

金融行政の諸課題

三井 秀範

はじめに

御紹介を賜りました三井でございます。今日は
よろしく願います。

監督局長の細溝でございますけれども、今日、
国会の質問が当たりまして答弁中でございます
で、参事官しております私、三井が邪魔して
代打をさせていただくことになりました。何とぞ
よろしく願います。

証券界の方が多いとあらかじめお伺いしていま

したので、総体的には証券市場あるいはそれにか
かわる内外の金融市場関係の資料を入れてござい
ます。ちょっと大部な資料になりますので、今
日、この限られた時間ですべてをお話すること
はできないと思いますので、多少飛ばしながらの
説明になるかと思いますが、御容赦願えればと
思います。

ページをおめくりいただきますと、裏側に「目
次」があります。「金融を巡る情勢」「欧州債務問
題」「国際的な金融規制改革」「A I J問題」「中
小企業支援策」ということで、五つのテーマがご

ございます。証券市場にかかわる話が主ですが、ただ私どもの意識としては、今、直接金融と間接金融を峻別するという時代でもありません。実際、国際金融改革でも、証券と銀行の間はほとんどないという考え方で進められておりますので、そういう意味では両方一緒にお話をさせていただきますことになると思います。よろしくお願いいたします。

一、金融を巡る情勢

(1) 世界的な金融市場の混乱とそれへの対応

直近の動きをごくごく簡単に申し上げますと、二〇〇七年、ベアー・スターンズ、それからパリバ、ノーザンロックを経まして、二〇〇八年九月にリーマンショックがございました。その後、いろんな規制改革の話があります。一つ特徴的なこ

とは、二〇〇九年後半から二〇一〇年にかけてまして、このころ外国ではエグジット・ストラテジー（出口戦略）ということが随分言われていたと思います。だんだんよくなるんだ、日本の場合と違って欧州の金融危機というのは直ちに処理して出口に向かうんだ、こういう話がございましたけれども、私どもは、当時の長官は佐藤、三國谷、そして今、畑中でございますけれども、GHOS（G20諸国を中心とする各国の金融監督当局の長官・総裁会合）では、「いやいや、そんな簡単にはエグゼットできないのではないか。例えば自己資本比率規制であると、スイスやイギリスが言っているようなことを今やったら、かえって大混乱になるのではないか」ということを一貫して申し上げていたわけでございます。

全体の絵でいいますと、二〇一〇年にはみんな聞いてもらえなかった。「どうしてそんなに悲観

的になるの」ということだったんですが、次第に空気が変わってきました、特に二〇一一年に入ってから、やっぱり心配だ、こういうふうになつてきたと記憶してございます。

二〇一〇年の十一月、十二月くらいからは、ギリシャの問題がおかしくなりそうだと私も強く感じておりましたし、実際、国際会議でそういったことが繰り返して話合われていたところであります。金融庁の中でも、欧州問題というのはひどくなるということで、各局それぞれの持ち分で気をつけていろんなものを見ていく、こういう話をしていたのがつい一年半くらい前だと思います。

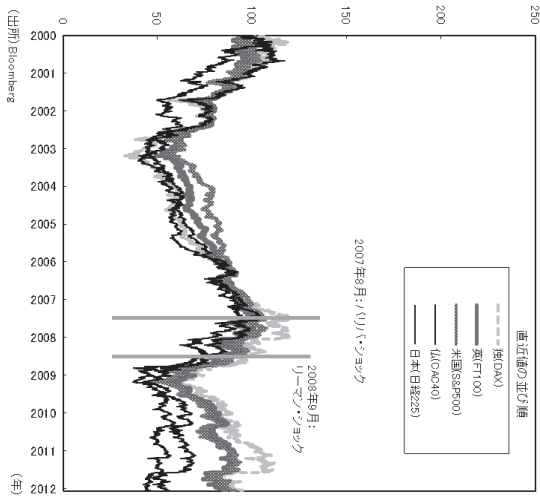
その後、御案内のとおり、あれよあれよという間にぐあいが悪くなってきたということで、この三月二〇日のギリシャの債務削減に至るまでの出来事は御案内のとおりでございます。

(2) 株価・住宅価格の推移と過剰債務問題

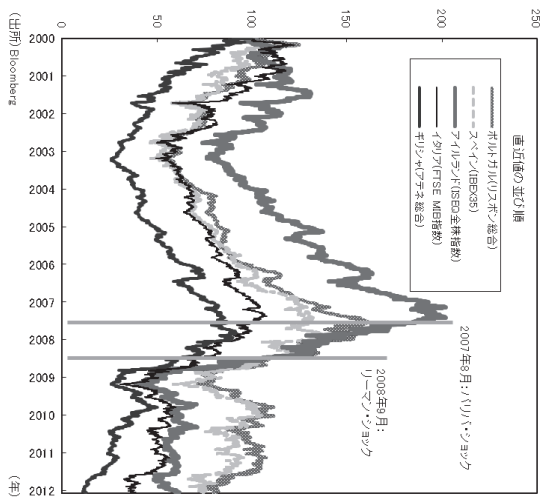
ここでは株価のグラフ（図表１）とか住宅価格のグラフ（図表２）とかつけていますが、株価とか住宅価格をもらいいただきますと、バブルと言うかどうかは別として、資産価格の激しい上昇があったのだろうと思います。過剰債務問題、日本でも一五年前から一〇年前にかけて強く言われたことですけれども、このトレンド線から、ご案内のとおり、過剰債務問題もかなりあったと見るべきかと思えます。日本は随分時間がかかりましたけれども、各企業とも、今ではフローでは貯蓄超過ですし、債務の残高も、日本みたいな間接金融の国で相対的にエクイティの少ない国であつても、ここまでデレバレッジング（債務の縮小）が続いてきたということであります。英国や大きな経済規模の米国でもこういう状況ですし、ましてや欧州周辺国では激しく過剰債務問題が起きてき

(図表1) 株価

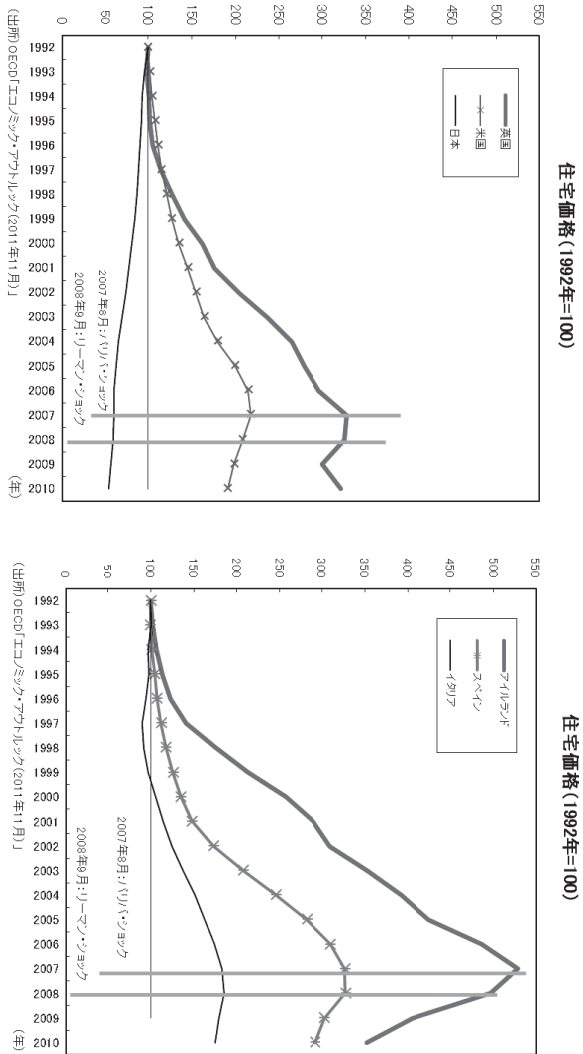
株価 (2000年初=100)



株価 (2000年初=100)



(図表2) 住宅価格



ていると思われます。

アメリカでは、法人の過剰債務問題は余り議論になっていませんけれども、ここにありますように、個人の過剰債務問題は相当ひどい状況になっているということでありまして、ミクロでいいますと、金融機関の不適切な住宅ローンの貸し付けなり、あるいは強制競売の執行の手続があつて、住宅を追い出される人が出たりとか、個人にかなり大きな問題が起きてきている状況です。

今起きているソブリン危機の観点から、一般政府の負債残高を対GDP比でつけてございます。これを見ると、日本のほうがずっとぐあいが悪いのですけれども、後ほどまた別の組み合わせでござらんいただきます。

中央銀行のバランスシートでございます。中央銀行は非伝統的な政策をとつて、バランスシートが急拡大している。とりわけ、アメリカとイギリ

スの中央銀行のバランスシートの拡大は驚くほどのものであります。日本とユーロ圏・英米と比べると、かなりのトレンドの違いがあるうかと思ひます。

二、欧州債務問題

(1) 統一通貨ユーロの誕生とその評価

今、話しかけました欧州問題です。ちょうど私が課長補佐から企画官になりかかるころで、日本では金融危機の真ただ中にありまして、中央省庁改革なんかもあったという時期です。今週も四つも五つもの金融機関が破綻する、毎週毎週、金融機関の破綻があるという時期に、金融危機対応室というところで企画官をさせていただいて、毎週、破綻処理を横目で見ながら、公的資金増強の金融機関の健全性計画を審査したり、あるいは

新たな資本増強の準備をしたり、こういう日々を過ごしているときです。当時、ヨーロッパのマーケット統合、シングルマーケットですね、ユーロをつくるというプロジェクトに対して、とりわけアメリカの学者、研究者が、これは失敗するという論文を書いていた記憶がございます。

私も半信半疑でそうかなと。ヨーロッパの人たちの話を聞くと、二度と戦争を起こさないという高邁な理念を持って、経済統合を一生懸命やっている。どちらかというと政治的な強い統合に向けて一生懸命やっているという印象を受けていたのですが、アメリカのエコノミストは、これはどうもうまくいかないという論文を書いていました。その一つが、財政はばらばらなんだけれども、通貨や金融政策はシングルになつてしまう。これがどうもうまく回らないんじゃないか。マーケットの調整メカニズムが働かないということをいろん

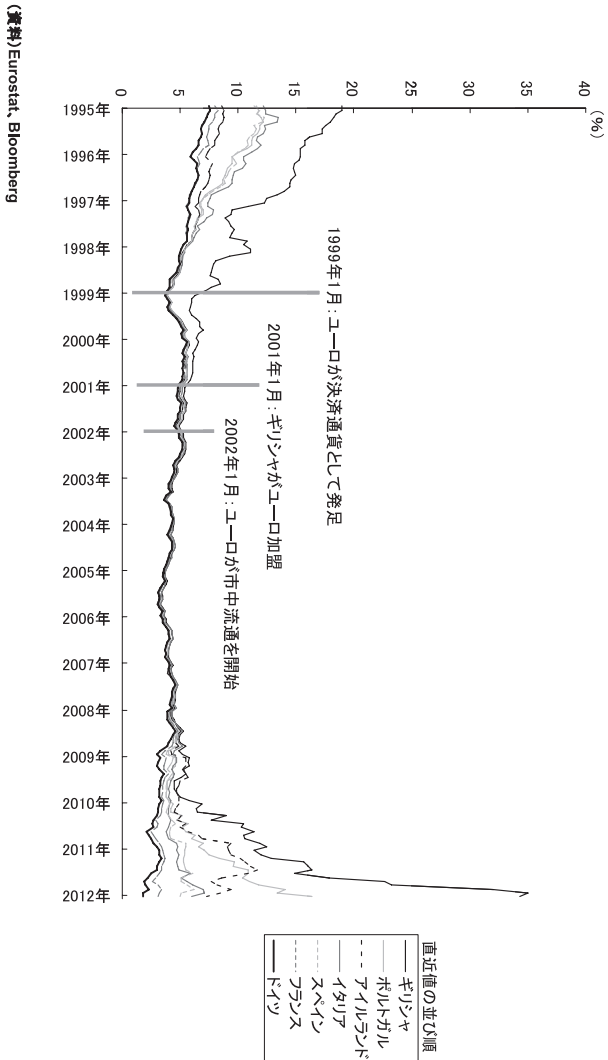
な角度で書いていた記憶があります。そのときは、またそんなことを言っているというふうな、何となくヨーロッパを統合させない、あるいはしてほしくないような気持ちがある文章にもありありと出ているものですから、そんなものなのかなと思って読んでいたんですが、今となつてみると、当たっていたところがあるかと思います。

(2) ユーロ統合後の域内経済の動向

これは統合前と統合後、そして直近のソブリン危機、両方の期間が入るような形でユーロ圏の国債利回りを見たものです(図表3)。統合するまではそれぞれの国の信用力なり財政状態に応じた利回りだったものが、統合して、もちろん当然のことではありますけれども、一致した。最近になって、どうもうまくいかないということがわかって、急激に拡散している、という状況です。

(図表3) ユーロ圏国債利回りの推移

ユーロ加盟の条件となる安定・成長協定への信認からユーロ加盟国の国債利回りが収斂。リーマンショック後に欧州周縁国の過剰債務問題が浮上、周縁国の国債利回りは急拡大。



その中でも、このグラフの右の端と貿易収支がどうも相関しています、ドイツでは企業のもととの競争力が違うということで貿易黒字を出す一方で、財政が弱い、あるいは競争力の弱い、昔であれば通貨が弱い、金利が高い国々については、財政赤字がふえている。これらの国々には今回、ソブリン危機になった国々が含まれています。

(3) 日米等のEUの金融機関に対するエクスポージャーの状況

(図表4) には、CDSとか銀行間の調達金利の直近の動きを入れていますが、直近、少し落ちついています。構造的にはこういう問題が片づいてないと思いますので、いつかまた再燃すると思っています方が多いんですけれども、直近で言くと少し落ちついたということがあります。よ

く言われていますのは、御案内のとおり、ECBの長期資金、三年の資金供給とか、あるいはギリシャのパッケージがとりあえずうまくいった、こういうことであります。

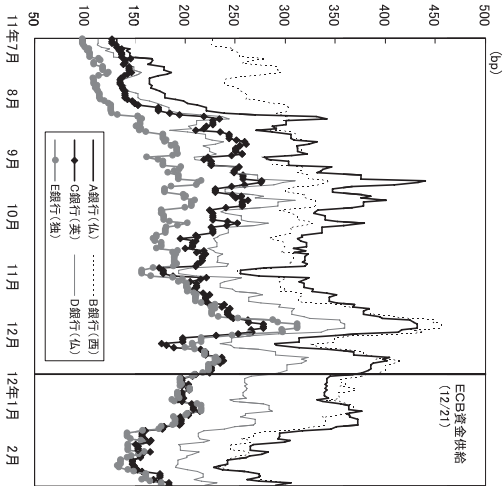
この間一年間くらい金融庁で、今日は公表資料でしか公表できませんけれども、各金融機関、これは証券会社の方も含めてでございますが、個別にいろんなエクスポージャーあるいは証券会社別にお客さんにどんな商品を買ったのかということも含めて、GIIPSといいますが、ヨーロッパの周辺国へのエクスポージャーあるいは周辺国ものの金融商品の販売状況を、随分皆様方のお力をかりてヒアリングなりモニタリングをさせていただいております。一言で言いますと、直接的な影響は軽微といえますか、限定的だと思っております。

ただ、リーマンショックのときの反省ですけれ

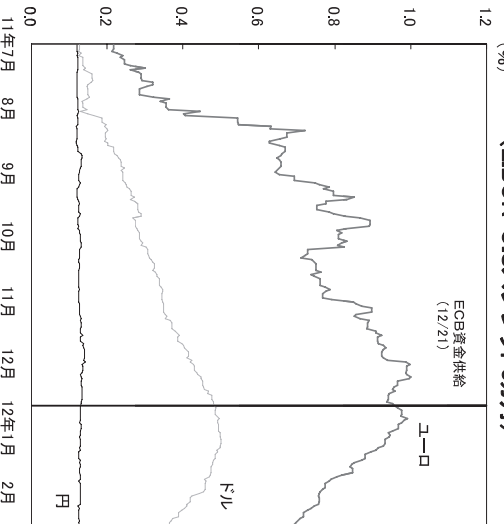
(図表4) 欧州銀行の信用リスクの状況

欧州の銀行に対する不安が拡大、これらの銀行の資金調達コストも拡大。
足許では、ECBIによる資金供給もあり、流動性懸念はひとまず後退。

欧州銀行のCDSの推移



銀行間の資金調達金利の推移
(LIBOR-OISスプレッド3ヵ月)



(注) LIBOR-OISスプレッドとは、銀行が互いに資金をやり取りする際の金利から、金利の先高値・先安値による影響を除いたもの。

ども、ここから先は規制改革と絡むのですが、証券市場というのはどうも昔思っていた以上に決済システムのなもを持っていて、よりシステムミツクな、リスクの大きいもの、大きな商社が破綻するのと違って、証券会社なり投資銀行が破綻したりすると大変なことになるという意味では、銀行破綻の場合と同じくらい大きな影響があるマーケットであると最近感じております。万が一、欧州周辺国で大きな危機が起ければ直接的なエクスポージャーからのロス是非常に限定的なものだと思ふのですけれども、マクロ的には我が国経済、我が国金融システムにさらに大きな影響があり得るのではないかという心配をしています。

この二つ（図表5）及び（図表6）はB I S統計からとってしまして、エクスポージャーが限定的であるとか、夏以降大幅にエクスポージャーを落としている、日本の金融機関はヨーロッパへ

のエクスポージャーを落としているという、ある意味、安心材料が見えています。片や、それに比べると、ドイツとかフランスとか周辺国へのエクスポージャーが非常に多いとか、その割には減らせていないという姿がありますし、米国が周辺国だけではなくて例えばフランス向けとか、大幅にエクスポージャーを落としている、ヨーロッパ向けの資金供給を絞ってきているというのが、こういうマクロのデータ、比較的薄まった無色透明のデータからもわかるくらいの姿になっています。

(4) 構造問題に対するEUの取り組み

では、抜本問題、構造問題についてどういうことが進んでいるかということでございますけれども、いろんな政治的な制約がある中で、ヨーロッパの方々、I M Fも含めて大変努力をされていて、それなりに進んでいるということですけれど

(圖表 5)

世界各國の銀行の對外与信狀況(殘高)

(最終リスクベース:2011年9月末)

(10億 μ)

24カ国の銀行合計 ※	欧州の銀行						日本 の銀行	米国 の銀行	欧州、 日本及び 米国以外 の銀行		
	ドイツ の銀行	フランス の銀行	イタリア の銀行	スウェーデン の銀行	スイス の銀行	英国 の銀行					
対外国向けと信託計	26,169	18,146	3,035	3,050	888	1,437	1,773	4,125	2,715	3,165	2,143
先進国向け	19,359	13,623	2,523	2,449	650	910	1,475	2,639	2,046	2,118	1,573
欧州向け	11,587	8,889	1,693	1,683	603	666	603	1,184	679	1,555	463
フランス向け	1,183	848	217	—	48	29	74	276	95	201	39
ドイツ向け	1,708	1,294	—	246	245	60	96	230	138	217	57
英国向け	2,922	1,832	510	237	49	409	218	—	177	683	230
GNPS合計	2,207	1,964	456	620	52	124	64	326	83	135	24
ギリシア向け	112	105	19	48	3	—	2	12	—	6	1
ポランド向け	432	358	102	29	16	9	15	137	20	44	12
イタリア向け	812	736	145	312	—	36	24	61	36	33	7
オランダ向け	183	176	30	26	3	—	2	23	1	5	0
ベルギー向け	667	590	161	145	30	79	21	93	25	48	4
スウェーデン向け	2,764	2,325	454	482	186	43	107	188	134	221	83
その他欧州先進国	832	456	55	139	2	2	84	142	—	338	38
日本向け	5,700	3,751	586	570	35	216	731	1,134	1,198	—	751
米国向け	1,889	1,058	148	107	15	21	146	521	353	309	170
オーストラリア向け	4,767	3,358	333	484	219	505	384	929	317	709	384
アジア・中東向け	596	495	60	142	12	5	18	224	30	52	18
アジア太平洋向け	1,714	884	103	116	20	11	67	486	206	342	282
欧州新興国向け	1,309	1,206	127	186	181	46	22	55	23	72	8
ロシア向け	208	170	23	59	22	2	7	11	11	24	3
中南米向け	1,148	773	44	41	6	443	39	154	57	242	77
国際機関・分類不能	155	107	32	10	4	1	7	37	0	31	17

(資料) BIS「Banking Statistics」

※ 24カ国は、上記のほか、オーストリア、ギリシャ、アイルランド、オランダ、ポルトガル、スウェーデン、オーストラリア、ベルギー、カナダ、チリ、台湾、フィリピン、インド、トルコ、シンガポール、トルコ。

(図表6)

世界各国の銀行の対外与信状況(残高)
増減率(6月末との比較)

(96)

	銀行										
	24カ国 の銀行合計 ※	欧州の銀行					日本 の銀行	米国 の銀行	欧州、 日本及び 米国以外の 銀行		
		ドイツ の銀行	フランス の銀行	イタリア の銀行	スペイン の銀行	スイス の銀行					
対外国向け与信総計	▲4.0	▲4.2	▲3.4	▲7.1	▲7.7	▲7.2	▲5.8	▲1.3※※	2.0	▲9.8	0.3
先進国向け	▲3.8	▲3.7	▲2.8	▲8.3	▲7.9	▲5.7	▲5.5	0.7	2.1	▲11.6	▲0.2
欧州向け	▲6.1	▲4.8	▲5.3	▲9.5	▲6.8	▲5.7	▲5.9	2.3	▲3.8	▲14.7	▲2.9
フランス向け	▲12.7	▲8.3	—	—	▲5.1	▲10.3	▲16.9	▲9.6	▲11.5	▲26.0	▲24.6
ドイツ向け	▲2.9	▲2.6	—	▲11.4	▲10.2	0.3	▲12.0	21.2	▲4.5	▲7.4	16.8
英国向け	▲4.4	▲2.9	▲0.3	▲16.1	2.4	▲4.2	4.3	—	7.0	▲12.4	2.6
GIPS合計	▲11.1	▲9.8	▲10.1	▲9.0	▲0.9	▲10.6	▲14.2	▲7.7	▲12.7	▲25.1	▲17.6
ギリシャ向け	▲14.3	▲13.3	▲12.8	▲14.1	▲15.1	▲9.3	▲27.6	▲8.7	▲17.1	▲28.1	▲4.3
アイルランド向け	▲7.4	▲5.9	▲8.1	▲9.3	6.8	▲6.6	▲12.5	▲2.7	▲5.5	▲18.5	▲8.1
イタリア向け	▲13.5	▲12.1	▲10.6	▲10.6	—	▲10.7	▲9.7	▲16.9	▲17.6	▲29.6	▲31.6
ポルトガル向け	▲10.7	▲10.6	▲16.3	0.4	▲11.7	▲10.9	▲22.2	▲8.0	▲35.1	▲5.4	2.7
ポルトガル向け	▲10.1	▲8.2	▲9.4	▲4.2	▲1.5	—	▲17.4	▲7.7	▲8.2	▲28.5	▲14.9
スペイン向け	▲4.1	▲3.0	▲7.6	▲6.6	▲5.9	▲12.5	▲2.7	9.3	▲5.1	▲12.4	▲7.2
その他欧州先進国	2.7	1.9	▲3.1	▲4.3	—	91.9	0.7	3.4	—	2.6	15.7
日本向け	1.1	▲0.8	5.0	▲0.8	▲18.9	▲5.4	▲5.8	0.9	6.5	—	2.6
米国向け	▲2.1	▲4.4	▲7.4	▲1.8	▲7.3	▲5.9	▲3.8	▲4.9	1.8	▲2.7	5.9
オーストラリア向け	▲5.6	▲6.4	▲6.3	▲2.6	▲7.3	▲9.8	▲9.3	▲5.0	1.6	▲7.3	▲0.7
新興国向け	▲1.0	0.6	▲3.2	8.7	0.9	▲2.3	▲0.5	▲2.4	0.9	▲13.3	▲6.2
アジア・中東向け	▲3.6	▲5.5	▲1.6	▲16.8	▲8.2	▲7.3	▲8.0	▲2.6	5.7	▲6.5	0.0
アジア太平洋向け	▲7.3	▲7.6	▲11.9	0.2	▲7.2	▲9.6	▲13.4	▲13.9	▲3.7	▲5.1	6.4
欧州新興国向け	5.1	6.3	▲18.0	45.4	▲9.7	▲1.2	▲18.2	▲11.0	6.5	▲0.9	▲13.8
ロシア向け	▲8.8	▲9.7	▲3.4	▲3.2	▲20.5	▲9.9	▲12.7	▲12.0	▲9.1	▲7.7	▲2.5
中南米向け	1.5	0.9	▲2.8	—	▲11.9	▲13.9	▲27.9	9.8	—	0.0	8.7
国際機関・分類不能											

[資料] BIS Banking Statistics]

※ 24カ国は、上記のほか、オーストリア、ギリシャ、アイルランド、オランダ、ポルトガル、スウェーデン、オーストリア、ベルギー、カナダ、チリ、台湾、フィリピン、インド、ポルトガル、トルコ。

※ ※ 残高が増えたのは、日本のほか、豪(+1.2%)、加(+0.8%)、トルコ(+13.8%)のみ。

も、マーケットからは一〇〇%とは思われてなくて、まだまだ問題がある、こういうふうに使われている状況かと思っています。

①ギリシャ問題

一つ、ギリシャの問題ですと、一番大きな話としてはP S I（プライベート・セクター・インボルブメント）がうまくいったということであります。ギリシャ国内法のはすべて従ったということで、外国準拠法のは免れたというのが私どものこの二、三日前までの気持ちであったわけですが、今は外国準拠法のものも含めて払うお金がないと言いつけているということなどがF Tでも出ています。ギリシャ問題は依然として予断を許さない状況なのかなと思っています。

②E S Mの前倒し設置、E F S Fとの並存

E S M、これは先月末に前倒し、E F S Fとの並存ということで、合計七〇〇億ユーロに拡大されたといういいニュースがあったんですが、新聞などで御案内のとおり、十分かという議論はあります。

③I M Fの資金基盤の強化

I M Fの資金基盤の強化、これは中国とか日本が期待されているなどという報道が今日出ていますけれども、ここはこれからいろんな議論があるところだと思われます。

④銀行セクターの信認回復

銀行セクターの信認回復、これも国によって見方が違いまして、日本は実物経済が非常に大きくて、その中で金融危機が起きたという経験がある

国ですが、アイスランド、アイルランドのように

やたら金融セクターが大きい。スイスもそうだと思いますけれども、実物経済に比べて大きな金融のバランスシートを持った国での対応というのは、国では支え切れないので、銀行だけで何とかしてくれということで、激しいデレバレッジングというんでしょうか、レバレッジを下げるということ志向が強いです。リスクをとらせないということですので、裏を返すと、極端に高い自己資本比率を要求することになります。例えば一九%とかつてスイスが言っていた水準ということは、要するにレバレッジを五倍にとどめるということで、経済成長はそれだけ下がるでしょうし、恐らく実際の経済規模も信用創造が少なくなる分だけ縮小してしまうんだらうと思うのですけれども、それでも国では支えられないので、そういうものを強く追求するということになるのかなと想像しています。

す。

その中ではドイツとか日本というのは実体経済が大きくて、金融市場のバランスシートが相対的には小さいので、高い自己資本比率規制を要求するよりは、経済とのバランスを重視する。とりわけ日本は、経済成長をしなくて困っている不景気な国になっていますので、金融システムの健全性。頑健性の強化と景気・経済との両立ということとをずっと強く一貫して主張しているわけです。

ヨーロッパの状況で言いますと、二〇一〇年の初めくらいまでは出口戦略といって、景気はよくなる、金利も上げるという時代でしたので、比較的規制改革に対して大胆でした。したがって、高い自己資本比率を志向するし、金融規制は行け行けどんどんで、幾らでも厳しくする、こういう議論がありました。

二〇一〇年の後半になりますと、本当にヨー

ロッパの景気が危うくなってきた、ムードが変わってきました。ギリシャ問題、アイルランド、ポルトガルとかの周辺国問題が起きるにつれて、今度は経済とのバランスという議論が盛り返してきたということで、最終的には、自己資本比率規制の議論では、去年の一月くらいの状況で言うと、日本の主張にむしろ沿ってくる国々のほうが多かった。日本の提案がむしろいい提案であるということ、イギリスやスイスなどが主導する極端な議論が少数派になった印象を受けます。

⑤ 過剰債務問題

欧米の目下の構造問題であります過剰債務問題、銀行セクターのことでもありますし、実体経済、政府だったり家計だったり企業の過剰債務、このバランスシートの問題というのは余り大きく改善されてきてはいない。政府の債務残高で言え

ば、日本に比べてはるかにいいんですけれども、マクロ経済全体で言うと大きな過剰債務問題を抱えているということ。ユーロの中で、先ほど申しましたように財政はばらばらだけれども、為替と金利が共通になっていて、政策の自由度が非常に限定されている。その割には南北問題といいますか、コアヨーロッパと周辺ヨーロッパの間に生産力の差がある。結果的にこういう形で出てくるものは全く改善されていない。ギリシャの生産力が低いとか、ドイツの生産力が非常に強いとか、そういういった構造は容易に改善されそうにないということから、ヨーロッパ危機というのはそう簡単に出口がないかもしれないという状況でございます。

こちら辺も先ほどの続きでございます、ちよつと飛ばさせていただきます。

三、国際的な金融規制改革

国際的な金融規制改革ということでございまして、ワシントン・サミット、ロンドン・サミット、特にピッツバーグ・サミットからでしょうか、具体的な金融規制改革の話がどんどん深掘りされてきている状況だと思います。

(1) G20首脳会合（ピッツバーグ・サミット）の 合意事項

大きく柱立てを分類しますと、この六つです（図表7）。

質の高い自己資本の構築。いろいろ金融技術が発達しまして、自己資本比率にはカウントできるんだけど中身はデットだろうというものがいろいろありまして、損失のバッファーとして保有すべ

き自己資本は本当のエクイティにしましょうということ。

それから、リスクテイクが過ぎているので、銀行だけではなくて金融セクター全体としてレバレッジを下げ、過度のリスクテイクをさけたいということから、高い自己資本比率という議論が出てきています。これは規制によって金融機関のインセンティブ構造を変えようということともつながっています。報酬慣行や自己資本比率規制などを使って過度なリスクテイクを避ける、こういうことかなと感じます。

もう一つ、非常に重要な話ですけれども、店頭デリバティブとか、後で出てきますシャドバンキングの問題が非常に大きな議論になっております。一九三〇年代の金融危機の後には、商業銀行とそれ以外の業務、それ以外の業務というのは証券業務くらいしかなかったので、結果的に証券業務

(図表7) G20首脳会合(ピッツバーグ・サミット)＜2009年9月24・25日＞

金融規制・監督の強化について、以下の内容が合意された。

1. 質の高い自己資本の構築等
(銀行資本の質と量を改善し、過度なレバレッジを抑制する国際的に合意されたルールを2010年末までに策定することにコミット。これらのルールの実施は、2012年末までを目標に、金融情勢が改善し景気回復が確実になった時点で段階的に実施)
2. 報酬慣行の改革
(①複数年のボーナス最低保証の回避、②変動報酬の相当部分の支払繰延べ、③報酬体系の開示等を含むFSBの基準を支持。金融機関には、即時実施を要請。)
3. 店頭デリバティブ市場の改善
(2012年末までに、標準化されたすべての店頭取引を、中央清算機関を通じ決済等)
4. システム上重要な金融機関への対処
(FSBは、2010年10月末までに、より強力な監督や追加的資本、流動性及びその他の健全性規制を含む実施可能な措置を提案等)
5. 会計基準
(①単一の質の高いグローバルな会計基準の実現、②2011年6月までに収れんプロジェクトを完了)
6. 非協力的国・地域への取組み等
(2009年11月までに、FSBが非協力的国・地域への取組状況を報告するよう要請等)

と商業銀行の業務を分離して、その間に一種の壁をつくることによって金融システムを守ろうという制度改革をアメリカで行ったし、日本もそれを取り入れたということかと思います。

日本はそれを遵守して、比較的シャドーバンキングの分野がヨーロッパやアメリカほど発達しなかったのかもしれませんが、シャドーバンキングという部分を今回見ますと、実際、銀行と同じくらいシステムに重要なマーケットになっているということから、そこを規制対象に入れようということが非常に強い意識としてあります。

どうしても短期的に業績を上げたい当局者は、まず上の二つくらいやってみたいな話にいきがちなんですけれども、根っこには銀行システムの外にあるマーケット、それからA I Gのときのように、マーケット崩壊まで持っていたデリバティブを、できるだけ金融機関とかシステム化された

証券取引所のような市場に取り込んでいこうという考え方が強く出ております。論理的にはそのとおりだろうと思うのですが、そういった問題がある。

それ以外にシステム上重要な金融機関(G-SIFIs)とか会計基準とか、非協力国を協力に取り込んでいくための取り組み、こういったものがあります。

(2) G 20首脳会合(ソウル・サミット)の合意

事項

この(図表8)の中で幾つか私どもは国内的にも気をつけていかなければいけないことがあります。今回は日本の金融危機と大きく違います。国は、国の規模に比べて、あるいは経済の規模に比べて巨大な金融市場を持つに至った国が金融危機に襲われた。国が必ずしもバックストップになら

(図表8) G20首脳会合(ソウル・サミット)＜2010年11月11・12日＞

金融規制改革について、これまでの進展を確認するとともに、更なる推進が合意された。

1. 危機の根本原因に対処するために変革された金融システム
 - 銀行の自己資本及び流動性の新たな枠組みに係るバーゼル銀行監督委員会(BCBS)による合意を承認。合意したスケジュールに従い、これらの基準を採択し完全に実施することにコミット。
 - システム上重要な金融機関(SIFIs)がもたらすモラルハザードのリスクを軽減し、「大きすぎて潰せない」問題に対処するために金融安定理事会(FSB)より提案された政策の枠組み及び作業のプロセス及び日程を承認。
 - FSBがIMFと協議のうえ策定した、監督の密度及び実効性の向上に関する政策提言を承認。
2. 実施及びピア・レビューを含む国際的な評価
 - 新たな基準及び原則を完全に実施することが不可欠。
 - 各国間における実施の整合性を確保し、基準及び原則の中で更なる改善が必要な分野を特定するため、国際的な評価やピア・レビューのプロセスが大幅に強化されるべき。
 - ヘッジファンド、店頭デリバティブ、信用格付会社の規制・監督の強化に取り組むことに強く改めてコミット。健全な報酬に関するFSBの基準を完全に実施することの重要性を再確認。店頭デリバティブ市場改革の実施に関するFSBの提言を承認。外部格付けへの依存軽減のためのFSB原則も承認。
 - 単一で質の高い改善された国際的な会計基準が実現することを重視していることを改めて強調。
3. 将来の作業、更に注意が必要な事項
 - (1) マクロ健全性政策の枠組みについての更なる作業、(2) 特に新興市場・途上国に関連する規制改革上の課題への対処(外国為替リスクの管理、母国及びホスト監督当局間での情報共有、貿易金融等)、(3) シェアード・ベンチングへの規制及び監督の強化、(4) 商品デリバティブ市場の規制・監督についての更なる作業、(5) 市場の健全性及び効率性の向上、(6) 消費者保護の向上

ないということから、「too big to fail」というやり方が効かない。危機に陥った金融市場を国が救済しようとしたら国もつぶれてしまうということだが、今回のプロセスで認識された。金融機関を国がバイルアウトするということを避けるための方策、しくみを構築するということを求めています。

実際、国によっては、国によるバイルアウトが不可能な状態に追い込まれている国が多々あるということと、日本も一〇年前、一五年前はそうでしたけれども、金融システムをバイルアウトした国々の国民感情がそれを許さなくなっているというところで、国際的には国費による金融システムの救済をさせない。そのための仕組みづくりを強力に進めています。

格付会社の問題がありますけれども、格付への依存を下げるということは、論理的にもそのとお

りだと思えますし、日本でもやることに意味があることだと思えます。実務面でいろいろ難しい問題があっても、やはり何とか格付に依存しないシステムにしようとして動かしています。日本でも開示事項から落とす方向での取組等をしています。恐らく次のステップで言うと、バーゼル規制において格付をできるだけ使わないようにしているという流れにあるだろうと思います。バーゼルⅡで格付をいっぱい取り込んでしまいましたので、これを外していくプロセスにあるわけですが、これも、恐らくこの流れはとめようもないという感じがします。日本でも格付に依存し過ぎていることによる弊害というのは私ども常々考えておりまして、この三年くらいでしょうか、いかに格付を使わないでマーケットを動かしていくかということを提案しては、いろいろ皆様方とやりとりをしている状況です。

したがいまして、今直ちに格付を一切使わない
と言ってしまうと実務が回らないというのも承知
しているわけですが、外していく方向でど
ういうふうにしたらいいいのか、ぜひ積極的、建設
的なアイデアなり提言なり実務慣行の見直しをお
願いたいと思います。

(3) G 20首脳会合（カンヌ・サミット）の合意

事項

直近のカンヌ・サミットでは、一種、その締め
くくりといえますが、取りまとめがされています
（図表9）。もちろんこれで終わるわけではないの
ですけれども、幾つか重要な合意がされています。
右に「今回新たに合意・承認されたもの」が
ありますけれども、まずG-SFTsに対する包括
的な政策枠組み、後ほど具体的な仕組みを申し上
げますけれども、これがある。

商品デリバティブの規制。

金融消費者保護のハイレベル原則。これらの
テーマ自体は前から出ていた話ですけれども、一
定の合意に達しています。

既に合意されていますけれども、店頭デリバ
ティブ、バーゼル、報酬等、二〇一一年一月に、
FSBレベルでは合意があったものをさらに首脳
レベルで再コミットしているもの。

下のグループですけれども、シャドーバンキン
グ。市場の健全性・効率性、この中にハイ・フリ
クエンシー・トレーディング等があります。

次のメキシコ・ロスカボスでのサミットに向け
て、FSBのものとのいろんな作業部会で議論が進
んでいます。

トップにはG 20がありまして、その下にFSB
（金融安定化理事會）、その下にIOSCO、バー
ゼル委員会、IAISがあつたりしまして、その

(図表9) G20首脳会合(カンス・サミット)＜2011年11月3・4日＞

金融規制改革について、これまでの進展を確認するとともに、更なる推進が合意された。

- すべての金融市場、商品、参加者を適切な規制又は監視の下に置くとい
う2008年のジョン・サミットのコミットメントの確認
- 「大きくて潰せない」問題へ対処するためのグローバルにシステム上重要
な金融機関(G-SIFIs)に対する包括的な政策枠組み等について合意
- 商品デリバティブ市場の規制及び監督に関するIOSCOの報告書及び共
通原則の承認
- 金融消費者保護のハイレベル原則の承認
- 店頭デリバティブ市場改革の合意された改革のスケジュール通り(2012
年末まで)の着実な実施へのコミットメント
- バーゼル規制の完全かつ整合的な実施
- 報酬に関するFSB原則・基準の実施
- 銀行類似の活動を行いながら銀行並みの規制を受けていないシャドーバ
ンキングへの規制・監視の強化
- 市場の健全性・効率性に関する更なる作業
- 国際的な会計基準のコンバージェンス
- FSBガバナンスの強化

今回新たに
合意・承認さ
れたもの

既に合意され
た実施の実施

継続して検討
される施策

▶ 次回G20首脳会合は、2012年にメキシコ ロスカボスにて開催予定。

下にまたたくさんの作業グループがごいます。

そこでそれぞれのテーマの勉強なり議論をします。もう既に耳にたこができたとか、よく知っていることかもしれません、今の状況というのは、どの国も自分の国のルールをつくるときには国際舞台を使うということであります。かつては、ルールをつくるのであれば、国会に法律を出して、国会でできた法律をもとに政省令をつくるということを経路をとるんだ、という意識だったと思うのです。今は、日本ですが、国内でルールをつくるときには、同時に国際的な場で打ち出すことが必要です。

格付会社規制も、格付会社に対してもっと規制しましょうという議論が出てきたときには、当時でいいですよ、日本で法案を出すよりも先に、これはIOSCOでございませうけれども、格付会社に対してこういう規制をしましょうという議論を

しました。F S Bで格付会社に登録制を導入する、その他いろんなガバナンスとか透明性とか格付手法のルール化をしましょうということを合意して、それを国内の立法に持ち込んだという経緯がございます。自分が担当していた格付会社規制だけでもそうですし、恐らく店頭デリバティブも似たような経路をたどっております。日本は店頭デリバティブで大変儲けているという国ではなかったと思いますけれども、今回の金融危機で甚大な被害を受けた国の一つではあるかと思えます。国際交渉の現実には、国内で規制したい場合にはまず国際的にこういうものを規制しなきゃいけないんじゃないかという情報発信をしながら、国内でも議論しなければならぬ状況かと思えます。

最近話題になっているボルカー・ルールも結局そういうものかもしれません。トレーディングを

させない、米国内で議論してルール化する。その段階で必ず国際的な問題になるような条項を入れて、エキストラテリトリアル・アプリケーション（域外適用）の規定を入れて、外国を巻き込む立法にしたということかもしれません。

(4) G 20首脳会合（ロスカボス・サミット）に向けた課題

実は次のサミットに向けてここ（図表10）に出ているテーマというのは、今、オンゴーイングのテーマです。特に流動性規制とか、G-SIFIsに続くシステム上重要な金融機関について、自己資本比率については合意ができていますけれども、それ以外にこういう金融機関をグローバルにどうレゾリューションしていくとか再生していくか、RRPと言っていますけれども、破綻させるだけではなくて、危機が迫ったときにシステム上重要

な機関を公的資金を使わないでどうやって再生するか。あるいは、再生できないものをどうやって清算するかというルールづくりでございます。

銀行システムの外で行われている信用仲介、シャドーバンキングとか、LEIであるとか、これらの話もそうですけれども、どの国でも自分で行いたいことでありますし、私も金融庁からしてみても、程度の差はあれ、問題意識があるところでございます。それを国際的なフォーラムの場に持ち出して、それぞれの国でやりたいことを国際的なルールにしようというのが今の動きでございまして、つくるルールの数だけ国際会議があるという状況です。

FSBのガバナンスというのがありますけれども、これはルールづくりにだれがどういう形で、どういう権限を持つてかわるかということと表裏の関係にございます。日本人ができるだけ入れ

(図表10) カンヌ・サミットの結果とロスカボス・サミットに向けた課題

- (1) 国際的に活動する銀行の自己資本・流動性規制
- (2) システム上重要な金融機関
- (3) シヤドー・バンキング(銀行システム以外で行う信用仲介)
- (4) 店頭デリバティブ市場改革
- (5) LEI(取引主体識別子)
- (6) 市場の健全性及び効率性
- (7) 商品デリバティブ
- (8) 報酬慣行
- (9) 金融消費者保護
- (10) FSBガバナンス
- (11) 国際保険規制・監督
- (12) その他(G20議長国メキシコの関心事項)

ばいいという発想を持っているわけではありませんが、日本の声がしっかり入る、日本の実情が考慮されたルールになる、そういうパイプや意見発信の場をつくっていく必要があると思っています。金融庁なり日本政府全体で国家公務員を減らすとかポストを減らすことになっていますが、幸い、国際金融の交渉の担当官だけは減らされずに済んでいるといえますか、若干ではありますけれども、補強をすることをお許しいただいて、国際交渉に立つ人間を確保しているところでございます。外国に比べると大変少ない人数でやっていると思いますけれども、このところは、人員面でも知恵の面でも体力の面でも、官民一体でもっともっと大幅に強化していく必要がある部分ではないかと思っております。

(5) 各論

① バーゼルⅢについて

各論になりますが、例えばバーゼルⅢの中身、ここでは余り詳しく説明しませんが、バーゼルⅢでは資本の中身というのを、単純なエクイティ（普通株式）と留保利益にできるだけ近づけていく。それも時間をかけてやっていくということですから。結果的に合意されたものというのは、日本の金融機関からしてみるとさほどバーの高いものではありません。日本ではとかく八%とか六%とか、分子に関心が集まるんですけれども、むしろ今回のみそはリスク・アセットの計算の仕方でございます。

こういうバーゼル規制をつくると、オフバランス化するというインセンティブがあります。商業銀行のオンバランスの資産をできるだけオフバランス化することと、リスク・アセットにカ

ウントされないような形の資産で持とう。オフバ
ランスと資産・負債の形態の変化によるマニピュ
レーションがどうしても誘発されます。それが極
端な形で進んだのが、今回の金融危機の引き金と
なったさまざまな金融活動だと思います。ここに
焦点を相当絞った攻撃をしてきたというのが日本
の金融外交でございまして、この部分は米国の金
融機関とかヨーロッパの投資銀行からしてみると
相当厳しいルールになったのではないかと思います。

海を越えてバーゼルⅢの話を聞くと、日本に対
するねたみとか、例えばアメリカの金融機関は、
これはアメリカだけねらい撃ちしたルールだ。

ヨーロッパに行くと、これはヨーロッパが不利だ
という声があふれています。それに比べて、日本
はうまく立ち回ったとか、日本は財政赤字が世界
一あるんだから、財政問題をもっとクローズアッ

プさせるべきだとかいうことを場外でしゃべって
いる当局者や金融機関の人がいるようですので、
相当警戒して、かつフォワードルッキングに、国
際的に交渉していかなきゃいけないと思います
が、バーゼルⅢを突然やめたということになる
と、一番喜ぶのは米銀や欧州系銀行かもしれない
ということも、ちょっと頭の片隅に置いておいて
いただければと思います。

あと、流動性規制とかいろいろあります。この
議論は終わってませんので、引き続き、舞台上・
舞台裏合わせて戦っていく必要がある分野でござ
います。

②システム上重要な金融機関 (G-SIFIs)

これは去年の七月、事実上決着しています
G-SIFIsです。リストも出ましたし、上乘せ幅な
り経過期間もある程度合意ができていまして、日

本にとってはさほど大したハードルではなくな
てきているわけですけれども、これも先ほど言っ
た分母の問題があつて、米国、欧州では、海外の
新聞に記事になっていますが、厳しい規制である
という不満がある分野の一つでもあるかと思ひ
ます。

③ 実効的な破綻処理スキーム

ここから先はこれから議論が進んでいく話で、
これは銀行、証券、すべての業態で気にしてい
たほうがいいところでございますけれども、実効
的な破綻処理スキーム。破綻という言葉がいいかど
うかはあれですけれども、リカバリー・アード・
リゾリューションプランですので、リカバリーが
入っているので、そういう意味では民事再生、国
際的に大がかりな民事再生プロジェクトというこ
とですが、その際に公的資金を使わないという前

提で詳細なプランをつくれ、こういうことであり
ます。

コア・ノンコアといひまして、危機になつても
最後まで維持したい機能と、いろんなステップに
応じて徐々にフェードアウトしていくノンコアの
業務に分類しまして、ノンコアをいかに混乱なく
畳んでいくのかというのを、危機の進展度合ひに
応じてステップ・バイ・ステップでマニュアル化し
ていくというものであります。例えばファンデ
ィング（資金調達）がこの程度苦しくなつたら、こ
ういうノンコアの業務は処分なり清算をしてやめ
て、そこでの資金需要を減らして、できるだけ資
金調達しなくても自分のキャッシュを持つように
するとか、利益が出ない、大きな損失が出たとき
には、それを埋めるために地域拠点を清算する
とか売却するとか、こういう業務を売却するとか、
重要でないものから順々に切り離していくことを

手順書にしていくことでありまして、その発想自体は日本の金融界も考えていく必要があるところかと思えます。コア・ノンコアの切り分けは重要な経営上の判断になります。その検討は進めていく必要があります。

その上で、各国規制当局と共有するのですが、その共有の仕方は慎重に考えていく必要があると思えます。

④ シャドーバンキング

シャドーバンキング、これまた非常に重要な話でございます。ここに「ヘッジファンド、証券化商品、貸金業者、モノラインその他」と書いてありますけれども、あらゆる業態が重要な金融システムの担い手であることが今回の金融危機で明らかになりました。システムの安定性の保護のためには銀行と証券は分けなければならないという時代はどう

も終わっているような感じがします。従来は銀証を分けるとか、銀行と保険は一緒にやらないとか、業態別に分けるという発想で、どうもそこで思考停止していたわけですし、保険会社でも証券会社でも金融恐慌を起こしてしまうということから、それぞれの業務の中でどこがシステム上金融危機を引き起こす可能性の高い業務なのか、銀行は銀行、証券会社は証券会社、保険会社は保険会社でそういう業務を抽出して、クリティカリーにインポートなコアな業務、致命的に重要でその国の金融システムを維持するために不可欠な重要な業務を抽出してそこを守る。そのために、そうでないとところは秩序立った形で清算したりとか決済を結了していくことを考える。そして、コアでない、致命的に必須業務でない部分の危機が、コアな、システム上伝染性の強い金融システムの中核を占めるところに伝染しない、遮断するとい

うことでしょうか、リングフェンスを張るとか言いますけれども、うまくそこを分ける。銀証とか業態別に分けるわけではなくて、銀行業務の中でも、あるいは証券業務の中でも、システム上非常に重要な、伝染性の強いところとそうでないところをうまく切り分けて、いざとなればその間を遮断できるようにする。ここが今の重要な論点です。これまでの、昔の六五条、今の三三条にあるような従来型の発想からは随分変わってくることになるのですが、そこはぜひ新しい頭で考えていく必要があるのではないかと思っております。

証券会社の行う業務の中で、確かに取引所で売買する、その証券を受け渡すことを確保するという意味では、受け渡すことを確保する限りにおいて、システム上非常に重要でして、取引所決済ができないと、大変なことになります。そういうことから、これを維持するようなシステムは取引所

取引に関する限りかなり整備されているわけでございます。それだけで足りるのかどうかというと、取引所外取引がたくさんあります。店頭デリバティブについては、金融審議会が皆様方と一緒に、デリバティブについての電子取引基盤や清算集中などの議論をしているわけでございます。

あれも一つのパーツでございますして、証券会社のやっている業務の中にも、あるいは証券市場の中でも、一朝、危機が起きたときに、それが伝播しないためにどうすればいいかというのを、今一個一個機能的につぶしていく必要があります。

⑤LEI（取引主体識別子）

LEIというのと同じコンテクストの課題です。AIGの問題が起きたとき、あるいはリーマンの清算のときもそうですけれども、清算してみるまで、どのくらいインパクトの大きいものかわ

からなくて、非常に不安だったというのは記憶に新しいことでございます。ただ、運営主体のガバナンスとかはよく考えていかなきゃいけないと思います。

⑥ 市場の健全性・効率性

ハイ・フリークエンシー取引とかアルゴリズム取引、これも証券界では、私どもも含めて、証券市場の問題として非常に悩ましい問題であります。多々ありまして、一個一個説明しているとあつという間に時間が終わってしまいますので、このくらいにします。保険は、今日この場所ということで、省かせていただきます。

四、A I J問題

クエスチョンタイムを残そうと思いますと、あ

と一五分くらいしかないので、中小企業金融問題と、最近問題になっていますA I J問題を一言だけ述べさせていただきます。

(1) A I J問題の概要

A I J問題の概要(図表11)。これは監視委員会が証券検査の結果、勧告の際に公表したものを載せております。証券検査は、御案内のとおり、証券会社の任意の協力を得て行う検査でございますので、犯罪捜査のような強制力を持ったことをやっているものではないという前提のものでございますので、その限りでの、一種、中間報告的なものになります。行政処分の勧告としては、これがファイナルでございますので、これをベースに、A I J投資顧問に対しては登録取消をし、アイティーエム証券に対しては法律上最長の期間である六カ月の業務停止を行いました。事案解明

そのものは、今、犯則調査に移行しておりまして、その刑事捜査を待たないと全容解明とはなかなか言えないところがあるかと思いますが、現時点でのわかっていることについて、若干コメントしたいと思います。

これも新聞などでも御案内かもしれませんが。ただ、一つ申し上げたいのは、A I Jないしアイティーエム証券が販売時に使った販売用資料というものが、私どもの目から見るとちよつと実態と違うことが書いてあったように感じられます。したがって、販売用資料をプロの皆様方がごらんになりますと、こういう問題があるんじゃないかと、こういう取引が行われているんじゃないかといういろいろな可能性を感じられていると思います。が、実際、販売資料に示されている取引のスキーム等は事実と異なる部分がありまして、それ自体、虚偽の勧誘の理由になっているわけでは

れども、ちよつと違っていたということでもまずお考えいただきたいと思います。

私どもが任意調査で把握したものの、証券検査で把握したものをボンチ絵にしましたものがこの絵でございます。主には年金基金、九〇数基金ございまして、それ以外のお客さんは二人ですが、それから投資一任契約を受けたA I J投資顧問、国内信託銀行、これは普通のメジャーな信託銀行でございますが、ここに預けられた資産に対して運用の指図を行う。ただ、その場合、常にアイティーエム証券を使う。アイティーエム証券は、投資事業組合を通じて浅川が支配している証券会社であります、そこがパッケージ商品でケイマシンのA I Mグローバルファンド、実際には一四本のファンドから組成されているものを総称していますけれども、これを買付ける。このファンドは、実際にはこの先、シンガポールの金融ブ

ローカーを通じて東京や大阪の証券取引所等に先物・オプションの大量の取引を行う。生命保険契約のファンドに二〇億程度投資をする。国内の、浅川が支配する投資事業組合に一八〇億から二〇〇億前後投資する。そして、大半の損失はシンガポールの金融ブローカーを通じたデリバティブ、多くは東京とか大阪に流れていると言われているが、そういう取引で損をしている、こういうことのようにございます。

監視委員会の把握した数字でいいますと、一四五〇億円くらいの投資元本に対して、一〇九二億円がシンガポールのブローカーを通じた先物取引あるいはオプション取引での損失であると見られております。

外のファンドの部分には、ケイマンの真つ当な監査法人の監査証明がついていますし、ファンドの受託銀行の業務を香港の銀行が事務代理をして

いる。ケイマンはペーパーカンパニーでありますので、実際のお金や人は、東京に人がおり、お金は香港とか日本にある。日本の投資事業組合に投資されているものの現金部分は銀行にあることが確認されております。

(2) A I J 投資顧問株式会社に対する行政処分について

行政処分は、今回、ちょっと異例な形をとっております、一月中下旬からA I J投資顧問に検査に入りました。検査のきっかけはいろいろあるのですけれども、何が決め手かというのはなかなか言えないのですが、ただ、監督・検査両方の局面から、結果的にA I Jをどうしても調べる必要があるという結論に至って、検査に入っているわけでございます。

検査に入って間もなく、お客さんから預かつ

た、一四〇〇億の投資元本に対して二〇〇〇億の残高があると浅川氏が称しているものが、実際には説明できない、中身は相当毀損している可能性があるという状況を把握しました。通常、全容解明して勧告の形になってから処分するのですが、本件の場合、資産がよく見えない状況で、今申し上げたような姿もその時点ではまだ解明できてなかったわけです。海外に資金が抜けている可能性もあるということで、このまま放置しておく、検査中にも資金がさらに隠されるおそれがある、はいけないということで、監視委員会ができてから初めてのケースだそうなのですが、検査が終わってないにもかかわらず、二月二四日時点で業務停止命令をいたしました。これは監視委員会からその一週間前にそういう危ない状況にあるという通報を受けまして、直ちに同日付（二月一七日付）で、A I Jに対して報告徴求命令を出しま

した。運用状況について正確な報告をしてください。それに対して二三日に報告が来たんですけれども、正確に報告できない。ということは、お客さんに正確な報告ができないという報告を受け取りました。それを理由に業務停止命令をしたということでございます。

一カ月というのは、延長あり得べしで、検査が終わるまで延長するつもりで業務停止命令をしました。業務停止命令は先ほど申しましたような保全処分の行政版のような意味合いがあります。本当の保全処分というのは、資産の持ち主である年金基金等のお客さんがそういう権利を持っているのですけれども、行政面で今の資金を動かさなくする。行政法上の義務を業者に負わせるために、業務停止命令を発しました。

結果的には一カ月後の三月二二日に、ここにありますような違反が認められるという勧告をちょ

うだいました。ここの①にありますのはちよつとわかりにくいので、②からいきますけれども、年金基金に勧誘するときに、実は二五〇億くらいの残高しかないのに、二〇〇〇億の運用残高があるんですよと偽って勧誘しましたという虚偽の価額を示して勧誘しています。したがって、まずここで、お客さんにそういう数字を報告しています。そして、それが販売証券会社を通じて信託銀行にも通知されていますということで、運用報告書の虚偽記載、役所に対する事業報告書の虚偽記載、勧誘においても虚偽の事実を言っている。こういうことが法令違反に該当する。

①は、年金基金のお客さんがA I Jの指図でA I Mグローバルファンドに投資されています。それが投資先の一つとして浅川が支配する投資事業組合に投資されています。この投資事業組合が買っているものの中にアイティーエム証券の株式

がありまして、アイティーエム証券の西村社長は、自分の未公開株の評価をそのときにかさ上げしている、そういうことでありまして、結果的に年金が投資している投資先の、またその投資先の事業組合に組み入れているアイティーエム証券の株式の評価を水増ししていますので、その分だけ年金の投資価額の資金の実態は運用報告よりも小さくなっているというのが①の中身でございます。

こういう法令違反の勧告をもらいました。これを受けて登録取消をするということです。

もう一つは、資産保全をしないといけない。わずかではあるのですけれども、現金等が残っていません、資産保全をする権利がある人は役所ではなくてお客さんです。あくまで年金基金のお客さんのお金、右上の客のお金は国内の信託銀行、そしてアイティーエム証券を通じて香港のファンド

の受託銀行にある。あるいはそれがシンガポールの取引所に行けば、取引所の証拠金の中にたまっている、こういうことになります。

したがって、A I Jの支配下にはない、あるいはA I Jの所有物ではありません。仮に刑事事件でA I Jが刑事告発されても、A I Jのお金ではない。ですから、お客さんの金が残っているところは、お客さんの権限に基づいて取り返さないといけないということになります。したがって、A I Jとアイティーエムに対しては、お客さんが取り戻す、あるいは保全をするという私的な民法上の権利を行使するに当たってはそれに最大限迅速に協力しろ、こういう命令を出してあるということでございます。

「ファンド受託銀行（代理人）（香港）」は、銀行としては真つ当なところでございます。全部解明できているわけではないですが、銀行と

してはまともな銀行で、当局の要請にも誠実に応じて、むやみやたらにお金を隠すことに協力する銀行ではないと思っています。あとはお客さん全員が一致すれば、全員一致したアカウントにお金を渡してもいい、そういう銀行とされます。民事になりますけれども、それを行政的に側面からサポートしている、こういう状況でございます。

(3) アイティーエム証券株式会社に対する行政処分について

アイティーエム証券が国内の信託銀行からA I Mグローバルファンドを買い付けるときの取引次ぎブローカレッジをやっているということと、もう一つは、A I Mグローバルファンドから下に運用していくときに、投資事業組合への出資、これはブローカレッジ業務になりますので、これを買付けるときにもう一回あらわれます。した

がって、この二つの局面でブローカレッジ業務を
していきまして、勧告の中では、先ほと言いました
二五〇の価値しかないものを二〇〇〇の価値があ
ると言ってお客さんを勧誘していた、そのことを
知っていたか、あるいは限りなく知っていた可能
性が高い。任意検査ですので、刑事事件みたいに
本人は否認しているけれども知っていたというこ
ろまで認定するだけの強制力がある調査をして
おりませんけれども、任意調査で見ても、状況証
拠から見ても、本人は全体を知らなかったと今でも
言っていますけれども、知っていた可能性が非常
に高い。ないしは仮に知らなかったとすれば、証
券会社がお客さんに対する善管注意義務ないしは
お客さんに対する受託者責任、金商法上のお客さ
んに対する法令上の義務を果たしたとは到底言え
ない。いろいろな状況からしてみても、何らかの
チェックをしなきゃいけないくらいの、怪しいと

いいますか、不自然なことがたくさんあったにも
かわらず、お客さんの利益を優先しないで漫然
と見過ごして、お客さんに多大な損害を与えた
という意味では、最低限度の証券会社として果たす
べき義務も果たしていないという重大なルール違
反があるということは言えますし、知っていた可
能性は高いと状況証拠から認定されるという勧告
をいただいております。

それを前提に、通謀しているという積極的な証
拠はないとはいえ、知っていた可能性が高く、知
らなかったとすれば極めて重大な、証券会社とし
ての最低限の義務にもとる重大な義務違反があ
るということで、六カ月の法定最長期間の業務停
止をさせていただいた、そういうことになってご
ざいます。

(4) 資産運用のスキーム

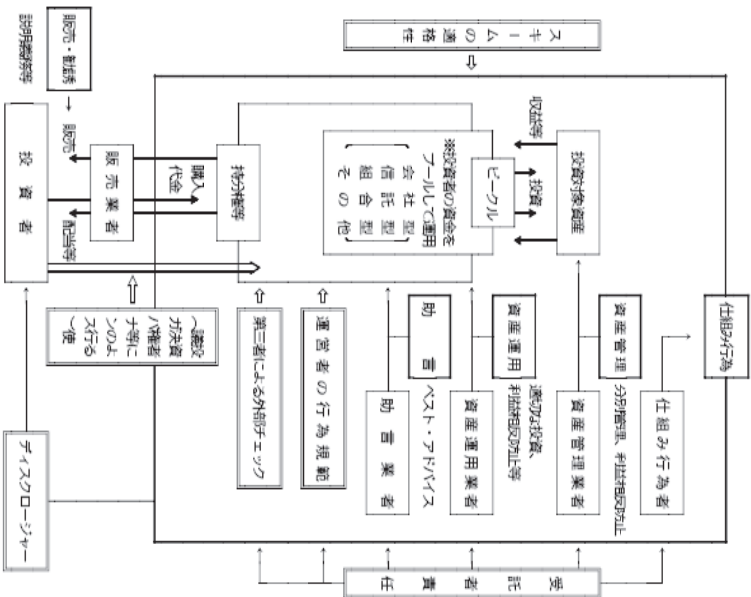
これからどうなるのかということで、年金固有の問題も多々あります。代行返上問題とか、もともと五・五%の予定利回り問題とかありますけれども、今回は金融のほうに絞ってございます。

今日、こういう資料をつけてございます（図表12）。日付が平成一一年で、一三年も昔の資料をここで引っ張り出してきました。当時、橋本内閣の後の金融ビッグバンのあとですね。日本の金融システムを世界に冠たるマーケットにしていこうという議論をしていく中で、新しい金融の流れというものを考えて、新しい金融システムを構築していこう。いろんな不祥事があつたりとか金融危機があつて暗い中でも前向きに一生懸命議論していた。こういうものの報告書の中に、市場型間接金融とか日本版金融サービス法とか、そういう切り口で議論がされています。預金を通じて間接金

融をするというのと、株や債券を直接持つというものの中に、こういうアセットマネジメント（資産運用者）がいて、そういったものを通じて、直接金融市場にお金が流れていく。八〇年代、九〇年代の米国ではベビーブーマーの年金貯蓄がどんどん積み上がり、年金基金が急激に成長していった、アメリカの金融市場の性格が大きく変わっていく時期です。それと同時に、金融システムや金融市場も大きく変わりましたし、株式市場もそれで非常に大きな繁栄をしたわけですが、その中で金融業もブローカー主体、あるいはブローカー、アンダーライター主体の証券業から、アセットマネジメントが主流となる。ファンドマネジャーが非常に重要なマーケットプレーヤーになっていったという記憶がございます。

そういった背景の中で、日本もニューヨーク、ロンドン並みのマーケットを目指すのであれば、

(図表12) 資産運用のスキーム②



(出典)金融審議会第一部会中間報告
(平成11年7月6日)

資産運用業というのが証券業の柱になるというところを打ち出した時代でございまして、法形式は投資信託、投資法人、投資運用、投資助言、ファンドだったり組合だったりいろんな形態があるけれども、それを横断的に、同じ機能を持つていれば同じような規制をするということ、同時に、受託者責任というものを重視していく。こういう大きなフレームワークを示したものが、実は一三年前にあったというのを思い出したというか発見しました。実はこれは今でも通用するものだと思います。もちろん規制だけでも、悪いことをする人はゼロにはならないわけですけども、原点に立ち返った制度なり運用の見直しが必要かなということから、ここを見つけてございます。

本件でいいますと、加入者が年金基金をつくる。総合型の厚生年金基金であれば、加入者は個々の零細企業の従業員であり、中小企業が集

まって基金をつくっています。年金基金は、分散投資をする。分散投資をする先の一つとして、投資運用業というのがいて、投資顧問会社が一任運用を行う。こういうことでありまして、まさに市場型間接金融の中核を占めることが期待されている分野であつたと思われます。それぞれのプレイヤーがそれぞれの受託者責任を果たしていくべきところ、今回、きちんと果たされていたかという問題があるかと思えます。

例えば先ほどのこの絵(図表11)でいいますと、それぞれ制約はあつて、今回十分に果たされていみせんけれども、右の年金基金は年金基金での加入者に対する受託者責任があつたでしょうし、本件でいいますと、年金運用そのものを受託されているわけではなくて、いわば管理型の信託を行っていた国内信託銀行として何かできることがあつて、さらに何が改善できるか。本件です

と、A I Mグローバルファンドの持ち分だけをアイティーエム証券を通じて持っているということ、その先が信託銀行から見えなかったというのが、そもアイティーエム証券ではなくて、ケイマンの受託銀行の名義人としては、アイティーエム証券ではなく国内信託銀行みずからが名義人になったほうがいいんじゃないか、そうしないと自分のところに情報が来ないのではないか、こういうご意見もあります。こういうところは、法律上の規制も勿論重要ですが、取引慣行上いかにチェックが働くような仕組みに変えていくかということも今後、大変重要だと思っています。マーケットの慣行としても第三者のチェックが働いて、こういう不正が防止できるような仕組みがないかというのをぜひ一緒に考えていきたいと思っています。

本件でいいますと、ケイマンの監査事務所は実

際に損しているという正しいNAVをファンド管理銀行（香港）で確認していたようであります。

また、香港の管理銀行は、さまざまなところで、一〇〇%ではないにしろ、それなりに損が出ているという正確なNAVを算出し、A I Aというファンド管理会社に送っていたようでございます。もちろん、犯則調査をしていく過程で別の事実が出てこないとも限りませんが、現在把握しているところで言うと、海外のプレイヤーはそれなりに損の実態をしかるべき人に伝えていた。伝えられたしかるべき人というのが、浅川が支配するA I Aファンドで、浅川自身が高橋さんを使って改ざんした。改ざんしたものが国内の信託銀行や年金基金に偽りの時価として報告されたというところが本件の問題の中心部分であるとすると、契約慣行なりスキームの慣行として、直接ケイマンの監査法人のNAVが信託銀行に行く、

あるいは顧客である年金基金に伝わるような仕組みを考えるということは大きな改善になるうかと思ひます。更に皆様方から改善に向けてさまざまなお知恵をちょうだいできればと思ひます。

五、中小企業支援策

あとは中小企業金融でございまして、きょうは時間の都合もありますので、割愛させていただきます。

長い話になって恐縮でございしますが、私からの話は以上とさせていただきます。どうもありがとうございます。（拍手）

東理事長 三井さん、どうもありがとうございます。国際的な規制やルールづくりの議論の焦点や方向性について、大変わかりやすく御説明いた

できました。

それでは、ご質問の時間をいただいていますので、御意見あるいは御質問がおりの方はぜひお手を挙げていただけますでしょうか。

それでは、私から先に一つお伺いしたいのですが、今回のA I Jの問題に関連して、厚生年金基金がプロの運用者であるにもかかわらず、コンサルタント等を雇っていないところもあったという運用体制の問題も指摘されております。今回のA I Jの問題から派生して、プロ・アマの規定の中におけるプロとしての要件というのでしょうか、プロの規定がより厳格になっていくということを考えておく必要があるのでしょうか。

三井 そこは今後議論されるところだと思ひます。確かに年金基金、厚生労働省の調査によりますと、四分の一くらい、特定投資家選択をしてA I Jにひっかかっているという状況のようござ

います。

この絵で言う受託者責任、年金基金の負っている受託者責任というのはそれなりに重いものではあると思うのですが、今申しましたような海外の監査法人なり、あるいは香港のHSBCからのNAVの情報が直接年金基金に伝わるような仕組みを考えた場合、契約でもできると思うのですが、業界慣行で、こういうのは契約で必ず年金基金にNAVが届くようにしようということになると、ケイマンなり香港から英文の監査報告書やNAVの計算書が届くということになります。現状の総合型の年金基金でそれをきちんと読み解ける人がいるかどうかという問題もあって、きちんとワークさせるためには、年金基金側にも直接的なファーストハンドの情報、英文情報が来たときに読み解けるような体制にしたいだけでなくとも望ましいし、必要なかもしれないと思って

おります。

具体的にどういう仕掛けにするかというのは、考え方として今申しましたように、本件でいいますとそういう情報はきちんと年金基金なり信託銀行に伝わって、信託銀行や年金基金がおかしいと思える端緒がつかめるようにする、あるいはプロの目で見れるようにする。そのためにどういう仕組みがあるかという議論をする必要があるように思われます。いろんな仕掛けがあり得ることから、もちろんプロアマの規定も解決策のワン・オブ・ゼムになり得ますけれども、それには限られないとも思います。ですから、実際にどういう手法を選択するかというのがこれからの議論で、そこはよく深めていく必要があります。むしろ業界サイドからは、有効かつ効果的で、かつコストがリーズナブルな仕組みとしてこういうのが効果的だとかいうのがあれば、御提案いただければあり

がたいと思います。

東理事長 そのほかに、この機会ですので、ぜひ御質問等いただければと思いますが。よろしゅうございますか。

それでは、いただいた時間もそろそろ参りましたので、本日の「資本市場を考える会」はこれでお開きにさせていただきます。

三井さん、どうもありがとうございました。

(拍手)

(みつい ひでのり・金融庁総務企画局参事官)

(本稿は、平成二四年四月四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

金融行政の諸課題

三 井 秀 範 氏

略 歴

昭和58.4	大蔵省入省
昭和63.4～平成2.3	人事院国内研究員（司法修習）
平成2.6～平成3.7	佐世保税務署長
平成6.7～平成11.6	大蔵省主税局課長補佐
平成11.6～平成13.7	米・スタンフォード大（ロースクール卒業 法学修士）
平成13.7～	金融庁監督局総務課監督企画官（金融危機対応室）
平成14.1～	金融庁総務企画局総務課管理室長
平成15.7～	金融庁総務企画局企画課調査室長 兼 法務室長
平成16.7～	金融庁総務企画局信用制度参事官
平成17.8～	金融庁総務企画局市場課長
平成19.7～	金融庁総務企画局企業開示課長
平成22.7～	金融庁総務企画局総務課長
平成23.8～	金融庁総務企画局参事官（監督局担当）