

十分な配慮をしなければいけない」とあります。「コミュニティ」という言葉が出ていますが、株主は個人だという前提ですから、顧客の集合体はコミュニティなのです。

ですから、浜辺先生の質問はごもっともな質問なのですが、アメリカ法的質問なのです（笑）。そこに、何か変なのがあるなと思ったら、必ずプリンシプルがある。ですから、そこに何

か妥当するプリンシプルがあるので、それがありますよと言われた瞬間、それを守らなきゃいけないし、守るのは当然だという前提だと思いますね。そういうことだと思います。

○犬飼 それでは、これでパネルを終わらせていただきます。追加のご質問、ご感想等は、懇親会の席上で、ぜひお願いいたします。

特別講演 「制度と人間」

金融庁総務企画局企画課長
大森泰人

制度と人間（メモ）

はじめに

制度（金融制度）金融業法、会社制度、民事ルール、ADR
人間 金融業者、金融業者のユーザーである国民一般

「日本版金融オンブズマンへの構想」からの引用（第一部より）

(10) 避けるべきヴィジョンなき破壊

（金融商品の）製販分離政策の評価とも関連するが、現在、銀行と証券の分離政策の見直しは、政府の審議会等で検討課題に上っている。ただ、基本的に利用者の視点に立った紛争解決制度の確立などアフターケアの制度整備を欠いたままの銀・証分離政策の見直しは、ヴィジョンなき破壊に結びつきかねない。抜本的な制度システムの見直しと新しい制度の設計には、顧客の立場も踏まえた全体最適の観点が欠かせない。

I. 大蔵省時代

1. 戦後～

- ・大恐慌を契機に誕生したアメリカ型金融制度（証券市場を金融システムの中核とし、銀行と証券を区分）を導入
- ・上記制度の下で、圧倒的に銀行中心の金融システムを形成（背景：規格大量生産によるキャッチアップを必要とする一方、経済全体が資本不足→銀行が低利で預金を集めて政策的に配分する産業銀行モデル（メインバンク・システム）が有効）

2. 80年代～

- ・実体経済が世界経済のフロントランナーに到達（今後の成長分野が判然としない時代＝銀行借入より市場調達を整合的）
- ・一方、大企業の資金不足解消・市場調達化、銀行への預金流入継続→不動産担保貸付への一層の注力（サブプライムと同じ構図）

3. 90年代～

- ・バブル崩壊

- 住専問題と大蔵省解体（+総会屋事件、大蔵省接待事件）
- 金融危機とセイフティーネット整備

4. 日本版ビッグバンとその成果

- ・市場競争条件の自由化（手数料自由化、参入規制の撤廃、銀行における投資信託販売の解禁、取引所集中義務の撤廃など）→業者間競争は激化
- ・市場によるガバナンス
- ・行政姿勢の転換（→Ⅱへ）
- ・アメリカ並みの金融制度にすれば、日本人の意識や行動が自動的にアメリカ人並みにはならない

Ⅱ. 金融庁の10年

1. 基本構造

- ・業態別（銀行・証券・保険）組織→機能別（検査・監督・企画）組織
- ・事前予防型裁量行政→ルールに基づく事後チェック型行政？

2. 柳澤大臣の時代

- ・相次ぐ破綻処理
- ・金融システムと行政の将来ヴィジョン（2002年）→ビッグバンの検証と再構築（圧倒的に銀行のプレゼンスが大きい日本の金融システムの実情を踏まえた具体化）

3. 竹中大臣の時代以降

- ・公的資金の使い方
- ・リレーションシップ・バンキング
- ・金融商品の製販分離の本格化（銀行による証券仲介業解禁、保険販売の完全解禁など）

4. 金融商品取引法（投資サービス法）

- ・アメリカと日本における「貯蓄」と「投資」
- ・契機：組合理型ファンド、FX取引
- ・理念：リスクが同じなら制度も同じにし、国民が安心して市場参加できる制度インフラを整備→実務対応の大変さ、コンプライアンス不況？

Ⅲ. 金融・資本市場競争力強化プラン（2007年暮）から

1. 既視感

- ・これまでの制度改革の限界、制度を使う人材、官民の関係、制度改革の意味（選択肢を用意する場合と閉ざす場合）

2. 総合取引所構想＝取引所取扱商品の多様化

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

3. プロ向け市場

- ・調達サイドはコスト節約、運用サイドは収益機会拡大
- ・適格機関投資家相手のプロ私募PTS
- ・相手を特定投資家まで拡大した取引所（基本は自主ルール）

4. 銀証ファイアーウォールの見直し

- ・情報共有に対する顧客同意取得の微妙さ

- ・個人はオプト・イン，法人はオプトアウト
- ・役員兼業制限は撤廃
- 5. 銀行業務範囲の拡充
 - ・業務実施主体の違い（銀行本体，銀行子会社，銀行兄弟会社）
 - ・商品の現物取引・・・兄弟会社
 - ・リースとイスラム金融・・・子会社または兄弟会社
 - ・投資助言代理業，排出権取引，マーチャントバンキング（事業会社の株式保有）・・・銀行本体
- 6. 新たな決済サービスと制度の枠組み
 - ・電子マネー：カード型とネットサーバ型→ナローバンク論
 - ・ポイント：事業者のおまけ→想定を超えた流通性・汎用性
 - ・現在位置と信用秩序法制そのものの再点検
- 7. 課徴金制度の拡充
 - ・導入経緯と日本の法制，金額水準と対象範囲
 - ・将来課題（業者の行為規制，「不正の手段，計画，技巧」を禁ずる157条）
 - ・センスよい運用
- 8. 金融専門人材の育成と交流
 - ・渡辺喜美著「金融商品取引法」
 - ・金融機関，上場企業，自主規制機関，行政，司法など各界における専門能力と規範意識の共有
- 9. ルールとプリンシプル
 - ・こまごま書いてある決まりと，おおまかな原理原則
 - ・ルールの不備，プリンシプルの規定を使えない場合と使わざるを得ない場合書きものになっていないプリンシプル＝常識
 - ・UKFSA と JPFSA
- 10. 金融テクノロジーと常識
 - ・「貯蓄から投資へ」の前提への疑念？と，ツールの是非論
 - ・金融の常識「借り手が収入の範囲内で返済できるかを貸し手が審査して貸す」
 - ・自作自演型増殖メカニズム：80年代不動産担保貸付とサブプライムローン，さらには貸金業のビジネスモデル
 - ・実体経済における投資商品の望ましい位置づけ

(参考) 証券長期投資のリターン分析

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

普通預金 3192万円

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

トヨタ株式 2億6231万円（配当は当該株式購入に充当）

キャノン株式 3億4010万円（同上）

IV. 本日のテーマへの含意

- ・イギリスのADR・・・業界のイニシアティブ
- ・アメリカ・・・より直接裁判に訴える世界，強力なSEC
- ・金融業界と国民一般を巻き込んだ運動として展開する必要性
- ・2008年を日本における「ADR元年」に

以上

皆さん、こんばんは。金融庁の大森と申します。

今日の講演会はすごい長丁場ですよ。ふううは、しゃべった人たちのパネルで締めるのですけれど、その後に私みたいな別の人が来て別の話をするというのも珍しいと思います。

私、今日は上村先生のお話のところから参加させていただきまして、そのことが、いつもの先生の鋭い舌鋒を若干緩ませていなければよかったのだが、と感じております。私も経産省の企業価値研究会なんていう話を聞くと、何をやっているのだと思うのですけれども、じゃ我々がそんなに立派なことをやっているかというと、日々うろろう試行錯誤しているのが実情でございまして、上村先生からは、「金融庁何をしておる」と叱咤していただくぐらいのほうが安心できるわけです。

参加者の皆さんも長時間お疲れでしょうから、私からは45分間、軽く聞き流していただければという程度の話を経談ふうに申し上げたいと存じます。

「制度と人間」というメモを用意いたしました。随分大きく構えてしまったタイトルですが、私は金融行政をしておりますので、ここで言う制度とは、もちろん金融制度のことです。広くとらえれば、上村先生の公開会社法といった構想、あるいは私人間の権利義務を規律するルールとか、今日のテーマであるADR制度まで含まれますし、狭く捉えれば、銀行法とか、保険業法とか、あるいは金商法の業者部分のような、いわゆる金融業法ということになります。

人間といえますのは、金融制度に従って行動しなければならぬ金融業者はもとより、業者のユーザーサイドである国民一般に、金融制度がどのような影響を及ぼし得るのかということです。

今日の講演会のきっかけになった本をパラパラながめておりましたら、メモにも引用しましたけれども、こんな一節がありました。ちょっと読み上げてみます。犬飼さんから冒頭話が

あったかもしれませんが…。

「(金融商品の) 製販分離政策の評価とも関連するが、現在、銀行と証券の分離政策の見直しは、政府の審議会等で検討課題に上っている。ただ、基本的に利用者の視点に立った紛争解決制度の確立などアフターケアの制度整備を欠いたままの銀・証分離政策の見直しは、ヴィジョンなき破壊に結びつきかねない。抜本的な制度システムの見直しと新しい制度の設計には、顧客の立場も踏まえた全体最適の観点が欠かせない。」

ここで筆者の思いを推測しますと、金融商品の製販分離、典型的には投資信託のような商品を証券会社だけではなくて、10年前から銀行で買えるようになりましたし、3年前から郵便局で買えるようになっております。そうすると、なまじ銀行や郵便局で買うから元本保証と誤認しちやったりしないだろうとか、さらに業態の垣根が今後低くなると、「こんなはずじゃなかった」という苦情・トラブルが増えて、そういう方へのアフターケアもないままに業者側の自由化、規制緩和だけを進めるのはワンサイドで不十分だということで、業者だけではなくて、顧客の立場も踏まえた全体最適の観点が欠かせない。

こんな感じでよろしいですかね、犬飼さん(笑)。筆者がよろしいと言っているのです、そういう前提で進めますと、私もまったくこれに異存はありませんし、今日の講演会のテーマである金融ADRを、この国の金融システムの重要なインフラとして整備していくという方向感には100%共鳴しております。

ただ、ここ十数年、金融制度をどうしようかとあれこれ悩むのが私の仕事になっておりますので、制度を整備すれば、制度の下で人間は想定どおりに行動して幸せになれるとも限らないという経験を重ねてまいりましたし、どのように制度を設計しても、それを使う人間のセンスが伴わないと、経済社会の中で制度が生きてこないという実感がございます。先ほど上村先生から、「イギリスの法律というのは、元来業界の

自主規制ルールをもとに形成された。そういう法律であるからこそ、ジェントルマンの間でワークする」というお話がございました。そうになると、制度をどうするかと、ジェントルマンをつくることを併せて考えていかなきゃいけないということで、なかなか大変だと思いますけれども、これまでの試行錯誤、あるいは私にとっての全体最適の観点とは何か、さらにはそういったこれまでの金融行政の試みが、本日のテーマである金融ADRに対してどのような含意があるのか、といったことをお話できればと思います。

日本の金融制度は、ご案内のとおり、敗戦後アメリカをモデルに形成されておまして、ただいま申し上げた銀・証分離が典型になりますけれども、そのアメリカの金融制度といえば、これまたご案内のとおり、大恐慌の経験を踏まえて形成されております。株価が5分の1まで暴落するとか、市場を支配していた銀行の3分の1が破綻するとか、国民の3割が失業するとか、凄まじい経験をしますと、証券市場という仕組みに懲りて、日本のように銀行中心の金融システムが形成されてもよさそうなのですが、そうはならない精神というのか英智みたいなものが、当時のアメリカに働いていたような気がします。

何が問題だったかという点、上村先生の話にもありましたように、投資家が公開会社の価値を正しく認識できないので、どんどんバブルが膨らんでいく。それは商法というか、会社法制が、州毎の州法ですから、極力わが州に立地してくださいと、経営者に媚びる法律になっていて、会社の真実が投資家にディスクロージャーされない。こういう反省に立って、証券関連法制は連邦法として整備され、連邦機関である証券委員会（SEC）が市場を監視していくという枠組みが形成されました。いわば、世界中からお金を集めるアメリカ資本主義のエンジンとして、証券市場を金融システムの中核に据えて、市場の公正は連邦の責任で担保するという点です。

そして、銀行預金というのは定義上元本保証

ですから、預金を受け入れて貸す銀行が、会社が発行した証券を引き受けて投資家に売るということをやりますと、どうしても、銀行貸付を回収するため貸付先に証券を発行させたり、預金者を保護するために投資家が犠牲になったりといった、利益相反や銀行の優越的地位の濫用などよく知られた弊害が生じます。これが、銀行と証券の分離という思想を生みまして、先ほど申し上げたように、敗戦国日本がその仕組みを踏襲したということになります。

ところが、この仕組みの下で戦後どうだったかといえば、そこに書きましたように、圧倒的に日本のシステムは銀行中心であった。それは、敗戦して間もないころというのはキャッチアップ段階ですから、何よりも工場を建てて、規格大量生産をしなければならぬ。また、それによってそこそこ経済が成長していけるということでしたから、銀行が低利で預金を集めて、それを政策的に必要だと考えられる産業に配分していくというシステムが有効でした。「産業銀行モデル」と書いてありますのは、大体どこの国を見ても銀行というのは短期のつなぎ資金を貸す商業銀行でして、長期の設備資金は証券市場から調達するという役割分担ですけれども、日本では設備資金も銀行が貸す。貸付先の株も持ってやる。場合によっては人も派遣してやるという形で、べったりの関係だった。

それが80年代になって、日本経済も世界経済のフロントランナーに位置しますと、今後どういう分野が成長していくのか判然としませんから、保守的な銀行の貸し付け担当者よりは、市場においてこの会社が伸びそうだと思う投資家が投資をする。そうやって、より有望な企業に成長のための資金が供給されて、市場によって今後の成長分野が見出されて発展していくという、市場中心の金融システムと整合的な実体経済になったわけです。けれども、現実には、大企業は資金不足が解消して市場で調達するようになるが、相変わらず銀行への預金は集まり続けるし、相対的に優良な貸付先がなくなっていくから、銀行はそれまで以上に不動産担

保貸付に一層注力するようになった、ということです。

これが、「サブプライムと同じ構造」と書いてありますのは、サブプライムというのは、お金を貸すことによって低所得者でも家を持てると。そのことが家の実需を高めますから、住宅の値段が上がっていく。それによって低所得者でもお金を返せるという、資産価格の上昇を前提としたモデルになっていました。これが80年代後半の日本でも、まったく同じように、不動産を担保にしているからお金を貸せて、それによって不動産の値段が上がることによって金融が回っていく、いわば、自作自演型増殖メカニズムだったわけです。

それがいつまでも続かないのは自明ですから、90年代になってバブルが崩壊いたしまして、最初「住専処理」という形で表れました。農林系統と母体行の対立というのが、政治的にも大変な問題になりまして、農協からすれば、だれのせいでもこんなことになったのだと思いますし、母体銀行の側からすれば、処理しなくて困るのはだれなのだよということになります。その思いのギャップを埋めるための6千数百億円の公的資金が、財政の論理が金融を歪めたということで、半年ぐらいにわたって日本中大騒ぎになりまして、大蔵省の解体につながってまいります。そして、先ほど総会屋のお話も出ておりましたが、同じころ、第一勧銀と4大証券をめぐる総会屋の事件があり、また、私ども行政と金融業界の意思疎通のあり方が接待問題という形で問われて、とにかくそれまでの金融行政というものをことごとく否定する形で、新しい金融行政なりシステムを再構築していかなければならないというような議論が盛んに行われたわけです。

そして97年11月になりますと、三洋証券から始まりまして、北海道拓殖銀行、山一証券、毎週のように大型の経営破綻が続きます。その翌年になりますと、長期信用銀行、日本債券信用銀行といった破綻が続きまして、日本発の世界金融恐慌が懸念される事態になりました。

先ほど、6千数百億円で日本中大騒ぎという

ふうに申し上げましたけれども、これほど金融機関の破綻が続きますと、金融システムの安定のためには公的資金を50兆円、60兆円注ぎ込んでもやむを得ないと、ふつうの国民でも感じるようになりまして、誠に国民の認識というのは犠牲を伴わないと進化いたしません、私どもの見方からすると、この大蔵省時代の最後に行われたのが、メモのIの4で書いてある「日本版ビッグバン」という改革です。

役人というのは、なかなか権限を手放して自由化することには慎重だとよく言われます。このときの改革というのは、とにかく市場の競争条件をアメリカ並みに自由化しようということでありまして、例えば、株式を売買するとき、証券会社が手数料を取るわけですが、それが法律で定まっていた固定制だったのを自由化しようとか、あるいは免許制で実際には新規参入を認めてこなかったのを、登録制で参入規制を撤廃するとか、もろもろの競争条件をアメリカの市場並みにするという改革でした。これはもう既に大蔵省というものが解体され、金融行政組織が分離するということが前提になっていたもので、最後に思い切った仕事をしたというところがあったかと思えます。

この結果、当然ではありますが、非常にたくさん証券会社が新規参入いたしまして、手数料は10分の1、20分の1という水準に低下して、いわば業者間競争は激化したわけです。

ところが、それによって広範な国民が証券投資をするようになって、個人投資家のすそ野が飛躍的に拡大したかという、どうもあまりそうはなっていないということでもあります。ここに、メモのIの4の一番下に書いたように、「アメリカ並みの金融制度にすれば、日本人の意識や行動が自動的にアメリカ人並みにはならない」って、当たり前じゃないかと思うかもしれませんが、マーケットというのは、実体経済の鏡ですから、実体経済や個々の企業業績の先行きに期待が持てるような状況にならないと、いくら市場の制度だけ自由化したって、それで自動的に投資家が増えていくわけではない

という、当たり前のごことに気づかされたこの10年間でもあったわけです。

Iの4の2番目に、「市場によるガバナンス」と書いてあります。きょう何人かのスピーカーの方がおっしゃったことと関連いたしますけれども、日本の資本市場というのは、株式持ち合い市場であった。個人の少数株主というものが蔑ろにされてきた。その結果、市場が経営を裁くという機能がない。アメリカだったら、経営者というのは効率経営に努めて、儲けて、株主に還元しないと、株主に見放されて乗り換えられてしまいますから、そうならないように必死に努力するわけですがけれども、日本の経営者というのは株主持ち合いに安住しているのではないか。

いろんなガバナンスの方法があって、上村先生の公開会社法みたいな構想もその一つだとは思いますが、やっぱり厚みのある株式市場にガバナンスをしてもらうというのが一番効率的であって、それを目指した試みではあったのですが、実際には業者間競争が激しくなるという以上に、いまだ日本の金融システムのマネーフローが、銀行預金貸出経由型から、市場経由型に切り替わったというにはほど遠い状態にあるわけです。

以上、大蔵省時代を簡単に総括いたしました。

次に、メモのIIに「金融庁の10年」と書いてあります。

金融庁ができて、もう10年経ちました。メモIIの1に「基本構造、業態別から機能別へ」と書きましたのは、昔の行政組織というのは、銀行局とか、証券局とか、保険部とか、業態ごとに分かれておりました、基本的には業者に競争をさせないことによって預金者を守る、投資家を守る、保険契約者を守るという発想でした。

その結果、イノベーションを損なってきたのではない、あるいは競争させずに業態を守るという姿勢であったがゆえに、業界と行政の癒着が生じたのではないかとということで、金融庁は、現在の検査と監督、そして私のように金融

制度を企画する組織に分かれているわけです。

それとともに、それまではつぶさないことによって国民を守るのが目的とされ、それが事前予防型裁量行政であったということで、これからはルールに基づく事後チェック型行政だというふうに総括されたわけです。ここに“?”マークをつけておりますのは、上村先生のお話にもあったように、これで済むのだったら世話はないからなのですね。実際には、日々あれこれ悩んでおまして、ルールに基づいて事後チェックとだけ言っていたら簡単そうなのですが、現実にはそうはいかないわけで、この点はまた後ほど触れたいと思います。

代表的に二人の大臣の名前を挙げておりますが、金融行政が分離して、最初は柳沢大臣の時代で、柳沢大臣は大蔵省のOBですから、皆さんほんやり感じておられるのは、何だかあまり徹底した行政をしなかったのを、竹中大臣が来て厳しくやって不良債権問題が解決したというようなイメージが世間では一般的なのですが、中にいると全然違います。金融機関の破綻処理にしても、あるいは銀行に対して不良債権処理の数値目標を示して実行を迫るということにしても、相当、ある意味、厳しい事前予防的裁量行政を柳沢時代から行っていたわけで、公的資金をどこまで使うかということについてだけ、この両大臣の程度問題としての違いがあったと思います。

たまたま柳沢さんが大臣だった時代にまかれた種を、竹中さんの時代になって刈り取られるようになったというのが、中にいる者の実感です。

同時に、IIの2の2番目に「金融システムと行政の将来ビジョン」と書いてありますが、これは、先ほど申し上げたビッグバンというのが、証券市場の競争条件をアメリカ並みに自由化していこう（直接金融の推進）ということであったのに対し、現実の日本の金融システムは圧倒的に銀行に依存しておりますから、現実的な道筋として、銀行が持っている貸付債権を切り離して証券化して、広く薄く国民にリスクを

シェアしてもらう必要性を強調したものです。学問用語では「市場型間接金融」と言うこともありますが、圧倒的に銀行のプレゼンスが高い日本の金融システムの現状を踏まえて、どうマーケット中心のシステムに再構築していくかを、改めて検討しました。このビジョンが、竹中大臣の時代になって、「金融商品の製販分離の本格化」という動きにつながっております。

銀行が、証券の仲介をするとか、あるいは保険の販売を昨年12月から完全にできるようになっておりますけれども、製販分離によって、顧客に直面している売り子が、メーカーに対して、顧客のためになる商品をつくってくれという力学が働くのです。保険が典型なのですが、メーカーである生命保険会社が、自前のセールスレディー軍団を使って、職場に押しかけてきて義理人情で売っていますと、買う方は一体どんな保険に入っているのかさっぱりわからないということになるわけですし、メーカーはどうしても自分がつくったものを売らなきゃいけませんから、お客の都合などお構いなしに売ることになるわけです。ここで製造と販売を分離しますと、単に売るだけの人というのは、お客にとっていいものを売らないと怒られてしまうので、むしろメーカーに対して、お客にとっていいものをつくってくれと働きかける力学が働きます。ちょっとよけいな話になりましたが。

そして、メモのⅡの4番目にある金融商品取引法。当初投資サービス法と言っておりましたが、金融商品取引法の制定に至るわけです。アメリカでも日本でも、もちろん貯蓄と投資という概念は違いますが、5%の預金金利では満足しない人たちが、よりハイリスクではあるけれども、ハイリターンでもある投資商品を選択するという意味で、貯蓄と投資というのがアメリカではリスク、リターンの程度の差ということで、主観的には連続しているような気がします。

翻って日本では、ほとんどゼロに近い預金金利にこれだけ巨額のお金がへばりついているということは、貯蓄と投資というのが断絶してい

て、むしろ投資と投機が連続しているようなイメージを持たれている。

Ⅱの4の2番目に「契機」とあり、ちょっと口幅ったいですが、この投資サービス法構想は、金融庁の中では私が始めました。2003年の暮れでしたが、当時、映画ファンとかアイドルファンとかいう組合型のファンドというのが跋扈してしまっていて、「こういう映画をつくったら面白そうでしょ」とか、「このアイドル、イケてるでしょ」とかいうので、1口10万円とかいってお金を集めるわけですね。たいてい紙屑になることが多かったですが、それと、外国為替を、先ほどのビッグバンで自由化しましたので、外国為替証拠金取引／FX取引というのが、何の規制もないまま行われて、年金で独り暮らしの高齢者の方々が生活の糧を奪われるというようなことが続発しておりました。

結局、平成の初め、あるいはそれ以前から、証券取引法の有価証券概念を幅広くしていくという議論はあったわけですが、リスクが同じ程度だったら制度も同じにして、国民が安心して市場参加できるようなインフラを整備していこうという、発想としては非常にシンプルなものですね。

ところが、去年の秋に施行しますと、最近ではコンプライアンス不況とかいって、建築基準法だけじゃなくて、この金融商品取引法のおかげで、金融機関の営業が萎縮してしまって、GDPに悪影響を与えているというようなことが言われるわけです。もともとの発想というのは、やはり貯蓄、銀行貸付中心の金融システム、換言すれば、実体経済のリスクが銀行だけに集中してしまう金融システムだと、必ず不良債権問題を繰り返すこととなります。ですから、薄く広く国民がリスクをシェアする仕組みというのが、金融システムとしてもリスクに強靱ですし、後ほど最後に申し上げるように、国民の福利厚生上も望ましいというところから来ているわけなので、そのための制度インフラが、実務上の問題といたしますか、過剰な対応

を引き起こすということになって、これもなかなか制度をつくって、意図したとおりに行かないという一つの例でございます。

ただ、その間に、この金融庁の10年における我々と金融業界の間の相互不信があることも否めないところです。MOF担（金融機関の大蔵省担当者）みたいなのが用もないのにうろうろしているのがいいとは思わないのですが、あんまり関係が断絶してしまうと、ちょっとした事務ミスが見つかったぐらいで行政処分をされるのではないかというような懸念があるので、ちょっとした事務ミスもないようにしようとなると、これはもう準備、実務対応が死ぬほど大変だということにもなるわけです。このあたりが、先ほど来しばしば出ております、私どもも、ルールに基づく事後チェック本槍から、本音と対話の行政に向けて、いささか舵を切っていく、ベター・レギュレーションの契機がありますし、ルールとプリンシプルの議論があるわけです。

そこで、メモのⅢに「金融・資本市場強化プラン」と書いてあって、これはたまたま昨年の暮れにまとめたものなのですが、ここに書いてある2～7の制度の話をする、プラス1時間ぐらい余計にかかってしまいますので、一切省略することにします。

Ⅲの1に「既視感」と書いてあるのも、ただいまいろいろと申し上げましたように、私も随分こういつたことをやってきておるものですから、似たようなことを何回もやらなきゃいけないというのは、そのたびごとにうまくいっていないからだという気がします。ただ、さすがに、貯蓄から投資に向けた試みを何回も繰り返しておりますと、学習効果が働かまして、これまでの制度改革の限界とか、制度を使う人材の質とか、ただいま申しました官民の関係、そういったものとパッケージで、上村先生の言葉を借りれば、制度を直すこととジェントルマンをつくることを併せてやっていかないとどうもうまくいかないという感じがしております。その意

味で、このプランというのは、そういった課題まで構えを広げているというのが、これまでの同種の試みとやや違うところだと思います。

そこで、Ⅲの、説明は省略いたしますけれども、7番目の「課徴金制度の拡充」の2に、「『不正の手段、計画、技巧』を禁ずる157条」とありますが、これは証取法、現在の金商法157条なのですが、これが日本版の10b-5（テンビーファイブ）と言われるものでして、この条文の存在だけ、後ほどの話に出てくるので、聴衆の皆様、少し頭に入れておいていただければ幸いです。

そこで、2～7の制度論は省略して、Ⅲの8以降の人材の話、ルールとプリンシプルの話、それから金融テクノロジーと常識ということだけを最後に申し上げたいと思います。

さっき犬飼さんから、うちの大臣の『金融商品取引法』という本の紹介がありました。弁護士、会計士がアメリカは百万人以上いるので、サムライとしての本業だけじゃなくて、金融機関のコンプライアンスとか、商品企画部門にも弁護士などがいて、同じくSECも半分ぐらいは弁護士ですから、行政当局者と、いわば同じ釜の飯を食った仲間として対等に渡り合っているという指摘があります。

法律や会計の専門資格が、若いころからウォール街とワシントンD.C.を行き交うパスポートになっていて、その時々で、官にいても、民にいても、自分の仕事は広い意味でのガバナンスだと意識するような人によって金融システムが担われて、専門能力とか規範意識が共有されますと、システムとして競争力を持つだけではなくて、ルールが実質的に生きてくる。これが、言葉を換えればジェントルマンをつくるということだと言ってもいいと思います。

私もそうですし、皆様方もそうじゃないかと思いますが、一つの世界だけにとどまっていますと、官であれば、実質的な善悪よりも、構成要件に該当していれば摘発してやろうというようなメンタリティになりがちですし、民であれば、同じく、実質的な善悪よりも、ホリエモンじゃないですけど、違法じゃないならやっちゃ

おうみたいなメンタリティになりがちです。様々な世界を経験すると、様々な世界の論理とか感覚というのが実感できるので、行政における紋切り型、お役所仕事というのは減っていくし、民間、金融側におけるコンプライアンスの水準というのは向上するのだらうと思います。

上場企業の内部統制なども含めて、金融の世界で生きていくためには、金商法とか会社法の知識は必要ですが、司法試験と違って、あまり憲法とか刑法とか訴訟法とか家族法をよくわかってないと困るというわけでもなくて、その代わりに財務会計とかファイナンスに通じていて、さらに英語がしゃべれるという方が役に立つわけですね。そういった新しいタイプの資格というのが金融機関とか上場企業、行政、さらに欲を言えば、司法の場で働くに際してのパスポートになっていくというようなことが考えられないかという構想です。

私も長いこと、どういう金融制度にするのか、冒頭申し上げたように試行錯誤していきまして、元来あまりこまごまとルール化しないで、プリンシプルに基づいてセンスよくルールを使っていくのがいいなと感じてきたのですが、使う人間のレベルが追いついてないとフリクションも生じるわけですし、その意味で、この辺で日本の金融システムにおける人材の資質に着目した試みというのも、検討してみる意味があるのではないかと思っております。

そこで、その次、最近流行りですし、先ほど来、話題に出ております「ルールとプリンシプル」という議論に触れておきますと、一般にルールというのは、こまごまと書いてある決まりで、プリンシプルというのは大まかな原理原則というふうに観念されていると思います。法律の中にもプリンシプルの規定というのはもちろんたくさんあって、例えば、先ほどの金融商品取引法157条、「不正の手段、計画、技巧はだめ」とか、銀行法では、「銀行業務は健全適切でなければならない」という、極めて漠とした規定があって、大変抽象度が高いですから、罪刑法定主義の観点からは、あまりこういうもの

を直接使うのは望ましくないというふうに考えられておまして、通常は構成要件の明確化に努めるわけです。

3年前、ライブドアが東証の時間外取引でニッポン放送株式を取得したときに、上村先生は、これは違法だとおっしゃいまして、私は、違法だと言えなかったのですが、それはTOB手続きというのは、取引所市場外で買収する場合に適用されるという明文があるからです。曲がりなりにも東証という取引所で行われている取引を、これは実質的に見れば、村上とホリエモンはグルだ。だから相対だ、市場外だ。だから違法だという認定はできませんで、法律のほうを急いで直して穴をふさぐということを行いました。

では、これを先ほどの157条「不正の手段、計画、技巧」と言えないのかといいますと、言えるかもしれないけれども、さっき言いましたように、プリンシプルの規定を使うのは、罪刑法定主義の観点からはよほど慎重であるべきというのがこれまでの構えです。こうした抑制的な構えが、自社株の大幅分割、あるいはMSCBの多用とも相まって、ライブドアを膨張させてしまったという反省もありますので、現在の監視委員会は、直ちに違法と言えない取引であっても、広く注意を喚起していきます、と方針転換をしているわけです。

UKFSAとJPFSと書いておきましたのは、イギリスでは、FSAが業者の行為規範、プリンシプルを定めることができるという法律の明文の規定があります。日本でそんな規定を置いたら、我々信頼されていないから大変なことになるのですが、イギリスではもともとが自主規制ですから、仲間の行為規範はFSAがつくるということが法律上担保されております。そういった中での11のプリンシプルであるという点が違うというのは、我々、当然法律の授權の範囲内でしか仕事ができないわけですから、申し上げておきたいと思っております。

当然書き物になっていないプリンシプルというのもあって、ある意味それは常識と言ってい

と思います。例えば、こまごま書いてある典型的なルールとしてインサイダーのルールがあり、重要事実というものがあるが、公表前に売買してしまうと、形式的には該当するのですが、現実には、株価に何らに影響を与えないような重要事実を、何ら違法性の認識もなくうっかり公表前に売ってしまうということがあるわけです。そういうときは、「今後気をつけなさいよ」と注意して済ませるのが常識というものであって、形式的にはルール違反であっても、プリンシプルに照らせば摘発するほどのことではないということになるのですが、世の中にはとにかく勧告の件数を稼ぐのだとか、何が何でもあいつを犯罪者にしてやるのだとかいう構えで仕事をしてしまう人もいるものですから、もうちょっと常識を働かせてくれよと仲間に要望しなきゃいけないことにもなるわけです。その意味で、ルールとプリンシプルの議論というのは、金融システムにおいて、ルールが実質的に機能するといいますか、罪と罰が見合うことによって規律が確立する世界を目指して行われているものになります。

この両方のミックスとかいうと、何やら裁量行政の回帰ではないかというふうに誤解する人もいるのですが、よいルールをつくってセンスよく運用していく。センスよく運用できなければ、ルールそのものを手直ししていくという意味になります。

このメモの最後のⅢ-10に、金融テクノロジーと、もう一度「常識」という言葉を掲げました。あと7分ぐらいになりまして、サブプライムの話をしている時間がありませんので、サブプライムの話自体は省略いたしますけれども、最近この問題を契機に考えますが、实体经济における投資商品の望ましい位置づけということです。

投資対象は、家でも株でもいいのですが、その資産価格の変動に、どこまで实体经济が依存できるのか、あるいは依存しても不健全ではないのか。あるいは、投資対象からの果実、株

だったら配当、家だったら家賃だったりしますが、その収入にどこまで依存できるかということです。持続的な設備投資の内需がある先進国なんていうのは存在しないので、ある程度資産価格効果というのを見ておかないと、グローバル経済の動向だけに振り回される国になってしまいますけれども、資産効果を当てにしすぎたということで、現在グリーンスパンは批判されているわけです。

また、先進国の实体经济というのは、先ほど車とか家電という話がありましたけれども、日本の場合でも、そういったグローバルに展開する製造業が牽引しておりまして、グローバルに競争する以上、労働および資本に手厚く還元しないと勝ち抜いていけませんから、ふつうの働く国民も年金生活者も、株主になって資本サイドに身を置かないと、給料も年金も増えない中で将来不安にさいなまれることとなります。

半月ほど前でしたか、NHKの「ワーキングプアシリーズ」、いつも見ていると寒くなってくるのですが、これまでの日本の常識では、貯蓄のできないブルーカラーの話だったのが、アメリカだと平凡なコンピュータ・プログラマー程度だと、インド人がいればおまえは要らんということで、今後ホワイトカラーまで転落していくということになると、貯蓄ができるうちに資産の一定割合を投資商品にしておいたほうが良いと思います。

メモの参考に書いております、証券投資のリターン分析の説明は省略しますが、はっきりしているのは、こういったグローバル化の下での实体经济、あるいは家計の構造変化、様々な金融商品が担っている役割を踏まえて、国民の全体の厚生水準を高める政策を考えていかなければならないということとして、そしてそれはもとより、私たち金融制度をつくるとか、制度に基づいて金融機関を監督する行政のみならず、マクロの財政、経済政策、為替政策、さらには金融政策との連携の下に遂行していく必要があると思っています。

最後に、やや一般論に逃げてしまっておりませうけれども、金融システムについてはこの辺にいたしまして、こういったお話の本日のテーマである金融ADRへの含意ということでございます。

おそらく、上村先生の前に田中先生などから、イギリスのADRとかオンブズマン制度の紹介があって、それが業界のイニシアティブによって生まれたという話があったのだらうと思います。私が日本の金融業界によく申し上げるのは、1人を長期間だますとか、大勢を短期間だますことはできても、大勢を長期間だますことはできないということです。どんなビジネスでも、国民の側に公平な扱いを受けているという信頼感がなければサステナブルではないわけですし、おそらくイギリスの業界も、当面コストがかかっちゃうとか、個々の紛争事案の解決が、必ずしも自らに有利にならないかもしれないけれども、国民が公平な紛争処理システムが存在していると感じてくれないと、そもそも入り口で金融商品を買ってくれない。であれば、自主的に紛争解決制度をつくっていかうと決断したのだと思います。

翻って、日本の金融業界に現在そこまでの覚悟があるかといえば、残念ながら、ご承知のとおりないわけで、そういう状況の下で、例えばイギリスと同じような制度が、上から降ってくるということになりますと、形だけ取り繕って制度が期待したようには機能しないということになりかねません。もちろん制度と制度を使う人間の関係はインタラクティブといいますか、“にわとり・たまご”みたいなものなので、人間のほうが成熟してないからといって、制度があってはならないというわけではないですが、あんまり身の丈に合っていないと使いこなせないということです。

そして、同様の事情は、他でもよく見られます。私、証券市場とのつき合いが長いのですが、この2年ぐらいはちょっとマーケットから離れて、貸金業制度の改革とか、多重債務者対策をしております。そうしますと、いかに自ら抱

えている金融——この場合は借金ですね——の問題を誰かに相談しようなんて、ふつうの国民は夢にも考えないことを痛感いたしました。もう既に借金を抱えすぎて、人生壊れてしまっていて、それでもなお新たな借入先を見つけて自転車操業を続けようという人ばかりなのでね。

こういう事態に遭遇しますと、もはや制度論の前にといいますか、制度論とともに運動論たらざるを得なくなりまして、全国の自治体を巻き込んでキャンペーンをやるとか、チラシをつくる、ポスターを貼る、相談マニュアルをつくるとか、DVD化するとか、カネがないので出演するのが私の部下たちになるとか、いろんなキャンペーン、運動がようやく緒についてきたのですが、金融ADRというのも同様に、業界と国民の意識に働きかける運動として展開する必要があると思います。

それをやっていきますと、いろんなことを言ってサボタージュするやつが出てまいります。先ほど、アメリカでも金融ADRはあるというお話でしたけど、普通はあんまり聞きませんので、イギリスにあるけどアメリカにないのはなんでだ、みたいなことを言うやつが出てきて、おそらくアメリカは、より裁判で決着させようという文化なのでしょうし、証券市場においては、上村先生のお話のように、SECが大きな役割を果たしているという背景もあると思います。

そうすると今度は、日本にもアメリカ並みにSECをつくれということを言う人がいて、議論としてはもちろん理解できるのですが、先生がおっしゃったように、容疑者の家を盗聴するとか、おとり捜査するとか、司法取引するとか、裁量的に制裁金を取って被害者に返還してやるといったレベルの仕事が、制度として日本の法制で許容されるかどうか以前の問題として、現在の私たちには、そこまでハイレベルな仕事をする能力がないというのが、残念ながら現実でございます。

ただ、言い訳していても始まりませんし、これまで金融庁の10年の行政、制度に関する企画

分野の行政が、冒頭申し上げた狭い意味での金融制度、すなわち業法の手直しに忙殺されておりました、ADRまでなかなか頭が回らなかったことも事実です。

幸いこの講演会の主催者、あるいはその主旨に呼応してお集まりになった皆様のような方々が現れたというのは大変素晴らしいことでありまして、今後、金融業界や、広く国民一般を巻き込んだ運動を展開していった、この2008年が、後世振り返って、日本におけるADR元年（下記コラム参照）と言われるように、金融行政も可能な限りの努力をしまいたいと最後に申し上げ、私の話を締めさせていただきたいと思えます。

1分ほど時間オーバーしてしまいましたが（笑）、ご清聴ありがとうございました。（拍手）

○犬飼 大変心強いお話を、本当にありがとうございました。

これで連続講演会第一回のすべての予定は終了でございます。（了）

コラム

金融ADR元年への実際の動き

2008年12月3日、金融審議会から金融業界に金融ADR機関の設置を事実上義務付ける方針が示され、12月17日には報告書「金融分野における裁判外紛争解決制度（金融ADR）のあり方について」が公表され、2009年3月6日には「金融商品取引法等の一部を改正する法律（案）」が国会に提出された。

その趣旨は、金融機関に対して金融ADR機関の利用とそれへの拘束を義務付けることにあり、わが国の金融トラブルの解決にとって大きな動きといえる。

それはわが国金融資本市場の信頼回復に向けて、金融機関等金融サービス業者にきわめて大きな、（この方針は世界的な動きとも整合的であるので）前向きのインパクトを与えるものと考えられる。

注

- 1 コースの定理とは、取引費用がゼロないし極めて低いときには、外部性ないし経済的非効率性は、法律やルールがいかなるものであっても、当事者間の取引・交渉や合意等によって正されるというもの。法によらなくても、任意の合意によって外部性の権利義務関係の問題が解決されうることを明らかにした。つまり、金融市場のケースで言えば、公正なADR機関などの第三者が、潜在的な売手、買手ないしそれぞれの側の当事者と交渉することで、効率的な資源配分が達成され得ることを、コースの定理は含意している。コースの定理のもう一つの面は、取引費用が存在するときには、当事者間の取引・交渉や合意（つまり調整能力の高さ）によって、取引費用を小さくし効率的な資源配分にいたるためのルールや解決策が選ばれ得るというものである。いまひとつの重要な含意は、交渉が非常に難しいときには、どちらかに最初から責任の所在ないしコストを決めてしまったほうが、結果的に社会的に望ましい配分が行なわれることになるという点である。つまり、プロセスが最も簡単に行ける方向にあらかじめ決断を下しておいた方がよいことを含意している。そしてそれを容易にするのが、法やルール、あるいは公的な規制や監督機関等の役割であるという点である。なお、取引費用が大きくて市場自体が機能しない場合、同時多発性の被害が大量に発生する場合等には、大規模な介入手段である司法や裁判制度や官庁の事前規制等は、資源の効率的な配分を達成するための一手段となりうる。（NIRA事務局）
- 2 外部性とは、個人や企業の経済的活動等の外部要因が、他の人や企業に対して便益やコストを与えていることを言う。特に騒音や公害はコストを与えているので、外部不経済という。（NIRA事務局）
- 3 原典として、平成19年6月12日（火）開催の金融トラブル連絡調整協議会 第33回の資料（5-1）（以下）参照。
- 4 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_trouble/si-ryou/20070612/05-1.pdf P.11
- 5 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_trouble/si-ryou/20070612/05-1.pdf P.18
- 6 単行本「日本版金融オンブズマンへの構想」

- P.44参照。
- 7 同, P.45参照。
- 8 http://www.oecd.org/document/53/0,3343,es_2649_34267_38960053_1_1_1_1,00.html
- 9 <http://www5.cao.go.jp/seikatsu/tenken.html>
- 10 設立直後に開催された2007年4月18日開催のNIRA政策フォーラム「金融ADR・オンブズマン制度構築への展望」所収の議事録 講演3参照。<http://www.nira.or.jp/past/newsj/seisakuf/15/seisakuf15.html>
- 11 旬刊商事法務(2007年10月5/15日号合併号1812号)冒頭掲載の「金融市場・市場監視当局の現状と今後の課題」
- 12 【エノキアン協会Hénokiens】(本部パリ)とは、伝統企業の国際組織、つまり世界の老舗の協会。フランス企業を中心に、世界の歴史ある企業の協力関係を築き、さらに産業活力と伝統は調和することを証明するという目的を持つ。エノキアン協会の会員資格は、(1)創立200年以上の歴史を有する企業である、(2)創立者が明確で、その同族者が現在でも経営権を持っている、(3)経営状態が良好であること、で、イタリア15社、フランス10社、ドイツ4社、日本4社、スイス2社、オランダ、スペイン、北アイルランド、ベルギー各1社、9カ国計39社で構成されている(2008年4月現在)。
- 日本からは以下の4社が加入している。法師(西暦718年:創業1290年の北陸栗津の温泉旅館業)、月桂冠株式会社(西暦1637年:創業371年:酒造業)、岡谷鋼機(西暦1669年:創業339年:商社:名証一部上場)、赤福(西暦1707年:創業301年:和菓子製造・販売)。<http://www.journaldunet.com/economie/dirigeants/henokiens/index.shtml>
- 13 the 2007 annual conference for financial ombudsmen <http://www.info2007.org/>
- 14 http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/speeches/econsecspeeches/speech_est_270907.cfm
- 15 2006年3月13日開催のNIRA政策フォーラム「裁判外紛争解決(ADR)の現状と展望」——英国FOS(金融オンブズマンサービス)に学ぶ——参照。<http://www.nira.or.jp/past/newsj/seisakuf/07/seisakuf07.html>
- 16 住宅ローンと一部セットになった投資を資産と負債の両建てのスキームとして勧誘されて、投資部分の元本と将来のリターンで、住宅ローンの元本部分の満期日における完済が十分可能という見込み(確定利回りの説明)のもとに、基本的にローンの元本の返済を行わないか小額のみ行い、主として住宅ローンの金利部分の支払いを行うという、個人にとって一見負担の少ないように見える、借入と投資の両建てのスキーム。投資のリターンが当初想定したほどに増加しなかったため、住宅ローンの満期を控えて、非常に多くの相談が、このモーゲージ養老保険に関してFOSに寄せられた。
- 17 http://ec.europa.eu/internal_market/finserVICES-retail/finnet/index_en.htm
- 18 NOEL P HINTON DEPUTY DIRECTOR GENERAL
- 19 <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>
- 20 デイスカバリーとは、米国における訴訟において、トライアルのための準備期間に行なう開示要求であり、幾つかの形式をとり得る。連邦裁判所での手続に適用される連邦民訴規則(Federal Rules of Civil Procedure)では、26条(a)に類型があげられているが、質問書(interrogatory)や立入検査といった手段とともに、情報収集のための方法としては、デポジション(証言録取:deposition)とドキュメント・プロダクション・リクエスト(文書開示要求:document production request)が最も活用される開示要求の方法である。米国では、当事者は、訴訟を提起することによって相手方等から情報を獲得する権限を得る。その訴訟の要件事実に関連する開示要求(discovery)を相手方から受けた当事者は、プリビリッジ(秘匿特権:privilege)に該当する場合以外は、要求に応じて内部情報を明かさなければならない。