

第6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3月16日(月) 10:00~11:11
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	大崎 貞和	株式会社野村資本市場研究所研究主幹
同	川濱 昇	京都大学大学院法学研究科教授
同	菅野 雅明	JPMorgan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
	大村 秀章	内閣府副大臣(経済財政政策)
	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)

ポール・クオ 国際銀行協会会長 プレゼンテーション資料

(概要)

(上村主査) 本日は、郭(クオ)国際銀行協会会長、郭会長が社長を務めていらっしゃるクレディ・スイス証券株式会社の室伏法務・コンプライアンス本部長、更にソレンティ国際銀行協会事務局長にお越しいただいている。

まず最初に、郭会長から、協会において取りまとめた、日本の金融・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、それを踏まえて自由討議を行うこととする。

それでは、冒頭15分程度、郭会長からご発言をお願いしたい。

(郭会長) ただいまご紹介いただいた、国際銀行協会会長のポール・クオでございます。本日はこのような機会を与えていただき、誠にありがとうございます。

まずは、皆様にお配りしている本文の英語の方をご覧いただきたい。日本語版は数日後にはご用意できるかと思う。

日本語のパワーポイントの1ページをご覧いただきたい。

国際銀行協会（I B A）は、21カ国65の外資系金融グループを会員とし、日本にいる役職員総数は1万5,000名以上である。I B Aの会員幹部は、所属するグループ企業の中で対日投資の拡大を主張する存在である。I B Aとして、海外の現状と我々自身の海外での経験を踏まえ、建設的で実際的な視点に立って今回の提言を取りまとめた。

2ページをご覧いただきたい。

私どもは、東京市場が金融センターとして成功した姿を思い描くことから検討作業を開始した。I B Aが思い描く2015年のビジョンとは、東京市場が最もダイナミックな金融市場となり、日本型金融イノベーションが世界の基準となり、金融商品の多様化も進み、間接金融から直接金融への流れの中、資本市場がより大きな発展を遂げ、日本の金融に対する規制・監督がグローバル・ベスト・プラクティスとして認められ、日本の社会で金融サービス分野が良質でやりがいのある仕事を創出する産業として幅広く認識されるというものである。

お手元の英語の本文は、大きく分けて9つの項目に分かれている。各項目において、幾つかの提言をさせていただいている。

テーマ別の概要としては、お手元の資料の3ページにあるように、まずは、仮称であるが、金融セクター推進機構、Financial Sector Promotion Organizationといった、官民合同で金融セクターの推進を図る機関の創出がある。次に、金融サービス業界の変化に素早く対応できる規制・監督体制の確立、そのほかにも銀行、証券間のファイアーウォール規制の見直し、取引所機能の強化、金融サービスに関わる優秀な人材の育成及び確保、更にヘッジ・ファンドを受け入れやすくするための環境の整備、税制の整備など、多岐にわたった提言を取りまとめさせていただいた。

幾つかのテーマに関しては、既に各スタディグループや委員会などで十分に議論されているので、本日のプレゼンテーションにおいては、新しいアイデアや当協会のユニークな観点からの提言にフォーカスさせていただきたいと思う。

お手元の4ページにあるように、金融サービス業の発展が日本の利益となることを、明確に内外に表明することが重要であり、国際競争力を再検討した他の主要金

融センターの先例を見ると、金融サービス業の国際化をナショナル・プライオリティーに位置づけていることが目立つ。

次の5ページにあるように、当協会の提言は、内閣府のもとに官民の専門家を構成員とする公益機関として、金融セクター推進機構を創設することである。この金融セクター推進機構は、金融センターとしての日本の強みを世界にマーケティングし、外国企業の上場やヘッジ・ファンドの誘致を推進したり、東京市場の国際競争力強化のための旗振り役となるものである。

次に、金融規制・監督体制のあり方についてである。6ページをご覧いただきたい。

金融規制・監督の一貫性、実効性、効率性、透明性の基本原則に更に重点を置くことによって、日本の規制基盤がさらに強化されると考える。規制・監督の一貫性は、言うまでもなく投資家保護の観点からすべての金融商品に適用されなくてはならない原則である。また、その実効性の確保は金融商品の複雑化、高度化が加速している今、一層その重要性を増している。業界との継続した対話により、実効的な規制の実現を可能とし、具体的には規制・監督機関への民間専門家の積極的登用により、市場実態と規制との距離を埋めることができるものとする。効率性は、規制のコストの低減を意識しつつ、検査や報告の重複を排除し、費用対効果分析、コスト・ベネフィット・アナリシスに基づく規制の優先順位づけなどを考慮すべきである。最後に透明性に関しては、金融機関が経営戦略を策定する際に、かかる戦略の規制面での問題点を事前に認識することは必須条件であるという点から重要なものである。

これらの原則を踏まえ、望ましい規制・監督体制のあり方について、次のページのとおり提言させていただいている。

第1は、すべての金融商品を対象とする規制の実現である。あらゆる金融投資商品を一律的に規制すれば、規則、検査、報告義務などの重複または不統一もなくなり、実効性や透明性も確保できるものと確信している。次回の金商法の改正においては、ぜひ取り組んでいただきたい点である。

第2に、規制・監督当局と業界との連携の強化である。官民間の継続的な情報交換と共有、法令の制改定前の十分な事前協議、規制当局の上下あらゆるレベルでの民間人の登用と人的交流等により、金融商品の開発速度と規制体系の乖離を埋め、規制の4原則が強化されるものとする。

第3は、基本原則、いわゆるプリンシプルを重視した規制・監督制度の導入である。基本原則に基づくことで、規制体系の予測可能性が高まり、透明性を高めることになると考える。

これらの3つの改革を踏まえて、どのような規制・監督機関を創設するべきかが、次の8ページにある提言である。

私どもは、すべての金融商品を対象とした、政府の管轄の下に置かれた民間の運営資金負担、インダストリーファンディングによる独立の規制・監督機関の創設を提言する。金融政策の立案と法令の起草機能は、基本的にこれまでどおり政府に残したまま、創設される組織が通常検査を含む幅広い規制・監督機能を果たすというものである。現在ある金融業界の幾つかの自主規制機関はこの組織に統合されることになる。一貫性、実効性、効率性、透明性の4原則を促進しつつ、この機関の運営を民間の資金負担とすることによって、国民の負担は軽減され、民間人の積極登用による官民対話と専門性の促進、民間資源による現状の人材不足の緩和といった効果が期待される。

次の点は、金融コングロマリットに対応した法規制の問題である。9ページをご覧ください。

世界の主要先進国において、銀行と証券を厳格に区分して規制しているのは日本のみである。金融コングロマリット規制において、海外では銀行と証券を区別せずに、弊害の防止措置を効果的に実行している。I B Aのグローバル金融コングロマリット企業は、現行制度の下で日本固有の問題を抱えている。

10ページをご覧ください。すなわち、他国では通常見られるグループ全体の統括責任者を日本に置いておくことができず、グループ全体の戦略の策定にも支障をきたし、グループ内での人、組織、システムの重複がコスト増につながり、顧客の総合的なサービス提供のための商品開発や販売に制約がかかる。これは事実上、金融イノベーションの弊害要因になっている。これは、私ども業者の利益だけの問題ではなく、このような商品の恩恵を受けることができない利用者である日本の企業や投資家にとっての問題でもあり、日本の資本市場の競争力強化にとって大きな阻害要因であると考えている。

目指すべき方向性は、ユニバーサルバンキングの持つ総合性ではないかと考えている。

次の11ページにあるとおり、私どもは、金融商品取引法33条、現行の証取法65条の撤廃と金商法44条の改正を提言申し上げる。暫定措置として、4つの提言もさせていただいている。

次に、取引所のあり方である。12ページをご覧ください。

取引所は、言うまでもなく国民の共有財産として、国の経済、資本市場の競争力の反映でもある。取引所間の国際競争が激化する中、多様な金融商品が、高い流動性の中で、公正な価格で不測の停止などすることなく、瞬時に低コストで取引できることが競争を勝ち抜く条件となる。日本の国際化戦略を立てるにあたり、日本が持つ比較優位である資金力を最大限活用する意味でも、取引所の位置づけは極めて重要である。

私どもの提言は、13、14ページにあるとおりである。

第1に、規制コストを考慮した外国企業の上場促進、第2にアジア企業の上場誘致に積極的に取り組むべきであり、またリスクテイク能力のあるプロ投資家向けの、アジアの成長企業を対象とした市場を創設することを検討するべきである。

次のページをご覧ください。

第3は、取引所に対する信頼性の確立である。危機管理、ソフト及びハード面での取引システムの回復力、健全な事業継続計画、ビジネス・コンティニューイティープラン、取引中断時の非常時対応計画の強化が主要なものである。

第4は、国内取引所の統合、第5は多様な金融商品の上場と投資機会の提供である。最近の東証の、ニューヨーク証券取引所とロンドン証券取引所との事業提携を、当協会としては歓迎し、今後、アジアの取引所との提携も進めていくべきであると考えられる。

15ページをご覧ください。

次は、ヘッジ・ファンドにとって魅力のある市場についてである。ヘッジ・ファンド業界は1兆ドル以上の規模となり、市場の2～3割のフローを占めるようになった。ヘッジ・ファンドは市場に新しい資金の供給と流動性、コーポレートガバナンスの促進、企業の株式価値重視を付与する機能を持っている。ヘッジ・ファンドが大きなプレゼンスを占めている金融セクターはまた、そうしたヘッジ・ファンドにサービスを提供する多数のサービス提供者を惹きつけることにもなっている。海外市場においても、ヘッジ・ファンドの持つ金融サービス業務の雇用創出、経済活性化効果に着目して、税制、法規制改正により積極的に誘致が図られている。ロンドンとシンガポールがよい例である。

実は、私の知人が、シンガポールにヘッジ・ファンドを設立した際に、初日にMonetary Authority of Singaporeから電話があって、何かご不都合がありませんかというふうに聞かれたことに感心していた。

日本においても、ファンドの業務基盤の整備、課税と開示規制の適正化などによって、ヘッジ・ファンドを惹きつけるための基盤整備を進めていくべきであると16ページで提言させていただいている。

次に、17ページの税制についてであるが、税制が資金のフローに与える影響は皆様ご存じのとおりである。

まず、第1の提言は、「貯蓄から投資へ」の流れを確実にするために、個人の課税繰り延べ商品の拡大や、キャピタルゲイン課税の優遇措置を継続することである。

第2に、世界の資金を取り入れるため、早急に、より多くの国と租税条約を締結し、既存の条約の見直しや、各種制度の簡素化を行うことの検討が求められる。

次の18ページに移って、人材の確保、教育である。グローバル市場において、競争力がある市場には、資金と優秀な人材が集まる。優秀な人材の確保は、世界の金融センターとなるために不可欠な条件になる。

19、20ページの提言にあるように、金融における共通言語としての英語教育の充実、早期学校教育を初めとする金融教育プログラムの導入、専門家育成のための実務教育と研修などがある。

最後に、外国人の居住者の海外所得についても幅広く課税しようという最近の税制改正などは、海外の優秀な人材が日本で長く働くためのインセンティブを妨げる結果となっており、見直しが望まれる。

最後に21ページにあるその他の提言であるが、東京市場をさらに発展させるために、金融に精通したプロの専門家を増やし、法務・会計環境の整備、立法・政策決定プロセスのオープン化や、成田・羽田空港問題についての真剣な検討がなされるべきである。

以上が私の意見と提言である。

最後に一言申し上げさせていただきたいことは、私どもの提言は身勝手なものに聞こえるものもあるかもしれないが、日本市場に信頼を寄せる外国金融機関の悩みでもあり、期待でもあることをぜひご理解いただきたいと思う。今後、活発な議論がなされることを心から期待する。

ご清聴ありがとうございました。

(上村主査) どうもありがとうございました。

それでは、ご自由にご発言、ご議論をしていただきたい。

(大崎メンバー) ヘッジ・ファンドについていろいろなご提言があったが、開示の規制が良くないとおっしゃるのは、どういうことか。恐らくディスクロージャー規制自体は、私はアメリカと日本で、ヘッジ・ファンドに絡んでそんなに違いがあるように思わないが、業としての登録規制が厳しいということをおっしゃろうとしているのか、その辺の事実関係の認識がよくわからなかった。

(郭会長) では、私の方から。

まずは、登録義務の一本化というふうに書いているが…。

(大崎メンバー) 登録義務の一本化という意味がよくわからないのだが。

(室伏本部長) では、私の方から補足させていただきたいと思うが、日本の場合、投資顧問業法で実際運用するマネージャーの登録という問題があり、それから日本で投資信託、あるいは投信法上の外国投資信託、あるいは投資信託法人という位置づけになると、ファンド自体の登録というまた別の問題が出てくる。

(大崎メンバー) ファンドの登録は必要ないはずである。投資信託業の認可のことをおっしゃっているのか。

(室伏本部長) ええ。

(大崎メンバー) 投資信託そのものの登録制度というのではない。

(室伏本部長) 開示の問題である。

(大崎メンバー) 少人数私募であれば開示は要らない。プロ私募も要らない。

(室伏本部長) そうである。

(大崎メンバー) 公募のヘッジ・ファンドを開示なしで出せる国が世界にあるか。

(室伏本部長) 公募というのは、ヘッジ・ファンドの場合はあまり考えていないと思う。

(齊藤メンバー) 確かに大崎メンバーの問題指摘は正しく、この問題は少しおかしい。日本のヘッジ・ファンドのありようは世界と全く同じで、何の障害もないはずである。

(大崎メンバー) 業登録のことをおっしゃっているのか。アメリカだと、顧客数が15人いかなないと業登録を避けられるという制度がある。

(室伏本部長) そうである。だから、少ないインベスターである場合、業として果たして登録が必要なのかどうかということになると思う。

(大崎メンバー) ただ、全体的なことを一つ申し上げたいのだが、いつも気になっていたのだが、プリンシプルとしておっしゃっていることは全く違和感がないのだが、非常に細かい個別論になっていくと、何か少し事実認識が残念ながら違うのではないかということが時々ある。そうすると、全体の提言のどこについてどういうふうに申し上げればいいのか、非常に困ってしまう。

(郭会長) 各社ヘッジ・ファンドチーム、プライム・ブローカレッジ・チームがあって、それらからのボトムアップの議論としてこういうものが上がってきている。実際にヘッジ・ファンド自体がそういう誤解をしているのかは分からないが、ヘッジ・ファンドの声としてはこういうことがよく上がってくるということで、その辺をより詳細に調べて改めて御説明したいと思う。

(菅野メンバー) 今の大崎メンバーのご指摘は、私はどの程度事実合っているのかよく存じ上げないが、ただこのヘッジ・ファンドの問題というのは、各論のごく一部は別にして、非常に重要だという気がする。日本にはマネーはあるけれどもリスクマネーはないというふうによく言われるわけで、例えば日本の相場の動きを見ていると非常によく振れる。一般に、日本人は良いときは非常にかつと熱くなるのだが、悪くなると全員が落ち込んでしまうということと言われる。一方、海外のヘッジ・ファンドの人たちと会うと、例えば今世界的にマーケットが下落している時で、日本の新聞でも下方リスクが強調されている時でも、海外のリスクテイク者の中にはむしろ買うチャンスを待っている人たちが結構いる。相場を均すという意味で、ヘッジ・ファンドの位置づけは、マーケットにおいて非常に重要だと思う。

もう一つは、やはりヘッジ・ファンドの問題というのは、何と言っても、16ページの3番目のファンド課税が最大の問題ではないかと私は思うがいかがか。

(郭会長) そう思う。例えば、ロンドンでは、ヘッジ・ファンドがどんどん出て行ってしまおうという恐怖があって、税務当局は、本文の19ページにあるが、インベスメント・マネジャー・エグゼンプションという課税を、ファンド・マネジャー自体

に課税するのだが、ファンド自体にはある幾つかの基準をクリアすれば、課税しない。二重課税を回避するという意味で、このインベスメント・マネジャー・エグゼンプションというルールをつくることによって、今となってはロンドンをベースにするヘッジ・ファンドはとて増えているという状況である。

（大崎メンバー）この手の議論でいつも気になるのが、何を目的としているかである。今おっしゃったような、非居住者ヘッジ・ファンドに対する税制上の優遇を講じるというのは、国内市場における非居住者ファンドの活動を助けようという観点である。他方、日本国内において多様なファンドが出てくるのを助けるという場合には、そういう税制を設ける必要は特にない。だから、何をしようとしているのかによって問題がいろいろ変わってくると思う。

（郭会長）おっしゃるとおりだと思う。ただ、日本を対象とする日本人のファンド・マネジャーのヘッジ・ファンドというのは、ほとんどがシンガポールをベースにしているというのが現実である。本来であれば、ヘッジ・ファンドを呼び込むというのは実は2つあって、物理的にヘッジ・ファンドを東京にベースしてもらふということと、ヘッジ・ファンドのフローを日本に持ってきて、リクイディティがアップするという両方の意味で呼び込むべきであると提言させていただく。

（斉藤メンバー）感想を申し上げますと、大変立派なよくまとまった提言をいただいて、考えさせられることがたくさんあると思うので、感謝申し上げたいということがまずあるが、日本に1,500兆円の金があって、これを使って儲けようという、日本の外の金融機関や投資家がいる。ただ、日本で仕事をして利益を出したら、日本に税金を納めるというのは当たり前なことだと僕は思う。日本で仕事をしてもうかる形をとったのだけれども、税を払わなくていいような制度にしたら魅力があるよと言われたって、それはそうですか、それでは我々はそういう提案をしましょうという事はできない。それは例えばシンガポールみたいに、自分のところにマニュファクチュアがほとんどなくて、金がツーっと通過するだけでもそこから手数料をもらったり、雇用を創出したりするような国ならば、そういったやり方はあると思う。しかし、日本の位置づけは違うと思う。

それから、イギリスでは、これは日本も今後学ばなければいけないことだと思うのだが、金融産業がものすごく大きくなって、GDPの中でも比率が高くなってきている。だから、意図的にそういう状態を招こうとしているのだと思うのだが、それでもイギリスのシステムをよく見ると、絶対にイギリスがもうかるようにつくっている。これは皆さんが一番ご存じだと思う。世界の金がイギリスの市場に入ってきたら、きちんとイギリスは取るものが取れるようにつくっている。

ところが、日本の政府が何も取れないようにして、今おっしゃったように日本人が日本のマーケットでヘッジ・ファンドをやりながら、あるいはいろいろなファンドを運用しながら、シンガポールでやっている状態は日本の行政が抜けているので

ある。それは必ず捉えて、税をきちんと日本に納めさせる。これはアメリカやイギリスも皆そうしている。イギリス人がケイマン諸島にペーパーカンパニーをつくって、ものすごくもうかって、全部ケイマン諸島に利益を計上して、イギリスで税金を払わないからロンドン市場はすばらしいマーケットだなんて、そんな論理はロンドンでも通用しない。

だから、我々が感じるのは、外国の方が東京市場を魅力化しろというときに、1,500兆円がただで使えるようにしろとおっしゃっているように聞こえてしょうがない。

(郭会長) おっしゃるとおりだと思う。

まず、分けなければいけないのは、ロンドンはヘッジ・ファンドを呼び込むことによって税収は上がっている。それはなぜなのかというと、2つあるのだと思う。1つは、ファンド・マネジャーが物理的にロンドンにいることによって、ファンド・マネジャーが給与をもらって、それに対する税金を払うのは当たり前のことと、ヘッジ・ファンドを呼び込むことによって、いろいろなヘッジ・ファンドをお客さんにするサービス提供者が集まってきて、ある意味ではその税金が増えるということがある。ヘッジ・ファンドのファンド・マネジャーとしての税と、ファンド自体の税がある。特に幾つかの国では少人数の投資家がいるファンド自体に課税することによって、ある意味での二重課税のリスクがあるということで、これはヘッジ・ファンドが東京にいても、実際に国籍はケイマンだったりするわけである。ファンドへの課税と、ファンド・マネジャーを呼び込むことによって日本できちんと税金を納めてもらおうということを分けて考えるべきなのかなというふうに考える。

(大崎メンバー) ファンドに課税しているということによろしいか。

(郭会長) ファンドに課税されるリスクがある——これは税務の問題ではないので……。

(大崎メンバー) 組合形式だったらファンドに課税されるはずはない。法人格なのだから。

(郭会長) これもボトムアップであり、うちのヘッジ・ファンドチームが、ヘッジ・ファンドに対し幾つかのアンケートを行った結果、ヘッジ・ファンドからそういうおそれがあるという、クリアではない部分に対する意見が結構出てきたというふうに聞いている。

(斉藤メンバー) そうすると、クオさんの今の要請を日本で実現するということを現実に考えたら、日本でファンドは自由にケイマン諸島などペーパーカンパニーのファンドをどんどんおつくりになって結構ですよ。税金かけているか、かけていないか僕も勉強していないので知らないのだけれども、仮に税金はかけませんと。そのかわり、運用者は全部日本にステイしなければいけませんと。それから、今おっしゃったように関係者は、全部日本で税金をきちんと納めなさい、というふうな

法律をつくるか、税制度をつくるということはそれはそれでよいのか。

ということは、今、例えば日本人でシンガポールにいて、運用している人はできなくなるが、それでいいのか。

(郭会長) ヘッジ・ファンドが日本にひきつけられるような魅力のある環境をつくることによって、ヘッジ・ファンドが東京を物理的にベースにする。それによって税収が上がる、おっしゃるとおりである。

(菅野メンバー) このワーキング・グループのそもそもの問題意識としては、本来、東京で行われるべき金融活動が外で行われている、すなわちシンガポールや香港へ逃げてしまっていることにどのように対応すべきか、ということである。こうした現実はやはり日本の国全体の経済活動にとってマイナスではないかという問題意識は全員で共有していると思うので、それをどのように是正するかを話し合うのが筋と考える。多分大崎メンバーなんかがおっしゃりたいのは、こうした取引を国内に戻すことが国内で今行われているいろいろな規制と齟齬が出てくるということと解釈している。そのほか金融監督、それから税制などとも絡んでくるということだと思っただけけれども、例えばその税制の問題一つにしても、ヘッジ・ファンドだけではなく——ヘッジ・ファンドというと、私はむしろ問題が狭隘化し過ぎていると思うが——いわゆる通常の投資アドバイス業務、インベスメント・アドバイザー業務、そういったものも含めて今外に流れている。この合計がどれぐらいあるのかというのを、私は一つは作業部会でもやって検討してもらいたいと思うのだが、ただ、大ざっぱに言っても、例えばインベスメント・アドバイザーの実際にコアになっている人が、多分100人は外に出ていると思う。多分その人たちは、1億円ぐらいの年収をとる人たちではないかと思う。その50%が所得税として本来日本に支払われる税であるがこれがみすみす徴収できないでいる。それだけでも最低でも50億円税収は増えるわけである。斉藤メンバーがおっしゃるように国内で税収が上がるような改革をすべきだ。もっとも、税収の増加を本来の改革の目的とすべきかどうかということになると議論は分かれるかもしれないが。結果として、やはり税収はかなり上がってくるような改革にすべきだ。

これまでの当局の発想では、多分国内の非常に狭義な意味のコンシステンシー、税制上のコンシステンシーを追求するあまりに、むしろより大きな税収の機会を失っているという気が私はする。

このほか、金融セクター推進機構というのを設立しようということは、非常におもしろいアイデアだと思うのだけれども、これを外に持ち出すと、なぜ金融だけこういう特別のプロモーションを政府の中につくらなければいけないのだという話が出てきて、これをやろうとすると各産業が自分のところも是非という話になるし、確かに世界を見ても、シンガポールとか香港とかイギリスなどほとんど製造業が——シンガポールはちょっと違うかもしれないが——あまり強くない国が生き抜く

ためにやっていくので、そうなる、日本で本当にこのようなものが必要なのかという議論は出てくると思う。

そうなってくると、本当に金融業の付加価値、あるいは日本が今失っているものというのはどれだけ大きいのかということをはっきりと示さないと、多分議論は前に進まないと思うし、やはり一方国内の制度的コンシステンシーだけを強調してしまうと、議論が前に行かなくなるわけである。その出発点の議論をしっかり組み立てるべきであり、金融業の付加価値、シナジー効果というのは非常に大きいということをはっきりと説明することが必要だ。単に金融だけを特別扱いする体制を世の中に打ち出していくと、かなり強い反論が出てくるのではないかなという気は個人的にはしている。

(大崎メンバー) ちょっとよろしいか。

(上村主査) いろいろと話をもっと広げてはどうか。

(大崎メンバー) もちろん広げたいし、私も別にヘッジ・ファンドのことにこだわっているわけではないが、菅野メンバーのおっしゃることに少し誤解があると思う。国内のコンシステンシー云々ではなくて、私がこの手の議論でいつも気になっているのは、現実の制度のどこがおかしくて、こういう弊害が出ているからそれを直すべきだという提言がなくて、ふわっとした雰囲気、何か困っているから改善しろというような議論が多過ぎるということである。つまり、例えばファンドの問題にしても、ファンド自体に課税が行われ、持分権者にも課税が行われている結果、二重課税になっているから、それが障害になるというのであればそういうことを示してほしいし、もしかすると二重課税のように一見見えても、持分権者がケイマンに居住していることになって日本が課税できないから、それで代替的手段としてファンドに課税しているということであれば、それは全く合理的な制度で批判には当たらないわけである。

だから、そういう事実関係をはっきりさせないと、とにかく税があるからいけないとか、開示をさせられるからいけないとかというふうなことを言われても、それこそ議論が前に進まないと思う。

(菅野メンバー) では1点、大崎委員に質問なのだが、なぜファンドが海外へ逃げてしまっているというふうにお考えか。それは単に彼らが無知なためとお考えか。

(大崎メンバー) いえいえ、だから私は別にそれに対して確たる意見があるわけではなくて、それをむしろ知りたいからこそ、そういう現場の方に来ていただいて意見を伺っているのだと思うのだが。

(菅野メンバー) 私が聞いているのは、まず一つは、税制面でも非常にグレーゾーンが多過ぎるということなのである。むしろ大崎メンバーは税当局と議論していただきたいという気がするのだが、グレーゾーンが多過ぎて、課税の結果がどっちになるかわからないので日本ではビジネスができないというのが、私が実際に聞いて

いる声である。

（松本メンバー）海外に行く理由は色々考えられるけれども、おそらく最大の理由はファンド・マネジャーが個人で払うべき税金が低いからであろう。

（大崎メンバー）それは所得税ということでしょうか。

（松本メンバー）所得税である。菅野メンバーがおっしゃるような形で日本にファンドを呼び戻してきて、日本の1,500兆円相手のビジネスをしているのであるから、日本で税金を払わせるべきなのだが、最終的に人の部分に関して、どうしても日本でファンドをやると税金が高くなるので、出て行ってしまおうのだと思う。最大の理由は、会社レベルの話ではなくて、個人の問題だと思う。

（菅野メンバー）所得税で言うならば、日本とロンドンでは日本が若干高いぐらいで、ロンドンの所得税というのも結構高い。なぜロンドンにヘッジ・ファンドの人たちがいて、彼らは結構高い所得税を払っているのか。基本的には、所得税の問題ではなく、ビジネスにかかる税金の問題だと思う。

（松本メンバー）UKの中の人をお客さんにしなければ、税金がかなり低いのではないだろうか。それはシンガポールも一緒である。

（大崎メンバー）所得税は一緒であろう。個人の所得税だったら、誰をお客にしても一緒である。

（菅野メンバー）なぜロンドンにそれだけヘッジ・ファンドの人たちがいるかというと、それは個人の税金の問題ではない。やはりそのファンド・ビジネスにかかる税金の問題が最も重要だと思う。

（齊藤メンバー）ロンドンに集中するということについてだが、これはニューヨークも非常に努力して、ニューヨークへ引っ張ってきたいのだけれども、時差の関係とか、ルールの関係とかでロンドンに行ってしまうわけである。一言ではなかなか言えなし、正直言うと我々も恐らく情報を十分持っていないのだと思う。だから、皆さんからももう少し細かく、本当の問題は、今、大崎メンバーが言ったようにこういうことなのだということがあった方がいいと思う。

先ほどから話が出ているように、私の多くの日本人の知人がシンガポール、香港で会社をつくって日本でプレイして大もうけしている。1億円などというのではなく、何十億円もである。

ところが、彼らは日本で商売をして、利益を出して、それで日本にほとんど来ているという状況だ。ご案内のように、アメリカだったら全部課税される。パスポートを提出させられて、全部登録されて、把握されるようになっている。なぜ日本から出て行くのだといったら、はっきり言えば外にいれば把握されないから出ていくのである。こういう人たちにとって、こういう天国はないわけである。要するに、海外で生活をしたりして慣れていて、シンガポールで住んでも、香港で住んでも、家族も構わないという人は日本ではまだ少ない。皆さんは、インターナショナルで

どこへ住んでもおれは生きてみせるぞというような方なのだけれども、日本人にはなかなか少なく、そういう人たちは非常に特異な人である。ただ、こういう人たちはみんな特に自分でファンドをつくって、確かによくもうかっているのだから、僕はいつも感心するのだけれども、はっきり言うとなかなかいいところ取りをやっている。

だから、ある程度、おっしゃるように日本にリスクマネーも来てほしいし、日本の1,500兆円がアジアのファイナンスに使われてもいいし、大いなる技術がどんどん入ってきてほしいし、ディスカッションすべきだとは思っているところである。ただ、そのときに、インターナショナルに見てフェアでなければいけないと思う。日本を魅力化するために、日本は税金がかからないだとか、抜け穴がたくさんあるのだとか、そういう市場として日本を提供しろと言われても、アメリカだって、イギリスだってそんなことはしないと思う。

(菅野メンバー) 先ほどの個人が支払う税金の話についていうと、アメリカなどは例えばニューヨークではなくて、コネティカットの方に行けば税金は安いので、グリニッジのあたりに大勢いる。

例えば千葉県とか茨城県の税が安かったら、利根川の向こうにぐっとすごいヘッジ・ファンドのそういう人たちのタウンができる。そうやって地方がむしろ活性化される一つの武器にもなると思う。

(斉藤メンバー) 住民税と所得税とは全然税の性質が違うが。総務省と財務省の関係もある。

(松本メンバー) 税のこともあるが、15ページでクオさんもおっしゃられた、ヘッジ・ファンドに付随する関連サービスというのがあって、これが弁護士、IT、情報といったものであり、そういう部分のクラスターができていて、そういった分野で優秀な人も育っていくし、これは非常に大きいところだと思われる。

それをどうやって日本に持ってくるかというのが非常に重要なのではないかと考える。ただし、その際に、私はもちろん税金はなるべくきちんと払うべきだと思っているが、国益などの観点から、こういう周辺のビジネスをしっかりと日本につくっていくということを考えたときに、もしかしたら全体の中では何か諦めなければいけないものがあるかもしれないと思う。

(大崎メンバー) それはそうだ。

(松本メンバー) それはまとめて少し考えなければいけないのではないだろうか。

(斉藤メンバー) それは戦略であろう。

(松本メンバー) 戦略の問題である。

(上村主査) やはり透明性が日本はとてもあると思えない。それからずるい行為が行われたときに、海外を絡ませると、きちんと規制が及ばないとか、税金の話もそうだと思うが、前に斉藤メンバーが規制の相互承認という言葉をおっしゃっただけだけれども、最後は、ここまで大きなマーケットになっているにもかかわらず、規制

の水準がそこに追いついていないというところは大きいかなと思う。

つい数日前にロンドンのシティーパネルの副総裁と2日続けてシンポをやったのだけれども、ヘッジ・ファンドとプライベート・エクイティ・ファンドでも、だれが出資者か、だれが実質的な投資家かということについては、当然、会社法上も、証券規制上も、だれだかわからないのに支配しているとか、だれだかわからない人がプレイしているということは認められるはずがないというようなことをおっしゃっていた。

我々がいろいろ不思議に思ったことは、例えばディスクロージャーでも、パネルのシティーコードのルールでも、守るための担保や保証はどうなっているのかと盛んに日本人は聞く。しかし、ロンドンではそうしたことは守るに決まっているので、なぜそんなことを聞くのかわからない。守らなければそこにいられるわけがないし、グリーンメーラーの経験はありますかなどと、そんなものはないと——ちょっと定義が違うのだが——と言う。そこではルールというのははっきりしていて、それはだれもがわかっていて、その中でゲームが行われているなということを非常に痛感した。

だから、質問する日本人が下品な言葉で質問しているみたいなの、そういう感じになってしまって、要するにジェントルマンとかレピュテーションとかというものの持っている意味はほとんど法的な概念なのだなということを感じたところである。ちょっとした最近の感想である。

ほかにいろいろな監督体制とか取引所のあり方とか、さまざまな点でご提言されているけれども、これについて何かあるか。

(菅野メンバー) 質問を1点よろしいか。

このレポートの中で取引所の話とか、東京市場をどういうふうにマーケティングするかというような話で幾つかおもしろい点があるのだけれども、これまでも我々の中で議論になったアジア企業の我が国での上場の推進は実際にはあまり進んでいない。その実現のためには、このレポートの中では、アジア企業の上場を誘致するための優遇策とか特別策が必要ではないかとやや抽象的に書いてあるが、むしろ現在、東証が今一生懸命誘致しようとしているにもかかわらずなぜそれができないのか。具体的に何があれば一番アジア企業の上場が可能になるというふうに考えておられるのか。

(郭会長) 取引所としては、トレードオフがあるのだと思う。ある意味では、ハードルを高くして、東証へ上場していることは、クオリティスタンプだという事にしておく。ただし、クオリティというのを求めると同時に、あまりハードルが高過ぎてもいけない。今もアジア企業は1社ぐらいしか上場していないのだと思うのだけれども、そのトレードオフをうまくバランスをさせるというのがとても重要なのではないかというふうに考えている。

そういう意味では、プロ向けの市場にすることによって、投資家責任ということで、ハードルをちょっと下げることによって、上場を促進することができるのではないかなというふうに考えている。

(松本メンバー) その件は、私は、実は東証と一緒にいろいろやろうとしており、中国に東証を連れて行ったりもしたので詳しいのだが、取引所としてのマーケティングに彼我の差がある。例えば、中国国内では、NYSE、NASDAQ、LSE、AMSなどが大変な頻度で中国に来たり、オフィスをつくったりしている。企業や政府に対してはどうしたら良いかということを知り、あらゆるコンファレンスに参加して、プレゼンテーションで自分たちの話をすると同時に、何が問題なのかということを知るといったことをずっとやっているが、大変な量である。東証は多分この数年間で、中国国内でそういう国際会議に出た回数はせいぜい2回とか3回なのではないか。

何が問題かという前に、マーケティングをやっていない。何が問題かを知ろうとしていないからである。それはかなり違うと思う。

(上村主査) 何かすごみのある辣腕なそういう人というのはあまり浮かばない。

(斉藤メンバー) 日本の証券会社は、アジアの株が東証に上場されるということを、本気で望んでいるのだろうか。

(郭会長) 外資系の証券会社は、日本上場に向けてアジアにいろいろ外交している。それで、トレードオフのバランスというのが一番重要である。そのために上場審査の中でどういうことをクリアしなければいけないのかということ、例えば中国の会計制度というのは、グローバルスタンダードからすると、あまりロバストではないということもあって、そのバランスをうまくとる必要があるのかなと思う。

(斉藤メンバー) この前もお話があったが、アジアということであると、時差がほとんどない。例えば夕方6時まで東京で開けていけば、上海やインドの市場だって直接やりとりできる。

私は、2、3の日本の大きな証券会社の方々に、何で上場する必要があるのかと言われてしまった。我々は、自分のオフィスを使って、上海支店などを使ってやっているのだからそんなもの全然意味がないと。東京へ上場するという意味は、中国の人がわざわざ元を円に変えて、為替リスクまでとって東京で売買することになる。結局、日本人しか出来ないということだという。

問題は、上場するかしないかということではなくて、東京市場にもっと流動性があることが必要なのだ。必ずしもアジア株でなくてもよくて、非常に流動性がある、日本人が積極的に参加して、活発な市場であれば、放っておいたって、中国の会社とかインドの会社とかアメリカの会社が、ここを使わなければ損だなと思う。これが市場論なのだ。

だから、何か強制的に嫌だ嫌だという会社を引っ張ってきて、東京に上場させて、

昨日までは中華料理だったのが、日本料理に無理に変えて、さあこの日本料理を食べなさい、中華料理をそのまま食べてはいけませんと言われるようなものだ。これはどうなのだろう。

（松本メンバー）多分それ以前の問題ではなかろうか。上場しようと考えている中国の企業の恐らく100社のうち99社は、東証に上場できることを知らない。全くマーケティングができていないのだ。そもそも選択肢としてないと思われてしまっている。そのくらいプレゼンスが低い、マーケティングしていないのだ。

また、中国企業を東証などに持っていく一つの大きな理由というか、目的があるとしたら、個人を含めた日本人に対して、中国のアセットを持ちやすくするということである。これは日中の人口構造であるとか、今後のGDPの変化を考えたときに、恐らく非常に重要なことである。理屈では中国企業の株は個人でもシンガポールで買えるかもしれないが、為替の問題があるので、便宜性も考えて日本で上場してもらおうのが、国民経済的に、資産形成的に重要なポイントになると思う。

（上村主査）中国企業は日本で上場しようとして、成功寸前までいった例は確かに幾つもあったと思う。私は、早稲田のCOEで、中国の監督機関であるCSRCと東証と3社でいろいろやっているのだが、トップ同士だとすぐ政治問題になってダメなのだ。だから、我々はそのためにやるわけではないのだが、地道な勉強会や研究会を通じて日ごろから良好な関係を維持しておくことが大事だ。トップの話になると、すぐ靖国神社の問題とかになってダメになるということを何度も聞いた。

（菅野メンバー）斉藤メンバーのおっしゃった中に幾つかポイントがあって、そもそも向こうの企業に、東証に上場するインセンティブがあるかどうかという問題、それがまた実際の問題として可能かどうかという問題である。また、松本メンバーからそれが日本にどのようなメリットをもたらすかという観点が提示された。私は日本としてアジア企業、特に中国企業を東証等に誘致するメリットは非常に大きいと思う。日本の個人投資家が、現在、中国企業の個別株を直接保有している例は非常に少なく、ほとんどが投信の中に組み入れられている株だと思う。個人がもう少し中国企業の財務諸表を日本語で見ることが出来れば、企業を個人が選別できるという次のステージに行くことが出来る。将来、あと50年後、100年後まで展望した場合には、中国企業の成長力というのは非常に大きいものがあるわけで、日本人の今ある1,500兆円の資産をそちらに振り向けるということは、これからはやはり個人の自己責任で企業やいろいろな資産を選択する時代であるから、非常に有意義である。当面は確かに流動性はそれほどないかもしれないが、将来は現在の日本株のマーケットにかなり近づくような大きなマーケットになることも十分に考えられると思うので、少なくとも3番目の日本側から見たメリットというのは、非常に私は大きいと思う。

（上村主査）私は中国としょっちゅうやりとりしているのだが、証券取引法ができ

てまだ10年である。それから、会社法もできて15年ぐらいだ。ほかの物権法なんて今度の全人代で通るとかという話をしている。そういう中国の企業にとっては、かつての日本で、資本市場改革などきちんと議論していない頃に、ソニーやホンダがニューヨーク証券取引所に上場して一段質の高い企業だと見られたように、高度に洗練された日本の市場に上場することは中国企業としての存在感を上げていくのだと、思わせるようなそういう存在であることがやはり必要だと思う。

(松本メンバー) ただ、中国企業はニューヨークに数多く上場している。だから、中国だけにいてなぜ東京に来ないのだという話ではないだろう。

(上村主査) そう見られているということだろう。

(松本メンバー) ニューヨークとかロンドンには行っているのに東京には来ていない。したがって、ニューヨークと東京では東京の方が立派な市場だとはとても言えない。

(上村主査) それは言えないだろう。

(大崎メンバー) それと英語というのもある。向こうは英語で済む。

(松本メンバー) 一つは言葉の問題。しかし、マーケティングでは、日本はマルチプルが高いので、きちんとマーケティングすればニーズはあろう。

(大崎メンバー) しかし、外国部もマルチプルは別に高くない。

(松本メンバー) そうである。けども……。

(菅野メンバー) 中国企業はボラティリティはあるが成長性が非常に高く、高収益だ。GDPで見ても中国の成長率は高いので、それを今の外国部と比べること自体がおかしい。

(松本メンバー) ナンセンスである。

(菅野メンバー) 日本の今後の経済政策全般について言えることだが、高い成長性を有する中国の経済を如何に日本が取り込んでいくかが日本にとって重要だ。それをやらないと日本は将来、東洋の島国になっていってしまう。

(大崎メンバー) みんなが新華ファイナンスをもっと買ってくれれば、そういうのも説得力が出るのだが。

(上村主査) 中国企業が提供するサービスとかモノを本来一番使いやすいのは、ニューヨークより物理的に近い日本人である。したがって、日本に上場するのは本当は自然なはずだと思うのだが、そうっていない。

(伊藤メンバー) 時間が限られているので、私も少しお話したい。非常に包括的なレポートをつくっていただき感謝している。

先ほどから意見が出ているように、東京市場とニューヨーク、ロンドンを比べた場合に、東京のどこが違うのだろう。それから、東京をこうしてほしいということはいいのだが、特にロンドンやニューヨークと比べて何か劣っているからそのレベルに近づけようというのであれば非常に我々としては聞く耳を持つ。ただ、ニュ

一ヨークもロンドンも同じような規制があるのに、東京だけ先んじてそれをもっと緩めろという場合には、かなり積極的な説得力のある議論も必要ではないかと思う。

ヘッジ・ファンドで最初盛り上がってしまったのだが、ヘッジ・ファンドもファンドのレジストレーションの問題と、それからファンド・マネジャーがどこに住んでいるかという問題と、これは2つ分けて考える必要があって、それは先ほど議論したとおりである。

また、予見可能性というところで、外国の金融機関が非常に、強い言葉で言えば不信感を持っているというのは私も承知している。ただ、それをどう解消していったらいいのか。例えば長銀のときの瑕疵担保特約というのは、ルールなのだから、瑕疵担保特約をどんどん突き返していたら、突然発言があってそれ以降非常に使えなくなった。これは、ルールの中でやっているはずなのに、どうも美しくないようなことを言われてしまう、そこでまた変わってしまうということで、そういったところに不信感を持っていると私は承知している。

ただ、そういうことであれば、透明性のあるルールを確立する、それから予見可能性を持たせると、こういったところで責めるべきことだと思う。それは、具体的に提言していただければそれでよろしいかと思う。

また、なるべくあちこちで活動されている方がそろっているわけであるから、ニューヨーク、ロンドンはこうなっている、東京がこうなっている、ここが違う、だから、ここをこうして欲しい、といった書き方になるべくしていただく。東京はこうだからこうしろというのではなく、東京はロンドンと比べてはこうなっているという、そこをはっきり出していただくと、我々としても非常に使いやすい。

一番典型的なのは、恐らく銀証分離、65条のところ、これは我々も十分認識しているところである。これはかなり具体的に、非常に不都合があるということを書き込まれているので、この辺は真剣に考えていきたいと思っている。

我々の役割は、もしそれをニューヨーク、ロンドン並みにしたとしたら、日本の国内で恐らくいろいろな対応をしなくてはいけない。ファイアーウォールが硬直的で国際基準に適合していないということだから、では65条を撤廃した場合のファイアーウォールというのはどうあるべきか。ニューヨーク、ロンドンはこうなっている、東京もこうしなさい。だから、緩めるだけではなくて別の形にしなくてはいけないというわけである。全くファイアーウォールがないという国はない。

では、ファイアーウォールと一緒に、コングロマリットの中のファイアーウォールというのは、こうあるべきだというような形でもう少し具体的にここを進めていただくと、我々としても非常に使いやすい提言になると思う。その辺をもう少しフォローアップしていただければ非常に助かる。

(郭会長) わかりました。ありがとうございます。

日本語のパワーポイントにしてしまうとこういう提言だらけのものになってしまう

うのだが、英文の本文の方ではできるだけそういう国際比較を載せているので、その辺もぜひ目を通していただければと思っている。

（上村主査）少しお聞きしたいのだが、不透明であるとか、不安感があるとか不信感があるとか予見可能性がないということについてだが、私の見るところ、例えばアメリカ、イギリスだったらやってはいけないことが日本ではやれてしまっている。だから、それがあつた日突然だめと言われる可能性がある。商売として昨日まで許されたのだから、明日も許されるかと思つたら、ある日突然だめと言われたりする。そういう実感というのは外資の現場で働いている人にはかなりある。つまり不安感とか不透明性という意味が、アメリカやロンドンで言っている意味とは少し違つて、外国だったらやれないことでも日本ではやれてしまつていふのだが、これがいつまでも続くはずはないのではないかというような不安感ではないか。全部がそうとは言わないが、それが大きいと私は思つている。どうだろう。

（室伏本部長）私どもが申し上げたかつたのはそういうことではなく、やはりいろいろな規則にすべて書き込むことはもちろんできないわけで、行政当局にいろいろお聞きして、そのガイダンスのもとに私どももいろいろな仕事をしているわけだが、第一に、必ずしも明確なガイダンスはいただけないということ。別にこちらが何か抜け道を探つているということでは決してない。

（上村主査）しかし、現場では許される理由をやはり追求しようとするだろう。後でやはりだめと言われたり、そういうことが日本は多いのかなと。

（郭会長）どちらかというつと、海外では許されてオーケーなのだが、日本でも本当にいいのかというのが多いのだというふうにする。

（上村主査）それもあつたろう。

（菅野メンバー）昔は皆さんおっしゃられたように、結構そういうのがあつたと思つうのだが、今、日本でだけできて、海外ではむしろ何らかの正当な理由でできないというようなことはあまりないのではないか。

（上村主査）そこが、例えば包括規定がアメリカだつて10b-5みたいなのがあつて、機能すると思えば、そこは少し判断が違つてくるとかいうことがあるのだが、そういうのがないとか。あるいは先程のファイアーウォールにしても、いろいろ細かく書くが、書かなくても利益相反があれば、欧米であれば一般原則でもつてやられる。日本はそういうのがある意味ではない。書かない部分はないという……。

（菅野メンバー）確かに、そういう体系が違つるのは事実だが、それが具体的なビジネスということになると、以前は確かにむしろ日本の規制緩和というのはかなりいびつな形で行われて、外貨預金が先に認知されて、何段か先の規制緩和が一気に行われてしまつていふようなことというのは何度もあつた。またインパクトローンなどの規制も非常に既存の銀行にとって有利なようなことがあつたが、最近は私の認識ではあまり外資系が日本の国内の歪んだ規制を利用して利益を上げていふ例は

少ないと思う。

（上村主査）まあ立派なところはそうかもしれないが……。

（松本メンバー）質問だが、イギリスのファイナンシャル・ケーパービリティ・プログラムというのは、どんなプログラムなのか。

（郭会長）これは、今年の1月に発表されたもので、具体的には今プランニングされているところだと思うのだが、概念としては一般庶民のファイナンシャル・ケーパービリティを向上することによって、最終的には金融サービス業界が潤うというプログラムだというふうに聞いている。

（松本メンバー）たしかに、日本人はアメリカ人などに比べて、個人ではなくてプロのレベルで、金融などに関する知識やインテリジェンスが若干弱いと思われる。これは教育だと思うのだが、なぜだと思うか。それは英語の問題なのか、あるいはMBAというか、ファイナンスをきちんとアメリカみたいな形で教えるものがないからなのか、あるいはそういう簡単な問題ではなくて、アメリカなどは、社会全体が投資などにもっと身近な国なので、自然とそういう金融知識のレベルが上がるのか。

（郭会長）すべてだと思う。一般的なファイナンシャル・ケーパービリティのレベルアップが非常に重要であると思う。それと同時に、本文の24ページ、25ページあたりに書いているのだが、そういうプロフェッショナル・エデュケーション・トレーニング、ビジネススクールの話だとか、大学でもそういうファイナンス・コースとか、それからアメリカではよくあるようなインターン制度だとか、そういうものはまだあまり日本にない。そういうことを増やすことによって、改善していくのかなと考えている。

（上村主査）予定の時間が過ぎているので、本当は監督体制のあたりも、非常に包括的な規制の提案とか、それから独立した機構とか、あるいはプリンシプルに基づく規制とか、その辺非常に注目すべきご提言をいただいていると思うのだが、我々が議論していることでもあるので、今後検討して参りたいと思う。

今日は、これで終了させていただく。

（以 上）