

## 証券市場の社会的責任を考える

相 沢 幸 悦

### はじめに

ただいま御紹介いただきました、埼玉大学経済学部  
の相沢でございます。

本日は、「証券市場の社会的責任を考える」ということで、お話しさせていただきたいと思っております。ただ、証券セミナーでは、もう少し細かい、しかも専門の分野のテーマでお話をすべきだと思いますが。

私は日本証券経済研究所研究員時代からヨ

ロッパの経済、証券、金融を勉強してまいりましたが、昨今の日本の経済・金融システムを見るにつけ、いろいろ問題があるといいますが、ちょっと首をかしげるような状況になってきているのではないかと思います。特に、貯蓄から投資へということ、日本の金融システムが大転換しておりますけれども、証券市場がそういう社会的要請に十分にこたえているのかな、そういう疑問がございます。

本日、こういう非常に雑駁なテーマでの御報告をお許しいただいた日本証券経済研究所に深く感

謝申し上げます。

立花証券の石井先生がつけられた石井記念証券奨学財団というのがございます。私も当研究所に在籍していたころ石井財団から研究助成等をいただきましたけれども、そのとき、石井先生が非常に興味のあることをおっしゃいました。「証券市場、特に株の世界というのは、従来、銀行業に比べると、余りアカデミックな、あるいは学術的、理論的なものではなかったのではないか。私がこういう財団をつくったのは、皆さん方に株の世界、証券の世界をきちんとした学問体系にまで高めてほしいからである。」ということをおっしゃられました。

私はそのとき、非常に感銘を受けました。欧米では、実業界で御活躍された方がそういう財団をつくったり、社会奉仕をするというのはよくあります。日本でも証券市場の発展のために、学術研

究の振興だけでなく、大学の学生のゼミにもご援助いただけるような財団ができたということは非常にすばらしいことだと思っております。私の大学のゼミもご援助いただいております。証券ゼミナール大会に参加するため、学生に論文を書かせておりますが、学生は、非常に喜んで勉強に励んでおります。

もう一つ、最近お話を聞いてうれしく思ったのは、東京証券取引所の社長に斉藤さんがなられましたけれども、斉藤さんが社長になられるちょっと前に、日本の金融・証券市場を食い物にするような動きがあるが、そのようなことは、好ましくなく、やはり証券市場は健全に発展しなければいけないとおっしゃっておられました。こういう方に東京証券取引所の社長になっていただくというのは、証券界としては非常にいいことではないかと、私は喜んでおります。

## 一、貯蓄から投資へ

日本の証券市場は、戦後の高度成長の過程で非常に発展してまいりました。戦後初期は証券市場がまだまだ発展が不十分でしたので、銀行が企業を育成してまいりました。ですから、例えば東芝とかソニー、ホンダなどなど、今では名立たる世界的大企業が、当時は、こう言っては失礼ですけども、町工場から出発したわけです。そこから銀行が大事に育てまして、今や世界的な企業になって、日本経済を牽引するようになってきています。

戦後の高度成長の中で銀行が非常に大きな役割を果たしました。それは、歴史に要請された大事業でした。その後、日本経済の構造が、高度成長が終わって、安定成長といいますが、成熟経済の

段階に到達したわけでありますから、その機能は、証券市場に移っていかざるを得ませんでした。ですから、若干、時間がかかりましたが、金融ビッグバンをへて、貯蓄から投資へという、金融システムの大改革が行われたのではないかと思っております。

ただ、日本のこの金融ビッグバンの問題は、これは私の意見でありますので、皆様方から反論があるかもしれませんが、証券市場を「アメリカ力型」に作り変えるものではないかと思っております。ですから、証券市場を「アメリカ力型」にする——何をもって「アメリカ力型」かといういろいろな問題がありますけれども、その場合、何が問題かといいますと、金融システムの構造を「アメリカ力型」にするのであれば、その「上」に立つ経済・経営システムを「アメリカ力型」にしないと、金融システムと経済・経営システムの間に齟齬が

生ずる可能性が出てくるということなのです。

すなわちここで、「会社は誰のものか」という非常に根本的な問題が出てくるのです。法的にはもちろん会社は株主のもので、世界各国どこでもそうです。ところが、経済運営、経営等の分野に入り込みますと、「会社は誰のものか」ということが大問題になります。「会社は株主だけのものである」という考え方で経済運営を行う場合と、日本とかドイツのように、「会社はもちろん株主のものではありませんが、それだけではなく、取締役とか従業員、取引先、顧客など、皆のものである」という考え方で運営するのでは、経済・経営運営がまったく変わってまいります。そこに、日本において、残念ながら過度のマナーゲームが行われてしまうような素地が出てきたのではないかと思っております。

金融ビッグバンから大分たってから、ニッポン

放送の株式買収騒動がございましたけれども、それまでの間は、日本の市場の中には、金融システムと経営システムの齟齬について、なんとかお金もつけしようという市場参加者はまだい wasn't でした。わかっていても、行動に移す人はいませんでした。

それが、小泉構造改革の名のもとに、さまざまな規制緩和が断行され、金融・証券システムは、ますます「アメリカ型」の方向に進むことで、事態が大転換しました。従来の日本的経営の側面というのは、要するに企業の内部になるべく利益を留保し、外部に流出させないというものです。

それは、企業が倒産をしないように、何かあったときのために蓄積しておくとか、配当を余りせずに企業体質を高めるとか、いいかどうかはともかくとして、そういう経営システムであったと私は思っております。将来、さらにいいもの作りをす

るために、なるべく多くの利益を研究・開発費に回しました。

ところが金融ビッグバンに続く、証券市場の規制緩和・自由化が、私に言わせれば過度に進められた結果、いろいろな法律の合間を縫ったり、会社の株を買占めたり、そこでお金もうけができるというふうなことが出てきたのではないかと思っております。

ですから、私は、日本の経済・経営システムはアメリカのような形ではなくて、ドイツあるいはヨーロッパ大陸のような形にすべきだと思っております。すなわち、「会社は皆のものである」という前提で経済・経営システムと金融システムが齟齬をきたさないような形で自由化をしていくということが必要なのではないかと思っております。

極端な話、私は株式の持ち合いも、ある程度復活することはやむを得ないのではないかと思っております。

おります。なぜならば、一九六〇年代に資本の自由化が始まって、このときに、外資に買収されるかもしれないという非常な危機感の中で、日本で株式持ち合いが進んできました。もちろん金融自由化も進んでいきましたが、そのおかげもあって、外資からのマネーゲームのような形での敵対的なM&Aがある程度防げたのではないかと思っております。もちろん、株式の持ち合いには、会社経営がルーズになるとか、株主が軽視されるとか、無視されるとか、さまざまな問題が指摘されてきましたので、その対策はどうしても必要ですが。

そういう中で、最近のブルドックスに対する敵対的買収防衛策について、少し私の意見をお話しさせていただきます。

あの敵対的買収防衛策が出たとき、これはどういふことが、私には、全く理解できませんでし

た。ですから、いろんなマスコミから取材を受けても、あまり明快なことはいえませんでした。もちろん、外国のアクティビスト・ファンドが日本企業の株を買い占めて、高値で売り抜けるというケースが実際にありました。ですから、そういう面では、グリーンメーラー的な行動をとっていたというのは事実かもしれません。しかしながら、ブルドックソースが、いとも簡単に国内初のポイントピルを使う敵対的買収防衛策を出すというのは、どうなのでしょう。しかも、TOBをかけられた後に株主総会で決めるということ、こういう言い方が正しいかどうか自信がありませんが、遡及して、TOBをかけたアクティビスト・ファンドがある意味で追放する、そういうことがはたして許されるのでしょうか。

でも、株主総会で八〇数%、すなわち、敵対的買収をしかけた当該投資ファンド以外の株主のほ

とんどがブルドックソースの敵対的買収防衛策に賛成したのには、びっくりしました。ですから、東京地裁、東京高裁、最高裁の合法決定もなかなか悩ましいものになったのではないかと思います。先ほど申しましたように、アメリカとは違って、日本の企業にはかなりの内部留保、過去の利益の蓄積がございます。それをああいふ形でどんな外資に、変な言い方ですが、傍若無人に持つていかれるようなことが防止できたので、結果的にはよかったと思います。しかしながら、日本の証券市場の将来にとって、結果がよければそれでいいというような単純なものでもありません。

東京地裁、東京高裁、最高裁の決定は、極端な言い方をさせていただきますと、キャッシュ・リッチの会社の株を買い占めて高値で引き取らせ、売り抜けてもうけるような、グリーンメーラー的な投資ファンドはもう日本では活動させな

いという強力なメッセージを送ったということ  
は、評価することができます。

ところが、深刻な問題は、東京地裁、東京高  
裁、最高裁の決定を見ますと、日本企業の株式を  
安く買って高く売るために業務を行う投資ファン  
ドが、極論すれば、日本ではもう行動できないと  
いう決定でもあるように読み取ることができること  
です。あれはあくまでもブルドックスとい  
う特殊なケースであるということがはっきりして  
いればいいのですが、どうもそういう感じではあ  
りません。ですから、最近、外国のマスコミで、  
日本のマーケットの閉鎖性という論調が出てきて  
いるようであります。私は日本の市場を活性化し  
ていくという点では、国際的な観点からきちっと  
日本の市場を見つめていくことが必要ではないか  
と思います。

私はドイツ経済と金融システムを研究してきま

したが、ドイツは、なるべく外資から乗っ取られ  
るようなことは防ぐべく、ドイツ的な経営で、非  
常にうまく立ち回っております。銀行もアメリカ  
から批判されて、ドイツ銀行あたりはかなり保有  
株を放出していますけれども、それでも、ドイツ  
企業はコンツェルン形態をとっております、そ  
う簡単には敵対的買収には遭わない、濫用的買収  
者とみなされるようなものから企業を防衛する、  
そういうことをやっております。私はそういうふ  
うな経済運営が必要ではないかと思っております。

このケースについては、これから相当いろんな  
議論が出てくると思いますので、このくらいにし  
たいと思います。

そこで、今日のお話のテーマでありますけれど  
も、証券市場はこれからどういう社会的役割を果  
たしたらいいのかということについて、私の意見

を申し上げたいと思います。

強調したいことは、いい物づくり国家をさらに進展させるために有用であるように、日本の証券市場を再構築していくことが非常に重要だ、ということだと思います。高度成長のときに銀行が果たしたような重要な役割を証券市場が担っていくということだと思います。東芝、ソニー、ホンダのような非常にいい企業を育てた銀行であります。これからは、日本経済、世界経済に非常に有用な、役に立つような優良企業を育てる証券市場を作り上げる、ということの気概と理念が必要だと思えます。

たしかに活性化している市場、すなわち活発な取引が行われる、株価が上昇しているというのがいい市場ということではありませんが、それと同時に、よりいい物をつくる、いいサービスを提供している企業を国民的に支援していく、証券市場がそれをきちっとサポートしていく、そういう市場

が本当にいい市場ではないのかなと思っております。

その点で、従来、M & Aが日本で余り活発に行われなかったことが先の平成不況を長引かせた大きな要因の一つであると思っております。もし、アメリカのようにM & Aが非常に活発に行われるような国であれば、この十数年間にわたる金融システム不安も、比較的早く解消できたのではないのでしょうか。アメリカは、証券市場が非常に発展し、その証券市場を基盤としてM & Aの市場が非常に充実したものとなっています。ですから、例えば、一方で非採算部門とか、自分の企業経営に余りに立たない部門を切り離して売却する、他方で、自分が欲しい、自分がない、あるいはシナジー効果を発揮する部門や会社を積極的に買収し、さらに企業収益を増やし、企業価値と株主価値を上げるような形のM & Aが、アメリカでは、



積極的に行われているのではないかと思います。

長期にわたる日本の平成不況の最大の原因は、銀行の不良債権問題でした。不況期に銀行がM&A市場で不良債権をどんどん売却するとか、証券化市場は現在では非常に大きな市場になっておりますけれども、貸付債権流動化市場が完備していただとすれば、銀行の金融システム不安も早く解消できたのではないかと思います。さまざまな部門を買収することで、金融業務の質的な転換も可能だったと思います。ここまで不況が長期化するとはありませんでした。アメリカが比較的の不況に「抵抗力」があるのは、その為だと思えます。

これからは、よりいい物づくり国家を再構築するため、日本でもどんどんM&Aが行われる必要があります。これはアメリカでもよく言われていることですが、敵対的企業買収もどんどん行われるべきであると私は思っております。定義上

は、取締役が反対すると敵対的買収ということになるとすれば、それが必ずしも企業にとって、あるいは株主にとってはいいことではないという可能性もあるからです。そうしますと、既存の企業経営者にかわって新しい経営者が経営に携わることによって、その企業がよりいい物、よりいいサービスを社会に提供することができるということが阻害される結果となります。ですから、企業がより健全になり、企業収益が増え、企業価値とか株主価値が上がっていくようなM&Aは、大いに推奨する必要があります。

私は、最近金融からすこし離れて、資本主義のあり方ともいうべき研究を行っていますが、昨今のマネーゲームの横行に憂慮しております。ニッポン放送株争奪戦とか村上ファンドとか、最近では、外資のアクティビスト投資ファンドがいろいろ行動しておりますが、それは、本来の経済の姿

とかけ離れたものであると思うからです。というのは、人々の為にと、よりよいサービス、いい財を提供すれば、それが売れますので、売り上げが上がって、その結果、あくまで結果として、お金もつけができるというのが本来の姿だからです。

これは、マックス・ウエーバーというドイツの社会学者の考え方で、私も今一生懸命ウエーバーを読んでおりますけれども、そういうふうにして資本主義が発展したというわけです。

よく、資本主義は、金もつけ一辺倒のシステムであると言われますが、マックス・ウエーバーは、もしそうであれば、中国だってインドだって、歴史の始まりの頃から金もつけ一辺倒ではなかったかと言います。インドや中国に怒られるかもしれませんが、そういうお金もつけを歴史的に追求してきた地域で、なぜ資本主義が発展せずに、イギリスという非常に厳しいキリスト教の戒

律のあるところで産業革命が行われ、資本主義が発展したのかということから議論が始まるわけです。常にキリスト教徒は神様のために働く、隣人愛を持ってという教えに忠実ですので、他人のためによりいい物、よりいいサービスを提供して、喜んでもらうということで、資本主義が発展したと言うのです。金もつけは、あくまで他人のために一心不乱で働き、その結果、お金をもつける。節約を旨とし、浪費は教えに反するので、よりいい物をつくるために、再投資をすると、資本主義が発展するということなのです。

もう一つ大事なことは、イギリスの経済学者であるアダム・スミスが経済学の父と言われるゆえんです。自分の利益だけを考えて行動してはならない、隣人愛を持って人のために尽くしなさい、それがキリスト教の教えだと思えますが、資本主義というのは自分の利益だけを追求するわけです

から、このキリスト教の考えに真つ向から反します。でも、極論すれば、アダム・スミスは、他人なんかどうなつてもいい、他人のことは考えなくてもいい、それぞれが自分の利益だけ、金もつだけだけ考えればいいといっています。結局、皆がそういう行動をとることによつて、最後は、神の「見えざる手」が働いて経済全体が発展し、社会的厚生が高まるという考え方です。ですから、そういう意味では、キリスト教的な考え方を百八十度転換、価値観を大転換させたわけです。

これは果たして、先ほどのマックス・ウェーバーの言ったことと矛盾するのか、と考えています。アダム・スミスだって、他人のことは何も考えなくてもいいとは言っています。そもそも経済学は最初、道徳哲学から始まったのですが、アダム・スミスは、その前の著書「道徳感情論」で、人のために尽くしなさいと言っています。そ

のアダム・スミスの考え方を突き詰めていきますと、これは曲解かもしれませんが、他人のことを考えなくてもいいということの中身が違ふと思います。どういふことかと申しますと、自分がよりいい物、よりいいサービスを提供したら、同じような財、サービスを提供している人より、よりいい物ができるわけですから、そちらのほうが売れなくなつて、自分のほうが売れます。その結果として、相手がつぶれるかもしねない。それは仕方がないということになります。これは競争原理が機能したということだと思いますが、結果として、よりいい物、よりいいサービスがお客さんに提供されますから、これはまさに隣人愛、人のためになります。こうして社会全体が発展していくという考え方だと思えます。ですから、マックス・ウェーバーの考え方とそれほど矛盾しないのではないかと思えます。

同じ資本主義でも成立当初の日本は、非常に貧しい国家でした。軍事を強化して、外国に進出して、それを植民地化して、日本経済を支えるというシステムでしたが、戦後、重化学工業主導の高度成長を達成し、いい物づくりに励み、いい製品を世界に売って、その結果としてお金もうげができました。こうして、経済大国（自分の国を経済大国と言う国は余りありませんが）に生まれ変わったのではないかと思います。

ですから、いい物づくりと例えば金融ビッグバンをやって、金融システムを大改革し、金融市場を拡大していくということと矛盾はないと思いますが、少なくとも日本経済の基盤を強化するには、いい物づくりを徹底して行うということが必要であると思います。

そういふ面では、中国が「世界の工場」になってきていることが重要です。それは、日本の平成

不況といういわば「恐慌」の機能が、日本国内ではなく、中国で働いた帰結です。どういふことかと言いますと、不況で物が売れなくなると、価格を下げないと売れませんが、そうすると、その下がった価格で売っても利益が上がるような企業が生き残るわけです。相対的に競争力のない企業がつぶれます。「恐慌」が起こって終息すると、経済がより質的に発展していくというのが経済の理論です。平成不況の中で、日本企業は、コスト削減のために中国に大挙して進出しました。

ただ、それが、中国で物をつくって、中国で売るといふのであれば、それほど問題はありませんが、コスト削減のために出ていったわけですから、日本で売れるような物をつくらなければならなかったところに事態の本質があります。すなわち、「病的」なまでの日本の消費者の嗜好、よりいい物ということを要求しますので、中国で物づ

くりを行う日本企業は、日本で売れるようなものをつくるべく、必死になって技術移転をしました。おかげで中国でも、いい物づくりが行われるようになり、その結果として、中国経済が発展してきたのではないかと思います。

こうして、かなり中国でも工業化が進んできましたけれども、やはりいい物づくりの伝統というのが多少欠けているように見受けられます。ですから、日本も偉そうなことは言えませんが、今、物づくりについていろいろ問題が出てきているのではないかと思っております。

ですから、日本は、これから、やっぱりいい物をつくっていくことが非常に大事なことでないでしょうか。地に足のついた磐石な経済システムを構築しなければなりません。いい物づくり企業の株式を中心とした株式市場であれば、世界の市場においていろいろな要因で株価が乱高下した

としても、最終的には、日本市場というのは非常に安定した市場として、世界から注目されていくのではないかと私は思っております。

ところで話は少し変わりますが、私はドイツ経済と金融・証券システムを勉強してきましたので、従来、アメリカ型の経済金融システムを批判して、ドイツ型の経済金融システムを日本に導入すべきであるという主張をしてきました。日本では御承知のように、アメリカ流の経済学が主流です。皆さん方にも恐らく、アメリカで勉強されたとか、あるいはアメリカで証券業務をなされた方がたくさんいらっしゃると思いますけれども、大学の教員もそのほとんどがアメリカで勉強して、アメリカの経済学を身につけて、PhDをとって帰ってきて、日本の大学で講義しています。そのせいかどうか分かりませんが、先ほど申しましたように、日本では、バブル崩壊以降の長期不況の

中で、金融ビッグバンによつて、金融システムがアメリカ的なものに変革されてきました。

それに対して、私は、日本はアメリカのような「狩獵」型経済・金融・証券システムを導入するよりも、ヨーロッパ大陸でつくられてきたようなシステムがいいのではないかと思つております。

法体系も、アメリカ、イギリスは英米法、日本はヨーロッパの大陸法で、かなり違います。私が日本証券経済研究所にいたころ、証券とは何かという議論を商法の先生方がなされたことがあります。私は専門外ですので余り口出しをしませんでしたが、私は専門外ですので余り口出しをしませんでしたが、私はいしたけれども、法体系が違つところにアメリカ的な法体系を入れてくるとかなり大変だなあ、と思つたことを覚えております。

法体系の違う日本でもドイツでも、法的には、もちろん「会社は株主だけのもの」です。ですから、従来、日本では、株主がかなり軽視されてい

たというのは大問題です。でも、アメリカのように法的にだけでなく、「会社は株主だけのもの」であるという考え方で経済運営・経営をしていきますと、事態は一変します。日本では従来、「株主も会社の持ち主だね」というぐらいだったのではないでしょうか。持ち合いとか銀行が5%までは企業の株式を持てるとか、安定株主工作というようなことをやってきましたので、株主ということとを余り考えなくても経営をやつてこられました。

その点では、会社はやつぱり株主のものであるという考え方は必要だろうと思ひます。ドイツでも徐々に、会社は株主のものであるという形に変わつてきていますが、日本のように、完全自由化するようなことはありません。例えば、いいかどうかはともかく、社会的に好ましくないTOBには政府が介入しますし、株式の買取する資金の財

務上の根拠が必要とされます。日本は、つい最近まで、結果がどうなるかをあまり意識せずに自由化してしまう傾向がありました。株式分割も、従来一株当たり純資産五万円以上というのをゼロにしました。そうすると一株を一〇〇株に分割しても止めさせられませんでした。単位株制度が廃止されましたので、一〇〇〇円程度でも株が買えるようになりました。金融・証券システムの健全な発展ということを考慮して、自由化をする必要があったのではないかと思っています。

アメリカは会社法という点でも、「会社は株主だけのもの」であるという考え方で非常に一貫しているようです。私は余りアメリカを褒めたことはありませんが、アメリカでは、「会社は株主だけのもの」であるという考え方に基づいて、ほとんどの規制、法体系が構築され、経済行動もそうなっているという点では見事です。

ですから、聞くところによりますと、アメリカでは、ポイズンピルもそう簡単には発動しないし、できないそうです。ブルドックスが安易だとは申しませんが、日本初のポイズンピルが実行されつつあります。アメリカでは、株主平等という大原則が貫徹しているようです。その株主平等の大原則に反するのがポイズンピルですので、濫用的買収者によつて企業価値が著しく損なわれるか、株主価値が著しく低下するとか、社会全体、経済全体にすさまじい悪影響を与える場合、「憲法」流にいえば「公共の福祉」に反するので、株主平等の原則を逸脱することが認められるのだと思います。ですから、アメリカでは、頻繁にポイズンピルが発動されることはない聞いております。

## 二、企業の社会的責任（CSR） と社会的責任投資（SRI）

私は現代資本主義の類型としてアメリカ型とドイツ型があつて、この二つは二律背反であるはずと考えていました。ですから、日本は経済構造改革、金融・証券自由化を少し止めて、再規制が必要ではないかと主張してきましたが、最近、少し意見を変えつつあります。どういつふうに変えたかと申しますと、アメリカ型とドイツ型経済システムというのは実は二律背反ではなく、融合が可能ではないかということです。とんでもない考え方をするようになってきました。最近、急速に注目されている企業の社会的責任（CSR）、社会的責任投資（SRI）の活用です。

証券業界もSRIファンドをかなり出しており

ます。そういう意味では、今さら私が重要性を強調するものでもないのですが、これが日本の証券市場、ひいては日本資本主義をよりいいものにしていく上で非常に有効ではないかと私は思っております。

企業の社会的責任（CSR）、社会的責任投資（SRI）というのは、企業の社会的責任を資金の流れから問う有効な手段であると一般的に言われます。おもしろいことに、最近のいろんなデータを見ますと、社会的責任投資のパフォーマンスはそれほど悪くはありません。それは、将来のリスクを現在価値に引き直した形で行動することなどから、将来のリスクを先取りしているからかもしれません。それで最近かなり注目されている面があるのではないかと思います。

アメリカの経済理念は金もつけ一辺倒だと言うと、ちょっと言い過ぎではありますが、アメリカ



ではマーケットを通じるSRIが主流であると言われております。特にネガティブ・スクリーニングと申しまして、反社会的な企業の株式をSRIから排除するということが注目されます。例えば、たばこ企業、軍需企業、原子力産業、あるいは海外で児童労働を使うとか、海外でいろんな公害問題を起こした企業を排除します。海外で児童労働を使うような企業は排除されてしまうので、社会的な批判を浴びたり、不買運動にあつたりし、そういうことはできないようになると思われると思います。

そういう意味で非常におもしろいのは、現在非常に注目されているイスラム金融です。原油価格が高騰しておりますので、その石油マネーが世界のマーケットに新たな投資資金として流れつつあります。このイスラム金融も広い意味で一種のSRIということができるよう思っています。イス

ラム教では御存じのように利子を取ってはいけません。ですから、銀行は当然否定されます。イスラム教で飲酒は禁止されていますのでアルコール企業は排除されます。でも日本では、銀行も酒も省く必要はありません。ギャンブルとかポルノ、そういうのはイスラム金融の場合には一切投資ができないということですから、これも一種の社会的責任投資ではないかと言われております。

アメリカではマーケットが中心で、社会的責任投資もマーケットを通じて行われているようですが、それに対して、ヨーロッパ諸国は政府が主導しているようです。それは、ヨーロッパ諸国というのは、アメリカと違って概ね大きな政府、福祉国家的な発想で経済政策を実行して来ましたが、それが変わりつつあるからです。

ドイツでは、大きな政府から小さな政府に移行すべきかどうかということで、少し前の総選挙で

大論争がありました。小さな政府、すなわちアメリカ型の経済システムと云っていいかどうかわかりませんが、そういうふうにするべきか、あるいはドイツの従来の経済政策原理である社会的市場経済原理を堅持するかどうかです。競争原理を機能させないとナチス期の統制経済みたいになってしまいますので、競争原理は非常に重要で、これを十分に働かせます。ところが、競争原理を徹底的に働かせた結果、社会的な不公平、不公正、透明性の欠如ということが出てきた場合には国家が経済に介入をする、というのが社会的市場経済原理の基本的な考え方です。

皆さん方の中にもドイツに駐在されたとき、お子さんに児童手当をいただいたという方がいらっしやるかもしれません。今はそんなことはありませんが、ドイツ人というのは、決めたら徹底的にやるという非常におもしろい国民性を持っています。

す。厳密な意味で福祉国家ではないと思いますが、格差が余り広がらないように、税制で手当てをします。高額所得者から低所得者層に資金を配分していくとか、賃金をある程度高く設定させるとか、一度採用したらそう簡単に解雇できないとか、企業経営者にとってみればまるで「地獄」のような国です。

そういうシステムが維持できたのは、実はドイツはEUという共同体をつくって、その共同体の中で生きてきたからです。そのおかげで、ドイツはある程度の高賃金・高福祉を実現できました。もちろんその前提としては高負担があります。税率は非常に高いものです。しかも夏になると、従業員に六週間という連続休暇を出さなければなりません。休暇を与えないと雇用者が処罰されるという、とんでもない国です。EUはプロック経済だと思いますが、日本企業とかアメリカ企

業とか、諸外国の企業をある程度ブロックして、EUの中で相対的に競争力のあるドイツ企業が利益を上げています。ですから、そういう一定程度の高賃金・高福祉、長期休暇の実現、社会的市場経済という福祉国家的なシステムを維持できたと思います。

ところが、そのひずみが出てきて、経済が非常に停滞してきましたし、財政赤字も増えてきました。ただ、ユーロを導入する過程ですさまじい財政赤字削減をやりましので、日本よりはかなりまとですが、それでも多少なくはありません。経済が停滞していく中で、ちょうど日本の郵政選挙の次の週に、ドイツでも総選挙がありました。この選挙で、キリスト教民主党という野党である保守党が圧勝するはずだったのに、四、五議席の僅差での勝利に過ぎませんでした。私はたまたま出張でドイツに滞在していましたので、その次の日

に、ドイツの銀行とかいろんな金融機関にインタビューに行ったら、みんな落ち込んでいました。保守党が圧勝して、いよいよ日本のように金融ビッグバンや経済構造改革をやって、金融・証券市場、経済システムを活性化してこうと企業経営者はみんな楽しみにしていたのに、それほどでなかった、というのがドイツ総選挙で示された民意だったのです。

フランスでも最近行われた大統領選挙で保守系のサルコジ氏が大統領に当選しました。サルコジ大統領は、従来のフランス型の大きな政府からアメリカ的な小さな政府に移行させると主張して、大統領に当選しました。ですから、フランスを始めヨーロッパ諸国も従来型の金融・経済システムから小さな政府に、もちろんアメリカ並みには小さくはないと思いますが、日本の金融ビッグバンや経済構造改革とアメリカの真ん中くらいだと

思いますが、そういう状況になりつつあります。どうしても従来のような経済システムでは経済が停滞したままで、失業者も余り減らないということですので、こういう状況になってきているように思います。

現在のヨーロッパ諸国がやっているのは、従来、政府がやってきたことを、政府が主導してマーケットにある程度は任せるといふようなことのようにです。政府が一番マーケットに「お願い」したいのは失業対策です。ヨーロッパ諸国は非常に失業率が高いので、失業対策を何とかしてやってほしいということのようです。

もう一つ、イギリスでは年金基金に対して、年金を運用する場合に、SRIファンドを組み込んだかどうか、どうなっているかちゃんと報告しなさいということを法律で定めています。組み込んでなければ、後でいろいろ圧力をかけられるのか

もしれませんが、そういう形で年金基金にSRIを組み込むことが法律で決められております。ヨーロッパのファンドは、今の日本の状況でいくと無理難題に近いような、どういふ社会的貢献をおこなっているかとか、かなり厳しい質問を日本の企業に突きつけるという状況になっているようにです。

次に、私が注目しているのは、スイスではSRIに債券（公共債）も組み込まれているということです。こういう言い方がいいかどうか分かりませんが、政府の社会的責任を問うということのためにSRIに公共債を組み込むということは、国あるいは地方公共団体が税金を厳格に、有効に、大事に使っているかどうかをマーケットが監視するということにほかなりません。税金の無駄遣いを是正しないで、赤字が出たからといって安易に発行された債券をSRIに組み込まないと

いうことになれば、財政規律が機能し、政府が無駄遣いができないという状況になっていくということですが。

### 三、健全資本主義の確立

三番目になりますが、健全資本主義という言い方がいいかどうか、自信がありませんが、このことについて考えてみたいと思います。たまたまある出版社から「データの読み方」という本の執筆依頼がありまして、そこで健全資本主義と市場原理主義という二つの類型を使ってデータ分析を行っています。もちろんドイツがそうだということではありませんが、健全資本主義の雛形をドイツ的な、社会的市場経済に求めています。日本の資本主義をより健全なものにしていくためにはどうしたらいいかを考えています。

私の著書の紹介にある「品位ある資本主義」という著書を平凡社新書で出させていただきました。品位のない著者が書いたといわれることもあります。この本で、いい物づくり、地球環境と弱者に比較的優しい日本を目指すというのがいいのではないかと主張しています。それと同時に、国際的な競争力を有する製造業を存立基盤とする安定した証券市場が不可欠であると思っています。世界中から投資資金を集めるには、物づくりの高い品質・安全基準、食の安全を重視する必要があります。そういうものに立脚した金融・証券市場をつくるのが大事ではないかと思っています。

では、どういうふうにしたらいいのでしょうか。企業の社会的責任（CRS）とか社会的責任投資（SRI）という場合の、トリプルボトムライン（利益、地球環境、社会）ということがキー

ワードになります。ボトムラインというのは、バ  
ランスシートの最後の項目だそうです。

株式会社はより多くの利益を上げて、より多く  
の配当を株主に行い、株式会社が発展していく、  
これが現代資本主義の大原則ですが、実は、資本  
主義の発展の中で何が問題だったかという点、利  
益の量だけをひたすら追求するものの、その質が  
問われなかったところにあるような気がします。  
資本主義発展の当初、例えばコストの中に、地球  
環境に対するコスト意識は皆無でした。これは、  
「自然は無限である」という前提の上に経済学が  
構築されたということです。確かに地下に眠って  
いる原材料を取り出すのにはコストがかかるの  
で、取り出した原材料には当然価格が発生しま  
す。ところが、土地というのは、本来は自然に存  
在するもの、すなわち「神」がつくったものです  
が、私的所有権が法的に認められると、それを借

りるときに賃貸料である地代が発生します。耕  
作、土壌改良など労働が加えられると、地代ブラ  
スコストが農産物価格となります。ところが、原  
材料には地代のようなものはありませんでした。  
原材料の眠っている上の土地には、地代ないし価  
格が成立していませんが。

ですから、原材料の地代といいますが、原材料  
そのもののコストをゼロとして、しかも最初のこ  
ろは、産業廃棄物等を排出してもコストゼロ、そ  
ういうふうにして資本主義が発展してきました。  
もちろんそうでなければ資本主義はダイナミック  
に発展できなかったのですが、この点に、地球環  
境がここまで悪化した大きな要因の一つがあるよ  
うに思います。

世界史の現段階において、地球温暖化を見るま  
でもなく、もはや地球環境は悪化の極致に達しつ  
つあるように思います。ですから、例えば石油を

使わせたくなければ、一週間に一日は自動車に乗るのは止めましょう、ということも大事なことです。環境税をかけて、ガソリン価格を五倍にすればいいだけのことです。そういう段階なのではないかと思えます。

それともう一つ、これは非常に大事だと思えます。食の安全を含めて、物の高い品質・安全基準です。この間の日本の規制緩和と経済構造改革の中で、日本経済の存立基盤である物づくりの質がかなり劣化しているのではないかという危惧を、私は持っています。それは例えば製造業現場にまで派遣労働を認めた結果なのかは、まだ分かりません。名立たる世界的な優良企業で少なからぬ不良品が出ているという、ちょっと前では考えられなかったことが頻発しています。耐震偽装や食肉偽装などは論外ですが、物づくりの分野で世界のトップクラスの優良企業で品質が落ちてきて

いることは、極めて深刻な問題として受け止めなければなりません。

それではどうしたらいいのでしょうか。そこでトリプルボトムラインということの重要性が出てきます。本来、株式会社はより多くの利益を追求する機関です。しかもこの場合の利益というのは、従来は、法律を犯さないで少しでも多く獲得するというものです。量が問題なのです。ですから、ある意味では倫理にはある程度目をつぶってもお金もうけをしていくというものでした。でも、これからの資本主義は、利益の量だけでなく、その量をもたらした質こそ厳格に問われるようになるのです。

経営学では昨今企業倫理ということが声高に叫ばれておりまして、アメリカあたりではビジネススクールにおいて、企業倫理についてのいろいろなケーススタディーをやって、どういふふう

理的に行動したらいいかがしつかりと教育されているようです。法律を犯すというのは、確実に倫理欠如の行動です。ただ大問題なのは、違法ではないけれども倫理の欠如した行動で多くの利益をあげるといことです。これからは、そこまで考える必要があるのではないかと思っております。

高い安全・品質基準とその厳格な実行は、各企業、特に物づくりの企業がどれだけ質の高い企業かという一つのメルクマールになると思います。

戦後の高度成長の過程で、多くの企業はよりいい物、より安全なものをお客さんに提供するよう不眠不休の努力をしてきました。ただ売ればいいというものではありませんでした。そこが製造業と金融業の違いだと私は思います。製造業というのはあくまでも売る物の質が問われるわけです。よりいい物でなければ誰も買いません。金融は基本的に量が問われます。ですから、金融には製造

業以上の厳しい倫理とモラルが要求されるのです。ここに決定的な違いがあるのではないかと思います。国の定めた物づくりの品質・安全基準は当然あります。それを最低限クリアしていれば違法ではありません。でも、従来の日本の製造業企業は物づくりが国家を支えるという気概に燃えていましたので、それぞれの企業が競ってより高い品質・安全基準を定めて、よりいい物をお客さんに提供して、喜んでもらうというマックス・ウェーバー的な発想があつたと思います。

残念ながらそうではなくなりつつあるのは、企業が悪いからではありません。歴史上数回しかないようなバブルが発生して、それが崩壊するとさまざまい不況、いわば「平成恐慌」に襲われたからです。その「恐慌」の中では、どうしても利益率が落ちます。しかも、深刻なことに、二九年世界恐慌以降、世界が管理通貨制に移行して、主要



工業国で日本だけが初めてデフレという深刻な事態に襲われました。デフレで価格が下がる、売り上げと利益が減る、賃金の下がる、また売れない、そういう悪循環に陥りましたので、その中でも、企業が生き残る為に収益を確保していかなければなりません。とくかく売れませんか、価格引下げのためにコストをぎりぎりまで下げなければなりません。従来自社で高い安全・品質基準を定めてきた企業も、とうとう余裕がなくなり、法定基準ぎりぎりまで下げざるを得ない状況になってきたのではないかと思います。ですから、深刻な不況はもう終わりましたので、もとの日本に戻すということが必要ではないでしょうか。

企業の社会貢献という場合、ヨーロッパみたいにもつけたお金を寄附するということは、しないよりはいいくらいではないかと思えます。現状の

日本において、より重要なことは、企業が環境にいかに対応するかということ、品質・安全基準をいかに高いレベルにするかということです。安全・品質に関する法的な最低基準から高ければ高いほど、企業倫理が高いと判断できるでしょう。

それと、絶対に欠けてはならないのは雇用と労働条件です。確かにこの間の不況の中で、正規労働から非正規労働に急速に転換しています。ドイツと日本は解雇が難しいのですが、アメリカのように比較的簡単に解雇ができれば、企業経営が好転する可能性は飛躍的に高まります。でもトヨタの奥田会長がかつて、首切りをせずにいかに経営をよくするか、これが日本の経営だとおっしゃっていましたけれど、これは至言です。不況の中で、解雇ができませんので、正規雇用が自然減する中で、それを補充しないで、派遣とかパート・アルバイトという形で補強し、収益性を上げて、よう

やく長期不況から脱却したという面があります。ですから、景気がよくなったから、正規雇用を増やすということは難しいのです。もちろん最近では企業もかなり正規雇用を増やしておりますが、

大事なことは、財界が嫌がることでしょうか、同一労働・同一賃金の実現です。非正規雇用から正規雇用へ切り替えはそう簡単にはできませんから、これからは同一労働・同一賃金という形に移行しても利益をあげる経営が問われます。

以上のようなことを充分に行ったうえで利益というのが貴重なのです。環境、社会、安全・品質基準、雇用などを追求した結果、質の高い利益を獲得できたということだからです。そうであれば企業経営の質が著しく高まっているはずですが、百億円の経常利益を上げた場合に、そういうことをやった結果の利益か、やらなかった利益か、が鋭く問われます。やらなければ、相対的に簡単に百億円

の利益が上げられますが、そういうことをやった上での百億円の利益というのは貴重です。言つのは簡単で、私が経営者だったらできませんが、トリプルボトムラインというのを基礎にして、社会的責任投資（SRI）に組み込む企業の基準を定めて、そういう企業をファンドに組んでどんどん売っていくことが大事ではないかと思えます。

視角を少し変えて、コーポレート・ガバナンスというのはありますが、ガバメント・ガバナンスというのでも必要ではないかと思っています。この言葉は恐らく初めて聞かれたと思いますが、私も初めて言います。昨今の日本の政府、地方公共団体には、いろいろ問題がありますが、何が大変かと言いますと、日本の財政赤字が天文学的水準に近づきつつあることです。ヨーロッパはユーロを導入するとき、すさまじい財政構造改革をやりました。GDP比で単年度の赤字を3%以内にし

した。この間フランスとドイツがちょっと上がって、いろいろ問題がありますが、厳格に守られていない基準ですが、政府債務残高の対GDP比も六〇%以下ということです。アメリカは景気がいいので、財政赤字が減っていますが、工業国で日本だけが政府債務残高がGDP比で一六〇%というすさまじい状況にあります。それを何とか証券市場を通じて、ガバメント・ガバナンスができないものかと思案しております。

具体的には、例えば政府が徹底的に死に物狂いで財政赤字の削減をしないと新発国債をSRIファンドに組み込まないとか、そういうことが必要だと思います。地方債も同様です。自治体に融資している銀行の貸し手責任も問われなければなりません。破綻することが分かっている自治体に資金を融資する銀行は、SRIファンドから外さなければなりません。税金で観光旅行するような

議員のいる自治体に融資する銀行があつてはいけません。こうすると、国民が血のにじむような思いで支払った血税を大事に使うようになるのではないでしょうか。でもこれは市民革命をへた欧米では当たり前のことですが。

それでは、どのようにして健全資本主義を作り上げて行けばいいのでしょうか。

トリプルボトムラインにきっちり基準を定めて、それをちゃんと実行している企業の株式会社だけをSRIファンドに組み込むということが大事です。それをどんどんお客さんに売っていくのです。ちょっとこれは傲慢な言い方で恐縮ですが、証券業界に一生懸命SRIファンドを宣伝していただいて、販売していただきたいのです。社会的責任を果たしている企業を証券業界が心から応援していけば、結局は日本経済が非常に健全に発展しますし、それはまた証券市場の本来の姿に立ち

返るといふことになります。

そのために、今もつと詳しく勉強しているところです。アメリカとヨーロッパのSRIの研究は進んでいます。私が今さら参入しても、何らこの分野では貢献はできないと思います。でも、東京地検特捜部長がまじめに働く庶民が憤慨するような案件を摘発するとか、東京地裁や東京高裁や最高裁が日本企業を食いものにするような外資ファンドを追い出す司法判断をしてきているとすれば、それはそれとしてありがたいことですが、マーケットとして、社会に貢献するような、結果として質の高い利益を上げている企業を応援していくことが大事だと思つて勉強しています。SRIファンドに組み込まれない企業は社会的に退出を迫られるということが大事です。すなわち日本では不買運動は余り行われませんが、そこまで含めた形で、そこに組み込まれなければ社会的に放

逐されるといふところにいくことです。

ただ、問題は、先ほど申しましたように、原子力産業、防衛産業だというだけで抜かすとなると大変です。酒もぜひ除外していただきたい。たばこは、健康に害があります。その辺は、アメリカはちよつと極端なところがありますので、これはマーケットが勝手にやっているということなのかもしませんが、先ほど申しましたように、地球環境と日本の国家の存立基盤であるいい物づくり、高い品質・安全基準、食の安全、従業員にやさしい企業などちゃんとやっているかということが大事なことです。

雇用の場合でも、格差が余り開かないような形で、日本の経営のいいところ、会社の社員は一家だという気概を持つて経営していただく、そういう方々を応援するということでないかと思ひます。

最後に、このようなことを実効あるものにする

には、機関投資家の役割が非常に重要ではないかと思っております。先ほど申しましたように、イギリスでは機関投資家に、SRIファンドをちゃんと組み込んでいますかという質問がされます。そういう面では、日本の年金基金の投資行動が鍵を握っています。恐らくこれからは、年金というのは税金による基礎年金部分と、あとは401kのような国民が自分で年金をかけるという形になると思います。年金基金というのは、将来、二〇年、三〇年、四〇年、五〇年先の話ですから、こここそCSR、SRI投資の最も有効なところではないでしょうか。将来のリスクまでちゃんと現在価値に組み込んだ形で行動していくというのがSRIだからです。機関投資家がどんどんそういう投資行動をとることによって、年金加入者が年金をもらうころには、よりいい社会ができていますし、当然組み込んだ企業の株価も上がっている

はずです。ちょっと現実離れた話ですけども。

機関投資家として、郵貯・簡保の役割も大事です。一〇月から郵貯が民営化されます。私は郵貯民営化反対で、ずっと論陣を張ってまいりました。でも、郵貯は民営化されゆうちょ銀行・かんぽ生命保険となります。でも、民間の銀行と違うところは、郵貯が世界貯蓄銀行協会に入っているということなんです。貯蓄銀行というのは庶民金融機関です。郵貯は民間銀行になるのだから、メガバンクとか地銀、第二地銀、信用金庫と張り合って金融業務をやるといふ方向に行くのでしょうか、それはやめて、やっぱり庶民のための金融機関に徹すべきであると思います。ですからある程度公的な性格を残し、貯蓄銀行の理念、すなわち庶民にむだ遣いをさせないということを堅持すべきです。アメリカは経済成長のためにむだ遣いを「推奨」しますが、ドイツでは庶民にむだ遣いをさせ

ないために貯蓄銀行ができたのです。むだ遣いをしないで、ちゃんと預かってあげるから、何かあったときに使いなさい、これが貯蓄銀行の考え方です。そうすると株式市場は余り発展しません。でも、日本ではSRIファンドで健全な日本の経済社会を作り上げるために郵貯資金を使うということであれば、郵貯の存在意義も高まります。簡保もそうです。

私はこの間ずっと、アメリカ型システムは日本になじまないの、ドイツ型の庶民に比較的優しい、地球環境に配慮した社会にすべきだと主張してきました。今回こういうお話をさせていただく機会をいただきましたので、珍しくいろいろ勉強しました。そうしたら、こういうのをうまくやれば、結構おもしろい証券市場ができるのではないかと確信しました。当初、皆さんにわざわざ貴重なお時間をいただいてこういうお話をするのは、

失礼かなと思いました。ちょうど今、日本証券経済研究所でヨーロッパの投資サービス指令とかドイツの証券法令を翻訳出版する準備をしておりますが、私はその解題を一生懸命書いています。ヨーロッパやドイツの証券市場の詳しいお話をさせていただくかと思いましたが、日本の証券市場をさらにいい市場にしようという案を出させていただいたという次第です。

企業の社会的責任はもちろんのこと、政府と議会の社会的責任、証券市場の社会的責任、そしてこれからは恐らく司法の社会的責任も問われる時代になるように思います。

今日は一時間以上の貴重なお時間をいただけて私見をご紹介させていただきました。これからは、今日お話した内容をもう少し理論的に、かつ実証的にきちっと勉強していきたいと思っております。これからは、このようなことを発表してい

たいと思っていますので、ぜひお読み下さい。いろんな御批判やご意見がございましたら、私は現在日本証券経済研究所の客員研究員を勤めさせていただいておりますので、是非皆さまからお寄せいただきたいと思います。よろしくお願いいたします。

今日は御静聴どうもありがとうございました。

(拍手)

若林常務理事 相沢先生、どうもありがとうございました。

それでは、若干時間もいただいてありますので、御質問、御意見等ございましたら、お受けしたいと思いますが、いかがでございますでしょうか。どなたかいらつしやいませんか。まず、私からひとつ質問させていただきますと思います。

先生から御説明がありましたアメリカ型とドイ

ツ型という、資本市場といますか、経済社会の仕組みのあり方についての理念型が二つ提示されて、それが相対立するものだというとらえ方から、こういふふうにすればうまく融合するのではないかと先生の問題提起であったと思います。が、いわゆる国際的な物とお金と情報の交流というのは格段のスピードで進んでおりますので、どちらかといいますと、一般的には、世界的に一つの理念型に収れんしていくのではないかという見方もされておりますが、そのような見方に対する先生のお考え方がございましたら、お聞かせいただきたいと思います。

相沢 今私が申し上げましたように、ヨーロッパの投資サービス指令などの証券関係法令とかドイツの証券関係法令を翻訳し、出版する予定です。私は解説を書くことになっております。

確かに御承知のように、ヨーロッパでは投資

サービズ指令とかの証券法令を見ますとかなりアメリカ的なものになっております。アメリカ化といいますが、市場の活性化のためです。さらにドイツでも、資本市場振興法が第四次にわたって制定され、投資法も大改正されています。証券の自由な取引と、一方で投資者保護の強化が図られています。ですから、世界の趨勢は、ヨーロッパも含めて、証券市場を活性化して、経済を成長させていくという方向に進んでおります。

ドイツも、従来の日本と同じように、企業金融の中では銀行貸し付けが六割、七割で、株式とか証券発行は一割、二割ぐらいしかありませんでした。しかも、私が大学院で勉強していたころは、株式会社は全部合わせても二千社ぐらいしかなかったのですか、今では一万社以上あります。資金は証券市場で調達しないと、業務拡大ができないようになってきます。そういう面では、おっ

しやるように、ヨーロッパも含めて、グローバルな資金移動の中で、経済・金融システムをダイナミックに発展させていくという方向にあります。

ただ、ヨーロッパ大陸諸国やドイツをずっと見ていておもしろいのは、法律面と実態面が「乖離」している側面があるということです。ドイツというのは、昔から実態的な規制をします。監督当局が市場を監督しますが、ドイツにはドイツ銀行という断トツの銀行がありまして、この民間銀行が経済全体、金融システム全体をうまく統制のとれた市場にできたということです。

ドイツというのは、法的にはかなり自由化していますけれども、たとえば法律に違反していなかったとしても、反社会的な行動に対しては、政府が断固とした態度で望みます。それが社会的市場経済だと思えます。例えば、敵対的M&Aもそう簡単にはできません。弊害があると政府が判断すれ



ば介入します。ヘッジファンドに対しても自由には業務をさせません。TOBを行う場合にも株式買い取りの資金的な裏付けが求められます。

実は株式も、個人投資家がたくさん持っているということではありません。ドイツは余り個人に株式を買えと言わずに、ユニバーサルバンクは従来預金を勧めました。この一〇数年にやっと投資信託を庶民が買うようになりました。でも、株式そのものは金融機関とか企業が多く持っていますので、日本の持ち合いとはちよつと違いますが、持ち合いのようなものがまだあります。ですから、日本のように金融システムと経済・経営システムの齟齬を突かれて、マネーゲームが仕掛けられて、嘗々として蓄積してきた企業の多額の内部留保を吐き出させられるということは日本ほどにはないようです。このように、実態による「規制」というシステムがいいのではないでしょう

か。そうすると、経済がある程度停滞することになります。結局、証券市場は活性化しないではないかと言われれば、そうですと言っしかありませんが、そういうのがヨーロッパ大陸やドイツの実態であるとおもいます。

若林常務理事 どうもありがとうございました。  
御質問ございませんでしょうか。いかがでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは時間がまいりましたので、本日の証券セミナーはこれで終わらせていただきたいと思います。

相沢先生、どうもありがとうございました。

(拍手)

(あいざわ こうえつ・埼玉大学教授  
当研究所客員研究員)

(この講演は、平成一九年七月二三日に開催されました。)

相 沢 幸 悦 氏

略 歴

学 歴

昭和53年3月 法政大学経済学部経済学科卒業  
昭和58年3月 慶応義塾大学大学院経済学研究科修士課程修了  
昭和61年3月 慶応義塾大学大学院経済学研究科博士課程単位取得満期退学  
平成2年7月 経済学博士（慶応義塾大学）

職 歴

平成元年4月 （財）日本証券経済研究所研究員  
平成5年4月 （財）日本証券経済研究所主任研究員  
平成8年3月 同退社  
平成8年4月 長崎大学経済学部教授  
平成13年4月 埼玉大学経済学部教授、現在に至る  
同 （財）日本証券経済研究所客員研究員、現在に至る

主要業績

「ユニバーサル・バンキング」日本経済新聞社、1989年  
「現代ドイツの金融システム」東洋経済新報社、1993年  
「欧州最強の金融帝国 ドイツ銀行」日本経済新聞社、1994年  
「日銀法二十五条発動」中公新書、1995年  
「ユニバーサル・バンクと金融持株会社」日本評論社、1997年  
「ユーロは世界を変える」平凡社新書、1999年  
「現代資本主義の構造改革－危機をいかに克服するか」ミネルヴァ書房、2002年  
「ユーロ対ドル」駿河台出版社、2003年  
「アメリカ依存経済からの脱却」NHK ブックス、2005年  
「品位ある資本主義」平凡社新書、2006年  
「反市場原理主義の経済学」日本評論社、2006年  
「平成金融恐慌史」ミネルヴァ書房、2006年  
「現代経済と資本主義の精神」時潮社、2007年

## 証券市場の社会的責任を考える

(レジュメ)

### 証券市場の社会的責任を考える

日本証券経済研究所証券セミナー

2007年7月13日

埼玉大学経済学部教授 相沢幸悦

#### 1 貯蓄から投資へ

\* 高度成長期には、銀行が企業育成とコーポレート・ガバナンス

\* 日本経済の構造転換、高度成長から安定成長へ

対応する金融システムを構築するのが金融ビッグバンだが、経営システムと齟齬

\* 会社は誰のもので、経済・金融システム・証券市場の運営が大きく変わる

\* マネーゲームは、金融システムと経済・経営システムの齟齬に付け込む一種の投機

\* 証券市場の社会的役割の上昇と社会的責任

証券市場の質的發展で企業育成とコーポレート・ガバナンスの役割が交代

#### 2 企業の社会的責任（CSR）と社会的責任投資（SRI）

\* 企業の社会的責任を資金の流れから問う手段が社会的責任投資

従来は企業の宣伝・ファッションの側面が強かった、現在ではいい人材が集まる

\* 現在ではSRIのパフォーマンスは決して悪くない、将来リスクの現在価値化の故？

\* アメリカはマーケットを通じるCSRが主流、ネガティブ・スクリーニングも興隆

銀行、酒、ギャンブルなどに投資しないイスラム金融も一種のSRI

\* ヨーロッパは政府が主導、失業対策を重視、イギリスは年金基金の運用にSRIを

\* スイスはSRIに債券（公共債）も組み込んで、政府の社会的責任を問っている

#### 3 健全資本主義の確立

\* 日本は、いい物づくり、環境と弱者に優しい国家をめざすのが王道ではないだろうか

\* 強力な国際競争力を有する製造業を存立基盤とする安定した証券市場

世界から投資資金を集めるには、物づくりの品質・安全基準（食の安全も）を重視

\* 従来、アメリカ型市場原理主義とドイツ型社会的市場経済は対立すると考えていた

CSRとSRIで両立可能、トリプルボトムライン（利益、環境、社会）の実現で

\* コーポレート・ガバナンスとガバメント・ガバナンスでの証券市場の歴史的役割重大

CSRからGCSRへの転化、政治・経済の健全化に寄与する現代の「市民革命」？