

座談会

11000年を迎えた日本証券市場

(出席者)

(順不同)

岡三証券会長 加藤精一
新日本証券会長 岩瀬正
共和証券社長 梅原馨
十字屋証券社長 山口陽太郎
山和証券社長 渡邊靖國
丸国証券社長 茂國
水戸証券社長 小林一彦
当研究所主任研究員 小林和子

日時 平成十二年二月三日
於 東京証券会館八階第四会議室

戦後五〇年を顧みて

小林(和) 皆様お忙しい中をお時間を合わせて御出席いただき、大変ありがとうございます。

11000年の初めに当たり、まず最初に、証券市場の戦後五〇年を振り返ってみて、何が一番強く印象に残つておられるでしょうか。皆さん、証券会社の経営者として何十年もの思い出がいろいろあります。また、一つに絞り切れないかもしれませんけれども、とりあえず、五〇年間の過去を見た上でどういうことが一番印象に残られたか、お話をいただきたいと思います。

加藤会長から、いかがでしようか。

加藤 それでは、皮切りに私からお話ししたいと思ひます。いろいろなことがありました。絞り込んでいくと、私としては二つの時が浮かんでき

ます。まずは、一つは、昭和三六年に岩戸景氣、神武景気と好循環を続けてきた市場がピークを打ち、昭和四三年に証券業が免許制に移行するまでの、昭和四〇年不況の時期で、これは非常に鮮明に記憶しています。

四〇年不況ではいろいろ苦労したこともあります。ながら、従来の「登録制」から「免許制」に切り替わり、戦後の証券市場の新しいスタートの時になつたという点で、一つの大きなターニングポイントであったと思います。当時私は社長でしたが、「免許をもらつた」という鮮明な感動の記憶があります。しかも、そこが新しい出発点で、戦後の証券市場の、特に国際化という意味で非常に大きな発展につながつていったと思つています。

大きな転換期だったと思ひます。

もう一つは、「現在」ではないかと思います。

一九八九年（平成元年）末に、市場が三万八九一

五円のピークを打ち、それからの一〇年間は苦し
みました。特に九七年（平成九年）、九八年（平
成一〇年）は、金融システム不安で証券界も大変
苦しみました。ようやく昨年（平成一一年）の春
から市場は活況を取り戻し、また再出発したとい
う気持です。

会の会長代行、九八年（平成一〇年）七月から現在までは会長をしておりますが、特に、九七年に会長代行を引き受けたときは、山一証券、三洋証券という大手・準大手証券の経営破綻もあり本當に苦しいところを通りました。九八年も、投資者保護基金の設立などさまざまな問題がありましたがし、九九年の初頭も、四月の分別保管の実施を控えて、市場が一段と悪くなるのではないかという懸念から、さまざまな施策を講じました。当時は、何が何でも兜町が世界大恐慌の引き金になら

の証券界の流れが変わったという点からみて、歴史に残るターニングポイントではないかと思っています。我个人としてはその辺りが大変印象深く思っているところです。

小林(和) 証券市場の転換期というのは、今お話をしたかった一回とも、証券業の既成理念の転換期とちょうど重ね合はさっているということですね。

加藤 そうです。ですから、市場の動きや爛熟回答といつたものから、考え方や価値観などすべてがこの二つの転換期に入れ替わったということでしょう。

小林(和) アメリカなどに比べると、日本の証券界というのは転換のスピードが速いところにつながっていますね。
加藤 速いです、まさに瞬間でやったというところは本当にすごいのだと思いますね。

ないようこと、本当に必死な思いで渡つてしまひし
た。

こんな中で、昨年一〇月には、日本版「ビッグバン」の総仕上げともいべき「株式委託手数料等の完全自由化」が行われました。幸い、昨年春以降株式市場が好転していたことから、当初予想されていたよりもはるかに良い形で対応できたのではないかと思っています。先ほどお話しした四〇年不況では登録制が免許制に移行したのと同じように、九八年一二月には、ビッグバンの流れの中で今度は免許制が登録制に変わりました。世紀末を控えて明らかに流れが変わった。これから証券市場は今までとまったく違うものに生まれ変わるというきつちりとした一つのターニングポイントになっています。

戦後、相場的にもいろいろとありましたし、事件もありましたが、この二つの時期は、それまで

岩瀬 この設問が、「証券市場の戦後五〇年を振り返って最も印象に残るものは何か」。今の日本の経済社会は、明治維新と終戦に次いで、第三番目の改革期に入っているということが多いわれています。八〇年代の半ばから八九年にかけて、いわゆるバブルが崩壊して、その後始末に我々は大変苦労したわけです。今から考えると、あのバブルの真っ最中の日本の事態は、恐るべきぐらいに大き

変なバブルに国全体が踊ったといふことで、本当に投資というのは、株を買えば、右肩上がりでどんどん上がるものだ、土地も買えば上がる、下がるのではないかという土地神話というか、一種の土地

本位制みたいな経済状態になつて、その中で証券会社も大いにレーベンデールを發揮したといふことではあるんですけども、余りにもバブルの物すごかつた反動で、破裂した後は、もうちょっとと、数年我慢すれば、証券市場も回復するんじや

ないかと思つたところが、あにはからんや、これだけの長い間の低迷。あのとき、一部の人を除いて、回復するまでこんなに長くかかるとはだれも思わなかつたと思うんです。

個人投資家が、バブルの破裂とともに、マーケットから全く遠ざかってしまつて、その間の業界の努力は、みずからまた種かもしれぬけれども、個人投資家にいかにして市場に戻つてもらうかということの連続でした。だけど、なかなか個人投資家は戻つてくれなかつた。損失補てん、損失補償ということを考えると、あれでかなりの証券会社が大変な経験をしたわけです。個人投資家が見ていて、明らかに証券会社は法人ばかり大切にして、個人投資家をないがしろにしたといふことで、個人投資家の信頼が全く地に落ちた。その回復に物すごく時間がかかる、証券会社のいうことをなかなか信用してもらえない事態が何

崩壊にもつながっていくという意味では、あのときの大したスケールじゃなかつたボリュームのコール市場に手を差し伸べないで、そのまま三洋をデイフォルトさせた、ああいうことが、市場に長いこと後遺症を与えたという意味を、強烈に受けとめたということを一言。

小林(和) 戦後五〇年を見ておりましても、バブル経済の山は非常に高いわけですから、その後の谷も深い。日本経済全体にとっても山と谷が非常に大きいけれども、証券市場にとつても非常に大きな打撃を受けて当然なんですね。その際に金融システム不安の最初の火を三洋証券がつけてしまつたかもしれないという感じでしようか。

岩瀬 あれはなかなか大きな問題だったなど今から思うわけです。

梅原 私は、昭和三二年にこの業界に入ったんですけども、学生時代から経済新人会という会合

年も続いてきた。最近やつと、複合的な要因からして、個人投資家がマーケットに復帰してくれているわけです。

私が大変印象に残るのは、このバブル並びに崩壊の激しさと、かつ金融システムの崩壊がこれに伴つていたということです。その中で、あまりいわれないことなんですが、私が非常に印象的なのは、インターバンクマーケット、つまりコール市場でデイフォルトが起きたということです。三洋証券というのは、企業規模の点で山一の比ではないし、しかも、マネー額は大したものではないにもかかわらず、三洋証券についてコール市場でデイフォルトさせた。それが、今まで金融システムを支えていたコール市場の持つている機能を著しく失墜させてしまった。市場でカネを調達できなくなつてしまつた。出し手がいなくなつてしまつたということで、これが拓銀と山一等の

がありました、その会に入つていた関係で、一週間に一回は証券会社に来てたんです。一応共和証券の在籍みたいな形をとりまして、論文を書いて、当時論文で外務員の資格が取れるということで、大学の時代からその資格を持っていた。

先ほど、加藤会長の話にもありましたように、それまでは、証券会社というよりも、いろんな旦那衆がいて、いろんな会合に出ても、非常に株屋的な発想で、皆さんやつてこられた。そこへ例の四〇年不況が来た。これは確かに、先ほどもお話をあつたけれども、出直りの第一歩、株屋から証券会社の時代にそこのところで入つたんだどうと思ひます。

と申しますのは、一つは、四〇年不況のときは、「存じのよう」に、投信が「池の中の鯨」といったことから崩壊が起こりまして、株が水びたりになつた。ただ、証券会社全般の不況ではな

かつたということははつきりしていると思うんです。

要するに、ディーリングを中心にして始めていた証券会社は、四〇年不況の影響はほとんど受けないんです。だから、中小証券にとっては四〇年不況はほとんどなかった。運用預かりもない。それほど投資信託も売つてないという中で歩み続けてきたのが、そこで、四三年でしたか、新しい免許制になる。四〇年不況のときは、相場が幾ら荒れても、あるいは委託手数料が少なくなつても、中小証券があまり関係なかつたというのは、新株と親株が非常に開きがあつたりして、そのさや取りだけやっていれば、全部の社員の給料を払って、配当をして、しかも相当の残が、あの最悪の事態のときでも残つていた。

ところが、それが免許制になつて、新しい証券会社という形でスタートを切つた。金融収益と委

託手数料とディーリングの三本柱で経営することになり、特にディーリング部門は補完的業務と位置づけられまして、私のところなんか、そもそもディーリングから始めた証券会社ですから、行政の大変厳しい検査を受けまして、たとえ瞬間風速であつても、売買代金で超えてはならない。そのためディーラーの数も一～二名残して全部切つてしまふ。委託を中心の証券会社に切りかえたわけです。

その三つが一体となつてずっとやってきた。その間に小さないろんなショックはあつたと思います。ケネディシンショックとか、ボンドショック、オイルショック。ただ、一般の企業が受けるダメージほど証券会社のダメージというのは大きくなかった。すぐ立ち直ることができた。

そう考へると、今度のバブル崩壊後の不況は、将来振り返つたときに一番大きな不況であり、ま

た証券会社が新しい出直りの一歩を築いたときだったんだうなということになると思います。

この三本柱すべてが、バブル崩壊後だめになつた。というのは、顧客が最初は株というのはある程度長期に保有していれば、今までは必ず投資の価値が生まれてきたものが、三年、四年、五年という長期保有を考えて持つていってもどんどん下がつてしまつてしまうという中から、本格的な個人投資家の市場離れが加速化しまして、昨年以前の三～四年間はほとんど顧客不在という形になつてしまつた。いろいろダイレクトメールとかを送りましても、全く反応がない。そのまま捨てられてしまうという極端な時代に入ったわけです。

また金融収支というのは、ご承知のように、この低金利時代でゼロに等しい。ディーリングは一定の幅のところまで暴落した後は、一〇〇円とか三〇〇円の間のゾーンで動きますから、ディーリ

ングで収益を上げることも難しい。

三本柱すべてが利益につながらなくなつてしまつた。その中でいろいろな改革が次々と大変な速いテンポで起つて、自己資本規制比率の問題ですか、分別保管の問題とか、クリアしなくてはならないものがたくさん出てきた。それらを全部すごいスピードでここでクリアをして、昨年から市場が明るさを取り戻してきた中で、全く新しいスタートを切つた。

先ほどの話にちょっと似ているんですけども、私もやっぱり、一度のスタートがあつた、そのうちの一度は四〇年のときの証券会社として健全性をどう保つていくかという第一歩。それから、今度はすっかり変わつてしまつた新しい金融システムその他含めた市場改革の中で新しい証券会社像というものができ上がってく。その意味では、後になって何よりも一番思い出に残るもの

は何かとなつたときには、四〇年不況じゃなくて、まさに今の改革といつもの、現時点の新しいスタートだらう、こういうふうになるのではないかなと思います。

小林(和) 四〇年前後は、転換の方向に行政が非常に強くかかわってきて、規制を強めたけれども、今回は逆で、全部とはいわないまでも行政はかなり手を引いて、証券業経営者の自己責任で經營をしつかりやれという方向に変わっています。方向は違つかりやれという方向に変わっています。非常に大きな転換点だとお感じになつていらっしゃるわけですね。

梅原 そうですね。

山口 私は視点を変えて見てみたいと思います。昭和三七年に証券界に入つてきましたが、それ以降を見ましても、実にさまざまその時代を象徴するような出来事に遭遇しています。その中から

の内需拡大政策。そしてそれに続くバブルの崩壊と不良債権処理及び金融・産業界の再編成の時代への突入。これらはいずれも、私にとって大変印象深いものでした。それゆえに視点を変えて証券市場の戦後五〇年をとらえ直してみたわけであります。

小林(和) 証券市場の背景には日本経済全体を動かしてきた政策というものがあるということですね。

山口 そうです。

渡辺 私はもう加藤さんのおっしゃるとおりだと思います。

2000年を迎えた日本証券市場
五〇年と書いてあるんですが、私はまだ四〇年足らず、三十五、六年かなと思っていました。ですから、昭和三九年、四〇年というのは、そのころ平社員でしたから、あまり自分のこととして切実感はなかったんですが、今司会者がおしゃったとおり、奇しくもというんですか、四三

最も印象に残ったものは何かといわれても、余りにも印象の深いものが多いだけに、絞り込むことはとても無理です。

私なりに、いくつかに取りまとめてみました。

時代が変化していく中に、その時代時代の要請があります。それにこたえる形で、国家的に重要な政策が打ち出されていますが、その諸政策の政策効果には大変大きなものがあります。これはまた証券界の好不況とも密接な関連がありました。政策の発動には、極めて大きな影響力があったということです。

例えば、昭和四〇年の経済不況から脱却するため国債発行へ踏み切った政策、また昭和四二年七月の資本の自由化政策、三番目は昭和四六年一二月のスミソニアンの合意に基づく円の大幅な切り上げとそれに対応する形での金融緩和政策。もう一つは、昭和六〇年のプラザ合意とそれを受けて

年免許制」といふことは、規制強化なんですね。今度は規制緩和なんです。その間免許制が約三〇年続いたわけです。本来なら、同じシステム、制度で三〇年も運営すること自体が、本当はおかしいんだろうと思うんですが、いろいろな事情があって、証券界もあまり大きなことがいえなかつたような事件もありましたし、行政当局も、惰眠をむさぼつたというか、そういう感じがしてならないんです。もう少し前に規制というものを真剣に考えていれば、もっと違つた姿になつたかなと思います。

さつき、四〇年当時、私はあまり切実感がなかったと申し上げたんですが、今度ばかりは、おととし、さきおととしになりますが、市場が大変混乱して、たまたま私は正会員協会で、このままだと市場が壊れるかなという印象を持ったのは今度が初めてですね。奇しくも、両方とも山一証券

が絡んでいるんですね。

東証の記者クラブへ行って、マーケットを何とかしたいという記者会見をあえてやつたんですが、それが大した効果があったかどうか知りませんけれども、そういう切実感を持ったのはあれが初めてだったと思います。

そういう意味で、加藤さんのおっしゃるようには、この一回目の方が大きいだらうと思いますが、ほぼ一〇年近く、こういう状況が続いたのは私たちの経験にもないことですし、かなり重要な一期だったと思うんです。

後で話が出るのかもしれませんけれども、三九年、四〇年のときは私もあまり記憶がないんです。が、今度のバブルの総括といふんでしょうか、反省といふんでしょうか、日本人はそういうのが不得手なのかもしれません、本当はもっときっちりと総括しておかないといけないのかなという気が

て、一九二九年恐慌後のアメリカのペコラ委員会みたいのが、だれがおやりになるか知りませんが、総括のレポートをちゃんとつくるということだらうと思うんです。

私が一九六三年に山一証券に入社しまして、営業第一線で仕事をしていました。私は二年間しかいなかつたんですが、山一の内部でやってきたことは、私自身の反面教師として、今日に至るまで、考え方非常に大きな影響を与えてくれたと考えています。

その後、免許制のもとで、行政が皆さんを総合証券に育てるという一つの指向性を示して、大いに競わせたんですが、山一証券の二年間の、特に後半は背伸びをして、営業を無理させたことが全部積木細工が崩壊するように崩壊していったんですね。そういうのを見ながら、たまたま当時海外に行く機会などもあって、アメリカの証券会社の

してならないんです。蛇足ですが、以上です。

小林(和) 免許制の総括というのは本当はまだされてないと思います。あえて申し上げれば、前半の免許制というのは証券業をきちっと形づくる、安定した基盤をつくり上げるというところに非常に大きく役に立ちましたし、また自由化、国際化にうまいぐあいに段取りをつけて、行政側が主導して、うまくなじませていくという点で有効だったと思いますが、後半は逆に、証券市場にとって桎梏になつた面もあつただらうと思います。この面の総括というのはまだなされてはいませんね。

安 五〇年間の大きな出来事を考えれば、先ほど加藤さんがおっしゃられたとおり、四〇年代初頭の免許制に移行する過程と、最近の一〇年間のバブルの崩壊。ただ、バブルの崩壊とビッグバンに至る過程は、まだちょっと生々しくて、もうちょっと風化して、骨組みがはっきり見えてき

営業のやり方と比べると、やっぱり随分おくれているなという印象を持ちました。

その後、先ほど申し上げた免許制のもとで、行政がたどった道も、免許制以前の山一証券がたどったものと同じような道でした。自分の会社経営の中に一つのスタイルといいますか、美意識みたいなものがあつて、あれは僕は嫌いだという認識でやってきました。そういう意味で、過去五〇年間といいますが、私は三六年間しかまだ経験がございませんが、最初の二年間の印象が非常に強烈でした。今後一〇年ぐらいすると、この一〇年の出来事だらうと思いますが、今話すとすれば、數十年前が懐かしく、また印象的に思います。

小林(和) 日本の証券業は、アメリカなどと比べますと、今まで類型が少ないですね。四免許を全部持つて総合証券を目指したというタイプが大半で、あと小さいところが幾つかあるという感じ

でしたが、これから先は明確に分化していくでしょう。そういう面では今非常におもしろい時期に来ていると思います。

小林 私、諸先輩と違つて、この業界に入ったのは一九七三年で、一番の若輩者ですが、この題を見て、最も印象深いのが八五年のプラザ合意、それから八八年のリクルート問題、それと損失補てん問題です。これらを振り返りますと、戦後の間接金融から直接金融への移行過程でこれらの問題が出てきたのではないかという感がしてなりません。

リクルート、損失補てんというのが正にそうであって、しかも、時の行政にしても、社会にしても、証券業と銀行業に対する取扱い方の差というのをさまざまと感じさせられました。すなわち、証券業界の特金と信託銀行のファントラの取扱いが全く違つていたということです。結果的には、

もう一つは、証券業界自身の責任でもあります。が、株式投資罪悪論的な社会風土もまだ残っているということです。私は、次の二〇〇〇年代に向けて、やっと直接金融といいますか、我々証券業者が日本国民の中で認知される段階に入ってきている感がします。

小林(和) ペコラ委員会の報告書という言葉が何人の方から出ましたが、あれは実際に一九二九年の一〇月のニューヨーク市場のガラから数年で出ているんですね。それをもとにして一九三三年の証券法、一九三四年の証券取引所法が成立します。いうならば、四年か五年の間に法的な改革と制度の改革の全部が終わっている、これはアメリカはやっぱりすごい国だと思います。

今回の日本ではペコラ報告書に相当するものは出ませんね。出ないということを前提にしないと仕方がないという気がいたします。

信託業界のファントラを不問にした為に、後の住専問題につながり、金融システム不安にまで発展してしまいました。この結果、今回の公的資金投入といつた異常事態が銀行業界に及んだわけです。逆にいえば、証券業界は長い間苦労はしたが、国の力は借りずに自らの力で回復したと胸を張っても良いと思います。

その一方で、この一〇年間が結局間接金融から直接金融へ移るための大きなブランクになってしまった。本来なら、一〇年前に現在の状況であるべきところ、また、先ほどから総括というか、ペコラ委員会の話が出ていますが、あのときもっと突っ込んで対応しておれば、もっと早く現在のシステムができていたと思います。それを政府も行政も何もせずに、ずるずると延ばしてきたために、この一〇年間をロスしてしまったという感がいたします。

小林 それで、この一〇年間伸びてしまつた。繰返しになりますが、あのときに徹底して問題点、課題について議論をやっていれば、今回のような金融システム問題、住専問題も全部もつと早く気づいたと思うんですが、これも先ほど述べたことです。が、全部押さえてしまつた。その結果、ここ四五年の金融システム不安となつて表面化し、今慌てているわけです。

二〇〇〇年を迎えた証券市場の使命

小林(和) 現実には空白の一〇年にはならないと思いますが、ちょっと悔恨の残る一〇年かもしれません。その一〇年をほぼ終えるところで、第二番目の論題に入りたいと思います。

二〇〇〇年を迎えた証券市場の社会的使命は何か、社会的とまで考えなくても結構です、証券市

場としては二〇〇〇年をどう迎えているかということを聞かせていただきたいと思います。

今までの五〇年というのは、過去を見たわけですが、今後は未来を、今後五〇年を見る、ということでも結構です。

加藤 証券業の担っている社会的使命というの

は、これまでと何ら変わらないと思っています。「産業資本の調達」、「投資家の健全な市場の提供」の一いつ。これは証取法ができたときから、その根本精神は何ら変わっていないのですが、ここに来て変わってきたなと思うのは、その精神が「具体性」を持ってきたということです。従来はやや遠い形で取り上げられてきたのではないかと思いません。つまり根本精神はそれとして、現実の行動と必ずしも一緒という状況はなかつたというのが本当のところではないでしょうか。ところが、ここに来て非常に具体性を持ってきて、真の

常に大きな、いわば「山」が動いたような形になつてきています。

ご承知のとおり、個人投資家の持ち株比率はかつて七〇%程度ありましたが、これがどんどん下がり一〇%程度まで低下してきています。市場のシェアにおいても、ついこの一年前までは一〇%を下回るという状況になつてきました。それが急速に回復し三五%まで戻ってきました。この変化は本当に大きいと思います。大きくいえば、昭和二四年の東京証券取引所再開以来五〇年ぶりともいえる個人投資家の変化ではないでしょうか。

この二つのことを、証券界は真剣に取り組んでいかなければならぬのですが、この問題はもつと現実的にとらえられていて、今は景気回復が叫ばれています。日本経済の新たな出発のためには次代を担う新興企業を育てていかなければならぬ。そのため資本調達を行っていくことが一つ

意味での二つの社会的使命を達成していかなければならぬというふうになつてきていると思います。

す。

産業資本の調達については、ベンチャービジネスに対する資金調達をどうするかということで大変大きな波が起こっており、証券市場だけではなく国家レベルでの動きになってきています。また、投資家に対する健全な市場提供ということについても、低金利状態が長く続いているにもかかわらず、一三〇〇兆円といわれる個人金融資産が凍結されて動かないといったことがあります。これはお金の流れが大きく変わる中で、受け皿がなかつたということだと思います。その受け皿に証券市場がぜひともならなくてはいけないと思っていますが、非常に良いことは、ここにきてその兆しがあらわれてきています。依然として凍結されたままということですと、問題が大きいのですが、非

の柱となつてきます。

今のこの個人投資家の流れを大事にして、それにより証券市場を活性化し、活性化された状態で、実体経済を引っ張っていく。ぜひそうあってほしいと強く感じています。

最近では「証券市場が活性化して、株価的にもいい位置を保つてほしい。そのことが社会全般に好影響を与える」といわれる。私は長い間証券界にいて、こんなことを他からいわれたのは、今回が初めてといつても良いぐらいです。今まで経済と市場は別々で、勝手にやっているんだという感じが強かったのですが、ここに来てそれが一体化してきて、皆で株式市場を盛り立てていかないといふ意識が拡がっていると感じています。

そういうすごいバックアップの中で、動きが出てきたのですから、我々としても、今いわれてい

る産業資本の調達について、如何なる努力を払つてでも取り組まなければなりません。また、個人投資家に市場に来てもらいたいということについても、最善の努力をすべきと思っています。改めるべきところはたくさんあるにしても、そういう意味では、本来もつてゐる証券市場の社会的使命が、本当に目前の目的と合致したのは今回が初めてではないでしょうか。皆さんの意識も、証券市場の社会的使命を達成しながら、証券市場を盛りたてて行こうというように一挙に変わってきていたと思います。これは非常に大きな変化だと思っています。国際化を含めて、時代にあつた形できつちりとした市場を作つていかなければならなうと考えています。

岩瀬 証券市場が社会の公器だという認識が広く行き渡るように、理解されるようになってくるわけです。この二〇〇〇年の、ということを考

きな役割ではないか。

そういうた使命がある意味で高まるわけだけれども、その機能を十分に發揮させるためには、我々を含めて関係者としてこういうことを考えなきやいかぬなということを二つほど考えてみますと、一つには、株主価値の増大を図る企業経営を推進するということ。

それから二つ目に、株主あるいは投資家から信頼されるIR活動とか、ディスクロージャーの徹底を企業に促し、これを浸透させていくということ。三つ目に、資金運用者、調達者、我々のような仲介者、つまり市場参加者全員、我々証券会社も自分の問題なんですが、主体的な判断とか、自己規律の精神、そういうものを高めるように働きかけていくことが大切だ。ということは証券会社自身がもつともっとグレードアップしていくべきやならぬということで、いざれにいたしまして

えますと、新興企業、成長企業をめぐって、市場間競争の幕が開いて、東証のマザーブの開設とか、ナスダックジャパンが始動してくる。それから、進展する店頭市場の改革といったようなことで、二〇〇〇年、ことしは投資家、有望企業の争奪戦がマーケットにおいて本格化するということだと思います。

従来からの市場参加者にとって、より使い勝手のいい市場になるように、改善努力がされるということは当然なんですが、特に二〇〇〇年を迎えた証券市場の社会的使命という点からすると、最初に申し上げた新しい時代を担つていく新興企業群を育てて、より厚みのある証券市場を構築する。そういうことを通して、経済、産業全体の活性化につなげて、ひいては少子高齢化社会に向けて、国民の資産形成に寄与していくということが、二〇〇〇年の証券市場にとって果たすべき大

も、我々業界が中心になつて、各方面に働きかけて二〇〇〇年のマーケットをすばらしいマーケットにしていく、そういう役割、義務もあるんじやないか、そう思います。

梅原 二〇〇〇年のマーケットを考えたときに、今まで個人金融資産のほとんどは間接金融の方にあつた。低金利あるいは金融システム不安といつたものが起つても、なかなか直接市場の方には入つてこなかつた。それが突然、過剰流動性みたいなところから始まって、やはり企業業績というのは、経済の成長が伴わなくとも、回復していくんだといったことが目に見えてきたときに、新しく個人投資家が直接市場の方へ顔を向けてきた。ニューマネーも非常に多く、こちらの方へ移動してきている。これはほとんど投信経由だと思うんですけど、今まで投信というのは四〇年不況以降、非常に

評判が悪くて、投資信託を買うというのはいかがなものかという顧客の判断が強かつたんですけれども、今回は成長産業あるいはここで立ち直つてくる企業が低成長下の中でも回復してくるというものに、投資をするには専門家に任せようという動きから、新しく投資信託というものに対する見方が変わってきた。個人投資家も、落ちついてくると、やっぱり今度は長期でそれを持つことによって自分の資産の形成をよりよいものにしていくという方向へ考え方が変わってきたと思うんです。

ただ、先ほどからお話を出していますように、要するにベンチャー企業の部分、これから日本経済がいかに成長していくかというのには、いかに成長できる産業を国内でたくさん活性化していくに尽るると思うんです。それが店頭市場であり、マザーズであり、今度はNASDAQも出てくる。

なっていくんだ。我々がきちんと個人投資家に説明していくことができるかということが、これら勝負じゃないかと考えています。

山口 間接金融から直接金融方式に軸足が移されていく中で、これまで以上に、発行会社に対し、産業資金調達の場を拡大、発展させる必要があるのでないか。そのためには、証券市場間の競争の導入も非常に重要であるし、また発行・流通市場の活性化のためのインフラ整備といふこともどんどん進めていかなければいけない。

また、我々仲介者である証券会社も、発行市場業務にいっそう注力する必要があるのでないでしょうか。

その一方で資金調達に協力してくれた個人投資家を育成していくためにも、株式の分割促進を行なうなど、非常に重要な役割を果たすことはあります。また、それをバックアップす

いろいろ市場間競争が激しくなっていく中で、そいつた、今は大したことないけれども、将来はすごい成長産業なんだ、それが成長することによって日本経済自身も成長していくんだという非常に大きな使命を持ったたという感じがするんです。

ただ、これからそなればなるほど、個人投資家に新しいベンチャービジネスへの投資に対しては事前によく説明して、これはリスクを非常に伴うんですよということもアドバイスをして、なるだけ新しい成長産業にも、リスク覚悟の上で参入をしていいっていただくという説明を義務づけられるのがこれから証券会社だらうと思います。

もう一つは、これからは日本版401kも始まるといったことで、証券界の使命というのはますます大きくなってくる。資産運用の場としては、これから直接市場というのがどうしても中心に

る意味からも、長期保有の株主に対する税制上の育成策も今非常に強く求められています。

流通市場の活性化につきましては、貸し株市場の整備拡充ということを、もう一度取り組み直してもらいう必要があるのではないかと考えております。

また、店頭市場につきましては、本年三月末にマーケットメーク業務の機械化がスタートするわけですが、これを契機に現在店頭登録されている八七〇余社に対し、市場育成の観点からマーケットメーク銘柄となるように強く働きかけ、協力を仰ぐ必要があるのではないかと考えております。

仲介者である証券会社は、投資家の自己責任原則の確立という重要な時代の要請に応えるために、現在、証取法改正の手続きが進められていますが、その中の重要項目である投資勧誘ルール、特に説明義務の重要性は改めて重く受けとめなけ

ればならないと思います。

というような努力をすることによって、信頼の置ける、発展する市場がつくられていくと考えています。

渡辺 今までの皆さんのお話の中にも、時代は間接金融から直接金融だ、と認識されている。この認識はそれはそれで私もそう思うんですが、ただ、実体はどうかなと思うと、観念的なものはそうでしょうが、実体がまだ伴っていないんじゃないかなという気がしてしようがないですね。

今山口さん、インフラ整備とおっしゃって、多少税のことも絡んできましたけれども、アメリカですと、今はもうそんな話は全然出てこないんですが、景気が悪くなると、キャピタルゲイン減税法案というのが出てくるんです。これは何かといふと、そういう投資活動を活発にさせて、経済の活性化につなげようという意図があるんだと思い

よくいうんです。人だからのするところは必ずだれかがのぞきに来る心理、一つ相場が活況を呈していくと、おもしろおかしくはやし立てちゃうという雰囲気、これは証券市場の持つ一つの特徴ですから、否定はしませんけれども、今までの我々の行動の中で、結構その部分が多く過ぎたんじゃないかなと思います。

ですから、我々の業界の外の人には恐らく、いまだにといつていよいいでしょ、どうも証券界というのは、ありていにいえば、金儲けの話にばっかり群がるという印象が一部あるんじゃないかなという気がする。そこら辺は反省をしなきゃいかぬ点だろうと思います。岩瀬さんがおっしゃった自己規律につながるだらうと思います。

そういうことをして、証券界、直接金融の世界はこうだよという認識をもっと深める努力はしなきゃならぬと思うんです。

ます。だけども、今日日本では直接金融の時代です。よとはいっても、典型的なのは税だと思うんですが、まだまだ旧態依然とした形で、これから申告税制に変わるんだよとはいうものの、小額投資とか長期保有とか、いろんなことを各国でやって、底辺の拡大を図っているんでしょうが、まだまだ政治家、行政を含め、経済界の理解もいまいちだろ。これは証券界でも強くいわなきゃならぬことだと思うんです。

税制改革になりますと、証券界がある程度声を出すんですが、我々がそういうことをいうのは、本当は何も証券会社の利益のためにいつているわけじゃないんですね。投資家のためにいつているんですけど、ともすると、証券界を利するがごとき印象というのがあるんだろうと思うんです。

もう一つは、社会的使命の部分かもしませんが、証券市場というのは、私はお祭りの夜店だと

もう一つは、今真っ盛りといつてもいいんですが、ベンチャー企業を育てよう、資金調達でできますよ、これは時流にも合っているし、大変いやすいし、そうは思うんですけども、それを支える投資家はだれかと考えれば、これを盛り立てていくのは個人の投資家がかなりの部分を占めるだろうと思います。そうなると、ベンチャー企業はリスクも大きいので、そこら辺をきっちり踏まえた上で行動せにやいかぬのかなと思っています。

マーケットがそれを決めるんですけど、自分の意思をきっちりと反映できるようなマーケットにしないと、売るにも売れないよという状況が出てしまう可能性があります。まさに人気銘柄は買うにも買えない状況だらうだと思います。

そういうことを踏まえて、政府も、直接金融の世界に合った政策、一番典型的なのは税制だと思うんですけど、そういうことをきちっと出してこ

ないと、国がどう考へているかというのによくわからない。そういう時代なんだという認識をするならば、こういう考え方で行きますというメッセージはもっと大きく出していいような気がしてならないんです。

我々の社会的使命はどうかといわると、マーケットをよりよい、使いやすいマーケットにしていくことがそうだと思っているんですが、いうはやすいんですが、なかなか難しい話。そういう意味ではマザーズあり、これから来るであろうNASDAQの市場もありというのは決して悪いことではないんだろうと思ってるんですが、ただ投資家に多少の誤解を生じせしめるような行動は慎まなきやいかぬなと思っています。

安 私は司会者がどういう思いでこの設問を書いたのか考えてみたんですけど、少し大きな話をしてみたいと思います。

先見性もある。あるいはリスク・リターンの関係で経済のメカニズムを市場経済の心臓部として我々は担っている。

もう一つは、私は証券化について考えるのですが、こういう市場経済の中では、リスクの分散化、あるいは流動化、そういうことが、証券化を通してのみできるだらうと思います。

要するに、市場の役割として、変化を調整する機能がある。証券市場というのは、経済の本当の姿を映し出す機能を持つていて、それを十分に発揮していくのが社会的使命じゃないかと思います。

小林 只今安さんから社会的使命という非常に大きなお話を頂きましたので、私は身近な話をしたいと思います。そもそも当社は、個人投資家相手のブローカー会社であり、どうしても個人投資家の立場で考えてしまいますが、戦後を振り返り

今世の中まさに市場経済ですね。証券市場とうのは市場経済の中心だと思うんです。その市場の中心である証券市場は、どういう役割が世間から期待をされているかというと、例えば、マスコミが毎日のように、その日の株価とかを経済ニュースのトップに出している。これは株価を見てもうれば、その日の経済の反応といいますか、経済界で起こったいろんな出来事がそこに象徴的にあらわれている、そういう意味で、証券市場を守る我々は、いろんな出来事が素直に市場に反映されるような市場整備が必要なんだろうなど、まことに思っています。

二つめは、市場というのは資金の適正配分機能があつて、株価がなぜ高いかといえば、そこにビジネスチャンスがあって、投資家がそれを高く評価して、株価を上げていくわけですから、そこで上がった株価は、将来の社会像を示唆するような

ますと、先ほど間接金融、直接金融の話をしましたけれども、結局、資金調達者のための株式マーケットだったのかなと。個人投資家は、その間たまたま日本が高度成長だったので、キャピタルゲインが取れ、それで証券市場に参加していた。ところが、一転して低成長になつてくると、そう簡単にキャピタルゲインを取れず、利回りでも預貯金より低く、株式投資の魅力が無くなつてしまい、個人投資家の株式離れにつながつてしまつと思うんです。

その間、四〇年代に時価発行増資が認められて、あれによって日本の経済が復興し、世界に冠たる経済大国になつたことは、それは結果としてはよかつたんですが、高度成長時代から低成長時代へ移つても再び証券市場を利用した安易なフィナンスをしたため、バブルを膨らます手助けをしてしまいました。同時にアンダーライティング部

門での過当な競争、不祥事、その結果が損失補てん問題とかになつたわけです。そうした経験からしますと、これから資金調達者、すなわち発行者は、個人投資家に目を向けて行かねばならないし、また証券業者としても正にフリー、フェアな資金の仲介者とならなければいけないと思います。

ここ一〇年間でポピュラーになった言葉を思い浮かべますと、ベンチャー、コンプライアンス、コーポレートガバナンス、ディスクロージャー、ファイデューシアリーなどいろいろと新しい言葉があります。まずベンチャーですが、ベンチャーと言えば時流に乗ったようになっていますが、個人投資家サイドに立ちますと、今度新しく出る金融サービス法に対してプロサイドではなくアマチュアサイド、すなわち個人投資家の立場で考え、例えば税制一つについても個人が参加し易い環境を

回、行政の側から見た場合には明らかに環境の変化を起しそうとしている。直接金融を推進するというよりも、直接金融が中心だということははつきり打ち出されたと思います。

ただ、それを支える柱が幾つも必要だとするならば、その柱はまだ弱いものもいろいろあるだろうし、証券市場の内部でもみずから変えていかなければならぬところがあるだろうという感じで受けとめさせていただきました。

改革法の施行で何が変わつたか

小林(和) 金融システム改革法施行から一年、金融証券ビッグバンという言葉が出てから既に三年たっております。実際に市場がどう変わつたか、何が一番変わつたと受けとめていらっしゃいますか。

整備するよう個人投資家に代わって我々が提言していかなければならぬという感がします。ファイデューシアリーというか、信任というのか、信頼というのか、その辺が今後のキーワードになつてくるのではないかと思います。

私は、ビッグバンのキーワードというのは、まずルールがあり、その中で競争をし、その結果は自己責任ですと常々社員には言っていますが、先ほど岩瀬さんが規律というか、自戒というようなお話をされましたけれども、それは肝に銘じて動かない、せっかく大きく吹き始めたフォローの風が、またもとに戻ってしまうような懸念があります。

小林(和) 非常に大きく見ると、証取法第一条の法の目的というのは、これは本当に変わらないわけですね。ですから、それを証券市場が十分に担い得るような環境がまだまだ少なかつたのが、今

私は、投信が非常に変わると思つたんですけれども、例えば、株式を対象にした会社型投信というものはまだ出てきていない。非常に不思議だとうか、これはコストなど問題があるとは思いますけれども、制度が変わつても出てこないものもあるということを目の当たりにして、実際に変わるのはそれなりの基盤がないといけないのかとも思いました。改革法施行で何が一番変わつたのでしょうか。

加藤 今回の金融システム改革法で、規制緩和を行ひ自由化する方向は、相当成功したと思います。経営全般や営業の形においても、そうですし、先ほどのわれた商品の創造性においても同様です。投信は自由を得て、現実に今、投信が非常に盛んになってきている。今まで、株式が主軸で投信はやや脇役みたいな形でしたが、自由を得たことで投信が主役に変わつてきており、そこで

競争が起こっている。これは、明らかに効果があったといえますね。

小林(和) 会社型という形式をとったかどうかは別だということですね。

加藤 基本のところでは縛られて動けないという状況に三〇年間いて、頭を使わなくなっていた。それが、「自由ですよ。皆さん方の能力に応じてさまざまな商品をつくってください」ということになつて、そこから競争が始まっている。投信の問題だけでなく、ディーリング、営業形態、店舗形態、規制によって今まで何もできなかつたものが全て可能になつたわけです。

今まで決められた枠の中で、汗をかくだけでした。今度は、何でもできますよという中で、どういう選択をしていくかが迫られています。例えば、仕事の範囲にしても、従来であれば、免許を取得して大手四社と同じような形でやつていく道以外は通らない」という人が大勢入ってくると、自ずと経営の形も変わってきます。オンライン取引だけでも良いし、ディーリングだけでも良い、また、証券業と関係がなかつた人でも参入できる。登録制が大きな変化をもたらしたことは事実で、今後その効果がプラスになつてあらわれてくると思います。

ただ、逆に、自由というのは非常に怖い面もあります。というのは、道がそれしていく可能性もあるからです。その辺りは、法律的な問題だけではなくて、自分なりの美学、哲学をしっかりと持ち、その会社ごとに合つた生き方をきつちりと決めながら行かなければならぬと思つています。自制心が非常に大切になつてくると思います。

安 僕も、今加藤さんがおっしゃつたことと同じようなことを考へているんです。金融システム改革法の改革の趣旨は自由化ですね。確かに、その

ことしかなかつた。今度は、「全く自由ですよ」といわれて、どの道を選ぶかというところから始めなくてはなりません。今までは「汗かき競争」でしたが、アイデアで競争していくという市場に一八〇度転換をしました。ビッグバンの時期が証券会社にとって非常に苦しい時期に当たりましたから、何か特性を持たないと生き残れないということは非常に強く意識しました。そういうものが相まって、自由を得たというところは前向きに評価できるのではないかと思います。

もう一つ、免許制が登録制に変わって、さまざまな種類の人々が大勢市場に参入してきたことで、証券界の構成が三年前と全く違つてきています。このことは、余り大きく取り上げられておりませんが、大変な変化だと思います。以前は、初めから同じような道を歩んでいる人が、同じ道を選んでいたわけですが、「この道しか行かない。」この

趣旨に沿つた制度改革はいろんな面で着々と行われている。昔、某証券局長が「証券業者には営業はあっても経営はない」とおっしゃつたことがあるのですが、行政がみんな路線を決めて、それをやる手法とスピードだけが問題だった。けれども、今度は自由化の中で自由に経営ができるようになつた。

その中でも、事前指導的行政から事後チェック的なつたことは非常に大きい。私どものような会社では、コンプライアンスを重視しようという発想が少なくて「やむを得ないから、コンプライアンスもちゃんとやっておかなければいけない」という発想でしたが、今や経営にとって、コンプライアンスはある意味では一番大事な問題です。お客様の信頼がなくなると何もできない。そこで失敗するとえらいリアクションを受けるので、これはいろんな意味で非常に真剣に考へております。

から免許制への移行が非常に大きなファクターになつてきましたが、今度の改革は、逆に、免許制から登録制への移行がまことに大きな影響をもたらしているんですね。「だれでも自由に入つていいらしい」ということになって、異業種からの参入がかなりのスピードで始まっている。私どもは業界で免許制から登録制に移行することについて議論したときに、大蔵の担当官が「移つても、厳しい登録制は免許制と変わりはありませんよ」といわれましたけれども、実際に免許制から登録制に移つたら、物すごい勢いで新規参入が始まっています。銀行の方も、例えばヨーカ堂グループが銀行業に入つてくる。今度の金融システム改革法の施行によって異業種からの参入が自由になって、いろんなところから入ってきて、業界の中の競争が本格的に厳しくなっているわけです。

らしいファンドマネージャーがだんだん育つてきて、時代の流れにマッチして、いいパフォーマンスも上げられるようになってきました。

今まで日本では、「投信は損をさせる商品だ」

というイメージがあったわけですが、「ましろ運用ができるない預貯金と比べると投信はなかなかだ」と、投信に対する見方が変わってきた。銀行、生保等も含めた他の金融機関の窓販とか、複合的な要因で投信に対する信用が高まってきたわけで、会社型投信の問題は我々のこれから宿題だと思います。

小林(和) ジャーナリストとかほかの業界の方々は、今の契約型が悪いので、会社型ができれば投信業界は変わっていくだろうということで、救いの神のようにいう議論が多かったのですが、実をいうと、証取審の議論のときに、私は会社型投信に期待しない方だったんです。創意工夫さえあれ

なったのにちっとも変わりない、どうなつているのかという批判かもしれないけれども、投信は運用ががんじがらめになつていたのが、やつと今度の法律施行に伴つて随分自由化されて、いつてみれば「何でもあり」になつた。ニーズにジャストミートする投信をいかにつくるかという知恵比べになつて、それが時代のニーズにちょうどマッチしつつあると思うんです。

それと、従来我々がお客様に投信を販売するときに、「皆さんのが株式単体でやるよりは、プロの運用にお任せください」といっていたわけですが、プロが運用するようなパフォーマンスを上げられなかつた。日本の投信業界には、本当のプロのファンドマネージャーはいなかつた。けれども、先進国アメリカにキャッチアップするような手法も一生懸命勉強して、ファンドマネージャー

ば、契約型でも会社型でもどちらでもかまわないというぐらいの区別だらうと思いますので、別に証券界を責めるつもりは全くございません。(笑)

梅原 自由度の話が出ていますが、五年前、あるいは八年前でも、アメリカに行きますと、ニューヨークでは一つとして同じことをやつていな。ディスカウンターもいれば、ディープ・ディスカウンターもいる、あるいはディーリングに特化している業者や、最も多いのがラップアカウントに特化した業者だと思います。みんないろんな知恵を絞つていろんなことをやつていて、行くたびにまたそれが変わつていて。日本の証券会社と比べて余りにも自由度が高いので、びっくりしました。

我々は、「ああ、自由におやりなさい」といわれて、インターネットの業者は出てくる、ディー

リングに特化するところも出てくる、それぞれ自分の自由な行き方の中で今後の経営を考えているわけですが、まだ試行錯誤の段階ですね。アメリカはある程度歴史がありますから、成功したところ、だめになったところをいろいろ見てきていい。ところが、日本の場合は今始まつたばかりで、現実に走り始めてはみたものの、方針を変えなければならぬというところもたくさん出てくると思うので、もう少し時間がたたないとなかなか整理ができない。何年かたってみないと、それが本当にいい手段だったのかどうかはわからないう。

投信は、自由になって、大きく生まれ変わったいくと思うんです。岩瀬さんがいわれたように、今まで投信は、日経ダウが下がるときは下がる、上がるときは上がる、何を買っても儲からなかつた。これでは買う人はいないわけで、無理やが本當にいい手段だったのかどうかはわからない。

小林(和) 新聞には時々「電子証券取引所」という言葉で出でますが、ECN(電子証券取引ネットワーク)については、皆様どのように見ていらっしゃいますか。金融証券ピッグバン議論のときには、まだここまで日本では考えていましたのが、この一年ぐらいで非常に新しい展開が進んできただと思いません。旧来の「取引所」という概念も変わってくるようですね。

加藤 取引所の集中義務がなくなりましたから、その段階からあらゆることが想定されます。その中で、ECNは相当早い時期に出現すると、想定しています。ただ、どういう形になつていくのか、どの程度の規模になるのか、そしてそれがどの程度のスピードで進行するのか、現時点では正確には誰にも予測できません。一つ言えるのは彼らシステムが組まれたとしても、そこに玉が集まらなかつたら、市場は構成されないということです。小口の個人投資家だけで市場を構成するのは難しくて、機関投資家が参加しないと、市場の形はとりにくいと思うんです。一方、機関投資家にとってみれば、自由化によって売買コストが非常に安くなりましたから、証券会社を使った方が有

り販売しているようなところがあつた。ところが、どの証券会社も品ぞろえを豊富にして、お客様のニーズにこたえられるようになってから、個人投資家がだんだん投信に向いてきました。外物に飛びついで損をしてしまつこともあるけれども、うまい投信を選択すれば非常にいい結果が得られる。今は選択が広がって、中・小型のファンドがいいとか、外物のファンドがいいとか、お客様の方から投信を買いに来るわけです。

日本におけるECNの展望

岩瀬 今アメリカでは、九社によるECNが稼働しているわけですね。

小林(和) それぞれに相当数の機関投資家が加入していますね。

岩瀬 アメリカでは、NASDAQも含めて全体の出来高の三割ぐらいがECN経由になっている。制度的には、金融システム改革法によって取引所の集中業務が撤廃されて、ことしの六月から日本のECNも動き出すのではないかということですが、加藤さんがおっしゃったように、これが日本

で本当に根づくかどうかは、ECNで売買高がどの程度確保できるか、市場参加者によって売買量が一つのマーケットを成すぐらいのボリュームが確保できるかどうかだと思うんです。したがって、ECNに伴うリスクを利用者にちゃんと理解してもらつた上で参加する、そういう枠組みをしっかりつくることが大事じゃないでしょうか。

山口 現在、オンライン証券会社が着実に増加しており、異業種からの新規参入もあり、インターネット取引が急速に普及しており、取引所市場外取引が一割を超えて始めている。ECN (Electronic Communications Network) の台頭が言われていますが、現在の東証を中心とするオーケション市場は非常に優れた売買取引の仕組みを持つており、運用されているので、ECNについてはあくまでも補完的な機能を果たすことになり、そのシェアもある一定の水準（例えば110%）

加藤 一般的の投資家は、銘柄は選ぶけれども市場は選んでいません。今後、ECNが発展すると、機関投資家だけでなく個人投資家が直接市場を選ぶことも出てくると思います。市場を選ぶには相当広範囲な知識を必要とするわけですが、日本の場合、主体性を持って投資をするというといふでは米国に比べて遅れていますので、どうしても任せスタイルにならざるを得ない。その面でのECNの伸びは少し弱いかなという感じがします。小林 ナスダック・ジャパンは、受け渡し決済機能がないということで苦労しているわけですが、ECNについても、それはどうやるのか、それが全然見えてこない。日本の場合、受け渡し決済が一番遅れているわけですから、今後T+1とか、その辺が整備された後にこういうものが出てくるのではないか。我々の業界、あるいは取引所、協会がインフラ整備をきちんとやっておけば、そん

程度）までという限界的なものではないかと考えております。

安 間違いくつ補完的な市場はできると思うんですけど、今アメリカでは、ATSともいわれますが、オールターナティブ（代替的）という言葉が使われています。既存の証券取引所は、自主規制ルールを持つて、価格の信頼性が担保されているわけですが、ECNは自主規制が働くか自由な市場です。自由にはリスクがつきものですから、個人投資家が逆にだまされるリスクもある。アメリカでは、ECNは、コストダウンや価格の自由を欲しがる機関投資家や時間の自由を要求する個人投資家のニーズにマッチする市場になつていますが、日本ではある程度補完的で、代替的な市場になるには相当時間がかかる。けれども、いざれば自由の方が勝つのではないかという印象は持っています。

な恐れはない。日本の上場企業のマザーマーケットは東京マーケットですから、そんなに離れていくことはない。企業情報にしても何にしてもマザーマーケットとしての役割はキープできるのではないかと思います。

渡辺 さっき山口さんから、ネット取引の個人のレベルでのお話を出ましたが、正会員協会で投資家にアンケートをとりましたら、五〇代、六〇代になると全然違つてきますが、四〇代までの投資家が一番アクセスしたい時間帯は夜九時から一二時まで、二番目は夜中の一二時から三時までというのが現実です。

小林(和) 昼間は株式投資なんかやっていらっしゃることですね。

渡辺 だんだんそうなりますよ。そういうニーズが出てくれれば、そこにビジネスチャンスが生まれてくる。一年三六五日二十四時間やってほしいとい

う二一ヶ出でくれば、そのビジネスチャンスをねらって、必ずだれかが出てくると思います。その意味では、取引所も安閑としているれない。

小林(和) 投資家の方も、どの市場を利用したらどれだけのコストがかかるということは理解できますから、市場を選ぶ。新しい市場を設営するには当然コストがかかるわけで、新しくつくられた市場がコスト倒れになつてつぶれてしまう可能性もある。ここから先が本当の市場間競争が出てくるのかなど、非常に興味深く見ております。

小林(和) 『証券レビュー』を読まれる方の中に投資家の方もいらっしゃると思います。投資家の「自己責任」との兼ね合いもありますが、証券界としては投資家の保護をどう考えたらいいでしょう

クレームがどんどんついてくるんじゃないかな。だから、ECNも非常におくれるし、PTSもなかなか認可できない。リスクだけで、「何でもあり」の世界の中に顧客が巻き込まれていくわけですから、証券界挙げて自己責任原則を徹底する努力をしていかないと、これから市場はうまくいかないと思います。

小林(和) 証券界として、投資家教育にもっと努力するということでしょうか。

梅原 そうですね。

加藤 投資家教育というものはなかなか難しい話だと思います。「自己責任原則」というのは証券界だけに存在するものではなく、社会全般に存在しています。日本の場合、社会全般が過保護だと思います。例えば、動く歩道に乗っていると、「あと少しでこの動く歩道は終わります。お足元に注意ください」といわれる。JRの自動改札

か。

梅原 私は、自己責任原則は、日本は非常におりていると思うんです。自分でやったことに対する自分が責任をとることは、日本人が一番苦手なところで、私も協会の規律委員会にていたことがあるんですけども、証券事故が起つた場合には問題となるのが、言われば扱つた営業員に預り証等渡してしまって、チェックもしない、そういうことが背景にあったわけです。

学校教育とか、小さいときからそういうことを

教えていけば、これから変わっていくでしょうけれども、今のところは、長いこと間接金融の中で生きてきたので、日本の投資家の自己責任原則は欧米に比べて非常に低い。PTSにしても、ECNにしても、新しいマーケットの中に入っていくには、日本の投資家のレベルは欧米に比べると余りにも低いので、そこで行われた行為に対しても

を通るときに、「切符は一枚合わせて入れてください」といわれ、切符が出てくるところでも「忘れずにお持ちください」といわれる。(笑) こういう中で育つて、証券取引だけ自己責任原則を唱えて、なかなか難しいところがあるのでないでしょうか。

ここところは、梅原さんがおっしゃったように、自己責任原則を徹底すると同時に、「お客様大事」という精神を持ちながら、安全な市場づくりを心がけないといけないと思います。「ディスクローズしますから、これを読んでください」とか、「法律によってこのように変わりましたから、明日からは自己責任原則です」というのは通らないと思います。お客様に明日から変わりなさいというのは間違いで、証券側も一緒に努力をして、長い歴史の中でだんだんに良い形になっていくのではないかでしょうか。

山口 一般に保護というのは、立場の弱い者、あるいは無知なる者が詐欺行為や不公正取引に巻き込まれて不測の損害をこうむらないように、その立場を守るということであろうが、市場経済の競争社会では、投資家を単に弱い者としてただ守るだけではなく、投資家自身の自己啓発を求めるなくて良いのでしようか。投資家自身が自ら判断力を磨き、自ら判断、選択、決定に対し、その結果について、自らきちんと責任を取るというのではなくれば、競争社会は成り立たない。その意味で、自己責任原則という概念が非常に重要な要素となっています。

現在、立法化の手続きが進められているけれども、我々証券仲介者に、販売勧説に際しては行き届いた説明義務を求める。その内容も不実（嘘）をいつてはならない、断定的判断を禁じ、投資家に都合の悪い情報は隠して説明しないということだと思います。

正にアマだと思うんです。発行企業、取引所、協会、証券業者、引受業者はすべてプロとしてみなされるわけですから、弱者、特に個人投資家保護はきちんとやらなければならぬ。

ただし、弱者は保護し、あるいは救済すべきですけれども、敗者は救済する必要はない。相場で損して負けた人、あるいはきちんと説明を受けてリスク商品を買い、それが値下がりしてしまった場合は敗者であり、その救済はする必要はない。「投資家保護」というときに、弱者救済と敗者救済を勘違いされることがあるので、この辺、我々業界の意識も敗者と弱者を峻別して対応する必要があると思うんです。

加藤 この問題は個々の会社経営にも大きく関係しますし、お客様との関係をきっちり考えてまじめに取り組まないと、非常に大きな問題になると 思います。法があるから取り組むというような心

があつてはならない。それだけではなくて、投資家に選択をしてもらつともまた非常に重要。例えば、いくつかの銘柄について十分説明し、投資家が選択できるようにする必要もある。もし説明不足から投資家が誤認してしまい、その結果として損害が生じた場合は、賠償責任を求めるということだと思う。保護すべきことは法令できちんと保護する一方で、市場経済、競争社会に適合できる投資家を育成する」とが喫緊の課題になつていると思います。

小林 昨年の『経済白書』で、『国民はリスクをとれ』ということが最初の表題に出まして、これは大きな変化のあらわれかと思うんです。今度、金融サービス法で「プロ」と「アマ」という言葉を使いましたが、言いかえれば、情報収集力の強い方がプロ、弱い方の者がアマで、個人投資家は

の入つていらない取り組み方ではなくて、変化にして心を込めて対応していくかなければならないと思います。

安 証券会社としては、この人にはこういう商品は無理だと思ったら、「あなたには無理です」という。こういう適合性原則は守らなければならぬと思います。それから、今山口さんがおっしゃった金融サービス法の説明責任ですが、アメリカは裁判の国だから、だれも読まないだろうけど、すごい説明があって、サインすると、全部同意したことになる。あれでいいのかな?と思いつつも、ああやって形式を整えながらやらないと、一々「理解しましたか」と聞いてられないと思うんです。保護はいいことだけれど、適度の保護で、自由化がもたらすいろんなチャンスを犠牲にすべきではないと申し上げたい。

小林(和) 東証マザーズについても、低いレベル

で上場できることはよいけれども、ディスクローカーについては厳しくしているという説明をしていますね。その折り合いがあると思うんです。証券取引に関しては、情報や判断において弱者といえる場合があります。そういう場合に、証券取引をする前の段階できちと手当てはしておく。弱い部分については補つような情報を出し、理解してもらおう。市場の仲介者がすべきことを全部した上で取引をした結果、負けた、敗者になつた場合は、証券界には何の責任もない。

渡辺 ちょっと視点を変えて考えたいのですが、投資家が自己責任を追及できるインフラを整えることが、我々の一つの責任じゃないかという気がするんです。例えばリスクのない決済方法をきちんとそろえてあげる。発行体のディスクローズすは今まで非常にあいまいでよくわからない面があつたので、これをきちっとディスクローズす

株式会社化の問題が議論されております。法律改正が通つた後でも、今は会員制の取引所ですから、会員総会で決定しないと、その方向に動かないことはわかつておりますが、東証の場合には、かなり積極的に株式会社化を考えておられるようです。

これは金融証券ビッグバンの議論としては予定されていなかつたもので、後になつて、ニューヨークなどいろいろな動きの結果、実際に市場間競争を進める中で出てきた問題ですね。皆さんすべて東証正会員でいらっしゃいますので、いかがでしょうか。

梅原 我々は長年会員制度のもとでやってきて、例えば取引所の無人化にしても、我々の今までの目に見えない苦労の中できつた。株式会社にしたいけれども、会員の皆様はどういうふうに納得できるんでしょうかという順番だったから、良

る。証券会社も、店頭に自己資本規制比率を明示したりとか、半期ごとの成績をちゃんと用意しておいて、顧客に提示せよとか、いろいろやっていく。我々証券界としては、そういう環境整備もしておかないと困ります。

かつてJR株を放出するときに、国鉄の会議で、「値決めから新規上場まで一月以上かかる。投資家にリスクを持たせたまま一月もぼうつておくのは言語道断だ」と僕はいった覚えがあるんですが、そういうことも含めて、危険度の少ない決済方法をそろえるとか、証券会社や発行体のディスクローズをもっと厳しくやるとか、そういうインフラ整備がないといかぬのかなと思います。

証券取引所の株式会社化

小林(和) 金融審議会の作業部会で証券取引所の

かったと思うんです。ところが、政策委員会の最初の話では、中長期的な戦法として株式会社化もということになつていたのが、株式会社化の話が突然ボンと出てきて、世界の趨勢は株式会社化だ、ニューヨークも、香港も、シンガポールもみんな株式会社制度になる、日本は法律の改正に時間がかかるから、まず法の手当てをしなければならない、そのためにすぐ審議会でやってもらおうということになった。これだけ長いこと会員が支えてきた取引所が、取引所が一方的に描くイメージだけで株式会社に向かって走っている、それでいいんですかというところにほとんどの会員さんのご不満はあるわけです。

正会員協会では年末に急いでアンケート調査をやつたところ、短い暮れの間に100社からすごい量の回答が来た。現在は100社以上になっています。そこで会員の代表者の方がどこに関心を

持っているかを整理して、審議会で意見陳述をすることにしました。第一回目の審議会のときに、自己紹介して、それぞれ個人が主張したのですが、私は、取引所さんは、株式会社化は世界中の趨勢だ、株式会社でなければ、資金調達、意思決定が迅速にできないと説明するけれども、それは議論の観点が違う、どうすれば東証マーケットが投資家に信頼され、発展、活性化するのかという観点から議論すべきではないかというお話を申し上げました。

二回目の時は、私と取引所の金子専務理事と日証協の高橋専務理事、大手の立場で野村証券の古賀常務がそれぞれ意見陳述をし、それをもとにさうまで議論が行なわれていきました。

法改正検討における留意点として四点ほどのポイントを申し上げました。一点目として自主規制機能との調和をいかに図っていくべきかであり、

二点目として、参加者の範囲という点であります。株式会社化した取引所市場における直接的な市場参加者につきましては、既存の会員制度の下での証券取引所の市場参加者と同様、やはり法の下で証券業を営むための登録を受けた業者に限定し、投資家と発行者の間に位置する仲介機関として、責任ある立場にあるものが、取引所市場の参加者となることが適当ではないかと考えますと申し上げました。

そして最後に四点目として証券取引所に係る取引システムの効率的運営をいかに確立していくかという点で、これにつきましては、具体的な法律の条文との関係ということでは、必ずしもございませんが、市場間競争の促進が図られる一方で、取引市場の分裂により市場毎に一種の囲いこみが行なわれれば、例えば、注文発注から決済に至るまでの一連の処理過程におきまして、市場毎にシ

自主規制機能のあり方としましては、これまでにも試行錯誤が行なわれてきましたが、基本的に市場開設者が自らの市場規律及び規制機能を有することが望ましいものと思われます。ただし、私共証券会社に対する複数の規制機関による重複的な検査の実施などに端的に現れておりますように、証券会社への規制及び管理面で、行政当局並びに各自主規制機関の間の棲み分けを、是非明確にしていただきたいと申し上げました。

二点目として一部株主による取引所支配をいかに排除するかという点で取引所の公共的使命につきましては、株式会社化によっても変わらず保持されるべきと考えますが、そのためには、一部株主による経営支配を回避する必要があり、何らかの持株数の保有制限措置、たとえば独禁法などにも用いられております5%未満の持株制限といった手当が必要であると申し上げました。

二点目として、証券市場全体の効率性が損なわれることが懸念されるので市場のインフラに係る部分につきましては、共通化、共有化が図られ、市場コストの低廉化が実現できるような方向性が望ましいので現在、同じ金融審議会の第一部会でのワーキンググループの下で集中的な清算機関の問題等を含め証券決済システムの改革について具体的な検討が進められておりますが、こうした検討と整合性をとりながら、制度面の手当を含め有機的に対応を図っていただきたいと申し上げました。

このよう、基本的な項目に加え、我々証券会社に関わる問題としてあくまで、株式会社形態の証券取引所についての法的手当が行なわれたという仮定の下でのことではございますが、現在の会員制度の下での証券取引所が株式会社形態に移行した場合のイメージとしては、株式、すなわち

株主と市場参加権、すなわち市場参加者が基本的には分離されるということになりますが、その移行に当りましては既存の会員としての持分について不利益を被らないようにする必要がある」とも申し上げましたが、この問題につきましては現在正会員協会において東証の株式会社化等に関する特別委員会を作りまして審議をしております。

山口 証取法が改正された後、東京証券取引所がどのような組織形態を選択するにしても、我が国に最もふさわしい組織形態を選び、そのもとで時代対応に誤りなきように運営していって欲しい。

小林(和) 証取法改正というのは、会員制も株式会社制も両方できるということですね。

山口 組織形態を選択する場合には、我が国に最もふさわしい形態があるはずであると思う。会員制度に代わって株主、市場参加者が取引所を支えるにしても、その理解と協力があつて初めて機能

競争形態に入る前に、我が国の取引所をどういう形に持つべきだらいいのか、グランドデザインを描いておくべきであったと思っています。これは、それほど難しいことではなく、ある程度の図は比較的簡単に描けたと思います。グランドデザインを描いてから先どうするかという話なら良いのですけれども、それをせずに競争しさえすれば良いというのは間違いだと思います。しかし、ここまで来て、そのようなことをいつても仕方がないでしよう。

基本問題として、東証と大証、そして店頭市場は、会員制度という意味では同根です。敵対的な競争と、同根での競い合いとでは、全く性格が異なり、同根での競争には手法があるのでないかと思います。例えば、日証協の運営している店頭市場は、今まで置いておいても、東証が存在するためのマイナス要因とはなりません。現在、

が十分發揮され、今後の発展も期待できる。証取法が改正されたのち、東証を中心にしてこの問題の具体的な対応のための特別委員会が作られるということですが、東証正会員協会の特別委員会で取りまとめられた議論の趣旨を十分に反映させていただきたいと思います。

安 方向性としては必然だと思うんです。みんなの予想をはるかに超えて市場間競争が激しくなっているわけですから、そういう競争社会で戦闘力に制限をつけたら負けてしまう。戦闘力の規制を外すことが必要だと思います。ただ、そうはいっても、ディスクローズを十分して、公平に分配できるように、方法論、条件、移行のステップについては、みんなで知恵を絞って考えていけばいいんじゃないかと思います。

加藤 私は、前々から申し上げているのですが、「」の取引所の株式会社化」の問題については、

店頭市場は年間七〇～一〇〇社程度の新規登録がありますが、そこで成長を遂げて一定のレベルになつたところで東証に移行していきます。昨年の東証の新規上場約七〇社のうち、五〇社以上が店頭市場卒業者です。つまり、東京証券取引所を強くしている要因は店頭市場の働きにあるわけで、これは東証にとっても都合のいいシステムなのです。今後、国際的な競争になつたときに、同根での競争など行つていて良いのかということになると、これは非常に問題があります。こういうことも含めて、もっと皆で考えるべきだったと思います。

それから、東証が株式会社を選択する理由としては、会員制度では経営の柔軟性が乏しいということと、株式会社の方が資金調達が容易であるという、二点にあると言われています。初めの経営がしにくい論と「」について、いくらでも

やり方があると思いますが、問題は資金調達面で、株式会社化した方が資金調達面で有利だとうところからスタートするのであれば、純粹な株式会社として東証を存在させないといけないことがあります。

小林(和) 当然、免許制の株式会社ですね。

加藤 そうすると、これまでどちらの権利ともいわずに業界で保ってきたものを全て仕分けする必要があります。さもなければ株式会社は存在しません。今までの証券界とのつながりを相当切り離さないと、純粹な株式会社は存在しないということになります。それは、大変な労力とマイナスが起ころのではないでしょうか。

結局のところ、株式会社にする理由は一番大きなものは、意識の変化だと思います。国鉄の民営化みたいなもので、同じようであっても、国鉄は民営化して意識が変わった。同様に、会員制度と

しての取引所と株式会社としての取引所では全く意識が変わることが大事です。先ほどの自主規制問題も含めて、従来のつながりを全て切り離して純粹の株式会社にしないと、中途半端な形になつて、非常に大きな問題が起きると思います。ですから、これはタイミングとしては少し遅れましたが、基本に立ち返って論議をすべきではないかと思います。また、それに関連して、店頭市場の問題もありますけれども、それは全体の動きの中で考えていくべきものではないかと思います。

岩瀬 今の加藤さんのお話は全く同感です。迅速な意思決定、効率的な業務運営、機動性に富んだ多様な資金調達、この三つが株式会社化の目的でしょうが、株式会社化すると、なにか自然にそういうすばらしい組織体になるかのことを言われたり、書かれたりしている。下司の勘ぐりじゃないけれども、そう思われるような議論が現在行われ

ているんですけども、意識を変えないと、株式会社化しようと今のままであると、ちっとも変わりはない。役所よりもっと役所的だといわれている東証についての固定観念を、中の職員も含めて打破するためには、株式会社化でインパクトを与える。これは株式会社化と同時に民営化だと思います。トップ人事も含めて民営化する。これがなければ、株式会社化する意味は全くないと思います。

小林(和) いうならば、免許制証券行政が、証券取引所についても方向転換をする時期になつたということですね。

渡辺 株式会社で取引所を運営すると云うことは、約五〇年間、会員制度の下で運営されて来た歴史を、根底から変えるに等しいことと思う。マーケット全体を管理、運営して来たすべてのインフラに影響のあるところであり、方向性は理解

出来るが、会員間に明確な理解と、目的を持つて行動出来る様にすべきと思う。いつもそうだが、もうすでに株式会社化に向けて進み出した様な印象を受けるが、マスコミ等の影響を受けず、きちんととした議論の上で進むべきと考えます。

小林 取引所の株式会社化は確かに世界の流れという感は致しますが、現実的に我々業者あるいは参加者が効率的という場合、まずコストがどれだけ安くなるかという事だと思います。会員制から株式会社制へ変える場合は、現在のコストがどのようになっているか、それがどれだけ安くなり、我々の負担がどれだけ軽くなるかなどを全て洗い直す必要があり、納得できるものであれば、株式会社に移行するのも良いと思います。

小林(和) きょうは大変ありがとうございました。