

## 第4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19日(月) 13:00~15:11
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	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) 資本市場法制の現状と課題について
  - (3) 内外企業の視点から見た課題について
3. 閉会

### (配布資料)

- 資料1 富樫直記 フューチャーフィナンシャルストラテジー株式会社代表取締役社長  
プレゼンテーション資料
- 資料2 上村達男 早稲田大学法学学術院長 プレゼンテーション資料
- 資料3 経済産業省提出資料

---

### (概要)

(上村主査) それでは、金融・資本市場ワーキンググループの第4回会合を開催する。

本日は、ゲスト・スピーカーとして、富樫直記フューチャーフィナンシャルストラテジー株式会社代表取締役社長にお越しいただいている。

最初に富樫社長から金融・資本市場の課題についてプレゼンテーションを行っていただき、次に私から資本市場法制の現状と課題、及び公開会社法の2つについてプレゼンテーションを行う。

最後に経済産業省及び金融庁の方にも加わっていただき、内外企業の視点から見た課題について、経済産業省からのプレゼンテーションを行っていただく。

今回は、それぞれのプレゼンテーションが終了するごとに、各テーマについて自由討議を行う。

それでは、富樫社長から15分程度で最初のプレゼンテーションをお願い申し上げます。  
(富樫社長) 富樫です。

私の問題意識は、金融・資本市場を取り巻くインフラである。会計や法律や規制について、今日本ではイギリス的なものとアメリカ的なものが非常に混在し、混乱を来しているのではなかろうか。イギリス的なものをやや広く捉えると、EU的なものと言えるかと思う。私は日銀に入って14年間勤務し、その後退行して現在金融機関のコンサルティング業を行っているが、よく思うのは、アメリカ的なものについての研究は非常によく理解されていると思うのだが、それに比べてヨーロッパ的なもの、イギリス的なものについては、やや金融界においても研究が乏しいのではないかということである。その問題意識のもとに池尾副主査のご紹介でイギリスについてお話をするとということになった。

まず2ページ目を見ていただきたい。イギリスの金融市場、金融政策、それから金融制度、それから業界の変遷について、ビックバン以降を見てみると、ちょうど日本が10年から15年イギリスの後追いをしているのではないかと思う。旧金融制度調査会で、主にアメリカ的なものを研究しながら制度改革が行われたものの、実際の結果は、イギリスとほぼ同じようなことが10年、15年遅れて起こっている。

例えばリレーションシップ・バンキングの強化、企業再生とか企業買収、ローン売買市場の成立、それから銀行の年金窓販の急増等は、ちょうど10年前、90年代の初め頃イギリスで見られている。

ここで注意すべきことは、86年に金融サービス法が制定されたわけだが、それがこの2001年の金融サービス市場法に進化するまでは、イギリスにおいても15年かけていろいろ試行錯誤をし、市場といろいろ対話をしながら時間をかけて行っているということである。

次のページだが、私は経済の専門家ではないので、専門のエコノミストの方の分析にゆだねたいと思うが、金融だけではなくて、GDPと失業率と財政収支等の経済・財政の状況も、深度の違いはあるにせよ7年から9年ぐらい遅れて、同じようなサイクルをたどっているのではないかと単純に感じている。

4 ページは、イギリスが大きく変わるきっかけとなった86年の金融サービス法が、どのように制定されたかという背景と経緯である。

まずイギリスでは、もともと金融業界において法律をつくるという考え方はなかった。ところが、1974年、不動産バブルを中心とした高インフレの中で、銀行が多く倒産して第2次銀行危機が起こった。それを受けて、79年に初めて銀行法という明文化された法律が制定された。また、証券業務についても、法律というものは当時存在せず、投資業務は貿易産業省がある意味監督機関であり、業者は貿易産業省への届出だけで投資業務を行っていたのだが、それだけでは不十分であろう、何らかの成文法をつくるべきだろうという機運が高まってきた。こういう機運と軌を一にして、80年代前半、投資業務を巡る事件、不祥事というものが続発した。これを受けて84年、政府がイギリスのガウアー教授に、どういう形の規制監督体系を設ければいいのかということについて研究を委託し、その報告書の中で、アメリカ的なSECのようなものではなくて、実務家の専門的知識を活用できて、迅速柔軟な対応が可能な自主規制団体というものを併用した規制体系が提案され、これに基づいて85年、金融サービス法案が出されて、86年11月に施行されている。

次のページを見ていただきたい。冒頭で、86年の金融サービス法の制定から2001年の金融サービス市場法への進化まで15年かかっていると申し上げたが、87年に施行された金融サービス法は、機関（組織）の監督と機能の監督を行っていた。というのも、銀行が86年のビックバンによって証券ブローカーを買収して、証券業務とか先物業務とか投資顧問業務というものを行うようになったからである。証券業務への監督と機関への監督が混合しているという状況の中で、イギリスが考え出した知恵が、しばらくはLead Regulator制というもので補完するという形であった。それから、98年にFSAが発足をした。これは赤字で書いているが、政府の機関ではない。運営は、認可している業者からの手数料で賄われている。

6ページに、2000年に金融サービス市場法ができるまでの間、どういう監督規制体系であったかを簡単に図に表している。こちらにListed Institutionとあるが、要は段々ユニバーサルバンク化が進んできたということである。銀行がさまざまな業務を行うようになってきた。注1を見ていただきたい。Bank of Englandにとって、当時金融政策を実際に執行する場として、短期金融市場が非常に重要だったわけだが、短期金融市場のメインプレーヤーについては、Bank of Englandが監督権限を留保したいという考え方があり、金融サービス法が制定される議論の過程の中で、短期金融市場のプレーヤーが全部自分たちの監督の枠組みから外れることを、金融政策の遂行上危惧したのである。Bank of Englandに当時、ホールセールマーケット考査局というものがあったのだが、金融サービス法によって認可された機関のうち、金融サービス法43条によって、考査局のリストに掲載された機関についてはBank of Englandが主たる監督者になるとした。具体的にはマーチャント・バンクやディスカウント・ハウス、マーケ

ット・メーカー等である。そのうち、証券業務とか先物とか投資顧問とか生保とかこういうことを業務として行っているものについては、貿易産業省のもとにSIB、これはやはり政府の機関ではなくて刑事訴追も可能な機関だが、こういう機関のもとにTFAやAFBD等の5つの自主規制団体ができた。自主規制団体も業務という点から見れば監督機関であるから、この部分についてはLead Regulator制という考え方をもって、こういう先物ブローカーとか投資顧問業者が先にBank of Englandのリストに掲載される機関になっていた場合には、Bank of Englandが主として監督をし、その一方でBank of Englandの短期金融市場に大きなウエートを占めない、リストに掲載されていない機関については、5つの自主規制団体が主に監督をすとしてしている。ただし、Bank of EnglandとSIBでは両者覚書を交換して、両者協調して情報交換等をするということがしばらく続いた。

その中で、97年から金融サービス法を市場法にしようという議論が実際に動き出し、2000年に市場法ができたわけである。

次の7ページだが、Lead Regulator制が導入された当時において、金融機関の監督機関としてのBank of Englandの経営目的とは何であったのかを説明したい。もともとBank of Englandは民間銀行だったので、英蘭銀行法には中央銀行としての目的規定が書いていなかったわけだが、90年代の初めにBank of Englandがみずからそれを規定した。特筆すべきことは、その経営目的の中の第3番目に英国金融市場の競争力を向上させるという目的規定が盛り込まれた点である。その点においては、金融サービス法ができたときのイギリスの政府が目的として掲げている英国金融市場、シティの競争力向上・維持ということと、中央銀行の経営目的は一致していたわけである。そして、さらに経営哲学の2番目であるが、そういう観点から、意見を市場に押しつけるのではなくて、建設的なサポートを行うために必要に応じて介入をするべきであるということが哲学として謳われている。

次のページを見ていただきたい。しばらくはLead Regulator制の考え方でSIBとBank of Englandが金融・資本市場というものを監督規制していたわけだが、98年にFSAという機関ができた。FSAは、ここに7つのプリンシパル（原則）が掲げられており、特に3番目、4番目、5番目のプリンシパルにおいても英国の競争力の維持、そしてコストとベネフィットのバランスをとるべきだということになったのである。このコストとベネフィットのバランスをとるべきだというのは、今日のEUにおける金融サービス業に関する監督規制体系にも脈々と受け継がれている部分である。

9ページを見ていただきたい。以上の点をまとめると、イギリスの金融当局が歴史的に金融・資本市場に対して基本的にどのような対応姿勢で臨んでいたかであるが、これは私なりの整理であるが、まず「市場を尊重」ということであろう。そして何よりも「イギリスの金融市場の競争力を維持・向上させる」ということが最も底流にあると思う。それらをもとに、4つの考え方が規制や監督を支えている。

1つは「自主性の伝統」である。特に自主規制の方が機動性や即応性において法律より上位だという考え方がある。

それから、2つ目、3つ目であるが、先ほどのBank of Englandの経営哲学にもあったように、利害調整役ではなく、「市場の競争力の維持・向上のためのイニシエーターもしくはファシリテーター」としての考え方である。そして、「市場の失敗はあり得る」という前提である。特にこの2つ目に、90年代前半のロンドンアプローチについて書いてあるが、当時90年代の初めにユーロトンネルとかGPAが蹉跌したときに、多くの金融機関がかなりのエクスポージャーを抱えていたのだが、その間に、ゲームのルールからすると、本来生き得るべき可能性があるところを誰も介在しないと死ぬ可能性がある場合において、マーケットの不完全性が感じられる場合BOEが入っていきこうとした。また、Financial Law Panelというのは、これはやはりデリバティブ等の取引がシティで起こったときに、Bank of Englandが金融機関の方々と法律の専門家と一緒にパネルをつくって、そこに意見書を出していく。その意見書を参考にして係争等で判例が積み重ねられていくというきっかけをつくったケースがある。

基本的には、これは「対話を重視している」ということである。当時、日本の金融機関から、何かBank of Englandはイギリス金融機関のために有利になるよう働いているのではないかという批判を当時耳にしたことがあるが、いずれにせよ、理念としてはそういう2つ目もしくは3つ目の理念を掲げていた。

その理念の前提になっているのは、4つ目の考え方にもあるように、「市場というのは必ず失敗することがある」ということである。その観点から言うと、市場は常に変化しているということである。よって、競争力を維持・向上するためには適者生存、変化に対応をした規制なり、法なり、会計というものをやっつけていかなければならないということが、私は歴史を振り返ってみるとイギリスの政府金融当局の市場に対する基本的な接し方の姿勢ではなかろうかと思う。

次のページを見ていただきたい。今申し上げた基本的姿勢というものはつい最近のイギリスのブレア首相の講演にも非常に脈々とあらわれている。

2005年にブレア首相が公共政策研究所というところで「リスクと国家」というタイトルで講演したが、特に例えば3番目でアメリカのSOX法について厳しい批判をしている。過剰な公的規制というものはけしからんということである。1番のところでは特に市民的常識（コモンセンス）について述べられている。ヨーロッパは非常に市民社会という考え方が強く、市民社会という考え方を前提として法律なり会計なり、規制というものを考えるということはEUもイギリスも非常に共通している。これが最近のEUにおける金融サービス業に関するいろいろな規制に関して、プリンシプルをベースとしている背景になっている。プリンシプルというものをつくって、すべてをがんじがらめのルールにするのではなくて、臨機応変に対応をしていくという考え方においてはイギリスもEUも共通していると思う。

また、解決策として具体的に提示していることが「一増一減」の原則である。規制を1個増やしたのだったら1個減らせということを政府が言っている。私が感心したのは、この講演の原稿自体はブレア首相が直接書いていないにせよ、首相自身が金融に関して非常に踏み込んだ講演をしているということである。

終わりに、次のページをごらんいただきたいのだが、イギリスのようなものを参考にすると、今の日本の金融・資本市場については、万国共通に、基本的には罪刑法定主義による法原則のもとにはあるが、結果としてイギリス的な市場運営というか、自主規制的なものと、アメリカ的なもの、例えば証券取引等監視委員会というものの両方を導入し、それらが混在し、混沌としているのではないかと思う。ある意味またさき状態になってきているのではなかろうか。

日本でもJ-SOXの導入が決まったわけだが、今アメリカではルールベースからプリンシプルベースへの見直しということが言われている。

1番目の混在、混沌というのは言葉を変えて言うと、プリンシプルベースとルールベースについて、もともと政府というか、国としての基本的方針が不明であるということが原因と思われる。不明なまま、旧金融制度調査会においてはアメリカ的なものを参考にしながら導入し、しかし結果としてはユニバーサルバンク化が起こって、これについては異論もあると思うが、コングロマリット化が起こり、コングロマリット化という現象を国、金融庁もある意味追認している。

その中で、結果として起こったことというのは、銀行、証券、保険の相互参入であって、アメリカ的なものとイギリス的なものが混在した状態のままですら今混乱が引き起こっているのではなかろうかと思う。

イギリスは何も、ヨーロッパとしてもそうだが、プリンシプルだけ決めて後は勝手にしろということではない。プリンシプルのもとでの重層的な規制監督体系になっていて、必要な場合はルールや、コード・オブ・コンダクトのような行為規範や、ハンドブックのようなガイダンスをつくったりする。要するに、それぞれの事の軽重に応じて、さまざまなレベルの柔軟な規制というか、市場を支える枠組みがある。

今回のワーキングの趣旨を読ませていただいたが、そこではオープン、自由、規律、信頼される市場ということが書いてある。

私は経済同友会の金融・資本市場委員会で副委員長をやっており、議論を進めているが、そこでもまず第一に重視しているのは世界に信頼されなければならないということである。日本は最近の不幸事で世界に信頼される金融市場ではなくなったという認識が背景にある。たしかに世界に信頼されることは非常に重要だが、果たしてそれと同時にその金融市場の競争力が維持・向上されていなかったら、極端な言い方だがお人好しの金融市場ができ上がるのではなかろうかと思う。

実際に、次の3番目、競争力の対象のところをごらんいただきたい。このワーキンググループでは、目的として金融セクターと経済の生産性の向上が謳われているが、

国という枠組み、法治国家の枠組みが独立して残る限り、だれのための競争力かという、競争力をもう少し狭隘化して利益といってもよろしいかと思うが、この視点というものが避けて通れないのではなかろうか。

ビックバン以降、フリー、フェア、グローバルといいながら、フリーばかりで、フェア、グローバルが伴っていないから不祥事が起きて、日本の金融市場は信頼がないと批判がたくさん出ている。しかし私が見る限り、例えば米系の投資銀行を中心に日本の拠点の収益、規模とも、はるかにビックバン以降は拡大している。恐らく彼らから見ると、「ありがとうございます。ビックバンのおかげですね。たくさんもうけることができました。」というところではないか。彼らにとっては収益の拡大に大きく寄与したということになろうかと思う。

アメリカの投資銀行がユーロのマーケットにどんどん参入してきた90年代の初めに、私は日銀のロンドン事務所に駐在していた。その当時既に日本の金融機関の競争力、金融市場の競争力が問題だという議論があつて、金融機関の競争力を調査しようということで調査をしたが、その調査を行った90年代の前半から半ばにかけて、既にゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーのイギリスの拠点には1,200名から1,500名いた。ところが、同じ90年代までは、これは松本メンバーが詳しいと思うが、日本には多分500名から600名しかいなかったと思う。今はようやく日本にも多分1,200名から1,500名いると思うが、これは外資にとってみれば、日本の金融・資本市場でのビジネスチャンスが増えたということではなかろうかと思う。そうすると、だれのための競争力かという視点がないまま信頼される市場をつくっても、果たして日本国にとってどういう意味があるのかという根源的なところを問い返す必要があるのではなかろうかと思う。

イギリスにおいては、これは後で経済産業省の方がお話しされるかもしれないが、金融のGDPへの寄与は拡大し、税収は確実にふえた。例えばイギリスの政府がやったことは、イギリスの四大銀行のミッドランド銀行を当時国内のロイズTSB銀行が買いたいと言ったのだが、イギリスの銀行に買わせないで香港上海銀行に買わせて、その条件として、持ち株会社を香港からイギリスに移管するようと言った。連結ベースでは利益はイギリスで計上されて、イギリスの税収は非常にふえている。その結果として、当時不良債権の累積を象徴する場所だったカナリーウォーフが、今やもう金融機関のスカイスクレーパーがそびえ立つ第二のシティとなっている。交通インフラも非常に整備され、イギリスは潤っている。だから、最後のところだが、非常に大きな話で恐縮だが、国益を定義付けすることが大変重要ではなかろうかと思う。次に参考として載せているが、これはイギリスの国益が定義されたものである。特に外交問題等、戦略的な国際的優先事項が定義されている。

次のページをごらんいただきたいのだが、アメリカでも2000年に共和党のシンクタンクが事細かに国益を定義した。

最後、15ページにブレア首相の講演があるのでぜひご覧いただきたい。そして、総合研究開発機構、これは上村先生もワーキングに参加されていたが、ヨーロッパ的なものの意義を日本にどういうふうに応用したらいいかということについて、たしか2003年から2004年にかけて非常に詳細な検討をし、ヨーロッパの当局、イギリスの当局のヒアリングも含めた立派な報告書ができた。これは非常に生かすことができるのではなかろうかと思う。

最後に、一番最後のページだが、これは伊藤隆敏先生も当時お会いしなかったが、私も一章書いたのだが、96年に、既に日本の金融機関、金融市場の競争力が非常に劣っている、これを何とかしなければならぬということで、日銀の中にも検討委員会がつくられ、当時学者の方々も加わってここで立派な本ができ上がった。しかしながら、96年には、これがつくられた途端に住専の問題が勃発して、政府の関心、当局の関心は全部不良債権処理に向かった。ここから空白の10年間は始まったわけで、金融・資本市場の競争力や信頼ある市場などということに関する基本的な検討は、もう90年代の半ばに日銀の中でも政府や学者の間でもやり尽くしているはずである。それでも答えが出ないというのはどういうことかということ、誰のための競争力なのか、国益というのを政府としてはっきり定義していないという根源的なことが決まっていないうえに、不祥事が起これば、市場が良くない、不健全だ、信頼されるべきだ、という議論になる。でも本当に競争力がなくていいのか、ということが、私は議論されるべきではなかろうかと思う。以上で私の説明を終わらせていただく。

(上村主査) ありがとうございます。

私も市民社会とか国益とか言っているの、何か似たような考えをお持ちだと思ってお聞きしていた。

それでは、しばらく自由討議ということにさせていただきます。

(菅野メンバー) 富樫さんが最後のところで強調されている国益とは具体的に何を意味しているのか、疑問形で終わらせているが、ぜひ富樫さんのお考えを伺いたい。特に金融市場から見た国益というのはどういうところにあると思われるか。

(富樫社長) 国益という観点で必ず問題になるのは、要するに日本の金融機関が競争力を向上させるべきなのか、あるいは日本の金融機関でなくて、日本の金融市場に競争力があって、日本の金融市場に金が落ちて、国の利益が増えればいいのかという、2つの議論があると思う。これは96年の「金融空洞化の経済分析」でも書いたが、当時の雰囲気は日本の金融機関が競争力を持つべきだという雰囲気があったのだが、私はこの中の1章のところで、必ずしもその必要はなく、第一義的に日本の金融市場が競争力を持つべきなのだと言った。金融市場が競争力を持つような環境インフラをつくれば、おのずと日本の金融機関も生きていくために、荒療治もやるだろうというのが私の考え方で、その考え方は今も変わっていない。

その前に、やはり国が何で生きていくかということが重要。つい最近のGDPを見



ても、結局は製造業による輸出が牽引しているのではないかとされているが、私は物づくり国家ということプラス、これから日本はその一方で、国内を見るとどんどんサービス産業化していくと思う。サービス産業の中でも、お金の流れを支える金融サービス業とそれからシステムを支えるIT、この2つがある程度しっかりしていないといけない。それは別に外資のプレーヤーがその分野に来て、日本においてしっかりしてくれてもまったく問題ないのだが、金融とIT、その上に物づくりの製造業という、この3つが産業的にとらえると国益に深くかかわっているのではなかろうかと思う。

もう一つ言うと、やはり資源エネルギーや食料、これは今後日本の将来的な国益の観点から非常に重視すべきで、そういう資源エネルギーの確保や食料安全保障という観点到資するような金融市場の形成は重要ではなかろうかと思う。

ちょっと漠とした説明かもしれないが以上である。

(斉藤メンバー) もう一つ質問してよろしいか。

日本から外へ出て行って、日本の金融機関が日本のために強くなるという見方が一つあるが、もう一方では日本には1,400兆円から1,500兆円の金があって、外の連中が入ってきたい市場だという見方との2つあると思う。この10年間ぐらい、池尾メンバーがおっしゃるように、日本の場合は国に金はあるが、その金がリスクフリーマネーに位置づけられるようなシステムになっているので、外からむしろリスク資本を入れることによって日本の経済は復活したと私は思う。そうすると、富樫さんは、日本の金融市場というのは、むしろ外国から自由に1,500兆円をねらって入ってくるべきと言われるのか、あるいはリスクマネーを彼らが持って入ってくるような市場にすべきだとおっしゃっているのか、あるいは日本の金融機関がむしろ外へ出て行って競争できる、つまり、特にアジアに出て行って競争できる市場であるべきだとおっしゃっているのか、どちらなのか。

(富樫社長) 日本は、日本という国に利益が税金として帰属する形で金融市場を形成すべきだと私は思う。

というのは、先ほど香港上海銀行が持ち株会社をイギリスに移したという例もあるが、最近製造業では、スイスを中心としたところに本拠を移すという動きも一方で起こっている。やはり企業が生きていくためには、幾らその国の企業であってもどこに利益を落とすかという悩ましい問題が、特に国際的企業の場合あると思う。そのときに日本であろうが、あらゆる国において、その国の企業が落とす利益とその国に落とされる利益というのは必ずしも一致はしないということを政府が認識した場合に、斉藤メンバーのご質問に対しては、「その国に利益が落ちる仕組みをつくるのが金融市場として望ましい」と思う。それは外資が落としてくれても、日本のプレーヤーが落としてもよい。例えば新生銀行、要するに長銀を買ったときに、本来は政府はイギリスの香港上海銀行にミッドランドを買わせたという例で言うと、利益は必ず税金の安い国の投資会社にブックをするのではなくて、日本に落とせと、そうしたら買わせ

てやるという、それぐらいのビジネスマインドを持って政府はこれから運営しなければならぬ。さもないとお人好し金融市場とお人好し日本のリテール消費産業市場ができ上がって、利益が全部ほかのところに帰属して、信頼ばかりがあるという市場になる。世の中で信頼されることは重要なのだが、日本が貧しくなってしまう。だから、その意味では繰り返しになるが、外資であろうが、日本のプレーヤーだろうが、できるだけ国の税収が増えるという、言い方は悪いかもしれないが、「国益が増える方向で市場を育成すること」が大前提だということである。

ただ、問題なのは、日本政府として国益が何なのかということ海外に比べて定義していないということである。明文化されたものがないと私は思う。

日本ではどこの会合の議論でも、フェア、フリー、グローバルとか、最近オープンとか、信頼されるとか、何かいろいろな言葉が飛び交うが、多分、ほかの国の政府とか、ほかの国の中央銀行では、国益を考えてやっているのだから、要するに国が潤わなかったら、死んでしまったらおしまいだということが底流になると思う。

(齊藤メンバー) ちょっと具体的になり過ぎるが、私も、おっしゃるとおり銀行を買うファンドがペーパーカンパニーで、オフショアに、オランダにあるなんていうのを認可する国というのは、普通ないと思う。だから、あれを認可したことは非常に残念だと思うのだが、同時に、今でも現実に日本という株式市場や債権市場を使うのに際して、日本の中にいるいろいろなうさぎ。したがって、例えばシンガポールにいる、香港にいる、あるいはケイマン諸島にペーパー会社をつくるというような形で日本へ来て、プレーをするけれども税金とか所得は海外へ流れているということ、たくさん日本人のプレーヤーがやっている。こういうのは富樫さんからごらんになったら、やはり日本の制度で包むべきだというお考えですか。

(富樫社長) 私は、それについては2つ観点があると思う。

1つは、小国が税のメリットを盾に、国家として生き抜いていくためにそれを手段に使っているということである。これは、ヨーロッパではルクセンブルクだとか、オランダとかアイルランドとかがあり、アジアだと、香港とかシンガポールがあり、それから中南米だと、カリブの島々がある。このあたりについては、特にヨーロッパ的な世界から言うと、ある程度そういうものを許容している、そういう国を追い詰めないということになっているのではないかと。EUの会議の場では、必ず最後にベルギーとかルクセンブルクなどの小国に発言する機会を与えている。それから、議長をそういう小国からも結構出させている。これはある意味で大人の成熟した世界だなと考える。ただ、行き過ぎてはよくない部分があるわけだが、今言った、小国でも生き延びていく知恵を考えている部分に対して、許容を与えるという部分が一つの観点である。そういうものが存在する。

もう一つ、では大国はどうしているかというと、アメリカはアメリカでカリブの島々のタックス・ヘイブンを裏庭として使っているし、イギリスはイギリスでルクセンブ

ルク、アイルランド、マン島、ジャージー島、ここら辺をちゃんと使っているわけである。日本だけが、一国二制度はけしからんという考え方のもとにタックス・ヘイブンについて厳格に、OECDの租税に関する部分に忠実にやっている。

かなり以前にJOMという東京オフショア市場ができたが、これは業者間の外—外であるが、もう閑古鳥が鳴いている世界である。それよりも、個人の世界で非居住者—非居住者間のオフショアセンターを日本の中につくらないといけないだろう。1,500兆円も重要であるし、1500兆円の居場所という意味でそれがスイスなどに逃げてしまうのではなくて、日本のテリトリーの中のオフショアに残る、しかもそれは非居住者間だから、外—外から中に入ってしまうえば課税すればいい。それから、海外、今特にシンガポールに、世界の、個人のマネーがどんどん来ている状況である。アジアの中の資本市場と考えた場合に、非居住者間取引に限ったタックスメリットを与えれば、一国二制度にならないわけであるから、日本の庭の中にも個人の非居住者向けのオフショアセンターを設けないと、日本におけるプライベートバンクとかプライベートバンキングというのは全然発達しないと思う。そういう部分の利益も出てこないといけないのではないか。そういう、もう少しビジネスマインドを持って国家プランを考えると、金融市場の育成にも私は非常に重要ではなかろうかと思う。これら2つの観点があると思う。タックス・ヘイブンはけしからんと言って、世界で全金融課税一律などとしてしまえば、小国は死んでしまうので、それはやはりノーだなど考える。やはりシンガポールのように、あるいはラスベガスを抜いたマカオのように生きなければならない国もたくさんあるという部分を前提とした上で、大国はどう取り組むかという、非常に緻密な政策づくりというか、国益というものを前提とした作り方が求められている。特に1,500兆円の問題で言うと、日本の証券会社、金融機関にとって、日本の庭先のところに個人の非居住者—非居住者間のオフショアセンターがないというのが非常に大きなネックになっていると思う。プライベートバンキングの腕も上がらないと思うのだが。これは、松本さんのところにも影響を及ぼすような話だ。

(上村主査) アメリカもヨーロッパも国益といった場合に、市民社会の伝統があるし、それからアメリカだったらピープルズ・キャピタリズムの伝統がある。そういう自分たちの社会の規範意識とか目的意識とかいうのは長い時間かけて培ったものがあって、その上で国益といっても、それは結局国民の福祉であり、英国市民の生命と財産でありという原則を確認しているのだと思う。だから、日本の場合はそのもとがなくて、しかも確認もしていないという、そういう感じがする。

(富樫社長) 最近の格差に対する議論も非常に浅薄な、要するに自由化で突出して金持ちがあらわれて格差になったらどうするという、対症療法的な話となっている。今おっしゃるように、要は市民社会がどう形成されるべきか、ということが問題だろう。ただ、アメリカが大きく違うのは、アメリカは国益というものを外にも広めようとす

る、要するに自由と福音主義を広めようとする点がヨーロッパとちょっと違うところだと思う。一方で、ヨーロッパは外延をどんどん拡大させていくという考え方である。アメリカは、自由民主主義でなかったら、飛び地になるとしてもある国に向かってポーンと入れていこうという考え方であり、陸続きで、どんどん外延を広げていくというのがヨーロッパ的なものである。そういった成熟した市民というか、そういうものがないとなかなか日本では、プリンシプル（原則）をつくるのにもものすごい時間がかかるなというふうに思うけれども、今からやらなければならない。

（上村主査）大体ヨーロッパの金融・資本市場の話をするれば、必ず日本の市民社会論になる。そうならなければおかしいと前から思っている。

（富樫社長）おっしゃるとおりで、英語力がどうだこうだとか、そんな議論も重要なものだけれども、英語力とかの前に、市民社会をどう形成するか、そのための法体系のあり方、会計のあり方とか、さまざまなインフラのあり方についての議論をしっかり今からスタートしておかないと、ふらふらした国はずっとふらふらしたままで続くだろう。

（斉藤メンバー）例えば、今、1つ言えるのは、現実をよくわからないのだが、私が証券業をやっていたときに非常に問題にしたのだが解決しなかった問題に、日本に来ている、特にアメリカの証券会社が、全部ペーパーカンパニーの東京オフィスだったということがある。現実のビジネスは、例えばヘッドクォーターであるニューヨークと取引をしているわけで、ニューヨークの部長へレポートをしているにもかかわらず、形はケイマン諸島とかにある、サロモンもたしか香港のオフショアの子会社だったと思う。その最たるものが、クレディ・スイス・ファースト・ボストンに検査当局が入ったときに、ブックはオフショアにあり、英語でつくられているという事態だった。検査が動かないということで、さすがに金融庁も怒って相当やった結果、いろいろな問題が出てきたと思うけれども、私はアメリカでああいうことが認められるかとアメリカで聞いたことがある。例えば私のもといいた会社が、ケイマン諸島にペーパーカンパニーをつくって、それがニューヨークへ店を出して、それで東京と商売をするということに対して、アメリカのSECはどういう態度をとるか聞いたら、そういうことは認めないと彼らは言った。私は日本というのはそういうことを認めてきてしまった変な国なのだと考えている。

（富樫社長）その点については、私は2つあると思う。1つは、91年にBCCI事件が起こったときに、世界的に金融コングロマリットをきちんと監督しなければならないと考えられるようになった点である。91年から10年間かけて、コングロマリットの監督については、BISの間においてもイギリスとかヨーロッパとかアメリカにおいても、それを生かす形で枠組みができ上がったのだけれども、日本というのは、政府当局の方では、90年代にはそれをやらなかったと思う。コングロマリットの監督は、今やり始めたのであり、10年遅れている。それが1つ。

あの頃、私は日銀で金融コングロマリットの監督の担当で、B I Sのいろいろな議論について、大蔵省の方といろいろ話をした。ところが、日本ではその当時、銀証保険が分離されていたわけである。だから、もうそういう流れの中で、あそこにいろいろな蓄積があった。国際会議の場では、監査法人と当局はどう向き合うべきなのかということについて、80年代からずっと議論の蓄積がある。日本でそれを全然生かすことができなかつたというのは、ある意味銀証保険の分離撤廃が遅れたというのが背景の一つである。

もう一つは、先ほどのペーパーの件について。これは松本メンバーがお詳しいと思うのだけれども、あれはたしか、すべてがタックスメリットを入れていないというだけの理由ではなくて、日本の銀証の分離がある状況で、海外の証券会社は銀行業務もやっていたものだから、日本に参入するときに、銀行もやっているエンティティー、実体のエンティティーが日本において証券拠点をつくれなかつたということも一つあった。

(斉藤メンバー) ヨーロッパの銀行に対してそういう論議を我々はやったのだけれども、今はわからないが、メインのアメリカの証券会社は、ペーパーカンパニーの東京オフィスだった。

(富樫社長) そういう意味では、アメリカというのは銀証の分離があったものの、そういう国際的な金融コングロマリットに対する対応を取り入れていたのではなかろうかと考えている。要するに日本の政府当局というのは、その部分の対応は10年間遅れたということだと思う。今非常にクラッシュが起こっていると思う。

(菅野メンバー) それは、弊社も含めてかなりの外資系証券会社が、去年から日本の現地法人、要するに日本に籍を置く会社に転換している。むしろ、従来は我々が株式会社化を希望しても当局の指導で出来なかつたということをお聞きしている。

(斉藤メンバー) 銀証問題で闘ったために、財務省が対応の仕方がわからなくなって、それで、ではオフショアでしましようということになったのではないか。これは当時の証券会社にもちょっと責任はあるのだけれども、実際は当時検査権が及ばなくて、まさしくおっしゃったように、せつかくビッグバンでいろいろ自由化した途端に、日本の金融界が銀行も含めて司法の対象になってしまった。自分たちでせつかくマーケットを整理して、さあやろうかというときに、自分たちで手を縮めざるを得なかつた。そういうことが起こったので、特に欧米の証券や銀行が日本でどういう収益を伸ばしてきたかということについて、時系列で成長の過程を見ると、急拡大したのがあの時期とピシッと合っている。逆を言うと、ビッグバンできれいに整理して日本が自分でプレーしようとした途端に、プレーヤーが全部弱った。そこで、うまく欧米系が入ってきて、その整理した庭をいただいたという形だ。

(富樫社長) 上り坂で規制緩和するのではなくて、ボトムになって規制緩和している。B C C I 事件が起こったときに、アメリカは、国益を守るためにいち早くリングフェ

ンスという考え方でBCCIがアメリカ国内で得ていた資産について全て凍結した。日本はどうしよう、ああしようといって非常に対応が遅れた。パキスタンの銀行がロンドンを中心に世界的に不正を行った事件に対しては、ヨーロッパはいち早く対応したのだが、そういう世界的な不正事件に対して、日本は、国益とか国にとってビジネスをどうしていくという、そういうものがなかったというのが問題である。

(菅野メンバー) 非常に重要な点を一つぜひお伺いしたい。冒頭、金融監督の仕方にアメリカ型とイギリス型があるというご指摘があった。日本は米国のSEC型というか、ある程度法制型を取り入れて来たのだが、富樫社長の主張は、イギリス型を取り入れた方がいいのではないかというふうに私には聞こえた。現状を踏まえた上で、例えばイギリス型を取り入れた方が今の日本の全体の制度がよくなるのかという、もう少し具体的なところをぜひ教えていただきたい。

(富樫社長) あまりにも10年以上のギャップが激しいので、私が今から言う具体的なことは一足飛びに行かないと思う。日本の伝統からすると、日本はアメリカ的なものについても非常に中途半端で、結果としてやっていることは最初の年表にあったようにイギリス的である。できていないのは単一の自主規制機関をつくることである。たしか、その自主規制機関というのは、ある意味公的なにおいがする機関だが、政府の機関ではないというものである。この微妙な部分を存在させているのはイギリスとかヨーロッパである。そういうものをつくる必要がある。実態的には日本では今までコングロマリット化に向かって結果として起こっているのがこの年表のとおりである。ところが日本版SECという形でいくと、そうでなくなってくる。もうルール、ルールの積み重ねをせざるを得なくなってしまう。これはもう後追いゲームで、いつまでたっても定まったものがなくなると思う。日本は証券取引等監視委員会をつくってしまったのだけれども、単一のFSAのような機構をつくるべきである。ただそこは、プロの人たちが民間の拠出金によって運営するようにする。これは上村先生がお話しされると思うのだが、自主規制なのだけれども、法律よりもっと上のレベルにあって、公的なものを持っている機構である。

しかし、5ページの注1に書いてあるが、non-governmental independent bodyなのだけれども、Parliament、政府に対しては、accountabilityを持っているという存在をつくるとなると、日本では、宙ぶらりんで落ち着きどころがないものとなってしまう。なぜかという、日本の場合、あまりにも罪刑法定主義的なものが強いからである。こんな中途半端な宙ぶらりんのものをつくってどうするのだとなってしまう。でもそれをやらないと、日本は、実態がどんどんユニバーサルバンク化していくなかで、またさき状態である。

(上村主査) あれがやれる土壌というのは非常に分厚く、何百年もかかっている。

(富樫社長) 日本は、戦後の澱、取り返しのつかない澱が重なっている。

(上村主査) やはり会社法が全然違う。

(富樫社長) これは多分今からお話しになられる部分だと思う。

(上村主査) いろいろなことを原則禁止しており、しかもそこを簡単に変えたりしない。

(富樫社長) それはバトンタッチしたいと思うのだが。

(上村主査) では伊藤メンバー。

(伊藤メンバー) イギリスでF S Aをつくったときに、Bank of Englandから監督部門を引っぱがしてきたが、その人たちはBank of Englandの職員ではなくなって、何か独立の組織の職員になったのか。

(富樫社長) その通りである。ただ、トップはきちんと金融機関から採用されており、アニュアルレポートを発表して収支もきちんと外に対して報告している。民間の金融機関からの拠出金を使って監督規制をやっているのです、それをどういうふうに有効に生かしたかを説明している。

(伊藤メンバー) 給与水準は変わらなかったのか。

(富樫社長) 給与水準は、今は結構高くなっていると思う。というのは、優秀な人材をとってくるために金融実務家や法律家、弁護士等の確保を巡って、マーケットと競わなければならない状況がある。ただ、これが理想かという現実にはいろいろあって、金融機関は、F S Aはけしからん、要するに規制、規制ばかりで、コストがかかるのではないかといろいろせめぎ合ったりしている。しかし、そのせめぎ合いは、良くとらえれば試行錯誤というか対話をしながら変えていくということでもある。ただ、F S Aがお上だというふうになっていないから、せめぎ合うことができている。これがお上の規範になってしまうとせめぎ合いにはならない。せめぎ合うことができるのも公的自主規制だからである。

(上村主査) F S Aはホームページの上ではガバメントになっている。そこは微妙なところ。

(富樫社長) 英語のこういう文書ではこのように定義されている。

(上村主査) ありがとうございます。

私からお話する内容は2つある。1つは監督監視機構の問題。これは今の話の延長にある問題である。

もう一つは公開会社法要綱案(第10案)で、これは時々外で話しているが、第10案は最新版で、公表してもよいものとして用意されたものである。これは今日初めて世間に公表されることになるので、恐らくいろいろ議論があるのではないかと思う。

市場監視機構の方をごく簡単に最初、ざっと見て、その後公開会社法の話をしていただく。

今の富樫さんのお話と大分重なる点がある。まず最初に法の執行ができないほどの自由があるということ。今日は合法、明日は違法の連続である。ループホールは突けば大抵勝利する。それができないので業者規制に逃避しているという感じがある。

それから、最大自由をもたらしたものは、過剰規制への反省としての規制緩和論と病人対策としての制度の劣化の二重の緩和である。これは先ほど景気のどん底で規制緩和したという話が富樫さんからあった点である。そこでは規律のない資本証券市場と任意法規化された会社法という構図がある。結局新会社では、株式会社とは最大自由の有限会社はその原型ということになってしまっていて、二百何十万も株式会社がある。このような会社法になったわけだが、これは1920年代のアメリカで州会社法の規制緩和競争と自由な証券市場が一体だったというのと非常に似ているという感じがする。

しかし本当は、新会社法とは逆に、会社法と証券取引法の考え方が変わってきて、証券取引法優位になってきている。会社法と証券取引法でどっちが大事かという問題である。もともとは会社法が大事という発想だった。証券取引法というのは業者規制という感じだったので、会社法は独自に完結していた。しかしこのところ、ライブドアや村上ファンドなどのいろいろな問題で明らかになったことは、まず証券市場の正しい規律を経て登場した株主だけがまっとうな株主として扱われるということである。まず資本市場が先で、その後会社法の世界に入ってくるというふうに変わってきたと思う。その辺を、両方一体のものにした具体的構想として考えているのが公開会社法要綱で、この後急いで簡単にお話しする。

まずは監督体制の話だが、証券市場規制の理念に大きな転換があった。保護育成型から市場型へ、事前から事後へということである。これは誤解がよくあるのだが、ルールが猛烈に増えるという仕組みである。今までは誰かに聞けばよかったのだが、それを全部ルール化するというところだから猛烈にふえる。ただ、それは上意下達のルールが増えるのではなくて、先ほど富樫さんがおっしゃったように、時々刻々変化する市場のルールがさまざまな段階できめ細かく整備されるということである。

それから、法運用とルールメイクは同時進行しないとだめだということである。規範の透明性・明確性は運用プロセスが担う。この市場型規制には、目的があり、機動性があり、連続性があり、現場でやらなければならないという特色がある。

罪刑法定主義については、イギリスでもアメリカでも証券取引法本体が改正されることは滅多にない。イギリスは金融サービス市場法まで、包括的な証券取引法のようなものがそもそもなかった。ほとんどはその下にあるルールとか、自主規制とかでやっているのだから、これが実際に大きな問題になるということは通常はない。アメリカもそうだ。ただ、日本は先ほど申したように、今日は合法、明日から違法ということが続いており、細かいことを一々改正するので、そういう状況で英米にもないような罪刑法定主義を強調することは、事実上不正を野放しにせよという話にすぐに直結しやすい。

ガイドラインや事前の問い合わせなど、時々刻々変化する事態に対処しうる末端の様々なルールの集積によって対応していかないと市場規制は不可能になる。要は、そうした状況にあって、その時々ルールが何かということが誰にとっても明らかにな



るのが市場型の発想に言うルールの透明性だと思う。

そこにあるが、responsive regulationとはイギリスでも言われている言葉で、即応型規制という意味である。86年まではenforced self-regulationと言われていた。自主規制なのに強行法、という変な言葉に聞こえるがそうでないと市場は規制できない。自主規制規則に違反しても、民事責任などを伴った。これが今では単なるregulationになってきた。アメリカのFASBとかGAAPみたいなものも、市場のルールとしての会計ルールを時々刻々設定していくための仕組みだろうと思う。

そういう意味では市場型通達行政は不可欠である。批判されるべきは上意下達の通達行政であり、伝統的刑事手続で最高裁まで訴えるという発想からは離脱すべき。現場で違法行為を認定し、現場で処分し、処分は極めて多様である、また現場でルールメイクがあって、課徴金があるという仕組みが必要だと思う。

市場型規制の現場主義、自律性、目的性が強調されるようになると、自主規制機関のルールが法令視されるころまでいく。つまり、自主規制のルールこそが大事だということになる。これはソフトローと言われることがあるが、先ほどの富樫さんのお話しにあったように、法よりさらに高いハードルを課するのがソフトローであり、自主規制であると思う。そこにはreputationとかgentleman's ruleとかbest practiceなどがあって、これは法よりさらに厳しい基準を求めている。何かあると日本でreputation riskとか言う人がいるが、そのreputationは非常に軽い。まったく重みが違うということだと思う。重みのない日本では基本的に通用しない議論のようにも思われる。

それから、フランス革命で団体・結社を全て違法と見たという、これらに対する警戒感が背景にあると思う。

また、証取法の目的観が変化した。従来は証券をめぐる取引法だと、民法—商法—証券取引法という発想だった。それが、これは私が主張してきたのだが、証券取引法は独禁法—銀行法—金融商品取引法、といった系列で把握されるべき市場法、という発想である。この発想が金融商品取引法の第1条に入った。金融商品取引法は、証券市場機能確保を目的とする市場法だということがはっきりしたと思う。

二つの規制モデルだが、アメリカモデルは最大自由だが、時々刻々、連続的に市場を監視し、果敢に現場で法運用し、同時進行していく。そして、不正を発見する上で報償金による私人の役割が強調される。おとり・盗聴・覆面捜査もやる。不正を差し止める。それから現場で審判・審決する準司法機能を持っている。また、違法を認めさせるための武器として、民事制裁や包括規定や司法取引がある。最後まで争った場合の大きさを考えさせて、その場で和解させようとする。クラスアクションによる損害賠償も後で待っている。そのほか外務員との紛議もほとんど例外なく仲裁でやっており、これは膨大なものである。これはSECの統計には出てこないが、非常に重要な問題だ。アメリカで法律改正は滅多にないが、これを可能にするのは私はデモクラシーの力だと思う。これも大事な視点だと思う。

SECは、審判・審決、行政処分、規則制定権など、今申し上げたようなことがそろっている。こういうものがないと維持できないようなアメリカ的なマーケットの仕組みを日本は本当に選択したのか。これは非常にしんどい仕組みであるという自覚をもって選択したのだろうか。

欧州には伝統の重みがある。オランダの東インド会社は1602年の設立で400年の重みがあるわけだが、その重みと自主規制の重みと共同体の規範と市民社会の意識といったものが資本市場や株式会社制度をコントロールしている。

日本の現状は市場規制がかなり不備であるため、その代替として行政規制が主役になっている。また例えば証券取引所は証券取引法の補完であるというふうに大変低く位置づけてきた。でも、問題が起きると東証叩きになる。東証の持株会社化も、日本には企業結合法制がないため、子会社の取締役に対する株主のチェックはゼロになる。日本だけがそうなるのだが、そういう形態をわざわざ選択した。これもこの後説明する公開会社法のようなものができて、企業結合法制が多少でも導入されれば、堂々と持株会社化を主張できるようになるのだが。

他方、公開会社で不祥事が起きると今度は監査法人が悪いということになる。私はいつも申しているが、監査というのは駅伝で言えばアンカーであって、何か問題が起きるとアンカーが悪い、アンカーが悪いと言って途中走っていたはずの人たちが声をそろえて言っている構図になっているのではないか。

日本版SECというのは機能が大事であって、名前はどうでもいいと思っているが、仮に日本がこういう最大自由の世界を選択したのだとすると、先ほど富樫さんから説明のあったようなイギリス型ではなくて、規制の形もアメリカ型でないともたないだろう。私は日本では会社法がある程度資本市場に対して抑制的であっても、イギリス型の方が日本の社会には向いているという気がしないでもないのだが、すでにアメリカ型が始まってしまっている以上は、市場の現場で臨機応変に違法行為を認定し、機動的な処分を行なうというしんどいシステムをも採用しなければ維持できないのではないか。伝統的な刑事罰の発想で、検察を使って摘発し、最高裁まで争うというのはとても維持できない仕組みである。それがいやなら、自由の方を欧州的に抑制するしかない。どっちもいや、というのは許されない。

政府は最大の利害関係人である。株価が上がると常に喜ぶのが時の政府である。だから、公正な価格形成を何がなんでも貫くという仕組みでなければいけない。この独立性は大物に対するものであって、小物に対する独立性ではないということだ。

金融監督庁のときと違って、金融機関の破綻処理・再生という問題が入ったために頭に大臣が来るという形になったが、もともとは三条委員会か八条委員会かという議論が盛んにされていた。こうした議論をもう一度する必要がある。

日銀にすら政府が干渉するといった見方もされているが、ましてや証券市場の規制主体は政府そのものであり、監視委員会の独立性も徹底したものではない。かつて政

政治家が株価を死守するなどと言ったこともあるし、いろいろある。

充実した法制があつての規制主体論であるということだと思ふ。規制主体が十分に活躍するように法制の方を見直すことと一体の議論である必要がある。

また、金融機関の救済、こういう税金を使うような話は、今でもそういう形に近いといえるが、財務省に完全に戻さないといけないうらう。

政策立案機能も国会での説明や根回しをやりながら監督するのは難しいので、ここは何らかの形で分離する必要があるらう。内閣府に置くのも一つの案かと思ふし、財務省に戻すという意見もあるらうだ。

先ほど申し上げたように、証券取引法は証券市場の法だということになると、モノとサービスの一般競争法である独禁法と親戚の法だといえる。公取のシステムは、政府と市場の関係という観点も、課徴金も、準司法機能も共通、行政処分も共通、ルールメイクも共通、損害賠償も共通だ。よく考えてみれば、相場操縦というのは私的独占であるし、損失補填というのは顧客の不当誘因であり、有価証券に固有の法制がなければモノ一般の競争法が妥当しうるのは当然である。したがって、これは最大の大ぶろしきだが、SECでもFSAでもない、公正取引委員会をも包摂する大市場規制委員会構想みたいなものを考えたとすれば、日本はさすがと言われるかもしれない。大総合取引所構想というのがあるらうとすれば、そのくらいのことを考える迫力も必要なのではないか。

それから、会計・監査というのは、資本市場の周辺のインフラではなくてど真ん中の問題であつて、証取法会計、証取法監査こそが中心であるから、当然に市場規制の一環として把握される必要がある。業者規制も市場機能の担い手としての業者規制であるから、市場規制と一体でないらうと実効性は担保できない。この業者規制については、平成16年の証券取引等監視委員会の権限の拡大で、金融庁はこの種の問題については監視委員会に委託できらうとなつていて、もう実際に相当委託している。したがって業者規制も監視委員会でやるらうということになる。そうすると、そこに構想されるものは何からうということになるらうかと思ふ。

長期的には夢みたいな話に聞こえるかもしれないが、横断的大市場規制委員会を日本がぶち上げるらうの迫力を出すらうのがあるらうかと思ふ。

次が銀行・証券・保険を一体化させた市場規制委員会というFSA的なものである。ただし、自主規制の意義が違ふらうのと会社法など他の条件が違ふらうので、SEC的な要素を加味しないとやれないうらう。

最後は、せめて現行の証券取引等監視委員会に準司法機能を持たせらうとか、独自の行政処分権を持たせらうとか、規則制定権限を拡大するらうということはあるらう。これは最低限と考えるべきらう。

それからもう一つ、公開会社法とは何からうということであるが、これは『「公開会社法要綱案」(第10案)の概要について』という資料をごらんいただければらうと思ふ。そ

れから、もう一つは「公開会社法要綱案（第十案）とは何か」というパワーポイント資料である。

まず、公開会社法とは何かということだが、2ページに、公開会社法の問題意識がある。株式会社というのは、証券市場適合的な制度である。これが現実に証券市場と一体で運営されるという状況になってきている。そこで、株式会社が生み出す投資物件である株式等に関する証券市場のルールを、可能な限り、公開「会社法」のルールとして認識する。そして、伝統的な会社法・証券取引法峻別論を論理的に克服して、欧米の規制水準に一気に到達し、さらに欧米はそういう論理的な整理はしていないので、それをむしろ乗り越えるというくらいに気持ちが高く持とうというものである。

次の3ページは、会社法の旧来発想である。

ここにあるが、公的規制、証券取引法、会社法、上に何が乗ろうと、横から見る。これが従来の発想である。証券取引法というのは単なる業者の取締のための法であり、公的規制も例えば銀行法のようなものも独特の政策立法である。会社法とは、上に何が乗っかっていようとも、どんな会社であろうとも会社とは、株主とは、企業価値とは、といった問題がその世界の中でのみ、上とは切り離して論じられてきた、これが従来の発想だと思う。証券市場が活用されない時代には、これでも済んでいたということだろう。

その後、証券規制の発想が変わってきた。4ページだが、証券「取引」をめぐる弱者保護、証券業者と市場の保護・育成という発想が従来の発想である。

かつては証取法の有価証券といっても株券・社債ぐらいしか想定していなかった。社債といっても金融債くらいで、証券取引法本体の開示規制や不公正取引規制が適用されるということは想定されていなかった。ここでは、株券中心であるから、会社法では足りない部分を補完するのが証券取引法、証券取引法は会社法ないし商法と同性質の法であり、証券取引法の特別法、という発想である。

そこでは、証券取引法は私法に属するため、取引ルールが中心である。まさに民商法の発想である。あとは仕方なく業者ルールという筋の悪いルールがある。市場ルールというのは、こうした発想では趣旨不明となり、せいぜい公衆向けの情報開示制度がそうだという程度の理解だった。あえて申し上げると金融審の議論というのはつい最近までこういう発想だったと思う。

それが変わってきたというのが5ページで、市場ルールの集合体としての証券規制になった。金融商品取引法の目的規定に証券市場機能の十全な発揮、公正な価格形成の確保がうたわれておりそのことが結果的に国民経済の健全な発展と投資者の保護に資するとされた。

従来は、投資者の保護に資するためというのが先にあった。だから、それが目的と言われてきたが、これがむしろ結果とされてきた。ここでは市場機能が中心であるから、証券取引所規制のようないわゆる狭義の市場ルール、市場の担い手としての業

者ルール、市場機能を発揮させるためのルール群としての取引ルール、そしてこれらの総体が広義の市場ルール、という理解に変わってきたと思う。

相対型のディーラーの責任なども一見民商法の相対の取引と同じように見えるが、そこではやはり価格に対して責任を持つという点で、資本市場法制と民商法とは違うということである。

私は、日本の資本市場法制を考える場合には、やはり理念型というか、イデアルタイプスというか、そういうもので概念構成していかないと、欧米の水準に挑戦し乗り越えることはできないと思う。そのような意識を意図的に持たないと、とにかく、多くの事象のうちの共通部分に本質があると考えがちだ。アメリカと欧州に共通のことがあれば、そこに本質があり日本にとっても目標であるかに考えがちだ。しかし外国の最低レベルの共通項を実現することしかできない。もとより欧米のシステムを成り立たせている多くの固有の条件は無視されるから、大抵は低水準の目標を掲げることになる。それでは現状を突き抜けることはできないと思う。現状を知ることは必要だから、そういう作業はもちろん必要だが、日本の場合には失敗の歴史を経験していたのでは手遅れなので、学問や理論がもっとも大事だと考えている。私見の証券取引法市場法論も公開会社法理論も、そのままのものは欧米にないが、なくても彼らが同様のことを行っているとしたら、日本こそは経験しなくても理論で彼らがやっていることを克服しようという思いに出るものである。もっとも緩やかな有限会社こそが株式会社であるとした新会社法などは悪しき発想の産物であると思っている。もっとも取扱困難な事象である、証券市場と一体の株式会社こそ株式会社である、という発想で取り組むことが必要だと思う。

5 ページの次のところだが、新しい会社法の見方というのは縦から見、上から見るということである。つまり、一番左はただの株式会社である。これも会社の目的などみんなもちろん違うが、そういうものがある。次に金融商品取引法、あるいは証券取引法が適用される会社、公開会社が真ん中にある。公開会社というのは、証券取引法が要求する情報開示や会計や監査、それを実行するガバナンス等を一体で見ているというものである。アメリカでは、このようなことをいちいち理論構成しなくても連邦証券規制の例えば公認会計士監査等を会社のガバナンスで支えるなどは当たり前で理論構成する必要はないのだが、我々は理論構成していかなければ彼らと同水準の議論はできないのである。

一番右が、例えば銀行のように上に公的規制がかかっているような場合である。この場合は、銀行法の目的を達成するために、証券取引法が機能する。銀行の不良債権の処理に関する会計、情報開示、監査等については証券取引法への期待が非常に大きい。そしてこれらを最終的に実行するのは会社法のガバナンスである。例えば検査マニュアルなどは、銀行法の目的を達成するためにこの会社法のガバナンスが問われているのだと思う。

全体としてのイメージ図は7ページにあるが、金融商品取引法の中の、株式会社が提供する金融商品である株券・社債等についての取引ルール、情報開示や監査や公正取引の規制などを公開会社法として認識していこうということである。

アメリカでは普通のことかもしれないが、我々は学問的、理論的に克服する必要がある。公開会社法にとっては、やはり公開会社が発行する株券や社債に公正価格があることが最大の財産であり、かつそれを担保するのも会社のガバナンスだということになる。

右に法目的と書いてあるが、企業はそれぞれが掲げたミッションの実現という目的を持っている。それから市場の要請を実現するのが公開会社の使命である。それから利害関係人間の調整、こういう会社法固有の問題もあるのは当然である。

8ページだが、これは確認だが、金融商品取引法の株式・社債などに係る開示・会計・監査、公正取引等のルールは、そのまま会社法であるとはっきりと認識しておこうということ。これが第2章である。

それから、第3章では、そうしたものを実行する部隊としてのガバナンスを提供するという側面が公開会社法にはある。そこには、証券市場を担う運営機構や内部統制などいろいろな問題がある。例えば未公開の会社が公開するときに東証等でガバナンスの水準を問われるが、これは理論的に当然のことだということだ。一般に情報開示や会計・監査などがきちんとできるシステムがあるかどうかの問題。それがあって初めて公開できるわけで、まずミッションがあって、ガバナンスがあって、公開して、その会社を評価して買った投資家が株主だ、ということになるので、実は、株主という概念は投資家という概念の後から出てくるのだ。コーポレート・ガバナンスの発想も証券市場を前提にすれば、まずは投資家、市民に向けての対応が先に来ることになるので、株主からスタートするガバナンスという発想では賄えないことになる。欧米で使われている昔からの言葉を昔の語義で理解することくらい危険なことではない。

それから、第4章では、連結中心の情報開示、連結中心の内部統制、連結中心の会計・監査に対応する企業集団のガバナンスと責任をきちんと位置づけようというものである。

11ページは先ほどのものの繰り返しである。

12ページは、公開会社の目的と理念と書いてあるが、第一は企業のミッション・目的の実現である。これは、先ほどの富樫さんのお話にも関係しているが、私は企業価値というのは、その企業が掲げたミッションが実現することだと考えている。そして、それが実現することによる利益をこうむることができるのは、企業価値の実現を真に認識しうるのは生身の人間であり、言いかえれば市民である。生身の人間だけがこの服は着心地がいいとか、この車は乗り心地が良いとか、そういうことがわかる。そういう企業価値の実現に貢献するなら、資金は無国籍のグローバルな資金でもファンドでも構わない。だから、そうした貢献ができる資金かどうかを日本人自身判別する能

力と基準を持つべきである。これは国益という先ほどの富樫さんのお話にもつながると思う。企業価値とは、無国籍な資金であっても株主なら彼らのために経営すべきというようなことでは決してない。このことを日本人は理解すべきだ。

それから、証券市場に対する責任、これは先ほど申し上げた。

それから、多様な利害関係人間の利害調整、これは会社法固有の責務である。

労働者、これも単なる契約の相手方として労働を売った、買ったという話ではなくて、ミッションを実現する組織の成員として認識されるべきである。

最後が市民社会に貢献する企業価値、これはただ今、述べたところである。

13ページだが、では経済界にとって、公開会社法のメリットとは何か。まず第一に、金融商品取引法と会社法の二重規制が整理されて、原則として金融商品取引法に一本化されることである。開示・会計・監査のすべてがそういうことになる。

第二に、内部統制については、全社的內部統制が当然とされている。要するに子会社の内部統制など、子会社リスク管理も親会社の責任となっている。親会社は子会社の内部統制等に責任を負うのだ。だとすれば、子会社の内部統制の不備を理由に子会社の債権者から親会社ないし親会社の取締役が訴えられるといったことは必ず出てくる。そういう場合に備えた本格的な子会社管理体制をこれを機に確立しなければいけないのなら、本要綱のような企業結合法制の整備はむしろ親会社にとっては望ましいということになるだろう。そうした問題意識なしに、ある日突然に裁判所によって責任を肯定されて、慌てふためくというのでは手遅れになる可能性がある。

それから、親会社の子会社債権者に対する責任が一定限度で肯定されることによって、本格的な連結配当が可能になると思う。

それから、企業グループ法制が整備されることで、欧米との制度の責任面での対等性が主張できる。

最後だが、日本版公開会社法モデルというのは、日本として、この分野で失敗の経験をして初めて問題の重要性を知るというのではなくて、学問や理論で問題を先取りしようという理論モデルである。

後発モデルは最善モデルでなければならない。例えば自動車とか電化製品も日本製品がベストなら、法はそう簡単ではないとしても、気持ちはそういう気持ちでいこうということである。日本の長所は、100年間外国を学んできた世界でもまれな国民だということ。

市民法について、かなり経験を積んだ非西洋国家といえる。しかし企業、市場、金融といった生き馬の目を抜く分野で、時々刻々とルールメイクをして法のエンフォースメントを行っていくとなるとまだまったくの若葉マークである。そこでは、先ほども富樫さんのお話にもあったが、欧米の見えざる規範意識も理論で吸収して、高度な日本版モデルをつくることで、理論構成を軽んじる欧米へ理論発信をすると同時に、まさしくアジアにとって最も参考になるモデルであるということになれば、日本の最

高の文化貢献になると思う。

最後に『「公開会社法要綱案」(第10案)の概要について』の最初だけご紹介する。

これは、日本取締役協会の公開企業法委員会で、いろいろな方の意見を聞きながら作成してきたものである。このときの委員長はソニーの出井さんで、共同委員長が神田秀樹教授、私が副委員長だった。この2人を中心に作業を進めてきたものである。

この委員会が廃止されて、資本市場を正しく使う委員会というのがこれを受け継いだ。しかし、従来の経緯にかんがみて、神田教授のご了解を得ながら策定してきた。この10案についてもご了解をいただいている。もとより、これはまだ完成途上のものだが、一応公表する機は熟したのではないかと考え、本日これを公表する次第である。これを契機に、この問題に対する関心が深まって、公開会社法ができるだけ速やかに制定されることを望んでいる。

例えば2ページ一番下、金融商品取引法と会社法の統合ということだが、3ページ一番上に書いてあるように、公開会社の情報開示制度は金融商品取引法が定める情報開示制度であるとはっきり書く。それから、公開会社にあっては金融商品取引法上の財務諸表制度をもって計算に関する会社法上の制度であるとはっきりと書く。

それから、監査制度もそうであるが、金融商品取引法上の監査証明と会計監査人の監査報告書が違うので、内容を調整する必要がある。

それから5にあるように、公開会社法にあっては、金融商品取引法上の規制が原則すべて適用される。あるいはそこでの行為規制。たとえば不公正取引禁止規定なども、原則として公開会社法の行為規範になる。金融商品取引法上の公認会計士の活動を公開会社法の運営機構が正面から受け取るための報告義務を公認会計士に課す。今までは会計監査人という用語に変えないと商法の世界に入らないという観念でやっていたわけだが、そういうことはしない。いきなり、金融商品取引法上の公認会計士・監査法人が監査役に報告義務を負うと書いて構わない。公開会社というのは証券市場に対して責任を負う会社であることをはっきりと認めていこうということである。

ガバナンスについては、監査役設置会社と委員会設置会社との選択制を認めるという現行の体制を維持する。

それから、4ページの上にあるように、内部統制についてはかなり実現している。

取締役の対第三者責任については、金融商品取引法上の対投資家責任との関係を調整するなど。また、公開会社の株主総会にあっては、およそ投資家として関心を有することが当然と考えられることについて質問権を認める。そのかわり、ホームページによる説明等でよいといった対応を認めていく。

それから、最後に企業集団のところ、これが一番反対のありうるところだろうと思う。

今まで企業結合法制というのは日本になかった。これを入れるのには、かなり抵抗があるかもしれないということで、最初はこの章はただの参考意見としていた。しか



し、先ほど申し上げたように、全社的內部統制や連結納税などあらゆる点で企業グループを基準に問題を考えているときに、ガバナンスと責任だけは別だということでは、理論的に一貫した提案ということにはならないのではないかとということでこれを入れた。ただし、一番最後の8というところにあるように、企業グループの多様性にかんがみて、当該の企業が選択できるということにする。4ページの下の3にあるように、親会社の子会社の取締役による業務執行を指揮することができるという規定を、定款で除外することもできるということにした。置いたら責任があるという規定になっている。

しかし、置かなければ責任が本当はないのかというと、判例理論の進展を拘束することはできないというような構成になっている。

いろいろとたくさんあり過ぎて、時間もなかったのでわかりにくかったかと思うが、大体私の方から以上申し上げたようなところである。

何かご質問等あればお願いしたい。

(池尾副主査) 議論にも何らかのレイヤーというものがあると思うが、いくつものレイヤーにまたがる議論が今日は出ているので、何か混乱してきたというのが正直なところである。少なくとも、理念をめぐるでも、資本市場に関連してどういう理念を持つかというレベルと、それからその理念をいかにインプリメントするかというレベルとがある。前半の議論でも英国的なものや米国的なものがあるが、上村主査のお話でもアメリカモデルと欧州モデルというのがあるのだけれども、このモデルというのは、インプリメンテーションのレベルで主に違うという話なのか、それとも、理念そのもののレベルでか。

(上村主査) 一番広い市民社会とかそういう理念では、私はアメリカと欧州に共通項があると思う。しかし、規制のあり方は、やはり最大自由で最大規律というのと、自由を抑制してやっていくというのは全く違う。伝統的な社会の長所を活用しながらやっていこうというインプリメンテーションの部分でも違う点があると思う。

(池尾副主査) ただ、公開会社法の資料などでは、欧米というふうにして、欧米のレベルを一挙に抜くみたいな表現になっている。

(上村主査) それは志としてはそのくらいの気持ちでやろうという話であって、欧米とは企業法制・資本市場法制を取り巻くシステムが全然違うので、公開会社法ができたらそうなるということではもちろんない。ただ、気持ちとしては最後にキャッチアップした日本で自動車や電化製品が世界一であるように、日本人は最もこういう分野について勉強してきた民族だから、欧米は勉強しなくてもいろいろな体験の蓄積で遺伝子というか、その社会に免疫力があるかもしれないが、我々はそれを論理で克服して、それによって欧米の弱点さえも場合によっては指摘するというぐらいの志を持っていこうということだ。5, 60年前の日本の株式会社本質論のレベルは世界一だったと思う。そういう気持ちで行こうというだけだ。

(富樫社長) 理念のレベルだと、より市民社会的なものが強いのはヨーロッパで、引用すると、2004年12月に調印されたEU憲法条約第1号第3条であるが、アメリカの場合、マーケットエコノミーという言い方をしているのだが、EUの場合は、ソーシャルマーケットエコノミーという英語を使って、highly competitive social market economyと言っている。その定義が完全雇用となっていて、ここがアメリカとは一緒であるが、社会的進歩とそれから次に出てくるのは環境の保護だった。環境の高いレベルでの保護と質の改善を目的として、バランスのとれた経済成長と価格の安定、高い競争力を有する社会的市場経営を目指すという。この社会的市場経営というのは別に社会主義の話ではなくて、要するに市民社会を守るという意味の話である。だから、環境の話などが入っているのだが、社会的市場経済をベースとした持続可能な発展力を持つ欧州のために活動するということが定義付けされている。だから、そういう意味では理念のレベルはアメリカとヨーロッパは完全に一致はしていない。だから、よりヨーロッパ的なものの方が二分法にはなっていない。

(池尾副主査) つまり、インプリメンテーションのレベルでのモデルの差というのはたまたまの差ではなくて、それはある程度はそういう理念の差そのものを反映するような形でインプリメンテーションの仕方が違ってきているということなのだろう。それで、何かいわゆる暗黙知として存在している理念を形式知化する作業を一生懸命されているという位置づけなのかなと思う。

(上村主査) そういう関心もないと、それを抜きにした世界だけで比較して、例えば制定法の分野だけが対等になったからといって、では我々が本当にそれを使いこなせるかといったら使いこなせるわけがない。私は比較法というものが新しい時代を迎えたというふうに言っているが、従来は条文がどうかということばかりだったのだが、やはり彼らがなぜそれを使いこなせるのかという仕組みまで見ていくような、そういう比較法の分野をつくっていかなければならないと思っている。なかなか難しいことだと思う。

(池尾副主査) だとしたときに、議論の仕方としてアメリカ的なモデルを選択してしまったという大前提で議論するのか。

(上村主査) 本当に選択したのではなくて、今そうなってしまうことはたしかである。本当に主体的に選択したかということ、それは必ずしもそうとは言えないかもしれない。

(池尾副主査) すると、そこは前から繰り返し申し上げているように、それにしてはリソースを割こうという覚悟がない。

(上村主査) どっちにしてもではなくて、アメリカ的になってしまっているから。

(池尾副主査) では、それをそこで覚悟してリソースを割けという議論をするのか、あるいはその選択そのものについて考え直した方がいいという形の議論をするのか。

(上村主査) どちらかだと思う。だから、私は、このアメリカみたいな仕組みを本気でやったら非常に大変だと思う。そこまでの覚悟は本当にあるのだろうかというのが

一つである。では、ヨーロッパ型だとどうかというと、自由の方がかなり抑制的である。この間改正したばかりだが、例えば株式分割するときには、日本でも純資産が5万円なければ分割できないとされていた。欧州は、今でも自己株の取得は原則禁止であるとか、最低資本金は厳しいとか、種類株の自由はあまりないとか、企業再編の自由も日本ほどはないなど、経験豊富であるが故に慎重である。私は復古調に戻れというつもりはない。しかし、ヨーロッパ型をきちんとした選択として選ぶ、という選択はもともとあり得たと思う。ただ、せつかく緩和したのにもとに戻せという話だと、それだけでは賛成してくれないだろうと思う。

（松本メンバー）ずれた発言になってしまうかもしれないが、伺っていると、我が国においていきなり理念をつくるという話は、小学生がいきなり芥川賞を狙うという感じがどうしてもしてしまう。大崎メンバーがいつもおっしゃっているように、日本の制度はかなりよくできているが、エンフォースされていない。もしこういう新しい法律ができて、それによってすべての活動や市場が変わっていくとは限らないと思う。プレイヤーがいないところにルールをつくったり、理念をつくったりしても何も生まれないので、まずはそういうプレイヤーをつくるか、長い話なのだが、啓蒙といったことが必要ではないか。これは国民だけでなく、政府やマスコミも含めて、どういうふうに直すかの前に、何が問題なのかについて、地道に勉強というか認識を持つことにまずしっかり取りかからないと、何をやっても空振りになってしまうのではないかと思う。

（上村主査）そう思う。私はデンマークの人の話を聞いて、感銘を受けたのだが、例えば小学生に皆さんが毎日使っている食べ物や洋服をだれがつくっているか、会社がつくっていると教える。会社とは何か。あなたたちの生活にプラスになるものを提供していると教える。ではそれはどういう仕組みか。つまり、自分たちや社会にとって資本市場や会社などが密接にかかわっていて、それを我々自身がコントロールしよう、それが我々のためになるということを教えている。だが、どうも日本の投資家教育というのは、どっちかという、表面的な感じもする。やはり松本委員がおっしゃったように、本当はそういうことからきちんとやっていかないといけないと思っている。

（松本メンバー）例えば公開会社法も、つくったからといって現実が変わるのか、もう少し考える必要がある。メディカルドクターであり、かつ上場企業の社長をしている方から聞いた話であるが、東証の方でどうやったら不祥事がなくなるのかいろいろ考えていることについて、それは経営者次第。罰則をいくらつくっても結局直らないということである。人間が間違った行動を起こすときは、そもそも精神状態がある程度ずれている状況なので、そういうときにどれほど大きな罰則があるということを聞かされても、間違いを起こしてしまう。どうしたらそういう間違いを起こさないようになるかという、医学的には、人間は繰り返し、繰り返しそのことを言うとか、朝礼などでこういうことはしませんとか、こういうことはしましょうとか、繰り返し、

繰り返し言って、そもそも精神状態がおかしくならないようにすること以外に回避方法はない、と彼は言っていた。そう考えると、例えばいろいろな法律や罰則をつくっても、それだけで本当に牽制が働くかどうかはわからないと思う。それよりも、それと同時に、なぜそういうことをしなければいけないのかということの啓蒙に同様のエネルギーを費やさなければ、いくらいい法律をつくっても空振りになってしまうのではないかという不安がある。

（上村主査）しかし、ルールも知っていることによって安心してアクセルを踏むことができるということも必要ではないか。

（松本メンバー）法律をつくるときには、同時に何のためにそういう法律をつくるのかとか、そういった部分からまとめて広めていかないといけないのではないかと思う。日本の金融・資本市場に関しては、いくら制度や法律をつくっても、根っこの部分の理解があまりにも低いので、効率が極度に悪いのではないのかという気がする。制度とか法律はよくても、うまく使われない。

（上村主査）両方頑張っていないといけない。

大げさなことを言うようだが、明治時代は富国強兵、戦後は富国強財、経済力、富国強法といえるのではないか。法やルールや規範などの問題で挑戦するというのは、私は非西洋国家の日本という社会にとっては文明史的な大きな挑戦だと思う。他方でヨーロッパはローマ法からの歴史がある。だから、そういう意味では、国家の一つのあり方というものにかかわる問題だと思う。先ほど富樫さんは国益という話をされたが、そのぐらい大きな問題だと思っているので、生半可な覚悟ではできないというのは松本メンバーのおっしゃるとおりだと思っている。

ここで、経済産業省及び金融庁の方々にもご参加をいただく。経済産業省からは立岡経済産業政策局審議官、小宮産業資金課長、それから金融庁からは前回もおいでいただいたが、中江総務企画局総括審議官、細溝総務企画局審議官、河野監督局審議官にお越しいただいた。

それでは、立岡審議官からお願いしたい。

（立岡審議官）経済産業省の審議官の立岡と申します。今日はよろしくお願いたします。

お手元に資料がお配りしてあろうかと思う。本日事務局からいただいたお題は、内外企業の視点から見た課題ということであるが、それぞれ中、外、それから中でも企業の置かれている状況に応じて見え方は全然違うものであるため、なかなか最大公約数、あるいは最小公倍数的にお話しするのは難しい。けれども、そういった状況を踏まえて、昨年来作ってきた経済成長戦略全体のコンテキストから見て、金融の問題についてどのように見えているかということを中心に、本日はご報告をさせていただければと思う。

1 ページ目であるが、これはご案内のとおり、成長戦略の全体像が書いているわけ

だが、要は、人口がこれから減っていく中での成長ということを考えるときに、柱としては、中ほどにあるような4つのことを一応決めて取り組んでいるわけである。

ポイントは、イノベーションと需要の好循環をつくっていくことである。それと、アジアとともに発展していくという戦略をどう書くかということ、それから、日本全体の生産性を上げていく上で、やはりサービス部門のウエートが大きいわけで、その生産性の向上をどう図っていくかということがある。そういったことを、5.の一番下にあるように「ヒト」「モノ」「カネ」「ワザ」「チエ」という5分野でどう支えていくかということについて、昨年来議論してきて、カネの部分も、制度インフラの一つとしてこの中に入っているという位置づけになっている。

それで、特に金融が、なかんずくグローバルというコンテキストで見たときにどういうふうに見えるかというのがⅡ.であり、そういう意味から見たときの金融分野への期待ということが、下の表の右側に整理してある。要は、イノベーションを進めていくためのリスクマネーの供給、あるいは事業体自身みずからのさまざまな事業リスクをどういうふうに金融的手法で管理していくかといったところにどう対応するかといったことである。それから、アジアへの展開というのが足元で進んでおり、それを進めていくための金融的な支援、あるいはアジア企業とともに発展していくために、そこへの資金供給をどうしていくかといったような課題があろうかと思う。

それから、サービス産業全体の中では、大きなウエートを占める金融についても、それ自体の生産性向上といったことがこの中から出る課題と思っており、この3つが大きな期待だと思う。

各論は3ページ目以降になるが、イノベーションは言うまでもなく、国際競争をしていく中で生産性を上げていくことが課題である。これも企業によってさまざまに状況が違うわけであるけれども、多様なニーズ、特にR&Dなり、新製品開発なり、国際展開、再編といったものに対して、リスクのレベルに応じた低コストでソリューション型のサービスをどのように提供してもらえるかといったことが課題かと思う。下にアンケート等がつけてあるが、基本的にベンチャーに対するファンド等からの資金供給であるとか、あるいは大企業から見ると、メザニンなどの複線的な手法によりリスクマネーの供給といったことが産業界から見たときの声としてある。

それから、4ページ目に移るが、日本の市場が人口減少下で需要面では下がっていくことが自明である中、特にアジアについて、需要面、あるいは供給体制の構築面から見て、戦略をどうつくっていくかということが非常にポイントになるわけである。こういった観点から金融面においても、双方向でどう対応していくのかということかと思う。

枠囲いの丸2つのうち、上に書いてあるような日本から外への展開については、ある程度進んでいるかと思うのだけれども、更にアジアの発展に貢献し、アジアとともに成長するという中で、我が国の個人金融資産をどういうふうに対応できるのかと

いったことも課題かと思っている。下のグラフの左側には、地域的に見て、アジアは比較的地域直投の中では収益率が高いわけであるけれども、ボリューム的にはまだまだという状況が書いてあり、逆にページの右下の方にあるように、アジア企業の声として、やはり情報面の問題、日本市場に上場している中でも、取扱いの問題といったところが課題として指摘をされているわけである。

それから、5ページであるが、これは私どもからとやかく言う話ではないが、サービス業全体の中に占めるウエートに対して、金融産業全体の生産性の向上ということもこれからの大きな課題だということを書いている。以上を総括すると、6ページ目に、事業会社から眺めた際の期待ということを予告的に整理してある。要は、グローバルな競争を通じて低コストかつ効率的で質のいい金融サービスの提供を図るということで、そのためには担い手の問題、市場の問題、それから人材の問題ということがあろうかと思う。

それぞれ各要素若干のコメントを7ページ目以降につけてある。

まず事業リスクに対応できる金融機能の担い手ということであるが、下の方にはファンド、ベンチャーキャピタル投資に占める銀行・保険のシェアが書いてある。基本的には投資額は欧米に比べて低いというのはご案内のとおりであるが、緩やかに逆相関、負の相関で供給主体が銀行・保険会社のシェアが高いという構図になっていて、こういった面からも供給主体をどう増やしていくかということが一つの課題かと思う。また、現状の2つ目の丸にあるように、大企業等から見てメザニンのマーケットについても、拡大傾向はあるもののまだまだ規模としては小さいという状況があるわけであって、こういった状況の中で、リスクのレベルに応じて、どのように低コストのソリューション型の金融サービスを提供する体制をつくるかという課題があると思っている。

それから、8ページに移るが、事業会社から見た場合に、リスクが多様化しており、特にグローバル化をするなかでのリスク管理というものをどうやっていくかという課題がある。ご案内のとおり欧米においては、グループ内保険、キャプティブというような手法が定着しているが、我が国では保険業法の制約の中で、すべて整備されておらず、海外にキャプティブをつくっているという状況にある。したがって下段にあるように、経団連でも今、中の部会でこの問題の検討が始まっているけれども、諸外国の例等も参考にしながら、ここをどう取り扱っていくかということが課題かというふうに考えている。

それから9ページでは、今度は信頼性ある市場という観点から会計の問題、あるいは内部統制の問題を取り上げている。コンバージェンスが進みつつあるが、これも企業体によって違う。グローバルな展開をし、外で資金調達をするようになってくると、ものによっては実務負担が増えてくるということで、そのスピードなり可能性をどう高めていただけるかということが大きな声としてある。

他方、内部統制については、今ようやくアメリカでリバランスの動きがあるわけだが、こういった現状を踏まえて、どういうふうにレビューしていくかといったことがある。課題としては下に書いてあるように、統合、あるいは相互承認の早期実現、継続的レビュー等々があらうかと思うが、こういった王道に加えて、早期的なアクションとして、途中段階でプロ向け市場をつくって、①、②に書いてあるようなある種部分的な改革を進めるということもアイデアとしてはあるのではないかというふうに考えている。

それから、10ページ目ではJDRを取り上げている。先般の報道では米国の案件が考えられていると報じられていたが、私どもとしては、アジアとともに成長していくという観点から、この夏に予定されている改正信託法、あるいは金取法施行によって、JDRを使っていくためのプラットフォームが整備されるので、アジアの中でも生株を上場することに制約のある国等を中心に資金供給を行い、日本と縦、横、いろいろな格好で事業活動の連携が進んでいるなかで一体的な発展を遂げていくための環境を整備できるのではないかと思っている。

枠の中ほどでは、世界のJDRが一たん減っているけれども最近また増えているなかで、アジアのシェアが4割弱あるということを示している。課題としては、細かい点でこれから改正法令の施行等をにらみながら詰めていくことが幾つかあらうかということは何点か掲げている。

最後11ページ目であるけれども、人材ということで、論点を整理している。

下の方の枠囲いの中には、事業会社・大学関係者の声ということで挙がっているが、金融機関に対する声としては内外のサービスにギャップがあるのではないかということがある。それから、大学側からは、せっかく専門的教育を受けた人材を供給しても、なかなか社内で人事ローテーション上、活かしていないというような声もある。

事業会社からの声として、いろいろなサービスの提案があるのだけれども、本当に必要かどうかということは十分に判断できないということがあり、そういった観点からは、ある種リテラシーのレベルを上げていくということがまず肝要かと思う。それに加えて、やはり金融分野の人材の需要側のニーズをうまく供給側にフィードバックしていくということが重要であり、それを通じて大学レベル、それから実業レベルで人の形成を進めていくという観点から、もう少し緊密な連携がいるのではないかと考えて、私どもとしては関係者による協議会を設立・運営するといったことも今議論し、作業を進めている状況である。

以上である。

(上村主査) それでは、自由にご発言をお願いしたい。

(斉藤メンバー) 金融庁に質問がある。先程テーマで挙がっていたキャプティブ、グループ内保険は、一般保険業者と同等扱いをしなければいけないという立場なのだろうと思うが、そうすると、こういうふうに外へ出ていってしまう。先程から議論も出

ていたけれども、行政の方から見たらどうなのか。

(細溝審議官) 一つ誤解があるかもしれないが、キャプティブ、グループ内でとどまっている元受タイプの場合は、保険業法適用除外である。したがって、保険会社にする必要はない。自由にどうぞという世界である。ここでおっしゃっているのは、第三者、要するに保険会社を経由して再保険をやるような、タックスメリットとは言わないが、いろいろなメリットを追求される、そうやられている場合の方である。グループ外の保険会社が間に入るという以上、きちんとした保険業法の適用が必要である。国内でやられる以上、それはやらせていただかなければしょうがないということである。

(池尾メンバー) 海外の再保険会社とかにつなごうと思うと、保険会社としか取引しないとかなというルールが国際的にあると承知している。だから、保険会社としての免許を取らないで設立しても、実はキャプティブとしての機能は果たせないというのが現実である。キャプティブだけに限った話ではなく、銀行に関しても決済サービスなどに特化した銀行をつくる際に、フルラインの銀行免許の1種類しかないし、保険会社の免許も1種類しかなくて、言ってみれば、こういう言葉はないけれども総合保険会社免許しか存在していないのが現状だと思う。第一種保険会社とか第二種保険会社とか、銀行についても決済だけをやる場合の第二種銀行免許とかというのは、時々はお話をしていると思うのだけれども、本当に無理なのか。

(細溝審議官) 保険については、ご案内のとおり、少額短期保険事業者という概念をつくって、それまでいわゆる無認可共済と言われた、全く行政がタッチしていない共済の保険事業者を保険業法の世界に取り込んだ。これがおっしゃった第二種保険業者に当たるのかどうかは別として、そこら辺は多様化を始めているというところである。

それから、おっしゃったように保険会社ではないと再保険にかけられないかというところ、無認可共済業者は実は再保険をかけていた業者はいっぱいいるので、おっしゃったことが正しいのかどうかは私が後で確認してみる。

銀行については、いろいろな議論があったところであって、そのなかで、例えば銀行代理店というような形で銀行の一部業務をアウトソースするような業者をつくるなど、いろいろ工夫はしているというところが現状である。

(上村主査) 富樫さん、イギリスはどうなのか。それから金融サービス法などはかなりきめ細かくやっているのではないか。

(富樫社長) 保険の方は詳しくないのでお答えしかねる。

(上村主査) ほかにいかがか。

(小宮課長) 今金融庁の審議官の方からグループ会社はみんな認めているのだというお話があったが、近ごろの実態を少々見てみると、グループ会社に関して、どの程度の範囲までの出資が必要なのか、つまり1%でも出資があればグループ会社と認めるのかといえ、多分それはそうではなく、一定の限度が当然あるわけである。しかし



ながら、例えば近ごろ出てきている産業界のニーズとして、非常に親しい取引先であって、そんなに資本関係が高くなくても取引先であるがゆえにリスクを見きっているからキャプティブの対象範囲に入れたい、入れていこうという動きがある。その場合に、どうも、今の保険業法の適用除外の枠からどうしてもはみ出してしまう場合がいろいろと出てきそうな雰囲気がある。

だから、穴があいているからといって、それでオーケーかという、必ずしもそうではなくて、むしろリスクを見きれぬかどうかというところが大きなポイントかなというふうに我々は思っている。

(細溝審議官) だから、グループ内というところで切っているの、リスクを見きれぬかどうかについて誰がどう判断するかということになると、普通の保険会社を設立するのと一緒にということになってくるわけである。要するに、保険料率を適正に設定すれば、大概はそのリスクに対応できるわけであるから。そういったことを申し上げている。

(小宮課長) そこは法人を相手にした保険と個人を相手にした保険というのはおのずと違いが出てくると思う。それからリスクをどこで図るかというのはグループであれば、逆に言うと、グループの定義というのをかなり広げてもらわないと。少なくとも今の産業界はとても日本では立てられませんという感じを持っているので、少なくとも出資比率でどこまでがオーケーと見なすのかということについて、はっきりした方がいいかなという感じがする。

(細溝審議官) はっきりすべきことはするけれども、いずれにせよ、第三者を巻き込むような場合には、きちんとした保険業法を適用するというのは変えられないので、どうしようもないと思う。

それから、9ページ目をごらんいただきたいが、経産省の課題の中で、①、②、③とあり、③で監査役の機能強化等ガバナンス制度の見直しと書いている。今、例えば公認会計士法の改正をめぐって、監査役に監査人の選定ないし監査報酬の決定権限を与えるべきだという議論があって、現行会社法は同意権になっているのだが、これを課題として掲げられているということは、経産省も外部監査人の選任決定ないしは監査報酬の決定まで監査役にやらせるべきだというお立場で書かれているのかをお伺いしたいというのが第1点としてある。

第2点として、次の丸で、なお、早期アクションとしてプロ向け市場とおっしゃっているが、この市場の意味を聞きたい。仮に相対型の取引も市場だというふうに考えるならば、プロ私募という概念があって、これは開示も何もない世界である。したがって、この経産省の考えている市場というのは、オークション形態の取引所市場だけなのか、どうなのか。言葉の意義をお聞きしたい。

それから、もし仮に取引所市場でプロ向け市場だということであれば、どうやってアマ向けを排除するのかお考えをお聞かせいただきたい。

我々も外為証拠金取引でプロ向け商品と思われながら、結局はアマに対する販売を制限できなくて苦労した覚えがある。経産省も海外商品先物取引といったものを所管されていると思う。それが今アマチュア向けに売られて、いろいろ消費者団体から苦情が来ているのは当然ご案内のとおりである。当然経産省として、そうしたものについてきちんとした手だてを加えられる前提でこんなことをおっしゃっているのかということをお伺いしたいと思う。

(岸本企画官) まず1点目だが、会計士の関係については、これを公式に経産省の中で議論したわけではないが、担当としてはポジティブに考えていいのではないかと考えている。

(細溝審議官) 経団連はどうか。

(岸本企画官) ここに書いている③の監査役の機能強化というのは、必ずしもそこにとどまらないで、もっと幅広く、監査役が監査を実質的に行えるよう機能を強化することである。それは法的な位置づけもあるし、実態的に情報収集して監査ができるようにする、そういう考え方である。

(田村大臣政務官) 監査役になるためにはこれぐらいの能力がないとだめだというような資格要件みたいなのはどうなのか。

(岸本企画官) そこまでいくということは申ししていないが一つの論点としてあり得るかもしれない。

それから、2つ目であるが、ここの「プロ向けの市場というのを創設し」というのは、これは金融庁の権限の話なので、こちらからどうした方がいいとかということではないけれども、仮にそのようなアイデアがあるのであれば、そこからこのような形で改革を進めていくことが可能ではないかという提案であって、プロ向け市場をこうすべしというようなことを経済産業省からご意見を申し上げるつもりはない。けれども、例えば取引単位とか、そういった観点でうまく区切りがつかれないかどうか、この場でご議論いただければいかがかという提案である。

(上村主査) それぞれ大事な話だとは思っただけけれども、そのやりとりをする場でもない。今ここが足りないからこうしてくれという話はあるのだけれども、経産省として長い目を見た日本の資本市場とか、将来の企業社会のあり方を考えていった場合に、経産省はどのような立脚点で物事を考えようとしているのか、その辺のお話をして頂きたい。恐らく法務省と金融庁と経産省というのは似たような問題をやることが多いのだが、そういう大きな問題を論じて欲しい。ここでもう既に述べたというふうにおっしゃるならばそうかもしれないけれども、少し抽象的なので。

(立岡審議官) 繰り返しになるが、一言で申し上げれば、安く、それからニーズに対応したようなサービスの選択肢を増やしてもらおうということに尽きる。その視点に立ってどういうふうに現実の問題を考えていくのかというのが私どもの基本的な立脚点であるというふうに承知している。

(田村大臣政務官) 産業側に立った立場ですね。

(立岡審議官) 今日は内外企業の視点から見たということなので、そうであるし、もともと私どもが主として見ているところから言えば、もちろん国内にさまざまな問題があるけれども、やはりグローバルに展開をしている事業体のいろいろな内容等を聞いていると、内外の差というものが、この大きな流れの中でどういうふうに変わっていくのかということが一番の関心事となってくるというふうにご理解をいただければよろしいかと思う。

(伊藤メンバー) ここには書いていないことを聞くことになるかもしれないが、いわゆる三角合併の話で、税制も絡んでいるわけだけれども、一応資格要件というのができて、事業関連性があるかどうかということが焦点になっていると承知している。それから、雇用を80%継続するといったようなところが焦点になっていると聞いている。そこで、では事業関連性とは何なのだというところで、経産省としても当然合併される側の企業、あるいは合併する側の企業の理解等も考えつつ、事業をやっている会社とは何か、関連事業とは何かということをお考えになっていると思うのだけれども、このあたりについて何かあるだろうか。

(立岡審議官) 三角合併については、2つフェーズがあって、1つはまさにおっしゃられた税務上の取扱いをどうするのかということで、昨年政府税調、党税調で議論があったと思う。

もう一個は、いわゆる会社法上の決議要件をどう取り扱うかという問題があって、ここはまだ5月1日に向けて完全には決まっていない状態だと思っている。

それで、ご質問の前者の点に関しては、昨年の税の決着の際に、いわゆる組織再編をした際にどういうものを適格と認めて課税のフレームにするかということに関しては、今既に制度があるわけであって、おっしゃられるとおり、100%の場合、それから50%の場合とかでいろいろな要件が決まっている。これはたしか数年前にそういう制度ができたと思う。ただ、その当てはめをしていく中で、おっしゃられた事業性とか事業関連性をどう見るのかということについては、内外でどういうふうに具体的な適用がされるのかについて、もう少し明確にする必要があるだろうという議論が昨年あった。恐らく財務省の考えは、年度内ないしは5月に間に合うように手だてをしていくということではないだろうか。実際そこをどう手当していくかということについては、今、省令をどうつくっていくかという準備をされているのだと承知している。

ただ、基本的な考え方は、今までやってきた運用がかなりベースになるのだと思っている。例えば、ホテル業とたしかクリーニング業については、関連性があるというような運用がされているのではなかったかと思う。そういった意味で事業関連性というのはかなり広いのだと思っていて、そういったようなところを踏まえて、どうつくっていくのかというのを現在部内で作業中だというふうに理解をしている。

それから、会社法の議論は、まだいろいろ議論が残っているけれども、基本的に私

どもとしては、今の商法の体系から考えれば、決議要件としてはいわゆる特別決議というのが会社の解散、あるいは営業譲渡、すべてそれにかかっているもので、基本的にはそういうことで対応していくのだろうというふうに理解している。これは主管が法務省であり、私どもの話ではないけれども、今の流れはそういうことだと理解している。

（田村大臣政務官）ここも経団連ですね。

（池尾メンバー）今政務官がおっしゃったような話になるのだけれども、産業金融の観点からだと、安いコストでいい金融サービスを提供してほしい、安定的に資金を供給してほしいという話が根本にあって、それはそれで大切なことだと思っているのだが、全体としての金融の役割を考えると、それだけではなくて、やはり資金調達者に対して規律を与えるというガバナンスの面の役割というのが大きくあると思う。それで、全体として見た場合は、公正な価格形成を果たすというのが資本市場の役割としてあると思うのだけれども、どうもやはり評価される側とか規律を与えられる側の人は、やはりあまり厳しい評価とか厳しい規律は与えてほしくないと思う傾向があるのかなという感じがする。長い目で考えたときの産業金融の課題をよりよく達成していくためには、やはり単に安いコストで安定的な資金供給というだけではなくて、資金調達者に関して、きっちりとした規律とか評価が行われる体制をつくるのが長期的には産業金融の観点からも望ましいのだと思うところがあると思う。その辺を踏まえた経済団体などの考え方とはちょっと一味違った政策をぜひやっていただきたいと思っている。

（上村主査）ベンチャーとは会社法の歴史では会社そのものである。つまり、特に経産省的な会社法とはというものがあるわけではないと思う。再生も破綻も会社法の本命の話である。破綻だから、ベンチャーだから、だから特別だということは、会社法の長い歴史の中では私はあまりないと思っている。もともと会社とはジョイントストックのベンチャーである。であるから、理念をすり合わせていくことが必要ではないか。

ほかにいかがか。

（菅野メンバー）先ほども議論の途中だったのだが、プロ向け、アマ向けというのは、実は結構おもしろい視点が幾つかこの中に含まれていると思う。先ほど為替証拠金取引の話をおっしゃったけれども、金融庁が当初どのようにお考えだったのかということをおは全然存じ上げないが、ただ、ものすごい市場規模になっている現在において、むしろ我々も意外だったのは、基本的にレバレッジのマーケットでありながら、1倍のレバレッジでやっている人たちが結構いるという点である。今、外貨預金と基本的に同じような取引をするときに、今銀行だと多分片道1円の手数料を取っているところ、ネットバンクでは多分25銭ぐらい、あるいはさらにその何分の1かの極めて安いところで、ネット上で取引ができてしまい、しかも差金取引という実は思

ってもいなかったイノベーションの取引になっている。為替を扱うことの手数料を、これによって大幅に軽減できるという意外なメリットがあった。我々が見ていてもこういったイノベーションが出てきているわけである。特にアマチュアの方では2つ観点があると思う。1つは確かにどのように保護するかということである。ただ、アマチュアというのは無知な人たちの集まりで、自分たちが保護してなるべく新たな金融取引から排除しようということをし過ぎると、それもまた、ためにならないのだろうなという気もしている。もちろん業者の設立基準をどのようにするかはある程度しっかりしてもらいたい必要はあると思うのだが。

また、例えば現状では、アマチュアの方が大半だと思うけれども、為替証拠金取引がものすごく増えており、新しい業者もどんどん入ってきているわけであるが、外から見ると実態が非常にわかりづらい。例えば統計とかマーケット規模とかそういうものも、私の知る限り公式な統計がないように承知している。であるから、むしろそちらの方をしっかりとマーケットに提供してもらいたい。あとは、個人の取引については、最後は個人のリスク判断にゆだねるところがどうしてもあり、今はこういう状況であると。外貨の過去のトラックレコードは運用成績がすごくいいわけである。もちろん、これが将来どうなるかという問題も含めたリスク教育というのはまた別の次元で、教育の問題と業者の説明責任の問題はある。ただ、むしろイノベーションを促すという機能があるので、アマチュアだからといって、プロと差をつけて、非常に制限的に市場から隔離させるといえるのか、遠ざけてしまうような発想が審議官のご発言の中に見え隠れしているような感じがあった気がしたので、それについてはどうかと思う。

（細溝審議官）外為証拠金は、かつて外為が原則自由化されたときに全く規制なく始まった取引であり、最初はおっしゃったようなカバーないしは外貨への送金とかそういったときのうまい手段として、ヘッジの手段として使っていたようであるが、一部に、それを個人相手に、例えば20倍のレバレッジで売りつけていたような例もあった。そうすると、5%動いただけで元金が吹っ飛んでしまう。それを十分に説明せずに、ないしは相手の属性を考えずに、売り込んでいたことがあって、それがかなり問題になった。したがって、最初に金融商品販売法の政令を改正してその対象商品として、そういった説明責任を業者に負わせ、次に金融先物取引法を改正してその規制対象とし、更に今回のに取り込んだといったことをやってきている。

ただ、おっしゃったようなアマを市場から排除するようなことではなくて、業者に説明責任を負わせるということである。したがってコストがかかる。ハイリスク、ハイリターンなものであるから、それを説明し切るには相当のコストがかかるはずである。そうすると、自然とわかる人に売るといえる形になってくるのではないかと考えている。

役所として、これはアマに売れ、これはアマに売るなというつもりは全くない。例えば、ナマ株なんていうのは、まさにリスクが高い商品そのものであるが、皆がよく

商品性を知っているの、業者がある程度説明をすることによって個人に対して売っているというのが日本のマーケットである。個人のリスクの判断だというのはおっしゃるとおりなので、そういった意味で、何か個人を排除することが必要というのではなくて、プロ投資家とアマ投資家に向けて、それぞれ売るときの業者の責任を書いているというのが今回の法律であるし、今現にやろうとしているところである。

(松本メンバー) 11ページの高度金融人材育成だが、これはニュースでもちょっと拝見したが、具体的にどういうことをなさろうというのか、イメージをされているのか。

(小宮課長) もともとの出発点は、去年の経済成長戦略大綱の中でトヨタの奥田さんが非常に強力に主張されたことが出発点になっている。

誤解を恐れず言うと、M&Aとプロジェクトファイナンスと金融工学の3つの点において、日本の金融機関は外資に劣るというふうにおっしゃったというふうに従っている。そのところを何とかしなければいけないということで、いろいろと議論の末、結局、金融工学人材をやるということで、とりあえず大綱には書いたわけである。大綱には専門職大学院をつくるというラインで書いたのだけれども、私がいろいろと見たところ、今、実は日本の大学の中で既に5大学、金融工学を中心としたセンターができていて、それは東大、京大、一橋、早稲田、阪大なのだが、一橋のようにM&Aを中心とするところもあれば、阪大のように完全に理科系の人を中心に金融工学をやっているところもあり、そういう意味で供給面の方は、かなりそろってきている状況にある。問題は、ここにも書いたが、せっかく卒業した人材がうまく使われていないという声が大学サイドにあり、一方で事業会社の方にはトヨタのように非常にかなりスキルが発達して、内資と外資をうまく差別化できる企業もあれば、逆にここに書いたように、何か片仮名交じりのいろいろな商品を提案されても、本当にこれって信じていいのだろうかとわからない事業会社もいるというところである。したがって、まず先ほども言ったM&Aとそれからプロジェクトファイナンスと金融工学の3つの人材について、どういうサービスが求められているのかというところをまず事業会社のところから明らかにして、それから逆に大学の方から見たらどういう人材をどういうふう金融機関、ないしは事業会社の財務部で使ってもらいたいのかというところを明らかにした上で、どういう人材をそれぞれ3つの類型についてつくって、どこに供給するのが金融サービスへのレベルを上げる形になるのかというところを議論するための協議会をつくりたいということである。

(田村大臣政務官) M&Aだけではないのか。

(小宮課長) そうである。

(斉藤メンバー) 一番いいのは、経団連の全メンバーに金融工学をレクチャーすることなのだと思う。はっきり言って、若手の人材というのは相当勉強している。もちろん数は足りないからこういう教育どんどんすべきだと思うが、先ほどからあるように、若手が会社で使われないのだ。それはなぜかということ、幹部が理解できないからであ

る。だから外資系へ、幹部が理解するところへ行ってしまうのだ。経団連で問題提起があったならば、まず経団連の経営者が若手を使うという体制をひかないと、若手が出てきてもどんどん外資系へ行くだろう。

（上村主査）早稲田は会計と法に強い金融の研究科というのを最初やろうとしたのだが、結局うまくできなかった。どうも、分野は違っていても発想が非常に単純化した、そういう育て方が強過ぎるのではないかと思う。逆に言うと、幅広い教養や素養というのも大事で、そういうものを育てるというのも大事だろうと思う。

今日は最初に富樫さんからイギリスの厚みのある資本市場の話をしていただいた。

何ととっても、市民社会のあり方と企業法制や資本市場法制が一体の姿というものを強調していただいたと思う。それから何と言っても、金融資本市場が誰のためにあるかということが非常に大事だと。誰のためというのは、要するにその国の国民一人一人のためだと。そこで、アメリカでもやはり国益とは何かということについて盛んに議論をされているけれども、何を守ろうとして、そのために無国籍の外資をどうやって使うか、そういう視点が必要だというお話があったかと思う。これは私の理解で言えば企業価値とは何かということにもつながると思うのだが。

それから、同じような問題だけれども、やはり利益が日本の社会に落とされるような、そういうことがやはりまずはあるべきだろうということを中心に強調されたと思う。このままでは非常にお人好しの金融市場にますますなっていくというお話があったと思う。

私の方からは、資本市場のあり方について一つの理念型というか、理論モデルとして幾つかの可能性、選択肢を示した。一つは公取も含めたような、市場に絡む問題はモノもサービスも一緒だという大市場規制である。これを日本が世界に先駆けていくのだというぐらいの構想はあり得るのか。そうではなく、やはり横断的な、FSA的な、あるいはそれにアメリカの要素を加味したようなものでいくのか。あるいはそうでなくて監視委員会にせめて準司法機能を与えるということなのか。幾つかの選択肢について申し上げたと思う。

それから、公開会社法については、資本市場と一体の公開会社法が必要だということで、あちこちで議論してきたわけだけれども、これを私は欧米的にやっていることについても理論で消化して、より洗練されたものを目指すとした。それを我々がきちんと提示するということが私は必要ではないかなと思っていて、公開会社法については述べさせていただいた。

あと、質疑の中で池尾メンバーからあったのだが、理念の問題と具体的な手法の問題がある。理念の問題では日本は本当にアメリカ型を選択したのだろうかというような根本的な疑問が提示されたと思う。これを戻すということは、昔に戻る、復古調になるという意味ではなくて、ヨーロッパ型というものの本質は何なのかということできちんと把握する必要があるだろうと、こういう形で書いている。

また、松本メンバーからも人材の育成の話が非常に重要だというお話があり、最後にもそういうお話があった。具体的なことをここで申す場ではないが、先ほどプロの話があったが、投資家保護だとプロは規制がない世界だけれども、マーケットの話だとプロは価格形成には重大な責任があるわけだと考えている。

（細溝審議官）情報の非対称性から来る説明責任とかがプロ向けには免除されているが虚偽説明などはプロ向けでもかかっている。

（上村主査）そのような前提だろうと思う。ということで、こんなことが話題になったというふうに思っている。

それでは、今日はこれで終わりにする。

次回は、2月26日13時から15時半までを予定している。大変お忙しいところありがとうございました。

（以 上）