

守

破

対談

創

前哲夫氏の座右の銘は「信頼」。日本証券業協会会長として「証券会社の信頼度向上」を目標にさまざまな施策を講じ、身近で安心な証券市場の構築に努めている。大和証券時代に個人、法人営業を経験したことも現在の取り組みに活かされているという。前会長をお迎えした白井さゆり審議委員は、ユーロリスクや欧州危機などに関する著作もある国際経済・金融の専門家。わが国の金融資本市場の発展に何が必要か、幅広い観点から対話が広がった。



日本銀行政策委員会審議委員

# 白井さゆり

Sayuri Shirai

1963年東京都生まれ。1987年慶應義塾大学文学部卒業、1989年同大学大学院経済学研究科修士課程修了、1993年5月コロンビア大学Ph.D（経済学博士）取得。同年9月国際通貨基金（IMF）エコノミスト、1998年慶應義塾大学総合政策学部助教授、2006年同教授。2011年日本銀行政策委員会審議委員。



日本証券業協会会長

# 前 哲夫

Tetsuo Mae

1945年三重県生まれ。1969年関西学院大学経済学部卒業後大和証券株式会社入社。1996年取締役事業法人営業本部長を皮切りに、常務取締役、専務取締役、代表取締役副社長、株式会社大和証券グループ本社取締役兼執行役員副社長などを歴任。2008年大和証券株式会社顧問。2010年日本証券業協会会長就任。

## わが国の金融資本市場の発展に向けて さまざまな取り組みが必要

直接金融の担い手としての  
自負と責任

**白井** 前会長は、一九六九年に大和証券に入社され、個人向け営業、法人向け営業の双方を経験されています。何が最も印象に残っていますか。

**前** 入社時に名古屋支店に配属され、二年後から、静岡県の沼津支店で一年間過ごしました。大和証券でも比較的規模の小さなのんびりした支店でした。そこで結婚して子供をもうけ、二〇代半ばから三〇代までの人生で一番いい時代を沼津で過ごせました。右肩上がりの時代でしたから、仕事面でも投資家のお客さんにもうけていただき、感謝されることも数多くありましたね。

**白井** 近年は株式のインターネット取引も定着し、証券投資がより身近なものになっています。証券会社の役割と生活とのかかわりを簡単にご説明ください。

**前** 証券会社の役割は、直接金融において、お金の出し手と受け手の仲介をする橋渡し役です。私自身も営業経験を通じてお金

写真 野瀬勝一

の出し手である投資家と受け手である企業の両方のニーズを体得できたことが、役員になってから大きな強みになりました。証券とはこうあるべきだという自分なりの信念が持てたからです。

私の役員時代は、証券会社が社会にどのように貢献していくか、ということを試行錯誤した一二年間でした。結論は、証券会社は経営者が倫理観、行動規範意識を持ってきちんと経営をしないと駄目だということです。金融業に従事する者は、金融を担うプロとしての自負と責任を持って仕事をしていかないと、日本の金融資本市場の発展はあり得ません。

## リスク資産への投資が活発でない日本

**白井** 最近投資においてリスクを取りたがらない人が増えています。証券会社の立場からはどのようにご覧になっていますか。

**前** 高度経済成長期には、リスクを取ってもリターンが大きく、満足感が高い結果が出たものです。しかし、ここ二〇年間は円高・株安とデフレ傾向が続いて、正

直言って苦しいですね。私はその起点を一九九〇年代後半の証券ビッグバンと考えています。フローのビジネスに強い証券とストックに強い銀行の垣根が低くなり、お互いに相手の基盤に進出して競争している状況です。

**白井** アメリカでは、金融資産のうち、株式、債券、投信の比率が五割を超え、ユーロ圏でも三割です。日本では、低金利が続いているにもかかわらず、預金の比率が半分を超えていて、有価証券類は金融資産の一割程度です。

**前** 実は、日本でもバブル期の一九八八年度に、個人の金融資産の約三二%が有価証券投資であった時期がありました。バブル崩壊後に低下し、その後、小泉首相の「貯蓄から投資へ」という方針により株価が少し上昇。この比率が約二〇%になりましたが、現在一三%ぐらいまで低下してきています。

今の日本は、デフレ、円高で経済成長がほとんど望めません。金融は「経済の血液」ですから、日本経済を立て直すためには、株式などの証券市場の成長も必

要だと思えます。

そのためには証券会社や企業サイドの努力だけでなく、何と言っても投資家である個人の金融リテラシーの向上が不可欠です。

## 投資家の金融リテラシーを向上させることも必要

**白井** 同感です。金融リテラシーとは金融に対する深い知識とリスクに対する認識と言い換えられますが、今では国民一人ひとりがグローバル経済を生き抜いていく上で必須のものだと思います。

**前** 日本人は他人の意見を聞く国民性があると思います。金融についても「専門家の意見を聞けばいい」ということで、結果的に一般の方々の金融リテラシーの向上が遅れたと思います。そのツケが今出てきて、日本の金融資本市場の成長を停滞させています。義務教育の段階から金融教育を行って、金融リテラシー向上の素地を作っていくことが必要だと痛感します。

アメリカを別格として、イギリス、ドイツといった先進国だけでなく、韓国、中国といった

新興国でも、国全体で金融リテラシーの向上を図っていくという意識が強くなります。それが国力を高めることにもつながります。

一方、日本では、むしろ投資でもうけたり、リスクを取ったりする行為そのものが悪いという考え方が根強いといえます。これは大変残念なことですが、証券市場と経済成長・所得との関連性がほとんど理解されておらず、しかも学ぶ機会が無いというのでは、日本の経済成長に限界が生じてしまいます。このことは学校教育の現場にもぜひ伝えていきたい点です。

**白井** 私がかつて教えていたフランスでは、金融を含め教育を受けることは義務ではなく権利であるという主体的な意識が浸透していました。こうした意識の違いもあるのかもしれないね。ご指摘の考え方は、バブルの崩壊やリーマンショックなどを契機として、強まったのでしょうか。

**前** ある意味ではそうですね。さらに言えば、アメリカのマスコミはマドフ事件(注1)のよう

な悪いニュースも取り上げますが、バフェットやマゼラン・フアンド(注2)など、いい話も数多く載せています。日本のマスコミは、ライブドア事件やAIIの問題など悪い時ばかり取り上げる印象があります。

上場企業の外国人株主比率が今や二五%。売買比率では外国人が七〇%になっています。外国人が投資してくれるのはありがたいことですが、日本人が日本の株を買わなくてどうするのですか、というのが正直な気持ちです。株や社債を買い有価証券を持つことで経済成長に寄与する、それが自分たちに返ってくる。この考えを定着させることが重要です。

### 四分の一になった株価 ドル換算で見ると 様相は変わる

**白井** 最近内外金融市場の連関性が高まっており、外国の投資家がわが国の株価に影響を与えています。日本の株式市場はどのような特徴があるのでしょうか。

**前** ここ二〇年は運用利回りが

上がっていません。バブルがはじけた九〇年以降は、損失補てん、飛ばし、総会屋事件等々、この間の変遷というのは劇的でした。

それに加えて円高です。一九七〇年代初めは三六〇円の固定相場でしたが、一九九〇年は一ドル一四五円ぐらいいました。この間、日経平均株価は千円から四万円近くまで上がりました。現在の為替水準は八〇円前後ですから三六〇円からみれば円の価値が四倍強になっています。一方、ピークの株価四万円から一万円へと四分の一になっています。ドル換算で見ると、株価四万円が一万円になっても、為替が四倍以上になっていけば、日本の株では全体的には損をしません。日本株は約二〇年で四分の一になりましたが、外国人にとっては円高のおかげで大きな痛みを被っていないのです。

### 確定拠出年金制度の 拡充も必要

**前** 世界では、リスクに果敢に挑戦する考え方が強い。日本では機関投資家も含めてリスク資

産を減らそうとしています。

アメリカでは、確定拠出年金401Kにより、自分で少しづつ運用を経験していく仕組みがあり、アメリカの投信の発達の歴史は確定拠出年金との相関関係が強いのです。日本でも現在はまだ脆弱な確定拠出年金制度を拡充し、老後資金を自分の能力で蓄えられるようにすることが重要です。

**白井** 日本の株式・債券投信市場は、規模が大きくないと言われており、市場拡大に向けて米国の例は参考になると思います。これからは確定拠出年金の方向にかじを切っていく必要があるということでしょうか。

**前** 切らざるを得ないでしょう。年金制度は今のままでは立ち行かきません。消費税で年金等の公的負担分を全額賄うと、一六%程度にする必要があるとの試算もあります。少子高齢化の進展を考えると、自分で自分の年金がある程度は賄わなければなりません。それだけに、小学生、中学生からの金融リテラシーの向上が重要になります。

### 海外で苦戦する 日本の金融機関

**白井** 新しい金融商品は、欧米の会社の方が生まれやすいですね。日本と欧米とは、スキルを含めて大きな違いがありますか。

**前** 欧米の大学では、証券学などの専門コースがありますし、会社も自由に変われます。能力的で能力のある営業スタッフが生き残っていく仕組みができています。

ここ二〇年、日本で成功している外国証券会社を見ると、日本で成功したものを普及前の日本に持ってきて、日本の証券会社の参入前に利益を得ています。スワップ取引やCFD(差金決済取引)、先物取引の世界でもそうです。欧米の証券会社に追いついてきたというのが、日本の金融業の歴史ではないでしょうか。

**白井** 最近、中小企業を含めて、新興諸国を中心に海外進出が増えています。証券会社のビジネスチャンスにつながりませんか。

**前** 残念ながら、投資銀行業務で日本は現時点で十分な成功を



取めているとは言えないでしょう。これまでの投資銀行の成功は、経済発展とリンクしており、海外での日本企業の資金調達のために対応して、日本の証券会社や銀行の海外現地法人が大きな収益を上げたのです。しかし、日本の成長が止まった途端に海外の現地法人は赤字になってしまいました。銀行や証券会社にとって、海外部門は無くすわけにはいきませんので、今立て直しを図っているところですよ。

**白井** 欧州の金融危機により、M&Aの得意な欧州系の銀行が一部撤退している。成長している

アジアでは資金需要がある。この辺にチャンスはありませんか。

**前** 努力が必要です。大手証券は現地で欧米のM&Aを取り扱う企業を買収し、海外企業と日本企業とのマッチングに乗り出しましたが、市場環境の悪さもあり苦戦しています。今後に期待しています。

**ITの次に来る分野は？  
次代の世界中核産業を探る**

**白井** 現在、わが国の成長力強化が大きな課題となっており、日本銀行も金融機関の成長基盤強化の動きを支援する取り組みを進めています。証券取引所には未来型企業の育成という役割があると思うのですが、この点についてどうお考えでしょうか。

**前** かつての日本企業は、トヨタやソニーなど、モノ作りで起業して世界に通じるというパターンでした。最近のアメリカ企業では、デジタルやフェイスブックが有名です。製造業が伸びている時代と情報化社会でIT企業が成長している時代との違いです。時代と得意分野が合った国や企業が大きく成長してい

るのです。

では、IT分野の次に世界の中心になる産業は何か。エネルギー、環境、宇宙開発、アグリビジネス等々、どのような分野で世界的な大企業が生まれてくるか。日本の得意分野なのかどうか、国内にそれに目を付けている企業があるのかで変わってきます。

**白井** 最近では、アジアでも証券取引所の競争が激しくなっています。そうした中で、日本の証券取引所の存在感はいかがですか。

**前** 一時期よりは大分地位が落ちています。香港、シンガポール、韓国、上海との五カ所の競争になっっています。しかし、東京には歴史的優位性があります。東京と大阪の取引所の合併で世界のリスクマネーが日本に入ってくるようになれば、東京がアジアのメインマーケットになれると思います。

日本証券業協会の提唱で、「アジア証券人フォーラム(ASF)」を一九九五年に創設しました。オーストラリアとニュージーランドも入れたアジアの一四カ国・

地域が参加しています。アジア諸国は、自主ルールや各種制度を日本から学んで証券市場を発展させたいというような気持ちになっっています。

**日本銀行としての役割を貫き  
通貨の信認を守ってほしい**

**白井** 最後に、証券市場ともかわりがある、日本銀行の政策について、ご意見をお伺いします。

**前** 日本銀行の最も重要な役割は、通貨の信認の維持に尽きると思います。そのためには独立性が不可欠です。外部からの圧力によって、日本銀行の役割から逸脱するような政策をとってはいけません。ただ、二〇年間、デフレからの脱却ができていないというのも事実です。日本経済のデフレからの脱却と経済成長に向けて、日本銀行も全力で取り組んでいただきたいですね。

**白井** 本日は貴重なお話をありがとうございました。

(注1) マドフ事件・米ナスダック(新興企業向け株式市場)の元会長であるバーナード・マドフによる巨額詐欺事件。  
(注2) バフェット/マゼラン・ファンド、ウォーレン・バフェットは米国の著名投資家。マゼラン・ファンドは米国の有名な投資ファンド。