

## 日本の株式市場の活性化に向けて

2003 年 12 月 6 日  
大阪市立大学医学部医療研修センター

基調講演 松本 大（マネックス証券代表取締役社長）  
パネリスト 松本 大  
代田 秀雄（三菱信託銀行株式会社年金運用部主任ファンド・マネージャー）  
二上 季代司（滋賀大学経済学部教授）  
西倉 高明（大阪市立大学大学院経営学研究科教授）  
コーディネーター 片岡 尹（大阪市立大学大学院経営学研究科教授）  
司会 安竹 貴彦（大阪市立大学大学院法学研究科教授）

安竹： 本日は師走のお忙しい中、また、足元もお悪い中、本シンポジウムに多数ご参加くださりましてまことにありがとうございます。定刻を少し過ぎましたが、ただいまから大阪市立大学証券研究センター主催「第 19 回瀬川基金記念シンポジウム」を開催させていただきたいと思っております。私は、本日のシンポジウムの司会を務めます大阪市立大学大学院法学研究科教員の安竹と申します。よろしくお願ひいたします。

シンポジウムの開始に先立ちまして、本日のプログラムにつきまして簡単にご説明申し上げておきたいと思ひます。本シンポジウムは、大きく二部構成になっております。前半は基調講演といたしまして、マネックス証券代表取締役社長の松本さんにまず 1 時間弱の基調講演をお願いしております。そのあと、約 15 分間の休憩をちょうだいいたしまして、若干の模様替えをさせていただきます。15 分の休憩後、後半といたしまして、本学の教員等を交えた総勢 5 人によるパネルディスカッションを行いたいと思ひます。終了時刻は午後 4 時を予定しております。よろしくご了承のほどお願ひ申し上げます。

それでは、本シンポジウムの開始に先立ちまして大阪市立大学証券研究センター運営委員会の委員長であります、経済学研究科正木教授のほうから、趣旨説明も兼ねて簡単にごあいさつをさせていただきます。

正木： 大阪市立大学証券研究センター運営委員長の正木でございます。激動の 2003 年と申しましうか、この年もいよいよ押し詰まってきました。しかもあいにくの天気ではございますが、たくさんの市民の方に来ていただきまして本当にありがとうございます。

ご承知の方もたくさんおられると思ひますが、私ども大阪市立大学証券研究センターは、私たちの大学の前身でございます、大阪商科大学高等商業部の卒業生でいらっしゃいました故瀬川美能留さん、この方は 1959 年から 68 年まで野村証券の社長を務められましたけれども、その方の寄付に基づく基金によって設立されたセンターでございまして、特にその趣旨から申しまして、証券・金融部門の教育・研究活動を助成し、そして今日のように市民の皆さんにその成果を還元するという意味で毎年シンポジウムを開催させていただいております。

今年どういうテーマでこのシンポをやるかということで、委員会の中でいくつか議論がございましたけれども、4 月以降日本の株式市場で、とにかくバブル以前に戻るような 7600 円ぐらいのところまで株価が低下しました。しかも大阪証券取引所にごさいましたナスダックが撤退するという、私どもにとってはかなりショッキングな出来事に直面しまして、一つここは思い切って日本の株式市場をどういふふうにするれば活性化できるのか、それを実務の方々、それから研究者も交えて議論してもらってはどうか。そういうことで今日のテーマでございます、「日本の株式市場の活性化に向けて」といふふうに決まった次第でございます。

今日はお忙しい中、マネックス証券代表取締役社長の松本さんを始め、実務そして学界のそれぞれの専門家

の方に来ていただきました。時間は限られておりますけれども、その方々のご報告と、そして皆さん方からの活発なご議論、ご質問等を期待しております。どうか最後までごゆっくりご拝聴願いたいと思います。

**安竹：** それではシンポジウムに入らせていただきます。まず、先ほど委員長のほうからも紹介がございました、松本大さんによる基調講演をお願いいたしたいと思います。

講師の紹介をさせていただきたいと思います。松本大さんは1987年東京大学法学部をご卒業後、ソロモン・ブラザーズ・アジア証券、ゴールドマン・サックス証券にご勤務の後、皆さん方もご存じのように、1999年ソニーと共同出資でマネックス証券を設立され、インターネット専門証券の大手に成長させられた方で、現在代表取締役社長でいらっしゃいます。それでは松本さんよろしくお願い申し上げます。

**松本：** マネックス証券の松本でございます。どうぞよろしくお願いいたします。

今日は、世界で初めて先物というものをつくったといわれている大阪で、かつ、瀬川基金によるシンポジウムでお話しさせていただけるということで、大変光栄に思っております。専門の先生方がいらっしゃる前で、私が最初にお話しするのは大変僭越ですが、私なりに考えている点について、あとのパネルディスカッションの材料になるような問題点、あるいは考え方の提起をさせていただきたいと思います。

お手元に簡単な1枚のレジュメがあるかと思うのですが、「日本の株式市場の活性化に向けて」ということで、現状分析と課題とに分けた1枚の簡単なレジュメをご用意しています〔資料1〕

簡単に結論から申し上げますと、私は日本の今後を全体として考えると、恐らく必然的に株式市場は大きくあるいは活性化していくであろう、かつ、それを支えるだけの素地といったものが日本の個人などの間にはあると、そのように考えています。しかしながらいくつかの課題があり、そういった課題についてこれから克服していかなければならない、とそのように考えています。

では順番にお話しをしていきます。まず日本の個人金融資産ですとか財政の状態を現状までちょっと確認をしてみたいのですが、日本の個人金融資産は1400兆円あるとよくいわれます。一方でアメリカの個人金融資産は、正確な数字は私、持ち合わせておりませんが、恐らく大体3000兆円ぐらいで、日本の個人金融資産はアメリカの約2分の1、第3位はドイツかどこかだと思うのですが、かなり差がありましてとにかく巨大な個人金融資産を持っているとよくいわれます。果たして本当にそれくらい大きいのかと考えますと、私は日米の差は2対1ではなくて、実際には7対1ぐらいの差があると思っています。どういうことかといいますと、日本の個人金融資産1400兆円のうち、政府が直接もしくは間接保証している金融商品が約1000兆円になります。郵便局の貯金という、お金をためているように聞こえますけれども、これは郵便局を通して国にお金を貸していることだし、銀行の預金というのも預けるという字を書きますが、銀行のバランスシートを見れば明らかのように、それは銀行に対して貸しているお金で、銀行のお金でいうと借金になります。

郵便局に貯金をする。これは国にお金を貸すことですので、貯金は260兆円ぐらいありますけれども、これは国の国民に対する直接の債務になります。あるいは簡易保険であるとか、個人が持っている国債、こういったものがすべて国の国民に対する直接債務です。つまり1400兆円というふうに勘定されている個人金融資産の中で、国が債務を保証している、国が発行体であるといった金融資産がかなり多く、500兆円近くあります。

加えて現状ではペイオフをしないということになっていますので、銀行はもし万が一つぶれても預金は必ず政府が保証して返します。いま申し上げたように、銀行にとって預金というのは借金ですから、預金を引き出すあるいは預金を引き出したいというときに、銀行が預金者にお金を渡すというのは、借金を返すということで、それについて政府が保証するというのは、政府が銀行の債務を連帯保証しているというかたちになります。ですからそういった定期預金及び普通預金の額を足しますと、これも500兆円弱ございまして両方合わせると約1000兆円になります。ですから1400兆円といわれる個人金融資産のうち1000兆円は政府の債務である。国債と同じです。政府が返すといっているお金です。

一方でアメリカを見ますと、3000兆円のうち半分ぐらいが株式です。そのほかの部分も社債、つまり銀行をはじめとしたいろいろな会社の債券、民間企業が発行している債券とかそういったもので、政府が保証している部分というのは恐らく10%程度になります。その3000兆円のうちの2700兆円は国のものではない債務である。日本の場合は1400兆円のうち、国の保証ではない部分というのは400兆円しかない。

これは大きな違いです。例えばアメリカにおいて、仮にマイクロソフトの株を持っているとします。アメリカの個人がマイクロソフトの株を持っている。これは市場で売ればお金に換わりますし、あるいは配当が出て

きます。なぜそのマイクロソフトの株を持っていると、お金の換えることができたり配当金がもらえるかというと、これはマイクロソフトの製品を世界中で売っていて、世界中の人がその製品に価値を認めて自分から買って、結果としてマイクロソフトにお金が行くので、そのお金が配当としてきたり、あるいはそれがあつたので株を売ることができるということで、これは本当に価値のあるお金です。

一方で 1400 兆円のうちの 1000 兆円は国の債務ですから、では国はどうやってお金を返すかというと、これは税金で返すしかないのです。国には税金以外に何も収入源というのがありませんから、すべて税金です。ところがこれはタコ足配当のようなものでして、本当に自分のお金なのだろうか。

例えば私の金融資産が 1400 万円だとして、そのうちの 400 万円は何か金とか価値のあるものとしします。1000 万円は、ここに例えば A さんという方がいて、A さんの私に対する借用証書です。A さんが私にこれから 1000 万円返す、10 年かけて返すという証書があつて、あと 400 万円分の金があるので私の資産は 1400 万円です。ところがその A さんの収入ですが、A さんは例えば私の召し使いであつて、A さんのすべての収入は私が払う給料です。その給料の中から毎年私に 100 万円返します。その結果 10 年間で 1000 万円返す予定になっています。そういうお金の 1000 万円という証書と、400 万円の金を合わせて、本当に私の金融資産が 1400 万円といえるのだろうか。1000 万円分は完全にタコ足配当じゃないか。

わが国において 1400 兆円のうちの 1000 兆円は、国の債務であるということはこの話と同じことで、税金で、いずれわれわれ、もしくはわれわれの後世がお金を払ってそれが戻ってくるわけなので、本当のことをいうとアメリカなんかと比べると、本当の金融資産の額は全然少ないんじゃないか。そのように考えています。そう考えますとこの部分、1400 兆円のうちの政府保証がない 400 兆円という部分をもっと大きくしていかないと、本当の実力はついていかないんじゃないか。まずそういった問題があるかと思ひます。

同時に日本国のバランスシートを見ますと、これは資産の部が約 700 兆円。負債の部が 1500 兆円で日本国は 800 兆円の債務超過になっております。通常の企業であれば債務超過になれば当然倒産します。日本はなぜ倒産しないんだらうか。普通はバランスシートというのを書きますと、資産が例えば 100 あり、負債が 70 あり、差し引き 30 が資本である。それでバランスシートというのでできているわけなのですが、日本国の場合には資産が 700 兆で負債が 1500 兆なのでこれは完全に債務超過になっている。あるいはマイナス 800 兆円の資本勘定になっているということになります。

それでなぜ倒産しないかということ、これはやはり先ほどと同じ話で、国がですね、後世の人たちから 800 兆円お金を余計に取る。増税をすつとかいろいろなかたちで、後世なりから 800 兆円余計に税金を取つということが一応担保されている。日本人はなかなか日本を捨てませんから、その結果国はつぶれないでいるという状況です。800 兆円の借金というつと 1 億人で割りますと一人あたり 800 万円です。とんでもない、赤ん坊が生まれてくると生まれながらに 800 万円の借金を背負っているわけですが、そういう状態です。

それではもちろん良くないので、そういった状態を直さなければいけない、というのが当然政府の政策目的になると思ひます。ではどうしたらいいのかということ、その国のバランスシートを見ると、負債が 1500 兆円。ちなみに 1500 兆円の負債のうちのほとんどが国民向けの直接債務なのですが、貯金であつたり、国債であつたり、年金であつたり、国が国民に負っているお金が確か 1200 兆円ぐらいありまして、それを全部合わせると 1500 兆円の債務がある。一方で資産が 700 兆円しかありません。こういうギャップを埋めるのにどうしたらいいかということ、資産の部にあるものというのは、大体土地か株式です。日本国の資産というのは大阪港とか、港や国有林、あるいは特殊法人向けの出資金であるとか、そういった株式型、あるいは株式と連動するようなものがほとんど。資産のほうはほとんどというかそういったたぐいのものが多いのです。このギャップを埋める、つまり後世に対して 800 兆円という巨大な借金を渡さないためにどうしたらいいかということ、考えられることはまず税金を増やす。あるいは年金の支払いを減らす。そしてこの負債を減らして資産を増やして差を埋める。でも増税と年金カットだけで 800 兆円も埋めるということは不可能ですから、もう一つ考えられるのが資産インフレを起こす。資産インフレを起こすことによつて、国が持っている資産の額を高めていく。結果として資産が大きくなつていくので、負債とバランスが取れて借金がなくなつて、後世に迷惑をかけなくてすむようになる。そういった目標があるかと思ひられます。

イメージで言ひますと、700 兆円の資産が 2 倍になれば 1400 兆円ですから、大体負債とマッチします。ですから国が持っている資産額が 2 倍になればいいのですが、国が持っている資産というのは、例えば東京の 23 区内の土地とか、そういうものはほとんど株価と同じような連動をするのですが、そうではなくて国有林という田舎のものだったりしますので、あまり株価が上がつてもすぐに上がらないかもしれない。恐らく 700

兆のものを2倍にするには、通常の株価、東証、大証等で高いされている株価でいいますと、株価が4倍ぐらいになれば、国が持っている資産も2倍ぐらいになるんじゃないかと仮に考えると、要は例えば日経平均で1万円ちょっとですが、それが4万円ぐらいになれば、国の資産ももう少し大きくなって、結果として借金がなくなるだろうと考えられます。やっぱり感覚的には合っていて、かつてバブルのころに、株価が4万円近くまで上がっていきましましたから、いま申し上げたような巨大な借金の問題というのはなかったわけです。ということは、そのぐらいまで株価が上がればなんとかごまかせるだろう。そういうことが実際できるかどうかは別としまして、政府として、莫大な借金を後世に残さないためにはそういうことをやろう、という意志が恐らくあるだろうと私は思っております。

インフレを起こすのはいろんな方法があるんですけども、かつては戦争というかたちでインフレを起こし、戦争というかたちでほかの国から富を奪ってきて、いま申し上げたような莫大な穴、借金を埋めたわけですけども、いまはそういうことができないので、なんとかして資産インフレを起こそうと、そう考えていると思われまます。

資産インフレが起きるとどうなるかといいますが、いま申し上げたように借金の問題がなくなるということのほかに、景気が大変良くなるという効果が当然考えられます。これは資産効果といひまして、バブルのころに株価が上がったので、株を仮に売らなくても何となくもうかっている気がして、当時「シーマ」という日産の車がありましたけれども、飛ぶように売れてそれでまた日産の景気が良くなって、全体にどんどん、ぐるぐる景気が良くなっていくという、こういう資産効果というのがありましたが、当然資産インフレが起きると資産効果が出てくる。この半年間株価が上がって、また今年のいろんな経済的な指標、設備投資であるとか個人消費であるとか、いろんな指標が大変良くなっています。足元の景気がかなり良いという数字が出ています。

果たしてなぜそうなったのかということなんですが、これは恐らく鶏と卵みたいな話ですけども、株価が上がったので設備投資や個人消費も増えた。そういった資産効果がきれいに現れたというように私には見えます。

ちょっと思い出してもらいたいのですが、3年前にITバブルが起きまして、日経平均は2万円以上に一度いっています。ただし3年前のときにはあまりそういう景況感がなかった。景況感って地域差が随分ありまして、大阪と東京では随分違うかもしれないと思うんですけども、東京の雰囲気は最近ちょっとミニバブルというか、ちょっとバブった雰囲気が出てきていまして、景気はそんなに悪くないと思うんです。道もかなり混んできています。しかし3年前のITバブルのときにはそういうふうにならなかった。当時は各企業の構造調整、リストラであるとかそういったことはまだ終わっていなかったんで、株価が上がってもそのメリットはすべてリストラの原資に使われてしまった。

今回は、小泉政権になってから、小泉さんが「構造改革が必要である」ということを念仏のようにいい続けて、しかし政府は何もしなかった。いい続けるんですけども何も政府はしないので、仕方なしに日本中の民間企業がそれぞれの努力で構造調整を進めた。例えばリストラを進めた。その結果ふと気がつくとかかなり民間レベルでは構造調整が終わっていて、そこに株高が来たので、これは「りそな処理」が大きいと思うのですが、株価が上がって始めたので、一気に株価が上がったメリットが今度はリストラに使われなくて、企業は設備投資に、個人は消費に使いました。借金を返すことじゃなく消費に使ったと。そういったことで大きく資産効果が現れているように見えます。

「現代におけるストックとフローの影響度の比率」と書きましたが、ストックというのは株という意味ではなくて、資産等を意味します。私、経済学は勉強したことがないのですが、毎年の経済を比べた場合に伝統的に経済学では、フローというのが重要である。毎年、いまだどうい景気なのか、どういう生産が行われているのかとか、そういったことが重要だといわれるのですが、果たしてそうだろうか。現代においては資産の部分がすごく大きくなっていて、例えば株価であるとかそういった資産価値が上がれば、仮に給料が少しくらい減ったり、あるいはデフレが少しくらい起きていても、物価についてデフレが起きていても関係ないんじゃないか。株価が30%この半年間で上がって、そういったときにちょっとぐらい給料が減ったりデフレが進行していても、あまり関係ないんじゃないかと思われまます。

これは恐らく日本だけではなくて、アメリカであるとか先進国は皆同じ現象を抱えていて、ストックとフロー、資産と毎年の経済に切り分けた場合に、資産の影響度があまりにも大きくなっている。これはちょっとゆがんだ言い方かもしれませんが、株価が上がれば景気が良くなる。株価が下がると景気が悪くなる。景気が良くなるから株価が上がるのではなくて、株価が上がると景気が良くなる。100%そうではないのですが、そう

いった側面が以前に比べてかなり強くなっていると思われます。そう考えてもやはり株価を含めた資産をなんとかしてインフレにし、値段を上げようと、そういった政策目標が政府にはあるのではないかと、そうせざるを得ないのではないかとそのように思っています。

そのことを今日のテーマに即して考えますと、株式市場というのはいろいろな方法を使って、今後拡張であるとか上昇であるとか、そういったことが、たくらむという言葉は良くないですけど、そういった作用が働いてくるだろうと、そういうふうに考えています。

よくいわれることですが、日本人は株は駄目なんじゃないか、日本人というのにはリスクが取れない民族なんじゃないかと、そういったことがよくいわれます。これは私は間違っていると思っていまして、まず日本人はリスクが取れないという議論に対しては、先ほど申し上げましたように、世界初の先物市場というのは大阪の米の先物というのが、多分400年前とか500年前ぐらいだと思わんですが、それが世界初です。シカゴではなくて大阪で先物市場が始まっていますし、あるいは日本において毎年、競輪・競馬等の公共賭博、及びパチンコにつぎ込まれるお金というのは、確か60兆円ぐらいで、GDP比で10%を越えています。これは明らかに世界中で最も大きなギャンブル大国です。アメリカにはラスベガスとかありますけれども、それどころではない極端に大きな、ある意味ではギャンブル大国です。なので日本人がリスクを取れないというのは、あまりそういうことはないんじゃないか。あと農耕民族というよりも日本の場合は土地もあまり広くないので、魚を捕るとかそういった部分が多かったと思うんですが、魚の値段というのはすごく変わります。捕れる量が年によって変動します。こういうのも恐らくそういったマーケットといったものに対する、慣れというかそれは案外大きいはずでして、リスクが取れないということは私はないと思います。逆に日本の個人は実は全体で見ると、投資に関して極めて正しい判断をしてきたのではないかと、そのように考えています。

実際に見てみますと、バブルのときに不動産を買って損をしたという人は大勢いると思うんですが、日本の個人の家計全体で見ると、バブル期に日本の個人は不動産を売り抜けています。要するに買い越しをしたのは銀行なわけですけど、銀行もしくは……まあ銀行ですね。不動産会社等もありますが、大体銀行から融資を受けて、その買った不動産を担保にお金を借りて不動産を買っていますので、最終的にその不動産を手にしたのは銀行なのです。そのリスクを手にしたのは銀行なわけですが、銀行が買い越しをしていて個人は売り越しています。個人の総体で見ると高値で不動産を売り抜けています。

世界史をひもときますと、いろんな国でいろんな時代にバブルというのは起こってしまっていて、オランダではチューリップバブルというのが起きて、チューリップの値段がすごく暴騰したことがあります。このときにも買ってしまったのは、実は個人です。世界史をひもとくとすべての国のすべてのバブルにおいて、個人がはまってしまって高値で買わされていることがわかります。

日本のバブルだけが唯一の例外で、個人が高値で売り抜けてきた。売り抜けたお金はどうしたかという、土地を売って入ってきたお金は、そのほとんどが銀行預金にいきました。日本において、銀行に預金している間に何が起こったかという、この15年間に株価は下がり円高になり、かつ金利は下がった。ということはこの15年間どこにお金を入れておいたら一番パフォーマンスが良かったかという、それは円預金です。円の貯金もしくは円の預金です。円高になったし、金利は下がったし、だから価値は高くなりました。株にもし投資をしていけば株価は下がったので損している。ということでこれは鶏と卵みたいな部分もあるのですが、結果から見ると日本の個人は最もパフォーマンスの良いところにこの15年間もお金を投資してきたと、このように考えられます。そう考えると実は日本の個人というのは、投資に対しては極めて正しい判断ができるのではないかと、そのように思っています。

今後の課題なのですが、ここに6つ挙げましたが順番に申し上げていきます。まず第1番が、金融リタラシーを高める必要があるということ。金融リタラシーというのは、投資に関する知識であるとかそういったものを高める必要があるということです。よくこういうことは政府もいっていますし、マスコミとかいろんなところでこういうことがいわれています。私はこれは実は問題ではないと思っていまして、インフレになれば自動的に解消されるんじゃないか。要はこの15年間デフレで株価も下がってきたので、そのときにどの株に投資すればもうかるのかとか、投資というのはどういうふうにするべきとか、そういうことを勉強しても何の役にも立たなかった。デフレ期というのはどんな投資運用をしても、ほとんどドングリの背比べでたいした差はつきません。インフレにいったんなると、インフレ資産を持っているか持っていないかでは、極めて大きな差がついてしまう。極端な差がつきます。そういう時期になれば、いままでの日本人の行動を見ると、放っておいても本を読んだり証券会社に話を聞きに行ったり、あるいはテレビもそういう番組が増えたりとか、放って

おいてもどんどん投資に対する知識というのが上がっていくんじゃないかというふうに私は思います。金融リタラシー、投資リタラシーを高めるということは、別に意識しなくても自動的に解消されるのではないかと考えています。

これから申し上げることは、あまり適切な例ではないのかもしれないので、聞かなかったことにしてほしいのですが、証券会社の不祥事というのがよくありました。不祥事を起こしてトップの方々が、これからは例えば総会屋にもうお金を払いませんと、頭を下げたわけです。当時で大手ですと例えば1社で年間でそれによって払わなくてすむお金が1千億円でした。不祥事を起こして営業停止になったりして、「会社大変だね」ということだったのですが、大変なことは全然なくて、株価が上がればシャッターを閉めていても、恐らく個人がシャッターをたたきに来て、「早く開ける、買わせろ」というはずである。一方で頭を下げることによって、払うお金を何百億円とか1千億円払わずにすむといったら、これは極めて得な話で、だから平気なんじゃないかという話があったんです。要は本当に株価が上がれば始めるとか、そういうことが起きれば、何もその教育であるとか啓蒙とか、投資教育とかをしなくても、自動的にみんな学んだり買うようになるのではないかとそのように思います。

問題はもう少し違うところにあると思います。一つは、国がもっと説明責任を果たす必要があるのではないかとことです。例えば政府による市場活性プログラムというのを金融庁が発表しているのですが、そこには個人投資家を増やそうということがしっかり書かれています。私思うんですけども、個人投資家を増やそうという提案は、現実にはほとんどの人は個人投資家じゃないという考えに立っています。ここにいらっしゃる方はまた別かもしれませんが、街を歩いているほとんどの人は個人投資家ではない、だから個人投資家を増やそう。そういう文脈に聞き取れるんです。実は日本国は資本市場、株式資本主義の国であって、最終的に国民全員が株価のリスクを負っています。株価が下がれば年金資産が減るとか、いろいろなかたちでリスクを負っています。あるいは先ほどもいったように、資産の部と負債の部で見えた場合、国の資産がどんどん減っていったら、結果として巨大な債務超過ができて自分たちもしくは後世がそれを穴埋めしなければいけない。だから株式が下がれば間接的に大きなダメージがあります。つまり日本にいる以上、日本国民は間接個人投資家が直接個人投資家の違いしかなくて、全員が株式に対するリスクをとっています。とらされています。そういうことがしっかり説明されていないので、株価のことは何となく人ごとのように聞こえる。人ごとのように思われてしまう。これはどんな組織でもどんな場所でもそうですけれど、ある部署とかあるセクションを人ごとのようにみんなが思って構わない、大体そういうところというのは悪くなっていくんです。何でもできるので悪くなってしまふ。同じように株式市場に関しては、これは一部の人の問題であると思われる以上は、この国民なり全員の監視の目やいろんな知恵だとか、いろんなそういうものがここに投入されないで、なかなか良くならない。なのでまず最初にしっかりと、みんなの問題であるということを国が、まあ国なり国会議員なり誰でもいいんですが、しっかり説明する必要があるんじゃないかと、そう考えています。

先ほど申し上げたような財政上の問題、つまり資産インフレが起きないと大変なんだという、そういったことも国は説明する必要があると思いますし、借金の問題もよく聞かれる。ここにいらっしゃる方でもそういうふうに思われている方が多いと思います。800兆円債務超過になっている。国はとんでもない借金をしてしまった。「そんなやつらに任せられるか」という発言がよくあるんですけども、それはある意味で天につばを吐くような話でして、国の借金は自分たちの借金です。われわれが全員この国を捨てられるのなら別ですけども、そうでない以上国の借金というのは自分たちの借金もしくは後世の借金である。だからこれはみんな直さなければならない問題である。場合によってはみんな痛み分けをしなければならない。そういう説明をすればとかコンセンサスをつくる、そういう努力が国には足りない、国はそれをまずやる必要があるのではないかと考えています。

次に思いますのが、よく投資家保護という言葉聞きますが、この名前は撤廃すべきではないかということ。例えばおいしいものは、いろんなところにありますが、おいしいものは何の規制をしなくても勝手に誰かが作る。おいしいものを作るお店があってそこにみんな行くようになって、おいしいものがあるわけです。例えば政府が2000円のおいしさを保証しますと、ばかなことをいっても、何の足しにもならない。何の足しにもならなくてそんなことをいってもおいしいはずがないですし、そういうことをいっておいしいものができるはずもないので、政府の保証は、この場合何の関係もないのです。

投資家保護も同じことです。投資家保護といって何を保護するのでしょうか。例えば競馬なんかと同じですね。競馬・競輪、みんな買いに行きます。もしかしたら八百長だってあるかもしれない。だけれども馬券購入

者保護なんて言葉はないわけです。そんなことをいい始めたら、大体みんな気持ち悪くなってやっぱりかなりやばいことをやってるんじゃないかと思って、怖くて買えなくなると思うんですが。馬券購入者保護とか車券購入者保護というのがないなかで、そういうのは全部自分のリスクだということを理解した上で券を買う。株式等も同じはずであって、仮に国が保護したらそれは巡り巡って税金で国民全員がそのコストを負担するわけであって、投資家保護なんて言葉を知っているからみんな怖くて、何か株式市場っていうのはまだいろいろやばいというか、見えない問題が多くて、だから国が投資家保護と言わなきゃいけないんじゃないか、というふうに思って逆に一般的な人たちが入りにくくなっている。そういう問題があると思っています。

かつ投資家保護をやればやるほど、国のコストは高くなってしまいます。それは良くないことなので、逆に完全に撤廃するべきじゃないのかと思います。撤廃して国民に対して一切投資家保護はしません、自分の判断で証券会社を選び、自分の判断で株式を選び勝手にやってください、何があっても何の面倒も見ませんというべきです。これは当然のことであって、何を食べても国はおいしさを保証しないわけであって、当然のことだと思います。そういうことをはっきり宣言するところから、もっと抜本的な、個人投資家の成長というか、数が増えるとか、そういったことが始まるのではないかと私は思っています。

あとテクニカルな問題がいくつかありまして、お金の出どころから変えるというのがあります。個人的にはあまり好きじゃないんですけども、かつて田中真紀子さんが国会で何かでいったせりふがなかなか面白くて、「改革、改革とって、そういつている本人がそれを阻んでいた」と、これは小泉さんのことなのですが。「だから『出て行け出て行け、早く行って何かやれやれ』といつているので行こうとしたら何かこう前へ進めない。後ろを振り返ったら、それをいつている人が自分のスカートを踏んでいた」という発言がありました。

同じような問題があって、個人投資家を増やそう、株式市場を活性化しようと、そういったことを国策として国は果たすといっているんですけども、個人金融資産を見ると 92%は間接金融商品です。貯金だったり預金だったり生命保険だったり、かなりの部分は貯金を意味する。国の経済がぶくぶくと発展している高度成長期でもないこの時代に、8%しか株にお金が向かわないわけです。ここを増やそうといったら当然こっちの92%のところからお金を持ってきて、8%のほうを増やすしか方法がないはずで、錬金術のようにかすみからお金を作って株式市場に入れることはできません。直接金融、株式市場を大きくしようというときには同時に間接金融、銀行の預金残高、あるいは郵便局の貯金残高を減らすことをパッケージにしないとできないはずなのですが、それをやっていない。ペイオフは解禁しない。郵便局の預け入れ制限は下げない。銀行も郵便局も守る。

郵政公社、郵便局の民営化というのも、私は郵便局の問題というのはバランスシート、巨大なお金を国家金融が持っているということが問題であって、日本中にたくさんある特定郵便局とかは、問題じゃないと思っただけであって、あれだけ安心して使える社会的インフラというのを、しっかり残すべきだと私は思っているんです。問題はあくまでもバランスシートである。郵便局の体制を全部残した上で、貯金残高さえ減らせば私は良いと思うんですが、それをやらない。銀行のペイオフもやらない。そういう間接金融を減らさないで、どうやって直接金融を増やすんですか。その部分がしっかりできてない。

国策は株式市場を大きくするんだといいながら、同時に分かりやすくいうと銀行と郵便局を守ってしまっている。それには無理や矛盾がありまして、そこをしっかりと変える必要があると思います。分かりやすくいうと間接金融の割合 92%を、例えば 80%まで下げる。何年後かまでに、目標として。その代わり株式の部分を 8%から 20%に増やす。例えばそういうような政策目標をしっかりと持つべきではないか。発表するべきではないか。そのように思います。

次に、「見えない」というリスクプレミアムを減らすと書きましたが、これについて説明します。どんなものも何かが分からないというと、その分からない分だけ通常値段は安くなります。例えば、福引きのお楽しみ袋などは別ですけども、もしある家を買うのでも土地を買うのでも車を買うのでも、あるいはパソコンを買うのでも、何でもいいんですけども、中身が分からない、箱や袋に入っていて、「これは大手メーカーの作ったパソコンです、性能はこの程度です」というふうにも書いてあって、それを買ってくださいといわれて、他方で目の前に、こっち側にパナソニックとかソニーとか、しっかりどの商品が分かるものが置かれると、そうしたら当然ちゃんと分かるほうにお金払うと思うんですよ。中に何が入っているか分からないものは、当然安目にしか買うことができない。分からないからお金は払えません。少し割り引くことになります。そういったことが日本の資本市場、株式市場にはまだまだ多いんじゃないかと思います。

一つ面白い、興味深い例をいいます。りそな銀行の処理についてです。りそなの処理には 2兆円というお金

を使ったわけですが、2兆円の公的資金を投入し、その結果銀行株を中心に株価は急上昇。5月以降です。急上昇し、日本の上場企業の時価総額の和というのは大体100兆円増えました。2兆円の公的資金を投入することによって、100兆円株式時価総額が増えました。何が起きたかという、りそなの、2兆円というのはすごいお金でして、ちなみにイラク戦争、戦争は実は終わってないという話ですが、4月の半ばぐらいにいったん終戦宣言をしましたが、それまでに使われたイラクにおける戦費と同額です。いまだに誰が払うのかという国際的な議論の対象になっているお金が約2兆円です。それと同じだけのお金2兆円。もう一つのいい方でいいますと、2兆円というのは、キリストが生まれてから今日まで毎日100万円ずつ積んでいく。金利がないと考えて、それでも今日の時点で7000億円にしかなりません。2兆円をこれから毎日100万円、日曜日も含めて毎日100万円ずつ返すとすると、金利がないとしても6000年かかります。2兆円というのは日本国民一人当たり2万円という額ですが、そんな膨大な額を一晩で使いました。一晩で使うことを内閣が決定しました。りそなという銀行及びその先にある企業を助けました。りそな処理の前の日とあとの日で、日本には何か変化があったかという何もないんです。確かにいろいろな報道とかありましたけれども、恐らく日本人の感覚としては、「まあ、しょうがないよね、つぶすわけにいかないじゃないか、その先に企業だってあるんだし、ということで銀行及びその先にある企業を守ったんですよ。でも納税者の暴動も何も起きない。デモもないし何も起きなかった。われわれ的には、その前の日とあとの日は何も変わっていないわけです。

ところが、例えばアメリカ人から見ると、大事件です。りそな処理の前から、民間の人も政府の人も、アメリカの投資家とかいろいろのところに対して、ずっといい続けてきたんです。われわれは銀行はつぶさない。ミクロの単一行の問題はあるけれども、国全体として金融システムを崩壊させることはしません、ということは何百回、何万回といい続けても、例えばアメリカの投資家はそれを信じられなかったんです。そんなことはないだろうと。例えばアメリカで近い例だとユナイテッド・エアという会社がありますが、U Aですね。9・11(ナインイレブン)テロのあとに航空業界はみんな不況になりました。ブッシュが議会で法案を通しまして、航空業界ですね、飛行機を作るほうじゃなくて飛ばすほうですけども、それが困った場合に国はその会社の借金の連帯保証をすることができる、そういった法律を通しました。それから1年後に実際U Aが経営ピンチになった。政府に対して借金の連帯保証をしてくださいと頼みましたら、政府はしなかったんです。つぶしてしまっただけです、U Aを。たしかにそういう法律は通したけれども、ほかの会社はちゃんとやっている、U Aがちゃんとできていない。だからつぶす。そういった株主責任を取らせたんです。U Aの飛行機はいまだに飛んでいますけれども株主責任は取ったということです。

そういうのが通常であるので、日本がいままで何度銀行はつぶしませんといっても、アメリカ人には納得ができませんでした。ところが実際にりそな処理といったものが起きて、そのあと日本の中でも暴動が起きなくて、初めてアメリカは「いったことは本当なんだ、日本においては少なくともメガバンクは倒産しないんだ、ちゃんと国民のコストで守っていくというコンセンサスがあるんだ」ということが、彼らなりに理解できて、そうすると倒産しない会社の株価がどうなるかという、当然株価というのは倒産する確率も含めて値段がついているので、倒産しないということが分かった瞬間にぐっと上がり始めます。一気に株価が上がりました。そういったことが起きたわけです。

逆にいいますといままでは、本来銀行は倒産しないのに、国として、倒産させる予定がないのに倒産するかもしれないという疑念を払しょくすることができなくて、結果として株は売られすぎていたともいえるわけです。こういう見えないというリスク。さっきいったそのパソコンが入っている袋があるから値段が下がってしまうので、ちゃんとそれを破ってしっかり内外の投資家にすべて見せる。そうすることによって不当に安くなるとか、そういうことを避ける必要があるのではないかと思います。

最後になりますが、情報の非対称性をなくすということについて述べます。専門的な話になりますが、よく上場企業がいまでもやっていますけれども、何か業績発表であるとか、あるいは新しいものを開発したとか発明したとか、いろいろなことについて証券取引法という法律の中では、そういうことはちゃんと決められたかたちで、例えば取引所、東証や大証など取引所ですべての人に対して同時に発表しなければならない。それまでは誰にもいってはいけない。そういう法律がありまして、それを破った場合には懲役刑もある。そういった法律があるんですけども、実際にはそうじゃないことが簡単に行われてきた。

こういったことがなぜ行われたかという、ある会社が何か新しいものを発明したとか、業績が良くなったというときに、いきなり全員にいうのではなくて、少ない人にいったほうが得である。少ない人にいうとその人たちが慌てて買うので株価が上がる、という考えの下に、セレクトティブ・ディスクロージャーというのです



が、一部の人だけに最初に話す。あるいはリークですね。新聞社に、要するに正式な場で同時に全員に発表するのではなくて、新聞社とかにちょっとだけ情報を与えてしまう。そうすると新聞がわっとそれを一面に書くと、それがニュースになり材料になって株がばっと買われる。そういうことをやってきてしまったんです。本当にそういうふうにすることで株価は上がるのだろうかと考えますと、私はこれは間違っていると思います。例えば10%の人に特別に情報を渡しました。その10%の人は、「やった」と。そのインサイドというか特殊な特別情報をもらったからうれしいといって買う。

最初はそうなのですが、次にどう思うかという、「待てよ、自分はたまたま今回は教えてもらった10%の中にいた、でも90%の確率で自分はそっちに入らないんじゃないか」と。要するに10回そういう事件というか新しい発明とかニュースがあった場合に、1回は自分は教えてもらえる。得をする。でもあとの9回は自分は知らない、ということになると思うんです。そうすると先ほどの袋に入っているパソコンは、ちゃんとした値段で買えないのと同じで、自分は不利である。10分の9の確率で部外者であり不利である。そう考えるとその株の値段というのは下がるはずだと思うんです。分かりにくいから安く買うのと同じで、安くなるはずである。そういったことを情報の非対称性と私は呼んでいるんですが、だから一部にだけ情報をリークするとか流すというのは何のためにもならない。企業のためにも株価のためにも、何のためにもならないのだけれども、それが堂々に行われている。かつそれをすることは証券取引法上違反で懲役刑もあるにもかかわらず、何のためらいもなくそういうことをやる企業がまだあり、かつ、テレビ局や新聞社は、今日新聞社の方がおられると怒られるんですけども、そういうことを聞きたがる。

私もテレビとかに出るとよくそのキャスターに、「今日は何かありますよね、今日はいつくくださいね」と、何かネタを出してくれといわれます。これは私に証取法違反を教唆していることになります。刑法じゃないですけども、でも懲役がある。懲役刑を犯すことを教唆しているようなことだと思うんですけども、そういうことを一度キャスターにいったら、その番組に二度と呼ばれなくなりました。そういうことが堂々に行われていてそういうのを直していく必要があるのではないかと、そのように思います。

ただ冒頭で申し上げたように、国の問題を考えると、国というのは自分たちも含めての意味ですが、株式市場を活性化して大きくしなければいけない、われわれ日本国、日本国民にとって株式市場をしっかり活性化して大きくしていかなければ困るという命題があるので、良い政治家が出てくれば、まあいまの小泉、竹中というのは金融自由化に関しては実はやるべきことはやっているとは思っているのですが、いずれそういう方向に行くであろうと思います。いままでの歴史を見ると、日本の個人は実は大変賢くて正しい投資判断をしてきたので、そういったものをサポートする素地が十分あります。課題としましてはいま申し上げたように、いくつかのテクニカルな問題がありますが、そういったものは越えられない課題ではなくて、いずれそういったものは越えていける。ただしそういったことをしっかり分かっていてやるのと、分からないで何となく過ごすのでは、大きな違いがあるので、しっかり説明がされれば、さらに早く活性化に向けて進んでいくのではないかと、そのように考えております。

あまりまとまりがなかったんですけども、私の取りあえず問題提起というか話は、以上で終わらせていただきたいと思います。どうもありがとうございました。(拍手)

**安竹:** どうもありがとうございました。大変興味深いお話をお伺いしました。それでは先ほど申しましたように、後半のパネルディスカッションを行いたいと思います。いまの松本さんのご講演につきましても、フロアのほうからご質問等あるとは存じますけれども、その後半のパネルディスカッションに松本さんも参加していただきます。パネルディスカッションの最後にフロアの皆様方からのご質問もお受けするという予定ですので、ただいまの基調講演に関しましてもそのときにご質問いただければ幸いです。

それでは2時15分から再開をさせていただきたいと思います。それまで休憩時間とさせていただきます。よろしく願いいたします。

**安竹:** それでは時間がまいりましたので、後半のパネルディスカッションに入りますが、その前に、本日のパネリストの紹介をさせていただきたいと思います。

舞台向かって左側の奥のほうから、代田秀雄さんです。代田さんは1985年に信州大学経済学部をご卒業後、三菱信託銀行に入社なさいました。1997年から三菱信託銀行株式会社年金運用部主任ファンド・マネージャーをお務めになっておられ、同時に上智大学経済学部非常勤講師も務めておられます。(拍手)

続きまして左側真ん中の、二上季代司先生をご紹介します。二上先生は1980年大阪市立大学大学院経営学研究科博士課程をご卒業後、現在、滋賀大学経済学部の教授を務めておられます。よろしくお願いします。

(拍手)

それから一番左手、本学の大学院経営学研究科の西倉高明教授でございます。(拍手)

それから先ほど基調講演をしていただきましたマネックス証券代表取締役社長の松本大さんです。(拍手)

最後にコーディネーターといたしまして、本学の経営学研究科片岡教授をご紹介します。(拍手)

それでは以後の進行をコーディネーターの片岡教授にお任せしたいと思います。よろしくお願いいたします。

片岡： それでは後半のシンポジウムに移らせていただきます。松本さんのお話は、株価上昇による景気上昇、資産効果が働いているという現状認識を示されました。資産インフレが非常に重要である、これは政府債務を後世に残さないためにも重要である、もっと株価上昇が望ましい、4倍くらいあれば一番良いという話でございました。そういう株価上昇をしっかりとしたもの、あるいはサステナブルにするためにはどういった措置が必要かということ、われわれ日本人は皆、間接的に株主なんだという認識を持つことである。そのためには、政府は、われわれの年金とか株式を保有していることになるわけですから、あるいは郵便貯金をしていても郵便貯金の3分の1くらいは株式で運用されておりますので、われわれも間接的に株主であるという認識を持つように広報する。もっと株式について意識を高めるようアピールすることで、同時に日本は間接金融優位、銀行を中心にしてわれわれのお金が銀行に、銀行からまた会社に、という間接金融中心なんだけれども、その間接金融のところをずっと狭めていって直接金融、われわれが直接に株式を買う、というような、そういうところに行くような措置をとるべきであろうというご意見でした。

非常に興味深かったのは、日本人は十分投機的資質を持っていて、従って日本では直接金融というか、資本市場が拡大する素地は十分にあるのだからという指摘でございました。

実はこの話は今日初めて松本さんから聞きかされたわけですが、それに対していまから3人の方から、松本さんのご意見へのコメント及び、それぞれ独自の株式の活性化の発言、あるいは主張をお伺いしたいと思います。

それでは、まず代田さんから話をいただきたいと思います。よろしくお願いいたします。

代田： ただいまご紹介をいただきました代田です。よろしくお願いいたします。座って、お話をさせていただきます。私がお持ちしてまいりました資料ですが、A4横の左上に厚生年金基金の運用利回りという資料がございますけれども、こちらのほうを見ていただきながらお話をさせていただきたいと思っております[資料2]

1ページ目に載せました厚生年金基金の運用利回り、実はこれは私の仕事をご案内することにもなるのですが、1993年から、2002年度までの各資産の運用利回り、それと一番下の欄が、厚生年金基金全体の運用利回りを示しております。下のグラフは厚生年金基金の運用利回りをグラフ化したものでございます。見ていただきますと一目瞭然ですが、2000年、2001年、2002年、と3年連続してマイナスのパフォーマンスが続いています。これは、厚生年金基金のデータでございますので、企業や業界団体が、それぞれ基金をお作りになって、国の厚生年金に上乘せをするかたちで独自に運用をされておられるものです。よって、これは必ずしも国民の皆さんが加入しておられる厚生年金の運用利回りとは直接的には関係ございません。この中で国内株式についてみますと、2000年、2001年、2002年で、マイナス25%、マイナス16%、マイナス24%と非常に大きなマイナスになっています。

厚生年金基金の運用では、卵を一つのかごに入れるような形での運用は、かごを落としたときに、卵がみんな割れてしまうので、非常にリスクが高いという認識のもと、卵を極力違うかごに入れる、つまり、運用対象も含めて、分散を図ることがリスクを低減させる最も有効な手段であるという考え方をとっています。現状ですと、国内株式を30%ほどの配分しております。そして、国内の債券が4割、外国の株式が2割、外国の債券が1割というのが大体の資産配分です。

松本CEOのお話の中にもありましたが、国民の皆さん一人ひとりが株式というものに、実は深く関わっているという意識を持つことが非常に重要だと私も思っております。テレビのニュースキャスターの方で「私は株式投資をしていないので、株の上昇の動きなんて関係ありません」というようなご発言をされる方がいらっしゃいますけれども、その発言を聞いていると、何か株の市場に関わっていないことがあたたかも美德であるか

のように、感じてしまいます。しかし実はご本人が株式を直接的に保有していなくても、こういった年金等のかたちで国民の一人ひとりが実は株のリスクをとっているということをもっと認識する必要があるのではないかと考えております。

次に2ページ目ですが、年金資金運用基金と書いたものがあります。昨今年金政策について、将来の年金給付を下げるのか、掛け金を上げるというようなことがいろいろ議論されておりますけれども、ではその年金の資金の運用はどうなっているのか、今後どういう運用をしていく予定なのかというところを示したものです。基本ポートフォリオというのがございますが、これは平成20年に達成すべき長期的な資産配分を示しております。現行の平成15年度のポートフォリオは下の段になっております。

大体150兆の年金資産がございますけれども、将来的にはこの12%を国内株式で運用するというのが長期的な目標でございます。実は国会の中でも、国民の年金を株に投資をすることは是非が議論されております。いろんな方がいろんな視点でご発言をされておられますが、私はその議論を聞いていて、一つ欠けている視点があるのかなと考えております。それは何かというと、われわれの年金の資産を運用するとき何%のリターンを確保する予定なのだろうか、という点です。年金資産を何%で運用する予定であるから、いまの掛け金はこのくらいで済むというのが本来のあり方であり、現在の年金の予定利率は4%です。つまり、国の年金資産は年4%で運用しなければ、さらに掛け金を増やさざるを得ないということです。

国債だけで、つまり債券だけで運用すればいいじゃないかというご意見もありますけれども、ご存じの通り、債券の利回りは1%そこそこの状態です。1%の債券を買って、4%の目標を達成することは、難しいと思います。今の目標利回りを前提とするならば、株のリスクを取らないと、目標利回りには到達できないということ、国としてきちんと説明するか、または、本当に債券だけで運用するということであれば、予定利率を引き下げて、掛け金をもっと増やすことをわれわれが選択をするか、その議論が抜けてしまっているのではないかと考えております。

私は個人的には債券の利回りというのは、長期的に見て、インフレ率に経済成長率を足したもので、これが平均的な債券の利回りになるのだろうと考えております。インフレ率は、現在プラスでなく、マイナスであり、デフレの状況です。長期的な日本の経済成長率は果たして何%と考えるべきでしょうか。2%から3%というような政策目標もありますが、それを達成するのは非常に厳しい状況です。そういう状況を鑑みれば、国債の金利が長期的に3%水準まで到達するのは非常に難しいと思います。そういう中であれば、やはりいろんな資産に分散をして運用していくことを基本方針として堅持すべきと考えます。そして、一時的な評価損の発生や株価低迷に一喜一憂しすぎるというのも問題なのではないかというようにも考えております。

例えば、昨年、年金の株式投資の議論が国会でも盛り上がりましたが、あの時に、株の投資をもう止めたということにしてしまっていたならば、今年の上期の株の30%の値上がりを国民は享受できなかったこととなります。一番重要なことは、長期的な運用の視点から資産配分というものを一旦決めたら、それを長期的に堅持し続けるということです。このことが長期の運用においては非常に重要なことではないかと考えております。

3ページ目ですが、これは国内の株式、国内の債券、外国の株式、外国の債券、の四つの資産について、1985年以降の1カ月間の収益率の分布を示したものです。資産のリスクというのは、この山が横に広がっていることで示されます。つまりすそ野の広い山である資産が、リスクの高い資産ということになります。期待リターンとは、この山の中心がどこにあるか、平均値がどこにあるかということですが、1985年以降を見ますと、国内株式の平均的なリターンは年率で1.8%、債券が5.6%になっています。これにはいろいろな背景があると思います。この結果から株式投資をやめたほうがいいと考えるかどうかですが、一方、海外ではどうかといいますと、1985年から2002年で株式のほうが債券よりも3%ほど平均的なリターンは高くなっています。これが株の巡航速度のリターンなんじゃないかなというように思っています。

4ページ目に入ります。ではいまの株式相場の水準についてどうか、というのを私なりに考えたときに、P E RとP B Rというような指標が一つの判断材料になるのではと思います。一番上が東証の株価指数、いま1000ポイントくらいです。この数字は日経平均の10分の1程度ですが、特にご注目いただきたいのはP B R、株価純資産倍率です。2002年の末で、これは東京証券取引所が発表しているものですが、資産倍率が1倍を割っています。つまり、企業がそのときに会社を解散して、株主の皆さんに財産を分けて与えた方が、株価以上にお金が返ってくるという状況ですが、今のP B Rの数字は非常に低いレベルにあると思います。何をもちて適正な株価と言えるかについては様々な意見がありますが、現在、非常に割安に放置をされている状況であることは間違いのないと思います。真ん中の段が株価収益率ですが、これは一期あたりの企業利益に対し

て、株価が何倍付けているかということで、これを見ますとまだ日本の株価は割高ではないかともいえますが、ただ、今期に入りまして企業業績が急速に回復しています。P E Rの方は、期によって大きくぶれますので、私は個人的に企業業績というのがはっきり回復してくるという確信が持てれば、いまのこの割安な株価水準というものを修正する方向に動くのではないかなというふうに思っております。

私は、株式において、どういふことをしたらマーケットが活性化するかということの議論で、あまり国がとやかく口を出さないほうが、マーケットというのは、健全に育成されると思います。そういう意味では、活性化についての政策そのものが不健全性を内包しているという意味で「放っておいてくれ」というのが率直な感想です。随分と雑ばくな話になって申しわけございませんが、発表を終わらせていただきます。(拍手)

片岡： どうもありがとうございました。ちょっと言葉の点でお伺いいたしますが、3ページ目に、平均年次収益率というふうにございます。この率というのは比率なわけですが、この場合、分子、分母は何になるのでございましょう。

代田： 分かりました。まず国内株式の1.8%の収益率でございますが、株の収益というのは、株価そのものの値上がりと配当から構成されています。ですので、去年末に100だったものが、今年、株価の変動と配当で101.8になったというのが、この1.8%という数字の意味です。

下のリスクと書いてあることについて説明しますと、例えば国内債券が4.2%のリスクで、国内株式が25%のリスクと書いてありますが、これはこの山のすそ野の広がりを数字で表したものです。この数字が大きくなれば大きくなるほど、山のすそ野が広がり、リスクが高いということになります。発生確率からいってそうなります。つまり国内株式ですとマイナス20%もあればプラス19%もあるということで、非常に広い範囲で収益率が変わるので、国内株式は債券よりもリスクが高いということになります。

年金のような長期の運用資金については、本来、短期的な収益率の変動について一喜一憂するのではなく、長期保有をすることで、短期的な収益変動の吸収できるわけですから、リスクの高い株式への投資も可能になると考えております。

片岡： どうもありがとうございました。それでは次に二上先生のほうからコメントをいただきたいと思ます。お願いします。

二上： はい。私のほうからは、先ほどの松本さんのお話を受けまして、お話をさせていただきたいと思ます。私は先ほど松本さんがお話をされた、特に後半部分について賛同するところがたくさんあります。株が上がれば別に投資家にいろいろいわなくても、投資家は勝手に株を買ってくれるだろうということについても賛成ですし、また私は株を持っていないから株式市場の影響は私には関係ないのだということでは決してないのであって、いまの代田さんのお話にもございましたように、年金等々を通じて、株式市場は国民全体にあまねく影響するのだということ、国のほうからもっと説明すべきだということにも賛成いたしますし、また、いらぬことをやって不透明性が生じて、いわゆるエージェンシーコストというんですか、不透明性から来るリスクというものがあって、これをもっと払拭すべきだということも賛成です。

しかし、前半の資産インフレが避けられない、また政府もそれを考えているであろうといったようなことについては、私は少し疑問に思っています。株価が上がるといふことは、資産効果もあって、そのことによって経済を元気にしてもらおうのだというご主張だと思ますけれども、私は収益性の裏付けがないものは、長続きしないと思ます。株式市場の活性化について大事なことはこの収益性の裏付けを市場のほうから強制する。マーケットのほうから会社経営に対して規律を与えて、収益性を高めていくのがもっと重要なことではないかと思ます。

具体的に申しますと、株価形成を通じまして、株式発行企業を選別していく。非効率的な企業は淘汰されていって消えていく。そしてそこから資金が引き上げられて、もっと成長性のある企業へ資金が移転されていく。そういうかたちで日本経済全体の収益性が高まっていって、株式市場全体の株式価値が高まる。これが正しいやり方ではないだろうか。そしてそのための方策を追求することが株式市場活性化の一番オーソドックスなやり方であり、正しい道ではないかというふうに思ます。

投資家に働きかけまして税の面からインセンティブを与えとか、販売チャンネルの拡充によって株式や株

式投信の購入の際におけるアクセスを整備するというのも非常に大事なことでありまして、政府は最近それをやっておりますけれども、他面ではそれ以上にお客さんに買ってもらう当の商品そのものの価値を高めていくということのほうがもっとも大事ではないかと思えます。そして、このような考え方がなぜ強調されなければならないのかといいますと、それは現に日本の株式市場がそういう方向に向かっているというふうに、思うからです。そしてこれからが私の説明になります。

お手元にレジュメ [資料3] とそれから資料をお配りいたしました [資料4]。資料には名前を書きつけていませんけれども、図1、「個人金融資産の保有構成に見る日・米・独の比較」というのが一番上にカバリングされている資料が、私の資料です。これを使いまして説明させていただきたいと思えます。

ご覧の通り家計資産に占める証券の割合は非常に低いと、これはいまさらいうまでもない、皆さんもご存じのことと思えますが、それについて、なんでそうなっているんだろうかということアンケート調査したものがああります。それが2枚目でして、一番上から、証券知識がない、株式に関する知識がない、というのが一つ。二つ目には株価の下落により損失が発生するリスクがある。怖くて手が出せないというのが二つ目でして、3番目がまとまったお金がないと購入できない。それから4番目に少し落ちますが、株式投資を行うのに十分な資産や収入がない、というのがああります。しかしこの上の3点が大きな理由として挙げられます。

そうしますと、証券知識を高めるといことが重要になってきますし、それから3番目の最低投資単位を引き下げるといことが重要になってきますけれども、私はこの二つはあまりたいしたことはないと思えます。2番目の、株価にはやっぱり下落リスクがああって、長期的にこの10年間、株がずっと落ちてきて、人々はいまだに株は本当にこれから長期的に上がるのかどうか、自分のポートフォリオに株式投資を直接含めて大丈夫なのだろうかということについて疑念を持っていて、だから手が出せないということのほうが一番大きな理由であるというふうに私は思っています。

これに対して日本政府がこれまで採ってきたことは何かということ、日本版金融ビッグバンから現在の証券市場の改革促進プログラムまでを見ましても、主として市場の仲介者に関する改革だけが先行していて、ほかが遅れているという印象を持ちます。例えば、証券業を登録制にするとか、銀行に証券業務の参入を認めるとか、また、取引コストを低めるために証券手数料自由化といったようなことが、これまでとられてきましたし、今後もまた銀行と証券が共同店舗でやるとか、また証券仲介業の解禁といったような、仲介者に対する改革が先行しておりますけれども、ややそれが先行しすぎていて、本家本元のほうはお留守になっているんじゃないだろうかというふうに私は思っています。

先ほど申しましたように、株式市場が本来持っている市場規律をもっと高める方向に改革を進めるべきではないかというふうに思っています。それはどうしてかといいますと、日本の株式市場もようやくアメリカ的に市場規律が発揮できるマーケットに変わってきている兆候が見えるということ、そこが私の主張のよりどころになっているわけです。資料で申しますと、4枚目に、東証上場企業の増資と配当の対比がああります。高度成長期の昭和30年代は上場会社は配当で投資家にお金を返す以上に増資手取り金でもって資金を調達しておったわけです。この時期は株式市場は長期資金、リスクキャピタルの調達市場として十分に機能していたということがいえるのではないかと思えますが、それ以降どういことが起こっているかといいますと、投資家から、市場からお金を調達する以上に株主に、配当をお返ししている。そういう意味では全体として株式市場が本来持っている市場機能のうち、リスクキャピタルの調達機能という意味が落ちてきているわけです。これが逆転しますのは、80年代後半のバブルのときだけでした。異常な時期のときだけでして、このときにどういふうなお金の使われ方をしたかということ、皆さんご存じの通りに、あまり生産的な使われ方をしなかったわけです。

そのようなわけで、株式市場が持っている長期資金の調達機能というのは意義が落ちてきている。それに代わって株式市場が持っている市場規律機能、具体的に申しますと価格発見機能と、それに基づく資源配分機能としての意義が高くなっています。価格発見機能といえますのは、要するに株式が預貯金や保険とは違って売買されるものでして、そこからさまざまな市場参加者の評価が集約されてそれが株価として表示される。その株価をシグナルとして成長性の高い産業、経営効率の高い企業に資源が移転されて、逆に成長性の低い産業や経営効率の悪い企業からは資金が引き上げられていく。そういうかたちで産業構造が高度化していき、効率性を高めていくと、こういふうな機能、ひっくるめて市場規律機能、マーケットディシプリンといっておりますけれども、そういった方向に日本のマーケットもいっている。

それは、少し戻りますが、3枚目の資料を見ていただいたら分かるかと思えます。第3図ですが、東京証券取引所の新規上場と上場廃止企業の年々の数を書いたものです。棒グラフで表したものですけれども、東京証

券取引所の上場廃止企業は90年代の終わりぐらいまでは非常に少なかったわけです。もちろん新規上場も少なかったわけですが、このような意味では、つい最近までは東京証券取引所の上場企業の中で新陳代謝があまり働いていなかった。成長性が低くて、もう何十年も前に上場したけれども、100円を割っていても上場廃止にならないというものが残っており、かつまた、他方、上場のバーが高くて成長性のある企業がなかなか上場できなかったという状況が続いてきたわけですが、90年代の終わりぐらいから新規上場が増えまして、かつまた、上場廃止企業も増えた。ようやく日本の上場市場におきまして新陳代謝が非常に活発になってきた。

こういったことが何を意味しているのかといいますと、上場市場において、このように企業の選別が行われ始めているということが見て取れるわけです。これはアメリカではすでに常態になっておりまして、[資料4]の6ページを見ていただきますと分かりますが、アメリカのニューヨーク証券取引所におきましても、ナスダックにおきましても、一方では年々新しく成長性の高い企業が入ってくると同時に、効率性の悪い企業は敗退していくというかたちになっているわけです。このように、現にすでにこのような兆候が見られているわけですから、日本の株式市場もそのような方向にもっともっと進んでいって、企業価値の裏付けが得られるような、株式市場全体としての価値が高まるような方策を採ることが必要だというふうに私は思います。

そのためには何をすべきかという、株価、価格発見機能を強化することと、資源配分機能を強化することであるというのが結論でありまして、レジユメの2枚目にございますように、この価格発見機能を強化する上ではご覧のようなことが必要でしょうし、また、松本さんがおっしゃったようなセレクトティブ・ディスクロージャーのようなものはやめるべきだというふうに私は思います。

また資源配分機能を強化する上ではどういうことが重要かと申しますと、選別機能の強化と新興企業の育成が重要であって、例えば、上場廃止基準をもっと強化すべきであるというふうに私は思います。

この4月に東京証券取引所や大阪証券取引所は上場廃止基準に時価総額を設けましたけれども、それだけではなくて、株価維持基準もプラスしてはどうか。ニューヨーク証券取引所やナスダックは株価が1ドルを割って、30日それが続けば倒産しなくても上場廃止になります。日本でも、1ドルといえば100円ですから、100円割れをして1カ月続いたら、もうそういうものは上場管理ポストに入れてしまえというのが私の持論です。またタイムリーディスクロージャーの強化ももっとすべきであって、新興企業に往々にして見られるような業績の大幅な下方修正が平気で行われるようなことは、これは大きく不信をもたれる原因であって、そういうふうなこともやはり証券取引所の自主規制としてもっと力を入れるべき観点ではないだろうかというふうに思います。

他方で、新興企業の育成という点につきましては、私はいまのグリーンシートのような中途半端なものはやめてしまって、未公開株の原則勧誘禁止というのを証券業協会が解除して未公開株の勧誘も行えるようにすべきだというふうに思います。そしてまた、有価証券規定をもっと包括的にして、パートナーシップのような投資スキームを安心して作れるような制度を作ってみればどうかというふうに思っております。

最後はややテクニカルな話も入りましたが、以上で私の報告は終わらせていただきます。(拍手)

片岡： どうもありがとうございました。図表を三つほど示されまして、その中から、最近、ともかく増資よりも配当のほうが多い、そういう傾向が強い。ここから、そういう傾向をさらに強めて、成長する、あるいは大きくなっていく企業株式をきちんと株式市場は選別をして、さらには新興企業を助けるようなこともする。そういうことのほうが実は市場の活性化、株式市場の強化につながっていくものである。収益性の裏付けをきちんとすることが大事である、という観点から、新しいというか、他の人達とは違った、二上先生自身の株式市場活性化に向けてのプログラムを提示されていると思います。

最後に西倉先生のほうからコメントをお願いします。

西倉： それではコメントさせていただきたいと思います。私のほうは講義に慣れていまして立っているほうがしゃべりやすい。座るとしゃべりにくいので、このままでしゃべらせていただきたいと思います。今日は一応大学の教授ということで来ておりますけれども、私の専門は国際金融でして、証券ではございません。証券はいまお話しされた二上先生がご専門ですから、私は一般の、個人の投資家としてどうなんだという観点から述べさせていただきたいなと思います。ちなみに皆さん方の中で、株式投資をいま自分はしているという人、手を挙げてもらえますか。……私も投資をやっていました。5、6年にしかありませんが。

前もってお断りしておきますが、松本社長のおっしゃられることと、結構似通ったことをしゃべることになると思います。事前に相談したわけではございませんので、従って私もなかなかいいことをいっているというふうに思ったんですが。

株式市場の活性化に向けてということですが、では、株式市場が活性化しているというのは大体どういう状況を指しているのかということをもとらえなければいけないと思います。この面から見ると、株式市場というのは一応二つあるわけです。発行市場と流通市場とございます。二上先生は新規の上場企業について、上場してから株が下がるというようなことをお話をしました。新規上場数、あるいは外国証券の参入とか、あるいは新興企業を発展させるとか。そういった発行市場の問題もあると思います。

しかしもう一方、やはり株式市場の株価という決定機能はどこが持っているんだということ、やはり流通市場が持っているんですね。従って、私は流通市場自体が活発になることが活性化ということを表していると思います。例えば流通市場を見るときに、一つは売買高で見ます。それから売買数量を見ます。あるいは株価で見ますね。そうすると、この前までは一応株が1万円を超えてきましたから、1日の売買金額が1兆円を超えるということが非常に多くなりますね。昨日は確か7800億円ぐらいで、ちょっと商いが少なかった、金曜は少なかったんですね。売買数量も大体最近では10億株を超えるということが多いですね。昨日はやはり低調でしたから、大体8億株ぐらいしか商いされなかったと思います。いまの株価を日経平均で見ますと、昨日の終値が1万373円です。一時の7500円台のことを比べると非常に上がっているわけです。当時から比べますと例えば、最近では、日経平均株価が1万1161円でしたが、そのぐらいまで付けたことがあるんですね。そこからまたガタガタと落ちて、いま1万300円から400円のところをうろろしています。

こういうふうに1兆円を超えたとか、あるいは10億株を超えているとか、あるいは1万300円を超えた。年末には1万2000円にいくんじゃないか、ということもいわれています。問題は、そういうことで本当に株式市場が活性化しているといえるのかということなんです。

ではそういったいまの株式市場の中で、一体誰が取引をしているのか、主な人は誰なんだということになります。私は要するに新聞とかテレビとかでしか情報を得ていませんが、それらのどれを見ても参加者の大半が外国人なんですね。外国人が買った、買ったということで株価がバアと上がっていくという話です。売ったら下がる。そういう意味では外国人が多い。

それからもう一つの主要な取引主体は証券会社の自己売買部門ですね。証券会社が自分でリスクを負って、自己売買する。

もう一つは、デイトレーダーといわれる人ですね。ネット証券がこれに対して非常に寄与しているといわれています。松井証券の社長さんが、「私のところではネットで売買するときも売買回転率がめちゃくちゃ早いです」といっています。ということは、それだけ1日に何回でもやるということです。何十回、下手したら何百回ぐらいもやっている人がいる。最近はどうも年金基金というのは機関投資家としてはちょっと及び腰だといわれていますので、そうするとこの取引主体は三つで大体大半を占めているのかなということなんです。そうすると外国人にしても、証券会社の自己売買にしても、デイトレーダーにしても、結局はどうもいまの相場というのは投機スタイルになっているのではないかと思います。投機を主にやっている。

投機と博打とは違うんです。違うということをおとで申し上げたいと思うんですが、そういうふうに限定されているなかで三つの主体が、頑張っ取引して、株式市場で2兆円や3兆円、あるいは売買数量が1日当たり20億、30億になった、あるいは日経平均で株価が1万2000円になったからといって、では活気があると本当にいえるのかということ、私はいえないだろうと思うんです。

従って、図を描かせていただきますが[資料5] いまですと、こんな感じなんです。主体が三つだということ、これが例えばデイトレーダーだとしたら、これが外国人、これが証券会社の自己売買ですよ。大体このぐらいにしかなくない。ということは、活性化するというのはどういうことかということ、この周りにこういうふうに入ってくるということ、これが活性化なんですね。もう一つは、私はここが機関投資家だと思っているんです。外国人、デイトレーダーや証券会社の人たちは投機をやっているから駄目だというわけじゃないんです。私は投機はどんどんやったらいいと思うんです。その代わり自己責任でやらないといけないだけの話です。失敗したら首をくくればいいんですよ。それだけの話です。

従って、先ほど松本さんからだいぶお聞きしましたが、株式の売買の流動性を確保するためには、やはりこれが重要なんです。必要だけど、ここだけでは駄目なんです。このすそ野のところをどれだけ確保できるか。個人投資家といわれる人が、1日に3回も4回も、あるいは10回もやる必要はないんです。たまに出ていく、

これでいいんです。でもすそ野が広がるということは、たまに出ていく、つまり回数が少なくても、人数が多ければ数量は増えるし、金額も増えるんです。たまに売るという人、1カ月に1回売るという人がいてもいいのです。そういう人がものすごく増えればこれはすそ野が広がったということで、売買数量は大きくなります。だから個人は小さい存在かもしれないけれども、いま1単位が1000株だとすると、1万人が売買したら1000万株売買するんです。10万人が売買したら1億株です。昨今の株式売買額が1兆円だといわれている中で、10万人の個人が例えば1日売買するだけでも、1億株を売買することになり、そのすそ野が広がったら、株価形成に対してとても大きな影響を及ぼすことができるだろうなと私は思います。

従って、株式市場を活性化するという事は、やっぱり突き詰めていったら、個人の投資家をどれだけ育てるかということにかかっていると思います。

個人の投資家の拡大が必要だということなんですが、先ほど二上先生や松本社長が述べられましたけれども、ヨーロッパ等々に比べましても、個人の金融資産の中に占める、例えば現預金の割合というのは、日本だけなんです、50%を超えているというのは、ドイツが30%、フランスが20%ぐらいだと思います。アメリカはもっと少なくても10%を切っているはずなんです。そこから見ていつもいわれるのは、日本の家計部門というのは要するに保守的で安全な資産の選好が異常に高いということです。一見そういうふうに見えるけれども、これは松本社長がおっしゃったことと同じことを私は繰り返し申し上げたい。宝くじ、それからtoto、競馬、競輪、競艇。確かに最近競馬は売り上げが落ち込んでいるらしいですけども、それでも膨大な金額ですね。例えばG1になったら京都競馬場に8万、10万人行くんです。売り上げも何千億いきます。ほかに、一番いわれているのは、パチンコですよね。パチンコは都会だけじゃないです。全国津々浦々、どこにでもあって、10時から人が並んでいるんです。そうしてみると、私は日本の国民というのは、決して保守的でもなければ、安全志向でもなく、日本人ほど博打好きな国民はいないのではないかなと思うんです。だからそういうふうになると、それだけの素地というのは十分あります。みんなが博打をやりますね、競馬へ行ったりして。私も競馬をやりますけれども、競馬場へ行ったら若い夫婦が小さな子どもを連れてたくさん来ています。お馬さんを見に来ているだけかもしれませんが、それは別にして。すそ野は博打をやりたいという人で広がっている。だから東京都はカジノを作りたいというんでしょう。同じことなんです。

そういうふうになると、私は、そういった博打好きをなんとか株式のほうに向けられないのかなと思います。違いはあります。実は株式というのは博打じゃないんです。投機なんです。さきに挙げたtotoにしても、宝くじとか、競馬、パチンコ、みんな博打なんです。投機と博打とを経済的な意味から考えたら、やはり株式のほうがレベルが高いだろうと思うんです。だけど、見ていただいたら分かると思いますが、競馬、競輪、いわゆる博打といわれるものは、全体で見たときには絶対にもうからない。それはそうでしょう。収益金の一部をみんなピンはねされているんです。ピンはねの残りを配分していくわけです。そうしたら、馬券を買った人は絶対にもうかりません。パチンコ、同じでしょう。もうからない。もしも私たちがパチンコをやって、マクロで、つまり全体としてもうかっているのなら、パチンコ屋はいまごろ潰れています。全然潰れないじゃないですか。パチンコ屋がもうかるということは、裏返したら私たちがマクロで、全体で見たら損をしているんですよ。

ところが株式の取引、あるいは投機というのは必ずしも博打ではないですから、株価全体が上がってきたら、全員がもうかるんです。もちろん下がったら全員損をします。だから、いろんな株式に対する知識がないとか、株式というのは市場メカニズムがどうのこうのとか、いろいろいいますが、私ははっきりいって、そんなの知らないと思っています。

株も博打なんだということを訴えたらいいんです、実際問題として。株式は、一生懸命理屈つけていうから、難しい話だと思うのです。馬券を買う人にどれだけの知識があって馬券を買いますか。今日は誕生日だからといって買うんですから。そういう感覚で株式をやればいい。私はそう思います。では全体としてみたときに、株式も博打の一種だと考えるとして、なぜ株式に投資しないで、皆馬券を平気で買うんだという問題があります。なぜ宝くじを買うのにあれだけ人が並ぶんですか。「私は夢を買うんです」。冗談でしょう。お金が欲しいだけじゃないですか。明らかに博打を夢といい換えているだけです。一攫千金を狙っているわけですね。なぜ、皆株式を買わないのにtotoは平気で買うのか。宝くじには並ぶのか。金額もあるでしょうけれども。

私は、株式には一つややこしいことがあると思います。それは税金だと思います。もしも競馬をやって、収益金を当てたら本当は所得税を払わないといけないんですよ、申告して。でも払っている人がいますか。いませぬよね。パチンコでもうけましたといって申告する人がいますか。いませぬよね。もし税務署が本当に取り



たいんだったら、パチンコ屋近くの景品交換所のそばに立っていればいいんです。みんなは景品を一生懸命金に換えるじゃないですか。それは税金がかからないからです。そう思います。

従って株式でいったら、キャピタルゲインへの課税を撤廃したらいいんです。実際問題として、株をやるときに知識が必要です。これは絶対必要だと思います、いまのままなら。だって、株式による所得を申告するやり方、分かりませんよ。私もいろいろやっているけれども、どうやって計算したらいいのかさっぱり分かりません。だからほったらかしています。私はもうけてないから申告する必要がないんですけども、実際問題としては。

特定口座というのがありますね。特定口座を一生懸命いま証券会社がはやし立てているんです。申告しなくて済みますよ、と。あれは何かというと、要は源泉徴収制度と同じなんです。要は株式の投資家が何も考えなくて、素直に税金を平気で納める制度です。納税者には納税意識というものが全く生じない代わりに、取るほうにとってみたら、こんなにいいことはないのです。

納税のシステムを作るには全部企業が、要はシステム投資をするわけですから、国は何も必要ないわけです。そういうふうに考えると、キャピタルゲインにいちいち税金をかけているということ自体がおかしいということです。だから撤廃するということが私は非常に重要だと思うわけです。そういう意味で規制をかけるのは当然やめるべきなんです。

先ほど松本社長が、投資家保護はやめるべきだとおっしゃいましたが、私もそう思います。やめたらいいんです。その代わり、その場合の投資家というのは誰のことですかとお聞きしたいんです。私は投資家保護をやめるべきだというなら、個人だけでなく、企業に対してもやめてくれとしたいのです。今度の足利銀行で、株をゼロにするんでしょう。それを持っていた企業に対しては、国は補填しますというんでしょう。ところが証券会社、例えば野村証券でもいいですけども、証券会社が個人に対して補填したらこれは罪に問われるんです。それにもかかわらず、国がやったらいいなんていう理屈は成り立たない。だから、私は投資家保護は撤廃すべきだと思いますが、しかし、個人に対してだけではなくて、全部企業に対してもやってくれ、というのが私の考えです。

それから最後に、松本社長が個人投資家を育てるとおっしゃっていることで、私は非常に感服しました。やはり大事なことだと思って、是非、マネックスに入ろうと思い、インターネットで入ったんですけども、手数料が高いから、それで実は止めたんです。ネット証券というのは、松本社長もそうだと思うのですが、手数料の引き下げ等々を通じて、個人投資家の層を拡大したという点では、私は多大な貢献があったと思います。実際問題として、私はみんなに株をやろうよと、この5、6年いつもいつているのですが、やるときには証券会社の店頭へ行くなといっています。絶対ネットでやれといっています。ネットでやったら誰にも相談できないから自分で決めるしかない。そういう意味ではネット証券というのは、投資家の拡大に役に立ったなと思うのですが、しかしいまの状況を見てみると、結局はデイトレーダーがものすごく増えた。一定の評価はするけれど、ネット証券会社というのは、松井証券なんかも黒字なんですね。

ところが株式売買手数料以外のところで、ネット証券の黒字というのは外国為替証拠金取引だったんですね。あんなものは投機商法です。博打そのものです。そういうことをやって稼いで、それで黒字だということで、ネット証券というのは、個人投資家を相手にするというけれど、本当はその投資家って一体誰なんだ。デイトレーダーのことなのか。昨日日経新聞を見ていたら、デイトレーダーの囲い込みという話でしょう。だからせっかくマネックスの社長が来ておられるので、マネックスというのは一体ターゲットは誰なんだというのをぜひお聞きしたいと思っています。

ネット証券というのは結局、安かろう悪かろうですね。私なんかひどいときには訂正を出したら50分間動かないんです。訂正できない。取り消しもできない。同じことは、かつて松井証券にもありました。ログインしようとするけれども、ログインできないんです。なんでかということ、ワァーと一時に、みんなが集中するでしょう。ピーク時の容量がないんですよ。でも、一番大事なときにできない。つまり雨が降ったときに傘がさせないというのが、ネット証券かなという気がします。システム障害というのがめちゃくちゃ多いんです。ネット証券は。特に小さいところといったらおかしいですけども。どうしたらいいのかといいますが、最後に結論なんですけれども、いまこういうふうに東証があるでしょう[資料5]、東証があったら証券会社がいますよね。売買システムでいったら、ここがつながっています、オンラインで。例えば投資家が証券会社を経由して注文したら、証券会社が注文をプールするわけではないですね。そのまま注文が東証に流れているはずなんです。多分そうだと思います。ネット証券の回線自体が大きいかということと大きくないんです。つまりこう

いう小さいパイブしかないのに、投資家はこのぐらいいるんです。だからピーク時の容量がないために結局は積み残しが出てくるんですね。それでシステム障害を起こしてしまう。そのように考えたら、証券会社はいいじゃないか。東証に直でつないだらいいんじゃないのかという話になります。直でつないで東証がやればいいじゃないかという。もちろん証券会社につないでやる人はやったらいいんです。

でも、東証に直でつなぐという方法もやっぱりあっていいのじゃないか。そうすると株式会社になったんだから東証に手数料を払えばいいわけだし。ということで、個人投資家を育てるためには二つあって、キャピタルゲイン課税を撤廃することと、もう一つはシステムをもう少し使いやすくすることというのが、私の経験からいわせてもらえれば、結論になると思います。このことについて、松本社長にぜひお伺いしたいと思います。(拍手)

片岡： どうもありがとうございました。松本社長がかなり熱くっておられますので、私のコメントなしに、直接松本社長にいまのことについてお答えいただきます。

松本： 西倉先生にはぜひ当社を使っていたきたいんですが、まず、最後におっしゃられたことを一応お話ししておきます。当社の手数料は、確かに最近の主力のものより300円ぐらい高いんですが、大体、松井証券さんが1200円、当社1500円ぐらいです。一方で今年の7月3日に東証の取引高が20億株になったことがありまして、その前後に西倉先生がおっしゃるように、マネックス証券を除いて、すべての証券会社のオンラインシステムで障害が起きました。当社は一度も、今回の6月、7月以降の中でシステム障害は1回も起こしていません。東証自体がシステムへの投資が足りなくて、7月3日には反応が遅れたんですけども、その日も当社は問題がなかった。東証のほうが遅い。うちは完全にキャパシティをすべて確保していて、だから300円高いんです。ほかの会社は確かにおっしゃるように、本当に一番買いたいときに買えなかった。うちは全員買えました。それについて300円払うか、払わないかは西倉先生ご自身で決めることでしょうか。マネックス証券もいろいろありまして、一概におっしゃられるようなことではないと思いますけれども、ほかのことでちょっと話してもよろしいですか。

片岡： 最後にはそこに落ち着くんだろうと思いますが、個別のところは、少しお待ちいただけますでしょうか。松本さんの基調講演と、3人のコメントをまとめますと、とにかく株式の活性化ということについて、株式は日本でも非常に重要になっているという認識は共通なわけですね。われわれはそれをあまり認識していないかもしれないけれども、われわれは間接的にさまざまな機関を通じて株式を持っていて、株主でもあるわけで、ですからそのことを政府はわれわれに、あるいは一般に知らせるべきであって、そうすることがともかく活性化の重要な要因であることは四人とも共通に認められました。

さらに、もう少し進んで、株式の活性化というのはどういうことかということに関連して、それは流通市場なんだと。その中でも西倉先生が一番明確で、流通市場の層が広がること、中心になっている三者、つまり外国人の投資家、それからネットを使うデイトレーダー、及び証券会社の自己売買の周りに、個人投資家がたくさん増えることが株式が活性化することである。だから流通市場で株式が活性化すること、株式の活性化が流通市場で起きることだというふうに話を運ばれました。

この点は松本社長も同じだったと思います。それにつきましては、代田さんは触れられませんでしたけれども、あとでちょっとお伺いしてみたいと思います。それに対して、くっきりと違う方向を示されたのは二上先生でして、二上さんは流通市場でバブル的なことが起きるよりも、実はしっかりした収益率の裏付けが必要であるとおっしゃいました。株式市場もそういう方向に向けていくことが結局は活性化になるわけで、その場合の株式市場というのは、売った、買ったというよりも、あるいは資金調達ということよりもむしろ、成長企業をしっかりと選別すること、悪い企業は市場から追い出すこと、成長企業にどんどん資金が回るようにすること、その成長企業の中には新興企業も含めてもいいというような方向を出されたわけですね。ここで一つ、そもそも、基本的にはこの二つは対立するのでしょうか。そこが分からないわけですが、そのことについてまず意見を聞いてみたいというふうに思います。このように一つの論点をまとめさせていただきます。

松本： 私は二上先生のおっしゃられたことはまさにその通りだと思っています。100%アグリーです。仲介の問題とかそういう問題ではなくて、市場規律が最も重要である。一番重要なのは商品としての上場企業の間

題であり、要するに車が売れないときにディーラーをなんとかしようという話にならなくて、車が売れないときには良い車を作ろうよという話になるわけであって、株が売れないのは仲介業者の問題ではなくて、上場企業の問題である。商品である株式の問題であると思います。その株式に魅力を付けるには、市場規律を強くしていくのが正しい。私はまさにおっしゃる通りだと思うのですが、一つ付け加えておきたいと思いますのは、市場規律も重要なんですが、同時に、「株って何だろう」ということについての認識をしっかりと持つべきではなかろうかということです。どういうことかといいますと、先ほどの二上先生の資料の4ページ[資料4]に増資と配当の表がございますが、例えば過去20年間ぐらいで配当の額を積算すると、ちゃんと計算していないんですがざっくり見ると、約40兆円ぐらいだと思います。20年前のトピックスといまのトピックスとあまり変わりありません。ただその間にいくつか企業の出入りがあるので、必ずしも上場企業の総額和が20年前と同じとはいえないんですが、恐らく20年前と今日とで上場企業の時価総額の和というのは、せいぜい100兆円ぐらいしか増えていないと思われます。トピックスはほとんど変わっていない。ただその間に増えた企業の数があるので、多分100兆円ぐらい増えていると。

ですから20年前の上場企業総額和が200兆円で、いまは300兆円だとかそういう数字だと思います。そのほかに配当が40兆円出ています。ということはこの20年間で140兆円、株式の価値が増えたといえると思うんですが、この20年間でわが国のGDPは大体平均して毎年400兆円。400兆円を20年間やってきたんですが、株式の価値は140兆円しか増えなかった。これはどういうことかということ、企業が生んだ価値というのは、株主にいくか、従業員にいくか、もしくは税金とかいろいろなかたちを通して社会資本などにいく。20年前と今日とで比べて、株式の価値はあまり変わっていないけれども、明らかに生活は豊かになりました。明らかに社会資本もすごく良くなりました。道路やその他いろいろなものができました。要は企業活動を通して生まれたお金のかなりの部分が従業員であるとか、あるいは社会にいったんたと思うんですね。株主にいかないで。企業価値はすなわち時価総額ではないと。企業価値のうち、株主に配分されるものが時価総額を作るのであって、ほかに従業員の給料にいたり、税金とかで国にいたりする。だからその部分の考え方も含めて変わってこない、どんなに市場規律を強化しても、あるいはどんなに企業がこれから頑張っても、時価総額はぱっとしない。株価は上がるとはかぎらない。日本の企業ってすごいと思いますし、世界の中で見ても素晴らしい企業が大変多くあると思うんですが。

それに関連して、私は冒頭で、国というなかで見たときに、われわれはみんな株主なんだという認識だとか、資産インフレが起きないとこの問題は直らないと申し上げました。極論をいいますと、二通りの選択肢があって、このまま極端な借金を後世にどんどん自転車転がしていくが、ただし社会主義国家的に国がいろいろなものを面倒見ていきますというやり方と、資産インフレ等を起こして後世に借金は残さないけれども、国が面倒をいろいろ見て何から何まで造るのではないという、二通りの行き方がある、そういう部分についてのコンセンサスがなければ、本当の意味での株式市場の活性化というのは起きないのではないかと思います。私はこの二つの問題というのは背反するものではなくて、目的と手段のようなことであって、両方重要なのではないかなと、そのように思います。

片岡： どうもありがとうございました。二上さん、意見があまり違わなくなってしまったのですが、何かコメントはございませんでしょうか。

二上： いま松本社長がおっしゃられた後半部分がちょっと理解できていないのですが、要するに企業が生んだ付加価値のほとんどは従業員等々に使われて、労働分配率が高くなっているのは確かにその通りですけれども、それと資産インフレとどう結びつくのかが私にはどうも……。

松本： 資産インフレ、確かにそうなんですが、企業の価値の行き場所というのが、株主に行くか、従業員に行くか、社会に行くかであると。わが国はあくまでも資本主義国家なのだから、そういうときのお金の配分とかもいったん資本というものを使って動かしていくべきであって、云々と。こういうときの知識がわが国には足りないんじゃないかと思うんですね。資産インフレというのはちょっと一人歩きしていると思うんですけれども、わが国のバランスシートはこういうふうに壊れてしまっているということとか、そういうこともすべてつまびらかにして、そういう状況であるということもちゃんと国民に説明された上で、結果として、選択肢があるわけですね。いままで通りで行くか、違うかたちで、本当の資本主義的な方向にいくのかというのを選択

しなければならぬのだけれども、選択をするための説明であるとかコンセンサスづくりをしなければ、市場規律をしっかりしてもなかなか変わらないんじゃないかと思います。そのしっかりとした状況説明うんぬんの中に、資産インフレということが恐らくはいつてくるのではないかなというふうに私は考えているわけです。

二上： その点では別に異論はありません。賛成です。

片岡： いまのは市場の話ですけれども、ちょっと話は変わりますが、間接金融、直接金融というような関連では、例えば日本の場合株式のかなりの部分は銀行が持っていました。半分ぐらい銀行が持っていたでしょう。一方これまではメインバンク制というかたちで、企業が仮に業績が悪くなっても、銀行は簡単につぶさずずっと企業を支えてきました。そしてまたその企業は、日本的雇用というかたちで、これはいろいろいわれていますけれども、すぐ簡単に従業員を解雇しないというかたちで、みんなが寄り集まるような、個人のところに責任がいかないようなかたちです。ずっと日本は運営されてきたと思います。それが現在、間接金融から直接金融優位へいくことと、従来のセーフティネットが壊れることとは多分関係があって、いま申されたような、資本市場の活性化のためにはどうするか、全体のデザインをどうするかということに多分結びついているのだらうと思いますが、これをやりますとまた全然別の講演会になりますので、これぐらいにしておきます。そういう問題であるということを理解しておいて、問題を切り替えたいと思います。

先ほど日本の株式市場の活性化ということはどういうことが重要かということについてお二人にご意見を伺ったのですが、株式市場の大きな買い手というか、株式で大きな資金を運用している年金基金という観点から、株式市場の活性化ということについてもう少し、最初の方では時間も多少制約しましたので説明不足だったと思いますから、株式市場の活性化はそういう流通市場を中心にして考えるべきなのか、それともそうではなくて、あるいは対立あるいは対応するかたちで企業のさまざまなガバナンスまで含めて考えるべきなのかということについて、年金の運用という観点からどのようなことがいえるか、代田さんにちょっと伺いたいと思います。

代田： 株というのは所詮誰かが買わないと、株価は上がりません。活性化といったときに、先ほど来皆さんが取り上げられていましたけれども、重要なことは、誰が、株のリスクを取るのかということだと思います。確かに、株というのは値上がりもしますし、値下がりもします。年金は長期のお金なので、株のリスクを取るには最も適した資金であるとは思っています。先ほどもちょっとお話が出ていましたけれども、いまのマクロベースでの投資家の動きから市場をみますと、銀行や企業の持ち合い解消売りをはじめとするいろんな需給要因によって株がここまで下がったといえます。そこで誰が次の買い手として市場に登場すべきなのか、今日のテーマに対する回答というのはまさにそこにあると考えます。個人投資家をもっと市場に登場して欲しいというのが共通の願いだと思います。それには、株に投資するということについて、何かうさんくさいことをやっているという意識からの脱却をしないとイケないのではないのでしょうか。

株式投資は投機ではなくて、私は投資だと思っております。そういう意味では賭博ではなく、これほど分かりやすい商品というのは他にないのではないのでしょうか。確かに値段は下がったり、上がったりしますけれども、非常に面白みのある商品であるということ国民の一人ひとりが理解をするということが重要です。個人が株式を持つのと、私どものような機関投資家との違いは、個人には決算がないので、毎年毎年のパフォーマンスを競う必要が無いわけで、長期的な視点に立っての投資が可能な投資家の一つであろうと思います。活性化について、私が最後に「放っておいてくれ」と申ししたのは、そこに対して政府が何らかの口を挟んだり、国が政策で株をもっと買いましょうなどということをするよりは、国民一人ひとりにもっと株というものを分かりやすく説明をし、認識を深めていただくということが最も重要なことだと思っております。

片岡： ありがとうございます。実は二つ目の論点に移っているようです。株式市場の活性化はいわば個人投資家をたくさん増やすことであるということ。先ほどこのフロアの皆さんにお尋ねしますと、相当な方が株式に投資されているみたいで、そういう個人投資家を増やすためにはどうしたらいいか。一つは株がずっと上がるようにすることなんだという意見がございます。株がずっと右肩上がりなら個人投資家がどんどん増えていく。そんなことがあるのかどうか分かりませんが。

もう一つは、日本の金融市場の構造を変えてしまって、間接金融から直接金融優位にする。すなわち、郵便

貯金の上限を限定するとか、郵便貯金の限度額をもっと下げるとか、あるいは政府の預金に対する保証を下げていく。あるいはペイオフを実施するとか、そういうかたちで間接金融の優位性をなくしていくことだというのが議論になっています。私はなんとなくですが、これでつながるのかなというふうには思うのですが、先ほどからずっと日本人はリスク選好的なので、制度をうまくすればそのリスク選好は株式のほうにも簡単にいくよという話なんですね。まだ二上さんと代田さんにはそのことをお伺いしていないので、差し当たりそのへんを聞いてみたいと思うのですが、いかがですか。

代田： 預貯金と株とではイコールフィッティングになっていないのが現実です。イコールフィッティングをして、ペイオフもちゃんとしっかりやるべきです。郵便貯金も 1000 万円というのは高すぎると思います。その点では松本さんに賛成です。

片岡： そういうふうになれば、みんな株式を買うようになりますか。

代田： それはハンディキャップを取りのぞいただけであり、株にお金が流れるかどうかはそれから先の話です。預金をおろしても、タンス預金になっているかもしれませんね。そうならないようにするには、もっと商品についての理解を高めてもらわなければいけないと思います。

片岡： 西倉先生、1分でお願いいたします。

西倉： だから株式を預金とか社債とかと比べるから駄目なんです。株式を馬券と比べたらいいんですよ、というのが私の発想なんですね。

片岡： そうすると西倉先生の意見では、要するに郵貯の上限を引き下げる必要もなく、われわれの感覚を変えればそれで済むという話なんですか。

松本： 私はそれに必ずしも反対ではなくて、真剣に石原都知事に提案しようかと思ったことがありました。よかったら大阪府知事に提案していただきたいのですが、例えば、パチンコ屋さんみたいなところで、昼間ふらっとはいれて、簡単に株の売買ができて、もうかればそのままお金をもらって帰れるというのは、いかがでしょうか。もちろん入園証明書とかは見せなきゃいけないですよ。年齢とかあるから。だけれども、税金はその場で払うんです。その場で完結していて、その場で税金なり手数料は全部支払い、帰っちゃう。そうするとすごく簡単ですよ。そうするとパチンコをやっている人とか馬券をやっている人とか、馬券は週末だけですから、そういう人たちが簡単にそういうところへ行ける。玉を見ているよりも日本のいろんな企業のことを見て、日中お金もうけをしようとするのでどれだけ日本の知的水準が上がるか。かつ、企業に対して譴責が飛ぶわけです。「そんなばかなことをやってたらいきなり下がって損をした。いい加減にしろ」となると思うんですよ。投資単位はすごく小さくして、1000 円でもできるようにする。だから本物じゃなくて、株の信託みたいな感じでやったらいいんじゃないかと思います。ぜひ大阪府知事にも提案すべきじゃないか。できないことはないですよ。

片岡： 考えられたことはあるんですね。香港かどこかではやっていますよね。

松本： 香港のあれは多分ネット証券の一類型であって、たまたまそういう場所が提供されているだけです。誰でもふらっと入れて、売買できて、ふらっと帰れるわけではないと思います。自分の口座があるのだと思います。口座という概念をなくしてしまえば面白い。先ほどの西倉先生のおっしゃっていることは若干自己矛盾があるような気もして、そういうのが本当の意味での流通市場のすそ野を広げることにもなるというのはあるとしても、ただ、それが流動性を増やすし、結果としてなじみが深くなって、大勢の人が株に触れるというのは、私はそれで十分ありじゃないかなと思いますけれども。

片岡： 日本人の投資行動というものがどういうものであるかというのはなかなかはっきりしないんですけれ

ども、例えば、現在預金が非常に多いということ。それからその一方で投機的であるという性格がやっぱりあるのではないか。この二つを合わせると日本ではもっと中間の形態でやる、株式投資信託とか、そういうところへいくのがひょっとしたら活性化の一つであるのではないかなと考えられます。株式投資信託ということになるとまた別の意味で機関投資家になるわけですが、そういうものも日本では現在なかなか盛り上がってこない。そういう方向はどういうふうに思われますか。

**西倉：** 自分で意志決定をして自分で直接リスクを負うというのが一番大事なんです。投資信託に行ってお願います、では絶対駄目なんです。自分でやれば必ず、先ほども申し上げましたけれども、株をやれば政治が見えてくるんです。だから私は株をやりますよっていうんです。間接的にお願いするというのでは絶対駄目なんです。

**片岡：** 代田さん、日本の投資信託についてはどういうふうなお考えでしょうか。

**代田：** 結局株式投資というものにどういう意義を持たせるかというお話なので、ご自身で銘柄選定をされたということを目的にされるなら、それは個人で直接買われたほうがよろしいでしょう。しかし投資家層の拡大ということを真剣に考えたときに、個人で銘柄選定をするということは非常に大変だと思います。その部分を専門家に任せるというスタイルもあっていいわけで、そこは多様性を認めるか認めないかというだけの話だと思うんですね。

先ほど西倉先生は、デイトレーダーと証券会社と外人というふうに分けられましたけれども、新聞なんかで「外人が買いました、外人が売りました」などと報道されているのは、実はあれは外国証券会社による売買であって、外国人が買っているわけでもなんでもありません。そういうことをきちんと伝える必要がある。われわれが運用しているお金についても、かなりの部分を外国の証券会社に発注しているわけですから、外国証券会社がどういう投資家のお金で売買をしているのか、本当のところは分かりません。それは投資信託であっても個人であってもいいわけですから、そういう流通市場の厚みということが非常に重要で、かつそれをちゃんと報道してあげることが非常に重要なことなのではないかというふうに思っております。

**片岡：** ほかの方、何かコメントはないでしょうか。

先ほどの二上さんの資料を見ますと、アメリカの場合、株式と同じくらい投資信託がございまして、日本の場合、投資信託は株式より低いわけですから、もしアメリカの方向にいくとしたら、投資信託のパーセンテージがアメリカに近づいているのか、近づぐためにはどうしたらいいのか、ということは一つのポイントかと思うんですが、そのへんも含めてもしもご意見があれば……。

**松本：** 先ほどの話に少し戻るようで恐縮なんですけど、いま話を聞きながら頭で整理をしていました。やはり思うことは、給料を下げるな、下げないでほしい、年金をちゃんと欲しい、株価も上がってほしいという願望、これは無理ですよ。絶対に無理です。企業経営では給料を下げれば簡単に株価は上がるわけですよ。経費が下がって利益が増えて株価が上がる。要はいま、国に対して「なんでこんなに借金があるんだ。なくせ」という要求と「年金を減らすな、株価を上げろ」という要求と、これは相反することを要求しているわけです。この問題をクリアにしないで株式市場を活性化させようとか、個人投資家を増やそうとかというのは、砂上の楼閣です。無理だと思うんですね。私は本当の意味で活性化するためにはその部分が一番重要な論点ではないのかなということ、やはり思いますね。

**代田：** 全く異論はありません。その通りです。やっとな松本さんがおっしゃりたいことがいま分かりました。ありがとうございました。

**片岡：** 経済成長をして、われわれの所有する株の価値がどんどん増えていくと、いろんなことが良くなるということは間違いありません。国もそしてまた企業も銀行も、不良資産が減るということはそうなんですけど。

それはともかくとしまして、大体これで本日の4名の方の報告とコメントは終わりました。論点はまだまだ大きなところであるかと思いますが、フロアのほうから「これはどうなってる」という意見がございましたら、お受けしたいと思います。

お名前だけをおっしゃっていただいて、どなたからでも結構ですから、質問なり、あるいはコメントをお寄せください。ただし差し当たり一人1点ということにさせていただきます。もし時間があれば繰り返し2巡目、3巡目ということもありうると思いますが、差し当たり一人1点でご発言をお願いします。

**浜野：** 松本社長にお聞きします。いろんな講演に行きますと、株式は長期で持てとこういうお話がございますね。本当に長期で持っていていいのかということを私は疑問に思っているわけです。平成3年に買ったものが、いまは3分の1になっておりまして、長期に持ったために損をしたわけです。もっと早く売って、もうけられるときもあったわけですが、長期に持つのがいいのかということと、その株を損切りする、損をしているのを早く売って、また別のを買うという手もあります。長期で持つことと損切りとそのへんのところを社長にお聞きしたいと思います。

**松本：** 長期で持つといいというのは二つ理由があって、価格変動が大きいので長期で持たないと難しいというのが一つと、あとは、過去の歴史をひもとくと、長期で持っているほうがいいのかということが多かった。ところが日本の過去15年間ではそうではないんです。

これは難しい問題で、私は投資というものをトレーディングというものとは違うと思っています。トレーディングということを見ると、短期で損切りとかをしっかりとしたほうがいいのかと思うんです。個人投資家、個人トレーダーの方も多いと思うんですが、その方々のあいだで多くみられる現象というのは、9勝1敗なんだけど損をしているということです。プロは逆に1勝9敗なんだけどもうかっているという人が多いわけです。これはどういうことかということ、損切りができていないんですね。プロの、例えばアメリカのヘッジファンドとかですと損切りは例えば3%で切る。利食いは15%まで待つ。損切りと利食いで、利食いのほうがはるかに大きく持っているんですね。恐らく個人の方というのは逆なんです。もうかるとすぐ利食ってしまう。損切りをずっと引っ張ってしまう。引っ張りきったあとで損を切る。これを本当はしっかり直さなければいけない。去年のノーベル経済学賞をとったダニエル・カーネマンという人の行動ファイナンス、プロスペクト理論というのがあるんですが、これはそのような話を論じているんですが、もし、一般にもうけたいと思うならばそういう理論というか、方法をしっかりと考えられたほうがいいのかと思います。

そうではなくて、本当に10年間とか、子どものためとか孫のためにやるということであれば、そのままふたを閉めて放っておくのがよいのかなと思います。

それからもう一つだけ重要なことがあります。私は、株はこれは買いたと思うものを買うよりも、要するに買い時が分かるものを買うよりも売り時が分かるものを買ったほうがいいのかと思うんです。大体証券会社とかに、これは買いですよ、面白い技術ですよとか新発明です、と薦められて買わされても、どこまで上がるか分からないんです。どこで売っていいか分からないんです。そのうち売られちゃったりするんです。それよりも、この銘柄はこういうことがあったら売らなきゃいけない、ということが自分で分かるものを買っておけば、そういうことが発生するまでずっと持っていられるんです。それが多分長期投資できる秘訣でもあると思うんです。だから売り時がちゃんと分かるものを買うようにしたほうが、本当はいいのではないかと考えております。

**片岡：** それではお隣の方でしたか。できる限り手短にお願いします。

**フロア：** 先ほど総まとめのところ、株式と年金と給料を整理するのがいいとおっしゃっていましたが、私はまず株式や給料は責任が取れると思うんです。配当がなくなったり、株価が下がったり、給料も下がりますけれども、年金はどうやって最後に責任を取るんでしょうか。そういったことをお伺いしたいと思います。

**松本：** 責任というのは、誰が責任をとるかということですか。

**フロア：** そうです。この三つが矛盾していて、年金だけがバランスが取れていないとおっしゃいました。

**松本：** 年金に限らず社会資本すべてだと思うんですが、年金をちゃんとくれとか、ちゃんと橋を造れとかは全部同じたくいであって、そういった要求をするという選択肢は後世にその分を全部転嫁するということであ

って、責任を取る、取らないを決めるのはわれわれ国民だと思います。そういう状況にあるということを説明する責任は国にあると思うんですけども、国は責任は取れないと思います。納税者というか、われわれの判断だと思うんです。でも恐らく放っておくと後世に全部その問題を転嫁するだけであって、極めて無責任であるから、ちゃんとわれわれが自分たちの代で処理をするべきだと思うんですが、そういうことを国が説明しないと何となく分からなくて、何かこう、「国はひどい」とか間違った方向に議論がいつちゃうんじゃないかなと思います。質問に答えたことになっていますでしょうか。

フロア： はいありがとうございます。

吉中： 吉中と申しますが、私は意見を申し上げます。先ほど株式等々をやっている人は、と問われたとき、かなりの人が手を挙げられましたが、それは株式に関心のある人がたくさん来ておられるから多かったのだと思います。一般の人では、統計によりますと 80%の人は株はやりたくないわけでごさいます、私が考えますには、いままでの証券会社のやり方が悪かったと思うんです。マネックス証券はそんなことをやっておられないと思いますが、証券会社が大体推奨株だといって、それが上がったことがないわけです。大体自分らの持っていた株をなんとかかんとか推奨をして、高値で一般に売りつけたとそういうことの繰り返しじゃなかったかと思うんです。そのために一般大衆は株をやらないと、そういうふうになっておりますので、いまいわれたことだけでは株を買う人はなかなか増えないと思います。証券会社にやってくる人は、「何かいい株がありませんか」と聞く人が多いらしいですね。なかなかいまの状態では株を買う人が増えるとは私は思えません。以上です。

片岡： どうもご助言をありがとうございました。マネックス証券は多分少し違う営業方針を持っていると思われませんが。

松本： いまおっしゃられたことはまさにその通りで、まさにそのことで、いまおっしゃられたことが金融庁の中でも大きなテーマとなっており、証券会社の行動規範というのをきつくするというか、そこに重点が置かれてきたんです。しかし、ただそれだけでは、個人投資家は増えないんじゃないかというご指摘ですね。ちなみに当社は営業をしませんので、勝手にやってくださいということで、道具だけを提供しております。

片岡： よろしいでしょうか。

広岡： ちょっとまた抽象的な話に戻りますけれども、資本市場が活性化しないという論議についてです。個人投資家に買わせるとかいう話がありました、結局株の売買というのは会社の売買だと思うんですね。その部分において事業家が株を簡単にお金として交換するというのがなかなか日本の風土ととしてまだなじんでいないんじゃないかということ、それがいつなじむのかということについて、松本CEOは資本家であり事業家でありますから、そこをちょっとお聞きしたいんです。例えば、企業TOBをかけられていまの倍の価格で買うというところが出てきたときにどちらの行動を取られるか。松本CEOは日本の資本市場の活性化という目標があって、事業家としての目標もお持ちのようなので、そこをところで日本の事業家とちょっと違って、会社を一種の自分の作品としてみられる部分があると思うんですね。そこをところは徐々に変わるんでしょうけれども、このことと松本さんとしてはいつごろ変わるのかということ、それからいま企業TOBを3倍かけられたらどうされるかということをお聞きしたいです。

松本： 後段のご質問は簡単でして、私自身はそういう企業TOBをかけられても売る気はないです。全然ないです。ただ経営者として、ほかの株主のことを考えると、株主にとってはそのほうがいいというのが、株主の総意だと思うんですね。株価は株主総会で決めるような問題であり、最終的な資本の重みを持った上での多数決、要するに議決権によってみんなで決めることであると。私の持っている分についてはそれはあまり興味がないということだと思います。

前段については、いつ変わるかというのは……。一方で日本の上場企業の時価総額のうちのかなりの部分は創業者が持っていないですね。要するにサラリーマンとして入り、社長になったとか、そういう会社が大成



業では多いでしょうし、あるいは機関投資家が株式を持っているということで、オーナーシップというものは逆にアメリカなんかと比べてある意味では少ないんじゃないかと思うんですね。でも何となく会社は売られたくないとか、会社の名前が変わるのが嫌だとかそういうのは多い。でも実際の数字を見ると、日本における企業の合併であるとか、吸収であるとか、最近だとアメリカなんかと比べるとそんなに少ないんじゃないかと思うんですけれども。すみません、前段のご質問に関して、私のほうも抽象的なイメージしかなくて、ただ、一般に思われているよりも、日本においてもアメリカなんかとそんなに変わってないんじゃないかという感じが私は強いんですけれども。

それとはまたちょっと違う論点で、要するに買収できない会社、買収できない上場企業って何だろうというのがあって、おっしゃるように、日本においては上場している会社なのに事実上買収ができないという会社が多いわけです。確かに、それが株式時価総額価値を落として、恐らく株式市場の活性化とは反対の方向に引っぱっている。それはおっしゃる通りだと思います。それは経営者の考えの問題なのか、もう少し社会的風土の問題なのか分からないのですが、おっしゃるように実際問題そういうことは、若干確かにあるのかなという気はいたします。それは先ほどから申し上げている全体の資本の論理とか資本主義とは何だろうかとか、そういう根っこの部分の話にだんだんつながっていくんじゃないかなと思います。

ちゃんとした株式の部分の部分が活性化されないと自分たちの生活に影響が出るのだということが一般的に認識されるようになれば、そういう株主にとっていいと思われる会社の売却とかそういったことが社会でより認められるようになって、そういうことがよりしやすくなるという、そこらへんで全部つながっているのかなという気はしますけれども。

**フロア：** いままで話は全部、縦軸の話が多くて、横軸というのがあると思います。通貨の問題です。国は関与できないとかおっしゃいましたけれども、日銀と財務省は結局円を売ってドルをどんどん買っていますよね。日本の一般的なコンセンサスとしては円が安い方が輸出がしやすいということであるとしたら、ドルが下がってきてどんどん買えばドルが増えるわけでしょう。そうしたら国は得をするんじゃないですか。日本の国債は1%、向こうは4%です。3%もうかるわけですね。だからそういう別の視点、国ができる視点があると思うんです。だからどんどんそれをやったらいい。国民は誰も、それは株の問題ではないので、文句をいわないし、国の一存でできることですから、そういうのをやれば結局その金が株式に戻ってきて、いわゆる産業ではなくて、さっきおっしゃったインフレのほうで動くという可能性はあるんじゃないですか。

**松本：** 基本的には同感ですね。ただ、日本がどんなにドルを買ってもアメリカが介入を嫌だといったら綱引きになってしまって駄目なんですよ。これはちょっと不穏な発言ですけれども、これからいうことは、聞かなかったことにしていただきたいのですが、私はイラクに自衛隊を派遣するということは、実は大変重要なことで、それをすれば恐らくブッシュ政権は当面日本のやることについては文句を言わないと思うんです。派兵をして、派兵といういい方がまた問題があるんですけれども、派遣をして同時に今度はドルを買います、介入しますといえど多分何もいわずどんどんそれをやれるようになるんじゃないかと思います。当面はですね。

あとおっしゃるように、こんなに外貨準備高が高くてまたさらにドルを買うのかという議論もあるかと思うんですけれども、ただ日本のいまの年齢構成とかいろいろ考えると、将来、20年後とか40年後を考えると日本は恐らく国際競争力がすごく落ちてくるんです。そのときにドルをいっぱい持っているということはすごくいいことなんです。そのころは多分すごい円安になっていると思うんです。いま110円でドルを買ってもそのころには200円になっている。しかも、そのころは多分日本は貿易赤字になっていて、どんどんお金が必要になってくるんです。外貨が。そういう長いスパンで考えるとドル買いするというのは、私は選択肢じゃないかと考えます。最近考え方を改めまして、こういう過激な考えを持っておりますが、代田さんとかは多分違うご意見があるんじゃないかという気がするんですが。

**片岡：** 代田さんは違うご意見を……。

**代田：** 私は、いまブッシュ大統領と日本の小泉さんは仲が良く、非常に良い関係にあると思います。アメリカのいまの政策的な意図は、なんとか金利を上げたくないということにあります。そのためには誰かがアメリカの国債を買わなければいけない。日銀がドルを買ってアメリカに資金を流し、アメリカで国債を買って、

アメリカの金利が極力上がらないようにする。その代わりに、日本の株を海外の投資家が去年から、日本の信任の回復ということを買ってくれていました。政策的な意図がどこまであるか分かりませんが、やはりいまの日米の信頼関係というか、パートナーシップがベースにあったと思っておりまして、日本の株価のさらなる値下がり、ここまでのところはぎりぎりのところでうまく持ちこたえられたという気がしています。お答えになっているかどうか分かりませんが。

片岡： よろしいですか。この問題につきましてはもっといっぱいありまして、私は国際金融をやっておりますので、二言も三言もいいたいんですが、とにかく私は司会者でございますので差し控えさせていただきます。もっとそのほかにも手が上がっていましたが、まだ時間がありますので2巡目でもどうぞ。

吉中： 来年の7月に新札が発行されるそうですが、そのときには何か15%、税金を取るとか、預金封鎖するとか本にも書いてありますし、ニュースステーションの森永さんもいっておられますが、果たしてそんなことができるのでしょうか。そんなことをしたら小泉内閣がつぶれるんじゃないかと思うんですが、いかがでしょうか。

松本： それは絶対しないと思いますけれども。あり得ない。新札の発行というのは案外面白くて、あれはちゃんと出どころの分かるお金でないと、新札に変わらないんですね。そうすると世の中にある例えばブラックなお金とか、なかなか表に出てこられない。お金というのはいったん刷ると国の債務なわけです。日銀を通して最終的にはお金を持ってきたら交換されるわけですね。国の債務なんですけど、新札発行によりブラックなお金とか、例えば、前の代の人がへそくりをして庭のどこかに埋めてしまっただけでどこにあるか分からなくなってしまうお金などは資金循環的には国の債務として上がってきているはずなんですけど、実際には死んでいるお金です。そういうのを新札に替えるというプロセスは本当に切り捨てる程度程度可能なので、デノミとか新札発行というのは、ある一定の、ただ単なるお祭り騒ぎじゃなくて、ある一定の国のバランスシートの問題を少しでも減らすという努力の一環なんだと思います。ただ、いきなり税金を取るとか、それはさすがに財産権の侵害にあたるので、そういう立法をしなきゃいけない。国会が通せばもちろんなんでもできるわけですけども、国会を通さないといけないことだと思いますけれども。

片岡： 4時までということございまして、始めるのが少し、5分ほど遅れましたので、5分ほど延長させていただきます。ともかくこれで本日の「日本の株式市場の活性化に向けて」のディスカッションは終わりたいと思います。

私にとりまして、実はマネックス証券という最先端の証券の社長さんが一番日本の基本的な国債の問題、年金の問題、あるいは市場のあり方、資本主義としての日本の経済のあり方までちゃんと目配りされておられることに大変感動いたしました。だからもう一度お招きしまして、株が上がるか下がるかではなくて、日本の金融構造の変化とわれわれのこのギャンブル好きとの関係、私はそう好きだとは思いませんが、郵便貯金の限度額が500万に限られても日本人は本当に株を買うのか大変疑問でありまして、市場構造の変化ということと、日本の株式が活性化するというのは、そう簡単にはつながってこないのではないかと思います。もし機会がありましたら今度は日本の構造の原理から、市場のあり方、あるいは将来の年金の設計のところまで焦点を当てて議論できたらと思います。

株というのは非常に大事でありまして、日本の経済成長への一つの刺激というのはやっぱり株の買いから与えられることは間違いありません。もしも機会がございましたら、そういう部分に焦点を当てて議論をしたいと思っております。

ともかく本日は株式の活性化ということについて4人のパネリストの方々にご報告をいただき、議論をいただきました。いろんなところにつながっていることは十分分かっていただけたと思います。今日はそのことが身にしみて分かったような気がいたしまして、感謝をしております。以上、簡単なまとめではございますけれども、ディスカッションを終わらせていただきたいと思います。どうも長い間ありがとうございました。

(拍手)

安竹： 本日はありがとうございました。非常に活発な議論がなされたように思います。最後に片岡先生にま

とめていただきましたので私はもう何も申さずに締めたいと思います。本日のシンポジウムから皆さんが何らかの示唆を得ていただければ幸いです。それではもう一度パネリストの方に拍手をしていただきましょう。

それでは若干予定の時間を超過いたしました。第 19 回の記念シンポジウムをこれで終わらせていただきたいと思います。皆さんどうもありがとうございました。

注 1) 文中の発言者“フロア”は、氏名を確認することができなかった方です。

注 2) なお当日配布された資料は、ホームページに掲げるにあたって技術的な理由から省略させていただきました。