

第2回「証券市場の新たな発展に向けた懇談会」議事概要

日 時：	平成22年12月16日（木） 14時00分～15時40分
場 所：	東京証券会館5階 第1会議室

次 第

1. アンケート調査の実施結果について
2. 分科会における検討テーマについて

議 事

1. アンケート調査の実施結果について

石黒企画部長より、10月中旬から約1か月間、多くの方からの証券市場に関する率直なご意見を伺うため実施した「証券投資に関するアンケート」の調査結果について説明が行われた。

2. 分科会における検討テーマについて

前座長より、前回の懇談会において設置が了承された「市場仲介者分科会」、「商品・サービス分科会」及び「マーケット・インフラ分科会」の3つの分科会の主査に、それぞれ、本懇談会の川村委員、藤沢委員及び大崎委員を選任した旨の報告が行われた後、引き続き、各分科会主査より、それぞれの分科会における検討テーマ案について、説明が行われた。

その後、前座長より、昨今被害報告が相次いでいる未公開株や社債に関連した詐欺事件への対応について、いずれかの分科会において検討を行って欲しい旨の提案が行われた後、意見交換が行われた。主な意見は次のとおり。

- ・ 昨今、為替に関連するデリバティブ取引を内包した仕組債について、中小企業や学校法人などを中心に、被害が発生しているとの報道がある。その中には、金融商品取引法の施行前に説明不足により販売されたものも含まれていると思われるが、同法施行後は、金融機関の販売姿勢も相当変わってきているという点を発信していくことも必要ではないか。
- ・ 特に投資信託について、マーケットに出ている商品の多くが、短期的な利益を追求するものとなってしまっている印象を受ける。ぜひ超長期的に投資をして成果があらうような商品の開発もお願いしたい。

- ・ 投資信託は、販売会社が売りたいものを中心となっている現状がある。ぜひ、「市場仲介者分科会」において、証券会社等の手数料構造にも切り込んでいただきたい。
- ・ 市場そのものに対する信頼が薄れているのではないか。例えば、不公正取引といったものがあれば、大きく信頼を裏切ることとなるし、その他にも、損ばかりで成功体験がないといったこともある。最近の具体的な事例でいえば、増資ラッシュがあったが、大規模な増資が行われると既存株主への影響（希釈化の問題）も懸念される。増資は発行体が決めることでやむなしという面もあるが、それでマーケットが大きく崩れてしまえば、次々に失敗体験を作っていることになる。
- ・ 各分科会の検討テーマ案の重複については、整理をした方がよいのではないか。「市場仲介者分科会」は、販売に関する適合性の原則などをテーマにしている。「商品・サービス分科会」は、商品づくりの部分がテーマになっている。「マーケット・インフラ分科会」は、取引ルールや取引環境に関するものがテーマになっていると思うが、金融商品取引法が、取引ルールの大元だとすると、金融商品取引法の根幹は情報の非対称性をどう埋めるかということなので、「マーケット・インフラ分科会」においては、既存のルールと市場のギャップをどのように埋めていくかがテーマになると思う。
- ・ 幅広い利用者からのアンケートを取りまとめたことは過去に例がなく、高く評価されるべきことと思うが、アンケートに答えない「声なき声」というものもあると思う。世界から、日本株・日本市場への投資が見送られてきている中で、AXJ (Asia excluding Japan) といわれるように、日本パッシングをする者は、アンケートにも答えず、不満も言わず、日本市場から撤退しているのだろう。市場関係者の大変な努力にも関わらず、過去 25 年間、日本株のリターンがマイナスであったなど、日本市場への投資が付加価値をもたらしてこなかったという事実が、広い意味での市場への信頼をなくしている最大の理由ではないか。日本企業の成長が低いことが要因であり、これは日本証券業協会のマンドートではないと思うが、投資家の立場からすると、何らかの形でリターンの向上に寄与する方法の検討ができないだろうかと思う。
- ・ 金融に携わる人達には、OPM (Other People's Money) といった感覚がありはしないか。多くの個人投資家は、もっと証券会社にプライベートバンキング的なサービスを望んでいるのではないかと思う。
- ・ 金融商品を販売する際、丁寧な説明は良いのだが、余りにも丁寧すぎて個人投資家が嫌気をさしてしまうという事例もまだまだ聞こえてくる。この部分についての簡素化といった点も検討していただきたい。
- ・ FX や金やコモディティなど様々な金融商品があるが、金融商品の垣根を越えて損益通算ができるようになれば、もっと投資家は意欲を出すのではないか。
- ・ 証券会社にとって、損を出して塩漬けになってしまっている商品を保有する投資家へのアドバイスは非常に大きなサービスだと思う。その点を丁寧に行うことも、取引の活性化に繋がるのではないか。

- ・ 自主規制機関というものに大変興味を持っている。多くの業界に自主規制機関は存在するが、外部から見ると業界の活動の追認機関ではないか、あるいはお手盛りの機関ではないかと思えがちである。自主規制機関を本当の意味で実効性のある機関として活用していくことが、トラブルの未然防止に繋がるのではないかと。また、未公開株を巡る詐欺事件について、実際に高齢者の資産が食い物となってしまう事例が発生している。それを食い止めるためにも、是非、検討テーマとして扱っていただきたい。
- ・ この4万人に及ぶアンケートの実施結果をどのように解釈するかが重要である。具体的なアンケート結果の中で、投資経験者が投資をやめた理由や投資未経験者（有関心層）の投資を行っていない理由として、「損をした（損をするのが嫌だった）から」という理由が挙げられている。このアンケート結果で一番重要なのは、「リターンがないことが問題である」という認識を業界が有しているということ、きちんと発信していくことではないか。
- ・ 各分科会の検討テーマ案として、「わかりやすさの向上」や「広報活動の推進」といったことが掲げられているが、「各分科会や本懇談会において、有識者の意見を噛み砕きながら、このような議論を行っている」ということを発信し、信頼を得ることが重要ではないか。
- ・ アンケート結果について、営業員の誠実さが高いスコアを得たことには、少々意外な印象を受けた。国民生活センターや消費生活センターに寄せられる苦情や紛争には、いまだに高齢者を対象にした投資信託などの回転売買の事例が多く見受けられる。「市場仲介者分科会」における検討テーマについては、営業員の研修制度の充実に加え、資格制度の在り方にまで踏み込んでいただきたい。
- ・ 金融商品取引法施行後、投資家は、様々な書類にサインを求められるが、本来的には販売した者の責任もあると思う。例えば、実際に販売した営業員名を書面に記載するなどの方法も考えられるのではないかと。ただし、営業員個人の責めに帰す訳ではなく、当然、そこは会社の責任があると思う。訴訟や紛争になったときには、実際に販売した担当者は異動等でいないということが一般的なケースであり、販売して終わりという体質自体が信頼性の欠如に繋がっていると思うので、その点については、ぜひ検討していただきたい。
- ・ 同じ金融商品でも、上場会社の個別株式については決算短信、IRや株主総会等を通じて情報が開示されるが、投資信託については売りっぱなしの状況で、読み難い運用報告書を見なければ、銘柄の入替えも分からない。これは、プロにも分かりにくいものだと思う。既に一部のネット証券会社において行われている取組みとして、販売した後、運用報告会のようなものを設けるといったことも必要ではないか。それが投資家の教育にも繋がると思う。
- ・ 投資信託の繰上償還がよく話題になる。運用に失敗したら繰上償還して終わり、と

いうことを繰り返しては信頼を得られない。繰上償還が頻繁に発生するような商品を提供する投信会社や証券会社に対しては、例えば、一つ繰上償還が行われたら、当分の間は新しい商品は提供できないといった形で、何らかのペナルティを課すようにすべきではないか。

- ・ 日本の将来のため、実態経済を支える「金融」とするためにも、高齢者でも安心して投資ができるような商品が必要ではないか。
- ・ 証券会社の営業姿勢が悪いとか、販売している商品が複雑だという観点からのみ議論を行うと、そうできないような厳しい規制の導入といった話になりがちだが、本当にそれが正しいのか。確かに、適合性原則は守らなければいけないが、投資家の知識レベルは様々である。ある金融商品について、分からない人もいるかもしれないが、一方で分かる人もたくさんいるわけで、こういう人は正しい理解の下にリターンを享受できる。ひとつの物差しだけですべてを決めてしまうと「角を矯めて牛を殺す」ということになりかねない。
- ・ 商品や取引の仕組みが分かりにくいとの指摘があるが、「わかりにくい」という概念をもう少し分解していただきたい。例えば、株式も値上がりが続けば、「株式はわかりやすい商品だ」と言うかもしれないし、一方で、値下がりが続けば、「株式はわかりにくい」ということになるのだろう。「儲からない」ということと「わかりにくい」ということが同義になってしまっている印象を受ける。
- ・ 「証券市場のリターンが上がらないこと」に対する対応について、例えば、コーポレートガバナンスの向上に対して大きな声を出すとか、議決権行使の推進をもっと個人投資家に呼びかけるとか、株主総会に出席しようと呼びかけるとか、配当を増やすよう企業向けのキャンペーンを行うとか様々なやり方があり、日本証券業協会ができることは少なくないと思う。
- ・ 日本は、家計の金融資産のうち、株式の保有割合が少ないことがよく取り上げられるが、上場株式のうち、個人が保有している割合といった観点からは、米国においては、20年前、上場株式のうち58%を個人が保有していたが、直近では35%に減少している。また、英国では20%であったものが10%となっている。一方、日本においては、20年前も今も上場株式の20%を個人が保有している。そのような状況の中で日本の個別株を買いたいという顧客に対して適切なアドバイスをできる人がどんどん少なくなっている印象を受ける。証券会社の営業員が個別株の名前を掲げてセールしてはいけないという雰囲気にも覆われている部分もあり、何がよくて、何をしてはいけないのかも上手く整理されていないのではないかと。顧客が関心を持っている個別株を堂々とセールスできなくて仲介業がどう成り立つのか不思議である。もっと堂々と説明できるようにすることが重要であると思う。
- ・ 法律や制度で決めるようなことではないが、やはりフェアプレーの精神というものが重要である。情報にはコストがかかっている訳であり、「コストがかかっているもの

には相応の対価を払っていただくというフェアプレーの精神を投資家もきちんと持たなければ、証券市場はよくならない」ということを業界としてきちんとPRすべきではないか。

- ・ 本懇談会において出てくる議論の殆どは、流通市場に関するものとなっているが、むしろ一番分かりにくくしているのは発行市場ではないか。市場にマイナスのインパクトが出ないようにしながら、発行会社にも資金調達手段の環境を整えることが証券会社の役割だとすれば、例えば、過去、MSCBという商品が多数発行されたが、自主規制機関である日本証券業協会が市場の信頼を壊す恐れのあるMSCBのような商品が再び出てこないようにするなどの取り組みをしていかないと信頼は勝ち得ないのではないか。
- ・ 海外の発行市場では、ヘッジファンドなどに安易に割当てを行わないが、日本では売出しの際に掃ければよいから売る。こうした市場へのマイナスインパクトを無くして、市場環境を整えることが大切だが、個人投資家を対象にしたアンケートをもとに、流通市場をターゲットにしているのは、こうした問題は見えない部分でもある。発行市場における証券会社の姿勢についても検討を行う必要があるのではないか。
- ・ アンケート結果を見ると、「わかりやすさ」や「シンプルさ」を求めるような声が多い印象を受けるが、元々、投資というものは、思ったようにならないという意味で、分かりにくいものだと思う。元々、多くの説明を聞いても結果が思うようにはならないような分かりにくいものだという前提に立って、なおさら複雑にしている要素はないか、そういった観点からも検討を行う必要があるのではないか。例えば、少なくとも税制などについてはシンプルな仕立てにしないと、証券投資は広がっていかないだろう。

各分科会の検討テーマについては、本日の意見を踏まえた上で、座長と各分科会の主査が相談し、後日決定されることとなった。（各分科会の検討テーマが決定次第、本協会のホームページに掲載いたします。）

○ 今後の予定

各分科会において、来年1月から4月まで検討を行い、来年4月25日に開催予定の次回の本懇談会において、その検討結果が報告される予定。

以 上

お問い合わせ先：政策本部 企画部（TEL:03-3667-8535）

本議事要旨は暫定版であるため、今後変更があり得ます。