

第5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 4 月 6 日（金）16 時～17 時 30 分

場 所： 東京証券会館 5 階 第 3 会議室

【議事概要】

国際銀行協会（IBA）のソレンティ事務局長および角田理事より、プレゼンテーション「グローバル金融センターとしての東京に向けて」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。

- ・ 先ほど、「ヘッジファンドの取引は 20～30%」と述べられたが、これは具体的に何の数値であるのか。また、「企業統治に熱心なヘッジファンド」とも述べられたが、ヘッジファンドは企業統治には熱心でない印象を持っている。これは、具体的にどのようなヘッジファンドを指しているのか。
- ・ 数値については、手元に資料がないため、今この場では責任ある回答はできない。企業統治については、ヘッジファンドは株価の乖離を利用して利益を得る存在であるので、ヘッジファンドの介入により、株式価値が適正化される。こうした意味で企業統治に大きな影響を与えるといえるので、このような表現を用いた。
- ・ 資料の 12 ページに、ヘッジファンドは雇用創出効果、経済活性効果をもたらしているという旨が書かれているが、これはどのような視点からの意見なのか。ヘッジファンドに対する見解は、各国ごとに異なっているのだが、これは IBA の会員の総意ということなのだろうか。それから、例えばイギリスの場合、ヘッジファンドの取引が一日の取引高の半分以上を占めることもある。この場合、ヘッジファンドの出先機関がイギリスにあり、会社本体はオフショアにあるので、イギリス当局が制限をしたくても出来ない。こういった視点が抜けているので、「ヘッジファンドにとって魅力ある市場を」という提言には何かが足りないように感じている。また、ヘッジファンドは、企業のコーポレート・ガバナンスに資する活動をしている存在なのか、それとも、そうした活動を通して株価を吊り上げ、短期間でキャピタルゲインを得ることを目的としている存在なのかについては、意見が分かれるところである。IBA の会員は皆、ヘッジファンドに好意的なのだろうか。
- ・ 議論の間には様々な意見が出たが、ここにあるのは IBA の総意である。
- ・ それならば、ヘッジファンドによる雇用創出効果や経済活性効果に関するデータを見せていただけないか。
- ・ データについては、その有無を含めてお答えできない。確かなことは、欧米のヘッジファンドを対象とした組織では、金融機関、弁護士、会計士、IT 業者といった、非常に多くの人が参画しており、非常に裾野の広い業務であることである。また、ヘッジファンドの取引が半分を占めているということについても、資料が手元にないのでお答えできない。
- ・ 私どものタスク・フォースと、会員の総意について少し申し上げたい。ヘッジファンドは各

国で活動しているが、日本では活動しておらず、香港やシンガポールやロンドンを通じて活動している。もし日本でも活動するようになれば、それだけで雇用創出効果を生むことになる上に、日本の規制当局もヘッジファンドの活動をより理解しやすくなるのではないかと思う。

- ・ IBA の検討会のメンバーとしての立場から発言したい。今回の IBA の資料の取りまとめにおいては、ストラテジックなポイントの整理をコンセプトにしており、詳細な分析にはまだ至っていない。その中でもヘッジファンドについてはまだ実態がよくつかめていないが、ヘッジファンドが日本でも活躍できるような環境にすることは、東京市場がアジアの国際センターとなることの必要条件だと思う。ヘッジファンドのような新しい存在が、日本市場で活動を続けられるようになることが、一種の起爆剤となるのではないかと思う。
- ・ 私はヘッジファンドに対して否定的なわけではない。しかし、「東京市場の国際化に向けて」という題目でこのような提言を出すならば、私はここに一つの原因があるのではないかと思うが、日本の所得税や法人税が香港やシンガポールと比べてどうかといった統計や、東京のオプションの市場が香港やシンガポールに押されているといったデータがあれば、更に説得力が増すのではないか。
- ・ 全く仰るとおりだと思う。今回の I B A のレポートは拙速を旨としたところがある点ご理解を欲しい。従って時間の関係もあり、ある程度話が飛んでしまっていることはあるかもしれない。ただ、細かい部分についてはこれから議論の中で詰めていくということだろう。
- ・ 20 年ほど外資に身を置く立場として見ると、この IBA の提言は、新古入り混じった日本市場の問題点の総覧だと思う。一方で、私の立場として見ると、「検査を緩和してほしい」という風にも、「外資による法令違反が多くあったのではないか」という風にも思える。この提言はあくまでタタキ台として、外資系、日系、当局といった様々な立場からの意見をいただき、コンパインすることが大切なのではないかと思う。

また、別の場での話だが、国債の発行額が年々増加しているのでどうするかという議論があった。そこでの話では、海外投資家を増やしていこうと IR を活発に行ったのだが、外資系と日系による国債の売買が噛み合ってしまい、結局それほどマーケットが増えなかったことで、中東やロシアにも IR を行うとのことだった。こういった展開をしている発行体もある以上、ヘッジファンドの善悪は別として、こういったデータに基づいた議論をしてもよいのではないかと思う。

- ・ 我々の提言は非常に広範である上に、日本語での提言書がないままお話ししている。背景に関する十分な説明がないので意を尽くせないことを危惧している。
- ・ 資料の 7 ページにある「基本原則に基づいた規制と監督」についてだが、おそらく、倫理やモラルといった要素も内包した、現在の我が国には無いものことだと思うが、もう少し詳しくお聞かせ願いたい。
- ・ プリンシプル・ベースは、ルール・ベースと対の考え方であるが、どちらが望ましいかについては意見が分かれるところである。私どもとしては、際限なく細分化していくルール・ベースよりは、一つの原則に基づいて各機関が判断して行動するプリンシプル・ベースの方が望ましいと考えた。基本的にプリンシプルは、自主規制機関のルールにより適しているのだ

- と思うが、どこまでをプリンシプル・ベースで定めるかについては、まだ議論していない。
- ・ 行動規範といっても、米国のスタンダード、欧州のスタンダードと、様々なものがあると思うが、それをどのように日本に持ってくるのだろうか。また、新商品の出現や時代の変遷により、スタンダードを変化させていく必要もあると思うが、そういった変化によるスタンダードの維持はどのように行っているのか。
 - ・ IBA というよりも私個人の意見を述べたい。例えば新商品の場合、ルール・ベースでは商品ごとにルールを調べて、適法性を逐一確認することになるが、プリンシプル・ベースの場合、原則に基づいて可か不可かを決定するので、自分たちで規制をかけていると言える。変化が激しく、複雑化が進んでいる現在の場合、プリンシプル・ベースの方が対応しやすいのではないかと思う。
 - ・ 加えて、プリンシプル・ベースにしておくことにより、様々なコンテキスト（背景）が付いてくるのではないかと思う。業界と当局が話し合う場合には、今後は原則をベースとして話し合いを行い、肉付けを行っていくことで解決して行けるのではないかと思う。
 - ・ そういった議論は、いつどこで行うのだろうか。
 - ・ そういった場がないのが今の日本の現状であるので、もっと対話を図るべきだと思う。プリンシプル・ベースである欧州の場合、FSA は民間と積極的に交流していると聞いている。
 - ・ 補足したい。FSA は実は民間の団体である。8 ページにある内容は、欧州の金融機関の意見に近いと思う。例えば、FSA からある金融機関に検査が入った場合、その検査員の報酬は、日本の場合、国民が税金として負担することになるが、英国の場合、検査に入られた金融機関が負担することになるので、そういった意味で国民負担は下がる。また、金融とは信用が大切であるので、それを守っていけるようにしようというプリンシプルが、法律とはまた別にシティ内での常識として存在して、尊重されている。英国でも 20 年ほど前は、官庁がルールを設定してそれに従う制度であったが、シティ内では自主ルールのようなものがその頃から存在していた。例えば、「プリティッシュ・バンカーズ・アソシエーション」という日本の証券業協会のような組織では、自主ルールの制定、人材の育成、新商品の PR といったことをすべて行っていた。
 - ・ プリンシプル・ベースについては、別紙の具体的な施策の中でも触れられているようである。ダイアログ（対話）が出来るかという点で見れば、現在は検査中でもダイアログが出来ているので、ルール・ベースといっても、プリンシプル・ベースに近い運用が出来ているのではないかと思うが、実態に即した制度にしようとした場合、ルールはどうしても後追的なものになることは否めないと思う。話は変わるが、資料の 9 ページに「地域統括責任者の設置が我が国では困難」とあるが、これについて詳しくお聞かせ願いたい。
 - ・ 現在の我が国では弊害防止措置により証券と銀行の顧客情報の共有は禁止されているが、銀行の場合、独禁法上の持株会社を作れば法人顧客情報の共有が可能になる。それが、昨年の府令改正により、証券の場合でも事業持株会社（純粋持株会社）を作れば共有が可能となった。外資系の場合、多くが支店形式で日本に進出しており、持株会社の設立は難しい。そのため、ヘッド（持株会社）が置けない以上、金融コングロマリットとしてのグループ経営は難しいと思う。

- ・ IBA の金融コングロマリットが抱える問題点の部分に、地域統括責任者が置けないことを記すよりも、外資系の銀行と証券会社の運営と、日系の銀行と証券会社の運営がイコールフットリングではないとか、そういった表現を用いてはどうだろうか。
- ・ 逆に言うと、外資銀行が支店進出しか道がない場合に、現行の弊害防止措置の見直しが必要だということだろうか。
- ・ 法的にフェアではないということだろう。
- ・ 金融商品取引法の 33 条撤廃と英文の方には書いてあるが、現実に指摘されている問題点を考えると、そこまで大袈裟な話には思えない。
- ・ 段階を踏むべき問題であり、急な改変は難しいだろう。現段階での外資系の抱える悩みとして、こういったものがあると考えればよいと思う。
- ・ しかし、アジア・パシフィックにはヘッドが居る場合もあるだろう。
- ・ 現地法人を作り、日本の法規制を受ける形で進出しようとする外資も確かに存在するが、まだまだ多くの外資の間では抵抗が強いようである。
- ・ むしろ、本音は、銀証分離規定の撤廃ではなく弊害防止措置の緩和にあるように思える。
- ・ 我々の主張は、「ユニバーサルバンキングの持つ総合性をもっと追求してはどうか」ということである。
- ・ そういった趣旨が誤解されないよう、日本語訳には注意した方がよいと思う。それから、検査コストについてだが、銀行や証券会社が自己の負担で検査コストを払うことには、アカウンタビリティがあると思う。しかし、こういったコストも元は金融資本市場の利用者である国民の負担で払っているため、国民負担がなくなるとまでは言えないと個人的には思う。
- ・ ユニバーサルバンキングの意味が狭いように感じる。例えばフランス等では、銀行、証券の他に保険等も含めたもっと広い概念である。将来的に日本の金融資本市場を国際化する上で、ユニバーサルバンキングが国益となるのか検討してみてもよいと思う。
- ・ この懇談会では、そういった議論は行うべきではないと思う。これは、ユニバーサルバンキングに関する提案というよりも、現状で存在する問題点について、少しでも前進できないかということだと思う。
- ・ 必要であるのは、ユニバーサルバンキングの持つ融通性・総合性である。むしろ、米国型と欧州型のどちらが望ましいかといった議論は、皆様方に行っていただきたいと思う。当面の要望として、我々は具体的な提言に示している。一つ目は、地域統括責任者の選任を認め、金融コングロマリット内の内部管理を目的とした顧客情報の共有の認可である。二つ目は、法人顧客に対する事前の書面による同意書の取得義務の廃止である。三つ目は、関連会社間における法人顧客情報の共有を、経営管理目的に限っての容認である。現行規則では例外規定が非常に多く、情報共有が中途半端なものになってしまっているからである。更に将来的な展望として、ユニバーサルバンキング業務がある東京市場の国際競争力を高めるためには、避けては通れない議論だと思う。

(IBA のソレンティ事務局長と角田理事は退席。)

・増井副会長及び小柳企画部長より、「中間整理」(案)のタタキ台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。

- ・新興市場の再編についてだが、最近ある取引所で新市場が作られるという報道があった。再編どころか、拡大に向かっているようにすら感じられるが、協会としては再編についてどうお考えなのか。

それから、4の(4)のアナリスト部分に「倫理の確立」とあるが、アナリストに対する規制があまりに厳しくなると、自由な情報発信が出来なくなり、有用性が損なわれるように思われるので、もう少し別の表現を用いられないだろうか。

- ・新市場については、少々誤解が生じているのではないかと思う。新たな基準を設けるといった程度の話であり、更に市場を増やすという言葉ほど大袈裟なものではないと思う。協会の立場からというよりも、業界の立場からの発言が必要なのではないかと思う。
- ・新興市場の再編という言葉を用いると、それ自体が目的であると誤解される恐れがある。文章で書けば意思は伝わるので、別紙にあるような骨子では、もう少し表現を工夫した方がよいのかもしれない。
- ・1の(2)の に日本版 Nomad とあるが、英国の Nomad はいろいろと問題点を抱えているため、記載するべきか疑問を感じる。それから、1の(4)の の金融取引税制の改革についてだが、私の印象では軽減税率の延長により個人投資家が非常に増えたと思うので、軽減税率の維持は非常に重要だと思う。現在は1年のみの延長であるので、これを延長していくためにも、もっと肉付けを行ってもよいのではないかと思う。

それから、先ほどのアナリストの倫理の確立についてだが、現在でもコンプライアンスの問題によりアナリストレポートの提出が大変になっていると聞いているので、「倫理の確立」という言葉は削除しても良いのではないかと思う。我が国において株式投資の促進が進まない理由の一つには、アナリストの人数不足があると思うので、むしろアナリストを増やす方針を提言してはどうだろうか。FPについては、倫理の確立が必要であるのかもしれない。

- ・アナリストの増員は各社の経営問題に関わることになるが、株式の手数料が低下して採算が悪化している中では、難しいと思う。
- ・証券業協会で何か取り組むことはできないだろうか。
- ・セルサイド、バイサイド以外に従事するアナリストも存在するのかもしれないが、積極的に提言することは難しいと思う。

話は変わるが、「はじめに」の2ページの第2パラグラフの部分に、市場参加者のほとんどが規制当局を除いて列挙されているが、ここに自己規律の重要性に関する文章を挿入したいと思うが如何だろうか。全体として、それぞれの市場参加者における自己規律が重要であることは、是非とも提言したいと思うので、ご検討いただければと思う。

- ・特に投資信託業者は、証券投資だけでなく不動産投資等まで手掛けるが、自主規制機関が無いのに自己規律が本当に働いているのかという疑問を感じる。仲介者である証券会社だけではなく、運用会社等にも自己規律が重要である点を、今一度提言する必要があるのではない

かと思う。ただ、格付会社については、我が国に2社しか存在しない以上、自主規制機関を設立することは難しいと思うので、証券業協会の準会員にするといった方法を取るなどの方法が考えられるかもしれない。金融商品取引法により、同一の商品を取り扱える業者が増えている以上、証券業協会による自主規制の範囲を明確にしなければ、プリンシプル・ベースの規制の導入は難しいのかもしれない。

- ・ 金融取引税制の改革に、「金融所得課税の一体化」と、「軽減税率の継続」という矛盾する内容が両方とも記載されている。証券界は軽減税率の要求しかしないという話の反省や、軽減税率の廃止と同時に一体課税を導入するという意味なのかもしれないが、どちらかに絞ってもよいのではないかと思う。
- ・ 私どもも同じ問題意識を持っている。いつの時期にどのような主張を行うのかといった戦略の問題もあるので、ワーキング等でよく検討していきたいと思う。
- ・ 配当二重課税の撤廃についても記載されているが、これも軽減税率や一体課税との同時の実現は極めて難しいと思う。
- ・ 軽減税率は must (実現しなければならない) の項目であり、配当二重課税の撤廃は検討項目であるので、同じ括弧の中に入れていない方がよいのかもしれない。
- ・ あるいは、すべて独立させてしまう方法も考えられる。
- ・ 「はじめに」の話に戻るが、1ページの第3パラグラフの「制度の不断の見直し」を、「制度及び運用の不断の見直し」としてはどうだろうか。
- ・ それも併せて検討したい。
- ・ 金融取引税制についてだが、一体課税と優遇税制についてしか触れられていないが、本当は一体課税について議論する前に、その他の投資商品の税制のあり方について議論する必要があると思う。例えばデリバティブの税制など、本来先に議論しなければならない点だが、一体課税の検討により、すべて先送りされてしまっている印象を受ける。それから、取引の実体を活発にする軽減税率も確かに重要だが、株式の相続税評価額について考えることが、高齢者の株式投資を促す意味で、更に重要だと思う。資産を株式で持つことは、我が国の相続においては著しく不利であるので、高齢者に株式の長期保有を促すためには、検討が必要だと思う。
- ・ 一体化が実現すれば、損益通算の範囲も自ずと広がるはずである。
- ・ ご意見のご趣旨は分かるが、デリバティブについての提言を行ったとすれば、金持ち優遇の話だとされ、有無を言わず相当大きな批判を浴びるだろう。相続税についても、同じ批判を受けると思う。我々の提言をすべて否定されてしまうことにもなりかねないため、そのような提言は極めて難しいと思う。

今後の予定

今回は、4月23日(月)の予定。

以 上