

資本市場の実態と再生に向けて

斉藤 惇

一、はじめに―日本経済の現状について

今日はベテランの方ばかりでございますので、皆さんの役に立つかどうか余り自信がありませんけれども、資本市場の実態というものを見直しなからお話しさせていただきたいと思います。

御案内のように、長い間、需要不足、デフレといわれる病気にかかっているのですが、ケインズがいうように、需要を創出する手段として、預金

の形で溜まっている資金を、ゼロ金利政策とか、国家権力を使って金利を低下させて、そのお金をリスクに向かわせるという政策を遂行する。そのためには、同時に、企業側に相当のリスクテイクの事業の自由というものを与える必要があるように思います。

ただ、今世界は、日本もそうですけれども、強制的な金利低下、ゼロ金利政策と同時に、皮肉なことに相反する金融機関の規制論がありまして、どちらかというと、効果を相殺してしまうような政策が行われているような気がいたします。せつ

かくリスクフリー資金を市場へ押し出しておいでも、企業側が規制や税に阻まれて投資行動をとらなければ、余り有効ではないのではないか、現実には、いかに日銀が金融緩和をしたとしても、市中銀行側には借り手のお客さんがほとんどいないということですから、銀行はわずか1%前後の日本の国債を大量に買うという社会的な無駄が起きているということだと思います。

ある意味で、リスクフリー資金が日本の社会の中でグルグル空回りしてしまって、本当の高目のリターンを生むためのリスク投資にはなっていないというのが日本の現状かと思っています。

ここで、政府の役割として、事業者や投資家が将来保証されない高目のリターンを求めてリスク投資をする、そのための政策というものが本当は必要であると思います。事業経営者あるいは事業を行われる方というのは、リターンは保証されて

いないわけでありまして、何が起こるかわからないところへチャレンジする人々でありますので、この方々をエンカレッジしないでリスク投資を勧める、つまり、リスク投資を勧めるということは、高いリターンを求めるということになりますが、そういう政策が遂行されていないという状況では、国家そのものが疲弊するのではないかと思います。

その政策としては、税制の利用や規制緩和、それから、新規事業の誘導政策など多くのことが考えられますけれども、現在、日本では、政府の行動は強制的な資金の循環政策だけで、投資機会を生むための具体策に欠けているといえるような気がします。あえていえば、ピザパイの切り方だけを大論争していて、ピザをいかにして大きくするかという政策が欠けているということでしょう。

日本人は、国家によるゼロ金利政策がとられて

いる前から、既に長期にわたって多くの現金を銀行に寝かせてまいりました。つまり、金利がゼロでも最大の流動性を担保することのほうを望んで、いかなる種類でも流動性に劣る資産へ投資するということを拒み続けたと思います。言い換えますと、国民はリスクテイクを嫌ってきたわけですから、これは世界的にはなかなか理解できないことであります。

なぜそういうことが日本で起きているのか、本来に説明しにくいのですが、豊かな人間というのは、リスクをわざわざとって不確実な将来の利益を求める可能性が低くなる傾向があるということを見ますと、日本人は本当はそれほど豊かでないにもかかわらず、何らかの錯覚をしてしまって、自分たちは豊かなので、よほどのリターンが確実でない低流動資産あるいはリスク資産のようなものに投資するのは間違っていると考えてきたのか

もしれません。

あるいは、こんなことをいうと差しさわりがあるかもしれませんが、日本はプロの投資機関が非常に少ないということで、自分の資産を殖やしたいと思っているにもかかわらず、機関投資家に委託するよりも、現金や預金のほうが資産運用としては優っているというポートフォリオ選択をある意味では強いられているのかもしれませんが。そういう意味では、大変かわいそうな日本人ということになるかと思います。

二、市場の役割―流動性の付与の重要性

東証には資産構成上の流動性を社会に提供する義務があります。流動性というのは、御案内のように、リスクの構成要因でありますので、高い流

動性資産が担保されれば、現金から高いリターンを求めてリスク資産へ移動する可能性があるということが多いと思います。もちろんリスクというものは、多くの学者が見出したように、ボラティリティとかいろいろなもので計算されるでしょうけれども、一面では流動性の順位に並んでいるものだと思います。

九五年、マルコビッツが言いましたように、有効的フロンティアのカーブの上で最小リスク・最大リターンの株式ポートフォリオを組み立てるときにも、当然、個別銘柄の高い流動性というのが必要であります。ただ、それだけでは最適資産ポートフォリオにはならないというのは御案内のとおりであります。株に加えて、不動産や債券などにも高い流動性を用意することによって社会全体のリスク投資が進む、高いリターンが求められる、そういう社会が結果的には潤うということでは

あろうと思います。

マルコビッツは株だけの理論を展開したわけですが、御案内のとおり、その後続いたシャウプやマートン・ミラーといった先生方は、他資産とのベストコンビネーションを数理的に証明していると思います。

資産の証券化ということが今批判されていますけれども、流動性がほとんどない不動産や自動車ローン等々のようなものを証券化したのは人類の大変な知恵であった。つまり、流動性を与えてリスクを減らして取引をしたという点においては知恵だったと思います。今回の危機で批判されております異常なレバレッジ問題にしても、冷静に検討する必要があります。数学や統計学を駆使したりスクリタール分析というものにどのくらい為政者や行政官がなじんでいるのかどうか、大変不明のような気がします。我々は、非合理的情緒論に振

り回されて、折角ここまで進めてきた文化というものを逆転させることのないように、注意深い政策を検討する必要があるように思います。

まず、高い流動性を持つ現金、これがリスクゼロに近いと思いますが、そこから少しずつ高いリターン求めて、人々の資産は最終的に大変低い流動性、つまり、リスクが非常に高い資産へ投資移動するということが学問的に体系づけられておりますけれども、それ以上にリターンを求める場合には、借金をしてさらにリスク資産へ投資する、つまりレバレッジ投資をするということになります。

今回の金融危機の中で取引をしたトレーダーたちのポートフォリオが、一部同じような方程式を使っている関係で、同類資産かつ同方向のリスクテイクに偏っていたとすれば、これは少し問題だったと思います。ただ、一部には、資産構成

上、リスクをスクエアにしていた者がいたという報道もあります。大変重要なことは、市場全体で見ると、資産構成上、リスクはスクエアになっていたのかもしれない。地球上全体で見るとそういうことが言えるかもしれません。しかし、現実には相当いびつに傾いていたといわれております。

今回、この危なっかしく傾いたポートフォリオであったとしても、パリバの一部のファンドの流動性問題から発するわけですけれども、こういう流動性問題が発生しなかった、そして取引が継続されていたと仮定しますと、市場の価格はいろいろ変動していきますので、わずかな痛みで問題は解消されていたのかもしれませんが。

そのようなことは、市場取引の歴史をずっと眺めてみますとよく発生していることでありまして、一歩間違えば大恐慌になっていた、しかし、何らかの流動性が伴ってきたために、その恐慌要

因が解消したというような現象はたくさん見られます。したがって、新しいルールをつくる前にそのようなことも検討されていくべきではないかと思えます。今は選挙前ですから、いろいろ人気政策が闊歩しているということではないかと思えます。

ここでいえることは、いかに行政等で実態情報を吸収することが大事であるかということであります。市場流動性の担保というのがいかに重要であるか。それは規制や指導よりも市場を安定化させるし、合理的な価格発見機能を可能にするということを改めて証明したような気がいたします。別に私が取引所にいるからということではありませんけれども、レギュレーテッド市場の役割の意義というのはここににあるような気がいたします。

三、アメリカの市場で何が起こつていたのか

では、今回の危機をもたらしたアメリカの市場で何が起きていたのかということをもう一度見てみたいと思います。何回か話していますので、ダブっているところがあると思いますが、お許しくださいたいと思います。

御案内のように、アメリカは本来金融業者に対するルールが非常に厳しい国であったと思います。その国がなぜあいう金融技術の暴走を許していたといえますか、見逃していたのかというのは、いまだに私は非常に理解できない面があります。例えば、私がウォールストリートで働いていたときに、ウォールストリートのオフィスの社長を日本人でやっていましたら、SECに呼び出さ

れて、「ウォール街で本当に日本人に社長ができるのか。彼はという経歴だ」と聞かれました。

アメリカのビジネススクールを出ている」といっても、「高等学校や小学校はアメリカか」というところまで聞いて、「アメリカの文化がわからない人間がアメリカの投資家に商品を勧めることは好ましくない」といういい方でした。そして、我々はやむなくといいますか、結果的にはよかったのですけれども、アメリカ人の社長を採用したということもあるくらい厳しいルールを使っている国です。

それが、九〇年代以降のＩＴの急速な開発と普及、それから冷戦構造の溶解によって、どうもアメリカでは、大量生産・大量消費型のモデルが極めて異常な速度で促進されたといえますか浸透していった。その結果、市場で吸収できない量の製品をつくって生産過剰が構造化する、つまり、デ

フレに根本的に陥る危機感を感じていたのではないかと私は思います。当然、いろんな形で新商品の開発や新市場の開発をやってきたと思います。

例えば、セカンド・カーあるいはサード・カーに購買インセンティブを与えるとか、セカンドハウスや低所得で借金の出来ない方にもハウスを売らせるといふ取得促進をするなど、こういうこともやらざるを得なかったということではないかと思っています。

一時は富裕層を刺激したのですが、御案内のように、アメリカの富裕層というのは全人口のわずか五％しかいません。この人たちが四〇％の富を独占している。そして、全体の五〇％を占めるプアといわれる方々、この方々は何と二・八％ぐらいしかアメリカの資産を保有していないという異常な格差社会であり、このままでは多量消費がすすめられなくなっていたと思います。

ここで導入されたのが、社会的な金融資産のバブル化、レバレッジ化であったのではないかと私は勝手に思っております。つまり、過剰商品を吸収するためにお金のほうを膨らませて、倫理・道徳観がいつの間にか蔑ろになってしまった。

もともと、プラスチックマネー、これは最初、西海岸でヘリコプターから本当にばらまいたのですが、プラスチックマネーである銀行カードが今九〇〇億ドル、一三億枚発行されている。そして、お金を持っていない人間にどのようにして、ある意味では無感覚のうちに個人的レバレッジ金融を利用して消費を促進するというような政策を、国を挙げてといいますか、行政も含めて育ててきた。そして、そこには、行き過ぎた場合は市場に自主調整する機能があるから大丈夫だ、こういう盲信でしょうか、あるいは、フリードマン等のバックグラウンドがあつたかもしれませんけれ

ども、ある意味ではウォールストリート型放任市場というものをつくってきたと思います。

本日は会場に関係者もおられますけれども、三年、当時のG A OやG 30グループは、派生取引は危ないというかなり分厚い報告を出して、規制論を唱えておりました。私もダボス会議で当時のSECの委員長とこの問題を論議したことがありますけれども、これに対してISDAが「歴史的ロビー活動」といわれるほどの猛烈なロビー活動をして反対した結果、結局、クリントンらは派生取引を規制外とし、黙認する。加えて、御案内のようにグラス・ステイガル法の実質的な廃止にまで踏み込んでしまいました。

結果的には、まさしく規制やルールによる介入のない放任的な自由市場であつたウォールストリート型キャピタリズムが自主調整機能を發揮することはありませんで、多くの犠牲者や社会的な

犯罪を生みながら恐慌寸前というところまで暴走したということかと思っています。

今回の危機で国や社会が飽くなき効率性と利潤の最大化のために支払ってきたコストというのは、IMF報告によりますと、今のところ金融機関だけで二・三兆ドルになるということですから、いろいろ反論があるときに、私は、誰がその金額を補償できるのかということを常に考える必要があると思います。日本の半分が吹っ飛んだということになります。

四、ステイグリッツ教授の市場論について

もちろん、ジョセフ・ステイグリッツ教授のよ
うに、自主調整型市場なんというものは元々存在
しないのだ、政府の市場介入が不可欠なのだ、と

いう主張をしてきた方もおられます。ノーベル賞
までとっておられる彼は、市場が時々見せる失敗
や不完全性というのは、ひとえに政府の介入に
よって資源や資金の配分の効率性を取り戻すこと
ができるという主張を繰り返しておられます。

彼らの主張のポイントは、労働、特に人間や土
地、これは自然ということでしょうか、それから
石油等々、さらには社会的に大きな不安定を生み
出す原因であります、為替取引、そういうものを
自由市場論で処理すること自体が間違いである
ということを高らかに主張しています。特に労働、つ
まり人間というもの、それから土地、これは神が
与えたものといいますが、そういうものを一般商
品のごとく取引する概念は道徳的にも社会的にも
許されない、そういう基本理念を持っておられま
して、その解決策としては、市場に代わって国家
による調整こそが必要であるということを主張し

ているわけであります。

しかしながら、我々は彼らの主張にも完全に同調することは出来ません。それは何故かということ、人類は、有効な市場を創ることで多様な取引費用を抑制する効果があるということを発見したという歴史を持っているわけです。そして、そのような市場を構築した国が結局は栄えてきたという歴史的事実を我々は否定することはできないと思います。

取引費用というのは、市場参加者の情報の非対称性で発生しますけれども、もしこれらの費用が資産の価値よりも高ければ、本来の価値が毀損してしまつて、ひいては社会コストが上がってしまう。これは典型的な統制型経済の根本的問題点であります。したがつて、我々は、純粹理論的な需給の交差点から、どれだけどちらかの方向へ社会的な要件あるいは文化価値論などを考慮して取引

費用を少しいじつて、あえて意図的に価格決定点を非合理的な点まで移動させるという仕事が必要なのだろうと思います。もちろん、このような意図的な介入が取引費用を引き上げるということは避けられませんが、今は特に、そのほうが人間としての心理的、肉体的な安寧と健康をもたらず、数量化されない価値というものを認識することも大事になってきている、そういう世界の動きではないかと思っています。

すべての価値や倫理観あるいは人間自体の価値を数量化して取引する市場、これを使って資産の最適配分を行う合理的・効率的社会を構築し、そのような資本主義のもとで、高い倫理観やいわゆる誠実性を金銭的価値よりも上にどうやって位置づけるかという問題は常に宗教論と絡んで存在してきたと思います。しかし、西欧を中心とする資本主義経済というのは、少なくとも、こういう価

値論あるいは倫理観というものを数量化して取引した分だけ合理性はあったということでありま
す。

要は、資本主義社会において、何らかの形で金
員をつけて公的、私的な消費が拡大しなければ、
生産拡大を富の源泉とする経済の活性化、すなわ
ち人間の金銭的豊かさを生み出すことは困難であ
るということは認めなければいけないと思いま
す。ただ、その中で新しい秩序を求める必要が
今我々にはある気がいたします。

五、日本では何が起こっている のか

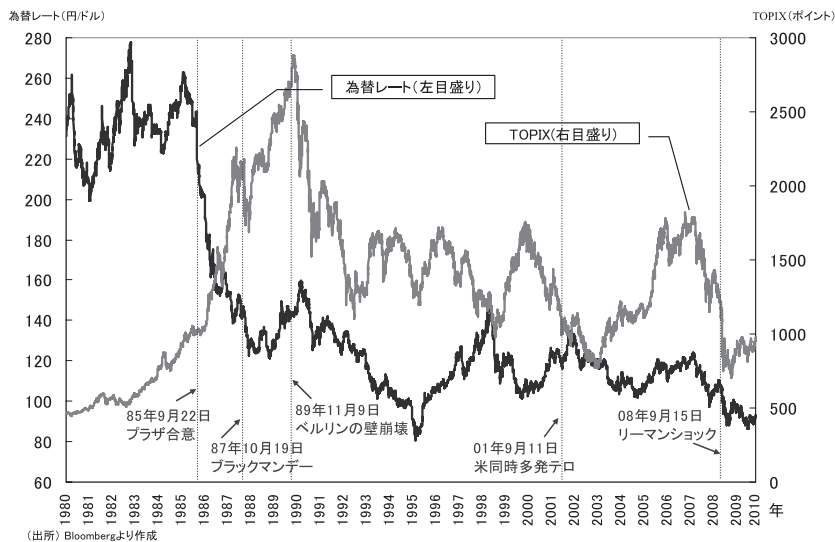
それでは、日本では何が起きているのかという
ことについて、お手元の資料を参考にしながら少
しレビューしてみたいと思います。

(1) 為替及び株価の推移

図1でございます。これは皆さん御存じの
チャートですけれども、意図的に一九八〇年から
引いています。日本経済が活況に入りまして、ア
メリカにおいては自動車、鉄鋼を中心に反日運動
が現れました。連銀総裁であったボルカーさんが
強烈なインフレ対策を打って、FEDレートが二
〇%までになりました。一九八〇年から八五年、
日本の攻勢に非常に神経質になったアメリカが、
プラザホテルへ竹下登大蔵大臣を引っ張り出した
というと怒られますけれども、いわゆるプラザ合
意が行われました。当時、円が二六〇円でしたけ
れども、その後五年間で一二〇円になる。これは
もう大暴騰でした。

ただ、それでも、当時、年間五〇〇億ドルの米
国の対日貿易赤字が減らないために、八九年ごろ
からでしょうか、日米首脳会談でブッシュさんの

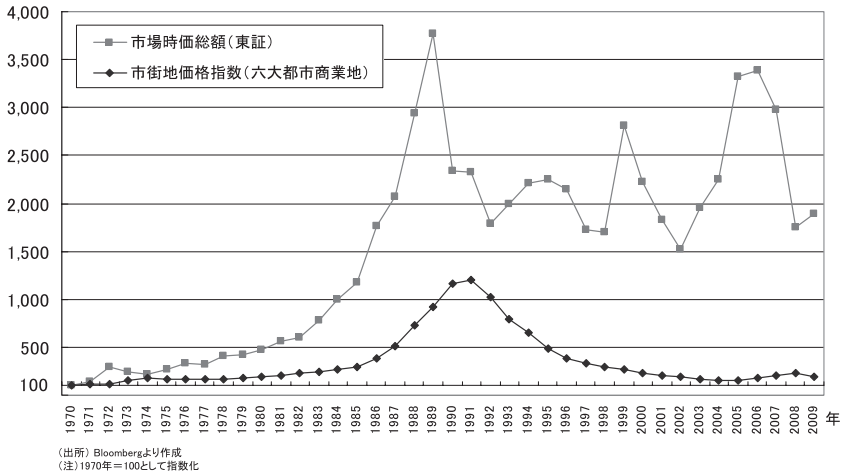
図1 為替及び株価の推移



お父さんと、日本は確か宇野総理だったと思いますが、日米構造協議をやるうではないかというこ
とで開始された。それを受けて内需促進を企てま
した海部内閣とか宮澤内閣によって、異常な金融
緩和政策が打たれまして、この影響で日本はバブ
ルに入るわけですが、御案内のように株も
土地も暴騰した。かなりの方が自ら経験なさった
と思います。その後、バブルの破裂が物すごく
て、その影響が今日に至ることかと思いま
す。

こういう図を考えると、いろいろ理由はあつ
たと思います。この前、コロンビア大学のジェラ
ルド・カーティス教授と話していたら、ここのと
ころの裏話をたくさん話してくれました。ただ、
私は、八五年から九〇年に仕掛けられた日米交渉
の残骸が二〇年たった今でも日本で効いていると
思います。

図2 不動産価格・市場時価総額の推移（1970年＝100）

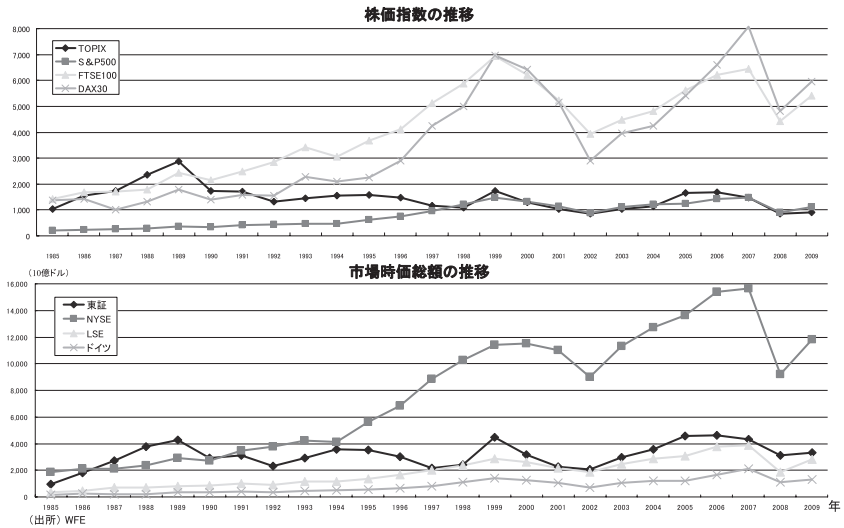


(2) 不動産価格・市場時価総額の推移

ちなみに、指数を使って株と商業不動産価格の動きを図2で見ていただきます。一九七〇年を一〇〇とすると、九一年、バブル期の中期は一一〇〇、何と一倍になります。その後、一貫して下げまして、今はこれが一五〇ぐらいになっております。したがって、一倍になった後、何と九〇%以上下落しているということです。

また、一九七〇年を同じく一〇〇として東証の上場時価総額を検証いたしますと、バブル期の八九年に三八三八までなります。しかし、これが急減いたしまして、足元のところ、一九〇〇ぐらいの推移になっております。金額で見ますと、ピーク時は世界一でありました六百数十兆円という時価総額が今三〇〇兆円ぐらいですから、半分程度で漂っているということでしょう。

図3 主要市場における株価指数・市場時価総額の推移

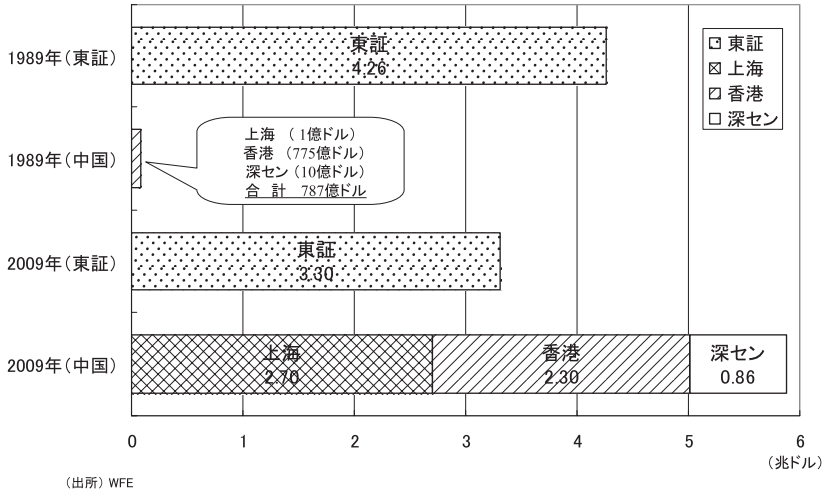


(3) 主要市場における株価指数・市場時価総額の推移

図3の上の図でTOPIXの動きを見ます。因みに我々は日経指数を使いませんので、お許しください。

一九八九年一二月まで上昇して二八八四をTOPIXは記録いたしました。その後、一貫して下げました、今日久しぶりに一〇〇〇を超えたかと思ったら、さつき出てくるとき、また九九六ぐらいに下がりましたけれども、一〇〇〇ぐらいます。ということは、二〇年間で何と七〇%以上下がっているということです。つまり、我が日本は、特に近隣諸国がぐんぐん成長して新しい富を蓄え、生活水準を伸ばしてきたのに、この二〇年かけて、一九九〇年以来、延々と資産価値を消滅して、今や一九八五、六年前後の資産価値に戻っているということです。GDPはほぼゼロ

図4 東証市場と中国市場との市場時価総額比較



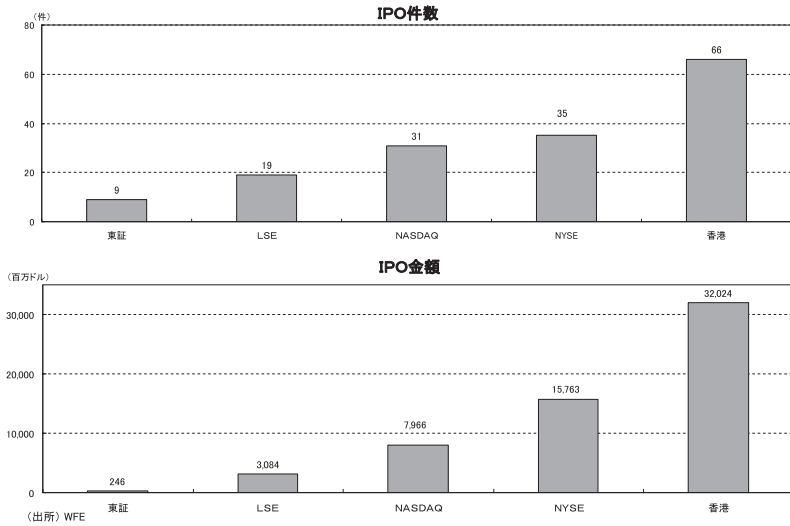
成長、無為無策という怒られますけれども、ある意味ではそういう状況かと思っています。

図3の下で御覧になりますと、八九年、東証の時価総額は六三〇兆ですけれども、当時はニューヨークの一・五倍ありまして、ロンドンの何と五倍以上あったのです。その後、ニューヨークの姿を御覧になると、もう手も届かないというところがあります。

(4) 東証市場と中国市場との市場時価総額比較

図4は、もっと悲惨でありまして、平成元年の中国、これは香港、上海、深圳を足さないと数字にならないくらいでしたので、足しまして七八七億ドルであります。東証は何と四兆二六〇〇億ドルでありましたので、比較することすら意味がないとまでいわれたのがわずか二〇年前の姿であります。それが現在、東証は三兆三〇〇億ドルで

図5 主要市場におけるIPO実績（2009年）



ありますけれども、中国三市場を足しますと五兆八七〇〇億になります。上海だけで二兆七〇〇億ドルであります。もう少しで東証に届くというところまで来ております。

(5) 主要市場におけるIPO実績（二〇〇九年）

図5は各市場のIPOの件数と金額を示しております。昨年从今年にかけて香港が、東京はもちろんですけれども、ニューヨーク、ロンドンも抜き去っております。たしか香港一つで六六上場しております、アメリカはニューヨークと他の市場を足して六六ぐらいです。中国本土の勢いを受けて、正に世界のフィナンシャルセンターに香港が出てきている。取引所としても、デリバティブをやっているドイツを別しますと最大の利益です。ロンドン、ニューヨークよりもはるかにすごい。六〇〇億ぐらいの利益を香港は出しており

図 6 主要取引所の収益状況比較

取引所	東証	大証	SGX	香港取引所	NYSE Euronext	NASDAQ OMX	ドイツ取引所
決算期	2009年3月	2009年3月	2009年6月	2009年12月	2009年12月	2009年12月	2009年12月
営業収益(百万円)	67,090	20,051	39,384	76,135	431,532	133,778	306,397
営業費用(百万円)	52,915	12,317	15,067	17,721	405,200	78,260	222,259
営業利益(百万円)	14,175	7,734	24,316	65,785	26,332	55,518	84,139
当期純利益(百万円)	△ 3,696	6,372	20,238	55,837	20,163	24,491	65,446
EBITDA(百万円)	25,978	13,124	25,656	66,986	54,598	45,575	165,942
営業利益率(%)	21.1	38.6	61.7	86.4	6.1	41.5	27.5
総資産利益率(ROA)(%)	△ 2.7	10.6	21.6	10.4	1.5	3.1	3.7
株主資本利益率(ROE)(%)	△ 3.9	14.4	391.3	58.6	3.2	5.4	14.9
上場時価総額(億円) ※2010年3月末現在	—	1,320	5,462	16,788	7,220	4,172	13,466

(出所) WFE他より作成

ます。

(6) 主要取引所の収益状況比較

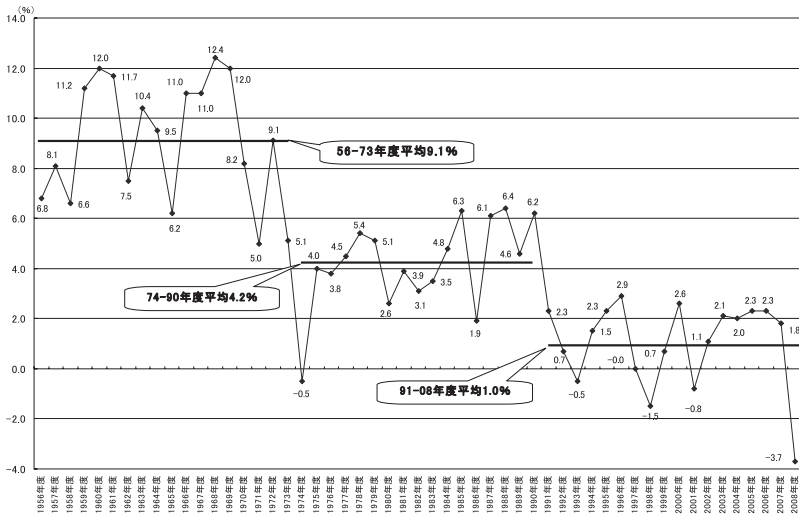
図 6 は取引所の収益状況です。これは上場取引所の株の時価総額をあらわしております。香港、シンガポールを筆頭に、ニューヨーク、ロンドン。よそのことをいつてはいけませんけれども、我々は上場していないので許していただきたいのですが、大阪は上場しておられます。時価総額、何とまあ小さいことか。

なぜこんなことが起きているのかということを我々は抜本的に検証しないと、資本市場の再生案というものを軽々に語ることはできないと思います。

(7) GDP 成長率の推移

図 7 は戦後の GDP の成長線です。これは他の

図7 GDP成長率の推移



(出所) 内閣府「平成20年度国民経済計算確報」より作成

(注) 年度ベース、93SNA連鎖方式推計(80年度以前は63SNAベース「平成12年版国民経済計算年報」)

資料をコピーしたのですが、一九五六年度から七三年度は平均九・一。七四年度から九〇年度は四・二。この辺まではよかった。しかし、九一年度から二〇〇八年度までは平均一%をちょっと切ったぐらいの成長ですけれども、特に二〇〇七年をピークといたしまして二〇〇八年、二〇〇九年は前年比六%ぐらいダウンでありますので、悲惨なるGDP成長の姿である。

特に、アジアの近隣諸国がこれだけ成長していたにもかかわらず、ほとんど我が国に取り入れられなかったというのは厳然たる事実であります。

いろんな意味の政策の失敗、産業構造問題、労働資本の配分問題というものを抜本的に検証しなかったということでありますので、今我々には検証する喫緊の課題があるということだと思えます。

もちろん、輸出のところは、いろんな本で書いて

てありますように技術のミスマッチが起こっているのです。日本から輸出した商品が余りにもソフイスケイティッド化していて、アジア市場にフィットしなかったといわれています。携帯電話なども、日本人のように携帯電話を使う人は中国やインドにはいなくて、ただ電話ができれば携帯電話なのですが、日本の場合は音楽も聞いたり絵を見たりいろいろする、全然意味がないようなミスマッチをやったということもあるのですが、それだけではないと思います。

こんなことをいうと関係者に怒られますけれども、先ほど言いましたように、二〇年以上前に、アメリカにデフレという病巣を押しつけられたのだと思いますが、これを根本的に排除するための産業構造の転換あるいは価値観の転換、国家としての抜本的な戦略構築が必要であったのに、眼前の好況と、完全に間違ったアメリカに勝ったとい

うような誤解、おごりに酔いしれて我々は道を間違ったのだと思います。

アメリカは合理的な国ですから、これだけの外部的な要因を変更すれば日本の産業構造は変わるのではないかと思ったのだと思います。しかし、日本人というのは、戦前と同様、精神論で耐え忍ぶ、そういう点では立派ですけれども、「欲しがりません、勝つまでは」ということで、いろんな形で輸出を続けたということかと思います。もちろん、輸出そのものは決して悪いとは思いません。

それでも、ついに我々は、産業構造の抜本的な転換なしには経済成長を維持することはもう不可能な地点まで来たと思います。

例えば住宅産業を見ますと、二〇一五年に日本の世帯数は四九二七万、これでピークになると計算されておりますが、既に住宅ストックは五〇三

○万戸ありますので、過剰状態であります。いわゆる空き家率は全国で今一一％以上でありまして、アメリカでサブプライム事件が発生した状況よりももっと空き家が多い。もっとも今日の「ウォール・ストリート・ジャーナル」によると、お金持ちが次から次にフォアクロージャーで家を手放しているとのこと。何拾億円というようになすごい豪邸がどんどんオークションにかけられて売られていて、今アメリカも住宅産業の問題が深刻なようですが、いずれにしても、日本も完全に過剰です。したがって、マンションとか戸建て住宅受注ということもある程度はあると思いますけれども、やはりエコ目的のリフォームですとか、中国、インド、インドネシアへ進出するといふぐらゐの政策、既にやっておられますが、どんどん進めていくしかない。

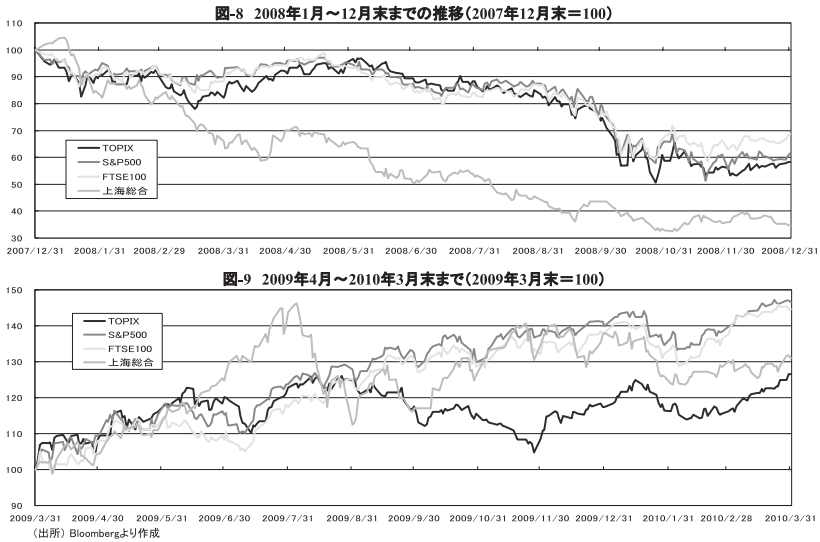
いつも同じことを言いますけれども、自動車と

いうものに対して私は非常に懐疑的であります。

自動車の性能がよくなればよくなるほど、実質的には、自動車というのは過剰生産になっているのだと思います。世界の自動車生産は大体七〇〇万台といわれます。販売は五〇〇万から六〇〇万といわれますけれども、耐用年数が一〇年あるとしますと、算数の上では五億台とか七億台供給しているようなことになります。もちろんそれは算数の問題で、入れかえが出てきますからそうはならないでしょう。しかし、実質数億台が供給されていることは間違いない。しかし、地球上には六六億人しかいないのですから、世帯数、三人家族ぐらいで見ても、一〇億世帯ぐらいが自動車を買えるのではないかと思います。

そういう意味では、大量生産・大量消費モデルの産業構造を日本がGDPを二、三％上げるために推進するというのは、モデルとしてはいかな

図 8・9 主要市場における株価指数の推移



ものかと私は思います。

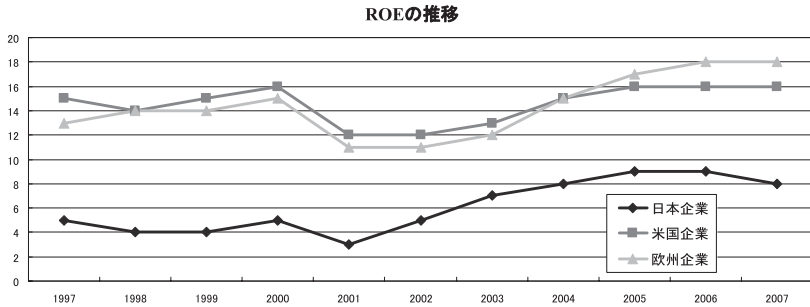
(8) 主要市場における株価指数の推移

図8を御覧ください。二〇〇八年の年間の株式の下げというのは、上海の急落を別にしますと、世界中、下げのときは大体同じで、御案内のとおり三〇%から四〇%ぐらいの下げでした。

問題は図9です。昨年三月末から今年の三月末までの動きです。これもTOPIXを使っております。二六・五%リカバリーしました。上海が三一、ニューヨークやロンドンは四六%とか四四%リカバリーしました。

新聞記者の方に「上海に負けた」ということを嫌というほどいわれて、いささか頭に来て、「上海に本当に取引所があるの」というのですが、市場の自由度や透明性、ルールといった質の点から見ると、決して日本の資本市場が、中国だけでは

図10 ROE・PERの国際比較



(注1) 日本企業はTOPIX500、米国企業はS&P500、欧州企業は、Dow Jones STOXXで集計
 (注2) ROE＝優先株配当戻税引後利益／自己資本
 (出所) Thomson Financialより作成

PERの国際比較

	日本 <TOPIX(赤字企業を除く)>	アメリカ <S&P500(赤字企業を除く)>	イギリス	ドイツ	香港	中国 <銀行／事業会社>
PER	31.9 < 17.7 >	20.6 < 17.4 >	12.2	18.8	16.4	15.7 <銀行:13程度 事業会社:40-50程度>

(出所) Financial Times (2010年3月30日付)より作成

(9) ROE・PERの国際比較

なくて新興途上国に劣後しているとはとても思えません。内情を知らなければ知るほど思いません。しかし、株価が上海ほど戻らないということもまた事実でありまして、これはやはり日本の企業や資本市場効率が欧米にも新興国にも見劣りしているのだということだと思います。

図10でも御覧のとおり、日本のROEが大体九%。ドイツは、よく日本と同じといえますけれども、一三%もあります。アメリカは一六%、イギリスは一八%あります。

金融危機に瀕したアメリカですら、PERで二倍、ドイツが一九倍。中国はあれだけ上がって一六倍ですから、中国の資本効率がいかにかいという事です。

日本企業の最近のP E Rは三〇倍云々というところで。あえて赤字企業を除きますと一八倍であります。一方、中国は、銀行というのが不思議なのですが一三倍前後です。つまり、中国の銀行は物すごく利益率がいいので、この辺、私はそのまま素直にはとりませんけれども、いずれにしても数字の上ではそうなります。ほかの産業ではP E Rが四〇倍から五〇倍になりますから、中国の一般企業では三〇倍ぐらいになっているのだと思います。

時間がありませんので余計なことは言いませんが、昨日あたりから、みんなが褒め上げた中国の財政を中心とする刺激政策の裏が出てきました。要するにあれば、金を借りるところがなかったから強制的に貸したようです。そして、国家機関を中心に地方の政府等々に強引に金を貸したら、とんでもないところに金が流れていって、バブルと

いうか、いささか博打的なとんでもないことが起きているということがだんだんわかってきました。北京が特別調査チームをつくって調べに行かせるということが報道されていますが、私は中国に対する見方は一般的な人とは少し違います。

さて、経済学で財産価値というのは労働と資本と土地の関数といわれているわけですが、それを調整する触媒になっているのは金利であり利益率です。したがって、R O Aが高くなれば利益率であるR O Eも高くなる。R O Eを上げるためには適当にレバレッジ効果を使って経営を行うことなどが考えられますが、R O Eを上げるような経営がどのくらい日本で行われたか。私も機構時代に一一〇ぐらいの会社を調査しまして、経営者の方々と会いまして、総資本コスト、加重平均資本コスト等の話をしましたけれども、理解者はほとんど皆無でした。財務の計量的経営というの

は、そういう企業においては全く行われていない。

ちなみに、中国では、CFOになるためには国家試験がありまして、かなり進んだ会計が理解できなかったらCFOになれないようです。上海と北京と深圳に物すごく大きな会計士の研修センターがあつて、そこで試験に通らないとCFOになれないので、中国の企業のCFOと総資本コスト理論なんかをやるかと滔々としゃべります。知識だけでもいいかもしれませんが、大変なものだと思います。

ただ、対日投資というのはまだおかげさまで続いておりますが、既に人口減少が始まっていますので、この国の成長性に疑問を持つと、多くの外国企業が対日投資を避けるおそれがあるということではないかと思えます。したがって、日本としては何か考えなければいけないと思えます。

これは私の勝手な見方で、全然勉強もしていないことなのですが、経済が成長する過程では、特にドイツ、フランスなどの歴史をいろいろ見ますと、農業労働者が都市の工業労働者に移転する、その間、非常に順調に経済が成長しているということが見られます。つまり、農業の労働供給が底をつくとき、同時に、製造型、工業型の経済成長がだんだん止まってくるという現象が見られます。

御案内のように、イギリスでは労働者を挟んだ地方と都市の闘争という長い歴史があつたわけですが、現在の中国にもこの現象が明確に見られています。ただ、中国ではまだ一億五〇〇万人ぐらいの過剰労働者が農村部に残っているといわれますので、そういう意味では、当面、健全な成長が続くと思われれます。

日本では、いろんな数字がありますけれども、全労働人口は大体六五〇〇万人でしょうか。御案

内のとおり、このうち農業人口はわずか二八〇万人しかいません。そのうち約一四〇万人は七〇歳以上で、三九歳以下は何人いると思いますか。三五万人しかいない。こういう国で食料自給率四〇%、世界最低の状況なわけですから、どうやってこれを改善するのか。本当に具体的な政策を打たないといけないと思います。政治的に何だか非常に力のある二八〇万人の人がいるのですが、私は、日本では農業セクターから工業セクターへの人口移動はもう起らないと思います。そういう意味では、従来型のGDP成長を企画するということはほとんど不可能だと思います。

ここからは少々暴論ですけども、過剰製品を生産している製造セクターあるいは建設セクターから、農業、医療、介護といった、物はつくらないけれども人々にとって大変大きな需要があるセクター、そこへ労働の逆流を起こす。税や誘導政

策によって逆流を起こすことによってGDPの成長を軌道に乗せるというような政策が必要ではないかと思うわけです。

御案内のように、特に英米では、同じような脱工業化社会問題というのは非常に早くとらえまして、そういう言葉も早く出ましたけれども、産業構造の転換にある意味では成功しているのです。ドイツ、フランスは違う意味で人口増加というものに取り組みまして、ドイツはそれほどありませんけれども、日本に比べると随分いい状況にある。

日本は、女性の大臣を一人置いては、ただ子ども対策といって一兆円ぐらいの予算をつける。一年、二〇年先の将来を考えた政策とは思えません。天罰が当たっているのだと思いますけれども、全然解決されていない。

日本で今回、消費者金融の融資制限が法制化さ

れましたけれども、一番最初に申し上げた大量借金・大量消費の典型がこの消費者金融だったと思います。大衆型大量消費日本モデルというのは完全にこれで消滅するのだろうと思いますけれども、アメリカで行われた大型銀行カードの発行と金融レバレッジを使った過剰消費金融、この促進は日本の消費者金融機能と本質は全く同じだったと思います。つまり、物があふれているので、金を膨らませて、不必要であつても物を買ってもらおう、こういう政策はもう行き詰まったということだと思います。

過剰生産を吸収するために市場金融を膨らますというサイクル、価値観を断ち切つて、全く新しい成長、富の構築をどうやってつくるかというのが課題だと思います。地球上、広く門戸を開放してITによる情報取引が自由化した現在、よほどの力を総合的に使わないと、一カ国、二カ国の

方針変更程度で地球全体の価値観が変わると思いません。そうはいつても、何度も申しますけれども、市場主義を基盤としながらも、行政や第三者による監督機能をうまく樹立することが必要なのだろうということは疑うべくもないと思います。

ただ、このときに、必要な規制と排除すべき無用な規制、これは誰がどのようにして決めるのかということだと思います。今の政府は仕分けという形でやっているようですけれども、そういう派手なことをやるのが本質かどうか、いささか疑問があります。

自民党時代、私も委員だった市場化テスト委員会で、落合先生を中心に三年ぐらい物すごく深くやってきたのですが、ああいう派手なテレビに出なかったためにうまくいきませんでした。この国はテレビに出てやると成功するというおぞましい

国になってきたかと思っています。

今、政府の介入を全面的に排除して、民営化や自由化、それだけをやれば成長プランがあるというのはどうも間違いであったのかなと思います。経済は成長しないばかりか、その思考自体が失業者や社会的犯罪の拡大という問題を出現させて、現象として我々の目の前にあるということかと思っています。

しかしながら、一方では、世界の経済発展の歴史を検証する限り、何度も申しますけれども、資本の投入量の大きさというのがその社会の生産効率を上昇させて、豊かさの要素であるということは何度も検証されており。資本の蓄積を促進して、常に相当量の資本投入が可能である、あるいは可能であった国や社会が栄えてきたということとは否定できないと思います。現実には中国、インドと騒ぎますけれども、彼らは従来の社会主義政

策、統制経済政策を半開放棄して、市場ベースの資本投入型の経済政策に変えることによって成長に入っているわけでありまして、それを日本が自分で否定するのは、私はおかしいと思います。

資金をどのような産業に振り向けることが効率性を生むかという問題と同時に、その資金配分が今度は逆にどのような所得配分のゆがみや環境問題といった社会的コストを生み出すか、そこまで検討する必要があります。ひょっとすると、前政権といえますか自民党時代にはそういうことが少し欠けていたのかもしれない。

社会的コストが高いものは全部、効率性を犠牲にして、公的機関やNPOなどで行えばいいというような意見がありますけれども、私は、これは正しい解決策とは思いません。なぜなら、我々がしっかり理解していなければならぬ大変大事なことは、分配の原資となる利益は企業からしか生

まれていないということです。我々はこれを改めて知る必要がある。一見、社会貢献性の高い非営利的機関、組織というものは企業が生み出す利益金を使用しているという事実、これを常識として国民は共有する必要があると思います。効率的生産によって競争社会で利益が生み出され、その利益を使って健康で安全な社会を維持するという循環を否定することはできないと思います。大げさなことをいいますと、産業革命後二〇〇年の歴史の後、世界は今、基本的な問題に遭遇しているように見えます。すべての価値を計数的な市場取引によって求めることは正しいのかどうかという問題です。

そして、つい二〇年ぐらい前まで、国家の役割と民間の役割というものが学界でも政治の世界でも大変激しく論じられ、闘争が繰り返されました。できれば我々は、倫理観とか正義の定義とい

うものを国家に求めるのではなく、民間の企業体がみずからを律する社会というものを構築したいと思います。

企業の社会的責任が、企業だけでなく地域、社会を律するということが今求められる中で、経済効率と環境保全、教育、さらに加えて、社会平等を満たすというのが企業の責任になっているのではないかと思います。政府主導、官主導だけではなく、自由競争市場を通じた資源や資本の配分機能を利用して社会の安定や資源の有効利用、それを実現するために、透明性の高い効率的な取引所を皆さんと一緒に構築していく必要があるのではないかと思っています。

考え方ですけれども、生まれ出る利益、収益を企業の労働者が賃金アップとして手に入れて、それを消費者として社会で使うということと、労働配分を抑えるかわりに、企業が提供するサービス

や商品の値段を下げて社会の需要をつくり出す。どちらのほうが社会や国家にとって効率的であるかというような問題も考えておく必要があるかと思います。

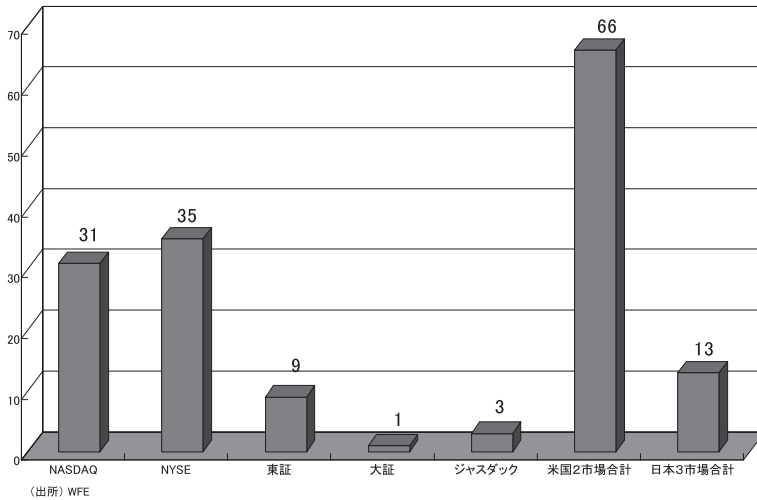
また、政府のほうから見ると、どのくらいの資金を民間側に残しておいて再投資や研究開発に使わせて、どのくらいを税金とかそういう形で吸い上げて、いわゆる社会保障資金あるいは防衛、治安等々の資金に使うか。どのくらいのバランスをとるのが国家、国民にとって一番幸福かというように考える方も非常に必要だと思います。

御案内のとおり、日本の現状は、国家予算の三分の二、GDPの何と一四%がもはや削除が大変難しい社会保障費で、報道によりますと、これが毎年一兆円ずつふえていくということです。恐らく現政権は、ひよっとするとこの実態を余り知らないでいろんなことをいっておられたのだろうと

思います。実際に政権をとってみると、優しくやればやるほど金がかかって、原資がないということにぶつかっているのだと思います。

市場に成り代わって政府が自由市場へ介入するということも、当然これはゼロコストではないわけでありまして、国民や一部の人はこの基本的なことをどうも十分認識していないような感じがするのは私だけでしょうか。「子どもを三人持つていると一カ月に八万円入ってくる。万歳」という人もいますが、私は「その子どもは二〇歳になったら、一〇倍にして金を返さなければいけないのよ」とよく言うので、非常にシニカルな人間だと思われるのですけれども、国から金をもらったと思って、よく見たら自分のポケットから出ていっていた金だったということにいつ気がついてくれるかなと思います。

図11 日米市場におけるIPO実施会社数（2009年）



六、東証の取り組み

時間がありませんので、残りの時間、私の仕事の宣伝になりますが、東証の取り組みについて話をさせていただきます。

経済の成長には新規企業がどうしても誕生する必要がありますし、その数はその国の勢いを裏づけると思います。

(1) 日米市場におけるIPO実施会社数（二〇〇九年）

図11は昨年のIPOの数を日米だけで比較したものであります。日本三市場で一三。米国はナスダックとニューヨークで六六。どちらも歴史的に非常に低調でしたけれども、しかし、一三対六六ではやはり彼我の差ははっきりしている。

図12 日米主要企業の移り変わり

米国			日本		
時価総額			時価総額		
2009年末		1980年末(NYSE上場企業のみ)	2009年末		1980年末
1	Exxon Mobil	Int'l Business Machines	1	トヨタ自動車	トヨタ自動車工業
2	Microsoft	Exxon Corporation	2	三菱UFJフィナンシャルグループ	松下電器産業
3	Wal-Mart Stores	AT&T	3	本田技研工業	日産自動車
4	Google	Standard Oil Company (Indiana)	4	エヌ・ティ・ティ・ドコモ	東京電力
5	Apple	Schlumberger	5	キヤノン	新日本製鉄
6	Procter & Gamble	Shell Oil	6	三菱商事	日本石油
7	Johnson & Johnson	Mobil Corporation	7	日本電信電話	日立製作所
8	Int'l Business Machines	Standard Oil of California	8	日産自動車	三菱商事
9	J.P. Morgan Chase & Co.	Atlantic Richfield	9	バナナニック	第一勧業銀行
10	AT&T	General Electric	10	東京電力	富士銀行
11	General Electric	General Motors	11	住友銀行	住友銀行
12	Chevron	Texaco, Inc.	12	横田薬品工業	三和銀行
13	Bank of America Corp.	Eastman Kodak	13	三井住友フィナンシャルグループ	三菱銀行
14	Pfizer	Halliburton Company	14	ソニー	ソニー
15	Cisco Systems	Gulf Oil	15	新日本製鐵	関西電力
16	Wells Fargo	Phillips Petroleum	16	野村ホールディングス	東京海上火災保険
17	The Coca-Cola Company	Standard Oil (Ohio)	17	みずほフィナンシャルグループ	野村証券
18	Hewlett-Packard	Getty Oil	18	デンソー	中部電力
19	Oracle	Union Oil of California	19	三井物産	日本電気
20	Intel	Union Pacific	20	ソフトバンク	日本興行銀行
21	Merck	Conoco, Inc.	21	東日本旅客鉄道	東京芝浦電気
22	PepsiCo	Teledyne, Inc.	22	信越化学工業	三菱重工業
23	Verizon Communications	Minnesota Mining & Mfg.	23	ジェイ・エフ・イー・ホールディングス	久保田鉄工
24	Citigroup	Dow Chemical	24	KDDI	富士通
25	Philip Morris	Merck	25	東芝	日本ビクター
26	Goldman Sachs	Johnson & Johnson	26	ファナック	住友金属工業
27	Abbott Laboratories	du Pont de Nemours	27	三菱地所	日本長期信用銀行
28	Schlumberger	Tenneco, Inc.	28	東京海上ホールディングス	東海銀行
29	Qualcomm	Sun Company	29	関西電力	日本鋼管
30	ConocoPhillips	Procter & Gamble	30	小松製作所	東亜燃料工業

※※※1987年12月1日のランキンングトップ30に登場しない企業(民営化、持ち株会社化等を除く)

※※※1987年12月1日のランキンングトップ30に登場しない企業(民営化、持ち株会社化等を除く)

※※※1987年12月1日のランキンングトップ30に登場しない企業(民営化、持ち株会社化等を除く)

※※※1987年12月1日のランキンングトップ30に登場しない企業(民営化、持ち株会社化等を除く)

※濃いグレーは1980年のランキングトップ30に登場しない企業(民営化、持ち株会社化等を除く)

※薄いグレーはその中でも社歴が長く、いわゆるベンチャーから成長した企業

※濃いグレーは1980年のランキングトップ30に登場しない企業(民営化、持ち株会社化等を除く)

※薄いグレーはその中でも社歴が長く、いわゆるベンチャーから成長した企業

(2) 日米主要企業の移り変わり

図12は、よく野口先生がやられるものですが、
 ども、いつも思うのはアメリカ市場の若さです。

ちよつとややこしい表ですが、一九八〇年末と
 二〇〇九年末の時価総額で見たトップ企業の名前
 です。これをもらいただくと、アメリカの代表
 企業名が相当数入れかわっていることにお気づき
 かと思えます。一九八〇年のトップ三〇にあらわ
 れていなかったもので二〇〇九年にあらわれてき
 た企業を濃いグレーで示しており、さらに、その
 中で歴史の新しいものは薄いグレーにしてありま
 すけれども、日本は何とソフトバンク一社しかあ
 りません。アメリカでは、IPOで出てきた後、
 マイクロソフトにしてもグーグルにしてもアップ
 ルにしても、急速に大型企業に成長し、旧式な企
 業と入れかわっていく。いわゆる力、若さという
 ものがこの国の富を豊かにしているのだと感じ

図13 TOKYO AIM市場の概要

	TOKYO AIM	(参考)既存市場
開示言語	日本語または英語	日本語
会計基準	・日本基準 ・国際会計基準 ・米国基準 ・その他指定アドバイザーや公認会計士が適切に判断し取引所が認めた基準(この場合調査開示が必要)	日本基準 (本国等で財務書類が開示されていない場合)
上場基準	数値基準なし ※指定アドバイザーが会社内容を評価 (ロンドンAIM市場に類似する仕組み)	株主数、時価総額、売上、利益等の数値基準あり
上場申請から 上場承認までの日数	原則10営業日	2か月～4か月
監査証明	直前年度のみ	直近2年度分以上
内部統制報告書	任意	必須
四半期開示	任意	必須
投資家	特定投資家及び非居住者	制限無し

(出所) TOKYO AIM HP

ます。

そこで、昨年六月、何とか日本でもこういう元気のある企業がリスクマネーをとって伸びていただけないかなと思って、TOKYO AIMというものをつくりました。

(3) TOKYO AIM市場の概要

最後の図13にTOKYO AIMについて簡単にサマライズしてありますけれども、これはプロの投資家だけに取り扱いしていただく。そのかわり、上場基準のうち、東証はいろんな細かいことをいうといって非常に評判が悪いのですけれども、AIMは時価総額基準や株主数基準、浮動株基準なんて全くありません。それから、四半期報告義務もあります。内部統制報告書の提出義務もないという全く新しいコンセプトの市場をつくりました。これでワーツと来ていただけるのでは

ないかと思っていれば、まだ一社も来ておられないので、正直いいますと、どういふふうに考えたいのかわかりません。

中国の深圳で、これは本当にAIMのまねだと思っていますが、向こうにすると、もつと前から研究していたといっていますけれども、深圳の市場の社長の宋さんという女性是我が野村證券時代に一緒に働いていた人です。彼女が北京の役人に戻った後、深川取引所の社長になって、この前、新興市場の開設に当たり招待されたのでお祝いに行きました。最初は二十何社が上場しましたけれども、今はもう六〇社か七〇社です。とにかく、北京では今、一五〇から一六〇社がキューラインに並んで、選ぶのが大変だという話を延々と聞かされて、何とも歯がゆいような気がしました。

TOKYO AIMというのは、何も日本だけではなくて、アジアの成長性豊かな企業に対して

資金調達を提供できないか、そして、むしろ成熟経済に入って苦悩している我が国の持続的な成長に何とか寄与できないかという考えでつくつてみたものであります。東証が日本企業の活動に必要なファイナンスの場という伝統的な姿を持ちながら、内外の投資家による投資ニーズを充足させ、アジアにおける効率的な資金循環の中核になるという将来の絵というものを描いております。

もちろん、先般導入いたしましたアローヘッドなどの高頻度取引の導入ですとか、Hedgeプラスのような派生商品の整理も、国際競争の面から喫緊の課題として取り組んでおります。それは、もしも日本が高付加価値の金融産業においてアジア諸国に劣後することになった場合、この国の資本生産性が毀損して、国家として甚大な損害を被るというふうに信じているからであります。

現実にはアローヘッドは、コロケーションを置い

て、最初の案の倍ぐらいの申し込みをいただいで、機械も順調に動いていて、世界的に大変評価が高いです。恐らく世界で一、二を争うスピードで取引していますけれども、悲しいというか驚くのは、 कोरोケーションを使ってアプローチする投資家はみんな外国人です。日本の最終機関投資家は一社もない。バイ・アンド・ホールドでいけばいいんだということでしょうか。それもそうかもしれませんがそれでも、それはそれとして、東証としては、もし香港が私どもの機械以上のスピード、ファシリティを持ってきたら、外国からアプローチしてきているお客さんはみんな香港に行くのだろうと思います。東証は空っぽになる、こういう危機の状態にあるということを含んで共有して、何とか立派な市場をつくっていききたい、こう思っております。

まとまりのない話で恐縮ですが、ここでも

終わらせていただきます。

ご清聴ありがとうございました。（拍手）

高橋理事長 どうもありがとうございました。

日本の資本市場をどうやって復活させていくかということについて、大変示唆に富むお話を伺えたと思います。また、東京証券取引所はそれに対してどういうふうに対応しているかという話も伺えたかと思えます

それでは、お時間をいただいておりますので、御質問なり御意見ありましたら、ぜひ御発言いただきたいと思えます。

質問者 質問というか、御意見を伺いたいのですが、郵貯の問題です。

ほぼあいう形で決まりそうだと。お話を伺っていて、リスクマネーが国家保証マネーに変わって生産性が高まらず低い部門に行ってしまう。多

分、この流れはそう簡単には逆流しないだろうと思っ
思うんです。これはゆゆしき問題だと思っし、資本
本市場にかかわっている我々としては何かできな
いだろうかと漠然と思っておるんですが、いかが
でございましょうか。

斉藤 私どもの担当大臣が同じ方なものですか
ら、私の立場でいろいろいのはあれなんですけ
れども、確かに、関係者の方々が資本の効率性と
いう問題で物事を分析していただければ、何らか
の違う形の回答があるのだと思います。

ただ、見方が違うのです。政府の、特に政治家
の方々とお話ししたりすると、資本主義国家とし
て資本の効率性を高めていくという見方、大分
変ってきましたけれども、少なくとも最初のうち
は、そのこと自体がナンセンスという見方とし
た。ここは私は違うと思うのですけれども、効率
性を追求することによって犠牲者が出ているだろ

う、そういう犠牲者をほったらかして資本効率性
だけ求めていけばいいのか、そういうテーマをお
持ちなのです。もちろんそれは、国民感情的に
も、また人間としても当然の考えだと思います。

ですから、先ほどいったように、社会というの
はどうしても敗者が出るので、セーフティーネッ
トワークみたいな、それを救済する政策をつく
る。しかし、それにもまたお金が要るわけですか
ら、救済政策をつくりながら、ハイ・フリークエ
ンシー・キャピタルというのが重要だと思いま
す。そういうトータルプランを描かれるような方
はおられると思いますけれども、今はなかなか表
に出ていきにくいときだと思います。

郵貯にどのくらいお金が入るのか知りません。

これは本当の姿ではないかもしれませんが、読ん
でいる限りよくわからないのですけれども、利回
り一・三％ぐらいの国債を買う。これがないと国

としてはお困りなのでしょうけれども、ただ、国家計画として考えると、八〇〇兆円から九〇〇兆円、国民といえますか銀行や年金、そういうものが国債を買っているわけです。つまり、国にお金を貸している。

余計なことを週刊誌にいったら書かれてしまいましたけれども、税金を二回払っているのです。皆さんが国債を買われるときには所得からお買いになるでしょうから、もう既に一回所得税を払っておられるお金で国にお金を貸すのですが、借れた国はまた税金をかけるんです。これは世界で非常に珍しいことです。アメリカはステートボンドとフェデラルボンドとは交叉になっています、どちらかがタックスエグゼンプトになります。ですから、ステートボンドを買えばフェデラル税が控除の対象になります。

日本ではそういう取り扱いもなく、二重税金

を取られた上で、一％ぐらいでお金を国に貸しております。一〇年も二〇年も。そして国は、GDPで〇・五％ぐらいのリターンを二〇年間にわたってやった。つまり、ネガティブリターンです。ですから、日本国民から金を借りている、ギリシャじゃないのだといつても、いつでもギリシャになる要素が毎日毎日積み重ねられている。

つまり、貸した金のリターンが悪いので、経済学者にいわせると、金利とGDPグロースレートというのは非常にホット・アーギュメントがあつて、必ずしも金利より高いGDPリターンがなければいけないということにはならないらしいのですが、ただ、二〇年にもわたって年間〇・何％やマイナス六％やマイナス三％のGDPグロース。何をやったかという、借りてきたお金は一・三％。これ続けるわけにはいかないと思います。

ですから、郵便局に入ったお金で、理想ではな

いのですけれども、私は、中国のCICのファンドのように戦略的なものに少し投資したかどうか。アフリカの天然資源や、この前NHKでやっていたように、農地ですね。ウクライナあたりの農地がとり合いになっている。あるいは、沿岸州の農地は韓国のヒュンダイにとられてしまった。

三五年後ぐらいに食料供給が世界で三〇%ぐらい不足するということはもう明確になっているわけです。農産生産がない国はもう干上がるしかないわけです。食べ物もないという状況になるので、韓国は、韓国の中にある畑と同じ面積だけ外に畑を買ったわけです。今の大統領はそういうストラテジーが非常に早くて、それに対してヒュンダイなど財閥系が一気に反応して買っている。インドもウクライナの土地をどんどん買っている。ウクライナは今お金がないものですから、お金で農地を貸しているのです。

そういうことで郵貯のポートフォリオを変えるぐらいがセカンドベストじゃないかなと私は思います。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかにいかがでしょうか。御質問でも御意見でも。

先ほど企業の利益をどう配分していくかというお話がありましたけれども、それと関連して、コーポレートガバナンスのあり方というようなことについて、東京証券取引所は随分率先して指導といえますか、方向を示しておられるかと思いますが、その辺についてお考えがあれば伺いたいと思います。

斉藤 コーポレートガバナンスというのはもう日本だけの問題ではなくて、世界的に大変な課題であります、今回のクライシスにしても、コーポレートガバナンスが全く効かなかったためにこう

いうクライシスが発生したということでもありませんので、どうやって企業経営者をウオッチドッグといいますか、管理するかというのは社会的なテーマになってきているわけです。

OECDを中心として、株主の権限を強化しろということと、株主がジャッジするに十分値する情報を企業は開示する責任があるということで、パリを中心に強化案があります。私もその会議に一回出たのですが、私は、株主権だけを強化するということに対しては非常に反対です。

それは現実の経験として、いろんな事件を見ても、株主というのは株価が上がる限り余り文句をいわない。例えば、不正をやって株価が上がって、その不正をやっている経営者に「あなた、何かおかしいことをしているのではないですか」という株主を見たことがない。株主というのは、皆さんもそうかもしれませんが、株が上がる

限りにおいては大体満足するわけでありまして。エロンでもワールドコムでもあれだけ大きな利益飛ばし。シティも完全に見え見えの利益飛ばしをやっていたわけですけれども、だれも文句をいわない。なぜなら、それによって不良債権がバランスシートから消えて、あたかも物すごい利益が出ているように見えますから、株価が上がっている。

ですから、株主というのは、一つの力として、もちろん法律的には、企業というのは株主のものであるということは世界中同じでしょうから、それはあっていいと思うのですが、これだけではガバナンスは効かないと私は思います。

したがって、最低一人の独立役員、これがちょっと問題なのですけれども、独立役員を置くということを東証のルールとして決めた。東証のルールというのは、何か東証が独走しているわけ

ではなくて、金融庁さんも経産省さんもちゃんとお考えになったのですが、あの方々はみんな賢いですから、「これは東証でやってくれ」、こういうふうにおっしゃったわけです。「法律とかそういうものはちょっといじれない、東証のルールでやってくれ」ということだから、我々は少し頭が弱いですから、「はいはい」といって受け入れた。

しかし、独立役員、取締役ではありません、独立役員で開陳しましたら、案の定、七〇%ぐらいが監査役をそのまま「独立役員です」、こうおっしゃる。この辺が日本のモラルだと私は思います、はつきりいつて。やはりグローバルに強いソニーさんとか幾つかの会社は、意図的に半分ぐらいちゃんと外から連れてこられました。もともと入っておられた監査役は当然監査役のままです。

監査役を独立役員にするのは、それはそれで一

応いいことにしていますから、しようがないのですけれども、「少数株主を代表する人を入れてください」といっていますので、監査役の人で独立役員になった人は物すごく勇気があると思います。この人は簡単に代表訴訟の対象になると思います。だって、株主の代表として入っているはずですから、もしその企業で不正があった場合、その人が取締役会で社長やCEOやCFOに向かってどういう発言をしたかというのは、後日裁判等々が行われた場合、大変な問題になると思います。私は、本当はそう簡単なポストじゃないと思います。もともと株主がしっかりしていればですが、株主が代表訴訟をしつかり行う国であれば、私は、独立役員でも相当慎重に選ばれて、本人たちは相当緊張してワークするのだと思っています。

いずれにしても、今の新しい政権では、御案内

のように、千葉法務大臣が、公開会社法という言葉を使われていますけれども、実は現会社法の修正・見直しを進めようかと。どうなるかはわかりませんが、何年か掛けてですから、現政権がある間にできればいいぐらいの考えかと思いますが、近々検討会は始まります。

民主党の先生方の考えは、かなりしっかりした独立取締役、取締役を入れるべきだとか、会計基準はしっかり見えるように、透明性を高めるべきだという考えの方が多いということですから、どうなるかはわかりませんが、かなりすっきりしたコーポレートガバナンスになるように期待しています。

高橋理事長 ありがとうございます。

ほかに御質問、御意見ございませんでしょうか。

特に御質問ないようでしたら、時間も参りまし

たので、これで閉会したいと思います。

齊藤社長、今日は大変貴重なお話をありがとうございます。
(拍手)

(ざいとう あつし・東京証券取引所グループ取締役兼代表執行役社長)

(本稿は、平成二二年四月一二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

斉 藤 惇 氏

略 歴

1939年(昭和14年)10月18日 熊本県生まれ
1963年(昭和38年)3月 慶應義塾大学商学部卒業
4月 野村證券株式会社入社
公社債部長などを歴任
1988年(昭和63年)12月 同社常務取締役 資金債券部、開発商品本部担当
1990年(平成2年)6月 同社専務取締役 資金債券部、開発商品本部担当
1995年(平成7年)6月 同社副社長
1998年(平成10年)10月 スミセイ投資顧問株式会社 顧問
1999年(平成11年)1月 住友ライフ・インベストメント株式会社 社長兼CEO
に就任
2002年(平成14年)6月 同社会長
2003年(平成15年)4月 株式会社産業再生機構 代表取締役社長
2007年(平成19年)6月 株式会社東京証券取引所 代表取締役社長
2007年(平成19年)8月 株式会社東京証券取引所グループ 取締役兼代表執行役
社長

野村證券では、債券、株式、デリバティブなどの商品、ファイナンス、本社企画、財務、人事など、ほとんどの業務を担当。特に、ニューヨーク在任中の1980年代後半には、不良債権や不動産の証券化、インデックス・ファンドなどの商品開発・販売に取り組む。

野村證券退社後、住友ライフ・インベストメント株式会社 CEO を経て、政府の金融再生プログラムの一環として誕生した産業再生機構の社長に就任、多くの再生支援案件を手がけ、我が国の不良債権問題解決に大きな役割を果たす。

2007年8月に市場運営会社及び自主規制法人を傘下に持つ持株会社である東京証券取引所グループの初代代表執行役社長に就任。我が国金融市場の国際競争力強化に向けてその手腕が期待されている。

主な著書

「兜町からウォール街-汗と涙のグローバリゼーション」金融ファクシミリ新聞社、
「夢を託す」東洋経済新報社 など