

金融タスクフォース 議事概要

1. 日時：平成20年7月16日（水）10:30～11:30

2. 場所：永田町合同庁舎1階 第3共用会議室

3. 内容：有識者ヒアリング

（テーマ）サブプライムローン問題を踏まえた証券市場の監督態勢の在り方

（参考人）野村総研 研究創発センター主席研究員 大崎貞和氏

4. 出席：翁主査、本田委員、森下専門委員

5. 議事概要

○翁主査 今日、野村総合研究所の大崎さんにお話を伺いたと思います。

今日は、お忙しいところどうもありがとうございます。最初30分ぐらいお話しいただきまして、あと少し質疑ということでお願いしたいと思います。よろしく願いいたします。

○大崎氏 それでは、改めまして、野村総合研究所の大崎と申します。よろしく願いいたします。

私は、いわゆる資本市場の法制度を中心に研究・調査をしている人間でございまして、今日は、「証券市場監督態勢の在り方」と題しまして、目下、いわゆるアメリカのサブプライムローン問題に端を発した金融市場の混乱の中で、少し監督制度を、金融制度そのものを見直そうという議論も出ているということ、かいつまんで御報告したいと思っております。

さっき実は雑談で申し上げていたのですけれども、最近のアメリカの動きを見ていますと、やや、何といいますか、日本の5～6年前ですか、ちょうど日本が金融危機で非常につらい状況にあったところに出ていた議論の、しかも余りよろしくない傾向の議論と似てきたような気がしております。例えば、今朝ちょうど出でがけにウォールストリートジャーナルの電子版を見ておりましたら、まだSECの正式発表はないみたいですが、SECが個別銘柄の空売り規制を入れるという話だそうで、非常に具体的にファニーメイとフレディーマックと投資銀行、メリルとかモンスターとか幾つか銘柄を限定して、これらの銘柄に関する空売りについて、一般の空売りとは異なる、例えば、空売りというのは、株の所在を明らかにした上で空売りをしなければいけないというのですけれども、その所在を明らかにしたものを確実に、物を押さえておかないと空売りしてはいけないという、いわば厳格運用みたいなことを始めるということを行っているそうでございます。

ちょうど金融庁が2002年でしたか2003年でしたか、アメリカに合わせるという大義名分があったわけですが、突如として空売り規制を、価格の付け方を若干厳し目にしたというのを思い起こしまして、何かちょっとアメリカも最近、やや一種、事態が余りに深刻なので度を失っているのかなと、そんな気がしたような次第でございます。

それはともかくとしまして、今、このサブプライムローン問題を契機として、どんな問題がアメリカを中心に議論されているかということをお紹介して、若干、私の意見を申し上げたいと思います。

1枚めくっていただきまして、「サブプライム問題と監督規制」と題しておりますが、これは、

もう御存じのとおりでございます、サブプライムローン問題でいろいろな混乱が起きておりまして、そこから短期的な、例えば流動性を危機にある金融機関に供給しなければいけないといったような問題は勿論出たのですが、それに加えて、もう少し中長期的に制度設計を考えなければいけないのではないかなというようにも浮上しているようでございます。

一番最初に問題になったのは、これは短期的な対処ということで事態は片づいたのではあると思うのですが、預金取扱金融機関ではないブローカー・ディーラーとか、あるいはヘッジ・ファンドといったようなものが流動性危機に陥ったときに、中央銀行としてどう対処すべきかという問題でございます。これは、アメリカの場合は過去にそういう、いわゆる預金取扱金融機関で連銀に直接口座を持っている者以外の者に対して、連銀自ら融資をすることは原則としてあり得ないということできっとやってきているわけでございますが、LTCM危機でヘッジ・ファンドを何とかすると。ただあれも、あくまでも連銀が出したということではなくて、市中の銀行に対して出すように呼びかけたということですよ。そういうものがあつたわけですが、今回は、御承知のとおり、JPモルガンがベアスターンズを救済するに当たって、あれは、事実上、連銀の迂回融資みたいなもので、ベアスターンズに公的なお金が入ることになったわけでございます。

日本の日銀の関係者の方々に伺いますと、いや、日本はもうそういうことはとっくに経験済みで、何から何までやったので余り大した問題ではないとおっしゃるのですが、アメリカでは、少なくともこれをどうするかということと、これに併せて、今度は、例えばブローカー・ディーラー、ヘッジ・ファンドが破綻した場合に、預金取扱金融機関のような何らかの特別な措置が要るのか要らないのかという議論が浮上しておるようでございます。

それから、もう一つは、これもかなりもう具体策が出そろっておりますが、格付機関をどうするかということでございまして、これは、これまでも随分といろいろな前史というか、行ったり来たりがございまして、例えば、格付機関がどうしてもいわゆるS&P、ムーディーズ、それにフィッチぐらいですか、大手にほぼ独占されている状態で、かつ、その格付を使ったさまざまな公的規制がありますので、事実上、格付を取ることを強制してしまっているのではないかと。強制されているのに寡占状態にあるということが、格付機関の規律を緩めているのではないかなというような議論が昔からあつたわけでございます。それが今回、これも格付機関が悪いのかどうかというのは、またいろいろな議論があるところですが、サブプライム問題の引き金を引いたとまで言われて、また、取り分け二次証券化商品と言われる、ストラクチャーもので格付のやり方そのものについて不備があつたのではないかなという批判が出たことで、見直し議論が一挙に浮上しております。この中身は後ほど御説明いたします。

それから、証券化商品自体の情報開示、それから価格の評価をどうするかというのも、これも議論の焦点になっている、こんなところでございます。

2ページですが、そうした中で、これは、実はサブプライム問題とは直接関係ないのですが、ちょうどその問題の真ただ中で、米国財務省の、ブループリントと呼んでおりますが、中長期的な金融・資本市場制度の見直しに対する非常に大きな提案が発表されております。これ

は、実はずっと前から何度も何度も検討されてきているものの一つの集大成でありまして、アメリカは、御存じのとおり、監督機関が物すごく分散的で、銀行監督するのも、FRB、OCC、それからFDIC、それから証券でもSEC、CFTC、CFTCは商品の方にもかぶっておりますけれども、それで保険は完全に州別規制ということで、ほかの国に比べると極めて監督機関が錯綜しているというのが実情でございまして、これは問題だということは随分前から言われているわけですが、それを抜本的に変えてはどうかという提案をポールソン財務長官が発表しております。

これは、しつこいようですけれども、サブプライム問題がきっかけで検討が始まったものではなくて、もうずっとやっていたことなのですが、ただ、提案の中身を見ますと、短期、中期、長期という3レベルで提案をしております、そのうち短期の提案というのは、これはサブプライム問題に対処するための提案ということになっております。中期と長期が、むしろ今の状況を踏まえた制度の見直しの提案でして、短期については、何せ緊急対策ですから、ここに書いてあるような、主としていろいろな事態が生じたことを早く把握して、できるだけ機動的に対処できるようにするための具体策という感じでございます。

注目されるのは3つ目のところで、①、②、③と書きましたが、③のFRBのディスカウント・ウィンドウの預金取扱金融機関以外への適用に関しての透明性確保ということが言われているのですが、これは結局、ベアスターズ救済のプロセスについて、やったこと自体はやむを得なかったとしても、どういう基準なり、どういう経緯でベアスターズということになり、また、ああいう金額とか規模とかということになったのかといういろいろな批判があるようでございまして、むしろある程度の基準を決めて、こういう場合は申請したらもらえとか、そんな制度にきちんとしてはどうかということになったようでございます。今のところ、プライマリー・ディーラーには緊急融資をするという制度が、当初3カ月の緊急措置として導入されて、その後、期間が延長されておりました、現在も続いております。プライマリー・ディーラーはいわゆるブローカー・ディーラーですから、これは事実上、その証券会社に中央銀行として融資をするという制度だと言ってよろしいかと思えます。

中期的課題として、さっき申しました錯綜している規制機関の統合・再編ということが提案されておりました、まずは、これはできたときからずっと続いている対立なのですけれども、SECとCFTCを統合すべきだと。それから保険は、州別になっているのを、連邦の監督機関をつくるべきだというようなことを言っております。

それから、ここでちょっと注目されるのは、証券市場の監督をCFTCがやっている商品先物市場と比べたときに、証券市場の方がいわゆるルールをがちがちに決めてやるルールベースの規制手法になっているという指摘をしております、SECとCFTCを統合するに際して、どちらかという商品市場寄りにさや寄せするというんですか、プリンシプル・ベース規制にしてはどうか、こんなことを言っております。

このプリンシプル・ベース規制は、もう既に御案内のとおりでございまして、今、結構日本でも注目しているというか、金融庁が一生懸命、「ベターレギュレーション」という標語のもとに

やっておるものの一つでございまして、次のページにその金融庁のプリンシプルを全くの御参考までに載せておりますが、ここに書いたような、極めて抽象度の高い、かつ、余りだれにも異論がないような規範をまず定めまして、さまざまなルールの解釈には、この規範に立ち戻って、できるだけ意味を規範に沿った形で酌み取る、あるいは、ルールが不備で何もない場合は、この規範からいわば結論を導き出すというような、そんな使われ方をするようでございます。

これは、先駆者はイギリスのF S Aでして、去年の11月にF S Aはコンダクト・オブ・ビジネスルールという、行為規範ルールとでもいいますか、業者規制のルール、非常に大部なものをずっと持っているのですが、これを全面的に改定いたしまして、去年11月からはプリンシプル・ベースのCOB、これはCOBに「S」をくっつけて今呼んでいるのですけれども、そういうものを今、イギリスのF S Aではスタートさせております。

見ていますと、そんな物すごく変わったということではないのですけれども、やはり、どうしても日本で言うと内閣府令とか、いわゆる監督指針とか、あるいはガイドラインというレベルのものも全部含まれますので、かなり細かいことがいっぱい書いてあるのですが、例えばCOBで工夫しているなど思いましたのは、COBには1条1条にみんな小見出しみたいものと記号がついていまして、Rというレギュレーションあるいはルールという規則というものと、G、ガイダンスというものがあって、いわば、絶対守らなければいけないものとそうでもないものと分かれているんですね。そんなようなところもプリンシプル・ベースという考え方なのかなと思っております。

アメリカは、今までSEC規則というのは非常にがちがちで、しかもSECの規則制定権限というものが非常に広いものですから、日本で言えば法律事項に当たるようなことも、相当程度SEC規則で対処してしまっておりまして、そういう意味では、アメリカ人は、自分たちはルールベースだという意識を持っているようです。それをイギリスがやっている、あるいは日本でもやろうとしているプリンシプル・ベースに少し動かしていこう、こんなことのようにございます。

ちなみに、イギリスのプリンシプル・ベースというのはかなり徹底していまして、プリンシプルのみに基づいて行政処分が下されているケースがあるようです。これは、実はロースクールの学生が調べてきてくれたのですけれども、具体例が2つほど見つかりました。ですから、具体的なルール違反ではないと。

それに対して、日本が今回つくったプリンシプルというのは、あくまでも行政処分を行うときに、プリンシプルにのっとった対応を日ごろからやっていた場合は、結果責任としての行政処分はするけれども、少し、いわば情状酌量してあげる、そういう使い方をすることを金融庁ははっきり言っておりまして、根拠がないという言い方はちょっとまずいかもしれませんが、要するに、内閣府令等々に何ら抵触していないのに、プリンシプルのみで違反で行政処分をするということはないよとっております。ちょっと使い方は違うのですが、物の考え方は一緒かなと思っております。

これは中期の提案なのですが、長期的にはもっと面白いことを提案していまして、規制機関の大再編ですね。ですから、中期でやろうとしているのは、彼らに言わせると、ファンクショナ

ルベースの規制と呼んでいるのですが、機能別規制というんですか、これは、日本でも一時ちょっと議論がはやったことがあるのですが、要するに、銀行、証券会社、保険会社という業態別規制ではなくて、例えば、銀行が投資信託を販売するという機能を果たすときは、これは証券会社が投資信託を販売するのと行為としては一緒だから、同じ行為規制を課すべきだという、これが機能別規制という考え方ですよ。

機能別規制までは、今、もうある程度世界的なコンセンサスになっておりまして、例えば、日本でも一昨年の金融商品取引法をつくったときに、保険会社や銀行も、いわゆる投資性のある商品を取り扱う場合は、金融商品取引法の条文を全部準用しますという形で、事実上の機能別規制にもう来ているわけですね。日本は、もっと言えば、監督機関ということ言えば全部金融庁ですから、もう一括規制と言えるのかもしれませんが。

それを更に進めまして、目的ベース規制という、これは余りいい訳ではないのですが、オブジェクティブズ・ベースド・レギュレーションということをおっしゃって、そういうものに変えよう。このイメージは、要するに銀行、証券会社、保険会社と呼んでいるものを全部一回いわばがらがら・ぼんして、それらの機関に対して規制を行う機関を3つつくると言うんですね。

1つは、市場の安定確保のための機関。これは、イメージとしては、今の中央銀行がやっているようなことを中心に、ただ、さっきも申しました非預金取扱金融機関も中央銀行のある程度傘の下に入れていくというものの延長線だと思います。恐らくそういうものをやる機関。それから、金融機関の健全性確保を専門的に取り扱う機関ということで、これは、今で言うと銀行監督とか証券監督のうちの自己資本規制とかというようなことをやる人たちということになるのだと思います。それから、3つ目に行為規制のみを担当する機関。これは、いわゆる監督行政というものでしょうか。市場の不正行為なんかは、恐らく一番最初の市場の安定というところへむしろ入ってくるのではないかと思います。

そういう、全く今とは違う切り口で3つの機関をつくって、それぞれが一定の目的、規制目的というものを担って、そのために最適な規制手段を使っていく。対象となる人は、いわばすべてというふうにする、こんな提案をしております。

ただ、これは、私なんかは頭が固いものですから、従来の仕組みとの比較で、ちょっと考えても、例えば認可はだれが与えるのだろうかとか、一番最初に相談に行くのはどこに行けばいいのだろうかとか、いろいろなことをつらつらと考えてしまいまして、本当にこんなものがワークするのだろうかという、やや夢見がちな感じもするのですが、そう思うのですが、勿論、財務省もこれを来年、再来年にやろうなんてことを言っているわけではございませんで、マスコミなんかの評は、ここで中期的と言っているSEC、CFTCの統合だって、結局は無理だろうというような割とさめた見方が多いようです。

ただ、今回このオブジェクティブズ・ベースドという概念が打ち出されたことで、今まで言われてきた業態別とファンクショナルというものに加えて、もう1個、全く違う角度から規制機関を再編してもいいのではないかとという一つのアイデアが出てきた、それが非常に面白いなと思

ました。

それから、もう1個は、ここにちょっと書きましたが、③の単一機関による規制、これは、アメリカ人はイギリスが例であるということを書いていまして、我々からすると日本も数えてほしいという感じなのですが、これは、実は否定されているんですね。検討した上で、余りよろしくない。どうもアメリカ人の感覚からすると、一つにしてしまうといわば肥大化、巨大化するのでしょうか、アメリカ人は昔から金融パワーということに対する恐怖心が非常に強くて、中央銀行をつくらせなかったぐらいですから、やはりそういう巨大監督機関というものが民間の市場に介入することに対する警戒感があるようで、一たんがら・ぼんにはするんだけど、1個にしなくて3つにするんだという、そんな提案になっております。

以上が財務省の提案ということでございまして、次に、4ページへ飛んでいただきまして、「格付機関をめぐる問題」の現状を簡単に御報告しておきたいと思っております。

格付機関に関しましては、2008年6月から7月、先月から今月にかけて、SECが具体的な規則提案を3つ既に発表しております。これは、昨年8月ですから、サブプライム問題が割と本当にホットになった、いわゆる急激な格下げが行われて市場が大混乱になったという、その直後から、SECが格付機関に対する集中検査を行っておりまして、その結果を踏まえたものということになっております。

集中検査の結果はSECが報告書を出しておりますが、これは、ちょっと私も見て、かなり格付機関に厳しいなという印象を受けました。途中で格付機関にいろいろ、結果が出てから改善するのではなくて、中間段階でどんどん改善していけと言っていたようですので、これが出たから格付機関がショックを受けるということではないと思うのですが、かなり内容的には厳しいものだなと思っておりました。

例えば、証券化商品の急増に対応し切れなかったなどということを書いていまして、これは、ありていに言えば、いい加減にやっていたのではないかとございまして、これ、実は私も渡辺大臣のプロジェクトチームで格付機関の人に来てもらってヒアリングをしたときにちょっと聞いてみたのですけれども、要するに、例えば1,200本格付をしたとおっしゃるので、何人ぐらいでやっているのですかと言ったら、何か結構言葉を濁されていまして、どうも数人だったようなイメージがあるんですね。その1,200本の格付をするに当たって。しかも、1,200本といっても、勿論、ある日突然1,200件の申請が来たわけではないですから、累計で1,200件ですから、それを余り取り立てて言うとかわいそうなのですから、ただ、当初格付はともかくとして、その後、ウオッチしないといけないわけですね。このウオッチは、どうも別のチームでやっていたとおっしゃるのですけれども、更に人数が少なかったみたいで、これが今回出たSECの検査結果でも明らかに指摘されておまして、この③のところ、格付のフォローアップが当初格付の手に比べて粗雑である。担当者の数も少ないし、基準もいまいかげんだし、どうも一本一本を本当にフォローしていたという感じではないという指摘をしております。

それから、格付プロセスの開示や文書化が不十分というのも書いていますが、これは、実はもう格付機関が先行的に改善を始めていまして、各機関かなり、こういうモデルを使っていますと

かこういうポリシーでやりますというものをホームページに開示しております。

それから、利益相反の問題、これはもう前から指摘されていることで、格付利用者ではなく、格付依頼者がお金を払っているという根本問題ですね。これは、ただ、なかなか解決策がないと思うんですね。会計士の問題と似ていまして。

あとは、内部監査体制が、会社によっては非常に不備であったというようなことを言っております。

規則提案の方は、実は、主として情報開示の強化を義務付けることになっておりまして、格付機関そのものを、例えばSECが完全な監督下に置くとか、あるいはいわゆる認可制にするとか、そういう内容にはなっておりません。これは、やはり格付機関が言論の自由との関係で、彼らは、格付は、あくまでも意見の表明であり、それ以上の何物でもないということを盛んに言っていますので、意見の表明を政府が監督するのはけしからんというのがございますので、あくまでもプロセスが、例えばSECが言っているのは、プロセスが開示されている文書のとおりに行われているかというような、日本でいうと内部統制の有効性評価みたいな感じですか、そんなようなことだけをSECがやる、こんなことのようにございます。

一方で、SECは、格付そのものの社会的な意義が過剰になっていたという認識を持っておりまして、今回、規則提案の中で、幾つかの規則で格付に言及していたものを改正して、格付には言及しないと変えております。ちょっとこの辺は日本と逆かもしれないですね。日本はむしろ今、格付をより使いなさいという方向に、特に2次BISでなっているような印象を受けますので、ちょっと違うのかもしれないですね。

最後に5ページでございますが、そういうアメリカの動きその他を踏まえて、これは本当に私見ですけれども、では、「日本における検討課題」は何がありそうかということです。御存じのとおり、私は割と楽観論でよくひんしゅくを買うのですが、日本は大した影響はないだろうという印象を私は持っておりまして余り心配していないのですが、しかし、検討課題はいろいろあるだろうと思います。

第1は、証券会社の破綻処理とか、その証券会社への緊急融資をどうするか、そういう問題意識は当然あると思います。ただこれは、日本は、さっきもちょっと申しましたが、もう経験済みなのでいいのだと思うのですが、ただ、一つ気になっていましてのは、外資系の破綻が国内にどう影響を及ぼすかということについてどう対処するのか。日銀が例えば、ちょっと変な話ですけれども、外国証券会社の支店に融資をするというのは機能的には考えにくい話でありまして、どうなのだろうと。勿論、昨今は外資系と言われおります証券会社も、ほとんどが今、日本の証券会社に衣がえされていますので、昔とはちょっと状況が違うと思うのですが、それにしても連鎖倒産というのはあり得るわけで、そういうときにどうするのかと。過去、例のベアリングが大阪証券取引所で大問題を起こしたというのはあるのですが、それ以外、余り組織立った対応はしていないように思います。

それから、今、具体的に動いているものとして、証券化商品の情報開示、格付機関の情報開示強化などというものがございまして、これは、今、証券業協会等々で非常に細かい具体的なルー

ルをやっております。

それから、もう一つ、今後の課題として、これも証券業協会で検討しているのですが、ちょっと角度は違うのですけれども、「Ahead the Curve」というのを標語にいたしまして、最近一部で騒いでいます。これはどういうことかと申しますと、さっきのプリンシプル・ベースと似た発想なのですが、ルールというのはどうしても事態の後追いになってしまいまして、例えば、卑近な例ですと、例のライブドアがニッポン放送を買収しかかったときに、立会外取引で株を一挙に買い占めた。これはT O B規制の中か外かというのが議論になったわけですが、そもそもそういうことが余り想定されていなかったもので、ルールとしては、それは禁止はされていないからオーケーだという解釈にならざるを得なかった、そういうのと似ていまして、どうも今の、法令に抵触するのではないけれども、業界あるいはプロフェッショナルの目から見ていかなものかというような行為、現象、そういったものを具体的に違反と認定する前の段階で、摘発という言い方はよくないのですが、指摘をして、何らかの指導なり是正を求めるといような仕組みができないかという、これが、Ahead the Curveです。

Ahead the Curveですから、カーブを曲がろうとしているときに、曲がる前にブレーキをかけるという発想ですね。これは、使い方を誤りますと、イノベーティブなことをやろうとしている人に、それはいかなものかとすぐ難癖をつけるということになって、いわば新しい試みの芽を全部摘んでしまうことになるのですけれども、一方で、確かに今、私も証券市場を見ていますと、これはもうサブプライムとかと全然関係ない世界ですが、何というんですか、それこそロースクールなんかも一役買ってしまっているような気もちょっとするのですが、要するに、大丈夫だというゴーサインを出す専門家という人たちが、最近、何かちまたに増えています。

具体的に言うと、公認会計士とか弁護士の一部で、あるいは依頼主に対して余りにも忠実というか、何とかしてこの網の目をかいくぐる方法はないかと言われてたら、それを一生懸命考えてしまう人がいらっしゃるのも事実で、でき上がったものは、古くから業界にかかわっている人間から見ると、それはと、いわゆるまゆをひそめたくないというようなものが意外とあるんですね。例えば、資金調達の手段とか方法でありますとか、開示の順番とか、やり方とか、それは、確かに文面上はきちんとルールにのっとってやっているのだけれども、そのやり方は、ある意味、顧客をだますものだろうと言いたくなるようなものがあるんです。余りこれが広がってしまって本当に大問題になると、結局、徹底的に禁止するということにならざるを得ない。

私は、余りいい例ではないと思うのですけれども、一つの例は、例の損失補てん禁止なんかだと思えますね。あれなんかも、もっと早い段階である程度、こういうことはいいけれども、こういうのはだめだというルールをつくってれば、損失補てんを全面禁止するという、あれは実は世界にまれというか、世界に唯一の事後損失補てんの全面禁止なのですけれども、あそこまで厳しいルールにしなくてよかったと思うのですが、やはり、やってもいいというか、やってはいけないはないということに甘えてやってしまった結果、世間で大変な問題になった例だと思えますね。そういう意味では、Ahead the Curveで、一種、自主的にブレーキをかけるというのをやってはどうか、こんなことを言っております。

あとは、これはもう私が思いつきでつけ足したのですが、更に、長期的には、金融庁の機能を一つの単独機関でいつまでもやっていくのか、アメリカで今議論されているような、オブジェクトイズ・ベースドとか、そんなことに少し変えていくのかというようなことは、もしかすると少し検討課題になるかもしれない、こんなことが言えようかと思えます。

ちょっと雑駁な話で恐縮ですが、こんなところでございます。

○翁主査 ありがとうございます。

では、質疑に入りたいと思いますが、幾つか最初にお伺いしたいのですけれども、1つは、この間、証券化商品とかトレーサビリティの確保というのが、監督指針が変更される形でもう公表されましたよね。ああいうやり方は、今、日本がプリンシプルと言いつつも、体制を整備しなければならないとかなり細かく規定するような形になっていて、国際的に見て大丈夫なのかという印象を持っているのですが、その辺についてどういう御見解かというのがまず一つです。

あと、もう一つは、日本の証券取引監視委員会（SEC）を、規制改革会議としては従来、私どもが入る前の段階から、もう少し独立性を発揮させていくという方向で監督体制を考えていったらどうかという議論があった一方、これだけコングロマリット化が進んでいるのだから、いわばイギリスを規範として、FSAとして、SECの独立性を強化するというのではなく、FSAが金融システムを全体として見ていってはどうかというような考え方もあり、そういった議論を過去の経緯からごらんになってきて、今の時点でどういう御見解をお持ちかと。

その2点、ちょっとお伺いしたいのですが。

○大崎氏 まず、最初の点ですけれども、これは確かに私もトレーサビリティの議論のときに、すごく細かいことまで、特に今度、協会で作っているものはもっと細くなる見通しでして、やるので、どうかなと思ったのですが、ただ、一つそういうやり方を擁護する話があるとすると、よくわからないというふうに、コンプラの人たちが、何の話をしているのかよくわからないというテーマだったものですから、つまり証券化商品のトレーサビリティを確保せよというぐらいの言い方ですと、一体どういうことを、何をしろと言っているのですかとなるので、そうすると、こういうことで、こういうことでと具体的に書かなければいけない、何かそんなやり取りがあったようなんですね。

ですから、事の性質によるのかなという感じがしてしまっていて、業界全体で余り問題意識が共有されていないような、やはり先行的に手を、多分トレーサビリティの問題なんていうのは、ある意味、日本が一番先にやろうとしているという意味で、先行的に手を打ってこうとしていますので、そういう場合は、前例がないので細かく決めなければしょうがないところはあるのかなと思っています。

ただ、すごく気になるのは、本当に目指しているのは要するにトレーサビリティの確保なわけですよ。つまり、極端なことを言えば、どんなやり方であれ、わかればいいわけですよ。ところが、何となく書くときはこういうふうにしなさいとしてしまうので、逆に、そういうふうにしなさいとすれば、本当はうやむやでも、これはトレーサビリティが確保されているという、一部、それこそ原産地表示なんかで問題になっている話とちょっと似ているのですが、つまり法

令には違反していないのだけれども、1回向こうに行って、こっちに持って帰ってきたとかというような、そんなものが本当に日本産と言えるのかみたいな話ですね。

そういう技術論に逃げ込んで、それはまさに、さっきのプリンシプルに反した、でもルールに合っている行為ということなのですからけれども、それをやるのであれば全く本末転倒なので、そうではなくて、とにかく顧客から見た場合の安心感をどう与えるかというのを工夫してくださいと読み取ってくれればいいですよ。ちょっと確かにそこは、私もコンプラの人たちの性質をよく知っているのです、気になるところです。

それから、日本版SECですけれども、これは、いろいろな考え方があると思うのですが、一つまず言えることは、今の証券取引の監視委員会のように、認可権がない、ですから直接的に指導する権限もないで、いわばエンフォースメント部分だけを担当するという官庁は、やはりやや中途半端というのは、これは事実として、ただそのときに、ではそれをどう改善するのかというときに、独立性を高めるという議論にすると、どこで切るのかということ、恐らく、分野は証券取引と監視委員会の今担当している分野で、ただ監督はあると言えるんですかね、だから、認可権を与えてしまうということで、例えば金融商品取引業者の登録業務から行政処分権まで全部監視委員会に与えるという、これは一つの考えですけれども、これをやると、結局、銀行監督、保険監督から完全に切り離されてしまうわけですよ。

そのときの、独立性が高まることによるメリットは一体なんだろうかということですが、これは、例えば独立性を高めるべしとおっしゃる方は、証券市場の論理というのが、例えば銀行監督の論理によっていわば排除されてしまったのではないかということをおっしゃるんですね。ただ、私は、これはSECが独立していないからそうなったのではなくて、やはりどっちが、いわばシステミックリスクという点で、世の中により大きな影響をもたらすのかということだったのだろうと思っていて、最初に申し上げましたように、今SECが空売り規制、非常に変な特定銘柄の空売り規制なんていうものを入れようとしているということを御紹介しましたけれども、これなんかを見ていると、このような規制が適切ではないというのは、多分、証券市場の流通市場の論理だけから言えば、こんなの適切でないに決まっているんですね。

ただ、今現在、特定の金融機関に対して信用不安がささやかれ、株価の下落がその心理を更に増幅しているという状況のもとで、全体感から言えばファニーメイの株をやたらと空売りすることを政府がまるで奨励しているみたいな制度を取っているのかというのは、これまた全体感としてはわかるんですね。だから、その意味では、これは、もしかしたら銀行監督の論理で証券市場規制がゆがめられたという例なのかもしれないですけれども、こういうことはあるのがむしろ健全なのかなという気がして、それは、アメリカのSECでさえやっているわけですから、SECが独立かということと余り関係ないのではないかと思います。

ですので、結論から言うと、私は、今の段階でSECを金融庁から切り離すというのは余り賛成ではありませんで、むしろ、やるのだったら、私は今のSECだけが合議制の機関ということの合理性がよくわからなくて、どういう意味があるのかですね。しかも、妙な話ですけれども、あそこで決めることの多くは、何人かで話し合ったらいい結論が出るようなことでは余りないん

ですよ。例えば、強制調査を開始するかどうかとか、言ってみれば、検察特捜部長が3人で合議をやっているみたいな話なわけで、本当にそういう目的合理的な組織なのかというのは、やや疑問だと思うんです。むしろ合議というのであれば、行政のあり方を合議するというのは、それは合理的な話だと思うので、例えば金融庁全体を合議制の委員会にするというのだったら、それはまだわかるなというような気がいたします。

ただ、合議制というのはどうなんですかね。アメリカみたいに、いわゆる二大政党というのが非常に定着していて、かつ、ありとあらゆる階層の人たちが、「自分は共和党だ」、「自分は民主党だ」ということを割とオープンに言い合うような社会で、合議制で、特定政党に何人以上いてはいけないというのがSECの仕組みですよ。日本はそういう社会ではないので、合議にすることの本当の意味って一体なんだろうかというのが、ちょっとよくわからないところですね。

私は、正直なところ、監視委員会にはちょっと悪いのですけれども、委員会ではなくて証券監視局でいいのではないかと考えております。済みません。

○森下専門委員 格付機関の件ですけれども、アメリカでは公的な利用というのが大変進んでいて、それを減らす方向へ進むという話だったと思うのですが、確かに公的な利用もそうなんですけれども、現在の市場自身も、やはり格付に非常に依存している部分があると思うのですが、そういう部分は、もう全く動かしようがないとお考えですか。

○大崎氏 そうですね、これはなかなか難しいんですね。公的から半ば公的もありまして、例えば私は、今、東京都の公金管理委員会のメンバーをやっているのですが、何をやっているかといいますと、銀行のいわば評価なんですね。つまり公金を、何兆円というお金を預金していますから、破綻されたら大変だということで、それをどこほどのぐらいまで入れていいかというガイドラインをつくり、それをずっと検証していくという仕事なんですね。そうすると、実際にはほぼ7割方格付に影響されています。余り詳細は公表していませんけれども、結果的には、7～8割方、格付が下がると対応を変えざるを得ない、格付が上がれば安心だということになってしまっているわけですね。こういうようなものを含めると、やはり格付でというのが大宗を占めていると言っていいのではないかと思います。

ちょっと私が恐れるのは、格付機関が競争すれば本当にサービスがよくなるのかというところでした。特に、新規参入格付機関の立場に立ったときに、では何を売りにしようかといったら、多分、一種アンチテーゼみたいなものを出すしかないと思うんですね。うちはSP、ムーディーズと違うんです。そうすると何かセンセーショナルな格付というのをやっていく。例えば、あそこはトリプルAと言われているけれども本当はシングルAだとか、何かむしろ攪乱要因になるのではないかと考えていまして、なかなかここは難しいですよ。

東京都でも、複数取っているところは、その最低のものを取りましようとかいろいろな工夫をするんですけれども、そういうのが本当に事態をよくしているのかどうかというのは、私はややわからないところがありまして、もしかしたら、うちとしてはこの格付機関が信頼できると思うからというので、そこ1社を信ずるといようなことを各団体がやった方が、いい結果が出るの

かもしれないですね。

ただ、民間でも今、どっちかという非常に責任回避的ですし、2つ以上取っている場合は平均を取るとか、最低を取るとかというようなルールというか内規、例えば、投資の審査なんかも、今は全部格付でやっていますので、銀行もどうですかね、市販の格付と内部格付を突き合わせてとかとみんなやられていると思うんですよね。

○森下専門委員 証券とかを販売するときにも、格付を使うというプラクティスがありますよね。

○大崎氏 もうほぼ、何と申しますか、逆にリスク説明の最重点ではないかと思うんですね。だから、トリプルAですと言えば、余りリスクはないということ传达了という意味になりますのでね。

○森下専門委員 そういった中でどう、何を本当に規制していったらいいのかというのは、非常に難しいと思うんですよね。

○本田委員 私も格付機関の監督を実際できるかについては、疑問視しております。日本の場合には、格付機関がS P、ムーディーズ、フィッチに加えてJ C Iとか銀行系2社、ミクニと、結構数はあります。有担原則が外れ、1980年代の後半に銀行が連合してできた2社は、ワンノッチからツーノッチ甘い格付がついているといわれています。実際、主要銘柄で見るその傾向は明確です。しかし、業務上のポリシーの相違かもしれません。数を増やすということ自体にどういう意味があるのかというのがわかりません。競争の規制を入れるという意味も不明確です。

2つ目に、ムーディーズとS&Pに関しても、ストラクチャーものに関しては、人が十分集まらずに時間をかけた分析がされていなかったかもしれないとおっしゃっているところもございました..一方、ソブリン物とか、いわゆるコーポレートボンドのクレジットは、結構きちんと見てらっしゃると思います。あれを凌駕する監督が、日本の監督行政の中でできるだけ力があるのでしょうか。

日本の監督行政は、方針設定と実際の監督が別になっています。そのため、方針設定の際の精神と実行の間に乖離があるのではないかなどという声が金融機関からも聞こえてきます。

○大崎氏 それは、私は結構、まさに同意見でして、金融庁は、格付機関を登録制にして定期検査したいとすごく強く思っているとは思えないのですが、多分何が必要かというのは、さっきちょっと申し上げた内部統制の有効性評価に近いような話ではないかと思っていまして、つまり、立派なマニュアルなりプロセスのハンドブックはあるんだけど、そのとおりにやっていないということがもしあれば、これはやはり許せない話だと思うんですね。それは、基本的には内部監査というレベルだと思いますが、それに何か外部的なものを入れられないかと。

会計士は、ただ会計が得意なので、格付をプロセスどおりやっているかというのは、果たして得意な分野かどうかちょっとわからないのですけれども、そういうものをとにかく見ていく必要があると思うんですね。これは結構大事だと思います。特に格付というのは、極論すればそのプロセス自体がノウハウで、そのプロセスどおり正しく入れれば、大体、自動販売機みたいに結果が出てくるんだと言う人もいるぐらいですから、では、それをきちんとやっていたとした

ら、本当に適当にやっているというふうにもなるわけですね。だから、そこを見るという、それは金融庁がいいのか、昔、会計士協会ですらやっていたみたいなピアレビューというんですか、同業者が見るのがいいのか、さっきの大学の教科ではないですけども、そういう何か、ただ外部が何も見ないというのはやや規律の緩みにつながるのではないかと。取り分けこれだけの大産業になって、しかも寡占ですからというのはちょっと思いますね。

○本田委員 一方、要するにきちんと手続というかプロシジャーがきちんとされているかどうかというのはおっしゃるとおりだと思うのですが、プロセスという観点で言うと、必然的にそこにノウハウがたまっている結果、6社も7社も日本ではあるんですけども、上位2社がかなりシェアを取っているという状態になっていると思うんです。そのプロセス、私は別にどこかと親しいとかそういうのは全然ないのですが、これを本当にフェアに見て、ノウハウがあるものであつこの2社に寄っているなというのを見るより明らかな状態の中で、そのプロシジャーチェックのために、プロセスというかノウハウをある程度開示させるということをしていかないと思うのですが、そこに関してどう思われますか。

○大崎氏 それは、だから、やはり内部監査的な仕組みを外部の人がやるしかないと思っています。勿論、守秘義務等々を徹底させた上で、要するに定められたものとやっていることが合致しているかだけのチェック。定められたものの妥当性とか内容については一切物を言わないというやり方しかないと思うんです。その妥当性を言い始めると、素人が口出しするということになるか、あるいはノウハウを盗むという話になるかどっちかで、弊害しかないと思うんです。

○本田委員 そこは別に官でなくても、例えば公認会計士でもよいということですか。

○大崎氏 でも可能ではないかと思うんですけどもね。つまり、本来こうやることになっていますというのを本当にやっているかどうかを、いわばヒアリングチェックするという、あるいは証拠に基づいてチェックするというだけです。

○本田委員 逆に言えば弁護士でもいいのでしょうか。

○大崎氏 そういう感じもするんです。つまり、何でそうなっているのかよくわからないけれども、とにかくそうなっているという説明を受けて、それがやられているかのチェックをすることです。

でも、製造業なんかでやっている内部監査は、ほとんどがそうではないかと思うんです。内部監査部の人たち自身が、例えば化学の専門家だったりしないわけですね。ただ、プラントの管理というのはこういうふうになっているという、例えば安全管理上の手続はこうなっているとか、本当にやっているのか、やっていなくてみんなその辺でたばこを吸っていたとか、そういうことをチェックしていくわけですから、これは可能ではないかと思うんですけどもね。

ただ、勿論注意が要るのは、これは金融検査なんかではもうかなりなまって問題が出たのですけども、やはり見に行った人は、ついつい根本の方にも口出しをしたくなるという、要するに、本のおりやっていないというだけではなくて、そもそもこの本はおかしいのではないかとついつい言いたくなる。それが権限を持っている人だと、よりややこしいという問題がちょ

っとありますけれどもね。

○本田委員 ありがとうございます。別に官でなくても、中立的な第三者が行えばよいのですね。

○大崎氏 私はそれでいいと思うんですけれどもね。あとは、外面上、それで世間の納得が得られるかですよね。そこは。

○翁主査 金融庁は今どのようにしていこうと考えているのでしょうか。渡辺大臣主催の検討会の中では何か議論があったのでしょうか。

○大崎氏 そこでは、監督規制上の課題というの一つはあるよねぐらいで、余りそこを突っ込む感じではなかったですね。だから、アメリカでもやっているみたいだし、よく事態を注視しましょうという感じで。格付機関の方々へのヒアリングのときも、皆さん、基本的に自分たちは今、自主的努力で頑張っているし、問題がないとは思っていないので、しかし、直接規制というのはそもそも余り感心しませんねというので終わっているんですね。

これは、やはり新聞社なんかとも似たところがありますからね。だから、まさに新聞社なんか、例えば取材メモの取り扱いなんていうのはプロセスを決めているのに、メモがないのに記事を書いてしまったとか、そういうのはあると、これはやはり問題ですよ。ただ、だからといって取材メモのつくり方を法律で規制するのか、そういう問題だと思うんですけれどもね。

○翁主査 あと、今日もいろいろなところでその話が出てきていますけれども、日本も金融庁のアンブレラを大きくするようなイメージで、F S Aが金融コングロマリット化に対応して、金融システム全体を監督していく体制を考えていくということはわかります。一方で、そういうやり方をしていくことが市場の活性化とかに大きな影響を与えないかなというような感じも持っています。金融コングロマリット化が世界全体で起こっていく中で、イギリスのFSA的なやり方が本当に最善なのかどうなのか、それが市場の活性化と両立するのかどうなのかということは、考えていけないといけないテーマだろうという感じを持っているんですけれども、いかがお考えですか。

○大崎氏 私は、イギリスのF S Aも今、大分反省して、この間からリスクベースというのを盛んに言い始めているんですよ。要するに、問題発生確率と問題の大きさを掛け合わせて重点を決めようという発想ですよ。あれは、日本も絶対やった方がいいと思うんですよ。

やはり、私も大手の証券会社の関連会社にいるせいで、ちょっと被害妄想なのかもしれませんが、大きいところというのは、目立つからという理由で何かやたらといろいろチェックしたがる傾向があると思うんですが、では、例えば大きいところで発見された小さな問題というのが市場にどのぐらいの影響を及ぼすのかと考えたときに、そういうことをあげつらうのではなくて、もっと何か、小さいけれども重大な問題を起こしている機関とか、いろいろあるのではないかという気がするんですよ。

だから、そういう重点主義を徹底してくれれば、私は、監督が及んでいること自体は、これは公益的なものであることは間違いないのもうしようがないという当然だと思うんですよ。その辺では今、例えば貸金業者を集中的にやったり、あと外為商工金融業者を集中的に検査したりと

か、大分金融庁も、悪く言えば、やりやすいところからやるというのではなくて、やるべきところからやるというふうに最近変わってきているのではないかと思うんですけどもね。

それで、コングロマリット検査というのは、なかなかどうなんでしょうね。それを言うのだったら、グローバル検査も非常に大事だという気が私らなんかは、これもやや被害妄想的にするものですから、そうすると、グローバル検査はやはり検査点の対立が出てくるので、どうなんでしょう、どこまでできるのだろうかという感じはするんですよ。

○本田委員 F R Bとはかなり踏み込んで、アムロから始まって邦銀もいろいろされているので、F R B自体は、割とそういうような方向かと思うんですけども。

○大崎氏 F R B、S E Cはそうですね。ですから、本当に変な話ですが、向こうは基本的に効果理論というか、もう要するにアメリカ本土に影響がある場合はやっていいという発想ですよ。ただ、やはり日本はどうしても属地的というか、日本国内のということになるので、そこは思想をちょっと変えてもいいのではないかと正直思いますけれどもね。日本も三大金融センターを目指すのであれば、逆に、それは非常に影響力は大きいということですから、よそでやられていることにもがが口出ししてもいいのではないかと。そっちにいわば精力を割いていくと、多分、国内の細かいことはだんだん気にならなくなって、適正なバランスになるのではないかと思うんですけどもね。

例えばA T Cの話でも、それを自主規制という枠組みでできないかと今協会で検討しているのは非常にいいことで、これを監督機関にやっていただくということになると、まさにはしの上げ下ろしからどうのこうのと、もう逆戻りしてしまうと思うんですね。

○翁主査 証券業協会の話をとくさん今日はお話いただいたんですけども、ルールを自主規制団体の方に落としていかなければいけないという方向は、かなり出てきていると解釈してよろしいですか。

○大崎氏 それは、雰囲気はですね。あと、次の問題は、これは協会の悪口を言うわけではないですが、協会そのものの体制強化です。これはもう、実は非常に大きな課題ですね。

これは、正直なところ、やはりこの機関としての地位とか処遇とか、それから、どういった人材を採用するのか、例えばロースクールぐらいは出ていた方がいいのではないかと、いろいろ総合的にやっていかないと、今の体制、陣容で、証券業協会はまだ耐えられるかもしれませんが、ほかにも自主規制機関がありまして、例えば投資顧問業協会あたりになると相当不安が強いのですが、そういうところへ余り権限を移すと、むしろ業界が悲鳴を上げると思うんです。やめてくれ、むしろ金融庁に権限を戻してくれた方がいいということになりかねないぐらいなんです。だから、そこを両方、両にらみでやっていっていただかないと、もうパンクぐらいだったらいいんですけども、要するに、何というんですか、機関銃の誤射みたいなことが起きるのではないかと。要するに、まともにねらいを定められない人に機関銃を渡してしまうというようなことになると、持ってしまったものだから撃ちたくてしようがないとかとなると大変なことになるので。

○翁主査 何かほかにありますか。

あと、最後にお伺いしたいのですが、今、私どもいろいろやらなければ、取り組まなければいけないことがあるのですけれども、資本市場周りの方からごらんになっていて、この規制だけはちょっと考え直してほしいというようなことがもしございましたら、何かすぐにでも、また後ほどでも結構でございますけれども。

○大崎氏 今すぐ思うのは、実は今はすごく間が悪いテーマなんですけれども、やはり空売り規制ですね。これは合理的ではないと私は率直に思うので。もう1個は、これもだから間が悪いのですけれども、値幅制限ですね。これは公的規制ではないですよ、取引上のルールですが、これも極めておかしなルールだと私は思っています。この2つが一番妙だと思っているんですね。あとは、インサイダー取引規制の全般的見直しというのが、私は必要だと思うんですね。

○翁主査 それは、私ども今年取り組みたいと思っていまして、またお知恵を是非拝借したいと思っておりますけれども。

○大崎氏 それは是非いい方向でやっていただけると。ただ、今、御承知のとおり、全く違う方向を2つ希望している声が大きくあります。つまり、むしろ抽象的に、要するに株価に影響を与えるような情報に基づく取引はインサイダー取引だという、これはまた正論だと思うんですよ。そういうふうにするべきだという考えと、もっともっと細かく決めて、余り今、何か引っかかってしまったみたいな感じになっているものを何とかしろというのと両方あると思うんですよ。

それで、インサイダーに絡めてもう1個忘れるところでした。課徴金制度ですね。課徴金制度、これは、やはり、いわゆる経済的利得とのつながりとかというような議論がまだ根強くあって、なかなか柔軟化ができないのですけれども、それで今回、法改正はやりましたが、単純に計算の仕方がちょっと多目になったというような感じで、本当に柔軟な制度になったわけではないので、これを何かもう少し、悪いやつにはたくさん払わせる、悪くない人には少しで済ませるといった制度に何とかならないかと思います。

○翁主査 わかりました。また、いろいろこれから取り組んでまいります過程で御教示いただければと思います。

○大崎氏 いろいろ勝手なことを申しまして恐縮です。よろしく願いいたします。

○翁主査 非常に参考になりました。どうもありがとうございました。