

市場監視の実相

大 森 泰 人

はじめに

ご紹介いただきました大森でございます。時々この会でお話をする機会をいただいておりますが、時々役所のほうでしている仕事とほとんど関係ないことをしゃべっております。例えばリーマン・ショックが起きて間もない頃ですと、なぜこんなことが起きてしまったのか、山一證券が破綻したときの経験を振り返りながら考えたり、あるいは答えを求めて経済学の古典をひもときます

と、古典には時代の制約がありますが時代の最高の頭脳が考えた跡ですから、いろいろと啓発された話をしまして、聞いているほうはいい迷惑だったと思います。

きょうは、私もかなり歳をとりましたので、よりオーソドックスに、今仕事で何をしているのかを中心に申し上げたいと思います。まずは、最近、世の中の耳目を集めた事件として、オリンピック、A I J投資顧問、公募増資インサイダー、外国から日本の高齢者を狙ったM R Iインターナショナル、さらについて一〇日ほど前のプラスアル

ファのお話をさせていただきます。

次に、もう少し時代のスパンを長くにとって、摘発セセンスということを考えさせられた、あるいはもう少しストレートに言いますと、この摘発でいいのかと長年私がこだわっている話に少しずつ触れさせていただきます。

最後に、時間があれば、摘発セセンスとも関係してくるのですが、金融制度や金融システムをアメリカと日本に対比して、どうも物事の起り方の順番がアメリカの場合と日本の場合とで大分違っておりまして、そのことが現代日本の金融や経済にどういうインプリケーションを持っているかといったことをお話ししたいと思います。

ただ、私、結論はいつも同じでございます。銀行の方には、もっと証券会社と連携して、上場企業をたくさん証券市場に送ってくださいとお願いしています。これは一〇年来、同じ持論を申し上げ

げております。証券会社のような伝統的な市場仲介者の方には、顧客がより長期保有できるようにビジネスをお願いしています。これはもう二〇年ぐらい同じことを申し上げております。この結論に向けて一時間強お話をいたしますので、レジュメを横目で眺めながら、聞き流していただければと存じます。

一、最近の証券市場事件簿から

(1) オリンパスの「飛ばし」

最近の事件簿の最初は、オリンパスです（文末添付のレジュメ１ページ参照）。

これは経営者の裁判は終わりましたが、野村證券出身の指南役の裁判が今なお続いています。

「FACTA」という雑誌の損失飛ばし報道を機に、当時、真相を解明しようとしたイギリス人社

長、マイケル・ウッドフォードさんが突然解任され、海外メディアに経緯を公表して大騒ぎになっていく話です。

課徴金は監視委員会と金融庁で自己完結する行政措置でして、刑事罰は検察に告発して受けてもらう必要がありますから、これまでのところ、この両方を併科した唯一の事例になっています。併科するということは、当局の側がどういう処理方針でいこうか、まずは自己完結的な措置から始めて次に検察との相談という順序をたどった経緯の反映です。

通常の課徴金調査だと、最近、学習塾大手のリソー教育が世間で少し話題になりました。会計処理のほうは余り理想的に行われていなくて、ウルトラ短期業績志向の経営者のプレッシャーに負けて現場が数字を膨らませてしまった、という構図になっています。何十億とかなり巨額に膨らまし

ていますので、課徴金でいいのかという判断は当然ありますが、原因をつくった人に粉飾の認識がなければお咎めなしで、手を染めてしまった人だけを犯罪者にするのもいかがかということもあって、今のところ課徴金前提で進んでいます。こういう場合、通常、財務諸表を分析して、不審なら調査に入り、問題点を指摘する。そうすると、会社側では第三者委員会をつくって自主点検をして、その自主点検結果を検証して課徴金納付命令を出す、そういう流れになっていて、リソー教育ももうすぐ勧告が出ると思います。その後も、上場企業としてまともな経営をされるか、拝見していくつもりです。

オリンパスの場合は、我々にとっても寝耳に水でした。内部告発する人が、当局を動かしたいということと、まず「FACTA」に持つていった。そうではなくて、最初に私たちのほうに持つ

てきてくれと最近はおちこちで言っているものから、まずは私たちのほうに持ち込んでくれる人が割と増えたのですけれども、正しい情報には当局は的確に反応する信頼感をつくっていかねればいけないと思っています。

オリンパスの飛ばしは、皆さん方も山一證券の「飛ばし」という一旦死語になった言葉が復活したので、驚かれたのではないかと思うのですが、財テクの始まりはご多分に漏れず八〇年代後半のバブル期です。当初、オリンパスは野村證券と山一證券に運用を一任していましたが、バブル崩壊後の損失補填リストに掲載されたのは山一の運用分でした。野村らしいことに企業としては補填を拒絶したのですけれども、野村を退職したオリンパス担当者が個人として飛ばしを指南しました。二一世紀に入っての時価会計への移行を機に、累積した損失を海外ファンドに付け替えて連結外し

をし、最近に至って、企業買収価格を水増しして自己流に飛ばしを治癒してしまった。そして、何も知らないイギリス人社長にバトンタッチした事案です。

通常の粉飾は、カネボウのケースが典型になります。繊維構造不況でだんだん本業が行き詰まってくる。売る物がなくなつて、数字のほうを水増しせざるを得ない。そういう通常の損失に比べますと、本業でない財テクの失敗であるというのがオリンパスの事案の特徴でして、こういうものは隠ぺいして時間をかけて治癒したほうが、従業員にも、取引先、メインバンク、株主にも心配をかけるというなかなか難しい問題になります。それと、隠すしかないでしょうと提案した財務担当者としてそれを容認した経営者の責任は果たして同じなのか、違うのか。一方で気持ちは分かるという方

向に傾いてしまいますと、言い換えれば日本的な経営のメンタリティに配慮すると、公正開示の規律がいつまでも確立しないという問題があります。

元社長の菊川さんほか成功していると思われる経営者の言葉を集めた本があります。もちろんこれは問題が顕在化する前に出ていて、菊川さんは、「企業不祥事の根底には、周囲の目さえ欺けば良いといった背景がある」とか、「結局は経営者の倫理観に収束する」と語っておりました。

摘発後、「何言ってるんだ」と非常に批判されたのですけれども、私、これを見て、これはむしろ彼が損失を飛ばしていることに深刻な良心の呵責を抱いていなかった証左ではないかと感じました。抱いていたら、人間として、このような無邪気なことを言えません。

菊川さんは裁判で、「何度も公表しようと考え

たが、なぜ決断できなかったのか慙愧の念に堪えない」とおっしゃっておられるのですが、これも後付けの言い訳で、自分と自分を社長に選んだ前任者の責任論、あるいは会社がどうなるかと考えれば、途中で公表するなどという選択肢は最初からなかっただろうと思います。公表しようと考えらなぐらいでないと、まともな経営者の倫理観には見えないと、取り調べの中で、あるいは裁判の中で認識されて、このようなことを今ではおっしゃっているのだらうと思います。

元検事とか裁判官を含む第三者委員会の報告は、「経営の中枢が腐っており、周辺部分も汚染され、悪い意味のサラリーマン根性の集大成だった」と断罪しております。これを読んだときも私はかなりけったくそ悪いなと思いました。企業にしても、役所にしても、サラリーマン根性のない組織などあるのだろうか。我々や検察は摘発する

仕事をしています。が無罪なのに摘発してしまつたなどと前任者から聞かされたら一体どうするか。自分を選んでくれた前任者、自分自身、自分の組織の信用が失墜する一方で、黙っていれば、もちろん良心の呵責は残るのだけれども、日々つつがない日常が続いていくというときに、マイケル・ウッドフォード氏のように行動するのは、普通の日本人にはなかなか難しいことだと思ひます。

あるいは、コーポレート・ガバナンスの視点から、社外取締役を三人も任命して、若いイギリス人を社長にする先進的なガバナンス体制にもかかわらず、こんなことが起きたという論じ方も違和感があります。皮相に言えば、結果として不正を埋没させないガバナンスだったと評し得ると思います。一方で、こういう展開を辿りますと、現在のオリンパスの従業員の大半は、「ウッドフォー

ドさえいなければ、全てが丸く収まって、つつがない日常が続いていたのに」という感覚が色濃く残ってしまいますから、なかなかガバナンス刷新の原動力とはなりにくい不幸な展開だったと思います。

ガバナンスを事後的に検証する仕事は後ほども出てまいりますけれども、ガバナンスのありようと、不正の抑止や企業業績は非常に微妙な関係にあつて、一刀両断に因果関係を明快に語れないところが物事を見る場合の難しさだと感じています。

(2) A I J 投資顧問の「消えた年金」

オリンパスに続いて顕在化したのは、A I J の「消えた年金」事件です。

こちらも野村證券出身の浅川さんという社長さん、野村時代は「営業の神様」と呼ばれたそうで

すが、彼は一貫して、運用実績の水増しはしたけれども、虚偽ではないという普通の国民には少し分かりにくい釈明をしております。顧客をだますつもりはなかったというわけですが、これは、水で増している間に損失を取り戻すという含意が彼の主観においてはある。賭けに負け続けるのですけれども、営業能力のおかげで、賭け金は集まり続けます。

去年の暮れに詐欺罪と金商法の偽計で有罪判決を受けたときに、浅川さんは「懲役三年なら分かるけど、一五年は長い」と反発されて、こういうコメントも珍しいなと思って聞いていました。彼の主観としてだますつもりはなくても、客観的に取り戻せないほど積み重なった損失を認識していれば、その上で新たにおカネを集めるのは詐欺だというのが確定した判決になります。詐欺の相手の年金基金ごとに詐欺罪が別々に成立しますか

ら、最長一〇年の一・五倍の一五年になってしまいます。

我々の側から言いますと、世間の反応が非常に厳しく感じられた事件です。浅川さんの嘘が発覚する前は、「A I J ってパフォーマンスが高いのだな」と思っていた程度の人が、どうも嘘だったらしいということになると、「俺は前から怪しいと分かっていた」とか、「おかしいと分かっていた」とか、自分に自己催眠をかけて言い続けます。

でも、検査の現実とは、運用資産を預かることになっていて海外の信託銀行から F A X されたことになっている原資帳票類、ここで、「ことになっていて」を繰り返すのは当たり前で、前の夜に慌てて偽造したからなのですから、それらが汚れもなく、きれいに揃い過ぎているのを変だと気付く野生の直観、あるいは野村で営業能力を

評価された浅川さんの矜持に配慮しながら、この検査官にこれ以上嘘をつき続けられない、と水増しを認めるまで柔らかに追い詰める総合人間力は、なかなかマニユアルで養成しにくいノウハウです。

こういう事件が顕在化しますと、私たちは、なぜもっと早く見つけなかったのかと立法府からもメディアからも批判されるのですが、よほど能力がないと見つからなかったようなシチュエーションでこう言われると、見つけても見えなかったこととして運用実態の改善を待つという、投資家保護の確率としては非常に不合理な検査官の行動を誘発する懸念がありますので、この件においては、私は発覚以来、組織防衛として検査の現実を認識していただくための言動を続けているところ です。

市場監視、摘発という仕事その後、想定外の

影響を及ぼすことは珍しくないのですけれども、この事件は、厚生年金基金制度そのものがなくなるほどのインパクトがあった検査であったと思います。

(3) 公募増資インサイダー

次は、公募増資インサイダー取引です（レジュメ3ページ）。

これは二〇一〇年に大型公募増資の公表前から株価が顕著に下落する現象につき、外資系証券会社とか海外ファンドから、日本のインサイダー取引抑止体制への不満が顕在化しました。今はやめています。私は当時、証券市場について連載をしております、レジュメに二つ引用してあります。

一つ目は、この問題が起きた直後で、「例えば、国債とほとんど同じ金利で借りられる公益事業

が、高い配当負担を甘受してまで公募増資する理由は何だろうか。主幹事証券会社が勧めるから、なんて理由でないことを願いたい」が「ジャパン・パッシングからナッシングに移ろう時代にも、日本企業の将来性に期待して長期投資してきた。なのにこの企業ときたら、既存株主の迷惑など眼中にないかの如き財務戦略とガバナンスである。おまけに、公募増資を勧める主幹事証券会社からは情報が漏れているらしい」。

リアルタイムで連載を読む市場関係者は、この公益事業が東電であって、主幹事証券が野村であることは自明なのですが、少し時が経つと分かりにくくなってしまうので、補足いたします。私もリアルタイムでよくここまで書いたなと思うのですが、後に福島原発事故が起こり、さらに野村證券からの情報漏れが確認されるにつれて、これは予言文章としてよく引用されるようになりまし

た。

その下は、まだ摘発前ですが、二〇一一年夏の「クロスボーダー事案」という文章です。「プロの暗号が国境を超えていくような世界を追跡するのは確かに容易ではない。だが、インサイダー情報を持つプロでもない限り稼げない、とアマが愛想をつかして証券市場から去ってしまったようにするのが、私たちの存在する意味になる。監視委員会摘発しやすい仕事をしている、というよくある批判も、そろそろ見返して差し上げたい。ならば今後、霧が深く視界が悪ければ引き返す慣行も、時として捨てねばならない局面があるだろう」。抽象的に書いていますが、このインプリケーションは、これまでの摘発より一歩踏み込んだ事実認定をせざるを得ませんと申し上げているわけです。

プロ間の情報の伝達は、以心伝心の暗号のやり

とりです。レジюмеに書いてあるように、例えばバーゼルⅢ対応でメガバンクに資本増強を行わねばならないという状況自体が自明ですと、時期だけが焦点です。「みずほ」を「飲み屋」と示し合わせておけば、「来週金曜、飲みに行こ」とメールするのは、来週金曜、みずほの公募増資が公表されるから、空売りしておいたほうがいいよという意味になります。

こういうのは、証券界の皆様が長年プロの技として、明確な違法性の認識がなく行われてきたことだと思います。そういう商慣行であつても、インサイダー情報を持たない一般投資家から見ても公正である以上、今後は看過しない。この文章でそこまで読み取れないかもしれないですけども、仕事のやり方を変えたのは私たちのほうだということです。

一方で、事件というのは起きるときには起き

る。未然防止の限界があります。起きてはいけないことは起きていないと日系のコンプライアンス担当者は認識しがちです。外資系の場合も、もちろんコンプライアンスは会社を守るためにやっているのですが、全ての従業員の違法行為の未然防止など無理なので、むしろ当局により見つけてほしい構えが強いです。先月、ゴールドマンのブラंकフラインさんが来日されて、非常に強くそういう構えをおっしゃっていました。

ところが、日系の場合は、とにかく「起こってはいけないことは起こっていないのだ」。あるいは、外資系は先ほどの構えから、従業員のメールを洗いざらい出していただけののですけれども、日系の証券会社さんですと、「うちのほうでチェックしてからお渡ししますから」「そんなもの、もらったって意味ないじゃないですか」というようなやりとりを結構します。

一昨年の暮れに、証券会社主催のセミナーに参加した銀行員が主催者に「出ていけ」と言ったという報道を見て、私も少し背筋が寒くなりました。お分かりでしょうか。これは密室で証券マンから不正に情報を得たと疑われたくないということだそうです。この銀行員は、厳格とか潔癖とか評する前に、少し知能や性格に問題があるのではないかと私は思ったのですけれども、逆にここまでする未然防止を几帳面にやろうとする国で、こういう規制のつくり方をするか、どういう規制の運用の仕方をするかというのは微妙な問題で、それだけにセンスを問われるところだろうと思います。

(4) M R インターナショナルによる投資勧誘

四番目に、M R インターナショナルというラベガスのファン্ডを紹介させていただいています（レジュメ4ページ）。

金商法で投資法制を再編統合して規制対象業種を大幅に拡大しました。その際に既存の証券会社とか運用会社を一種業と整理して、組合型のファン্ডを二種業（二種ファン্ড）として追加しました。以来、二種ファン্ডの違法行為が顕在化するたびに、なまじお墨つきを与えるから詐欺的なカネ集めを誘発するという批判が生じるのですが、今さらもとの無法地帯に戻せませんし、戻すべくでもないので、モグラが小さいうちに、モグラが見当たらなくなるまでモグラ叩きを続けて、その過程で投資家側にも、所詮世の中にフリーランチはないのだという常識の浸透を期待するしかないということ、余り展望のないモグラ叩きをしているのが現状です。

特に我々が登録を取り消しただけでは完結しないで、警察に犯罪者として摘発してもらう必要があります。警察のほうも、殺人

とか泥棒とかいう伝統的な犯罪がどんどん減ってきておりますので、こういう分野での犯罪を協力して摘発していく必要がある、そんな世界になっております。

MRIという医療機器の名前のようなファンドは、アメリカ人がアメリカの病院から診療報酬請求権を買って、アメリカの保険会社から回収すると称するファンドで、販売先は日本の高齢の資産家になります。アメリカという国は医療がGDPで大きな割合を占める産業である、なんて教養があるほうが余計にもっともらしく感じます。極端に高い利回りでもなく、年金を銀行に置いておいてもちつとも増えない中で、いつまで生きるか不安な高齢者の琴線に触れます。

最近、医療機器のほうのMRIによって、投資判断をするときに人間の脳のドーパミン系がどう反応するかのカニズムの解明がアメリカで進

んでおります。そんなことまで念頭に置いてこのファンドを命名したとすると、底知れない底意地の悪さのようなものを感じます。ただ、残念ながら、行為が行われているのがアメリカで、我々がアメリカに出かけていって、勝手にアメリカ人に公権力を振るうわけにはまいりません。そこで現在、SECとともに調査を続けているところで

(5) ○○○株式会社による開示

以上は、世の中の耳目を多少賑わせた、起こってからかなり時間が経っている話ですけれども、五番目の「○○○株式会社による開示」は、一日前ぐらいの話です。

「この度○○○株式会社は、弊社執行役□□△△の執行役の職務を停止致しました。これは、本人が現在、証券取引等監視委員会より株式の不公

正取引について調査を受けていること、本人が不正取引の事実を認めていること、及び本人から辞任の申し出があったことによるものです。（中略）事実関係が明らかになった段階で」「厳正な処分を行うことに致します」「今後はガバナンスを一層強化して、再発防止に取り組んで参ります」。これを皆さんはどう思われるでしょうか。

一見毅然とした対応のようにも見えるのですけれども、タイミングの良過ぎる取引をしている人のところに出かけていって、「あなた、インサイダー取引していませんか」と調べるのが我々の仕事なものですから、そこから情報伝達ルートをとって発行体の中枢部分に行って、発行体に勤める人が認める。そこからさらに調べなければいけないのに、本人が認めた途端に名前を公表しますと、当然メディアから追い回されて、調査そのものに影響します。また、もともと課徴金を前提に

した調査で、課徴金制度は匿名で不当利得を没収するというのが制度の趣旨です。全国にさらし者にして、ご本人の今後の人生に影響するということをどう考えるのか。端的に言って、過不足ない対応とは言いいくいと、少なくとも私は感じた事例です。

二、摘発センス

(1) 前提

そこで、二つ目の柱として、もう少し長いタイムスパンをとって、摘発センスを考えさせていただきたいと思います（レジュメ5ページ）。

その前提として、摘発目的の三層構造と私はよく職員に話すのですけれども、何で不正取引を摘発するのかと言えば、直接的には法律が不正取引を禁じているからです。当たり前ですね。では、

何で法律が禁じているのか。それは、証券市場に参加している自分が不正、不公正に扱われることではないという投資家の信頼を守るためである。では、何で投資家の信頼を守るのか。それは、リスクマネーを円滑に供給して経済成長に貢献し、国民生活を豊かにするためである。後ほど時間があれば申し上げますが、元本保証の預金を原資にする銀行は、信用リスクもカバーできないような低金利状況でリスクテイクに限界があります。だからこそ証券市場を通じた資金仲介を拡大していかなければいけないわけです。

こういう構造に照らして、摘発すべきか、すべきでないのか。するとしても、それは刑事罰という形がいいのか、金銭的なペナルティーがいいのかを考える。このミッションを担う上で、もちろん先ほどの浅川さんの嘘を見抜く力とか、「FACTA」の情報にも的確に反応する力、あるいは

国境を越える力に加えて、長年感じておりますのは、センスと呼ぶしかない資質を必要とするということです。

今の私のボスである元検事の佐渡さんが二〇〇七年に来てから大分センスが向上したと思います。佐渡さんは来たときに、「市場の公正を汚す不届き者には恐れられ、一般投資家には心強い存在でありたい」という自分で一生懸命考えた決めセリフを打ちました。これは、少し時代劇っぽいなど思っているのですけれども、それ以降、我々全員のモットーになっています。センスが欠けると、不届き者には心強い存在、一般投資家には恐れられる存在になってしまいますから、このところは非常に大事だと思います。

以下、センスに疑問を感じた事象を幾つかつかいつままで申し上げたいと思います。

(2) 証券会社の一任取引

監視委員会を外から眺めて昔から疑問に思っており、監視したのが、証券会社の一任取引の摘発です。

きょうは証券界の方ですので自明だと思いますけれども、一任運用が常軌を逸したバブルの要因だったので、崩壊の過程で有力な法人顧客だけが損失補填されたことが問題になり、損失補填を禁止した、ここまでは分かるのですけれども、補填の温床の一任取引まで禁止してしまった。同時に監視委員会をつくりまして、長い間、一任取引の摘発件数稼ぎをしていた。これは金商法ができてから自制しておりますが、海外旅行に行っている間に相場が動いたらよろしく頼む、みたいなものまで摘発していました。

こういうことをやっていると、この禁止を背景に、個人顧客の個別株売買は自己責任という

思考法が証券会社のほうにも浸透し、特にそれが九〇年代後半以降の手数料自由化と相まって、個別株取引の前提となるアドバイスまで控えるようになり、投信の乗換え販売に一層注力するようになって、それが証券投資の長期パフォーマンスを一層毀損する悪循環になったのではないかと思います。

後ほど時間があればアメリカの話もしたいのですが、けれども、アメリカでは、地域のコミュニティに独立系の投資顧問が二万社もあって、ファイナシヤル・プランナーが二〇万人もいます。いわば運用のホームドクターとして投資のアドバイスをしてくれる人が身近にいるというアメリカの状況に比べると、日本はそういう機能が長いこと欠けたままで来たのではないかと思います。

(3) 長銀・日債銀(有報虚偽記載)事件

次は、長銀・日債銀の事件です(レジュメ6ページ)。

結論だけ言いますと、長銀・日債銀の経営者は、経営が破綻した後も公的資金で金融機能が維持されるというセーフティーネットが存在しない状況で、「唯一の」公正な会計慣行に準拠した引当てをして債務超過にし、自らを破綻させ、金融システムを混乱させる、ことはなかったという理由で逮捕、起訴されました。

森本理事長も検査局長をされていますけれども、金融検査がおおきなく事実認定して、検査結果に基づいて、監督行政上、破綻処理を辞さないというのも、万全なセーフティーネットがあるからであって、それがないときに、ほかに選択肢がなかった経営者の行動を犯罪として事後的に裁くということをやっておりますと、先ほどの三段階

の構造からいって、市場への信頼感の醸成に寄与しない。むしろ捕まったのは運が悪かったという話になってしまいます。

(4) うっかりインサイダー取引

次は、うっかりインサイダーです(レジュメ7ページ)。

これは課徴金の話ではありますが、法律の構造が、会社関係者は重要事実を知って、公表前に売買してはならないとしか書いていない。インサイダー情報を知ってから、実際に儲けたり、損を避けたりする必要はありませんし、儲けたいとか、損を避けたいという主観的因果関係すらそもそも必要ない。この課徴金を導入してから、株価に影響しない子会社の解散とか増配を公表する前に自社株取得をしたことに対して、課徴金を課すという形式的な運用があり、経済界からは、これでは

事実上、自社株取得（株主還元）できないではないかという懸念が惹起され、条文を、「（知った）重要事実を利用して売買してはならない」という主観的因果関係が明確な形に改めてもらいたいという要望がありました。

ただ、調査をしておりますと、普通の人は、割と簡単に「済みません、つい出来心でやっちゃいました」と告白するのですが、プロの確信犯のほうは「確かに話は聞いたけれども、俺の取引には影響していない。俺は俺の相場観でやっているだけだ」と言い張ったりします。そういう場合に、嘘であることが明白であれば、「百歩譲ってそうだとしても、公表前に聞いて売買したら、それだけでアウトだよ」と言える構成要件であることが、むしろ投資家間の公平を担保する上で必要になっていくというのが調査の現実ですので、経済界の要望には、主観的因果関係がなければ摘発し

ないプラクティスで対応していくのがいいだろう。今のところはそう考えています。

(5) ライブドア事件

(6) 村上ファンド事件

次は、ライブドアと村上ファンドの事件です（レジュメ8～9ページ）。

ゴタゴタ書いてありますけれども、中身は省略して一言で言うのと、これらはいきなり逮捕して犯罪者にするような話だったのか。もちろん問題がないと言うつもりはないのですが、私は長年、疑問を持っております。

両方とも、「額に汗して働く人たちが憤慨するような事件を摘発したい」と言う東京地検特捜部長さんがやった事案です。彼らのような存在が日本の資本主義にとって望ましいか否かという価値判断が、法律論と混然一体になっているのではな

いか。ライブドアの場合は、新たに発行した自社株を売買すれば、当然、価格は変動しますから、そこで上がった利益を計上したのが粉飾に問われております。

村上ファンドの場合、彼らのようなアクティビストとインサイダー取引規制はもともと相性が悪いところがあります。アクティビストは、割安な銘柄を買って、株主価値を顕在化させるために圧力をかける。出口に向けて圧力を増すために買い増そうとしたりするものですから、村上ファンドのようなアクティビストの活動が日本の資本主義にとって望ましいか否かという価値判断が、やはり法律論と混然一体になってしまっているところがあると思います。

(7) 金融業のリスク管理の検証

摘発センスの最後「(7)金融業のリスク管理の検

証」を書かせていただきました。

これは今回のシャドー・バンキング発の金融危機以降、当局にとつての国際的な課題になっています。製造業のリスクは、車のブレーキが効かなくなつて人が死んでしまったとか、湯沸かし器から毒ガスが出てしまったとか、業務の副産物です。金融業のリスクは、テイクして利益を得る業務対象そのものですから、リスクテイクに對峙する概念は、リスク管理ではなくて、リスク回避になります。リスク管理として、誰にどの程度リスクテイクさせて、リスクの水準をどうコントロールしていくかは、経営判断そのものです。

うまくいっている経営は、経営者の能力が優れているのか、たまたま運が良いだけなのか、それとも現場の情報が常に経営者に届いて、適切なリスク管理指標を用いているから、的確な経営判断ができて、その判断を現場も確実に実行できる強

固なガバナンスの賜物なのか。現実にはこの三つとも重なっていると思うのです。

ただ、結果として損失が顕在化したとか、あるいは破綻してしまったという極端な場合には、経営者の能力がなかったとか、運が悪かったと言っても始まらないので、ガバナンスの欠陥を検査で指摘する。これは後知恵の指摘にはなりますが、所詮ガバナンスは、後知恵を教訓に転化して、いかに今後の失敗を小さくするかという性格のものだと思っています。

しかし、現実にはこういう指摘は非常に難しい。我々の検査でも、「リスク管理指標が内規のリミットを超えたのに、上司に報告していないではないか」とチマチマしたことを言つて、「そんなことを言われるのだったら、内規のリミットのほうを今から緩くします」などという対応をされたら、元も子ありません。あるいは、野村證券

に対して「リーマンを買ったのは正しかったのですか」などと指摘するのは見識のなさを示しています。この国にとっての一番のリスクは変われないことです。から、変わるための経営判断を短期的視点から無責任な評論家みたいに糾弾するのは有害です。どこまでが建設的なガバナンスの指摘なのか、どこまでが不毛の後知恵の糾弾なのかを意識しながら、本音で建設的に意思疎通していくことが必要だと思っています。

当局には二つだけアドバンテージがあります。多くの金融機関を見ているので、相対的な優劣が感じられることと、カネ儲けの欲望で目が曇っていないことです。この二つのアドバンテージをもとに建設的に議論していくことだろうと思います。

大分時間が経ってしまいましたけれども、以上が市場監視に関して感じていることです。

三、アメリカの金融システム小史

(1) 大恐慌

残りの三〇分は、アメリカと日本の金融システムで起こったことを振り返って、冒頭申し上げた結論に向けて話をさせていただきたいと思います。

アメリカ、日本の順番で、私が話をしやすいように項目を分けていて、まず大恐慌です。私はいつも大恐慌から話を始めます。

教科書に書いてあるように、一九二九年の株価暴落をきっかけにどんどん経済が沈んでいきました。ダウが一〇分の一にまで暴落して、暴落前の水準を回復するのが四半世紀後の一九五四年です。その後、ブラックマンデー、ＩＴバブルの崩壊、リーマン・ショックといった株価下落があり

ますが、比較的短期に暴落前の水準を回復して、ご案内のとおり、現在も最高値更新中です。これがアメリカ人に、株式投資は長期的にはペイする感覚をもたらしていると思います。

我々のほうは、八九年末にご案内の四万円台を伺ってから既に四半世紀経っております。その頃初めて株式市場に参加した国民はもう懲りて、預金金利ゼロでも銀行に預け続ける背景になっています。逆に言うと、日本が九〇年以降、経験してしまったことが、二九年以降のアメリカの大恐慌に近いバランスシート調整ではないか、あるいは今回の米欧も同じ状況に陥っているのではないかという見方が一番、事態を納得的に説明しているように感じています。

銀行から借りて、株でも土地でも住宅でも資産に投資する過程で、バランスシートは拡大しますが、これらの資産バブルが崩壊しますと、資産が

消えて負債が残る。そうすると、負債の圧縮を最優先するので、消費や投資の新たな需要が減退してしまつて、借り手兼支出して需要をつくる主体としての政府の役割が拡大します。アメリカも最終的には第二次大戦の軍需によって経済が回復しました。戦争が終わつて、戦後の民需に対しては、政府とFRBが協調して国債管理政策を行いました。要はFRBが米国債を大量に買ったということです。今、日銀が日本国債を大量に買っています。二〇年経つてようやくバランスシート調整が終わつたので、日銀の国債買い取りのインフレーションが、大戦後のFRBと同じような意味を持つものであればいいと感じます。

大恐慌の反省を踏まえた制度対応として、アメリカでは、発行体の開示義務を強化し、証券市場での相場操縦や証券詐欺を禁じて、SECを設立して摘発する体制をつくりました。初代の委員長

が、相場操縦のようなことをしていたJFKのお父さんというのは有名な話です。また、銀行と証券会社を分離し、銀行には株式保有を禁止して、預金の上限金利規制や業務制限をしました。ここで安全だけでも退屈な銀行業、三パーセントで預金を預かつて、六パーセントで貸して、三時からゴルフに行くという、よく言われた銀行業の業務が一旦で上がるわけです。

(2) 戦後八〇年代

戦後から六〇年代前半ぐらいまでがアメリカ経済の黄金期と言われますが、次第に産業の国際競争力が低下して、財政金融政策に依存するようになってまいります(レジュメ12ページ)。この頃ベトナム戦争に深入りしたり、あるいはグレート・ソサエティーをつくろうということインフレが制御不能になりました。インフレになると市

場金利が上昇しますので、低利に規制された銀行預金から、MMFのような証券会社の高金利商品に資金が流出します。

これに対し、金融政策としては、七〇年代末にボルカーさんが出てきて、非常に厳しい引き締めをしました。当然、企業倒産が増えて不況が深刻化しますが、代償としてインフレは収まって、株式市場もその後、長期にわたる上昇基調に入ります。金融制度のほうは、銀行の預金が出ると困りますので、預金金利や業務を自由化しました。自由化すると、逆ざやになったり、過剰にリスクテイクをしたりして銀行の不良債権が蓄積していく。八〇年代の銀行は経営危機に陥ってしまっただけです。

このように機能不全を起こした銀行に代えて、証券市場経由、これは株や債券の直接金融の場合と、一旦銀行が貸した債権を証券化する場合の両

方があるわけですが、低コストの資金仲介が拡大しました。売買手数料は既に七〇年代に競争政策上の理由で自由化が終わっております。そうなりますと、証券市場で経営権を異動させるM&Aが活発になります。当時、「ウォール街」という映画があり、ゴードン・ゲッコーが敵対的に買収している会社の役員会に乗り込んで、役立たずの取締役を糾弾するシーンがありました。そういう形で産業構造の転換を促進しました。

非常に簡単に言うと、製造業は若干の例外を除いて断念して、西海岸のITと東海岸の金融で牽引するような産業構造になりました。日米の大企業の三〇年前と現在の顔ぶれは、東証の斎藤さんもよく言われますが、アメリカは顔ぶれがほとんど変わっているのに、日本は顔ぶれもやっていることも三〇年前とほとんど同じということです。

その背景に、「ガバナンスの差異」と書きまし

たけれども、銀行は元利払いを確実に行ってくればいいのに対して、証券市場の投資家は、リスクを評価して投資して、企業価値の向上による株価上昇を常に要求しますから、要求に応えられなければ、ほかの企業に乗り換えられてしまう。こういう証券市場が将来の成長分野を見出して資金供給していく構造において、経営者は、市場から裁かれないように効率経営に努めざるを得ません。

(3) 九〇年代と今回の金融危機

九〇年代以降、日本がバブル崩壊で沈んでいくのに対して、グレート・モデレーション (Great Moderation) と呼ばれたアメリカは、一見好況を維持していたわけですが、背景には、ＩＴ株から住宅にバブルリレーしていました。

何遍も同じ話をしているので、「こいつ、また

同じことを言っているな」と皆さん思うかもしれませんが、貧しい人でもローンを付ければ住宅が持てますから、住宅の実需が高まって価格が上がる。上がり続ければ借り換えてさらに大きな住宅を持てる。住宅価格とローン残高の差 (ホームエクティ) を追加で借りて、トヨタの車とかシャープのテレビが買える。マクロでは、住宅価格の上昇によるアメリカ人の過剰消費をアジアの経常黒字がファイナンスする。輸出で稼いだおカネを米国債やＭＢＳ債に投資しました。

金融による自作自演のバブルであり、崩壊するまではなかなか認識できないという面もあるので、後に丁寧に検証した結果を見ますと、証券化商品をつくっていた方とか、投資家の多くは、ローンをつけるだけではバブルが永続しないということは分かっていました。問題は、目先の欲望を抑えて、いつ逃げるかというタイミングでした

が、経験則が二つありました。一つは、優先劣後構造を持つ証券化商品においては、AAAの部分まではさすがに損失は及ばない。もう一つは、アメリカ全土にわたって住宅価格が下落するのは大恐慌のとき以来起こっていない。だから、アメリカ全土にわたる住宅ローンをプールすれば大丈夫だろう。この二つの経験則がかえってアメリカ全土にわたる住宅ローンの増加、そして住宅価格の上昇と崩壊に帰結して、AAA商品にまで損失が波及してしまいました。

ただ、レジュメには書いていませんが、最近、ロバート・シラーが『Finance and the Good Society』という本を出しまして、もちろんAAA商品の価格も暴落しましたが、それは当然、投資家が将来損失が発生するだろうと思って暴落したわけで、原資産である住宅ローンで毀損しているのは〇・二%ぐらいなのです。将来の損失の恐

れをみんな感じて暴落してしまったのですけれども、プールしてトランシェに分けてという構造が金融危機の原因だということではないだろうと思います。

その次の「証券化の功罪」は（レジュメ13ページ）、当時から、オリジネーターから無責任に貸出債権を切り離すので、与信審査がずさんになってリスクを世界中にばらまいたと批判されたのですが、破綻したベアー・スターンズやリーマン・ブラザーズは、別に証券化商品をつくって売ったからではなくて、妙味のある商品になったなど自分で抱えていたから破綻してしまったわけです。

八〇年代以降、大恐慌のときに行った銀行と証券会社の分離が次第に緩和され、世紀末にグラム・リーチ・ブライリー法で、グループとしてあらゆる金融業務が提供できるようになりました。今、新しいボルカー・ルールは大恐慌後のグラ

ス・ステイガル法への回帰とも言えるわけですが、業務の規制緩和と金融危機の因果関係は相当の議論の余地があると感じております。証券化商品を自ら抱えるのは、グラス・ステイガル法が禁じていた証券業務ではありません。むしろ日本の銀行は、貸出をして、完済まで抱えるという伝統的なビジネスモデルだったがゆえに、バブル崩壊後、経済のリスクが銀行だけに集中して機能不全を起こしたということであって、リスクを浅く、広く分散するほうが全体として金融システムが強靱になるということではないかと思えます。

四、日本の金融システム小史

(1) 戦後高度成長期

日本のほうを簡単に振り返っておくと、とにかく

高度成長までは、日本全体としておカネがありませんから、銀行が家計の余剰資金を集めて、設備投資をしたい企業に貸すのが効率的でした。

高度成長の原動力は、私は吉川洋先生の説が一番ストンと胸に落ちます（レジュメ14ページ）。とにかくアメリカ並みの生活水準、家庭に洗濯機があり、冷蔵庫があり、テレビ、自動車があるというレベルに早くなりたいという憧憬が根底にあつて、企業は銀行から借りて設備投資をして生産性を高める。生産性を高めれば値段を下げられる。そうすると、需要は際限なく付いてくるわけです。同時に労働者の賃金も上げられます。高い賃金を見て農村から都市に民族移動してきた若者が、都市で新たに世帯を構えて、さらに耐久消費財を需要する。そんな好循環が重なったと思います。

(2) 安定成長期くバブル

安定成長期になると、設備投資が鈍化して、企業の資金不足が全体として緩和して、大企業は証券市場からの調達に移行し、銀行の優良な貸出先が縮小しました。先ほどのサブプライムローンと同じで、土地担保があれば銀行は貸す。土地の実需が高まって地価が上がリ、担保価値が高まってさらに銀行が貸すとさらに地価が上がるといこうとで、金融自由化が進展していなくても、金融による自作自演バブルが形成されました。

企業はこのとき設備投資を増やしましたが、先ほど申し上げたように調達と運用の両建てで財テクも行い、企業からおカネを預かった証券会社では、うちが推奨するから上がる、の論理で株の回転売買を行いました。根底には、二十一世紀は日本の時代というユーフォリアがありました。当時、円高の影響もあって、世界の銀行ベストテン

はほとんど邦銀でしたし、東証の時価総額は世界一、あるいは東京の地価でアメリカが買えるとか、皇居だけでカリフォルニアが買えるとか言っていました。

(3) バブル崩壊く失われた四半世紀

九〇年代以降、先ほどのバランスシート調整の過程では、財政金融政策を講じるのですけれども、まさに一番効果が期待される局面で、なかなか捗々しい効果を上げたように見えない。ただ、日本の場合、官民ともに直ちに沈没しない余力があるので、かえってゆっくり沈んできたような感じがします。

こういった中で、八〇年代までは、日本型の経営とか金融システム、官民協調といった路線に我々は相当な自信を持っていたわけですから、九〇年代を通じて次第に金融危機が深刻にな

り、もう少しアメリカを見習って自由にやっても
らったほうが良いのではないかというのが、九〇
年代後半の制度改革だったと思います。

五、証券市場の制度改革

(1) 証券市場を構成する三要素

そこで、次に制度改革の話を掲げておきました
(レジュメ15ページ)。

私はよく、証券市場を構成する三要素は、①投
資家と、②投資対象と、③両者をつなぐ仲介者、
だと単純化します。

日本版ビッグバンと呼ばれた制度改革は、銀行
が主役の日本型金融システムが時代に合っていな
いのではないかという懷疑を背景に、証券会社の
手数料を自由化するか、銀行でも投信を売れる
ようにするか、取引所の取引集中を撤廃すると

か、仲介者の業務の自由化と言っていると思います。
それに対して、今世紀の金商法は、投資家の
側がリスクをきちんと認識して投資する環境を整
備するもの。残された課題として、もちろん開示
制度はあるわけですが、投資対象そのものが
投資家のほうを向いて活動しているかという
コーポレート・ガバナンスの課題が残っていると
思います。

(2) 銀行の証券業務に関する近年の制度改革

次に、銀行の証券業務に限ってまとめてありま
す。日本版ビッグバンのときは、銀行の証券子会
社の業務を完全に自由化したのと、今申し上げた
ように銀行本体で投信を売れるようにしました。

二〇〇四年の証取法改正では、銀行が、証券会
社の仲介者として証券を扱えるようにしました。

二〇〇六年の金商法制定では、集団投資スキ―

ムを法制化して、多数の投資家が先ほど申し上げた二種ファンドに投資して、ファンドが未公開株とか貸出債権に投資するようになっていきます。

二〇〇八年には、銀行と証券会社のファイアーウォール規制を緩和して、最近また手直しをしました。ことしは、株式投資も含むクラウド・ファンディングを可能にする金商法改正を予定しております。

要は何が言いたいかといいますと、アメリカの場合は、まず産業の競争力が相対的に低下し、財政金融政策で補おうとしてインフレになりました。市場金利が上昇して銀行の経営を直撃して、証券市場が主役の金融システムになり、それがまた経済に好影響を与えました。非常にざっくり言うところという流れを辿っているわけですけれども、日本の場合は、特段の制度対応をしないまま、株と土地の常軌を逸したバブルが起こって、

崩壊してしまったので、その後の政策的な取り組みが何をやっても余り捗々しくいかないのではないか。これが長年、行政サイドにいてフラストレーションを感じていることです。

六、含意

(1) 政策の方向感

最後に、もう時間もないので、余り詳しくは申しませんが、インプリケーションを書かせていただきました。

不況の原因は、需要不足か供給力不足かという議論を相変わらずやっていますが、提供する財やサービスが売れないという意味で不況は常に需要不足として体现します。ミクロ的に、企業は売れなければ賃金を引き下げます。そうすると、費用面から価格を抑えますし、賃金が減れば需要も一

層減退させます。こういう状況に対して、エコカーとかエコポイントという形で需要を追加しても持続性がありません。

一方で、欲しいと思える財やサービスがないから売れないというのであれば、供給力不足と評するほうが適切です。例えば余り良くないのですけれども、高齢化が進んで若者向けのファストフードを志向しなくなったのに、高齢者が好む和食屋が見当たらないという場合には、需要を生む事業を始めるか、需要の低い、あるいは生産性の低い分野から、需要の高い、あるいは生産性の高い分野に労働と資本を移転する必要があります。制度的に需要を制約している分野では、ミクロで規制改革を推進して既得権と戦っていくことが必要です。この資本の移転を容易にする市場型のシステムは、日本の現実からすると、銀行が本格的に取り組んで現実味を帯びるということではないかと

思います。

(2) 異次元緩和への視点

昨年からの異次元緩和は、証券界の方とお話しておりましたが、政治がここまでやってくれたのはかつてなかったと非常に高い評価をされています。私も、悪循環にはまってしまっている中で、現在採られている政策が循環を反転させて、良い循環に向かう契機となることを願っているのですけれども、もともとペシミスティックな性向があり、少し気になっているところがあります（レジュメ17ページ）。

インフレ目標を設定したわけですが、別に二％という目標を設定しただけで、一般の企業や家計が二％のインフレになるだろうと思うわけではない。反応するのは世界の投資家であって、投資家は、自分がどう思うかではなくて、投資家みんな

がどう思うかを思います。一〇〇人から六人の美人を選び、全員の投票結果に一番近かった人が賞品をもらえるケインズの美人投票の世界、みんながどう思うかとみんなが思う世界です。

この政策によって確かになったのは、少なくともインフレが二%になるまでは日銀は金融引き締めに転じないだろう。したがって、投資家みんなが円を借りてドルに投資するキャリートレードがそれだけ長く安心して行えるということですから、それで円安が進む。円安から株高に反応するのが世界の投資家です。昨年は、外人の一五兆円という史上最高の買い越しが株高の背景になりました。

ただ、同時に円安は、資源価格の上昇と相まって足元の経常収支を赤字にしております。我々が物心ついたときから長年、この国は経常収支黒字の国でした。そのことが国債の低利での国内消化

を可能として、国債が累積しても大丈夫だということになっていたわけですが、対外的に稼げない国になってもなお国債が従来どおりの信用を維持できるか。加えて、資源価格主導のインフレは弱い人の生活を直撃しますので、それにどう対応していくかが、今この国にとって必要になっている視点ではないかと思っています。

(3) 銀行と証券会社

最後に、冒頭申し上げた結論になります。銀行が元本保証の預金を原資に、信用リスクもカバーしづらい低金利状況でリスクテイクするのは限界があります。私も金融行政の一員ですので、全国いろいろなところに行つて、銀行の皆様が集まると、「目利き能力を強化して新規貸出を」とか言うのですけれども、言いながら、なかなか難しいことを言っているなと思います。

ですから、預金、貸出という形で流れるおカネ自体を縮小して、証券市場ルートを拡大する必要があるので、一方で、圧倒的に多くのおカネが銀行とか信用金庫を通じて流れてきたという現実がありまして、この国で中小企業の経営者、従業員の意欲や能力が一番分かっているのは、銀行などの預金金融機関ですし、ほとんどの中小企業は、おカネは足りなければ銀行から借りるものであって、上場などということはなかなか考えないわけです。

そこで、銀行は自らは貸せないけれども、証券会社と提携して、投資対象として適格な企業を証券市場に誘導する。また、証券化商品や集団投資スキームを組成して、貸出債権や貸出先の未公開株を組み込む。残念ながら、金商法ができて、モグラ叩きのように、ろくでもないファンドの摘発ばかりしておりますので、集団投資スキームとか

未公開株投資という言葉のイメージそのものが汚れてしまっているのですけれども、再生していくには、やはりそういった銀行の取り組みが必要ではないか。私は一〇年来、銀行の方が集まる時には申し上げ続けています。

もちろん銀行自身が貸せないから投資家に負担を転嫁しているという批判が生じますから、批判に対応し得るリスク管理が必要になり、そういう自信のある方しかやれません。銀行の自己資本は、一〇%あると、大抵「健全だ」と言いますが、一〇%の自己資本は貸出先一〇社のうち一社目利きに失敗しただけで飛んでしまいます。一方で、今の新興市場の現状を見ますと、新興市場に新規上場した企業一〇社のうち九社の業績がそこそこ堅調だったら、随分立派な目利き能力と言えます。そういう広大なグレーゾーンの領域にある企業を、証券会社と銀行が連携して市場に送り込

んでいただきたいと思います。

最近、大学で若い人に話をするときは、バブルとか、その崩壊と言っても、みんな何のことか分からなくて聞いているのですが、先ほど申し上げたように、このときに初めて市場参加した投資家は暴落に懲りて、金利ゼロでも銀行に預け続けているという時代が長く続きました。さすがに四半世紀経てば、そろそろ風化してきていると思います。証券会社は今、NISAなどの取り組みをやっておられますが、冒頭申し上げたように、正常な長期投資を促すビジネスへの移行を志向していただきたいと思います。

きょうは話を省略してしまいましたが、そういうビジネスの逆、同じような商品を手数料目当てで乗り換えさせるようなビジネス、あるいは一定の条件のもとでの仕組債、株価が一定額より上回ればとか、一定の円安が続けばとか、投資家がか

くあつてほしいと思うような状況が続いたら吉と出るようなタイプの商品は、毎回六分の五の確率で死なないで済むので、死ぬまで続けるロシアン・ルーレットではないかと私、書いたことがあります。長期投資を促すような、そしてそれを応援していくような市場監視活動でありたいと申し上げまして、私のきょうのお話を終わらせていただきます。

あちこちに飛んで脈略のない話で、お聞きづらかったと思いますが、感じていることを申し上げます。あと一〇分ぐらいありますが、理事長から、質問の時間を少し残してほしいというお話がありました。ご質問をお受けいたしましたので、私で答えられることであれば、何でもお答えさせていただきますので、よろしくお願いいたします。

森本理事長 大森さん、幅広い見識に基づく含蓄

に富んだお話を大変ありがとうございました。

それでは、会場から、大森事務局長の本音を引き出せるような質問が何かございましたら、ぜひお願したいと思います。——何かございませんでしょうか。

それでは、私が一つお聞きしたいと思います。

大森事務局長から摘発センスという大変注目すべき観念が提示されました。監視側もそういうセンスに沿った運営をし、証券会社側もセンスのあるコンプライアンスというようなことではないかと思うのですが、それはどういうふうに実現されるのか。プリンス・ベースのようなアプローチなのか、ルール・ベースのだけでも、やはりセンスが大事だということなのか、その辺をお聞かせいただければと思います。

大森 先ほど六ページで省略した「足元の事例」が、今の理事長のご質問の一つの例ではないかと

思います。

毎月分配の投信がいいのかどうかという話は置いておきまして、金融危機後、円高になりましたので、グローバル・ソブリン・オープンのようなヒット商品から、むしろアメリカのハイイールド債と機動性の低いレアルのFXを組み合わせたような投信に移っていきました。そうすると、基準価格は、原資産があるアメリカの金利水準、ドルとレアルの間の短期金利差、レアルと円の為替レートに依存するわけですが、この投信を売ってレアル建ての債券に乗り換えませんかと勧誘する事例がありました。これは投信と債券の乗り換えですから、一見、問題がないように見えるのですけれども、こういう商品を売ることで自体の意味を考えていただきたいというのが、今、理事長が言われたビジネスのセンスということだろうと思うのです。

もちろん毎月の分配金を高くするためにこういうものが開発されているのですが、これほど難しいものを、顧客にとって最適なタイミングで、最適なリスクの説明をして、顧客のために乗り換えてもらうというのはほとんど不可能ではないかと思うのです。この場合、一番要因が大きいのは、レアルと円の為替レートであって、この投信とレアル建ての債券、世銀債でも何でもいいのですけれども、乗り換えをするというのは、違うものものようではありますが、実質的にはほとんど同じものであり、手数料目当てと認定せざるを得ません。

もちろんこれは違法ではありませんので、これで行政処分を受けたたりすることはないのですが、こういうビジネスの仕方がいいのだろうか。その下に書いたのは最後に申し上げたことですけれども、銀行検査の世界でも、ミニマム・スタンダー

ドからベスト・プラクティスを志向するということが言われております。こんな議論をしながら、顧客にとって長期的に意味のある投資になっているかどうかということを建設的に議論していくというのが、一つの事例かなと思っています。

森本理事長 どうもありがとうございます。

会場のほうから質問はございませんか。

では、まだ少し時間があるので、もう一問だけ簡単なご質問をさせていただきます。

最初のほうにたくさん事例が出ていますが、最近の大きな事例は、海外で投資運用がなされているようなものが多いと思います。最近、海外のファンドに課徴金をかけるという勧告がかなり見られるようになっていますが、監視委員会の体制はそういう問題状況にマッチしているのか、十分なのか、その辺はいかがでしょうか。

大森 十分ではありません。大体、事務方の責任

者である私自身が英語を余りちゃんとしゃべれないぐらいです。ただ、今のご指摘は私たちの組織にとって一番大事な部分です。問題があれば、軽く国境を越えて調べに行ける、あるいはその国の当局と連携できる能力を持った人間の育成または外部からの登用は、人材育成上の最重要課題だと考えておりますし、最も強化しているところだというのがとりあえずのお答えでございます。

森本理事長 それでは、大体お時間となりましたので、ここで改めて大森泰人さんに盛大な拍手をお願いします。どうもありがとうございました。

(拍手)

(おおもり やすひと・金融庁証券取引等
監視委員会事務局長)

(本稿は、平成二六年三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。)

大 森 泰 人 氏

略 歴

昭和33年 7月2日生

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

10年 金融再生委員会事務局企画官

11年 近畿財務局理財部長

13年 金融庁企画課調査室長兼法務室長

14年 〃 証券課長、内閣府産業再生機構設立準備室参事官

15年 〃 市場課長

17年 〃 参事官兼信用制度参事官

19年 〃 企画課長

21年 〃 証券取引等監視委員会事務局次長

23年 兼) 内閣府東日本大震災事業者再生支援機構設立準備室長

24年 兼) 復興庁審議官

25年 金融庁証券取引等監視委員会事務局長

レジюме

2014. 3. 4 日本証券経済研究所
金融庁証券取引等監視委員会 大森泰人

市場監視の実相

1. 最近の証券市場事件簿から

(1) オリンパスの「飛ばし」

FACTAの損失飛ばし報道を機に、真相を解明しようとしたイギリス人社長の突然の解任。→海外メディアに経緯を公表。

課徴金（監視委員会・金融庁による自己完結的行政措置）と刑事罰（検察に告発）の唯一の併課事例。

通常の課徴金調査（最近だと学習塾大手の「リソー教育」）：財務諸表を分析し不審なら調査に入り問題点を指摘。→第三者委員会を設置させ自主点検。→報告を検証して課徴金納付命令。

FACTAより先に情報提供を受ける信頼感の構築。

死語の復活（山一証券自主廃業時の社長の号泣）。

オリンパスの財テクの淵源は80年代後半のバブル期。当初、野村証券と山一証券に運用を一任していたが、バブル崩壊後の損失補填リストに掲載されたのは山一運用分。野村は企業として補填を拒否したが、野村を退職したオリンパス担当者が個人として飛ばしを指南。その後は自己運用による損失が拡大。

時価会計への移行を機に、累積した損失を海外ファンドに付け替え、連結外し。最近に至り企業買収価格を水増し（のれんを過大計上）して飛ばしを自己流に治癒し、イギリス人社長にバトンタッチ。

カネボウのように本業が衰退して粉飾に至る通常ケース。←→本業でない財テクの失敗は、隠蔽し時間をかけて治癒するほうが、従業員や取引先やメインバンクや株主に心配をかけないで済む、とのメンタリティの事後的評価。提案した財務担当者と、容認した経営者の責任の差異の有無。・・・心境は理解可能でも、日本的経営メンタリティに配慮すると、公正開示の規律が確立しない。

菊川元社長の著者（摘発前）「企業不祥事の根底には、周囲の目さえあざむけば良いといった背景がある」、「結局は経営者の倫理観に収束する」。・・・深刻な良心の呵責ではなかった証左。

同元社長の裁判証言「何度も損失を公表しようと考えたが、なぜ決断できなかったのか、慙愧の念に堪えない」。・・・後付けの言い訳。自分と自分を社長に選んだ前任者の責任論、会社経営そのものへの影響。

元検事や裁判官を含む第3者委員会報告「経営の中枢が腐っており、周辺部分も汚染され、悪い意味のサラリーマン根性の集大成」。・・・摘発側からの頭の体操（実は、無罪なのに起訴してしまったと前任者から聞かされたら・・・）。

コーポレート・ガバナンスの視点から、「社外取締役を3人も任命し、若いイギリス人を社長に起用する先進的ガバナンス体制「にもかかわらず」不正を防げなかった」とする違和感ある論じ方。結果として、不正を埋没させないガバナンスだったと皮相には評し得る。←→一方で、「ウッドフォードさえいなければ、すべてが丸く収まったのに」との社内感覚。・・・ガバナンス刷新の原動力とはなりにくい。

ガバナンスと不正抑止や企業業績の一刀両断にできない複雑な因果関係。

（2）A I J投資顧問の「消えた年金」

浅川社長の一貫した釈明：「運用実績の「水増し」はしたが、「虚偽」ではない、顧客を騙すつもりはなかった」。・・・水で増している間に損失を取り戻す含意（賭けに負け続けながらも、営業能力ゆえに賭け金は集まり続ける）。

詐欺罪での有罪判決（昨年暮）への浅川社長の反発。「3年なら分かるが、15年は長い」。・・・客観的に取り戻せないほどの損失を認識していれば、その上で賭け金を新たに集めれば詐欺。

投資顧問業者としての検査を登録取消により終えた後、監視委員会と警察で犯罪として共同調査：偽計（金商法）と詐欺（刑法）の観念的競合、営業相手の年金基金ごとに詐欺が成立。

世間の反応

嘘の発覚前「A I Jってパフォーマンス高いんだな」。

嘘の発覚後「オレは前から怪しいと思ってた、おかしいと分かった」。

検査の現実

運用資産を預かる（ことになっている）海外の信託銀行からFAXされた（ことになっている）原資帳票類が汚れもなくきれいに揃いすぎているのを変だと気づく「野生の直観」。野村証券で営業能力を評価された浅川社長の矜持に配慮しながら、「この検査官にこれ以上嘘をつき続けられない」と「水増し」を認めるまで柔らかに追い詰める「総合人間力」。・・・マニュアルで養成しにくいノウハウ。

「なぜもっと早く見つけなかったのか」批判。→嘘を見つけても、見つけなかったことにして、運用実態の改善を待つ、投資家保護の確率としては不合理な

検査官の行動を誘発する懸念。

制度対応：信託銀行の介在を無意味にしない仕組み。・・・投資一任業者による運用報告とファンドの時価を信託銀行が照合。

中小企業の集まりで、意思決定が困難な総合型厚生年金基金において、パフォーマンスの向上に期待するしかない状況。・・・厚生年金基金制度そのものの廃止。

（３）公募増資インサイダー取引

２０１０年、大型公募増資の公表前から株価が顕著に下落する傾向。理論的には増資資金の使途が評価されれば株価上昇もあり得るが、現実には希薄化懸念から公表後に条件反射的に下落。引受証券会社の営業員から、法人顧客に情報が伝達され、法人顧客が第一次情報受領者として空売り。外資系証券会社や海外ファンドから、日本のインサイダー取引抑止体制への不満が顕在化。

金融法務事情の連載２０１０年暮「公募増資」

「例えば、国債とほとんど同じ金利で借りられる公益事業が、高い配当負担を甘受してまで公募増資する理由はなんだろうか。主幹事証券会社が勧めるから、なんて理由でないことを願いたい、まじめな外資系証券会社や海外ファンドの苛立ちの淵源は案外このあたりかもしれない。ジャパン・パッシングからナッシングに移ろう時代にも、日本企業の将来性に期待して長期投資してきた。なのにこの企業ときたら、既存株主の迷惑など眼中にないかの如き財務戦略とガバナンスである。おまけに、公募増資を勧める主幹事証券会社からは情報が漏れているらしい」。

同上２０１１年夏「クロスボーダー事案」

「プロの暗号が国境を超えていくような世界を追跡するのは確かに容易ではない。だが、インサイダー情報を持つプロでもない限り稼げない、とアマが愛想つかして証券市場から去ってしまわないようにするのが、私たちの存在する意味になる。監視委員会は摘発しやすい仕事をしている、というよくある批判も、そろそろ見返して差し上げたい。ならば今後、霧が深く視界が悪ければ引き返す慣行も、時として捨てねばならない局面があるだろう」。

プロ間の情報伝達は、以心伝心の暗号（隠語）のやりとり。パーゼルⅢ対応でメガバンクに資本増強が必要な状況が自明だと、時期だけが焦点。あらかじめ、「みずほ」を「飲み屋」と示し合わせておけば、「来週金曜、飲みに行こ」のメ

ールが、みずほの公募増資公表日を意味。

プロの技として違法性の意識乏しく行われてきた商慣行であっても、インサイダー情報を持たない一般投資家から見て不公平である以上、今後は看過しない。

一方で、未然防止の限界（事件は、起きる時には起きる）。「起きてはいけないことは、起きていない」と認識しがちなコンプライアンス担当者。

外資系と日系のコンプライアンス観の微妙な差異。・・・外資系は、すべての従業員の違法行為の未然防止など無理だから、当局により見つけて欲しい構え。証券会社主催のセミナーに参加して、主催者に部屋から出て行けと求める銀行員。

2012年の一連の摘発後、証券会社では情報管理を再点検し、既に社外流出したものは監視委員会に報告。うち、看過し難いケースに2013年暮に課徴金納付命令。

（4）MRI インターナショナルによる投資勧誘

投資法制を再編統合した金商法において、規制対象業を大幅に拡大。既存の証券会社、運用会社などの1種業に加え、組合型ファンドを2種業（2種ファンド）として追加。「なまじお墨つきを与えるから詐欺的な金集めを誘発する」批判。←→今さら無法地帯に戻せないし、戻すべきでもない。もぐらが小さいうちに、見当たらなくなるまでもぐら叩きを続け、その過程で、投資家側にもしよせん世の中にフリーランチなど存在しない常識の浸透を期待。・・・警察との連携を強化する分野。

MRI：アメリカ人が、アメリカの病院から診療報酬請求権を買い、アメリカの保険会社から回収すると称するファンド。販売先は日本の高齢資産家。アメリカでは、医療がGDPに占める割合が大きな産業、といった教養があると、かえってもっともらしく感じる。最近は、医療機器MRIにより、投資判断に際し、脳のドーパミン系が反応するメカニズムの解明がアメリカで進展。現在SECは、連邦裁判所からMRIに対する資産差押え命令などを受け、調査続行中。

（5）〇〇〇株式会社による開示

「この度〇〇〇株式会社は、弊社執行役□□△△の執行役の職務を停止致しました。これは、本人が現在、証券取引等監視委員会より株式の不正取引について調査を受けていること、本人が不正取引の事実を認めていること、及び

本人から辞任の申し出があったことによるものです。(中略) 事実関係が明らかになった段階で、弊社としては速やかに本人に対する厳正な処分を行うことに致します。弊社は本件を厳粛に受け止め、今後はガバナンスを一層強化して、再発防止に取り組んで参ります」。

本人が認めたとともに氏名公表することによる調査への影響。
匿名で不当利得を没収するエンフォースメント手法である課徴金制度の趣旨。
氏名公表による本人の今後の人生への影響。

2. 摘発センス

(1) 前提

- ①なぜ、不正取引を摘発するのか?・・・直接には、法律が不正取引を禁じているため。
- ②なぜ、法律が禁じているのか?・・・投資家の信頼＝自分が証券市場で不正に、不公平に扱われることはない、を守るため。
- ③なぜ、投資家の信頼を守るのか?・・・リスクマネーを円滑に供給して経済成長に貢献し、国民生活を豊かにするため(銀行型金融システムにおけるリスクテイクの限界)。

複合ミッションを担う上で必要なのは、嘘を見抜く力、情報に的確に反応する力、国境を越える力に加え、「センス」と呼ぶしかない資質。

「市場の公正を汚す不届き者には恐れられ、一般投資家には心強い存在でありたい」(2007年夏佐渡委員長着任時の決めセリフ)・・・「センス」が欠けると・・・。

(2) 証券会社の一任取引

80年代後半、証券会社が法人顧客から運用を一任され、推奨銘柄の回転売買を反復。・・・常軌を逸した株価バブルの一因。

90年以降のバブル崩壊過程で、有力な法人顧客だけが損失を補填されたことへの広範な国民の怒りを背景に、証券会社の損失補填とともに補填の温床としての一任取引を禁止。同時期に設立した監視委員会において、長い間一任取引の摘発件数稼ぎ。・・・金商法制定後は自制。

一任取引禁止を背景に、個人顧客の個別株売買は顧客の自己責任との思考法が

浸透。90年代後半の売買手数料自由化による手数料水準の下落と相まって、証券会社の多くは個別株売買の前提となるアドバイスまで控えるようになり、投信の乗換え販売に一層注力。→証券投資の長期パフォーマンスを一層毀損する悪循環。

地域コミュニティに個人向け投資顧問が2万社、FPが20万人存在するアメリカと異なり、日本では投資運用業や投資アドバイザー（資産運用のホームドクター）の存在感が希薄。

足元の事例

毎月分配という商品性。金融危機後の円高の進展：グロソブ→アメリカのハイイールド債と機動性の低いレアルFXの組合せ投信。基準価格は、原資産アメリカの金利水準、ドルとレアル間の短期金利差、レアルと円の為替レートに依存。この投信から、レアル建て債券への乗換え勧誘。・・・正確なリスク説明は困難。

あるいは、株価や為替レートに連動した仕組み債。・・・「毎回は6分の5の確率で死なずに済むから、死ぬまで続けてしまうロシアン・ルーレット」。

（3）長銀・日債銀（有報虚偽記載）事件

論点は、貸出資産の実情に見合う引当てを求める大蔵省の資産査定通達が、銀行として準拠すべき「唯一の」公正な会計慣行だったか否か。現実には、この資産査定通達に準拠した銀行が少数派にすぎなかった（多数派は努力目標と受け止めた）ことだけで、否、であるのは明瞭。

引当ての景気循環増幅効果を避けるため、景気が良い時に積み悪い時に取り崩すカウンター・シクリカルな引当てが普及すれば、むしろ貸出資産の実情に見合わない引当てが公正な会計慣行化。

地価が右肩上がりの時代には、銀行の貸出先企業の業績が悪化しても、担保処分して回収可能だから、引当ての必要性は認識されない。回収不能な時代になり、引当ての必要性を判断する場合にも、公正な会計慣行に準拠しているか（会社法の要請）、と、引当てをするのが金融システムとして適切か、との観点からの見極めが必要。

長銀・日債銀の旧経営者は、公的資金により経営破綻後も金融機能が維持されるセーフティネットが存在しない状況下で、

- ① 「唯一の」公正な会計慣行に準拠した引当てをし、
- ② 債務超過にし、

- ③ 自らを破綻させ、
 - ④ 金融システムを混乱させる、
- ことはなかった、という理由で逮捕、起訴。金融検査が心おきなく事実認定し、検査結果に基づき破綻処理を辞さないのも、万全なセーフティネットが前提。

前世紀末の① 4 大証券と第一勧銀の総会屋利益供与事件→② 大蔵省接待事件→③ 長銀・日債銀事件、の流れにおいて、新たな時代を創ろうとする検察の自我と、新たな行政を模索する金融行政の不整合。・・・監視委員会の刑事告発のうち、2 つだけの無罪判決事例。

（４）うっかりインサイダー取引

法律の構造

- ① 会社関係者（インサイダー）は、
- ② 重要事実（インサイダー情報）を知って、
- ③ 公表前に、
- ④ 売買してはならない。

構成要件は、（会社関係者個人が）インサイダー情報を知って、実際に儲けたり損を避けたりする必要はなく、儲けたい損を避けたいとの主観的因果関係すら不要。もとより刑事罰の運用では、主観的因果関係があり実際に儲けたり損を避けたりしたケースを対象とし、会社の計算で行われた取引は両罰規定により会社自身に罰金を適用。

課徴金制度は、構成要件をそのままにして、「自己の計算」の取引に導入しており、両罰規定を介して間接的に会社自身に適用する刑事罰に比べ、会社の取引をダイレクトに観念。・・・導入後、株価に影響しない子会社の解散や増配の公表前の自社株取得に課徴金を課し、事実上自社株取得（株主還元）を禁止するに等しいとの懸念を経済界に惹起。

経済界からは、「(知った) 重要事実を利用して売買してはならない」と、主観的因果関係が明確な構成要件に改めて欲しいとの要望。

だが、調査の現実は、

普通人「すみません、つい出来心でやっちゃいました」。

プロの確信犯「確かに話は聞いたが、オレの取引には影響してない。オレはオレ自身の相場観でやってるだけだ」。←「百歩譲ってそうだとすると、公表前に聞いて取引したら、それだけでアウトだよ」。

経済界の要望には、主観的因果関係がなければ摘発しないプラクティスで対応。

運用当初は、課徴金には裁量の余地がない、との厳格解釈。

金融庁は、違法行為を認めれば、課徴金を課さねばならない（金商法）。

金融庁が違法行為を認めるのは、監視委員会が勧告した場合であり、監視委員会は、必要な場合に金融庁に勧告「できる」存在（金融庁設置法）。

（５）ライブドア事件

「額に汗して働く人たちが憤慨するような事件を摘発したい」東京地検特捜部長。

粉飾スキーム

① ライブドアは、Ａ社を株式交換により子会社化するため、Ａ社株主に対しＡ社の価値１０億円に相当するライブドア株１万株を年末に増資発行し、Ａ社株と交換したいと提案。１万株は、過去３か月のライブドアの平均株価１０万円から算出（Ａ社価値１０億円÷ライブドア平均株価１０万円＝１万株）。

② Ａ社株主は、直ちに現金が必要であり、年末までのライブドア株価の下落リスクも負えないと主張。このためライブドアは、年末にＡ社株主がＡ社株の対価としてライブドア株１万株を取得する権利を、傘下の投資事業組合に１０億円拋出し、同組合を通じて直ちに取得（Ａ社株主にとっては現金売却と同じ）。

③ 投資事業組合は、年末にライブドア株を取得するまでの株価下落リスクを避けるため、直ちに１万株を堀江氏個人から借りて空売り。この時点でライブドア株価は、過去３か月平均１０万円の１．５倍の１５万円に上昇していたため、売却価格は１５億円。

⑤ 年末に投資事業組合は、増資発行されたライブドア株１万株を取得して堀江氏に返済。空売りと取得により、ライブドアが投資事業組合に拋出した１０億円の前払は１５億円に増加し、５億円を利益計上。

粉飾による摘発は、ライブドアから見て（投資事業組合をダミーと見て）、事実上、増資で得た資本を利益計上する錬金術と認定。但し利益の源泉は、増資資本そのものではなく、空売り時のライブドア株価が、増資株数の算定基準とした過去３か月平均より上昇したことに起因。

解説書では、自社株の売買差益を利益計上する会計処理だから株価はさらに上昇し、かかる利益創出型粉飾は、通常の損失隠蔽型粉飾より悪質と指摘。

一方、「いったい何人のライブドア株主が、利益額に着目して投資したのか」。ライブドアのような存在が日本の資本主義にとって望ましいか否かの価値判断が、法律論と渾然一体。・・・実刑判決を実質判断しなかった最高裁。

(6) 村上ファンド事件

村上世彰氏が、ライブドアによるニッポン放送の買収方針を知って、村上ファンドがニッポン放送株を買い増したとの認定。

買う決定だけを情報内容とする買付関係者「等」インサイダー規制が、(村上ファンドのように、買付を知った者ではなく)、買付本人である会社(ライブドア)に及ぶと矛盾。

ライブドアの堀江氏や宮内氏が、ニッポン放送を買収すると決定した途端に、その決定がライブドアにとってインサイダー情報になるなら、そもそもライブドアはニッポン放送株を買えない。かかる不条理ゆえ明文の規定はないが、買付本人に買付関係者「等」インサイダー規制は適用されないと解釈。

公開買付と同一視する「等」の内容は政令で、「5%超の株を買い集める者(共同して買い集める者を含む)」と、かっこ書きを挿入して規定。かっこ書きは、共同して買い集める場合には、合算して規制適用の5%超を判定すると述べているだけだが、買付本人にインサイダー規制が適用されないから、本人と同一視される共同買い集め者にも適用されないとの、かなり重い含意。

さらに別途、法律の明文で応援買いを適用除外。適法な応援買いは、買付本人の取締役会が決定した要請に基づき、買った後に買付本人に売る目的の買いに限定(買付本人の役割を分担しているだけだから、買付本人と同一視)。

村上氏の「そう言われてみれば、聞いちゃった」釈明は、証取法に精通したはずのプロとしてあるまじき姿勢と批判が集中。でも、本当に精通していれば、ニッポン放送の買収方針を伝えたライブドアに対し、「うちでも分担して買い増すけど、インサイダー規制に引っかからないよう、そっちの取締役会で決めて要請してよ」と言えば違法にならずに済む(そうしていないのは、村上氏に、インサイダー規制が適用される可能性の認識が乏しかったためからと推測される)。「聞いちゃった」釈明会見の直後から、なぜか、「偶然聞いたのではなく、そもそも村上ファンドがライブドアにニッポン放送買収をそそのかしてその気にさせ、買い増して売り抜けたからこそ悪質なのだ」と批判する報道が氾濫。

村上ファンドによる買増しは、こまめに大量保有報告で開示。後の時間外取引や市場での売りも、やはり開示。買いも売りも衆人環視で、こっそり行いようがないインサイダー取引。条文を機械的に適用すると、村上ファンドによる5%超の買い増し方針をライブドア関係者が聞いていれば、ライブドアによるニッポン放送株の買いそのものも、インサイダー取引。そうならぬよう明文の適用

除外で防衛するなら、ライブドアと村上ファンドが互いに、相手の取締役会から応援買いの要請を受け、買った相手にも売る目的で買わねばならない。

相性の悪さ：割安な銘柄の株主として株主価値を顕在化させようと圧力をかけ、発行体自身や第三者による出口を模索し、出口に向け圧力を増そうと買い増すのは、アクティビスト・ファンドの本業そのもの。村上ファンドのようなアクティビストの活動が日本の資本主義にとって望ましいか否かの価値判断が、やはり法律論と渾然一体。

（7）金融業のリスク管理の検証

アメリカ発金融危機後、金融当局にとっての国際的課題。

製造業のリスク：業務の副産物。

金融業のリスク：テイクして利益を得る業務対象そのもの。

リスクテイクに対峙する概念は、リスク管理ではなくリスク回避。リスク管理として、誰に、どの程度リスクテイクさせ、リスクの水準をどうコントロールしていくかは、経営判断そのもの。

金融機関の経営が成功している場合、①経営者の判断する能力が優れているのか、②たまたまの幸運にすぎないのか、③現場の情報が常に経営者に届き、適切なリスク管理指標を用いているからの確な経営判断ができ、その判断を現場も確実に実行できる強固なガバナンスの賜物なのか、は一概には表現できず、現実の事態は上記①～③の性質を併せ持つ。

逆に、結果として、損失発生や破綻などの形でリスクが顕在化すれば、現場と経営者で情報が共有されていなかったとか、リスク管理指標として格付けだけに依存しすぎていた、という形で失敗原因としてガバナンスの欠陥が指摘される。・・・欠陥の指摘が後知恵であるとしても、ガバナンスとは、後知恵を教訓に転化して、いかに今後の失敗を小さくするかを目指す性格。

一方、いかに社内で情報を共有しようが、いかに複数のリスク管理指標を用い、さらにマクロ経済動向などの定性要因まで考慮に入れようが、経営者が目先の利益の誘惑に勝てなければ失敗。・・・サブプライム証券化商品を組成し続けた金融機関CEOの多くは、いつかは住宅バブルが崩壊するのは自覚していたが、明暗を分けたのは、いつ、どの程度崩壊するかの見立ての違い。

Ex J Pモルガンのジェイミー・ダイヤモンドCEO。

当局検査で、①経営者の能力や、②運不運、をあげつらっても無意味だから、③ガバナンスの検証、という形をとるが、後知恵の無意味な指摘なのか、将来につながる有益な指摘なのかの線引きは実際には微妙（例えば、リスク指標が内規のリミットを超えたのに、上司に報告していない。あるいは、野村証券によるリーマン買収の是非）。

当局のアドバンテージ：多くの金融機関を見ているので相対的優劣は感じ取れる、金儲けの欲望で目が曇ってはいない。・・・業界と当局が本音で建設的に意思疎通。

3. アメリカの金融システム小史

（1）大恐慌～

1929年の株価暴落を機に大恐慌。ダウが10分の1にまで暴落し、暴落前の水準を回復するのが四半世紀後。←→ブラックマンデー（1987年）、ITバブル崩壊（2000年）、リーマン・ショック（2008年）の際は、比較的短期に暴落前の水準を回復し、現在も最高値更新中。・・・アメリカ人にとって株式投資は長期的にはベイする感覚。←→1989年末に日経平均が4万円台を叩いてから、既に四半世紀。バブル期に初めて市場に参加した国民は証券投資に懲り、預金金利ゼロでも銀行預金を続ける背景。

バランスシート調整（日本のバブル崩壊、今回の米欧金融危機においても共通の構図）

銀行から借りて株や土地や住宅などの資産に投資する過程で、企業や家計のバランスシートは拡大。資産バブルの崩壊により、資産が消え、負債が残る。民間では負債圧縮を最優先するため、新たな投資・消費需要が減退し、借り手兼需要創出主体としての政府の役割が拡大。最終的には、第二次大戦の軍需により経済が回復し、戦後の民間資金需要に対しては、政府とFRBが国債管理政策（FRBが米国債を大量購入して金利上昇を抑制）を実施。←→日銀による日本国債の大量購入が持つ意味。

大恐慌の反省を踏まえた制度対応

発行体の開示義務強化、証券市場での相場操縦・証券詐欺を禁じてSECが摘発する体制を確立（初代委員長ジョセフ・ケネディ）。

銀行と証券会社を分離。銀行には株式保有を禁止し、上限預金金利や業務制限。・・・安全だが退屈な銀行業、3・6・3経営。

(2) 戦後～80年代

第二次大戦後、ケネディ大統領の60年代前半頃までが、アメリカ経済の黄金期。次第に産業の国際競争力が低下し、財政金融政策に依存。ベトナム戦争や社会保障拡充も相まってインフレが制御不能化。インフレにより市場金利も上昇し、低利に規制された銀行預金から、MMFなど証券会社の高金利商品に資金が流出。

金融政策：70年代末に登場したボルカーFRB議長による厳しい引締め。→企業倒産が増え不況が深刻化したがいんフレは沈静化し、経済は筋肉質を回復。金融制度：預金流出に対応して、預金金利や業務を自由化。→逆ざやや過剰リスクテイクによる不良債権の蓄積→80年代の銀行3L (Lar in Amer i ca Land LBO) 危機。

機能不全を起こした銀行に代え、証券市場経由(株や債券の直接金融と、銀行の貸出債権を証券化する市場型間接金融)の低コスト資金仲介が拡大(売買手数料は既に70年代に自由化済)。・・・市場型金融システムにおけるM&Aの活発化。映画「ウォール街」→産業構造の転換を促進(製造業から、西海岸のITと東海岸の金融が牽引する産業構造へ)。日米の大企業の30年前と現在の顔ぶれ。

ガバナンスの差異

銀行：元利払いの確実性を要求(元利さえ払ってくれば・・・)。

証券市場(の投資家)：リスクを評価して投資し、企業価値の向上による株価上昇を要求。要求に応えられなければ、ほかの企業に乗換え。証券市場が将来の成長分野を見出していく構造において、経営者は、市場から裁かれないよう、効率経営に努めざるを得ない。

個人投資家の身近に存在するアドバイザー(日本では伝統的仲介者+銀行?)。

(3) 90年代～今回の金融危機

IT株から住宅へのバブルリレーで、2008年リーマン・ショックまでは、概ね好況を維持。

貧しい人でもローンを付ければ住宅を持てる。→住宅の実需が高まり価格が上がる。→上がり続ければ借り換えてさらに大きな住宅を持てる。→住宅価格とローン残高の差(ホームエクイティ)を追加で借り、トヨタの車やシャープのテレビが買える。・・・マクロでは、住宅価格上昇によるアメリカ人の過剰消費

をアジアの経常黒字がファイナンス（輸出で稼いだカネを米国債やMBS債に投資）。金融による自作自演バブル。

バブルは崩壊するまで認識できない？・・・証券化商品の創り手や投資家の多くは、ローンを付けてもバブルが永続しないことは認識。課題は、目先の欲望を抑え、いつ、どの程度崩壊するかを見極めて逃げるタイミング。

経験則1：優先劣後構造を持つ証券化商品のAAA部分にまで損失は及ばない。

経験則2：アメリカ全土に渡り住宅価格が下落することはなく、アメリカ全土に渡る住宅ローンをプールすれば大丈夫。

→この経験則が、アメリカ全土に渡る住宅ローンの増加と住宅価格の上昇と崩壊に帰結し、AAA商品にまで損失が波及。

証券化の功罪

「オリジネーターから無責任に貸出債権を切り離すから、与信審査がずさんになり、リスクを世界中にばらまいた」批判。実際に破綻や経営悪化した金融機関は、証券化商品を作って売ったからではなく、妙味があると感じて自ら持ったがゆえの破綻。

80年代以降、銀行と証券会社の分離は次第に緩和され、世紀末にグループとしてあらゆる金融業務の提供が可能化。ボルカー・ルールは大恐慌後の制度への回帰とも言えるが、業務規制と金融危機との因果関係は議論の余地。←→日本の銀行は、貸出を完済まで持つビジネスモデルゆえに、バブル崩壊後、实体经济のリスクが銀行にのみ集中して機能不全。リスクを浅く広く分散するほうが、全体としての金融システムは強靱化。市場価格が下落したAAA商品も、原資産である住宅ローンのデフォルトはほとんどなし。

貸出債権から証券化商品を作り、顧客に売って手数料を得るか、自ら持ってリターンを得るかは、アメリカにおける金融機関経営の中心課題。ITバブル崩壊後、売買手数料依存からの脱却を目指した多くの証券会社が、住宅ローンの証券化ビジネスに転身。アメリカでは、時々の状況に応じて証券業と銀行業の間でビジネスの重点を移し、成功したり逃げ遅れて失敗したり・・・。

4. 日本の金融システム小史

（1）戦後～高度成長期

先進国モデルが明瞭なキャッチアップ段階では、銀行が、家計の余裕資金を集

め、設備投資したい企業に貸すのが効率的。

高度成長の原動力：アメリカ並みの生活水準に向けた耐久消費財（三種の神器、三C）への国民の渴望。企業は銀行から借り設備投資して生産性を高め、製品価格の引下げと労働者の賃金上昇を実現（価格＝費用（主に賃金）／生産性）。国民が求めやすい価格に低下するほど、需要は増大。

都市労働者の賃金上昇が、農村から都市への人口移動を促し、都市に流入した人口は新たに世帯を構えて、耐久消費財を需要。・・・成長の結果にして同時に原因となる好循環。

毎年、家計の想定を超えて賃金が増えるため、余ったカネはア priori に銀行預金して高い貯蓄率を実現。70年代初めまでに、耐久消費財は普及し、農村から都市への人口移動も停止して、高度成長の基盤は喪失。

石油ショックはとどめの一撃としての副次的位置づけ。

同じく輸出も、成長への寄与度としては副次的位置づけ。後の安定成長、低成長時代になるほど、輸出への依存と円安待望体質が深化。

（2）安定成長期～バブル

安定成長に移行後は企業の設備投資も鈍化。企業の資金不足が全体として緩和し、大企業は証券市場からの調達に移行。・・・銀行の貸出先が縮小。

変動相場制への移行後も不均衡解消が進まず、貿易摩擦が激化。→85年のプラザ合意以降急速に進んだ円高に対応した金融緩和。→80年代後半の地価・株価バブルの背景の一つ。

土地担保があれば銀行は貸す。→土地の実需が高まり地価が上がる。→担保価値が高まりさらに銀行は貸せる。→さらに地価が上がり・・・金融自由化が進展していなくとも、金融による自作自演バブル。

企業は設備投資も増やしたが、調達と運用の両建てで財テク。企業から資金運用を一任された証券会社は株の回転売買。

根底には、「21世紀は日本の時代」のユーフォリア。映画「バック・トゥ・ザ・フューチャー」。世界の銀行ベスト10はほとんど邦銀、東証時価総額は世界一、東京の地価でアメリカ全土を購入可能。

（3）バブル崩壊～失われた四半世紀

90年代以降、バブル崩壊後のバランスシート調整過程では、財政金融政策の効果も限定的。・・・官民ともに直ちに沈没しない余力があるため、かえってゆ

っくり沈んでいく。V S 北欧諸国の地価バブル崩壊後の展開。

証券会社に対しては、既述の規制（損失補填と一任取引の禁止）。→個別株のアドバイスより投信販売に注力。

地価や株価の下落、不況の長期化過程で、銀行の不良債権問題も次第に深刻化。

1995年暮～住専処理への公的資金投入への世論の批判。

1997年秋の金融危機（拓銀、山一）、1998年には長銀、日債銀破綻。→大手の銀行や証券会社すら破綻する時代になり、国民心理の将来への不確実性が増幅。・・・企業は雇用調整、賃金引下げ、家計は消費抑制、貯蓄指向。→デフレの背景。

5. 証券市場の制度改革

（1）証券市場を構成する3要素

- ①投資家（個人と法人）
- ②投資対象（株、投信、社債、国債など）
- ③両者（①と②）をつなぐ仲介者（証券会社、銀行、取引所など）

90年代後半の日本版ビッグバンは、銀行が主役の日本型金融システムへの懐疑を背景に、③仲介者の業務（売買手数料など）をアメリカ並みに自由化。・・・アメリカとの歴史経路の違い。今世紀の金融商品取引法（金商法）は、①投資家がリスクを認識して投資する環境の整備。

残された課題として、②投資対象の品質保証（投資家のために活動しているか、というコーポレート・ガバナンス）。

（2）銀行の証券業務に関する近年の制度改革

1998年証取法改正（日本版ビッグバン）

銀行の証券子会社の業務を完全自由化（銀行グループとして、フルラインの証券業務が提供可能）。

銀行本体による投信販売を解禁。

2004年証取法改正

証券会社の勧誘ルートを拡大する証券仲介業（現在は金融商品仲介業）を、銀行に解禁（銀行が自ら販売できる投信以外の投資商品を扱える）。

同時に、監督指針で制約していた銀行による市場誘導業（借り手企業の上場に

向けた支援)が、証取法65条に抵触しないと明確化。・・・新たな投資商品を銀行主導で作る。適格性のある企業の上場を銀行が支援し、証券会社が引き受け、貢献度に応じて手数料を分配。

2006年金商法制定(既述)

集団投資スキームの法制化。多数の投資家が2種ファンドに投資し、ファンドが未公開株や貸出債権に投資。貸出債権の場合は、銀行と異なり、貸出先のリスクに見合う金利を設定。

2008年証取法改正

銀行と証券子会社のファイアー・ウォール規制を緩和。・・・法人情報のオプトアウト化、役職員の兼職可能化。銀行による投資助言葉の解禁。規制緩和を監督指針で縛ったため、想定ほど利用が進まないのを受け、2013年にさらなる緩和。2014年には株式投資も含むクラウド・ファンディングを可能にする金商法改正を予定。

6. 含意

(1) 政策の方向感——需要と供給力

不況の原因は、財やサービスが売れないという意味で常に需要不足として体现。ミクロの企業は、需要不足に賃金引下げにより対応するため、供給コスト面から価格を抑えるとともに、マクロの需要も一層不足させるデフレの背景(価格＝費用(主に賃金)／生産性)。エコを名目に政府支出で需要を追加しても、持続性がない。

一方、欲しいと思える財やサービスでないから売れないなら、供給力不足と評価するのが適切。高齢化が進み、若者向けファストフードを指向しなくなったのに、高齢者の好む和食屋が見当たらない状況。この場合、需要を創出する事業を始めるか、低需要(低生産性)分野から高需要(高生産性)分野に、労働と資本を移転する必要。需要を制度的に制約している分野では、ミクロで規制改革を推進し、既得権と闘う覚悟。

- ① 1000円床屋・・・既存の床屋団体が認めない条例を地方議会に働きかけ。
- ② タクシー再規制・・・参入、価格、数量の自由化のあり方。
- ③ 医療と介護・・・政府による価格規制のあり方。

資本の移転を容易にする市場型金融システムは、銀行が本格的に取り組んで現実味を帯びる。

(2) 異次元緩和への視点

インフレ目標に反応したのは、一般の企業や家計でなく、世界の投資家。投資家は、自分がどう思うかではなく、投資家みんながどう思うかを想定しつつ行動（ケインズの美人投票）。

確かになったのは、インフレが2%になるまで、日銀は金融引締めには転じない方針。→投資家みんなが円を借りドル資産に投資するキャリートレードを安心して行えるから円安が進む。→円安から株高に反応するのが世界の投資家であり、昨年の外人の日本株買越しは15兆円。

株高の原因となった円安は、資源価格の上昇と相まって、足元の経常収支を赤字化。長年の経常収支黒字は、累積する国債の信用を支え、低利の国内消化が可能としてきた。→対外的に稼げない国になってもなお従来通りの信用を国債が維持できるか、資源価格主導のインフレが弱者の生活にどう影響するか。

(3) 銀行と証券会社

銀行が、元本保証の預金を原資に、信用リスクもカバーしづらい低金利状況でリスクテイクする限界。

預金—貸出ルートを縮小し、証券市場ルートを拡大する必要があるが、この国で、中小企業の経営者や従業員の意欲や能力を最も熟知しているのは、銀行。一方、ほとんどの中小企業にとって、資金は銀行から借りるものであり、証券市場からの調達を選択肢の外。

銀行が、証券会社と提携し、自らは貸せないが、投資対象としてなら適格な企業を証券市場に誘導。

また、銀行が証券化商品や集団投資スキーム（ファンド）を組成し、貸出債権や貸出先の未公開株を組み込む。・・・集団投資スキームや未公開株投資——イメージが汚れてしまった言葉を再生。・・・「銀行が、自ら貸せない先のリスクを投資家に転嫁している」といった批判に対応し得るリスク管理。

バブル期に初めて証券市場に参加した個人投資家は、暴落に懲り、預金金利ゼロでも余った資金は銀行に預け続けてきた。但し、バブルの記憶もさすがに風化。証券会社などの市場仲介者は、正常な長期投資を促すビジネスへの移行を指向——それを促す市場監視活動。

以上