有効な対応策の検討を含めた現行の証券規制の大幅な見直しが必要である。

ここでも、基本的な問題は、前節までに見たような現行の証券取引法の特徴と、証券会社やその団体の行為およびその利害が反映され易い現在の規制のシステムが、この進展を妨げていると思われる点である⁶¹⁾。

容易に理解できる以上の点への対応が長期間にわたって実現しない原因は何か、読者が抱く当然の疑問であろうし、それに対するおおよその回答を読者はすでに持っているはずである。対応すべき課題について検討するための現行のシステム・枠組みに欠陥があることが原因であり、タテ割り行政の弊害そのものなのである。要するに、現行の規制のシステムおよびその内容について検討するシステムのもとでは、「『制度・慣行』を決定する直接の舞台での発言権をも

⁶⁰⁾ アメリカ等と比べて、日本ではこの傾向は顕在化しているとはいえないから、その方向への潜在的な選好をも含むものとして理解する必要がある。

⁶¹⁾ その点に対する対応をせずに、現行の規制検討の枠組みのもとで、証券取引審議会が、証券化の進展に注目し、そのより一層の進行のために必要な投資家保護のための方策について検討すれば、証取法上の有価証券の範囲の拡大、従って証券会社にしか取り扱えない証券の範囲の拡大(つまり、取り込み)のための作業だとの批判を免れることはできない。このことの帰結が、「金融制度改革」と呼ばれる「水争い」の激化と、それによる「証券化」の進展の遅れであることは容易に理解できることである。この点については、三輪[1993]320-21頁を参照。

つという意味でのインサイダーにとって」、「現行の『制度・慣行』の改革の推進」は自らの利益に反するのである⁶²⁾。

[11] むすび

証券市場に関連して論ずべきことは多岐にわたるが、以上で、検討を終える。証券業者に対する規制の詳細に関する情報の提示とその是非の吟味を期待した読者は以上の内容に不満を感じるかもしれない。しかし、公募普通社債市場が事実上消滅したことが主として証券業者に対する規制以外の要因によることや、前節までの取引所や証券化に関する検討内容を見れば、証券業者を対象を限定することが検討の視野を極端に狭め、同時に検討視角を歪める可能性を理解できるはずである。さらに、現行の規制の内容を忠実に紹介することが、ややもすれば、現状を議論の前提とし、その変更のためには明確な理由とその妥当性に対する広範な合意の形成が必要だとする現行の「金融制度改革論議」と同質の誤りに陥る結果になる危険性にも注意する必要がある。

消費者の利益、投資家の利益を重視して、その増進に貢献する場合を除けば政府が民間経済主体の選択に直接関与すべきではないという健全な基準に従って、そもそも政府がこの目的に貢献し得るケースはどこにあるのかという視点から慎重な検討が必要なのであり、この章の内容はこの考え方に沿ったものとなっている。得られた結論は、証券市場と証券業者に対する現行の規制の相当部分の正当性は疑わしいし、必要な規制が行われていないケースも少なくないはずであるから、全面的な見直しが必要だというものである。

見直しのために必要なことは、「タテ割り行政」とも表現される現行の規制のシステムおよびその一環である規制のシステム自体の検討を進めるための現行のシステム・枠組みのもつ欠陥を是正することである。現行のシステムのもとでこのような欠陥の是正策に関する検討を進めれば、深刻な「水争い」とならざるを得ず、その帰結が果てしなく続く「制度改革論議」と中途半端な成果となることはこれまでの経過が示すとおりであるから、そのための新たなシステムの構築が必要なのである。新たなシステムのもとで、「白地に絵を描くように」してて、本当に必要な規制は何か、それをどのようにして実現するのがよいかを議論すべ

⁶²⁾ 三輪[1993]74頁以下および第6章を参照。

きである⁶³⁾。

その際に留意すべきことは、次の2点である。

第1に、日本には、“no-rule-means-prohibition” ruleがあるために、その解除のために新たに法律を作って“deregulate”しなければならないという悲劇的（喜劇的？）な状況があるが、とりわけ現在のように「証券化」が急激に進行する時代には、このような状況の放置の社会的コストは膨大になるという点である⁶⁴⁾。

第2に、所管課、さらには所管局が特定の業界を「所管」という「タテ割り行政」のシステムのもとでは、所管業種の利益と所管課の利益あるいは関心が一致しやすいという意味で、規制者が“capture”され易い（ほとんどされている）から、このシステム自体が消費者利益、投資家の利益に反する潜在的傾向を持つ点に注意する必要がある。この点に注意すれば、証券市場を監視する規制者は所管課とは独立した存在でなければならぬ⁶⁵⁾。また、現行システムのもとの規制者である証券局が大蔵省のなかに置かれていることの問題性にも注意する必要がある⁶⁶⁾。

引用文献

安部康二・加治木俊道・鈴木竹雄・竹内昭夫・星野孝・矢沢惇・安川七郎[1965]
「証券取引法改正について（座談会）」『ジュリスト』No. 322, 5月15日
号、10-38頁。

⁶³⁾これが容易ではないことも否定しがたい。従って、当面めざすべき方策に関する検討が必要であろう。この点について、三輪[1993]330-335頁を参照。

⁶⁴⁾Kanda[1991]586-7頁。“No rule is prohibition”という表現を聞いたこともある。三輪[1993]305頁参照。

⁶⁵⁾そもそも、所管課あるいは所管局という存在（つまり、監督官庁）が今後とも必要かという根本的な問いについても検討の必要があるだろう。

⁶⁶⁾この点については、三輪[1993]79-80頁および第6章第2節を参照。

- Benston, George J. [1990], The Separation of Commercial and Investment Banking, Macmillan.
- 後藤新一[1992]『金融制度の改革と展望』時潮社.
- 行政管理研究センター監修[1992]『証券・金融改革の方向と展望』ぎょうせい.
- Hayes, Samuel L. III and Philip M. Hubbard[1990], Investment Banking: A Tale of Three Cuties, Harvard Business School (細谷武男訳『世界三大金融市場の歴史』TBSブリタニカ、1991年).
- Kanda, Hideki[1991], "Politics, Formalism, and the Elusive Goals of Investor Protection," University of Pennsylvania Journal of International Business Law, vol. 12, No. 4, pp.569-588.
- 神田秀樹・小宮山賢・菱田哲也[1993]『セキュリティゼーション』金融財政事情研究会.
- 河本一郎[1993]「証券取引法の改正」『商事法務』No.1309,1月5日号、71-81頁.
- 河本一郎・大武泰南[1987]『証券取引法』日本経済新聞社.
- Lee, Ruben[1992], "What is an Exchange?" a discussion paper of Capital Markets Forum, Section on Business Law, International Bar Association, London.
- Lee, Ruben[1993]「米国における証券市場の規制」『資本市場』1月号、63-75頁.
- ルーダー、デビッド S.・ダニエル L.・ゲルツァー・河本一郎・神田秀樹・渡邊幸則[1992]「米国SECと証券取引等監視委員会の相違(上)(座談会)」『商事法務』No.1299, 2-11頁.
- Macey, Jonathan and Hideki Kanda[1990], "The Stock Exchange as a Firm," Cornell Law Review, Vol.75. No.5, pp.1007-1052.
- Mishkin, Frederic S. [1989], The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Second Edition, Scott Foresman and Company.
- 三輪芳朗[1990]『日本の企業と産業組織』東京大学出版会.
- 三輪芳朗[1991a]『日本の取引慣行』有斐閣.
- 三輪芳朗[1991b]『日本の株価の決まり方』有斐閣.
- 三輪芳朗[1993]『金融制度改革:「役所ばなれ」のすすめ』日本経済新聞社.
- 三輪芳朗[1994]「金融制度改革と信託銀行」貝塚啓明・植田和男編『日本的金融システムの再構築』東京大学出版会、近刊.
- 根岸 哲[1986]「証券取引法と独占禁止法」龍田節・神崎克郎編『証券取引法大系』商事法務研究会.
- 西原寛一・大隅健一郎・大森忠夫・福光家慶・山田幸男・河本一郎・谷川久・川又良也・龍田節・福田敬太郎・三木純吉・小林鎮夫・尾上春風[1965]

「証券取引法の改正について（座談会）」『インベストメント』vol.18,
no.4, 63-110頁.

Poser, Norman S., [1991], International Securities Regulation, Little
Brown & Company (Canada).

坂野常和[1978]「証券恐慌」有沢広巳監修『証券百年史』日本経済新聞社、311-
314頁.

篠 秀一[1992]「利益配分ルールに関する日本証券業協会の規則制定」『商事法
務』No.1283 4月15日号、2-7頁.

証券化関連商品開示制度研究委員会報告[1991]『米・英における証券化関連商品
のディスクロージャー』企業財務制度研究会.

証券取引審議会[1990]『「金融の証券化」に対応した法制の整備について』（証
券取引審議会基本問題研究会第一部会報告）6月15日.

証券取引審議会[1991]『証券取引に係る基本的制度の在り方について』（証券取
引審議会基本問題研究会）5月24日.

証券取引審議会[1992]『証券市場における適正な競争の促進等について』1月28日.

竹内昭夫[1986]「証券取引法上の有価証券」龍田節・神崎克郎編『証券取引法大
系』商事法務研究会.

Thomas, W. A. [1989], The Securities Markets, Philip Allen, (飯田隆・稲富信
博・小林襄治訳『イギリスの証券市場』東洋経済新報社1991年. 引用は訳
書による。)