

第6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 23 日（月）15 時 30 分～16 時 40 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、中間報告「国民の豊かな生活に向けた金融・資本市場改革」(案)について概要説明が行われた後、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。
- ・ 10 ページの(3)の、「個人の資産運用手段の拡大・多様化」についてだが、実際の内容は投信業者の受託者責任や年金運用などの機関投資家や投資家保護に関する記述が多く、タイトルと内容が一致していないように感じる。
- ・ 「運用対象の拡大等」の部分に、もう少し記述しても良いかもしれない。
- ・ は個人投資家への情報提供の充実、 は分かりやすい目論見書についてであるので、それほどタイトルから内容が乖離しているとは思えないが、 の年金運用については機関投資家向けの内容であるかもしれない。また、運用対象等の拡大についても、もう少し記述が必要かもしれない。いずれにしろ、これらは各社の努力に委ねられる部分であり、施策として有効なものは難しいと思う。
- ・ については、どちらかといえば資料についての記述のようである。
- ・ こうしたことでプロ投資家が育てば、それなりの市場ができるのだと思う。
- ・ 記述内容についての不満はないが、記述の置き場所の問題だと思う。それから、総合取引所についてであるが、報道を見る限り、会長は導入に慎重なご意見のようである。これについて、この場では特に議論して来なかったが、どうだろうか。
- ・ 会長は決して総合取引所に否定的な訳ではない。取引所が手を広げればそれだけコストが嵩むことになり、効率性の面で問題が生じる恐れがある。取引所の取扱商品の拡大は、あくまでも利用者のニーズに基づいて行われるべきであるという考えから、手放しに賛成は出来ないと答えただけであり、立場としては中立だと思う。
- ・ 現実問題として、総合取引所に関する記述を加えると、抵抗は大きいかもしれない。
- ・ 報道の中でも、取引所そのものを一つの持株会社にぶら下げる案や、取引所を一つに統合する案も見られるようである。
- ・ そうなれば、ハードルは飛躍的に高くなると思う。
- ・ 別の場で、東証の西室社長が総合取引所について言及していた。それによれば、東証が主導となって取引所を再編していくことはないが、日本の各取引所の国際競争力については、非常に心配である。よって、支援を求められれば受けるつもりであるが、自発的に再編を促していくことはないとのことである。
- ・ 14 ページの(4)の「海外の機関投資家の対日進出の促進」についてであるが、この文章ではそれほど促しているように感じられない。対日投資の促進と、ヘッジファンドに関する検討

とで、文章を2つに分けてはどうだろうか。

それから、17ページの「上場会社のコーポレート・ガバナンスの充実・強化」についてであるが、近年新興市場の上場会社の不祥事や株価の低迷が問題になっている。これはやはり、新興企業のディスクロージャーやガバナンスに問題があるからだと思うので、これについての記述を加えてはどうだろうか。新興市場の株価低迷により個人投資家も痛手を受けていると思うので、単に上場会社とするよりもよいと思う。

- ・ ガバナンスやディスクロージャーの問題は、新興企業に限らない問題だと思う。新興企業とすることで、新興企業以外の企業に安心感を与える訳にはいけないと思う。
- ・ 9ページの新興市場の信頼性の向上の部分で、新興市場については触れられているので、17ページでも付言する必要はないと思う。
- ・ 意見を反映させるならば、9ページの「新興市場の信頼性の向上」の部分に、ディスクロージャーやガバナンスに関する記述を加えればよいと思う。記述にある「財務内容等に問題が生じている事案等」は、開示方法ではなく財務内容に問題があるということだろう。
- ・ 以前に、Nomad が機能しているかどうかを疑問視する意見も出たので、もう一度よく調査する必要があると思う。それから、以前に意見が出されたが、今後は投資対象（商品）が多様化していくと思う。今後は、市場の厚みが増すような商品開発をして欲しいと注目している旨の記述を加えてはどうだろうか。現在は、株やリートに投資が傾いているので、市場の厚みについて言及してもよいのではないかと思う。
- ・ 17ページの(8)の「市場型金融」の推進に向けた「基本法」の制定の部分に、「我が国の金融構造を間接金融から市場型金融へ転換することについて、国民レベルでのコンセンサスの形成に向けて…」とあるが、これに関して国民レベルのコンセンサスを得る必要があるのだろうか。間接金融から市場型金融へとウェイトを移していく必要はあると思うが、「転換」という言葉にあるように間接金融を殺してしまうのはまた別の論点だと思う。
- ・ 最近の間接金融を揶揄して「相対金融」という言葉もある。相対で価格が透明化していないという意味なのだろう。ここにある「市場型金融」とは、間接金融が透明化されたという意味で、市場型間接金融のことを指しているのだろう。
- ・ 16ページの(4)についてだが、資格、教育プログラム、倫理コード等であまりに敷居を高くしてしまうと、新規参入の足枷になってしまう恐れがあるのではないか。
- ・ アナリストには既に倫理コードがあったはずである。
- ・ 確かに、既に存在している部分について言及するのは問題だと思う。これについては、よく調査したい。
- ・ 関係者の足並みを揃えることが重要だろう。
- ・ 11から12ページの「金融取引税制の改革」の部分に色々な点が盛り込まれているが、税とは直接関係ない部分も見られる。切り離してみてもどうだろうか。
- ・ 12ページの2行目の「また、今後の…」以下の部分のことだろうか。
- ・ それに、他の部分と比較して直接的（具体的）な表現も多いので、小見出しのようなものを設けてもよいかもしれない。
- ・ 確かに、非課税限度額などの税の問題や、マッチング拠出等も入れ込んで見た方がよいのか

もしれない。

- ・ 全体として、税の話をもっと文章の前の部分に置いたほうが良いかもしれない。
- ・ 税については諸外国でも様々な工夫が見られるので、制度の改善を促すためにも駄目元で入れてみてもよいかもしれない。
- ・ 税にマッチング、それに実質的なポータビリティについて(言及してもよいかもしれない)。
- ・ やはり、401K(の伸び)が少々緩やかすぎると思う。
- ・ 401K等の部分については、10ページの(3)の拡大・多様化の箇所に加えても良いかもしれない。
- ・ 8ページにある適合性原則の具体化とは、どういう意味なのか。
- ・ 金商法が施行されればもっと一般的になる話だと思うが、実務の際に適合性原則がきちんと守られているかどうかを確認することである。例えば、最低限のチェックリストの作成等は、あってもよいのではないかと思う。余談だが、国会でもこの点について、具体的な規定がないとよく批判を受ける。
- ・ 現在の協会の規定にも一応存在はしているが、単なる努力規定であり、違反をしても直接処分にはつながらない。
- ・ 現在の規定には、具体的な数値や行為についての言及はないということか。
- ・ そうである。
- ・ 14ページの(4)についてだが、このままではヘッジファンドが海外の機関投資家の代表であり、最も大切であるような印象を受ける。

それから、実態との差を感じた点であるが、現在は各国のほとんどの取引所や規制当局で、英語の書類等を置いており、英語によるコミュニケーションが可能になっている。ところが、我が国はそうではないので、それほど規模の無い企業やファンドにとって、大きな壁となっていると思う。このことから、13ページの(3)に最先端の金融知識・技術を持つ人材の育成等という項目があるが、語学力のある人材が日本の場合不足しているのだと思う。

- ・ おっしゃることはよくわかるが、私の理解では14ページにある海外の投資家に関する箇所は、日本証券業協会の懇談会である以上、協会として関与できる範囲に限定して提言をしているのだと思う。これに英語等についてまで記述を加えれば、逆に際限がなくなってしまうので、「貯蓄から投資へ」という観点からはここにある項目で十分だと思う。
- ・ 確かにここでむやみに英語についても言及しては、上場等の問題にも飛び火するかもしれない。
- ・ 英語の問題は、これを機に見直しをするという事ではどうだろう。英語の問題は、ここにある全ての項目に関わるとも言える。(海外の投資家等にとっての)分かりづらさを生み出しているのが、英語(の乏しさ)である以上、日本は今後、努力をする必要はあるであろう。
- ・ そうなると、例えばこの中間報告の英訳も作成する必要があるのかもしれない。
- ・ どちらにしろ、特にヘッジファンドという表現は、ヘッジファンドの規制について考えている世界的潮流を考えると、やはり望ましくないだろう。
- ・ 英語については、12ページの「外国語による情報提供」という文で一応触れている。
- ・ 投信の販売窓口である銀行以外の証券仲介業者についてだが、これは16ページの(3)にある

登録金融機関等に含まれているのか。

- ・ まさにそうである。
- ・ そうであるならば、もっと明瞭に記述したほうがよいかもしれない。自己規律の向上は彼らにも求められていることである。これまでは、マーケット（の相場）が良かったために、顕在化してこなかった問題だと思う。
- ・ そういう意図はあるが、仲介業者には協会がないため、それを実行させる手段が中々ない。
話は変わるが、この中間報告にある中で、業界で取り組めることについては別途「工程表」を作り、ある程度のスケジュール感を出したいと思う。他に依頼する部分についても、検討項目等についてある程度の整理を行いたいと考えている。
- ・ 協会として、これほど網羅的な報告を出すのは初めてだろう。
- ・ ここまでの修正検討項目を整理したい。まず、9ページの「新興市場の信頼性の向上」の部分に、新興企業のディスクロージャーやガバナンスに関する記述を加える。次に、10ページの「運用対象の拡大等」の記述をもう少し詳しくする。それに、「年金運用の課題の検討」の記載場所を考える。それから、11から12ページの「金融取引税制の改革」については、項目の列挙や小見出しを設ける。それに、14ページの(4)の「海外の機関投資家の対日進出の促進」については、海外の機関投資家と、ヘッジファンドの記述を分ける。それから、16ページの(3)の「証券会社の自己規律の向上」については、登録金融機関等に証券仲介業者が含まれる点を言及する。その下の(4)の部分については、よく調査した上で、既の実現している項目については言及しないようにする。それに、17ページの(5)。概ねこのくらいだろうか。
- ・ 全体として、表現を見直していただきたいと思う。日証協が行っている点について、たまに断定口調が見られるが、全て提言口調に統一するべきだと思う。唯一の例外は、12ページにある金融取引税制に関するワーキング・グループの設置だと思う。それから、13ページの6行目の「導入する必要である」は「導入する必要がある」のミスタイプだろう。
- ・ それから、17ページの(8)の「市場型金融へ転換する」についても、表現の工夫が必要だろう。
- ・ 14ページの(4)については、「特にヘッジファンドについては、」という部分を削除するだけで問題ないと思う。
- ・ この文章は、どのような形で公表されるのか。
- ・ 本日出た修正点を修正し、証券戦略会議に報告した上で、今週中に案をまとめ、記者発表をしたいと思う。これからも税のワーキングで出てきた部分等について御議論いただくといいので、引き続きお願いしたい。
- ・ 広く一般国民に示すのか、それとも国会議員に示すのかでそれぞれプレゼンス戦略が必要だと思う。特に、国会議員に示すのであれば、例えば「こういった施策を行わなければ、日本市場がアジアのローカル市場へと沈没する」と危機感を共有していただける戦略が必要だと思う。
- ・ もう少しわかりやすい資料を作る等して、特に金融に詳しい先生方に、5月にはアプローチを取りたいと思う。いずれにしろ、こういった材料を与えていただけることは、協会としては非常にありがたい。

○今後の予定

次回の予定は未定。

以 上