

第4回 金融・資本市場に関する政策懇談会

日 時：平成21年1月16日（金） 午前9時半～11時20分

場 所：本協会第7会議室

議 案

（審議事項）

1. プレゼンテーション

ハーバード・ビジネス・スクール日本リサーチ・センター

センター長 江川雅子 氏

2. 自由討議

議 事

1. プレゼンテーション

江川雅子氏より、「株主を重視しない経営 － 日本企業のコーポレート・ガバナンス －」と題したプレゼンテーションが資料に基づき行われた。

（主な説明内容）

○ プレゼンテーションの目的

（1）コーポレート・ガバナンスの重要性

⇒ 経営者の規律付けによって経営の効率を高め、企業価値を向上させることができる

（2）戦後日本企業のコーポレート・ガバナンスと株式市場の関係に焦点を当て、「なぜ、日本企業の経営者は株主を重視しなかったか」を考察

対象時期：1945年から1990年代半ばまでを対象

・ 江川氏の仮説

戦後日本の経営者が株主を重視しなかったのは、株式市場の機能不全（発行市場の欠陥、株価形成の非効率性）及び投資家の短期的・投機的傾向による。

（1）直接的要因

① 監督する大株主の不在（規律付けのシステムの欠如）

⇒ 財閥解体による大株主の消滅

（10%以上保有する株主の持ち株比率 25.7%（1945）→ 5.8%（1949））

⇒ 株式持ち合い

(経営者の相互新任の構造 → 経営者の監督は不可能)

⇒ 機関投資家の不在

(資本市場の発達が遅れ、機関投資家が育たなかったことから、株価への圧力
や議決権・株主提案権の行使などが行われない)

② 市場による規律・制裁の欠如 (規律付けのシステムの欠如)

③ 投資家による支配への懐疑 (経営者の意識)

(2) 構造的要因 …… 上記 (1) 直接的要因の背後にあるもの

① 発行市場の欠陥

1970年頃からの時価発行導入される前まで額面発行増資が主流

⇒ 市況に関わらず増資 (景気のよい時は銀行借入・悪い時は増資)

⇒ 時価発行導入後も協同飼料事件など安定株主工作を目的とした株価操作

⇒ 規律の欠如

② 株価形成の非効率性

⇒ 機関投資家やアナリストの間の競争は不十分

⇒ 当時の株式投資の入門書では、「株価は実体価値と乖離」との結論が主流

⇒ 1980年代前半まで都銀4行の株価は横並びだった (管理相場) ことに象徴
されるように、株価が操作されることもあった。

③ 投資家の短期的・投機的傾向

⇒ 日本の経営者は長期的視点に基づく経営を重視

(短期的・投機的な投資家に重要な意思決定を委ねるのは誤った経営判断につ
ながると懸念)

⇒ 日本の株式市場の回転率はNYSEのそれを大きく上回っていた

⇒ 短期的・投機的傾向は近年でも日本・米国・ドイツと比べ日本が目立つ

2003年の機関投資家へのアンケート調査 (投資視野について)

	日 本	アメリカ	ドイツ
数週間以下	23.5%	2.7%	14.0%
2ヶ月～12ヶ月	68.3%	59.7%	80.6%
数 年 間	8.2%	37.6%	5.4%

<投資家の短期的・投機的傾向となった歴史的背景>

- ・ 米相場の伝統
 - － 明治時代の株式取引に、米相場の投機的取引仕法を導入
 - － 戦前の取引所取引の9割は先物取引
 - ・ 産業資金調達のための発行市場よりも、流通市場取引が発展
 - ・ 「銘柄」と“Stock” 銘柄：取引の物件となる商品などの名称
 - ・ 大量推奨販売と4社の寡占（1950－60年代）
 - － 4社の価格支配力による株価操作と手数料稼ぎの回転売買
- ⇒ 投資家の短期的・投機的傾向を助長

（3）継続のメカニズム … 上記（2）構造的要因が維持・強化されるメカニズム

- ・ 経営者による株主を重視しない行動
- ⇒ 配当を低く抑える ⇒ 投資家による短期売買を助長
- ⇒ 投資家による支配への懷疑（経営者の意識） ⇒ スパイラル現象

（4）90年代後半以降の動き

- ・ 日本でもコーポレート・ガバナンスに関する議論が活発に（2002年商法改正）
- ⇒ 企業不祥事の多発や日本の株式保有構造の変化
- ・ 株式市場の効率性が向上
 - ・ 経営者の株主への姿勢の変化
- ⇒ 配当等の増加や企業価値の最大化、合併比率の決定等における既存株主の配慮、株主との対話を重視など

その一方、

- ・ 買収防衛策の導入
- ・ ファンドへの株式譲渡、MBOなどで既存株主の利益保護が不十分な案件

（論 点）

- ・ 「会社は誰のものか」の二項対立からの脱却
- ・ コーポレート・ガバナンスと企業業績の関係
- ・ 社外取締役の是非
- ・ 投資家の区分に対する是非

2. 自由討議

主な意見は次のとおり。

- ・ 国内株式の長期保有や配当の二重課税など、税制面でお気づきの点があれば教えてください。

⇒ ご指摘のとおり、二重課税の問題や証券税制なども、かなりいろいろ議論になっているが、複雑化したことによって投資家が引いてしまうといったような問題も含めて、いろいろ工夫の余地はあると思う。（江川氏）

- ・ まずは感想から述べたい。江川氏のご指摘とおり、80年代に業績の良い銀行の株価が全く動かないことがあったことは非常に思い出に残っており、実際に自由なマーケットと言いながら起こるのだということを前提に、マーケットの分析はしなければいけないというのが、その当時、得た教訓であった。

次に、「誰がいったい企業支配をしているのか」という問題で、先ほど、従業員の代表のような形が多いのではないかとプレゼンがあったが、結構、銀行による経営者の派遣も多かったのではないかなと思う。これは、銀行を批判するということではなく、その当時は必要性があったという事情もあったが、その結果、企業は直接金融に資金調達を求めるのではなく、間接金融に求めざるを得ないという事情があったのではないかなと思う。しかし、現在は基本的には、株式市場がうまく働く方向に行っていて、コーポレート・ガバナンスの改善なり、機関化現象と言われているような状態に移行してきていると思う。

また、機関投資家の役割もポイントである。現在、機関投資家の運用はインデックスファンド化している中で、議決権行使について最近は議決助言機関にアウトソースにされている傾向があり、やや本当の意味でのコーポレート・ガバナンスにつながっているのか、という問題点もあると思う。

もう一つ、アクティビストファンドの役割をどう見るかということも問題である。アクティビストファンドから買収攻勢を受けた企業の経営者は、「彼らは非常に短期的な視点しか持たない」とか、「短期的なキャピタルゲイン目的の投資行動をされると、経営は立ち行かなるので非常に困る存在だ」などと言われる方が多い。

ところが、一般的なアクティビストファンドは3年程度保有するケースが多く、必

ずしも短期とばかりは言えず位置付けが難しいが、何かお考えがあれば伺いたい。

⇒ 銀行のガバナンスにおける役割は、ご指摘のとおりである。銀行が持ち合いの先に経営者を派遣したり、実際に経営難の企業を再建したりという例はたくさんあり大きな役割を演じていたと思う。このような視点で日本の企業のガバナンスを研究した事例がかなりあったことから、自分は違う視点で、株式市場にも問題があるという、今までとは違う視点で考えた次第である。

次に機関投資家の役割であるが、これはもっと大きくあるべきで、例えば、IPOについて言えば、欧米において実際の価格形成をするのは機関投資家の役割で個人はそれに追随する構図であるが、日本の場合はその逆で、個人の投資家の参加が多過ぎて、適切な価格形成機能ができていないように思う。また、議決権行使のアウトソースについてもご指摘のとおり、株主総会が一時期に集中するため機械的になってしまっている部分があり、改善の余地があると思う。それを改善する一つの方策としては、気の長くなる話ではあるが、発行体の会計年度を分散させてはどうかと考えている。

また、アクティビストファンドについてだが、自分もしっかりとした結論はないので感想を述べると、アクティビストのコメントを聞いていると、よく「ロー・ハンギング・フルーツ」という言葉が出てくる。これは「わざわざ高い木に登って取らなくてもよい、すぐ手の届くところになっていてすぐ取れる果物」という意味だが、実際にここ数年ターゲットになっているところは、非常にキャッシュを溜め込んでいて、例えば現金の価値のほうの時価総額を上回っているなどファイナンスの理論から考えると不合理な株価が付いている会社が狙われていると思う。米国でも80年代、敵対的なTOBが頻繁に行われた時期を経て、経営者も徐々にソフィスケートされファンドから狙われないようキャッシュを溜め込まないなどの知恵を身に付けてきたように思う。しかし、日本ではそういう段階までは至っていないので、狙われてしまうところが多いというのは、少し残念に思っている。ただ、最近、社外取締役を取り入れるべきだといった議論が出てきたり、日本の個人投資家を含めた投資家の意識が変化し経営について意見を述べるようになったりしてきているので、経営者もそれに応じて少しずつ意識が変化してきているのではないかと思う。

(江川氏)

- ・ アメリカで議論されたことが3年後に日本で議論になる傾向がある。現在、日本では「企業は消費者と株主の言うことを聞くべきだ」という議論があるが、現在アメリカでは「経営者と従業員と株主と消費者を重視すべき」という議論になっている。しかし、今後アメリカの銀行や証券会社に公的資金が入ると、アメリカの論調も変わると思う。そこで、今まで日本で「株主の意見を聞け」と言っていた人たちが3年後にどんなことを言うのか非常に注目している。私はこの議論については、日本独自のオピニオンがあってもいいのではないかと考えているが、何かご意見があればお伺いしたい。

⇒ 難しい問題である。アメリカでは社外取締役が取締役会の半分以上を占める会社が多くガバナンスが機能しているということが日本では言われるが、今回の金融危機でリーマンなど金融機関が非常に問題のある取引に手を染めていて、取締役会は本当に機能していたのか等、この問題は考えるべきことが多いと思う。

(江川氏)

- ・ 私は様々な会合などで資産家と話をすると、長期投資には税制面の手当をして欲しいという意見をよく聞く。この場を借りて言いたいのは、相続税を含めた税制の措置をこの際大胆に行ってはどうかと思っている。

⇒ 税制を変えることで長期投資が促されるということであれば、もっときちんと考えるべきだと思う。ご指摘のとおり、相続税もその一つではないか。(江川氏)

- ・ 少し感想めいたことを述べると、日本のガバナンスは二つの大きな構造的な問題があると思う。

一つは、日本の97年あるいは2002年の金融危機、経済危機の中で、株主責任を問われた件数が極めて少なかったことである。このことが株主のモラルハザードに繋がり、経営者に緊張感を失わせた原因ではないか。

もう一つは、会社法の改正で、ガバナンス体制について、監査役会制度といわゆる社外取締役会というダブルスタンダードを作ってしまったことである。

それから、銀行の株式持ち合いについては、既に新聞などで報道されているとおり、今回の世界不況の中で様々な業界の再編がもう一度進み、持ち合い株の減損で大赤字になるというようなことを体験する中で、解消されていく可能性もかなり高

く、こちらのほうは楽観的に考えている。

- ・ コーポレート・ガバナンスを通じ、我々として証券市場はいかにあるべきかを考えると、機関投資家の問題があったり、長期の個人投資家の育成の問題があったり、アクティビストに対する考え方もあるが、これらに対する解は一つで、「投資家は非常に多様性があり、バランスが取れていればいい」ということだと思う。

バランスが取れた投資家が証券市場にいることによって、経営に対する牽制機能が働き、その結果、コーポレート・ガバナンスのレベルが上がってくると考えている。「会社は誰のものか」という議論についても、様々なステークホルダーがいるのは周知の事実であり、我々業界の中では従業員のものか株主のものかという二項対立の域は既に超えているはずである。

ここから質問だが、サブプライムの金融危機の中で、コーポレート・ガバナンスに対して新しい議論や視点は生まれてきているのか。

⇒ 今回の金融危機は、サブプライムで問題を起こした金融機関のガバナンスの問題や資本主義そのもののあり方を問いかけるような危機でもあるので、そういったコーポレート・ガバナンスのあり方を根本的に立ち返って考えてみようという流れや動きはあると思う。

ただ、まだ、新しい流れというほどははっきりしたものが見えてきている状況ではないように思う。

一つだけ申し上げたいのは、日本でマスコミ報道を見ると、アメリカでは株主資本主義のような考えばかりで、日本とはぜんぜん違うのだ、という感じで言われているが、アメリカの研究者の中にも株主だけを重視するのではなく、他のステークホルダーも考えるべきだということを議論している人もたくさんいるし、そもそもエンロンのコーポレート・ガバナンスは、コーポレート・ガバナンスのモデル的なケースだったのに、それが機能しなかったということも、非常に研究者にとってはショックだった。そういったことをゼロベースに立ち返って考えようという動きは確かにあると思う。

それから、日本では時々しか報道されていないが、イギリスなどは、例えば取締役会の議長とCEOをきちっと分けるなど、アメリカとは違った形でのガバナンスを効かせようというようなことをやっているようである。ただ、新しい大き

な流れとしてまとめられるようなものまでは出てきておらず、まだ混沌としているという状況だと思う。（江川氏）

- ・ 確かに、90年代後半以降の傾向として経営者の姿勢の変化を感じられ、アナリストのバリエーションについても多様な形でしのぎを削り合っており、投資家の関心も高くなっていると思う。

しかし、現在少し気になっているのは、買収防衛策の導入に際し、「会社は誰のものか」という議論をしたときに、様々なステークホルダー、例えば従業員であるとか、顧客であるとか、ステークホルダーが多くなれば多くなるほど、この究極の選択のときに判断ができなくなってくる。

なぜアメリカで、「会社は株主のもの」という割り切った結論が受けるのかというと、今述べたような事情があり、「買収防衛策の導入は株主のためにならないから導入すべきではない」などの結論が論理的に出しやすいことが考えられるが、ご意見があれば伺いたい。

⇒ 買収防衛策に関しては、私も非常に複雑な思いを持っている。皆様は既にご存知のことと思うが、アメリカなども、ポイズンピルが広く導入された時期があったが、結局、それは時間稼ぎというものでしかなく、究極の防衛策は、むしろ、長期的に企業価値を上げていくことであるというコンセンサスが今では出来上がりがつつあり、ここ10年ぐらい、むしろ防衛策を外す企業のほうが多いという流れが世界的にある中で、日本では、三角合併等いろいろなきっかけがあり、ここ数年で急に買収防衛策が入ってきた。

しかも、買収防衛策はある意味で「伝家の宝刀」で、抜かないのがいいところで、それ自体が買収の抑止力になるという性格のものだと理解されていたが、日本では、ブルドックソース(株)の事例のように、実際に執行されるケースまで出てしまったとので、ここは非常に問題があると思う。

ただ、数は少ないが、買収防衛策を入れたものの投資家から批判があるのでやめましたという会社もあり、希望的観測も含めて、今のような買収防衛策を長期的に行うことは日本の企業にとってマイナスであると思うし、今後もう少し見直すきっかけが出てくるのではないかなと思う。

先ほどご指摘のあったことについては、買収防衛策だけではなく、一般的にコ

コーポレート・ガバナンスを議論するときに、ステークホルダーと言ってしまうと、その間のバランスをどう取るか、その判断を誰がすべきか、というのが結局難しいので、株主の利益を最大化するような形で、企業価値を最大化すれば、他のステークホルダーも報われて大抵はうまくいくという議論は確かにある。学術的な議論の中でも、ステークホルダーに関して賛同する人は多いと思うが、それを実際に経営の中にどのように生かしていくか、モデルとしてどのようにしたらうまくいくか、ということ、具体的に案として出せないことが、このような結論となる理由なのではないか。

したがって、もっと学術の面でも、実際のプラクティスの面でも、いろいろ議論・工夫の余地はあると思う。つまり、観念的にどっちがいいかという話とは別に、実際に、ステークホルダー論はいいが、それをやっていると、結局、悪い経営者が経営している場合、それを止められないのは問題だという理由で、株主を重視すべきという結論が良いと言っている人もいるわけで、そこを解決できるようにしたら、もう少しバランスが取れた議論ができるのではないかなと思う。

(江川氏)

- ・ 今の話にもつながることだが、会社のM&Aのディールに関わった際、外資系の株主と日本の経営者の間で、当初から対立の構図になってしまい、議論を尽くさないまま、買収防衛策を導入することとなってしまった。

このようなとき、株主ができることと言えば、株式を売却してしまうとか、経営に対してものを言っていくなどの方法があると思うが、その中の一つとして、経営者を替えるという選択肢もあると思う。日本では、この5年くらい成功例も失敗例もあるが、場合によっては経営者を替えるぞというようなことがあれば、他の取締役たちも、新しい経営者とやっていく可能性もあり、もう少し健全な議論ができるのではないかな、と思うような経験があった。

日本のコーポレート・ガバナンスとアメリカのコーポレート・ガバナンスを考えたときに、プロ経営者と言うか、経営者に替わっていくような事例が増加し、必ずしも従業員代表者が経営者になるのだというところではない発想がもう少し出たら、多少変わるのではないかと個人的には考えているが、どのようにお考えか伺いたい。

⇒ 経営者の問題は、最近、議論が盛り上がっている。日本の会社のいろいろな経

営の仕方は、元々経営者の転職市場がないことと密接に絡み合っていると思うが、その会社で育ってきた人だからこそうまくいく場合がとて多く、たとえ同業他社の経営者に替わったとしても経営がうまくいくとは限らないことから、日本では、経営者交代にはまだなかなか自信が持てないということはあると思う。また、プライベートエクイティファンドの方が常に「経営者がいない」ということをよく言っているので、そこは大きな問題かと思う。

ただ、今、徐々に経営者のスキルが問題にされてきており、ある意味では、もう少し抽象的な、どの会社でも通用する経営者のスキルがあるはずで、そのようなスキルをしっかりと日本の経営者の候補者に研修など様々な形で身に付けてもらわなければいけないということが、現在出てきている議論だと思う。だから、長期的には経営者交代が現実的な選択肢になってくる時代もあるのではと思う。

（江川氏）

- ・ 議論の続きだが、経営者の立場として考えると、コーポレート・ガバナンスと言われると、大抵何か経営者が悪いことをしているのではないと言われることが非常に多く片腹痛い思いをするが、本当のところ、経営者は「社会的使命とは何か」ということを念頭に置き、それを第一に挙げながら経営をしているというのが本当のところである。

では、「社会的使命は何だ」というとき、一つは社会に対する貢献であるが、その次にどうしても大事なのは従業員で、従業員を幸せにしてやりたいという気持ちはどうしてもある。そして、株主は最後となってしまうわけである。

ただ、アメリカの教科書的に考えると、株主（あるいは教授によっては株価と言う場合にもあるが）という答えは非常にすっきりしており、一見矛盾があるようだが、実は矛盾していないのだと私は思っている。

というのは、経営者は、社会的ミッション又は社会使命で社会に貢献したいということで仕事をしているが、確かにエンロンの事例もあるので、チェックを受ける必要はあると思っている。そのときに最も効果的なものは、やはり株主であり、株価であり、それが市場だと思っており、そのために市場がしっかり機能していなければいけないのだと、自分なりには思っている。

したがって、市場のインテグリティを如何に高めていくかということが一番大事

であると考えている。

- ・ 今のコーポレート・ガバナンスの議論が、どちらかと言うと、限りなくインスティテューショナルビジネスに対してのコーポレート・ガバナンスという側面が強く、一般投資家の立場の議論が少ない気がする。

この会議も、「貯蓄から投資へ」という形で、個人の長期投資家を増やしていこうということだが、過去の証券会社の歴史を調べたところ、戦前は、個人には株式は危険なので売らない方がよいという経営方針だった。

戦後になって初めて、額面増資若しくは額面に対する配当が行われるようになり、魅力が非常に増大したことから、個人にも販売するようになった。

1970年代は時価発行増資が始まり販売先は機関投資家に移っていったが、唯一、個人の証券ビジネスとしては、企業の発行する社債ビジネス（特に電力債）をかなり取り上げてきた。

このように、歴史的に見ると時代により様々な資金調達の方法が行われているが、個人の既存の株主にとっては、全く分かりづらい様々なエクイティファイナンスが行われ、知らないうちに株式の希薄化が行われている。

一方で、ほとんど90年代で、通常の一般企業による個人向け社債の発行はなくなった。これはコストの問題が大きいと思われる。しかし、面白いもので、現在の株価の状況のためエクイティファイナンスができないことから、いくつかの企業が個人向けの社債の発行をまた始めたが、未だにエクイティファイナンスのこうした問題点が整理されないまま行われている。

ライブドア事件を含めたこのようなエクイティファイナンスの問題を整理しなければ、本当の意味で個人投資家はマーケットには戻ってこないと思う。

このように、根源的に、コーポレート・ガバナンスも個人投資家に対して分かりやすく見えるようにしなければいけないのではないか。

また、市場の規則をたくさん作っていくのもいいかもしれないが、個人的には、罰則を厳しくするというのも一つだろうと思う。アメリカでは証券不祥事を起こすと、懲役刑も含めてかなり厳しい刑が課されるが、日本の場合はペナルティが非常に軽い。飲酒運転も反則金を高くするなどの措置を講じた結果、非常に減少したことを考えれば、罰則を強化することも考えるべきである。

さらに、IPOに際して、そのときだけの引受幹事というあり方は問題だと思う。上場後、誰がその責任を持って公開させた会社を監督していくのか。取引所に求めるという意見もあるが、取引所の機能では限界があると思う。四季報をみると主幹事の記載があるとおりの、個人的には、主幹事、幹事会社が公開した後も責任をもって監督していくべきと考える。

最終的に、一番つらい思いをしてきたのが、日本の中では個人投資家である。しかも、アメリカの教科書で言えば、株式投資は長期投資であれば必ず利益が出るとアセット理論では述べられているが、日本の株は過去20年間投資しても下がっている。このようにコーポレート・ガバナンスも私はリテールに向けた発信が必要なのではないかと思うが、見解をお伺いしたい。

⇒ 私自身、外資系で長く仕事をしてきたこともあり、リテールの現場については理解が不足しているかもしれないが、ガバナンスの仕組みなどを考えたとき、機関投資家と個人の投資家の間での違いは特にないと思う。機関投資家がもの言っていてガバナンスが高まれば、それは個人投資家にもプラスになるのではないか。

ただ、一つ興味深いと思うのは、最近、社外取締役を導入したほうがいいのではないかという議論が出てきた背景の一つとして、個人投資家が株主総会に実際に出席するなどかなりアクティブになってきて、株主提案を行うことも出てきていることがある。確かに、機関投資家も昔に比べて議決権をきちっと行使するなど行動が変わってきている影響もあるかもしれないが、このような個人の投資家の行動の変化は今の経営者のガバナンスにも影響を与えていると思う。

- ・ 端的に言って、日本の投資家が日本株をもっと買い進んでいくためには、何をどうすればいいとお考えか。

⇒ 本日の会議で議論したとおり、市場のインテグリティを高めていくこととか、税制といったことも重要だと思うが、企業が業績を高めていくことが一番重要だと思う。

よく内部で議論になるのは、日本の会社はとても良い技術やノウハウを持っているにもかかわらず、それが戦略、最終的には収益力に結び付いていないということがある。例えば、アップルのiPodは人気が高く、よく売れているが、あの要素技術は全部日本の会社が作っていて、日本の会社でもビジョンを持っていれば、

あれを全部統合して、市場に出すということができたはずなのに、それを持っているのは、たまたまアップルだったことである。

このような事例が至るところにあり、私は歯がゆくて仕様がなない。ガバナンスについては、もちろん株主を向いていないなどの議論もあるが、そもそも業績がもっと良くなれば、広く配分がいくわけであるから、根っこのところは、やはり、日本の企業の経営がもっと良くなって欲しいと思う。（江川氏）

- ・ 最後に感想めいたことを一言申し上げると、コーポレート・ガバナンスについていえば、コーポレート・ガバナンス・ファンドを企画し、運用を始めたことがあったが、商品化する過程で非常に議論になったことは実質的にどうやってコーポレート・ガバナンスのいい会社を見分けることができるのかということだった。

これを見分ける過程は形式性にのっとらざるを得なかったが、今に至るまで考えていることは、実質性をいかに把握するかということである。

例えば、社外取締役は普通に考えればいたほうがいいわけであるが、それでも、社外取締役がいれば誰がなってもいいというわけでもない。それを定義すると、利益相反関係がないなどということになっていくわけだが、最終的にはその人が誰であってどういう人なのかということは会社との相性もあり、形式的には定義しにくいわけである。

このように限界がある中で、「会社とは誰のものか」という二項対立が典型的だが、形式性の罠に陥りやすいものがこのテーマだと思っている。コーポレート・ガバナンスの問題に限らず、これから我々が発信していく提言についても形式性というものを超えて実質に迫るものでもあれば何でも泥臭く発言してもいいのではないかと感じた次第である。

稲野座長より「次回の懇談会は、さわかみ投信代表取締役、澤上篤人氏にプレゼンテーションをお願いする予定である。開催日時等詳細については、また改めて事務局から御案内させていただく。最後になったが、改めて本日のプレゼンターであります江川氏に御礼を申し上げたいと思う。」旨の発言があり、本懇談会を終了した。

以 上