

レジュメ

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年代後半のパブル期。当初、野村証券と山一証券に運用を一任していたが、パ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三者委員会報告「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、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10億円抛出し、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抛出した10億円の原資は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、買ったら相手に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ペイする感覚。←→1989年末に日経平均が4万円台を伺ってから、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 (Larin America 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持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上昇するため、余ったカネはアプリアリ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。VS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、低利の国内消化を可能としてきた。→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