

第1回 競争政策・金融タスクフォース 議事録

1. 日時：平成19年9月6日（木）13:30～14:30
2. 場所：永田町合同庁舎2階 第2共用会議室
3. 内容：日本証券業協会ヒアリング
（テーマ）日本証券業協会「今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」
中間報告（平成19年4月26日）について
（参考人）日本証券業協会 新橋 健一 政策本部長
山内 公明 企画部長
4. 出席：翁主査、本田委員、森下参考人（上智大学法科大学院教授）

事務局 それでは、競争政策・金融タスクフォースを開催させていただきます。

本日は、日本証券業協会の新橋政策本部長と山内企画部長にお越しいただいております。お手元の報告書について30分御説明をいただき、その後、意見交換ということで進めさせていただきますと思います。

それでは、早速でございますが、よろしく願いいたします。

新橋政策本部長 それでは、お手元に4月26日付の報告書（日本証券業協会「今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」報告書「国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革（中間報告）」）と、カラー刷りで同報告書のポイントを整理したものを用意しましたが、本日はポイントの方を使って説明させていただきます。

まずはじめに、今後の金融・資本市場のあり方についての検討を、なぜこの時期に行ったのかというところから説明させていただきます。

昨年、証券税制につきまして、夏から秋口にかけていろいろなところに陳情・要請に赴いたのですが、いろいろな方から、日本の証券市場の個人金融・資産に占めるウエイトが低い、税制だけでなくもっと証券界で自らやるべきことがあるのではないかと御指摘をいただきました。

そこで、業界内の有識者と、業界外から中立の方を何人かメンバーとして参加していただきまして、今年の2月から4月末まで6回に亘り懇談会を開催いたしました。

懇談会では、日本の証券市場をもっとよくしていくために何かできることはないのだろうかという議論をいたしまして、まずは業界自ら改善すべきことを改善すべきではないか、税の要望をしていくにしても、そうした取組みがないと説得力がないのではないかとことでしたので、それを目的として進めることといたしました。

それで、カラー刷りのポイントにありますように、目標達成のための視点、まずは参加者からの視点から、個人投資家、発行企業・プロの投資家、海外の投資家の3つの視点、更にはそれぞれの市場参加者に特定されない、幅広いインフラが必要と認識から法的・制度的インフラという併せて4つの視点に整理して議論を展開いたしました。

報告書の方を御覧いただくと、全体で44項目ありますが、ここでは時間の都合もありますので、このポイントで整理しました20項目について説明させていただきたいと思えます。

まず、我々証券界から見まして、いずれの市場参加者も重要なのですが、何と云っても今般の株式市場が上下に乱高下しているような状況を見ますと、やはり機関化現象が進んでいるのではないかと、そうなりますと市場がどうしても不安定になりますので、昔からの目的でございますが、やはり個人投資家層を広げていきたいというのが一番大きな目標になります。懇談会におきましても、ここから議論を始めました。

最初に、「投資家保護の徹底」という項目がございますが、昔に比べますと、証券界の評判も、かなりよくなってきていると思えます。しかしながら、まだまだいろいろ問題となるようなことも発生しております。したがって、投資家保護の徹底、投資家の信頼を得ていくようなことを、我々で何かできないだろうかということで議論いたしました。

項目の最初に、不適格な業者の排除がございますが、これは調べてみますと、証券会社数が今日現在315社あり、昨年度だけで35社が新規参入してきております。これは免許制以後史上最高の水準で、特徴を持った新しい証券会社が、規模の大小に係わらず、たくさん参加しきており、これ自体は大変いいことだと思っております。その一方で、ここ数年間でトラブルを起こしている業者を見ますと、残念ながらやはり新規参入してきた業者が多いのでございます。そこで、本協会に加入またはその前の金融庁における業者登録の段階で、こうした業者を排除することができないだろうかという問題に直面いたしました。

現行の証取法の下では、犯罪を犯して5年以内であれば排除できるという規定があったのですが、憲法上の問題とか、いろいろあったのでしょうか、5年を経過すれば過去の罪を理由に加入を認めないとか、そういうことをしてはいけないということになりました。ところが、それでいろいろな業者が入ってきまして、中身をよく見ると、過去に法令違反を犯して禁固刑を受けた者が証券会社の登録をしてくるようなケースもあったのでございますけれども、5年の期間を経ており断れない。したがって、金融庁にもお願いしまして、9月30日から施行されます金融商品取引法では、やや基準が不明朗だという問題はあるものの、過去に詐欺など刑事事件を引き起こした事実があったことで、社内の体制ですとか、そういうものが十分にできないだろうというふうに考えられる場合には、金融庁における業者登録の拒否、または証券業協会への加入において条件を付すということができるようになりました。この具体的な運用については、なかなか難しいところはあると思えますけれども、以前と比べまして、非常に弾力的な規定が出来ましたので、現在では、警察庁と協力して、そうした者の情報等を収集しながら、できるだけ事前の段階で排除していこうと考えております。ここには、括弧内にありますように、すでに法律レベルでは対応済みでございますので、あとは運用の方をきっちりやっていけばいいということでございます。

2番目の反社会的勢力というのも、御承知のように、証券市場にはいろんなお金が入っ

てきているわけですが、反社会的勢力、端的に言うと暴力団関係者も入ってまいります。そこで、われわれとしては、過去、総会屋の事件とかございましたが、そういった人々が証券界でいろいろごめいていると、やはり一般の投資家からの信頼を得ることは難しいということで、現在では、そうとわかっていれば口座開設はお断りするようしております。しかしながら、昔と違って、最近では身なりだけでは見分けがつかなくなっていますし、本人でなく身内の方が来たりする場合がありますので、警察庁と連携して情報を十分収集しながら、こういった勢力も排除していこうというふうに考えております。

3番目は少し意味合いが違いますが、民から官への人材の移動・交流の促進でございます。官が証券会社を規制・監督しておりますが、実務経験のない方が規制とか検査をすると、非常に型にはまったものになりがちで、必要以上に細くなったり、証券市場の現場になかなか適応できないような形での無駄な規制が行われることが多い。これは、その都度、金融庁とか監視委員会に対して証券業協会からも要望してきておりますが、やはり問題は、官から民への移動は多々ありますが、逆方向がありません。そんなに民間の方も優秀な人材がたくさんいるわけではありませんから、大変な面はあるのですが、やはり現場の経験を得た人を何らかの形で官の方で規制・監督に使っていくというようなことをしてはどうかという提案を、金融庁に申し上げているところでございます。

4番目の日証協のルール強化でございますが、適合性原則の具体化というのがあります。これは顧客の資産ですとか、属性ですとか、いろいろな面を総合的に考えて、株式に投資するのが適当かどうかとか、国債で安定的に投資した方がいいのではないかと、それを業者の方でちゃんと判断して商品をお勧めしなさいというルールですが、なかなか具体的な基準が日本証券業協会では示せなかったわけです。そこでこの際、適合性の原則など法律等で細かな規制ができない部分は、証券業協会の方で思い切って個人投資家保護の観点から具体化していこうと思っております。

それから、次の「取引所の改革」でございますが、取引所もいろいろ問題がございます。御承知のように、ジェイコム株で非常に間違った発注がされて、市場参加者が大損害を被ったケースがありました。これは売買単位のあり方に問題があると指摘されております。現在取引所における売買単位を見ますと6種類ぐらいあります。具体的には、1株、10株、50株、100株、500株、1,000株もつとあるかもしれません。やはり分かりにくさは否めませんので、個人投資家の立場も踏まえ、わかりやすい売買単位をつくってほしいというようなことを証券業協会としても訴えていきたい。また、上場廃止銘柄の受け皿の整備等とありますが、これは先日発生した、日興コーディアルグループの不適切な開示問題について、東京証券取引所のルールでは上場維持か上場廃止にするかしないかという2つしか方法がなかったことから、世間からいろいろ批判を浴びたわけでございます。やはり上場にふさわしくない行為があった場合でも、課徴金の制度など利用しながら、いろいろなルールを細分化していく。または、あえて廃止する場合でも、そうなる投資家に被害が及ぶますので、証券業協会では受け皿を作るようなこともやっていこうと考えております。

あと、「個人の資産運用手段の拡大・多様化」とありますが、これは規制があるから資産運用手段が多様化しないということではなく、この十数年でかなり規制の緩和が進められておりますので、むしろ我々業者の方でもっと知恵を出そうということが主な論点でございます。

ただ、規制の面に関して言えば、目論見書の問題、これは投資信託などをお買いになった方は御存知と思うのですが、非常に分厚い。普通でいきますと 100 ページぐらいあり、非常に小さい字で書かれています。細かいところまで目論見書に書いて投資家に理解していただきなさいという法律の趣旨はわかるのですが、個人投資家の立場に立てばとても読みきれないと思うのです。

これは雑談になりますが、お客さんに 100% わかってもらおうとしても、かなり知的水準の高い方であれば御理解も進むのですが、普通の方々にはすべてを理解いただこうと頑張ると、かえってわからなくなるものです。ですから、ここは法律では難しいところなのでしょうが、大まかにここまで説明したら適切な勧誘行為になるというようなところを、もっと証券業協会は金融庁と議論して、簡略版といいますか、それで法律上の要件を満たすいわゆる要約目論見書みたいなものを作成していければいいなと思うのです。もちろん、これは法律を部分的に手直しする必要も出てまいります、これを直していかないと、誰も読みもしない 100 ページのものを、我が国で 2 ~ 3 億冊は毎年印刷して、ごみ箱に直行することになりかねない。やはりそれは問題でございますので、実質的に使われるような目論見書を作成していきたいと考えております。もちろん、これは金融庁においても十分御認識いただいておりますので、協力していける分野であろうと思います。

それから 3 番目は、個人貯蓄を促進するために非課税制度を導入してはどうかとの提案です。ISA というのはイギリスの制度でございますけれども、イギリスでは年間最大 7 千ポンド（約 168 万円）を上限に非課税になる個人貯蓄口座がある。これがあつと言う間に、1,600 万口座を超えるぐらいの規模になっているそうです。日本においても高齢化問題などいろいろ生じてまいります中で、証券投資の優遇というのはもちろんあるのですが、それとは別に、証券に限らず、預貯金まで含めて個人貯蓄を促進するような制度が欲しいという意見もございました。

最後は「投資環境の整備」ですが、これは税制改正要望でございますので、後で時間があれば別途御説明させていただきます。

個人投資家が安心して参入できるようにするためには、まだほかにもたくさんあると思っておりますけれども、証券業協会ですべてやっつけようということではなからうかと考えております。

それから、2 番目の視点がホールセール分野でございます。最初に「プリンシプル・ベースの規制促進、コストベネフィット分析の導入」についてですが、これは最近非常に流行している言葉でございますけれども、正直言って、われわれとしても、具体的な検討は進んでおりません。一応、プリンシプル・ベースというのは、細かい規制はできるだけな

くして、基本的な考え方を打ち出して、あとは業者がこれを踏まえて自らを規制していく。その結果が悪ければ、一挙に捕まえられてしまう。そういう自己責任の原則を非常に効かせた規制と理解しております。ホールセールの場合は、規制を受けるサイドにそういう能力がありますから、導入してはどうかという趣旨で提案しております。細かいところとはもかくとして、日本の場合には余りホールセールとリテールが規制において区分けされておられませんので、ホールセールに関してもかなり細かい規制が残っております。やはりこれからのホールセール分野の金融を十分発展させていくためには、プリンシプル・ベースの規制を積極的に進めていく必要があるのではないかという提案でございます。

ちなみに、個人投資家に向けた規制においても細か過ぎるところはあります。そういう意味では、ある程度細か過ぎるルールはなくして、プリンシプル・ベースへ移行させていくべきところもあると思いますが、また他方で、個人の場合には、むしろルールが細かく明確になっていた方が業者も顧客もわかりやすいという面がありますので、ここはまだ我々も研究が十分進んでおりませんが、個人についてはバランスをとりながら進めていくということになるかと思えます。これから具体的な規制のあり方について検討を進めていきたいと思っております。

ホールセールにつきまして指摘があったのは、やはり公的年金の運用でございます。規制があるからというより、規制がないにもかかわらず、なかなか株式への投資が日本の公的年金では進まないという問題があって、これにはいろいろな理由があるかと思うのですが、やはり公的年金の運用規模が大き過ぎて、日本の株式市場で運用するにはなかなか難しいからではないか。したがって、可能なのかどうかわからないのですが、もっと公的年金の運用を細分化し、1つのファンドを小さくして、プロの運用家に任せていけば、それなりに運用が多様化するのではないかというような意見がございました。

ちなみに、アメリカではかなりの部分をプロの運用家に任せて、公的年金、企業年金を運用させていますが、カルパースという非常に大きい年金基金がありまして、ほぼ毎年12~13%の運用利回りを上げているようです。もちろん、多少の出来不出来はあるのでしょうけれども、一般の金利が4~5%の中で、毎年安定的に12~13%は上げている。ところが、日本の方は相変わらず国債の利回りぐらいでしか運用ができないということですので、少し工夫をした方がいいのではないかという意見が多くございました。

また、確定拠出年金制度については、申し上げるまでもなく、やはり高齢化の中で非常に重要な分野でございます。

それから、ホールセールでいきますと、下から2番目の最先端の金融技術・人材の問題は、この10年、20年見ていまして日本発の金融新商品は皆無です。これは、もちろん業者として努力が足りないということもあるのですが、アメリカの技術・知識になかなか追いつけないということがあります。したがって、大学ですとか大学院に対して、大手証券会社などがいろいろな援助を行いつつやっておりますけれども、実は、右側のインフラのところでも触れてますように、「金融・資本市場に関する統計データベースの構築」

という項目がありますが、現場の最先端の金融技術に携わる人たちにヒアリングしますと、大学のレベルが上がるためにも、証券会社も含めて、日本にもデータベースが必要だという意見が強い。

例えば、アメリカでいきますと、シカゴ大学にクリスプというデータベース機関があって、たくさんのデータが非常に安い値段で研究者の方や企業に対して提供されている。これは1960年代にメリルリンチが寄附をしてできた研究所と聞いてます。一方日本では、金融技術を開発しようといろいろなデータを買ってこようとすると、取引所から買うにせよ、新聞社から買うにせよ、非常に高く使えない。したがって、証券業協会では、できるだけ早く、アメリカのシカゴ大学のクリスプに準じたような研究機関をつくってほしいと考えております。

それから総合取引所についてですが、正直言って、余り盛り上がっているという感じはありません。ただ、御承知のように、大阪証券取引所とか東京証券取引所で金のETFが上場しており、金とか、石油とか、その辺のものについてはニーズがあろうかと考えております。何でも1つの取引所でというようなニーズにまで盛り上がっているとは思えませんし、あまりそうした意見ありませんでした。

次に3番目の視点である海外投資家についてです。実はこの研究会をスタートするに当たって、その前の2週間程度、証券業協会からヨーロッパに調査団を派遣しまして、海外の証券市場、資本市場の状況を調査をしたのですが、いろいろな国々の証券関係者のところを訪ねてまず初めに言われましたのが、日本の市場がどうなっているか本当のところは誰も知らないということでした。最近、中国、韓国、その他アジア諸国からは、官民上げて宣伝しているのに、日本ではそういう活動を全然やらないのですかとの問いかけがありました。そういうことなら早速やろうということで、報告書にもあるように来年の1月21日、22日、ロンドンで1回目のプロモート活動をやろうとしております。元金融担当大臣の竹中さんに団長になっていただきまして、財務省、金融庁、各取引所、経団連、もちろん証券界のいろいろな方々にロンドンに行っていていただいて、ロンドンにいらっしゃる機関投資家、発行会社、それから証券規制の監督者等に日本の現状や問題点、M & A等の法制などを説明するとともに、海外からの御質問にも応えられるよう、東京大学の神田先生にも御同行いただくこととしております。そこで御意見を聞いてきて、日本へまた反映させていきたい。そういうことをしながら、海外投資家に対してもPRを重ねていきたいということでございます。

それから、4番目の視点であります市場改革のためのインフラでございます。まず3番目にあります「証券会社及び市場関係者の自己規律の向上」についてですが、証券界といいますのは、昔から行儀がよくないと言われ続けてきておりますので、やはり率先して自らを律していく姿勢が大切だということで、「倫理コード」というものをつくりまして、各証券会社でそれを守ってほしいとなりました。守れといっても守らない人も結構いますので、証券業協会では、行動規範委員会をつくり、罰するというのはできませんので、そ

うした会合において倫理に反した事由など説明いただくということで、これは金商法が施行される9月30日に規則として整備し、12月から施行させていきたいと考えております。

インフラ整備のところは取り上げて申し上げるところはないのですが、最後に「『市場型金融』の推進に向けた『基本法』の制定」というのが唐突に出てきているのですが、これはITの基盤整備のために基本法ができて、それ以来、ITの基盤整備が非常に広がったという実例がありましたので、海外に行っているいろいろな話を聞いても、日本という国は本当に証券市場をどうしていこうと思っているのだというところが、なかなかメッセージとして伝わっていないものですから、資本市場の基本法なるものをつくって、そこに国としての方針や目標、人材育成のためのいろいろな考え方、または、さまざまな予算措置等についても書いていただいて、それをグローバルベースでの日本のメッセージにしていけたら、業界としても非常に活動がしやすいという趣旨で提案させていただきました。

以上、非常に細々としたことまで含めて提案させていただいておりますけれども、このポイントの左上にあります目標ということで、現在、個人金融資産1,550兆円に占める証券の割合が13%でありますけれども、アメリカが36~37%、ドイツですら30%近くありますので、今般提案させていただいた方策を実現していきながら、欧米並みに引き上げていきたいと考えております。

以上がこの報告書の大体の内容でございます。

事務局 ありがとうございます。では、残り時間を質疑応答ということで、よろしくお願いたします。

翁主査 では、幾つか皮切りに質問させていただきたいのですが、金商法の取組みがいよいよ本格的になっていきますが、いろいろな商品をまたがった形で自主規制の機能をもう少し構築していかなければいけないという動きがありますけれども、この辺については、今どういう取組みをされようとしているのかということと、その自主規制機能と監督当局との役割分担と申しますか、そういったことについて今後どういうふうな取組みをしていきたいとお考えになっているのか。この2つを教えてくださいたいのですが。

新橋政策本部長 まず、自主規制の横断的な活用、理解と考え方ですが、これは6月に既存の自主規制団体、即ち、日本証券業協会、投資信託協会、日本証券投資顧問業協会、金融先物取引業協会、それから日本商品投資販売業協会の5団体が集まりまして議論いたしました。新しい金商法が対象とする商品と、既存の業界が自主規制をしているものと比較しますと、全く手つかずで残っているものが数種類ございますので、これをどこが担当するかということで議論いたしまして、証券業協会では、まずは店頭デリバティブという、これまで規制の対象になっていなかった、金利・通貨スワップですとか、地震デリバティブなどを担当しようということになりました。

それから、3つありまして、2番目が信託受益権証券の取扱いです。今、不動産の売買をする場合には、ほぼ常識的に信託を使っております。税を少し安くするためですけど

も、これらがただ単にそれだけのために使われても全部金商法の対象になります。これを取り扱っている業者はすでに 500 社を超えておりまして、言ってみれば、今野放しになっているわけですが、これを証券業協会で規制することを検討してくれという依頼を受けました。我々としては、依頼された瞬間に難しいと考えました。なぜならば、業者を見ても、聞いたこともないような業者さんがたくさんいらっしゃるし、御承知のように、普通の証券会社は法人でないためですが、信託受益権証券の販売というのは個人でも参入できますので、一度間口を広げてしますとどんな人が入ってくるかわからないものですから、ちょっと様子を見させてくれないかということです。10月から登録が始まりますので、その登録の状況を見ながら検討したいと思いますが、本音で言いますと、どんな人が来るかわからない、したがって会員組織として判断しがたい。また、われわれ自体に不動産のノウハウがない、不動産を知らない人は自主規制できないので、これをどうするか。既に不動産業界には不動産協会や不動産証券化協会などの立派な機関が活動しているのですが、彼らが金商法の施行を受けて自主規制機関になる動きは今のところ確認できていません。

そういった専門家がいるのにその動きはない。証券業協会がやってはどうかとはいっても、不動産の取引の経験がない機関が自主規制できませんので、これは弱ったものだなと思っております。しかし、放ったらかしにすると、多分、金融庁だけでは当然目が行き届きませんので、詐欺的商法などいろんな問題が出てきてしまうおそれがある。これも困ったものだなと思ってます。ですから、いろいろ時間をかけながら検討していかざるを得ないというところでございます。

あと、幾つかの業者があるのですが、ほかは規模が小さくて、ほかの自主規制団体がそれぞれ自分のところでやろうと話が決まっておりますので、課題になりそうなのは信託受益権のほかは、集団投資スキームの自己販売業と考えられています。

集団投資スキームの自己販売業というのは今回新しく範囲が広がったビジネスです。これは、日本で言いますと、ベンチャーキャピタルが自分のお金でベンチャービジネスに投資するのではなくて、私的にお金を集めて、それを民法上の組合ですとか匿名組合という形でお金をプールして、そこから投資していくのですけれども、これが今度の金融商品取引法では有価証券に関する業務になり、規制対象になりました。

この業者は何社あるか、どんな人がやっているかはわかりません。ここも証券業協会にやってくれというふうに言われていて、これも登録の状況を見ながらやっていきたいと思うのですが、先ほどと同じような理由でなかなか悩ましい問題があるということです。もうしばらくすれば、議論がもっとはっきりしてくると思いますけれども、なかなか大変だというのが実態でございます。

それから、金融庁との役割分担についてですが、報告書の 8 ページを御覧ください。「証券会社等に対する監督・検査の行政及び自主規制機関相互の役割分担の見直し」です。「例えば、検査については、日証協は、プリンシプル・ベースによる監督が有効とされる証券

会社等のコンプライアンス態勢」云々とありますが、要は証券会社の経営状況の検査などは、わざわざ金融庁が行なわなくても、一番よくわかっている証券業協会が検査すればいいのではないかと。そのかわり、行政はマーケットの監視など、権限で取り調べるウエイトが高い部分に特化してはどうかというようなことを提言しております。

今のところ、そういう方向で話が進んでいるということはございませんが、我々としては、やはり証券業の実態がわかっている人たちが検査をした方がいい部分もかなりあると考えています。我々が検査をした上で、いろいろ判断していくというのがいいのではないかとこのことを考え方としては持っております。それ以外にもいろいろ分担のあり方はあるのでしようけれども、とりあえず議論はこういった部分でやっております。

森下参考人 海外向けにプロモーションされるというお話があったと思うのですけれども、ロンドン、ニューヨークがある中で、一方でシンガポールも競争相手としています。そういった中で、どんな感じのステータスを築いていきたいとか、何かそういうビジョンというようなものはお持ちなのではないかと。

新橋政策本部長 懇談会でもそういう話題が出まして、やはり大きく2つに分かれました。シンガポールとの競争に勝つために、シンガポール同様、法人税をゼロにするぐらいの思い切った措置を採るべきか否かとか。これは端的に言いますと、狙いはヘッジファンドですけれども、今、取引所におけるヘッジファンドの売買比率が非常に高まっていて、日本にもヘッジファンドからの注文がきているのですが、じつは日本にはほとんどヘッジファンドは来ておりません。どこにいるかというと、みんなシンガポールにいる。税金がかかりませんので。それもいいと思う面もありますが、それではシンガポールだけが潤って、日本には外から発注がきて外へ利益が出ていくだけになり、やはり日本にも何かシンガポールのな地域をつくって、そういうヘッジファンドとかを呼び込もうという御意見もありました。ただ、委員の皆さんからは、やはりヘッジファンドは市場の攪乱要因になっている面も多いし、いろいろ素行も悪いから、そういうものはむしろ日本としては排除するぐらいのスタンスでいくべきだという議論があって、結局は、この報告書でもはっきり書いていないというような状況でございます。それ以上突っ込んだ議論はまだ業界内でもしておりません。1つだけ言えることは、先日、日経新聞に載りましたけれども、上場企業の時価総額において、香港を含む中国が初めて日本を上回ったなどという話があれば、寂しいなと思うのはみんな共通でございます。やはりアジアの中では存在感というか、競争力を持った存在でありたいというのが共通した思いではないかと考えます。ただ、まだ有効な策がなかなかないのも現状です。

本田委員 今のお話に関連してお伺いしたいのですけれども、基本的に資本主義が徹底してくれば、投資家などのプレイヤーを選ぶというよりは、そこは自由にさせて、合理的な判断をする人が入って合理的な形の活動ができるようにするというのが本来の趣旨なのではないかと理解しております。そうであるとすると、例えば個人は呼び込みたいけれども、ヘッジファンドは歓迎しないというのは、発行企業体寄りの議論がされたということ

はないのでしょうか。もしそうであれば、少し趣旨が違うのではないかとも思うのですが。発行企業から見て予測がつきにくいというのはあるかもしれませんが、基本的に私はヘッジファンドは必ずしも素行が悪いとは思いませんけれども。

新橋政策本部長 そうですね。ただ、それが大勢ではない。懇談会では中立の立場で参加された委員の方にそういう意見が多かったようです。いろいろ議論がありましたけれども、私も、基本的には自由に、やはりヘッジファンドが選ぶという方が正しいと思います。呼び込むとか、除外するのではなくて、来たい人は来ればいいというスタンスです。

本田委員 そういう観点から、この報告書に書いていただいているのは、基本的に海外諸国と比較してウエイトの低い投資家層がいるという話だと思えます。そのウエイトの低い層というのは特に個人であると今思っている中で、税の問題を除くと、規制改革という観点からは何が改善の余地が大きいと考えられるのでしょうか。

新橋政策本部長 個人持株比率は2年ぐらい前に上昇してきて22~23%になったのですが、また相場がよくなると、儲かった個人投資家が売ってしまうので下がってしまう。そういうなかなか悩ましいところがあって、アメリカなどは個人の金融資産に占める投資商品が、正確な数字は忘れましたが、3割強あると聞いていますので、日本ももう少し高くなってもいいと思うのですが、一挙には高まらない。しかし、最近数字を取ってみますと、投資家の数はかなり増えてきております。およそ30年前は、個人株主の数というのは1,000万いるかどうかと言われていたのですが、今ですと、延べ人数で4,000万人弱とか、それぐらいの数になってきておりますので、層は広がってきている。ただ、金額の上ではまだまだ低いというところはあると思えます。なぜなかなか伸びないかというのは、正直言ってよくわかりません。

本田委員 結論から言うと、私は規制が阻害要因になって一般個人ですとか投信の割合が上がらないということではないと思っているのですけれども。

新橋政策本部長 規制ではないと思えます。この報告書でも、規制があるから問題だという段階はもう卒業してしまっていて、規制はかなり緩和されていますので、やはりわれわれ自身の営業のやり方とか、また仕事の仕方もあるでしょう。または自主規制機関の対応なんかもあるでしょう。そういったレベルに入ってきているのではないかと思います。我々もこれが理由だという決め手がないものですから、こんなにたくさん提案しているのです。

翁主査 また2つお伺いしたいのですけれども、さっきもちょっとお話があったプリンシプル・ベースの規制の話ですが、イギリスはそれをずっとやっていますし、アメリカでもプリンシプル・ベースでやっていこうという動きがあって、日本でも、佐藤長官がそういうことをおっしゃっていて、やはりそういう流れというのはできてくると思います。イギリスなどでは自主規制団体とか業者が自然にそういう自主規制みたいなルールをだんだんつくっていて、それをオーバーライドするような形で監督当局が活用しているという感じですが、一方で、日本の場合は、どうもそういう環境ができていないというか、外から見るとそういうような感じに見えるのです。おそらく細かい規制を、例えばさっきおし

やったように、ホールセールなどについては、自主規制に落とせるものについてはそういう方向でやっていくことが必要だと思うのですが、今の日本の環境は、欧米と比べてこんな格差があって、こういうことが課題であるとか、そういう取組みをしていくために何が必要だというふうにお考えになっているとか、その辺のことを個人的な実感で結構ですので教えていただきたいというのが1つです。

あともう1つは、今度の金融商品取引法について、いろいろな声が出てきていると思うのですが、これについて具体的に、今こんな声があるというようなことについて、お聞き及びの点があったらちょっと教えていただきたいということです。また今後、われわれが規制改革をしていくに当たって、いろいろな声をぜひ寄せていただきたいと思っていますので、そこについてはまたよろしくお願ひしたいと思います。

新橋政策本部長 最初の質問は、ホールセールについて、プリンシプル・ベースの規制をしていくに当たって、諸外国と比べて日本の課題が何かあるかということですか。

翁主査 例えば、金融庁の幹部の方などは、業者の方がもともと強い自主規制機能をもっときちんと確立して、プリンシプルに反することは業者としてしないという文化ができあがっていることが大切ではないか、といった感想を述べておられます。

新橋政策本部長 確かに、そういう面はありますね。

翁主査 それについて、どういうふうに取り組む必要があるとお考えかということですか。

新橋政策本部長 ホールセールにつきましては、昔から見ていると、業者の方がむしろルールベースの規制を画一的、横断的に望んでいた。しかし、最近はかなり崩れている。業者自体の横並びも崩れてきていますので、ホールセールの舞台については、やはりある程度のプリンシプルさえ出していただければ、各社が各社流の自己規制をやると思います。そこまで日本の業者もホールセールは成熟してきているから、思い切ってやればよいと思います。ただ、リテールはおっしゃったような側面が非常に強いと思います。業者の方が細かなルールを整備してくれと言っている部分がありますから、そこはある程度プリンシプル・ベースも導入していかなければいけないのですけれども、そのバランスをどうとるかというのはなかなか難しい部分があると思います。

翁主査 そうすると、例えば、具体的な動きとして、証券会社の社内ルールみたいなものを持ち寄って、例えば証券業協会の中で叩き合って、つくり上げていって、金融庁と話していくというような、そういうプロセスを考えておられるのですか。

新橋政策本部長 そうですね。正確に議論したことはないのですが、例えば各証券会社のさまざまな自己資本比率の算定に関して、昔は画一的な数式が一本あって、これを中小証券会社も大手証券も一緒に使っていた。しかし、最近は、例示として書いてありますが、それに届かない人たちは、簡易な方式で計算すればいいし、一部の大手証券会社では、アメリカでも非常に高度なものとして通用すると言われているぐらいの高度な手法で自己資本規制比率を算定しており、かなり多様化しているのが現状です。私のイメージは持ち寄って一本にするのではなくて、極端なことを言えば、ホールセールでは価格形成は適正に

しないさいとして、あとは何も決めない。何かやって問題だとなったら捕まえる。そうすれば、画一的に空売り規制をしてどうだとかやらずに、それは各社の判断に任せて、やりたい人はやって、ただ、変なやり方をしたら捕まえるというふうにしたらいいのではないかというイメージです。まだそんなに議論はしておりません。

本田委員 実質問題、基本的にプリンシプル・ベースのルールが適用される場所というのは繊細な分野でございますね。

新橋政策本部長 そうですね。

本田委員 そうすると、ホールセールの分野で業界各社が集まって議論されて、これはいこうとなると、アイデアを開示しないといけないですよ。その観点から、なじまないとは考えられないでしょうか。

新橋政策本部長 それは、なじむところもあると考えてます。例えば証券業協会が今年策定したルールでいきますと、新株発行に関する引受のルールのように外からチェックするのがなかなか難しいものですから、これを悪用する発行会社と証券会社が出てきたので、ホールセール業務とはいえ、ルールを明確に書いたという部分があります。したがって、ホールセール業務とはいえ、証券業協会が詳細なルールをつくっているという実態はあります。ですけれども、できればこういうものも本来はない方がいいのです。

翁主査 イギリスの11の原則も、本当のコアの部分で、本当に素朴なものです。

新橋政策本部長 そうですね。

森下参考人 プルデンシャル規制などは、リスク管理のあり方が金融機関によって異なるし、レベル感も違う。だから、そういう意味ではプリンシプル・ベースになじむと思うのですけれども、対顧客というコード・オブ・コンダクト規制なんかになると、本当にプリンシプルというのがどれだけ有効なのかというのは微妙な感じなのですけれども。

新橋政策本部長 先生のおっしゃる側面はあります。顧客といっても、本当に機関投資家しか参加できないような取引であればプリンシプルは必要ですけど、例えば、先ほどの引受に関してみても、引き受ける場所はホールセール業務だけれども、分配する場所はリテールになって、結局はリテールの投資家が損害を受けるので詳細に決めているのかもしれない。

森下参考人 プリンシプル・ベースといったときに、本当にそこで何をイメージするかというのがうまく具体化しないまま、当局と民間サイドとの間のやりとりがうまくいかないと、どうかなと思います。

新橋政策本部長 そのおそれはありますけれども、例えば一部の大手証券会社ではロンドンに現法がありますが、これはまさにプリンシプル・ベースの規制をずっと受けているようです。彼らから見て、プリンシプル・ベースというのは、検査に誰も来ないということだそうです。細かいことを見に来ないわけです。ただ、何かやったらロンドン現法は追放されますという脅しだけかけられているわけです。ですから、本当に厳しい内部体制をとって、F S Aの指導に反するようなことがないように、むしろ厳しくやらないといけな

い。それが1つの私の持っているイメージに近いです。

翁主査 あと、金商法の方はいかがですか。

新橋政策本部長 金商法の方は今、9月30日から施行に向けて各社大変な思いで対応に追われていると聞いております。とにかく幅広い上に、しかも規制の中身がまだはっきりしないところもあり、解釈の余地がありまして、どこまでやったら本当にセーフなのか、アウトなのか、それを自分で判断しろと言うのは簡単ですけども、リテールの舞台などはやはり不安な面が強く、金融庁にもお願いして、猶予期間を設けていただくなど様々な対応をさせていただいておりますが、まだまだ不安が残っているところでございます。

一番大きいのは、やはり広告規制だと思います。それから個人顧客と取引をする際に、事前にリスクの説明とか、あらかじめ書面を交付しなければいけないこととされています。これ自体は当たり前のことでいいのですが、これを理解してもらうことが求められておまして、翁先生の理解できる説明の程度と、例えば証券投資をしたことのない方が理解できる程度とはやはり違うわけです。ですから、この契約締結前書面は渡せばいいだけでなく、理解してもらうとなると、各証券会社からはどうすればいいんだという声が上がります。「理解しました」と一筆書いてもらえばいいのか。しかし、多分これは実際だめですね。お客さんが後で「書けと言われたから、わからなかったけれども書きました」と言われればその趣旨に反します。この点についてはまだいろいろ問題がございます。

広告規制でいきますと、ここ2~3日のいろいろな新聞を御覧いただくと、一面広告で投資信託の広告が出ていると思うのですが、以前の広告と比べていただくと、新しい法律に基づいて作成しているものも見受けられますからすぐ違いがわかると思います。最近出てきているのは、一面広告でも半分はリスクの説明です。そういうふうな規定になっています。要するに、いいところだけじゃなくて、リスクも説明し、字の大きさも同じでなければいけないということなのですが、例えば新商品を印象的に打ち出したいと広告すると、その商品に係る説明と同じ大きさでリスクの説明も書くこととなります。本件については証券界でもいろいろ思うところはあるのですが、金商法ではそういうことになっているということです。

翁主査 市場の活性化と今回の金商法がどう整合的かということは、これから検証していかねばならない大事な話だと思っています。

新橋政策本部長 しばらく時間をかけてやっていかねばいけないと思っています。

翁主査 またその辺はこれからもいろいろ教えていただければと思います。

では、本日はどうもありがとうございました。

以 上