

第8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4月20日(金) 10:00~11:34
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	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
中間的な報告のとりまとめ
3. 閉会

(配布資料)

グローバル化改革専門調査会 金融・資本市場ワーキンググループ第一次報告（案）

(概要)

(上村主査) それでは、第8回の会合を開かせていただく。お忙しい中、御出席をいただき、ありがとうございます。

本日は、金融・資本市場ワーキンググループの中間的な報告のとりまとめを行う。それでは、第一次報告案について、まず私からPEリスクのところについてコメントをさせていただきます。6ページ一番下の(10)の②というところである。

前段の方はいいと思うのだが、後半の方について、最初に私が書いたのは、「日本の証券市場への投資を行う海外投資家が、運用一任業者との間で、投資顧問契約を締結し、当該海外投資家の運用対象資産における投資判断及び証券の取得・処分の執行

を運用一任業者に一任して資産運用を行う際に、この運用一任業者が日本法人である場合には、当該一任業者が代理人とみなされ（恒久的施設認定）、海外投資家の運用資産の収益に日本の法人税が課される、との懸念がある（PEリスクという）。

こういうPEリスクの存在は、海外投資家による日本の投資顧問業者の利用回避、及び投資顧問業者の海外逃避をもたらしており、こうしたリスクを排除するような何らかの措置をとることが望ましい。」

その後、「ただし、この場合には、英米に見られるように、ファンドの匿名性は放棄されなければならない、投資家への課税の実効性、会社法上の株主の任期の見直しといった規律の向上が同時に図られる必要がある」という文言を加えてはどうか

この部分について、本日欠席の菅野メンバーからのコメントがあるので、紹介していただきたい。

（林参事官） 菅野メンバーからのコメントは以下の通りである。

ファンドの匿名性の放棄という点については、現段階で当ワーキンググループは、ここまで踏み込んで書くべきかどうか疑問に思う。というのも、現在、こうしたファンドの規制については、世界的に議論が行われているところであり、望ましい規制の内容については、欧米間で、また、欧州の国々の間でも、かなり意見に隔りがあるからである。

そうした中で、当ワーキンググループが、この点に余り議論をしてこなかったにもかかわらず、このように踏み込んで書くことは今後の議論の方向を縛る結果をもたらす可能性が高いと考える。

目下ニューヨークに出張に来ており、こちらのファンドの方々とも意見交換をしているが、望ましい規制の内容に関する議論はさまざまである。現在は英国の規制が相対的に緩やかな結果、米国のファンドビジネスが急速に英国にシフトし、米国としても何らかの対応策を取るべきかどうか議論が始まったところのようである。

こうした現実を踏まえ、最後の一文については、今後の議論の方向性を規定するのではなく、規制の方向性を含め、検討課題である旨を示唆するだけで十分ではないか。

その上で、「ただし、その場合には、投資家への課税の実効性、会社法上の株主の意義の見直しといった規律の向上が同時に図られる必要がある」とするのはどうか、という案をいただいている。

（松本メンバー） いいと思う。

（上村主査） それでは、「ただし」の後の「その場合には、英米に見られるように、ファンドの匿名性は放棄されなければならない」というのを取って、「ただし、その場合には、投資家への課税の実効性、会社法上の株主の意義の見直しといった規律の向上が同時に図られる必要がある」ということで良いのではないかと思う。そういうことでよろしいか。

（「はい」と声あり）

（上村主査） それでは、これはそういうことにしたいと思う。

あと、7ページ一番下の銀行・証券・保険に係る規制の見直しのところだが、これはある意味で、若干議論されたとも言えるが、「現行制度の下でも、銀証分離に伴う障害は一部軽減されてきたが、ガバナンス、業務体制や顧客情報の共有などの面でおお不十分、不透明な部分が少なくない。また、預金保険制度など、銀行のセーフティネット発動が安易に流れることのないような仕組みも必要である」、というような文章を足してはどうか。ガバナンスというのは、要するに親子会社法制ではないので、持株会社法制のことを意識しているということである。

(大崎メンバー) ここについてだが、私は、銀行・証券・保険の分離の見直しという項目が、前回会合で出された論点整理に入っていたことについて、いろいろなコメントを、周辺あるいは新聞記者等々からいただいた。あるいは御存じかと思うが、FTの欧州版の社説で、安倍総理大臣が銀証分離の見直しを指示したという報道がなされ、それで本当に日本の市場は活性化するのかなというような、やや揶揄したような妙なコメントがなされた。

私は、これは我々の議論や、実際に考えていることが甚だしく誤解されていると思っている。つまり、このワーキンググループでもずっと議論してきたが、特に外資系のコングロマリットの金融機関が日本で活動する上で、今の銀証分離の考え方に基づく制度を余り杓子定規に適用すると、活動がしにくいということがあって、それは確かによくはないという議論があったわけである。

それに対して、例えば金融商品取引法の33条を廃止して、銀行本体による株式引受を認めると、日本の資本市場が活性化するというような意見はほとんどなかったわけだと思う。そのように考えておられる方は、まずいらっしゃらないのではないかと、池尾メンバーからもコマーシャル・バンキングを主業務とする銀行が、株式引受、社債引受などを大々的にやるのがいいというふうに残り思えないというお話もあったわけで、何かせっかくの提言を、きちんとよく読んでいない人、あるいはわざと曲げて読む人たちによって誤解されるのはもったいないと思い、以下のような修文を御提案したい。

まず、「競争政策に配慮した、銀行、証券に係る規制（ファイアウォール規制）の見直し」というような表現にして、「現行の我が国の銀証分離などの業規制については、国際的に、いわゆる金融のコングロマリット化が進む中で、とりわけ外資系金融機関から顧客情報の共有や役職員の兼任が困難となるなど、利用者へのサービス向上の妨げとなっているとの指摘がある」とまず事実だけ書き、「このため、業規制の見直しを進めることが望ましいが、その際、利益相反に対する弊害の除去、銀行の優越的地位の利用に対する制限などの観点から、適切なファイアウォールに関するきめ細かなルールを同時に整備することが必要である。また、そうした弊害が発生する蓋然性の少ない業態にとって、過度な負担とならないような対応が求められる」、としてはどうか。

預金保険に関する議論は、この後に入れたらいいのではないかと思う。「預金保険

制度など銀行のセーフティーネット発動が安易に行われることのないような仕組みも必要である」というような一文を入れ、最後のところは、「更に保険業も含めた金融のコングロマリット化にも対応できる、あるべき姿を展望しつつ、それを可能とする制度的条件を明らかにしていくことが必要である」、としてはいかがかという御提案である。

とりわけ、分離の見直しというのが、本来、ここで議論していたのは、ファイアウォールをきちんと備えた上でサービス向上、利便性向上を図るべきだという議論だったはずなのに、何か銀行、証券、保険という業態そのものを廃止するのが最大の狙いであるかのように誤解されやすいのではないかと思ったので、ファイアウォール規制という言葉を見出し段階ではっきり示したらどうかと思う。

(池尾副主査) この件に関しては、特に伊藤メンバーに確認したいのだが、17日の経済財政諮問会議で提案されるときに、当初は、銀証分離の撤廃を提案するというふうな話に来て、それはワーキンググループの合意とは随分違う話だからというので申し上げて、最終的にはどういう形の提案になって、それで、伊藤メンバーとしては、銀証分離についてはどういうスタンスなのかというのを確認させていただきたい。

(伊藤メンバー) 垣根を低くするという表現を使った。銀証分離の撤廃はやめて、垣根を低くする。つまり銀行と証券の垣根の見直しということで、少なくともアメリカ並みでいいのではないかということだと思う。

(大崎メンバー) 少し細かい話なのだが、諮問会議に提出した紙では、金融持株会社の下でということが明記されているが、そうすると、外資が今言っているようなことをやりたいのであれば、持株会社を日本で設立せよという趣旨か。

(伊藤メンバー) 日本で活動するのであれば、もちろん日本の法律体系の中で活動する必要があるが、そういった融合した形で、かつユニバーサルではないとすると、持株会社になればできるでしょうということである。

(大崎メンバー) そうすると、法人格が別々のままで統括管理者を置くことは認めないという趣旨か。

(伊藤メンバー) 持株会社のホールディングをどう解釈するかである。

(池尾副主査) ホールディングを会社としてはつくらないで、会社としては証券と銀行がばらばらということか。

(大崎メンバー) ばらばらなんだけれども、金融持株会社という言葉を超り明示すると、統括責任者を置いて、統合管理するというのは認めないというふうに読めてしまう。

(伊藤メンバー) そうなるのか。

(大崎メンバー) 彼らは、持株会社を設立せよというルールであれば、実は今でもできる。

(伊藤メンバー) それではメリットがない。

(大崎メンバー) メリットがないというよりも、大きなコストがかかる。そこは、考え方なのだと思うが、私は別に外国人も持株会社をつくれと命ずる考え方に真っ向

から反対するわけではない。

(伊藤メンバー) 実質的には兼任規制をもう少し緩やかにしましょうということだ。

(大崎メンバー) 持株会社の下でということか。

(池尾副主査) 書かれているのは、銀行と証券をくっつけるわけではなく、今まで通り銀行と証券があるけれども、持株会社の下にあって、その際のいろいろな兼任やファイアウォールを少し見直して、動きやすいようにしようという話であろう。

(斉藤メンバー) 形としては持株会社の下に証券と銀行が仮にぶら下がって、例えば預金者の情報が証券会社に使われる。そして、証券と銀行の担当者が2人別に行くのではなくて、証券会社はその情報を持って投資信託を勧めにいくと、こういうことは認められるのか。

(伊藤メンバー) だから、預金者がペケを付けてくる。

(斉藤メンバー) それはいいということだろう。

(伊藤メンバー) この情報をグループ会社の他社に回してもいいかというようなダイレクトメールを送ってもいいかというのもある。

(斉藤メンバー) 先日、ヨーロッパのある大使が5～6人の人を集めた会合に招かれたが、彼らが言っていることは、相当問題である。先日新聞に、預金したら翌日投信の外交員が来たのでけしからんというコラムがあったので、その話をしたのだが、何でそれがけしからんのだと彼らは言うわけである。これこそお客さんの便利ではないかと。

ヨーロッパでは、預金通帳に株を買った、国債を買った、預金した、オプションを買ったという様に記載されるようになっていて、一括で全部処理されて非常に便利となっており、こういうことが日本では許されないということは、お客さんを無視しているという言い方をしていた。

その際、引受とそこはきちんと分けなければいけないと、彼らもそこは言っていた。

(松本メンバー) アメリカもそうなっている。

(斉藤メンバー) アメリカは完全にそうだ。だから、そういう形が実現されればいいのかと思うので、持株会社でもできるのならば、それでもいい。

(松本メンバー) 銀行持株会社とか証券持株会社という概念があるが、銀行と証券を両方持った場合、金融持株会社というのはどういう概念となるのか。

(大崎メンバー) 銀行法上の銀行持株会社のことをおっしゃっているのだろう。

(池尾副主査) 銀行法に基づいてつくられているホールディング・カンパニーと、証券取引法に基づいてつくられているものと、両方を便宜的に金融持株会社と呼んでいるが、正確に言うと違う。一方は銀行持株会社で他方は証券持株会社。

(川濱メンバー) 証券の場合は、単に証券会社を子会社とする持株会社のことである。要するに証券会社を子会社としており、独占禁止法9条5項1号が定めるように、子会社の株式取得価額の合計が総資産の5割以上となっているものだけに若干の規制が及ぶようになっている。

(大崎メンバー) 例えば野村ホールディングスなどは、実は持株会社ですらない。ホールディングスという名前が付いているだけで、独禁法上は単なる事業会社である。その辺、非常にテクニカルな話がたくさんあるので、余りそこへ踏み込んだり、揚げ足を取られるのは、余り賢明ではないと思う。持株会社という話を出さなければ、ガバナンスの問題は指摘する必要は特にはないのではないかと思った。

ただ、もちろん持株会社という言葉をごどこかに入れて、上村主査が言われたガバナンスということを使うのは大事だと思うので、入れてもいいかなと思う。

(上村主査) 法律的にいろいろ問題があるのであれば、そこは正確な表現にした方がよろしいかと思う。

(大崎メンバー) 持株会社の設立を必ず義務づけるというニュアンスが出てしまうのは、私はよくないと思う。

(伊藤メンバー) 義務づけるというか、できるということではないか。もしやりたいのであれば、役員の兼任とか、顧客情報の共有といったところが問題であれば、そこさえ低くすれば、持株会社で全部解決するのではないかということである。

(松本メンバー) 逆に持株が付かない、単なる2つの会社だったらできないということか。

(池尾副主査) 今日の議論で、一応争点となっているのは、銀行・証券・保険の分離の見直し、あるいは伊藤メンバーの言われる垣根の見直しでもいいが、分離の見直し、ないし垣根の見直しという表題にするのかということ。大崎メンバーは、そうではなくて、係る規制の見直しというふうにする方がいいのではないかとおっしゃっている。係る規制の見直しという言い方をすると、裏側では銀行と証券という業務範囲は、コンセプトとして固定的にあるということになる。他方、垣根の見直しとか、分離の見直しというのは、銀行業務とか証券業務という概念そのものを組み替えるという可能性を含む。

(伊藤メンバー) 組み替えるというか、実質上、コングロマリット化でどんどん商品は垣根を越えてしまっている。そこで、あくまでも業法で縦割でやっていて、全部拾えるのかということがあったのではないか。

(池尾副主査) ただ、エンティティーの問題で、アメリカのやり方だと、エンティティーとしては銀行は銀行なのであり、証券会社は証券会社である。だから、そういうことと、例えばユニバーサル・バンキングを認めて、1つのエンティティーの中に織り込めるようにするというのは違う話で、分離の見直しとか、垣根の見直しというのと、ユニバーサル・バンキングを認めるという趣旨が入る。

(伊藤メンバー) 分離の撤廃はユニバーサル・バンキングだが、垣根の見直しというのは、ユニバーサル・バンキングを目指すとは読まないのではないか。

(池尾副主査) それが本当の趣旨であれば、大崎メンバーがおっしゃっているように、係る規制の見直しという表現の方がミスリーディングではなくて、ユニバーサル・バンキングを目指しているという誤解を払拭する効果は高いと思う。

(大崎メンバー) この問題については、十何年前からそういうことについて論争することが好きだった人が結構いて、垣根を見直す、分離を見直すというと、ヒステリックな反応をする者もいる。

(伊藤メンバー) 守る方がか、攻める方がか。

(大崎メンバー) 両方である。どちらも興奮する。

(伊藤メンバー) FTもユニバーサル・バンキングは目指さないと書いてあるではないか。アメリカ並みにするというふうに書いてある。

(池尾副主査) 今どき古典的なユニバーサル・バンキングを目指したいと、だれも本気で思っていないので、だったら、ファイアウォール規制だけに、ただし書きを付けるかどうかは別にして、銀行、証券、保険に係る規制の見直しという方が中立的だ。

(松本メンバー) 業際に関わる規制の見直しだろう。

(大崎メンバー) 業際という言葉はよくない。垣根と同じだ。

(池尾副主査) 分離の見直しではなく、係る規制の見直しにするのがよいか。

(大崎メンバー) それであれば保険も入れておいてもいいか。保険を取ったら、ファイアウォールは保険にはないとか、細かい話が出てもよくない。

(斉藤メンバー) やはり、ユニバーサル・バンキングは余りない。

(川濱メンバー) ただ、ファイアウォールが過剰な場合があるとか、形式的に流れている部分があるという批判はもともとあった。通常、垣根の見直しというのは、その軽減化、特にアメリカの場合だったら、もともとエンティティーにした形だったら非常に広範に動けたにもかかわらず、見直しというのが常に叫ばれたのは、基本的に不要なファイアウォールの問題に対する措置の軽減の問題が重要だったのではないか。しかも、分離を撤廃した場合の弊害を謳っているのも、無用な規定を軽減していくというメッセージが伝わりにくくなってくるのではないか。

そうすると、分離ないしは垣根の見直しとした方が、そのメッセージは伝わるのではないかという気がする。

(伊藤メンバー) 素朴な疑問だが、銀行の支店に行くと投資信託を売っている。売っている人は銀行員である。そういう売り方と、銀行の中に別のブースがあって、証券会社の社員がいて、あなたの銀行口座に残高がこんなにもったいない、もう少し効率的な運用をしましょう、実は、あちらに証券会社の机がありますから御紹介します、よかったですら有価証券の説明をそちらで聞いてくださいとあって、証券会社の人投資信託の説明をする売り方がある。前者の形と後者の形とどちらがいいのだろうか。

(松本メンバー) 投信は前者が多いのだろう。

(大崎メンバー) いろいろな判断があると思うが、いずれにしても、情報共有云々というのは、後者でもなくて、証券会社の人の方が、やってきたお客さんに、あなた銀行にこんなに預金がありますけれども、これはもったいないから投資信託にしませんかというものが、第三の売り方で、これが一番情報共有を認めろとっている人た

ちからすると、やりたいことである。

(斉藤メンバー) やらせたらいいのではないか。

(大崎メンバー) それは、私は特にいけないとは思わないが。

(斉藤メンバー) ただし、その際に現場ベースでものを言うと、勧誘というのはいきりではない。そこに嘘があったりするので、先生がおっしゃったように、やはり必ず同意をとることが必要である。

(大崎メンバー) それと、例えば信用供与を条件として投資信託を買わせるとか、それはまずい。

(斉藤メンバー) これは、現実には起こった。某生命保険会社と同じことが起こったわけで、やりかねない。

(伊藤メンバー) それこそ、そこは規制すべきではないか。

(斉藤メンバー) そういう規制はぴしっと残すということだ。

(大崎メンバー) というのが、優越的地位の利用に対する制限の観点から云々という文章の趣旨である。

(上村主査) 昔は紹介預金などがあった。勧誘というのは、また独特のものがある。

(大崎メンバー) それは、また難しい問題である。

(上村主査) よって、いろいろなハードルがあって、ハードルがあり過ぎて一個ずつ大変だからやめてしまえと、今まではそういうことだった。

(川濱メンバー) だから、ファイアウォールの場合、弊害の未然防止のために、いろいろなハードルをたくさんつくっているというのが昔から問題になって、徐々に撤廃してきたが、まだ残っているのではないかという批判があるのではないか。

(池尾副主査) 見出しの表現のところで、とりまとめ案を出していただけでないか。

(上村主査) 「銀行・証券・保険の分離の見直し」の方がいいとお考えか。

(川濱メンバー) メッセージは明確になるのではないかと思う。要するに、単なる見出しだったら、私もやはり弊害の防止が必要だと思うが、弊害の防止を強調した上で、単なる規制の見直しだったら、競争促進的な方向への規制の軽減化ということが伝わらないのではないかという気がする。

(松本メンバー) 大崎メンバーの提案されたような「銀行・証券・保険に係る規制の見直し」でも十分誤解はなく、一方で競争に配慮しているわけだし、妥当かなと私は思う。

(伊藤メンバー) それだと、もう規制緩和しないというメッセージに読めないか。競争政策に配慮して、ファイアウォールがあって、そこで見直すといっても、何を見直すのか、メッセージとして何が問題なのかというのが見えてこない。

(松本メンバー) 優越的地位の濫用であるとか、実際、そうではないかと思われる事例は最近でもある。

(伊藤メンバー) それは書く。

(松本メンバー) また、上限金利の問題などでも、結局銀行の一人勝ちではないか

とか、いろいろそういうものがほかにも環境としてある中で、余り分離の見直しというのが出ると、完全に銀行テイクス・オールみたいな印象を与えかねず、そういう表現自体が普通に見たら悪くはないかもしれないが、昨今のほかの状況を考えると、ハレーションが大きいかなという気がする。

（上村主査） ここでどういう意見かということと、諮問会議で伊藤メンバーがどうかというのは別だが、しかし、余りかけ離れるということも困るのではないかと思う。

（大崎メンバー） きちんとみていただければ、別に現行制度を死守するとか、そういう趣旨では全くないというのはわかっていただけだと思う。

（上村主査） だから、業規制の見直しを進めることが望ましいというのは、いろんなニュアンスが入っているのだろう。

（伊藤メンバー） 業規制で、こういうことをやってはいけないとか、優越的地位の濫用の例、齊藤メンバーが前からいろいろおっしゃっている例というのは、全くそのとおりで、それは、もしそうだったらどうして金融庁がそれを処分しないのか、処分しないんだったら、どうしてそういうことが許されるような法体系になっているのかということは問題なのだが、それと、より投資家にとって便利な環境をつくりましょう、あるいは活動する場合に、わざわざそれを迂回するようなことをしなくてもいいようにしましょうということ、やはりそれは両立することだから、前者を縛るために後者を縛るというのはおかしい。

（齊藤メンバー） 前者はやったらいいと思う。ただ、後者の方は、やはり相当問題があるということなので、それをどういうふうにして言葉でブレーキをかけておくかということとは1つあると思う。

（伊藤メンバー） そうであれば、全部細かいことはやめて、アメリカのようにしましようとの一言で終わりではないか。もうイギリスは目指さないと。今のアメリカで行われているようなグラム・リーチ・ブライリー法で改善されたようなところ、あるいは規制に関してもアメリカのような規制を適用する、ニューヨーク並みにする、という考え方もある。

（齊藤メンバー） アメリカのサービスのところは、ヨーロッパ的なのか。ユニバーサル的なのか。

（伊藤メンバー） アメリカだって、シティーバンクの支店に行けば、銀行のテラーがいて、奥の方には投資信託を売っているブースがあって、会社は別か同じかは知らないが、ほとんど同一店舗で営業している。

（川濱メンバー） その段階では、個人情報の保護の問題が専らの問題であって、いわゆる業際問題型の情報共有については問題になっていなかった。

（伊藤メンバー） アメリカの場合は、必ずチェックしている。この情報を誰に渡していいか、グループ会社にはいい、外にはだめ、あるいはグループ会社もだめと、口座を開くときに全部選択する。それを日本でもやらせればいい。

（大崎メンバー） 特にリテール向けのサービスの向上のための垣根という言い方が

いいのかどうか、細かいルールの見直しというのは、誰も反対していないと思うし、日本でももう既に銀行で随分投資信託をし、現実に販売されている。

(伊藤メンバー) ただ、これから、預金仕組債の入った預金など、どんどん問題が出てくる。

(大崎メンバー) いやいや、それはそれで、今度は銀行がきちんと説明義務を果たしているのかとか、むしろ金融商品取引法で厳しく見ないといけないという議論だと思う。だから、私はやはり最初の出発点の外資系の一体的な経営というような視点も、少なくともここでは出しておいた方がいいと思った。

(上村主査) 見出しとしては、銀行・証券・保険に係る規制の見直しとして、②で「また」として、「また、そうした弊害が発生する蓋然性の少ない業態ないし取引にとって、過度な負担とならないような対応が求められる」ということで、取引と業態が入るのではないか。

そうすると、そこに伊藤メンバーがおっしゃったようなアメリカ的なものもニュアンスが入ると思う。

②で業態ないし取引にとってとして、それで先ほどおっしゃったように、その際、預金保険制度など、銀行のセーフティーネット発動が安易に行われることがないような仕組みも必要であるというような形でいかがか。

(川濱メンバー) セーフティーネットの利益の発動の問題はわかるのだが、安易な発動というよりも、セーフティーネットの利益というのは、現に行われてしまうこと自体よりも、いったん事があった場合に発動せざるを得ない状況になると考えられてしまうから、セーフティーネットの利益が他分野に漏出しないように、一定の分離が必要だということではないかと思うのだが。これではややニュアンスが違うのではないか。むしろ、セーフティーネットの利益が安易に流れることがないようにという方が意味が通じるような気がした。

(伊藤メンバー) そこは、意味がよくわからない。

(松本メンバー) これは、余りいろいろなことをやっていて、結果的に預金者保護が危うくなる状況が作り出されてしまって、セーフティーネットが発動される、そういう状況のことをおっしゃっているのではないか。

(松本メンバー) 最終的には破綻したときに、銀行には税金が入るが、証券には入らない。

(池尾副主査) だから、問題は、預金保険のカバレッジが実質上、預金以外に広がることが起こらないようにということであるから、発動とは基本的には違う。預金保険の適用範囲が安易に拡大しないという言い方がよいのではないか。

(上村主査) セーフティーネットの適用範囲がが。

(池尾副主査) はい。預金保険制度など銀行のセーフティーネットの適用範囲が安易に拡大されないような仕組みも必要である。

(上村主査) それが良い。

(伊藤メンバー) どんな金融危機でも、経営危機になったときに、ブランク・ギャランティーを発動するのはいけない。

(池尾副主査) 事後的に危機に陥ったときにどうするかという話と、そのときに実質上証券会社を救うようなことをしなくてもいいように、あらかじめそこで遮断処置を講じておくという話とは別の話である。

(上村主査) それは、ファイアウォールの意味づけが違って来る。

(池尾副主査) 事前には、預金保険は決済手段たる預金を守ることが目的なのであるから、それがほかのところに実質的に流出して、補助金効果などを持たないように、ディストーションを起こさないように制度整備をしておくということ。

いざ危機に陥ったときは、そんなことを言っても全部救うことの方がいいということはある。

(伊藤メンバー) 証券会社に発動するというのは、いいことなのか、いけないことなのか。

(上村主査) 証券会社の場合は、分離保管が徹底されていれば、そもそもそういうことは起こらない。よって、債務不履行があるから発動されるわけなので、その違いである。

(斉藤メンバー) 三洋証券もそれで問題になったわけで、おっしゃるとおりである。

(大崎メンバー) グループ経営が余り行き過ぎたり、業態がぐちゃぐちゃになると、発動せざるを得なくなる可能性は高まる。

(上村主査) 証券の場合は、債務不履行で分離保管していなくて、そうなったにもかかわらず、1,000万円をペイオフだというのは、本当はおかしい。

では、そういうことで、今、池尾メンバーがおっしゃったように、最後のところは、その際、預金保険制度など、銀行のセーフティーネットの適用範囲が安易に拡大されることのないような仕組みも必要である、とする。

それから、見出しは「銀行・証券・保険に係る規制の見直し」とする。②の後半の方は、「また、そうした弊害が発生する蓋然性の少ない業態ないし取引にとって過度な負担とならないような対応が求められる」ということで、よろしいか。

(大崎メンバー) 持株会社の下に銀行と証券があって、銀行は何らかの悪い行員がいて、一気に損失を出して、債務超過になりそうだというときに、証券から持株、親会社を通じて、利益補填をして、どうぞ、この銀行をつぶさないで頂きたい、我々グループで面倒を見ますという行為というのは、いいことなのか、悪いことなのか。それは、銀行が切り離して、つぶして預金保険を発動して、銀行として処理しろというのが正しいやり方なのか、グループ経営というのを考えて、それはグループで面倒をみるんだったらいい、しばらく猶予しようとするのがよいのか。

(松本メンバー) それは、経営のモラルの問題だと思うが、本来であれば、そういう場合には、きちんとグループの中でできる限り面倒をみるべきだと思う。

(池尾副主査) 今の例は、むしろ面倒をみていいと思う。証券会社の方がおかしく

なって、その損失補填のために、銀行から実質的に資産を移す。そうすると、その分、銀行は脆弱になるから、破綻しやすくなる。それは、預金保険基金を傷つける行為になるというので、そういうことはさせてはいけないということである。銀行を救うために出してくれるのは、ウェルカムである。

（上村主査） 預金保険にとってはそうだろうが、証券市場にとっては、これはいけない。

（川瀆メンバー） 金融持株会社が銀行の力の源泉となるべきだという立場からいくと、むしろ銀行持株会社の方にある種の責任を負わせることが必要になってくる。アメリカでもいまだに強調する論者が多いのではないか。

（池尾副主査） 法人格の否認である。

（伊藤メンバー） だから、監督体制に関係してくる。銀行だけを見ていてもしようがない。グループ全部を見なければいけない。

（上村主査） マーケットがぶつかるとすれば、こちらで失敗したら、あちらでというのはあまりよくない。ここで完結しているマーケットがあるのだとすれば。

（松本メンバー） 実際には、損失補填するわけではなく、証券会社が増資をして、それを持株会社が受ける。持株会社の中に2つ入ることを許している中で、そういう増資の引き受けをする。

（池尾副主査） 証券会社がおかしいのではなくて、ブランドが傷つくと、銀行自身が傷つくという問題というのはある。

そうすると、証券会社を持株会社が救うことが、実は銀行の安全性を高めることにもなるとか、いろんなケースが考えられるので、規律づけるルールは、機械的に決められるという話では、もちろんない。だから、抽象的にとにかくセーフティーネットがディストーションを起こさないように、何というか、所得移転効果を持って、その分、歪みを発生させないようにするというような抽象的な言い方をしなければならない。

（松本メンバー） 問題が起きてからは、止めなければいけない。銀行が証券戦略をするときに、最初は赤字を覚悟でどんどん証券ビジネスを拡大していく。そういう中で、どんどん増資を引き受けてということは十分あり得ると思う。だから、事実としては、その手のことを止めるのは、ほぼ不可能である。それは戦略の問題だから、セーフティーネットの拡大とは少し違う。

（大崎メンバー） ①のところは、私の案でよろしいか。

やや外資系というのを強調しているのだが、この案で、先ほどいただいた御指摘を付けてということか。

（上村主査） 顧客情報のところにガバナンス、業務体制というのを入れるのはよいと思う。

（齊藤メンバー） 伊藤メンバーの出された問題は、よく考えなければいけない。ただ、提案は提案でやらねばならない。

(斉藤メンバー) これは、一番起こることである。それで、世の中が一番いいのか、どうかということだ。

(上村主査) だから、発行市場としての規律という部分を独自に考えてはいけない。

(斉藤メンバー) 財務会計的には、デットとエクイティーは完全に相反しているものであるから、デットを犠牲にしてエクイティーを救うことなどは、本当はあってはいけないわけだが、一番起こりやすい形である。

(上村主査) エクイティーはエクイティーでの公正な価格形成に責任を持って、デットはデットでの公正な価格形成に責任を持っているときに、こっちとこっちがということがあるのかということである。

(斉藤メンバー) 今、おっしゃったように、いつでも彼らはエクイティー・ファイナンスができる。これをやれるというのがおかしいのだが、しかし、やれる。

(上村主査) これで、どこも必ず失敗している。アメリカもそうである。だから、必ず楽になるわけではない。

(斉藤メンバー) 本当は、銀行の株主が、そういうことに対するクラスアクションとか、リーガルアクションを起こせばまた違うが、日本の場合は起こらない。

(松本メンバー) 日産・ディーゼルの件などは大変示唆に富んでいるので、よく調べて、一概に悪いと言えないと思うのだが、どうしたらもっと問題が減るのかを具体的に検証する必要が多分あると思う。

(上村主査) 次は、総合取引所についてである。

(大崎メンバー) 総合取引所ということが提案されるという報道が先行する中で、でも前回会合で出された論点整理には入っていないではないかという御指摘をいろいろなところからいただいた。確かに総合取引所というのは、1つキャッチーで面白いのかなと私は思ったもので、1. (2)の見出しを、趣旨は同じだが、取引所間競争を促進するためというのではなくて、総合取引所の開設を可能にするためというふうに書いてはどうかという御提案である。御議論いただければと思う。

(池尾副主査) 私は、取引所間競争を促進するためのという方がいいというか、主眼は、やはりやや異種格闘技的な取引所間競争をやってもらうことが、全体としての底上げになるということ。

その過程で、総合取引所という方が決済システムなども一元化できて、効率的でそちらの方がいいと思う人が出てきたら、それはやれるし、専業の方がいいと思うんだったら、そっちがいいので、それは競争で決めてもらえばいい。政府が政策的に総合取引所をつくるというのは、やや時代錯誤的な産業政策ではないか。

(伊藤メンバー) 総合取引所をつくりたい人がいたらできるようにするという事だと思ふ。

(上村主査) だから、それは①と②と2か所に総合取引所という言葉が出ているので、これでよいのではないかと思う。あとは、そんなに本質的な大きなことではないと思うが、決済システムについて、それから、金融裁判所などについてはいかがか。

(松本メンバー) プリンシプルに基づく規制・監督手法の活用についてであるが、規制の目的や方向性を打ち出すことを目指すプリンシプルを明確化し、それに基づく規制・監督手法を積極的に活用するとある。気持ちはわかるが、ルールがあって規制ができ、プリンシプルは方向性の補完の位置づけと考えると、プリンシプルに基づく規制・監督手法を積極的に活用するというのは、具体的にどういうことなのか。

(上村主査) プリンシプルを明確化するという事は、別に規制・監督体制の在り方ではなくて、ルールに基づく規制・監督が形式的な法運用に流れる場合には、プリンシプルに立ち返ることで、法目的を確実にとらえ得るような体制でいくべきだということである。

(斉藤メンバー) 私は昔の金融ビッグバンをずっとやってきた経験で、行政指導、窓口指導というものをとにかく外したいということで、ずっとやってきて、ようやくルール化しつつあるので、このプリンシプルを導入するという事は、ある意味では役所にとっては、おっと行けるなという感じになるのは困る。

(松本メンバー) ルールは渾然一体としてあるということか。

(上村主査) そうである。

(松本メンバー) 「プリンシプルに基づく規制・監督手法を積極的に活用すべきである」という表現は削除するという事で了解した。

(上村主査) 後は、いかがか。

(大崎メンバー) 1つだけ、監視委員会の機能強化のところの①の最後、追加された、例えば企業開示に関する分野というのは、私は内容はこれでいいと思うが、企業情報開示の方がいいのではないか。

(池尾副主査) 企業開示というのは、おかしい。

(大崎メンバー) 企業開示課というのはあるが、やはり企業情報開示の方が正しいと思う。

(上村主査) ファンドなどがあるので企業とは限らない。だから、情報開示である。

要するに、証取法は会社法だという時代の発想である。企業情報の開示という見出しもおかしい。

それと、下の2のところ、証券取引等監視委員会の独立性を高め、同委員会に準司法機能に移管することによりということであるが、これは移管ということだと、今と同じでいいというニュアンスが何となくある。であるから、これは証券取引等監視委員会の独立性を高め、同委員会で準司法機能を抜本的に強化すべきである、でよいのではないか。

移管するということ、準司法機能というのは、例えば審判、審決というのも、今の審判、審決は行政手続を慎重にするというだけである。であるから、公取的な準司法機能というのは少し違うので、どうなるのかは別として含み得るということである。

あとは、よろしいか。大体終息に向かいつつある。タイトルは、「真に競争力のある金融・資本市場の確立に向けて」ということでよいか。

(池尾副主査) 全体のタイトルは、これで非常に適切だと思うが、ずっと金融・資本市場改革を我が国で議論してきた中で、やはり競争力という観点が、これまで明示的にあまり打ち出されてこなかった。今回は、自由と規律という話もあるけれども、競争力ということを出すということが重要ではないか。アメリカやイギリスの議論だと、資本市場だけではなくて、銀行規制の話など、何をするときにも競争力というのが目的の1つに必ず挙がっている。日本の場合は、ビッグバンのときも、フリー・フェア・グローバルと言っていたが、今回、10年前と違うのは、結果としての競争力を目的にするんだというところで、単なる繰り返しで、また同じような議論をしているのではないということである。

(上村主査) そのために全力でアクセルを踏むためには、規律が必要だということである。規制というものは必ずしも行動を規制するだけではなくて、自由な競争力ある行動を可能にする条件ということが基本だと思う。では、見出しもこれでよいか。

(斉藤メンバー) やはり、本当におっしゃるように、この国は金融産業を興すしかない。輸出メーカーに頼っていたのではきりが無い。

(伊藤メンバー) こういうのは本当に難しいというケーススタディーとか、また先ほど私が言ったような、将来的にこういったことが起きたらどうするというシミュレーションが重要。それを共有して、こんなひどいことが起きた、将来こういうことが起きたらどうするというを検証することが大切である。そういう事件の検証というのは、日本はしない。

(大崎メンバー) ただ、例えば金融監督法上の評価などは、私もあまり詳しくないので、しっかりとした専門家にコメントをしてもらわないと、なかなか難しい。

(斉藤メンバー) やはり市場がパニッシュをかけない。だからやり得ということになっていて、それをいちいち司法とか行政でチェックしようとする、やはり漏れも出るし、また、それが逆に介入という形になってしまう。

(松本メンバー) 1つよろしいか。最初から気になっていたのが、官民の意思疎通という官民という言葉は使うのか。

(池尾副主査) 政府と民間部門とかに変えた方がいいと思う。

(川濱メンバー) 官民競争入札という言葉もある。

(大崎メンバー) 私は、払い下げとか、ああいう言葉は嫌いである。

(松本メンバー) アメリカとかだと、民という言葉は使わない。公である。民というのは民であるから、統治者がいて民がいる。

(大崎メンバー) 公と私である。パブリックとプライベート。プライベートセクターということである。

(林参事官) それでは、修文の確認をさせていただく。まず、PEリスクの方から読み上げをさせていただく。②、日本の証券市場への投資を行う海外投資家が、運用一任業者との間で投資顧問契約(運用一任契約)を締結し、当該海外投資家の運用対象資産における投資判断及び証券の取得・処分の執行を運用一任業者に一任して資

産運用を行う際に、この運用一任業者が日本法人である場合には、当該一任業者が代理人とみなされ（恒久的施設認定 PE [Permanent Establishment]）、海外投資家の運用資産の収益に日本の法人税が課される、との懸念がある（PEリスクという）。こうしたPEリスクの存在は、海外投資家による日本の投資顧問業者の利用回避、及び投資顧問業者の海外逃避をもたらしており、こうしたリスクを排除するような何らかの措置をとることが望ましい。ただし、その場合には、投資家への課税の実効性、会社法上の株主の意義の見直しといった規律の向上が同時に図られる必要がある。

（大崎メンバー） 株主の定義といったことか。

（上村主査） 定義というとなれば、意義とした。一応、現行法でも株主の概念は実質概念であるが。

普通は投信の場合は、背後に何万もいるので、株主名簿に書くわけにはいかないが、株主の概念の方がよいか。

（池尾副主査） 普通の日本語としては、わかりにくい。

（大崎メンバー） 株主の役割みたいに勘違いする人が出てくるのではないか。

（池尾副主査） だから、株主概念とか、株主の意義ではなくて、株主概念の見直しといったということ。

（上村主査） そうなっていないというだけである。しかし、会社法上の株主概念の見直し。会社法の先生は、おまえ何を言うんだといって怒るかもしれない。あるいは会社法の株主。とりあえず、意義の見直しぐらいでいいのではないか。

（池尾副主査） 意義のところに括弧して概念とか入れていただけでないか。少し経済学者にはわかりにくい。法律学者は、そう言わないと。

（上村主査） 法的概念は法律学者に通用する概念でないで困る。そこは経済学者も学ぶ必要がある。法律家もしょっちゅう経済学を学んでいる。

もう一つ、よろしくお願ひしたい。

（林参事官） 読み上げさせていただく。（１）銀行・証券・保険に係る規制の見直し、①、現行の我が国の銀証分離などの業規制については、国際的にいわゆる「金融のコングロマリット化」が進むなかで、とりわけ外資系金融機関からガバナンス、業務体制、顧客情報の共有や役職員の兼任が困難となるなど、利用者へのサービス向上の妨げとなっているとの指摘がある。

②、このため業規制の見直しを進めることが望ましいが、その際、利益相反に対する弊害の除去、銀行の優越的地位の利用に対する制限などの観点から、適切なファイアウォールに関するきめ細かなルールを同時に整備することが必要である。また、そうした弊害が発生する蓋然性の少ない業態ないし取引にとって過度な負担とならないような対応が求められる。その際、預金保険制度など銀行のセーフティーネットの適用範囲が安易に拡大されることのないような仕組みも必要である。

さらに、保険業も含めた「金融のコングロマリット化」にも対応できるあるべき姿を展望しつつ、それを可能とする制度的条件を明らかにしていくことが必要である。

(大崎メンバー) 少しガバナンスに対する位置がおかしいので、あるいは前を出して、国際的にいわゆる「金融のコングロマリット化」が進むなかで、ガバナンス、業務体制等としてはどうか。

(上村主査) これは、もともと、なお不十分、不透明な部分が少なくなっていくところであった。

(大崎メンバー) 例えば業規制については、文章を大きく変えているが、例えば(1)の最初に「国際的にいわゆる『金融のコングロマリット化』が進むなかで」というのを前を出して、現行の我が国の銀証分離などの業規制については、元の文章を活かして、「ガバナンス、業務体制等の面でなお不十分、不透明な面が少なくないとの指摘がある。また」という感じではどうか。2つの話なので、やはりつながりが難しいが。

(上村主査) 金融機関からガバナンスについて不満があるというわけではない。

(川濱メンバー) もともと金融機関の不満だけではない。

(大崎メンバー) その通り。そちらもあるということを出さなければいけない。だから、今、申し上げたものでどうか。「国際的にいわゆる『金融のコングロマリット化』が進むなかで、現行の我が国の銀証分離などの業規制については、ガバナンス、業務体制等の面でなお不十分、不透明な部分が少なくない。」それで、「また、とりわけ外資系金融機関から」と続けて、それでガバナンス、業務体制は外して、「顧客情報の共有や役職員の兼任が困難となるなど、利用者へのサービス向上の妨げとなっているとの指摘がある」とする。指摘が2つ出てしまうけれども、そんな感じである。

(上村主査) いきなり不十分な話から始まってよろしいか。それは構わないか。

(大崎メンバー) それはよいのではないか。

(上村主査) では、もう一度確認して、お願いします。

(林参事官) はい。

(上村主査) ほかになければ、細かい点だけ確認していただきたい。

(林参事官) あとは若干の細かい点について確認をさせていただく。

まず、2ページ目だが「それゆえ」で始まる最後のパラグラフの上から5行目のところに、東京市場の「グローバル競争力」という文言があるが、ここは「グローバルな競争力」に修正をさせていただいた。

その後、本中間報告とあるが、これは第一次報告という名前なので、本報告ではそのような形に変えさせていただく。

それから、一般の方から読んでもわかりやすいものにしてほしいという要望があったので、略語など、注を付けるようにさせていただきたい。

まず、3ページ目の(1)の特定資産化のところであるが、上から3行目にETFがある。ETFの後に括弧書きで上場投資信託というのを付けた。

5ページ目の下から2行目のところに、単一のSPCというのがあるが、SPCの後に括弧を付けて、特定目的会社とさせていただきたい。

それから、8ページ目の(2)にキャプティブ保険がある。キャプティブ保険はわ

かりにくいという御指摘もあったことから、ここは脚注を付け、脚注に今から申し上げるようなことを書いてはどうかと考えている。「ある特定の企業グループや集団の保険のみを引き受ける専門の保険会社」。

それから、最後の12ページ目のところであるが、(8)にSOX法が出ている。それでSOX法のところにも脚注を付けて、脚注はサーベンス・オクスレー法(企業改革法)とさせていただければと思うが、よろしいか。

(「はい」と声あり)

(林参事官) 以上であります。

(上村主査) それでは、先ほどの大崎メンバーの御意見によって直したところだけ少し確認していただきたい。

(斉藤メンバー) 取って付けたような名前なので、うまくつなぎ語がないか。「とりわけ外資系金融機関からも」でよいか。

(大崎メンバー) あるいは「とりわけ」を取ってもいい。

(斉藤メンバー) 「とりわけ」という言葉はいかがか。

(大崎メンバー) 私は、なにかんずくの意味で使ったのだが、やめた方がいいかもしれない。

(梅溪審議官) グローバル化改革専門調査会であるが、連休明けに開催して、このワーキンググループの報告と、もう一つのEPA・農業の報告があるので、それを併せて議論していただく。その後時間を置かずに経済財政諮問会議に、御議論いただいた内容を報告するという日程を、検討しているところである。本ワーキンググループの第一次報告については、この後、12時半から上村主査に会見していただいて、発表する。

それでは、最後の点の修正を読み上げる。

(林参事官) ①、国際的にいわゆる「金融のコングロマリット化」が進むなかで、現行の我が国の銀証分離などの業規制については、ガバナンス、業務体制等の面でなお不十分、不透明な面が少なくないとの指摘がある。また、外資系金融機関等からも、顧客情報の共有や役職員の兼任が困難となるなど、利用者へのサービス向上の妨げとなっているとの指摘がある。

(斉藤メンバー) もうこれですっきりした。

(上村主査) それでは、一応第1次報告は、これで皆さんの御了解を得たということで、本日、公表することにさせていただく。

本当にありがとうございました。

今年1月末から8回にわたり、皆様には精力的に審議に御協力いただき、今回の第1次報告をまとめることができた。今後の方針等については、決まり次第事務局より御連絡させていただきたい。

メンバーの皆様方には、御多忙のところ、誠にありがとうございました。

(以上)