

個人投資家保護の現状と課題

— 英国 Investment Trust 問題とわが国への示唆 —

若 園 智 明

若林常務理事 大変お待たせいたしました。

ただいまから、「証券セミナー」を開催させていただきます。

本日は、御案内しましたように、当研究所の主任研究員であります若園智明氏から、「個人投資家保護の現状と課題—英国 Investment Trust 問題とわが国への示唆—」と題してお話しさせていただくことになっております。

イギリスにおきまして、投資信託、Investment Trust に絡んだ Split Crisis と言われる社会的問題が発生いたしました。最終的には四万人に上る投資家が救済の対象になったと言われております。この問題は、御案内のとおり、イギリスでは金融サービス・市場法が整備されておるわけですが、その中で

も、既存のシステムでは被害が防げなかったということとで、その救済問題が大きく取り上げられた訳でございます。

この問題につきまして、若園主任研究員が研究しました成果を本日発表させていただくとともに、日ごろ取り組んでおりますもう一つのテーマである「金融教育」の問題とも絡めて、お話しさせていただきたいと思っております。

この「証券セミナー」は、皆様方に私どもの研究員の日ごろの研究成果を発表させていただき、皆様方との活発な意見交換を行わせていただくことを期待しております。そのような趣旨の講演会でございますので、どうぞよろしくお願いいたしますと存じます。

それでは、若園さん、よろしくお願いいたします。

ただいま御紹介いただきました日本証券経済研究所の若園でございます。

本日は天候の悪い中、そして、貴重なお時間を割いて御来場いただき大変ありがとうございます。

本日のセミナーは、四時半までということですので、一時間強ほどお話をさせていただいた後で、皆さんからの質疑にお答えできればと思います。お手元の資料の方は二七枚から成っておりますが、かなりボリュームがございますので、要所要所御説明しながら、割愛する部分もございますけれども、進めさせていただきたいと思います。

一、投資家保護の重要性

資本市場の発展と投資家保護のあり方というのは非常に密接な関係がございます、法制面の整

備ということで例を挙げますと、例えば日本でしたら、三月に、現通常国会へ提出され、審議されております「証券取引法等の一部を改正する法律案」は、以前は「投資サービス法」と呼ばれていた法案ですけれども、最終的には金融商品取引法として施行される予定ですが、この法案は投資家保護の強化がメイン・テーマになっております。こちらは、横断化と柔構造化、二つの点から投資家保護の強化を図っている。そういう法案でございます。

イギリスは、有名な二〇〇〇年の金融サービス・市場法、こちらの方は規制の目的として、四つほど挙げられておりますけれども、そのうちの二つが、「公衆の啓蒙」、そして「消費者の保護」であり、投資家保護に関する部分が、四つのうち二つを占めています。

金融法制というわけではありませんけれども、

二〇〇二年に成立したアメリカの企業改革法、「サーベンス・オクスリー法」と呼ばれておりますが、この法律は一般的に内部統制と会計監査の独立性強化ということで知られていますが、正式な名称は Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act であり、基本的に、この場合は株主になりますけれども、投資家保護が法律の根本にございます。このように法制面を見るだけでも、資本市場の発展とともに投資家保護というのは非常に重要なテーマになっているということがよくわかります。

国際的な機関ですと、世界銀行ですとか OECD 等でも、投資家保護のあり方をどうするかというところが、現在、議論の対象になっております。ただし、投資家保護と一言で申しましても、非常に複雑かつ多段階的な構造を持っておりますので、この一時間ほどの中ですべてをお話しするこ

とは到底できないような範囲になります。ですので、今回このセミナーの中では、国内からのリスクマネーの供給者である家計、言いかえると個人投資家の保護について、焦点を合わせてお話しさせていただきます。

二、証券投資の段階における個人投資家保護のポイント

証券投資を前提に置いて、個人投資家保護の要点をまとめたのが、この三ページでございます。簡略な形で分類しておりますが、一つだけの段階に含まれるのではなくて、複数の段階に作用する部分もございます。

簡単に見ていきますと、まず証券投資を始める前の段階、これから証券投資を始めるか否かという判断にかかわるようなところでございます

ども、これをこのセミナーでは「事前段階」と呼ぶことにいたしました。この事前段階での保護に該当するのが、金融教育による金融リテラシーに関する部分です。リテラシーというのは読み書きなどの能力に関する部分を意味する言葉ですけれども、金融リテラシーを金融知識を与えることによって向上させようということでございます。

これは家計にとつては生活設計の最適化、金融商品に対する理解度の向上、自己責任と判断能力の向上、そして、今よく話題に上っておりますような金融詐欺への防御というものに非常に効果があると考えられております。

二番目としては、証券投資を行っている最中の段階であります事中段階での保護ということで、これが先ほどのような金融商品取引法に関するようなものですか、五月から施行いたしました会社法、そういった横断的に投資家保護を行う根拠

法の整備というものがここに当たります。また、当局や自主規制団体による規制ですとか監視というものも入ります。そのほか適時・適切な情報開示ですとか、効率的で安定的な取引システムや決済システム。その他、分別管理の徹底ですとか、個別に保険への加入といったようなものが、この事中段階での保護に該当すると思います。

さらに証券投資の事後的な段階としましては、裁判外紛争処理制度、ADRと呼ばれますが、こういったものの整備ですとか、クラスアクション制度や、懲罰的損害賠償制度、投資家保護基金制度などが挙げられます。こういったものが投資家保護としては事後的な段階に当たるものでございます。もちろん、先ほど申し上げたように、事中段階や事後的段階に挙げたものでも、複数の段階にまたがったものがあります。

こうして見てみると、前々回の証券セミナーに

なりますが、三月のセミナーで弊所の佐賀から、市場監視機能と証券等監視委員会についての現状に関する話があったと思いますけれども、いろいろ問題はございますが、事中段階ですとか事後的な段階というものは、欧米諸国と比較してみても日本の制度が決して劣っているわけではない。もちろん問題は幾つかございますけれども、制度的にはそれほど劣っているものではないということがよくわかります。

問題となるのは、この事前段階、証券投資の事前段階での金融教育という部分が、欧米諸国と比較すると、どうしても若干見劣りがするのではないかなと思います。ですので、我が国での個人投資家保護というものを考えるときに、まず最初にどこから手をつけるかというと、今ではこの事前的な段階である金融教育という部分、これが非常に重要になってきているのではないかなと思われれます。

三、個人投資家保護と金融教育

「個人投資家保護と金融教育」、この事前段階での保護の重要性。どうして事前段階で保護が重要なかということでございますけれども、一例として、実は事後的な段階である保護基金、こういうところが、事前段階でやる金融教育を行っていると例を御紹介しながら説明したいと思えます。

アメリカの保護基金であります SIPC、米証券投資者保護会社というものがございますけれども、こちらの方が二〇〇五年の一二月に、全米にわたってあるおもしろいテストを行っております。これが Investor Survival Skills Survey と呼ばれるサバイバルテストです。

よく日本ですと、いろいろアンケート調査です

とか実態調査というものがよく行われますけれども、これはそういったたぐいのものは若干違っておりました、例えば自分が利用している証券会社が破綻したときに、こういった行動が適切であるかというのを五択問題から選ばせるというようなテストでございます。まさしくサバイバル、生き残るためのテスト。サバイバルするための知識を持つているか否かというのを調査する目的でございましてけれども、この試験の結果ですと、アメリカ人の五人のうち四人ぐらいは、どうもこのサバイバルに生き抜けないという結果が出ております。

こうした保護基金が、どうしてアメリカで金融教育もしくは金融知識に関するような活動を行っているかと申しますと、アメリカのGAO、頭文字はGAOそのままでございますが、現在はGovernment Accountability Office ということ

になっておりますが、この当時はまだGeneral Accounting Office、日本で言うところと会計検査院、現在は政府説明責任局という訳し方をしておりますが、当時まだ会計検査院と言っていた二〇〇一年にSIPCとSECに勧告書を出しています。

この勧告書の内容は簡単に申し上げます、SIPC並びにSECは、もっと金融知識の普及に力を入れなさいということです。SIPCに対しては、SIPCの役割を一般の投資家に広報するとともに、金融知識の普及・啓発にも力を入れるよう要請しています。SECに対しても同様な内容です。これに従って、SIPCもSECも、一般の投資家向けに情報供給、例えばウェブ上ですとか、より解りやすいパンフレットを作成するとか、そういった情報の供給というものに力を入れ始めたという背景がございます。

インドの例ですので非常にマイナーなお話になりますけれども、二〇〇一年の一〇月に会社法のもとで設立されたインドの保護基金があります。

この保護基金の名称は、Investor Education and Protection Fundとなっています。これはまさしく保護基金が投資家教育を兼ねているということでございます。

これは一例として挙げましたが、事後的な段階が、どうして事前的な段階の金融教育ですとか金融知識の普及・啓発に力を入れるかといいますと、事前段階を充実させる、金融知識の普及・啓発を行い、証券投資の事前段階の保護を充実させることによって、すそ野の拡大による証券投資の活性化が図れると同時に、投資家保護制度全体の負担を軽減させることが可能であるということです。ですから、事後的な段階が事前的な段階に力を入れる。つまり、出口を担当する機関

が、入り口に該当する業務も行うことで、全体としてより有効な機能を発揮する。そういうことが非常に重要で効果的だということが言われております。

四、家計と証券投資

(1) 高齢化の進展と保有金融資産の増加

では、金融知識の普及ですとか啓発という具体的なお話に入る前に、日本の家計の、個人投資家の実態というものを多少把握してからお話の方に入りたいと思います。

まず、わが国家計部門の特徴を二点挙げ、少しお話をいたします。第一の特徴は、保有する金融資産に関するものです。今現在日本の家計部門が保有している金融資産は、これは速報値でございますが、昨年の一二月末段階で一五〇九兆円ありま

す。少し前でしたら、約一四〇〇兆円と言っていたのですが、その後も増えてまして、現在一五〇〇兆円を超える金額になっています。単純に申し上げると、保有する金融資産が増えるに従って、本来であれば、家計部門全体でより多くのリスクを取る事が可能になります。第二の家計部門の特徴は、この下の図表1で示しております人口構造の高齢化です。この高齢化という問題は社会的にも非常に大きな影響を与えております。二〇五〇年の段階になりますと、一番上が日本でございませうけれども、六五歳以上の人口比率がおよそ三六％。ここであらわしております欧米諸国に比べると、もう高齢化という面では日本が抜きん出て進んでいる状態でございます。日本の家計、個人投資家というのは、部門的に見ると、保有する金融資産が非常に増えているという点と、高齢化というブームを迎えている。この二つの特徴的な点が

ございます。

(2) より長期で、より多様なポートフォリオへの要求

では家計は、寿命の伸張化と高齢化という、言いかえるならば老後の生活が延びるということですけれども、金融的にどう捉えているのかを貯蓄目的から見たのが、この図表2でございます。

貯蓄目的の変化という点で見えておりますと、真ん中の「老後の生活資金」。複数回答ですから、合計は一〇〇にはならないんですけれども、三項目まで、「どの目的を重視しますか」というアンケート調査の結果ですが、「老後の生活資金」を挙げた家計が、一九九三年で五〇・一％だったものが、二〇〇五年の調査だと五八・八％までふえている。八・七ポイントのアップということで、ほかと比べてみても非常にアップ率が高いという

ことになっております。家計自身も、この老後の生活が長期化することを強く認識していることが解ります。それに対応して、自身の金融行動も変化させなければいけないことも十分に認識しています。もちろんこれはマクロ的かつ単純な見方でございますけれども、家計部門全体で見るとそういう形になっております。

(3) 直接的な証券投資の残高は伸び悩み

では、これら二つの特徴を踏まえて、家計部門がどういような金融行動を実際にとったか。これも単純な見方でございますけれども、保有している金融資産の内訳をグラフ化したものが、この図表3でございます。

老後に向けた資産形成ということですので、かなり中長期的な運用。もちろん証券による運用というものが非常に適しているわけですから、

先ほど、貯蓄目的の変化で見ますと、老後の生活の伸長化に対して家計は認識していると申し上げましたが、実際自らが取った行動を見てみると、どうもなかなかそういうものに対応し切れていないというのが現状でございます。

私どもの研究所の方は、毎年株式投資収益率というものを計算しております。こちらをCD—ROMの形式で四月に出しております。ことしも二〇〇五年までの結果を新たに加えましたCD—ROMを四月に出版しておりますけれども、この株式投資収益率の計測結果、長期的に東証一部の全銘柄を保有した場合に、どれぐらいの収益率が得られるかというものを御紹介いたしますと、一〇年間保有したケースですと、消費者物価の上昇率等を考慮しても、二〇〇五年夏までに、年間に約四%ほどのリターンが得られる。一〇年間で毎年四%、バブル崩壊以降でございますので、なか

かよろしいんじゃないかなという結論が出ております。二〇年、三〇年と延びますと、さらに毎年得られる収益率は非常に高くなるという結果が出ております。

もちろん家計の方も、老後の生活の伸長化に対応しなきゃいけない。ですが、自らの行動というのはなかなかそれに対応し切れていない。昨年二〇〇五年の東証一部に関しては、家計部門、個人投資家というのが、実は売買代金、そして株式数ともに売り超となっている。売買高にしたら一〇億株ほど売り超になっておりますし、売買代金に至っては三・九兆円の売り超となっている。もちろん新興市場ですとか東証二部の方はそれなりに買われているのですが、家計がなかなか実際の金融行動を変化させていない。自身による直接的な証券投資を増やしていないというのがジレンマとして挙げられます。

どうして家計は株ですとか投資信託というような証券を買わないのか。アンケート調査がよく行われておりますけれども、これらの結果では、「家計にどうして株式投資をしないのですか」「投資信託への投資をしないのですか」と尋ねると、決まって上位には、「知識がないから」という答えが出てきます。

(4) 日本の家計は知識不足か？

アンケート調査の代表例として、二〇〇五年七月に公表された、OECDによる加盟国の国民に対して行われた、金融知識に関する調査結果を見てみましょう。

表は日本の成人に対して行われた調査の結果でございませうけれども、OECDの結果を見てみると、七十一%の成人が、株式投資、債券投資に関して知識がないと答えております。五七%は、金融

商品に関する一般的な知識に欠ける。およそ三割、二九％が、保険、年金、税金に関する知識が不足していると答えております。確かにこういったアンケート調査をとりますと、家計というものは、金融の知識がないのだという答え方をしている。

ですが、日本証券業協会会長の諮問研究会として二〇〇四年からスタートいたしました「個人投資家を考える研究会」（座長は日本証券経済研究所理事の佐賀卓雄主任研究員）で、見方を少し変えて、アンケート調査ではなくてグループ・インタビューという手法を採用し、個人投資家の金融知識のレベルや、証券投資や証券会社についての考え等に関して調査したのが、二番目の「個人投資家グループ・インタビュー」です。

二〇〇四年一月から、東京、大阪、金沢、高

松と、延べ四カ所で約一〇〇人に対して、性別ですとか年齢別ですとか、株式投資の経験の有無等によってグループ分けをいたしまして、一グループ二時間ほどフリー・ディスカッションをしてもらって、我々はマジックミラーの裏側で声を潜めてその内容を聞いているわけですけれども、株式投資に対してどのような考えを持っているのか、知識を持っているのか。そういうような調査を行いました。

それを見ると、確かにアンケート調査で、「あなたは証券投資の知識がありますか」と問うと、「私はありません」と答えるのですが、フリー・ディスカッションを通して見てみると、実は日本の個人投資家、家計が持っている証券投資や金融に関する知識は、決して低くはないということがわかりました。

(5) 高い自己責任への意識

また、これは金融中央広報委員会のデータですが、自己責任というものに対して非常に強い認識を持っている。株式に対しては、これを見てもとおよそ半数以上というものが自己責任だ。そういうこともよくわかっていて。

ただし、知識は決して低いというわけではないのですけれども、断片的である。そして、投資経験による差がそれほどないのだということがわかりました。誤った知識に基づいて投資行動をするという例も見られますし、そういう面で非常におもしろい結果が数多く出ております。ただし、残念なのは、これは一回きり、一年きりで、どうも継続をされないというお話も聞いておりますので、こういった調査は非常に有用でしたので、この場をかりて、できれば今後定期的に継続することをお願いしたいと思います。

このグループ・インタビューの結論を見てみると、既存のアンケート調査で解らなかったことが幾つか出てきた。それは、日本の家計、個人投資家というのは、単に知識がないというわけではない。実は断片的な知識は保有しているのである。

ただし、不正確な知識も非常に多いということが解りました。正確かつ体系的な金融知識の普及や啓発が、実は非常に重要になってくる。ただ、知識がないから投資をしないのではなくて、断片的な知識はそれなりに保有しているながら、正確かつ体系的な知識が不足しているからという理由も挙げられるということです。

図表5は先ほどの補足になりますけれども、実は「リスクの程度と保護制度の認識」ということですが、それもよく解っているということです。

五、金融知識の普及・啓発

(1) アメリカの変化

では、実際に日本の状態、現状を比較する目的で、アメリカとフランスの例を二カ国挙げて、日本の金融知識の普及・啓発の問題点を考えてみましょう。

少し極端な例になるかもしれませんが、アメリカとフランスの例が非常におもしろいということとで挙げております。まずアメリカに関しては、これも先ほどの「個人投資家を考える研究会」で、昨年の一月末から二月にかけて、欧米、フランス、ドイツ、イギリス、そしてアメリカと回りまして、いろいろ調査をしてきました。その一環で聞いた話も入っておりますけれども、アメリカの場合、金融に関する知識の普及ですとか啓発とい

うものは、それまでNPOが中心になって行われていると思われておりました。

アメリカの場合は、御存じのように、教育に関しては基本的に州政府が管轄でございますので、連邦というのは中心的な役割を果たしていないと思われておりました。金融教育もNPOが中心になり、そして州政府が教育の管轄を行っていると思われてきたんですが、ところがアメリカの方でも、近年、むしろ連邦政府が金融知識の普及・啓発に関して力を入れ始めているということがわかりました。

これは二つの根拠法の成立が背景にございます。一つは、二〇〇二年一月に大統領署名で成立いたしました、通称「落ちこぼれ防止法」と呼んでおります。これも私どもの研究会の方から出たネームが発祥だと思われれますけれども、*Child Left Behind Act*、訳としてはちょっと

かななものかと思いますが、「落ちこぼれ防止法」というものがございます。こちらの方は日本で報道されたときには、学校教育の水準を設定する必要性を説いている法律だと紹介されておりましたが、実はその内容を見ると、数学ですとか国語とともに、金融ですとか経済教育の重要性が明記された法律でございました。

もう一つは、二〇〇三年一二月に大統領署名で成立いたしました「公正かつ正確な信用取引に関する法」。頭文字をとってFACTAと呼んでおりますけれども、こちらの二つの連邦法の成立が、アメリカの連邦政府による金融知識の普及・啓発に非常に役に立っている、後押しをしているということでございます。

二番目に示しております、FACTA「公正かつ正確な信用取引に関する法」のTitle Vを根拠法として、財務省の中に金融教育局という専門部

署が設立されまして、その金融教育局が中心となり、「金融リテラシー・教育委員会」というものが設立されております。

図表6を見ていただくと、これが金融リテラシー・教育委員会の参加メンバーでございますが、もちろん母体となった財務省を中心として、教育省から厚生省、国防省から中小企業庁、それから、もちろん中央銀行ですとか証券取引委員会（SEC）まで含まれている。連邦の金融に関する、もしくは金融に関すると考えられないような省庁まで入りまして、非常に横断的なメンバーから成る委員会でございます。

少なくとも四カ月に一度程度会合が行われておりますし、この中で議論されていることは、連邦政府として金融教育の普及・啓発を行うに当たって、どの部署がどの役割を担うのか。同じようなことを互いにやるのではなくて、役割分担を明確

にして、それぞれの機能を発揮させようということとでございます。二〇〇六年の五月一六日に次回の会合が行われる予定でございます。

一例としてSECの例を挙げてみますと、SECというのは、投資者保護というものが、プライオリティが非常に高い活動目的の一つに挙げられております。このSECが非常にももしろい試みを行っております、SEC自身が金融詐欺の増加に対応し金融詐欺の警告を目的として、金融詐欺のサイト、もちろん偽のサイト（フェイク・サイト）を幾つか開設しております。

フェイク・サイトの一例が挙げてございますけれども、多いのがIPO関連です。バイオですとか、そういったもののIPO関連です。ホームページの方で、「当社はこういうような新しい技術を持っております。今度株式を新規公開しようと思っております。つきましては、公開する前

に、皆さん我が社の株式を買いませんか」。そういうものがこういったフェイク・サイトの方に載っております。非常に手が入っておりまして、CEOの顔写真ですとか経歴ですとか、そういったものまでも出ておりまして、実際のサイトのよくなものが含まれております。

消費者がウェブを見ておりまして、そういうサイトをみつけて、あっ、これはいい儲け話だと「投資する」のボタンをクリックすると、それがSECのサイトにつながっている。そうするとSECのサイトで、「あなたは騙されました。」「こういうような甘い謳い文句に騙されてはいけません」。そういうような警告文が流れるということでございます。

昨年、アメリカでSECを訪問した際に、この話を聞いたときには、これは非常にアメリカらしいやり方だなと笑っていたのですが、どうも最

近、日本でも同じような手口でIPO関連の詐欺的な手法がはやっている。今では、日本の金融庁もこういうものを用意して、少し啓蒙活動に使った方がいいのではないかと思っております。

もちろんアメリカというのは少し極端な例でございまして、背景にあるのは貧富の差が非常に激しい。マイノリティの問題もございしますので、金融教育というのは日本とはちょっと意味合いが違っておりまして、マイノリティですとか貧困層向けが占める部分も非常に大きいわけです。

(2) フランスでもプロジェクトが始動

次の例ですけれども、フランスの例はむしろ日本と非常によく似ている。フランスの方は、ファビウス法というのが二〇〇一年に成立いたしました。これは従業員貯蓄制度関連の法律です。この二〇〇一年のファビウス法から始まりまして、二

〇〇四年の一二月には、フランス家計の金融知識の不足に対応した世論調査が行われました。フランスの国民がどれぐらい金融知識を持っているかという調査でございます。この調査だと、フランス人の四分の三が知識不足である。また、学校での金融ですとか経済教育へのニーズが非常に高いということがわかりました。

この調査を行ったのは、投資家の教育に関する研究グループでございます。これは二〇〇四年の六月に発足しております。フランスの金融庁に該当しますフランス金融市場監督局（AMF）が中心となって、そのAMFの総裁であるミッシェル・プラダ氏が発起人となって、この研究グループを立ち上げております。

先ほどと同じように、これが研究グループの構成メンバーでございますけれども、アメリカの例と非常によく似ているのは、もちろん経済財政産

業省、金融庁、それから中央銀行といったものが入るんですけども、いろんな業界に関するもの、金融に関する様々な団体が含まれている。個人投資家委員会ですとか個人株主促進会ですとか、金融に関する有名なジャーナリストとか、そういうしたものも入っている。アメリカと非常に似たような研究会、グループが立ち上がっているということです。

昨年の二〇〇五年五月に、この研究グループは成果として報告書をAMFに提出しております。この報告書の主要な結論として、フランスには国家的な金融知識の普及・啓発を図る独立した機関が必要であるという提言が含まれていました。この提言に従い、二〇〇六年四月に、新たに独立した金融・経済教育の普及・啓発の実行部隊に該当するThe Institute for Financial Education of the Publicが設立されております。その初代の

議長に、フランス首相の経済諮問委員会のメンバーで、以前ヨーロッパ議会の議員でありましたHerzog氏が初代議長に就任して活動を開始しております。

(3) イギリスではFSAの活動目的に

イギリスの方では、皆さんよく御存じの金融サービス機構(FSA)の活動の目的の中に、消費者の保護ですとか、先ほど御紹介いたしましたような啓蒙活動も含まれております。また、FSAの方でキャンペーンとして、「Building Financial Capability in the UK」というようなキャンペーンを行って、消費者教育を普及させようという活動が行われております。

(4) 日本でも活発化の兆し

日本でも、近年金融教育に関して活動が非常に

活発になりつつあるのですが、遡ると二〇〇一年八月の金融庁「証券市場の構造改革プログラム」が契機となっています。このプログラムで使用された「貯蓄から投資への転換」という言葉は非常に有名になりましたけれども、この構造改革プログラムの中で、金融ですとか経済の教育を構造改革の具体的な課題の一つに挙げてきて、この二〇〇一年の構造改革プログラム以降、日本でも金融教育というものが注目を浴び、金融知識の普及・啓発が意識されるようになってきたと言えます。

特に二〇〇五年は、日本の金融教育にとって記念すべき年であったと言えます。例えば日銀の金融中央広報委員会は、この二〇〇五年度を「金融教育元年」と呼んで、非常に力を入れて金融教育の普及を始めました。そのほか、同年七月には内閣府の経済教育サミットですとか、三月から六月にかけては、金融庁で「金融経済教育懇談

会」という研究会が七回ほど開催されております。そのほか、日銀、証券業協会、取引所、そしてNPO等、それぞれが金融教育の普及・啓発を試みています。

一見すると、日本でも金融教育の取り組みが活発化しているように見えます。しかしながら、残念ながらと言わざるを得ませんが、先ほどアメリカですとかフランスの例を見たように、省庁間の連携がまだそれほどできてはいない。また、省庁とその他の機関との意見交流も活発とは言えない。先ほどの金融庁の金融経済教育懇談会は、文科省等がオブザーバーとして入っておりますけれども、先ほどのフランスですとかアメリカのように、省庁間の垣根を取り払って、一体となつてこういう教育に取り組もうという段階までは、残念ながらまだいってはおけません。

また、もう一つ指摘できる点は、同じようなプ

プログラムが複数の機関から提言・提供されている。アメリカにしてみても、例えばNPOの場合でしたら、教育知識の水準の調査を行うNPOや、例えば学校でのテキスト作成に専門化したNPOとか、それぞれに特徴があり、役割の分担が行われています。連邦準備銀行にしても、各州の連銀が中央銀行の特徴を活かして金融政策に関するプログラムを提供している。対して、日本の場合というのは、なかなかそういった役割の分担がまだできていないというのが実感でございます。

先ほど述べましたアメリカのGAOが、二〇〇四年一月にフォーラムを開きまして、連邦政府として金融教育を推進するに当たって何が必要かを議論しています。その中の焦点の一つは、いかに役割分担を発揮するかでした。連邦政府に限らず、いろんな機関がございますけれども、各機関がどのような役割を果たして、余り似たようなプ

ログラムばかりにならないよう、いかに役割分担をさせるかというものが一つの議論のテーマになっておりました。この点に関して、日本では不十分な点が多々見られるのが現状でございます。

(5) 「金融商品取引法案」

―日本でも金融知識の普及・啓発が根拠法にしながら、現在検討されております金融商品取引法案の中で、これは評価される点でございますけれども、金融知識の普及・啓発、広報活動が、認可協会、公益協会、認定団体に対して義務づけられました。金融に関する根拠法の中に、金融知識の普及・啓発が入ったということは非常に評価されるべきだと思います。

ただし、認可されたのが一部特定の団体ということになりますけれども、そうではなくて、例えばアメリカでしたら、地域の再投資法というもの

がございいますが、そういったものでは各地域の金融機関が金融知識の普及を図るべしという法律もございしますので、もう少し広範な対象となってもよかったのかなと思いますが、こういうものが根拠法に入ったという点は非常に評価されるべきだと思います。金融商品取引法を背景として、あらたなアプローチがこれから行われるのではないでしょう。そのほか、今まで業法でばらばらでした受託者責任の明記というものも入っております。これも保護という点では重要な部分であると思います。

六、Investment Trust 問題 (イギリス)

さて、金融知識が普及してくると、どういうことが起こるか。金融知識の不足が個人投資家の損

失を拡大させる。もしくは、金融知識の不足、事前段階での保護である金融知識がうまく普及・啓発されていないと、実は事後段階でのコストを非常に増大させるという例が、今回のセミナーの副題にも上げております、イギリスの Investment Trust 問題、Split Capital Investment Trust に関する問題であり、非常に面白いということで挙げています。この問題は、イギリスでは社会的な問題として、広く大きく取り扱われたのですが、日本ではほとんど知られていない。この二点から、本日は、イギリスのスプリットに関する事例を紹介させていただきたいと思えます。

(1) スプリット・トラストとは

スプリット・トラストというのは、インベストメント・トラストと呼ばれる金融商品の一種で、

投資信託の一種でございます。イギリスではほかにユニット・トラスト、そしてオープン・エンド型と呼ばれる投資信託がございますが、このスプリットというのは、クローズド・エンド会社型投資信託の一種でございます。

このトラストの株式は、ロンドン証券取引所に上場しています。実質的には投資会社の株式、複数の種類の株式を発行している投資会社であると思っただいて結構です。満期は五年〜一〇年ほど。七年〜九年が多いということです。中期的な投資に適しており、老後の資産形成ですとか学費積立ですとか、そういった目的で個人投資家が購入したようでございます。初期型のスプリットは一九六五年に初めて上場されておりますから、もう四〇年以上、このスプリットという投資信託がございますので、イギリスでもかなり古い金融商品の一つになっております。問題となっ

ているのは九〇年代後半から発行されたスプリットでございますが、詳細は後ほど申し上げます。九〇年代の後半の金利低下局面でも良好なパフォーマンスを記録していた商品でございます。

スプリットの特徴としては、先ほど投資会社の株式のようだと申し上げましたが、トラストは複数の株式を発行して上場しております。なかでも無配当優先株、「Zeros」と呼んでおりますが、これは無配当で、なおかつファンドの償還時に、あらかじめ定められた価値までの支払いを優先的に行うという株式、これが最も発行比率の高い株式でございます。そのほか業績に応じて配当を支払うインカム株ですとか、無配当優先株、先ほどのZerosよりも劣後するのですけれども、償還時の残余価値がすべて支払われるキャピタル株。代表的なのがこの三つの株式です。その他の株式もございますが、スプリットは大体この三つの株

式を主に発行して、それを個人投資家が買うという図式になっております。

(2) 危機の始まり

一九六五年からですから随分古い商品ではございますけれども、実は九〇年代後半から、このスプリットの構造自体が随分変わってきている。それが最終的にいろんな問題につながったということでございます。主たる構造変化は、仕組みの中にデリバティブを活用した結果、リスクがどこにあるのかというのが非常にわかりにくくなったことです。商品設計が変化してきたという点が九〇年代後半からございました。

そして、一九九五年に、会計実務勧告書、「SORPs」と呼んでおりますけれども、これが「Investment Trust」の業界団体でありますAITCによって公布されました。これは銀行借入れの利

子ですとか、マネージメント・フィーといったものをどこに計上するのか、選択肢として会計上こういった計上も可能ですよという勧告書でございます。

このSORPsによって、銀行借入れとかマネージメント・フィーをInvestment Trustの取締役会の判断によってキャピタル部分から計上することが可能になった。簡単に言いますと、取締役会が今後値上がりしていくと判断するならば、将来増えていくと予想されるキャピタル部分に、ちよつと先送りで計上してもいいよというような勧告書が出されました。

これで何がもたらされたかという点、配当する原資が増えるということでございます。このスプリットの配当を支払う部分ですから、インカムの部分でございますが、こちらの方が、もちろん先送りということでございますけれども、金利低下

局面でも、このS O R P sによってより高い配当を出すことが可能になったということでございます。

もう一つは、九九年から銀行借入れを積極的に活用するようになった。先ほどのS O R P sが関係しております。これはスプリットの運用のマネジメント・フィーにかかわっております、トータルアセットに応じてフィーがもれますので、マネジャーたちは、銀行借入れによってアセットを増やしていった。もちろんGearingを効かせておりますので、相場が良好な局面では非常に高いパフォーマンスを発揮するわけですが、そのGearingを効かせて高いパフォーマンスの追求とともに、トータルアセットに連動するフィーを高く取る。そのために、これは噂でございますけれども、どうもスプリットによっては、フィーを目的に銀行借入れによってアセットを

ふやすということが行われていたようです。

S O R P sによってインカムシェアの配当がふえるということを申し上げましたが、そうすると、互いのスプリット間でこのインカムシェアに対する投資を行う。AのスプリットがBのインカムシェアに投資を行う。BがCに投資を行う。スプリット間でぐるぐると互いに投資をし合うというような状況が九〇年代の後半から起こってまいりました。これも九五年のS O R P s以降でございます。このような行為は英語でCross—Holdingsですが、俗名で「Magic Circle」とも呼ばれております。

更に、情報開示がどうも不十分であった。銀行借入れを増やしたと申し上げましたが、その借入れの実態、特に銀行からの借入れの条件。どのような状況になったら、銀行からの融資が引き揚げられるかという「ワイプアウト」と呼びますが、

引き揚げの条件等も充分に開示されていなかった。そして、先ほどのスプリットがそれぞれ互いに投資をし合うというCross—Holdingsの実態に関する開示も不十分であったことが問題となりました。

ただし、スプリットというのはロンドンの証券取引所に上場されておりますので、上場規則に従っております。上場規則では、投資先のトップ10、もしくは発行済株式の三%以上を保有する場合には開示の対象になっておりますが、こういうものは満たしております。満たしてはありますけれども、なかなか細かい点まで、この開示ではCross—Holdingsですとか、銀行借入れがどのような条件で行われていたとか、そういうようなことまでは解らなかったということでございます。

あとは株主によるモニタリングの困難性。もと

もとZerosというのは優先株でございますから、株主総会で投票権がないという点で、最も発行比率が高いZeros等の優先株の株主がトラストの取締役をモニタリングすることが出来なかった点が指摘されています。

スプリットの運用に関しても問題がありました。多くのスプリットで、IT銘柄へ集中的な投資が行われていた。ITバブルとともに、特にZerosマーケットが急拡大をしています。八七年から九七年の一〇年間で、六一件スプリットが上場されているのですけれども、九八年から二〇〇一年の四年間では一〇四件上場されている。うち八五件が借入れを行うGeared Zerosということになっていました。

(3) 金融知識の欠如とリスク認識の甘さ

最後に、スプリットで特に問題視されたのは、

一部で不適切な販売が行われていたということです。ただし、これはただ単に販売方法が不適切であったということだけではなくて、購入する側の個人投資家の金融知識が不足して、リスクというものに無頓着になっていた面もございます。

不適切な販売方法としては、例えば「ボルボ車よりも安全」とか、「夜も安心して眠れる」といった文句がパンフレットの中に書かれていました。最終的には、「夜も安心して眠れる」どころか、悪夢を見るような結果になってしまったのですが、こういった販売方法、販売文句が使われていた。ただし、決してリスクに関する記載がなかったわけではなくて、この商品にはリスクがありますよということはもちろん書かれてはいるのですけれども、販売方法が一部不適切なものがあつた。

購入する個人投資家の方も、リスクの認識がな

かつたという点と、そしてこのスプリット自体、特にZerosですけれども、八七年から九八年までは、当初予定されていた想定の前還額を下回るケースがなかった。非常に優良な商品でもあつたということが一つ背景になっております。

ですが、先ほど申し上げたように、九〇年代の後半ごろから、かなりデリバティブを使ってリスク性の高い商品に変わってきておりますし、ファンドの運用自体がIT銘柄に随分集中的な投資を行っているということで、内在的なリスクがかなり膨らんでいた。もちろんITバブルの崩壊とともに、このスプリットが暴落するわけでもありますけれども、当時のPIA (Personal Investment Authority)、二〇〇一年十二月にFSAへ業務が移管されております、このPIAが、二〇〇一年の三月にイギリスの規制当局としては初めて警告を出しております。

安全な金融資産と誤解して購入している個人投資家が多かったのですが、実は非常にリスクな商品であるという警告を出しております。それとともに、同じ年の七月ごろから、新聞ですとか雑誌等で、このスプリットが非常にリスクだ、購入している投資家は気をつけなさいよという報道が盛んにされました。

Cazenove.Coのネガティブ・レポートというのは代表的ですけれども、このCazenove.Coのレポートによると、スプリットというのは非常にリスクが高くて、個人投資家が中期的な資産運用を行うには適さない商品であるということまで述べられております。こういうものが報道されて、警告されても、まだ個人投資家の方にはリスク資産であるとの認識が不足しておりました。むしろ知識不足から、警告の意味が理解出来ない個人投資家も多かったのです。

(4) Magic Circleの崩壊と急激な下落

二〇〇二年の四月が、スプリットで第一号の破綻が出た月でございしますが、一九九九年の三月末から三年間、最初の破綻が出ます直前の二〇〇二年三月末までのスプリットの下落率をあらわしたのがこの図表8です。

同時期に、FTSEの全株式が一・七%下落し、FTSE一〇〇は一六%ほどの下落でありました。ところがスプリットは、当時合計で一三四本ございましたけれども、他のスプリットへの投資であるCross—Holdingsを行っていないかったスプリットでも四割近くの下落率。これはIT銘柄を中心的に、そして銀行借入れというGearingを活用していたことが原因なのですが、四割近い下落を見せている。Magic Circle、Cross—Holdingsを行っていたスプリットに関しては、もうほとんど紙屑のような状態になった。

ただし、現在でも、二〇〇六年の三月末で四九本のトラストがあります。株式としては合計で一三本がロンドン証券取引所で取引されています。うちZenosが四〇本ということでございますから、これだけの下落をして、ほとんど紙屑になったような商品でも、その後また新規に発行が行われている。ということは、このスプリットという商品自体は優れた商品であるということですから。ただし、個人投資家の知識不足ですか、一部販売方法の不適切性、そして情報開示が不十分であった。こういうような面から非常に問題となったのですが、スプリットという商品自体は、今でもまだ新規に上場が行われている商品でございます。

(5) 個人投資家救済の困難性

九割以上の下落を見せて、スプリットを保有し

ている個人投資家はほとんど資産を失ってしまつたわけですが、スプリットを購入した個人投資家を救済するということに対しては非常に困難性を伴いました。というのは、一つは、投資は自己責任であるということです。原則的には株式ですから、そういった株式を購入するのは自己責任であろう。そういう議論が当初は非常に強かったからでございます。

ですけれども、最初に個人投資家保護の事前段階・事中段階・事後段階というお話をしましたけれども、事前段階での投資家保護という面で考えると、どうもその投資家保護がきちんと行われていなかったのではないかと。自己責任を求めるために必要不可欠な投資家保護（金融知識の普及・啓発）がどうも不十分だったのではないかと。ですから、自己責任という題目だけで、スプリットで損害をこうむった個人投資家を救済しないというの

は、議論としては成り立たないのではないのかなという考えが途中から出てまいりました。

また、個人投資家救済の困難性としては、基本的には株式でございますので、イギリスの根拠法であり、日本の金融商品取引法のモデルとなったと言われております金融サービス・市場法の範囲に入らない。集団的な投資スキームに入らないために、FSA（金融サービス機構）が直接的な監督を行うことが出来ないことが、救済が非常に困難となった理由の一つです。

そのほか、もちろん株式を購入して、それが下落したということでございますので、投資者保護基金に該当する金融サービス補償機構への請求はできませんし、ADR、裁判外の紛争処理制度であります金融オンブズマン制度、こちらへのアクセスも一部の投資家に限定されていた。直接自分で判断して、市場からこのスプリットを購入した

投資家は、オンブズマンにアクセスすることもできないという状態でございました。（投資助言を受けて購入したり、貯蓄優遇口座を経由した場合は、アクセスが可能。）

ただし、この一番上の自己責任と対応する投資家保護、事前的段階での保護である金融知識の普及・啓発という面が疑問視されたことで、この実態調査の解明を目的として、イギリス大蔵省に調査委員会が設けられまして、実態はどうなっていたのかという調査が行われました。Magic-CircleやGearing、不適切な販売方法などは、この調査で明らかになりました。その結果、FSAは直接的な関与ができませんのですが、何らかの救済が必要であろうという結論に達しまして、もちろん強制はできないのですが、FSAが呼びかける形で、業界主導で救済策が取られることになりました。

(6) 業界による補償と救済

まず第一段の救済策として、Investment Trustの業界団体であるA I T C自身が、スプリットを購入した個人投資家の救済を目的として、A I T C基金を二〇〇三年の六月に設立しております。ただし、購入した個人投資家にも、自己責任が求められますので、すべての投資家を保護するのではなくて、Zeros（無配当優先株）とインカム株の保有者が対象になります。給付される補償金の上限も設定しております。一万ポンドですから、およそ二〇〇万円強ぐらいが上限であり、なおかつ、株式を除いて保有している金融資産が一万六〇〇〇ポンド以下の投資家が対象になっております。一番目がA I T Cによる救済策でございます。

二番目が、スプリット・トラストの実質的な母体になっております運営会社等による救済策でございます。

ございます。こちらの方も二〇〇四年三月に、F S Aが議長役になりまして、運営に関する会社を二一社集めまして、私的な会合の形で業界主導での救済策を検討しております。数度の会合で、やはり業界主導で救済策を構うべきとの結論に至り、同じ二〇〇四年五月二六日に救済策が取られる旨の発表されております。

最終的な内容は、発表されたのが二〇〇四年の二月二四日のクリスマスイブですから、皮肉な時期でございますけれども、スプリット運営会社等が母体になって、ファンドの分配会社、これは残ったファンドをすべて集めて、残余した資産を投資家に分配するという目的の会社でございますが、これはF S Aが設立することになりました。

このF D L (Fund Distribution Limited)というファンドの分配会社を二〇〇四年の一二月に設立しております。

なおかつ二〇の業者、当初は一八でしたけれども、途中で二社加わりまして二〇社となりましたが、二〇の業者がこのFDLへ、日本円で約四一〇億円抛出したしまして、その中から約三〇億円を、損失を被った個人投資家に分配する。ただし、一人当たりの上限を約一〇〇〇万円にして、補償を行うということになりました。

この時点では、どれほどの個人投資家が損失を被ったのか、実態が良く解っておりませんでしたので、ウェッブ等で半年間呼びかけを行いました、自己申告の形でスプリットを購入した個人投資家の実態調査を行いました。このような形で損失を被った個人投資家を募ったところ、これがまだ公表されたばかりですけれども、二〇〇六年三月二十九日に最終的な結果が公表されました。このFDLの救済対象となったのは約四万人の個人投資家です。スプリットで損失をこうむった投資家

というのは全体で五万人ほどいると言われておりますが、そのうちの四万人ほどがFDLによる救済の対象になっております。

四万人の個人投資家がスプリットの購入により被った損失額は一三六五億円余りと非常に巨額な損失になっております。これらの投資家に対して、損失額の大体三割から四割ぐらいが、最終的に補償という形で救済されるようです。このほか、業者独自で個人投資家に対して補償を行った例としては、Aberdeen Trust社が自社の顧客に対して、独自に補償を行っております。

七、イギリスのInvestment Trust 問題が示唆するもの

スプリットの例というのは、日本が金融サー
ビス・市場法をモデルにしたと言われる金融商品

取引法を用いるに当たって、投資家の保護範囲をどうするかという点で、非常に示唆を与えてくれていると思います。また、事中段階と事後段階で個人投資家の保護を充実させても、事前段階がきちんと整備されていないと、事中段階や事後段階だけでは不十分であるということが、このスプリットの問題からよくわかります。特に、イギリスの金融サービス・市場法はわが国の金融商品取引法の手本であると言われておりますので、このイギリスで起きたスプリット問題から学ぶ点は多いでしょう。

金融知識の不足は、もちろん購入する投資家の損失が拡大する、もしくは不適切な投資行動を行ってしまうということもございますけれども、それと同時に、事前段階をきちんと整備しないと、事中段階ですとか事後段階の方になんか負担がかかる。事前段階をきちんと整備していくこと

によって、事中ですとか事後段階を含めた、保護制度全体での負担が減るということでございます。

また、家計でしたら、事前段階の金融知識の普及・啓発を行うことによって、家計自身の生活設計ですとか、金融の詐欺に対する防衛などを強化することが可能となりますし、繰り返しになりますが、投資家保護制度側からすれば、事中段階ですとか事後段階での負担、制度全体でのコスト軽減を図ることが可能となるということでございます。

事前段階での保護に関して、日本における問題点を述べると、先ほど金融知識の普及・啓発の活動を少し見ましたけれども、幾つかの機関による試みは行われているのですが、どの機関がどの分野を担当するのかが明確ではない。各機関の特性を生かした役割が決められていない。効率的な役

割の分担を行うために必要な、縦の繋がりや横の繋がりといった組織的な連携が欠けているのではないでしょうか。このような縦と横の組織的な繋がりが欠如したままでは、問題意識の共有も出来ませんし、段階的な金融知識の普及・啓発を進めていくのに必要不可欠な評価も困難となります。

このような点が、日本の事前的な段階として強化すべき点、これからの課題であらうと思われます。

最後に、ただ、アメリカですかイギリスですか、そういった先例の真似をするのだけではなくて、日本の文化や制度に合わせて、金融知識の普及・啓発というものはどういう形で行った方がいいのか。アメリカとも状況が異なっております。イギリスとも状況が異なっております。フランスとも全く同一ではございません。これは教育のシステムですとか、そういうものも絡んできますので非常に複雑になってきますが、日本独自

で、こういった金融知識の普及・啓発にどういう形がいいのかということをもう一度考える必要があるのだろう。これも大きな課題と言えます。それは、官庁がもちろん中心的になるのではあります。ところが、証券の業界も独自且つ、積極的に考えていくべきだと思います。

お時間の方が多少オーバーしておりますけれども、これで本日の報告を終らせていただきます。

若林常務理事 若園さん、どうもありがとうございます。
いました。

投資家保護問題について、イギリスの事例なども含めて、大変興味深いお話であったと思います。お時間もとってございますので、御質問あるいは御意見等ございましたら、御自由に御発言いただきたいと思います。いかがでございましょうか。

私の方から一つ質問させていただきたいと思います。スプリットは今でも上場されているということですが、この事件がかなり大きな社会的事件だったことを踏まえて、FSAは、当初この事件が起こったときは直接取り締まる方法がないということで、業界みずからの救済措置等が講じられたわけですが、その教訓を踏まえて、何かFSAの方で、その事件が起こった後出てきたスプリットに対して規制をかけるとか、そういう議論は起こっていないでしょうか。その辺のところも、もしわかりましたら教えていただけますでしょうか。

若園 このInvestment Trustの問題というのは、いわば根本的には会社法、上場規則に従うということ、繰り返しますが、金融サービス・市場法には従わない。ですので、当初、このスプリットの問題を教訓にして、Investment Trust

の強化を図ろうという動きがあったのは事実でございます。それは、イギリスの大蔵省を中心にして、FSAが協議いたしまして、Investment Trustを直接FSAの監督下に置こうという議論がされておりました。

幾つか案があったのですが、イギリス大蔵省から案が提示されまして、直接FSAの管轄下に置くという案から、Investment Trust業界の主導で自主規制を行っていくという案まで四つほどありましたけれども、イギリスという国は業界主導での規制を重んじる国でございますので、規制当局が直接監督するのではなくて、業界の自主努力でこれを規制してくださいという形に落ちついたようであります。

若林常務理事 そうしますと、むしろセーフティネットという意味では、イギリスの業界がつくった基金がございますね、そういう基金をワークさ

せていこうという理解でよろしいのでしょうか。

若園 今回の基金は、あくまでスプリットの損失に対するものですので、それが今後も継続するということではないのですが、もう一つ挙げられるのは、上場規則に従うと申し上げましたけれども、上場規則は、現在イギリスの場合は、UKのリスティング・オーソリティというところが管轄しております。こちらの方は実質的にFSAの管轄でございますので、こちらの上場規則等（開示規則）を変更させて、情報開示を充実させることで対応する方向に移っているようです。事後的な部分というのは、実はそれほど変わっていないということでございます。

若林常務理事 皆様方から、御質問等ございませんでしょうか。

質問者 今日はいろいろとためになるお話をいただきまして、本当にありがとうございます。

一つ伺いしたいのですが、この Investment Trust の業界で、一つにはこれは行政制度というか、監督制度上の問題があるとは思うのですけれども、そうした中で、これが投資家教育の重要性に結びつく。それは概念的には解るのですが、例えばイギリスでは、スプリットの問題に基づいて何か具体的な議論があったのでしょうか。

若園 このスプリットの問題が起きた後で、イギリスが国民に対して、どれぐらい金融知識を持っているのかという調査を行っております。これがネットの方でも公表されておりますけれども、その調査によると、各国のいろんなものと比較しておりますが、不思議なことに、イギリスの国民は金融知識のレベルが非常に低い。実はフランスでも同じような調査をすると、フランスの国民というのはほかの国と比べて金融知識のレベルが非常に低いとの結果が出ています。イギリスの

調査ですと、日本と比べてもかなり低いという結果が出ております。

まず、自国の国民の知識レベルがどれぐらいかということ把握した後で、実際にどういった具体的な教育を始めていくのかというところに入ってくると思うのですが、具体的に、では、プログラムがどう変わってきているかというのは、まだ現状のところでは見えてはおりません。

ですが、イギリスのFSAは、行動目的として消費者教育が非常にプライオリティの高い機関でございますので、今度調査で行くとわかると思いますが、内部で体制等が変わっているのではないかと思います。

昨年一月にFSAを訪問したときにも、新しく教育に精通した人材を中途採用して、教育に関して組織の活性化を図っているところでございますので、おそらく、今改めて調査をすると、かな

り内部組織等は変わっているのではないかなと思います。

若林常務理事 他にいらっしゃいませんか。——いかがでしょうか。

それでは、私の方ばかり質問していて恐縮ですが、日本への示唆ということを最後までとめていただいたのですが、現在金融商品取引法案が国会で審議されており、それが成立しますと新しい時代に進んでいくわけですが、その中で、今回のイギリスの事例なんかも見た上で、若園さんのお考え方から、まず、これを優先して考えるべきだ、そういうプライオリティ、もちろん事前段階の投資家保護ということでしょうが、その中でも特にこれを優先すべきだというお考えがもしありましたら、お教えいただけませんかでしょうか。

若園 金融証券取引法というのを挙げたのは、金融に関する根拠法の中で、こういった金融教育の

普及・啓発、最初に申し上げましたが、これはもちろん保護というのが基本的な概念でございますが、こういうものが含まれたことが非常に画期的な点ではございますが、では、これからどうするかという問題でございます。

そうすると、これはまた繰り返しになりますけれども、まず国家レベルでどうするのか。そして、自主規制レベル、業界団体でどうするのか。そして、NPO段階でどうするのか。これは互いにばらばらに検討し合っても何ともしようがない。ですから、アメリカですとかフランスの研究会の例を挙げましたのは、そういったところが一堂に会して、何が問題であるのかという問題点を、まず共通認識として持つ。そして各機関がどの分野を担当できるのかを検討することが必要です。

学校教育にしても、小学校、中学校、高校、そ

して大学では、やるべきことが異なっていりますので、そういった面でどうするのか。では、社会人に対してどうするのか。自営業の方ですとか高齢者に対してどうするのか。それぞれに必要な教育は異なっております。担当する各機関の役割分担というものを、もう一度きちんと意思疎通を図りながら行う。これは基本的なところでですが、まずそこから始める必要があるということです。

若林常務理事 どうもありがとうございました。

それでは、時間も参りましたようですので、今日の「証券セミナー」はこれで終らせていただきますと思います。若園さん、どうもありがとうございました。(拍手)

(わかぞの ちあき・当研究所主任研究員)

(この講演は、平成一八年五月二日に開催されました。)

(資料)

「個人投資家保護の現状と課題」 —英国Investment Trust問題とわが国への示唆—

(財)日本証券経済研究所

主任研究員 若園智明

2006年5月11日 日本証券経済研究所「証券セミナー」

投資家保護の重要性

法制面での整備：資本市場振興にとって投資家保護は重要

「金融商品取引法案(旧)」(「証券取引法等の一部を改正する法律案」)
投資家保護の強化(横断化と柔構造化)

「金融サービス・市場法(英)」(2000年)
公衆の啓蒙や消費者保護は金融サービス機構(FSA)の行動目的

「企業改革法(米)」(サーベンス・オックスリー法)
(Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002)
内部統制と会計監査の独立性強化
投資家保護の強化が基本的な概念

- ・ 「投資家保護」は多段階かつ複合的な構造
- ・ リスクマネー供給者である家計(個人投資家)に対しては？

証券投資の段階における 個人投資家保護のポイント

「証券投資の事前段階での保護」

- ・金融教育による金融リテラシーの向上
- 生活設計の最適化、金融商品の理解、自己責任と判断能力の向上、金融詐欺への防御

「証券投資の事中段階での保護」

- ・横断的に投資家保護を行う根拠法の整備（会社法・金融商品取引法案）
- ・当局や自主規制団体による規制と監視
- ・適時・適切な情報開示（法定開示・取引所規則による開示・IR）
- ・効率的で安定的な取引・決済システム
- ・分別管理の徹底
- ・保険への加入

「証券投資の事後段階での保護」

- ・裁判外紛争処理制度（ADR）の整備（あっせん制度、オンブズマン制度）
- ・懲罰的損害賠償制度、クラスアクション制度等
- ・投資家保護基金制度

個人投資家保護と金融教育

「事前段階での保護」の重要性

「事後段階」の保護基金が金融教育に係わる例も

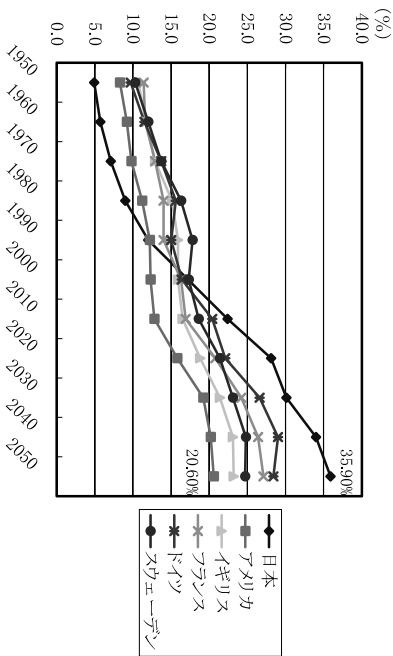
- ・米証券投資者保護会社 (SIPC)
(Securities Investor Protection Corp)
全米でInvestor Survival Skills Surveyを実施 (2005年12月)
GAOの勧告 (GAO-01-653、2001年5月)
- ・Investor Education and Protection Fund (イェンド)
(会社法Sec205C、2001年10月設立)

「事前段階」の充実ににより、証券投資の活性化と、
投資家保護制度全体の負担を軽減させることが可能に

家計と証券投資(1) 高齢化の進展と保有金融資産の増加

家計が保有する金融資産総額は約1,509兆円まで増加
(日銀「資金循環動向」速報値：05年12月末時点)

図表1 65歳以上人口比率の推移



(出所) World Population Prospects: The 2000 Revision and World Urbanization Prospects: Population Division of the Department of Economic and Social Affairs of the United Nations Secretariat (<http://www.unpopulation.org>) より作成。
(注) 2000年までは実績値、以降は中位推計。

家計と証券投資(2)

より長期で、より多様なポートフォリオへの要求

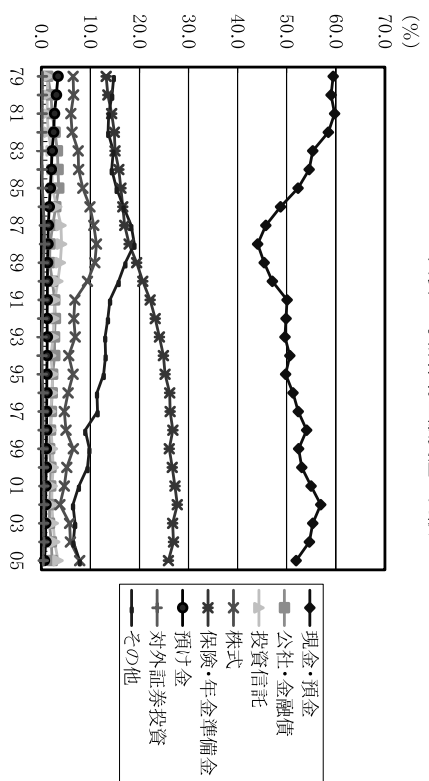
図表2 貯蓄目的の変化 (%) (3項目までの複数回答)

貯蓄目的	1993年	2005年	増減
病気や不時の災害への備え	70.9	66.8	-4.1
こどもの教育資金	35.8	29.5	-6.3
こどもの結婚資金	16.4	8.5	-7.9
住宅の取得または増改築などの資金	19.1	16.5	-2.6
老後の生活資金	50.1	58.8	+8.7
耐久消費財の購入資金	10.1	13.2	+3.1
旅行、レジャーの資金	12.5	13.7	+1.2
納税資金	3.5	5.6	+1.9
遺産として子孫に残す	3.6	3.7	+0.1
とくに目的はないが、貯蓄していれば安心	23.5	25.7	+2.2
その他	1.9	3.2	+1.3

(出所) 金融広報中央委員会『金融資産に関する世論調査』(2005年)より作成。

家計と証券投資(3) 直接的な証券投資の残高は伸び悩み

図表3 家計保有金融資産の内訳



(出所) 日本銀行『資金循環勘定』から作成。

家計と証券投資(4) 日本の家計は知識不足か？

『金融に関する市民教育』(OECD、2005年7月)

- ・株式投資や債券投資に関して知識が無い(71%)
- ・金融商品に関する一般的な知識に欠ける(57%)
- ・保険、年金、税金に関する知識が不足(29%)

『個人投資家グループ・インタビュー』

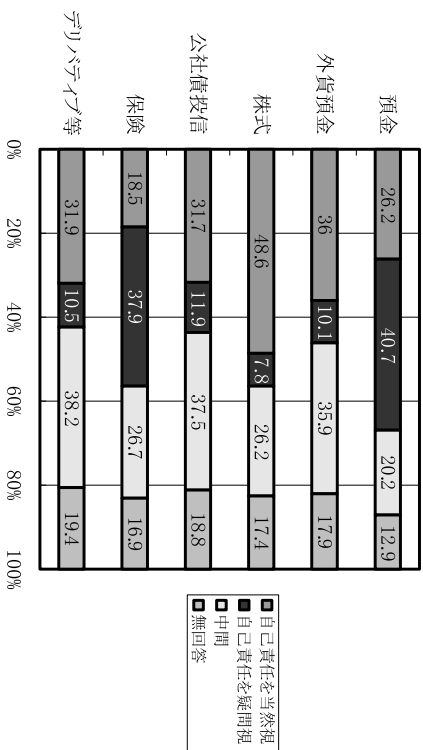
(「個人投資家を考える研究会」、2004年11月～)

- ・高い自己責任への意識(図表4)、知識水準は国際的に見ても低くは無い
- ・証券投資に関する知識に関して、投資経験による差は小さい
- ・保有する知識は断片的なケースが多い
- ・誤った知識に基づいた投資行動が見られる
- ・証券投資を行うか否かは、身近に相談できる人間の有無が大きな要因

単なる知識不足ではない(断片的な知識は保有)
正確かつ体系的な金融知識の普及・啓発が重要に

高い自己責任への意識

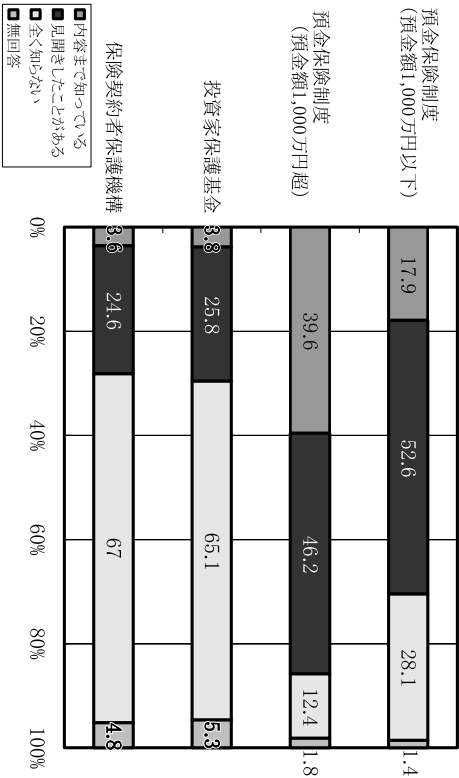
図表4 金融商品別：自己責任の受け止め方



(出所)金融中央広報委員会「家計の金融資産に関する世論調査」(平成17年)。
(注)対象世帯は「全体」。

リスクの程度と保護制度の認識

図表5 各種金融保護制度の認知度



(出所) 金融中央広報委員会「家計の金融資産に関する世論調査」(平成17年)。

金融知識の普及・啓発 アメリカの変化(1)

金融教育に関する2つの連邦法の成立

「落ちこぼれ防止法」(No Child Left Behind Act)
(2002年1月大統領署名)

学校教育の水準を設定する必要性
金融・経済教育の重要性を明記

「公正かつ正確な信用取引に関する法」
(The Fair and Accurate Credit Transaction Act、
FACTA) (2003年12月の大統領署名)

金融知識の普及・啓発 アメリカの変化(2)

「金融リテラシー・教育委員会」

- ・FACTAのTitle Vを根拠法として、財務省金融教育局が中心となり設立(財務長官が委員長)
 - ・連邦レベルで金融・経済教育の促進が目的
 - ・少なくとも4カ月に1度の会合が義務付けられている
 - ・連邦レベルで金融・経済教育の調整
 - ・各組織による役割分担と、独自機能の発揮
- 例) 金融犯罪の予防に関して、インターネットを通じた金融詐欺の警告を目的に、証券取引委員会(SEC)は複数のフレイク・サイトを開設している
- (フレイク・サイトの一例、<http://www.mcwhortle.com/>)

金融知識の普及・啓発 「金融リテラシー・教育委員会」

図表6 「金融リテラシー・教育委員会」参加メンバー

1. 財務省
2. 教育省
3. 厚生省
4. 労働省
5. 農林省
6. 国防省
7. 退役軍人省
8. 米国住宅・都市開発省
9. 中小企業庁
10. 社会保障庁
11. 共通役務庁
12. 全米信用組合管理局
13. 通貨監督局
14. 貯蓄金融機関監督局
15. 人事管理局
16. 連邦通商委員会
17. 商品先物取引委員会
18. 連邦準備制度理事会
19. 連邦預金保険公社
20. 証券取引委員会(SEC)

(出所) <http://www.treas.gov/>

金融知識の普及・啓発 フランスでもプロジェクトが始動(1)

「ファビウス法の影響」(2001年に成立)

- ・従業員貯蓄制度(フランスでは第2の給与)で、企業の監査委員会などに
年間で5日間の金融・経済教育の受講を勧告

「フランス家計の金融知識不足に対応」(2004年12月公表、 世論調査)

- ・フランス人の3/4は「知識不足」
- ・金融は銀行員のアドバイスに依存
- ・学校での金融・経済教育へのニーズ(若年層の学習意欲が高い)

「公的年金改革の影響」

- ・縮小する公的年金の補助として、従業員貯蓄制度の拡充
- ・制度加入者が自ら金融商品の選択を(金融教育の重要性)

金融知識の普及・啓発 フランスでもプロジェクトが始動(2)

「投資家の教育に関する研究グループ」(2004年6月)

(Le Groupe de Travail de Place sur L'Education des Epargnants)

金融教育普及・啓発を検討することが目的

- ・フランス金融市場監督局(AMF)が中心となり発足
(ミッシェル・プラダ総裁が発起人)

- ・2005年5月に研究結果を公表し、金融教育推進機関を提唱

- ・The Institute for Financial Education of the Public設立
(2006年4月)

初代議長にPhilippe Herzog氏(経済諮問委員会メンバー)

金融知識の普及・啓発 「投資家の教育に関する研究会」

図表7 「投資家の教育に関する研究グループ」構成メンバー

経済財政産業省	
1.	教育省
2.	フランス中央銀行
3.	金融市場監督局 (AMF)
4.	ユーロネクスト(証券学校) (Euronext: L'Ecole de la Bourse)
5.	フランス銀行協会
6.	パシ・ユーロフランス
7.	全国消費協会
8.	フランス商工会議所連合会 (ACFCI)
9.	フランス保険会社協会 (FFSA)
10.	フランス証券アナリスト協会 (SFAF)
11.	フランス投資会社連合会 (AFEI)
12.	フランス金融運用管理連合会 (AFG)
13.	フランス投資クラブ連合会 (FFCI)
14.	個人株主促進会 (APAI)
15.	個人投資家委員会 (Comité Investisseurs Particuliers)
16.	退職者の保護と年金に関する独立組織連合会 (FAIDER)
17.	フランス従業員株主・退職従業員会議連合会 (FAS)
18.	ジャン・ピエール・ガヤール(ジャーナリスト)
19.	

(出所) <http://www.amf-france.org>

大和インベスター・リレーションズ[e-IR mail magazine]、
2005年2月25日号

金融知識の普及・啓発 イギリスではFSAの活動目的に

「金融サービス・市場法」(2000年)

第5条：金融サービス機構(FSA)の目的(適切な水準の消費者保護の確保)

FSAの権限：消費者の教育、救済
(業者への苦情処理、業者の違反などに伴う損失補償といった、消費者の救済手段を整備する)

「Building Financial Capability in the UK」

(FSAのキャンペーン)

- ・消費者教育に関する6つの優先項目
「退職」(Retirement)に関する項目が優先プロジェクトの1つに
「高齢化」、「複雑化した年金市場」と「金融行動における自己責任の高まり」をキー・ワードに、パーソナル・ファイナンス普及の必要性
- ・金融教育を普及させる背景には年金制度問題も

金融知識の普及・啓発 日本でも活発化の兆し

- ・内閣府「経済教育サミット」(2005年7月)
- ・金融庁「金融経済教育懇談会」
(2005年3月～6月、計7回開催)
- ・日本銀行、日本証券業協会、東京証券取引所、
NPO等の試み

近年になり、金融教育への取組みが活発化している
ように見える……しかし
縦と横の組織的連携が不可欠

「金融商品取引法案」

日本でも金融知識の普及・啓発が根拠法に

「金融知識の普及・啓発」

- ・ 投資者保護を目的とした金融知識の普及、啓発、広報活動
認可協会(第七十七条の四)
公益協会(第七十八条の二)
認定団体(第七十九条の十七)

「個人投資家保護に関するその他の事柄」

- ・ 公益協会、認定団体の追加
 - ・ あっせん業務の第三者への委託
 - ・ 受託者責任の明記
- 顧客に対する誠実義務(第三十六条)
善管注意義務(第四十三条)

Investment Trust問題(イギリス)

Split Capital Investment Trust (1)

スプリット・トラストとは

- ・クローズド・エンド会社型投資信託の一種
- ・ロンドン証券取引所に上場
- ・満期は5～10年(7～9年が多い)
- ・初期型のスプリットは1965年～
- ・1999年より新規発行が増加
- (1999年～2001年の間に80銘柄が発行)(高いZeros比率)
- ・1990年代後半の金利低下局面でも、良好なパフォーマンスを記録

Split Capital Investment Trust(2)

複数の種類の株式を発行

(主要な株式の例)

「無配当優先株」(Zero Dividend Preference Shares)

無配当であり、フアンドの償還時に、予め定められた価値までの支払いを優先的に行う(発行比率が最も高い)

「インカム株」(Income Shares)

フアンドの業績に応じて配当を支払う

「キャピタル株」(Capital Shares)

無配当であり、無配当優先株よりも劣後するが、償還時の残余価値がすべて支払われる

Split Capital Investment Trust(3) 危機の始まり

- 1990年代後半から、スプリットの構造が変化
デリバティブを用いた商品設計→リスクの把握が困難に
1995年のSORPs(会計実務勧告書)によるコスト計上方法の変更(AITC)
1999年から銀行借入れ(Gearing)を活用したスプリットが増加
(高い有利子負債比率:平均して30%~50%)
他のスプリットのIncome Shareへの投資(Cross-Holdings) (Magic Circle)
- 不十分な情報開示(The Report and Account)
銀行借入れの状況と条件、Cross-Holdingsの実態
- 株主によるモニタリングの困難性
(Zeros株主には投票権がない)
- IT銘柄への集中的な投資(98年からZerosに集中)
(ITバブルと共に、Zerosマーケットが急拡大)
87年~97年(10年間)61件
98年~01年 104件(4年間)(うち85件がGeared Zeros)

金融知識の欠如とリスク認識の甘さ

- 不適切な販売方法と、個人投資家の不十分な金融知識(リスク認識の甘さ)

「ボルボ車よりも安全」

「夜も安心して眠れる」 → 「悪夢」(Night Mare)に……
(The Trust Which Lets You Sleep at Night)

過去の良好なパフォーマンスが将来も続くであろう……

(87年から98年まで、Zerosが想定償還額を下回るケースが無かった)

- 2001年3月にPIA(当時)が警告
- 2001年7月ごろから新聞等で注意を喚起する報道
(Cazenove&Coのネガティブ・レポート)
- リスク資産であるとの認識が不足

Magic Circleの崩壊と急激な下落

- 2002年4月、Quilter Global Enhanced Income Trustsが破綻

図表8 2002年3月末時点での他のスプリットへの投資と
1999年3月末からの下落率

	本数	価格変動幅
他のスプリットへ投資無し	51	-39.10%
他のスプリットへ投資有り	83	-
投資額が総資産の20%以下	32	-82.21%
総資産の21～40%	24	-88.23%
総資産の41～70%	16	-97.85%
総資産の70%以上	11	-97.97%
FTSE 100	-	-16.20%
FTSE 全株式	-	-11.70%

(出所)FS A Policy Statement, *Split Capital Investment Trust*,
May, 2002.

Split Capital Investment Trust(4)

個人投資家救済の困難性

- 投資における自己責任の要求(投資家保護は機能していたか?)
- 基本的には株式会社が発行する株式
(会社法、上場規則と税法が適用)
金融サービス・市場法に従わないため、金融サービス機構
(FSA)は直接的な監督が出来ない
(集团的投資スキームに該当せず)
金融サービス補償機構(FSCS)への適格請求者に該当せず
金融オンブズマン(FOS)へのアクセスは限定
(業者のアドバイスによる購入、個人貯蓄口座(ISA)経由で
購入した場合のみFOSへアクセスが可能)

Split Capital Investment Trust (5) 業界による補償と救済

I、「業界団体」(AIRC)による救済策

- ・AIRC基金(AIRC Fundation)の設立(2003年6月23日)
- ・無配当優先株(Zeros)とインカム株の保有者を対象

II、「スプリット運営会社等」による補償策

- ・業界による救済策の公表(補償金の支払い)(2004年12月24日)
 - ①ファンド分配会社(FDL)の設立
 - ②20社の業者よりFDLへ約19,400万ポンドを拠出(約410億円)
(このうち、約14,300万ポンドを分配)(約300億円)
(1人あたりの支払い上限は48,000ポンド)(約1,000万円)
- ・FDLが最終的な補償支払いの概要を公表(2006年3月29日)
救済対象となった個人投資家は約40,000人
(損失額は合計約65,000万ポンド)(約1,365億円)

III、業者独自の補償 (Aberdeen Trust)

個人投資家保護の課題

自己責任と金融知識

- 「事中段階」と「事後段階」のみでは不十分
(スプリット問題からの示唆)
- 「事前段階」である金融知識の普及と啓発の重要性
- 誰がどの分野を担当するのか？
(役割の分担と、縦と横の組織的連携の強化)
規制当局、取引所、自主規制団体、業界、NPO
- 日本に合った個人投資家保護のあり方とは？
(証券業界全体としての問題)