

## 市場の番人は何をみたか

～変わる資本市場とこれからの課題

引 頭 麻 実

はじめに

皆様、こんにちは。本日は、大変お忙しいところ、またコロナ禍で大変なところ、お越しいただきまして、誠にありがとうございます。このような機会を頂戴できまして、本当にうれしく思っております。

本日は、「市場の番人は何をみたか」変わる資本市場とこれからの課題」というタイトルで、昨年一二月まで、一期三年、証券取引等監視委員会

の委員を務めさせていただいた経験を踏まえてお話ししたいと思います。一時間強、どうぞ気楽に聞いていただければと思います。

本日はアジェンダとして六つ考えております。まず、「在任中における当局の大きな三つの変化」です。これは私から見た変化ですので、実際は少し違うかもしれません。そして二番目は、「不正取引および開示違反の印象に残った類型」。三番目に「資本市場とマネーロンダリング」。四番目に「海外当局との連携」。五番目に「資本市場のこれからの課題」、特に公正・透明な

市場を目指す観点からお話しさせていただきま  
す。最後に、「証券会社の新しい役割とは」を皆  
様と一緒に考えていきたいと思えます。

私は、四年前の一二月に監視委員会の委員に就  
任したわけですが、就任直後から様々な事案に遭  
遇いたしました。これまでの平凡な会社勤めの  
日々と大きく異なっておりましたので、三年間務  
まるかどうか、大変不安に思ったことを今でも鮮  
明に覚えております。

事務局からいくつかインサイダー取引事案の説  
明を受けたのですが、人間関係が大変複雑な事案  
もございました。ただ、全ての事案に共通してい  
たのは、「人間の欲」です。そのような世界でこ  
れから戦わなければならないのだ、と強く思った  
のを覚えております。

## 一、在任中における当局の大きな 三つの変化

(事後措置から予防へ)

本題に入ります。最初は「在任中における当局  
の大きな三つの変化です」。

まず、第一の変化は事後から予防へ、というも  
のです。

新聞などでも報道されていることですが、従来  
の監視委員会の仕事は、「不正取引が起こる。  
調べに行く。立件する。そして次の案件」という  
流れだったと聞いております。開示検査も基本的  
には同じです。つまり、立件して行政処分という  
一連の流れで業務を行えば、委員会としての仕事  
は終わりでした。もっと言うと、「未来ではなく  
過去と向き合う仕事」と捉えられていた感じでし

た。確かにそうですが、個人的には少し、違和感を感じていました。もちろん過去を正すことが本業ではあるのですが、未来にもつなげなければいけないのではと勝手に思っていました。

そうした中、実は事務局の幹部の方々も同じことを考えられていたようで、最初の年に委員会を挙げて、不正取引や、開示違反に対して、ルートコーズ、つまり根本原因ともっと向き合うべきではないか、という議論を行いました。なぜそうした事案が起こってしまったのか、どうすれば防げたのかを考えないで立件だけをしていても仕方がないという結論に至りました。

証券検査については、いわゆる検査マニュアルを廃止する動きがありました。私が着任したのは従来の証券検査のやり方や考え方を変える過渡期でしたので、従前のやり方は伝聞でしかないのですが、法令で決まっている手続が行われている

か、また、その証跡があるかどうかは検査の中心のようでした。

証券会社、あるいは金商業者全体として見たときに、一番気をつけなければならないのは、当然ながら、リスクが大きそうな部分です。その部分を手厚く検査するべきなのですが、どちらかと言えば、一律に見ていくという感じでした。そうしたやり方では十分ではないのでは、ということになり、リスクアプローチの手法を取り入れることになりました。

すでに監査法人では、二〇年ぐらい前から、リスクの高い部分に監査時間を配分するリスクアプローチの手法を実際に採用しています。一番リスクの高い部分、不正が起きそうな部分、不透明な会計処理になりそうな部分、あるいはミスが起きやすい部分はどこかといったリスク分析をして、監査計画を立てるわけです。従来は建前上、全部

を見ることになっていましたが、会社の規模も大きくなり、それが難しくなってきたので、監査品質を落とさずに、監査の効率化を目指したのがリースアップローチ手法です。このような考え方を証券検査でも取り入れよう、ということになりました。

まず自分たちで各社のリスクを分析し、リスクの大きいと想定される業者について重点的に見ていきます。その際に大事なのがエンゲージメント（対話）です。ただ「●●ができていない」と指摘するだけではなく、どのような考え方でやっているのか、今後についてどう考えているのかなど、建設的な対話をすることによって実際の業務活動を磨いていく形に変わりました。行為をただ責めるだけではなく、一緒に考え、予防することを入れていきました。これが大きな変化の一つ目です。

（重視され始めたコンダクト）

変化の二つ目は、資本市場の観点から、仲介者である金商業者が信頼に応えるようなコンダクト（立ち振る舞い）ができていくかを、より見るようになったことです。ただし、コンダクトを正すといっても、法令違反ではないものについて行政処分などは基本的には難しいので、当局が業者とエンゲージメントすることによって、お互いの考えを理解し合いながらより望ましいコンダクトに導いていく取り組みが大変重要になるわけです。しかし、最初は、金商業者の方々だけでなく、当局も大変戸惑いました。

そのため、過渡期には従来のマインドがすぐにはリセットできず、いたずらに検査の時間が過ぎてしまったという苦い経験もありました。最後はエンゲージメントできたと聞いていますが、当該金商業者の方には、大変申しわけなかったと思

ます。ただ、当局も神様ではないので、変わるには時間がかかります。ある意味で、良い経験だったと思っています。

(資本市場全体を俯瞰する視点・活動)

変化の三つ目は、二〇一八年六月の市場の空白PT（プロジェクトチーム）の立ち上げで、私にとってはとても大きな変化でした。

監視委員会は三年に一回、活動方針を策定します。私たちが策定した方針に「あらゆる取引・市場を網羅的に監視」という言葉がありました。

「網羅的」に行われているかを確認し、できていなかった場合にはどうするのかを検討することを目的につくられたのが、この市場の空白PTです。対象は、不正取引、開示関係、金商業者関係、商品などです。いろいろな角度から市場を広い視点で検証し、課題を洗い出しました。

ところが、先ほどの証券検査と同様、この市場の空白PTも大変でした。委員会の事務方の内部では、「我々はエンフォースメント（法執行側）なのに、課題を洗い出すことができるのか」、「法律が変わらなければ、言いつ放しではないか」といった思いも決してなかったわけではありません。しかし、総務課の事務方が根気強く委員会の中でエンゲージメントを行い、できていることとできていないことを自分たちで整理しなければいけないと説き、一年半ぐらい葛藤しながら、最後のほうは少しずつ形になっていきました。

実際には、一〇〇ぐらいの様々な項目を洗い出し、「非常に重要なもの」「早く着手すべきもの」「やれたらいいけれどもできないもの」「法改正が必要か否か」などの観点から優先順位をつけてまとめていきました。

また、市場の空白PTでは建議も二つ行いまし

た。建議というのは法改正等の要求です。

一つは、クラウドファンディングと貸金業法との関係についてです。クラウドファンディングの一つの類型として主として貸付を行うファンドが登場したのですが、信じられないことに、投資者に伝えられるのは貸付金利と回収状況というアクティビティだけで、貸出先の情報は全く開示されないまま出資が行われていました。ある貸付型のファンドは貸付先の九割がそのファンドのトップの関係会社でしたが、投資家はそれを調べるすべがありませんでした。このような事例がほかにもたくさんありました。なぜ、貸付先の情報が開示されなかったのでしょうか。一つ大きな問題がありました。出資者が貸付先を知った場合には、貸金業法が適用される可能性があり、その場合は貸金業者としての登録が出資者に義務付けられるというものです。

そこで、貸付先についての情報開示と貸金業法の解釈ついて建議したところ、法律改正は行われませんでした。が、財務局と東京都が「貸付先を開示したとしても貸金業法には抵触しない」という考え方を提示したことで一件落着きました。

もう一つは、お話しするのも少し憚られるような時代遅れの話です。刑事告発のために行う犯則調査の際の差し押さえ物件に関するものです。昔の刑事ドラマだと、「帳簿を出せ」と言って、紙媒体や倉庫を差し押さえたりするシーンがよくありましたが、今は帳簿などはデータ化されているものが大半です。しかし、従前の金商法では、差し押さえるの対象はモノだけで、無形資産は対象とされていなかった。で、電磁的証拠の確保については課題がありました。刑事訴訟法や国税通達規則はいち早く変わって、電磁的証拠も対象になっていましたが、金商法だけ遅れていました。そのた

め、電磁的証拠の差し押さえ、また、その証拠の能力について、建議した結果、法改正が行われました。

また、関連したエピソードとして、犯則調査ではありませんが、ある金商業者の場合は、シェアオフィスが本社となっていて、本社所在地に行っても当該企業の人がない、倉庫もないのでモノもないことがありました。コロナ禍で本社のあり方や働き方などが様々考えられている中、「所在地」をどう考えるべきかについても、これから議論になっていくのかもしれませんが。

## 二、不公正取引および開示違反の印象に残った類型

### (1) インサイダー取引

#### (情報伝達・取引推奨規制違反)

次は「不公正取引および開示違反の印象に残っ

た類型」として、インサイダー取引、不公正取引、開示違反の三つについてお話しします。

インサイダー取引では、情報を聞いた人だけでなく、情報を伝えた人も違反行為者とする法律が二〇一四年四月から導入されています。しかし、私の在任時には、新しい法律が策定されたことを知らない会社も数多く、会社のインサイダー取引の教育テキストにも載っていないなど、会社として十分な対応がとられていないケースが多々ありました。

この取引推奨規制違反において、多くの場合、違反行為をするのは当該企業の役員でした。誰に教えたのかというと、いわゆる特殊関係人関係が非常に多かった印象があります。上場会社の役員が何をやっているのかと強く思った次第です。コーポレートガバナンス・コードにおいても、役員への教育が必要だと記載されていますが、是非

その内容の一つに盛り込んでいただきたいと思います。次第です。

(バスケット条項の適用)

インサイダー取引規制には、とても細かく類型が書いてあります。しかし、率直に申し上げると、それらの項目は必ずしも十分ではないです。かなり以前に策定された項目ですので、現在の企業のアクティビティとは合っていない部分も多いと思います。

その中で、これは公表されているので社名を申し上げますと、旭化成の子会社が建材のデータ偽装を行ったという事件がありました。事実が公表された後、旭化成の株はかなり下がりましたが、そのときに子会社の社員が旭化成の株を売って損失回避を行ったという事案です。

会社法も金商法も連結という考え方が少し乏し

く、基本的には株式を発行している親会社の中で情報を対象としています。株式市場が評価しているのは連結全体の事業であるにもかかわらず、単体主義になっていたわけです。バスケット条項を使ったのは二回目でしたが、この旭化成の事案は、子会社情報を重要事実と認定したという観点では初めての適用となりました。このとき、金商法も連結時代によりやく対応した規制になりつつあると思いました。

(2) 不正取引

(機関投資家による海外夜間取引市場における相場操縦)

ある機関投資家が行ったロンドンでのJGB(日本国債)の夜間取引の案件で、もともと出来高が非常に少ない市場で、板を自分でつくって相場を操縦したというものでした。これは、後の話

と関係しますが、情報提供等々も含めて、海外の当局と連携できたことが立件の大きなポイントになりました。

(デイトトレーダーによる相場操縦／アルゴリズムを欺く)

従来、アルゴリズム取引は機関投資家が使っているもので、個人投資家はそれに対抗できない、いわゆる弱者としての位置づけでした。しかし、この案件では、個人のデイトレーダーが出来高の少ない株式を狙って重層的に注文を入れて、取引が成立しそうになると神業的に注文を取り消すものでした。重層的な注文を入れるので、板が厚くなるものですから、機関投資家など他の投資家のアルゴリズム取引を誘引することになり、幾つか注文・約定に至りました。これは委員会も大変驚いた案件でした。

### (3) 開示違反

(非財務情報における開示違反)

近年の P R I (Principles for Responsible Investment 責任投資原則) では、E S G のプロトコルを投資判断の際に入れなければなりません。そのために会社の分析が必要となります。従来は、P L や B S といった財務情報が重要だと言われてきましたが、最近ではむしろ非財務情報が重要になってくる傾向にあります。

その中で、一番印象に残ったのは日産の事件です。結末は裁判に委ねられるところですが、ただ、非財務情報も立件されることがある、あるいは、このような情報も重要だと、報道を通じて世間には警鐘を鳴らせたのではないかと思えます。非財務情報は取り扱いが難しい中で、世間に一石を投じる案件になったことは、大変よかったです。はないかと思っています。

(循環取引)

もう一つ印象に残ったのが「循環取引」です。これは資金循環取引という架空取引の一種です。案件としては、ある上場会社の取引先が全ての商流を決めていた取引がありました。つまり、A社から仕入れてB社に売る、B社はそれをC社に売るという流れをある一つの取引先が全部決めていたのです。

この案件では、監査法人は、商品が右から左に流れる商社的な売り上げがあることに当然気づきますので、売上計上に関しては、いわゆる商社の手数料に当たるものは売り上げに計上していいけれども、グロスでの売上計上は認められないと指示していました。しかし、監査法人は実際に商品が動いていたか、つまり、取引の実在性について確認まではしておらず、開示違反に至ってしまいました。

こうした循環取引は、複数の上場会社が絡んだものもありました。循環取引に参加した企業の中には、手数料が落ちてくるような仕組みで、労せずして利益が達成できることが主な動機であったとするとところもありました。

また、最初に振り込まれた資金を追っていくと、最終的にそのお金が消えてなくなったという案件がありました。その中心となった人は全くお金を得ておらず、結局何のためにしたのか、動機が不明なまま調査は終了しました。全体像を掴み切れなかったことを少し残念に思っております。

このような場合どう対応すればいいのかいろいろ考えてみましたが、ありていに言えば、初めて取引する相手に関してのチェックを厳しくすることだと思えます。実際には、その部門のトップの人が連れてきた場合、誰も何も言えなくてそのまま取引が開始されてしまったり、あるいは、連れ

てきた人が自ら取引開始を承認できたり、経営者が自分の知人だからなど、経済合理性と全く関係ない中で取引が行われるといった案件が多くみられました。ですから、そこはきちんと見る必要があると思います。

### 三、資本市場とマネーロンダリング

金商業者にマネーロンダリングがあるのかについては、委員会でもかなり議論し悩んでいましたが、検査等を通じて実際に疑わしい行為があることが分かってきました。二つの事例をお話しします。

一つ目は「海外資産対象の投資ファンド」です。これは主に、プライベートエクイティ、かつク

ロードドのものが多く、募集方法は、公募も私募もありますが、ほとんどの資産が、あまりメジャーではない国の不動産投資などに分散投資され、想定利回りが高くなっています。

ところが、委員会がファンドを検査すると、お金が海外の当該エンティティに送金されたところまでは確認できるのですが、送金後にそのお金がどうなったかを実際に知っている人がいないのです。書面では確認しているものの、誰も最終投資先を見ていないのです。ファンドの人とエンゲージメントを進めていくと、案件が多すぎて、海外に出張して実際に見るのはコスト的にも合わない主張されることが多々ありました。正しいかどうかの証拠は書面しかなく、実際に確認するすべからずか入ってきていないのが実情でした。

先ほどクロードが多いと言いましたが、問題

が表面化するのはずっと先になってしまいう可能性はとても高く、大きな問題だと思っています。

欧米の当局の方々も、「一旦資金が国外に流出してしまつたらもう調べられない。お年寄りや知識のない方が巻き込まれていることもある。これは本当に難しい」と仰っていましたので、日本だけが遅れているのではなく、どの国も同じ状況のようです。

二つ目は「証券会社とマネロン」です。証券会社経由でのマネロンについては委員会でも問題として挙がっていました。

現在、証券会社の多くは投資資金を銀行振込で受け取っていますが、現金で受け取っている証券会社もまだまだあります。現金でも何十万円単位だったらいのですが、二つか三つぐらい桁が違うケースもあります。また、一回で何千万円を持ち込みならおかしいと思いますが、数百万円を複

数回に分けて月間で何千万円、あるいは億円近くなると事情が違います。証券会社にとっては、かなりのお金を落としてくれる人なので、やはりチェックが緩くなつて、それが常態化していることもありました。もちろん、その人がマネロンをしているかどうかはわかりませんが、現金取引は想像以上に多いです。

また、ATMに関するものもあります。証券口座は銀行のATMで引き出しも預け入れもできるようになっていますが、債券や株式、投資信託も含めて一度も証券取引をしていないのに、ATMで活発に入金、引き出しが行われていることがあります。これについては、Know Your Customer (KYC) をやらなければならないわけですが、銀行から見ると、ある意味、他人の顧客なので、Know Your Customerの外になっていきますし、金商業者にとっては銀行のATMですか

ら、現実にはなかなか難しい。そのため、それについての監視はポテンヒットみたいな形になってしまっていました。

このように、マネロンも、やろうと思えばできそうな素地がまだ多く残っています。

#### 四、海外当局との連携

海外当局と連携するときには、証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions IOSCO) がベースになっています。一九八三年の設立で、まだそれほど歴史はありませんが、少し前の数字になりますが、世界で二二七の機関が参加しています。情報交換等の連携で、海外資産に絡むものなど、クロスボーダー取引による違反行為に対して適切な法執行が行えるようにつくられた国際機構です。

中核は情報交換ですが、その枠組みとして M M O U (Multilateral Memorandum of Understanding) 多国間情報交換枠組み) があります。決められたプロトコルにのっとり、各国は、必要とする国に情報を要求できますし、自分たちが気づいた情報を自主的に送ることもあります。今、海外からは年間約五〇件、日本からは、海外からのリクエストと自発的に送るものを合わせて年間三〇〇四〇件、合計で一〇〇件弱の情報交換が行われています。

印象に残っている案件としては、イギリスの当局がロンドンの取引を監視していて、日本に提供してくれた情報をもとに調べていったところ、世界をまたぐ形でのインサイダー取引が明らかになったものがありました。

従来は、シンガポール、韓国、香港といったアジアとの情報交換が中心でしたが、私の在任中

は、メキシコ、イスラエル、オーストラリア、オランダなども連携したことがありました。MMOの枠組みをもとに海外当局と会話を行的っています。

そして、日本で起る犯罪の類型は決して特別なものではなく、世界各国共通だということがわかりました。日本でIPOをした後にシエルカンパニー化した事例が幾つかありましたが、これについてオランダの当局と話したとき、「シエルカンパニー化する類型が幾つかあつて、とても懸念している」という話を聞きました。

一方、先ほどイスラエルとも情報交換したと申し上げましたが、イスラエルに調査に行った委員会の調査官が「すごく勉強になった」と言つて帰ってきました。イスラエルでは、質問調査の目的は自白ではありません。日本はどちらかという<sup>と</sup>自白をとるのが前提という感じですが、イスラ

エルは自白をとりません。そもそも自白しないのが前提としてるようです。余計な話は一切せず、イエスカノーか。もしノーだったら、それについて、「何が起つていたのか」、あるいは「理由を述べよ」という感じに、理詰めで質問します。感情をあらわさないで、とにかく一つ一つロジカルに潰していく。その聴取の仕方を見て、日本とは全く違ふと感動していました。

それを伺つて思ったのは、いろいろな国のベストプラクティスを当局も学ばなければいけないということです。特に日本はついつい自白のほうに重きを置いてしまう傾向にあるので、これは考えていかなければいけない点だと思いました。

## 五、資本市場のこれからの課題

～公正・透明な市場を目指す観点から～

(インサイダー取引規制は十分か)

次は、資本市場のこれからの課題についてです。

日本のインサイダー取引規制では、情報の一次受領者は処罰対象ですが、その人が別の人つまり、二次受領者に話した場合は規制の対象外となっています。二次受領者以降の情報受領については、インサイダー取引規制に該当しません。一方、アメリカでは、そうした何次受領者という概念がないので、七次だろうが八次だろうが全て規制の対象となっています。大きな違いです。ただ現実問題としては、そこまで情報伝達経路を追う

ことは難しいらしく、「日本は一次だけだから、わかりやすいのでいいじゃないか」と米国の学者から言われたこともありました。個人的には少し納得がいかなかったことを覚えています。せめて二次受領者の規制までは必要だと思います。

というのは、私が見てきたインサイダー取引の案件のなかには、二次受領者のほうが圧倒的に不公正な利益を得ているケースがいくつもあつたからです。もちろん課徴金もとと取れるはずだ、ということを上げたのではなく、資本市場の公正性という観点からどうなのかということですよ。

もう一つ、インサイダー取引規制の中に、「職務に関し知った」、あるいは「会社関係者」というくくりがありますが、「大株主」は会社関係者に含まれていません。近年、TOB（株式公開買付け）を使ったM&Aや、上場子会社の完全子

会社化といったグループ再編が数多く見られます。実は、任期中に見てきたなかで、一番確実に利益を得られるインサイダー情報はTOBに関する情報だと思います。通常のインサイダー情報ですと、たとえ情報をもたらしたとしても、株価が大きく変動するかどうかは市場次第ですが、TOB情報に関しては、買付価格が決まっていますから、それも、一般的には実際の市場価格よりも高い水準で決まりますから、確実に利益を得ることができます。TOBに際し、大株主に相談したり、大株主が持っている株を譲渡してほしいという話があったりするにもかかわらず、仮にその大株主が他者に情報を伝達し、その他者が取引を行ったとしてもインサイダー規制の対象とはなりません。そうしたケースに対する規制が必ずしも十分ではないことを痛感しています。

(商品に対する理解は十分か)

三年ぐらい前に、あるETFの価格が一夜にして暴落したことがありました。VIXインバース指数に連動したETFです。それを契機にETFについていろいろ調べましたが、課題も見えてきました。個人的に大きな課題と思っている点の一つは、ETFは市場に上場しているので、それだけで安心だと思っている投資家がかかなり多いというものです。

上場会社の場合は、上場後は、企業自体がディスクローズやIRをしますし、アナリストなどいろいろな人が監視していますから、そうそう変なことはできません。しかしETFは、価格情報が重要で、どのようなアクティビティをした結果その価格になっているのかに関する情報はあまり開示されていません。ETFが組成されたときに買った人には目論見書が交付されますが、マー

ケットで購入した場合には交付されません。もちろん、交付義務はないので、それ自体は問題ないのですが、価格情報だけで良いのか疑問に思っています。

さらに、最近は随分減りましたが、ETFもファンド・オブ・ファンズ形式のものがあるので、そうなる、何をどう開示していくのかについても難しい課題になると思います。

### (ESG投資)

先ほど申し上げたPRIに署名するアセットオーナーや投資家の数は増加しております。その関連から考えますと、ESG投資は避けて通れないことだと思えます。特に今後考えなければならぬのは、ESGに関する開示、そしてESG投資を通じての世の中の資金の再配分、この二つの分野です。

ESG投資の中でわかりやすいのは、グリーンボンド（環境債）、ESG債、サステナビリティ債と言われる債券ですが、ここ二～三年を見ますと、大変な勢いで資金調達が行われています。その多くは期間が長く、金利は一般的なものよりやや低くなっていますが、それは皆で協力する考え方に基づくためです。

この開示に関しては、FSB（金融安定理事會）によってつくられた気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）がガイドラインを作成し、それに応じて各国が取り組んでいます。まだ始まったばかりの取り組みなので、日本の当局の立場としては、まずは定着させて、何か問題があったら対応していく方針となっていると見られます。

現在どのようなグリーンボンドがあるのか調べてみましたが、政府の機関など、ビッグネームが

起債しているものが多く特に問題はないようです。しかし、在任中に調べたときは、グリーンボンドと称しているのに期間が半年だったり、普通は低いはずの利率が高かったり、少し変だなど思うものがありました。今はないようなので安心しましたが、目的外での起債が起り得る素地はあると思っています。

株式は、企業がいろいろな情報をディスクロージャーしていますし、アナリストもいるので、しっかりと監視することができます。しかし債券は、金利や出来高などの需給系の情報やマクロ経済の分析等は見ますが、債券の用途や投資成果まではあまり見えない感じがします。今後ESG投資に関連する債券については、そうした観点も含めて見ていったほうがいいのではと思っています。

次に、ハイ・フリックエンシー・トレーディング（HFT 高頻度取引）についてです。これは

問題というよりも、情報提供です。

この功罪についてはさまざまな論文があります。いろいろな調べたところ、マーケットのボラティリティを片方に誘引することはないようです。要するに、マーケットへの影響はそれほど認められないというのが現在の分析です。HFTでは結果的にはほとんどの注文は約定されず、取引成立の度合いが低いのですが、実際に取引が成立したときの相手方はプロではなく、何と約八割が一般投資家でした。ここは今後少し考えていくべきところなのかもしれません。

## 六、証券会社の新しい役割とは

（何を社会から求められているのか）

アジェンダとして取り上げましたが、この問題は、率直に大変難しいと思っています。

釈迦に説法ですが、一九九九年一〇月、株式売買委託手数料が自由化され、日本版ビッグバンの総仕上げと言われました。その時点から手数料競争が始まるわけですが、その後、インターネットでの株式売買取引が中核になり、ネット証券が台頭してきました。回転売買について行政が大変厳しく見ていることもあり、売買手数料追求のビジネスモデルから、預かり資産残高を重視したり、コスト削減を頑張ったり、会社によっては海外展開にさらに力を入れたり、証券会社は様々なビジネスモデルの変革に取り組んできました。

そして現在は、ネット証券自身も手数料競争にさらされるようになり、収益基盤はより厳しくなっています。証券会社のビジネス環境は大変厳しいと言わざるを得ません。

しかし、長寿化が進む中で、資産運用の重要性、必要性はかなり高まっていますので、「資産

運用」というキーワードで見たときには、資本市場が大きな役割を果たすのは疑いのないことだと思います。

そうであれば、「何を社会から求められているのか」をいま一度考える必要があると思います。先ほどESGの話をしました、今の経済を見ると、大きな意味での資金再配分についても一回きちんと考える時期に来ていると思います。新しいニーズの分野については、銀行が中心となっている間接金融だけでなく、直接金融も重要な役割を果たしていく必要があるのではないかと痛感しています。

具体的にはいくつかあります。

一つは、地方の活性化です。現在のコロナ禍において、ワーケーションという考え方もあり、地方に人が流れて、東京の人口の流入が止まり、不動産価格にもそれがあらわれてきています。少し

様子が変わってきているわけです。例えばこの分野では直接金融の立場で何ができるのか。

また、環境問題もあります。菅総理が、二〇五〇年ゼロエミッションを打ち出しました。まず喫緊のエネルギー関連の課題としては、コストの低い石炭火力発電が厳しくなっていく中でどのような代替エネルギーを導入できるのか。代替エネルギーのコストが高いと国民は困りますから、低コストで実現するためのエネルギーイノベーションは不可欠であり、どのように投資を進めていくのかが大きなテーマとなっています。

さらに、DXと言われるネットを使ったビジネスプロセスやビジネスモデルの変革に対する投資など、いろいろな分野への資金の再配分が必要になってくると思います。

ここでお示した資金ニーズは一部ですが、そうなる、金商業者として本格的に引受の機能が

求められる局面にあるのではないかと思っております。従来は、引受手数料率が大体決まっています、そのほとんどのコストが手続に関するものでした。引受リスクがほとんどない中でビジネスモデルを展開してきたわけですが、これからは、引受手数料に本当に見合うリスクを取る局面も来るのかもしれないと思っています。

(顧客に対してどのようなバリューを提供できるのか)

今も資金調達はさまざまなプラットフォームで行われています。クラウドファンディングなどがそうですが、当然、法律では、金融商品を取り扱うプラットフォームは、プラットフォーム上の投資ファンドのアクティビティを管理する責任があります。現実問題としては、取り扱うファンドの数が膨大になってきたときに、それが確実に

できるのかが懸念されます。そのときに、証券会社、あるいは金商業者が投資先を見極める、つまり、引き受けをして、継続的にフォローしていくことができれば、社会の資金配分の一端を担えるのかもしれないと思っています。

では、そのときのキーワードは何かと考えると、やはり「信頼」だと思います。麻生さんは「株屋は信用されていない」とよく仰っています。だが、証券会社、あるいは金商業者がきちんと見ていくことで、「信頼」というバリューをお客様に提供していくということも一つの解なのではないかと思えます。そうなると、商品開発やイノベーションも「引受け」という視点を主軸に考えなければいけないのではないかと思います。

最後に、リテールに関して申し上げますと、お客様のことをもつと見えていくことが必要かもしれません。

皆様、「PDCA」という言葉を御存じかと思いますが、最近はそこから少し変化して「OODA」ということが言われます。Oは「Observe（観察する）」、次のOは「Orient（よく理解する）」、Dは「Decide（決める）」、Aは「Act（行動する）」です。

PDCAの場合は、プランが最初に決まっています、それを実行し、チェックして改善する流れとなりますが、今日お話ししたような内容は、最初から計画をきちんと決められるかというところ、そこはつきりしません。やらなければならぬけれど、どうやったらいいか、また、本当にそれが必要かどうかについて、社会に適合するように考えていく必要があります。そう考えますと、金商業者が取り組む際にはOODAを取り入れることも一考ではないかと思えます。OODAのほうがイノベーションには向いていると言われています。

新しい世の中に対応するために、そのような経営も求められているのではないかと思います。

本日のお話はこの辺にさせていただきます。お忙しいところ、ありがとうございます。(拍手)

○増井理事長 大変率直、かつ、ほかでは聞けないようなお話を聞かせていただきました。どうもありがとうございます。

お時間が若干ございます。御質問ございますでしょうか。——すぐ出ないようでしたら、私から一問だけ。

監視委員会のお仕事は、幅も広くなり、観点も違ってきて、前とは変わっている感じがします。事務的な話になりますが、新しいことも相当やらなければならぬとなると、今の人数で足りているのか。体制整備や人材育成はかなり大変だと思いますが、その部分についてはどのようにお考え

でしょうか。

○引頭 まず、人数ですが、足りてはいません。しかし、公務員全体が今そのような状況にあると思います。その中で、例えば「人材のミスマッチ」や「再教育」が問われるわけですが、文章として書くのは簡単ですが、やはり人ですから、そう簡単なものではないわけです。

それに関して、金融庁の事務方がいろいろ考えてやったことが二つあります。一つは、庁内でのローテーションの確立です。いろいろな視点から見る経験を積むということです。金融庁では、法律をつくる人は企画畑ばかり歩いている、いわゆるエリートコースを歩むわけですが、いろいろなところを見ていかなければならないという考えでローテーションの仕組みを少し変えました。

もう一つは、少人数グループに分かれて、ディスカッションするようにしたこと。少人数で

課題について話し合う、あるいは上司とワン・オン・ワンで話し合う。つまり、仕事だけではなく、悩みやアイデアなど、いろいろなことを思い切って言葉にする機会を多く増やしました。職員の方々にとってはかなりの刺激となったようです。

アイデアの話でいいますと、金融庁全体でも、さまざまな提言を出すような仕組みを三年ぐらい前から導入し、実際にそれでとてもうまくワークした事例もあります。フィンテック関連は、当時そのような流れで取り組んでいました。

役所も民間と全く同じで、人については、各人の能力を引き出して、伸ばして、未来につなげていくということだと思います。

○増井理事長 それでは、ちょうど時間になりましたので、このあたりで「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。引頭さ

ん、ありがとうございます。(拍手)

(いんどう まみ・東京瓦斯株式会社社外取締役  
前証券取引等監視委員会委員)

(本稿は、令和二年一月九日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある)

引 頭 麻 実 氏

略 歴

<学歴・職歴>

昭和60年3月 一橋大学 法学部卒業  
昭和60年4月 大和証券(株)、女性総合職第一期生として入社、第二営業部配属  
昭和60年7月 (株)大和証券経済研究所(現大和総研(株)大和証券(株)より  
出向)  
平成17年4月 大和証券エスエムピーシー(株)事業調査部長に就任  
平成21年4月 (株)大和総研 執行役員 コンサルティング本部本部長  
平成25年4月 (株)大和総研 常務執行役員 調査本部副本部長  
平成28年4月 (株)大和総研 専務理事  
平成28年12月 証券取引等監視委員会 委員(大和総研 退社)  
令和元年12月 同委員退任  
令和2年6月 東京瓦斯株式会社社外取締役、味の素株式会社社外監査役、AIG  
ジャパン・ホールディングス社外監査役 就任

現在に至る

<過去の主な外部活動>

金融庁 企業会計審議会 委員(平成15年1月～平成25年1月)  
金融庁 公認会計士・監査審査会 委員(平成16年4月～平成25年3月)  
金融庁 企業会計審議会 臨時委員(平成25年3月～平成28年6月)  
  
内閣官房 東京電力に関する経営・財務調査委員会委員(平成23年5月～平成23年  
10月)  
原子力損害賠償支援機構 運営委員会委員(平成23年10月～平成25年9月)  
資源エネルギー庁 総合資源エネルギー調査会 臨時委員(平成25年6月～平成  
28年8月)  
  
法務省 法制審議会 総会 委員(平成27年1月～平成28年12月)  
  
内閣府 官民競争入札等監理委員会委員(平成24年7月～平成27年6月)  
総務省 官民競争入札等監理委員会委員長(平成27年7月～平成28年12月)  
総務省 独立行政法人評価委員会委員(平成25年2月～平成27年3月)  
総務省 サービス産業統計研究会 構成員 座長(平成26年5月～平成27年  
12月)  
  
経済産業省 産業構造審議会 臨時委員 製造産業分科会  
(平成26年4月～平成28年3月)  
(航空機宇宙産業小委員会 航空機産業戦略ワーキンググループ)  
(平成26年4月～平成27年3月)  
  
財務会計基準機構 基準諮問会議委員(平成27年5月～平成28年12月)  
日本証券アナリスト協会 理事(平成27年8月～平成28年12月)

など