

第3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23年4月25日（月） 13時00分～14時45分

場 所： 東京証券会館5階 第1会議室

次 第

- 各分科会における検討状況等について

議 事

- 各分科会における検討状況等について

石黒企画部長より、本懇談会の下に設置した3つの分科会におけるこれまでの審議経過、並びに「市場仲介者分科会」の検討状況について説明が行われた。

引き続き、藤沢主査より、「商品・サービス分科会」の検討状況について、また、大崎主査より、「マーケット・インフラ分科会」の検討状況について説明が行われた後、大要以下のとおり意見交換が行われた。

- ・ マーケット・インフラに関してはハードウェアの部分でもあり、今までも取り組んで来ているし、これからも適切に対応していくことであると思う。それ以外の部分について言えば、規制や投資者保護の考え方が行き過ぎているのではないかと思う。投資家保護という考え方自体がある一定の限界があるという気がしている。例えば、お金を払ってリターンを得るという意味では食品も同じであり、食べ物に関する評論を書くのに特段の免許が要る訳ではないし、レストランで食事をする際にお客さんが保護される訳ではない。自らお店を探し、自らの責任で美味しい食品を選んで食べている訳である。そして最終的に良いものが残るという競争原理が働いている訳である。金融や投資に関して言えば、金融商品はリスク商品でもあるため、完全には投資者を保護できないにもかかわらず投資者保護という考え方が強調され過ぎているのではないかと思う。そのため投資家個人の自己牽制が弱まる一方、供給側はどこまで対応してもきりが無いという状況に陥っていると思う。そのような部分をきちんと解決していかないと結論に至るまでに相当の時間がかかってしまうだろう。
- ・ 本懇談会の報告書としての最終的な公表イメージについて伺いたい。各分科会の議論を踏まえた大凡の方向感のみを記載したものとなるのか。個人的には、大凡の方向感のほか、これまでの各分科会における主な議論の内容が分かるようなものとした方

がよいと思う。

- そもそも各分科会におけるこれまでの議論の内容については、議事概要として協会ホームページに掲載させていただいているところである。報告書の作成に当たっては、なるべく生の声分かるように公表したいと考えているが、委員の皆様とも御相談させていただきたい。また、今後、本協会として取り組むべき課題を2～3点絞って実際に取り組んでいくことが出来ればと思う。
- 報告書のまとめ方に関連してであるが、本日御提示いただいた資料にある各分科会の大凡の方向感の記載内容では、それ程具体的に記載されていない。分かりやすくするためには、もう少し補足が必要ではないか。場合によっては用語集的なものを添付しても良いと思う。また、読み手のターゲットを誰にするのかによって内容や表現振りも変わってくるのではないか。なお、金融経済教育について、マクロ経済とライフサイクルの視点、安全資産とリスク資産の配分割合など、いくつかの段階があるはずであるが、いきなりリスク資産に投資することが所与のものとして話が始まってしまう場合もみられる。こうした点は整理し、工夫していただきたい。
- 本懇談会の報告書は全ての日本国民向けのものとしたいと考えている。目的は、幅広い利用者の意見を集約し、証券会社などへの信頼を飛躍的に向上させるとともに、身近で安心な市場を実現することである。
- 米国では、投資家保護という場合、「investors rights」という言葉が用いられることが多く、権利義務関係である投資家権利の保護との意味合い強く、経済的なリターンやロスとは区別してその保護の目的・対象を定義している。各分科会検討状況の説明で分かり易さについての課題意識が示されたが、この点で言えば、確かに権利義務関係は法律用語が多用されるので分かり難い面が有るのはある程度止むを得ないが、経済的効果の部分については、事例を用い「このような場合にいくらのロスが発生する」というようなことが分かり易く平易に記載されればよいのではないかと思う。分かり易さや投資家保護を漠然と議論する前に、まずはそのような定義や前提を踏まえて議論を行った方がよいと思う。
- 我が国個人の保有金融資産について全体像としてのイメージを捉えれば、95%のリスクフリー資産と5%のハイリスク資産を保有するという余りにも歪なアセットアロケーションと言わざるを得ない。このような状況を前提として議論をすべきであると思う。すなわち、まずは95%の部分のアセットを分散させることが重要であり、そのためにどうすべきか、全体像の状況を把握し、その問題点を解決する方向に導くように検討を行うべきであると思う。
- デフォルトの考え方やアドバイザー業務のあり方をどう考えるのか。投資家教育を行ったからといって、誰もが100%自己責任で投資が行えるとは、誰も思っていないはずである。どんなに勉強しても苦手な人もいる訳であり、そのような人達でも安心して選んでよい商品を提供することも大切であると思う。あるいは誰かのアドバイ

スを受けて安心して自らの資産を預けることが出来る環境を整備することも大切であると思う。

- 金商法において、契約締結前交付書面について細かな記載事項が定められている訳であるが、業界側が法令違反を気にするあまり、非常に細かく拘子定規な記載内容の書面を作成することとなり、そのためコストも増大する結果を招いていると思う。一方、顧客側からすると、余りにも細かな内容まで書面に記載されているため、何が本当に重要な事項なのかを正しく理解することが出来ないのではないかと思う。これでは悪循環であると思う。立法・行政側だけでなく、消費者も含めて同じ方向を向いて検討が行えるような場が常設されると良いと思う。先程、食品の例が挙げられていたが、食品は生きていくために不可欠なものであり、金融商品とは前提が異なる訳である。そのようなものを人生に取り入れる理由を見付けるためにも、やはり小学校高学年位からは投資教育を行うことが重要であると思う。また、今後とも教育委員会等への働きかけを行って欲しい。
- 本懇談会の報告書を公表したからといって、直ちに全国民が自らの人生に直結する大切なこととは思わないのではないか。報告書の主語を「投資家」とすると投資している人にしか関心が示されないが、例えば「企業に勤める人」とすればもっと身近に幅広い方の関心を集めることが出来るのではないかと思う。また、金融リテラシーの向上に関して言えば、市場とのコミュニケーション能力を高めるためにも、例えば、経営トップやその候補者に対する教育も重要ではないかと思う。
- 今般の大震災により、一部の個人投資家がオプションの売りで多額の損失を出した事例がある。ネット証券会社各社でも10億円以上の損失が発生しており、一番多いところで80億円程度の損失を抱えたところもある。その裏には個人でアクティブにオプション取引を行っていた分の損失が積み重なった面もあると思う。その背景を鑑みるに、一つは金融リテラシーということで、そもそも個人投資家が「オプションの売り」の意味を本当に正しく理解出来ていたのかという、理解の甘さがあったのではないかということである。それから証券会社における適合性の原則などのリスク管理態勢が適正に行われていたのかどうか。また取引所という点で言えば、流動性が薄い中での値段の飛び方をどう考えるのかという点も浮き彫りになった。個々の問題が発生するたびに、対症療法的な対策が講じられる傾向があるが、本来は問題が発生する前のタイミングでそれぞれが適正に対応していくということが大事であると思う。日本と欧米の投資家では投資行動が異なり、アドバイザーの存在は大きいと思っている。例えば、投資アドバイザー等、我が国では、目に見えない無形のサービスに対して、その対価を払ってまでサービスを受けようという文化が余り根付いていないように思う。本当に投資家の立場に立ったアドバイザー業務を考えるとすれば、例えば、投資信託の販売の仕方も変わってくるのではないかと思う。長い目で見た場合の望ましい投資や教育のあり方を検討することも大切であると思う。

- ・ 株式投資は博打であるというイメージを持っている若者が多い。長期投資をしたからと言って必ずしもリターンが得られるとは限らず、投資元本を割り込む恐れもあるのは確かだが、株式投資＝博打と思ってもらっては困るという思いもある。親としても子供に問いかけられた場合にきちんと納得できるような説明ができるかということも大切であろう。日本で30年間株式投資をしてもリターンが得られない理由としては、経済環境の他、コーポレートガバナンスや金融リテラシーの問題等、様々な要因があるのだと思う。昨今、未公開株詐欺事件が増えているようである。詐欺に遭わないためにも、資産運用について日頃から家族で話し合えるような環境を築いておくことも大切ではないか。
- ・ 例えば、リターン表示について、「110%」というような「%」表示ではなく、「1.1倍」と表記した方が分かり易いのではないかと思う。TIME誌の記者が書いた書籍の中で、震災に遭遇した際に人々はどのように対応したかというものがあり、リスクの表現の仕方という記述があった。例えば、航空機に設置されている酸素マスクは緊急時に30秒以内に装着しないと呼吸が困難になるということで、その根っこの部分を分かり易く説明することが大切である。金融商品のリスクについても、より具体的なイメージが湧くように、実例を挙げて分かり易く説明することが急務であると思う。
- ・ 現状、保有資金はあるものの、市場を信頼できないために投資に踏み出せないという消費者も多く存在すると思う。行為規制の柱は、説明義務と適合性原則であると考えられる。規制が強化されてきたとは言え、諸外国と比べても決して高い水準ではなく、むしろようやく追いついた程度であると思う。まだ努力の余地はあると思われ、既に裁判所から先進的な判決も出ていることから、これらも参考にして欲しい。
- ・ 資料（各分科会の大凡の方向感）の表現についてコメントさせていただきたい。「高齢者等に対する勧誘・販売」の項目で、「引き続き柔軟に対応していくべき」とあるが、具体的な対策を記載できないか。「複雑な金融商品の勧誘・販売」の項目において、リスクやデメリットに関する記載も必要ではないか。また、例えば、投信会社が新たな商品を設計・開発した際に、ある一定期間（3～5年）、自己資金で運用して自ら検証するような仕組みを検討してはどうか。

「販売した商品のアフターケア」について、販売会社担当者の異動に伴う引継ぎについて触れられているが、例えば「顧客カルテ」の作成など、具体的な何かを提案すべきではないか。また、「広告に対する規制や苦情の受付についても一元化していくことが望ましい」とあるが、銀行界では公正取引協議会を設けて対応を図っていることが参考となるのではないか。

他方、「金融教育活動の推進」について、「教育の専門家である学校の先生と金融の専門家である証券会社等とを繋ぐ学問分野での架け橋となるような存在として『金融教育学会（仮称）』を立ち上げることも有用」とあるが、学会ではなく、協会内に立ち上げた方がよいのではないか。また、「投資教育」や「投資家教育」などについて業界

として定義付けをした上で、しっかりと取り組むべきであると思う。

さらに、「日証協の広報活動のあり方」については、アンケートで明らかになった認知度が低い原因についてもっときちんと検証すべきではないかと思う。

- ・ 投資者保護には限界があると思う。投資者保護という言葉は単なる自己責任の言い訳に過ぎないのではないか。また格付を用いることもある意味では単なる責任逃れの理由でしかないのではないかと思う。そもそも営業員自らが買わないような金融商品は売ってはならないと言うことだろう。確かに一定の金融リテラシーは必要であると思うが、全ての人に投資について理解してもらう必要はないのではないか。
- ・ もう少し視点を広げて大括りに捉えてはどうか。唐突に「投資」だけを切り出しても、単に騙されない様にするにはどうすべきかという方法論に終始した話になってしまう。本来、投資というのは、自ら勉強し、自ら決断できる意思を持った者だけが行えるものであると考える。
- ・ 今般の震災対応の資金面での話として増税や復興債の活用等の話題が上がっているが、PPFなどその他の資金調達手法を含め、まさに証券市場が果たすべき役割が問われていると思う。「投資の意味」という文脈でもこれら復興に継がる金融商品の存在は重要である。また、被災者に株主招集通知が届かない惧れもある中で、証券界・証券会社や発行会社としてどのような対応が出来るのか検討することもプレゼンスを上げる一つのきっかけになると思う。
- ・ 先程、「今後、協会として取り組むべき課題を絞って実際に取り組んでいく」旨の発言があったがどのような意味なのか。初めから全ての課題に取り組むのは難しいと思うが、具体的に何をするのか。
- ・ 協会として本当に取り組むべき事項については報告書に盛り込むこととしたい。
- ・ 契約締結前交付書面はもう少し分かりやすくして欲しい。
- ・ 守りの姿勢だけでは向上は図れないだろう。人生における投資の役割など、前向きな内容も盛り込むべきであると思う。
- ・ 投資は本来自発的に行うものでなければならない。そもそも投資が人生の中で必要である理由を分かりやすく示すべきであろう。
- ・ 証券市場に深く関わっている方からみると、投資をしない人は金融リテラシーが無い人であると映るかもしれないが、そうした決め付けにならないよう、報告書では配慮していただきたい。そうではなく、是非納得して投資をして欲しいというニュアンスに表現振りを工夫すべきであり、安心して投資を考えることができるような報告書とすべきである。なお、欧米諸国との比較に当たっては、前提条件としての経済パフォーマンスが日本とは異なることを踏まえつつ、参照、検討を進めるべきであると思う。
- ・ 一部の限られた者ではなく、多くの者のための市場とすべきである。また長期投資に耐えうるような商品の設計・開発も大切であると思う。

- ・ 本懇談会の議論は、アンケートに寄せられた多くの声を基に各委員の御意見をお伺いしているということを御理解いただいた上で、御批判も含めて、様々な御意見をいただければと思う。

○ 今後の予定

次回会合（6月6日）において、本日の会合での議論も含め、これまでの検討の状況を総括した報告書案を取りまとめる予定。

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。