

平成 18 年 2 月 1 日

社会経済生産性本部・金融市場活性化協議会 提言

**投資家と社会にとって望ましい金融・資本市場の構築を
～投資の多様化と少子・高齢社会の基盤作りを～**

・提言の背景～21世紀の金融・資本市場をめぐる2大潮流

1. 情報技術（IT）の飛躍的發展・高度化と「知価社会」の進展

「知価社会」とは、多様な知恵が価値を生み出す社会を言う。そこでは、人々が求めるそれぞれの自己満足が重要視される。

もともと、第2次世界大戦後の日本は、規格大量生産の近代工業社会を作るという経済コンセプトで進んできた。そして、日本の金融は投資家の安全と金融機関の保護に主眼を置いてきた。このため、金融機関の一律保護、新種の金融商品開発に対する規制、間接金融中心・リスクに対する罪悪視が固定された。しかし、1980年代末の米ソ冷戦構造の崩壊と、我が国におけるバブル景気の破綻とともに、規格大量生産の時代は終わり、主観的に価値のあるものが高く売れる時代になった。知価社会の到来である。多様性を特徴とする知価社会においては、金融は急速且つ大幅な成長を遂げる新興企業などへの投資を拡大するとともに、金融手法や金融商品も多様化する。

知価社会は、近年ますます進化している。その一方で、情報技術の飛躍的な向上を背景として、世界的規模で諸国間の新しい交流基盤が形成され、ヒト・モノ・カネ・情報の移動が飛躍的に拡大している（グローバル化の進展）。こうした活発なヒト・モノ・カネ・情報の移動は、知価社会を更に発展させることとなる。

2. 少子・高齢社会の到来

総務省統計局の人口推計によると、我が国の老年人口(65歳以上人口、2005年10月1日現在・概算値)は20%にも達している。平均寿命も伸長の一途をたどり、老後の生活はますます長期化している。その一方で、合計特殊出生率は近年低下傾向にあり、少子化も進展している。こうした少子・高齢化は今後も続くことが予想されており、老後の生活を支えるはずの年金の財政状況は今後ますます厳しいものになる。

少子・高齢社会においては、国民は、長期化する老後の生活を現役時代の就労所得による蓄えと年金だけで賄うのは難しくなると考えられる。こうした状況においては、国民が現役世代のうちから積極的に金融資産を形成することが、これまでにない重要なものになる。

． 2 1 世紀の二つの潮流に対応した金融・資本市場の条件

で述べた二つの潮流（「知価社会の到来」「少子・高齢社会の到来」）に鑑みた場合、今後の金融市場はいかなるものであるべきか。

第 1 に、知価社会の到来によって、「リスクの市場化」が必要となる。

多様性を特徴とする知価社会においては、金融は急速且つ大幅な成長を遂げる新興企業などへの投資を拡大するとともに、金融手法や金融商品も多様化する。そこでは多様なリターンを得ることができるが、その一方で、発生するリスクも多様なものとなっている。これまでの我が国の金融構造は、銀行など金融仲介機関が代表的黒字主体である家計と代表的赤字主体である企業の間介在し、集中的にリスクのマネジメントを担ってきたが（間接金融システム）、知価社会における多様で変化に富んだリスクは、多数の投資主体がそれぞれの判断に基づいてマネジメントすることが必要である。そのためにはリスクの市場化、即ち、リスクをシェアリングする市場の創設が必要となる。

第 2 に、少子・高齢社会の到来によって、国民のより積極的なリスクテイクによる資産形成活動の促進が重要となる。

少子・高齢社会においては、国民は長期化する老後の生活を現役時代の就労所得による蓄えと年金だけで賄うのは難しくなることから、積極的な資産形成活動がこれまでになく重要なものになろう。そこで、老後の生活を安定且つ充実したものにするために、それぞれのリスク選好に従って、投資そのものから期待されるリターンに合ったリスクをテイクする意欲が望まれる。このことは、郵政民営化に伴い、長年個人金融資産の中で大きな比重を占めてきた郵貯・簡保が残高を減らし、多額の個人資金が金融・資本市場に流出することが見込まれる今後は特に重要となろう（資金の「官から民へ」の流れ）。今日の国民の投資活動は消極的（個人金融資産の約半分が現・預金）で、投資対象は金融機関の判断に委ねられている。今後は、より積極的に、個人自らの嗜好と、そこから生じるリスクは自分が負担するのだという決意・判断に基づいて投資対象を選べる環境となることが望まれる。

以上のように、「知価社会」と「少子・高齢社会」の到来という 2 大潮流は、リスクの市場化と、国民の積極的なリスクテイクによる資産形成の促進を必要とする。そこで においては、これらを実現するための提言を、投資家サイドの視点に立つて行うこととする。

．政策提言

【全体像】

1. 「知価社会」において求められる金融・資本市場実現のための提言

- = リターンへの期待を多くの人々に持たせるとともに、リスクの担い手を多様化させ、リスクを市場でシェアすることを目的とする。

提言 国は、政策立案のプロフェッショナル化を図るとともに、民間の人材を積極的に活用すべき

提言 証券取引所などの市場運営関係者は、多様化した投資目的に対応すべく現在の資本市場のあり方を機能別市場に変更し、複数市場による競争関係を維持すべき

提言 国は、各取引所に対して、その自立性を尊重しつつ、自主規制機能の実効性と健全性を両立できるような市場機構の構築を推進すべき

2. 少子・高齢社会において求められる金融・資本市場実現のための提言

- = 国民の積極的なリスクテイクが促進されるような環境を整備することを目的とする。

提言 国は、投資活動を促進する税制措置を拡充すべき

提言 国は、有価証券の相続税評価を軽減し投資活動の阻害要因となることを防ぐべき

提言 国は、決済用預金の全額保護を即刻廃止すべき

提言 官民を問わず、各組織は役職員の株式売買などに対する過度な自主規制を廃止すべき

提言 国は、生活教育の一環としてのマネー教育・リスク教育を充実させ、国民の金融リテラシーを高めるべき

提言 証券会社などの金融商品の供給者は、魅力のある商品企画・開発に一層注力するとともに、国民にとってより身近な存在となるよう、イメージ改善・認知度向上に一層注力すべき

【各提言の内容】

1. 「知価社会」において求められる金融・資本市場実現のための提言

提言 国は、政策立案のプロフェッショナル化を図るとともに、民間の人材を積極的に活用すべき

国は、政策立案を金融に精通していない官僚に任せきりにするのではなく、市場に精通した民間の人材も積極的に登用すべきである。これにより、官僚による恣意的な行政介入を排除することができる。また、金融官僚についても、研修制度・留学制度などを一層充実させる他、在任期間もある程度の長期化を許容するなどして、官僚のプロフェッショナル化を図るべきである。

金融に精通していない官僚による恣意的な行政介入を排除する必要がある。そのためには政策立案を官僚に任せきりにするのではなく、市場に精通した民間の人材も積極的に登用すべきである。また、このことによって、官民の人材交流を徹底させ、官僚には民間の知恵を、民間には官僚の規則性を習慣付けることができる。

金融の分野は特に理論的に難解である上に、技術革新、環境の変化も極めて激しい。金融官僚には特に高い専門性が求められる。そこで、研修制度・留学制度などを一層充実させる他、官僚の在任期間もある程度の長期化を許容するなどして、金融官僚のプロフェッショナル化を図るべきである。

提言 証券取引所などの市場運営関係者は、多様化した投資目的に対応すべく現在の資本市場のあり方を機能別市場に変更し、複数市場による競争関係を維持すべき

知価社会においては、投資目的は多様化し、自ら起こしたいプロジェクトや人材育成にも投資対象は拡大すると考えられる。この点、預・貯金、国債などといった元本保証型のローリスク商品投資、預・貯金、国債などに比べればある程度リスクの大きい株式・債券投資、リスクはきわめて大きい投資家がそれを受容し自らの好みと志で行う投資など、多様な投資を可能とする金融市場の実現は、グローバル化した世界でのヒト、カネ、情報を集めるであろう。このような発想から、証券取引所などの市場運営関係者は、様々な種類の金融・資本市場を目的や機能にあわせて創設し、金融・資本市場の多様化を図るべきである。「大企業・長期安定投資市場」「先物市場」「成長期待市場」「ハイリスク・ハイリターン市場」「プロジェクトファイナンス市場」などの創設を図るべきである。そしてその際、投資家が的確な判断をなしうるように、必要な情報を容易に入手できるような環境の整備、情報開示制度の構築に努めることが重要である。その上で、これらの資本市場はいずれも複数維持し、市場間の競争関係を維持すべきである。そうすることにより、従来金融・資本市場を活用できなかった企業にも資金の市場調達の途が拓けるとともに、投資家もより安価・迅速な取引と豊富な情報を得ることが可能になる。

金融商品についても、社会的責任投資（SRI）や企業の社会的責任（CSR）に着目した金

融商品、イベントやタレント育成ファンドなどの「好きなもの」を育成することに喜びを見出す投資商品を創設すべきである。こうした金融・資本市場ならびに金融商品の多様化は、投資の魅力向上と多様化に大きく寄与することとなる。

金融・資本市場は、様々な市場の性格を明確にして、投資家に区別がはっきりするように表示すべきである。更に、そうした様々な金融・資本市場の間を資金が自由に流れる（企業の貸借対照表で言えば、流動負債の間を資金が自由に移動する）ような、「流動性」があることが金融・資本市場の大きな魅力となる。また、市場間の競争を保つため、機能ごとに複数の市場の存在を維持すべきである。

投資家に対する投資の魅力を高める上では運用パフォーマンス向上が重要であるが、視点を変えて、単に利益を得ることだけを目的とするのではなく、「好きなもの」を育てる投資商品も重要となり、実際に続々と登場しつつある。知価社会においては人の幸福は物財の量ではなく、本人の主観的な満足感に大きく依存する。映画やイベントなどといった単体の案件あるいは案件群に対するプロジェクト・ファンドや、芸術やスポーツ、特定の技術、地域開発などに興味を持つ人々を対象とするファナティック（熱烈な）・ファンドなどといった、夢や好みを実体化した商品を誰にとっても売買しやすい証券として流通させる市場が必要である。金融・資本市場運営関係者は、こうしたファナティック・ファンドなどの市場を立ち上げるべきである。

金融商品供給者は、投資家の「好きなもの」を育成するような金融商品を開発する他、証券取引所などには、「もうける」だけでなく「好きなもの」を育てる市場の開発・振興を図るべきである。

提言 国は、各取引所に対して、その自立性を尊重しつつ、自主規制機能の実効性と健全性を両立できるような市場機構の構築を推進すべき

証券取引所が株式を上場した場合、利益優先になり、顧客である上場企業を十分に監視できないおそれがある。証券取引所は金融を支えるインフラの一つであり、自己の利潤極大化を目指すあまり上場審査・売買審査等といった自主規制機能がおざなりにされるようなことがあっては断じてならない。しかし、自主規制部門が分離されて、仮にそれが公的部門に移ることにでもなれば、「大きな政府」による官僚的判断を容認することになり、「官から民へ」という時代の流れに逆行することにもなりかねない。

そもそも自主規制機能は、どのような銘柄・商品を上場させるのか、あるいは、どのようにして公正な取引をさせるのかという市場設計や品質管理の問題に密接に関連する極めて重要なものであり、市場運営部門と一体で捉えるべきである。自主規制機能の健全性については、東証が打ち出しているように、証券取引所の組織形態を現在の通常株式会社から委員会等設置会社へ移行し、自主規制に関する事項の決定権を新設の「自主規制委員会」に委譲するなどして図るべきである。

以上のように、国は、各取引所に対して、その自立性を尊重しつつ、自主規制機能の実効性と健全性を両立できるような市場機構の構築を推進すべきである。

東京証券取引所は、2001年11月に株式会社化し、さらには株式上場を計画しているが、これと並行して東証の自主規制部門のあり方（上場にあたって自主規制部門を分離すべきか否か）をめぐる議論が活発になされている。

分離肯定派の論拠は、上場すれば利益優先になり、顧客である上場企業を十分に監視できないおそれが

ある、だから自主規制部門を分離すべきだという点にある。

これに対して、東証自身を筆頭とする分離反対派は、上場する商品（企業）の選択と上場後の商品の品質管理は取引所の付加価値や競争力の源泉である。どんな企業に上場を認めるかでその市場の性格が決まり、他市場との差別化を図る上でも取引所にとって上場審査・管理機能は不可欠。自主規制部門を分離したら、取引所はシステムを提供するだけのただの事務会社になってしまう。自主規制は現場に近い市場運営担当者が担ってこそ効果がある、などと主張している。

証券取引所は金融を支えるインフラの一つであり、自己の利潤極大化を目指すあまり自主規制機能がおざなりにされるようなことがあっては断じてならない。しかし、自主規制部門が分離されて公的部門に移ることにでもなれば、「大きな政府」による官僚的判断を容認することになり、「官から民へ」という時代の流れに逆行することにもなりかねない。

そもそも自主規制機能は、どのような銘柄・商品を上場させるのか、あるいは、どのようにして公正な取引をさせるのかという市場設計や品質管理の問題に密接に関連する極めて重要なものであり、市場運営部門と一体で捉えるべきである。自主規制機能の健全性確保の具体的な方策としては東証が挙げているように、証券取引所の組織形態を現在の通常株式会社から委員会等設置会社へ移行し、自主規制に関する事項の決定権を新設の「自主規制委員会」に委譲する。現行の自主規制委員会の独立性と権限の強化、

持ち株会社を設立し、自主規制機能を傘下の自主規制監督会社に分離する、といったものが考えられる。

については、自主規制監督会社に対する持ち株会社株主による監督が間接的になる点で妥当でない。と については、ほぼ同様の効果が得られるものと考えられるが、国際的アピール度の観点からは米国流のガバナンス形態である の方式が妥当と考えられる。

2. 少子・高齢社会において求められる金融・資本市場実現のための提言

提言 国は、投資活動を促進する税制措置を拡充すべき

現在、上場株式の譲渡益や配当、公募株式投資信託の収益分配金に対する課税は、2007年12月まで従来の半分である10%に優遇されている。こうした措置の効果もあり、個人金融資産において着実にリスク資産への投資が増えており¹、投資優遇税制の効果は大きい。少子・高齢社会ではリスク資産への投資拡大が望まれることから、国は、個人金融資産の動き次第では投資優遇税制を恒久化すべきである。

提言 国は、有価証券の相続税評価を軽減し投資活動の阻害要因となることを防ぐべき

国は、国民のリスクテイクを促すために、有価証券の相続税評価を2割ないし5割軽減すべきである。例えば、有価証券を相続した後、その価格が急激に下落した場合、現行制度では相続税の算定基準時から税金の納付まで最大1年間程度のタイムラグがあるため、相続人は納付時点の時価と大きく乖離した税負担を強いられる可能性がある。特に値動きの激しい新興企業などの有価証券の場合はこのリスクが大きい。以上のような有価証券の相続税評価への配慮がなされないと、積極的にリスクテイクすることへの国民の意欲がそがれるおそれがある。

提言 国は、決済用預金の全額保護を即刻廃止すべき

2005年4月からペイオフ凍結が全面解除となったが、その一方で決済用預金は全額保護され、ペイオフ凍結全面解除が骨抜きになりかねない状況となっている。決済用預金全額保護措置の存在は、預金者の金融機関破綻に対するリスク意識を麻痺させ、資金を安穩と預金に寝かせ続ける結果を招来しかねない。これは、積極的なリスクテイク促進の理念に反し、投資家育成の環境作りにも反するものである。したがって、国は、決済用預金の全額保護措置を即刻廃止すべきである。

また、決済用預金の全額保護廃止の前提として、国は金融機関の安易な救済はなすべきではない。

決済用預金とは、安全確実な決済手段として、金融機関破綻時においても全額保護される預金を言い、決済サービスを提供できること、預金者が払い戻しをいつでも請求できること、利息がつかないこと、という3要件を満たすものがこれに該当する。

¹ 日本銀行『資金循環統計(2005年9月末速報)』によると、個人金融資産における株式・投資信託・外貨預金などのリスク資産残高は、前年同期比23%増の約153兆円となり、個人金融資産全体(1,453兆7,000億円)に占める比率は初の2桁乗せとなる10.5%となった。個人金融資産の中でも特に伸びが目立つのが株式で、残高は前年同期比25%増の96兆円となった。これに対して、預・貯金残高は、前年同期比0.6%減の約770兆円で、個人金融資産全体に占める比率は52.8%となった。

(参考)～預金保険の対象範囲と決済用預金の位置づけ

	平成14年4月～平成17年3月末		平成17年4月以降		
	当座預金	全額保護	当座預金	全額保護	
預金保険の 対象預金	普通預金	全額保護	決済用普通預金 (新設)	全額保護	決済用預金
			普通預金	他の預金と合算して元本1,000万円までとその利息等を保護	
	別段預金	全額保護	別段預金のうち決済用預金3要件を満たすもの	全額保護	決済用預金
			上記3要件を満たさないもの	他の預金と合算して元本1,000万円までとその利息等を保護	
	上記以外(定期預金・定期積金等)	他の預金と合算して元本1,000万円までとその利息等を保護	上記以外(定期預金・定期積金等)	他の預金と合算して元本1,000万円までとその利息等を保護	

出所：預金保険機構「預金保険制度の解説(平成15年2月)」を元に当本部作成。

一般に、債務超過に陥っている企業にお金を貸している債権者は、その企業の破綻によって債権を全額回収することは出来なくなるのが通常である。ペイオフ凍結解除とは、このあたり前とも言うべき経済取引の原則を預金取引においても適用しようとするものである。もっとも、預金が金融機関の破綻によって減価することは、とりわけ金融機関を選別する能力や情報を持たない小口預金者に大きな衝撃を与え、経済取引全般を混乱させるおそれも否定できない。そこで小口預金を保護するため、預金保険制度で手当てがなされ、一金融機関ごとに預金者一人当たり元本 1,000 万円までとその利息が保護されることとなっている。しかし、ここで問題にしている決済用預金は、一定の要件さえ満たせば金額に関わらず全額保護されることとなっており、ペイオフ凍結解除を実質的に骨抜きにしかねないものである。

提言 官民を問わず、各組織は役職員の株式売買などに対する過度な自主規制を廃止すべき

我が国では、官民を問わず役職員の株式売買などに対して過度な規制を課すケースが多々見られる。少子・高齢社会を見据え、現役世代から積極的な投資活動を行うことで金融資産の形成を促すという観点からは、資金を潤沢に有する役職員こそ積極的な投資活動を行うことが望ましい。したがって、官民間問わず各組織は、役職員の株式などの売買については、インサイダー取引の禁止を徹底させた上で、その報告義務と短期売買の自粛にとどめ、資産運用の自主・自由を徹底すべきである。

我が国の上場企業、特に金融機関などでは、役職員の株式売買などに対して社内規則で規制をかける場合が多い。例えば、「専ら投機的利益追求を目的として、自己の勘定で株式・転換社債・ワラント付社債・ETF 等(以下、株式など)の売買を行ってはならない。役職員などは、その職務上の地位を利用して、又は職務上知り得た内部者情報に基づき、自己の勘定で株式などの売買を行ってはならない。役職員などは、あらかじめ所定の管理者の承認を得た場合を除いては、自己の勘定で株式等の売買を行ってはならない」といったものである。

提言 国は、生活教育の一環としてのマネー教育・リスク教育を充実させ、国民の金融リテラシーを高めるべき

国民が金融取引に積極的に参加し、資産運用の選択肢を拡大するためには、国民の金融リテラシーの向上が不可欠である。国は、英・米なみに小学校教育から投資教育、マネー及び投資の重要性、リスクマネジメントに関する教育を行い、国民の金融リテラシーを高めるべきである。また、その前提として、初等教育機関などの教師の金融教育能力を向上させるべく、研修などの施策を強化すべきである。同時に、社会人に対する金融リテラシー向上のための教育も必要であり、社会人大学院などの一層の活性化を図るような施策を講じるべきである。このように、低年齢層からの金融教育を充実させる一方で、大人の金融リテラシーも高め、これらの人々による子供への教育といった社会還元も期待できるような仕組みを構築すべきである。

例えば英国では、2000年9月から、パーソナル・ファイナンスに関する科目「Financial Capability」を教育カリキュラムに組み込み、年齢層ごとに具体的な教育目標を立て投資教育・マネー教育を実施している。投資教育と言った場合、投資ゲームなどを義務教育の低学年から導入し、年少時から直接投資に親しむ環境を整備することなどが一般的には想起される。英・米の施策で注目すべきなのは、特段高度な利殖の技術を教授している訳ではなく、お金の親しませることを主な目的とするマネー教育・リスク教育としての色彩が強いということである。

国は、教育カリキュラム全体を見直す作業の中で、「生活教育」の一環としてのマネー教育・リスク教育の必要性を検討すべきである。

さらに、一般の人々の金融リテラシー向上の前提として、経済情報の把握を容易にできる環境づくりが求められる。例えば、身近なメディアで経済ニュースだけを流し続けるものがあってもよい。

提言 証券会社などの金融商品の供給者は、魅力のある商品企画・開発に一層注力するとともに、国民にとってより身近な存在となるよう、イメージ改善・認知度向上に一層注力すべき

証券会社などの金融商品の供給者は、投資家に魅力のある商品の企画・開発に一層注力する必要がある。

また、証券会社に対する負のイメージは完全には払拭されていない。新規参入や競争も活発化しているが、まだまだ個人の側には証券会社や投資顧問会社などのサービスが身近に感じられないという実情もある。国民にとってより身近な存在となるよう、イメージ改善・認知度向上に一層注力すべきである。そのための方策としては、商品開発者・運用責任者の個人名を商品パンフレットに記載させるなど商品提供者側の責任を明確にしたり、業界で優秀商品賞を創設したり、一般から作品募集することなどが挙げられる。

金融・資本市場活性化のためには、それぞれの個人の好みに合った投資商品の開発が必要である。例えば一般投資家を投資に誘導する上で有効な入門的商品と言われた投資信託は、投資家にとって必ずしも身近な商品ではなかった。たとえば、成長するアジアなど全世界の資本市場との連携を強め、魅力ある商品を提供するなど、金融商品の供給者は、それぞれの投資家の好みにあった多様な商品企画・開発に注力す

る必要がある。また、IT 技術の活用により利便性の高いサービスを提供することも重要である。

投資家を金融・資本市場に呼び込むためには、商品性の改善と共に証券会社・証券業界のイメージ改善も必要である。バブル崩壊後の一時期ほどではないが、証券会社に対しては、顧客の利益を無視した手数料稼ぎといった負のイメージが完全には払拭されていない。また、新規参入も競争も活発化しているが、まだまだ個人の側には、証券会社や投資顧問会社などのサービスが身近に感じられていないという実情がある。従って、そうした部分の改善、認知度向上に努める必要がある。

以 上

(財)社会経済生産性本部・金融市場活性化協議会 委員名簿

(敬称略、50音順)

会 長	堺屋 太一：作家・経済評論家
委 員	安東 俊夫：野村アセットマネジメント(株)・執行役会長
	伊藤 俊明：(株)ジャフコ・取締役社長
	氏家 純一：野村ホールディングス(株)・取締役会長
	大崎 貞和：(株)野村資本市場研究所・研究主幹
	大村 敬一：早稲田大学・大学院ファイナンス研究科教授
	金子 昌資：(株)日興コーディアルグループ・執行役会長
	刈屋 武昭：明治大学・ビジネススクール教授
	川本 裕子：早稲田大学・大学院ファイナンス研究科教授
	イエスパー・コール：メリルリンチ日本証券(株)
	調査部チーフエコノミスト
	ポール・シェアード：リーマン・ブラザーズ証券会社
	東京支店マネージングディレクター
	田中 順一郎：三井不動産(株)・取締役会長
	田谷 禎三：(株)大和総研・特別理事
	早坂 礼子：産経新聞社・営業局企画部長
	原 良也：(株)大和証券グループ本社・取締役会長
	堀 紘一：(株)ドリームインキュベータ・取締役社長
	水上 慎士：早稲田大学・ファイナンス研究センター教授
	松川 昌義：(財)社会経済生産性本部・理事

以上