

市場行政のいま

大 森 泰 人

はじめに

こうした機会をいただき、ありがとうございます。
す。

ただいま私の本を紹介していただきましたけれども、今日の話はその本には書いていないことばかりですので、万一、本が売れて、改訂版を出すみたいな展開になりますと、この講演の記録も追加で収録したほうがいいかもしれません。例によって簡単なメモを用意しましたので、これを横

目でごらんいただきながら、聞き流していただければと存じます。

今回の市場競争力強化プランというのも、私、自分の行政官人生で何度も似たようなことをしておりまして、何度もするのは、そのたびごとくまくいつていないからなのかもしれませんが、日本が金融で生きていける国になるべきだという各方面からの声はますます強くなる一方ですから、そうした声に呼応して、私たちも乏しい知恵を絞っていかねければなりません。

ただ、似たようなことを繰り返しますと、当然

ながら学習効果が働くので、制度改革の限界と
いったものも見えてくるような気がいたします。

例えば、ゴールドマンが証券化商品をつくり、
野村が引き受けて、地銀に売る。買ったほうが青
ざめるころには、当のメーカーは空売りでしっか
り利益が出ているなんていう流れを見ますと、金
融商品をつくったり評価したりするテクノロジー
が日本の金融機関にもっと備わっていてしかる
べきだし、他方で、金融商品取引法への実務対応
が常軌を逸するほど大変だという不満は、かなり
の程度、官民の意思疎通の欠如を反映していると
思います。元来、投資サービスタと呼んでいた時
代から、この会場でもお話ししてきたように、普
通の国民が安心して市場参加できる制度インフラ
を備えたいというだけの気持ちですから、施行に
向けて死ぬほど忙しく準備してもらおうなんて
思ってもいませんでした。

よく、字の大きさまで注文つけるのかと聞かれ
ても、大事なことほど小さい字で書いてあれば、
注文つけざるを得ないじゃないですかと答えます
が、恐らく、実務対応の忙しさの本質はそういう
ことではなく、どんな小さなミスがあっても行政
処分されかねないという懸念だと思います。

私の常識では、新しい制度が施行されると、事
務ミスぐらいに一々目くじら立てないのが当然な
んですが、あいつら一々目くじら立てるんじゃない
かという不信感ですね。そして、残念ながら、
私たちの中にも、不信感を持たれてもしょうがな
いと思うようなセンスで仕事をする仲間もいた
りするわけでして、ここに金融庁も、ルールに基づ
く事後チェック一本やりから、本音と対話の行政
に向けて、いささか舵を切っていくベター・レ
ギュレーションの契機があるし、ルールとプリン
シプルの議論があります。

そこで、今日は、まず、強化プランに掲げた制度改革から始めて、制度を使う人材の質や官民の関係に触れた後、最後に、サブプライムに発する証券化論議についての所感を申し上げられればと思います。

一、市場競争力強化プラン

金融審議会に田中直毅さんがおられて、しばしば達観した発言をなさるんですが、先月も、今日これからお話しするもろもろの制度改革を議論しているさなかに、こういった改革は、民からの沸き上がるような要請に官が応じざるを得なくなつたというより、むしろ、官が新しいこともやってみたらどうだと持ちかけて、民は半信半疑でついていこうかな、という感じのものが多から、改革の成果には懐疑的だという身もふたもないこと

をいわれました。

ただ、制度改革というのはしよせんそういうものでして、やりたい人がいるなら選択肢を用意する、やりたい人がいるのに制度として許されないのは、顧客である国民の選択肢をも奪うものだということです。

例えば、明日、一二月二二日から、銀行ですべての保険商品が販売できることになるのを評して、銀行を儲けさせるための改革だという向きもあります。そうではなく、銀行にうちの保険を売ってほしいという保険会社があって、売ってみたいという銀行があれば、それを可能にするというだけのことです。売場には、保険だけではなく、投信もあれば、従来からの預金もあるといったデパートがいいのか、あるいは専門店がいいのかは、顧客Ⅱ国民が決めればいいだけです。

ただ、メーカーというのは、つくった以上は売

らなければならぬという宿命を負っていますから、自前の営業部隊を通じて、顧客の都合などお構いなしに義理人情で売るといふ事態がしばしば生じます。これに対して、メーカーではない専門の売り子は、売れるためには、顧客のニーズに見合った商品にしてくださいとメーカーに働きかけることになるので、ここに、金融システムにおける製販分離の意味があります。

もちろん選択肢を意識的に閉ざしたほうがいい場合もあつて、冒頭、高橋理事長が紹介された、昨年成立の貸金業法が典型になります。年収三〇〇万円の人が、年収と同額の三〇〇万円を一五%以上の金利を払ってでも借りたいというニーズは現に存在するでしょうが、そういう人には、年収の三分の一の一〇〇万円を一五%未満の金利でしか貸せないという制度になります。商品の価格や取引量を直接統制するわけですが、この国もいつ

の間にやら、「一億総中流」といつていたのが幻想になって、貧しい人たちが借金によりさらに転落していくのを防ぐためには、人為的に信用収縮を招く必要があると考えられました。この点はまた最後に触れることにして、そろそろ今回の制度改革の説明に入りますが、全体を通じての特徴を一つ挙げると、金融テクノロジーを介してリスクマネーが膨張するにつれて、金融商品と実物商品のはざまがますます判然としなくなる事態に金融制度として対応していく、ということになります。

二、総合取引所構想Ⅱ 取引所取扱商品の多様化

そこで、まず、かねてから「総合取引所」といわれていた構想で、この名称は商品取引所の方を

刺激するようだから、プランでは「取引所取扱商品の多様化」という表現にしていますが、実質は同じです。そもそも、金融商品取引法のコンセプトが、リスクが同じなら、同じように規制するということとして、例えば証拠金のレバレッジ倍率の想定元本を差金決済する取引であれば、原資産が為替であっても、株価指数でも、金利でも、鉱工業製品でも、農産品でも同じだろうという発想でした。現実には、所管する法律が違い、役所も違うので、鉱工業製品専業の取引所とか農産品専業の取引所になっています。

商品先物業界や商品取引所を所管する役所が、この業界の健全な育成にこれまで成功してきたと評価する人はほとんどいないと思うので、商品先物も金商法の体系に入れて金融庁が監督してあげると提案してもいいんですけど、じゃ、金融庁でよろしく願いますといていたのでは、霞

が関では生きていけないものですから、証券と金融先物を統合した金商法も、商品先物までは取り込んでいません。ただ、かつてFXに規制がなかったところ、専業の業者もいれば、証券会社や商品先物会社もこの取引を提供していましたが、私たちが金融先物取引法を改正して規制対象になると、商品先物会社もFXを提供する限りにおいて、金先法が適用され、金融庁の監督を受けることになります。

したがって、この総合取引所という構想も、何も法律を一本化しなくても、一つの取引所できざまな品ぞろえができればいいわけです。商品取引所法はそのままにしておいて、金商法との相互乗り入れを可能にする方向で対応していくことにしました。やり方としては、証券取引所が本体で商品先物を提供してもよいし、子会社として商品取引所を持つてもよいですが、いずれにして

も、それは商品取引所法の規制を受けることになります。

半年前にこの構想が浮上したとき、取引所が何を提供すべきかは民の自主性にゆだねるべきであつて、官が関与すべきではないと主張した官僚OBの商品取引所理事長がおられましたけれども、当たり前ですね。私だって、商品取引所に株やFXを上場してもらいたいなんて思つていません。ただ、やりたいという人がいるのに制度としてできなければ、それは選択肢を奪うものであつて、その意味で、先ほど申し上げた銀行の保険窓販と同様、やりたい人を制度で邪魔しないようにするというのがこの構想の本質になります。

以上が現行の取引所制度を前提とした相互乗り入れですが、ETFは、個別株に比べればリスク分散できるとか、非上場投信に比べれば市場価格で機動的に取引できるので、商品性そのものをハ

イブリッドにしたいというニーズがあります。このため、制度として、投信の定義に商品の現物、先物を加えるとか、現物設定・交換型投信の対象に、株だけではなくて債券やリートを加えようとしていきます。さらに、地球人としていつも気になるのが排出権取引でして、現在では法的性格や価格評価方法が確立していませんが、早晚、排出権というものが金融商品として当たり前に取引される日が来るといふ前提に立った制度的な取り組みをしていく必要があると思つていきます。

三、プロ向け市場

次に、「プロ向け市場」という言葉ですが、元来、市場というのはだれでも参加できる場所という語感があつて、一方にプロ私募の世界があるので、ややイメージしにくい言葉かもしれませんが

し、開示を必要とするのはその内容を分析できるプロであって、アマチュアはそこまでしないで、アマに対する開示こそ不要だというような、あまのじゃくなことをいいます。

ただ、先ほどの金商法の実務対応が大変だというのは、基本的にアマを前提としているからだし、逆に、説明が長くてうざったいというお客さんが結構いたりするのは、プロ投資家というものを制度的にどう位置づけるかについての見直しを示唆しているようでもあります。また、海外企業や国内の新興企業が資金調達する上で、参加者がプロに限定した自由度の高い取引の場があったほうがよさそうだというのは英米の経験でもありません。理論的には、調達サイドは、開示などのコストを節約して、より機動的にお金を集められるし、運用サイドは、投資対象がふえ、収益機会が拡大し、プロを前面に立てて、そこにくつついて

いけばアマにも恩恵が及び得ることになります。が、逆にいうと、だれも相手にしないごみ箱みたいになってしまう可能性もあります。

この場合、同じ人格の取引所がプロとアマを一緒に相手にするのは避けたほうがよさそうだと思います。東証一部とマザーズの仕組みは法的な違いがないので、同じ主体が運営しておりますが、それでほかの新興市場との競争条件は公平かとか、投資対象としての実質がかなり違うのではないかと感じることもあります。まして、発行体に対する法的な義務づけが全く違うのであれば、取引の場もエンティティを別にするのが素直でして、今回は、二つの方法を提案しています。

一つは、適格機関投資家のみを勧誘する場合に開示を免除する既存のプロ私募の枠組みを使い、プロ私募PTSを設立できるということで、もち

ろん取引所の子会社としても設立できます。

もう一つは、金商法の広義プロ概念である特定投資家まで参加する新たな取引所をつくることであり、既に広く報道されていますが、東証とロンドン・ストック・エクスチェンジとの提携が背景にあります。共同投資をしてプロ向け取引所をつくり、先行するLSEのノウハウを活用させてもらうのは東証にとってもいいことですが、現行法で取引所に対して二〇%以上の議決権をだれも持つてはいけないというような規制が障害になるのであれば、適用除外するし、特定投資家まで参加する以上、情報提供を完全に免除するわけにはいきませんが、どんな情報をどんな言語で、どんな頻度で提供するかといったことは、基本的に自分たちで決めてくださいという枠組みを留意することになっています。

こういったよくわかっている投資家、あるいは、

は、わかれうとしない投資家に対してまで一律に説明義務を課す必要はないのではないかとというのは、市場の制度を設計する場合によく登場する論点でして、「過不足のない規制」と口でいうのは簡単ですが、現実の線引きはしばしば迷うことがあります。例えば、数年前までとても評判が悪かったのは投信の目論見書で、あんな分厚いもの、だれも読んでいないと皆さんいうので、それでは、簡易版で代替を認めましょうということになったところ、やっぱり本体を見たいという顧客もいるので、両方用意しなければいけなくなったというのが典型です。

また、やはり数年前、中小零細企業の市場からの調達を普及させようと、グリーンシートのルールを整備して、いわば縁故増資を制度化したんですけれども、これも、少なくとも私の主観的な期待をかなり下回ってしか普及していません。

今回のプロ向け市場という構想も、どこまでプロに受けるのか、正直、クリアには想像しにくいんですが、これも、東証が新しい試みをしたというのであれば、制度を用意しましょうという構図の話になっているわけです。

四、銀証ファイアーウォールの

見直し

次の銀証ファイアーウォール、これは典型的な形式規制でして、当然ながら、実質目的は利益相反の抑止にあります。だったら、利益相反行為としてはいけないというルールにしておけばいいじゃないかといわれるんですけども、それだけでは実効性が心配だから、そもそも壁をつくっておこうというのは、長年、証券会社の一任勘定そのものは問題ないんだが、実質的に禁止したい損

失補てんの温床になるからだめ、ということをやっていたのと同じです。それだけに、形式規制というのは、実質目的の達成にとって過不足なく有効なのかどうかを不断に検証する必要があって、今回の見直しにおける最大の論点は銀行と証券子会社の顧客情報共有に当たっての同意のとり方でした。

これまでも銀行は、顧客の利便性を高めるために情報共有したいと主張してきましたが、そんなに顧客が喜ぶことだったら、進んで共有に同意してくれるはずだから、同意をもらってから共有してくださいという制度になっているわけです。

ただ、銀行の顧客が証券子会社に情報を共有され、子会社から投資商品を勧誘されてよかったかどうかというのは、結果が出てからでないといけないわけです。同意なく勧誘してもらったから有利な運用ができた、ということがあるかもしれ

ないし、初めから同意しますか、なんて聞かれたら、何だか不安を感じて断ってしまい、有利な運用機会を逸してしまったかもしれないという事態はあり得ます。また、個人であれば、同意するかどうかは自分の一存で決められますが、法人の場合は、組織に属するサラリーマンとしての保身意識から、余り深く考えないまま、事なかれ主義で同意を拒むこともあります。さらに、個人の場合には、主に資産運用手段を証券子会社が提供するということになりますが、法人に対しては、運用のみならず、調達局面において、デットとエクイティをハイブリッドに提供するのが望ましいケースもあり得ます。

こういったことを勘案して、個人であれば、法人であれ、本人が情報共有されたくなければ、しないのは当然ですが、個人には、事前の同意、オプト・インを求める、法人には、事後的に嫌だとい

われれば共有をやめるが、事前の同意は求めないオプト・アウトという結論になっています。

これでは個人情報も含めてグループ内の共有を広く認めるアメリカに比べると、まだまだ使い勝手が悪いという声も聞かれますが、この点は決してアメリカがデファクトスタンダードではなく、ヨーロッパ人にいわせると、何てプライバシーに鈍感な連中なんだということになっています。日本における銀行のプレゼンスにかんがみれば、いきなりヨーロッパ人に鈍感といわれるほどの自由化はしなくてもいいのではないかということです。

これに対し、アメリカ並みにしてもよからうということになったのが、銀証の役職員兼業の禁止であって、こちらは完全に撤廃することになっています。かつては、顧客の前で、銀証、席を同じゅうせずみたいな規制もありましたが、銀行の貸付

先でもあるので、銀行からこつそり一声かけてもらっているんじゃないかみたいな懸念は、現在に至るまで続いています。

一方、同じグループ内で、親銀行から証券子会社に異動したりしますと、情報共有とか利益相反の抑止という観点から、そういう人事異動をどう考えるのかと世界じゅうの当局に聞いてみても、そんなことをいったって、脳みその中に壁はつくれないよというばかりでして、今や銀証、席を同じゅうしてもよいのであれば、同じ人格でよいとしてもそんなに本質的な違いはなく、今後は、銀行員として個人顧客から情報共有の同意をもらえたら、そこでもおむろに証券会社の役員に変身するということがあり得ることになります。

アメリカでは、規模の小さい銀行でも証券子会社を持っておりまして、グループとして総合金融サービスを提供するのが当たり前になっています

ので、日本の地域銀行にもこの見直しを契機に、グループとしてのビジネスの形を考えてはどうですか、と申し上げているところです。

五、銀行業務範囲の拡充

銀証の話になったところで、続いて、銀行業務範囲の拡充についてです。

金融システムが国民から信頼される上で、預金者保護も投資家保護も大事ですが、やり方はかなり違っていきまして、預金者保護は、銀行につぶれるなどいって目的を達成しようとしています。投資家保護は、証券会社に、顧客の預かり資産に手を出すなどはいいますが、つぶれるなどはいわないのは、つぶれても、預かり資産を分別管理できていれば損害は生じないからです。銀行にはつぶれてもらってはいいかので、銀行業以外のリスク

をとるなどという專業義務が基本になりますが、余り嚴格にやると時代の変化に対応できないので、リスクの度合いに応じたさまざまな手法がとられてきました。

典型的には、証券業をやりたいのなら、本体ではなくて子会社をつくってやりなさいというわけですが、先ほどのファイアアールが必要になりませんが、その後、銀行本体でも、投資信託なら売ってもいいだろうとか、証券会社の顧客のために勧誘、取り次ぎをするだけならいいだろうというところで、証券仲介業が解禁されました。冒頭お話ししたように、明日からは、銀行本体で売れる保険の種類に制約がなくなります。

銀行が本体で大損をしてしまいますと、当然ながら、その分だけ預金者保護に支障が生じます。が、子会社だったら、銀行の損失は出資金の範囲内におさまりますし、持ち株会社の子会社、すな

わち兄弟会社であれば、損をしても直接は影響しません。逆にいえば、兄弟会社、子会社、銀行本体の順にリスクから隔離されておりますので、リスクが高ければ、兄弟会社にやってもらおうというモデルが考えられると思います。

そこで、具体的な業務に入りますと、まず、商品の現物取引、これなど、伝統的に最も銀行取引と親和性がないものと観念してきました、銀行本体はもとより、グループに対しても一切認めていませんし、デリバティブも差金決済に限定しています。

例えば、銀行員が倉庫の石油を管理しているうちに、石油の値段が暴落するみたいなシーンは余り想像したくなかったわけですが、それでも、それだと、顧客からのヘッジ要請にグループとして対応できないということもなりました、商品の現物の引き渡しに伴うリスクについては、その商品に

十分流動性があつて、カバ―取引を行えば解消できますから、銀行の兄弟会社であれば、個別に体制をチェックした上で認めてよいだろうというのが今回の結論です。

次に、リース業。これは銀行の子会社や兄弟会社がもう既に行つていますが、収入の半分以上がファイナンスリースであつて、かつ、リース物件の売買はリースの満了時に限るという二つの制約があります。ファイナンスリース主体という要件は、実質的には設備資金貸し付けと同視し得るということで、これがオペレーティングリース主体でもよいということになりますと、例えばみずほDVDレンタルみたいな世界になるわけですけれども、そこまでやりたいという強い要請はありませんでした。ただ、リース業者は中古物件の販路とか価値をよく御存じですから、リース契約の満了時に限らず、物件の売買やメンテナンスができ

るほうがよいということです。

イスラム金融も、これはもう御案内のとおり、預言者の教えで利子という形をとれないだけですから、これからイスラム金融を行う場合の業務主体は、リースと同じく、子会社または兄弟会社になるのが自然だと思ひます。

その先は銀行本体の業務として、投資助言代理業は、既に金商法で登録金融機関が行える業務になつていきますので、銀行法の側で受けるだけです。

排出権取引は、先ほど取引所の品ぞろえに関連して申したように、法的性格や価格評価方法が確立していないので、直ちに証券会社と同じようにとはまいりませんが、将来、一定条件が具備されるといふ停止条件つきで銀行本体でできるように手当てしておきます。

マーチャントバンキング、すなわち事業会社の

エクイティ保有は、政策的に意義のある分野において、5%ルールの例外を整理していくことになります。

総じてこの銀行業務範囲の拡充は、思い切った見直しというよりは、おっかなびつくり一步を踏み出しているという感がありますが、銀証のフアイアーウォールと同様、この国の銀行のプレゼンスや、これまでの銀行経営の失敗などにかんがみますと、手足をほどくのも、様子を見ながら進めていくほうがよさそうだといいことになっているわけです。

六、新たな決済サービスと制度の

枠組み

「金融・資本市場競争力強化プラン」は、まさに公表というタイミングなので、今日は現物をお

持ちできませんでしたが、金融庁のウェブサイトに明日ぐらいから出ると思うので、ごらんいただくと、決済について、資金決済と証券決済の記載があります。これらはいずれも、金融システムの安全性や効率性を高めていくための取り組みなんです。現時点でクリアな方向性が見えないので、記載していないのが新たな決済サービスへの対応になります。

御案内のとおり、今の金融制度は銀行を資金決済の唯一の担い手と想定してまして、銀行以外の者の預かり金を禁止することによって信用秩序を維持するとか、国民を保護する機能を果たしてきてんですが、それで新たなビジネスの展開に過不足なく対応できるのかということですよ。

電子マネーも、あらかじめお金を払ってカードに記録されるものは、プリペイドカードとしての規制がありますが、ネットサーバーに記録される

ものは規制されておらず、さらに、そのネットマネーの換金とか資金移動が行われ、銀行預金と同じ機能を果たすんだったら、預かり金の半額預託を義務づけるプリカ並みの規制では不十分ではないかという意見もあります。

一方で、現行法上、預金・貸し付けと、決済サービスを提供する者が銀行の定義に該当するんですけど、決済サービスだけを提供するナローバンクであれば、銀行並みの厳格な規制は必要なく、預かり金を安全資産で運用させておけば足りるといった議論は四半世紀前からありまして、結局のところ、電子マネーの展開はナローバンク法の制定につながるという意見もあります。

あらかじめお金を払っていない電子マネーの典型がポイントでして、これは事業者が顧客を囲い込むために発行するおまけにすぎないし、おまけを出し過ぎて困るのは本人なので、規制など考え

なくてもよいという役所の研究報告もありました。ただ、発行当事者の想定を超えて、ポイントが高い流通性、汎用性を持つて何にでも交換できるということになりまして、事実上の通貨だし、そこまできなくても、決済手段になる以上は、単に個社ベースで適切に会計処理をしておけばいいということにとどまらない、何らかの一般的な利用者保護ルールが必要と感ずるほうが健全なのではないかと思えます。

これまでのところは、こういった電子マネーやポイントについても少額で、余り行政が、転ばぬ先の杖みたいな心配をし過ぎると、イノベーションを損なう国民の利便にならないというのは自覚していますし、一般の擬似通貨「円天」というのも単純な出資法違反にすぎませんでした。そこで、現時点で直ちに制度の整備に乗り出すのではなくて、現状分析と頭の整理にとどまっているん

ですけれども、電子マネーならではの犯罪というのも空想はできるので、早晚検討しなければいけない課題だと思っています。

そして、銀行類似のビジネスにどう対応していくのか考えることは、これまで信用秩序の唯一の担い手と観念してきた銀行そのものに対する対応も、相対的な視点でとらえ直して、全体としてのセキュリティの水準を考えさせることになりました。実は、先ほどの銀行業務範囲の拡充というのも、これまで銀行規制に伴ってきたある種の神秘性を、相対的な視点でとらえ直す試みのほんの入り口部分だということになります。

七、課徴金制度の拡充

その次の課徴金制度については、もともとアメリカのSECが民事制裁金を弾力的に運用して、

市場規律の維持に一定の成果を上げているという認識から、日本でも導入しようということになったんですけど、この国では憲法が二重処罰を禁じていますので、刑事罰としての罰金とは明確に差別化しなければならぬ一方、行政手続でお金を取るのは独禁法などの世界に限られるので、エンフォースメント手段として十分な制度にしようとなれば、内閣法制局が立ちはだかる、という構図になっているわけです。三年前に導入したときも、インサイダー、相場操縦、風説の流布、偽計及び虚偽の発行開示に限定していたら、西武鉄道の株主構成虚偽記載事件が発覚して、対象を虚偽の継続開示にも拡充しなければならなくなったというのは、御記憶の方もおられると思います。

法制局から厳しい指摘を受けるから、行政の恣意性を排すべく構成要件を明確化する、例えば、インサイダー取引の課徴金の算定基準を重要事実

公表翌日の終値というふうには決めていゝるんですけれども、こういうふうには決め打ちしてしまふと、違反抑止のために十分な水準になかなかならない場合があるので、翌々日以降の価格動向を反映できるようにするといった工夫や、相場操縦については、今は変動型だけですけれども、安定操作型や仮装売買も含めるとか、開示については、虚偽記載だけではなくて、不提出の場合、さらには、TOBの届出書とか大量保有報告も含めるといゝのが今回の見直しになります。また、個々の違反行為を単独で判断するのではなくて、繰り返す場合には元来の額に加算するとか、逆に、自主申告すれば減算するといった仕組みも導入しようとしていゝます。

ただ、これで課徴金制度の見直しも一段落かといゝえば、恐らく、見直し後の制度でも対応できないようなことをする人が出てきまして、早晚、再

見直しという展開になると思ひます。

例ゝば、何人もしてはならない不公正取引と、業者がしてはならない行為規制のうち、今回の見直しでも後者のほうはカバーしておりませんで、それは業法のエンフォースメント手段といゝえば、通常、業務停止とか登録取り消しが一般的であることとのバランスを考慮してゝるわけです。ただ、何人もしてはならない相場操縦と、証券会社が作為的相場形成になることを知りつつ受託する行為といゝるのは、ほとんど連続してゝりますので、少なくとも、金銭ペナルティーとしてのすき間は自主規制で埋める工夫が必要になる気がしまし、また、何人もしてはならない不公正取引規制であつても、例の、不正の計画、手段または技巧はだめといゝ一五七条は余りに漠とし過ぎてゝるので、対象外になつてゝいます。

ただ、これも、堀江貴文氏をいきなり犯罪者に

するのがいいのか、この日本版10b-5に基づく課徴金で警告するのがいいのかということについて、日本の資本主義のありようも踏まえて大きな構えで考えていかななくてはならないような気がします。

なお、課徴金の審判手続については、今回変更を加えておりませんが、検事と裁判官を兼ねているとされる独禁法の審判手続の評判がとても悪いので、日本にも経済司法が必要だといった議論は、中期的には金商法の課徴金制度にも影響を及ぼしてくるような気がしています。

もとより、どんな制度をつくっても、センスよく運用されないと活きてこないのは当然でして、株価に何ら影響を与えないような重要事実の公表前にうっかり自社株を売ってしまったというようなケースを摘発していますと、市場規律にはむしろマイナスの副作用が生じます。その意味で、官

民を問わず、金融に携わる人材のレベルやセンスを向上させて、官民交流を含め、流動性を高めていこうという次のテーマにつながってくるわけです。

八、金融専門人材の育成と交流

渡辺喜美著「金融商品取引法」という本の中に、弁護士と会計士が九〇万人もいるアメリカでは、サムライとしての本業だけではなく、金融機関のコンプライアンスや商品企画部門にも弁護士などがいて、同じく弁護士などの資格を持つ行政当局者と、いわば同じ釜の飯を食った仲間として対等に渡り合っているという指摘があります。法律や会計の専門資格が若いころからウォール街とワシントンDCを行ったり来たりするパスポートになっただけで、その時々で、官にいても、民に

いても、自分の仕事は広い意味でのガバナンスだと意識するような人たちによって金融システムが担われて、専門能力や規範意識が共有されると、システムとして競争力を持つのみならず、ルールが実質的に生きてくるということではないかと思えます。

私もそうだし、皆さんもそうだと思いますけれども、一つの世界だけにとどまっていると、官であれば、先ほどのように、実質的な善悪というよりは、構成要件にさえ該当していれば摘発してやるというようなメンタリティになりがちだし、民であれば、同じく、実質的な善悪よりも、違法でないならやっちゃおうかというメンタリティでもなりがちであって、それが、さまざまな世界を経験すると、さまざまな世界の論理や感覚が実感できるので、官における紋切り型のお役所仕事は減るし、民におけるコンプライアンスの水準は向

上するのではないかと思えます。

先月の日経新聞の「私の履歴書」は、今さら大田淵さんという気もしたんですけども、投資銀行のトップが財務長官とかSECの委員長になる国がうらやましい、一方、自分たちは、市場を知らない役人に首根っこを抑えられてきたといううな述懐があつて、あなた、そんなに弱くなかったでしょうという気もするんですけど、かなり共感できるものでした。

それでは、日本で弁護士や会計士をふやせばいいかというところ、そのための構想だったはずの法科大学院や会計大学院はかなり危うい道行きになっていますし、一方で、弁護士の就職難が社会問題化するのも、潜在的なニーズと既存の資格がマッチしていないのではないかという気がします。上場企業の内部統制なども含め、金融の世界で生きていこうと思ったら、金商法とか会社法を知らな

いと困りますけれども、憲法や刑法や訴訟法や家族法を知っている必要はなくて、そのかわり、財務会計とかファイナンスに通じていて、英語がしゃべれるほうが役に立つわけです。

そういう新たな資格が、金融機関や上場企業、我々行政、さらには司法の場で、金融に関する仕事をすることに際してのパスポートになる。あるいは、上場を申請する企業の内部統制部門にも、引受証券会社にも、取引所の上場審査部門にも、それを検証する私たちの検査部門にも、同じ資格を持った人間がいると、それだけプロセスがスムーズになるということではないかと思えます。既に弁護士や会計士の資格を持っていても、金融分野で仕事をするなら、この資格も持つておきたいと自然に思えるような資格として、今後設計をしていくことができたかと考えています。もちろん、規範意識のように試験では測れない部分もありま

すので、一定の実務経験といったものを考慮していく必要があるかもしれません。

冒頭申しましたように、私も相当長い間、どういう金融制度にするのかをめぐり試行錯誤しておりました。元来、余り細々とルール化しないで、プリンシプルに基づき、センスよくルールを使っているのがいいと感じてきたんですけれども、使う人間のレベルが追いつきませんとフリクションも生ずるわけで、その意味で、この辺で、日本の金融システムにおける人材の資質に着目した構想というのも試みる価値があるのではないかと感じています。

九、ルールとプリンシプル

そこで、最近はやりのルールとプリンシプルをめぐる議論に触れておきます。

一般に、ルールというのは細々と書いてある決まり、プリンシプルというのは大まかな原理原則と観念されていると思います。法律の中にもプリンシプルのな規定はたくさんありまして、例えば、先ほどの証取法の不正の手段、計画または技巧はだめとか、銀行法で銀行業務は健全、適切に行わなければならないとしているたぐいです。プリンシプルの規定というのは抽象度が高いですから、罪刑法定主義の観点からは余り望ましくないと考えられています。通常は構成要件の明確化に努めます。

三年弱前ですか、ライブドアが東証の時間外取引でニッポン放送株を三割弱取得したときに、違法だといえないのは、TOB手続は、取引所市場外で買取する場合に適用されるという明文があるからなんです。曲がりなりにも東証という取引所で行われている取引を、実質的に相対だ、市場

外だから違法だという認定はできず、このときは法律のほうを急いで直して穴をふさぐということになりました。

では、これを先ほどの不正の手段、計画または技巧といえないのか、一五七条を適用できないのかといえば、いえるかもしれないけれども、プリンシプルのな規定を使うのは、罪刑法定主義の観点からはよほど慎重であるべきだというのがこれまでの構えです。こういった抑制的な構えが、自社株の大幅分割やMSCBの多用とも相まってライブドアを膨張させましたので、現在の監視委員会は、直ちに違法といえない取引であっても、広く注意を払っていきますと注意喚起しているわけです。

プリンシプルのな規定は、伝家の宝刀といって、たまには使わざるを得ないことがあります。東京三菱銀行が投信販売に当たって、かなり

広範に事務ミスでお客に損失を与えていたが、原状回復もしないで、おわびだけして済ましていたなんていうことがありますと、これは証取法のどの規定に違反するわけでもないんですが、先ほどの銀行法の業務が健全、適切に行われなければならないという規定に照らせば、健全、適切ではないので、これを根拠に行政処分するということになりました。

逆に、書き物になっていないプリンシプルというのも当然存在しまして、ある意味、それは常識といいかえられると思います。例えば、細々書いてある典型的なルールとしてインサイダーの重要事実があつて、この公表前に売買してしまうと形式的には違法になります。ただ、現実には、先ほど申したように、株価に何ら影響を与えない重要事実を、何ら違法性の認識もなく、うっかり公表前に売ってしまうということもあるので、そうい

うときは、今後気をつけなさいと注意して済ませるのが常識というものであつて、形式的にはルール違反でも、プリンシプルに照らせば摘発するほどのことはないということになります。ところが、世の中には、とにかく勧告の件数を稼ぐんだとか、何が何でもあいつを犯罪者にしてやるんだとかいう構えで頑張つてしまう人もいるものですから、もうちょつと常識を働かせなさいといわねばならないわけです。

その意味で、ルールとプリンシプルの議論というのは、金融システムにおいて、ルールが実質的に機能するというか、罪と罰が見合うことによつて規律が確立する世界を目指して行われているものになります。この両者のベストミックスとかいうと、裁量行政への回帰ではないかと誤解する人もいるんですけど、よいルールをつくつてセンスよく運用していく。センスよく運用できなければ

ば、ルールそのものを手直ししていくという意味になります。

一〇、金融テクノロジーと常識

メモの最後に、「金融テクノロジーと常識」ということで、もう一度「常識」という言葉を掲げましたが、内容は、サブプライムに発する証券化論議についてです。

私が証券会館に招かれてする話はいつも、貯蓄から投資へという大前提のもとに今何をしているかということとして、今日の聴衆は金融関係者が多く、水準も高そうだから、なぜ貯蓄から投資なのかというそもそも論は省略して、いきなり足元の制度論から入りましたが、一般の社会人や学生相手のときには、かなりそもそも論をします。

端的にいきますと、实体经济のリスクが銀行だ

けに集中してしまう金融システムがいかに脆弱であったか、一方で、国民が広く薄くリスクを共有する金融システムが、資金配分の効率性からも、国民の福利厚生からも、危機対応の強靱さからも、いかに望ましいかということです。今後とも、銀行が借り手の信用リスクを評価して貸付債権を組成するとしても、その債権というのは、銀行本体から切り離して証券化し、国民に共有してもらわなければならないと何年もいい続けてきました。ところが、最近では、そうだったからこそ、測定不能な証券化商品リスクが世界じゅうに広まったのではないですかと質問されるので、いささかむきになって対応することもあります。

証券化商品といったツールの是非を主張するのは余り建設的ではなくて、それをいい出すと、なまじ株式会社なんという仕組みを發明されたので、株主有限責任でお金を集めやすくなって、事

業者は必要以上のリスクを冒すようになってしまったとか、信託という三者スキームが考案されたので、受託者は受益者をだましてお金を集めやすくなったともいえるわけでして、事業をしたいなら持っているお金の範囲内でしてくださいといっている限り、そこに金融は存在せず、事業をしたい人とお金を出す人が分離して初めて金融になって、事業の可能性も広がります。

そして、デットでもエクイティでも本質は同じですけれども、デットでいえば、借り手が収入の範囲内で返済できるかを貸し手が審査して貸すというのが金融の「常識」になりまして、こいつは何て当たり前のことをいっているんだと思われるでしようけれども、ローンを提供することによって、貧乏人でも家が持てるから、家の実需が高まって、値段が上がることによって、貧乏人でもローンを返済できるというサブプライムの仕組み

みは、貧乏な借り手の収入というものが考慮されていません。

かつての日本の銀行貸し付けが担保不動産に集中したのも、金融が実体経済の需要を喚起して、資産価格が上がることによって金融が回っていくという自作自演型増殖メカニズムでした。これらが持続可能なビジネスモデルでないことは、若干常識を働かせればわかりそうですけれども、資産価格が上がっていくプロセスにおいては、貸し手も、借り手も、貸し付けを切り離した証券化商品のつくり手も、その商品の評価者も、投資家も、みんなハッピーなので、水をかけるようなことはいえません。原資産の貸し付け主体にとっては、貸し付けを切り離すのは、もちろんリスク管理上有効ですが、みずからリスクを抱え込まなくて済むから、貸し付け組成段階で借り手の収入を考慮する常識が働かなくなるというモラルハザードが

生じていました。日本では、金融テクノロジーがおかれていたので、被害も一けた少なくて済んだといわれますけれども、むしろ、同じ構図のバブル崩壊に既に相当苦しんだので、常識が働きやすかったという面もあるように思います。

金融テクノロジーによって、さまざまな収益目標やリスク許容度を持つ投資家のニーズに応じてリスクを配分できるわけですが、原資産の借り手が収入の範囲内で返せるかどうかという実体経済の信用リスクは、どんなテクノロジーによっても変えられませんので、投資対象を上回って投資家がふえていくと収益率は低下しますし、収益率の低下が嫌だからレバレッジを高めるとリスクマネーは膨張せざるを得ません。その意味で、最近、後知恵でグリーンスパンを非難する人が多いんですけども、だったら、そのときおまえは何をしていたんだという気もしています。むしろ、

今回のさまざまな教訓を踏まえて、人間のさかとうものが変えられるのかということ議論するほうが建設的だと思います。

実は、これと同じ構図が冒頭申し上げた貸金業でも見られまして、借り手が収入の範囲内で返済できるかどうか、必ずしも貸し付けの前提になっていません。貧しい人ほどさまざまなライフイベントに弱いから、貸金業に頼って金利分だけもつと貧しくなつて、返済のために他者からの借り入れを繰り返して多重債務化していきますけれども、そんな借り手でも、直ちに破産しなければ採算はとれるという姿勢の貸し付けが行われてきました。それで人生を壊す人たちが多過ぎるので、収入の範囲内で返せるように、貸し付けの金利や量を直接統制する制度改革が全会一致で可決することにもなります。これもまた、先ほどの「常識」から外れたビジネスは持続可能でないと

いう一つの事例でして、制度改革により貸し手のリスク許容度が低下し、既に借りてしまっている人たちの破産可能性が高まるとしてもなお、新たな多重債務者の発生を抑止することを優先しようという判断でした。

こうした経験を踏まえると、サブプライム対策として、中央銀行による流動性供給とか証券化商品の買い取りファンドに加えて、借り入れ金利の凍結が打ち出されていますが、それは、ほうつておけば、途中から金利がはね上がって破産するところを、そうならないようにするというだけですから、これまでよりはかなり踏み込んだ借り手の債務整理支援をしていかないと、なかなか打ち止め感が出ないように感じております。

一方で、どんなに複雑に構成されていようと、証券化商品による損失というのは原資産の保全不足額は超えませんから、現在の対応は、損失補て

んではなくて、不確実性への備えの疑心暗鬼競争になっていきます。その意味で、うちの大臣がよくいうように、今は危機とはいえないが、油断大敵の構えで注視していくことだと思います。

最後に、証券化論議をもう少し大きな視野でとらえると、实体经济における投資商品の望ましい位置づけを考えさせられることになりまして、投資の対象は家だったり株だったりしますが、その価格変動による資産効果にどこまで实体经济は依存できるのか、依存しても不健全ではないのか、そして、投資対象からの果実、中身は配当だったり家賃だったりしますが、その収入にどこまで依存できるのか、依存しても不健全ではないのかというテーマに逢着すると思います。

持続的な設備投資需要が期待できる先進国なんていうのはもう存在しませんので、ある程度、資産効果により消費が喚起されないと、グローバル

算で余り固いことはいわれないことにすると、ここからさまざまな立論が可能になると思います。だから証券優遇税制は必要だという議論もできるし、だから必要ないという主張もできるし、だから長期保有が大事だとか、投資教育が大事だという主張もできると思います。

はつきりしているのは、グローバル化のもとでの実体経済や家計の構造変化とか、さまざまな金融商品が担っている役割を踏まえて、国民の厚生水準を高める政策を考えていかなければならないということ、それはもとより、私たちのように金融制度をつくるとか、制度に基づいて金融機関を監督する行政だけではなく、マクロの経済、財政や為替政策、金融政策との連携のもとに遂行していく必要があると思います。

最後はやや一般論に逃げてしまっているようではありますが、ちょうど一時間たちましたので、

ここでいったん私の話は打ち切り、御意見、御質問をお受けしたいと思います。

高橋理事長 どうもありがとうございます。

市場あるいは金融全般にわたります大変広範な分野につきまして、要領よく解説をしていただきまして、いろいろお考えも伺うことができたと思います。

それでは、少し時間をいただいておりますので、御質問、御意見等、御発言いただきたいと思えます。

御質問を考えていただいている間に私から。

最近の関心事項については、最後にちょっと触れられたんですが、証券税制についてどんなふう

に評価をされているか。あるいは今後の見通しみたいなことについて、直接の御所管でないかもしれませんが、金融全般の企画立案を担当さ

れていますので、お答えいただければと思います。

大森 私、いつも自分から余り積極的に証券税制を語らないので、講演の後に質問されるのが通例なんです。かつて有価証券取引税のような日本固有の制度があってもバブルは過熱しましたが、証券税制と証券取引の間にどういう因果関係があるのか、なかなか判然としないところがありますし、預金金利そのものが依然としてスズメの涙なので、投資経験のない人が一〇%に魅力を感じて新規参入してくるということは余りないんだらうと思います。ただ、譲渡益については、二〇〇三年に底を打って、急激に短期間で上昇したとさきみに、ほとんどの投資家がかんり儲かりますと、一〇%を取られてそれで課税関係は一切おしまいという仕組みにかなりの国民がメリットを感じただらうと思いますし、配当については、先

ほどお話ししたように、今後ますます給料や年金がふえるとは期待できない閉塞状況の中で、収入補完の役割を高めていかなければならないので、税制で支援するというのは意味のあることだと思います。

ただ、税制というのは、とりわけこの国においては、理論というよりも運動であり、闘いでありまして、それは役所同士の闘いというよりは、その税制を欲する広範な国民運動が展開されると、役所がそれを代弁して、最後は政治が決断するということです。したがって、シンプルに一〇%恒久化という私たちの要望があつさりけ飛ばされるというのは、やっぱりその要望を裏打ちする国民運動というものが欠けていたということだと思っております。

感想みたいなことで恐縮です。

高橋理事長 ありがとうございます。

ちよつとハツパをかけられたような……。与党の提案はああいうことになったんですが、まだまだ国会での審議がいろいろあるだろうと思えます。どうぞよろしくお願いいたします。

ほかに何か御意見等ございませんでしょうか
それでは、その間に、私、もう一問。

サブプライムローンの話を最後にしていただきたいんですが、報道等によりますと、アメリカではレーティングの問題が大きな原因の一つだったのではないかとか、そうじゃないんだとか、意見がいろいろあつて、レーティングのあり方についてもう一回議論しようというような機運が出ているようであります。日本でもそういう議論が出ています。その辺について、今後検討していくお考え、あるいは、大森課長としては何か御見解をお持ちかどうか、お聞かせいただければと思います。

大森 何か問題が起ると、漫然と仕事をしていた人たちがやり玉に上げられるということはよくありますけれども、日本でも格付機関を規制すべしという議論になかなか直ちに呼応できないのは、このあり方がすぐれて国際連携の課題だからです。日本の投資家がおまえのいいかげんな仕事のせいでえらい目に遭つたといつて我々がアメリカに飛んで、ムーディーズの本拠に乗り込んでいくというのはなかなか想像しにくいですし、では、国産の格付機関だけ規制するかというと、そんなマイナーなことをやってみてもという話になります。

それと、より根本的な問題は、自由経済において評価をなりわいに行っている人たちに評価の中身のものを問うてはいけないでしょうし、第一、我々にそんな能力はありません。ただ、ロケットテクノロジを駆使してつくった商品を、これま

た金融工学的には恐らく意味があるであろうモデルで評価してAAAをつけてきたということ、先ほどのお話で申し上げた自作自演型増殖メカニズムというのは永遠には続かないという常識との乖離がどうして生じてしまったかということについては、格付機関からもよく話を聞いて、引き続き、国際連携の中であり方を考えていくことにしています。

高橋理事長 ありがとうございます。

いかがでしょうか。

先ほど申し上げましたように、金融の各分野におきます企画立案に関する総合的な立場でいらっしやいます。いろんな分野について御質問、御意見をおっしゃっていただいていたかと思えます。

質問者 今日是非常に貴重な御意見を聞かせていただき、ありがとうございます。

今そうおっしゃっていただいたので、あえて一

つ御質問させていただきます。世界の市場に日本の証券界も挑んでいく場合に、法律の改正や税制などで、いろいろな障壁があると思うのです。例えば税制に関しても、ドイツではもう貯金までも対象にした損益通算をしている。日本は株式とデリバティブの間でもまだ損益通算がなされていない。一〇%、二〇%というような次元の話をいまだにしている、果たしてこれで競争力が強化できるのでしょうか。

一〇年前、一九九六年頃の世界市場における日本の市場の地位と、昨今の日本の地位とを比較すると、海外市場の方が台頭してきている。本当に競争力を強化しなければいけないときに、税制は税制でそうした次元の解釈が出ていますし、この間の金商法の施行に伴う問題もある。旧証取法との関連の違いを少しながら勉強させていただいたのですけれども、デリバティブなど基本的にはト

レースしているものの、特措法が実は金商法の改正の後になくなったりとかしていて、十全に補完していない。そうすると、途端に、デリバティブに重きを置いていたヘッジファンドのファンドマネジャーが海外に居を移すというようなことが起きています。多分、今、金融庁の方々は、御多忙だとは思いますが、果たしてこの競争化時代にどれだけアップデートされていけるのか。ちょっと漠然とした質問なんですけれども、お答えいただければと思います。

大森 ありがとうございます。

税の問題と金融制度の問題と分けて申し上げたいのですが、税については、理事長からの御質問にお答えしたとおりでして、特に損益通算については、現状、かなり情けない状態にありますので、一刻も早く何とかしなければいけないという気持ちがあります。むしろ、先ほども申し上げた

ように、これは運動論になりますので、証券界として大きな声を上げていただければ、それだけ私どもも仕事がいやしくなるという関係にあります。

金融制度につきましては、特にデリバティブの話になりますと、原資産が鉱工業産品とか農産品だから金融庁の仕事ではないというのも、また情けない話でありまして、そんなことをいつている場合ではないということで、今日申し上げたような取り組みをしているんですけども、それと本当にアップデートに最先端の金融ビジネスの選択肢を提供しているのかという御批判は常にいただきながら、取り組んでまいりたいと考えております。

高橋理事長 ありがとうございます。

今の御質問と関係するんですけども、アメリカで、CFITC、フューチャーの規制当局と、SEC、現物の規制当局が両方あるから、認可に時

間がかかってしょうがないとかいうような問題が今提起されていて、もしかしたら両者が統合されるということが展望されています。実際には難しいかもしれませんが。

講演の途中でもお話があったんですけれども、今回、証券取引所で、子会社という形で商品先物取引の取扱いができるというようなことになってくるときに、基本法というんですか、レギュレーションあるいはレギュレーターを統一するということのようなことが展望される時期に入ってきたのかなという感じがするんですけれども、今の方の御質問とも関連して。

大森 役人というのは自分から権限を手放さないもので、自分が所管している法律とか業態を他人にお願いしますというのは残念ながら、役人のメンタリティーではないものですから、法律なりレギュレーターを一本化しなくても、お客さんに

とっては一つの取引所で、証券であれ、金融先物であれ、商品であれ、取引ができるという同じ結果を招来できるのであれば、フリクション少なくとも当面できる手法からやっつていこうというのが今回の考え方です。

高橋理事長 ありがとうございます。

質問者 検査官に対する対応で、一部に、はねっ返りというか、かなり摘発が厳し過ぎる方がいらっしゃるという認識をされましたが、そういう方が来た場合、泣き寝入りするしかないのでしょうか。それとも、ホームページ等で御意見があれば改善していただけるのか。どうすればよろしいのでしょうか。

大森 今、お目付役（モニター）が必ず回るようになっていきます。個々の検査の末端でかなり恥づかしいことをやっているやつがいやしないかとい

うのは、私はいつも気になるところでありまして、垂れ込みという言葉がいいかどうかわかりませんが、せんけれども、苦情をいったりすると、かえってえらい目に遭うのではないかと、御懸念は全く不要です。

どんな組織でも、一〇人いれば、有能な人は二、三人とかいますけれども、それは我々だつてそうなのであつて、何かトンチンカンなことをいつているやつがいたら、おかしいじゃないかと論戦を挑めばいいし、余りに理不尽でどうしようもないと思つたら、直接その検査官の上司（モニター）にいつていけばいい。さらに、その組織もどうしようもないと思つたら、金融庁長官でも大臣にでも何でも直訴すればいいわけであつて、そういうことは全く遠慮すべきではないし、理不尽だと考えたら、その理不尽さを堂々と表明していく。まさにつまらぬ遠慮をなくそうというのがべ

ター・レギュレーションですので、どんどんやっていただきたいと思ひます。現に、モニターへの苦情だけでなく、意見申し出制度を利用されている方もおられます。

高橋理事長 大臣まででなくても、いろんな手続の道は開かれていますかと思ひますので、御利用いただいたらと思ひます。

ほかに何か御意見はございますか。

質問者 ベター・レギュレーションについてお聞きしたい。証券業務の中で今後行われるだろうという流れで、アンバンドリングということがあります。エグゼキューションとリサーチの業務を分けようという。エグゼキューションを特定の大きなところに、大きなアセットマネジメントの会社などに注文を集中して、そのかわり、リサーチについてはいろいろなところから欲しい。

これはいろいろな働きかけがもう既になされて

いるのですが、なかなか実現しない。一つには、今認められている業務の中でこれを解釈しようとするものですか、ちよつと難しい解釈になる。それがなかなか業者さんに受け入れられないというか、理解が難しい。これはむしろ、行われていることを単純に解釈していくなら、承認業務というものを柔軟に認めてもらえるとやりやすいように思うのです。けれども、従来からなかなか新しい承認業務というのは認めないような印象を持っているのですけれども、この辺は今後少し柔軟に考えていただけるようなことはございますでしょうか。

大森 制度をつくる人と運用する人の間にはフアイアーウォールがあるものですから、つくった人間が、柔軟にやれとか、かたくなにやれとかいう立場にはないんですけれども、今のお話と似たような構造の話というのは結構あるんです。私が市

場課長のときにラップの規制緩和をして、意外に実績が出てこないなあと感じていたら、監督部門でかなり慎重な運用をしていたとか。

ですから、私は、制度の執行権はないのですけれども、今日いただいたお話は、御要望があったということ、監督部門のほうに伝えさせていただきますかと思えます。

高橋理事長 ありがとうございます。

大森課長はかつて監督局の証券課長をされたこともあるのですけれども、残念ながら、冒頭ご紹介したように、再生機構設立ということで途中で替わられて、ごく短期間でした。大森課長のかわりに弁解させていただきたいと思えます。

質問者 二点ほどお願いがあります。まず一点は、金融専門人材の育成と交流という点に関してです。私は外資系の証券会社に勤めていてふだん感じるの、数があるようで、意外と採れるよう

な人材がいらないということで、その要因のかなりの部分が語学によるところが多い。

例えば、私ども、日本の証券業界から引つ張ってくるようなことも考えるのですけれども、語学の点で結局だめということが多い。私、シンガポールにいたこともあるのですが、かの国では中国人が圧倒的に多いのに英語を公用語と定めてやっています。そこまで強引なことはもちろんできないのですけれども、日本に外国人を呼び込めどくるとか、極端な話、全面的に無料のバックアップをして各国から留学生を呼んでくるとか、日本にいて勉強すると儲かる、そういうインセンティブがないと、人材のウィンブルドン化みたいなのが実際には難しい。ニューヨークにもロンドンにも、私、いたことがあるんですけども、人材のミックスですね。会計だと中国人とか、コンピュータはインド人とかポーランド人とか、非

常にミックスしているので、そういった方たちを呼んでくる。

弁護士に関しても、日本に来るような優秀な人は日本語などすぐに覚えて、数年しか勉強していないのに何でこんなにしゃべられるのかという驚異の人たちもいっぱいいる。かなり政策的なインセンティブをかけて外国人を呼んでくる必要があるのではないか。特に中国人の方は、儲かるのであればすぐに来ますし、優秀な方も多いと思いますので、そういったことのほうが、資格試験を設けるとかいつても、結局は同じ鉢の中で右から左へ移るだけでプラスには全然ならないという気がします。マーケットだけではなくて、人材のウィンブルドン化というようなことをやるようにすると、刺激もできてよくなっていくのではないかと思います。それが一点です。

もう一点は、私ども外資系の証券会社ですが、

金融イノベーションということに期待されているところも多いですし、実際にイノベーションということに関しては、やっぱり外資系がリードしている部分があると思うのです。

非常に実務的な話なのですけれども、例えば証券化とかいったときに相談に行く金融庁の外資系の証券会社担当のセクシヨンの方が二人ですとか、補佐を入れても三人というような人数なのです。いろいろなスキームなどについて、五年前、六年前に比べて非常にポジティブに相談に乗っていただけるのですけれども、大変お忙しく、なかなかアポをとったりもしにくいのです。そういう意味では、金融庁のご担当の人をふやしていただきたい。本当にすごい長時間労働をしていただいで、優秀な人を張っていたのはわかるのですが、やはり絶対数が足りません。いろいろな新しいことをするためにも、金融庁の側でも人をふや

してください。検査だけではなくて監督のほうにもふやしていただけると、いろいろな新しいことがどんどんできる。ノーアクションレターなど必要なく、適宜御相談して、間違いもなく、新しいことがどんどんできるようになるのではないかと、私、強く感じています。こういう機会でもないとこんなことを申し上げられないので、お願いできればと思っています。

大森 大変ありがとうございます。

この講演会は、講演の本身だけではなくて、質疑応答の内容もそのまま活字になるようですので、ぜひ今の意見も忠実に記録に残していただきたいと思います。

私、最初の御意見も本当にそのとおりだと思いますので、世界中から有能な人材をどう集めてくるか考えたいし、特に後段の意見、我々制度をつくる者と監督する者、ともにやはりある程度心に

余裕を持てるぐらいじゃないと、いい仕事ができません。何か過労死寸前みたいになって仕事しているのでは、皆さん方への対応も余りバランスのとれたものにならないというような可能性もありますので、そういった点について心強い応援をさせていただきますということで、ありがたく受けとめさせていただきますと思います。

高橋理事長 ありがとうございます。

大変貴重な御指摘だったと思います。今、大森課長から話がありましたように、私どもの「証券レビュー」という雑誌に忠実に記録します。これは長官あるいは幹部の方々にも渡りますので、ごらんいただけるかと思えます。

質問者 二点ありますが、一つは、この夏場から「官製不況」という言葉がいわれ出してきているわけですが、結果として、例えば株式時価総額で一〇〇兆円ほど減価している。これは国の富とい

う観点からすると、志と違った結果が出ているのではないのでしょうか。もちろんサブプライム問題とかありますので、それほどではないという見方もあるでしょうが、この時期に金商法等で官製不況的な部分も結果としては見られたのではないか。それについてどのようにお考えになるのか。

もう一つは、最近、各国の政府が資金を提供するような形のいわゆるソブリンファンドがございます。これに対して日本は、公的資金等を含めて、これまでそういう意味での運用ということは全くなかった。これがひいては、例えば中国だとかロシアだとか、オイルマネーばかりではなくて、いろんな国が各国の株式を購入するという流れが出てまいります。これに対してどのように日本として考えていらっしゃるのか。アジア・ゲートウェイ構想という点からも地盤沈下という点からも、それについてちょっとお聞きしたいと思います。

ます。

大森 ありがとうございます。二つとも私があまり聞かれなかった質問です。

官製不況といわれているものの中身として、建築の問題などにとどまらず、金商法に言及されることもありますけれども、これは冒頭申し上げたように、投資商品に安心して投資できる制度インフラを備えておきたいという気持ちで始めたものであつて、対応が物すごく大変で、営業が萎縮してしまふということが生じているとすれば、やや過剰反応なんじゃないかとも感じます。ただ、萎縮せざるを得ないのが、やはり冒頭申し上げたように、官への不信感に根差すということがあれば、それは我々のほうも改めるべきは改めていかねばならないことだと思ひます。

ソブリンファン্ডについては、金融庁の話ではないので、私もとことん考えたことはないのです

けれども、一つ感じますのは、黒字をおっしゃるような形で運用していくことにつき、日本の場合にはこれまで自然体でもそこそこ運用できていることもあつて、次元の違うものを比較考量しなきゃいけないようなところがあります。およそたまつている金を何に使つたらいいかというのは、本来の目的と新たな目的の間で論理的な正解が出るようなものではなく、例えば中国でいえば、そもそも国内金利も高いし、かなり高く運用していかないと困るといふ状況の中で行われているという側面がある一方、日本の場合は3%でも運用利回りが低いじゃないかとか、もうちよつと国家戦略としてやるべきことがあるんじゃないかという観点からの御意見はもちろんあると思ひますので、そこは今から国として議論していけばよいことだらうと思ひます。

私個人は、申しわけないのですが、この問題に

ついて、皆さん方の前で語れるほどの見識は現時
点で持ち合わせておりません。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかに何かございませんでしょうか。

お聞きになりたいことがまだいろいろあるかと
思いますけれども、時間も過ぎておりますので、
この辺で閉会したいと思います。

大森課長、大変広範な分野にわたって率直にい
ろいろ御説明いただきまして、ありがとうございます
ました。厚く御礼申し上げます。(拍手)

(おおもり やすひと・金融庁総務企画局企画課長)

(本稿は、平成一九年一月二二日に開催された講演会の
記録で、文責は当研究所にある。)

大 森 泰 人 氏

略 歴

- 昭和56年 東京大学法学部卒業、大蔵省入省
- 平成9年 大蔵省証券局市場改革推進室長
- 平成10年 金融再生委員会事務局企画官
- 平成11年 近畿財務局理財部長
- 平成13年 金融庁企画調査室長兼法務室長
- 平成14年 ♪ 証券課長、内閣府産業再生機構設立準備室参事官
- 平成15年 ♪ 市場課長
- 平成17年 ♪ 参事官兼信用制度参事官
- 平成19年 ♪ 企画課長

(レジュメ)

市場行政のいま（２００７年暮）

１．市場競争力強化プラン・・・既視感（Déjà vu）

- ・ これまでの制度改革の限界
- ・ 制度を使う人材
- ・ 官民の関係 など

２．制度改革の意味

- ・ 選択肢を用意する場合
- ・ 選択肢を閉ざす場合

３．総合取引所構想＝取引所取扱商品の多様化

- ・ 金融商品取引法（投資サービス法）の原点
- ・ F Xの無法地帯→金先法による規制（証券会社は証取法と金先法で規制、商品先物会社は商品取引所法と金先法で規制）
- ・ 法律の一本化と、法律分立を前提とした相互乗入れ
- ・ E T Fの多様化

４．プロ向け市場

- ・ 調達サイドはコスト節約、運用サイドは収益機会拡大

- ・ 適格機関投資家相手のプロ私募PTS
- ・ 相手を特定投資家まで拡大した取引所（基本は自主ルール）

5. 銀証ファイアーウォールの見直し

- ・ 情報共有に対する顧客同意取得の微妙さ
- ・ 個人はオプト・イン、法人はオプトアウト
- ・ 役職員兼業制限は撤廃

6. 銀行業務範囲の拡充

- ・ 業務実施主体の違い（銀行本体、銀行子会社、銀行兄弟会社）
- ・ 商品の現物取引・・・兄弟会社
- ・ リースとイスラム金融・・・子会社または兄弟会社
- ・ 投資助言代理業、排出権取引、マーチャントバンキング（事業会社の株式保有）・・・銀行本体

7. 新たな決済サービスと制度の枠組み

- ・ 電子マネー：カード型とネットサーバ型→ナローバンク論
- ・ ポイント：事業者のおまけ→想定を超えた流通性・汎用性
- ・ 現在位置と信用秩序法制そのものの再点検

8. 課徴金制度の拡充

- ・ 導入経緯と日本の法制、金額水準と対象範囲
- ・ 将来課題（業者の行為規制、157条）
- ・ センスよい運用

9. 金融専門人材の育成と交流

- ・ 渡辺善美著「金融商品取引法」
- ・ 金融機関、上場企業、自主規制機関、行政、司法など各界における専門能力と規範意識の共有

10. ルールとプリンシプル

- ・ こまごま書いてある決まりと、おおまかな原理原則
- ・ ルールの不備、プリンシプルの規定を使えない場合と使わざるを得ない場合
- ・ 書きものになっていないプリンシプル=常識

11. 金融テクノロジーと常識

- ・ 「貯蓄から投資へ」の前提への疑念？と、ツールの是非論
- ・ 金融の常識「借り手が収入の範囲内で返済できるかを貸し手が審査して貸す」

- ・自作自演型増殖メカニズム：80年代不動産担保貸付とサブプライムローン、さらには貸金業のビジネスモデル
- ・実体経済における投資商品の望ましい位置づけ

(参考) 証券長期投資のリターン分析

1977年から2006年までの30年間に毎年100万円ずつ
(計3000万円)を運用

普通預金 3192万円

10年物国債 6562万円 (当初応募利回りで10年間複
利運用、償還後は同様に10
年物国債で運用)

トヨタ株式 2億6231万円 (配当は当該株式購入に充当)

キャノン株式 3億4010万円 (同上)

「金融・資本市場競争力強化プラン」の基本的な考え方

競争力強化の必要性

○少子高齢化が進展する中で、我が国経済が今後も持続的に成長するためには、
→我が国金融・資本市場において家計部門の金融資産に適切な投資機会を提供すること
→内外の企業等に成長資金の供給を適切に行っていくこと、が求められている

○国際的な市場間競争が一層激化する中、我が国金融・資本市場が内外の利用者のニーズ
に応え、その役割を十分に果たしていくためには、我が国市場の競争力を強化し、その魅力
を向上させていくことが喫緊の課題

○金融サービス業が高い付加価値を生み出す産業として日本経済に貢献することも期待

「金融・資本市場競争力強化プラン」の柱

I. 金融・資本市場の信頼と活力

→公正性・透明性を確保しつつ多様性・利便性を高める市場インフラを整備

II. 金融サービスの活力と競争を促すビジネス環境

→多様で質の高いサービスの提供を可能とする、時代のニーズにマッチした競争環境を整備

III. より良い規制環境（ベターレギュレーション）

→監督当局の行政手法の改善により、規制の実効性・効率性・透明性を向上

IV. 市場をめぐる周辺環境

→専門性の高い人材の確保、都市インフラの充実

「金融・資本市場競争力強化プラン」の概要

<p>I. 金融・資本市場の信頼と活力</p> <p>＜多様な資金運用・調達機会の提供の促進＞</p> <p>≫ 取引所における取扱商品の多様化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ EITF上場投資信託の多様化 【関連法案を早急に提出。20年上半期を目的に関連政府令等を改正】 → 簡便かつ効果的な分散投資を可能とするEITFの多様化によって、株式・債券や金融デリバティブから商品デリバティブまで幅広い投資を可能に ・ 金融商品取引所と商品取引所の相互乗り入れ 【20年中を目的に検討を進め、その後、すみやかな実現を図る】 → 取引所間のグループ化等を可能とし、株式・債券や金融デリバティブから商品デリバティブまで総合的で幅広い品揃えを可能に <p>≫ ゼロ向け市場の枠組みの整備【関連法案を早急に提出】</p> <p>≫ 「貯蓄から投資へ」の流れを強化するための証券規制</p> <p>＜市場の公正性・透明性の確保＞</p> <p>≫ 金融商品取引法上の課徴金制度の見直し【関連法案を早急に提出】</p> <ul style="list-style-type: none"> → 違法行為抑止の実効性の一層の確保に向けた、対象範囲・金額水準等の見直し <p>≫ 証券取引等監視委員会等の市場監視部門の体制強化</p>	<p>III. より良い規制環境（ベター・レギュレーション）</p> <p>≫ 対話の充実とブリッジングの共有</p> <ul style="list-style-type: none"> （→ 事業者や関係諸団体との双方方向の対話の充実） <p>≫ 規制・監督の透明性・予見可能性の向上</p> <ul style="list-style-type: none"> （→ 金融関係法令等の英訳の推進、課徴金事例集の作成等） <p>≫ 海外当局との連携強化</p> <p>≫ 市場動向等の的確な把握と効果的な行政対応</p> <ul style="list-style-type: none"> （→ 体制整備や検査での対応等） <p>≫ 職員の資質向上</p>
<p>II. 金融サービスの活力と競争を促すビジネス環境</p> <p>≫ 銀行・証券・保険間のフューチャー・ウオール規制の見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> 【関連法案を早急に提出】 ・ 役職員の兼職規制の撤廃、銀行・証券間の非公開情報の授受の制限の緩和 <p>≫ 銀行・保険会社グループの業務範囲の拡大【関連法案を早急に提出】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 商品取引、イステム金融、排出権取引、企業再生等のための株式保有 <p>≫ 銀行・証券・保険における利益相反管理態勢の整備</p> <ul style="list-style-type: none"> 【関連法案を早急に提出】 <p>≫ 海外フロンティア・ベンチャー誘致のためのPEUスキの排除</p>	<p>IV. 市場をめぐる周辺環境</p> <p>≫ 国際的に通用する金融・法務・会計等の専門人材の育成・集積</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 高度かつ実践的な金融教育の充実 ・ 公認会計士試験の改善【22年までに試験の実施方法を改善】 ・ 金融専門人材の育成【20年に具体的な制度設計の検討を開始】 <p>≫ 国際金融センターとしての都市機能の向上</p>