

第 6 回 金融・資本市場に関する政策懇談会

日 時：平成 21 年 2 月 25 日（水） 午後 2 時～ 4 時

場 所：本協会第 1 会議室

議 案

（審議事項）

1．プレゼンテーション

日本経済新聞ヴェリタス編集部 編集委員 前田 昌孝 氏

2．自由討議

議 事

1．プレゼンテーション

前田昌孝氏より、「なぜ進まない『貯蓄から投資』」と題したプレゼンテーションが行われた。

（プレゼンテーションの主な内容）

長期投資家と長期保有とは異なる

長期投資家 長期的に株式投資で成果を追求する投資家（年金、生保など）

企業が増やしたくない株主（モノを言わなければよい）

長期保有の株主 取引先や持ち合い株主など配当や優待を楽しみにしている

個人投資家

企業が増やしたい株主

報われなかった長期投資

1980 年から毎年 100 万円ずつ同一金融商品に等金額投資した場合の各年末の資産額で最も増加したのは国債

株式は、国債、定期預金、米ドル M M F、金地金の中で最もパフォーマンスが悪い

伸びない 1 株当たり営業利益

過去 30 年間の営業利益の推移をみてもほとんど伸びていない。

長期投資しろと言っても無理

新規上場企業も利益成長続かず

低率配当を許してきたツケ

- ・ もし R O E 8 % を確保して、純利益の 30 % を配当、10 % を役員賞与に回していれば、企業の純資産は 4.8 % ずつ増加していたはず
- ・ $(1 + 0.048)$ の 30 乗 (30 年分) は 4.08。つまり、30 年で企業の純資産は 4 倍強に膨らみ、利益も 4 倍強になっていた
- ・ 株主から見ても 30 年前に 100 万円で買った株式は 400 万円になり、受け取り配当も 30 年間の累計で 164 万円になっていた (P B R は 1 倍と仮定)

この程度は企業経営者として当然の義務ではなかったのか

リスクに見合わない金利、コストを意識しない経営

資本の希少性を意識しないで経営するから、株主の利益にならないだけでなく、まともな金融・資本市場が育たない

利益相反に対する希薄な意識

法律違反ではないが、私が問題があると思われる事例が多数存在

忘れられた証券の原理原則

販売会社として、私が問題があると思われる事例が多数存在

株主・投資家の利益のために働いている人はいるのか

資産運用会社 主流は販売会社の子会社

企業の社外取締役 社長の友人。余計なことは言わない。人数もわずか

銀行・証券などの金融仲介業 自らの利益優先

金融監督当局 現実を踏まえない過剰規制の連続

「簡素・公平・中立」からの税制のゆがみ

過去、日本の税制で特に配当に対する税制が非常に高すぎた。配当の税制と預貯金の税制との格差が大きすぎたのではないか

フェア・ディスクロージャーの精神はどこに

アナリスト説明会でのリップサービスが常態化

経営戦略や利益処分の方法をめぐって大株主と企業経営陣とが意見交換

をしたときは、情報開示を義務付ける必要があるのではないか

証券市場の再設計が待たれる

- ・ 株式の持合いは原則禁止。当面は全面的なディスクロージャーを義務付け
- ・ 一定比率以上の新株発行は株主総会の決議事項に
- ・ 取締役の 2 分の 1 以上は独立取締役に。取締役と執行役の無制限の兼務を廃止。指名委員会議長は独立取締役に
- ・ 子会社を上場する場合、子会社の取締役は少数株主の利益のために働くこ

とを義務付け

- ・ 株主総会の投票結果の公表を義務付け
- ・ 銀行の証券子会社はメイン先企業の証券発行に携われない
- ・ 販売会社系列の資産運用会社には親会社との完全分離を求める
- ・ 公平情報開示規則（レギュレーション F D）を制定
- ・ 発行企業と機関投資家の水面下での接触を禁止
- ・ 全上場企業に年 2 回の個人投資家向け I R を義務付け
- ・ 金融一体課税を早期に導入し、金融商品間の課税を公平に
- ・ 政府とは独立の証券取引委員会を設け、証券市場の健全な発展に、全責任を負わせる

企業は成長ストーリーが必要

- ・ R O E 10% 確保をベストプラクティスに
- ・ 企業価値の拡大につながらない事業は売却を
- ・ 社会の発展に貢献することが重要
- ・ 顧客満足度の向上が利益の源泉
- ・ 正社員中心主義からの脱皮も急務

2 . 自由討議

主な意見は次のとおり。

- ・ 「貯蓄から投資へ」というスローガンは、今までの間接金融中心の構造がバブル経済崩壊後の深刻な不良債権問題で壊れてしまったことを反省し提言されたもので、日本版ビッグバンが行われた後、政府の中期計画の中でも、「2011 年までに我が国の個人金融資産に占める投資商品の割合を現在の 13 パーセントから 3 割ぐらいまで上げたい」というようなことが目標に書いてあったが今般の金融危機でこれもすべて狂ってしまった。前提として考えなければいけないことは、本当に「貯蓄から投資へ」というスローガンは、目的になるかどうかということ自体が私の中ではよく分からなくなってしまった。

そこで、日本版ビッグバン以降の流れの中で、お聞きしたいのは不適格な仲介者の排除と称して、銀行中心の販売体制を作っていく、銀行の中で預金から投信へと販売をシフトしていこうという流れがあったように思うが、この流れが本当にいいのかどうかということをお聞きしたい。

今のプレゼンで述べられていた証券市場の再構築と、企業のお話をいただいたので、

ぜひ仲介業者についての視点というのを追加でアドバイスをいただけたらと思う。

ご指摘のとおり、日本版ビッグバンで証券業務の開放を進めたのは、要するに、「貯蓄から投資へというのが進まないのは証券会社が悪いからだ。だから銀行が参入してくれば、もっと健全な担い手が増えるから、証券市場はよくなるはずだ」という考え方も、背景の1つだったと理解している。

しかし、現実にはそのようにはなっていない。証券市場は市況によって左右されるため、従来の銀行の経営のように月次の予算をたて、着実に達成することを求めるというビジネスモデルについてきていない印象がある。

銀行が証券業務に入るのなら、もっと前提として、法令さえ守っていれば無難という銀行の減点主義の人事評価体系の中で、証券ビジネスをやるということ自体がそもそも合わないのではないかという感じが特にしている。

今の大きな問題は、仲介業者というのは運用会社が作った商品を、ただ小売店のように棚に並べて売ることだけで役割が果たせないということだ。顧客の中にはもっと世界の動向なり、今損しているのはなぜなのかということ、最近なところから言えばそんなところから始まって、いろいろな資産運用のアドバイスを得たいというニーズが多数あるのにもかかわらず、今の仲介者はそれがきちんと提供できていない。

そう考えると、仲介業者というのはホームドクターのような仕事を果たさなければ顧客から手数料をとる資格はないという気がしている。（前田氏）

- ・ 私はおそらく投資しか金融資産は増えないと思っているが、ジャーナリストとして日本国民なり、投資家にどういうことを勉強して、何を基準に、どう投資を促していくことがよいとお考えか。

そんなに特殊なことは申し上げられないが、今のような経済環境だとどこに資産を置けば一番安全かということに自信を持って答えられる人はいない。銀行の預金も分からないし、国債も分からないだろう。

そうすると、そんなに特殊なことは言えなくて、「分散投資しましょう」というようなことと、ひとところに比べるとやはり流動性というのは大事だから、「いろいろなことがあってもいつでも現金化できる資産というのは、ある程度持っていなければいけませんね」ということは訴えると思う。

それからコンテンジェンシー・プランと言うのか。これは企業も必要だが、個人も必要なのだろうということをもっと訴えてもいいと思う。具体的には、世帯主が会社を解雇されたらとか、収入が半減したらとか、いろいろなことを現実の問題と

して考えて資産運用なり、資産形成なりに取り組まないと、いざというときに流動性不足、あるいはいろいろなことで大変になりますよ」というようなことである。

あと日経ヴェリタスでは毎週、かなり小さい国も含めて、世界の株式市場でどこが値上がりしているのかを紹介しているのだが、日本株だけではなくて世界の株式に投資するということまで視野に入れていろいろなことを考えなければいけない時代になったということは、もっと読者には訴えたいと思っている。（前田氏）

- ・ これは感想みたいなものだが、もちろん細かいところでは、ちょっと違うのではないかというような議論をしたいようなポイントもないことはないのだが、基本的なメッセージには非常に共感するところがある。

しかし、ROEを重視した考え方は、悪意にとればアメリカタイプの物事が再び語られていて、それはこの間破綻したのではないかという論調がでてくる可能性があるが、それはかなりの部分が企業の責任回避というか、本来の企業の役割を忘れたものではないかという気がしている。

ROEは8%がいいのか、という具体的な水準は確定的には言えないにしても、こういう考え方というのは、アメリカで何が起きようが変えるべきではないと思う。そうでない意見も日経新聞の論説の中にも結構あるので、そのへんはよろしくお願い申し上げたい。

それは本当だと思う。ただ、その先のことをもう一つ言うとROEが6%でも8%でもいいのだが、資本コストを意識しろ、それから銀行も今までのように何でも短プラ、長プラで貸すのではなくてリスクに見合った金利で貸せということになったら、企業の資金調達コストは企業の経営リスクに見合った水準まで上がると思う。その上で、今の法人税を払って、従業員の厚生年金とかいろいろなものを払って、しかも「日本企業を牽引するエンジンになれ」と言われても、そんな企業をやるという人が出てくるのか。そっちが私はすごく心配だ。日本だけの問題ではない。これから会社を組織して、経営して、金儲けして、社員に給料を払って、税金も払って、株主にも報いる。それがこれから本当に成り立つのかどうか。そこが分からない。（前田氏）

- ・ 私もROEを基準に企業にそれを求めていくという姿勢は絶対大事だと思う。やはりリスクキャピタルなので、リスクを投資家の方にとっていただいて、リスクフリーのマネーに対してプレミアムということが至上命題であるということを明確に定義しなければいけない。その数字がどのぐらいが妥当であるかは別として、これは当然の話ではないかと思う。

それから、フェア・ディスクロージャーの精神というのは、まさにご指摘のとおりで、情報を提供する側の方の中で問題意識がひょっとしたら薄いような状況があり、それを何らかの形で担保されなくてはいけない。フェア・ディスクロージャーの精神を貫徹することと、投資家がそこに株式市場の魅力を感じるというのは、たぶん相関関係がある。

しかし、日本には何千社とあるわけで、実際にきちんとやっている会社もあれば、本当に詐欺まがいになっている会社もあり、玉石混合になってしまっているのが、一つ株式市場の魅力を低下させている。ここはやはり当局や取引所が強制的に退出を命じる権限を強化するとか、具体的に何かしないといけない。いわゆる御題目だけではダメで、実効的な措置というのは何かお考えだろうか。

フェア・ディスクロージャーを全部監視するというのは無理だ。やはりこういう問題は、やり方がいいかどうか分からないが、典型的なことがあったら一罰百戒で厳罰に処するということなのではないかと思う。ある程度の数の会社はこれが問題だということになれば、コンプライアンス体制とかが整備されているので、大抵は守れるのではないかと思う。（前田氏）

- ・ 常々、私も銀行や証券会社だけでなく、どこの企業もそうだが、結局自分の懷を増やすためには人間必死にがんばるのだなと思うことが多くて、その先の社会の発展になかなかつながっていかないという歪みがいろいろ出ていると感じることが多いので、たいへん賛同する。

今までの話にも出たように、このような社会のお目付け的な問題提起を読者に向かってぜひとも発していただきたい。メディアはその大変重要な役割を担っているので、もっと書いていただきたいという気持ちである。

それにプラスして、今個人投資家も含めて一個人も、この先は一体どうしたらいいのだろうという大きな不安にとらわれているので、この不安を私たち大人が何とか払拭して、何とか改善するという姿勢を取り続けていかないと、今のもっと若い世代や子どもたち等に悪影響を与えてしまうのではないかと危惧する。

それで今この時代に個人はどう動き、何を見て、何を監視して、生活していくべきなのか。ヴェリタスでもライフプランニングというようなページを、私はたいへん楽しみに読んでいるのだが、そういう個人に向けてのメッセージをどういうふうにやっていきたいのかをお聞きかせいただきたい。

自分の家庭のことを考えても、子どもに何を言っているのかなかなか難しい。ただ、やはり日本が今まで何とか成長してきたのは、奇跡的なことにもずいぶん支えられていると思うので、今はそのような時代ではないということだろう。だ

から一人ひとりが働いて収入を得る力。それは何も金儲けだけをしろということではないが、何をして社会に貢献していった、そしてその結果としてしっかり自分が生活できるだけの収入を得る。そのことの重要さを私は子どもにはしつこく、しつこく言っている。しかし、そんなことまで読者の方にはおこがましくて申し上げられない。

世の中、本当にどうなるか分からないし、我が家も先週は中国からの留学生を迎えて1週間滞在してもらったが、非常に未来志向でやる気満々で、それに比べると、「うちの子どもは何をやっているのだ」という感じもするのだが、こういう人たちとこれから競争していった、勝たなくてもいいが、共存していかなければ未来はないということを、私は子どもにはしつこく言っているものの、読者には何を訴えていいのかわからない。(前田氏)

- ・ プレゼンで利益相反のコメントがあったが、ポイントはたくさんあり、議論を始めれば一つひとつの論点があると思う。

それは別に置いておいて、一般投資家にとって利益相反の議論は結構難しいではないか。これが改善されると一般投資家の投資行動として、投資に向かうというか、そういう論点なのだろうか。

それぞれの事例の中には背景があり、多分プロフェッショナルとしてそのへんのところを考えられた上で実行された取引もあるのではないかというように思う。

利益相反の事例を記事にした際、それぞれの会社に変な反論をいただいている。反論されようが何だろうが私はいいと思って書いている話なのだが、個人投資家が最後の資金の出し手であるわけなので、個人株主が泣き寝入りせずに、発行企業とか仲介業者の自分の都合だけで、どんどん物事が進まないように、いろいろな立場の方々の利益もちゃんと考えられるような社会にしていかなければいけないし、おかしいと思った際にはきっちりと主張できる社会づくりが必要であると思う。

それぞれの事例に背景があってそれなりのことを考えて行われていると私も思うが、だからけしからんと思っている。だからプロフェッショナルが、コンプライアンスに違反しないように仕組みでこういうことをやるから個人投資家は文句を言えない。こういうのは李下に冠を正さずの話だと思う。(前田氏)

- ・ かねがね「貯蓄から投資へ」という話で思うのは、マスコミもしくはテレビ関係もそうだが、証券に対する政策や税制の話が出ると必ず格差社会の話、それから金持ち優遇という二つのプロパガンダが非常に強くて、税制がまったく前に進んでい

ない。

個人的には本当に「貯蓄から投資へ」を社会の正義だという形で、いろいろな構造的な問題、マーケットのエコノミーの問題として考えていき、低所得者層とか若年層とかにとって、メリットがあることが分かれば、金持ち優遇でもないし、弱者切捨てでもないという形になるのではないかと思っている。何かマスコミの立場から金持ち優遇という言葉と格差社会、それから証券税制というところで、何かヒントはないのか。もしあれば、教えていただきたい。

証券税制を議論すると政治の世界では必ず金持ち優遇だという議論になり、話がゴチャゴチャしてくるのだが、金持ち優遇ではないのだとかいった議論もなかなかできない話だろう。現に、貯蓄をしていない方が25%もいる。

しかし、こういう社会だからこそ、やはり投資をして、それなりのリターンのある方が、それなりに税金を払っていただくような社会にしなければ全体として回らないと思っている。社会全体のバランスを抜きに、株式投資の利益は非課税にしろとか、配当課税はゼロにしろとか、そんな議論はやはりできないと思っている。

しかし、そういうこととは別に株式市場を活性化するというのは非常に大事なことで、今度も新聞を見ていたら企業の留保利益は何に使うべきか。こんなものは雇用の維持のために使うのであって、株主のために使うべきはないみたいなことを言われる方もいるが、そこまで株主というのは金持ちばかりで、こんな人たちの利益を考える必要はないのだということになったら、年金も成り立たないし、保険会社だって成り立たないし、国の経済全体が成り立たない。だから、株式市場というのは金持ちだけのものではなくて、みんなのものなのだとということをもっと私たちは訴えていかなければいけないのかなと思っている。（前田氏）

- ・ 当社の顧客で個人投資家は多数いるが、今個人投資家の関心事は自分が投資している会社が潰れてしまっては困る、ということではないかと思っている。マイナス成長というGDPの数字が出るなど、1月 - 3月というのは非常に重要な局面だと思っているが、そのへんのご意見をうかがいたい。

私たちの力で破綻が防げるなら、そうしたいがそれは無理だ。しかし、本当に成長の源泉というのは何なのかということが分からなくなっているような気がする。何が経済を前に動かすのか。今までは何だったのだろう。自由貿易だろうか。それともグリードだったのか。何で経済が成長できるのか。そこが見極められないと、やはり誰もリスクを取りたいと思わないのではないかと。とりあえずは極端なことが起こらないように資金をつなぐ。政府系の機関もフル回転して、そうやろうということだが、その先は何だろう。中国だろうか。分からないのだ。（前田氏）

- ・ 今のプレゼンテーション及びその後の議論を聞いていて、個々のケースだとか、前田氏が指摘されている問題点のすべてにおいて、私自身は価値観が一致しているわけではないが、しかし全体として言うと非常に前田氏ご自身は従来から揺るぎない観点をお持ちだと思うし、その揺るぎない観点からの確な問題意識を披露していただいたと思っている。

違法か適法かという問題ではなくて、これでいいのか。おかしいのではないのかという問題提起だったと思う。もちろん適法か、違法かということで、違法であればまったく論外なわけだが、形式的に適法であっても、これはおかしいのではないかということがあるのも事実であって、それは言ってみれば常識と非常識がどこで別れるかという話だろう。

ただ、ここでもいろいろな指摘があって議論があるように、何が常識かということは実はなかなか定まっていない。すべてが事前的に定まるということはないわけだが、私を感じるのは日本の資本市場においてもっと事前的に共有されるような常識があってもいいのではないか。もちろんこういった問題を一つずつクリアすることによってコンセンサスやコモンセンスというのができていくのだと思うが、そこに向かってやはり何かをすべきではないか。それは言ってみれば市場の自律性というような問題でもあると思う。今日はたいへん貴重なヒントをいただいたと思うので、今後も議論を深めていきたい。

稲野座長より「次回の懇談会は、全国社会科公民科教育研究会の前会長で、都立日野台高校、前校長の横山 正氏にプレゼンテーションをお願いする予定である。3月11日水曜日 午後2時半から行う予定あるが、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前田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。