

第1回「今後の金融・資本市場を考える懇談会」議事概要

日 時： 平成19年2月22日(木)16時～17時40分

場 所： 東京証券会館5階 第3会議室

【議事概要】

- 冒頭、安東会長の挨拶に続き、事務局より委員の紹介が行われた。
- 本懇談会の議事概要については、原則として公開することとされた。また、本懇談会における議論の結果として得られる結論についても、対外的に公表することが了承された。
- 続いて、増井副会長より本懇談会設置の経緯旨等につき説明が行われた後、フリーディスカッションが行われた。主な意見は次のとおり。

- ・ 冒頭、安東会長のお話にもあったとおり、「国民のため、社会のためとなる議論」をしたい。

日本版ビッグバンは、96年の橋本政権下で「フリー・フェア・グローバル」を掲げて進められ、その精神の下に法制面などが整備されてきた。しかし、果たして国民にとってどれほどのインパクトがあったのか。

今回の議論は、税制やインフラの問題について、国民に興味を持ってもらうことが大切な議論展開であると思う。今夏以降、金融商品取引法がスタートし、市場整備が進められる。パンフレットを見ると「利用者の視点」、「市場の視点」、「国際化の視点」という順序で書かれているが、私は順序が逆ではないかと思う。まず、国際市場としての魅力を高め、その結果として公正性・透明性が高まり、プロだけでなく個人が参加できるような市場になる。これにより、個人の金融資産がリスクマネーに転化され、マーケットのインフラや税制の改革につながると思う。

昨年の秋以降、現内閣や与党の国会議員にお目に掛かる機会があったが、証券税制は、「金持ち優遇」、「業界のため」と仰る先生が何人かおられ、非常に悔しい思いをした。本懇談会を通して「日本はこうあるべきだから、証券税制は重要だ。」という考え方についても議論をしたい。

- ・ 80年代後半まで、日本は世界の資本市場のリーダーであり、銀行の格付はトリプルAであった。90年代に入ると、イギリスは今皆さんがやろうとしている議論を始めたが、その頃の日本は不良債権の処理に追われていた。2000年になったとき、私は日本の船が沈みかけているように感じ、「日本は、製造業で世界一のものを作れるのに、金融で世界一のものを作れないのはなぜか？」ということの研究をした。すると、日本には3つのズレがあった。

海外ではリスクに応じたリターンを取るが、日本はリスクをとろうとしない、海外では競争の質を高めるため女性を登用しているが、日本では女性を登用しない、日本は株に対する偏見が非常に強い。海外で資本主義を維持している国は資本の重要性を広く教育しているが、日本では教育が不十分である。

現在も、一般の人たちは「銀行預金が最高」と考えており、国民の金融資産に占める預金の割合は50%以上となっている。例えば証券業界が、この割合を40%程度まで下げるといった数値目標を設定した場合、協会として何ができるかを考えたほうがいいと思う。「株式投資は、決して変なお金の増やし方ではない」ということを、マスコミを通じてもっと教

育してもよいのではないか。

- ・ 国際金融センターとしての競争力についての議論は10年ほど前にもあったが、マクロ経済環境とのズレがあり、結果として、日本の証券市場は国民金融資産を活かす場としてうまくいかなかった。2002年から2003年に掛けて日経平均株価が7000円台に突入し、明らかに下方にオーバーシュートしていた状況で、日本の投資家は売り一方であったため、その後の利益は外国人投資家に流れてしまった。日本の国益、国民経済にとって意味のあるマーケットになる必要がある。「貯蓄から投資へ」の流れを加速するための方策を考えることが重要である。特に、金融リテラシー、学校における教育、社会人に対する401(k)を通じた教育が重要であり、国民にとって意味のあるマーケットになるのではないか。この10年間のマクロ経済情勢の中で、世界の金融センターとのギャップが生じている中、10年1日のごとく短期間でロンドン、ニューヨークを凌ぐことは困難であるが、改革につながる「地に足の着いた議論」をすることが重要。
- ・ 以前の証券業界は、大蔵省の手取り足取りの指導の下で「考えること」を失っており、違和感を覚えたが、昨今は正しい方向に向かっていると感じている。例えば、引受け業務については、昔は大手3～4社が独占していたため一定のレベルが保たれていたが、今後は引受け業務が登録制度になることから、現在、引受け審査のルールの整備が行われている。また、監視委員会等による事後チェックも的確に行われており正しい方向に向かっていると思う。しかし、日本の取引所は、大学と同じで「入るのは難しいが、出ることについてのチェックが不十分」である。取引所は、反社会的勢力に牛耳られている企業について売買委託者調査など様々なチェックを行っているがこれを堂々と上場させている一方、上場会社に粉飾決算等があった場合には慌てて退場させてしまう。もう少し幅広いチェック機能と退場ルールを整備することが必要ではないか。市場の中身がよくなれば、市場の信頼性も増すと思う。
- ・ 内閣府、金融庁においても同様な委員会が設置されているが、同じことを言っても意味がないので、本懇談会の提案をいかに差別化するかが重要である。内閣府はマクロ的な観点から提案されるであろうし、金融庁は規制的な観点から提案されると思うので、本懇談会では、「市場より」または「投資者より」の提案をするべきではないか。日本の文化、教育、税制、英語などの問題は昔から言われているものであり、本懇談会の提案とした場合には差別化できないし、実行までに相当の時間がかかるものである。そこで、提案したいのは「へこんでいるところを取り戻すことが大切ではないか。」ということである。

そこで、具体策として2つの提案をしてみたい。

一つは「ヘッジファンドを日本に呼び込むこと」である。ヘッジファンドは世界に1万ほどあり、内外金融機関の収益の機会となっているが、日本には100～200しかないといわれている。また、ヘッジファンドによる日本の株やその他アセットの運用ニーズは多いが、東京ではリサーチのみが行われ、トレーディングやオペレーションは香港、シンガポール、オーストラリアで行われているため、日本としては経済的な付加価値が海外に流出している。ヘッジファンドが日本でビジネスを行われないのは機会収益の損失である。シンガポールなどでは、国家としてヘッジファンドをバックアップしている。ヘッジファンドを日本に取り戻すための施策を提案してはどうか。

二つめは、東証から上場廃止する外国会社が増えていることから、アジア企業の東証上

場促進策を提案してはどうか。東京がロンドンやニューヨークに立ち向かうことは無理だと思われるので、中国株投信やインド株投信が売れていることから、インド株や中国株が日本で取引されるチャンスはあると思う。せめて、日本がアジアの金融センターになるため、インドや中国の企業が東証に上場し、日本で取引されるような仕組みを具体策として提案してはどうか。

- ・ バブル崩壊後、国際化グローバル化の流れが加速する中で、日本だけが取り残された。特に証券、銀行業には顕著に出ている。この2年間の景気回復で、日本の製造業のリーダーシップが回復してきたことは明らかであるが、日本の金融・証券業が国際舞台に復帰する最後のチャンスかもしれないので、この機会に具体的な答えを出していきたい。

日本の金融・証券業の育成・成長を促進するための「貯蓄から投資へ」の流れが、真に日本の国益にかなう形で適正に行われているのかについて、チェックしていく必要がある。

グローバル・マーケット（特にアジア）の中で、日本のリーダーシップは相対的に地盤沈下している。日本の経済力、技術力等を考慮すれば、日本がアジアの金融センターでないはずがない。上海やシンガポールもそれぞれ特徴を持った市場になっていくと思うが、少なくとも日本はその上を行く形で特徴を出して行かなければいけない。

本懇談会の進め方としては、出遅れの中からキャッチアップになることから、総論より個別具体的な改善ポイントを提言した方がよいと思う。出遅れた者のキャッチアップの戦略としては、世界の金融・証券の最先端の動きを取り込み、一挙に飛び越える必要がある。全ての問題をクリアすることは困難である。

- ・ 本懇談会において、どういうレベルで何を議論するかについて絞り込まないといけない。また、必ずしも、内閣府の提言と差別化する必要性もないと思う。政策を提言したり、それを政治家に説得しようとするのであれば、例えば、税のことであれば、税の議論に絞るべきであり、それを如何にもっともらしくするか、或いは、どうやってキャンペーンしていくか、という議論をするべきである。そうではなく、時間のない中で、もし本気でやるのであれば、日本の産業の資金循環をどうするかという視点がなければならない。やはり、金融の基本は「実需」がベースにある。いずれにしても、この会としてのスタンスを早く決める必要がある。
- ・ 私は多くの方と基本的な認識が違う。日本の金融資本市場が、国際的にみて特別立ち遅れているとか、地盤沈下しているとか、ましてやここ数年に機能が劣化したとは、まったく思っていない。むしろ、単純に統計上「世界に冠たる」と見えていた80年代に比べれば、はるかに整備され、機能面も高度な「いい市場」になっているという認識を持っている。ただ、何もすることはないという訳でなく、よりよい市場を目指し、改善すべき点は当然にある訳で、周囲が危機に感じ騒いでいるとき、色々議論をしてこれを進めるにはいいチャンスである。具体的に注意すべき点は、「国際金融センター」という面を我々はあまり意識せず、日本の資本市場の機能を強化するためにどうしたらよいかを、虚心に考えるべきである。次に、証券業協会で議論すると、業界のエゴと受け止められる恐れがあるがこれを避けるためには、この種の議論をすると、つい「株」の話になってしまうので、「株」とは関係ない幅広い視点で議論をしたい。三つめに、他の会議体には、やや事実認識に誤解があると思われるので、証券業協会が一番詳しい団体として、正しい事実認識に基づいた議論をしたい。雰囲気的でなく、先ほど提案のあったヘッジファンド等、細かい点・技

術的な点を含め、より具体的なものを取り上げることが重要であり、精神論で終わらせたくない。また、提言をするからには、制度の見直しを視野に入れ、現行制度を洗い直す必要がある。もう一つは、制度を変えても変わらないものをどうするかという視点が必要になる。日本の金融・資本市場における一番の問題は、制度が形式主義的に運用され、実質主義的な運用ができない点にある。そこが、日本の市場は不透明であるとか、使いに難いといわれる大きな要因であると思う。

それから、次元はまったく違うが、税制についても「税は構造的なもの」といってあきらめるのではなく、金融・資本市場の機能強化にふさわしい税制が同あるべきかについても、提言に盛り込みたい。ただ、税制だけに絞るのではなく、今回の検討の大きな柱の一つとしたい。

また、「個人の資産運用手段をどのように拡大、多様化できるか。」という点についても、真正面から検討すべきであると考えている。

最後に留意点として念頭に置くべきは、いろいろな会議体で日本中の人が、金融・資本市場の活性化を望んでいるかのような雰囲気があるかもしれないが、実はそうではないだろうということを忘れてはいけない。ここ数年、上場会社のスタンスは「金融資本市場に後ろ向き」になってきている。以前は、「コーポレートガバナンス」とか「社会的責任」を一生懸命に言って「外国人投資家に門戸を開いて、市場の規律に従おう」という感じであったが、株価が上がってきたせいか、「敵対的買収は撃退したらいい」、「株主還元より、持合だ」など、テーマは「国際化」とされているにもかかわらず、「三画合併はやめさせる」とか、「ヘッジファンドどうしたら追い出せるか」ということを考えている問題意識を持っている人が、実はたくさんいる。我々のスタンスは、「金融・資本市場の機能強化」を貫き通せばよいのであるが、ただ、我々の提言を読む人はそういう人が多いので、思わぬ反発を買うことのないよう注意すべきである。金融大臣がシティに行って、金融・資本市場を日本の産業の柱にしたいと仰ったが、これは決して国民的コンセンサスを得ていることではなく、多くの人は「金融業界は、けしからん業界」だと思っているのだろうというくらいの意識をもって、「国民のための視点」を忘れずに議論をしたい。

- ・ 政策を提言し実現するための観点からは、「何」を「誰」に対してターゲットにするかを明らかにすべきである。政府に対して焦点を絞ったことを訴えていくのか、あるいは、証券業協会としては、きわめて異例なことであろうが、真正面から国益・公益を掲げて、企業金融と資本市場をどうするかを国民に対して広くアピールしていくのか。私は後者も大いにあり得ると思うし、個人的には後者の方に関心がある。
- ・ 証券業界として提言するのであれば、日本経済に対する証券業界の貢献度を高めるための施策を考えるべきである。製造業だけが日本経済に貢献しており、製造業のために銀行・証券がついて行くといった考え方は過去のものであり、これからは金融・証券業がパイを拡大するべきである。日本の証券業界は新商品の開発分野が弱いので、80～90年代のイギリスにおける取組みのように、外の専門家からの知識・技術を導入し、レベルアップを図るべきである。また、ヘッジファンドについて議論をするならば、機関投資家の市場を拡大するための施策を検討するべきである。
- ・ 日本のメーカーが国内の厳しい競争の中から海外に活路を見出そうと海外に進出したように、メガバンクも国内の厳しいスプレッド競争の中で日本から出て行っている。したが

って、「日本から出て行ったものを取り戻そう」という議論がベースにあっていいのではない。国際化というのは、ビジネスの結果として収益の上がるところに人も情報も集まってくるため、「儲かるのではないか」という期待に基づいて、企業が集中し金融・資本市場が活性化されることである。外国人から、日本は「税金が高い」、「人がいない」、「英語が使えない」、「行政が不透明」といわれ続ける中で、シティがなぜ東京に再上場するのかについて、考えてみてもよいと思う。「産業のため」、「証券会社のため」、「日本の金融機関」のためということを考え始めると、難しくなってしまうのではないか。具体的に、短期、中期、長期の工程表を作成し、教育に任せたい事項、マスコミに協力をお願いしたい事項等に整理してはどうか。

- ・ 昭和 10 年頃まで、日本の銀行はマージナルな商業金融と株担保の金融しか行っておらず、産業資金を供給していなかった。それほど直接金融の方が主流であった。現在のアジア諸国がそうであるように、資本主義の発展段階が未熟だったとばかりは言えない訳であって、個人金融資産に占める預金の割合をどこまで下げるかという長期的なターゲットをどうするか。また、今後の産業資金需要が出てきたとき、それに応えられるのか。そうした観点から、株ばかりでなく、ファンドを通じてでも債券を個人に保有してもらうことも、中長期的には考えてもよい。また、「工程表」を作成し、いつ何をすべきかを考えることもよいと思う。また、セールスやアナリストが、それなりの Code of Conduct に従って業務を行うようになったのも、10 年ほど前からのことであり、まだ市民権を得られていないため、そのあり方について証券業協会が「指針」を示すこともよいと思う。また、市場に背を向けている発行者に対する「プライシング」、「ガバナンス」、「ディスクロージャー」についての教育にも取り組んで行かなければならない。さらに、情報格差を縮小していくための具体的提言もしたい。業界が萎縮せず業務を行うためには、金融監督自体の歴史が 5 ～ 10 年と浅いため範例が不足している。こうした中、長期的に預貯金の比率をどれくらいまで下げることをイメージしながら、短期的、中期的の三段階で整理して具体的な施策を考えてみたい。
- ・ 常々感じていることとして、法令・規則及びこれらに基づく行政処分等が存在する訳であるが、証券会社のほか投資家や発行会社を含めた市場参加者において、自己規律がどれくらい機能しているかという問題意識がある。法律・規則によっては技術的に排除不能な「資本市場の常識」というものがあるが、どうも常識を見る機会が少ない。ライブドアが 100 分割したとき、マスコミはどちらかというと好意的で別段の批判をしなかったが、常識で考えれば、無配の株式が 100 分割をしてどうするのか、ということである。もちろん、商法が改正されたことにより法律に違反するものではなかったが、何でもできるからといって、何をしてもよいという訳ではない。法令・規則に書けないものもあるのだし、事前に予測不可能なものがあるので、万全に手を打つことはできない。文化や風土といったものもあるが、機関投資家がプロとして機能しているかという疑問も生じる。技術的な問題もあるし、レギュレーションの問題もある。

本懇談会における具体的行動としては、限られた時間の中で答えを出して行かなければいけないので、アウトプットはハウツー的になるが、これだけのメンバーが集まっているのだから、議論としては背後にあるものを出していくべきではないかと思う。

- ・ 昨年の秋以降、金融庁と協力しながら 80 人以上の国会議員の方を訪問し証券税制の議論

をした際、「結局、業界のためにやっているのだろう。」と言われてしまう。我々は「業界のエゴでやっているのではなく、日本の資本市場の発展が国民の利益になる。自分の問題を認識し、自己改革を行いながら、業界はここまで考えている。」というメッセージを発信したいという思いがある。

本懇談会では、全くタブーを設けず幅広い議論を行い「日本の金融・資本市場のために、ここまで真剣に考えている。」ということを行政に対しても堂々と主張すべきである。そうすることが、業界の信頼を得ることにつながると思う。

- ・ 外国人の投資家にとっては、いい市場になっている。だからこそ、東京市場における売買高の半分以上を外国人が占めている訳である。日本国民にとって、もう一つ上手くいっていないという感じが否めない。「貯蓄から投資へ」のターゲットを決め、具体的方策を打ち出して行きたい。
- ・ 個人投資家向けの講演会等で「銀行に預金をするという行為はお金を増やすためではなく、安全性・元本保証・流動性のためである。投資はまったく別のものである。」と話してあげると、参加者から「こういう話を初めて聞いた」と手紙をもらう。証券業協会のホームページには講演の案内が掲載されているが、証券業界が国民の金融知識を増やすために取り組まなければならないことは、まだまだたくさんある。
- ・ よく「個人は景気が回復しても関係がない」と言われるが、「銀行預金をリスクマネーに変えるとはどういうことか」を分かりやすく言えば「企業業績が上がれば、株価が上がります。その過程において個人の所得が若干下がった場合、保有資産が預金であれば公定歩合が上がっても多寡が知れているが、それがリスクマネーであれば、株価の変動による利益が得られる。」ということである。こうした実感の持てる教育とか理解が必要だと思う。本懇談会においては、証券会社や銀行が儲かるための議論ではなく、個人投資家のリスクマネーや金融資産を守るため議論を行いたい。
- ・ 「貯蓄から投資へ」というとき「自己責任、自助努力」という言葉がセットになっているが、「自己責任」を声高に言い続けることで「貯蓄から投資へ」の流れが実現される訳ではない。
- ・ 日本では、優秀な官僚が官製で資本主義を作り、企業は銀行が出資して作ってきたため、昔の株式の持合いは必然であった。また、日本では7割が郵便貯金を持ち、アメリカでは7割が証券口座を持っているが、日本では証券口座を持っている個人は7%とアメリカの10分の1である。アメリカの状況が正しいかどうかは別にして、現在の日本は、「貯蓄から投資へ」や「郵政公社民営化」など、明らかに正しい方向に向かっていると思うが、これをもっと加速できないだろうか。外債ファンドが数兆円を集めるなど個人投資家が海外に目を向け始めていることも確かである。しかし、外為証拠金取引においては、取引所取引とそれ以外の取引で税制が異なるなど、個人が金融商品に投資する際に税金の損得まで勘案する必要のないようにするべきである。税制をきっかけとして、貯蓄から投資への流れが加速されるならば、そのような提言をしてもよいと思う。

○ 今後の予定

今回は、3月5日(月)に開催する予定。

以 上