

## 大構造改革の焦点はどこにあるか第8号(2002年05月28日)

### 第8回「ブローカー」(他人計算)型社会システムから「ディーラー」(自己計算)型社会システムへの転換

#### その1

「ブローカー」(他人計算)社会から抜けだせない日本と「ディーラー」(自己計算)投資循環拡大型のマーケットメカニズムを確立したアメリカ

#### <目次>

1. 「ブローカー・ディーラー」証券会社と、「銀行」の暴走によって大恐慌をひき起こした失敗から「ブローカー」主導型の証券市場メカニズムに戻って再出発したアメリカ(1934年)

- (1) ブローカー業務とディーラー業務、銀行業務と証券業務の分離が行われた背景
- (2) 証券市場をめぐる環境の変化
- (3) 求められる「ディーラー」機能

2. 他人計算「ブローカー」主導の証券市場システムから自己計算責任を持つ「ディーラー」主導の投資循環拡大型のマーケットメカニズムへの転換を図って国際経済競争力を高めたアメリカにおける市場経済制度改革の歴史(1934年~1975年~)

- (1) ディーラー機能復活への道
- (2) ディーラー型マーケットメカニズムを支える制度改革の歴史
- (3) 製造物責任発想で創り上げられたロケット、原発、人工心臓機能型のマーケットメカニズム

3. 他人責任に依存する「ブローカー」型の社会システムのままアメリカ型自己計算責任力を持つ「ディーラー」主導の投資循環拡大型マーケットに接近させられてはじめて知った日本の弱点...「ブローカー」だけでは作れない付加価値を創造する投資循環拡大型のマーケットメカニズムと守れない国の富

いよいよ大構造改革もその心臓部分の手術を目前に迎えて一段と厳しい局面にさしかかってきた。

今までのように問題の先送りトバシが難しくなる中で理想とする改革を実行しようとするればするほど現実の壁につきあたって大きな摩擦が発生する。

それも今までのような国内の混乱だけでなく国際的な混乱を巻きおこしかねない大手術であるだけに中途半端なビボウ策では乗り切れない局面にさしかかっているのである。

今あらためて日本の大構造改革の焦点をつきつめてみると、東西の文明・文化の違いから発生している根の深い大きな壁が妨げになっているように思える。

筆者は今まで何回にも亘ってこの壁の存在を農耕民族と狩猟民族との違いがもたらす宿命としてとらえくどくどと説明してきた。

しかし、それだけでは問題の解決にはならない。

現実の対応策が見出せてこそ本物の改革ができるのである。

今回は、今まであまり語ってこなかった「視点」「切り口」から大構造改革の焦点を探ってみることにしたい。

それは、我々が日常何気なく使っている「ブローカー」という機能と「ディーラー」という機能の違いという視点である。

こうした観点から立ちはだかっている壁の存在を分析して見ると意外と解決に結びつく答えが見つけられ易いように思えるからである。

そこで、今回、証券市場の用語として用いられているこの 2 つの用語を使って構造改革の焦点を探ってみると、日本の財政・金融・企業・証券市場システムだけでなく教育・報道・社会システム全般に亘って発生している共通の壁が、この「ブローカー」型社会構造と「ディーラー」型社会構造の違いから発生していることが分かってくる。

こうした観点から今一度、アメリカが大恐慌から立ち直った経緯と日本における証券・金融・資本市場メカニズムの導入の経緯と比較して見ると、それぞれの持つ社会構造の基盤と市場経済メカニズムとの結合の喰い違いがより鮮明になり、現在日本で発生している混乱の原因となっている問題がよく理解できるのである。

1. 「ブローカー・ディーラー」証券会社と「銀行」の暴走によって大恐慌をひきおこした失敗から「ブローカー」主導型の証券市場メカニズムをベースに再出発したアメリカ（1934年）

(1)ブローカー業務とディーラー業務、銀行業務と証券業務の分離が行われた背景（ブローカーとディーラーの違い）

現在、日本もアメリカも証券取引の売買などの仲介をする証券会社の機能を2つに分別している。

それは自己の名で「他人の計算」において（有価）証券の売買取引の取次などを行なう「ブローカー」型の証券業務と「自己の計算」で売買取引を行なう「ディーラー」型の証券業務である。

そしてこの2つの業務のあいまいな使い分けによって不公正な取引が行なわれないようにするために細部にわたって規制が行なわれている。

（アメリカ 1934年証券取引所法第3条、日本 証券取引法第2条）

こうした分離規制が行なわれた背景には、大恐慌をひきおこした原因の1つがブローカーとディーラーとを兼業していた証券会社の活動にあったからである。顧客の計算と自己の計算があいまいになっていたことに乗じて自己の利益が優先され不当な利益を得ていたことにあったことに加えてブローカーとディーラーを兼ね備えた機能を持っていた当時の銀行による証券市場の参入によって証券市場メカニズムだけでなく金融メカニズムまでもが大混乱してしまった失敗にある。

（証券会社の行なう「ディーラー」業務の規制）

そして証券業務におけるブローカー・ディーラー業務について

ブローカー業務とディーラー業務の分離とブローカーによる取次注文の優先執行という基本的な規制が行われ、又、ディーラー業務については発行される証券の分売を行なうディーラー業務（インベストメントバンク機能）と取引所の中での流通を促進する「ディーラー」（スペシャリスト）とか店頭取引におけるマーケットメーカーとしての「ディーラー」などブローカー業務を補完するディーラー業務に限定されるように規制されたのである。

同時に顧客注文の取引所への集中義務とブローカービジネスの固定手数料料制を維持する制度が確立されることによってブローカー中心の証券取引が行なわれうるようになったのである。（1934年法第11条）

（銀行業務と証券業務の分離）

又、こうした証券市場における「ブローカー」機能と「ディーラー」機能の分別と「ディーラー業務」の抑制に加えて証券市場の公正な価格形成メカニズムなどに大きな影響力を及ぼす「銀行」による証券業務を抑制することによって公正市場の実現が図られることになったのである。

その問題点はこの3つに絞られている。

それはマーケットの投機化のゆきすぎを防ぐため信用創造機能を持つ銀行による投機信用マネーの供給を制御する必要があること。

（証券信用に対する制限...FRBによる証拠金規制...証券取引所法第7条）

自ら投資リスクをとって付加価値を創造するマーケットに参入する「投資」銀行業務と預金・貸出をベースとする「一般商業銀行」との機能を分離することによって預金を市場リスクから保護すること。

又、銀行が株式保有を通じてマーケットに参入し、その支配力を行使して証券市場のプライスメカニズムを破壊することがないようにするための銀行の証券業務参入を基本的に禁止したことにある。

こうした経緯を経てアメリカでは参加者全員の私益を封ずるための公益の確立とその公益を守るために必要な基本規制（証券信用、相場操縦、詐欺的行為の規制）に加えて、問題を惹きおこした証券「ディーラー業務の抑制」と銀行の「株式保有」と「証券業務」への参入を封じこめる政策をとることによって個人株主とブローカー仲介人をベースとしたリテイル型の受身の証券・金融市場システムに逆戻りする形で証券市場のメカニズムの基礎を固めながら再出発することになったのである。（1934年）

## (2) 証券市場をめぐる経済環境の変化...情報化・国際化・機関化による証券市場の変質

しかし、こうした銀行・証券・仲介人によるゆきすぎたディーラー的活動を抑制することによって個人株主中心とした市場メカニズムの再生が図られてきたあと、やがて国際化の進展とともに新しいベンチャービジネスの発達と機関投資家の発達などによる競争手法の多様化などによって市場メカニズムにも抜本的な改革が行なわれることになった（1960年以降）

それは

新しい企業を創造する「ベンチャー企業」の発達と

巨額の資金を運用する「機関投資家」の発達であり（年金、投資顧問、投資信託...）

又、株式だけではなくより幅広い証券をより複雑な組み合わせ手法を使って新しい投資収益を生み出す新しい「金融商品」（指数取引、証券化商品、デリバティブ取引...）の製造と技術の発達によって、より広い空間の中でベンチャー企業と蓄積資金とを証券・金融商品などを投資循環メカニズムで結ぶ付加価値創造型のマーケットが必要となってきたことである。

## (3) 求められるディーラー機能

こうした市場経済環境の激変に対応して証券市場のメカニズムは、その基本設計条件を大きく転換し従来のリテイル、ブローカー、取引所中心の証券市場から脱皮し、広く証券・金融・資本市場を包含した国民経済の付加価値を創り出す主力エンジンとしてのディーラ

一型のマーケットメカニズムへの変質が求められてきたのである。(1934年~1975年)

それは

流通目的から付加価値創造...による総出力をあげるという「目的」の変化であり、

個人投資家とブローカー中心の流通市場から「ベンチャー企業」「機関投資家」「インベストバンク」を中心とする資本市場としての「主役の交替」であり、

需給流通ベースの価格形成市場から付加価値収益力を生む人工心臓機能の働きを評価する価格形成市場システムへと「品質、機能評価基準の変質」であり、

個別取引所中心へ取引から、証券、金融、企業、商品、通貨取引市場をリンケイジした「国際金融資本市場への変質」であり、

このマーケット全体の秩序と品質をコントロールするために必要な特別の「掟」としてのルール「10b-5」の制定であり、

財政資金によって市場の後始末をする国家から、市場経済出力を高めるために必要な「マーケットメカニズム」の胴元としての「国家の役割」の変化である。(N A S A機能)

2. 他人責任「ブローカー」主導システムから自己計算「ディーラー」主導の投資循環拡大型マーケットメカニズムへの転換を図って国際経済競争力を高めたアメリカにおける市場経済制度改革の歴史... 1934年法(公益確保のための基本規制の確立) 1975年メイディ(市場の国際化) マーケット2000にいたる制度改革

(1) ディーラー機能復活への道...公益・基本規制の確立によって、一旦ディーラーの私益を封じこめたあと、公益に役立つディーラー機能を再び復活させたアメリカ

大恐慌直後のアメリカは、混乱の原因となったブローカー、ディーラー、銀行などの仲介人の私益暴走を封じこめるため、先ず国民経済全体の公益を確立に必要な基本規制(証券信用、相場操縦、詐欺的行為排除)に加えて「ブローカー」「ディーラー」業務の分離、「銀行」「証券」業務の分離など燃料とエンジンを切り離す分離政策をとりブローカーを中心にして金融・証券・市場メカニズムの暴発の後始末をしながら再出発することとなった。(1934年)

しかし、その後アメリカが辿った道は国をあげての自己開発力、自己責任、自己計算、完全決済の求められる「ディーラー」機能を復活・強化し物・金一体となって付加価値を高めるような制度改革が行なわれてきた。

その改革の歴史を振り返ってみると、企業活動の国際化、機関投資家の発達などの外部

環境のドラスチックな変化の時代を迎えてそれまで市場の流通性を図るために必要なブローカー取次ぎ業務に重点をおき市場エネルギー源の分散を図って封じこめてきた証券・金融・資本・市場経済のメカニズムを1975年には今度は一転して再結合するという国策の大転換が図られていたのである。

そして、それぞれが自己計算・自己責任・自己開発力、収益力などのディーラー機能を持った市場参加者が投資契約を通じて結合し、国民経済全体の付加価値力を高め競争空間を広めることのできるディーラー型のマーケットメカニズムを創り上げるための制度改革が着々と積み重ねられていたのである。

こうした一連の制度改革の流れに共通した目的は国家の総出力である「企業活動力」「税収力」「国家信用」を守り高めるという公益を完現するという基本理念から生まれているのである。(1934年証券取引所法第2条 前文)

## (2) ディーラー型マーケットメカニズムを支える制度改革の歴史

具体的には

証券・金融市場メカニズムの要...品質管理法...ルール 10b-5 の制定(1942年)  
その一連の改革の中で最も重要な役割りを果たしているのは市場経済法の要となる金融・証券市場の品質を高めるために必要な規制法 = 金融 P/L 法ともいえる 10b-5 ルールの制定と実現にある。

それは1934年法第10条...相場操縦的・詐欺的行為の排除ルールを実現するために後日制定されたSEC規則「ルール 10b-5」である。

このルールはすべての市場経済取引を対象とした不公正取引をSECを中心に一元的に摘発排除できるシステムであり、高い品質が求められる付加価値追求型のベンチャー、ディーラー、インベストメントバンク業務などをコントロールするためには不可欠のルールとなっている。

努力を収益にかえるルール「証券」の概念の確立...ハウイ判決(1946年)  
そして 10b-5 ルールで確立された公益軸に沿ってより広い競争空間へ進出するために必要な「証券」というツールを確立し、「努力を収益にかえる共同事業」...言わばロケット型ベンチャー企業を証券市場の柱として認めることによって常に「新しい工夫を生み出しマーケットに供給する」ことのできる基本ツールを作り上げたのである。  
この「証券」の概念はクリーンな社会の中のクリーンな会社だけを有価証券としてとらえて規制している日本とは対比的に無限のグレイ空間の中から新しい知恵、工夫を汲み出し

て供給しようとしているところに特色があるのである。この証券概念の捉え方の違いが日・米証券・金融・資本市場の競争空間の決定的な違いを生む原因となっているのである。

又、1952年には従来まで国債管理政策上低利に封じこめられた金利政策を変更し新しい収益を生む産業のための金利の自由化を行ない産業の活性化を進めたこと。(財務省と国務省との合意アコード)

1963年には公益、投資家保護の観点から既存の証券関係法を全面的に見直してディーラー業務の復活、自主規制ルールの見直し等を通じて市場経済全体のメカニズムが総点検されたこと。(SEC特別調査)

そして証券・金融関係規制基本法制定後40年を経過した1975年になって、今までの個別取引所内のブローカー業務優先発想をゆるめ、NMS(全国市場制度)を確立し、各取引所間、取引所と店頭市場間、直接取引競争を強めるとともに、証券、銀行、商品、通貨取引システムなどを結合し、広い競争空間の中で物・金・情報が一体となって付加価値を競い合えるように全参加者が自己計算と完全決済を実行するディーラー型の国際・通貨・証券・商品・金融・資本市場メカニズムを創り上げ国際競争は遣力を高める土台を創り上げたのである。(1975年 証券取引所法11条A)

(3) 製造物責任発想で創り上げられたロケット、原発、人工心臓機能型のマーケットメカニズム

こうした一連の「ディーラー型」市場参加者で創り上げた投資循環拡大型メカニズム...それは全参加者に求められる厳しい製造物技術責任をもって作られるロケット、原発、人工心臓機能に似ている。

- ・ 公益 というグリップを軸に (NASA機能)
- ・ 証券 という宇宙に打ち上げる ロケット と
- ・ そのロケットの エンジン となる ベンチャー と
- ・ エンジンを動かす 燃料 となる リスクキャピタル と
- ・ ロケットを制御するための軌道のぶれを修正するために必要な 紐、ルール、10b-5 と
- ・ ロケット打ち上げを援けるアコードという 金利自由化 (競争支援)の 風 と
- ・ 一連のビジネスをサポートする インベストメントバンク による設計と収益コントロールシステム

というそれぞれの機能が自己責任、自己計算、自己開発力、自己収益力をもったディーラーで結ばれ、全員で私益を追求しながら同時に公益目的とする国家の総出力を増やすことのできるロケット、原発、人工心臓機能にも似た投資循環拡大型のメカニズムとも言える。

そしてその品質を支えているのは金・物・情報・メカニズムを一体とした厳格責任、結果責任の求められるメーカー・ディーラー型の製造物品質責任思想にあるのである。

3. 他人責任に依存する「ブローカー型」の社会システムのままアメリカ型自己責任を持つ「ディーラー」主導の投資循環拡大型マーケットに接近させられてはじめて知った日本の弱点...他人計算に依存する「ブローカー」だけでは作れない付加価値を創造する「投資循環拡大型のマーケットメカニズム」と守れない「国の富」

このようにしてアメリカが辿ってきたマーケットメカニズム確立の歴史を振りかえってみると、大恐慌後一時的に抑制していた自己計算・自己責任ディーラー型のマーケットシステムを復活・再生するために長い年月をかけて制度改革に取り組んできた経緯が分かってくる。

そして同じような証券・金融・資本・市場経済用語を使って同じように機能するメカニズムを創り上げたつもりの日本の証券・金融・資本・市場・経済・メカニズムも又財政メカニズムも全くの別のメカニズムで動いていることが分かってくる。

それは自己責任、自己計算・自己決済機能の働く「ディーラー」という機能が根本的に欠けていることである。

日本には、アメリカが大恐慌の経験から皆なで確立した「公益」という考え方もなく、又、自己計算、自己責任、自己開発力、自己収益力、完全決済力を備えたディーラー機能を持つ企業、機関投資家などの市場経済参画者は限られている。

大半の国民が自己責任、自己計算を必要としないブローカーシステムの中で天とお上と次世代と外国に頼って生きているのである。

(国家胴元までディーラー機能を失った国)

問題は頼りとされているそのお上の経済を律する政治、行政、報道、教育、学問の世界に他人計算に依存するブローカー思想が蔓延してしまっているところに一国の経済システムが成り立たなくなってしまう原因があるのである。

夢を取り次ぐブローカー思想だけあってそれを実現するために必要な自己開発力・自己計算・自己責任力で競争し決済する国民経済全体を取り仕切る国家胴元としてのディーラー機能が消えてしまっていることである。

幸いなことに安全保障条約と自己計算、収益力を備えて外貨を稼ぐ企業と納税者に授けられ今のところ国家の本丸は辛うじて支えられてはきている。

しかし自己計算・責任力も付加価値創造力も品質鑑定機能も決済機能も持たないブローカー集団だけで貯えたと錯覚してきた金融資産もあてに出来なくなり、いよいよ本物の付加価値競争力を持った世界の「ディーラー」集団と直接対決をしなければならない時を迎えることになったのである。

今のように国家主権を放棄したブローカー主導型の社会システムのままでは、付加価値創造意欲が衰え私益を公益で束ね備蓄米をたねもみに変え経済を拡大させる「投資循環拡大型機能」が作れないどころかブローカー主導経済の手間賃だけが嵩んで備蓄米そのものがなくなってしまう日が近づいていることは間違いないのである。