

2015. 5. 21

慶応義塾大学金融資産市場論  
金融庁証券取引等監視委員会 大森泰人

## 証券市場と日本経済

### 1. 金融の機能

カネはあるが、やりたい事業はない人・・・(カネの) 出し手①

やりたい事業はあるが、カネはない人・・・事業者②

出し手①のカネを事業者②が使うには、銀行と証券市場の2通りの方法。

いずれの方法でも、事業が付加価値(GDP)を生めば、出し手①と事業者②で所得として分配(事業者は、従業員に賃金を、仕入先に仕入代金を払って残った利益から株主に配当)。金融が事業を実現して経済成長に貢献。

②の事業が、財やサービスの提供でなく、株や土地や住宅など既存の資産を買うことなら、大規模に金融が仲介するほど資産価格は上昇(極端な形態がバブル)。ただ、既存のストック=資産の価格上昇は、フロー=付加価値(GDP)の増大にはならない。

#### (1) 銀行

預金者(①)が元本保証の銀行預金をし、銀行が事業者(②)のリスクを判断して貸出(間接金融)。

原資が元本保証ゆえリスクテイクに限界があるが、預金者には安全な金融資産を提供。

産業の目標が明確な成長途上経済に整合的。近年のように低金利が続くと、事業者の信用リスクをカバーするだけの貸出金利の設定が困難。

#### (2) 証券市場

投資家(①)が、直接、事業者(②)のリスクを判断して投資(直接金融)。

株：所有者として成果に応じたリターン(配当やキャピタルゲイン)を得る。

債券：債権者として予め定めた一定の金利を得て、期限には元本を得る(これを組織的に行うのが銀行。銀行の貸出債権を証券化するなら市場型の間接金融)。将来の有望な産業が判然としない成熟経済に整合的(証券市場が今後の成長分野を見出してリスクマネーを供給)。

企業の所有権を取引する株式市場が拡大すれば、M&Aの活発化に伴う産業構

造の転換を促進。

### 証券市場の監視

- ①なぜ、摘発するのか？・・・法律が禁じているから。
- 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。インサイダー情報を持っていたり、相場操縦をしないと稼げないとしたら。
- 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）。

## 2. 大恐慌のアメリカ～80年代

### (1) 1929年株価暴落と制度対応

ダウが3年間で10分の1にまで下落し、暴落前水準に復帰するのは四半世紀後。それほどに、常軌を逸したバブルが生じた制度的原因を探ると・・・

会社法が州法→連邦法として開示（ディスクロージャー）義務規制を整備。相場操縦（仲間内で徐々に価格をつり上げるキャッチボール）が野放し→連邦法として相場操縦や証券詐欺を禁止。市場監視機関として連邦機関SEC（証券取引委員会）創設（初代委員長ジョセフ・ケネディ）。

銀行の証券子会社の活動が株価バブルを促進したと考えられ、銀行と証券会社を制度的に分離（グラス・スティーガル銀行法）。銀行の上限預金金利、業務制限などの規制。安全だが退屈な3・6・3経営。

### (2) 経済の低迷

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。ベトナム戦争、社会保障拡充、産業の国際競争力低下に応じた財政金融政策により、70年代末にかけて次第にインフレが高進。インフレにより市場金利も上昇するため、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（ボルカーFRB議長）：厳しい金融引締め→倒産企業の続出→インフレは沈静化。

金融制度改革：銀行の預金金利、銀行業務の自由化。

60年代以降の証券市場では、証券詐欺としてインサイダー取引の摘発を強化。テキサスの鉱山会社が有望な鉱脈を発見（公表すれば、株価が上がるインサイダー情報）。

この会社の役員（インサイダー）が、鉱脈の「地主」に、有望な鉱脈であることを黙ったまま、地主から鉱脈を買ったのは問題とされない。

この会社の役員（インサイダー）が、会社の「株主」に、有望な鉱脈を発見したことを黙ったまま、株主から株を買ったのは、SECが摘発。

地主と株主の違いはなに？株主への信認義務に違反したとの判例理論。

また、70年代半ばには、証券会社の競争政策（独占禁止）の観点から、固定制だった株式売買手数料を自由化。

### （3）転機の80年代

銀行の預金金利や業務の自由化により、調達と運用の逆ざやや、ハイリスク貸出の不良債権化。・・・銀行が機能不全に陥る一方、低コストでの証券市場経由の資金仲介が拡大（株や債券投資の直接金融と、銀行の貸出債権を証券化する市場型間接金融）。

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（西海岸のITと東海岸の金融が牽引する産業構造）。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：銀行は元利が返済されれば文句ない。証券市場（投資家）は、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。

## 3. 敗戦後の日本～80年代

### （1）高度成長

敗戦国として、上記アメリカの証券市場制度を導入したが、現在に至るまで圧倒的に銀行中心の金融システム。

高度成長の原動力は、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。企業は設備投資をして生産性を高め、製品価格の引下げと労働者への賃金上昇を実現。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）。

毎年、家計の想定を超えて賃金が上昇するため、高い貯蓄率を実現。余ったカネはアプリアリに銀行に預金し、銀行は企業の設備投資のために貸出。

70年代初めまでに、耐久消費財の普及は飽和し、農村から都市への人口移動も停止したため、高度成長の基盤は喪失。石油ショックは副次的なとどめの一撃。

同様に輸出も、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、輸出への依存体質が深化。

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され、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し、後の土地担保貸出への途を開く。

## （2）転機の80年代

安定成長への移行（70年代初め）と同時に変動相場制に移行したが、貿易不均衡を解消するほどには円高が進まず。

激化する貿易摩擦に対応して、輸入のための内需拡大策を講じ、85年のプラザ合意以降急速に進んだ円高に対しては金融緩和。→80年代後半に地価・株価バブル発生。ピケティ「21世紀の資本」における資産／所得の国際比較。

根底には、「21世紀は日本の時代」とのユーフォリア。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、東京の地価だけでアメリカ全土を買える。

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。企業から資金を預かった証券会社が推奨株の回転売買。

89年末には日経平均が4万円に接近。・・・今後インフレが制御不能にでもならない限り、再現するとは考えにくい水準。

←→ダウは現在も最高値を更新中。・・・ブラックマンデー（87年）、ITバブル崩壊（00年）、リーマンショック（08年）などの暴落経験を経ながらも、アメリカ国民にとって証券投資は長期的にはペイする感覚。

株や土地などの資産価格の上昇に依存する経済は、一時的好況をもたらすが、価格上昇は持続しない。バブル崩壊後、資産は消えて負債が残ることによる需要の減退。

#### 4. 90年代から現代まで

##### (1) アメリカ

IT株から住宅へのバブルリレーで、08年のリーマン・ショックまでは概ね好況を維持。

貧しい人でもローンをつければ住宅を持てる。→住宅の実需が高まり価格が上がる。→価格が上がり続ければ貧しい人でもローンを借り換えてより大きな住宅に住める。→さらに住宅価格とローン残高の差額（ホーム・エクイティ）を追加で借りてトヨタの車やシャープのテレビが買える。→マクロでは、中国を含むアジアの経常黒字がアメリカの過剰消費に基づく経常赤字をファイナンス。・・・80年代後半の日本同様、金融による自作自演バブル。

過去からの経験則（債務弁済の優先劣後構造を持つ証券化商品のAAA優先部分にまで損失は及ばない、地域を分散させてローンをプールすれば損失は限定される）が、かえってアメリカ全土での住宅ローン供給と証券化の拡大を惹起し、経験則にないアメリカ全土での住宅バブルと崩壊に帰結。

銀行と証券会社を区分する金融制度は、80年代以降緩和され、99年にグループ内ですべての業態を持つ＝グループ内で住宅ローンから証券化商品を組成して販売するビジネスの完結が可能になる。但し、大手金融機関の破綻や経営危機は、証券化商品を組成して販売したことではなく、妙味ある商品と感じて自ら保有したことに起因。

##### (2) 日本

90年代に入り、株価・地価バブルが崩壊。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。←→北欧諸国の地価バブル崩壊後の展開。

証券会社が、株価暴落による損失を、大手法人に対してだけ補填したことに、広範な国民の怒りが集中（損失補填騒動）。損失補填や補填の温床になる一任取引を法律で禁止し、摘発機関として監視委員会を設立。

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。95年暮～住専（住宅金融専門会社）処理への公的資金投入への世論の批判。97年秋の金融危機（山一証券、北海道拓殖銀行破綻）、98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ったことが、国民心理の不確実性を増幅。・・・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）。自殺者の激増。

#### 制度対応

証券市場の構成要素を、①投資家（個人と法人）、②投資対象（株や債券）、③両者（①と②）をつなぐ仲介者（証券会社や銀行や取引所）に区分すると、90年代後半の日本版ビッグバンは③仲介者の業務のアメリカ並み自由化、今世紀の金融商品取引法（金商法）制定は①投資家がリスクを認識して投資する環境の整備、になるが、実体経済の先行きに期待が持てないなかで、個人投資家の裾野が拡大しているとは言い難い。残された課題として、②投資対象の品質保証（投資家の利益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）。・・・昨今のスチュワードシップ・コードやコーポレート・ガバナンス・コード制定。

今般のアメリカ発の金融危機に対し、日本の金融機関はサブプライム・ローンの証券化などは手がけていなかったため、金融システムへの影響は軽微。一方、日本経済全体として強い輸出依存体質になっているため、実体経済の落込みは先進国中最も深刻。

#### 5. 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、真相解明しようとしたイギリス人社長の突然の解任で開幕。

財テクの淵源は80年代後半のバブル期。当時オリンパスは、野村証券と山一証券に運用を任せていたが、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。山一破綻（97年）頃から自主運用の損失飛ばしを本格化。

最近に至り企業買収価格を水増し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。

本業ではない財テクの失敗は、隠蔽するほうが、従業員や取引先やメインバンク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。主導したか、黙認したか。

菊川元会長の著者（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」。

同元会長の裁判証言「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」。

第三者委員会報告「経営の中樞が腐っており、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」。

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」とする論じ方への違和感。

結果として、不正を埋没させないガバナンスだったとも評し得る。←→「ウッドフォードさえいなければ、現在の窮境に陥らなかった」との社内評。

摘発側からの頭の体操。

ガバナンスと不正抑止、企業業績との因果関係。

## （2）A I J 投資顧問の「消えた年金」

運用実績の「水増し」はしたが、「虚偽」ではない、との浅川社長の一貫した説明。・・・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）があるが、客観的には取り戻せなく・・・。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」、野村証券で営業の神様と呼ばれた浅川社長の矜持に配慮しながら柔らかく追い詰める「総合人間力」。・・・マニュアルでは養成しにくいノウハウ。

## 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」。

「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。

意思決定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) 経産省幹部によるインサイダー取引

リーマン・ショック後、破綻しかけたエルピーダ・メモリを経産省主導で救済（政策投資銀行による出資を可能とする法改正、海外半導体メーカーとの提携あっせん、銀行団による支援体制の再構築）。この救済を主導した経産省幹部が、救済の過程でエルピーダ株を購入し、救済スキームが成立して価格が上がった時点で売却。

自らが救済を主導している以上、次第に救済スキームが実現に近づき、投資家に評価されそうになることをインサイダーとして把握。一種の自作自演。

### (4) 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て株価が上昇することもあり得るが、現実には希薄化懸念から、増資公表後に条件反射的に下落するのが常。引受証券会社の営業員から、法人顧客に情報が伝達され、法人顧客が空売り。

プロ間の情報伝達は、以心伝心の隠語（暗号）のやりとり。例えば、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する。プロの技として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。

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。

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。

### (5) 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、組合理型ファンドを2種業（2種ファン



ド)としてカテゴリーに追加。「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)。

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。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。集団投資スキーム（ファンド）という可能性ある仕組みへの信頼回復の必要性。

## 6. 政策の方向感

### (1) 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。前世紀末以降、日本企業は不況に対し、賃金引下げにより対応したため、賃金の長期下落傾向が、供給コスト面から価格を抑えるとともに、需要（購買力）も不足させるデフレの背景。マクロの財政金融政策で需要を追加しても持続性がなく、副作用の懸念。

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。この場合、需要を生む事業を始めるか、低需要（低生産性）分野から高需要（高生産性）分野に、労働と資本を移す必要。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。・・・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。

### (2) 資産価格（株価、地価）への依存可能性

投資家の期待に働きかける金融政策・・・「インフレ目標」の設定は、目標が達成されるまでは金融緩和が続く含意。

資産価格のファンダメンタルズは、資産が将来に向けて生む利益の現在価値だが、しばしば価格はファンダメンタルズから乖離。

ケインズの美人投票・・・100人から6人を選び、全員の投票結果に最も近い投票者に賞品。自分が美人と思う女性を選んではいけなし、他人の美人の好みの詮索するのでもない。みんなが、「みんなはどう思っているだろう」と考えて投票するので、平均的意見が平均的意見と見なすものを予測。

株式市場の参加者全員が、「常軌を逸したひどいバブルだ」と思っている、「みんなはまだまだ上がると思っているだろう」と思うなら、今は買うのが合理的。

財政の持続可能性・・・やはり「みんなが大丈夫と思っている間は、大丈夫」な予言の自己実現的世界。

### (3) 銀行型金融システムからの出発

日本経済にとって必要なリスクテイクを銀行に促す金融行政の構え。但し、元本保証の預金を原資とし、信用リスクもカバーできないほどの低金利状況でのリスクテイクには限界。10社中1社の目利きに失敗しても、自己資本10%は飛んでしまう。一方、新興市場の実情からすれば、10社中9社の経営が堅調なら、高い目利き能力。

この国で中小企業の経営者や従業員の能力や意欲を最も把握しているのは、(協同組織を含む)銀行。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するビジネス。また銀行主導でファンドを組成し、貸出債権や貸出先の未公開株を組み込むのも一案。

バブルのさなかに初めて証券市場に参加した個人投資家は、暴落に懲り、ゼロに近い預金金利でも余った資金は銀行に預け続ける。但し、バブルの記憶もさすがに風化。株や投信の乗換え売買を促して手数料を稼ぐのではなく、正常な長期投資を促すビジネス、その前提としての証券市場の公正感確保。

以上