

兜町の重鎮に聞く

—安陽太郎氏証券史談（下）—

今号の証券史談は、前号に引き続き、十字屋ホールディングスの安陽太郎氏のオーラルヒストリーである。前号では、十字屋証券の歴史を中心に収録した。すなわち、同社の免許制導入までのビジネスモデルは、ブローカー業務においては特定の大口顧客を中心に、自己売買においては裁定取引を中心に据えたものであったが、免許制導入とともに、免許基準に適合するビジネスモデルへの転換が図られたこと。それは、従来からの特定の大口顧客に加え、機関投資家からの注文獲得によって、従来よりも幅広い顧客からの委託売買を

中心とした経営への転換であった。

さて、今号では、前半部分では十字屋証券を廃業するに至った過程をお聞きしている。十字屋証券が廃業に至る過程では、次のようなプロセスが見られた。すなわち、まず、ブローカー業務を縮小させつつ、ディーリングを経営の中心に据えていく。その後、縮小させたブローカー業務を廣田証券に売却し、ディーリングを専業とする証券会社に転換する。そして、投資顧問業へ業態を転換させていったのである。それぞれの転機とその背景について詳しくお話を聞きしている。

また、安氏は業界の要職を数多くお務めであった。後半部分は、安氏が業界の要職に就かれていた時期に起きたホットイシューのいくつかを取り上げ、それらについてお答えいただいた内容を収録している。今回の内容は、第一に店頭市場改革の問題、具体的には店頭市場の最大の問題がどこにあったのかということ。第二に手数料自由化が地場証券の経営に与えた影響について。第三に東京証券取引所の土田社長、鶴島社長就任に関わること苦労話についてである。最後に、投資者保護基金の設立に関わって、外資系証券会社との問題についてお聞きしている。

筆者は、安氏へのインタビュを通じて、一貫したメッセージがあったように思う。それは、経営者としては会社の利益を最大化させねばならない反面、手数料収入を中心に据えている免許制下の証券会社経営においては、どうしても顧客の利

益と相克する。機関投資家からの出資受け入れや専用投信の販売、デイトリング專業への転換、投資顧問業への転換、これらはすべて顧客の利益との相克をどう克服していくか。そして、安氏が理想と考えた証券業の使命である「顧客資産を増やすこと」への挑戦であったように思う。こうした安氏のメッセージを踏まえ、ぜひ以下のヒアリング内容をご覧いただければと思う。

金融ビッグバンと経営方針の転換

——しかしながら、平成九年に金融危機がありました。山一証券が潰れます。この金融危機の後、御社は自己売買の比率が高くなっていきます。この危機は御社の経営方針を転換させた転換点になったんじゃないかと思うんですけれども、金融危機と御社の経営方針の関係というか…。

安 金融危機というよりも、日本版ビッグバンです。自由化はアメリカでは昭和五〇年に、ロンドンでも昭和六一年に行われていて、これは必ず日本もやると思っていたんです。当時の橋本〔龍太郎〕内閣は六大改革といって、教育改革などと並んで金融改革をやると表明しました。その柱が、証券では手数料自由化、免許制廃止等々です。

私は、さつきから一貫して言っているように、お客様に迷惑をかけながら我々が繁栄することは一切やりたくないと思っていたんです。手数料が自由化されるとなったとき、自由化されれば、コンピュータリゼーションの世の中ですから、限らない競争で手数料はタダに近づいていきます。そういうときに、どうしたら生き残れるかなと考えたんです。

その一つがデイーリングだったんです。それまでブローカー業務の補完業務となっていたんです

が、この改革では補完業務から外れたんです〔平成一〇年の証券取引法改正で、証券会社経営が委託手数料依存から資産運用サービスへの移行が可能となるよう、デイーリング業務をブローカレッツ業務の補完として位置づけが見直された〕。それで、デイーリングの意義は何だろうと考えたら、市場に流動性を提供することですから、社員もディーラーだけでお客様とは関係ないから、こつちを主力に切り替えようと考えたわけです。僕は当時、取引所の役員をやっていて、当時の山口〔光秀〕理事長に、「デイーリングというのはどう思いますか」と言ったら、「取引所にとってはありません」とおっしゃるわけです。

——流動性が供給されるわけだから。

安 「流動性、売買高も増えるし、価格も滑らかになるから、おやりなさいよ」とおっしゃるわけ

です。アメリカを見ても、フロアブローカーとか、マーケットメイカーといったそういうトレーダーがいて、ディーリング中心の証券会社もある。そして、彼らはマーケットメイキングなんかをやっているんですけど、そういうディーリング中心の証券会社は何軒もあるわけです。そういうのを見て、日本もそうなるんだろうなというふう考えたわけです。それから、取引税が廃止になったのも大きかった。

——有価証券取引税ですね〔有価証券取引税は、平成一一年四月一日から廃止された〕。

安 有取税。それからもう一つ、それまでは自己売買の利益に対しては売買損失準備金というものを積み立てなければならなかった〔証券取引法第五六条で、証券会社は有価証券の売買による利益額が損失額を超えるときは、大蔵省令で定める金

額を売買損失準備金として積み立てねばならなかった。免許制導入時は株式売買益に対する七〇%が、その後、昭和五三年一〇月以降、株式売買益の五〇%、昭和五六年一〇月以降は株式売買益の三〇%および債券売買益の一〇%と規制が緩和され、昭和六一年には売買損失準備金の上限が資本金額となり、平成一〇年の証券取引法改正の際に廃止された〕。つまり、幾ら利益があっても、分配原資には使えないことになっていたので、それも撤廃されたんです。

そういう意味で、ディーリングに関連する規制が一気に撤廃されたので、これは我々がやるべき仕事だと思ったわけです。それで当時、日米の裁定取引はできないものかとか、いろいろ考えてやりましたね。そのあたりで、ビジネスモデルを少し変えていったということです。

——そのときには、今やっておられるような投資運用業務をしようというお考えにはならなかったわけですか。

安 そのときは、まだ僕はデイーリングで長期的にいけると思っていたんですね。ところが、アローヘッドが平成二二年に導入されて、それでコンピュータのアルゴリズム取引とか、そういう：〔東証は平成二二年一月四日から、新たな売買取引システムとしてアローヘッドを稼働させた。アローヘッドでは、注文応答時間が平均二ミリ秒となり、当時の世界最高レベルとなった結果、平成二六年一月から三月の一日平均のコロケーション経由の注文は、売買代金ベースで約四割に上っており、高速取引の存在感は高まっている〕。

——HFTだとか。

安 そうそう、ハイフリークエンシートレードと

か、こういうものが入ってきて、ああこれはダメだと思ったわけです。ともかく、みるみる利益が減っていくんだ。それまで、例えば月に一、二億上げていた利益が、平成二二年のアローヘッド以降、一〇分の一ぐらいになっちゃったんです。コンピュータの発達とグローバルイズムでしょう。欧米のヘッジファンドがみんなハイフリークエンシートレードインギングをやり出したわけです。

——コンピュータを使ってね。

安 そのとき、証券会社はこれじゃあもうダメかなと思ったのは事実です。

当時、うちの倅は、平成八年からニューヨークの証券会社で一〇年ぐらい修行していたんですが、平成一六年にそろそろ帰って来いと呼びに行ったら、「俺は株屋を続けるのは嫌だよ」と言うわけです。当時、倅の働いていた会社の社長さ

ん、会長さんも、「もう安さん、止めなよ。アメリカでも、中小で株屋なんてやっていて、うまくいつているのは一軒もないよ」と…。その会社は平成一二年のITバブルを契機にブローカー業務を止めて、アセットマネジメントに特化したわけです。そうすると、ゆっくり落ちついて研究所みたいなところで運用して、すごく収益もよくなっているわけです。電話もかかってこないし、有価証券報告書を見ても、バリュー投資に特化した戦略で運用しているんです。証券会社をやっているときには、社員が四、五〇〇人いたんですが、一〇〇人ぐらいに減らして、運用に特化していると言っています。

しかも、収益性もすごくよくて、日本と違ってオープンマーケットですから、基準価額が常に誰でも見られるようになっていまして。それで、どのファンドを買ってもいいわけですよ。運用

が優れていればお客様は買ってくれるわけです。

このビジネスモデルは素晴らしいなと思ったんです。当時、アメリカの中小の証券会社は、みんなデイスカウントブローカーだとか、オンラインブローカーだとかに席巻されて、中でもチャールズ・シュワブはFAをたくさん使って…。

——ファイナンシャルアドバイザー。

安 アドバイザー。要するに、昔のモデルの中小証券は、アメリカで見る限り全滅だよと言っています。同時に、イギリスに行ってみても、マーチャントバンクはみんなアメリカ系や大陸系の銀行に買われたでしょう。イギリスもビッグバン以降、ローカルのブローカーは冴えません。そういう事例を考えて、そのときから止めどきを探していたわけです。

たまたま平成一八年に俵がニューヨークから

帰ってきたので、「よし、分かった。止めよう」と決めまして、大株主の機関投資家に「ブローカーは止めます」と伝えて、最初はブローカーだけ止めたんです。

——そうですね、廣田さんに売却されましたね〔十字屋証券はブローカー部門を廣田証券に売却し、十字屋証券が持つ預かり資産約三〇〇億円と、営業担当者なども廣田証券に移籍した〕。

安 そうそう、廣田さんに売った。そのときは、ブローカーをやめて、ディーリングでやっていくかなと思っただけでも、平成二二年のアローヘッドの導入で、これもダメだ。じゃあもう止めようと思ったわけです。腹を決めたら簡単です。

ただ、僕がラッキーだったのは、リーマン・ショックの前にブローカー業務を廣田さんに売ったことです。当時は、まだ売り手市場ですか

ら、いい条件で買っていただいたんです。決して、我々は営業権を高く買ってもらったという記憶はないんですが、社員に払う退職金を何十%かアップして渡せましたし、顧客勘定を移転するのに、うちのシステムと廣田さんのシステムが違って、移転できないんですよ。それをうまく移転させるソフトを作るのに何千万円かかったんです。そういう諸費用がかかったんですが、これは相手方が負担したので、それらのコストを考えると、うちは実質的には負担ゼロで廣田さんに営業権を渡したわけです。

ところが、当時は、まだ役所がブローカーを止めるのに結構いろんなことを言いましたね。要するに、「お客様に同意をとれ」と。今まで十字屋でやっていたのを、廣田さんに移転させることについて、同意をとれと言うわけです。そして、何千人いるお客さんのうち、一人でもノーと言った

らダメだと言うんですよ。ですから最初、お客さんに手紙を出したんです。ところが、返事が来ない人が二、三割はいたんです。そういう人たちは、説明して同意をもらうために、営業マンを行かせました。それでも三人ぐらい、何か恨みがあるんじゃないんだけど、「お前のところと心中するつもりでやっているんだ」と言っ、同意してくれなかったお客様もいらっしやいました。そういう人たちには、最後は私が行って説明して、同意をいただきました、それを添えて行政に申請をしてブローカーを止めたわけです。平成二〇年に廣田さんにブローカー部門を売却した後、デイーリングだけでやっているというのでやっただんですが、平成二二年のいつだったかな、アローヘッドが導入された。

—一月ですわね。

安 一月か。それからガクンとデイーリングの利益が落ちちたんです。もうスプレッドが見つからないんですよ。ともかくいろんな意味でプログラムが組まれているから…。

—デイーリング専門になられたということですが、さや取りをされていたんですか、それとも日計りですか。

安 日計りです。

—やっぱりアローヘッドになると日計りはダメですか。

安 もう日計りもダメ、裁定なんてなダメ。裁定のチャンスがなくなっちゃうんですよ。

—それも全部プログラムに組まれてしまう。

安 もうプログラムに組まれちゃうから。だか

ら、これは本当に構造的な問題ですよ。何か特徴を持って、これに関しては他社に負けないというものがないとね。それで、もうこれはあかんかなと思って、じゃ、もうこれも止めよう。それで、ニューヨークの業者を僕らのお手本というか、モデルにしようと思ったんですよ。

——息子さんのいらっしやった…。

安 ええ、息子が行っていた会社は、アンホールド&プライシユローダー〔現在のファースト・イーグル・アセットマネイジメント〕という会社ですが、これはユダヤ系で二〇〇年の歴史をもった証券会社です。

——オーナーの名前ですかね。

安 オーナーの名前で、ヘッジファンドの〔ジョージ〕ソロスがいた会社です。そこへ倅は

行っていたんです。もともと彼らの会社は、もっぱら機関投資家相手のブローカーをやっていたんですが、ブローカーはフランスの銀行に売っちゃって、ブローカーを止めたそうです。それで、投資顧問会社だけにしたんですが、このモデルがいいと思ひましてね。私もブローカーを止めてスッキリしました。

バブル崩壊以降二一年間ぐらいのうち、恥ずかしながら利益が出た年は七回で、赤字は一四回です。要するに、一年黒字になると二年赤字になります。必ずしもそういうリズムカルなサイクルじゃないんですが、それじゃあ、リストラを何回やったって追いつかないんですよ。これは構造不況だなと僕は思ったんですよ。それで決断したわけです。

僕は、やっぱりお客様とコンフリクトが起きるようなビジネスは、長続きしないと思う。当社が

証券会社をやっているなくても、誰も困らない。誰かが困るなら続けていきたいんだけど、どこで注文を出したって同じ値段で同じように買えるんだし、誰も困らない。そうすると、自分たちの社会的存在意義は何かと考えても、それを見出せないんです。社員をリストラするとなると、再就職というのがすごく大きな問題ですが、当時、時期もよかったですので、廣田さんが「バックオフィスまで含めて全員引き受けますよ」と言っていたので、これ幸いと…。

——廣田証券さんとはどういうお付き合いだったんですか。たまたま…。

安 三和会というオーナー社長が入っている証券会社のグループがあるのです。廣田さんとはそこで非常に親しくしていたし、彼は誠実な男だし、会社の内容もよくて、変な噂もないし、廣田さん

ならいいかなというので、最初にお声をかけたんです。あちこち持って回ったら恥ずかしいけれども、即断即決で「もう喜んでいただきます」とおっしゃるので、廣田さんをお願いしたんです。

——廣田さんにしてみれば、大阪を地盤にしているので、補完的な関係がとれる。御社にとっては、バックオフィスを含めて全部引き取ってもらえるから、うまくリストラができる。お互いの利害が一致したということですね。

安 そうそう、両方ちようどぴったり合った。

——それは非常に成功した廃業の例ですよ。ブローカレッジを止めて、ディーリングに特化した後で廃業された。こういうふうにならぬように止めたという例は他にありませんか。

安 よく存じませんが…。

——赤木屋さんもそうじゃないですか。

安 赤木屋さんはわりあい早くブローカーを止めちゃったんですね。しかし、赤木屋さんだとか、大成証券さん、そのあたりの会社は、私どもと同じようなプロセスです。

——僕が去年アメリカへいったときに、アメリカの地場の証券会社が、日本でいう金融商品仲介業になって、ネット証券のシステムを使って注文を出すというふうに転身した会社もあつたんですけども、そういったことは全然考えられなかった。

安 それはアイデアとしてはありましたし、うちのビルの三階に入っている湘南証券〔年金プランニング〕という会社がそうです。ただ、僕はやっぱり根本的に顧客とコンフリクトが起きる商売では難しいと思ひましてね。

——社長さんがずっとおっしゃっているように、

お客さんとのコンフリクトがない商売という点では、むしろ投資顧問の方がやり易いということですか。

安 やり易い。

店頭市場改革の挫折とその要因

——では、業界の方にお話を移しまして、平成六年に日本証券業協会に店頭登録委員会が立ち上げられました。それは、アイベックという会社が店頭公開直後に、粉飾決算で倒産したことがきっかけでした。それ以来、店頭市場関係の職務を長きに亘ってお務めだったと思ひますが、安様は店頭市場に関わって、国内に現地法人を持たない外国企業にも株式の店頭公開をさせるべきじゃないかということや、信用取引の導入といったことを提

言われています。安様が関わられた時期の店頭市場改革の歴史や、議論などお聞かせいただけますでしょうか。

安 僕は店頭登録委員長を二年やっただけです。この登録委員会というのは、店頭市場に株式公開したい会社の審査をやるんです。当時、ミニ公開ブームがありました、すごく忙しかったんです。月に二回ぐらい開かないと審査が追いつかない状況でした。中堅証券の社長さんたちも、ぜひ自分を委員にしてくれと陳情に來られていました。

それから、市場改革の委員会の委員をやりまして、そこで盛んに主張したのは、マーケットメイク制度を導入すべきだということでした。ともかく当時の店頭市場の致命的な問題は、流動性がなくなることですから、マーケットメイク制度と信用取引制度を導入したらどうだということを盛んに言っただけです。

あとは、店頭市場に関して言うと、証券業協会に松岡〔稔〕さんという常務理事がおいでになって、彼が熱心でね。彼はナスダックを見習って、日本のナスダックにしようというので、一生懸命やっていました。当時、店頭市場は取引所じゃないんです。

——平成一〇年まではそうですね。

安 だから、「取引所じゃない」ということは規制が緩いはずだから、絶対このままの方がいい。この規制の緩いのを利用して、いろんなことをやったらいいじゃない。例えば、日本国内に現法をもたない外国企業の株式上場だって、役所の認可が要るんじゃないし、協会でちゃんと管理できればいいんだから、やりなさいよ」と言っていたんです。

——マーケットメイクは岡三証券の加藤〔精一〕

さんが協会長のときに実現しますよね。けれども、あまり流動性は増えなかったですね。

安 あれは、要するに我々もマーケットメイクをやったかっただんですよ。ところが手数料が高いんです。我々は業者だから、委託手数料は支払わないんですが、取引の…

——場口銭です

安 場口銭が取引所取引の五倍ぐらいしていたんです。

——場口銭は、定率の場口銭が高かったということですよ。

安 定率の場口銭が高いんですよ。

——ジャスダックは。

安 ジャスダックは、いまだに高いですけどね。

三、四倍していますから。これを「下げてくれよ」と言ったんですけれども、店頭市場もシステム化をしたり何かしらでお金がかかっているの、下げられないというわけです。要するに悪循環ですよ。売買高が少ないから、場口銭は高くなる。

——だから、マーケットメイクも入れないし、流動性は増えない。

安 そう。だから、ここところが問題だったんです。僕らも盛んにマーケットメイクにトライしたんですけれども、勘定が合わないんですよ。

——高過ぎて合わない。

安 高過ぎて。何だこれって言うと、「場口銭」だと言うわけですよ。場口銭がこんなにかかるの

という感じでしたよ。

——信用取引の方は…。

安 今はやっているんでしょう〔平成九年一〇月二七日から、店頭登録銘柄を対象とする信用取引制度と発行日取引制度を開始した。なお、信用取引銘柄の選定に関しては「登録株式数が一、〇〇〇万株以上」「株主数が一、五〇〇人以上」に加え、売買状況などの基準が設けられた〕。

——あれは取引所化されてからですよ。

安 そうそう。

——取引所だからできるんじゃないですか。店頭市場ではできなかったですね。

安 できなかった。

——あと、ちょっと耳にした話だと、店頭登録委員会の委員をされていたとき、ある会社の上場をめぐって、何かいろいろあったとか、なかったとか…。

安 二社ありましてね。一社はビジネスプランを持ってきたんですけどね、常識の延長線では考えられないようなプランを持つてくるわけですから、「これはダメだと、こんなものプランじゃねえよ」と…。もう一社も同じような時期に出してきたんですが、あれは一悶着ありましたね。我々の委員会で採決できなくて…。

——ブーム期だからいろいろなものが入ってきた。

安 いろいろなものが来た。

手数料自由化とその影響

——また、その後、平成八年のことですが、一月会で幹事長をされていたときに、「株式委託手数料自由化に関する意見」という意見書を出されましたね。そもそも、この手数料自由化というのは、大手と準大手の法人営業の不祥事に伴って行われた面が強いかと思うのですが、手数料自由化に関わって、地場証券の反応というのはどうだったのでしょうか。

安 不祥事とおっしゃったけれども、僕はやっぱり自由化というのは国際的な流れで、昭和五〇年にはアメリカで、昭和六一年にロンドンでされていて、本当は日本も昭和六〇年ぐらいに手数料というより、証券規制の自由化をやっておくべきだったんです。経済の成長が止まって、生き残る

会社と去っていく会社が分かれるようにやっておくべきなのを、諸々の事情があつて平成一〇年まで、できなかったんだと思います。

日本の行政つて泣く子に弱いよね。なんか誰かがギャーギャー泣くと、「あ、そうかそうか、じゃあしばらく調整しよう」とか…。

——激変緩和として…。

安 激変緩和で。だって、手数料だって、大口手数料の自由化というのが平成七年でしたか。

——平成六年じゃなかったですかね。

安 平成六年だったかから始まっているでしょう。一〇億円以上から始まって、あんなへびの生殺しみたいなことをやるわけですよ〔委託売買手数料の自由化は、平成六年四月に一〇億円以上を超える売買の手数料が自由化されたのに続き、平

成一〇年四月に五、〇〇〇万円超一〇億円未満の手数料が自由化され、平成一一年一〇月に完全に自由化された。僕が手数料自由化について意見を纏めたのは、事務的には纏めたんですが、僕はこのころ、正会員協会で、組織変更に伴う何とかという委員会の委員長もやっていたんですよ。

——正協の解散のときですね。

安 ええ。僕の印象に残っているのは、当時の決済はT+3でしょ。いずれT+1という時代が来るから、決済制度のシームレス化をすべきだと書いて、役所に持って行って、いろいろ議論しました。ところが、T+1を盛んに言っていたアメリカが、どういうわけか途中で矛をおさめちゃったんです。

その結果、それを推進する意見がだんだんしぼんじやいまして、今に至って、だいたいの国はT

+3でやっているんですが、このあたりをもっと簡素化すれば業界のコストダウンにもつながると思いますし、手数料自由化で収入は減るんだから、制度全体の改革を通じて支出面の無駄を省こうよ。この際支出が減らせるような制度改革をやってもらって、それで収益性を維持できるようにできないかと考えて、働きかけていました。

——それが、業界団体の大幅なリストラとか自由化…。

安 これは手数料自由化のときの話とはまた違う。これは平成九年に山一証券が潰れたでしょう。当時、業界には証団協〔証券団体協議会〕や従業員のための…

——福祉共済会

安 福祉共済会や証券広報センターなど、結構予

算を使っていたんです。そういうのを、取引所と日本証券業協会、正会員協会の副会長が集まる三団体協議会という会議がありまして、そこで業界団体の合理化案を作ろうと…。不況真っ盛りのおかげだから、強力なりストラ案を出したんです。研究所も何か…。

——うちの研究所も対象になっていたんです。それ、大阪が先にやっているんですよ。北浜リストラ委員会と言いましたね。二回もやっただんです。安 そのとき、僕は取引所の副議長でした。三団体協議会では、取引所がどういうわけかリーダーシップを持っているんです。だから、「お前取り纏めせい」と言われて、纏めて、みんな嫌がるどころに、理事長のところへ、「こういうふうに決まりましたので、よろしくお願いします」と持って歩いたんです。

——大阪は巽（悟朗）さんですよ。

安 巽さんだよな。

——はい、もう強引に…。

安 だけど、逆に巽さんが強引にやってくれるから、我々はやりやすかった。

——そうそう、大阪が先にやっただんです。手数料自由化は、御社の経営にはそんなに影響しなかったですか。

安 僕のところでは大口、機関投資家を中心の商いをやっていたから、一番堪えたのは、大口取引の手数料自由化です。何せ五〇億ぐらいの商いをやって、手数料が一五万円ぐらいしか入らないんですよ。それはないだろうと…。だけど、他社はみんなそれでやってもらっているんだって言われたことと、そのうち、年金のリバランスをやるか

ら、これは売りと買い、両方あるから儲かるよと言われたんですが、リバランスのサイズが大きいんです。一回で何十億から一〇〇億円単位の売りを引き取って、自社で手持ちするわけね。また、彼らを買いたいものは、市場で手当てできないから空売りするわけです。こんなリスクの高いものはやっていられないよと思いましたがね。そういうことから、小口じゃなくて大口の自由化で参ったと思った。

——この当時、手数料自由化にかかわって、他の中小さんなんかはどういう反応だったんですか。やっぱり、かなり反対は強硬だったんですか。
安 わりあいと鈍かった印象です。うちはこのままでいくんだと。「よそが下げようが、うちはこれでもいいんだ」という業者さんが半分近くいたんじゃないかな。

——料率を変えないと。
安 料率を変えない。

——今でも、ホームページを見たら、そのままのの手数料を掲げていますね。

安 という方もいらつしやる。よく分からないですけれども、非常に保守的な業者さんというのは結構いるんです。我が社なんかは三、四割下げたのかな。中途半端な下げであまりよかったとは思わないんだけど、何か対応しなきゃいけないというので下げました。

これに関しては、松井〔道夫〕さんが、「あなた方みんな潰れますよ」って乱暴なことを言うわけ。だけど、僕は、世の中の流れがそうなんだからしようがないじゃないかと……。情報通信革命で、注目の処理なんかコンピュータでやるのが一番速いんだから、これは世の中の流れだからしよ

うがないよって、すぐ理解できたんですよ。

ところが、理解できないとは言わないんだけど、したくない人がいるんです。後の取引所の株式会社化でも、オーナー系正会員がけっこう株式会社化に反対していたんです。僕はそれを説得しました。最終的には、最後まで反対姿勢を採っていた業者さんも、もう大勢が固まってきたので、「しよすがねえな」と言ってくれたんですけれどもね。

やっぱり、取引所サイドからは、会員に会員制を止めますとは言えないわけです。だって、組織変更は総会の決議事項だから、総会で反対されたら幾ら制度ができたって…。実は、東証の株式会社化はわりあい早い時期に山口理事長から頼まれてね。一方で、三和会というのはオーナー会社の集まりだから、そういうのはなるべくゆっくりにやらせよう、という保守的な人たちが結構いる

んですよ。これは苦労しましたね。

——中小証券の間では、手数料自由化については非常に意見があったということですね。半分ぐらいが自由化前の料率のままいつていらつしやうた。

安 半分とは言わないですけども、かなりの比率で、あまり手をつけなくて…。だんだん世の中の流れに従わざるを得ないというので、下げてこられたと聞いています。

——ということは、全体が反対じゃなくて、まあ別にいいんじゃないかという人も少なからずはいたということですか。

安 やむを得ない。もう世の中の流れだ、世界の潮流だという感じででした。

——もう諦めに似た…。

安 それはもう、我々は百も承知だから、いつ来るかね、今だねという理解です。

——大阪はそんなことなかったですよ。当初、手数料自由化には大反対でしたよ。

安 そんなこと言ったってさ、世界の潮流だし、僕はコンピューターゼーションと、グローバリゼーションと、セキュリティゼーションはもう避けようがないと思っていたら、まさにそうなった。これから益々グローバルゼーションは進むでしょう。だから、夜間取引問題でもなるべくゆっくりやろうよという会社もあると聞いていますが、これはしょうがない。

アメリカでもそうですが、夜間取引なんか、やらなければPTS [Proprietary Trading System：私設取引システム] ができて、取引所離れが起き

ちゃうんですよ。今は制度的には認められているけれども、大して売買は増えていませんが…。

——五%ぐらいですね。

安 でもね、これはいつ何どき、画期的な手法をどこかの業者が導入して、顧客を引っ張っていくか、分かりませんよ。取引所が一円単位を…。

——呼び値ですな。

安 呼び値を切り下げたじゃない。あれだって、結局PTSでみんな一〇銭単位で始めたから、取引所も追従しないことには、みんな向こうにお客さんを持つていかれちゃうのでやったわけでしょう。世の中の大きな流れだから、しょうがないんだ。

だから、結局は二四時間取引になるでしょう。世界のどこの取引所でも顧客は発注できて、自国

の取り扱い証券会社で決済ができるようになる。これは大きな潮流でしょうがないですよ。

——日本の場合は、機関投資家が夜間取引にあまり乗り気じゃないということも書かれていますね。

安 まあ、変えざるを得ないんじゃないですかね。だって、グローバルマーケットを相手にしているヘッジファンドなんか、二四時間あちこちで取引していますよ。

——コンピュータだし。

安 コンピュータ取引ですから。それは今のところ、ブローカーがリスクをとって対応しているわけですよ。いつまでもブローカーのリスクを拡大させるわけにはいかないでしょう。そうしたら、やっぱりポジションを示し合わせて、どこかでこ

ういう取引をやるよということになりますよ。

それは多分、個人の取引をそこで行うのは無理かもしれないけれども、大口の機関投資家の取引が中心になると思いますよ。でもいずれにしてもグローバル五〇とか、日本からそのうちの五〇社ぐらいが代表選手で入っているそういうETFができて、二四時間いろんなところで取引しているんじゃないかと思うんです。

——斉藤〔惇〕社長はやりたそうなんですけれども…。

安 やりたいというか、やらないと、取引所が空洞化する。ロンドンの取引所が、きつめの規制を課していたために、イギリスを代表する銘柄の取引が全部海外でやられて、それでビッグバンを早めたわけですよ。あれと同じように、規制を残しておく、どこかで代替マーケットができてくる

のは避けられないと思うんです。斉藤さんもそれはもう百も承知だから、なるべく……。最初は二時間でも、短い時間でもいいと思うけれども、だんだんニーズが増えてくれば、フレキシブルに伸ばしていくという形になるんじゃないですか。

土田東証理事長就任秘話

——さて、東証理事会の副議長をお務めだったときに、土田〔正顕〕さんの就任の話がありました。土田さんが社長になられた経緯は、どうも苦米地〔和夫〕さんと安さんが候補者として土田さんを挙げたからだと聞いております。

安 いやいや、ある日、僕らは山口理事長に呼ばれて、「行政から天下りというのが社会的批判を浴びているので、もう私を最後に、大蔵省から取引所の理事長へ天下るということは止めました」

とおっしゃったわけです。当時、ユニバーサル証券の松浦〔研治〕さんが議長をされていて、僕と苦米地さんが副議長だったんです。ところが松浦さんは、当時入院されていて、そのままお亡くなりになっちゃったんです。それで、苦米地さんと僕が「じゃあ、どうしようか」と相談して、山口さんにも相談したんですが、「勝手に候補者を選んでください」と言うんだから……。しょうがないから、僕がクライテリアという、取引所理事長の資格要件、つまり、どういう能力、才能、経験を持っている人がいだろうかというのを、いろいろ考えて書いて、「これでいいですか」と言ったら、山口さんは「これだけ備えている人がいたらいいね」とおっしゃるので、これを選考基準に決めたわけです。ところが、人がいないんですよ。

——具体的にどんな条件で。

安 例えば、国際性とか公平性、公正性とか証券知識、見識など一五項目ぐらいあったと思います。我々のイメージとしては業界から、大手証券の副社長以上を経験されたOBで、まだ元気があるという人から出そうと思って、何人かに当たったわけです。ところが、みんなスネに傷があるんです。一方で、役所も証券不祥事の後だから「ノー」と言うんです。

それで、しようがないから財界を当たったんです。ところが、財界でご活躍の方は、現業のトップをされているでしょう。そんな人に「来てください」と言ったって、「冗談じゃないよ」と言われますから、なかなか候補者を絞れないんです。

これで相当苦労しましたね。そのとき、ある人が「証券業界のどこかで仕事されている方なら、天下りじゃないよね」とサジェスチョンを下さったんです。ちょうど当時、土田さんは「証券」保

管（振替）機構の理事長をされていたんです。それで口説きましてね。そうしたら、あの人も「銀行局長か何かをやっているときに、バブルクラッシュの当局の責任者だったので、あらぬ噂もあるんですよ。私でいいんですか」と言うんですよ（平成二年に、バブルが崩壊した一因として有名な「総量規制」通達が出されたが、この通達を出したのが、当時大蔵省銀行局長だった土田氏であった）。僕はそのことはあまり詳しいことは知らなかったんで、「お願いします」と口説いてね。というのも、山口さんの任期がもう一ヶ月ほどしか残っていませんでしたからね。時間がないんですよ。

それで土田さんをお願いしまして、僕は東証の記者会見場で記者会見したんです。記者会見というのは初めてしたんですが、主催者は記者なんです。僕は、「こういう経過でこういうふうにしま

した。はい、ではこれで終わりです」と言ったら、「終わりじゃないです。ここを仕切っているのは我々です」と言われましたね。そこからいろいろな質問が来るわけです。新聞記者ってこちらが考えてもいないようなことを聞いてくるんです。

だけどねえ、まあ悪いことに、苦米地さんも会長をリタイアすることが決まっています、海外へ挨拶回りに行くとかでないんですよ。彼はもともと興銀〔日本興業銀行〕の常務をされていた方で、そのあと証券界にいらっちゃったので、あまり業界で顔が広くないものだから、あのとときは結構せっぱ詰まりましたね。

ところが、その土田さんが任期途中で亡くなっちゃったでしょう。あの後、僕は東証の指名報酬委員会の副委員長をやっていたんです。委員長は野村の氏家〔純一〕さんがやっていた。氏家さん

は、「俺、業界のこと何も知らないから、安君、決めてくれよ」と言ってるね。だから、家の前に毎日のように黒塗りの車が一〇台ぐらいずらっと並んでいて、新聞記者が来るんです。それで帰るに帰れないわけです。しょうがないから、記者が帰ったかなという時間までスポーツクラブへ行っていて、夜中に帰宅したりしました。でも、時には二、三人残っていました。あれは平成一四、一五年ぐらいじゃないかな。

——平成一六年ごろですね。鶴島〔琢夫〕さんが社長になられたのは、土田さんがお亡くなりになった後ですからね。

安 それで、僕は鶴島さんに「あなたしかいない」と頼んだんです。当時、指名委員会は二階建てを考えていたんです。要するに、一階の社長は現場をよく知っていて、実情を把握している人に

なってもらおう。これは鶴島さんだと。二階は財

界のOBで象徴的な方がいいというので、ある人に就任をお願いして内諾も得ていたんです。ところが、ある人が海外に記者団を連れて旅行しているときに、ポロツとその人事構想を言っちゃったんです。そうしたら、NHKがすぐ放送しちゃったんですよ。そのとき、本人は了解していたけれども、社内の了承を得る前にその話が漏れちゃったから、人事構想はオジャンになっちゃったんです。それで鶴島さんが社長を務められて、会長はおかないことになったんです。ところが、鶴島さんの任期中にもコンピュータのトラブルだとか……。

——ジェイコム事件ですね。

安 いろんなことが発生して、西室〔泰三〕さんに来てもらって二人体制にしたんだけど、非

常にいろいろな問題が発生しました。

——もともとは会長を設ける予定だったわけですか。

安 そうそうそう。僕らの委員会では、氏家さんや商法学者の前田〔庸〕先生。それからもう一人誰かいましたが名前は失念しました。その議論では「象徴的な人と実務的な人と二階建てがいいな」ということになって、その構想で進めていたわけです。

——ところが、リークでポシヤった。

安 リークで、会長さんが「社内で了解を取っていないのに、あんな勝手なことをされて、えらい迷惑だ。もうできない」と言われてね。あれも大変でした。

投資者保護基金の設立と

外資系との対立

—最後に、投資者保護基金の設立準備会の委員をお務めでしたけれども、投資者保護基金の設立に関わっては、外資系と国内系が非常に揉めまして、最初は二つに分かれますよね。この保護基金の設立に向けた議論で何かご記憶のことがあれば、お話を聞かせ頂きたいんですが。

安 何せ、山一事件の直後で、あれは結局二、〇〇億ぐらいでしたっけ、日銀が…。

—特融。

安 いや、最後、平成九年の。

—損ですか。

安 うん、損。二、〇〇億ぐらいあったんです〔山一証券は自主解散を決めた時点では、債務超過ではなかったが、その後、債務超過に転落し、平成一年六月には債務超過額が一、六〇二億円に達した。また、山一証券の破産に伴って、日銀特融の焦げ付きも一、一四〇億円発生した〕。それは結局、政治的に日銀の損になったんだけど、まだ決着がついていない時期でしたからね。外資系は証券会社は信用創造もできるし、とんでもない損を被ることになったらイヤだから、我々は反対だと…〔外資系は、国内証券の顧客資産の分別管理に不満があったことに加え、暫定的ではあったが補償額が無制限となっていたために、際限なく補償負担を負わされることを懸念し、外資系を中心とした保護基金を設立するに至った〕。

—外資はそう言いましたね。

安 それで「自分たちで外資基金を作るよ」と言ってきたんです。最後は「そうは言わないで一体でやろうよ」ということになったんですが、その代わりに、分別管理やいろんなトラブルが発生しないようにチェック体制を厳密に作ってくれ、ということになったわけです。どういうふうにするのかといったら、公認会計士にチェックしてもらおうと…。

——法定監査ですね。

安 それは、国内の中小証券会社にとっては、えらいコスト高になるんです。外資の顧客はみんな機関投資家だから、あまり関係ないわけです。個人客がいらないだから口座数も限られているし…。

——そんなに多くないですし。

安 ところが、国内証券会社は顧客数が多いし、会計士のチェックがないとダメだなんてとんでもない。そういう議論が解決しないで何カ月か同じ議論をやっていましたね。

——その話に派生して、中小証券からは信用取引の委託保証金を貸借取引の担保金として流用させてほしいなんていう話も出てきた…。

安 要するに、証券取引法の改正に伴って、顧客資産の分別管理を義務づけられたわけです。それと同時に、保証金も信託銀行に口座を作って分別管理しろとなったわけです。これに対して、「信用取引の保証金として預かったのに、何で使っちゃいけないんだ」と、皆さん素朴に言うんです。ところが、行政は「絶対ダメだ、分別だ。信託銀行に口座を作って、信用取引の保証金も含めて、お客さんの金銭はそこで分別管理せよ」って

言うんです。結局、納得して皆さんそれに従ったんだけど、コストも手間もかかるし大変です。

——ただ、長い目で見たら、証券市場の質を下支えしたわけですから、結果としてはよかつたんじゃないですか。

安 平成一〇年の証取法の改正は、時代の分かれ目だと思えましたね。当時、取引所も会員制から株式会社になり、手数料も自由化されましたからね。やっぱり時代の曲がり角だったと思います。証取法が改正されて免許制になったのは昭和四二年でしたっけ。

——免許制は昭和四三年ですね。

安 昭和四三年か。昭和四三年に免許制が導入されたときに、これからの証券会社はブローカー業務を中心にやりなさいとなりましたよね。それは

いいんですが、そのうち本屋さんみたいにやれという、証券会社本屋論というのが出たんです。

もちろん、その背景にあるのは悪質な外務員がトラブルを起こしていたからですが…。証券業協会に「証券」苦情相談室というのがありますが、株価がちよつとでも下がると苦情相談の数がすごい数になるんです。その苦情の原因をいろいろ調べると、頼んでもいない売買をしていたとか、一任勘定でのトラブルなんです。そういうのが続きますと、例によって行政はちゃんとしなきゃいかんというので、あれをやっちゃいけない、これをやっちゃいけないと規制するわけです。しかし、ああいう事故を防ぐためには、ネット証券というのは一番問題ないと思いますね。

証券業の変革に向けて

——お客さんが自分で入力するわけですからね。

安 自発的に利用するんですから。「証券会社に何かいいものないかな」なんて聞かないで、自分がいいと思ったら買える。

——勧誘がありませんからね。

安 やつぱり、お客様に迷惑をかけてまで我々証券会社が儲けるといふのは、何かおかしいと素朴に思っているわけです。やつぱりお互いに、我々も多少儲けさせてもらうけれども、お客様もちゃんと自分のとったリスクに見合うリターンがあるというのが普通じゃない。こういう関係が成り立たなければ、永続的なビジネスにはならないと思うんです。

振り返ってみると、日本が高度成長していた昭

和三〇年、四〇年、五〇年代ぐらいまでは、成長資金をマーケットに持ち込むというのは、流動性もなければ持ち込めないわけですから、行政が「ブローカー中心の営業をやりなさい」と言ってきたのは正しいと思うんです。ところが、日本経済が成熟化して、成長性がなくなったときに、ダブルを作って過剰利得を助長したわけです。あれは政策の失敗だと思うし、もっと早く証券市場の自由化をやっていたればあんなことはなかっただろうと思うし、もっと違う形で証券業も発展していたと思うんです。

日本の証券市場というのは諸外国と比べると劣っていますよ。株価ひとつ見たって、過去三〇年間で株価が全然上がらず、時価総額もむしろ減少しているでしょう。時価総額からいえばピークの七割ぐらいになっているわけです。アメリカは

一九九一年に比べて五五〇%というからね。ドイツも六〇〇%、イギリスでさえ二八〇%です〔日経平均、NYダウ、DAX指数、FTSE指数を、それぞれの平成三年を一〇〇として平成二六年と比較すると、日経平均は六六%、NYダウは五六二%、DAX指数が六三二%、FTSE指数が二六九%であった〕。日本の資本市場の育て方を行政は誤ったと思う。バブルが大き過ぎたこともあるんだけど、バブルも未然に防がなきゃ。ブラックマンデーのとき、ドイツはアメリカの要請を断ったんだけど、日本も自主的にどこまでなら協力できるかを考えるべきだったし、やっぱり誤ったと思うね。

たしかに今は遅まきながら、投資信託の短期売買を禁止したり、過当な勧誘に対して臨店検査で結構うるさいことを言い出して、正常化へ向かってはいるんだけど、いかにも遅い。ただ、こ

うした行政の変化もあって、野村証券を初めとする大手証券は、お客様の利益を第一に考えようと実践し出しているから、正しい軌道にやっと乗ってきました。

——資産管理型営業に注力するとともに、投信も回転売買させるのではなくて、長期間持たせる方に社員のインセンティブを移しましたね。

安 安いけれどもマネジメントフィーを長期間いただくという形になってきましたよね。これは正しいと思うんです。ところが一方で、目にあまるような行為をすることがありますよね。証券市場の自由化は、平成八年から九年にかけてされたけれども明らかに遅過ぎた。蠟山〔昌一〕先生なんかが議論していたのは、それからもっと前ですよね。

——そうですね。蠟山さんが言い始めたのはもつとずつと前ですけど、議論が始まったのは平成四年ぐらいからですね。

安 政治のリーダーシップがないというのかな。サッチャーさんはやったもの。

——ビッグバンね。

安 昭和六一年にね。これから老人が増えてくると年金運用などが重要になり、資産運用ニーズというのはすごく出てくるわけですから、日本の証券市場は将来的に発展するだろうし、発展させていってほしいと思うけれども、まずは証券会社が、社会の信頼に応えられるような営業をやらなきゃダメですよ。

——お客さんと利益を一致させながら、お互いがウイン・ウインの関係になっていけるような…。

安 そうそう。それには、過当競争というか、同じようなサービスを提供する業者数が多過ぎるよね。

——今でもですか。

安 今でも。あまり言いたくないけれども、対面営業は大変だと思う。僕は証券会社を止めてから、ネット証券を利用するんです。サービスは完璧で手数料が全然安い。

——情報も見られますしね。

安 情報も見られるし。ネット証券のほかに、一、二社おつき合いで取引するんだけど、やっぱり一番自分の意思どおり動いてくれるのはネット証券。

——投資顧問会社としての注文はどこに出すんで

すか。

安 うちは調査のいいところに出すんです。ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレー、それから野村証券などです。投資顧問はリサーチが命ですから、リサーチがちゃんとした証券会社にしか発注できないですよ。ただ、ゴールドマン・サックスなんか、最近是人手が足りなくなつて、細かい注文は受けられないと言うので、リサーチがしっかりしていて、細かい注文を受けてくれるところがどこかないかなつて考えているんです。

大手証券なんかちゃんとした研究所を持つていて、リサーチにお金をかけているわけですが、一般営業では全然使っていないようです。

——最近、どうも変わつてきているみたいですよ。営業ネタになるようなことを調査せよと言っているみたいですよ。

安 だけど、そこで営業ネタと言つてしまうと、

リサーチマンが自分の良心にかけて「これでいくんだ」というものは出てきにくい。どうしても目の先の収益が伴いやすい方向のリサーチレポートが出ちゃう。だから、うちの投資顧問の連中は、「あれはちよつと、本心が見え隠れする」と言つて、そういうのを嫌うわけです。

——そうすると、外資系の証券会社の方がしっかりしている。

安 しっかりしている。外資系証券というのはレポートが唯一の商売道具でしょ。顧客はそれをもつて、その情報料として手数料を落とすわけです。

だから、本当に僕は日本の大手証券さんも使つていて、彼らに「レポート一つぐらいよこせよ」と言うんだけど、営業との相関性がないんで

すよ。営業マンは「リサーチなんて、全然関係ない人が見ているんですよ」という感じなんです。あれはもったいないと思うんです。もちろん、セルサイドのリサーチっていうのはやっぱりちよつとバイアスがかかっているから、少し割り引くというか、客観的に、これも一つの意見だよねというふうにししか扱いませんけどね。

——御社が息子さんに譲られたように、やがて世代も変わるんじゃないですか。

安 まあ、そうです。業界の地図を見ていると、世代交代もあるし、メガバンクの傘下に入ったたりして、業者もかなり整理されましたよね。

——大分お時間が超過いたしました。どうも本日はお忙しいところありがとうございます。(丁)

※ 本稿は、滋賀大学経済学部教授二上季代司氏と当研究所から小林和子、深見泰孝が参加し、平成二六年一〇月六日に実施されたヒアリングの内容をまとめたものである。文責は当研究所にある。

※ なお、括弧内は日本証券史資料編纂室が補足した内容である。