

座談会

証券取引審議会報告書をめぐって

(出席者)

(五十音順)

岡三証券会長 加藤精一
日産証券会長 小沼敏一
ナショナル証券会長 坂口忠一
丸莊証券会長 林山口正久
山和証券社長 渡邊靖茂
丸國証券社長 小林和子
司会 当研究所主任研究員

日時 平成九年七月二十五日
於 証券経済俱楽部第一会議室

予想を上回る変革のスピード

小林 最初に、この一年間の改革論議について、いちばん印象深かったこと、いちばん強くお感じになったことを、まず一言お話していただいたうえ

で、証券市場の将来像、二〇〇〇年以後の証券市場の姿がどうなっていくのかという点と、その市場を仲介する証券業者、あるいはそのほかの仲介業者の姿がどのようになっていくのかという二つの点にしぼってお話をお願ひしようと思います。

そういうのは、戦後の証券市場は資金調達にしても、資産運用にしても、ある面で限界的市場だったと思います。戦後は銀行が本来的な機能を長年にわたり果たしてきたわけですが、これからは証券市場が本来の資金調達、資産運用の機能を果たすべきであるということが明確に出てきた。そのためには東京市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶグローバル・スタンダードなマーケットにしなければいけないという方針がはつきりと出てきて、それに基づいて商品、市場、仲介者のあり方について、具体的な方策が提示されてきたことが

証券取引審議会報告書をめぐって

坂口 非常に印象的だったことは、これは市場の問題でしおうけれども、ここにきて戦後五〇年間続ってきた銀行業務を中心とした間接金融システムに限界がきたということだと思います。これが

非常に印象深かったです。

さらに、たとえばアメリカと同じ自社株の買い入れ消却制度及びストックオプション制度の導入、また時価会計への移行など、グローバル・スタンダードなマーケットのシステムをつくるうといいう方向性ははつきり出てきたのではないか。

仲介者について申し上げますと、昭和四三年からの免許制、固定手数料制度、市場集中義務という二点セット、これが全部根本から変えられたことだと思います。これが非常に大きな変革であったという感じがいたします。

小林 非常に大きな転機だということは共通の認識であると思いますが、いかがでしょうか。

加藤 その通りだと思います。

当初は、橋本総理大臣が、東京市場をニューヨーク、ロンドンと比肩する世界的なマーケットにしなければいけない、そして、そのためにはグ

ものが、大勢の流れに乗ってどんどん付加されて一緒に流れ出たものだから、初めは細い流れであつたものが大河になつて流れ出した。今、すべてを洗い流してしまつてドーッと出てきたという感じがします。結局、六月一三日の仕上がりのところを見ると、当初予想していたものより、はるかに幅が広く、根底からすべて変革したという感じがします。必ずしもそのことについてすべてを否定しているものではありませんが、この幅の広さとスピードですべてを巻き込んで流れてしまったというのは、これは大変なことだと思いますね。

小林 金融監督庁が現実化する見通しが強くなつたあたりから、今回の改革は証券局として大々的に進めようという感じになつた気がいたしますね。

加藤 当初においてはおぼろげであった事柄、例えれば免許制から登録制への移行、取引所集中義務

ローバル・スタンダードの確立が必要だという」とでスタートしましたが、その当時のわれわれが予測していた姿は、今回の証取審の提言とだいぶ違うものであったと思います。

ところが、初めから加速がついて凄い変化になつて來た。これは今、坂口さんがおっしゃったように、わが国が、戦後以来、長く続いたひとつの時代の清算の時期に來ていた、そしてその変化の潮流が非常に勢いを強めて來たということが背景にあるのだと思います。

また、当初から改革の幅、項目がどんどん増えていったという事も、予想を大きく超えるものであります。これらは、改革の必然、目的のためにやむを得ないものであるならばいいのですが、必ずしもそうではなくて、普通であれば、それは本来の目的とは違うのではないかということで排除されるべき恣意的、他の意図を持った要求まで

の撤廃というようなことが、一瞬でくるとは思いませんでした。業界ではその論議がまだ十分されていないのですが、何ともしようがない。ともかく時の流れは怖いなという感じですよね。

渡邊 いまお一人のお話のなかにもあつたのですが、この一年間振り返って非常に速いなと。とくに金融改革のスピードがわれわれが予想した以上に速い。速いことにそれなりの理由はあったと思いますが、あと行政改革、財政改革、福祉の改革、税制改革、並行してあのときに出ましたが、この五つのなかで金融改革がいちばん標的にされたというとか、スピードアップして、目玉にされたという感じが非常に印象的ですね。その是非はまた後ほど議論したいと思います。

山口 市場問題ということになれば、制度的な基盤をもう一度見直し整備していくという問題意識、そして証券市場の優れた役割、たとえばリス

クティックとかリスク分散について、具体的にどのようない意義づけていくかという問題意識もまたはつきりしてきたのではないかと思うんです。しかも改革の基本的方向・市場の枠組み及び市場基盤などについて聖域を設けないで、議論を進める過程で、将来の全体像がそうとうはつきりと浮き上がってくると同時に、抜本的な市場改革のテンポを速めざるをえなかつた、それほど金融システム分野の規制緩和を含めた改革が遅れていたのではないでしょうか。

小林 証券界の方々も途中から受け止め方が変わってきた、積極的になつたのではないでしょか。そういう気が私はしているのですが。

小沼 いま四人の方が発言されましたが、まさにそういう感じですね。僕らは昭和四三年の免許制以後、いまも話に出でおりましたように、まず免許制、固定手数料それに市場集中義務、この二つ

ばいけなかつたものが、残念ながら、いま小沼さんから免許制のお話が出たのですが、これはたしかに大変な効力を發揮したことも事実ですが、極論を言いますと、証券界の人たちも免許制によってある意味で思考停止してしまつたのではないかという気がしてならないのです。というのは、別の見方からすれば、免許制といふのはある種の保護だと思いますし、またわれわれの業務も免許という形で規制されてきたことは事実ですから、それ以外のことを考える思考を停止してしまつた。

ただ、これは幸いか不幸かわかりませんが、その規制のなかで、言葉は適当ではないかも知れませんが、めしが食えた現実があつたために、それによしとしてしまつた時間がずいぶん長かったよう気がします、いまこの時点で考えますと。本来ならば、もうちょっと前にそういうことに取り

の枠組みのなかでブローカー業務を中心の経営を続けてきたわけです。それが証券不祥事以後、急速に市場を仲介する証券業者間に競争原理の導入を図ることが必要であるとの意見が高まり、それはイコール手数料の自由化であるという受けとめ方でした。ところが昨年あたりから、グローバル・スタンダードという言葉がひとり歩きをして、当初は固定手数料の自由化が議論の中心であつたものが、あまり考えている時間もないうちに間口も奥行きも広がつてしまつたという印象です。

渡邊 一言でいえばそういう時代になつたのかなというのが正直な印象です。私に言わせると、この時期がほんとうに適切であるのかどうか、はなはだ疑問を呈せざるをえないという気がしています。

というのは反省も含めて、本来であれば証券界みずからある種の改革を折に触れてしてこなけれ

かかったほうがよかつたかと思うのですが、これは時代の背景として、直接金融のもつ意味を日本の社会がまだそこまで受け入れられない情勢がかなり長かつたような気がします。われわれは折に触れてその効用、ないしは制度の話もアピールはしたつもりですが、実際自分たちの行動に、その制度による効用を感じなかつたせいか、そだぞうだという声にはなり得なかつた。

時代をみると、たとえば証券取引等監視委員会ができたことも、本来ならもつと前からそういう制度を考えるべきであったのかもしれません。こんなのは象徴的だと思うのです。そういう意味からいくと、バブル、あるいはその崩壊は大変大きな存在なのかなという気がしてならないです。このことがわれわれの商売が食えた現実とその後遺症に悩まされたために、改革をしていかなければいかんというところまでは頭がいかなかつたの

か、手が回らなかつたのか、そんな状況にあつたと思います。われわれ一人で騒いでみても、そう変わるものでもないのですが、行政当局の考え方もこれありで、今日ここまできてしまつた段階で、こういう局面を迎えるというのは、はなはだ時代を感じざるをえない。

もう一言つけ加えさせていただければ、証取審の十一月の中間報告だったと思いますが、今までの金融制度ではもうもたんということをはつきりおっしゃっている。やっとそこまで認識がきたかなという気がいたします。

加藤 証券界においても、日本市場の自由化論そのものについては当初から当然のことであるとして、さほど反対していたわけではありません。ただ、グローバルスタンダードで大きな改革をするのはいいけれど、すべての改革がグローバルスタンダードという唯一の命題のもとに推進される」

ところが随分あつたと思うのですが、手数料問題というひとつのが効いてしまつていて、ものだから、われわれとしても前へ進めないし、税制問題との絡みも非常に重要視されることになつたのだと思います。

ところが、小林先生がおっしゃったように、途中から流れが凄くなってきたから、これはそんなことを言つてもしようがないな、これからは、この流れが本当の意味で効果の出るような流れになるように、われわれも協力してやるべきだろうと、ある時期から変化したことは事実です。

証券市場の将来像

小林 証券取引審議会、金融制度調査会、保険審議会と、三つの報告書が同じ日に並んだわけですが、広い意味での金融全般の構造改革を念頭にお

とに対する大変疑問をもつておりました。各々の項目にしても、様々なところで、確かにタミング等も含めて証券界として十分な議論がされていなかつたことは事実ですが、それだからといって早急な結論を出していいというものではないと思われるところが多くありました。

もうひとつは、証券市場改革ではその当初から手数料問題が表に出で、業界の内外から諸改革の中心として取り上げられていましたが、その論議過程では途中、少し弱いところがありましたし、証券界として外部から誤解されるところも多かつたと思います。僕は今、証取審の改革案に賛成しているのですが、もし、手数料問題がなかつたら現在の改革問題は、証券界において相当取り上げ方が違つてきたのではないかと思います。

もっと真正面からいろいろな論議が出て、証券界内部から証券市場改革を相当推進する方向で行

いたうえで、証券市場の近い将来像を、皆さまどのように受け止められましたか。広い意味で市場がどのように変わっていくと、どういう姿になつていくだろうとお考えでしょうか。

林 現実には非常に予測しにくい問題ですね。ビッグバンのイギリスのタイプのとき、アメリカのメーデーのとき、七五年以降のアメリカのメーデー以降のニューヨーク市場をみていて、いまの日本の銀証問題とは違つた背景がありましたから、メーデーになったからといって、非常に変わつたという現象は直ちには出なかつたのですが、そのなかで彼らはディスカウント・プロローカーとか、そういう新種のものが出てきました。こういうものが業界を変えてきました。

それからアメリカは業者数が多いですから、ローカルまで入れると現在では七、〇〇〇社近い登録です。そういうなかでメーデー以降の経過を

見ていて、アメリカのものがすぐそのまま日本に参考になるとは思いませんし、日本の銀証問題も過去二、三年前にわれわれがいろいろ論じていた銀証問題とはちょっと違った格好になってきました。その間に今度の長銀の問題とか、北海道拓殖銀行の問題とか、外資系との提携の問題が出てきています。このあいだも蟻山先生がある会合で「もう銀証問題は過去の問題です」とはっきりおっしゃいました。座長を務められた蟻山先生がそうおっしゃるのですが、われわれもそういう感じです。

ですから、日本ではこれから五年間大きな変わり方をしていくと思います。そういうなかで、すでに銀行も投信の窓販とかいう形で去年あたり議論しておりましたけれども、それより先に商品ファンドを銀行の窓販に乗っけていらっしゃった、あるいはいま検討している外資系の新しい

でも、業者規制の面でも、行動規制の面でも、すべてにおいて自由化される方向にいったのは証券業だけです。

渡邊 私はさつき時代だと申し上げたのですが、自画自賛かもしれません、証券界はある時点から少し変わったかなという認識を皆さんおもちになつていらっしゃるとすれば、そこは証券界がこれから来るべき時代を先取りした姿に早く対応すべきだという気に、途中からなつたのではないでしょうか。

加藤 私は、六月一三日までは、総合的にはやや反対のほうだったのですが、六月一三日からはビッグバン歓迎に変わりました。それで社内でこいつのを配って…、これは小林先生方のつぶられた証取審総合部会の最終報告の要約ですが…、これに赤ペンで私は「自由化歓迎」と書き込み、社内で宣言をしたんです。ここに書いてあること

ファンダが、日本の投信より先に銀行の窓販に乗つかると思います。そいつたことで、われわれのこれから三年、五年間の変化は、想像以上のものがあるのではないかでしょうか。

渡邊 さつき三審議会のことをおっしゃったのですが、小林さんも証取審に出ておられたのですけれども、それをくわしく中身まで読んだわけではありませんが、証取審の報告がいちばん評価が高いのではないかでしょうか。

小林 今回の改革は証券関係の変化が中心ですね。規制緩和項目のなかでもそうですが、金融制度調査会は銀行業務の本業に関しては何もいっていません。本業はそのままで、証券や保険のほうに出でいきたい、こういう要求だけでまとまってます。保険のほうは、保険業務のなかである程度自由化がありますが、基本的には免許制で専業制です。いちばん保守的なままでですね。市場の面

は大筋において真っ当だし、良いことだと捉えないといけないと思います。結局、改革の目的のところでも「一、一〇〇兆円の個人金融資産のより有利な運用」また「リスクテイクとリスク分散に優れた証券市場の役割への期待は大きい」と書いてあります。われわれ証券会社がこれに乗つていかないのはおかしい。これに真っ向から乗るうよということでお内では様々なチャレンジをしています。本当にそう思います。

ただ、ここで非常に問題なのは、今どのようにお考えですかと言われても、大まかな方向についてはおぼろげながら見えるのですが、細部がまったく見えない。従って、自由化と言つてもどのようになるかがあまり見えていない。また、たぶん今後は様々なことが起こって、ここに書かれている方向と現実が逆行する」とがあるのではないかと思います。税制問題も予断をゆるしませ

ん。その他、様々なことがあると思いますが、結局ここに書かれている精神が貫かれて行かないで、途中で変化するような事があつたら大変なことになってしまいます。われわれとすれば、ここに書かれた自由化の精神は大いによろしい、結構だ、そのかわり、これから先は、自由化のこの精神をすべてのこととにどんどん具体化してほしい。そこでこそ確かにビッグバンになるけれども、これが歪んでしまったら、表面は自由化であつても実態は不自由化になってしまふのではないかと思っています。

私は、いろいろな方にお目にかかるつていますが、さすがに証券界はすごいなどと思うのは、私は前々から証券界は自然相手の商売だと思っているのですが、市場のなかで生きてきて、市場変化に対応する精神、つまり、ある時点までは天気であつてほしいと思っていても、雨が降ってきた

われわれ証券界がこれほど大変化して、自由化は結構であると言つていいところを大いにくんでいただいて、現実に具体化される事柄については、必ず自由になるような政策がとられる」とを望みますね。

直接金融の時代へ

小沼 僕はフリー・フェアーグローバルという理念によって書かれた証取審の答申、これが実行に移され将来どういう姿になるかという前に、このような改革を進める目的は何のためかということを思うのですが、現在のような形式的な資本主義から脱皮して、欧米型のように市場経済の上に成り立った資本主義を日本も実践していかなければ遅れをとるということだと思うのです。

もしそうだとすれば、直接金融と間接金融が対等の立場にならなければ成立しない。これからは直接金融の時代といつても、相変わらず借入金金利は経費で処理できるが、株の配当は一重課税のまま改善がみられない。銀行借入は余れば返済すればいい。これは「当然」のことですが、これに

対し資本市場も最近になってようやく公募増資によつた資金を買入消却によつて返済するシステムができましたが、両者がイコールフットティングになるにはかなり時間が必要だと思います。

加藤 ですけれども、ここに書かれていることは、いまのような問題だけから引っ張つてくると、株式の魅力向上のところで、「株主をより意識した経営を行つことが望まれる」とある。こんなことはいままであまり言わてなかつたが、きちっと言わてている。ただ、これがほどうにし込んでいくかどうかとなると、非常に疑問がある。

小沼 その通りですね。

加藤 書かれていることはいいじゃないか、「当然」は肯定しないとね。

小沼 それは肯定しなければいけないと私は、「株式の魅力をどう向上させるか」というと

ころにたった一行だけ、「これからは株主を大いに意識した経営をしなさい」というだけではね。

林 いま小沼さんが指摘されたような問題を提起していくのだと思いますが、そう一気呵成にすべてがうまくいくとはどなたも考えていらっしゃらないと思うし、時間的なギャップが出てくると思います。したがって、さっき申し上げたように、日本の場合の「ビッグバン」のあり方も、これから三年、五年非常にむずかしいですね。しかし基調は加藤さんもおっしゃったし、現実に九六年も、都市銀行の貸し出し純増がゼロです。そして直接金融市場が、債券市場の発行などで九兆四、〇〇〇億円と大きくふくらんできている。そういう背景も考えて、全体が直接金融のほんとうの意味の市場になっていく。間接金融はそういう形でまだいろいろ問題を抱えながら後退していくということが、ここから数年あると思います。

れたのだろうと思いますが。

小沼 そうだと思いますが、それならば、もっと直接金融を税制の面からも、あるいは投資魅力向上の面からもサポートするような提言がなされていいのではないかでしょうか。

山口 今、お話に出ていた税法・証取法・商法及び会計処理などのインフラの整備は、遅れぎみではありますが、証券市場の総合的改革の方向性などが示された現在、今後はその具体化に向けてこれらの整備が着実になされていくでしょう。市場が活性化するような具体的な政策が着実に打ち出されています。しかも規制の緩和の進展もあり、具体的な今後の改革スケジュールまで提示されている意義は大きい。したがって、多様な創意工夫の發揮できる枠組みが次第に整そられてきた現状においては、企業活動や投資行動において、ダイナミックな展開の具体的ないろいろな事例が出て

そしてベースになるものは日本の企業全体の収益が上がってくれることではないでしょうか。これに対して政策的な配慮が必要だと思います。すでにかつての公共投資を中心とした財政政策の運動では限界がありますし、矛盾もはらんでいるし、そういうた問題を含めて、国の企業全体の収益向上はどうやって図られるのか。そのへんに問題は返っていくと思いますから、そういうこととも関連しながら、周辺のこれからマーケットがそれをどのように咀嚼していくのかということに問題があると思いますが。

小林 今回の場合、小沼さんのおっしゃられた直接金融と間接金融が平等に並ぶということを越えた提言だと思います。間接金融は相対的に縮小するであろう、市場は間接金融を選ばないであろう。では選ばれるべき直接金融はどう、いまのままの状態ではまずいと、市場改革が強く呼ば

くるのではないでしょうか。

いろいろな展開がますます早まっていく過程で、市場としての機能を十分發揮できるよう、将来につながる新しい市場がこれからはだんだん構築されるのではないかでしょうか。

坂口 世界の大きな流れを見ますと、やはり資本主義市場経済に收敛していっていると思います。それをサポートする金融システムが証券市場だと思いますが、ですから、西ドイツでもEUとの関係が変えていくという動きが出ています。日本で金融、ビッグバンをやるわけですから、最終的には英米法のもとにおけるグローバルスタンダードな証券市場を、日本のなかでつくり上げていく時代に入ってきたと思います。またそれができるような商品と市場と仲介者についての施策がはつきり出でているわけですから、結果としてマネーフ

ロードの変化が、国内の一、二〇〇兆円の個人金融資産の流れを大きく変えてくるだろうと思います。林さんが言われたように具体的なことを含めましてね。

ですから、証券業界としてはある面では大きなビジネス・チャンスに遭遇していると思います。大きく資金の流れが変わってくると思います。これは絶対まちがいないことだと思います。

小林 オープン・マーケットで行われる取引が大規模化して比率が大きくなってくるのは、皆さん見通していらっしゃる。ビジネス・チャンスという意味では……別に証券界にのみ開かれているのではなくて……いろいろなところに市場取引のビジネス・チャンスは、いまないものも含めて、開かれていることは確かでしょう。

加藤 それは絶対そうですね。いままでよりは市場は大きくなるし、端的にいえば証券人口も増え

いては投資家・株主を意識した正正常な商品でないと売れないマーケットに変わると思います。非常に大きなポイントだと思います。

もうひとつは、資産運用業務（アセット・マネジメント・ビジネス）がどうしても主流になってくるだろうということがはつきり言えると思います。投資信託なり、ラップ・アカウントを含めた投資顧問業ですね。資産を運用する、アセットをマネジメントすることが主力となるようなマーケットに変わってくるだろう。そこにほんとの意味のアナリスト機能とか、ファンド・マネージャーの運用能力が發揮されていくのではないか。そこで初めてアメリカのような効率的市場が生まれてくる。マーケットについてはよくなると思います。

小林 競争があつて落ちこぼれていくところもあるけれども、残っている中心部分は非常によくな

る。規模が拡大することは絶対です。ただ、それを構成する人たちがどうなるかとか、形は別としまして、拡大することはまちがいないと思います。

坂口 それと発行企業のビヘイビアが変わらざるをえないと思います。経営者の経営のやり方を変えていかざるをえないような時代に入ると思いますが。それが非常に大きいと思います。証券市場で資金調達していくのであれば、グローバル・スタンダードな経営のやり方をやらないとできないことになってくる。それはROE中心の経営です。

また、それをエンカレッジするための自社株の買い入れ消却制度とか、ストック・オプション制度がスタートしたのです。少なくとも英米的な資本主義、それがいいか悪いかは別として、株主重視の原則にのっとった経営に切り替わっていかざるをえないと思います。これは一面において投資家からみたら株式投資魅力の向上です。株式につ

るだらうということですね。

株式という商品の背後にある企業の収益性ということに話を戻したいのですが、いろいろな予測や今回の報告書のバックにある思想、考え方などをみても、全体からすれば、戦後五〇年の高度経済成長を今後も繰り返すとはみていませんね。全体としては安定成長か、低成長か、少なくとも成長は減速するだろうという見通しのもとで、したがって、企業のほうからの資金調達のプレッシャーは少なくなる。逆に、今まで戦後五〇年の蓄積の結果である資産運用のほうのプレッシャーが強くなるということは、変革を考えるとき皆さん共通の認識としてもってらしたと思うのです。

今までの市場が考へてきた発行者側からのプレッシャーが非常に減り、発行者のほうからみると、これは間接金融のメイン・バンクとのつなが

りが切れるか薄れるということが出でてきて、そこで証券市場が新たな見方をされることになつてくると思います。いろいろな意味で二〇世紀の後半の五〇年と比べて今後はずいぶん違つてくるかなと思っております。企業の収益性があまり上がりないままであるとすれば、やはり株式の魅力もそれほどないのではないかと思つてしまふのですが……。

山口 そういう全体を捉える見方もありますが、

私は企業の業績や収益性については産業別に捉えるべきであるうと思ひます。その時々の経済の発展段階により、時代が支援して、どういう産業を花形産業として育成しているのかに注目したい。これらの花形産業に関連する企業は、収益力をそうとう付けているはずで、資金需要も旺盛です。時代時代によって変化しており、そこがファンド

・マネージャーの投資対象の選択、投資タイミング

るわけでしょう。それから自社株の買い入れ消却やって株数を減らすという経営をやつていて。そこからああいう株価上昇が出てきたと思います。日本の場合は、いままでメイン・バンクがあって、株式の持ち合いをやっていました。アメリカではそういうことをせんぜん抜きにした経営をやつてきたと思います。今度はそのような経営は通らないよということにはつきり変わるとすれば、安定成長、三%の実質成長のなかにあっても、ROE中心の経営をやり、自社株の買い入れ消却をやり、ストック・オプション制度でさらにインセンティブを与えていくようになつていけば、株価については上昇する可能性が十分あるだろうと思います。

加藤 今の坂口さんのお話は大変的確で参考になるお話を思ひます。「これからは、企業が安定成長を迎える、だから株価もなかなか伸びない」

グの捉え方などの腕の見せどころなんでしょうね。

経済成長が減速するなかで、産業別の収益性にもかなりのばらつきや、同じ産業のなかでも企業による収益格差も拡大する方向にあります。

したがつて派生市場の取引がいろいろ用意されているのは時代の要請だろうと思ひます。現物を取り対象とする市場と派生的市場とが、相互に補完しながら機能を発揮するので、多様な投資魅力がいろいろな角度から捉えられるのだと思います。

坂口 アメリカはブラック・マンデーから今日までものすごく株価が上がりました。しかし経済成長率は実質では三%ぐらいです。ということは、これははつきりいえば低成長です。安定成長です。

しかしアメリカの場合はROE経営をやつてい

というのではなくて、今度は企業が株主を重視した経営に転換していくわけです。そうなれば株式というのは同じ金融商品であつても、従来と比べてより投資価値の高い金融商品に変わっていくことになると思うのです。形は小さくなつていても投資価値としては上がつてくるという在り方も有り得るわけです。基本のところが変われば、全く違う世界がそこで生まれて來ると考えていいのではないですか。

小林 報告書のその部分は、証券界が読むというよりも、企業の経営者の方にしっかりと認識していただきべき部分になりますね。

加藤 そうだと思います。従来のように過去の高成長期のような拡大だけを目的としたような経営をしていると、市場からも見放されてしまうと思います。市場で高く評価されるためには、株主を強く意識していかなければならぬ。経営者が

常に株価を意識して自社の株式の商品価値を上げていくような経営をしていかなければならぬ。そのへんが明確になつてくると、あまりこのところで論議していくても、筋道はついてくると思います。また、それが市場主義だと思います。

山口　自社株の買入消却制度や、ストック・オプションによって役職員にインセンティブを与えるという制度の導入は、まさに株主重視の基本的理念の表れであると思います。従つてこれらの制度の導入は、これからますます重要性を増すものだと思います。

加藤　方向はそうですが、精神が変わつていな。ROEを基準にして、その変化を従業員の報酬に影響させるというような話もありましたが、これでは、従来の企業経営の手段を変化させただけであつて、基本が変わっていない。これが変わらなかつたら、いへりで議論しても駄目だと思います。

先ほどの企業成長のなかに、日本的なベンチャーの育成を業界挙げて、産業界挙げて支援する方向へ、政府もその政策をとるべきだと思います。

小林　それは今回の報告書では、精神としてはかなり強く意識されており、証券市場としての大きな義務でもあるのではないかと思います。

林　それを意識して証券業界がこれから改革に当たつていかなければいけないと思います。

渡邊　あくまでも証券業界からみたとすれば、インフラ整備の一つだと思ってもいいのではないかと思います。企業経営者もそういうルール、思想をよく理解した方向に進む。国としてもそれをバッ

クアップするようなシステムを考える。税制などもその一つだと思うのですが、そういうこともあります。いま林さんもおっしゃるようにちょっと時間がかかるだろうと思うのですが。われわれ

思います。これからは、企業経営者もそのところが変わらなければ存在出来ないというようだ、たぶんなるのではないかと思います。

林　時間がかかると思いますけど、たしかにその方向でなければ企業でも国際戦略をとっていらっしゃるところは、それがマッチできません。経営者の意識もずいぶん変わっていますよ。それを株価も読んでいると思います。現在二極化現象だといろいろいろいろいますが、国際市場で展開していくらっしゃるソニーにしても、ホンダにしても、いろいろ試行錯誤されながらそういう方向へいかれると思います。ともかくアメリカのROEが一六%台にあるのに日本が二・六だとか、これだけの格差ですね。アメリカも一六%のROEに一日にしてなつたわけではないですね。何年かの月日をかけてなつてきたわけですから、日本もそういう方向ははつきりしてくると思います。

証取審の議論を受けていろいろ議論しているのも、われわれはやりますが、ただインフラという言葉で全部ひつくるると、もう少し方向をはっきり明示してくれないと、こちらは受けて立たませんよということを主張していたつもりです。たとえばいま盛んに議論されている税制などでも、いうう答申があり、その方向でいくのだという理念はできたかもしませんが、現実の議論になると、財政の論理みたいなものが出てきてしまつてしましてしまうのは、いったいそっちの方へ向くといつていののかどうかまでわからなくなつてしまうような要因になっちゃうと思います。

企業の業績でも、会計制度も変わり、まさにグローバルで判断するようになれば、それはそれで価値が出てくるものもたくさん出てくるでしょう。だからこそデリバティブの世界とか、個別株

のオプションが出てくるといふことも、今まで

は市場としても経済成長オンリーで右肩上がりだ

け、この時代は保有することが最大のメリットだったと思うのですが、そうでない世界もあるよということになれば、これはまたこれでビジネス・チャンス・収益の機会は増えるだらうと思います。そういう方向づけを明確にしていかなければ、われわれいくら努力しても限界があるよう気がしますけどね。

山口 財政構造改革会議の最終報告書が六月初めに発表され、今後歳出削減の改革が実行段階に入っています。歳入・歳出を見直す気運が高まっていますので、いろいろ難しい問題はあります。ですが、財源確保の日処が付いてくれば、証券税制も是非、市場育成型のものに変えていって頂きたい。われわれ投資家を含めてそれを期待しており、税制面での育成策が出てくれば、市場はよりやせんかなと思います。

小林 そのへの対応は結構規模の小さな証券会社で

もやり方によって対応可能だらうと思います。その部分も認めながら競争が行われるような状況になればいいなと思っています。あまり強者の理論ばかりで突っ走られると、ゆがんだことになります。

坂口 株式の持ち合いがどういう形で正常化していくかという問題だと思います。これが市場原理をゆがめた部分があるわけですから、そういう意味では決して望ましくないわけです。といって急速に持ち合いが解消すると、マーケットが崩れますね。できればアメリカのように純投資を目的とする個人と年金と投資信託が主たる株式の所有者となるという状態のマーケットになれば、いい意味の効率的市場になっていくと思います。そういう形にどれぐらいの時間をかけてなっていくか、そのための状況整備がどうかというのがあると思

活性化するでしょう。

競争原理＝強者の論理ではない市場を

小林 市場の将来像に関して、今回の報告で不安に思われるところはほとんどございませんか。まだ予測不可能な部分が多いと思いますが。

渡邊 あります。(笑) 不安だらけですが、ともすると競争原理が強調されるあまりに、グローバル・スタンダードと称して、そういう資産管理業務みたいなものが強調されるあまり、そういうツールを備えたところが対応ができる、そうでないところが劣後するという世界も想像されると思います。

基本は何かというと、マーケットを構成する要因のなかに個人の投資家の存在は欠かせないのだろうとわれわれはずつと言い続けています。そう

います。

もうひとつは銀行の参入で、とくに利益相反の問題です。銀行の証券子会社に証券業務のフルラインを認めるわけですから、そうとう問題が出てくるのではないかと思います。現行のファイアーウォールできっちりと監視できるかという問題

はあると思います。

小沼 いまの持ち合いについては、この報告書ではそう深刻にとらえてませんよね。

小林 銀行関係者がかなりいらして、それに産業界の代表がつきますから、証券界と銀行・産業ということになると、当然ながら証券界が人数が少なかつたんですね。それで穏やかな、薄められた結論になっています。

小沼 そんな感じですね。しかし、現在持ち合いになっている株式はバブル崩壊以前それぞれの関係者によるニーズによって持ち合ったわけですか

ら、これからは徐々に解消の方向にむかうのでしょうか。今度は新しい時代に合った新しい人たちがそれを肩代わりしていかなければいけないことになるわけで、そこで株式の投資魅力を如何に向上させるかが、今後の重要な課題になると思います。

したがって、ビッグバンというのは私達だけではなく、発行会社側にも株主重視の経営をお願いしたいと思います。私はこのたびの証券市場改革はそこで取扱い商品の魅力向上も同時併行的に進めなければ効果が見えてくるまで時間がかかるのではないかと思います。

小林 言葉にこだわるようですがれども、日本の企業の最大の株主は銀行ですね。銀行や生命保険が最大の株主であると考へると、今までの日本の企業の行動は、ある種の株主重視ではないでしょうか。金融機関株主重視ということで、配当

で還元するのではない、別の形での還元の仕方をしてきたと思うのですが、それを市場を開いて市場が納得するような株主重視をせよということになります。これからはそういう形で株主が大部分ですよね。これからはそうではない、市場経済が定着していくなかでこの株なら預貯金や債券に比べて長く持つメリットがある……それは必ずしも個人だけではありません、年金から、生保から、機関投資家全体がそういう形で株主になったとき初めて市場が正常化するのではないかと思うのです。

山口 メイン・バンク制がだんだん後退していくなかで、市場を重視する直接金融型の資金調達の方式にウエートがかかっていくということが、海外市場を含めて、ひとつの大きな動きになるので

はないでしょうか。そのときに、持ち合い構造も次第に解消していくのではないか。ところが、持ち合い解消分をどこが吸収するのかとい

うことなどが問題で、米国の事例に見られるような、 $401(k)$ プランのような制度が導入されれば、そういうような吸収力があります。今回の最終報告書は、当事者間のお互いの話し合いで自然な形で解消していくという言い方になっていますが、実際はその先を読んでいるのではないかという感じがします。

加藤 株主を重視しているというのは、今までも重視されていたんですね、きっと。(笑)
小林 大株主重視というのはあつたと思います。加藤 大株主というよりも、株主と経営者が一体だったんですね。だから持ち合いすることによって、全く同じ人物というとおかしいですけれど、お互いを非常に大事に思っていた。その意味から

言えば株主も重視されていたと言える。

山口 外部の人から見ると、一種のなれ合いのようにも見られかねないです。

加藤 なれ合いというより、一心一体だったのだと思います。しかし、それが崩れ出した。これらの経営者は、会社にとって大事にしなければいけないのは誰なんだと常に考えて経営することになる。

山口 これがまさにグローバル・スタンダードということになります。

加藤 そうだと思いますよ。普通の形に戻る。それと投資家のためとか、株主のためというのは、言葉の魔術のようなもので、必ずしも実態を示していない。今度の総合部会の結論でも、常に投資家と言われていますが、その投資家とはいつたい何を指しているのかが問題だと思います。ここで投資家とは、ほとんどが大口投資家あるいは機

関投資家であつて、実質的には個人投資家はどこかへ飛んでしまっているように見える。今まで重

ます。

要視されていなかつた個人株主が急に登場したりしているけれども…（笑）。現実のところはそうだと思いますね。

小林 個人金融資産一、二〇〇兆円というのが非常に強調されていますが、この一、二〇〇兆円はタンス預金しているわけではない。すでにいろいろなところに収まってしまっているわけですね。

そのうち銀行預金や信託預金や郵便貯金になつている部分が、おそらくかなり市場型になつてくるはずで、それは個人が直接動かすというよりは機関投資家を通じてということなのだと思います。総合部会でも最初の段階では機関投資家のビヘイ

ビア、機関投資家が使いやすい市場にということが強調されていたのですが、あとになるに従つて、個人金融資産という言葉が前面に出た気がし

人が大半の株式を持ってしまっているわけです。六〇%が。

小林 銀行、生命保険も必ずしも純投資とは言えませんね。

坂口 いちばんの問題は、そこの問題なんです。だから、別に個人だけでなくてもいいわけです。機関投資家でもいいわけです。要は、純投資を目的とする投資家に株式を持たせるという市場をどうつくるかということだと思います。

小林 もし持ち合いを市場を通じて解消するすれば、純投資でないところから純投資へ、市場を通じて移していくということになつてほしい。相手は個人でも機関投資家でもいいということですね。

坂口 そういうことですね。投信でもいいし、年金でもいい。

小沼 それは形式的な資本主義経済から、ほんと

「純投資」の重視を

坂口 それと僕は印象に残っていますのは、「純」という言葉です。何がいま日本のマーケットで問題になっているかというと、純投資を目的として株式を所有する株主、もしくはその投資家、これがアメリカに比べて日本で少ない。その問題です。アメリカであれば純投資を目的とする個人が五〇%、あと年金であり、投資顧問会社であり、投資信託で一〇〇%もつてている。

小林 投資による経済的利益を最大の目標としているということですね。

坂口 だから市場原理が働いて適正な資源配分が成り立つ、こういう議論だと思います。日本はそれがない。ということは、純投資を目的としない

うの意味の資本主義経済、あるいは市場経済に行きないから純投資が出てこないのでしょうか。マーケット重視型の市場経済になるためにはどうしても発行会社の経営にたずさわる人たちの意識も変わらなければいけない。それがないと正常なマーケットになつていかないのではないかと思うのです。いずれ発行会社も資本市場から資金調達をしたいというニーズが出てくると思います。先ほどそういうプレッシャーは少なくななるだろうと小林さんはおっしゃいましたが……、そういうときに市場がリーズナブルな株価を表示していけるマーケットでないと、公平で公正な資金配分ができないだらうと思います。

小林 成熟産業では資金調達のプレッシャーが少なくなるでしよう。ただ、これから出てくる産業は当然銀行から借りるか、市場から調達するか、どちらでも選べるでしよう。

小沼 そういうときにその市場がリーズナブルな株価を絶えず維持していけるようなマーケットでないと、ほんとうの意味の資金配分ができないだろうと思います。そういう意味でちょっと時間がかかるかなと。

林 それともうひとつ、これが何年後に起きたかわかりませんが、さつきおっしゃったほんとうの資本主義に近くなつた場合に、日本にまだ本格的T O B、M & Aが目立つた形で出てきてないんです。最近香港の資本がテイク・オーバーしましたとか、一、二出でてしておりますが、もっとアメリカないしヨーロッパの企業によつて日本の企業がT O Bをかけられたときに、日本の経営者、あるいは日本の市場がどういう反応をするのか、そういうことがこれから先の過程のなかに出てくる。そのときに持ち合いの議論がどういう角度から行われるのかなという感じはもつていてます。

渡邊 これは小林さんが専門だと思いますが、日本の株式会社は、直近までの時代からの形骸みたいなものをずっと引きずっていたのではないかでしょか。そういう意味で証券界は、これから何年かかるか知りませんが、現在までの体制が崩れていって、われわれの言うところの正常な株式会社であり、資本市場になつていくのを本質的にかぎつたのではないかと思うのです。それは持ち合いもしかりだし、銀行が株持つているのもそうだし、今まで戦前からずっと財閥が所有していたような形態という延長線上にあつたんじゃないでしょうか。

加藤 個人投資家が、本当の意味での投資家として証券市場において徐々に大きな勢力となつてくるという形は理論的にはあるけれども、現実には相当遠いと思います。それを証取審のペーパーもある程度予測しているなという感じがします。こ

こでいちばん意識しているのは投資信託です。投資信託を中心とする新しい商品についてかなり言及されていますし、相当気合も入つていて、現実に具体案も出ています。従来の投信とは違つて、様々な自由度が与えられ、さらに来年四月からの外為法改正で世界に窓が開かれたとなると、金融商品としての投信の価値は相当拡大すると思います。個人投資家の直接投資部分への言及がほとんどないことを考へると、次の時代までの主役は投資信託であるということを明確に謳つているなどいう気がします。事実、これからは個人投資家の金融商品を通じての間接的な証券市場への参加という形が大きく発展していくことになると思います。これからは、証券会社のほうも本当にいい投信を選んで提供する形をつくりあげ、お客様が自分に合った投信を選択することが出来るようになります。

小林 投資信託は証券市場が工夫している付加価値をつけられる金融商品ですね。証券界が売り出せる商品としてこゝにも期待されているのではないかと感じますが。

そして、そのような形が構築されれば、それはひとつのステップであつて、その次に来るのはお客様が直接自分自身で株式投資をしてみようという気持ちになつてくるのではないかでしょう。現在の日本では、株で儲けるのはけしからんとか、証券会社株屋論に見られるように日本人の心のなかに資本主義の精神は定着していないけれども、そのように個人投資家がステップを踏んで証券市場に参加することにより、このあたりも大きく変化してくるのではないかと思います。証取審のペーパーのなかでは、そのような方向性が示唆されているのではないかと思います。

小沼 たしかに、それはひとつありますね。

小林 投資信託は証券市場が工夫している付加価値をつけられる金融商品ですね。証券界が売り出せる商品としてこゝにも期待されているのではないかと感じますが。

林 冒頭にもちょっと申し上げたけれども、そういう意味で、ゴールドマン・サックスがこの一年間でこれだけのおカネを集めました、この投資信託の伸びは日本一です、といって宣伝しましたね。しかし、それは何もゴールドマン・サックスが売っているのではなくて、売り子は日本の大証券であり、中堅証券である。そして投資家がこの投信の運用のノウハウに魅力を感じて、運用実績もいいということで応えていられる。そういう意味での投資信託が新しい時代を迎える芽生えは出てきているわけです。

ただ、その場合、国内の発行企業だけを対象にした株式投信の運用で、投資家の期待に応えた商品ができるのか、私はまだ非常に疑問ですね。それよりはグローバルな運用の商品が、たとえば最近のパートマンとか、アライアンスとか、あいいう新しいグループがどんどん日本に上陸してき

は当然でしょう。ことに来年の四月以降はその動きがとうとうとして出てくるのではないでしょか。こうした変化のなかで、国内の資産運用会社も刺激を受け、運用能力の向上、運用成果に対する評価を重視する新しい時代がすでに始まろうとしています。

加藤 今般の証券市場改革で、証券界にとっていちばんプラスだったのは、商品に対する規制の緩和ですね。これがいちばん大きい。今、お話をあつた日本の投資信託の大きな問題点として投信に対する規制があつたわけです。ところが、その規制が大幅に緩和され、海外の投信と同じような条件で戦える環境は整いつつあります。これから、お客様が商品を選別してくるとなると、投信会社だけでなく、それを販売している証券会社もいい商品を提供できるところだけが生き残るということになるのだと思います。このいい商品とい

て、投資家の関心を芽生えさせて、それに日本の投信も刺激されて、これはいかんということで運用成績が変わっていけば、明るい方向が見えると思っています。

山口 一、一一〇〇兆円の個人金融資産の有効な運用という大きな命題に対する答えとしては、専門家の効率的な運用実績にそうとうな期待がかけられています。そこでは運用の巧拙が非常に重要なのです。そこでは運用の巧拙が厳しく評価されます。いまの日本の投信の運用者が、期待されているほどの成績も上がらないまま、安閑としているわけではないのでしょうか、競争意識があまり盛り上がりがないということは、時代に取り残される恐れがありますね。

外資系の、国際的な評価に耐えうる運用技術を備えた資産運用会社に金融資産が流れていいくこと

うのは株も含めての話ですが…。ともかく、商品提供能力があるところとそうでないところでは明確に格差がついてしまう。そしてこのことを、皆、覚悟しているわけですが、覚悟した瞬間から投信の商品性は相当良くなってくるのではないでしょうね。だから、今般の改革のなかで最も素晴らしい変化のひとつは、商品に対する様々な規制がなくなつて自由に商品を生み出すことが出来るようになつたことだと思っています。そして、それはまさしく、われわれ証券界が、世界的な競争に参加しなければいけないという責務を与えられたということであると思います。

林 しかし、これも現実はグローバルに運用すれば為替がすぐ絡んできます。この運用のノウハウは残念ながら歐米の連中に五年も一〇年も遅れていますから、言うべくしてむずかしい問題はあると思いますが、いま加藤会長が言われたように商

品が自由化してくるのですから、そういう意味でも投資信託業界も大きく立ち直ってもらいたいと思います。

小沼 できれば国内の株式でも運用のやり方によってはいい成績になる。そのくらいに日本の株式も商品としてこなれてくるといいですね。投資信託の延長線上には私募投信があり、その先には資産管理業務という仕事があるわけですから、それらをほんとに実らせるためには、商品価値の向上が大事だと思います。

加藤 証券界全体で自分のところでいい商品をお客様に紹介していくこうという努力を始めたら、大きく変化すると思います。また、そのようにすることが証券会社の責任であると認識していくなければいけないと思います。

坂口 顧客第一主義ということですね。

加藤 そうですね。

今後の証券業経営

小林 先ほど渡辺さんのお話にありましたように、免許制のものである意味では保護の枠のなかで、ぬるま湯的な環境にあつたとすれば、ここで一挙に熱湯を入れられたり、冷水をかぶせられたりということになっていくかもしれません。証券業、仲介業者も今までののような免許制で専業主義から、登録制で専業主義が外され、外資も銀行系の子会社等も参入は完全に自由化されます。資産運用業務なども証券の本業でやるか、子会社でやるか、あるいは投信業務でやるか、多様な經營形態が出てくると思います。皆さまは今までの免許制で専業主義の証券業の経営者として今後をどのように見ていらっしゃるでしょうか。

山口 われわれ中小証券としましては、これから

委託手数料の完全自由化、証券業務展開の多角化、取り扱い商品の多様化という時代がくるわけですから、それをはつきりと見据えて、経営的取り組みを具体的に始めなければいけない。また、始めてはおります。

小林 すでに皆さま、非常に積極的に取り組んでいらっしゃるわけですね。

山口 証券業の本業の部分をもう一度見直し、それを強化することがまず第一のスタートです。

その一つは、業績を支える柱の一つとして、派生市場を含めた自己売買部門の強化を図ること。もう一つは、投資信託の新しい商品、新たな派生取引の他、今後導入されるであろう証券総合口座やラップ口座などの取り扱い対応力を付けるため、営業員等の再教育に取り組まざるをえない。そういうものをこなしていける営業マンにつくり直さなければならない。

もうひとつは経営コストの引き下げの観点から、生産性の向上を念頭において人事政策の見直しをしなければならない。内部処理業務のアウト・ソーシングによって合理化を進めながら、社員の能力を十分に發揮できる人事政策を取っていかたい。顧客のニーズに適切に答えるため、アナリストやファイナンシャル・プランナーの活用と育成を通じて充実を図ることもまた重要でしょう。我々証券業務は変動商品を扱っていますから、営業員についてそれをこなしていける能力を備えているかどうか、これらの業務に向いているかどうか、その人の性格的な面も含めて、もう一度見直す必要があるのではないか。そしてこのようにして適材適所的な人事政策を実施していくと同時に、この仕事に向いてないものは、向いている世界に目を向けなおしてもうういう形の合理化、そういう問題もあるのではないかと思います。

今後の課題の一として、商品の品ぞろえの一環として、外資系証券会社などの業務提携もまた新しい時代への生き残りをかけた重要な課題であろうと思います。

小林 早々と取り組んでいらっしゃるのですね。

山口 事ここに至れば、改革を前向きに捉えてやらざるをえない。

加藤 自由化される世界においては、何事も与えられた自由度をフルに生かしてやっていくということが基本だと思います。そのひとつは先程申しあげている商品に対する自由度の向上です。わが社の場合は従来から「品揃え日本一」をスローガンとして掲げて、全社で努力しています。世界中のどのような金融商品でも、お客様の好みのものが、適切なアドバイスのもとで岡三証券の店頭で揃えることが出来る、そういうことが、もし可能なのであれば、どのような競争のなかでも負け

に求めていくことの出来る自由度を与えたことは、すぐ大きなことです。これは一挙に変革が出来るかなと思っています。

さらに、証券とか金融だけの自由化だけではなくて、日本のあらゆる分野で自由化が推進されていることもプラスになるのではないかと思っています。証券業務の自由化のひとつとしての業務の外部委託を例にとりますと、証券会社のアウト・ソーシングと、労働省の人材派遣についての規制緩和が相まって、新しい人材派遣業の形が生まれるかも知れない。

そうなると、証券会社の方でもまた新たな経営形態が生まれるということになります。

経営の自由度が出たことは非常に重要で、二一世紀の新しい時代に適応する経営の姿を真剣に考えることが大事になつてくるのだと思います。そういうことをやれば、今般の改革は相当大きな

くるのは、メーカーとしてのレベルアップももちろんですが、ブローカーとしては「仕入れ」の方が大事で、世界中から良い商品を集めることのできる能力の確立と、それをお客様のニーズに沿って適切にアドバイスすることのできる技量の向上が出来れば、ある程度完成してしまつと思います。

もうひとつは、経営の自由度のほうですが、これは非常に大きな問題になると思います。支店の開設、支店の形態、営業の形についても従来とは異なった様々なものが可能となつてくる。さらに、業務の多様化のなかで、関連会社を含めたグループ全体の組み方についても、現在ある経営資産をどのような形に組み替えれば、最も効率的に経営していくことが出来るかという新しい設計図が必要になつてきます。一番有効な経営の形を常

ジャンピングボードになるなと思います。

小林 金融持ち株会社なども証券業のほうからみて非常に有効に使えますか。

加藤 その可能性はあると思います。

小林 いますぐという意味ではなくても、数年之内にはいろいろ使い道があるということですね。

林 これから有効な課題ですよ。

坂口 ある意味で経営の形、加藤会長も言われましたが、顧客第一主義の考えが大事だと思います。フォア・ザ・カストマー、お客様のために何ができるか、これが基本だと思います。そのためには組織としてはできるだけ顧客と本部との距離を縮めることが大事だと思います。そのためには文鎮型、フラット型の組織に変える。

それとコスト・ダウン、小さい本社ということが、アウト・ソーシング、組織のこのへんが非常

に大事だと思います。

人事面では能力給なり、実績給をどこまで導入するかということだと思います。

営業については、個人金融資産の運用時代に入るわけですから、リーディルだと思います。僕はリーディルに特化すべきだと思うし、また地域にも特化すべきだと思います。

商品については、われわれクラスの経営たどりましては、株式と外債と投資信託、ラップの四本柱だと思います。

株式については、アナリストが非常に大事になつてくると思います。というのは、機関化現象が進み、機関投資家に対する受託者責任が厳しく問われることになりますので、銘柄についてものすごく厳しい選択をしてきます。ということは優良株しか買わないことになる。やはりアナリストが大事です。

加藤 顧客というのを個人投資家に限定すれば、ひとつの形は出来上がると思います。

出来るだけ背反するものを切り捨てていくことが、まさしく顧客の代弁者の立場に立つことになります。企業の代行者みたいな証券会社があつてもいいし、個人投資家代行者みたいな証券会社があつてもいい。各々が市場で戦う、あるいは主張し合う姿が出てくると非常にバランスがいいのですが…。従来は片方の声が消えてしまっているというところに問題があるのでないかと思います。

小林 自己売買が中心になる証券業者も出てくることになりますか。

加藤 あつたっていいと思います。

小林 証券業の經營理念として何を中心におくか、さまざまな理念のもち手が今後はいっぱい出てくることになるということでしょうか。

投資信託部門についてはグローバルな商品調達を考えていいくべきではないか。

それと、自己売買については山口さんと同じように、これが大きな柱。今までの委託売買の補完ではなくて、独立業務に昇格したわけですから、これを見逃す手はない。

最後は営業社員の教育です。教育の基本はこれから倫理感だと思います。いわゆるコンプライアンスです。それと商品知識でしょうね。そうとう高度な商品知識がないとお客様をリードできません。お客様のほうが最近勉強していますから。そういうことをきちっと積み上げてやつていくよりほかないという感じがします。

小林 証券経営の場合の顧客第一主義と株主重視というのは背反しないのですか。顧客第一でやれば株主重視に結果としてはつながっていくものなのでしょうか。

加藤 理念というよりも、ビジネスとして存在するかどうかが大事だと思います。例えば、デイリングとか、ブローカーとかいうような業務分野において、今までトータルみて、こっちのマイナスが生じても他方で補完するという形でしたが、これからは各々がきちんとビジネスとして存在するかどうかがポイントになります。そのうえで、全部出来れば全業務を行えばいいし、リテール・ブローカーはちょっと駄目だけれども、ディーリングだけはすごい専門性があるので、そこに専門性をもった証券会社が生まれたとしても何の不思議もないと思います。単純にあれがいいなどいのでは駄目で、そこだけでビジネスになる力が存在しないといけないと私は思います。

林 そういう意味で中小証券すでに特色を出ながら新しい分野に挑戦していらっしゃるところが出ていますよ。たとえば東京とシンガポール

ポールの三極を結んで一四時間で先物に挑戦して

いらっしゃる会社も、現に中小証券で出ています。

手口を見ていると、四大証券より日によってはその証券会社のほうが大きいですよ。売り買いをわりあいにバランスとつていらっしゃいますけれども。もうすでにそういう社も出てきています。自己売買とおっしゃったけれども、そういう意味で先物のネットワークをすでに努力してつくっています。

端株の問題が登録制ということで浮上していますが、また、端株を会社に頼むと時間がかかるとか、値段がわからないとか、それをきょうの引け値の何円安で仕切るとかいう、昔の端株屋さんが復活してられます。ですから、これからわれわれ中小のなかにもいろいろな新しい道を模索していくかれるところが出てくるのではないか。渡邊 かつては結構自由な形でやってたんです

反対側にある投資家がどこまで自己責任で判断をするか。はなはだ心もとない面がありやせんかな。要するに損失補てんのようなものもそこから発生しているのだろうと思います。

加藤 日本人気質というか意識という問題とは別に、ディスクローズと投資家の自己責任というひとつの方針性は崩せないと思います。ただ、形だけのディスクローズではなく、危険なことをはっきりと危険だと言う本当の意味のディスクローズが大事だと思います。

小さい文字で赤く「これは危険です」と書くのではなしに、いちばん大きく書く。(笑)

これをやらないと駄目ですよ。ですから、「これは危険です。しかし大きなゲインが期待できます。」こう書かなければいけないと思います。「大きなゲインが期待できます。」で危険は小さくということではディスクローズとは言えない。この

よ。

小林 昭和三十年代、戦後でも……。

渡邊 もうと前から。それは乗り換え屋さんとか、いろいろ工夫してやっていたんですよ。その昔には“どんび”なんていうのがいましてね。ブローカーズ・ブローカーというのでしょうか。いくらでもチャンスはあるんです。モノが動けばチャンスはどんどん出でますから。そういう意味では創意工夫がこれから大事だと思うのです。

投資家の自己責任

ような工夫は絶対必要だと思うし、これを完全にやっておれば、最終責任は証券会社だということにはならないですよね。このへんのところは明確にしていかなくてはならないと思います。

渡邊 ある種のインフラ整備でしょう。いまお話を出したアナリスト、投信の評価機関、こういうものを整備していくないと、顧客側で何を基準に判断していくか。とくにこういう変動商品を扱う立場とすると、顧客に、日々の動きにつれてそれがはたして妥当な値段かどうかの判断がどこまでできるかというのが、大きな要素としてありそうな気がします。

もつと言えば、これは悪口になつて恐縮ですが、アナリストという制度はあるのですが、今まで制度発足して以来、「この株は売れ」と言ったアナリストがただの一人でもいるのでしょうか。いないと思う。

小林 証券会社のなかに所属しているアナリストの立場はだいぶ弱いようですね。

渡邊 そういう制度だからそんなんでしょう。独立したアナリストでもおれば、そのときどきに応じて「まあまあこの業界は売りだね」とか、そういうアドバイスをしてしかるべきだと思うんですが、そういうことはまだ……。だからインフラ整備が必要だと申し上げているんです。

小沼 それは非常に大事だけれども、七月一八日に始まつたいまの個別株オプションが、徐々に個人投資家に普及すれば、かなり自己責任原則を個別株オプションを通じて体得すると思うのです。それをある意味では期待しています。いわば宝くじみたいなものですから、外れたのは自分の責任でしようがないと。

小林 ここ数日は実際にはどういう参加者なんですか。個別株オプションに実際に参加している人

どんどん日本の優秀なアナリストを引き抜いておりますね。外資系のアナリストは必ず売りを言います。バイ・セル・ホールドですから、そこから変わってくるのではないかと思います。国内の場合はアンダーライティングの関係がありますので、売りは言えないのです。外資系だと関係ないわけですから、向こうのアナリストは力をもっていたら、必ず売りからきますよ。セルを言います。マーケットの価格形成そのものが、そこから変わってくるのではないでしょか。

渡邊 いま前半でおっしゃった部分が最終的な結論のようなものでしょね。学校教育も含めて、教育だと思います。チラッと話が出ましたわれわれの職業倫理も含めて、これはどこの世界でも永遠の課題のような気がしますが、うまずたぬますやついくよりしょがないだらうと思います。

加藤 日本の風土のなかには、「投資家の自己責

は。

小沼 私は自分の会社の中しかわかりませんが、ボツボツ個人も参加しているようです。支店にオプション・コーナーを設けて普及に務めておりますので、徐々には増えてくると思います。

加藤 静かなスタートであったと思います。商品性や取引手法においてやや難解なところがありましから…。徐々に慣れてくれば、プレーヤーはどんどん参加してくることになると思います。新しい取引ではそれが自然であると思っています。

坂口 投資家の自己責任原則については、時間がかかるようですがれども、学校教育やアメリカでも小学校高学年ぐらいで証券教育やってきちっと教えています。リスクの問題とか、自己責任もきちっと教えています。時間がかりますが、一つはこれをやる以外ないと思います。

それとアナリストの問題については、外資系は

「任」だけでなく、個人としての自己責任という感覚が希薄なのではないでしょうか。いわゆる「お上頼み」という意識は、そう簡単には払拭出来ないと思いますが、これはグローバル・スタンダードを推進する基本になりますので、あらゆる努力をしていくことが必要であると思っています。

小林 今回は大蔵省はほんとうに退くと思いますよ。証券関係に関しては免許制で專業主義できつちりと仕切ってきた行司役、守ってきた守護神のような部分はずうっと退いてしまって、見えなくなることは言いませんけれども、市場のルールを見るだけというところまで退くと思います。

加藤 日本人の持っているお上への依頼思想が、様々な改革の足を引っ張ってしまう可能性はありますよね。

五年後の日本市場

証券レビュー 第37巻第9号

小林 最後に、市場の将来像と証券業の将来像と

あわせて、日本の市場がたとえば三年後、五年後
ぐらいに、ニューヨークとロンドンに並ぶ東京

マーケットという三つ大市場の一つになるのか、
ニューヨーク、ロンドンを越えるような市場にな
るか。それとももうワシントン・ランク下で、国際市場
としてはややローカルになるのかという、いくつ
かのイメージがあると思うのですが、皆さんはどう
いうイメージをもっていらっしゃいますか。

加藤 私は少なくともニューヨークと比肩する市
場を目指さないのなら、やめておいた方がいいと
思う。(笑)いや、そんなもんだと思いませんよ。
これでやって、シンガポール並みになるのだった
ら、こんなことはやらない方が良い。これだけの
ならないんじゃないですか。

リカのことなんですよね。

小林 証券市場に関してはということですか。

小沼 アメリカを手本にしたような諸制度、諸慣
行、そういうものを日本でグローバル・スタン
ダードといっているのだと思う。僕はそ
のように理解しているんです。したがって、加藤
さんが言うように、ロンドンを越えなければ話に
ならないんじゃないですか。

山口 今後、市場をめぐる制度的な基盤の整備
が、かなりのスピードで進んでいくと思います。
公正で透明な、信頼性が高く、その上使い勝手の
いい市場がだんだん出てくるなかで、市場参加
者もいろいろな形で増えてくると思います。そう
なるとそれらがあいまって、国際的に重要な市場
としての位置づけが自然と出てくるのではないで
すか。今後、しだいに縮小していくとか、立場が
だんだん小さくなるとか、そういうことはないと

ことをやる以上は、しかも国力的にも歴史的な厚
みがあるので、ここで市場整備がキチッと出来た
ら、それはニューヨークに比肩する市場になるこ
とは確かだと思います。

小林 大規模な国内市場を持ち、かつ大規模な国
際市場を持つということですね。

加藤 そういうことですね。その両者が出来なけ
ればだめだし、きっとそのような形になると想
います。形としては、当初は別ですけれども、仕上
がりのところでは日本的な証券市場が出来上がる
べきだと思いますね。アメリカ市場と同じような
形でというのは、構成の条件が違うのだから、ア
メリカとは違う形で世界の中で通用する市場、そ
して、日本独自の文化を取り入れられた新しい市
場が生まれることを期待しています。

小沼 グローバル・スタンダードといいますけれ
ど、この場合のグローバルというのは結局はアメ

思います。先行きは、市場スケール等大いに期待

してよいのではないか。

林 私は悲観的というのではなくて、大きな変革
を予測し、前進するのですが、時間的にはまだ多
少かかると思います。というのは金融制度自体
が、銀行の問題にしても、土地の問題にしても、
あと数年かかるいくと思います。しかし方向と
しては、そういう問題の解決と行政財政改革、こう
いうものはほんとうに地に足をつけた改革が行わ
れれば、非常に明るい日本の国力が出てきます
し、それに応じた東京マーケットは成長するはず
です。しかし、それが崩れたら、外から利用した
ほうがいい。

それから税制改革、われわれはこうあるべき
だ、証取審もこうあるべきだといっていますが、
実際に大蔵の意見を伺ってみると、なかなか現実
はそんな改革の前進はないということを聞きます

と、時間的にはズレ込む可能性はあると思います。

坂口 私は加藤会長が言われたのと同じだと思います。将来東京市場はニューヨークと比肩するものになると思います。五年先か一〇年先かわかりませんけれども。

その理由は、一つは龐大な個人金融資産、もう一つは日本の企業の力、経済力です。現にビッグバンを発表して、外資系は再び東京へきている。それでヘッド・ハンティングやっていますね。ということは彼らははつきりみているわけです。おそらく三年後にはニューヨークと同じになるだろうということを見越して来ているわけですから、必ずそうなると思います。

小沼 一つ言い忘れましたが、日本の証券業者がみんな繁栄するかというと、それはちょっと別かななど思います。

われわれは非常に投機的だと思っていたファンデーションがみんな大きな成長をしてくるのですから、日本もいろいろな形のものが投資家によって形成されるかもしれませんし、五年、一〇年後には、ああ、こんな証券市場になったのかということになるのではないかでしょうか。

小林 長い期間でみると、免許制の三〇年間というのはきわめて特殊な時代だったということに、後になれば見直されるのかもしれませんね。四業務免許を受けて総合証券になることを多くの証券業者が目標としていた、きわめて均質な、一方向性の時代ということになって、その前後の時代のほうがバラエティに富んだ時代になる。

加藤 証券業だけでなく、特殊な時代というのは全部そなんでしょうね。

坂口 ニューヨーク並みの市場になる場合のいちばん大きい問題は雇用制度だと思います。日本の

加藤 それはそうですね。構成は別として、証券人口も、今一万人だけれども、ビッグバンを経て、一五万人ぐらいにはなると思う。今より少なくなるようなことを言っておられる方もあるようですが、それはとんでもない話で、これから証券市場は拡大発展して行くと思っています。ただ、それを構成するメンバーが大きく変化することは確かですね。

林 日本は日本なりの登録制になれば、いろいろな形の業種の方が出てくるわけですから、どこまでが証券業務なのか、どこで制約したらいいのかなという時代を通過するんじゃないでしょうか。通過しながら、そして落ちついてくるのではないでしょうか。アメリカだって、いろいろな形をとりました。いまミュー・チュアル・ファンドだけではなくてヘッジ・ファンド（九六年末推定三、八〇〇億ドル）等という巨大なグループができる、

国内のとくに証券業界の雇用制度、これが変わりうるかどうかということですね。

小林 日本の証券業は株式会社ですね。登録制になつても株式会社であることは要件になるのではないかと思いますが、アメリカでは個人とかパートナーシップでの証券業が可能です。この点に関してはどうお考えですか。

林 アメリカ市場で育った概念からすると、株式会社でなければならないということとは通用しないのではないかでしょうか。自由化の進展によつてパートナー制度も導入されるでしょう。

小林 グローバル・スタンダードならそなんですが、今まで総合部会ではこういう議論はまったくしてないんです。

坂口 免許制をやつたから、株式会社でなければならないということではなかつたのですか。

小林 以前の登録制のときにもほとんどすべて株

式会社です。ただし法定されたのは、免許制に切り替わるときですね。

小沼 信頼性の問題というのはあるんでしょう。現在寄託証券補償基金という制度があります

が、今後さらに充実され整備されれば、証券業協会加盟の証券会社であればパートナーシップ

的な会社でも信頼性が保たれるかもしれません。ですけれど、いまのままでしょ問題がおきたときに補償もできないということになると、なかなか難しいところですね。

林 私はいろいろな形態も出てくると思います。小林 今後それを法的に認めるかどうかですね。

渡邊 たとえば証券会社でかなり経験も積み修業した人が自分でやりたいといった場合に、どういう道があるのかとなると、いままではまったく閉ざされていましたからチャンスはありませんでした。そういう道もこれから開かれれば、林さん

ば、その程度の株式会社も可能ではあるわけですね。

加藤 他の形態をとるメリットがあるかないかが焦点になるのでしょうか。信頼性の向上だとか、税務上有利だとか、そのようなメリットがないのであれば必然はないですよね。

坂口 登録制で最低資本金制度というのはつくるんですね。

小林 株式会社一般が一、〇〇〇万円ですから、それが最低限になるか、あるいは少し上にすぎるかですね。

渡邊 そういう決められ方したら、パートナーシップなんて出てこられるようがないでしょうね。

小林 個人金融資産が一、一〇〇兆円もあるのですから、一人頭一、〇〇〇万円ぐらいの金融資産は持っている計算になります。一人で一、〇〇〇万円出して株式会社をつくるということ是不可能

のおっしゃるような、過渡期かどうかは別として、ある形態は出てくるかもしれません。

小沼 もし出てくるとしても、まずディーラー専業ですかね。

渡邊 プローカーでもあるんじゃありませんか。アメリカなんかもあるでしょう。

小林 ディスカウント・プローカーなら資本力がなくてもできますよね。

渡邊 ものすごい腕のいいセールスマンが四、五人集まってどっかでやるという話は、アメリカでもないことはないでしょう。

林 パートナー制度はいろいろなのがありますよ。税理士が一、三人で集まって証券業務を兼業しているのもあるし。

小林 実質はほとんどパートナーシップでも、一、〇〇〇万円出せば株式会社になれるとすれば

ではありません。

渡邊 株式会社に限定しなくとも一、〇〇〇万円の資本に相当するものがあればいいという形態はあり得ると思います。

山口 登録制の下では、個人・パートナーシップ形態のものが出てくる可能性はありますが、社会的信頼性の確保、業界の秩序維持のための方問題などの視点を含めて、慎重に十分に議論していただきたいと思います。アウトサイダー的な行動を勝手にされ、それがルールをきちんと守つていこうという我々の信頼性確保や秩序維持に対して、マイナスの影響を与えるようなことがあります。

林 でも山口さん、今までの株式市場と違った電子市場も現出するのはそんな遠くないと思うんです。そういうところに何も一〇人も二〇人も人は必要ないわけですよ。一、三人でいい。それを

ほんとうに株式会社でなければいけませんか、またそういうことを登録制というなかでほんとうにしばれるのですか、いろいろな議論が出ますよ。

加藤 様々な形態の証券会社が出てきて悪いとい

うわけではありません。しかし、取引をしようとするお客様がその証券会社のサービス・信用度を十分に理解して取引きをしていただくことが大切だと思います。取引している証券会社がおかしくなつたら、お客様も影響を被ることになるということが明確になつていかないとダメだと思いますね。

林 免許制を外すということとはそういうことなんですね。

小林 これから先は新規参入は登録ができるということになるんですね。

林 投資家の自己責任のさつきの問題じゃないけれど、そういう問題が絡んでくるんですよね。

と思います。

小沼 今までの積立額の何分の一かは知りませんけど。

林 これは日本証券業協会も今後の方方が問題になるし、東京証券取引所も同じように問題になるし、いろいろな問題をこれから含んでくると思いますよ。

小林 証券業の経営については個別のビジネスの問題が重要になってくると同時に、業界全体の自主規制機関にとって多くの仕事が出てくるということになりますね。未来は大変であると同時に、非常におもしろくなるかと思います。

どうもきょうは大変ありがとうございました。

渡邊 あるいは証券業協会が別の形態でそういう人たちに参加してもらう。現況では証券業協会に加盟しないと商売できませんから。加盟は自由ですけどね。

小林 登録制でたくさん入ってきた場合にも、協会加入は強制で、協会ルールはしっかりと守らないと困るんじゃないですか。

渡邊 それはそうです。ルールは守るでしょう。それには証券業協会に加盟ということになるでしょう。

渡邊 それは株式会社か別の形態かは別ですよ。

小林 いろいろな責務をかぶせられませんね。会社に対してかぶせられても個人にはできない。

小沼 補償基金というのも入会するときには応分の負担はしてもらうことになるでしょうね。

小林 当然そうなりますね。新しく新規参加する場合には幾分かの責務を果たすことになる