



金融庁・証券取引等監視委員会事務局次長
復興庁審議官（金融支援担当） 大森泰人

自己の判断で行動した結果を甘受すべきとの自己責任論は、時に酷薄な指摘にもなれば、常識を取り戻す契機にもなる。「テロで10人も亡くなったのに、日本政府が1人も責任を取らないのはおかしい」「いや、日揮は、日本政府が安全を保証したからアルジェリアに出たわけではない」。自己責任の守備範囲を異にする応酬を聞きながら、証券投資の自己責任論として、「証券会社が顧客の損失を補填すると、顧客の自己責任投資でなくなるから、市場の価格形成機能を損なう」とする通説への違和感がよみがえる。オリンパスに触発され、いったん死語化した「飛ばし」への思いを前に記したら（本誌1938号12頁）、最近、同世代のジャーナリスト田中周紀さんも、同じ思いから同じ標題の本を出した。バブル崩壊後の損失補填騒動は、1991年夏にまず野村証券、次いで大手4社による補填が報じられて国民の怒りを引き、同年秋に規制強化の法改正をし、翌年に執行のための監視委員会が誕生した記憶が残る。だが実際は、バブルピークの89年暮れに大和証券による補填を毎日新聞が報じたのに対応し、大蔵省証券局が、損失補填と補填の温床である営業特金や一任取引を禁じる行政指導を行い、91年秋の法改正は指導済措置の制度化になっている。田中さんの本で毎日の記者とは、ほどなく朝日に転じ、今や日本を代表する検察ウォッチャーになった村山治さんだそうだから、梅檀は双葉より芳しかったのだろう。株価が史上最高値のうちに営業を適正化する狙いの行政指導が、営業特金や一任取引の早期店じまいを促して株価暴落に拍車をかけた因果関係

は、不動産融資の総量規制が地価に与えた影響ほどには、語られてこなかったように思う。
証 券会社による顧客への事前の利回りや損失の保証は、バブル期にも禁じていたが、損した顧客への事後の補填まで禁じるのは、先進国にあまり例を見ない規制になる。既述の通説は、顧客自らの投資判断が累積する市場で効率的に価格が形成される以上、自己責任原則に反する損失補填は安易な投資判断を招き、価格形成機能を損なうとしてきた。でも顧客が補填を要求するのは、自らの投資判断ではないからである。証券会社に任せて大丈夫なはずだったのに、大丈夫でなかったから紛争になる。顧客の判断の失敗を証券会社が補填するなら自己責任原則に反するが、証券会社の判断で運用して失敗した場合だけやむなく補填する以上、補填禁止の理由に顧客の自己責任原則や市場の価格形成機能を持ち出すのは、論理がすれ違っている。結局、事後的な補填まで禁止する本質は、往々にして補填されるのは大口顧客に限られるから、疎外感を覚えた小口顧客が、証券市場から大挙して撤退する危険性になる。大口顧客を事後的に優遇して取引を維持するのがビジネスとして合理的との理屈は、一般論として不当とまでは言いにくい。91年夏の補填リストに、トヨタ、日産、松下、日立、オリンパスなどと並ぶのを見て、冷静でいられた個人投資家は少ない。後の総会屋事件（97年）で野村証券の「VIP口座」が指弾された際、「1億円の客と100万円の客を平等に管理するよう求めるのは規制の領域にない」と講演で語った。国民感情に反すると怒りの手紙が届いた。

こういう国で、事後の損失補填を1億円の客でも100万円の客でも平等に禁じるのは、大量の100万円の客（個人投資家）が不公平さに愛想つかさないためである。

損 失補填の温床である営業特金や一任取引は、バブルの原動力の1つに違いなかった。顧客と契約した投資顧問が、「売買の別、銘柄、株数、価格」の取引4要件を、顧客資金を預かる信託銀行に指示し、信託銀行が証券会社に発注するのが元来の特金になる。営業特金は、投資顧問を介さず顧客の取引を証券会社の判断で行い信託銀行に事後報告して証券を受け渡す仕組み、一任取引は、信託銀行すら介さず取引のすべてを証券会社に任せる仕組みになる。当時の投資顧問業法は、投資ジャーナルや誠備の事件を受け、慌てて作ったばかりの法律だったから、証券会社にすれば、投資顧問の運用能力など信じていないし、信託銀行を介しても時間の無駄に思える。自己の判断で回転売買を繰り返すほど、固定時代の高い手数料を稼げるから、野村証券の利益がトヨタを超えても不思議はない。顧客は、多額の手数料を抜かれても、右肩上がりの相場が続く限り文句も言わない。こうした証券会社の黄金時代に対しては、行政内にも様々な評価、というより情念がうずまき、後の政策対応に影響する。

証 券会社に運用を任せて損したのだから責任を取って補填せよ、と展開しないよう、一任取引自体を原則禁止する思考法に、長らく私は、あつものに懲りてなますを吹く感を覚えてきた。任せて補填させたのが問題視されたが、アメリカ発の金融危機では、むしろ任せた運用者が損失に責任を負わない成功報酬体系が、過剰なリスクテイクを招いたと反省されている。「任せてくれれば稼ぎます」と証券会社も調子良く資金を集めすぎたが、他方で、自己責任原則を貫徹できるほど成熟した顧客が形成する証券市場にも見えない。バブルの記憶が残る間は、証券会社による一任取引を正面から解禁するのは抵抗感があるから、証券会社が、一任運用する投資顧問を兼業する方向を目指した。それでも行政内には、兼業を事実上不可能にするハードルを工夫したり、監督上兼業認可を出さなかったりと、懸念して抵抗

する人たちが後を絶たない。思慮不足の私による兼業推進は危険であり、証券会社に運用まで任せたら顧客を食いものにすると信念に、至るところで遭遇する。証取法時代には、明らかに弊害のない一任取引は、証券会社が行えると内閣府令に明記した。「売買の別、銘柄、数量は顧客が決め、価格は一定幅の範囲で証券会社が決める」とか、「売買の別、銘柄、総額（数量×価格）は顧客が決め、数量または価格を証券会社が決める」といった類型になる。金商法が投資顧問業法を吸収する際、一任運用する投資顧問は投資運用業として証券会社と並ぶ金融商品取引業と位置付け、証券会社による一任取引の禁止を撤廃した。もちろん撤廃により、証券会社が自由に一任取引できるのではなく、4要件すべてを自ら判断するような本格的な運用は、投資運用業の資格を取って行うことになる。証取法時代から証券会社が行えた一任取引の類型は、府令の手当てがないと、新たに投資運用業の資格を要すると厳格解釈する人が現われかねないから、新たな府令では、証券会社が行う場合には、十分な社内管理体制を求めている。ここで、従来から行えた類型を引き続き「証券会社が行える」ではなく、行えるのを当然の前提に、「行う場合には十分な社内管理体制を求める」と書いた担当者の苦心が想像される。法律で一任取引の禁止を撤廃した以上、証券会社として行える一任取引の範囲を、投資運用業に該当しない範囲で広げたい気持ちがあるだろう。従来以上に証券会社の判断で数量や価格を決められる契約を顧客が納得して結んだら、弊害が生じるとも思えない。でも、正面から具体的な線引きを検討すれば、行政内では伝統的な賛否の百家争鳴を惹起するに違いない。金商法制定過程における過労死寸前の労働環境で、ルールの書き手は、少なくとも現状が維持され、できれば規制執行者の緩和的運用を期待する、ややファジーな間接表現に帰着した。こうした行政の内情を紹介しても、民間実務家の役には立つまい。でも、「法律で禁止を撤廃しても、府令が残る以上規制の精神も範囲も何ら変わらない」などと平気で断言する、今も官民に残る非民主的思考法への警鐘は意図している。（おもり やすひと）