

証券法制のゆくえ

神田 秀樹

小山理事長 定刻になりましたので、これから講演会を始めます。

本日の講師は、東京大学教授の神田秀樹先生です。皆さんもよくご存じの大変高名な方ですが、恒例でございますので、初めに私から簡単に経歴等をご紹介します。

神田先生は昭和二八年のお生まれで、五二年に東京大学法学部をご卒業になり、同大学法学部助教授を経て、平成五年教授に就任され、現在に至っております。

先生のご専門は商法、証券法、会社法と伺っていますが、ご専門の關係の著書等多数発表しております。昨年、有斐閣から『商法Ⅱ―会社』、また、東京大学出版会から『会社法の経済学』という本をお出しになっておられます。

先生は、また、政府の行政改革推進本部規制改革委員会、政府税制調査会、金融審議会等の委員として、国の政策立案に幅広く関与しております。とりわけ、今回の金融システム改革につきましては、総合部会の座長代理として、一昨年六月の証券取引審議会答申を取りまとめられますし、また、新しく設置されました金融審議会では、第一部会の部長代理として、いわゆる金融サービス法の問題等に取り組んでおられるなど、金融証券市場關係の制度改革では、常に中心的な役割を果たしておられるお一人です。

本日は、その神田先生に、「証券法制のゆくえ」というテーマでお話しいただくことといたしました。ご清聴をお願いします。

それでは、神田先生、よろしくお願いいたします。

ご紹介いただきました神田と申します。よろしく願います。

ただいま過分のご紹介をいただきまして、どうもありがとうございます。このような場でお話をさせていただきます。このような場でお話をさせていただきます。今ご紹介いただきましたほど私は分野を存じ上げておられるわけではございませんで、皆様の方がお詳しい分野について話をするには、甚だ気が引けるのですけれども、一時間ちょっとの機会を与えていただきましたので、昨今感じていることを幾つかお話しして、皆様方もきょう貴重なお時間を割いてここにきていただいたわけですので、皆様方と多少共通のことを考える機会にさせていただきますと思います。

こういう話をさせていただくときに非常に迷うのですが、一方では社長さんもうらっしゃっているのですし、他方で、法務部なら法務部で、現場で非

ことも考えられるわけで、非常に迷うのです。結局いつも中途半端になって大変恐縮ですが、主としてある程度の抽象度を保ちながら、すなわち、私が今この時点でどう感じているかという気持ちみたいな部分を中心に、多少は具体的な話も取りまかせてということで、一時間ちょっと話させていただきますきたいと思います。

そこで、きょうの題名は、「証券法制のゆくえ」とさせていただきます。私としては、二つの問題意識をまず申し上げ、そして、証券法制の現状と課題ということで、ビッグ・バンそのものよりも、金融システム改革法で既に済んだ部分と、今後何が起きるのでしょうかという一般的な話をいたします。そのあと、各論というか、資産運用の分野、証券化とか流動化と呼ばれる分野、それから電子化というのでしょうか、電子証券取引みたいな分野、最後に、もし時間があれ

常に具体的な問題に対応しておられる方もいらっしゃるようなようです。私も法律を一応の専門にしている関係上、各論というか、細かい話をすればいろいろあります。後でちょっと申し上げますが、最近の一つの話題として、コマース・パーの電子化があります。それについて非常に細かい論点をお話しすると、それだけで一時間過ぎてしまうわけですけれども、他方、非常に大きな話として、金融サービス法はどうなるのかという話もあります。

もっと抽象的に申しますと、昨今のビッグ・バン、それから今後の証券をめぐる法制のゆくえというか、展望をある程度念頭に置いたときに、日本の証券市場はどうなるのでしょうかということについての私なりの感想と、皆様方がどう感じてもらえるかを一緒に考えさせていただくという抽象度の高いレベルでの話を一時間させていただきます。

ば、これも資産運用の分野に含まれるといえ含まれるのですが、もうちょっとグローバルなヘッジ・ファンドあたりの話まで、個別の分野についての感想を申し上げます。

一、二つの問題意識

私としては、まず二つの問題意識を持っているということをお話し上げたいと思います。まず一つは、今、すなわち二〇〇〇年直前の一九九九年の四月時点で日本の法制を見た場合に、金融システム改革法が曲がりなりにも成立して、昨年の一二月一日及びことしの四月一日で証券分野については大体施行されているということで、法律制度という面では一区切りしていると思うのです。しかし、日本にとっては大改革で、少なくとも法律制度としてまだ十分に落ちついていないというこ

とは当然あると思います。何よりも実務の方は、証券分野でいえば、昨今は市場も比較的安定してというか、多少落ち着きというか、明るい話に向かいつつあるとはいふものの、全体としてここ数年で起きていることは、金融全体の分野を見れば、まだ済んでいる話でないことは明らかであります。

そういう中で、法律とか制度を一遍落ち着いて考えてみるとどうだろうか。しかも、これで終わりというわけにいかない。先ほどちょっと申し上げましたけれども、後でも触れます金融サービス法を議論しています。ですから、法律制度もこれももう済んだから、五年間はこれでいきますという話では到底ないのです。したがって、今後、法律とか制度がどう変わっていくのだろうかというやや予測みたいなことも含めて、この時点で、今まで起きたことと今後起きるであろうことを整理

する」という尺度は、こういう制度づくりではないと思いますけれども、それがうまくいくかいかないかは、結局マーケットの判定にゆだねられるというか、伝統的な言葉でいえば、「経験」を通じてのみ、それがよかったことか悪かったことが、いわば事後的に初めて明らかになる性格のものだと思えます。二〇年、三〇年たって、あのときの金融ビッグ・バンが成功だったかどうかは、そのときになって判定されることだと思えますけれども、しかし、果たして正しいことをしているのだろうかという不安があるのです。

それがなぜあるかを話していますと、それだけで一時間たってしまうのですけれども、結論は、私は自分が法律をつくったわけでもありませんし、先ほどご紹介いただきましたように、審議会等に座っている程度ですから、もちろんそこで自分の意見をいうことはしてききましたし、今後こそ

して考えてみたいというのが問題意識の一つです。

もう一つの問題意識は、もう少し主観的になるのですけれども、「我々」という言い方がいいのかどうか、また、「日本は」という言い方をするのが果たして正しい方がいい方かどうかよくわからないのですが、およそ立法権が国にある以上は、法律制度の話をするには、それは日本にとってプラスなのかマイナスなのか、もっとグローバルな世界のレベルにとってプラスなのかマイナスなのかという問題はあっても、日本の国が通した法律であり、国がつかさどっている証券行政なわけですから、今そういう激動の中にあって、「我々」という言い方を使いますと、つまり法律制度を用意する者が一体正しいことをしているのだろうかということです。

おおよそ世の中に「正しい」とか「間違っている」という機会があればさせていただくと思えますけれども、私個人の意見が具体的な立法、法改正等にどの程度反映されるかどうか、集団的な意思決定ですから、反映される場合もあれば、反映されない場合もあるわけです。したがって、いずれにしても、今回のビッグ・バンにせよ、今後にせよ、私自身が法律について意見を申し上げることはあっても、法律をつくっているわけではありませんので、国を代表して何かを申し上げる立場にありませんし、またそういうことは到底不可能です。

私個人の見解としては、今の法律制度の改正なり流れは、基本的にいいのではないかと思っておりますが、にもかかわらず、本当に正しいことをしているのだろうかという不安がなぜあるかということ、これはいろいろあるのですが、例えば、非常に典型的な例として、日本を出てほかのアジアの

国へ行かれますと、皆様方の方がご存じだと思いますけれども、日本の金融ビッグ・バン、特に証券分野については非常に懐疑的に見られる状況がある。

それは二つの文脈でいわれていまして、一つは、不良債権問題の処理がまだ済んでいないうちに、なぜビッグ・バンをやるのか。不良債権問題は、よく考えてみると、結局金融分野を国営化し国家管理して処理しているわけです。それとビッグ・バンとは、少なくとも考え方の上では明らかに矛盾している。ですから、不良債権処理を済ませた上で、そのあとビッグ・バンということならわかるけれども、並行的にやっているというか、まずビッグ・バンをやってから国家管理をしている、どうも順序が理解できないということですが、少なくとも通貨危機とか経済危機とかを経験したアジアの国々、あるいは、そういう経験はしてい

ないにしても、これから経済を發展させていこうとしている国からは、日本のやっていることは理解できない、大体そういわれるのが普通です。

第二は、同じことかもしれませんが、ビッグ・バンは、自由化あるいは規制緩和という言葉がいのかもしれませんが、そのかなり中軸的な部分でありまして、また、こういう言い方がいいかどうかよくわかりませんが、欧米型とかアメリカ型とか、あるいはグローバルスタンダードとか、いろんな言い方がされますが、そういう方へ向けた法律制度の改革を意味しているのであります、先ほど申しましたように、アジアの諸国にもいろいろありますけれども、その政策中枢にいる方がおっしゃる第二の点は、日本はそういう方向に踏み切って、本当によく思うっているのかということですが、自分たちはそうはしないよということ、もはや日本のやっていることにはつ

いていけないという感じの、ちょっと極端な言い方ですが、本当にそれでよくなるという結果が示されれば、またまねをさせてもらうかもしれないけれども、こういう状態で、実際の状況もまだ結果はわかっていないわけですから、そういういわれ方をされるわけです。

それに対して、釈迦に説法で恐縮ですけれども、日本の模範解答は、次のような答え方を普通はします。金融ビッグ・バンをいつ行うかという実施のタイミングを選べる余裕があれば、多分不良債権処理を先にやって、それが全部片づいてからビッグ・バンをやっていたのではないかと思う。しかし、今や主として先進諸国の状況とか、情報通信技術の発展の状況にかんがみると、もはや日本には金融ビッグ・バンをおくらせるとか、金融ビッグ・バンをいつやるかというタイミングを選択する余裕はない。今やるしかないのやっ

ていることであって、つまり、言葉をかえていえば、政策的な判断に基づいてやっているというよりも、やらざるを得ないのでやっている。

だから、いいか悪いかという問題ではなくて、これはそれとしてやる、それから、不良債権処理も、また違った意味でやらなければどうにもなりませんからやっているのであって、金融ビッグ・バン、不良債権処理をやることは前提で、その上でいかによくしていくのかを議論しているんだというのが模範解答です。

しかし、その模範解答では納得してもらえないのが現状です。本題に入る前にもう十分ぐらいこういう話をさせていただいているのは、皆様方も、議論し始めるといろいろなお考えがあると思うからです。しかも、法律制度については、既に起きたことは、もちろん不都合な部分があればさらに変えていくという議論になるのですが、しか

し、基本的にビッグ・バンの流れは変えられないわけですから、後からいえば、私は個人的には、法律制度に関する限りはそれでよかったと思っっているのですけれども、これもやや自嘲的というか、過ぎたことを正当化している面がないわけでもないかもしないと思います。

以上は私の基本的な感触ですけれども、それに基づいてというか、そのような問題意識で、以下、もうちょっと具体的な話をさせていただきませう。

二、高度成長期の証券法制と金融ビッグ・バン

最初に、証券法制の現状と課題ということで、いくつか確認的な意味で復習させていただきたいと思えます。

もちろん、各論をし始めますと切りがありません。といたって、額面発行の時代から、八〇年代に入りまして時価発行増資になったとか、あるいは、転換社債がどうしたとか、ワラント債はどうだということもあります。社債が日本になかったわけではないと思います。しかし、社債は融資の變形にすぎなかったわけで、株式という単一商品でやってきたということではないかと思えます。

これをすべて理念的に言えば否定というか、もうちょっと前向きな言葉でいいますと一八〇度転換しようというのが、金融ビッグ・バンであり、それに続くのが今議論しております金融サービス法です。この高度成長期の証券法制は、必ずしも法律とか制度だけが問題ではないと思えますけれども、私は自分の専門が法律なものですから、その意味ではやや狭い言い方で恐縮ですけれども、これを改めることは、縦割りの壁を撤廃するとい

まず高度成長期の証券法制ですが、高度成長期とその後という分け方がいいのか、いわゆるバブルの前とその後という分け方がいいのか、いろいろありますけれども、きょうは、それについて学問的にどう考えるかをここでお話しする準備を私としてはしておりませんので、やや評論風に申しあげますが、高度成長期の証券法制は、今思うと、次の三つの特徴があったといわれているわけです。

一つは、縦割りであった。第二は、商品が画一的であった。もっと具体的にいえば、証券の分野では株式中心であった、株式しかなかった、それも普通株で、いわゆる優先株というものはありません。第三が、今いわれている言葉でいうと、事前の行政であり、また透明性がないとはいいたくありませんけれども、相対的に低かった。この三つの特徴があるといわれているわけです。

うことです。

縦割りも大きくいうと二種類ありまして、一つは、業態というのでしょうか、証券分野の中における縦割り、もうちょっと広くいうと、金融分野の中における縦割りという話と、もう一つは、監督官庁のレギュレーション、監督法制の縦割りで

前者の金融分野、証券分野の中での縦割りを撤廃しようという話は、従来の言葉でいえば、相互参入などと呼んでいますけれども、伝統的にいわれていた言葉でいいますと、今もそういう表現が使われていると思えますが、銀行の証券業務とか証券会社の銀行子会社という表現で議論されてきた問題であり、後者の横割りの問題は、組織をどうするかという問題もあるかもしれませんが、伝統的な言葉でいえば、大蔵省の中にあつた銀行局とか証券局をもう少し横断的に運用する必

要があるといった話、さらにいえば、今は金融再生委員会、金融監督庁という体制になっていますけれども、そういう分野と、例えば、セキュリティイゼーションの分野であれば、他の省庁、具体的に申しますと、通産省とか建設省によって、集団投資スキームとかファンドと呼ばれて縦割りになっている分野は、もう少し横割りにする必要があるのではないかということですが。

いずれの点につきましても、私がいつも申し上げていることですが、縦のものを横にすればいいわけじゃない、中身が問題で、中身がいいなら、縦のものを横にしようが、横のものを縦にしようが、いいわけです。これは、言葉をかえていうと、縦割りであることから弊害が出てきているということですが、弊害は、「日本の」というとまたちょっとナショナルリズム的ですけども、資本市場にとってマイナスをもたらしている。したがっ

て、縦のものを横にするということは、中身を變えることを意味しています。

第二の画一的な商品ということですが、商品は株一本だったというのものもなかなかよくわからない話で、歴史的に考えてみますと、最初から、国の政策として何でもありの資本市場を育てていたら、高度成長がなかったとはいえないと思います。が、逆にもっとうまくいったかもしれないし、実験は二度できませんからよくわかりません。ここへ来て、金融の商品でいうと、一言でいえば何でもありという方に方針転換しましょうということなわけです。

第三の、よくいわれる事前的行政についていえば、事前的な行政から事後的な行政へ、すなわち、行為ルール等のルール違反がないかどうかを事後的にチェックすることを中心に、監督行政が行われるのであって、事前的、予防的な行政はや

めましようということですが。これは、抽象的なレベルでは、皆様方さんさんお聞きになっていることだと思えますし、以上の三者は、実はそれぞれ結びついて補完性があり、価値があるわけです。

縦割りであるがゆえに、事前的、予防的行政もうまくいくし、画一的な商品であるがゆえに、またそこは結びついている。これが何でもありになったら、事前的行政は不可能ですし、縦が横になっていくとますますできない。それよりも、こういうことをしてはいけません、こういう義務がありますというルールとして決めておいて、それが遵守されているかどうかを事後的にチェックすることになると、この三者は、一八〇度転換するならば、三点セットで全部転換せざるを得ない。かなりロジカルにもそうなります。

そのことはもう十分お聞きになっていると思うので、私がここで皆様方と一緒に考えさせていた

だきたいのは、それは理屈の上ではそうだし、正しいと思っただけですが、最初に申し上げましたように、何が正しいかは定義がなかなかできないのです。ただ、今過渡期で、これがうまく動いているかどうかです。非常に悪い言い方をすれば、金融システム改革法は、この三つの点のいずれにおいても、まだ一〇〇%実現していなくて中途半端ではないか。もうちょっと前向きな言い方をすると、そういう方向感へ今我々は動いているけれども、まだ道半ばでありまして、道半ばのときに生じている混乱は、できるだけ最小化する必要があると考えられるということですが。

結局縦のものも完全に横になっているわけではありません。何でもありといえますけれども、明らかに何でもありにはなっていませんね。それは、余り具体的な話をするのはどうかと思いますけれども、皆様方の中に商品開発をしておられる

と賭博罪になるんじゃないかと、よくわからなような商品がまだありまして、どうしてもアメリカの市場と比べると、日本の市場に不確実性は残っているといわざるを得ない。それから、優先株みたいな分野についても、何かまだ不確実性がある。

また、事前的な行政が事後的になっているかという点、これは監督当局の体制自体、先に金融監督庁ができて、その後金融再生委員会ができたこと自体は、いろいろ理由や歴史があるわけですが、それでも、何かいま一つ、事後監督になっているわけでもないし、事前にいっぱい相談に行っているのですが、どこに行けばいいのかわからない。制度一般にかかわる問題になると企画立案になって、もうちょっと具体的な個別の話になると、これは再生委員会に行くのか、監督庁に行くのか、わけがわからないので、むしろ証券会社と

いうか、民の立場に立つたら、本当に迷惑しているんじゃないかということで、混乱というのは失礼ですけれども、制度は一応ちゃんとできているのですが、非常に混迷をきわめているということではないかと思うのです。ですから、理念はいいのですけれども、まだ切り切っていないところがあって、本当に切り切れるのでしょうかということも残っているといわざるを得ないと思います。

そういうことで、金融ビッグ・バンによる法制面で変わったことを幾つか申し上げますと、まず、何といっても自由化、規制緩和です。証券分野で一番大きいのは、株式売買委託手数料の問題です。これは、ことしの一月一日から完全自由化がこのほど決まりました。当初ビッグ・バンのプログラムでは、ことし一九九九年暦年末までに完全自由化することを二年前の証取審の報告で決

めていたわけですので、そういうことでいえば、三カ月前倒しして一〇月一日に実施する。

それから、証券業への参入では、いわゆる証券業は登録制にします。証券分野の中では兼業と呼ぶのがいいかどうかわかりませんが、証券業、資産運用業はなんでもとにかく自由というか、ある程度の手続はありますけれども、そういうこと自体は既に法律も変わって実施されています。

それから、組織形態という話では、大きくいうと二つあります。一つは、証券業を運用する上で自由度、より具体的にいいますと、いわゆる持株会社形態での証券業の運営を認めるということです、これは独禁法の改正があった後認められていることで、まだ持株会社をつくるための手続が、現在の商法のもとでは非常にやりにくいということ、持株会社に移行している会社は、証券業のみならず、ほかの産業でもほとんどありませんけ

れども、幸か不幸か、持株会社をつくりやすくする商法改正の法律案が現在国会にかかっていますので、当然六月までには無事成立することは間違いないと思います。いつ施行になるかにもよりまされども、それが施行されれば、持株会社形態に移ることは比較的容易になるわけです。その側面が一つあります。

もう一つは、伝統的な銀証みたいな話ですけれども、組織形態の問題という言い方がいいのかよくわかりませんが、証券取引法六十五条にかかわる部分での自由化というか、ルール自体の改正がありましたので、組織形態自体はいわゆるユニバーサル・バンキング方式にはなりません。が、「業態別子会社」と伝統的な言葉で呼んでいる子会社方式、あるいは、持株会社の下に銀行と証券会社をぶら下げる方式もできる。これは今でもできるわけですけれども、その間のこの分野での表

現でいえば弊害防止措置などと呼んでいるものが、やはり一〇月一日付で大幅に撤廃ないし緩和されることは三月に決まっています。

商品の面では、さきほど申しましたように、何でもありといたいところですが、金融システム改革法で変えた部分は、有価証券店頭デリバティブとかカバード・ワラントとか、その程度に限られているといわざるを得ない。

販売チャネルについては、販売は伝統的には「業」の一部、つまり、証券を売るのは証券会社で、それは証券業のブローキングとかディーリングの一部だという理解で、保険を売るのは保険業の一部であり、預金を売る——売ると言い方をするかどうかわかりませんが、もちろん実務的にはしています——のは銀行業の一部であるということ、販売業は、法律制度でいいますと、業として認識されていなかったのです。

ら、これはリスクについての説明義務という問題ですが、まだ非常に慎重な販売をせざるを得ないということのようです。

業者ルールについては、だんだん事後の話になっていくということですが、行為規制は何をしつらい、何をしないといけないということ、財務規制は、証券会社でいえば、法的には自己資本規制比率といっていますけれども、これを中心にやるということ、急速に変わりつつあります。

ただ、行為規制についていうと、ご承知のように、公正取引ルールが中心になるわけですが、公正取引ルールは、欧米型のもの特例日本型のものが混在しています、特例日本型は、ご承知のように、損失補填だけではありませんけれども、過去の不祥事を引きずっている関係で、結局ブローカー、ディーラーの一任勘定の禁止とかが

しかし、販売チャネルとかいろいろなことをいい始めて、考え方としては、人の仕組んだものというか、何を売ったっていいのではないかという話をさらに推し進めていくものですから、各論レベルでいいますと、銀行による投資信託の販売とか、銀行による保険の販売とか、そういう形で議論はされてきました。販売の部分はアンバンドルして、この部分は、だれでもできるというと表現がよくないかもしれませんが、商品をつくり出す者とは別個に、人のつくったものを売っていいよという体制にしようということですが、これも残念ながらまだ徹底していません。

銀行及び保険会社による投資信託の販売は、金融システム改革法で制度的には実現して、一部で実際に始まっています。そういう業というか、取り扱いのところだけ開放したものの、まだ販売に関するルールが先送りになっているものですか

残っているわけです。それから、公開前規制とか、細かいことをいい出すとまた各論に入ってしまうのでやめますけれども、そういう特例日本型のものでグローバルスタンダードが混在していますので、両方足し合わせればルールはよりきつくなっているといわざるを得ないので、この辺もきれいにはなっていないですね。ですから、今後を展望する場合には、さっきの三点セットで事後型に移行するのであれば、今度はむしろ特例日本型のものを取っ払っていかなければいけないのですけれども、そういう作業はできずにとどまっていることになります。

しかし、そういう中で、ここで余り具体例を挙げるのはどうかと思いますけれども、例えば、金融システム改革のときにラップアカウントを導入しようというときにどういう議論をしたかということ、ご承知のように、アメリカでいうと、ブロー

カー、ディーラーは当然一任をやるというか、アドバイズ、助言業務もできるわけです。しかし、日本の場合には、損失補填もあって、一任は禁止となっていますので、これを整理しなければいけない。それでは、一任の方は、あるいは助言も含めてですけれども、投資顧問業というものはある。だから、それと組み合わせたらいいでしょう、つまり、法律的にいうと、ブローカー、ディーラーの一任禁止の規定は、損失補填の残影は残しておくつつ、投資顧問業と兼業を認めることによって、ラップアカウントが可能になるでしょうという整理を結論としてはしているのです。

結論はアメリカも同じで、アメリカもブローカー、ディーラー自体は助言はできるのですが、助言について、独立にフィー（手数料）をとる場合には、日本でいう投資顧問業と大分法律は違

ますが一九四〇年法のアドバイザーの登録が要る。ですから、ブローカー、ディーラーのほかに、アドバイザーとしての登録が必要だという整理になっていますので、結果的に何となくつじつまが合っているだけで、法律のつくり方は全然つじつまが合っていないというか、日本とアメリカとは違う。

しかし、そういうことで何とか乗り切ってきているのですけれども、特殊日本型が残っている部分については、それが払拭できないでいるがために、証券分野にとっていえば、過去の重荷を背負ったままビッグ・バンをやらなければいけないという形になっているので、これもきれいになっていくというか、一八〇度転換できているわけはありません。

最後に市場法制ですが、これは、法律のレベルと実態のレベルと両方の話があると思います。今

回の改革では、一つは店頭市場を活性化しようという話と、もう一つは、コンピュータをつなげてやるものをどうするかというので、PTSとか、最近ATS（オルタナティブ・トレーディング・システム）とかいっていますけれども、これを証券取引法上に位置づけました。店頭市場そのものの改革は進んでいます、それに応じて、取引所の方でもいろんな改革を進めておられるようです。けれども、これも整理が済んでいるかという点、後でもし時間があれば申し上げたいと思います。悪くいえば中途半端に、よくいえば、とにかく法律は変えたけれども、もうちょっと様子を見てみなければわからないという状況にあるかと思えます。

かれこれそういうことまでやったのですけれども、これは日本にとっては大改革ですが、一番最初に申し上げましたように、それをやるタイミング

グを選んでいく余裕はないというのが模範解答です。

三、一二〇〇兆円をどう活性化させるか

では、ビッグ・バンの目標といわれていた、日本の市場をニューヨーク、ロンドン並みにというための法律面の改革——きょうは法律面だけ話をさせていただいています。——は一体何だったのだろうと思えます。ニューヨーク、ロンドン並みになっているかどうかは実態の問題で、最近フラン克福ルト並みになるのも大変だという人がいるほど、ドイツは大改革をやって、実際にも活況を呈しています。法律に関する限り、ニューヨーク、ロンドン並みといっても、アメリカやイギリスの法律は、日本が今回金融ビッグ・バンで

やったようなことはもう行われているのです。ですから、そういう意味では、私の言葉でいうと、法律制度の面では結局キャッチアップをしているにすぎない。市場集中原則の撤廃はややドラチックで、欧米並みを超えている面が、法制度の面あるいはルールの面では一部あるのかもしれませんが、それはごく例外であって、基本的にはキャッチアップしているにすぎないということになります。

そうだとすると、二つの課題が今後あるといわざるを得ないわけです。あるいは、中途半端な部分があるものを含めると、三つの課題になると思います。しかし、そのやや中途半端だという部分は、繰り返しになりますが、行為規制の中で、日本型のものが残っているところもきれいに取り除いていかなければいけないということで、その部分を除くとなお二つ問題があります。

は、私は寡聞にして聞きません。他方政策立法として、SPC法がありますけれども、SPC法について登録されたものがどのぐらいあるかという点、これはそんなに悪くはない数字かもしれません。三月末ぐらいに調べた状況では七件だったと思います。

それぞれ理由はあると思うのですが、その辺、法律そのものを使い勝手が悪いんじゃないかと響くかもしれませんけれども、単に頭で法律をつくれれば済む、世の中よくなる、変わるという話ではありませんので、もう少し実務の部分がついてくるといって失礼な言い方なので、リスバンドできているのかできていないのか、市場実務の方にニーズがあるのかどうか、やや十分な検討をせずに話が進んでいる面がどうしてもあると思います。

ただ、これは繰り返しになりますけれども、今

キャッチアップであるとする、欧米はとど

まっているわけではなくて、向こうは向こうで——向こうという言い方がいかどうかわかりませんが——日々進展し続けているのです。そうだとすると、今後もキャッチアップはし続けていかなければいけないということが一つあります。

もう一つは、法律制度はそれでいいのかもしれませんが、これは実態の方が、それに対応できるような体制になっているかどうかというところが非常に大きいといわざるを得ないと思うのです。PTSはつくりましたといっても、PTSの申請をしたケースは少なくとも私は聞いたことがありません。私の見落としかもしれませんが、一件もない。証券投資法人と呼んでいますが、これも、会社型投資信託も頭の中でつくった感じはあります。とにかく頑張って法律はつくったけれども、会社型投資信託第一号が出たという話

後もキャッチアップは続けていかなければいけないという考え方に立てば、私もその立場ですが、法制は今後もどんどんひき続き変えていかなければならないという状況にあるように思います。

ですから、感想めいたことばかり書いていますが、けれども、EUはEUの事情がありますし、ユーロの誕生で、中央銀行がフランクフルトに置かれたとかいろいろありますけれども、ドイツもそういう方針が決まったあたりから、法制、ルールの改革を盛んにしてきているわけです。日本語にする、「資本市場振興法」などという名前で、何度か、証券取引法の制定から始まって、改革、それから関係の法律の改正を積み重ねてきているのですけれども、それで済んでいるかどうか。それとは別に、証券分野を活性化しようという動きが実際にもあって、フランクフルトは確かに大きくなっているといます。その一つは、取引所は非

常に活性化しているということです。ただ、証券市場あるいは資本市場全体として、どの程度活性化しているかは必ずしも自明ではありません。けれども、少なくとも私などが外から見ている限りにおいては、非常に成長しているように見えることは事実です。数字の上でも、もともとが小さかったかもしれないけれども、非常に大きく出ている。

そういうことと比較しても、日本の場合には、不良債権問題とか経済の状況がよくない中で数字ですから、これはしよせん限界はありますけれども、法律制度の改革なり激変と実務面における対応がうまくかみ合って進んでいるようにはいまいつ見えないところが、やや気持ちが悪いです。

昨今、新聞を見ていましたら、ある大手の証券会社が、資産運用の方でいこうと思ったが、うま

えつつあるではないかという中で、なぜこういう問題が生じているかということについては、証取審のときの総合部会の部会長、あるいは現在金融審議会の第一部会の部会長であられる蠟山先生と、私、よくお話しさせていただいているというか、私の方が教わっているばかりですので「共通」というと、蠟山先生に怒られるかもしれませんが、共通の認識を持っているつもりです。

それは後で申し上げるのがいいか、今申し上げるのがいいか、わかりませんが、今申し上げると申し上げておいて、後もうちょっと平板な話をさせていただきたいと思えます。その共通の認識は、うまくいえるかどうかよくわかりませんが、個人資産が一二〇兆円、企業については、いろいろ景気に左右されますから、企業の余裕というか、運用資金はよくわかりませんが、五〇〇兆円

くいかなないので、株に戻ったら儲かったという記事がありました。それは日本の典型的な話でして、何とか審議会が資産運用、資産運用と盛んに叫んでいたって、しよせん儲かるかどうかですか、実務からいいますと、結局、株のところでは儲かるのだったら、そんなものはありがたいけれども、迷惑だ、むしろ株のところを活性化してほしいし、そこでやっていけるインフラ整備をもっとやってほしいという話になって、どうもちぐはぐになってかみ合っていない。この辺は、我々、キャッチアップにせよ、今後さらに証券法制を変えていき続けなければいけない上で、非常に深刻な問題だといわざるを得ないと思います。

ただ、そういう問題の淵源がどこにあるか、なぜこういう問題が生じているか。一般には、証券分野も含めて、日本の金融分野全体に元気がないということは当然ありますけれども、光はやや見とわれたり、九〇〇兆円といわれたり、いろいろいわれています。個人資産の一二〇〇兆円も、その何割かが金融機関へ行って、それが不良債権で返ってこないということになりますと、日本には一二〇〇兆円はもはや存在しないという人もいます。それだけでも、それはともかくとして、一二〇〇兆円のうちの八割が元本保証型商品なのです。預貯金で六割を超えていると思えますし、さらに保険という元本保証型商品を入れると、八割になります。

新聞をごらんいただきますと、アンケートで、こういう世の中で投資信託に投資しますかとききますと、もちろんそういう人も若い人にはいるかもしれませんが、一層預貯金というか、少なくともリスクのないものを求めているという方に回答しています。したがって、これはアンケートの聞き方によってどうかという方法論の問題は

ありますが、非常にいいかげんな言い方で恐縮ですけれども、日本の金融証券分野が元気がないのは、一二〇〇兆円のうちの八〇%が元本保証型に向かっている、それが国民の選択だということなのです。ということは、残りの二〇%をいかに活性化してもだめで、一二〇〇兆円全体を活性化しなければいけないのではないかとことです。

ただ、問題は、それをどうしたらいいかがわからない。個々の国民は賢いというか、そういう言い方がいいかどうかわかりませんが、「銀行預金や保険はやめなさい」というわけにはいかない。振り返ってみれば、八割がそういう元本保証型であったがゆえに、少なくとも銀行部門に関していえば、結果的にこういうことになり、少なくとも枠組みとして六〇兆円という税金を投入しなければいけないことになった。さあ、頭を冷やして考えなさいといえ、理屈の上では、我々のような

学界に身を置いている人間は、日ごろからもう少し薄く浅くリスクをとっていけば、後から六〇兆円の税金を投入せずに済むのだ、そういう世の中の方が日本にとってもプラスではないでしょうかということはいえても、それは見解が分かれ得るところで、日ごろは、本業があるから、そんなリスクとか自己責任なんかには煩わされたくない、だから、万が一後から六〇兆円投入することになっても、しょっちゅうそういうことが起きるわけではないから、やはり元本保証型と呼ばれている方を好むのだという見解もあるわけで、そこら辺は私どももというか、金融審議会や証取審もそうですけれども、なかなかビジョンを示せないところがあります。

ただ、ここで人の名を借りて申し上げるのはどうかと思いますが、多分蠟山先生もそうだと思いますし、私もそうなのですけれども、この場合には、一二〇〇兆円のうちの八〇%が元本保証型であることをどう考えるかという問題があります。

ろが動かないと、活性化しないという話ではないか。それを人為的に変えようというのはややおこがましい話だと思いますが、このところが変わらないと、金融ビッグ・バンとか何とかいっても、実務との間ではちぐはぐが残って活性化しない。もっと具体的に申しますと、証券分野は二割の部分の金だという話になれば、そこで商売するなら、高度成長期と同じで、株という商品に投入して、そこで収益を上げるということにならざるを得ない。あるいはもっと狭く、さらに限定して、企業の金とかいうことになると、これはまた別の話で、デリバティブとか新金融商品とか呼ばれている分野は多少あるかもしれませんが。しかも、利ザヤとか儲けとか、あるいは投資額との関係でいえば、私は経営のことはわかりませんけれども、そこはそれなりの部分はある。しかし、日本全体の証券市場、金融市場という観点に立った

その先の読み、解決が実はよくわからない。元本保証型といっても、少なくともその総枠が変わればまた話は別ですし、変わらないまでも、保険や年金みたいなものは、いってみれば、そこから資本市場にお金が流れる筋合いのものです。しかし、預貯金部門に入ってきたものは、全部を資本市場に流すわけにもいかないし、そこは非常に議論が分かれるところです。現在の法律では、銀行部門からのものは、ご承知のように、六五条では投資目的では持てるということと、集中規制というか、独禁法上の規制から、株式の保有の方は五%ということがあるわけですが、ここところははまだ頭の整理がどうしてもつかないといわざるを得ない状況にあるのです。

ですから、二つの問題が混在しています。一つは、元本保証型という形での間接金融が八割ぐらいのウエートを占めている状態を、非常に穏やかな言い方をすれば、もうちょっと変えていく必要があるのではないかとということです。元本保証型で入ってきた間接金融は、仲介機関がリスクをとる形になるわけですが、そこがおかしくなったときには後から税金で救わなければいけないという話になるとすると、そこをもうちょっと元本保証型ではない間接金融、それを市場型間接金融とかいっていますけれども、そういう方へ動かしていきけるのかという話です。

第二点は、元本保証型の間接金融であっても、入ってきた金は資本市場へ流すというか、それも市場型の間接金融とっていいのかもしれないけれども、預貸金ではなくて、入り口は預金でも、出口は資本市場ですよということが可能なの

ますが、一つは、さきほどいいました縦割りを横割りにする。だれが行うかではなくて、何が行われているかによって、すなわち、銀行が販売しているかが、証券会社が販売しているかが、保険会社が販売しているかが、そこで売っているものが例えば投資信託という商品であれば、同じルールに従ってくださいということです。

繰り返しになりますけれども、実は今も投資信託に関する限りは基本的にはそうなっています。ですから、縦のものを横にするかどうかは中身が問題で、縦のままでも中身を横断的にできれば、法律家としては十分なのです。具体例を挙げなくて申しわけありませんが、ただ縦割りがゆえの弊害があるので、そこら辺を直したいということです。

金融サービス法の第二の課題は、これも一部議論している人だけが使っている言葉ですけれど

かどうか。経済原則からは何となくそういうものにはちょっと限界がある。実際、諸外国にもないですから、その辺のところは整理がついていない。これは法律の問題ではないですけれども、その辺の見きわめをつけるなり、動かしていかなければいけないと感じています。

四、金融サービス法と

消費者契約法

実際のちぐはぐ、悩みの部分ばかりお話ししましたが、今後の証券法制ということで議論していることが大きく二つありまして、金融サービス法と消費者契約法です。

金融サービス法の話は、大きくいって三つ課題があります。ここは皆様方、一般の話は十分ご存じだと思しますので、一言ずつにさせていただきます

も、取引ルール、業者ルール、市場ルールの整理ということがあります。物すごく簡単にいいますと、監督法、業法ほどの程度重要かという問題です。これも見きわめは必ずしもついていなくて、業法がないなどという世界はだれも想像できません。それから、先ほどもいっていますように、事後的な監督とかいろいろいつているのですけれども、議論しているうちにわかってきたことは、どうも日本は、業法とか監督法のところも確かに改善していく必要がある。現に改善されつつあるつもりでやっているわけですが、取引法というか、法律の名前でいえば、民法とか商法、この辺の使い勝手は実は悪いのではないかとということがわかってきたのです。

私など商法を専門にしている者にとっては、後からわかるというのは非常にショックなことですが、そういう面は感じていたというと、何

か変な言い方もありませんが、非常に抽象的、一般的に申しますと、民法、商法はそれぞれ明治時代に輸入されて、民法は主としてフランス法を模範に、商法は主としてドイツ法を模範につくったわけです。それ自体はそんなに悪い法律では決してありませんで、むしろできが非常にいい法律だと思っただけですけれども、戦前はともかく、少なくとも戦後の高度成長期は、もちろん極端に言えば、ありがたいけれども不要だったというか、神棚に上げていて、日本型資本主義か何か知りませんが、あっても必要ないというか、使わずに済んできた。しかし、こういう状態になって、いざ使おうと思うと、非常に使えない。ストック・オプションをやるうと思うと、やれません。持株会社を使おうと思うと、やれません。株式の消却をしようと思うと、できません。債権を流動化しようと思うと、民法の債権譲渡の

ところはできません。何をやるうとしても、できませんということ、非常に使い勝手が悪い。したがって、ここ数年、議員立法も含めて何が起きているか、あるいは昨年の金融再生法、早期健全化法でもそうですけれども、民法、商法の特例がいっぱいあるのです。競売手続の特例から、あるいは民法でいうと根抵当の特例から始まって、商法の減資手続の特例とか、そういうことが沢山あって、民法、商法はできは悪くない法律だと思えますけれども、何か使い勝手が非常に悪い。もう一つ、民法、商法は、使えるとしても、不確実性が非常に高い。要はどうなるのか、いま一つよくわからないということがありまして、それが諸外国に比べて日本の市場を不利にしていることによくみんなが気がついてきたというか、だんだんわかってきたわけです。

に、イギリスの金融サービス法のように、横断的な業法をつくれれば済むという簡単な話ではない。それなら、別に縦のものを横にしなくて、多少少そうしなければいけない分野もありますけれども、不都合な部分を取り除くことを具体的にやっつけていけば済む。もうちょっと根本的なところで、取引ルールと呼んでいますけれども、商法の持っている問題、すなわち、使い勝手をよくすることと、不確実性を減らす、つまり、ルールを明確にするという二つを改善しないと、日本の金融サービスの分野には貢献しないでしょうという話です。

第三の課題は、とにかく論点を全部挙げて一挙に実現するのか、やれるところからやっていくかというやや各論的な課題です。

もう一つ、消費者契約法として、これは何も金融分野だけではありませんけれども、政府のレベ

ルでは、国民生活審議会がはじめてことしの一月に報告を出しました消費者契約法(仮称)という法案です。今まで日本の消費者保護は主として行政において約款の規制等で行われてきたのですが、法律のレベルで、横断的な法律をつくりましょうということ、提案されているわけです。この通常の国会への法案提出は断念されたようですけれども、予定によれば、来年の通常国会を目指したいというように伺っています。

この話は、金融分野にとっては二つの点で意味を持ってきます。その内容は皆様方、既にご存じかとは思いますが、第一は、消費者契約法と金融サービス法との関係です。金融サービス法における投資家保護のようなものは、消費者契約法との関係で特別関係に立てば、すなわち、金融サービス法の中で投資家保護のルールを設ければ、それが消費者契約法に勝つというか、消費者

契約法はその面で適用されないような整理になるのか、消費者契約法の方が特別規定で、金融サービスマスの方がもうちょっと一般規定なのかというやや法的な問題です。第二点は、消費者保護と投資家保護は同じか違うかという古くて新しい問題です。もう少し一般的な言葉でいうと、消費者契約法にいう消費者像と、金融サービスマス法にいう投資家像を詰めたときに、そこにそこがないかということ議論しなければいけないということだと思います。ただ、今の二点については余り議論が進んでいません。

五、証券税制のゆくえ

証券法制の現状と課題の最後として、証券税制についてどうしても申し上げておかなければいけないかと思えます。どうしても申し上げるの

うことかといえますと、戦後の税制は、各論、いわば局地戦でずっと議論してきているわけです。例えば金融ビッグ・バンの中でいいますが、有取税撤廃とか、もっと細かい話で、国債の非居住者源泉徴収撤廃とか社債がどうかその手のもの、あるいは、もうちょっと大きな問題でいえば、最近の、持株会社との関係で連結納税制度を導入すべきではないかという問題、また、個々の所得税でいえば、株式の課税はどうか、源泉分離は今度なくす方向で行きましょう、かわりにどうするかというようなことは、個々個別に議論してきているわけですけれども、全体として横断的になっていない。ばらばらのタコソボの議論をしてきて、横断的にやっている余裕はないわけです。

しかし、少なくとも、金融サービス法等とのバランス論からいっても、税は横断的という表現が

は、これは私にもやや誤解があるかもしれませんが、これも、私は以前から、金融ビッグ・バンがうまくいくためには、税制が最後についてこなければいけないという思いがありました。九六年の一月に当時の総理大臣によるビッグ・バン宣言があった、二〇〇一年までにビッグ・バンを完了するというお話でしたから、仮にそうだとすると、税を議論するには時間が必要、税制で対応するのに二年ぐらいかかるでしょうから、それ以外の法制とか会計の部分は、九九年ぐらいまでに変えないということをお願いしてきたのです。今は一九九九年ですが、幸か不幸か、法律や会計のかなめの部分は大体済みました。

ただ、問題は、税の部分が果たしてできるか。これについては、私自身は、いい悪いという価値判断は抜きにして申し上げても、ややどうなんだろうかという不安を持っています。それはどうい

いのかどうかよくわかりませんが、私にいわせれば、間違っているかもしれないませんが、割引債だったら、償還差益は雑所得で一六%とか、利付債だったら、利子所得で二〇%とか、今時どう考えても説明がつかない。もちろん差があるのは、歴史的な経緯はよくわかります。しかも、それがファンド物になったら、利子が配当かわからないじゃないかとか、いろいろ細かい議論を始める、きりはないのですけれども、税はもう少し横断的に整理する必要があるといわざるを得ないように思います。

株式の課税も、ご存じのように、戦後めっちゃという失礼ですけども、非課税の時代もあれば、課税するようになったら、総合課税だ、申告分離だ、源泉分離だと三本立てでやっていると、この辺は株式だけそうになっているという問題もありますし、「証券税制のゆくえ」

と申し上げましたのは、私の気持ちとしては、きれいにしていただきたいと思っておりますけれども、大きな課題だという気がいたします。

六、資産運用、証券化、電子

証券取引、ヘッジ・ファン ドについて

結局、総論の部分で終わってしまいました。あと各分野について一言ずつ申し上げます。

資産運用分野では、大きくいって二つ課題があると考えています。一つは、金融ビッグ・バンで大改革がなされて、先ほどの会社型投資信託等も器の上ではできました。ただ、それがまだ利用されていけないというのは、先ほど申しました法律の問題と実際の対応の問題とのギャップをどう考えるかということですが、なお法律面で、証券投資

信託の運用業と証券投資顧問の運用業、俗な言葉

でいうと、一人を相手とする運用業と二人以上のお客さんのための運用業が別の法律で別立てになっているというのは、気持ちが悪いですね。もちろんアメリカにはそういう区別はありませんで、どちらも同じ運用業者法の登録です。ですから、これは法制としては非常に気持ちが悪い。歴史的な経緯はわかりますけれども、一本化されるべきだということですが。

もう一つは、集団投資スキーム法制がばらばらだということになると、現在は、二人以上の例でいいますと、主として証券に運用する運用業と、主として例えば商品先物に運用する商品ファンドと呼ばれるもの、さらに不動産に運用するもの等、ばらばらで、これは逆に弊害も出ている分野ですので、何に運用しようかと、そこは横割りにという課題があります。

それから、ホールセール・リテール法制といえますか、これは主としてこういうものを売っていく上での、販売面での問題があります。それだけ申し上げておきます。

証券化（セキュリティゼーション）もちょっと似たようなところがあって、金融ビッグ・バンは余り税制のことばかりいえた義理ではないというか、金融ビッグ・バンで証券化を非常に活性化しましょうといってきた、さっきちょっといきましたSPC法という法律があります。しかし、現在の証券化の分野を見てみようと思うと、いろいろな法律が勝手ばらばらにやっている状況にあります。片や特定債権法がある、片やSPC法がある。この辺は仕組み法制と呼んでいるもので、売る方は証券取引法に一本化されているならまだしも、売る方も、証券取引法の世界で売っているものもあれば、証券取引法の世界の外で売っ

ているものもあるということ、ばらばらです。

アメリカは、セキュリティゼーションに関して、先ほど申しました集団投資ファンドというか証券投資信託みたいなものに関して、少なくとも売る方は証券取引法に一本化されています。アメリカは、仕組みの方はばらばらで、証券投資信託、商品ファンド、リートと呼ばれる不動産投資信託、それらは別々ですけれども、売る方は全部証券取引法で一本化されている。日本は、ファンドもセキュリティゼーションも何かばらばらで、売る方もばらばらだということ、その結果弊害が生じている。時間の関係で具体的なことは申し上げられませんけれども、これもやはり横割りに横断的にすることが課題だということですが。

金融審議会では、集団投資スキームの中に、資産運用のもの、つまり、証券投資信託みたいなも

のと同時に、流動化、セキュリティゼーションのもの二つの類型とどうか、理念タイプを置いて、今提案しようとしています。金融審議会の報告書自体は六月中旬から下旬にかけて公表しようということ、それに向けて議論を進めています。その中では、この分野は両方とも縦割りを横割りにする、どういう弊害があって、どういうふうにするべきかという提言がされることになっています。

電子証券取引については、時間の関係で触れられなくなってしまいました、大変申しわけありませんけれども、対行政とどうか、有価証券届出書等の電子化、ペーパーレス化は粛々と進んでいるのですけれども、どうも取引システムの電子化、PTSのあたりも先が見えません。法律上の整理としては、例えば最近いわれているような問題で、取引所がコンピューターをつなげてやるのは

一体何なんだろう。取引所がPTSを運営することとは、今回の証取法ではできないことになっています。今回の証取法は、PTS運用業務は証券業ですから、取引所そのものが証券会社になるというのは、法律の中では頭の整理はできていません。取引所がコンピューターをつなげてやるものは取引所市場の電子化であって、やや具体的な話をいって申しわけありませんが、その辺は法律的にはもうちょっと整理がついていないという言い方は変ですけれども、なおきれいにしていく必要がある分野があります。

それから、証券業の電子化、証券会社とお客様との間の例えばブローカレッジ取引(株の委託売買の取引)等の電子化は、より一般に電子商取引とか、お金を払う部分を入れれば電子決済の問題であり、これは遅々として進まないのですけれども、政府に置かれている高度情報通信社会推進

本部がこの四月一六日に決定したアクションプランが公表されていまして、電子商取引の本格的普及ということ、いろいろなことをいっていますけれども、主として電子署名の効力に係る法的基盤の確立のための認証業務に関する制度整備に今年度中に着手する、これはいわゆる役所用語で、何をいっているかわからない文章ですけれども、簡単にいえば、いわゆる電子署名法をつくる見通しを今年度立て、三月までに法案は出せないかもしれないから検討に着手するということです。あとは大したことはないといっていますけれども、そういうことで動き出す可能性は出てきました。そういう中で、証券の分野でもそれをどう使っていくかということがあろうかと思えます。

それから、冒頭ちょっと申し上げたかもしれないけれども、ごく最近私自身が関与しているものの一つとしては、コマースナル・ペーパーの

ペーパーレス化という話があって、これも政府レベルでの話としては、きのう法務省と大蔵省の共同の研究会みたいなものが立ち上がりまして、これはかなり早くやるというか、政府自身、規制緩和推進計画でも今年度中に結論を得ることになっています。コマースナル・ペーパーの紙をなくすだけの話なら簡単なようですが、証券決済という分野は、ご存じのように、そこを縦割り、ばらばら、めちゃくちゃになっています。めちゃくちゃというのは悪い意味でいっているのではなくて、客観的にいろいろあるという意味ですけれども、非常に歴史を背負っている分野なものですから、少なくともコマースナル・ペーパーの方はそれに巻き込まれないでという失礼な言い方で、やや価値判断が入ってしまっただけで申しわけないのですけれども、それはそれとして使い勝手のいいものにしたという方針が政府レベルでは決

まっています。

ヘッジ・ファンドについては、お話ができなくて大変申しわけありませんけれども、一点だけ申し上げますと、従来の問題ではなくて、新しく提起している一番難しい問題は、従来の金融とか証券の分野、例えば規制とっていいかもしれないませんが、証券法制、日本でいえば、証取法にいう有価証券をだんだん広げましょうという話で、これはイギリスでは金融サービス法と呼んでいますし、アメリカでは証券取引法ということになりますけれども、こういう中に、エマージング・マーケットでヘッジ・ファンドが問題になった時の為替が入っていないのです。

この問題は、日本に即していった方が問題の所在がわかりやすいと思うのですが、ビッグ・バンのフロントランナーとして外為法を自由化したときに、自由化するのはいいけれども、投資家保護

ということだと思いますと、証券取引法的な行為規

制が要るのではないか。ヘッジ・ファンドの場合には、投資家としては大手ですから、投資家保護という表現は必ずしもよくなくて、市場の正常化とか、マーケット・インテグリティなんていう英語を使いますが、表現はともかく、そのときに実は外為審で次のような議論をしていたのです。それは、とにかく外為法は自由化しましょう、だから両替も自由だ、ドルやマルクをだれでも自由に売れます、外為公認銀行である必要もないし、両替商は許可制でもない、しかし、投資家保護のためのルールはやはり要るでしょう、それは本来は証券取引法でやってください、こういう議論をしていたのです。

しかし、証券取引法の方は当時縦割りの審議会で、そこはばらばらで、今の枠組みでは、まさか通貨とか外貨、あるいは外為取引を有価証券指定

できるわけでもなくて、結局放置されて自由化されましたので、穴があいてしまっているわけです。しかし、これは日本だけの問題ではありません。新聞紙上等を見ると、最近、マーケット・インテグリティとか、あるいは市場の安定といってもいいのですけれども、そういう話から、例えばエマージング・マーケットの各国が、新聞の書き方によれば、為替管理を強化するということは、アメリカとしては本来適切ではないと思うけれども、認めざるを得ないとか認めるとか、そういう記事の書き方になっているのです。

これは何を意味しているかというと、資本流入の話というとマクロの話になりますが、もうちょっとミクロ的に投資家保護とか証券分野的な発想からいうと、どこの国でも、為替は外為規制であって証券規制ではないというのが伝統的な整理になっている。実はその考え直しというか、

再考を求められているという問題があるのです。

つまり、何であれ、価格が変動するものは金融商品だと考えれば、為替も証券取引法的な公正取引ルールなり、市場ルールなり、そういうものが必要ではないかということがいえるにもかかわらず、そういう法制、ルールが欠落しているという問題です。

いつものように時間配分が非常に悪くて申しわけありませんでしたが、少なくとも私が何を感じているかはお話してきたと思います。どうしても私のような立場に身を置きますと、議論しても、関与するのは、せいぜい政府における施策決定のもとになる審議会の末席に座って意見をいう程度のことです。立法は立法府が責任を持ってやりま

とで、法律とかルールが行われているわけです。

しかし、それにはやはり限界がある。皆さんはむしろプレーヤーでいらっしゃいます。よく「舞台装置は整えても、そこで立派な演技をしてくれるかどうかはプレーヤー次第だ」というのですが、やや傲慢な表現で、私は好きではありませんが、確かに舞台装置が貧弱なら、それは改善しなければいけないですが、プレーするかどうかはプレーヤーの自由であります。その舞台装置を使わないからといって、プレーヤーを悪くいうことは決してできないと私は思うのですけれども、そのあたりの呼吸がいま一つ合っていないようなところで、法制度は改善を続けていかなければならぬという気持ちと、その中で今具体的にどのような点がひっかかっているのか、また変えていかなければいけないかというあたりについて、ご一緒に考えさせていただく機会を与えていただけたと

すれば、大変幸いです。

いつものように要領の悪い話で恐縮ですけれども、これで話を終わらせていただきます。どうもご清聴いただきまして、ありがとうございます。おた。(拍手)

小山理事長 どうもありがとうございます。お
おむね時間が参りましたので、本日の講演はこれ
で終了いたします。

(かんた ひでき・東京大学教授)

(本稿は、平成十一年四月二十八日に行われた講演会の
記録で、文責は当研究所にある。)