

## 第4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29日（木）13時～14時30分

場所：東京証券会館5階 第3会議室

### 【議事概要】

増井副会長より、本懇談会の検討項目（案）「国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革」について説明が行われた後、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。

- ・ 最初の目標の部分についてだが、今後の少子化を考えると、経済の持続的な安定成長の維持は難しいだろう。そのため、最初に安定成長のために金融・資本市場を有効に機能させるという旨の文章を加えれば、その後の発行会社等に関する記述がより生きてくるのではないだろうか。
- ・ 目標の（2）に、「投資商品の保有割合を欧米並みに引き上げる」とあるが、引き上げること自体を目標にするとか、保有割合が上がれば良しとすることも必ずしも適切ではないと思う。あくまで、保有割合を上げることを第一義的な目的にはするが、その先に投資家のポートフォリオを最適なものにするという目標を掲げてはどうだろうか。あくまでも、投資家のリスク・リターン最適化こそが最終目標であり、欧米並みに保有割合を引き上げること自体が目的ではないと思う。
- ・ そうしたことが、投資家の層に厚みをもたらすのだと思う。現在のような、極めて層の薄い機関投資家に依存した市場を脱却することを強く打ち出したいと思う。そのためには、個人投資家層の強化が必要だろう。
- ・ 目標の「豊かな生活」という部分が少々気になる。株式投資は、必ず儲かるという訳ではない。攻めと守りという観点から考えれば、守りに当たるのは安心で、攻めに当たるのは利便性であり、豊かな生活はその二次的なものだと思う。
- ・ 投資の断片だけを捉えればそうであるかもしれないが、経済の持続的な成長をもたらすと考えれば、経済全体が豊かになると言えるのではないだろうか。
- ・ 適切なポートフォリオを持つことが、やはり生活を豊かにするのだと思う。
- ・ 「安心して投資できる」という言葉は、事情を知らない方からはどのように映るのだろうか。「安心」と「投資」は、あまり同居しない言葉だと思うので、誤解を招いてしまうのではないかと危惧している。
- ・ 安心という言葉は、マーケットが信頼できることの裏返しのものである。
- ・ 「信頼できる市場で投資が出来る」とでも言い換えれば良いだろうか。
- ・ 「安心して」と、すぐ後の「世界最高水準」のギャップがずいぶん大きいので、少し違和感がある。また、多くの項目が挙げられているが、個人金融資産の構成にまでターゲットを向けていることを考えると、証券業界のインフラに関する内側的な項目が少々多すぎる印象である。

- ・ もっと社会的な視点を、ということだろうか。
- ・ 現在は網羅的に項目を挙げているのだと思うが、例えば証券法制データベースといった項目は、目標に直結するわけではないと思う。それから、4に「海外の投資家からも使いやすくわかりやすい市場」とあるが、市場を利用していないのは我が国の投資家であり、海外の投資家から見ればむしろ使いやすい市場であると思う。
- ・ 申し訳ないが、海外からの評判は悪いと言える。この部分に関しては、安心してはいけないのではないだろうか。それから、検討項目は全体的によくピックアップされていると思うが、官が絡む部分については少々気になる。官と民の交流は、個人的には大賛成であるが、官も同じ考えなのだろうか。
- ・ 官側も同じ認識であると思う。
- ・ 認識はしていても、行動に出るとは限らない。やはり、業界としての考えを主張していく必要があると思う。
- ・ 政府側の経済財政諮問会議と、実務側の当懇談会で、それぞれ官側のスタディグループには出来ないような主張をしてはどうだろうか。
- ・ 過去の経験に基づけば、政、官、民のそれぞれに何らかのメリットがある内容でなければ、絵に描いた餅で終わってしまうのではないだろうか。
- ・ 金融庁も問題意識は共有しているはずである。
- ・ この数ヶ月を見る限りでは、金融庁は実にフレキシブルに動いていると思う。適切なダイアログが双方にベネフィットがあり、その実現のために必要な具体的なアイデアを我々の方からも出せれば、動きが出てくるのではないだろうか。
- ・ 協会に限って言えば、局長クラスで1カ月に1回、課長クラスで2ヶ月に1回程度は気軽な話の出来る機会がある。だが、これでは不足していると思う。頻度の問題や、課長以下クラスや証券会社の実務者との対話はもちろんのこと、投資家や関連機関との対話も必要だろう。
- ・ 人事交流については、公務員倫理法もできたことから、気を使う必要があると思う。せっかく日証協という団体があるので、ここで対話をしてもらおうということにすればよいのではないか。例えば、オンライン業者の取引が増えたことで、システム障害が社会問題化して、どう考えるべきかという話が出た。そういった場合に、協会が業者と行政の橋渡し役として、間を取り持ってくれればよいと思う。官と民との人のやり取りも、契約ベースの話が出てくると思うが、そういう場合も日証協という組織がせっかくあるのだから、協会が取り持つことが理想的だと思う。
- ・ そういったことは今でもやれるし、我々としても消極的ではない。
- ・ これは、誰に提出することを想定しているのか。
- ・ 広く世の中にといいことで、規制に関しては規制当局に対して、取引所の問題は取引所に対して、我々の問題は我々が受け止めて、それぞれ実施を検討していただくということを考えている。
- ・ 出しただけではなく、議論してもらい必要があることから、その場所も設定する必要がある。物事を進展させるために、本気で世の中に向かって提言するのであればそういうスタイルが必要だし、金融庁に対して言うのであれば、もう少し項目を絞ったり、優先順位をつけたり

するといった工夫が必要ではないか。政府でも様々な審議会等で検討しているので、逆に、日証協主催で委員会のようなものを設置し、金融庁の審議会のメンバーにも議論に加わってもらい、いわば民間版審議会を作るといった、実現のための手法や場所などを併せて示す必要があるのではないかと思う。

- ・ 私の知る限り、こういった幅広いベースでの提言は、協会からは出たことがないのではないか。協会長等が証取審等の場で個別の課題について方向性を出したことはあったと思うが、自主規制機関になって以来、こういった広範囲なテーマでの提言というのは、例がないと思う。
- ・ 幅広いテーマをまとめて出すことに意義があるのであれば、それはそれで良いと思う。目的がはっきりとしていればなお良いと思う。何かを実現するには、その手立て、プロセスも併せて考えた方がいいということだ。
- ・ まずは、協会ですることを実現するための体制作りは、提言した以上、我々がやらなければならないため、必要だと思う。次に、それ以外のものについても実現していくための推進体制を作るかどうかについては、議論が必要だと思う。
- ・ ご指摘はもっともであると思う。整理して出すべきだと思う。ただし、優先順位をどこまでつけられるかというのは、技術的な問題があるかもしれない。この懇談会の冒頭に、安東会長からも話があったが、そこでは特に税制について触れられていた。ここでも項目として出ているが、金融取引税制に関してきちんと検討し、訴えていく場というのは、当然作っていくべきであるし、それを放置することはできないと思う。優先順位と一言でいっても、項目・内容としての優先順位と時間軸での優先順位のそれぞれがある。税の問題は、期限が設定されていることから、時間的にも内容的にも(優先順位が)高い。事項を並べる必要はないが、次につながるステップというものを工夫して作ってあげれば良いのではないかと思う。
- ・ テクニカルな内容となるが、目標の中で、「保有比率を欧米並みに引き上げる」とあるが、株と債券の区別なく上げるというのは確かに良いと思うのだが、今それ以上に問題であるのは、所謂「外もの(外国製)・内もの(日本産)」の問題だと思う。投信は、外ものばかりが売れており、内ものの投信はここ3ヶ月ほど売り越しになっている。日本の資金が海外に流出してしまっているということについて、国の政策としてどう考えるかという点が懸念される。国内にもっと資金が流れるよう、投信の仕組み等を考える必要があると思う。

次に、「証券法制データベースの整備」というのは、非常に有意義だと思う。海外の投資家が特に苦労する点は、日本の証券法制・税制の英語訳がない点だからである。

次に、「株価欄の改善」だが、これは実質的には難しいのではないかと思う。なぜならば、既にコード番号が付番されており、新規上場会社には中途半端な空き番号が新たに付けられているが、それを変更することは事務的に煩雑であると思うし、取引執行の際のミス発注にもつながりかねないと思うので、株価欄の変更は難しいのではないかと思う。

次に、「金融・証券情報総合データベースの構築」だが、これもあれば便利だと思うのだが、多くのデータの権利関係は、事業者によっては収益源にもなっているので、データベースを安価で、あるいは無料で提供してもらうのは中々難しいと思う。

次に、「海外の機関投資家の対日進出の促進」だが、現在アジアの投資家は日本株を買って

いることになっており、先日アジア投資家の日本株買いが最高になったという報道が出ていたが、実はアジア投資家は全然（日本株を）買っていない。（このような報道が出たからくりは、）日本株を買っているヘッジファンドのほとんどがシンガポールに移っている（からである）。シンガポールはファンド産業を育成しているの、現在（ヘッジファンドの多くが）シンガポールに移っているということで、大きな問題が生じている。彼らに聞くと、投資顧問業法第20条において、貸付け、貸し株に関する規制があり、国内でヘッジファンドをやりにくいということである。これについての改正が必要だと思う。

また、資料では、海外投資家と国内の投資家を区別しているような印象を受けるので、むしろ一括にして、「ファンド産業の育成」や「成長産業としての資産運用業の育成」などにしたほうが良いと思う。ヘッジファンドの人間は、国内の投信に比べ、差別されているのではないかという意識を強く持っている。投信であれば税金がかからないのに、海外国籍のファンドであれば、日本で法人税が課せられるのではないかと、といった懸念を抱いているようである。そういった意味でも、海外と投信の枠を撤廃してしまえば良いと思う。

- 資料の中で、1の(1)の の口に「合同研修の実施」とあるが、実施するのであれば、官・民・学・司（裁判官）を全て入れていただきたい。裁判官は証券取引の実情をご存知でないと思う。このため、訴訟において議論がかみ合わないことがある。

次に「グリーンシート」だが、取引所の整理ポストと重複しているのではないかと日頃から感じている。グリーンシート市場を生かすことが良いのか、それとも整理ポストの期間を伸ばすことが良いのか（わからないが）そういった意味で、このままではグリーンシート市場の活性化は望めないのではないかと思う。

次に、「金融・経済教育の推進」についてだが、失われた10年やバブルの功罪といった歴史的な話もきちんと教え、教育内容を充実させる必要があると思う。

次に、「金融資本市場倫理委員会（仮称）の設置」についてだが、倫理委員会を作ったとしても、結局事後的な対応になるのではないかと思う。1つの倫理規定が確立したとしても、新しい商品、新ビジネスモデルが世に出て来る前に、何とかキャッチして、相談を受け、市場への影響を判定し、その仕組みを公表することができなければ、混乱を予防し、投資家にリスクを周知できないと思う。倫理委員会で、事後的に検討などを行っても、現状と変わりが無いのではないかと。提案であるが、「証券投資促進室（仮称）」といったものを作り、ここで情報収集を行い、また、事前に何でも相談を受け付けるという、予防的な機能をつけてはどうだろうか。また、この促進室を通さなければ、日本市場に新商品を参入させないような民間規則をかけてはどうか。

- 資料の1の(1)の の口において、「組織の充実」というのがあり、そういった問題意識を持っている。なるべく市場の状況を早く把握して、対応を考えるという機能は大切だと思う。しかし、そこを通さなければ、市場に出せないとするのであれば、事前規制そのものになってしまうので、そういったことは難しいと思う。
- これが提言として出されれば、それぞれ、行政、業界、投資家、発行体それぞれに問いかけることになるので意味があると思う。優先順位の議論としては、レポートができたのち、金融庁や取引所などに我々がプレゼンテーションをしに行くことになると思う。その時には、

概要を作り、優先順位をつけることが避けては通れないと思うが、あまり露骨に優先順位を伝えることは避けたほうが良いのかもしれない。

また、構成・流れとして悪いと感じている点なのだが、「1(1)投資家保護の徹底」に、との2つしか項目がない。実際はもっと幅広い箇所であるので、他の部分とも必ず重複すると思う。2つしかないと中途半端な気もするし、の口は、ここでは関連性が薄く、位置が悪いような気がするので、5の(2)のベターレギュレーションの部分と包含させるということもあり得ると思う。いずれにせよ順序・構成の問題なので、まとめ方を検討していただきたい。

- ・ 日証協の証券戦略部門で、毎年規制緩和要望をまとめているのだが、これを相当羅列的な形で提出しても、金融庁ではどういうタイミングで検討可能なのか、あるいはなぜ却下するのかについて、明快に回答してくる。重い話も含まれているが、実際に、日証協としてこういう問題に関心を持っていることを示すことに意義があると思う。

また、「ディスクロージャーの徹底、コーポレート・ガバナンスの充実・強化」だが、海外の投資家が考えている株式会社及びその行動と、日本の株式会社の行動が余りに違いすぎるという話が前にあった。また、法制上の違いもあるとのことだった。やはり発行体教育をもう少し行う必要があると思う。IR協議会という団体もあり、それなりの活動も行われていると思うが、IRをしている人たちの集まりであり、投資家が発言するような機会はない。業界間でも、あまりリンクできていないと感じているので、日証協として、もっとリンクを求めに行くこともできるのではないかと。そうすることで、情報も流れるのではないかと。日証協でも、このような幅広の取組みに対するまとめという意味では、今回が初めてだと思うので、いろいろな点を入れておいたほうが良いと思う。もう少し、整理の工夫が出来るのではないだろうか。

- ・ 項目を網羅的に出しているが、最終的なまとめのイメージは、この各項目に肉付けしていき、レポートに仕上げていくのか。
- ・ 資料2をご覧ください。本日の皆様からの意見を踏まえ、修正、可能であれば肉付けを行い、次回の当懇談会までに中間整理案を作りたいと考えている。

また、本件については、会員証券会社の関心が強いので、同月13日を目途にメンバーズコメントを行い、会員に周知するとともに、意見募集を行うことを考えている。その後、同月17日に証券戦略会議が行われるので、その場で中間整理案についてご議論をいただき、下旬にメンバーズコメントの回答結果を取りまとめたいと考えている。但し、税制の話などについては、1ヶ月程度で結論が出るものではなく、3、4ヶ月程度は必要だと思うので、後ほど中間的な報告として、まとめることになるのではないかと。

併せて、現在、金融庁や内閣府の経済財政諮問会議で検討しているので、それらの会合でも披露したいと考えている。

- ・ 基本的に(どの懇談会でも)透明性が高く、皆が納得して参加できる資本市場や取引制度を作る事は共通認識であるが、その中で、日本証券業協会の主導で検討したということで、内容の重要性の優劣はあると思うが、いくつかポイントを絞って議論をした上で、(独自色を出してはどうか)。例えば、株式の売買単位の統一については、取引所において既に議論してい

るが、当懇談会としては「その目的のためにはこういう事が気になる。」とか、「こういう事については、早急に結論が欲しい。」といった形にまとめてはどうだろうか。

個人的に大切だと思う項目は、言い方が悪いかもしいが、一定の横並びで出来た新興市場を整備・明確にし、(上場)基準をある程度統一して再編、連携することだと思う。今後、様々な事を検討する際に用いられるべきである、例えば口座数などのデータが不足しているので、具体的な目標を定めるべきではないか。項目については、全体で2~3にまとめた方が良いのではないかと思う。

- ・公表の仕方には色々な方法があると思う。全ての項目を網羅的に記載したものを提出することを目的とする事もいい事だと思うが、提出することだけが目的ではない。実現していかないと意味はないと思う。

金融庁に提出するのであれば、次のステップとしては金融庁がその中から重要度を考え、優先順位を作ることになると思われるので、金融庁主導になると思うが、証券業協会・業界として出来ることがあれば、我々が自ら率先して検討の場を設定するなど、行動していくべきではないか。仮に、金融庁にとって優先度が低い項目でも、業界や投資家にとって重要度が高い問題については、我々自らが検討する場を作るべきではないか。項目の全てに優先順位をつける必要はないが、早急に検討すべき内容について、自らイニシアティブを取って検討すべきだと思う。

- ・本件の目標は「国民一人ひとりの豊かな生活」ということなので、リテール投資家をターゲットに置いていると思う。そのため、よくマスコミから格差を助長するというバッシングを受けるが、一般の方にとっても(投資とは)大切な事であるのだと認識を変えていく必要があると思う。また、その際「投機と投資」について、もう少し明確にすべきではないかと思う。証券市場として、短期売買を行う投機家の育成と、長期投資を行う投資家の育成のどちらに重点を置くのかということも、もう少し明確に述べるべきではないかと思う。

今後、金融商品取引法が施行され、投資家保護や適合性の原則がますます重要となるが、例えばリテール営業を行う上で、適合性の原則は非常に抽象的な概念となっており、ガイドライン等が全くなく、個々の事例の判断になってしまっている。こういう抽象的な部分をもう少し明確にし、「投機から投資へ」資産形成をさせるために、業界としての取組みを明確にすべきではないかと思う。また、一般的に受ける印象として、発行会社、幹事証券会社がどちらの方向を見て、ファイナンスを行っているのかが問題になっているのだと思う。証券会社に関わらず、発行会社に対してもどのように対応すべきかを考えなければ、投機から投資へとシフトしないのではないか。

「貯蓄から投資へ」を考える際に、株式や投信に重点を置かれる事が多いが、円建て債券等もかなりニーズがあると思う。しかし社債に関しては、殆どの企業が大体額面1億円で起債し、販売対象を適格機関投資家に限定してしまっている。また、地方債に関しても、ニーズがあるにも関わらず、証券界できちんとリテール営業を行っていないので、販売ルートがない。株式や投信のみならず、債券についても対象にするべきではないかと思う。

例えば、当社は戦後、リテール営業活動する際に、株式だけではなく、電力会社の営業所を一件ごとに回って、電力債を販売した歴史がある。それは「貯蓄から投資へ」のための営

業だと思っているし、意義があったと思う。投機家ばかりに目が行くのではなく、投資家を育てるような施策にして欲しいと思う。大手、地方証券、ネット系証券、外資系証券等、各業態のそれぞれの利益を排除してでも、リテールを重視すべきではないかと思う。

- ・ 資料1の1ページの「1. 一般個人が安心して投資できる市場」の「証券法制データベースの整備」とあるが、この位置に明記した理由は、投資家保護の観点で中々判例が検索できていないという事実があるので、このデータベースを利用して投資家保護法制についての判例やガイドラインを閲覧できるような仕組みをつくるためである。
- ・ そのように感じたのは、銀行窓口販売が開始された時や個人情報保護法が制定された時に、多くの銀行が同じような対応を行い、似たような確認書類を求めたり、また、リスクの高い商品についてはかなり細かいチェックを行い、特に高齢者に対しては、かなり共通した対応を行う事で、業界の中で紳士的な販売方法が考えられていたような気がする。そういう意味では、最低限の社会的バッシングがされないよう整備されていると思う。

今後の予定

次回は、4月6日(金)の予定。

以 上