

競争政策研究センター 第14回公開セミナー

平成21年2月6日(金)

(事務局) 本日は競争政策研究センター第 14 回公開セミナーに御参加いただき、誠にありがとうございます。セミナーの開始に先立ちまして、事務局からお願いと確認をさせていただきます。まず、携帯電話をお持ちの方は、セミナーの進行の妨げとなりませぬよう、電源をお切りいただきますよう、御協力をお願いいたします。

次に、詳細な本公開セミナーの討議内容につきましては後日センターのホームページに掲載させていただきますので、この場での録音は御遠慮いただきますよう、御協力をお願いいたします。

また、本日配布させていただきました資料の確認をさせていただきます。資料は 3 点あります。議事次第、池尾先生の講演資料、最後にアンケート用紙となります。資料の不ぞろい、落丁、乱丁がありましたら、事務局の者にお知らせください。

最後に庁舎に入る際にお渡ししたバッジにつきまして、お帰りの際に会場内若しくは 1 階の日比谷公園側出口にて事務局職員にお渡しください。

事務局からの連絡は以上です。それでは以後、競争政策研究センター小田切所長がセミナーの進行をいたします。

(小田切) 競争政策研究センター所長の小田切でございます。本日、司会を務めさせていただきます。本日は御多忙のところ、お集まりいただきありがとうございます。

米国の金融危機を端緒として、世界的な不況が席卷しています。その中で競争当局としても、金融危機、経済危機への対処にどのように貢献していくかということが、国際的にも一つの課題になっていると言えます。例えば今月下旬にパリで開催される OECD の競争関係の会合では、金融危機についても議論されることになっていると聞いています。

こうしたことを踏まえ本日の公開セミナーでは、金融危機のメカニズムや経済に与える影響、更には競争政策に対するインプリケーションについて議論をしたいと考え、2 名のスピーカーをお招きしました。

本日の基調講演をしていただきますのは、慶應義塾大学経済学部の池尾和人先生です。皆さま、よく御存じかと思いますが、金融論を専門とされておられまして、金融庁の金融審議会、財務省の財政制度等審議会、経済産業省の産業構造審議会などにおいて、専門家として広く発言をされておられます。

また御承知のように多くの本を執筆されておられまして、今月下旬には日経 BP 社より『なぜ世界は不況に陥ったのか集中講義・金融危機と経済学』というタイトルの新書が刊行されると伺っています。

本日は「米国金融危機の来し方と行く末」というタイトルで御講演をいただきます。米国金融危機のマクロ経済的背景、全面的な信用危機と世界同時不況への拡大経路、市場型間接金融をめぐる規制監督上の論点、米国政策のマクロ経済政策的対応等々についてお話が伺えるとお聞きしております。池尾先生の御講義によりまして、金融危機のメカニズムや経済に与える影響が分かりやすく紐解かれるものと楽しみにさせていただいております。

更にコメンテーターとして、西村あさひ法律事務所の岩倉正和弁護士をお招きしています。岩倉先生は企業法務を御専門としておられ、M&A や知財に関連するような訴訟も多く扱っておられると聞いています。最近でも UFJ ホールディングスと三菱東京フィナンシャルグループとの経営統合や、三菱ウェルファーマと田辺製薬との合併、伊勢丹と三越の経営統合など、多くの大型合併、あるいはキヤノンによるインクタンク再生品に対する特許侵害差止請求訴訟などにかかわってこられています。

更に岩倉先生は多くの企業の監査役も務められ、また一橋大学大学院の国際企業戦略研究科の教授として、金融法、会社法、M&A 法などの科目について教鞭も執っておられます。論文、御業績も数多く、講演も多数されておられます。

競争政策研究センターは、学会と現場との接点、また法学と経済学の接点の場となることを目指していますが、本日はそういう形で金融の御専門である池尾先生及び弁護士である岩倉先生のお二人をお迎えして議論をいただくということで、私としても大変楽しみにさせていただいています。

そういうことで、早速ですが、池尾先生から御講演をお願いいたします。

(池尾) 御紹介いただきました慶應義塾大学の池尾と申します。今日はよろしくお願いたします。

お手元に資料を配布していただいていると思います。お手元でハンドルしやすいようにですが、コピーが少し小さめになっているので見づらいかもしれません。それをご覧いただきながら話を聞いていただければと思います。ただ与えられている時間が1時間ということですので、用意してきた素材に関してすべて十分に御説明できるかどうか分からないところがありまして、一部割愛させていただく可能性はありますが、とりあえず最初の方から順次御説明していきたいと思います。

タイトルとして「米国金融危機の来し方と行く末」とさせていただきますので、まずはどうしてこんなことになってしまったのか。金融危機が起こった原因のようなことをお話しした上で、「行く末」ですから展望をすることになると思いますが、展望の方はまだあ

まり自信がありません。

一応どうしてこんなことになってしまったのか。金融危機の発生原因につきましては、2007年の初めぐらいに危機が本格的に表面化してからもう1年半ぐらいたちますので、経済学者の間でコンセンサスに近いようなものが出来上がってきていると思います。

たった一つの原因で危機が起こったわけではなくて、複合的な要因によるものですから、複合的な要因のうちどれを重視するかとか、そういうところでの意見の違い、ばらつきはもちろんありますが、三つぐらいの大きなファクターがあり、それらが組み合わさって危機に至ったという大枠については、共通した理解が出来上がりつつあるのではないかと考えています。

原因が分かったからといって問題が解決できるわけではありませんが、発生原因については比較の見通しがついてきていると思いますので、その辺りをまず中心にお話しをするということで始めさせていただきます。

まずは、マクロ経済的背景ということから始めたいと思います。今年は2009年ですが、ちょうど30年前を思い起こしていただきますと、若い方は30年前はなかなか思い起こせないかもしれませんが、私などはちゃんと思い起こせます。30年前というと1979年になりますが、1979年は第2次オイルショックの年でした。正確にはオイルショックが発生したのは、その前の1978年の年末ですが、経済的影響という意味においては、1979年は第2次オイルショックの年でした。

第1次オイルショックのときはかなり混乱を極めたんですが、第2次オイルショックに関しては、日本はうまく乗り切ったということになっています。それに対比してアメリカ及びヨーロッパは、第2次オイルショックの際に極めて困難なというか、悲惨な経済状況に陥りました。いわゆるスタグフレーションと呼ばれる状況に欧米は陥ります。オイルショックもあってインフレーションが昂進する中で、経済停滞が一層深まるスタグフレーション状況に陥って、1979年から1980年代の初頭にかけて、アメリカの経済状況は極めて悪い状況にあったと言えます。それに対して1980年代の前半は、日本経済はある種の好機を迎えているところがありました。

したがって、1980年代においては、同時代的にはアメリカはもうダメだという感じで、それに対して、これからは日本の時代だ、「ジャパン アズ ナンバーワン」と、今から考えれば褒め殺しではないかという感じのことを言われたりしていたんですが、1980年代の後半に至って実際の経済の動きは逆転します。

境目になった出来事として象徴的なのは 1984 年にあったプラザ合意で、プラザ合意を境にして、我が国はいわゆるバブル経済の道に突き進むことになりました。その後バブルの崩壊から 1990 年代から 2000 年代の初頭にかけてまで、長らく経済停滞の縁に沈むということになりました。

アメリカは 1980 年代の頭にダメだ、ダメだと言われていたんですが、今から振り返ると、1980 年代の後半ぐらい、プラザ合意以降ぐらいの時期から経済の再活性化を実現してきます。その後、1985 年から直近の 2005 年から 2006 年ぐらいまでの 20 年間にわたる期間、アメリカ経済はマクロ的に経済全体として見ると、極めて安定した時期を過ごすことになります。1985 年から 2005、2006 年までの 20 年間にわたって、マクロ的には、ボラティリティの非常に低い、安定した時期を過ごすことになります。

そういうことについては、比較的認識されていない面があるかと思います。それは繰り返しになりますが、その間、日本の場合はある意味で大きな経済的なシュリンクを経験しました。自分がそんなことを経験しているから、ほかの世界は安定していたという感じはあまり持たないわけですが、実情としては、とにかくアメリカは 20 年間にわたってマクロ的には極めて安定した状況を過ごします。

この時期を最近の経済学者は、非常に安定した時期が長く続いたので「Great Moderation」、大平穏期というネーミングをしております。1930 年代を大恐慌、Great Depression と言ったりするのは御承知だと思いますが、それと並びの表現で Great Moderation という言い方をしております。

この Great Moderation が何によってもたらされたのかについてはいろいろ議論がありまして、まだ研究途上というか、決着がついているわけではありません。主な説としては、資料の 1 ページの注のところに書いております三つぐらいの原因の指摘があります。一つは金融政策がよかったからだ。金融政策がよろしきを得たから、この 20 年間、マクロ的に平穏な時代が続いたというのが一つです。今申し上げた 1985 年から 2005、2006 年までの 20 年間は、グリーンズパンが FRB の議長をしていた時期とほぼ重なります。1987 年から延べ 18 年間、グリーンズパンは FRB の議長をしていました。その時期と重なるわけで、金融政策がよかったから、こういう平穏な時期が続いたというのが一つの説です。

それからもう一つの説は、IT 等が発達して在庫管理等が非常にうまく行われるようになって、いわゆる在庫循環のような変動が除去されることになった。したがって、平穏になったという説があります。

3番目の説として、運がよかった。この20年間、経済にマイナスのショックみたいなものが外からあまりかからなかった。そもそも環境が安定していたから平穏だった。グッド・ラックという説がありますが、いずれの説が正しいにせよ、あるいはそれらの要因が重なって効いているんでしょうが、20年間、平穏な時代が続きました。

20年間、平穏な時代が続いたこと自体は非常によかったというか評価されるべきことなんでしょうが、ここが人間の性と言いますか、やはり10年、20年、平穏な時期が続くとリスクに対する感度が非常に鈍くなってきて、ちょっとしたことについては高をくくるようになってくるとか、そういうことが起こってきます。

特にGreat Moderationに続いて、最後の5～6年の時期、2000年に入ってからのは、ちょっときつい言い方をすると、ある種アメリカ社会の中に慢心のようなものが広がっていくという状況がもたらされた感があります。

もう少し具体的に申し上げますと、何かあったとしても政府が何とかしてくれるだろう。何かあったとしてもグリーンスパンが何とかしてくれるだろう。そういう感覚が社会の中に広がってしまった。「グリーンスパン・グッド」という言い方をしたりしていますが、何かあってもグリーンスパンがちゃんとしてくれるはずだ。実際、やってきてくれました。就任時のブラックマンデーのときから、ITバブルの崩壊もそうですし、いろいろあったんですが、みんな何とかしてくれた。だから今度何かあっても何とかしてくれるだろう。そういうムードが社会に広がっていた。これが今回の危機の大きな背景として、やはりあるだろうというのが1点目です。

より直接的な原因としては、今言った背景の中で世界経済に関して、この10年間の特徴を一言で言うと、国際間の経常収支の不均衡の急拡大が起こったのが、この5年～10年間の世界経済の最大の特徴となります。

経常収支の不均衡。具体的にはアメリカが経常収支の赤字を出して日本などは黒字を出すという構造は、もちろんそれ以前からずっとありました。2000年を迎える以前まで、正確に言うとアジア金融危機以前の状況を考えると、そのころから日本は経常収支黒字ですが、東アジア諸国は、アジア金融危機までは経常収支赤字で裏側の資本収支が黒字。つまり、海外から資本を積極的に取り入れて経済発展を図るということをやっていました。

今申し上げましたように、海外からの資本を積極的に導入して、それによって経済発展を図るというパターンで東アジア諸国はやっていたんですが、アジア金融危機になって、頼りにしていた海外資本が手のひらを返すように急に出て行ってしまった。突然入って来

なくなった。突然止まってしまったというので、これについて最近の経済学では「Sudden Stop」というネーミングをしています。サッカーでサドンデスというのがありますが、あれと似たような言い方で Sudden Stop, 突然止まってしまった。

こういうのを経験して、東アジア諸国の予備的動機から外貨準備を積み増すようになりました。経済学で将来の不安に備えて貯蓄をしたりするのを、予備的貯蓄。将来の不安とか将来の何かに備えて蓄積するような動機のことを「予備的」という言い方をしますが、まさに東アジア諸国は、また Sudden Stop のようなアジア金融危機の際のようなことがあって、外貨の資金繰りに塗炭の苦しみを味わうということは是非避けたい。二度とそんなことはしたくないということで、予備的に外貨準備の積増しをするようになります。ということでアジア金融危機以降、東アジア諸国の経常収支の黒字を出すようになりました。

世界的に見て、ラテンアメリカ諸国もやはり経常収支の黒字を出しておりました。中国は当然黒字です。日本はずっと黒字だし、資源価格高を背景にして、ロシアあるいは産油国も経常収支は黒字です。

そうすると世界中ずっと見たときに、経常収支の黒字国ばかりです。ところが経済のバランスとして、全世界を合計すればプラスマイナスゼロにならなければいけない。売った人がいれば買った人がいるはずです。売った人だけいて買った人がいないということはあり得ないわけですから、世界中全部合計すればゼロにならなければいけないんですが、見回したときに、ほとんど黒字。では赤字の国はどこなのかというと、ほとんどアメリカ一国が赤字である。

東ヨーロッパ諸国が若干赤字でしたが、2000年以降は世界の経常収支黒字の8割をアメリカが吸収するという状況になり、世界的な経常収支の不均衡が急拡大しました。「Global Imbalance」という言い方をしていましたが、Global Imbalance が急拡大したのが、この5年～10年の世界経済の特徴です。

こういうことは、ある意味でこれまでもずっと指摘されて警告されてきた事態です。アメリカだけが赤字を出し続けるという状況がいつまでも続けられるわけではないということは、ずっと前から多くの人が指摘していたことです。こんなアンバランスがいつまでも続けられるわけがないではないか。やはり続けられなかったわけで、今回の危機が来た。その意味では、今回の危機は青天の霹靂でも何でもなく、ある意味では、多くの人が前もって予告していたことでした。

ただちょっと違うという感じがあるのは、アメリカだけが赤字を出し続けるということ

がいつまでも続けられるわけがない。どこかで行き詰まるはずだと言っていた多くの方は、行き詰まりはドルの暴落という形で起こるだろうと言っていました。

ところが、ドルの暴落という形では危機は起こりませんでした。むしろ今般の金融危機を経てもドルはある種堅調で、多くの方が言っていたドルの暴落というシナリオにはならなかった。そこは違うんですが、アメリカだけが赤字を出し続けるような状態がいつまでも続けられなくて行き詰まるだろうという意味では行き詰まったということで、突然何か不意打ちを食らわされたというわけではありません。

そこで資料2 ページ目のところですが、今言いましたように世界な不均衡、Global Imbalance が急拡大した。そうするとその裏側、貿易不均衡の裏側では資本の動きがあります。要するに資本が経常収支の黒字国から赤字国であるアメリカに流れ込むという資本の動きが裏側で起こります。

御案内のように日本の投資資金は、リスクをあまり取りたがるタイプの資金ではありません。リスクマネーではありません。それから東アジア諸国とか中国も、先ほど言いましたように予備的な動機で、将来のいざというときに備えて外貨準備を積み増しているわけですから、将来何かあったときの備えとして貯めている分に関しては、そんなリスクを取った運用はできません。

だから一部産油国の資金はリスクマネーとしてアメリカに流れ込んだところがあるかもしれませんが、多くの経常収支黒字国の資金はあまりリスクを取りたがらない資金です。そういう資金が国際収支のバランスに置かれればアメリカに流れ込むことにならざるを得ないわけで、その結果、資料にも書いていますように、アメリカの AAA クラスの資産、要するにドル建ての安定資産に対する需要が世界的に拡大するということが起こります。だから Global Imbalance の拡大の背後で、世界的にドル建ての安全資産に対する需要が急拡大する。

アメリカの金融サービス産業、投資銀行とかヘッジファンドが、世界的に AAA 資産に対する需要が拡大しているという事態を絶好のビジネスチャンスだと理解して、ここでひともうけしないでどうするかということで、これをビジネスチャンスとして非常に積極的にそれに対応していこうとします。日本人も含めて世界中の投資家が、運用対象として米国の AAA 資産を欲しがっている。では供給してあげましょうということで、大量の AAA 資産の供給を行います。

AAA 資産の大量供給がいかにして可能なのかということが現在の金融技術の問題に

かかわるわけですが、日本を含めて世界中の投資家が運用先を求めている、金を貸したがっているということがあるわけです。世界中の投資家が金を貸したがっているのだから、もっと金を借りてくださいと言っても、借りる必要もないのに、例えばアメリカの企業部門が、投資家が求めているからお金を借りようという話にはなりません。

そこでアメリカの場合は不動産というより住宅と言った方がいいんですが、ハウジング関係に目を着けるわけです。ただハウジング関係でも、投資家がお金を貸したがっているから、普通の人にもっと住宅ローン借りてくださいと言っても、条件を優遇すると言われたら多少は借り増すにしても、普通の人住宅ローンの借入を急に増やすことはなかなか起こりません。だから普通の人向けの住宅ローンは、いくら需要があるといってもそんなに増えません。

そういうことで、とにかく投資家が運用先を求めているのだから、だれかにお金を借りてもらわなければいけない。借りてくれる人はいないだろうかとアメリカ中探し回った結果、Subprime Loan に行き着くわけで、Subprime Loan を借りるような層に目を付けることになりました。その層を半ばだますかのようなことも含めて、もっとお金を借りてもらうということをやりました、Subprime Loan が急増されるわけです。その背景には世界的な金余りというか、日本の需要も含めて投資家の運用需要があったわけで、それが Subprime Loan の拡大につながりました。

ところが Subprime Loan は、それ自体はとうてい AAA 資産ではありません。そんな質の高い安全資産ではありません。住宅ローン Prime Loan も決して AAA ではないわけで、ましてや Subprime Loan は AAA ではありませんが、ここが証券化の技術です。

証券化については御案内の方も多いと思いますが、最近の証券化は切分けの技術です。Subprime でもいいんですが、住宅ローンを集めてきてプールをつくります。それをそのまま右から左に証券にするわけではありません。そのプールから発生するキャッシュフローを切り分ける。比例的に切り分けるのではなくて、優先的にプールに対する請求権を保ちつつ、それが劣後する部分、最後の部分を切り分けるわけです。

例えて言うと、ピーカーの中に不純物を含んだ濁った水があるとします。これを遠心分離器にかけると、元は濁った水でも真透明な部分を一方で作ります。その代わりに、他方には不純物が沈殿した部分が出来上がるわけです。元は濁った水を遠心分離することによって作り出される透明な部分、それが AAA になります。それとリスクが凝縮、濃縮されて沈殿している部分。ここを最劣後の部分、エクイティーと呼んでいますが、エクイテ

ィー部分とに切り分けます。

本当は完全に遠心分離できていなくて、真透明に見えた部分に格付会社が AAA とラベルを張っていたんですが、今の時点から振り返ると、本当は目に見えないけれども、不純物がずいぶん混じていたということになります。

とにかく原材料は濁った水なのですが、それを遠心分離した上で最低 3 段階、実際には二十何段階に切り分けたりするわけですが、そういうことをやります。そういうことで住宅ローンを原材料に、AAA 資産を大量に供給して、それを世界中の投資家に売ることによってフィーを稼ぐわけです。

それと同時に、他方で産業廃棄物と呼んでいたりするリスクがコンデンスされた部分が残ります。そこは実はアメリカの金融サービス産業自身がヘッジファンドとか、ヘッジファンド化していった投資銀行が自らリスクテイクしていました。

今から考えると、そんなリスクが凝縮された部分をよくもテイクしていたものだという話になるわけですが、最初に申し上げた社会全体としてリスクに対する感度が鈍っていたという背景があるし、それから詳しく説明はできませんが、アメリカの金融サービス産業の中の報酬システム、インセンティブのシステムがやはり歪んでいて、それが原因でリスクテイクが促進される面があって、リスクを取っていました。そういうことをやって、ビジネスチャンスとして頑張っていた。そのことの結果として、住宅バブルが膨らんでいったということがあります。

住宅バブルが崩壊するまでは、AAA 部分を投資家に売ってフィーを稼ぐ。それからハイリスクの部分をテイクすることによって、それに見合ったハイリターンを得るということで二重でもうかって、アメリカの金融サービス産業は高収益を享受してきたということになりました。

しかしながら、ついに住宅バブルが崩壊するに至って、リスクが凝縮された部分を自ら取っていたわけですから、Subprime Loan は世界全体の債券市場の 1% ぐらいの比重しかないと言っても、その 1% を凝縮して持っているわけですから、バブルの崩壊後アメリカの金融サービス産業はガタガタになっていきました。

そういうことですが、2 ページの下のところに書きましたように、今申し上げたことを総括すると、世界的な不均衡の拡大に乗じて、アメリカでは金融ビジネスの肥大化が起りました。だから世界的な不均衡の拡大が、ある種金融ビジネスのチャンスで、アメリカの金融サービス産業を非常に膨張させました。

ところが他方、日本では、同じ世界的な不均衡の拡大に乗じる形で輸出型製造業が非常に活況を極める。それをけん引力として、景気回復が実現するということになります。

それゆえ世界的な不均衡の巻返しが今起こっているわけですが、その中でアメリカでは金融危機になったと同時に、日本では輸出外需の急激な減少から経済の低迷に陥ることになったということです。アメリカの金融危機のおかげで日本の景気が悪くなっていると理解するよりは、アメリカの金融危機も日本の今の景気低迷も、ある意味で同じところに根ざしている。要するに2000年以降、こんなことはいつまでも続けられないと言っていた。アメリカだけが赤字を出して、日本は黒字を出し続けるという経常収支のアンバランスをずっと続けてきたことの両側における表現として、一方では金融危機があり、一方では急激な経済活動の収縮がもたらされていると理解すべきではないかと思っております。

それが全面的な信用危機、そして世界同時不況にどんどん拡大していつているわけですが、今申しましたようにアメリカでも住宅バブルの発生と崩壊ということが起こりました。そののところだけ見ると、我が国が1980年代の後半から1990年代にかけて経験した不動産バブルの生成と崩壊と同じで、バブルが生まれてつぶれたのだろうという話です。確かにそこは日米共通かもしれませんが、バブルの生成と崩壊がいかなる金融システムの下において起こったか、舞台となった金融システムの在り方がどうかという観点に立つと、そこは全然違います。

バブル生成と崩壊に立つけれども、起こった舞台装置の金融システムの在り方が大きく違うというのがあって、日本の場合ははっきり言って、伝統的な銀行中心の間接金融体制の下で問題が起こったわけです。だから問題は、銀行と借手の間でほとんど集約されています。

アメリカでも同じようにバブルの生成と崩壊が起こりましたが、銀行中心の間接金融体制の下で起こったわけではありません。ある意味で非常に複雑、かつ高度に発展していた市場型のマーケットベースの金融システムの下でそれが起こったということがあって、それが一挙に全面的な信用市場の危機まで広がってしまったということがあります。

資料2枚目の4ページの金融仲介の概念図を見てください。日本の場合だと、間接金融でなかったら直接金融だという言い方が定着してしまっているところがあり、間接金融でなかったら直接金融である。日本では、市場型の金融は「直接金融」と呼ぶ習わしになってしまっていますが、正確な意味での直接金融は、お金を借りたいと思っている人とお金を貸したいと思っている人がマーケットで直接出会うから直接金融なわけです。だけど最

終的な資金の借り手と貸し手がマーケットで直接出会うというような、ある意味で極めてプリミティブな金融を現代の発展した金融の姿だと思ってもらいと困るわけで、金融システムの発展は、概念図で書いている一番上の間接金融から2番目の直接金融に行くという話ではないのです。

金融機関を通じる金融仲介とマーケットを通じる金融仲介が重層的に組み合わせられるような構造に移るとというのが、実際の経済では金融システムの発展です。その最も基本型を書いたのが概念図の一番下の市場型間接金融です。本当はこんな持って回った言い方をする必要はないんです。繰り返しになりますが、とにかく日本では間接金融でなかったら直接金融だという言い方が極めて一般的になされるので、仕方がないので、それとは違うということをござわざ言うために「市場型間接金融」という表現をしています。

世界的にこんな持って回った言い方はしなくて、普通のモダンな現代的な金融というのは一番下の姿を指します。

こういうモダンな現代的な金融の姿が一番簡単な概念図で、アメリカではこれをまた二、三重に組み合わせられた構造が出来上がっている。そういう複雑な構造にバブルの崩壊というショックが加わって金融システム全体がクラッシュして、マーケットが機能停止したわけです。

これをどうすれば回復させられるか。いったん機能を停止した複雑かつ高度な市場機構を、いかにすると再生できるのか。高度かつ複雑な市場機構を、いかにすれば立ち直らせることができるのか。これは、大げさな言い方をすると、人類がまだ経験したことがない初めての未踏の課題です。

日本はそんなことは経験していません。日本は今もそんなに高度かつ複雑な市場型の金融の仕組みはありませんから、それが壊れたわけではありません。

高度かつ複雑な市場型の仕組みがここまで発展していたのはアメリカだけでした。そういう意味でアメリカはやはり金融の最先進国でした。金融最先進国で、市場型の金融システムがものすごくよく発達していた。それが壊れた。では、どうやって建て直したらいいのか。答えは分かりません。経済学者も分からないし、アメリカの政策当局者も分からない。だから右往左往している。ある意味で試行錯誤している。時間稼ぎをしているのが事実です。

よくアメリカの政策担当者の対応は支離滅裂でけしからんとおっしゃる方がいますが、支離滅裂でいけないと言うのだったら、どういう一貫した対策を取れば高度かつ複雑な市

場機構を蘇生することができるのか、知っているのだったら教えてほしいということです。みんな分からない。だから、客観的には確かに支離滅裂な行動を取っているように見えたりするのは事実だと思います。それは抱えている課題が未踏の領域の課題であるがゆえに試行錯誤せざるを得ないところがあるわけですから、それを単に「右往左往するな」と言うだけでは始まりません。

そういうことで、非常に複雑な仕組みが壊れてマーケットで価格が付かなくなってしまったというのが端的に言って大きな問題です。損失はだんだん拡大していますから、損失自体もなかなか負担しきれないという側面がないわけではありませんが、損失を負担しきれないというよりは、どこに損失が転がっているかがよく分からないから、みんな疑心暗鬼にならざるを得ないというのが事実に近いところです。

例えばマクロ的には絶対に損失額がある程度の金額に決まっているけれども、その損失額がどこにどういうふうに移っているか、どこにどういうふうに分配されているかが分からない。だから、ひょっとすると自分が持っている資産にそのロスが全部集中しているかもしれないというふうに投資家はみんな思わざるを得ないわけです。

自分が持っている資産にロスが全部集中しているということが、全投資家にあり得るはずはありません。マクロ全体でいうと損失はもっと限定的なはずですが、どこにあるのかが確定できないから、みんな、自分のところにあつたらどうしようということで行動せざるを得ない。そういうリスク、「Valuation Risk」という言い方をしているようですが、そういうリスクが顕在化して全面的な信用危機に拡大した。

ですから、アメリカでは資本市場がほとんど機能しなくなっています。あれだけ資本市場が発達していた国の資本市場が機能しなくなっているわけです。連邦国債、アメリカ政府の国債に絡んだ部分の資本市場は今でも機能しています。アメリカの連邦政府債にかかわる部分は機能しているんですが、それ以外の部分、民間の債券のかかわる部分は機能していないし、地方債もほとんど機能していません。連邦政府債以外の信用市場は、事実上機能停止状態になっています。あれだけ資本市場が発展していた国で、今資本市場のチャンネルがダウンしているんです。

ところが幸いなことに、アメリカは日本と違って金融チャンネルが単線ではなくて複線で、資本市場チャンネルと銀行チャンネルの二つがあります。ですから、資本市場チャンネルがダウンしたから全部銀行チャンネルに振り替えるような動きが起きていて、銀行貸出は絶対額ではアメリカは急激に伸びています。今銀行貸出は増加しています。「クレジット・クライシ

ス」と言っていますが、銀行貸出の絶対額は増加しています。

二つ通路があり、一つ壊れた分を全部振り替えているから増えているんですが、一つのチャンネルで二つ分を全部肩代りすることはできないことです。例えて言うと、本来2だったものに対して1本になった。その1本が頑張って1.5になっているかもしれませんが、2の姿から比べれば減っているわけです。

どういうところが減っているかということ、本来銀行チャンネルからしか借りられなかったような人たちが借りられなくなりました。資本市場がちゃんと機能していたときは、資本市場を使っていた大企業とか優良企業は、今銀行からお金を借りています。

御存じの方は多いと思いますが、コマーシャル・ペーパーを発行するときにも、銀行との間で、万が一のときに備えてクレジットラインの契約を結んでおきます。コマーシャル・ペーパーの市場がちゃんとしていて、正常にコマーシャル・ペーパー、CPを発行して資金調達ができるときはCPを発行しますが、市場がちょっとおかしくなって発行が難しいときには、代わりに銀行からお金を貸してもらおうというクレジットライン契約を銀行との間で結んでおくわけです。それは念のための保険で結んでいたんですが、今回はその契約が全部執行されているわけです。

その契約に基づいて、銀行はそういうところにお金を貸さなければいけません。選り好みして、「中小企業はいやだ。こちらがいい」と言って貸しているわけではなくて、契約上そこに貸さなければいけないので貸すわけです。ところが自己資本の制約がありますから、そこに貸すともう貸出余力がなくなってしまって、本来の顧客であったはずの中小企業にあまり貸せなくなってしまった。

そういう形でクレジットクランチが起こり、そのことが結果的にマクロ経済、実体経済を更に悪化させるのではないか。金融システムの機能不全と実体経済の悪化が相互に増幅し合うという悪循環のプロセスに半ば入っていると思いますが、実体経済の悪化が金融システムを弱めて、金融システムの機能不全が実体経済を更に悪化させる。そういう相互増幅的な悪循環のプロセスに、本格的に踏み込むか踏み込まないかの瀬戸際というか、そういうクリティカルな局面に今アメリカ経済はあります。

アメリカ政府は、相互増幅で実体経済と金融システムがお互いに傷つけ合うようなプロセスに本格的に入ることはどうしてもストップさせたいということで、マクロ経済政策を総動員してそういうプロセスにストップをかけようとしています。マクロ経済政策上、打てる手がだんだん無くなってきていることも事実です。

時間があればその辺りのこともお話ししようかと素材だけは用意してきましたが、冒頭で申し上げましたように、時間的にアメリカ政府が取ろうとしているマクロ経済政策の中身まで説明している余裕がないので、簡単に資料の5ページから6ページのところを御覧ください。

今言いましたように根本の原因、イギリスの『The Economist』が「deep causes (深い原因)」という表現をしていますが、根本の原因は Global Imbalance です。それが大きな原因だというのは、世界的コンセンサスになってきています。

それに加えて、規制監督上の欠陥があったのも大きな要因だというのがあります。それと Great Moderation に関係しますが、長期にわたって低金利で流動性が非常に豊富な状況を維持し続けた金融政策。アメリカも日本もそうですが、長期にわたって低金利かつ、過剰流動とまでは言わないにしても、非常に流動性が豊富な状況を続けた金融政策。この三つぐらいが主な要因です。

マクロ的な Global Imbalance , 規制監督上の欠陥 , 超緩和型の金融政策の長期にわたる持続 , この三つぐらいの要因が複合して金融危機が起こったのだらうということです。

二番目に申し上げた規制監督体制の欠陥ですが、アメリカで先ほども言いました非常に高度かつ複雑な市場型の金融の仕組みが発展していました。しかし、その新しく発展してきた部分について規制の網が全然掛けられないできた。規制監督の体制の枠組からすっぱりと外れた形で、そういうものが発展してきていたというのがあって、規制強化とか言う前に、かなり徹底した金融自由化論者であってもある種の金融規制は必要だと考えているわけで、金融に関してレッセフェールがいいと言っている人はまともな経済学者の中には一人もいないはずです。かなり自由化論者であっても金融機関に対しては、最低限のある種の健全化規制は必要だということを認めているわけですが、そういうレベルの規制すら全然掛けてこなかったというのがあります。

これはアメリカの規制監督当局がサボっていて掛けてこなかったということでは必ずしもなくて、あるいはそういうのが発展していることに気づかなかったから規制監督が網を掛けてこなかったということでもなくて、「掛けさせてもらえなかった」と表現する方が正確です。それはブッシュ政権のイデオロギーもあったと思いますが、ブッシュ政権の中で前の長官に象徴されるように、投資銀行出身者が政権内で極めて大きな影響力を持っている中で、投資銀行関係の部分に関して規制を整備することに関して、それをさせないようなロビーイング活動が極めて強力に行われ、かつそれを政権が受け入れてきたということ

があります。ですから、本来やるべき仕事を政府がやっていなかった。

今回、金融危機で市場が暴走したのだから政府が介入すると簡単におっしゃいますが、今申し上げたアメリカの事例を見ていくと、政府がやるべきことをやらなかった。政府が失敗したがゆえに金融危機になった面があるので、市場が暴走したから今度は政府だという簡単な話では決してありません。

それと金融システム全体が複雑化、高度化すると、それだけでいろいろな問題が生じる。時間がないので説明を端折らざるを得ないんですが、キーワードとしては「Conflicts」と書きました。利益相反のような問題と複雑高度化がもたらす問題。Conflicts と Complexity という問題が、金融システムが発展してくるとどうしても内在的な問題としてあって、その部分に関しての対処が、今後の金融規制監督体制の見直し、あるいはもっと広い意味の金融システムの制度設計を考える際のポイントになるだろうということです。

これで終わらせていただき、補足で追加したので1枚だけ別の紙になっていますが、「Appendix 競争政策上の論点」があると思います。残りの5分か10分で、最後に御説明いたします。ここは競争政策研究センターですから競争政策上の論点について議論しないわけにはいかないもので、最後、競争政策上の論点についてお話しさせていただきます。

二つあって、一つは金融システムというか、金融産業それ自身にかかわる競争政策上の論点です。金融システムが不安定化することを経験したり、金融が危機的状況になったりすると、金融システムの安定を確保するために、やはり経営基盤のしっかりした大きくて強い金融機関が必要だという発想が非常に強まるということがあります。

日本の場合、特にそうで、戦前期、1927年、1930年に金融恐慌とか昭和恐慌がありましたが、その際は、経営規模が小さい零細で脆弱な中小金融機関がたくさん存在している銀行業の産業組織構造が金融危機の原因だという総括をしました。

したがって、そういう零細で脆弱な経営基盤しか持たないような中小金融機関については統合を図って、より基盤の強い大きな金融機関を創設することを、戦前は景気国策としてやりました。「銀行合同政策」と呼ばれていますが、そういうことをやって、その結果として現在の地銀が作り出されました。

そういう発想は戦前だけでなく直近でもあって、10年前の金融危機のときもそういう話がありましたし、期限切れになっていた金融機能強化法という法律を、今般新しく新金融機能強化法という形にしました。新しい法律からは落ちているのですが、元々の金融機能強化法だと、地域金融機関を統合させよう、それによって経営の安定化を図ろうという発

想が非常に強いのですが、そういうことでいいのだろうかという話です。

そういう政策思想というか、政策的な発想ということだけではなく、現実の問題として金融危機が起こると、あるいは金融システムが不安定化すると、やはり安全なところがいいとみんな思って、資金をふだんは近くの信用金庫に預けていても、不安になると、その預金を引き下ろして、もっと大きな大丈夫そうなところに預けようという形で、実際の資金が特定の金融機関とかファンドに集中することが現実の問題としても起こります。その結果、実際に金融産業が寡占化するの現実の問題としても起こります。

こういうことを考えるときに、まず、金融システム自体にかかわる話としては、金融システムの安定と金融サービス最後の競争的環境をいかに両立させるかという問題をどう解くかという 이슈があります。

大恐慌期から 1980 年代ぐらいまでは、金融制度の安定、信用システムの安定の方が絶対に大事に決まっている。だから金融業に関しては競争制限をするのは当然だ。日本でも世界的に見ても、1980 年ぐらいまではそういう発想がありました。

それが 1980 年代によろやく政策思想の転換が起こって、金融自由化が推進されてきました。金融自由化を推進していく中での基本的な考え方は、金融機関もちゃんと競争させるんだ。ちゃんと競争していたら、競争に負けて破たんする金融機関が出てくるかもしれないけれども、そういう金融機関は早く見つけて金融システム全体から早めに隔離してしまふ。早期発見・早期隔離を行うことによって、個別金融機関の破たん和金融システムの安定という問題を切り離すことができる。

具体的には、自己資本比率規制をトリガーにした早期是正措置をやっていくことによって、金融システムの安定性確保と金融機関間の競争の維持は両立するというのが、80 年代以降の金融自由化の思想でした。

競争に負けて破たんする金融機関が若干出てくるときはそれでいいんですが、システムミック・リスクというものがあって Too many という話になってきたときに、金融システムの安定性と競争環境の維持をどうやって考えるのか。あるいは今回の金融危機を経験して、再び政策思想の転換が起こる可能性はないのかというのが論点です。論点の提示だけで答えを出せるわけではありませんが、それが一つです。

もう一つは、金融システムそれ自身というよりは、ほかの産業にかかわった問題として、金融危機が今回のように経済危機に拡大・深化する過程で、政府は当然それをストップしなければいけないということでいろいろな対策を打つわけです。政府が危機対策として打

ついろいろ施策の中には、明らかに競争条件を歪めたり保護主義的な効果を持つものがあるんですが、これが危機だから許されていいことなのかというのが2番目です。

例えばアメリカのオバマ政権によるビッグ・スリー、自動車会社に対する支援があります。自動車は輸出材ですから、国際貿易の対象になるものを作っている会社に対して政府が公的支援をするのは、WTO 違反ではないのかという話があります。

それから直近のアメリカの景気対策法案の中に、いわゆるバイ・アメリカン条項が入っていて、そういうのがいいのか、いけないのではないかという話をしているわけですが、そういうことをやろうとしているのはアメリカだけではありません。

今回の危機で経済学者も張り切っていますが、経済産業省も張り切っていて、ここで存在感を示さないでどうするかみたいな感じのところがあります。産業活力再生法を改正して、「世界的な金融危機の影響で一時的に自己資本が大きく毀損し、出資を受けなければ資金調達が困難な企業」へ公的資金を入れることを制度化しようとしていますが、危機だからこういうことは当然やっていいのか。日本の IT 産業が資金困難に陥って、外資に買われてしまったらどうするんだ。だからそうさせないために公的資金で資本増強するのは100年に1度の危機だから許されるということになるのでしょうか。

100年に1度というのほうそだと思います。あれはグリーンスパンが責任逃れをするために言ったのですが、30年クラスであることは事実です。30年クラスから50年、半世紀に1回ぐらいのクラスであることは確かだと思いますが、100年はいかにも大げさです。

例えば日本だと、100年というと太平洋戦争も入ります。第2次世界大戦で敗戦を迎えたときよりも現在が更に悲惨だとは、さすがにいくら何でも言えないので、こういうふうで大げさに言って、だから何でもありで、競争政策上問題があることもやっていいんだということは、ちょっと注意しなければいけないのではないのでしょうか。

時間の関係で少し端折りまして、雑ぱくになった部分がありますが、一応以上で話を終わらせていただきます。(拍手)

(小田切) 池尾先生、御講演どうもありがとうございました。金融危機の真因についてたいへん深く学ばせていただきました。また競争政策上の論点を挙げていただき、誠にありがとうございました。

それでは続きまして、岩倉先生からコメントをいただければと思います。よろしくお願いいたします。

(岩倉) ただいま御紹介にあずかりました弁護士の岩倉です。今日はよろしくお願いいたします

す。

先ほど過分な御紹介をいただきましたが、私は一弁護士ですので、池尾先生のようなハイレベルでアカデミックなお話もできません。民間の市場で、特に企業の方々に依頼者として、国際的な取引も担当していますが、たかだか一実務家ですので、どれだけのことが皆さまにお話しできるのか、大変危惧しております。

池尾先生のお話を伺ってますますその感を深めており、お役に立てるのかどうか分かりませんが、一応日本とアメリカでも実務をやってきましたので、自分の専門の法律実務の観点からのコメントでいいということでしたので、池尾先生にお話に沿い、雑ぱくでアトランダムになるかもしれませんが、コメントさせていただければと思います。

お手元の池尾先生の資料に即して、順番で思いついたことをどんどん申し上げていきます。

今回の米国の金融危機のことは私は専門外ですから深く分かりませんが、資料の最初のページでありましたアメリカ経済の流れについてです。アメリカに 1990 年代の初めから 1995 年までありましたので、若干感想を申し上げますと、1985 年にブラザ合意が起きたとき、経済的あるいはマクロ的な面では非常に大きい影響があったことは我々素人でも認識していますが、アメリカの法律界でも 1985 年は非常に重要な年でした。

御案内のとおり、デラウェア州という州がアメリカ東部にあります。全米を代表する企業を含めた 60% ~ 70% の上場企業は、デラウェア州を設立準拠法としていると言われております。もちろんニューヨーク州で紛争が起きればニューヨークの裁判所、カリフォルニアで問題が起きればカリフォルニアの裁判所で裁かれるのですが、会社法に関する論点は、デラウェアを設立準拠法とする会社に関しては、デラウェア州の裁判所で裁かれます。

ですから、「アメリカではこうだ」と言ってアメリカ連邦最高裁の話がよく出ますが、こゝとビジネスロー、特に会社法に関する問題は、デラウェア州の裁判所で裁かれます。

先に述べた 1985 年は、法律家にとっては非常に重要な判決がデラウェア州の最高裁判所で出ています。一つは、最近日本でも敵対的買収の話があり、日本経済新聞などにも出ましたが、ユノカル事件という敵対的買収防衛に関する判決が出ました。日本でも約 20 年前ですが、小糸製作所という会社を買収を仕掛けた T・ブーン・ピケンズという当時、乗っ取り家で有名だったビジネスマンが、ユノカルというアメリカの石油会社を買収しようとした。それに対してユノカル社が敵対的買収の防衛策を取ったことに関する判決です。

私も小糸製作所側の代理人の一人だったので、ピケンズさんとも会いました。1985 年前

後から 1990 年にかけてアメリカで敵対的買収のブームが起きたので、ちょうど日本は 20 年ぐらい遅れているわけですが、1985 年にデラウェア州最高裁判所でそれに関する判決が一つ出ました。

それからもう一つ同じデラウェア州の最高裁判所で、バンゴークム事件の判決がありました。これは日本ではあまり有名ではない、そんなに大きい上場会社ではないのですが、その CEO というかワンマン経営者のバンゴークムという人が、取り巻きが何を言おうとアドバイザーも何も雇わないで、弁護士とか証券会社とかは雇っているんですが、その人たちのアドバイスも何も聞かないで自分で勝手に決めてしまったという買収案件があります。それに対して、株主代表訴訟が起きて、そういうものについては責任があるのかどうか判断されました。

実はよく判決を見てみますと、彼が一人で決めた合併の条件は、いくらワンマン経営者でも会社・株主にとってそれなりにいい数字だったんですが、要するに一人合点でだれのアドバイスも聞かないで、事実関係もちゃんと調査しないで決めてしまったということで、非常に大きい責任を問われました。

ここから出てきたのが、経営者がどういうことをした場合に責任から逃れられるのか、あるいはどういうことをしないと責任が生じるのかということを示した経営判断原則という理論で、全米に大きな影響を与えた事件です。

この二つの最高裁判決がデラウェア州で 1985 年に下されました。これで企業に関する特に M&A だとか、あるいは企業の市場における活動に関する実務は、法律との関係では 1985 年から一変しました。要するに、M&A 取引であれば、経営者がこれがいいと思って勝手に決めたり、あるいは企業経営者同士でお互いにくっついてやろうと言って、市場の価格だけ見て、これがいいということではなく、ちゃんと事実関係を調査して分析して、アドバイザー、証券会社、投資銀行、公認会計士、税理士、弁護士、こういうものを雇って、本当に株主の利益になるかどうかをきちんと判断しないとイケない。但し、そのような態勢でキチンと検討してから実行したのなら、その後、失敗して損害が生じても経営者に法的責任は問わないというのが、アメリカの企業のルールになっています。

これが決まった年が 1985 年ということで、プラザ合意以降、経済も影響を受けたというのは、非常にエポックメイキングな年だったのではないかと考えています。そういう意味では、日本は非常に遅れてはいますが、アメリカでもそんなことが起きたのはたかだか 20 年ちょっと前なのです。

私がアメリカの大学院(ハーバード・ロースクール)で教えていたときに、「日本は遅れているとアメリカは偉そうに言っているけれども、あなた方もそんな時代に決めたのでしょう」と言いまして、向こうのプロフェッサーに、「おまえの言っていることは正しいけれども、(日本人にしては)少しきついことを言うな」と言われました(笑)。

1985 年は昭和 60 年ですから、日本は商法改正の動きが特に昭和 56 年から大きく進んでおり、政府はそれなりに日本企業の競争力、成長力を高めようとしていました。商法改正、会社法制定の本当の目的は、日本では法律家以外にはあまり知られていません。例えばコンプライアンスとかガバナンスは大事なことです、根本的な商法改正、会社法制定の目的は、日本の企業の競争力を強化することです。

その中で、企業はきちんとしていなければいけないとことでガバナンス、コンプライアンスを守らなければいけない、そういうことをしないと競争力が高まらないということになりました。日本もそういう意味では 1981 年、昭和 56 年からやっていて、昭和 60 年にも商法の大改正をしているので、アメリカと比べても制度的にそんなに遅れていないのではないかと。アメリカもそんなものです。この 24 年ぐらいでアメリカの企業のマーケットにおける秩序、ルールが法的には進んだということが言えると思います。

その後アメリカでは 1989 年にレブロン事件というものが起きました。化粧品で有名なレブロン社ですが、会社が売却、あるいは買収される段階になったときに、最初にあるところと売却価格を決めていても、それよりも高い売却価格が出てきたら、取締役はそちらに自分の会社を売らなければいけない。こういう強烈な判決がデラウェア州の最高裁で出まして、アメリカにおける株主利益の保護、あるいは経営者の行動の在り方は、この辺りで決まりました。

ですから繰り返しですが、アメリカの法律のルールは昔から決まっていたわけではなく、ただかこの 20 年ぐらいで、日本が遅れていると言われていたような素地ができたということです。

1992 年にクリントン大統領の政権になり、その後は皆さん、御案内のとおり、IT を含めた技術を持った企業の企業金融、それから IT をして非常に創業者利益を上げていき、そこで得られたお金をエンジェル投資に回していくというようなことが起きていたのですが、根本的なルールはあまり変わっていません。企業における、特に取締役の責任に関する準則は、このころに決まったと言えると思います。

池尾先生の話とはずれてしまっているかも知れませんが、池尾先生が市場型間接金融の

マーケットの状況の話をされました。感想的なものになってしまうのですが、私も市場における構成員といえますか、プレーヤーの立場。弁護士なものですから、プリンシパルではありませんが、一プレーヤーだと思っています。1990年代後半、それから池尾先生がおっしゃった2000年ぐらいからの時代は、非常に際立ったプレーヤーの動き方がありました。

これはよく言われていることですから、皆さん、御存じだと思いますが、投資銀行の活動が非常に活発になった。伝統的な投資銀行は、それこそゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレー、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチ、JPモルガン、破たんしたベア・スターンズなどがありました。御案内のとおり、もともとこういう投資銀行は自らは投資を張って自分で利益を上げようとしていたところではなくて、伝統的には、企業に対してアドバイスをし、そのアドバイザー業務で手数料を取るという体系でした。

そして、大部分の投資銀行はいわゆるパートナーシップ契約を結んでいました。決して会社組織ではありません。私ども法律事務所も互いにパートナーシップを結んでいますが、日本でいうと組合契約です。会社の組織にしないで、お互いにプロフェッショナルとして無限連帯責任をパートナーが負って、その組織の活動に全部責任を持つ。

ただし自分たちはリスクを取って金を張るわけではないです。あくまでリスクを取らないで、アドバイザリーフィーで何とかやっていく。こういうビジネスモデルだったのが、1990年代から御案内のとおり、投資銀行がどんどん上場するようになりました。私の記憶では1998年だったと思いますが、ついに最後の投資銀行のゴールドマン・サックスが上場しました。上場するとどうなるかというと、当たり前で、その後は継続的にどんどん利益を上げていかないと株主に対して責任が果たせない。アドバイザリーはたかだか実際のプレーヤーが上げた取引の金額の何パーセントをフィーでもらうということですから、利益を上げようという公開企業の理念からすると大した金額になりません。

どうなったかというと、こういう上場化した投資銀行は自分で手金を持ってリスクを取って張っていく。要するにプリンシパルとして、「プリンシパル・インベストメント」という言葉が日本に入ってきましたが、そういうものをどんどん行うようになってきた。

それから先ほど池尾先生がおっしゃったように、いろいろなりリスク資産を自ら取り、また新しいリスクを含んだ金融商品をどんどんつくって世界中に販売していき、とにかく利益を上げ、自分たちも株主に対して上場企業として責任を果たすような活動をどんどんしていきました。

これもアメリカのハーバード法科大学院で教えていたときに言って、「おまえの指摘は、きついな」と言われたことです。田舎のアメリカ人にはおっとりとしていい人は多いと思いますが、都市に来るとみんなどういうわけかエクストリームになり、「おまえら、エクストリームになりやすい」と言ったら、みんな黙ってしまった。要するに過激なのです。やり出すと止まらない。

こういう単純な二元論はあまりよくありませんが(笑)、日本人は非常におとなしいというか、限度・節度を知っている。アメリカの場合、限度がなくでどんどんやってしまう。ですから本来アドバイザリー業務でアドバイザリーフィーだけ取っていたところが、自分で手金を持ってリスクを張って投資していくと、止まらなくなってしまう。

その中にいろいろな逸話があり、昔のパートナーシップ形態でアドバイザリーだけやって企業のためにいいアドバイスをするようなことを旨としていた時代の投資銀行家は、自分たちはこういうリスクを取ることは怖くてできない。自分たちがパートナーとして投資銀行をやっていたころと違うと言ってどんどんやめていった。本当かどうか知りませんが、今も日本にある投資銀行の方々からこういう話をよく聞きます。

だから先ほど池尾先生のお話にもありましたが、Subprime Loan にどんどん走っていったという傾向があるのではないかと思い、ハーバードのプロフェッサーたちに言ったら、だれも否定はしませんでした。本当にリスクに対する感覚がまひしていたというのは、池尾先生がおっしゃったように資本の流動性の過剰があったことも大きいと思います。

投資銀行が悪い、彼らがすべての原因だと言う気は全くありません。商業銀行も遅れてそういうことをどんどんやっていったわけで、プレーヤーたちがみんな自分でリスクを取ってしまい、人にリスクを押しつけたと思いながら、最終的には自分のところに回ってきてしまったというのが今回の状況ではないかと、マーケットにいるプレーヤーの立場からすると思います。

あと、おもしろいのは、私も日本のバブル崩壊で住専問題とかいろいろなことを、依頼者である銀行のために関与させてもらいましたが、当時は、皆さん、覚えていらっしゃるように、日本の個人の住宅ローン債務は比較的正常債権が多かったです。むしろ日本のバブル崩壊で問題だったのは、事業ローンに住専や銀行がどんどん入って行ってしまったことで、いろいろなコンプライアンス上の問題もありますが、日本のサラリーマンなどに対するローンは、そんなに貸し倒れになりませんでした。

ところがアメリカは過剰です。日本では審査部が機能しなかったとあのころ批判されて

いましたが、日本の銀行はそれなりにはちゃんと審査していました。これに対して、アメリカは過剰に貸していたから、Subprime Loan の貸し倒れがどんどん起きているような気がします。そこは日本とアメリカの人間、あるいはプレーヤーのメンタリティーの違いではないかという感じがします。

それから今プレーヤーとして見るのは、投資銀行はみんな崩壊してしまったということです。御案内のとおり、世界で投資銀行と言えるのは野村証券だけです。日本の野村証券とアメリカの投資銀行を比較するのはおかしいかもしれませんが、ゴールドマン・サックスとかモルガン・スタンレーも銀行持株会社になってしまいました。シティバンクとかバンク・オブ・アメリカなどの商業銀行もどんどん痛手を負いましたが、今のところは保険会社はそんなに傷んでいないと私は聞いております。将来は分かりませんが(笑)。

AIG があるではないかとの御指摘もあるかもしれませんが、AIG は特別だと思います。先ほど池尾先生がおっしゃった Subprime Loan の中で出てきたリスクを情報開示しないで、みんなで渡れば怖くないという感じで、ものすごいレベルで進めてしまった特別な存在が AIG なのではないでしょうか。

アメリカは生保も損保も、日本のように大きいところばかりではなく小さいところもたくさんあるのですが、大きい国際的な名前のあるところはそんなに傷んでいないと言われています。AIG だけが特別だったのかも知れませんが、これはやはり投資銀行と商業銀行で傷んだところに同様に入っていった特殊な例なのではないかという感じがします。

雑ばくな話ばかりですみませんが、「今後の金融制度の在り方」、あるいは「規制の在り方」という点では、池尾先生が御指摘になったところは全くそのとおりで、日本においても重層的な市場型間接金融のあるべき姿を模索していくべきだろうと私も思っています。

昨日あるメガバンクのトップの方とお話をしましたが、その方がおっしゃるには、今市場が本当に大変な状況にあるのでなかなか難しいけれども、これからの日本の金融の在り方として自分が思っているのは、どうやってあるべき企業の資金調達を銀行、金融機関が適時に適切な条件で与えられるかではないか。そう言いながら自分でなかなかできていない。市場の状況、あるいは自分の銀行の在り方、状況からして難しいということもあるかもしれません。

先ほど池尾先生がおっしゃったように、大企業はコミットメントラインの契約を結べるのですが、銀行でないと借りられない中小企業、あるいはこれから伸びていこうという金融は銀行からしか借りられないわけですから、これらの会社にどうやって適切に金融を与

えていくか。これは日本の企業金融の一つの大きい論点だと弁護士として思いますが、これをどうやって支えていくか。

少なくともメガバンクのレベルでトップの方がそういう意識を持っているということは、日本はアメリカよりある程度健全な意識を持っている証左だと思います。エクストリームなアメリカの人たちよりはよほど健全な意識を持っているのではないかと思います。

全くの余談ですが、コミットメントライン契約の話で思い出しました。2年ぐらい前です。国税の方がこの会場にいらっしゃると怒られてしまうかもしれませんが、日本では税制がいろいろなことで企業や市場の在り方に影響を与えています。ご存知の通り、どんな銀行もコミットメントライン契約を結んでいました。

契約書にすると、印紙税法上ちゃんと印紙を貼らなければいけないのですが、コミットメントライン契約は印紙税法の「別表」にないのです。コミットメントライン契約の申込みと契約の成立は、企業が申込書をファクスして、銀行がそれに応じるという形で契約が成立しているのが大半の実務でした。

もちろんいろいろなパターンがありますし、長い歴史があるのですが、ある時に国税庁はコミットメントライン契約が印紙税法の印紙を貼るべき金銭消費貸借契約だと言い出しました。コミットメントライン契約は御存じのとおり何百億とか、下手すると何千億の契約ですから、これを金銭消費貸借契約として印紙を貼らなければならぬということ大変なことになります。

名前は言えませんが、日本を代表するある代表的な企業で、それまで貼っていなかった、時効にならないものを含めると何十億円以上の印紙代の支払いになります。銀行は顧客である企業から「お前がもともと教えなかったのだから負担しろ」と言われるわけですから、全銀協と国税庁で話し合い、ある一定のルールを定め、こういう形式であれば印紙を貼らなくていいコミットメントライン契約にするというのが決まったのは2年前です。

私も税務訴訟等に関与するものですから、税制の在り方が、非常に日本の企業金融とか、市場に対して影響を与えているようなことが相当程度あるものの、この点はあまり言われていないという気がしますので、せっかくの機会なので申し上げておきたいと思います。

もう時間がないので最後にしますが、池尾先生がおっしゃった「競争政策上の観点の問題」です。先ほどの池尾先生のペーパーに、日本はこういう状況になると経営基盤の安定した大きくて強い金融機関をとにかく作ろうという考えを持つことがあるという指摘がありました。私もみずほフィナンシャル・グループの統合や、先ほど御紹介いただいた UFJ

銀行と東京三菱銀行の統合とか、つぶれてしまいました。リソナの統合等に弁護士として関与したものですから、そういうアイデアに、もしかしたら関与していたのかもしれませんが。

重要なのは金融機関の規制、あるいは市場における規制の在り方は当然なのですが、先ほど申し上げた、どうやればあるべき需要の資金調達を適切に与えるのかという点ではないかと考えます。銀行も先ほど申し上げたようにちゃんと審査しなければいけないのですが、適切に審査して、あるべきものを出さないで資金が必要な会社に信用供与しない。つまり金融が果たすべき役割を果たさないで、みんな収縮してしまっただけは、角をためて牛を殺してしまうことになります。

昨年も黒字倒産でつぶれてしまった会社がたくさんあります。すべて銀行が悪いと言うつもりはありませんが、民間のマーケットにいますと、民間企業からすれば、大企業だけには信用供与され、本来あるべき中小企業あるいはこれから伸びていく新興企業に信用供与がなされないということではよくないのではないかと。本来、安定した銀行であれば、そういうところもきちんとしていかなければいけないのではないかと気がします。競争政策上の問題という、もう少し公取さんに近い問題かもしれませんが、金融機関、金融マーケットにおける競争政策には、そのような観点もあつた方がいいのではないかと思います。

もう時間なので最後に、せっかく公取さんからの御要望で出てきたものですから、民間の弁護士として公正取引委員会に対する要望を若干申し上げたいと思います。

先ほどお話がありましたように、私もいろいろな企業の合併や経営統合をやらせていただいています。

こういう時代なので、池尾先生がおっしゃったように100年ではないにしても、50年、30年に1回の危機なので、もう少し企業が生き延びられるように競争政策を緩和していかないかという声は率直に言って強いと思われま。ただ、公正取引委員会も、むやみに、簡単に緩和できないというのはそのとおりだと思います。法律に従った行政ですから、独占禁止法の理念に従った運用をしなければいけない。

そうは思うのですが、日本企業が置かれている状況は、政策の中にある程度は斟酌して頂き、取り込んでいただいてもいいのではないかと。確かに1位と2位で統合してしまうと、3位の企業と比べると10倍も20倍も違ってしまふときには規制しなければいけないのは当然だと思ひますが、今日本企業は日本国内だけでなく世界のグローバルマーケットの中

で競争している。これは公正取引委員会も当然考えていらっしゃるわけですが、日本企業が非常に脆弱な状況にあることも考慮していただき、倒産企業に対する買収、合併の部分は特別な配慮をしていただいているのはよく分かってはいますが、必ずしも倒産状況にないものであっても、このまま行ってしまうとにっちもさっちもいかない、サバイバルできないというマーケットにある企業の場合は、競争政策上の規制を少し緩和していただくようなこともあっていいのではないかとというのが一つです。これはどなたもが考えていることだと思います。

それから、公取さんの審査は、大変高度に複雑化していますので、迅速に手続を明確化してほしいという要望は公取さん御自身が十分にご認識しているところかと思いますが、アメリカと比べると、予測可能性はやはり日本の方が低いように個人的には思います。

アメリカのワシントンD.C.で実務をやっていたときに、私の事務所は民主党系の大手事務所でした。公取の方は御案内かもしれません。もう10年ぐらい前にFTCの委員長をやったロバート・ピトフスキーという著名な弁護士がその事務所にいました。私はそこにいたのです。法律やガイドラインだけを比較すると、日本とアメリカは大して違いはありません。日本も完全に追いついてアメリカの状況もすべて理解して、独禁政策は明確だ。予測可能性もアメリカに遅れていない。規定や制度上はそのとおりだと思います。

ただしインフラ、あるいは人材の交流、これがいいのかどうかという問題はありますが、これによってアメリカでは「この部分は気をつけないとダメだ」という情報が、民間側にすぐ来ます。アメリカの場合は官民交流が多いものですから、予測可能性の部分では非常に高いと、実務家として実感しています。

日本の場合は必ずしもそうではないように感じます。官庁である以上、毅然として、民間にそんなに情報を出せないという部分があるべきだと思いますが、予測可能性という意味だと、いつまでたっても分からないという状況がときどきあり得るので、その辺りを公正取引委員会さんに考えていただくと日本のマーケットにとってもいいのではないかと思います。

池尾先生は、政府が金融機関だけでなく事業会社にもお金を出すこと、資本注入することについて問題提起されました。おっしゃるとおりだと思います。しかし企業側で関与している弁護士としては、本当に強い企業はいいのですが、例えば先ほどお話しになった自動車にしても半導体にしても、外国の企業はどんどん外国の政府が資本注入していて、外国のグローバルマーケットで戦っていくときに、日本が補助金を何も与えられないで戦っ

ていくのを放置して本当にいいのかというところは、企業側からすると非常に敏感に意識する部分です。もちろん反対しているわけではありませんが。

あと利益相反の問題、Conflictsの問題と情報の透明性、Complexityの問題は私も弁護士として非常に思うところがあるのですが、時間が来ていますので省略させていただきます。

以上、本当に雑ばくなコメントで恐縮です。池尾先生の御講演に対して一民間弁護士が思った感想をお話しさせていただきました。ありがとうございました。(拍手)

(小田切) 池尾先生、何かございますか。

(池尾) レスponsというほどのことはないのですが、先ほど金融危機が起こった原因として三つ大きな要素があるということで、1番目に、Global Imbalance、国際的な経常収支の不均衡というマクロ的な要因。それから2番目に、規制監督体制に欠陥があった。3番目に、長期間低金利かつ流動性が豊富な状況を続けた金融政策を言いました。

それに加えてというか、それよりももう一つの要因というか、要するに強欲資本主義だから、こんなことになったのだという説があるわけですね。アメリカの投資銀行が強欲だから、こんなことになったのだという強欲説を4番目の要因、ないし私が言った三つの要因よりも大きな要因と見るか見ないかというところは、論点というか、考え方としてあり得ると思います。

投資銀行については岩倉さんの御説明があったとおりだと思います。投資銀行の原点や初期のころの投資銀行はポジティブな面の方が強いというか大きかったし、存在意義のあるものだと思っています。ところが1980年代の後半から、御説明のあった企業環境が大きく変わったりする中で、M&Aのビジネス等で投資銀行が成功してしまうわけです。投資銀行が成功するがゆえに、規模がどんどん大きくなっていき肥大化していき、ついには御説明があったようにパートナーシップの組織をやめ株式会社に転換するというところまで、投資銀行が成功したがゆえに巨大化する、肥大化するというプロセスが進み、その結果、投資銀行が大いに変質した。あるいは墮落したとされていて、ここ5年、10年の投資銀行のビジネスは、本来の投資銀行のビジネスとは違うものに様変わりしてしまっていた。

これもおっしゃいましたが、投資銀行が自ら巨額のポジションを取る。投資銀行自身がヘッジファンド化するのには、本来の原点の投資銀行の在り方からすれば著しく歪んだ姿なわけです。そういう歪んだ姿になっていたのは危機と非常にかかわった話だと思いますので、投資銀行のビジネスモデルの変質と、今回の米国の金融危機は非常にかかわりのある

話だと思います。

ただアメリカ人は強欲だからこんなことになったのだという総括の仕方は、あまりに乱暴だと思います。だれかほかの人が言っていたのですが、日本だとそういうところは倫理の問題にしてしまうのです。強欲ではいけないとか商業道德の話にしてしまうのですが、アメリカ人はそうではなく、エシックスの問題というよりはインセンティブシステムの問題だとして、投資銀行やアメリカの企業経営者の報酬システムとか、そういうインセンティブの構造に歪みがあったことが原因だとします。

だから倫理の問題として考えるか、インセンティブの問題として考えるかという話はあると思います。

(小田切) 池尾先生、岩倉先生、どうもありがとうございました。活発な議論をしていただきまして、大変興味深く拝聴いたしました。

それでは残り 15 分、20 分程度、質疑応答ということで、フロアからご質問があれば承ります。いかがでしょうか。お手数ですが、最初にお名前と所属を言っていただけますか。いかがでしょうか。

(質問者 1) 今日はどうもありがとうございました。最近 Subprime Loan とかいろいろな話を聞いて、過大なレバレッジを効かせるのが問題だと思っています。

本当の問題はインセンティブと社会への貢献度や社会的倫理とのアンバランスだと思っています。投資銀行に行って、もしギャンブルをやったら 10 億円もらえて、上司に逆らって、こんなのは社会的、倫理的におかしいと言ったら首を切られるとなったら、だれでも 10 億円もらう方に行くと思います。その辺りに関して教えていただきたいと思います。

(小田切) 池尾先生、お願いします。

(池尾) 私が日本でも市場型の間接金融を発展させなければいけないと申し上げている理由にもつながります。日本人はリスクを取らないとよく言われますが、逆に日本の個人投資家ほど極端にリスクを取る人たちもいない。先ほどの金融仲介の概念図でいうと、日本は市場型の金融そのものはまだまだ発達していなくて、市場型金融のウェイトは低いのです。だから限定的なのですが、存在している市場型の金融市場はすごく直接金融市場になってしまっていて、個人がダイレクトに入り込んでいるという形になっているところがあります。

逆に言うと、日本の場合は金融仲介者、プロが信用されていません。今の話ではなく昔の話ですが、昔の証券会社、昔の投資信託、昔の株式投信などを買うと損をさせられる。

だから自分で直接、個別銘柄を買うという話になっていて、金融仲介機関、プロが信用されていないがゆえに、アマがマーケットに直接入ってリスクを取ってしまう。そういう意味でのいびつな構造が日本の金融システムの中にはあります。

個人はある種のファンドや間接的な形でリスク市場に入るべきであり、個人が取るリスクの大きさはやはりモデレートなものにとどめるべきだと思っています。そうは言っても、安心できる仲介者や安心できるファンドがないではないかということで自分でやってしまう。安心できても手数料がすごく高かったりすると、個人から見てリスクとリターンのプロファイルが決してリーズナブルなものではないので自分でやってしまう。そういう構造になっている。これは金融システムが未発達だからというのが私の理解の仕方で、もっと本当の意味の重層的構造を作る方向での金融システムの発展を日本において実現させたいと思っています。

それから社会全体としての価値観とインセンティブシステムは相反する場合もあるし、岩倉先生が1985年からアメリカの企業社会の法的枠組みが変わったという話をされましたが、アメリカの社会の在り方が1980年代後半以後、アメリカが再活性化するとともに、やはり社会全体の倫理観というか社会の感覚というか、要するにアメリカ社会でもインベスターがカッコいいと思われるようになった。ロバート・シラーという経済学者が書いているのですが、それ以前のアメリカ社会において、インベスターがカッコいいとアメリカ人も思っていなかったのです。しかし最近はインベスターはカッコいい存在であり、自分もそうなりたいという社会的な観念がアメリカ社会でもできてしまった。

今度の危機をきっかけにまた変わると思います。大きな経済危機はその後の社会の在り方を変えますから、アメリカ人が再び投資家はあまりカッコいい存在と思わなくなる可能性もありますが、この間は投資をしてもうける人をみんなが社会的にも容認してきた。そういう背景があったのではないかと思います。

(小田切) ありがとうございます。ではほかに何か御質問等がありましたら受けさせていただきます。

(質問者2) 途中からお話を伺わせていただきましたので適切な質問とは焦点がずれてしまうかもしれませんが、そこはお許してください。

今のお話の中で社会的な倫理というのでしょうか、好ましい行為とインセンティブとの乖離ということが問題になり、今回の金融危機が起こった。そこは御指摘のとおりだと思います。そのとおりだと納得するところですが、むしろ乖離をどのように修正していくか

というところで、今後どういう方法、ないしはメニューが望ましいとお考えになっているのかというところが一つ気になるところです。

金融を法律でがんじがらめにしていくことも一つメニューの中には入ってくると思いますが、他方、もう少し実務感覚を生かすという意味では、例えば業界として行動の規範、基準をつくることを考えていくこともあるのではないかと思います。

そのようになってくると今度は競争法との問題が必ず出てくる場所ですので、その辺、専門家の方々、特にマクロ的な影響が大きい金融分野ですので、一番好ましいメニューを取ることが必要かと思えます。そういうメニューについて、もし今の段階でお考えのことがありましたら、お教えいただければありがたいと思えます。

(池尾) 金融市場の場合に、金融市場における規律ないし秩序を維持することに関連して規律ないし秩序を実現する仕組みに関して三つのレイヤーというか、3層構造で考えるのが適切だと思っています。3層の一番下の層は市場参加者というか、個別主体そのもののコンプライアンスとか個別主体自身のモラル、あるいは商業道徳を含めた個々の個別主体の自己規律という層です。

金融の場合はその上に自主規制、業界団体とか市場参加者のピアプレッシャーによる規律の維持とか秩序形成という層が2番目の層にあって、それから最後の層がローアンドレギュレーション、公的規制になるわけです。

日本の場合は真ん中の層が弱いのが弱点だと思っています。真ん中のセルフレギュレーションの仕組みが弱いので自己規律でやればいいんですが、自己規律でやれないとなると真ん中の層がないから、いきなり公的規制がでしゃばる、金融庁が出るしかないという話になるわけです。

それは決して発達した資本市場の姿ではなくて、やはり発達した資本市場は真ん中のピアプレッシャーによる秩序維持とか、そういう層がもっと分厚く洗練された形で存在している必要があって、今後ますますそういう方向での問題解決ということが望ましいのではないかと思います。

だからおっしゃった法でぎりぎり縛るといって一番上のローアンドレギュレーションのレイヤーをいたずらに重くするというのではなく、あるいはみんなが道德家に変身して個々人の倫理だけを言い立てても始まらないので、真ん中の自主規制、ピアプレッシャーのところを強化していく方向での問題解決を探っていくのが大筋だと思います。ただ競争政策との絡みで、ピアプレッシャーの問題について、こなれた解決をどう実現していくかとい

うのは、たぶん課題としてあると思います。

(小田切) どうもありがとうございました。ほかに何か、どうぞ。

(質問者3) 金融危機のときに、競争政策はどうあるべきかということについて、最後に2点ほど御指摘いただきました。私も同じようにやはり二つ論点があり、一つは金融セクターにおいてはシステムの安定性が大事で、競争はシステムの安定性にとってマイナスの側面があり、スタビリティとコンペティションはトレードオフがあるのかどうかということが非常に大きな問題だと思います。その点について、どのようにお考えになっているかというのが1点の問題です。

もう一つの問題は、金融危機がリアルセクターにスピルオーバーしてきたときのことで、それは池尾先生がおっしゃったとおり、産構法、産活法、特安法においてという話があり、理論的な問題としてはそれほど大きなことはないのではないかと思います。最初の方の点で、金融セクターはスタビリティとコンペティションは根本的に矛盾するのか。あるいはスタビリティとコンペティションの問題はプルデンシャル・リレーションや自己資本規制とかレバレッジ規制ということをやればいいのか、それをきちんとやってから競争もちゃんとやるということでもいいのか。あるいは競争は金融政策の安定に問題があるから、金融セクターは競争政策の適用を少し緩めるとか、そういうことを考えるべきなのかどうかということについて教えていただければと思います。

(池尾) 最初に申し上げたことの繰り返しになる面がありますが、アメリカの大恐慌があんな大恐慌になってしまったのは、銀行システムが破たんしたからだというのが最近の理解です。通常の景気循環による不況として始まったのですが、当時の連銀の経済政策が未熟だったせいもあり、銀行取付けが何回にもわたって起こり、銀行システムが完全にダウンしてしまったのが、不況をあそこまで大規模化した原因だと言われています。

そういうこともあり、戦後、銀行システムの機能維持、金融システムの安定を確保して機能を維持していくことの重要性のようなものが非常に強調されるようになります。その中で、競争制限的な政策が長らく容認されてきました。日本だけではなくアメリカにおいても、申し上げましたように1984年ぐらいまではそうでした。

そのようにして競争制限的な政策を容認してきた結果として、特に日本はそうですが、金融機関自身が弱体化してきた。競争しないと弱くなるというのがあり、競争制限的環境の中で、イノベティブな力がだんだん衰えてきたというか失われてきてしまい、結果として長い目で見ると、金融システムの頑健性そのものをかえって弱める結果になった。そ

ういう反省が出てくるのです。

そういう反省の上で 1980 年代以降、やはり金融業においても一定の競争が必要で、むしろ競争を導入することが金融システムを強くすることにもつながるという考え方に転換して、その後ずっと来ているわけです。

そういう意味で言うと、最近の考え方はトレードオフではなく、金融システムの長い目で見た頑健性、安定性を確保するためにも競争が不可欠だ、だから補完的だ、コンプリメンタリティーがあるという理解にはなっているわけですが、その考え方が今回の金融危機で挑戦を受けているという面があり、本当にそうなのかというところ、あるいは本当にそのように安定性と競争を補完的なものとするための制度設計、制度枠組みはどう工夫すればいいのかということが問われているという段階です。問われた途端、私が答えを出すわけにもいかないのです、もう少しみんなで考えましょう。

(小田切) 池尾先生、どうもありがとうございました。競争の重要性については疑いがないところだと思いますが、それをどういう形で実際に今回のような機会の中に生かしていくか。また岩倉先生からいくつか御指摘がありましたように、実際に政策としてどういう形で運用していくかということについては、いろいろと課題も残ったと思っています。

本日は池尾先生、岩倉先生、それから会場の皆さま、長時間にわたり、ありがとうございました。今後ともこういう問題についてもいろいろな形で競争政策研究センターとして考えていきたいと思っています。

また公開セミナーですが、来週も中国の独占禁止法につきまして、中国の独占禁止法当局の方が来日される機会を得ましたので、お話をいただく予定にしています。恐縮ですが、募集は締め切らせていただいています。

今後ともいろいろとまた公開セミナー等を開催していきたいと思っていますので、ホームページ等の御案内を見ていただければと思います。またお手元にあるアンケート用紙の中にも書き込む欄がありますので、今後こういうテーマで公開セミナーをやってほしいという御希望がありましたら、お寄せいただければありがたく存じます。今後ともいろいろ御支援いただければありがたく思います。

今日は長時間、どうもありがとうございました。