

第2回金融・資本市場ワーキンググループ議事要旨

(開催要領)

1. 開催日時：2007年2月6日(火) 10:00~12:06
2. 場所：中央合同庁舎4号館509会議室
3. 出席者：

主査	上村 達男	早稲田大学法学学術院長
メンバー	伊藤 隆敏	東京大学大学院経済学研究科教授
同	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
同	大崎 貞和	株式会社野村資本市場研究所研究主幹
同	川瀆 昇	京都大学大学院法学研究科教授
同	菅野 雅明	J P モルガン証券株式会社チーフエコノミスト
同	斉藤 惇	株式会社産業再生機構代表取締役社長
同	松本 大	マネックス・ビーンズ・ホールディングス株式会社 代表取締役社長CEO

田村 耕太郎 内閣府大臣政務官（経済財政政策）

(議事次第)

1. 開会
2. 議事
 - (1) 金融・資本市場の課題について
 - (2) 自由討議
3. 閉会

(配布資料)

- 資料1 ロバート・フェルドマン研究主席兼マネージング・ディレクター
プレゼンテーション資料
- 資料2 大崎 貞和 研究主幹 プレゼンテーション資料
-

(概要)

(上村主査) 定刻なので、金融・資本市場ワーキングの第2回会合を開催する。お忙しい中をご出席いただき、感謝申し上げます。

最初に、先週の第1回会合にご出席できなかったメンバーの方をご紹介させていただきます。

まず川濱昇メンバー。京都大学の法学研究科教授であります。

(川濱メンバー) 京都大学の川濱であります。

(上村主査) 川濱先生は、経済法それから証券取引法、会社法、経済学など幅広くご活躍されている。

また、もう一方が松本大メンバーであります。

(上村主査) 本日は、ゲストスピーカーとして、ロバート・フェルドマン・モルガン・スタンレー証券会社の経済研究主席兼マネージング・ディレクターにお越しいただいている。本日は、フェルドマンさんと大崎メンバーのお二人に、それぞれ10分から15分ぐらいのプレゼンテーションを行っていただき、その後、自由討議をさせていただきたいと思う。

それでは、最初にフェルドマンさんからプレゼンテーションをお願い申し上げます。

(フェルドマン氏) 本日はお招きいただき、非常に光栄に思っている。10分、15分しかないということなので、早速中身に入りたいと思う。簡単なレジュメをお配りしているので、これを参考にして話をさせていただきたいと思う。

アイデアが多いので、それぞれから少しずつ取り上げたいと思う。9項目あるので順番にご説明させていただきたいと思う。

まず金融市場と実体経済の関係だが、これは相乗リ効果を忘れてはいけないということが非常に大事なポイントだと思う。今までの諮問会議でも、かなり農業の話が出されているが、農業と金融改革が非常に密接な関係にあるということは忘れてはいけないと思う。

例えば諮問会議で議論されているように、農地法が本当に改正されるということになれば、農地の地価の上昇につながるだろうと思う。というのは、使い方がよくなっていくことから、当然価値が上がる。では、その開発のためにどこからお金を集めるのかということになるが、やはり農地REITは簡単につくられるはずだと思う。そうすると、一石三鳥、四鳥ということになると思うが、結果として、農地の価格が上昇して生産性も上がるし、地方の活性化にもつながる。地方銀行の改善、特にバランスシートの改善にもつながる。やはりこの生産性のアジェンダと金融改革のアジェンダが非常に相乗リしているということが大事なポイントだ。

次に、人材。ロンドンの調査などからいうと、やはり金融市場が活発になる一番大

事なポイントは、人材がとれるかどうかということである。そこで、幾つか簡単なアイデアでここに載せたが、東京にいる方々のフラストレーションや国際市場を通じて寄せられるフラストレーションをいろいろ考えると、やはり「英語力が足りない」という批判が一番よく聞かれる。そうすると、数年前にもこの間も出たが、国際基準になっているTOEFLとかTOEICを基準にして、公的部門でも金融部門でも、これを昇格基準にするということの一つのアイデアではないかと思う。これも国際的に活躍している金融機関の一つの検査の対象にしてもいいのではないかと思う。

例えば5年後、金融機関の3割の人がTOEIC、X点以上という目標を立てたらどうかというアイデアがある。実は私は調査部をずっとやってきたが、やはり部内の英語力が足りない。海外のアナリストとの連絡がとれない、自由に議論できない、世界の投資家に日本の株が売れないということはよくある。これは非常に大事なポイントだと思う。

他にも幾つかあるが、例えば素人と玄人の区別をもっと徹底することが必要。これは少し長期的なことだが、運転免許があるように「運用免許」のようなものを作るべき。全然知識のない人たちが、普通に証券会社あるいは銀行の支店に入って説明を受けて、「じゃあ買います」というのは果たしていいのか。これは投資家保護から見て少しおかしいと思う。愚民主義と自己責任という2つの大きな概念が今戦っていると思うが、どうも愚民主義が勝っているような感じがする。ですから、もう少し自己責任を強調したらどうか。

(伊藤メンバー) 運用免許というのは、投資家側が免許を。

(フェルドマン氏) そうである。例えば、これ以上のテストを受かっていなければ、こういう商品は買ってはいけないというようなことだ。トラックだったら、能力がなく、免許もないので、私は運転しない。本当にしたいなら免許を取るというのは当然のこと。運用もそうだと思う。

(菅野メンバー) 海外ではどうか。

(フェルドマン氏) それはない。

(菅野メンバー) 日本だけ、これが必要だとお考えか。

(フェルドマン氏) いや、そうではないと思う。海外だってやるべきだと思う。

(大崎メンバー) ちなみにベトナムには、投資家認定制度というのがあった。

(フェルドマン氏) すばらしい。

次が労働法である。幾つかあるが、一番今大事だと思うのは、やはり移民保育士。保育士が足りていないという話もある。イギリスがやっているように、移民保育士の枠を大きく拡大させないといけないと思う。現時点では、日本に赴任してきた外国人が海外からベビーシッターを連れてくるということは一応可能になっているけれども、これは差別的である。日本人にもそれを認めるべきだと思う。

税制の競争も必要だが、これは非常に政治的に微妙なところだと思う。しかし、基

本給に関しては、やはり日本人と同等の税金を払ってもらわないと、ちょっと不公平という部分もあるが、逆にボーナスの分に関して、競争相手である香港、シンガポール並みにしないと誰も来ないということがポイントだと思う。

3番目はインフラである。一番よく投資家から聞くアイデアは、やはり羽田空港の国際線の拡大である。成田へのリニアモーターカーの電車をつくろうという話もあるが、やはり羽田空港が一番即効性がある。

4番目は法制度である。相互承認を含め、会計基準をより取れんさせることが必要。それは既にかなり動いているという話もあるが、しっかりした制度であれば、日本の国内でも使ってもいいじゃないかというアイデアも非常にいいと思う。

もう一つ、やはり裁判がまだ遅い。知識がない裁判官が多いという不満をよく聞く。だから、特殊裁判所、商業裁判所、それに専門裁判官の育成と配分を考えるべきではないかと思う。

また、省令の決定プロセスに、まだ不透明なところが幾つかある。最近、反面教師が幾つかある。消費者金融の問題に関する決定において、誰がどういう場で議論をしたかということが明らかになり、日本の国際金融社会において評判を非常に落とした。密室で決めて、政治に乗っ取られたという批判が非常に多い。あるいは三角合併も全く同じ状態である。経団連が広くいろいろ言うてはいるが、誰がどういうところで、どういうことを基準にして決めるかということが全く不透明である。どこか密室で、働かない経営者を保護しようという方向で動いているのではないかという疑問が今非常に強い。これはプロセス上、非常に問題だと思われる。

もう少し細かい話をすると、翻訳代が非常に高いということが一つのハードルだ。私も実は部長をやっていたときに、翻訳代のサインをやっていたが、ものすごく高い。商売を間違ったと思うぐらい、高い。200ワードのパラグラフは7,000円なので、「日本」という言葉は翻訳すると37円にもなる。したがって、できる限り翻訳が必要ないようにしなければいけないと思うが、そうすると、やはり相互承認が必要だということになる。そういう、言葉の問題を乗り越えるような法改正も可能ではないかと思う。

5番目。これは非常に難しい話であるが、最近も恫喝行為がやはりとまらない。新生銀行、サーベirasが最近被害者になっているが、実は私個人も、10年程前、変な手紙が来たこともある。結局何もなかったが、警察はこういうことを無視している。逃げているという印象が非常に強いし、国際社会でも日本はそういう活動を認めているという評判になっている。

米国の場合、RICO法というのがあったが、これは1970年に導入されたもので非常に効き目が高かった。こういう制度を日本に導入したらどうか。また昨年、陰謀罪の基準について定める法律を立法できなかったということは、非常に日本の信頼性に対する悪影響を与えたと思う。

もう一つ、これはもっと難しいが、暴力団と政界の関係が広く知られている。例え

ば昨年1,700人ぐらいが大きな会館に集まって、かなりの暴力団組織の人が参加したにもかかわらず、80人前後の国会議員も出席したそうだ。こういう類の集会に国会議員も参加しているということは、非常に印象が悪い。世界の投資家は日本がこんな状態であることをわかっており、これでは国際化が難しいといえる。

警察は何でその恫喝をとめないのか。例えば私が自分で目撃したことだが、教会で結婚式があったのにも関わらず、そこに車のサウンドトラックがガンガンと音を立てていた。結婚式に出席していた関係者たちが暴力団の人に「ちょっと今、結婚式だからとめていただけないか」ということを頼んだのだが門前払いされた。しかし、警察は何もしない。警察に「何で何もしないの」と聞いたら「いや、迷惑条例はありますけれども、騒音を計測する機械がありません。だから、できません」と。そんなことばかり言う。それが通るといえるのは、何か変である。確かに日本国憲法に「言論の自由」はあるが、「恫喝の自由」はない。これも何とかしつかり直さないと、金融市場の国際化が難しい。

次に、市場のニーズに合わせた市場ルールである。幾つか取り上げると一つは、売買単位の問題である。例えば大きな株だと、1株単位で150万円程度のものがある。そうすると、普通の投資家が買いにくい。だから、単位を少し小さくして2,000万、3,000万ぐらいのポートフォリオの投資家でも分散投資できるような単位を考えたかどうか。

ヘッジファンドの話だが、ヘッジファンドの方とお話しすると、香港には住みたくないと言う。空気も悪いし、いろいろな問題がある。したがって日本に住みたいのであるが、税が高過ぎるし、認可までの時間がかかり過ぎる。だから、仕方なくシンガポールへ行ったり、香港へ行ったりする。香港は、15歳以下の子供たちの4割5分が、ぜんそくになっているそうだ。だから、みんな日本に住みたいが、こういう問題があるから、日本でオフィスはつukれないといっている。

また、少数株主の保護の問題。これも非常に多くの投資家から意見を頂いた。例えばある企業を対象にして5割以上の株を買う人がいた場合、少数株主に対して同じオファーをする義務を課す。そのようにいわゆるマイノリティーの権利を守るようなルールをもう少し考えてもいいのではないかと思う。簡単かどうかかわからないが、夜間売買はどうかというアイデアもいただいた。

次は、監督制度の問題である。オープン、透明、多元的というかけ声みたいな言葉が聞かれるが、やはり今一番疑問とされているというか、怖いと思われるのは、グレーゾーンが多いということである。恣意的な判断が結構あるということが、非常に気になっている。最近の処分命令が3年前に比べて3倍になっている。そこまで事が悪化しているなら、やはり金融庁に問題があるということだと思うので、これはよく考えた方がいいと思う。

もう一つ、これは業界も悪いと思うが、金融の各業界、例えば銀行とか証券などを

またがる組織が全くない。またがっている組織がないから、全体の計画や代案が出せない。民間は一体何をやっているのだろうと少し思うのだが、やはりそういう組織をつくったら怒られて、恫喝されて、検査のときに何か変なことが起こるからやらないということなのかもしれない。まさにサラリーマンばかりという感じがする。こういう業界全体をまたがる組織があれば、もうちょっと設計がうまくいくのではないかと思う。

また金融審議会については、悪いけれども、機能不全だと思う。ここ14年間、いろいろな集まりがあったが、本当にこの提案を出してよくなったという例は、ほとんどないと思う。むしろ1カ月だけで、竹中プランができたということにより、いかに金融審議会が機能不全であるかということが明らかになったと思う。政府税調のように、金融審は内閣府の中に持ってきて、政府全体の観点から考えて提案を出してもらうこととするべき。

もう一つ、最近、金融庁と業界のコミュニケーションが非常に悪くなっていると思う。その点で、金融庁長官を民間からとるということを法律で義務化すべきではないかと思う。

税制については、もう既に動きがかなりあると思うが、法人税をやはり下げることが必要。もう一つ、これは私の勝手なアイデアだが、金融所得に関する課税をゼロにするべき。利子にしても配当にしてもゼロにする。これは、やはり資本装備率を上げることが必要な日本社会にとって、効き目があるのではないか。

最後に、メディアについてであるが、メディアの情報の信頼性が今非常に低いと思う。新聞を読んでも、これが噂なのか、風説の流布なのかわからないことが多い。このような中で、国際的に日本の金融市場の存在が大きくなっていくということは考えにくい。

これに関連して幾つか提案がある。まず新聞の特別扱い、例えば再販規制を廃止すべきである。そうすると、メディアの経済学が完全に変わる。もう一つは、金融記者の資格の確立である。例えば証券業界で外務員試験というのがあるが、何故記者の間でそういうものがないのか不思議である。海外にそういうものがあるかわからないが、海外においてもないとすれば不思議である。しかし、報道関係者に聞くとところによると、大体ロイターなどのワイヤーサービスに入る人たちは修士号を取っていないと雇われないということだから、事実上あるかもしれない。とにかく、資格をつくるべきではないかと思う。

また、金融記事に関しては署名義務をつけることである。誰が書いたかを明らかにすることにより、アカウントビリティ、説明責任、結果責任がつく。もう一つ、官庁などの記者クラブの廃止と禁止が必要だと思う。これを官庁の方に言うと、みんな賛成、賛成と言うのだが、なかなか動かない。しかし、記者クラブ制度の存在により、公正な情報の開示になっていないということが、非常に大きな問題である。官庁の記

者会見を資格を持つすべての記者に開くというルールがあってもいいと思う。

大臣などと報道関係者との接触に目付役を置くことを義務づける必要もあると思う。これは、漏えいが非常に多いことによる。役人に「漏えいはどこからなのか」ということを聞くと、「ああ、それは大臣からだ」と絶対言う。大臣にそういうことを聞きますと、「何言っているんだ」ということを言って、報道員に聞くと「両方ですよ」ということを言う。これは恥ずかしいことである。やはり少なくとも、大臣から出ていないということを証明するために、目付役をつけてもいいのではないかと思う。市場に影響を与える情報に関して、漏えいをしたら刑事責任を持っていただくということが必要である。新聞によく収益レビューという記事が載るが、やはりこれはインサイダー情報が漏れているということになる。これはやはりひどい。インサイダーでどういう人がどういう取引をやっているのかわからない。やはり法律を直さないといけないと思う。

最後に、メディアの上場義務化である。公的役割はあるということはよく言われるが、だったら何故上場企業にならないのか。株、株、株ばかり言っているのに、自分たちは上場しない。日本で上場している新聞会社はない。これはちょっとおかしいと思うので、こういうアイデアを出させていただいた。以上である。

(上村主査) ありがとうございます。

では、次に大崎メンバーのお話をお聞きした後で、両方あわせて自由討議にしたいと思う。

それでは、大崎メンバーお願い申し上げます。

(大崎メンバー) この資料2に沿ってお話をしたいと思う。

あらかじめ申し上げておくと、これは基本的には前回の資料にあったワーキンググループの検討項目の構成にほぼ沿ったような形にしてある。

国際化をしなければいけない、金融センター機能を強化しなくてはいけないという議論の中で、ロンドン、ニューヨークと並ぶ国際金融センターにと言うのだが、ロンドンもニューヨークも全然違う。また香港やシンガポールもまた違う。したがって日本、東京の国際金融センター機能というのはどういうことを目指していくのかということ、明確にしておく必要があるのではないかと考えている。

ここに書いたように、これは私の勝手な区分だが、いろいろな金融センターがあると思う。私の考えでは、日本、東京というのが何か世界の金融センターと言うとすれば、そこで行われることは主として国内投資家、これは個人だけではなくて法人、機関投資家も含む、国内投資家の資金運用それから国内企業の資金調達というのが中心になるセンターであって、シンガポールや、あるいはロンドンのような、外から外へお金が回っていくというものを東京でやっていくという方向とは、少々違うのではないかと考えている。

さはさりながら、もちろんいろいろなことをやる必要がある。これは少しフェルド

マンさんの見方とは違うのかもしれないが、私は日本の過去10数年の金融制度改革、法制度改革というのは、かなり成果を上げたというふうに思っている。今、日本の金融資本市場の法制度で、これは世界的に見て明らかにおかしいというようなものは、ほとんどないと思う。以前は明らかにおかしいのが結構いろいろあったのだが、それはほとんどなくなったというふうに言えると思う。ただ、国際金融取引というのは、これはフェルドマンさんもお指摘のとおりだが、英語が使われて、法律で言うと、やはり英米法系のものの考え方、会計制度も基本的には英米の会計制度を基本にしたものが行われているのが現実である。したがって、日本語であるとか日本法あるいは日本の会計制度というものが、別に意識してやっているのではないが、自然の障壁となってしまっている可能性はある。したがって、国際化が進まないということはあるであろうと思う。

従来の制度改革というのは、内と外とで区別をしないということが目的の一つであった。要するにこれまで外を差別していたことから、例えば典型的なのは、外国の証券会社に東証会員権を与えないとかだが、そういうような差別をしていた反省から、そういうことはしないようにしようという方向に移ってきた。ここから先さらに国際金融センター建設だという話になると、若干外を優遇するような、例えばさっきのフェルドマンさんのアイデアにも、税の話とかファンドの話があったが、そのようなアイデアを取り入れていくことぐらいしないと、なかなか進めていくのは難しいんじゃないかと思う。

ではその具体的な改革をどうやっていくかということだが、これは前回のワーキンググループでも議論になった点と関係するが、やはり個人のお金をどう活用するかという視点が非常に重要であろう。つまり、日本が世界のほかの金融センターと競う場合に、何を優位性として主張できるかと考えると、やはり個人金融資産1,500兆というのが大きな財産であろうと思う。かつ少子高齢化が進んでいるということを考えると、将来にわたる豊かさを日本社会として確保していくためには個人の金融資産をどうするかというのが最大のポイントになるだろうと思う。この点で具体策として考えられることとしては、一つは資産運用業者ファンドのさらなる強化や誘致、競争強化を通じて、間接的にであっても個人投資家の投資の選択肢を拡大することができないかということだ。私は必ずしも個人が直接、非常にリスクの高い商品を買えばいいとは考えてはおらず、個人向けのファンド・オブ・ファンズとか、あるいは最近証券会社が力を入れているSMAと言われる投資顧問機能のついたサービスだとか、そういったものを通じてでよいと考えている。ただいかにせん、そこへ組み入れられる商品の種類が現状は余りない。そういう意味では、新たに進出する運用会社に法人税なり何なりの優遇をつけるというのも検討課題だろうし、あるいはこれは改正されたばかりだが、1月1日に施行された新しい大量保有報告制度は、世界的に見て異常なまでに厳格な制度になっているから、これは是非元へ戻すか、あるいは元よりも緩い、ア

アメリカ並みの制度にするかということを考える必要があると思う。

それから、個人の税制であるが、現行軽減税率を延長する、あるいは日本版IRAとか、あるいはイギリスのまねをしてISAと言ってもいいが、個人投資口座みたいなものをつくって金融所得についての税制優遇というのをする必要はあると思う。このときに、よく401K日本版と言われる確定拠出年金制度の大幅な拡充という話が出るが、これは私は無理だと思っている。つまり確定拠出年金制度というのは、拠出時も引き出し時も原則的に非課税になるという制度であり、それを大幅に拡大するのは少しやり過ぎではないかというふうに思う。むしろ運用益が効率よくたまっていくように課税の繰り延べをして、複利運用を可能にすることで、その口座の中にある間は非課税だけれども、引き出し時は金融所得として課税するというような、個人投資口座をつくったらいいんじゃないかと思う。

ここから先は、いただいた検討項目に沿ってまとめている。第一が魅力あるオープンな市場の形成のために何ができるか。この点については、私は一部で言われているような「金融特区」みたいな、地域開発を進めるという発想も取り入れたらおもしろいのではないかと思う。やはり情報が集まって金融ビジネスというのは生まれてくるので、それにはフェイス・ツー・フェイスのコミュニケーションというのが非常に重要だ。多くの金融機関が集中している場所を、さらに何らかの建築規制等の優遇をしたり、象徴的なビルを建ててみる、そこに官庁も入るというようなことで、新しい動きが生まれるんじゃないかと思う。

それから、業規制である。先ほどご指摘があったが、これは私も問題だと思っている。よりオープンな業規制にしていく必要がある。銀証分離の問題というふうにすぐおっしゃる方がいるが、これは私、個人的には見直してもいいのではないかと思っている。しかし、非常に抵抗の強いことでもあるので、慌てずに、まずは外資系のユニバーサルバンクの方々がその制度から間接的に弊害を受けていることからつまり銀行、証券、保険が別々に進出しなくてはいけないことから、別の会社の別の支店だという扱いを受けて、相互に情報のやりとりなどをすると、これは情報漏えいということになって行政処分を受けてしまったりする。これはおかしい話なので、本国並みという扱いをしてあげる。そうすると今度は、これは内外差別、外優遇になるから、恐らく日本の金融機関が、これではやはり本則の方を変えてくれないと、我々が不利だという議論を始めて、銀証分離というのが初めて本格的に見直されるんじゃないかと思う。

また、自主規制の強化、効率化である。これも先ほどご指摘があったが、私も重要だと思う。まだラフなアイデアしかないが、現行の適格機関投資家制度や金商法の特定投資家制度をベースにしながら、それを拡充して、プロ向けの市場というのを何とかつけれないか。アマが入らない市場である。そこにおいては取引ルールは自主規制で、言語は英語でもいいだろうし、そういうことをやっていったらどうかと思う。ま

た、自主規制機関の効率化というのも重要で、アメリカではつい最近、会員監督規制について、NASDとニューヨーク証券取引所の機能を統合するという事で合意している。日本はまだ取引所、協会、取引所も各取引所、みんなばらばらに会員考査等をやっており、これは非効率なので変えた方がいいのではないかと思う。

それから、監督手法や体制の見直しについては、私は誤解もあると思っているが、とりわけ外国人の方々から規制の透明性が低いというご指摘をいただいていることは事実であり、誤解があるのであれば誤解を解く必要があると思う。この点は、やはり英語ということで、例えば金融庁の英語による情報発信をさらに充実させることが必要。これも見ていただくとわかるが、例えば簡単なプレゼン資料などは英訳されているが、非常に重要なもの、例えば法律そのもの等が全然英訳されていなかったりする。なかなかこれは難しい問題があると思う。あるいは、先ほど皆にTOEFL、TOEICという話もあったが、そこまでは無理としても、せめて英語のできる方がいけば外事担当みたいに、よろず相談を受け付けるみたいな仕組みぐらいはつくってもいいのではないかという気がする。

それから、やはり市場の監督、監視ということは非常に重要であり、よく日本版SECというような議論があるが、私も何らかの体制強化というのは必要だと思っている。人を増やせという話があるが、人ばかりふやしても武器がないと何もできないので、やはり課徴金制度の拡充というのが非常に重要であろうと思う。これは大分進んできたが、まだまだ金額の問題それから対象とされる行為の制約の問題などもある。課徴金はもっと大胆に拡充するべきだと思う。

また、市場と同時に業者の監督についてであるが、確かに処分がやたら多いというのは問題だが、一方で、ややまだルーズなところもあるので、まずやるべきは業者の行為規制違反に対する課徴金の導入だと思う。また、監督体制の強化ももちろん必要だが、このときに言葉として日本版SECと呼ぶ、呼ばないというのは私はどうでもいいと思っているが、証券市場の監督だけに特化するような機関をつくるのではなく、あくまでも銀行、証券、保険を一体的に監督する、強力な行政機関をつくるべきだと思う。その意味では、イギリスにまねて日本版FSAだという人もいるが、既に金融庁はFSAであり、名前を変える必要はないが、機能の強化は必要であると考えている。

それから、証券取引所の改革であるが、これは私は実は、世間で思われているほど優先順位の高い問題ではないと正直思っているが、少なくとも何もやらなくていいとは思っていない。第一にやるべきは、証券取引所と金融先物取引所と商品取引所というものが全く分断されている状態をやめることである。今回の金融商品取引法で、金先と証取の統合というのはようやく実現するわけであるが、次に商品取引所法も金商法に統合して総合取引所をつくる必要があると思う。

日本の商品取引所は世界から無視されており、全く競争力がない。世界第二、第三

とかいうような経済大国で、商品先物というのがこれほど発達していないというのは驚くべきであり、シカゴだけに勝手にやらせておくことはないんじゃないかと思うが、今の商品取引所をてこ入れするのは少々無理だと思う。やはり東証とか大証とか確立した、レピュテーションのある取引所がそういう商品を取り込んでいくのが一番早いと思う。

それから、東証上場外国企業の減少というのが、巷ではよく言われるが、これは、私はいろいろな理由が重なって起きていることで、必ずしも大きな問題ではないと思っている。しかし、外国株が余りにも取引されていないというのも事実であり、それならば流通だけを目的とする勝手上場的な市場、イギリスのAIMとか、あるいはドイツのフライフェアケヤとかのような仕組み、そういうものをつくって、例えばそこでは本国の書類を開示してもいいとか、あるいは企業自体が開示しなくても業者が説明書類をつくってあげればいいのか、いろいろ緩やかな規制をつくってみたいのではないかと思う。ただしその場合、これは非常にテクニカルな話であるが、証券取引法上の外形基準による有価証券報告書提出義務というのをこの対象会社には免除しないと、成り立たないと思う。

一方、私は翻訳コストが高いという話はそれなりにもっともだと思うが、個人投資家に勧誘するときは、やはり日本語でないとさすがに無理だろうと思う。ではそれが果たして、外国企業にとって大変な問題なのかというと、前回配っていただいた資料にあったように、POWL、つまりリスティングを伴わない公募という形で、資金調達をしている外国企業は実はたくさんある。これらの会社は、すべて有価証券届出書をファイルし、有価証券報告書を提出している。つまり個人からお金を集めたいと思えば、翻訳コストというのは禁止的なコストではないということであり、この点だけを余りに強調し過ぎるのはどうかと思う。

東証さんの外国部をどうやって強化するかというのは、これは東証さんに頑張ってもらうしかない。今までは、有名な会社を引っ張ろうとして重複上場ばかりやってきたというのが戦略的失敗だと思っており、現実にはいま新華ファイナンスを始め、単独上場の外国企業もあるわけなので、そういうものをもっと増やしていく努力が必要なのではないかと思う。

それから、昨今、上場廃止というのが企業のいろいろな問題から起きているが、これがいつも大騒ぎになるのは何故かということ、上場が廃止されると流動性が全くなってしまうからだ。例えばアメリカでは「ピンクシート」というのがある。エンロン、ワールドコムはどちらも上場廃止になったわけだが、会社が直ちに清算されたわけじゃないので、株は存在し、投資家が何十万人もいた。そうすると投機的に買い集めて、もしうまく再建されたら、ぼろもうけしようという人もいる。これは放っておけば流通するはずである。実際アメリカのピンクシートで、数年前に出来高最大だったのはワールドコムで、皆それを投機的に売買していた。もちろんきちんとした開示

はしておらず、不適正な開示をしていたとされたのだから、いわゆる一流と思われる証券会社はそのようなものを取り扱わないのであるが、それを好んで媒介する人もいる。日本では、残念ながらこうした非上場株式の流通に係わる行為は協会の自主ルールで自粛するという事になって、事実上禁止されているが、これはおかしいと思う。証取法では「不適正」という監査意見がついたものも含めて、開示をしていれば流通することに何の支障もないと書いてあるのに、証券業協会が勝手に自主規制で取引できないようにしている。これはやめるべきだと思う。

それから、コーポレート・ガバナンスの強化という課題が示されていたので、ここについても少しだけ申し上げたい。一つは、持ち株会社の株主による傘下事業会社に対するガバナンス機能の強化が必要であろう。会社法を変えなくてはいけないと思う。それから、東証がコーポレート・ガバナンスの仕組みについて、このような会社はいいガバナンスをしているという基準を、示すべきだと思う。

それから、これは東証でも既に検討は始まっているが、上場会社に対する取引所の制裁金制度をぜひ入れるべきだと思う。今は制裁は事実上、上場廃止しかないが、上場廃止は、先ほどの話とも絡むが、よく死刑宣告だという人がいて、何でも死刑というわけにいかない。そうすると、ささいな、でも大事な問題が罰せられずに終わってしまうという問題がある。これはぜひ、制裁金でダメージを与えるということを考えるべきだと思う。

それから、今、会社法が変わり、これは上村先生から大分おしかりを受けているが、しかしいい面もあると私は思っている。いわゆる規制緩和が進んで、とりわけベンチャー企業などにとっては、いろいろなことができるようになっていいことだったと思う。ただ、アメリカだったら上場会社がおよそやらないようなことも、例えば妙な種類株式を大量に発行するとか、そういったこともできるかのような印象を世の中に与えてしまい、現実には堂々たる一部上場企業がそういうことも検討したいということを行っている。これはやはり問題であって、一部上場企業たるものはかくあるべしという制限を、会社法の制度とは関係なく、取引所が示すべきではないかと思っている。

以上、当初の検討項目に沿って勝手な提案をいろいろ申し上げてきたが、最後につけ足したいと思うのが、金融機関の競争力強化だ。これは東京金融センターということとは関係ないようにも思われるが、やはり東京の金融機能が高まるには、もちろん海外からいろいろな人がやってきて、競争して自由にやっていただくというものもあるが、国内の金融機関が国際的な競争力を強めて、そのマザー・マーケットである東京が発展するという図式も同時に進めていいんだと思う。これは、もちろん各金融機関の努力次第と言えはそのとおりだが、しかし、政府としてできることがあるのではないかと思う。それは日本の金融機関の海外におけるプレゼンスを強化するための施策である。具体的には、例えば中国や東南アジア諸国は日本にとって一番進出しやすそうなマーケットだと金融機関は思っているが、これらの国は、大体现地資本との

合併でないと営業してはいけないとか、一定の業務制限を課すといった規制がある。しかも例えばマレーシアでも、いわゆるフルライセンスというのが限定的に与えられたときは、残念ながらアメリカの金融機関とかシンガポールの金融機関が先に取得して、日本の金融機関はみんな落選してしまった。これは、もちろん日本の金融機関の努力不足もあるが、せつかく政府はEPA、経済連携協定をやっているのだから、そこにぜひ日本の金融機関を優遇するような項目を先方に入れていただきたいと考えている。

(上村主査) それでは自由討議に入る。ご自由にご発言いただきたい。

(齊藤メンバー) 一つ質問させていただきたい。

大崎メンバーのおっしゃっていたPOWLというのは、日本の当局か何かの有価証券届出は義務づけられているのか。

(大崎メンバー) その通り。国内における公募なので。

(齊藤メンバー) 私の理解では、世界中どこでも上場さえされれば、それはブロックで日本へ持ってきていいということになって、日本の証券会社はそれでファイナンスしていると。

(大崎メンバー) それは、いわゆる外国証券の勧誘というもので、これは外国証券説明書というものを作成すれば、勧誘はできることになっている。ただ、新規の発行はできない。これは、あくまで流通している株式の売買の勧誘である。これは、昔からやっている外国証券説明書による外国証券の勧誘である。

(伊藤メンバー) 大崎メンバーのスライドの個人金融資産の有効活用という話に関連して、投資信託というのが一番そういう意味では分散投資になるし、いいはずだ。これは私の印象かもしれないが、日本の場合には手数料が高いとか手数料の競争がないとか、あるいは一旦売った後の説明が非常に不足しているとか、投資信託がどうもアメリカと比べて発達していないのではないかという気がする。何かご所見はあるか。

(大崎メンバー) いろいろなことが言われてきたが、着実に今増えている。例えば郵便局の投信販売が始まったということも大きなインパクトを持っており、投信の残高自体は、今、史上最大級になっている。したがって、割と時間のかかる話じゃないかなと思っている。

例えば手数料競争も最近は大分出てきて、同じ投資信託で販売証券会社によって手数料が違うというようなものも現実にある。また、ノーロードという、いわゆる販売手数料なしの投資信託も出てきており、いろいろ工夫されている。

(松本メンバー) 手数料は下がってきてはいるが、投信の販売額がふえた大きな理由の一つは、銀行の窓販の顕著な増加で、銀行経由は全体の5割を超えている。銀行が売っている投信のほとんどは手数料が非常に高い。彼らはアウトバウンドで営業しており、営業目標のために手数料率が高いものを売ってしまう。余り健康な成長ではない。

日本の投信の一番大きな問題は、パフォーマンスが悪いことだと思う。インデック

スなどと比較して、かなりパフォーマンスが悪い。この最大の理由は報酬体系にあると思う。日本の投資信託の殆どのファンドマネージャーは、どんなに儲けようが損しようが、基本的に給料は変わらない。アメリカにおいては、どんな運用者であっても、運用成績とボーナスがある程度連動している。そういうインセンティブが日本の運用者にはほとんどなく、サラリーマン的な組織の中で運用している。もう少し言うと、サラリーマン的な運用会社では、社内手続き上、ファンドマネージャーはアナリストの意見を聞くが、どのアナリストも会社や社長インタビューの際に、アナリスト受けするプレゼンをする会社のことを、ファンドマネージャーにリコメンドする。すると、皆が同じもの買いに行って、割高のものを買ってしまう。売るときも同様に割高のものを買って、割安のものを売るような形になるので、運用成績が悪くなる。こうしたことが起こるのは、運用者が結果としてのリターンに対してボーナスをもらうのではなく、手続をちゃんと踏んでいるかどうかということを重視していることが背景となっている。

そういった面から運用者のインセンティブを変えていかないと、多分運用成績は向上せず、運用成績が向上しなければ、健全な形での投信市場の成長は見込めないのだと思う。

（斉藤メンバー）私は運用成績が悪いというのは、そのとおりだと思うが、日本の投資信託を運用している大手というのを見たときに、全部証券会社の子会社か、生保のグループ会社か、銀行のどこかのグループである。要するに、例えばスパークスの阿部さんが、小額の自己資金からスタートして、今1.3兆円ぐらいになったが、彼のように販売主体から影響を受けない、独立した運用会社というのは最近まで日本になかった。近頃ではよく話題になる小型株で、非常に高いパフォーマンスを出していた会社があるが、ああいったものは、大きなインパクトを投資信託市場に与えている。ハイネットワークの方だけをターゲットにして、日本人が運用しているものでもすばらしいパフォーマンスを出しているものもある。

いろいろな理由があると思うが、一つ物すごく日本で気になるのは、投資信託運用というものが、まず証券会社の子会社としてスタートしたことである。これは、もう今は変わったが、証券会社が一番もうけるディスクレショナリーアカウントだったわけである。株をバンバンぶち込んで、要するに投資対応の金を持ってくる。ところが個々のパフォーマンスに関係なく、個々のインデックスがずっと上がってきたから、昭和39年ぐらいまではある程度のリターンが出た。この資産運用業界は構造改革する必要がある。

（伊藤メンバー）それは自主規制でやっていただけなのか、何らかの規制、開示化した方がよいのか。

（大崎メンバー）それに関連しては、先ほど言い忘れたのだが、一つ重要な問題がある。まず税制上の取り扱いを変える必要がある。投資信託がタコ配をすることを禁止

する必要がある。つまり、今はインカムゲインもキャピタルゲインも、配当してもしなくても自由に扱えるように日本の投資信託というのは税制上なっているが、これはおかしい。やはりインカムはインカムとして配当しなければ、投資信託として認めないという税制にしないと、本当はいけない。アメリカや多くの国はそういうふうになっている。インカムゲインを勝手に、あるいはキャピタルゲインを勝手に配当するとか、インカムゲインとごちゃごちゃにしてしまうというようなことを認めている国は、ほとんどない。これが結局パフォーマンスをいわば偽装したり、販売攻勢をかけるときによく見せるために、例えば多目に配当しておくという、いろいろなわざを可能にしておき、やはりしっかりとしたパフォーマンス競争にならない一つの原因となっている。

(齊藤メンバー) これは生保の配当と同じだ。

昔どういうことをやっていたかということ、インカムゲインしか配当してはいけなかった。ところが、運用が稚拙で配当原資は小さい。そうするとどうするかということ、海外にペーパーカンパニーをつくって、そこへ株を移しておいて、そこから実際は元本は損をしているわけだが、あたかも収入があったような形にして、ミックスして配当を出しているようなことをやっていた。現在でも、かなり大きなファンドと言われるものがそれにちかひのではないか。本当にプリンシパルアマウントのエバリュエーションと運用益をセパレートに計算したらどうなっているのか。非常に人気がありいまだに、どんどん金が集まっている。

どうして日本でこういうことが堂々と通るのか。そういうことが外国人からは非常にプリミティブな国だなというふうに見えてしまう。

(松本メンバー) 投資信託のパフォーマンスについては投資信託会社が悪いことをしているわけではない。今のインカムゲインの話はちょっと問題があるが、これは特殊な問題で、一般論としてパフォーマンスの悪いことに関しては、別に悪いことをしているわけではない。成績がだめなだけであって、それを何かしらルール変更でよくなるかということ、そういう問題ではないのではないかと思う。

私は遠回りなやり方だけれども、投資教育やメディアの問題が非常に大切だと思う。日本の新聞と海外の新聞とでは、余りにも書かれている内容の質の違いが大きすぎると思う。大崎メンバーがよく言われているように、日本のいろいろな枠組みは、ほぼアメリカと同じぐらいよくできていると思う。少なくともアメリカを除いたら、世界一ぐらいによくできていると思う。問題は、それがうまくワークしていないこと。ワークしていない大きな理由は、結局、投資家であるとか個人であるとか、メディアだとか、実際に使う人たちが何かしらちゃんと見る目を持たなかったら、競争というか取捨選択は起きないと思う。恐らくアメリカなどでよく投資をやっている個人が、もし日本語ができれば、例えば買う投信、買わない投資というのは自分で選べると思う。日本の個人投資家はそれができなくて、銀行とか証券会社が薦めるものを買ってしま

う。したがって、時間のかかる方法、時間のかかるやり方ではあるが、そういう投資教育とか、そういったことを並行してやるのが大切だと思う。

また、政府が投資家保護などと言うが、余り言い過ぎるのは非常によくないと思う。保護、保護と言った瞬間に、みんな勉強するのをやめてしまう。

(フェルドマン氏) そのとおり。

(松本メンバー) 馬券購入者保護なんて言ったら、誰も買いに行かなくなる。自分で責任をとらなくてはいけないと思うから、自分で考えて行動をとるわけであり、保護、保護と言っている間に、みんな甘えてしまうのだと思う。一切面倒を見ません、勝手にやってくださいというように言い切らないとだめである。さもなくばコストを度外視して、国として本当に手取り足取りで投資家教育、投資教育をやるのかと。これは馬鹿みたいなコストがかかる。それを避けるためにも、そういう保護という考え方を一旦切って、自分で勉強するような雰囲気をつくっていかないといけない。これが実は非常に大切なのではないかと思う。

(上村主査) それは少しどうだろうかと思う。多摩川の河川敷で100メートル競走をして、看護師と救急車をたくさん用意することが投資者保護に当たると思っていたと思う。しかし、国立競技場のようなところで100メートル競走を行なう場合には、余計な保護は必要なくなる。問題は、国立競技場のようなマーケットの条件があるかということ。池尾メンバーも前から日本のシステムは安普請しすぎる、コストをかけ過ぎるとおっしゃっているが、投資家教育よりも前にそういうことのほうが大事であるとおつくづく思う。100メートル競走を国立競技場でやるためには、国立競技場をつくるためのコストがかかる。そのかわり、走り出してから責任を人に転嫁したり、お前は遅いから背中を押してやろうとか、そういうことはしてはいけなくなる。

問題なのは、本格的な競争ができる前提条件があるかどうか。フェルドマンさんのお話でも、それがいいのではないかということ随分おっしゃっている。今の投信の話も、結局は公正取引と信頼性の観念がないということで、これは投信だけの問題ではなくて、資本市場全体の共通の問題だと思う。

(松本メンバー) 投信に関して、公正取引と信頼性の概念がないというのは言い過ぎではないか。それは投信会社それぞれで、一応やることをやっている。ただパフォーマンスが悪いだけで、やることはやっていると思う。私は上村先生のおっしゃることに反対で、合成の誤謬の問題があって、そういう競技場までつくろうと言っていると、いつまでたっても、きちんと自分で走る人は出なくなる。

(上村主査) アメリカ的な自由というのは、行くところまで行っているのであるが、フェルドマンさんがおっしゃったRICOとかコンスピラシー(共謀)とか、SECとか司法取引とか、そういうさまざまな日本にはないシステムによってようやく維持されている。アメリカの行き方というのは、保安官とジョン・ウエインとライフルのある西部劇みたいなものではないか。この部分が日本には全部ない。証券取引等監視

委員会には準司法機能がないし、その場で行政処分ができない。したがって、エンフォースメントとルールメイクが同時進行するというマーケット規制ができていない。証券取引法にかかれていなくても、社会の状況がリーガルな問題について、ほかのいろいろな制度やシステム、社会の規範意識で賄っているという要素もない。私はこれだけの自由な証券市場を本格的にフル回転で使いこなすということを始め、わずか10年しかたっていない。アメリカは20年来、ヨーロッパはその前から、散々この分野で失敗してきている。その意味では、自由という点だけを最大化し、そこにその自由に相応しい規律が伴っていなければ、またもや失敗を繰り返すことになる。自由と言う点では、確かに国際的に見て、大きく立ちおけている点は余りないと思うが、底だけ見てはいけぬ。そこに公正取引とか、過度な自由に対するチェックのシステムとか、そういう体制あるいは標準装備がない。そうした状態のままであれば、これは総合的に見れば大きく立ちおけていると言えるのだと思う。

（池尾副主査）上村先生のおっしゃっていることに、私は基本的に同意するが、ディマンディングな投資家を育成するという必要性は、他方で大きくあると思う。ディマンディングな投資家というときに、個人投資家というレベルと機関投資家というレベルがあって、最終的には個人に対して投資教育をするなりして、もっと金融リテラシーのある個人に成長してもらわなきゃいけないということであろうが、とりあえずは、それは長期的課題である。したがって、やはり質のいい機関投資家を厚みを持って形成するというのが、とりあえずの課題としてあると思う。

そういう投資家が、受託者責任を踏まえた行動をとってくれば、個人の認識とカリテラシーがそれほど現状と変わらなくても、随分状況は改善すると思う。したがって、まずはディマンディングな機関投資家を育成することが重要。その機関投資家に関して、受託者責任を重視するような仕組みを用意することから手を付けるべきであろう。私は上村先生がおっしゃるように、資本市場を支える制度基盤というのは、まだ日本ではようやく一通りはできてきたとの感触を持っているが、非常に分厚くはなくて、非常に薄っぺらなものが初期的にできた段階だと思う。今後それにもっと厚みをつけていかななくてはならないが、そのときに、どこから手がけていくかという話はある。だから、最終的にでき上がる姿は、おっしゃったような姿であってとして、どこから手がけていくかと言うと、やはり繰り返しになるが、質の高い、ディマンディングな機関投資家が厚みを持って存在するように図っていくということではないか。

（松本メンバー）おっしゃる機関投資家というのは、具体的に言うと運用者か。運用者というのは他人財産を運用している人と、それとも自己財産を運用している人のどちらをイメージされていらっしゃるのか。

（池尾副主査）ファンドのイメージである。

関連する話だが、日本の場合、公的年金のシェアが非常に高い。厚生年金の民営化のような話につながるかもしれないが、公的年金は今のままにしておいて、それでそれ

以外の民間の分野で今申し上げたような機関投資家を育成していくのは、現実的かもしれないけれども、全体像から言うと、少し物足りないような気がする。公的年金という巨大なファンドを、もう少ししっかりディマンディングで、信頼性のあるものにするようなことを考えた方が、制度改革という点ではインパクトがあるように思うが、いかがか。

(齊藤メンバー) 事実として、日本の公的年金は世界最大だがパフォーマンスは最低であることは有名な話である。

先ほど申し上げたことと関連するが、こういうところで例えばどういう人がトップをやっているかという、運用なんて全く人生で経験のなかったような人たちがトップを占めている。こうしたことはアメリカでは許されない。

おっしゃるとおり、日本の運用会社、例えば先ほどから言うように生保や投資証券会社や銀行の子会社ではまったく運用の経験のない人が社長や副社長になったりしている。運用の独立性がプロフェッショナル化していない。信頼性のルールをどうしているかは別として、池尾先生がおっしゃるとおり、日本は運用体制が非常にできていない国であるということはいえる。

例えば金融庁のペナルティーの基準が不透明で、ペナルティーを課す数が増えたという話は、外国の方や日本の業者からも聞くので、正しい内容が含まれているとは思う。かつてはご案内のとおり行政指導が厳しかった。この行政指導こそ全く意味不明で、何でもすべて大蔵省に行っていたわけだが、大蔵省で窓口になる人によって、答えがくるくる変わった。このような、法律にもどこに書いてあるかわからないような行政指導だけはやめようということを、ビッグバンのときに物すごくやった。それでいろいろなことがあって、金融庁と財務省が分離したけれども、金融庁も行政指導は行わないという形になっている。

この結果、いわゆる事後管理、監督になっているわけであるが、かつては行政指導によって、事後的に指摘されるようなことは事前に止められる可能性があったが、今は、事後的にチェックして、これはとんでもないことをやっているじゃないかとか指摘する。私はすべて上村先生に賛成ではないが、やはり後でチェックして問題を指摘されるというのは、注意を受ける方にも基本的には改善点はあるのではないかと思う。

もう一つ、65条の問題について大崎メンバーもおっしゃったが、もう一度きちんと見直すときに来ているのではないかと思う。ただ、ヨーロッパ系の金融機関の方の話を聞くと、当然ある程度のファイヤーウォールはなければならない。ご案内のように、アナリストと引き受けがファイヤーウォールを厳格にしたのと同じで、やはり銀行系の証券会社が主幹事になって、銀行が金を貸しているところの会社がおかしくなったので、エクイティーファイナンスをやらせるなどということは、あってはならない。だから、65条は改正するにしても、アメリカでも立っているような何らかの厳格なファイヤーウォールのようなルールをつくりながら、もう1回見直したらどうかと思う。

それから、フェルドマンさんが指摘した少数株主の保護は、日本は今度の改正で非常に厳しくなった。スクウィーズ・アウトを認めない。例えば今いろいろな株が監理ポストに入っているが、ああいう株を大規模に買い集めている投機家のような少数株主がたくさんいる。これが55%とか70%の株を持った新しい株主の前に立ちふさがって、少数株主権を振り回しているという現状もある。だから、少数株主については、ご案内のようにアメリカにはスクウィーズ・アウトという制度があるし、日本ではむしろスクウィーズ・アウトが会社法でできるのではないかと思っていたら、今度10月にすべてにTOBをかけることになった。今金融庁が指導して、ありとあらゆるものにTOBをかけさせられている。これはどうかと思う。

(フェルドマン氏) 幾つかコメントをいただいた。まず事前と事後の区別だが、法律学者の話を聞くと、オウンコードははっきりした区別ではないということだそう。というのは、例えば消費者金融が非常にいい例だが、何をやっていいかわからない段階で、後になってこれはだめだと言われれば、事前にいいと思ったことでもだめになってしまえば何もなくなる。事後チェックであれば、事前には何をしていたかわからないということで、すごく迷っているところがあるから、やはり抑制効果と事後チェックのバランスの問題である。今は、多分事後チェックばかりやっているということだから、SECも同じだが、金融庁も「ほら、悪いことやっているじゃないか」ということを言って、自分が偉いという印象を与えることができる。

(松本メンバー) ノーアクションレターの使い勝手が良くない。

(フェルドマン氏) その通り。だから、そういう意味で、抑制効果と事後チェックのバランスがとれていない状態ではないかと思う。そういう意味で、違反に対してどういう措置がとられるかを何らかの形ではっきりしてもらわないと、事後チェックが結局すべて抑制ということになってしまうのではないかという声をよく聞く。

65条に関してだが、これは社内にもファイアー・ウォールはあるし、もちろん資産運用会社もあるが、資産運用会社の親会社は株を買える上限が決まっており、あまりいいお客さんではない。

(斉藤メンバー) 30%。

(フェルドマン氏) その通り。そうしたルールがあるので、資産運用会社がサービスするインセンティブが比較的弱い。これはやはり信頼性だと思う。

これも信頼性の問題だが、実は弊社も米国で一回問題になったことがある。2年前ぐらいだが、モルガン・スタンレーがつくっているファンドをモルガン・スタンレーのリテイル・ネットワークスで売ろうということをして、それはだめだと言われた。これは妥当だと思うが、こうしたことも日本では余り進んでいないのではないかと思う。

もう一つ、斉藤メンバーがおっしゃるように、トップにどういう人間がいるのかということは非常に大きいと思う。例えば20年前だったら、米系証券会社のトップはや

はりインベストメント・バンキングの人が多かったと思う。今は、誰がいるかという
とトレーダーである。

（松本メンバー）トレーダーかコンプライアンスのどちらかではないか。

（フェルドマン氏）その通り。

（齊藤メンバー）特に証券会社の社長はトレーダーが多い。

（フェルドマン氏）そう思う。これも非常に、市場に合った動きではないかと思う。

少数株主の話だが、海外の投資家からも、取引において、自分の権利が奪われてしま
ったのではないかという話を聞いたことがある。もう一つ、ここで指摘される問題
として、日本はこういうことをやりましたといっても、それが海外に知られていない
ことがよくある。例えば3年、4年前に日本で悪い経験があったので、日本はこうじ
ゃないかと、まだ思っている人はいるのではないか。

一つ例を申し上げると、債券取引で源泉徴収について難しい手続きがあって、やって
みたら、保管期間が変わったときに源泉徴収の権利がなくなったと言われて、日本国
債はもう手をつけないと決めた海外の投資家もいる。財務省のうちの理財局の方にこ
れをどう思うか問うと「それはもうとっくに改善されている」ということだった。1
回悪い経験があると、それ以降の改善があっても情報が広がっていない。

財務省が国債を非常にうまく世界中にPRしている。これは非常にいいことである
し、日本政府が非常によくやっているところである。やはり国策というより理財局の
海外PRあるいは国内PRが非常にいい。ちゃんと海外に行って、ちゃんとウェブサ
イトもあるし、ちゃんとすぐ返事をする。やはり売るインセンティブがあるところは、
能力を身につける。だから、どちらかと言えば松本メンバーがおっしゃるように、イ
ンセンティブをつけてみんなに勉強させないと絶対にうまくいかないという非常に
いい例だと思う。

（菅野メンバー）先ほどのフェルドマンさんの話の関連で、事前・事後のチェックの
話だが、基本的に我々現場のサイドから見ていると、事後チェック体制への移行は当
然それなりの進歩だと思うが、例えばこれをやったらこういう罰則が適用されるとい
う予見性がないまま今進んできているので、当然我々としてはそれを事前に例えば金
融庁に聞くが、日本語で聞いても返ってこない。だから、英語だったら当然もつと返
ってこないと思うが、そもそも言葉以前の問題があるのではないか。金融庁もおそら
く抽象的な質問に対しては答えられないとか、そういう話になってしまっていて、や
はり制度設計自体に不備があると思う。ビジネスの世界では常に、新しい取引がどん
どん行われていくが、このワーキング・グループにおける重要な論点でもある監督当
局とプレーヤーとの間のコミュニケーションをどうとるかという問題になったとき
に、金融庁に投げた質問が結局たらい回しにされてしまうと、プレーヤーは何も動き
がとれないということになってしまう。

したがって、匿名性は担保したうえで、その問題のエッセンスを、例えばウェブサ

イトか何かで公開してもらって、そしてそれに対してこうやるという一種の判例的なものをどんどん積み上げていけば、ある一定の期間後には全部開示するような形にすれば、透明性は多分担保されるのではないか。そうすると一部の人だけではなくて、いろいろな人にメリットが及ぶシステムになるのではないかと思う。

（大崎メンバー）何故ノーアクションレターを請求されないのか。

（松本メンバー）ノーアクションレターは使い方が難しいため、非常に使い勝手が良くない。

（大崎メンバー）どういうところに難点があるのか。

（松本メンバー）要件が厳しいのではないか。

（大崎メンバー）書くべきことは、特に決まっていないのではないか。

（上村主査）ノーアクションレターをそもそも出したがらないのではないか。

（フェルドマン氏）多分、三権分立になっていないから、ノーアクションレターをお願いしたら、何か検査されるときに、嫌なことを言われるという脅迫感があるのではないか。

（斉藤メンバー）それはアメリカも同じである。

（フェルドマン氏）証券はそうだが、銀行は少し違う。

（斉藤メンバー）銀行は違うが、アメリカでノーアクションレターを要求したら、次の検査のときにチェックされる。

（上村主査）ノーアクションレターの量はものすごい。

（菅野メンバー）ディスカッションできるオープンな場がない。やはり結局のところ、最後はオープンな場でなくて泣き寝入りになってしまう例が実際にある。まさにそこは透明性の問題だと思う。

次に、先ほど松本メンバーのおっしゃった、投資信託の運用パフォーマンスが悪いという話だが、自由な参入を促して新機軸をつくる例をどんどんつくってあげればいい。ただ、今マクロ的にやや残念なのは、外国での運用パフォーマンスが一番いいことである。外国の方が株は上がっているし、債券利回りも外国の方がいい。また、先ほど大崎メンバーがおっしゃられたように、日本の投信では一種のタコ足配当が事実上可能なため、実現していないキャピタルゲインもどんどん投資家に配当されている。これはまさにタコ足配当である。それでさらに円安が進むというマクロの問題とも非常に絡んできている。今は国内で運用成績を幾ら0.1%刻みで争っても、海外に持っていったら数%という高い利回りで流用できてしまう。だから今の投信に組み込まれている資産の多分半分近くは外国のものであるという非常に異常な状態が起きている。そのところはマクロの問題とも非常に絡んでいる。ただ、この場では、もちろん一般的な金融教育に関する議論もいいが、もう少しやはり制度的な議論の方を、ぜひ集中してほしいと思う。

（上村主査）これだけ自由度の高いマーケットを時々刻々きちっと規律して運営して

いくという体制がない。例えば何か不祥事が起きると、いつもその時点では違法ではないと言うが、明日から違法になる。ライブドアのトストネットもそうだし、村上ファンドもそうである。なぜそうなるかという、金融庁は違法だと言ったら、金融庁が今まで何をやってきたんだということで、金融庁の責任になる。明日から違法にするが今は違法ではないと言えば、自分たちには責任がない、法の不備だという話になる。

要は法が現在進行形で機能していないところがあって、何か問題が起こると事業者規制の方でその部分を埋め合わせしようとする。もともと免許とか登録とか金融庁に権限があるから、最後まで争ったりしない、行政訴訟をおこされることはないだろう。業者規制の処分がふえているというのは、それは一見事後規制になっているという意味では、斉藤メンバーがおっしゃったように積極的に評価できる面はあるが、しかし、本格的な市場規制ができていない部分をそちらで補っている面がかなり強い。やはり許認可権を背景にして行政処分ができています。市場の話というのは、実質判断でルールを運用しようとするれば争われる。争われたときには、刑事手続中心で最高裁まで行っていたのでは市場の規律は確保できない。アメリカのように、現場で違法行為を認定して、現場で処分して、現場でルールメイクして、現場でエンフォースメントをやってという、そういうことをしなければもたないところまで、マーケットのルールというのは緩和されている。しかしこうした実質的な法の運用がいやだということになれば、事前の予防的規制が不可欠になる。確かに大崎メンバーがおっしゃったように、例えば大量保有報告書は機関投資家にとっては余りにも厳格過ぎておかしいということになるが、それでは困るというのであれば、例えば村上ファンドの行為に対しては、あの瞬間もう法の運用が実質判断で、法の解釈でできていなければいけないのだ。ほかにもユニバーサルバンクでいくのなら、実質規制というか、そういう法運用ができなくてはならない。日本の最高裁では最近、日本商事、日本織物加工、投資者保護基金、それから蛇の目と、高裁の形式的な法運用を実質的な運用で覆す例が続いている。ライブドアでも村上ファンドでも最高裁の判断を、まだ日本では聞いたことがないが、最高裁はこのところ、この分野では実質判断を重視していると思う。

それがいやなら、自由に対して警戒的なシステムでいかななくてはならない。ヨーロッパは今でも自己株の取得は公開会社については原則禁止であり、種類株の自由も余りなく、企業再編の自由もそれほどなく、最低資本金の基準は厳格であり、ストック・オプションも重視しないし、市場集中原則も捨てていない。やはりもとに戻るのかという話になるが、欧州型がいけないと論理的に克服されたわけではない。

(池尾副主査) おっしゃっているとおりだと思うが、前回は申し上げたとおり、やはり監督当局のリソースが少ないということが、そういう形の対応を強いているところがあると思う。国家公務員の形で増員するという意味は余りないと思うが、もっと柔軟な雇用形態を認めるような形で、当局は監督当局のキャパシティーにもっと余裕を

持たせなければならないのではないか。

（上村主査）アメリカでは私人がそういう様々な役割を果たしていると思う。

（松本メンバー）まさにおっしゃるとおりで、人材が足りない。実質的なエンフォースメントを担保するのは、最後は人だけだと思う。どうやって人、専門家をふやすかというのは、非常に大切だと思うが、では金融庁に専門家をふやそうと思っても、もともと世の中にいない。世の中にそういう金融に詳しい人がいない中で、金融庁にだけ集めることはできない。あるいは今、上村先生もおっしゃったように、そもそも行政が何か見る前に、きちんとチェック機能が働かなければいけない。それはマスコミであったり自主規制機関であったり、あるいは社内の中で相互に牽制し、そもそも行政に行く前に直っていなければいけない。そこでもやはり、人材がいなければいけないと思う。

そう考えると、我々がやることでよく陥りやすい問題として、短期的には合目的で長期的には全然どこにも行けないということが多い。きちんと教育であるとか、全体にリテラシーを高くしていこうということは、1年後、2年後にはその結果は出ないかもしれないけれども、すごく大切にきちんと打ち出さないと、いつまでたっても短期的に逃げるだけで、いつまでたってもゴールにつけないと思う。

（池尾副主査）大賛成だと思う。3つぐらい層があると思う。実際の市場参加者の自己規律のような層と、自主規制機関の層と、それから行政の層のようなものがあって、それがそれぞれ厚みを持っていないと市場の秩序を活力として並行しながら維持するのは無理である。その3つの層のそれぞれにおいて、まだ薄っぺらだというのが日本の現実であるから、そこを全部厚くしていかなければいけないというのは、大前提として言えると思う。

ただ、行政の層もやはり薄っぺらくて、フェルドマンさんのプレゼンテーションで金融審議会が機能不全だというのがあった。金融商品取引法だとか、制度整備については有効な面もあると思うが、一つ象徴的なことを言うと、金融審議会には第一部会と第二部会と、2つ部会があるが2つの部会を同時並行でやっていく事務能力がない。2つの部会を、同時に事務局として支えていくだけのキャパシティを、今の金融庁は持っていない。だから、交互にしか開けない。第一部会が主要な課題を抱えているときは、第二部会はお休みかワーキンググループぐらいしかやっていなくて、それが一段落すると第二部会を開いてというような形になっている。

（田村大臣政務官）本当に人がいないことが問題。

（池尾副主査）そう思う。しかしおっしゃったように世の中にもいない。

（田村大臣政務官）内閣府にもいない。政府税調についてもきわめて不十分である。

（松本メンバー）リボルビングドア方式で人を集めるしか方法がない。

（大崎メンバー）人を増やすという話も大事だとは思いますが、私は先程上村先生がおっしゃった実質判断が何故できないのかという話こそが、重要な論点だと思う。それは

日本の法律学がそういう志向が強いと言ってしまうと、何か宿命論みたいになってしまうので、私はそういうふうには考えたくはない。むしろ、これは制度的対応ができるのではないかと思っている。例えば、なぜ証券取引所が非常に画一的にしか上場廃止基準を適用できないのか。例えば彼らは某鉄道会社を上場廃止にするかどうか検討したときに、上場廃止基準を読んだら「有価証券報告書の虚偽記載」というのが書いていなかった。「財務諸表の虚偽記載」というのは書いてあったけれども「有価証券報告書の虚偽記載」というのが書いてなかったという理由で、非常に逡巡したが、最終的には実質判断で外した。だれが見ても問題ないはずなのに、なぜそんなことで逡巡するのかというのと、やはり手続が整備されていないからである。誰が決めたんだ、上場部長が勝手に決めたんだろと言われるのが怖いからである。

だから、例えばそういうことを担保するには、何かパネルみたいなものをつくって、例えば不利益を受ける人にも意見を述べる機会を与えて、裁判というと大げさだが、ある程度のディスカッションをした上で理由をつけて上場廃止にするという手続があると、大分楽になる。同じことが金融庁にも言えて、例えばトストネットの問題にしても、既にクロス取引は市場における買い付けとはみなせないという神崎先生の論文もあったわけだから、何故その場であれは問題だと言えなかったのかというふうにする反面、もし逆に金融庁がそれを言っていたら、今度はまたハチの巣をつついたような騒ぎになっていたと思う。つまり、恣意的に法解釈をして、裁判でも何も認められていないのに何を言っているんだ、それこそ裁量行政だという声が、もうわあっと起こる。

それを担保するには、私はやはり合議制とか、審尋みたいなシステムを入れることだと思っている。今の証券取引等監視委員会というのは、エンフォースメントの機能だけを担っているが、残念ながらエンフォースメントというのはある意味では一番合議制になじまない問題である。つまりだれを捕まえにいくかというのを合議しても余り意味がない一方で、こういう実質解釈の問題というのは合議し、かつその議事録も公開し、投票して決めるということになじむ問題のような気がする。だから、よく日本版SECという話はあるが、私は金融庁を解体して日本版SECにするということは絶対よくないと思うので、それは反対だが、そういう実質判断を可能にする機能をつけた上で金融庁そのものを合議制の委員会にしてしまうというのであれば検討に値すると思う。

(上村主査) 大事なのはそういう機能である。

(フェルドマン氏) ガバナンスの問題は非常に大きいと思う。今の金融庁の構造から言うと、すべての機能が同じ機構の中にあるということは、保安官、裁判官、陪審を同じところでやっているようなもので、当然、変な形になってしまう。

(大崎メンバー) それはSECもそうである。

(フェルドマン氏) その通り。だから、SECはおかしい。アメリカでも評判が悪い。

(齊藤メンバー) アメリカのSECは、逆に日本で一番批判されている金融庁とSECがくっついているような形態を実にうらやましいと言っている。アメリカは余りにもきれいに切り分けてしまって変えようがない。全く縦割りになってしまっている。

(フェルドマン氏) その通り。

(齊藤メンバー) しかも商品がだんだん複雑化してきているときに、まさしくアメリカでも同じような問題が起きている。

(フェルドマン氏) だから、アメリカの制度はまねしない方がいいと、今言い切っていると思う。だって、いろいろな制度の競争の中で、アメリカは今負けている。イギリス、あるいはオランダ、オーストラリアが勝っている。だから、負けているところをまねするのはおかしい。この前イギリスのFSAの方にちょっと冗談で言ったのであるが、シティーはサーベインズとオクスリーの銅像を建てたいと言っている。一部が得をしているから。だから、SECとか米国のよくないところをまねしてはいけないと思う。

もう一つ、基本的にこの問題はガバナンスの問題で、三権分立を確立することが重要である。計画の機能、監督の機能、検査の機能を同じ機構の中で持つと、当然変なことが起こる。この3つの機能を分けて、例えば計画は市場といろいろな対話をやればいい。しかし絶対に公務員でなければならないのは、やはり検査である。監督は自主規制機関とか、そういうことでもいい。だから、今の人員でやるとすれば、検査にかなりの人員をさいて、残り的人たちが業界や消費者団体と一緒に企画立案を監督と別の場所でやってもいいと思う。そうすると、恫喝問題も少なくなるはずである。

(池尾副主査) 今の金融庁は3つのビューローに分かれている。その3局がおっしゃった機能に対応しているわけで、その局ごとのあり方というのは、おっしゃったようにもっと柔軟に考えていいということだと思う。

(大崎メンバー) 私はそれは逆のような気がする。今は、検査局の見解と監督局の見解が必ずしも一致しなかったりして、それで現場が対応に困っているというのが現実だと思う。

(フェルドマン氏) その結果として、この消費者金融の悲劇のようなことが起こる。縦割りで全然機能しない。内部に管理塔がない。

(上村主査) フェルドマンさんはSECがだめだとおっしゃっていたが、FSAとSECでは前提となるルールが違う。英国の会社法のルールは非常に抑制的であり、シティーのルールの権威は法より上で、ジェントルマンズ・ルールが尊重され、自主規制機関の権威は、そのまま法律だというぐらいの高さである。彼らのヨーロッパにおける時間をかけて形成されてきた法意識を背景にああいうシステムがあって、日本もつい最近までそうだった。そもそも、日本としてヨーロッパ型を選ぶというのも一つの選択肢としてあり得たわけだが、それが、いろいろな理由での規制緩和、それは本

来のあるべき規制緩和と病人対策としての規制緩和と両方が重なって、今の状態になっている。

日本は自由の方は、ヨーロッパ型ではなくてアメリカ型を結果的に選んでしまったのだ。そうなった以上はSECはないが、ルールはアメリカ型になっている。では、FSAにするかといったら、イギリス型のルールはやめてしまっている状況であるから、やはりSECの行き過ぎた点や批判するべき点もあるであろうが、それをSECと呼ぶかどうか別として、日本がそのような機能をつくっていくということに、フェルドマンさんは反対されないのではないかと思う。

(齊藤メンバー) 上村先生のおっしゃっていることはわかるが、今アメリカで、規制のコスト論争が非常に活発に行われている。結局IPOがロンドンと香港に行ってしまった中で、ハーバードのハル・スコット教授が先頭になって提案を続けている。これは非常に重要で、東京市場を国内にとっても国際的にもどう魅力ある市場にするかを考えるときに、参加者に異常なコストがかかる市場には、やはりだれも来なくなる。J-SOX法が適用されたら、今東証に投信を上場している欧米の運用者は、全部撤去してよそに持っていくと言っている。適用の仕方によっては、せっかく東京市場を魅力ある市場にしようと言って何か決めたとしても、税的にも、あるいは規制の面でもコストが高いという市場をつくったのでは、意味がないと思う。

だからといって、大崎メンバーが言うように、外国にだけベネフィットを何か与えるのもどうか。シンガポールはそういう政策もあえてやって、彼らの生き方を選んだわけである。ここでシンガポールのな、まさしく外国からさかんに投機的資金が流入する市場にするのか、いやこれだけの投資家とお金と、製造業がある国なんだから、やはりシンガポール、香港的なセンターとは違うというふうに位置づけるのか。そこは国民、関係者とやはりきちっと、まず定義づけが必要だと思う。そうしないと前に進められない。

(上村主査) 今のは大事な点である。

(齊藤メンバー) そういうことを少し論議していく必要があると思う。

(上村主査) 日本はやはり明治時代から成熟した市民社会を目指し、そして格差のない社会を目指してきた。そういった中で、それと調和した資本市場や株式会社制度を運営していくという高い目標を持っているので、そういうことに対する自信と自負を示すべきではないかと個人的には思う。そういう意味では、外国の資金を活用することは大いに結構だけれども、それは我々の国家のモデルとは到底無縁の存在だと思う。人口300万から400万の国の生き残り策を余裕を持ってみることは良いと思うが、そこはまったく違うと思う。これは国家のあり方に関わる理念の問題で、非常に大事なことだと思う。

それから今の監視体制のところで大崎メンバーとフェルドマンさんの両方に共通しているのは、銀行、証券、保険を一体に監督する仕組みである。これは前回、齊

藤メンバーからもそういうお話があった。そういう方向性は、これからの議論だが、一つありうると思う。

それから、取引所の自主規制機能だが、これは要するに監督体制がどうなるかという中で、取引所の意味や規制の意味が位置づけられてくるので、そこで一緒に議論することになる。東証がなぜ処分を行うことができないかという、訴えられたら自分を守れないからである。訴えられたら通常の司法手続きになる。なぜ公取がすぐ処分できるかという、これは同意審決とか勧告審決とか審判、審決をそこでやっていて、その上で処分できるから大丈夫なのである。SECもそうだと思う。やはり準司法機能があるので、現場で行政処分ができる。そして、そうした判断が一個一個積み重ねられてルールが作り上げられていく。こういう仕組みが大事だと思う。その辺をどう見るかというのがあって、そのうえで東証の位置づけがはっきりしてくると思う。

それから、これも前回も大崎メンバーからも提案があったが、証券取引所、金先、商品先物などを統合した総合取引所のようなものを検討するということがあろうかと思う。商品の中で、経産省系農水省系の相乗りすら出来ない状況というのはどう見てもおかしい。まして、金融・証券との相乗りなど出来ない。この問題は大きいと思う。

(田村大臣政務官) 経産省と農林省にそれを検討させるべきではないか。

(上村主査) 経産省と農林省が縦割りになっていて、その間の壁すら乗り越えられない。総合取引所というのは一つの大きなテーマになっている。

大崎メンバーがおっしゃった中では、むしろ外国企業を優遇してでもというようなお話もあったが、その辺はどうか。

(松本メンバー) FDI (海外直接投資) も去年は純流出などと書かれていた。基本的な考え方としては外国企業を優遇する必要はないと思うが、ただ、余りにも外が入っていない場合には、戦略として一時的に優遇等をしてでも迎え入れることも考えるべきではないか。

(大崎メンバー) 私が申し上げたかった優遇というのは、やはり国際企業取引は英語、英米法、英米会計関係にのっとって行われているという前提を考慮したものである。何かオフショアセンターのようなものをつくって、むやみに優遇すべきと言っているわけではない。実務上英語を使いたくても、いや書類は日本語にしてもらわないと困るということによって外国企業を遠ざけている。いろいろな条件が必要だが、限定的に英語を認めるようにすることも外国企業を優遇していることになる。そんな気持ちである。

(上村主査) それは丁寧に対応するということである。ただ、英語の会社法、金融取引法もないのでは。東証が中国の企業を上場させたいというにもかかわらず、東証は日本のルールの中国語版なんてつくっていない。それもないような状態で中国株を誘致しようと思っても、到底無理だと思う。それぐらいはやはりやらなければならない

と思う。

（川濱メンバー）中国の場合、英語での法的サービスは非常に広範にある。だから、英語圏の方が利用しやすいようになっている。だけれども、中国に日本のサービスはほとんど入っていない。中国の独占禁止法制定にも米国からは即座に多くのコメントがあったのに、日本からは公的な対応はない。隣国でありながら日本法の影響は乏しくなっているようである。

（上村主査）最近そうである。少し前までは彼らは一生懸命に日本の法律を勉強していたが、最近は日本を飛び越えて、アメリカ、ドイツの法律を勉強している。インドでは英語でビジネスが行われているし、ルールもイギリス法だしというメリットもあって、我々がそういう方向に向けて開かれた社会になっていかなければいけないのはたしかである。しかし、日本語で法律や社会科学がこれだけ学問として論じられて、しかも日本独得の学問もそこに花開いているという非西洋国家はない。だから、やはり日本という社会が、江戸時代から外国の制度に関心を持ち、100年間外国の法律を学び、日本語で全部訳して日本語で日本人の、創造性を発揮させて、日本の社会にふさわしい論理を、法のような世界でも考えることができるということの長所を十分に活かしながら、足りないところをも自覚するというのでないといけなように思う。

（松本メンバー）金融は流動性が高い。ユーロを例にとれば、政治や製造業にユーロという概念はあり得ず、金融だけにあり得る。ということは、金融というのは場所はどこでもいいわけである。そういう特質のものなので、日本語や日本的なものにこだわると、金融においては世界から全く相手にされないということは十分ありうると思う。

（上村主査）ノーベル賞も法律にはない。それはそうだと思うが、金融にしても、資本市場にしても、会社制度にしても、社会のあり方とか市民社会のあり方とか、そういうものと密接に関係している部分はあると思う。この分野で外国法をそのまま使うなどということはまずあり得ない。

（川濱メンバー）先ほどの事後規制、事前規制の話になるが、大崎メンバーがおっしゃっているパネルの傾向というのは、ルールメイキングが事後的に判例法におけるパターンを使って行われるのであればそれはそれでいいと思う。日本では従来やはりアメリカ型というよりも、事前に抽象的なレベルで法的判断を行うという形になっていると思う。それは変える必要があるのではないか。

その一つの変え方として、先ほどから話題になっているノーアクションレターとか、コンフォートレター等への対応がある。はっきりと事前に何が悪いかわかっていることには、強いサンクションも起こせない。強いサンクションで担保されれば、信頼性に従った行動をとるであろうという信頼を担保できるし、それがあから、逆に言うと新規参入業者が参入できる要因になってくると思う。

先ほどの投信の問題もあったが、投信で自己責任といっても、結局失敗したら責任

を負わされるのは個人なので、そこまで日本の投資者保護というのは厚くはない。そこで、買わないのはなぜかという、結局信用のあるところだけ買ったら、後でひどいことはないだろうという程度の、要するに保護されないということがわかっているがゆえに、安全な方についていくという、この発想が強い。逆に言うとパフォーマンスが一時的にいいように見えたとしても、そのパフォーマンスが今後も持続することがマーケットできちっと担保される制度が日本の場合はできていない。裏切り行為に対する法的なサンクションが十分機能しないから、変にだまされたりする。では一番信用できる人にやろうという傾向があったわけなので、そこから脱却するには、逸脱行為者に対しては逸脱をはっきりさせた上で迅速に、かつ逸脱によって得た利益に対してうまく課徴金等を課すとのが重要だと思う。

かつては、証券取引所の界限で、逸脱行為をやって、懲役になっても、またもとに戻ってきて同じことをやる者があるという話を良く聞いた。要するに、十分に利得を剥奪するような形でのサンクションを与えることが重要だ。これは先ほどはなしのあったRICOともつながっている。RICOが果たして何故組織暴力を抑止できたかという、結局利得が挙がらないだけの金銭的制裁があったからである。要するに、個別の警察の対応だけでなく、その逸脱行為によって利益を得ることが決してできないようにすることが一番怖いのである。そういった金銭的な利得、インセンティブを持たせるためにも、サンクションと、それを課す透明な方法がないといけない。そのためには、事前にきちんと詳しくわかるような、ノーアクションレターの充実が重要。ないしは、報復が怖いからノーアクションレターを使わないというのではなく活発に使ってもらえるようにすべき。事前に判断したことに対して、十分に透明な形で議論できるという場があることで、ルールに対する信頼性も担保できるのではないかという印象を受けた。

(池尾副主査) 法的伝統はどうしようもないかもしれないが、実践のレベルで英米法的なやり方を意識的に入れる努力をしてはどうか。

(上村主査) 金融庁や監視委員会は人が足りないと言うが、これは竹内昭夫先生の「法の実現における私人の役割」という本で詳しく論じられているが、人がいなくてもやれる体制というのが大事である。それは、一つはアメリカだったらbounty (報奨金) という形で、情報提供者に民事制裁金の最大1割の報酬で与える。これは非常によく機能している。つまり、税金で内偵をして、犯罪を摘発したらどれだけ金がかかるかもしれないし、人も要る。しかし、これだったら非常に安いコストで、しかも違法行為をやった人が払うわけだから、こんないいことはない。日本はなぜか経済学者もこういう分野では、コスト・ベネフィットの話をしなない。

それから、例えばクラスアクションで損害賠償という制度が非常に機能しているので、何も全部監督官庁が出ていなくても法目的は実現する。あるいは投資家が金融機関を訴えたときに、SECはアマカスキューリエ (法廷の友) という形で訴訟に参

加していく。そこに参加することで、民間の訴訟を行政目的にとって、より望ましい方向に向けさせようとする。こういうことをやっているし、いろいろな代表訴訟や差し止め請求なども活用している。

それから、外務員の言った言わないという類の紛議は、ほとんど仲裁で解決しているのではないか。アメリカの証券仲裁は非常に権威があって、裁判に準ずる効力を有している。SECの統計には出てこないが、これは非常に多い。それからもちろんディスクバリー（証拠開示）制度もあるので、被告が企業であっても、自分にとって不利な情報も提供しなければならない。要するに、アメリカ的自由を享受したいのなら、ルールを変えないで、監督機関の人の数ばかり言ってもだめだと思う。アメリカ型でいくということであれば、それはアメリカがこうした多様な手段によってようやく維持しているシステムであり、おそらくはそれがなければアメリカのシステムというのは維持できないのであろう。日本がこうしたアメリカ的な総合力を含めてアメリカ的な行き方をやっていけるのかが問題だと思う。これで行くなら全部取り入れないといけないかもしれない。その覚悟があるのだろうか、という感じがする。公取は例えば損害賠償訴訟があったら意見を述べるなど、そのようなやり方をとっている。

（川濱メンバー）公取には、一応アメリカ並みに裁判があったらそれに対して公取に独禁関係の訴訟も一たん連絡して、公取は意見を述べるということが可能だという制度はある。

（上村主査）損害額についてか。

（川濱メンバー）損害額以外にも、24条の差し止め訴訟にも入っている。

（伊藤メンバー）先ほど上村メンバーが整理したように、証券を切り分けた監督、SECのようなものをつくることに対するサポートというのは、ほとんどなかった。それから、主査が取りまとめたとおりが、少し問題になっていたのは、企画、監督、検査の三権分立が必要ではないかというフェルドマンさんの意見と、それから今でも意思疎通ができていなくて、意見が違って困るという現場の意見と、そこをどういうふうに理解するかという点。それから準司法的な機能を持ったものが必要だというのは、恐らく多くの方が述べられた。では準司法的な機能をどこにつけるのか、金融庁のどこにつけるのか。そこは、独立である必要があるのか。そのときの独立という意味は、どういう意味なのか。大臣を外すということがそうなのか。三条委員会云々という話があるが、それがSECということを行っている人たちの一番強調したい点なのか。そのときに、今のFSAの中にそれがいいのか、独立だから当然外に出るといふふうに考えるのか。出たときにそのほかの監督機関とどういう関係にあるのか、その辺の制度論を幾つか議論していただくべきではないか。SECと言った場合、みんな考えていることは違っている可能性がある。SECのどこの部分かが重要。それと、イギリス的なFSAと日本的なFSAについて、どこをどうしたら、みんなが望む形になるのかというのを、次回ぜひ議論したい。

(上村主査) そう思う。F S Aは自主規制機関のトップのようなところである。F S Aはカンパニーであり、運営資金はみんな業界が出している。

(大崎メンバー) 幹部は全部大臣が任免するので、自主規制機関とはいえないのではないか。

(上村主査) ホームページのアドレスを見るとガバメントになっている。しかし、形態はカンパニーになっている。非常に独特。

(大崎メンバー) それはS I Bを引き継いだので、たまたまそうなっているのではないか。

(田村大臣政務官) やはり企画部門は、イギリスでは財務省が持っている。

(上村主査) 本当に監督に特化した方がよい。法律をつくるたびに国会に行き、通してくださいと頭を下げているようでは、独立の監督はできない。だから、どうしても政策立案機能は切り離さないといけない。

(フェルドマン氏) 省庁をまたがるようなトピックスがたくさんある。

(上村主査) 私もそう思う。金融審でも、課徴金とか損害賠償責任の立証責任の転換とか規制強化の部分は、金融審自身が提案したわけではなく、規制改革会議で決めて閣議決定して、内閣府経由で金融審に行った。だから、確かに金融審は、やはり業界に厳しいことはなかなか言えない。

(池尾副主査) そうでもない。

(上村主査) このワーキング・グループでは、そういうことは余りにせずに議論すべきだと思う。

伊藤メンバーからもおっしゃっていただいた幾つかのトピックについては、これからいろいろ議論していきたい。なるべく横断的な切り口がいいのではないかと、取引所の改革について、かなり大きな総合的な縦割りを排除したものを構想してはどうか、規制監督体制のあり方については、やはり機能が中心で、違法行為にしても何にしても、時々刻々と実質判断できるような体制というのが必要だということではかなりの合意があるかと思う。

引き続きまたこうした問題について議論を続けていきたいと思うが、大体時間がきたので、よろしいか。

それでは、次回は、2月13日の1時を予定している。金融庁を交えていろいろな議論をするということになっている。

では、よろしく願いいたします。どうもありがとうございました。

(以 上)