

## 第2回「今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」議事概要

日時：平成19年3月5日(月)15時30分～17時10分

場所：東京証券会館5階 第3会議室

### 【議事概要】

大澤座長代理、大崎委員、増井副会長の順にプレゼンテーションが行われた後、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。

- ・ 現在、財務省理財局では、日本国債の海外プロモートに取り組んでいるが、なぜそこに至ったかという「いつまでも国内の機関投資家だけに頼ってはいけない、海外の投資家を増やそう、そして、更に個人投資家も増やそう」ということからの取組みである。その過程では、諸外国の国債のプロモートは大変参考になった。

ヨーロッパにおいては投資信託がたくさん出ているが、ヨーロッパの投資信託で『元本確保型』の残高が伸びている。これは、ヨーロッパの人達は「親から引き継いだ財産をそのまま次に継承したいという希望が非常に強く、大きなリスクをとることを嫌う為である。このため、元本確保型が人気が高い。しかし、日本で元本確保型の投資信託を販売しようとする、仕組みの説明が煩雑で、販売が進まない。では、ヨーロッパやアジアでは、なぜ元本確保型がたくさん出ているのか。特に、アジアでは凄い販売残高になっているが、これは、「販売している会社が信頼されて、その売り方に間違いはないという前提の下に、例えば『A社が元本を確保します』という商品を出しているのだから安心して買う」というスタイルである。この点も一つの改革のヒントではないかと思う。

英語の問題についてであるが、日本が「閉鎖的」、「分かりにくい」と言われる理由には、英語によるコミュニケーションが取り難いという点があると思う。例えば、年号についても「平成」・和年号と「西暦」がある。また、ルールに基づいて書類を翻訳しているうちに「旬」が過ぎてしまうということもある。英語については、「教育ということだけではなく、金融ルールでの英語使用をどうするか」ということを、もう少しよく考えた方がよいと思う。

- ・ 「日本の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」は3箇所で行われているが、証券業界の考える切り口は少し違ってよいと思う。大澤座長代理のプレゼン資料の5ページに「家計の金融資産の構成比」が書かれているが、日本の場合は51%が預貯金で、アメリカの場合は13.3%とある。米国と日本の金利差をみれば、日本はほとんどゼロで1年間銀行に預けておいても0.25%しか利子が付かない。さらに、そこから20%の源泉徴収がされる。それにも関わらず、2人に1人が預貯金をしている。この点は証券業界が何かできることではないかと思う。その原因の一つは、「銀行に比べ、証券会社は信用がない。」ということであると思う。この点は業界が直視しなければならない。私は、長く金融業界にいたとき、「金融イコール信用である。」「どうやってあなたを信用できるか」「あなたが信用できなければ、どんな看板を持っていても、『お客様は500億の資金調達をお願いします』というマンデートは与えてくれない」と言われたものである。そこで、信用を確立するためにどういうことをすればよいか、自分なりに考えたところ、4つあると思う。

日本のマスコミの方々の証券の記事の書き方には、結構バイアスが掛っているように思

う。銀行協会が、「銀行イコール信用がある」というマーケティング活動をしてきたかどうかは分からないが、証券業界はこの点を直視し、マスコミが間違っただけを書いたときは、それに対しては抗議するべきである。海外ではマスコミとのコミュニケーションの仕方として、何らかの物差しによってマスコミの方の業績評価まで行っている。たとえば、今までは1週間に1回しか証券業界のことを書かれなかったが、何回も書いてもらえるようになったといった評価が行われている。広告を出しても、新聞を信用する世の中はイギリスでは15年前に終わっている。では、海外では何をしているかということ、「記事によく書いてもらうための活動」をしている。イギリスのブリティッシュ・バンカード・アソシエーションの一つの仕事はそれである。マスコミとのコミュニケーションをよくすることが重要である。

二つ目は、社員のレベルアップである。私はコラムを担当している関係で、よく証券会社や銀行の窓口に行って色々な話をするが、同じ投資信託を幾つかの証券会社と銀行が販売しているとき、駅前の証券会社3社と銀行2社に行くと、手数料も商品も差がないのに、銀行の窓口には人が溢れ皆が待たされているのに対し、一流の証券会社の窓口には人がいない。この点も、業界がやれることがあるのではないかと。

三つ目は経営者教育である。かつて通産省の委員会に参加したとき、中小企業の人たちに金融の知識を高めるために何をすべきかということで、教科書のようなものを懸命に作成していた。「お金がなくなったとき、社長さんは銀行に行きお金を借りることもできる、私募債の発行もできる、株の発行もできる。株の場合は元本を払わなくてもよいが、株主に対しこういうことをしなければいけない」といった違いを書いたりしていた。結果として、予算と人事異動の都合で使用されなかった。もし、証券業界で経営者教育をするならば、経営者の方たちは収益を上げることに忙しく、資金調達の多様化のことは頭の中に入っていないと思う。昨今、新聞等では起債のこと(バイサイドのこと)でいろいろと批判されているので、絶好のチャンスであると思う。

税制は非常に大事である。どの国も「所得税をどうするか」、「源泉徴収をどうするか」という議論をしている。

個人投資家のところで、皆さんが「自己責任」を強調することに対しては、アンフェアではないかと思う。証券業協会のホームページに18年11月14日付で「証券投資に関する全国調査」が掲載されているが、株式については7割が「持ったことがない」、債券や投資信託についてもかなり多くの人が「持ったことがない」という結果であった。こうした株式を買ったことがない人がいる一方で、自由化ということでFX取引をやっている人がいる。これは、デリバティブ取引であり、リスクの程度からいって最もリスクが高い取引である。イギリスでは、機関投資家市場と個人市場は区別され、「個人が投資したい場合には、投資信託を通じて間接的に買いなさい」という教育が徹底されている。

日本で自己責任がどこまで浸透できるのか。機関投資家と個人とでは情報の量が全然違う。一概に「自己責任」といっても、株を買ったことない人がこれほどいて、金融商品を買ったことのない人がこれほどいる、この点においても証券業界は何かができると思う。

私は、証券業界では、どのようなセミナーをしているかを調べてみた。学者や専門家を講師に招いて教えているものや、学校教育に関して学校の先生方に対して教えるものなど、非常によい活動をしていることも分かったが、タレントを呼んでやっているものもあり、予算

が何億円あるかは別として、その人達が今までやってきたことに対し評価がどうなっているのか。誰もが「今までやってきた方法が簡単であり、変えたくない」と思うのは当然である。しかし、「それを変えることによって、どんないいことがあるのか」を言わなければ、個人投資家に対して「金融教育をする」、「プログラムを変える」ということは難しい。

最後に、この点を述べたい。私が投資銀行にいたとき、いつも社長から「一番だから仕事に来る。絶対に二番になることを考えてはいけない。」と言われていた。人間縮み思考でいると、あつという間に「アジアの一番」の経済力のある国が、「金融市場の一番になる」という競争から落ちてしまう。「ロンドン、ニューヨークと同じようになるべきだ」とは言わないが、どうせやるのであれば、本懇談会では「ターゲットを何にするか」、「国内だけでいいのか」といえば、やはり「アジアで一番になる」ということを提案したい。

- ・ 「キャッチアップしよう。」ということでお急ぎになっておられるように感じますが、あえて私はここで立ち止まって、振り返る必要性を感じている。先ほどの御説明を受けて、日本のプリンシプルそのものが周回遅れになっているという印象を受けた。端的に言えば「バブルの総決算」ができていないという点が引っ掛かる。規制緩和により海外の資金をどんどん流入させたとしても、日本のプリンシプルベースが欧米レベルに達していないと失敗するように思える。必要なのは、我が国の市場に投機的な資金を呼び込むことだけではなく、優良な長期資金をより多く流入させそれを定着させることだろう。そのためには、過去の「失われた10年」の検証とその結果の分析が必要だと思う。政府でも同じような委員会が設置されているが、この検証に関しては政府にはそれほど期待できない。証券業協会として、あえて一歩立ち止まった検証をする必要があるのではないだろうか。

何しろ、我が国はキャッチアップすることが非常に早い。アメリカに24年遅れて手数料の自由化が実施されたにも関わらず、わずか4～5年で世界一安価な手数料水準となった。だが、バックボーンであるプリンシプル・レギュレーションがなかったため、その結果として株式市場の一部に一種の「ミニバブル」的な状況を引き起こし、多くの投資家を傷つけた。例を挙げればライブドアの手法、株式の100分割は違法ではないが、グレーであった。この手法を繰り返しながら多くの個人投資家を巻き込み、最終的には彼らを犠牲者にしてしまった。何が失敗であったのかを市場参加者のコンセンサスとして確立し、それを個人投資家に教育しなければ、また失敗を繰り返すだろう。バブル崩壊後、発生した問題の対処に数々のモラルハザードがあった訳だが、これらをきちんと検証し「失われた10年」の再来を絶対に許してはならない。もし、これが再び起これば、我が国は二度と立ち上がれないほどボロボロになるだろうと、非常に危惧している。個人の金融資産が1500兆円あるから、政府が800兆円～1000兆円の国富を失っても、何とかバランスしている訳である。この懇談会では、一度振り返って、政府サイドにはできない検証を1～2年かけてでもしっかりと行うべきではないか。詰り、攻めの戦略と守りの戦略をしっかりと創っておくべきであると考えています。

- ・ 「日本らしい」マーケットとは何であるのかが、最も重要な点であると思う。プリンシプルベースと先ほどから何度も述べられているが、我が国には原理・原則のようなものは、実は無いと思う。それが存在しないことに恐怖心を感じ、その代わりに外国からそれを持ってきたというのが現在の我が国の市場だろう。「日本らしい」とはとても思えず、何がしたいのかははっきりしない。

それから、昔は、「資産を不動産、株式、預金で三分の一ずつ所有する」ことが推奨された時代があったが、その時代には株式の額面割当て増資が実施されていた。ところが、現在は企業の歴史的価値である額面を失うことに対して、誰も異論を唱えない。また、欧米では、元本保証型投資信託が多いという説明があったが、元本を失わないことは当たり前のことだと思う。バブルの崩壊により、交換価値であるキャピタルゲインから、所有価値であるインカムゲインへと、(求める利益を)変える必要が出てきた。ところが、現在の我が国の市場では、自らの利益の代わりに誰かに損失を押し付ける、交換価値(キャピタルゲイン)の追求が横行しており、誰もこれに疑問を唱えないでいる。我々は日本的なマーケットをどのような市場に育てようとしたのか、更に言うならば、人間の本源的な価値というものへの考え方は何だったのかを見失っているように思われる。「追いついている」とか、「追いついていない」ということではなく、投資の基本とは何であるのか、立ち返って考える必要があるのではないだろうか。

- ・ 証券業協会としてどういう所にスタンスを置いて検討を行うかが問題である。最終的に政府の経済財政諮問委員会に意見が集約されるのかどうかは分からないが、どこかに意見が集約されて一つの新しい水準として反映されていくことかと思う。その中で、我々が如何にして意見を提示していくか、証券業協会としての立場で考えると、やはり基本軸は「貯蓄から投資へ」の流れを如何にスムーズに、かつ、哲学なり数字なりでもって進めていくかということであると思う。焦点はそこにあると思うが、そのための促進剤は何かということをも個別具体的に検討しながら、取り入れるものと取り除くことを整理・検討する必要があると思う。

また、行政の見直しが全体の中でウェイトが低いように思われる。2点あって、「今の我が国の金融行政の骨組みそのものがどうなのか」或いは「現在の金融行政の運営体制はどうか」ということについて、もう少し見直すべきではないかと思う。

資料3の13ページ「海外からの日本市場に対する見方・要望」は、たいへん上手く纏められており、その中に行政の運営についても言及されているので、今後、突っ込んで検討を行いたい。

また、アジア市場における日本のリーダーシップを出して行けるような意識や制度的ビルトインを構築することが、若い人が金融・資本市場を育てることを可能にする夢の源泉になると思う。

- ・ どのような国際金融センターを作るかということだが、まずは、国内投資家の資金運用、或いは国内企業の資金調達のレベルをアップさせることが重要であると思う。藤原委員のご指摘にあった、我が国市場の規制を低くするよりも、まずは、国内市場の基盤をしっかりとしないと、国際的な金融センターを目指すのは難しいと思う。

英語の語学力を向上させることは、国際金融センターを目指す上で重要であるが、だからと言って英語を公用語にするという議論はないのであり、軸足はしっかりと、国内投資家・国内企業の資金運用・調達に置くべきである。

そうした中において、やはり「貯蓄から投資へ」シフトさせることが重要であり、そうすると、やはり税制の議論は避けて通れない。特に税制については、金融所得課税の一元化との平仄を考え、ワーキングで検討し、方針を早めに打ち出していく必要がある。

また、金商法施行後の自主規制機関としての証券業協会のあり方についても、諸外国のケースも踏まえて、業界で突っ込んだ検討する必要がある。

- ・ 今日、移動中のラジオで国会中継を聞いていたが、民主党の質問の中で一番良く出てきたフレーズが、「格差社会」という言葉であった。証券界に目を転じれば、配当の税制の優遇といった話になると、持っている人に対する優遇を主張するのか、と言われかねない。証券界からすれば、そういう主張は当たっていないと反論するのであろうが、マスコミに対する証券界のイメージアップやコミュニケーションへの配慮ということが重要だと思う。一般に現在に至るまで、証券性悪説、銀行性善説という見方をされている。証券界としては、これから「あり方」を主張していく中で、野党が懸念している「格差社会」というものを助長するようなことを言うて行かなければならないと感じている。そこはやはり、世論を味方につけるような戦術が大切だと思う。税制の議論になっていくと、これは業界のために言っているのではない、ということを出張しなければならぬと思っている。個人の金融資産1500兆円と総論ではよく言われるが、これは高齢者に偏在している。これをどうやって、「貯蓄から投資」へとしていくか。相続を絡めた形でやっていくか。何もしなければ、亡くなった方の有価証券は売却処分されることになる。世代間できちんと移転されるような仕組みが必要である。そうでないと、1500兆円あっても、30年たてば、ほとんど全て相続税で持っていかれてしまう、ということにならないようにしなければならない。キャピタルゲインの10%の軽減よりも、年齢別の個人金融資産を考えた場合、相続税を含めたところで考えることが大切である。また、今は外資系が力があるのか、かなり、海外市場が利用されていて中抜きのような状態になっている。ヘッジファンドについても、黒い目の日本人のファンドが、かなり中抜きの状態で海外に行ってしまう。そういうことを含めて考える必要がある。
- ・ 前回会議で、「自己規律」という言葉を出したが、今日の皆さんのお話を聞いていて関連することがあったので、少し敷衍してお話したい。日本には原理・原則がないというお話があって、商法でも何でもそうなのだが、遅れたと認識した日本がキャッチアップするために諸外国に今あるものを導入するという、いわゆるショートカットの方法論は間違いではないと思うが、失敗・成功の蓄積が自らの中にないために、内なるもの、自己規律（discipline）がないということに繋がると思う。ショートカットの方法論自体は悪くないと思うが、自ら努力しなければならないということはいつも感じる。それから、日本の証券会社に信用がないとか、証券性悪説ということだが、マーケットの問題、投資家の問題がいろいろな形で出てきたときに、「日本の証券会社に信頼・信用がないからだ」と一言で片付けてきた期間が余りにも長すぎたと思っている。証券会社も悪いところはあったのだが、「証券会社だけ」が悪者ではないはずなのに、何故かそこに収斂させて、自らは安全地帯に行った人たちがたくさんいた。それが意図されてそうなったのかは分からないが、あまりにも、そういう構図であり過ぎた。それは部分的には正しいが、全面的には正しくない。本来は関係者が多いのであるから、拡げて考えるというのが普通であるべきである。証券会社にとっても自己規律は大切であり、現在、協会において行動規範（code of conduct）について検討中だが、市場に結びついているような者にとっても、紙には書き難いが、行動規範のようなものは重要だと思う

し、そういうものが本当はあって然るべきと考える。そういうところが、余りにも置き去りにされ過ぎていたために、バランスが悪いと思っている。機関投資家という話はかなり出ていて、年金・スポンサーにしても、受託者責任というものが明示的に規定されているが、それで十分なのかどうかという点を含め、あらためて議論が必要だと思う。principle とか、discipline とかいうときに、その対象というのは、実はもう少し広く考えてアプローチできたらよいのではないか、と感じている。

#### 今後の予定

- ・ 次回は、3月16日(金)の予定。

以 上