



研究会「2011年経済見通し」④

日本株は甦るか

齊藤 惇

東京証券取引所グループ
取締役兼代表執行役社長

2011年1月31日

ドル換算の株価指数、そう悪くない	1P.	米英市場は取引所外取引が急膨張	12P.
香港で資金調達、中国市場にらむ	2P.		
金融センター、中心がアジアに移動	3P.	<質疑応答>	
投資リスク高いのに期待成長率低い	4P.	失敗するとたたく文化変えないと	13P.
株主資本収益率の低さは89年当時から	5P.	日米ともに労働のミスマッチ	14P.
日本の株式は外国人が握っている	6P.	成長持続性(サステナビリティ)とは	15P.
市場環境の厳しさは先進国共通	7P.	アジア勢は市場動向にもっと敏感	16P.
東証の取引コストは2番目に安い	7P.	先物取引は夜中にも需要	17P.
食糧危機を前になぜ門戸開かぬ	9P.	北欧は中央銀行が年金を運用	18P.
T P P なければ就業機会逃げる	10P.	中韓も高齢化、日本だけではない	19P.

司会 原田亮介 日本記者クラブ企画委員（日本経済新聞社編集局総務）

動画は Youtube の日本記者クラブ専用チャンネルでご覧になれます。ホームページ <http://www.jnpc.or.jp> からアクセスできます。

©社団法人 日本記者クラブ

齊藤 まず、現状を皆様方とシェアしたいと思います。このグラフは、主要国の株価指数、上海、香港、ロンドン、ニューヨーク、そしてTOPIXというのは東証株価指数でございます。

ドル換算の株価指数、そう悪くない

これをみていただきますとおわかりのとおり、韓国の成績がこのところはずば抜けている。上海、香港が二番手ぐらいであります。全体的にアジアが上位にいる。先進国、日本も含めて少し不調であります。ただ、このTOPIXというのは、これをドルで換算いたしますと、パフォーマンスは大体ニューヨークの指数と同じぐらいになりますので、外国の投資家から見ると、それほど悪くないということでもあります。

次の図をみます。これは一日平均の売買代金の推移を示しておりますけれども、ちょっとわかりにくいので指しますが、これはTOPIXの指数です。これはもうご案内のように、1989年12月29日、2,881、日経平均で3万8,000円ですが、これがピークでございました。それからずっと下がって、ここで一回戻っているわけですが、全体的にはこう下がり、70%ぐらい下がっています。

ご注目いただきたいのは、ここは小泉内閣が出てくる、この過程で、ちょっと指数も戻りますが、何がすごいかというと、この紫色の線、これが出来高なんです。これが一気に伸びておりまして、1日で3兆円近い取引が行われたということです。このピークのときをたらしたら、ここは伸びていますが、これは1兆3,000億円ぐらいの数字です。実はこの高さと同じ高さ——これは現在です——をみていただくと、ほとんど実は売買代金は同じなんです。なのに、1989年には歴史的記録をつくって、このときの時価総額600兆円以上、世界最大の市場といわれました。しかし、実際の売買代金は、小泉さんのときのこの3兆円のほうが、実ははるかに大きいのです。

それで、一番注目していただきたいのは、意外と注目度が低いのですが、グリーンみたいな線があります、これは株数なのです。1日に取引される株数。これが、TOPIXのピーク時でも8億株ぐらいしかありません。それで、2005年に、初めて20億株を超えて、ずうっと株数は20億株取引されている。いまでも出たり入ったりしますが、20億株。この前、25億株も取引されて、これは世界的にみてもかなりの株数が取引されているのです。なのに、よくいわれます「時価総額はどこどこに負けた」とかいわれるのは何であるか、という問題を皆さんと一緒に研究してみたいと思います。

やはり、株価が下がっているのです。1株当たりの株価が下がって、時価総額全体を下げているのであって、取引量は行われているということです。株価が下がっているということは、やはり売買代金が4割、5割下がったということは、一社一社の株価が4割、5割下がったということで、実は、ずうっとこの減少が続いているのです。株価が下がる。そこで外国からよく、日本の経営、日本の行政はなぜ資本の有効利用というのをテーマにしないのだ、ということが常に提言されてきたわけです。これに対する答えが十分でないから、取引は行われていても、時価総額も上がらないということが起こっているということです。

もう少し詳しく、次の図でみてみたいと思います。これをみていただきますと、よく報道にありますように、これが一日平均売買代金、これが上場の会社数です。東証の上場会社数はいま2,292。これはニューヨークです。これはロンドン、これがニューヨークにありますナスダック、韓国、香港、上海、シンガポール、こうなります。時価総額をみてください。ニューヨークがもちろんトップです。次はナスダックで、私どもがいま3番手です。2番手だったんですけど、ナスダックの上場会社数が伸びまして、我々がわずかですが抜かれたということです。

これをみてください、一日平均売買高、株数です。先ほどいいましたように、我々はいま一

日できる平均売買高は、大体 21 億株。ニューヨークは 48 億株で、これが普通の市場としては我々の倍以上できています。ナスダック、大体並んでいます。ロンドン、我々はここのところ、ずうっと並んでいるのです。シンガポールは 16 億株、韓国が 9 億株。

香港エクスチェンジ、我々の 21 億株に対して、一日に 1,365 億株できているのです。上海 167 億株。こんなにできているのです。ところが、1,365 億株できている香港の一日平均の売買代金は 59 億ドルしかないのです。これは何を意味しているか。これは、1 株ベースに直すと 5 円くらいしかしていないということなのです。

だから、出来高はものすごくふえたようにみえます。何よりも我々がうらやましいのは、低額で売買できますから、手数料が取引所にごろごろ落ちてくる。変な話ですけど。だから、実は香港が世界で一番もうかっている取引所なのです。ここに政府はスタンプデューティをかけていまして、税金を取引ごとにとっていますから、香港は実はいろんなところでそういう仕組みがあるので、法人税が安いだけを見ていると間違ふということもあります。——まあ、ちょっと余計なことです。

いずれにしても、こういう構造であるということをお我々は頭に入れておかなければいけないということです。確かに、ここです、いまよくいわれます平均売買代金が、上海に我々はここのところで抜かれまして、向こうは 186 億ドル、私どもは 155 億ドルになりました。これはやはり我々のバリュエーションが低くなっているということは否めないと思います。

次のこれが IPO、新規上場でございます。これは 2005 年～2010 年で、左から 5、6、7、8、9、10 で、赤い線が 2010 年の線でございます。これをみていただきますと、IPO 件数は断然ロンドンだったということがおわかりだと思います。ついこの前まで、2007 年か 2008 年ぐらいまでは。ロンドンの急落ぶりがよくおわかりだと思います。ロンドンが IPO 市場からガンと落ちてきている。まあ、よそのことをいう資格もないかもしれませんが。東京はこれです。もともと東京というのはこの程度のレベルだっ

たのですが、これが落ちて 12 になりました。いまはちょっと 22 に戻っていますけれども、いまは上海と同じぐらいになりました。

ただ、ここで注目したいのは、上海の下の方にあります深圳の 288、実は深圳の社長はいま 306 だといっています。300 を超えておりません。韓国も頑張っておりまして、こういう数字です。韓国はナスダックやニューヨークよりも多い。ニューヨークあたりでもずうっと右肩下がり。ナスダックもガクンと落ちました。一番きついのはロンドンですね。

香港で資金調達、中国市場にらむ

ところが、資金調達額をみますと、香港というのは 63 本しかないのに、金額は世界一です。非常におもしろい市場だと思えます。先ほどいいますように、5 円、6 円ぐらいの株がいっぱいある中で、IPO の金額がものすごくでかい。これは世界有数の企業がここへ来ているのです。ロシア最大というか、世界最大に近いアルミニウムの会社ですとか、フランスの会社ですとか、実はきょうも新聞に出ていますけど、イタリアのファッションの最高級の会社がみんなここへ上場してきます。

なぜここへ上場するかというと、香港そのものじゃなくて、後ろにいる中国に特にファッション製品を売りたい。そのためには、香港で株式を上場して名前を売っておきたい。上海に上場するのは、これは簡単ではありませんので、香港にどんどん出る。香港もこれを利用しようという行政庁の考えもありまして、いま中国の上場企業についていうと、ほとんど審査なしで上場させる。

中国は、会計が中国式の国際会計基準で、実はイギリスが認めていないのですけれども、彼ら独特の会計基準を使っておりますが、香港はそれでいいと。ノー審査。ルールも、中国行政当局が認めたものなら、香港は自動的に認めます、ということまでやりました。もちろん、この一番の強さは英語だということです。世界の金が来る。

金融センター、中心がアジアに移動

で、深圳も負けじと——先ほどいいましたように、深圳は数も多いんですけど、金額もでかいのです。深圳というのは、国有企業はほとんどありません。全部個人企業です。ただ、審査は北京の、日本でいう金融庁あたりが審査をしております、非常に厳しい審査をしております。非常にクオリティーはいい会社が上場しています。次いでニューヨークですが、かつてニューヨークはいろいろなファイナンシャルセンターとして支配していたのがずうっと落ちてきている。次に上海が来ています。だから、中国、香港もいれて、深圳、上海を足しますと、完全に金融センターはあの辺にきているということです。

ロンドンも、件数も落ちましたけど、金額も落ちまして、東京は件数は非常に少ないのですが、金額だけは、おかげさまで大きいファイナンスがありましたので、韓国を追い越すことができました、ナスダックよりは大きい。ユーロネクストよりも大きい。シンガポールよりもはるかに大きい、というのが現状であります。

では、こういう数字だけみてみますと、日本がちょっと苦しい。だけど、世界の大きい先進国がいかにかしい状況になっていて、そして、アジア、特にこの辺、実はこれにフィリピンだとかシンガポール——シンガポールはここにありますが——インドネシアですとかタイを足しますと、もっと数字が変わってきます。もっとアジア寄りになります。全部、ロンドン、ニューヨーク、ナスダック、ユーロネクスト、東京というのはずうっと右に来ます。これがいまの世界の図であります。

で、何でこんなことが起こっているかということを少し研究してみたいと思います。それは、やはり上場しているものに魅力がないということとお金が来ないということになります。上場しているのは株ですから、やはり株式の収益性、そして価格水準が、ほかのアジアの諸国等と比べてもこの国はあまり魅力がない国になったということでありまして、先ほどお話がありました

ように、取引所自体はあくまでも鏡の役ですから、どれだけ美しく映しているかということです。

これは、先ほどはリーマンショック後でしたけれども、20年間の株価の動きでございます。これをごらんになったら一目瞭然で、どこの株が一番上がったか。上海、インド、ニューヨーク、ロンドン、そして東京の株というのは、実は1990年のピークに戻り切らない水準であります。1990年のピークから、アメリカといえども、一時ここまで来ています。これを100にして500ですから、何とアメリカだって5倍ぐらいになったのです。いまでもそこで横ばっているというだけですが、日本は20年間ずうっと100以下なんです。その間に、どんどんインドなんかでも20倍ぐらいですか、なっていると思います。

これが現状ですが、この図の理由をもう少しみてみたいと思います。PERというので、図の6です。これは1株の利益の何倍まで株価が買われたかということのあらわれです。ですから、何をいいたいかというと、日本の株というのは、内外の投資家がみんなだめだと思っていたのか。先ほどの話から、どうもあまりいい数字が出ないんですけども、日本の株はもう捨てたかと思っているのかということ、実はそうではないのです。1株当たり利益の何倍まで買うかということ、日本は最高に買われているのです。これが中国上海総合指数ですから、これが上海なので、上海以上に日本の株は買われているのです。ヨーロッパなどはこんなしか買われていないんです。アメリカでも。ただ、問題は、1株当たりの利益が低いので、これまで買っても株が高くならない、ということの意味しているわけです。

それで、どうしてこういうことになるか、もう少しわかりやすいように、簡単な方程式を使いますので、図の7に行ってください。

いろいろな方程式があります。株価の方程式というのは、大体今期の予想の配当額を株主資本コストから配当期待成長率を引いたもので割る、ということによって出るといわれております。この株主資本コストというのは、リスクを

調整した後、リスクを引いた後のコスト、ハイリスク・ハイリターンとありますが、リスクをたくさんとればリターンがたくさんあるだろうと。リスクをたくさんとったけれどもリターンが少なければ、当然ものすごくこのコストは上がってしまいます。それから、配当期待成長率、これは企業の成長率を引いたもの、これが分母です。

だから、株価が上がるにはどうしたらいいかということ、ここが小さくて、こっちがたくさんあればいいんですね。ということは、ここが小さいということは、株主資本コストが実は小さい。つまり、リスクに対してリターンが大きいというふうにみられれば、ここは小さくなるわけで、そして配当がたくさん出るといって、株価は上がるはずなのです。

これを、算数ですけれども、今期予想1株当たりの利益で割ってみます。なぜ割ったかという、株価を予想利益で割ったものがPERなものですから、これを割ってみました。同じことですね。そうすると、これは簡単になるのですが、これがPERなのです。1株当たりの利益1に対して株は何倍買われていますか、ということ。1に対して何倍か、これがPERです。これを簡単にすると、配当性向を同じように資本コストと配当成長率で割ったもの、この配当性向というのは、今期の予想配当額を割ることの予想利益。利益のうち何%配当に出ますかというのが配当性向。

日本の場合は、この配当性向が低過ぎると長くいわれてきました。20%、30%、いまトヨタさんが30%でしょうか。IBMは何%だと思います。配当性向70%ですよ。私どもSGXというシンガポールの株式を持っておりますけれども、その配当性向は90%。利益が出たら株主に返すものだという普通の考えがあるのですが、日本の場合は、利益が出ても株主に必ずしも返さなくていいという思想がどうしてもこの国にあるのです。

株主といっても、別にエクイティだけではありませんよ、デットを持っている人に対する利息というものもあります。ただ、資本コストの計算というのはちょっとややこしくて、これは本

当は加重平均、いわゆるお金を借りたデットというのとエクイティ、株に対して、それぞれリスクプレミアムがどれだけつくか。恐いと思う投資なのか、恐くないと思う投資なのか。リスクを高くとってリターンが高い、リスクを高くとってリターンが低い、リスクを低くとってリターンが高い、こういう組み合わせがありますけれども、当然、普通はリスクをある程度とって、ある程度以上のリターンがあるというのが正常です。

日本の場合は、リスク1とったときのリターンが非常に危ういということでありまして、今回の国債の格付けが引き下がったという問題は、実はこういうところに影響してきます。これは本当はどうもよくわかっていないのかなという気がします、デットも同じように資本ですから、ここに影響してきて、資本コストが上がってきます。そうすると、株価が上がらない。現実に株が下がっています。なぜ、S&Pの格付けがワンノッチ下がっただけで株が下がるかというのは、プロから見ると、これは買えなくなってくる。そういう現象が一時的にはすでに起きているということです。

投資リスク高いのに期待成長率低い

時間がなくなってしまうし、わかりにくいので、スキップいたしますが、要するに日本あるいは日本の企業は、投資リスクが高い割には、どうも期待成長率、ここがあまりないんだなというふうにみられているということが一つはっきりしています。

先ほどおみせしましたように、そうはいってもPERは高く買われている。利益が出ていないのに買われているということは、日本の企業の株をあまり嫌ってはいない。高くても買ってくれている。株価がというよりも、PERが高くてもです。PERが高くても買ってくれているということは事実なのです。ただ、どうも成長率は低いんだなと思っているということになります。

もう一つは、図はありませんが、ROE

(Return On Equity=株主資本収益率) という、エクイティ投資に対するリターンが高いか低いかという問題をよくいわれますけれども、これは一部の学者、特に社会派の学者からは、ROEを使うのはよくないといわれます。それはなぜかという、ROEを上げようとするには、労働搾取をする、賃金カットしたり首を切る。そうすると、ROEは上がります。あるいはレバレッジをかける。でたらめなファイナンスをやって、デットをふやしていくとROEは上がります。あるいは独禁法に抵触して、独占的な利得を上げてROEは上がります。

そういう意味で、社会派の学者は、ROEを上げるという目的は間違っている、といいますが、いろいろな学者が、自由で公平、透明性の高い市場で、リスクが大体しっかりみえるようなところでは、ROEというのは経営指数としては有効である、ということを行っているわけです。そういう意味で、同じような文化、民主主義といえますか、そういうのを持っている国でROEを比較するというのは意味があると思います。

図の 8、これがROEです。アメリカのROEはこれ。いつもROEは大体イギリスが高いです。ご案内のように、非常に伝統的な自由経済を主張してきた学者が多いところのROE。我が日本とよく似ているとよくいわれますけれども、ドイツ、実は全然似ていません。ドイツ人というのはものすごくROEにセンシティブなのです。あれほど社会問題に厳しくて、いまでも労働失業率に対するものすごいコンサーンの高い国、このドイツでもROEをみてください。こういう軌道です。

株主資本収益率の低さは 89 年当時から

日本は 88 年からずっと、どの時点をとっても——89 年といったら一番世界で日本の株が買われたときです。時価総額最高 600 兆だとか何とかいっているときですが、このときの ROE、10%しかないのです、よその国は 20% あるときに。半分しかないのに、何でこれで買

われたか。日本はすごい国になるという本がたくさん出たりしたから上がっただけの話であって、それ以外、事実上、ここで財務データをみると、これだけ買われる価値がないのに買われていたというのが現状で、むしろこの辺は株価が日本の実態をあらわしている、というふうにいえます。

いずれにしても、この 20 年間のどの時点をとってもROEが低いということは、我々はコーポレートガバナンスということをして、いささか人気が悪くていろいろ批判されますが、独立取締役を入れるべきだとか、外からの見方を入れて、やはり資本の無駄遣いをやめないと日本の将来がありません、ということで行っているのは、実はこういう姿なのです。

よくいわれますように、イギリスやアメリカ、ドイツですら、実は不況というのを利用して競争力のない産業をつぶすといっています。不況というのは、ある意味では大事だといわれるのです。なぜなら、企業というのはずっと、ゴーイングコンサーンで、永久に常に利益がたくさん出るといことはなかなか難しいのです。人間、だんだん成功体験が出てくると、そのモデルにこだわる。しかし、いまのように技術革新等々が早いと、だめな会社は早くつぶさないとだめだ、という考えがあるわけです。そうすることでモデルチェンジをしていくことによって、企業の利益が上がって行って、税金をたくさん納めて、労働者もたくさん就職できる。

いまの労働問題というのは、エキスパートで何十年も勤めた人ほど次の職がないということが起こっておりまして、労働のリクイディティを上げる政策のほうがいいのか、労働の——ずっと一企業に 30 年も 40 年もいる——安定的な職場を提供するほうがいいのか、という社会問題をいま提供しているわけです。

非常に社会構造が変わってきておりまして、まさしく電子媒体等々をみましても、3 年、5 年するとどんどん変わっていくわけですね。そういうときに、やはり競争力のない企業が、ドイツあたりでも消えていったということによってリカバリーしていく。

韓国がその最たるものですが、なぜ韓国はいまあれだけリカバリーしているのごらんになりますか。あれは、アジア危機のときに非常に批判されましたが、スティグリッツさん（ノーベル経済学賞受賞者）なんか、ものすごく批判していますけれども、IMFが余計なことをした、実態のビジネスも何も知らないくせにと。実は、あの財閥を解散させたわけですよ。もうからない財閥に金を貸さない、IMFから金を借りたかったら合理化しろと徹底的にやって、生き延びる会社だけ生き延ばした。それがサムソンであり現代であり、LGなのです。そこへ集中しているために、韓国はいま強いわけです。

つまり、競争力のない会社は、ある意味では悲惨な状況で、失業者もたくさん韓国は出たのです。しかし、大きくなった企業がその失業者を吸収するというビジネスモデルが韓国にはできあがったということでもあります。日本は、成功したがゆえに、これがずうっと続いているということでもあります。

図の9をみていただきますと、こういう結果、どういうことが起こっているか。これが日本人投資家。日本人ですよ。我々投資家が海外株式へどれだけ……。上が国内の株へ日本人が投資している姿です。これは外へ日本人が出ていっている姿です。日本人みずからが一番よくわかっている。日本のここへ投資してもしょうがない、こっちへ行こうと。

で、外国の人はまだ少し来てくれている。でも、ごらんのとおり、一時の、流出はほとんどなくて流入ばかりだったときに比べて、2009年あたりは、まあちょっといろいろなことはありましたけれども、流出があって、しかし、外国人は日本人に比べると、まだ買ってきてくれる。外国人による完全なエクイティマーケットになっている、ということでもあります。

日本の株式は外国人が握っている

よく、日本の国債は日本人が持っているから安心だなどという、いささか情緒的表現がありますけれども、先ほどいいますように、資本と

いうのはデットとエクイティと両方でできております。これはリンクしています。それで、エクイティ資本が流通ベースで60%以上、ひどいときは70%、実際の株主として27%、外国人がこの国のエクイティ資本は完全に握っているのです。我々はもう、日本人がエクイティ資本をコントロールしている国ではないのです。そういう事実をまずしっかり知っておかないと、日本の企業が例えばファイナンスをしようとするときに、外国の投資家に聞きに行く。うちは増資しますけれども、買ってくれますか。日本の投資家には、もうほとんど聞かなくてもいいのです。キヤノンさんの場合、85%外で物を売っておられますし、株主47.8%は外国人です。外国人がキヤノンをどうにでも動かせる状態になってきている。一流企業というのはほとんどそうなっているという事実をまず我々は知ったうえで、日本は何をしなければいけないか、ということに常に考える必要があるというふうに思っています。

いまの話の続きになりますけれども、日本の機関投資家、10%ありません。そして、個人投資家、これはごらんになったら、いつも個人投資家が外国人に負けていたのではなくて、実は1990年ごろ、そのピークをつけたころ、実は個人投資家が30%も占めているのです。そして、日本の機関投資家が同じく30%ぐらい占めていて、外国人は10%ちょっとしか買っていないのです。そのときに600兆円の時価総額をつくったのです。3万8,000円の日経平均株価をつくったのです。それから外国人はずうっと日本を信じて買い続けてくれているのです、ごらんになったように。

これに対して、日本人はもう、1999年、2000年ぐらいから機関投資家はあきらめたんですね。ここまでは40%ぐらいまでやってくれたんですけど、ここからは一方的に下がって、何らかのほかの理由があるかもしれませんが、いずれにしても、この数字でみる限り、日本の機関投資家はもう日本の株を買わないというか、ほとんど売買しない。

これに対して個人の方は、一時戻るので、2006～2007年、先ほど申しました小泉内閣のと

きですね。ところが、それからまた……。先ほどいいましたように、20年間で75%下がっている株ですから、短く売買しないともうからないですよ。バイ・アンド・ホールド（長期保有）というのはもうからないようになってしまっている。ですから、当然バイ・アンド・ホールドを中心とする年金さんとか生命保険さんはあまり参加できない。

外国の人は、これはハイ・フリークエンシー・トレーディングだとか、そういうことができますので、そういう意味でも、流動性は、世界でも有数の取引所ですし、法律とかルールは、そんなことをいうと怒られますけれども、香港とか上海に比べると、ロンドンやアメリカに近い。そういう意味では、先進国の投資家はやはり安心して東証に来るということは、まだ我々の助けになっているわけです。

市場環境の厳しさは先進国共通

ルールとか、今回我々がやりましたシステムの変更で、1ミリセカンド、2ミリセカンドというのは、アメリカ、ロンドンあたりの取引業者、ヘッジファンドがやっている手法なものですから、長くここでずうっと参加してくれている。ああいうものがなければ、彼らもこの辺に来ている。つまり、全体が、日本のキャピタルマーケットそのものが死ぬという状況になるおそれがあるということでもあります。やはり大事なリスク資本というのを、何としてでも我々は自分たちで守らなければいけないなと思って、いろんなことを我々もやってみております。しかし、すべてうまくいっているわけでもない。ただ、先ほどいいましたように、これはロンドンもアメリカも、先進国はみんな同じような状況に遭遇しているということでもあります

外国人が来てくれている理由は、いくつかまだあると思いますけれども、まず一つは、日本の企業は、そうはいつでも技術開発力そのものは——経営とはちょっと別ですけども——ずば抜けているのではないかと、という気持ちを持ってくれている。もちろん、それはそれでいい

と思います。事実だと思いますが、実際は、部分部分ですけども、もう韓国や中国に負ける技術水準がいっぱい出てきています。これを案外、日本は技術国だからといって、いろいろ言葉でいっておられますけれども、どうしても追いつかないぐらい、例えばパソコンのセキュリティーの技術などは韓国が世界一です。これは日本の業者が韓国に技術を買に行っています。中国あたりでも、部分部分では、もう日本の技術が追い越されてしまっている。それはオリジナルは、確かに日本の55歳を過ぎた方が向こうへお移りになって、技術を移転されたというようなこともありますけれども、ただ、歴史をみますと、先進国の技術を盗むという悪いんですけど、いろいろコピーするというのは、アメリカがイギリスからとった、日本がアメリカからとった、日本を中国がとる、韓国がとる、これは批判したり何かする問題でもないのです。

現実には、技術というのはそうやって教育水準にあわせてとられていく。たまたま韓国や中国の教育水準がそこまで来ていなかったのですが、残念ながらというところですが、いまや彼らのほうが教育水準は上です。学校ランクも、ごらんになったらわかるとおり、いま中国の、英語と中国語でやっているビジネススクールが上海にありますけれども、日本人は入れない、難しくくて。アメリカのマサチューセッツ工科大学あたりの生徒がマサチューセッツから動いています。日本の人で何人か受けた人、私、知っていますけれども、とっても難しくついていけない、というぐらいのレベルの教育を中国はやっているということでもあります。

私は、日本は早く教育水準をすばらしいところまで上げ戻さないと、技術はどんどん流れていってしまうというふうに思います。こういうことが現在、市場で起きているということをお伝えしておきたいと思います。

東証の取引コストは2番目に安い

ただ、東証は、いろいろ批判もあって、都合の悪い取引所であるようによくいわれるんです

けれども、ちょっと資料が古いので、2007年にニューヨーク・ストック・エクスチェンジが外のプロのこういうところに頼んでつくった数字でありまして、取引コストが世界でどこが一番安いのか。ニューヨーク・ストック・エクスチェンジがつくったからではありませんが、ニューヨーク。これはベースポイントです。15.06ベースですから、1万円買えば15円という感じですか、そういう感じ。東証が18.75で、世界2番目に安いのです。

これはどういう計算をするかという、イギリスが一番高い。これが実はイギリスがどーんと取引所シェアを落とした理由ですけれども、イギリスはかわいそうなんです、税金がかかっている。全部これ、税金を入れて計算しています。税金なかりせば、23.53ベースポイントになると書いてありますから、この辺に来たのです。オランダぐらいには来たのでしょうか、イギリスは、実は証券取引に関しては税金が非常に高い。香港も、さっきいきましたスタンブデューティ。イギリスの系統はみんなスタンブデューティがあります。

とにかく、これはマーケットインパクトといって、例えば1,000株、100万円市場に出したときに、どれほどほかの株に影響が出るかという、インパクトという指数計算があります。これが変動率になるのですけど、それからクリアリングフィー、クリアリングフィー等を入れますと、ちょっと書いていないのですけど、実はシンガポールは高い市場なのです。

我々がハイ・フリークエンシー・トレーディング用の機械を入れました。おそらくシンガポールや香港がルールを変えなければ、アジアであれが使えるのは東京とシドニーしかありません。なぜならば、取引すればするほど香港、シンガポールは実はお金がかかる。つまり、取引所はもうかる。ですから、利益は、シンガポールはそれほどではないですけど、香港は、先ほどいいますように、もうかっている。だって、これだけの手数料、マーケットインパクトがかかるということは、これだけ取引所がとっているということですからね。これ掛ける先ほどの出来高ですから、当然香港がもうかる、という

ことになります。香港の場合はいま、うまく効果が出ているということでしょうか。

それでは、次に、では、制度はどうなっているのか。これはよくいわれていますので、ほとんどスキップしてもいいと思いますが、この緑のところだけいきます。法人税、これは日本は35にさせていただいたということですがけれども、アメリカは、分析しなければいけないのです。ステートタックスとフェデラルのタックスがありますので、ステートによっては、いま43%ぐらいになっているところもあります。

シンガポールをみてください。ここ、法人税17でしょう。あらゆる税金、株式、譲渡益課税、配当課税、印紙税。PEというのは、実はシステムを置いたときに、それは単なるシステムじゃなくて、それは企業だとみなして、企業側として税金かけるかどうか。全部ここはただ。これだったら、当然来ますよね。これと我々は競争しているんですよ。だから、我々がいうのは、これに近づけてください、ということをしているわけです。そうでないと……。

日本をみてください。何でもありなのです。「有」、「有」。税金、キャピタルゲイン課税ここはいま10%にさせていただいていますけれども、この前も民主党さん、これを20%にする主張されて、我々の大臣であります自見（金融担当相）さんによって、ようやく10%……。でも、これ、10%でちょうどチャラでしょう。20%だったら、どうしようもないでしょう、これ。印紙税は、日本はかかりませんが、印紙税かかかるところは大体少ないのです。先ほどのように、イギリス系のところがかかるんですが。

我々は、一番まいておきますのは、PEタックスというもの。Permanent Establishment tax。つまり、サーバーという小さな箱、コンピュータの箱を、東証のサーバーの機械の横に置くコロケーションというサービスがあります。アメリカでは外国人がサーバーを置いても無税です。イギリスも無税。はっきり文書で書いています、無税だと。中国には、大体そういうサービスはありません、コロケーションなんて。もちろんシンガポールは無税。韓国にもコロケ

ーションはありません。日本だけ、外国人がサーバーをおくと法人税をかけている。これで競争しろというのです。これは非常に苦労しているということです。なんぼ2ミリ秒の機械を入れて、コロケーションでネットワークを張って、400億も金かかっても、世界から来たら、それには法人税がかかります、とっているのですから、来ないわけです。それでも、ちょっと例外的に、文書は国税は出してくれないのですけど、条件をつけて、こうしたら法人税はかからないということをいってくれています。ただ、文書を出しませんので、だれも信用していないのですが、一部のアメリカのヘッジファンドは、それでも来てくれています。

いま我々、取引量の30%はコロケーションというところを通過した。つまり、それがなかったら、我々のいま1兆3,000億あるいは22億株の出来高は、おそらく7掛けになっていたと思います。そこがあるおかげで、これを何とか、少なくともアメリカ、イギリス並みにしてください、ということをやっているんですけど、税金が減ることは何でもやりたくないというのがいまの……。しかし、これを大きくして取るという作戦のほうが、私は大事だというふうに思うわけです。

時間がありませんので、絵面はこのくらいにいたしまして、もう釈迦に説法ですけど、スウェーデンあたりは、消費税は25%。それで一般個人——8割ぐらいは一般個人というんですけど——この人たちは地方所得税だけかかって、31.4。高額所得者はこの2割おられるんですが、この人たちはさらに20~25%税金を納めなければいけませんので、56%ぐらいが所得税。そして消費税は25%。そして、この前スウェーデン大使とお話ししたら、退職した後、現役時代の6割ぐらいはもらえるということです。法人税だけは26.3%と低いんですけども、そのかわり、ご案内のように、スウェーデン政府は絶対に企業を助けません。ボルボという自動車がありました、ご案内のように、中国に買われました。それでいいというのがスウェーデンの考えで、国の金を使って産業を救済する必要はない、という考えを持っています。

ただ、そうはいつでも、スウェーデンは輸出産業をものすごくサポートしております。取引所でみますと、OMXというシステム、これは世界じゅうにばらまかれていますけれども、国家戦略的にこれはスウェーデンがいまばらまいているものですし、いろいろ輸出産業ですばらしい成功をしているものがあります。ですから、その辺は少しセールストークもあると思いますけれども、スウェーデン大使などは、負担が大きくなって給付だけよこせというのは、それはロンドンから始まって、あるいはスウェーデン自身もご案内のように、銀行も倒産するという非常に厳しい状況に陥って、絶対に給付だけを上げるといことは経済ではあり得ないんだと。ということで、やはり平等負担というのを高目にしているということでもあります。

食糧危機を前になぜ門戸開かぬ

私は、日本の、さっきから申しますような、起死回生の筆頭はTPPだろうと思います。別にTPPでなくても、EPAでもFTAでもいいんですけども、TPPが成功すれば——成功するというか、テーブルについて何かやれば——世界は日本を見直すだろうと思います。私は、世界の会議では、そういうことをいっております。農業が当然問題になりますけれども、ご案内のように、農業、260万人口、平均年齢が65.8歳、この人たちにずうっと助成金を出しながらやって、どこへ行こうとしているんだ、ということです。

世界の人口がいま、70億弱です。もうすぐというか、40年で90億になるといわれます。20億から25億、アフリカなどを中心にふえるわけですけども、食料は4割不足するといわれます。にも関わらず、何か日本で話題になっているのは、よそから食品が入ってくるというのが問題になっているんですね。いま、逆なんです。食品が入ってこないかもしれない、ということの問題にして、よその国は政策をやっている。

例えば、韓国はもっと日本より自給率が悪いんです。ですから、NHKさんのテレビでこの

前やっておりますけれども、韓国は自分の国内にある耕地面積と同じものをウクライナとか沿海州にすでに買って、現代などの農業団体がすでに農場をつくっております。自分たちは、最悪でも韓国民族は食べるものがある政策、そのためには世界から食料が入ってくるような政策を打とうとしているのです。

我が日本は、世界から食料が入ってこないような政策を打とうとしている。我々は、こういう政策を続けていたら、絶対これは飢饉に陥ります。飢饉に陥って、スターベーション、明らかに食べるものがなくなりますよ。

だから、TPPで、私は農業助成はやっていいと思いますし、アメリカだって、多大なる農業助成をやっております。アメリカは農業助成をやっていないなんていうことはとんでもないことでありまして、後ろに政府がぼっちりついております。スイスもそうですし、フランスもそうですし、大抵の国は農業は助成されております。それはやはり食料ですから、助成しても決しておかしくないと思います。

ただし、それは国際ルール上はフェアにみえるところで、ルールでやらないと、中でやんなきゃしょうがない。そういうことでありまして、それは、TPPで産業が出ていく、産業が収益を上げることができれば、その原資ができるわけですから、そういうことが必要だと思います。

TPPなければ就業機会逃げる

さもなければ、韓国がヨーロッパとFTAをやりましたけど、日本のメーカーさんはみんな韓国へ行きますよ。あそこから輸出したら、ヨーロッパへ輸出したら、税金はかからないんですもんね。日本から輸出したら税金がかかるんですから、負けますよね。韓国製品にして、メイド・イン・コリアにしてヨーロッパへ持っていけば、十分ヨーロッパの商品と競争できる。メイド・イン・ジャパンは課税される。そういうことになるんだったら、どんどん日本から産業が出ていってしまう。ますます就業チャンス、若者の就業の場所はなくなっていく。

ですから、学生に、あるいは職のない人に数万円ずつ渡すとか、そういう政策で解決するような問題ではないところに、いま我々は来ているということです。

もう、いう必要もないんですけども、いま、15歳以下の子どもの比率はわずか13.5%しかありませんから、あと17年で28%が65歳以上。37年たつと33%以上が65歳以上というすごい国になるわけです。それから、世帯数をみますと、2015年でピークの5,060万世帯といわれています。それがいまでもどんどんそこへ向かって走っているわけですが、あと5年後からは、この世帯数が減り始めるわけですね。急速に減ってきます。

そうすると、自動車ですとか、家電製品ですとか、ちょっと関係もあるかもしれませんが、住宅とか、国内でそう簡単には売れないと思います。大体70歳といたら、自動車の免許証を返そうかという方もふえてきているわけですから、みんな歩き始めるわけですよ。歩くための何か投資をしたほうが、本当は日本の国内の投資になって、自動車は、若者がふえていく外で売ったほうがいい、という戦略になります。

現実には、来年からずっと計算される中国の自動車の販売台数、年間3,000万台といわれます。いま、アメリカで1,500万台。完全にいまはアメリカをちょっと超えているんですが、1,200~1,300万台だと思いますけれども、中国は3,000万台売れるようになるといわれます。実はインドのほうがもっとすごいんですが、我が日本は370万台といわれております。

ですから、どこで自動車をつくらなければいけないか。当然、自動車会社さんは十分お考えになっているので、そうすると、ますますメカシステムの日本の就職というものは、あるいは下支えしております中堅企業というものも当然、外へ出ていかなければいけない。

大連あたりへ行くと、台東区そのものが大連にあるという姿をみるそうです。日本の中小企業が300社ぐらい、みんなそこで大企業をやっており、町ごと移っている感じだそうです。そ

ういう事実をしっかりとらえていかないと、企業は生きるために当然出る必要があれば出ていくということをやっておりますので、我々はそういうことを考えなければいけない、ということでもあります。

要請として、今後、経済はどうなるんだという話もしろということでしたのですが、時間があまりありませんので、もし質問が出たらということにいたしまして、その辺は、QE2の問題、先進国がどちらかというデフレっぽくて、発展途上国がインフレっぽい、この調整が行われるという問題。

それから、チュニジアの問題、この問題はざうっといわれてきましたけれども、とうとうエジプトに広がる。これはリーダーのいない革命が起きている。Twitterですとか、Facebookですとか、そういうものがどんどん広がっていくと、きっとこれは起こるということは、もう数年前からいわれておりました。つまり、レーニンみたいな、だれかアドボケーターがいて革命を主導するのではなくて、やはり貧困——だから格差が一番危ないわけですが、思想とか、そういうことではなく——もう食えない、職がない、その不満をTwitterなんかでどんどん打ち込んでいく。Twitterは伝染病みたいに広がっていきますから、何月何日にデモしようぜ、これがチュニジアのケース。それがあつという間にエジプトにうつり、いま、サウジアラビアとか、それこそカタールとか、あの辺の一種の独裁国家みたいところは非常に脅えていますよね。

一番本当にナーバスなのは中国だと思えますけれども、ただ、中国は、よくご存じのとおり、完全にコントロールしているわけですね。テレビはもちろんですけども、Twitterから何から、いざという場合は見えなくする技術を持っている。この辺は中国の技術はすごいものがあって、日本の防衛庁、この前ハッカーされたらしいですが、ああいうことは中国では絶対に起こらないと中国がいつています。防衛の真ん中にハッカーされるなんていうことは、中国にはあり得ないと。そのくらい、中国のその辺の技術というものはすごいものがあって、逆に

いうと、言論を自由に流せないように必死になっている。

中国は、一番怖いのは、あのエジプトが中国にうつるということです。もはやピリピリしているんですけども、例えばあの尖閣諸島問題のとき、日本で中国を批判しますと、中国のマスコミは意図的に報道しなかったりするんですが、日本におられる中国の人が向こうへすぐ流しちゃうんですね。で、日本でだれが中国に対して何をいった、というのはあつという間に広がって、個人攻撃が起こるのです、だれだれはけしからんと。というようなことが中国では起こっている。これは、今後、経済の問題で相当考えなければいけない。

ヨーロッパは、要するにECBが、300倍ぐらいのレバレッジがかかって、そこがレポの金すら出している。短期市場がヨーロッパは死んでいます。いわれるほど問題が解決してはいない、ということだけ申しあげておきたいと思えます。

あと時間がありますので、最後に、取引所としての問題というものを、ちょっとETFを……。我々は、先ほどいいますような状況なものですから、コモディティとか、そういうものも取引されるように市場を変えようと思ひまして、ETFというものを導入しました。10本ぐらいだったんですけども、いま97本になりまして、おかげさまで取引量も、ごらんとおり、ふえてきております。

金の取引は、おそらくアジアでは最大の取引市場になっておりまして、実はボストンの金を上場して取引して、これは同じものがシンガポール、香港に上場されているんですけども、東証が最大の取引量だったんですが、加えて、実は東京工業品取引所で金にかえられる特殊なETFを三菱信託さんがつくられて、これを上場して、これがボストンのETFと同じぐらい取引ができるようになりまして、ETFで日本は金の相当の取引国になっております。

で、何でもあります。大豆でも、いろんなものを上場しております。ニューヨーク市場は1,100ぐらい、ロンドンが1,200~1,300ETF

がありまして、アジアでは、この97というのは最大ですけども、香港がもう60本ぐらいあります。我々としては、できたらこれを数百本にしたい。いろいろな商品、マーケットニーズがあるものをみつけて、これはまた引受業者も必要ですし、マーケットメーカーも必要で、簡単に思いついてすぐ上場するわけにはいかないのです。上場しても、マーケットメーカーができてくれないと取引量ができないということがありますので、その辺を考えて上場していきたいと思っております。

一番最後に、いわゆる取引所の問題、市場外取引、必ずしも規制上場市場で取引しないでいだろうという問題です。これだけ申しあげて終わりたいと思います。

米英市場は取引所外取引が急膨張

これはニューヨーク、シェアが34.42%になっております。我々、おかげさまでまだ92~93%のシェアがありますけれども、すでにニューヨークは、ニューヨークに上場している株のわずか34%しかニューヨーク証券取引所では取引が行われていなくて、この取引所外取引、これが黄色い線、こんなに伸びてまいりました。

ナスダックにしても、ほとんど上昇しません。このバッツ(BATS)、これは市場として一応登録しているんですけども、50人ぐらいのコンピュータの天才たちが集まってつくったコンピュータだけでやっている取引所です。これがこれくらいシェアを持っています。

これはロンドンをみるともっとはっきりしておりまして、ロンドン・ストック・エクスチェンジは我々と同じぐらい、90%近いシェアをついこの前まで持っておりました。2009年1月のシェアがこれですから、ついこの前まで持っていたんですが、たった1年ちょっとで一時50%まで落ちました。いま60%に戻しましたけれども、だれが食ったかという、このチャイエクソ(chi-x)というのが食ったんですね。これは、アメリカでは取引所の登録をしていませんけど、こちらは取引所というよりも、コン

ピュータを使ってやるわけですが、バッツ(BATS)というのも来ていますけど、これらが何と30%近くとってしまったわけです。チャイエクソが東京に来ました。もう活動して始めております。我々は、こういう人たちと戦わなければいけない。

おかげさまで、市場全体に占めます取引所外取引、いわゆるPTSのシェアは、日本は大体こんなところなんです。多くなっても6%、8%、行ったり来たり。シェアは少しずつ下がってきていますので、わかりませんが、いまのところ、このくらいだったらまだまだ何とかなる。しかも、この全体の中で、PTSといわれるもの、いわゆるちゃんとしたファシリティーを持った、取引所らしいものを持っているシェアというのは、この中の30%ぐらい。だから、8%あるいは7%としましょうか、その30%だから、全体でみるとまだ2~3%だということです。

では、そのほかは何だというと、これは証券会社の中でクロス取引をしている分です。いわゆるインター・ブローカー・トレーディングと申しますが、必ずしも取引所に来なくていいですから。ただ、日本の場合は、幸い、クロスしたものは東京にトストネット(ToSTNeT)というのがあって、クロスを提供する市場です。これは世界にないんです。東証だけしか持っていない。このトストネット(ToSTNeT)に来てくれるんです。ほとんど手数料などはいただけないんですけども、どこが何をやっているか全部わかるし、我々の取引量の中に入る。これがあるおかげで、日本ではなかなかこれが伸びないで——私からみると——いてくれる。国民経済的にどっちがいいかというのは、ここはレギュレーションのかかかっていない市場でございますので、ディスクローズをあまりしていません。私は、やはり透明性の高い本則市場のほうが大きくなるのが大事で、アメリカの、この前から事件が起きている問題は、これなのです。透明性が市場から消えた、これを監督当局がチェックできなかった、ここで事故が起きたわけです。

だから、よくいわれるように、ディスパースというんですか、フラグメンテーションという言葉が使われますけれども、分散化すれば効率

がいいんだというような学者っぽい意見は、すべて正しいとはいえない。私は東京のシステムは非常にうまくワークしていると思ひまして、世界の取引所にもその話もしていますし、ワシントンのシャピロさんにもそのメッセージも送っております。

以上でご報告を終わらせていただきます。
ご清聴、大変ありがとうございました。(拍手)

<質疑応答>

司会 長時間、お立ちの形でどうもありがとうございました。

冒頭、私のほうから2つほど伺いたいんですけども、話が随分多岐にわたりましたけれども、斉藤社長、前に再生機構のトップもお務めになられていて、お話の中で、企業の新陳代謝が日本において乏しいということを非常におっしゃられている。最近、就職活動をみていても、中小企業の人材を求める意欲が非常に強いのに、学生さん、どうもそちらに行かない。マッチングの仕組みもあまりない。

ただ、考えてみれば、松下も昔は中小企業だったわけですし、ソニーも中小企業だった。じゃ、この20年で失われたといわれますけれども、この間に大きくなったベンチャーの雄というのは何かありますかということ、いくつか指を折れないというような状況はあると思うんですね。

そういう意味で、日本で新しい成長する企業を生み出す仕組みに何が必要なのか、あるいは何がだめなのか、あるいは、では、退場するときのルールに何が欠けているのか、その点が一つ。

もう一つは、先ほどお話しになられていた、ことしから来年にかけての経済全体をみるうえでのキーポイントというのが、先ほど、QE2が6月に期限が来たときにどうなるかということ、少しお話しになりそうになりましたけれども、経済を俯瞰するときのポイント、全体的な話、この2つを伺えますか。

斉藤 どうしたら新しい革新的な仕事が出てくるかというのはなかなか難しい問題だと思うんですが、歴史的には、ホンダさんであろうと、いまおっしゃったように、パナソニックさんであろうと、我々の世代あるいはその前はみんな中堅以上ぐらいの企業ですから、あまり差がなかったわけですね。エスタブリッシュメントとしての差は、まあ日立さんとか、そういうのはちょっとあったと思いますけれども。そうすると、就職するにしても、結構分散していった。

いまの若い人は、就職の相談なんか、よく私、後輩なんかから受けるんですけど、やっぱりでき上がった会社をいいますね。「おもしろくないぞ、きっとそこは行っても」といっても、「いや、安定しているでしょう」という。実は安定していないんですけども、安定しようとする。この思考が一つ問題だと思う。

失敗するとたたく文化変えないと

これは日本だけじゃないかもしれませんが、これも、チャレンジして失敗した人を完膚なきまでにたたく。要するに、悪い趣味だと思うんですね。犯罪をやっていたらちょっと別だと思えますけれども、ちょっと安っぽい話をすると、アメリカあたりでは、チャレンジをやる人間というのは非常に高く評価しますので、チャレンジして失敗した人間というのは、案外高く評価されるというんです。大体もう一回やれよというんですね。サポートするよ、そういう会話はよくあるんですね。成功する人が2割ぐらいで、8割ぐらいが不成功の人が多いため、常にそういうのは当たり前だと。そんな成功しないよな、もう一回やれよと。ビル・ゲイツであろうと何であろうと、みんなそうやって生まれてきた。

ビル・ゲイツも、いま Facebook の——ちょっと映画の宣伝になって悪いんですが——映画がもう始まっていますか、ぜひごらんになってください。どんなに彼がたたかれたか。めちゃくちゃたたかれて、どんどん広がって行って、いまや時価総額5兆円ぐらいですよ。あれ、大

学在学中からですから、ハーバードの大学にいたときに女性の比較表をつくってやっていく、それがこうなった。途中でたたかれるんですけども、やっぱり育てる人もいるわけですね。

日本で、チャレンジした人には、失敗しても称賛すべきだと思います。もう一回チャレンジ。そういう人たちがいると……。フランク・ナイトが本に書いているように、ご案内のように、不確実性にこそチャレンジするしか、技術進歩、文明の進歩はないんだと。しかし、不確実性にチャレンジする人というのは、ウルトラオプティミスティック、超楽観主義の人でないと考えられない。おっかなくてしょうがない。自分の財産、命をかけて、成功するかどうかかわからないものをやるという、それは異能だというわけです。そういう異能な人がちょっとだけいて文明というのを進めてきたので、そんな人がたくさんいたわけではない。だから、そういう人をつぶしちゃったら、もうその社会はだめだ、ということを書いているわけですが、こういう考え方がずうっと欧米にはあるわけですね、そういうものをリスペクトしよう。

日本は、本当にそういうことがないと、たたくということがあまり意味がないんですね。単なるおもしろい読み物かもしれませんが、そこから何も価値が生まれてこない。まあ政策論争をやったたたかれるのは、それはしょうがないにしても、ビジネスチャレンジとか、いろんなことをやって、フェールしても育てていくというようなことが必要じゃないかと思えます。

経済について申しますと、ご存じのとおり、QE2というのは6月までに6,000億ドルの長期債を買うと。これは続けるのか、続けないのかというのは、いまはクエスチョンですが、一番アメリカで騒ぎになったのは、ブッシュの減税を、まさしくマニフェストで一番にたたいてきて、それで大統領になった人が、延長するといっただけではなくて、実は2%ほど社会保障給付税のカットが入ってしまっていて、あれは9,000億ドルの資金緩和になっているんですね。これはすごく株が上がって、アメリカの場合、

個人が株を持っているために、株が上がるとすぐ消費が上がります。そういうことでできているんですが、問題は、歴史的にみて、このごろの特徴は、ビジネスモデルが変わってきていて、金融を緩和しても失業率が改善しないという現象がずうっときているんですね。

これは、日本も5%という失業率そのものは、まあいろいろありますけれども、結構悪いとすれば、もう長い15~16年のゼロ金利、金融緩和にもかかわらず、こういうことがある。これはアメリカも非常に気にしてしまっていて、金融緩和、ゼロ金利に近いことをやっているんですが、9%の失業率、これは直らないで、いま、むしろちょっとふえていますね。これがいまの経済の特徴です。

日米ともに労働のミスマッチ

これは何でかということ、労働のミスマッチが起きているんですね。首を切られた人が、比較的に変なことが起こっているのは、例えばゼネラルモーターズみたいに、比較的長く勤めていたメカの人、一つの特徴を持っている人が職をなくした、この人が新しくつこうとした職場に、もうそういうメカニックを使う産業がない、ということが起こっているわけです。やるとすれば、コンピュータに強くなきゃいかんとか、パソコンに強くなきゃいかんとか、Twitterの使い方だか何だか、そういう人は、意外とできない。

これは日本でも起きてしまっていて、ミスマッチがものすごく大きく走っている。ミスマッチをアジャストするファシリティー、つまり職業訓練所、そういう施設に多額の金を入れて調整しないと、失業が構造化するということが起きているので、政策として何をしなきゃいけないかというのがはっきりしてくると思います。

司会 会場からご質問を募りたいと思います。どうぞ。

質問 昨年の夏でしたか、トロントに行きまして、エコノミックリカバリーの前のセッションのシンポジウムで座長をいたしました。私、

2005年のグレンイーグルズのサミットへ行きましたんですけど、そのときのテーマの一つが地球温暖化だったんですね。

その地球温暖化について、そのころ日本がほとんどリードしていたんです。ところが、この5年の間に完全にドイツに政策的に抜かれたし、太陽電池なんかでも中国のほうが大きいのが出てきて、ずうっと日本は下になってきているんですね。

特に、この前NHKでやっていましたけれども、緑色革命というので、中国はいくつかの環境プロジェクトをやろうというときに、韓国は環境省の次官も行って、企業も連れて行って8つのプロジェクトをとって、日本は1つしかとっていないんですね。ですから、そういう意味で、グローバル戦略に対して、どうも日本の企業は弱いという気が……。少なくとも徹底していないんですね。

この前、実は世界経済研究協会というところで、私もパネリストになって、復活戦略を問う、というのをやったんですが、そのときに韓国の専門家から聞いたのは、インドに行きますと、日本の電気製品が粗悪品だっていうんです。韓国は優良品だと。なぜかという、インドみたいなところは、電圧がものすごく低いわけですね。しょっちゅう壊れる。韓国は、その対策をしている。日本のやつはしていない。そうすると、日本は粗悪品だ、こういうことになっちゃうので、いずれにしても、いま日本の企業というのは、よっぽどふんどしを締めかえてやらないといけなし、政策と選択が必要ですね。

例えば、去年は、韓国のサムソンは1兆円の半導体投資をしている。日本は、40社が6,000億円である。そうすると、一国内の市場においても韓国のほうが強いんですよ。ですから、日本は結局、そういう選択、集中……。本当は同友会とか経団連が一緒になって、この分野ではこういう企業を全部連合させてやるとか、政府もそれを応援するとか、そういうようなことが必要なので、そういうことがきちんと徹底しない限り、取引所のシェアがどんどん下がると思うんですが、どう思われますか。

成長持続性（サステナビリティ）とは

齊藤 全くそのとおりだと思いますね。

Accounting for Sustainability という会合が世界でありまして、このヘッドは、実はイギリスの皇太子なんですが、つい2週間か3週間前も北京でこれが開かれまして、私、行きました。何だか知らないんですけども、アジア系なのは私だけで、あとは全部大体イギリス人、オランダ人とかヨーロッパ系ですが、サステナビリティというテーマは、ものすごく大きなテーマになっているわけですね。

日本の企業の方とサステナビリティという話をすると、一部の企業は非常に進んでおられるところが数社ありますけれども、それ以外、一般論でいうと、それ、何ですか、というような話があるんですが、まさしくサステナビリティが実は戦略化してきている。日本でいうと、ポリューションとか、人権問題とか、そういうものが全部入るんですが、こういう問題をいうと、何か倫理的な問題としてとらえる。まあ、これもあるわけですね。

皇太子はどういうふうに関心したかという、先ほどの話につながるんですが、いま人類は70億弱いる。40年で90億になる。1955年が25億だった。その人口が40億ちょっとふえてきた。この40億人ふえる過程で我々はどれだけの天然資源を使ったか、どれだけの食品を使ったか、そして汚したか、ということ計算しているわけですね、皇太子のグループがありまして。それを、いまから20億人ふえる過程でどうなるかという、先ほどの問題になりました。まず食料が40%不足するんです。天然資源は、なくなっちゃう。だから、同じスタイルのビジネスモデルはもはや使えない、変えなきゃいけないんだ、ということで訴えた。

この訴えに対して、おっしゃるように、中国はすぐリスponsした、「そうだ」といって。この辺がまた、何というんですか、ずうずうしいという言葉がいけないですが、自分のところは結構やっているんですけど、北京でこの会議を開くということ。東京じゃ開かないですね。

北京で開きました。副大臣が来まして、もうベタ褒めですね。我が中国は絶対一緒に入ります。入ります、やりましょう。

この Accounting for Sustainability というのは、皇太子の考えは、アカウンティングの報告の中に、単なる earnings per share だとか、利益だけではなくて、いかに我々は物を使わないように努力したかとか、水を汚さなかったとか、そういうことを何か指数化して入れることによって、そこの企業の価値を上げる。いわゆるエンタープライズバリューを上げて、それを評価しようではないかという社会をつくらうということです。

これはなかなか簡単じゃないことはご存じで、いうは易くて、私は、実際それはどうするんですか、という話を常に問題提起しているんですが、なかなか簡単ではありませんが、ただ問題意識があるということは事実ですし、中国たるや、それを利用して——という悪いんですが——緑化産業というものを核にしようとしています。韓国もそれに対応しております。確かに、その辺がすぐれているということですね。日本はしっかりしなきゃいけないということ。

それから、先ほど、インドの話がありましたけれども、よく日本の経済界の人と話す、「日本は何がすぐれていると思う？ マーケティングだ」とおっしゃるんですね。しかも、現場だと。日本の産業の強さは現場主義だと。これはアングロアメリカンはよくわかっていない、大体そうだ、これは正しいと思うんです。アングロアメリカンは確かにトップダウンで、意外と現場を離れていて、日本に比較的やられてしまった。

アジア勢は市場動向にもっと敏感

ところが、いま、我々の競争相手はアジア人なんですよ。韓国とか中国は、もっとマーケットオリエンテッドなんですよ。だから、あれは冷蔵庫でしたか、テレビでしたか、かぎがかかっている。なぜなら、子どもがとらないようにかぎをかけようというって、すぐ韓国はかぎつ

きの冷蔵庫を売ったら、かぎのついていない日本の冷蔵庫は売れないとか、そんなことか起きているんですよ。

よくいわれるように、携帯電話が最高なんです。携帯電話というのは、日本はどんどん国内で開発していった。お財布にもなるし、電話もかけられるし、音楽も聞かれる。何でもできる。これが結局、中国とかインドで電信法のあれで合わなかったわけですね。それで、フィンランドのノキアですとか、いまや中国、韓国もそうですけれども、LGなんかそうですが、単なる電話をかけられるものだけ安くつくったわけです。なぜなら、マーケットはそれしか求めていなかった。日本だったら、音楽を聞いたり、いろいろするけど、インドあたりで、食うか食わぬかという仕事をしている人たちが音楽を聞くとか、そんなことに携帯電話を使うなんて、考えられないです。あくまでも携帯電話は電話なんです。だから、電話機能だけ。そして、おっしゃるように、インドの場合、電気がありません。電気がずたずたなんですね。そうすると、バッテリーで動く電話機という点で、バッテリー機能に集中して携帯電話を売って大成功した。

日本は、こういうところで全部、実は負けています。なぜかという、インド人とか中国人と話す、日本の産業は全然マーケットリサーチしないよ、といいます。ですから、欧米人に対しては日本はすぐれたものを持っていたかもしれませんが、いまや我々のコンペティターは、同じセンシティブティーを持っているアジア人なんですね。そういう点では、おっしゃるとおりだと思います。

質問 先ほど、市場とか取引所の国際競争力について、税金などの点で問題提起されたと思うんですが、取引所自体ができることの一つに、取引時間の延長というテーマが挙げられました。いろいろワーキングを重ねて出された結論は、昼休みの30分延長。これは、ちょっと正直、国内の証券会社さんの負担増などを配慮しながら半端な結論になったようにみえなくもない。改めて、時間延長しても、そんなに利便性向上にならないのか、ということ。そもそも、この30分の延長、これは5月からということではないん

でしょうか。あるいは今後、先物なんか、もう真夜中までやろうという動きもあるわけなので、このあたり、どんなふうにお考えなのか、お聞かせいただければと思います。

齊藤 この決定の報告のときにも申しあげましたように、これは始まりであるということで、これは結論ではないということでありまして、何でも今後あり得るということをお答えしたいと思います。

現物をどう取引するか。それは、取引所の問題もありますけれども、現物という現株をお客さんに勧めて売買なさっている——我々は市場参加者と申しますけれども、いわゆる業者の方です——業者の方がそうしてくれとおっしゃらないものを、取引所が「おまえら、やれ」というような発想は私にはないですね。やっぱり何回も参加者と話しました。特にお金のあまりない、でも一生懸命やっておられる、そういうところは、もうやめてくれと。設備投資をしなきゃいけない。じゃ、昼を埋めたから何人来るんだ。確かに来る。来ないよりは来る。だけど、採算のある数字じゃないんだ。10万株来たって食えません。100万株来たらいいいんですけど、来るんですか、という質問なんですよ。

私は外資にも聞いたんですよ。そうしたら、必ずしもその時間があればもっとできるということにはなりません、とおっしゃいますしね。

それから、先ほどいいように、実は東証の場合は——ほかの市場は違います——とまっているということに意味があるんです。なぜなら、さっきいいましたように、トストネット (ToSTNeT) というのを持っているわけです。トストネット (ToSTNeT) というのはクロス市場。これは業者、大きな、億株単位の取引が行われますけれども、これは値段がとまっているからクロスが入れられるんです。値段が動いているときに、どのプライスがベストプライスかというのはわからないので、それはとにかくやめてくれと。特に大手の機関投資家、生保さんとか年金さんとか、それから大きな証券会社も、とにかく昼休みをやめるのだけはやめてくれと、すごい声だったのであって、東証が何かやったのではなくて、私どもはマーケットの声をリア

ライズしたということです。

先物取引は夜中にも需要

ただ、ご指摘のとおり、現物はそうなんですけど、先物とかいうのは、あるいはオプションというの、これはもう算数の世界なものですから、私は、個人的にはオプション、先物は夜中やらなきゃいけないんじゃないかと思っております。

というのは、この問題を解決しようと思って、TOPIX指数を、先物をロンドンに上場してみました。しかし、本当に取引が少ないです。先日行って、「なぜでしょう」と聞いたら、やっぱりマーケットメーカーが少ないわけ。1社、2社しか入っていない。これじゃ、スプレッドは50ベースあって、非常に取引ができていない。それに対して、日経さんはシンガポールとCMEに上場している。実は大阪だけじゃないんです。シンガポール、CMEの効率がでかい。ここで相当の取引業者が入ってきているために、20ベースしか離れていない。そうすると、やっぱり20ベースのほうへ行くよと。

では、東京はずうっと開いていて東京で取引が行われれば参加しますか、というと、「その可能性はあるね」ということです。ただ、問題は、東京は開いていたら、東京でちゃんと夜中にやるか、先物指数を。これはやるかもしれないし、なかなか難しい問題ですね。これは設備がものすごく大きくなります。ただ、どこかではやらなければいけないんじゃないかなと私は思っております。

質問 きょうのテーマは「日本株は甦るか」というテーマで、我々はこれに非常に期待してはいたんですけども、それ自体、お話がないんですが、多分、この東証市場における投資部門別売買状況で、海外投資家が6割ですよ。アメリカが景気よくなれば、確かに日本の株が上がりますね、あれ。だから、たぶん日本株はもう甦らないだろうと。そのかわり、アメリカが上がれば日本の株が上がるというふうな状態だと思うんですね。

斉藤さんの立場からいうと、甦らないということをおられると、これはなかなか難しいと思うんですけど、もう（ピーク比）4分の1が20年間ですよ。それで、僕は、甦らないというふうにはつきりいふべきだと思うんです。それで、アメリカの景気がよくなれば、日本が、海外でこうやって投資家を買ってくる、それしかないんじゃないかということをおられるべきじゃないかと僕は思いますが、どうですか。

斉藤 なかなか難しいですね。きょうのテーマは、こういうところに問題があるので、いろいろ政策等々もみんなで理解し合って、やはり規制の問題ですとか、税金の問題ですとか、もう少しちゃんと対応しないと、おっしゃるとおり、本当にだめになってしまう。やはり日本人が自分の国の株を買わないと、これは大問題であります。ご案内のように、先進国ではこういうことはないんです。どこも、アメリカといえども、アメリカの個人はアメリカ株しか普通は買わない。外国株は、機関投資家は買いますが、個人が、日本みたいに外国の株を直接買うというのは、非常に奇異なんです。

で、日本で奇異なことは、釈迦に説法ですけど、1つは派生商品、先物とかオプション、それから為替、こういうものは、プロ的な世界から見ると、最も情報が非対称的である。つまり、プロの情報と、ミセスワタナベが持っている情報とは全然違う。だから、これは素人は入らないものだ、というふうに世界的になっているんです。韓国はちょっと違いますけど。

ところが、日本は、ミセスワタナベがどーんと入って行って、これがなかりせば市場が成り立たないぐらいになっている。この辺、何とか私は、プロの方にどんどん入ってきてもらいたい、こういう先物とかなんかは。先ほどの年金等々、もっとヘッジをかけながらですね。

この前、スウェーデンの年金の運用者が来られて、スウェーデン大使館でちょっと話があったんですけども、日本の年金運用の実態を尋ねに行かれて、株は何%入れています？と聞いたら10%といわれて仰天したと。どうやって年金が払えるんですかと。スウェーデンは40%入っていると。20%が自国株、20%が外国

株で、スウェーデンはいま、国債か何かの金利が3.5とか何からしいんですよ。そうすると、3.5は、運用者が保証しなきゃいけないらしいんです。そのかわり、毎年とかじゃなくて、10年とか20年でいいんです。そうすると、いま平均15%回っているそうですよ。2009年は随分やられたけれども、もう2010年に取り返したと。だから、ヘッジ機能だとか何かも必死で考えられるわけですね。そういうことによって年金の運用——この127兆円というんですか、これは世界最大の年金。この次は40兆円のノルウェーですから。

北欧は中央銀行が年金を運用

で、スウェーデンなんかも、半分ぐらいの、20兆か30兆しかないと思うんですけど、これを7つに割って、そしてほかの業者に競争させているんです、政府が。ノルウェーも、年金の管理者は中央銀行なんですよ。厚生省ではない。で、中央銀行が必死で競争させているんですね、幾つにも割って。で、競争に負けるところはどんどん外していくというようなことをやって、年金を何とか10数%回そうということをしている。

実は、きょうのテーマは、我々、一緒になって、そういうことを何かこう……。あきらめて「だめだ」というのもあれなんですけど、あまりにもちょっとそれは無責任過ぎるような気もしましてね、まだまだ私は、それでも日本は生きる道はたくさん残っていると思っております。

市場も、何もシンガポールほどあけっぴろげにしなくても、この市場でこれだけ来てくれるんですから、もうちょっと、例えばPEタックスははつきりノータックスだよといってくれるだとか、いろんなことをやれば、市場が活性化してまいりますと、日本の個人も帰ってくる。やっぱり70%下がる市場で買いなさいよというのもちょっと酷だと思うんですよ、正直いますと。そこのところを何とかしたい、という気持ちできょうはこういうテーマです。

質問 あるエコノミストが、あと10年ちょ

っとすれば、日本は三流の国になるといいますか、スペインとか、その辺からも追い抜かれてしまって、相当劣化の加速度がついているというんですね。いまの政府のスタンスが、日本が衰退していく基本的な問題がどこにあるか、それをどうやってこ入れして直していくか、そういう発想がないんですよ。

私は、日本人全体が劣化していると思うんですよ、人間として。これが本当の危機ですね。その最たる一つの象徴的なものとして——長くなって済みませんが——センター試験というのがありますね。実にくだらないですね、あれは。遠藤周作という作家がいて、彼の文章を試験に出して、この文章を読んで、1から5までのうちどれが正しいかを選べという試験があった。遠藤周作もその問題を見て、おれもよくわからん、というんですね。

要するに、私のいいたいことは、答えが1つしかないなんていう、そんなばかな問題はないですよ。十人十色でいろんな発想で、いろんな答えが出るわけですよ。だから、感受性とか感性とか、そういう人間の本質的なもの、分析力も含めて、そういうものを試す、そういうものの錬度を高めるような教育が日本はゼロですわ。

株の問題も、僕もいいたいことがいっぱいありますけれども、そういう基本的な問題で非常に危機的な状況にあるということを僕は思っているんです。ご所見を。

昨年11月に、たしか「エコノミスト」で、ジャパンシンドロームという高齢化問題が載っています。お読みになったと思いますけれども、ああいう状態において日本に金が入ってこなくなつて…。どうですか。

中韓も高齢化、日本だけではない

斉藤 ああいうのをみていると、日本のことばかり、そこで書いていますね。そのときに、じゃ、中国はどうなっている、韓国はどうなっているという分析なしに単独で日本だけの問題にしています。

中国は、あと10年か15年したら大変な労働

不足に陥って大問題にぶつかりますよ。13億人の人口のうち、共産党員は9,000万人しかいないです。どうやってあの体制を——先ほどいったように、モバイルが発達しているときに、だんだん教育水準が上がってきて……。中国は中国なりに大問題があるわけですよ。

だから、どこも必死なんですよ。ご案内のように、アメリカも、オバマさんがいったけれども、オバマのいったとおりにならないよな、民主党員も、現実には無理だったということもあるし、オバマはけしからんという意見もあるし、いろいろあるので、日本だけが何かとっても地球のうえで地獄に落ちていっている、というようなことは考えるべきじゃないと思います。これはみんな一緒の地球のうえで生きていますので、相互に何らかの関係がありながらいくので、ちょっと楽観主義過ぎかもしれませんけれども、一番大事なことは、あまり悲観的に「だめだ、だめだ」というと、若者は本当にだめになりますので、やってみろ、おもしろいぞと。

私は、就職試験に黒い服を着て、白いえりを出して歩くの、かわいそうだ。「君たち、しっかり勉強しろ。技術を身につけなさい。英語をしゃべりなさい。世界に行けば職はいっぱいあるよ。何で日本で丸の内を歩いて、職がない、職がないとやるんだ。中国へ行ってみろ、すぐ採用されるから」といっているんですけど、そうやって——まあ、これはちょっとうそがあるんですけど——エンカレッジしてやるということは、我々の責任じゃないでしょうかね、と思います。

司会 どうもありがとうございました。最後、フランク・ナイトの楽観論で締めくくっていただきまして。

長時間でありましたけれども、斉藤さんにもう一回拍手をお願いいたします。(拍手)

(文責・編集部)



「日本株は甦るか」

株式会社東京証券取引所グループ
取締役兼代表執行役社長 齊藤 惇

2011年1月31日

図-1 リーマンショック後の主要国の株価指数推移

(2008年9月初=100)

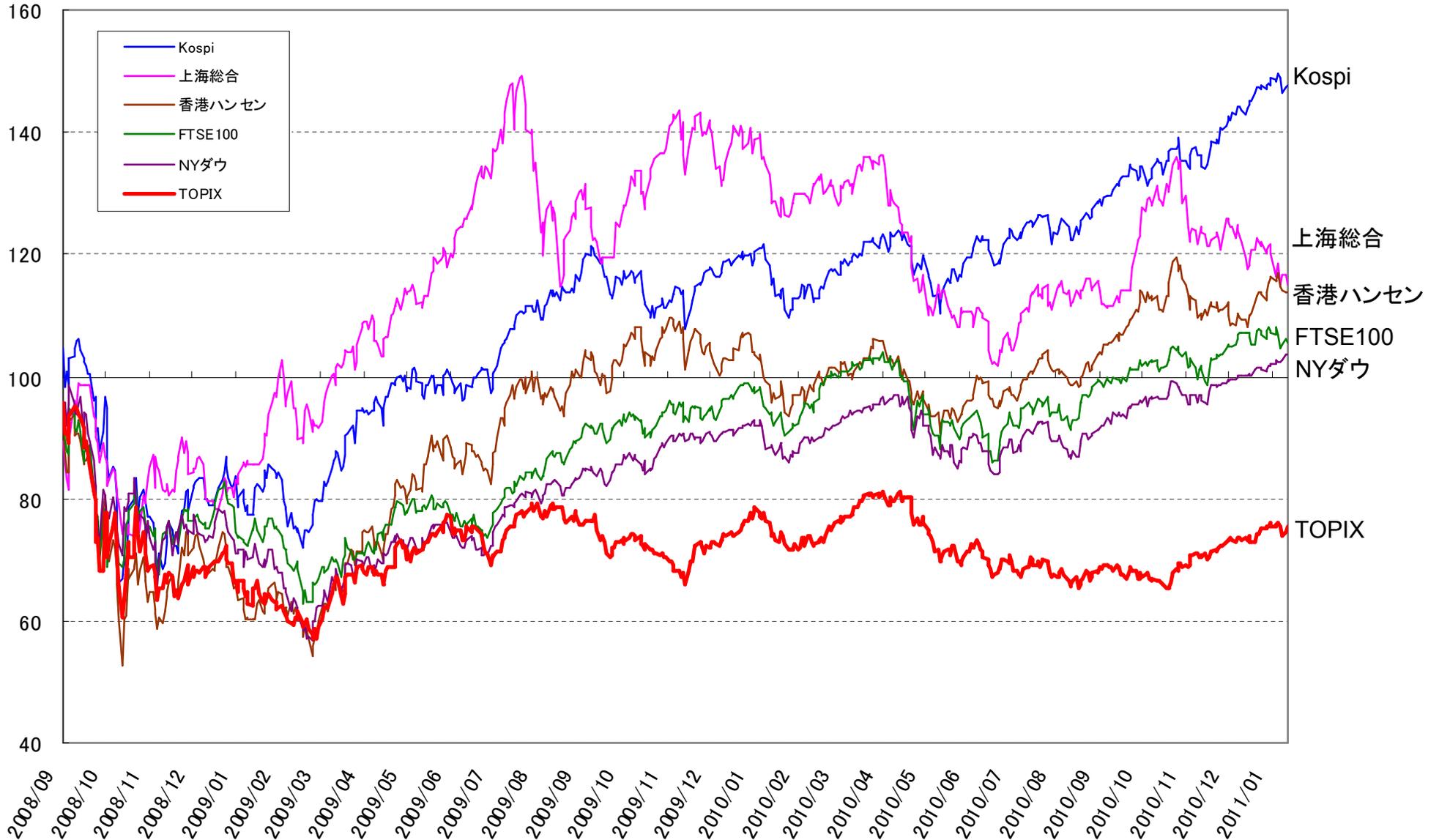


図-2 TOPIX及び売買代金・売買高（1日平均）の推移

売買代金（億円）
 売買高（十万株）

TOPIX
 (ポイント)

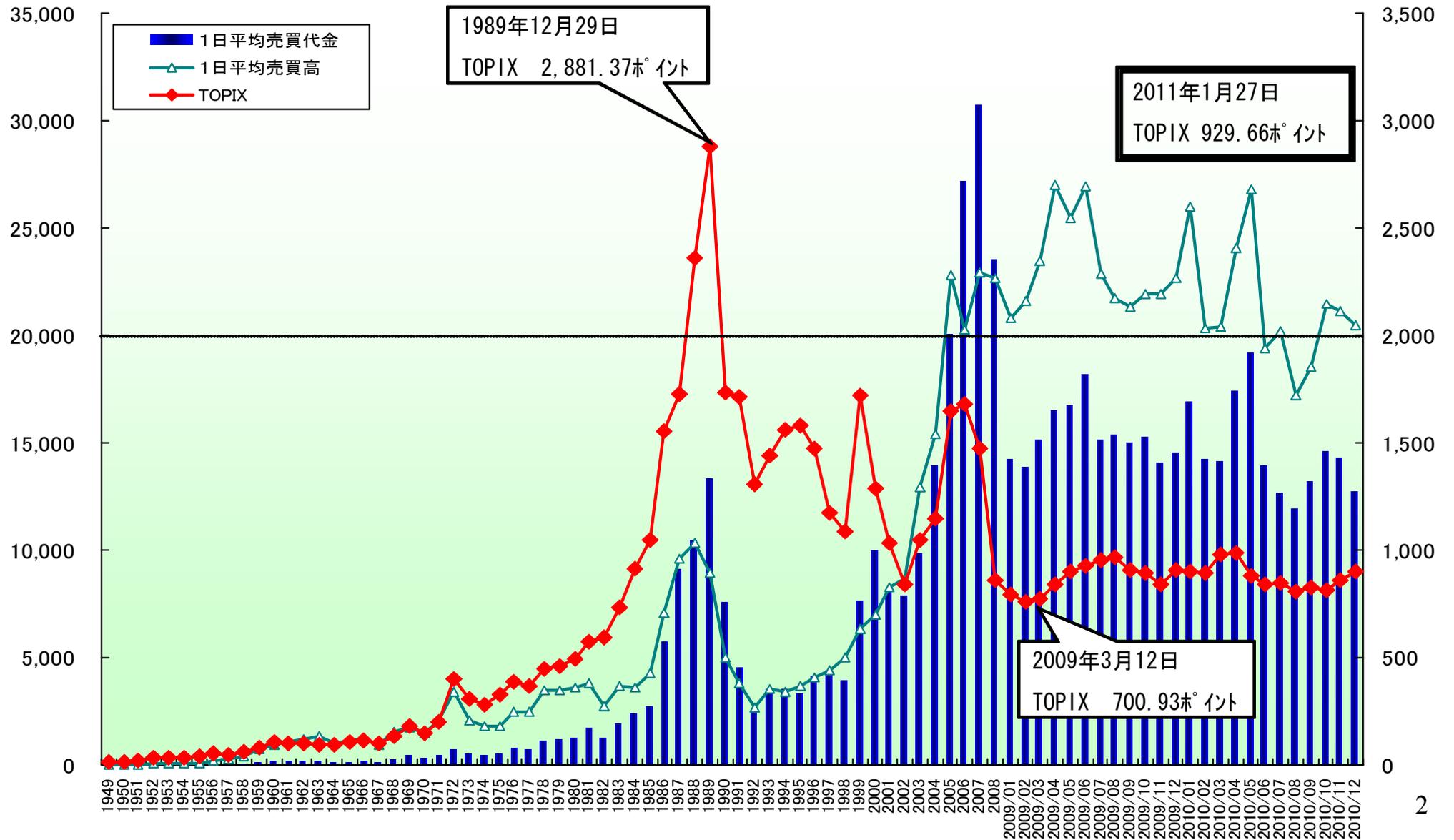
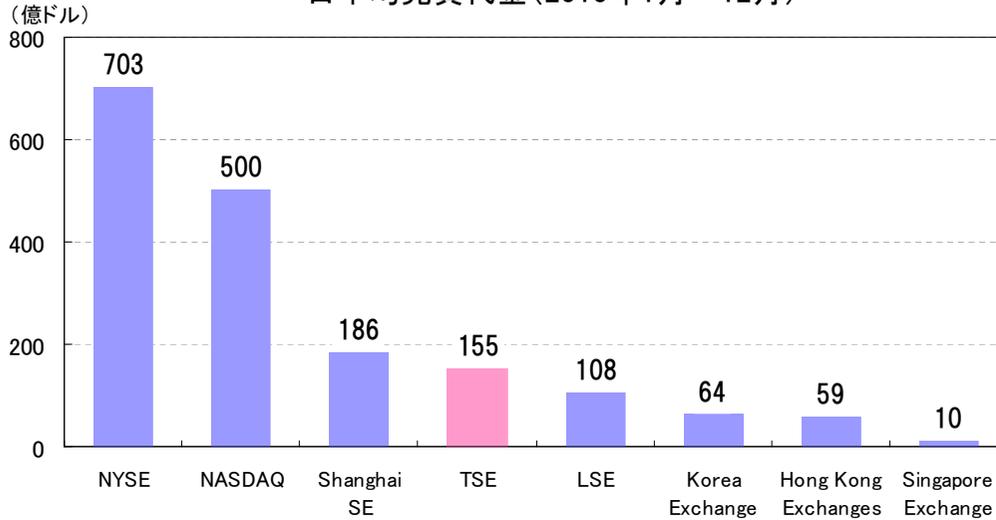
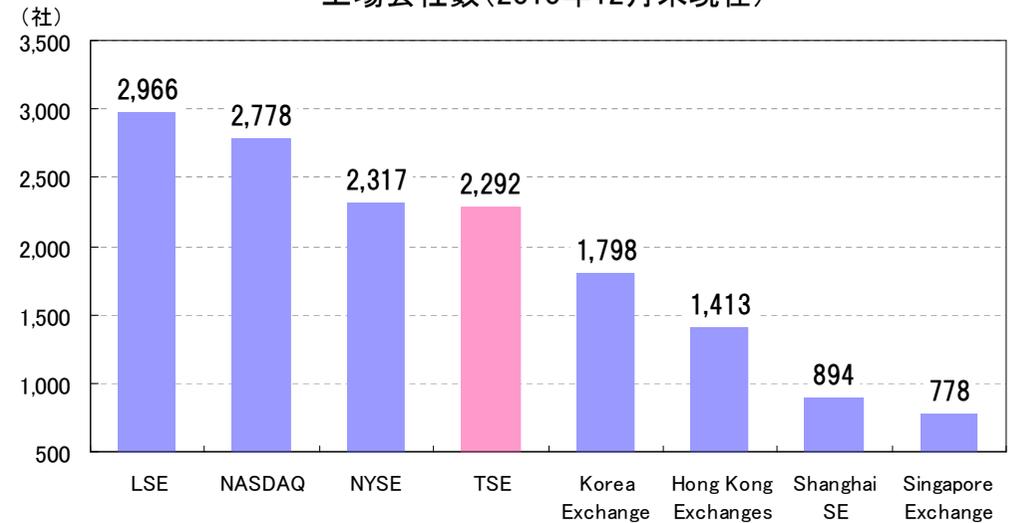


図-3 主要取引所の比較

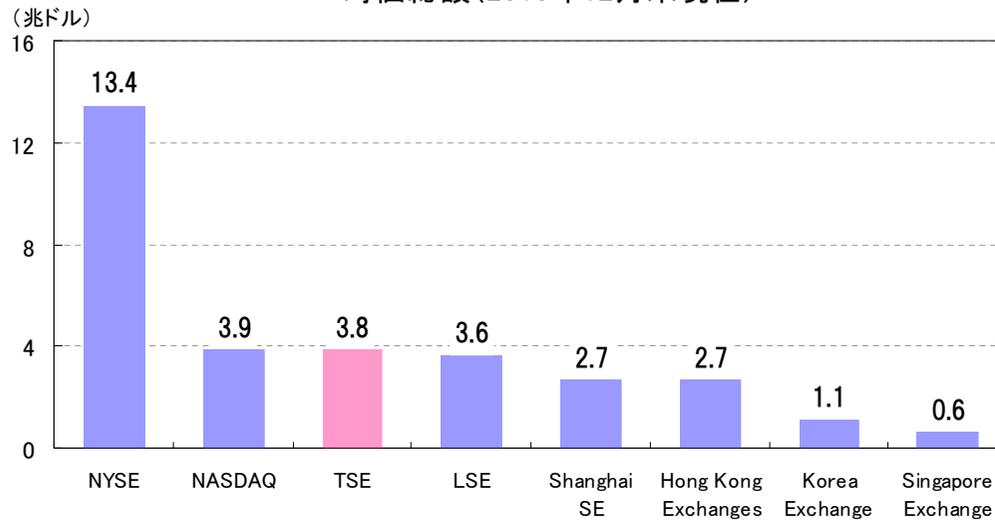
一日平均売買代金 (2010年1月～12月)



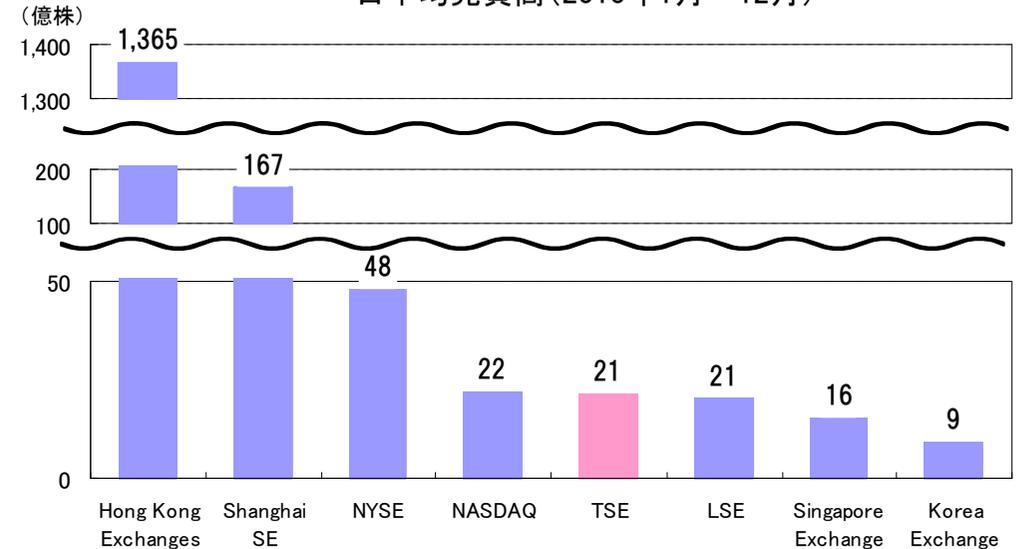
上場会社数 (2010年12月末現在)



時価総額 (2010年12月末現在)



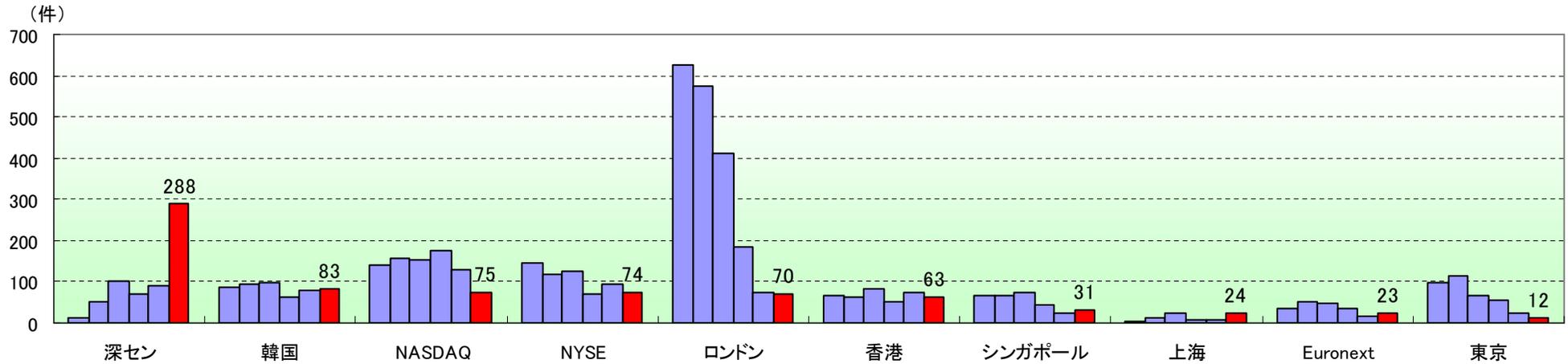
一日平均売買高 (2010年1月～12月)



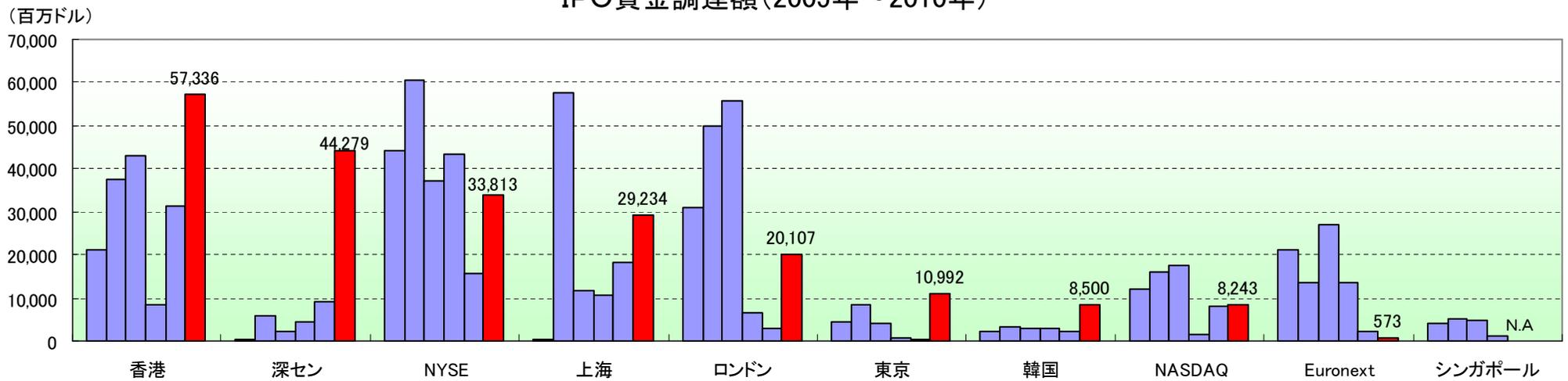
(出所)WFE、各取引所HP

図-4 世界主要市場のIPOの状況

IPO件数(2005年~2010年)



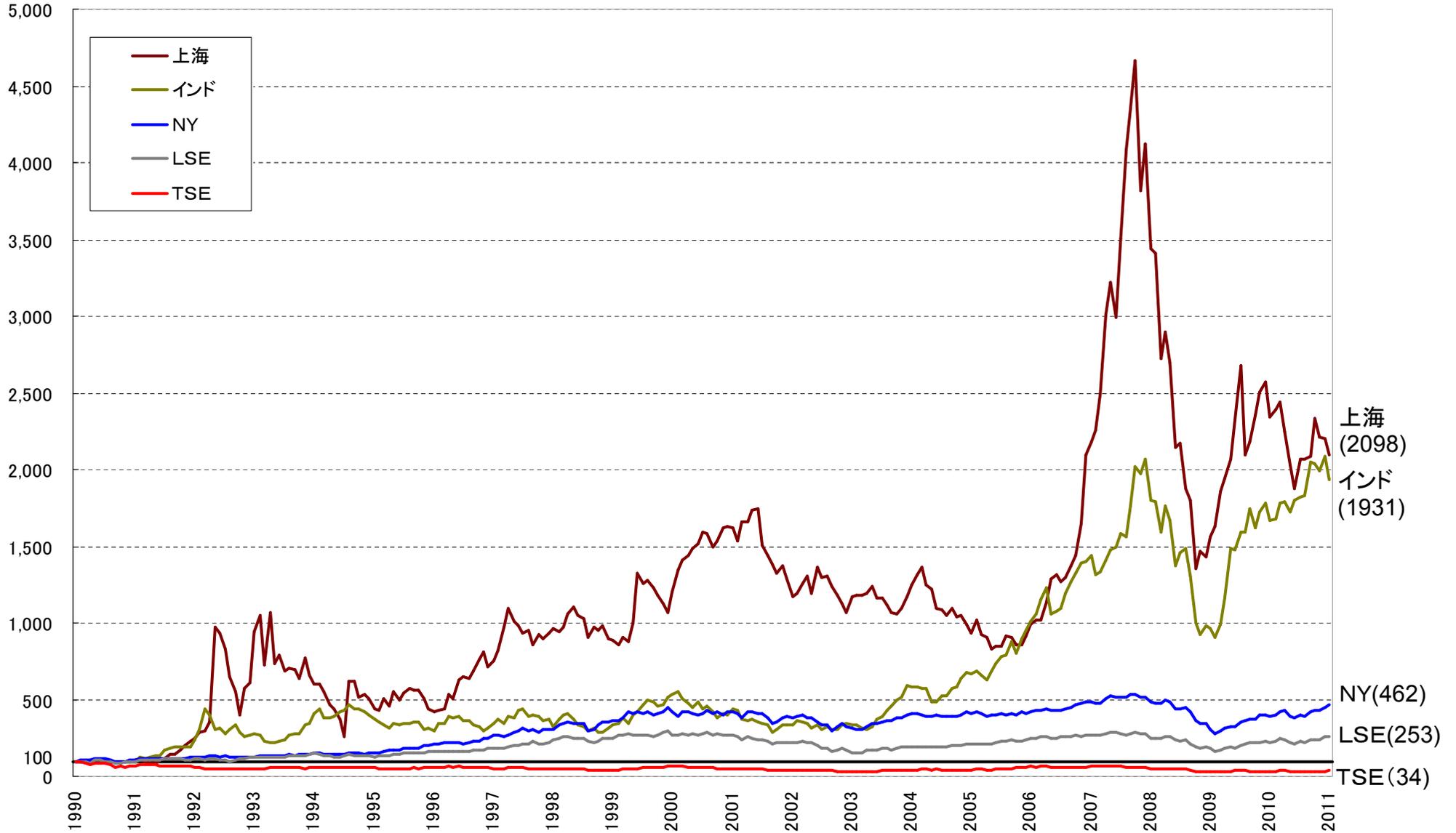
IPO資金調達額(2005年~2010年)



(出典)WFE HP、東証調べ (一部データについて非公表)

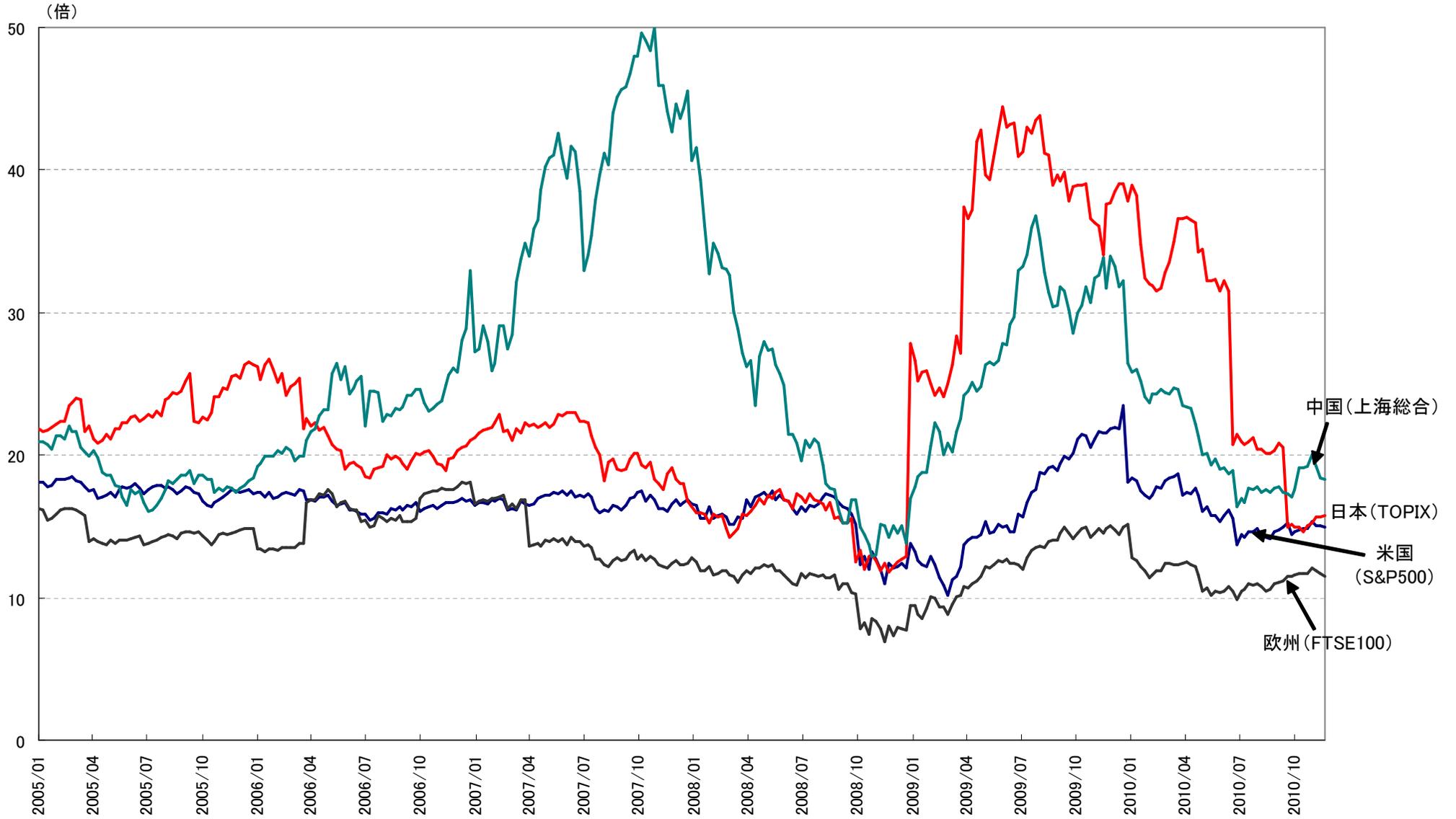
図-5 過去の20年間の主要国指数の推移

(1990年初=100)



(出所) Quick、各取引所HP等

図-6 世界の主要市場のP E R



(出所) Bloomberg

図-7 財務方程式

$$\text{株価} = \frac{\text{今期予想配当額}}{(\text{株主資本コスト} - \text{配当期待成長率})}$$

→ 両辺を「今期予想1株当り利益」で割ると・・・

$$\frac{\text{株価}}{\text{今期予想1株当り利益}} = \frac{\text{今期予想配当額} \div \text{今期予想1株当り利益}}{(\text{株主資本コスト} - \text{配当期待成長率})}$$



$$\text{PER} = \frac{\text{配当性向}}{(\text{株主資本コスト} - \text{配当期待成長率})}$$

図-8 先進各国のROE比較

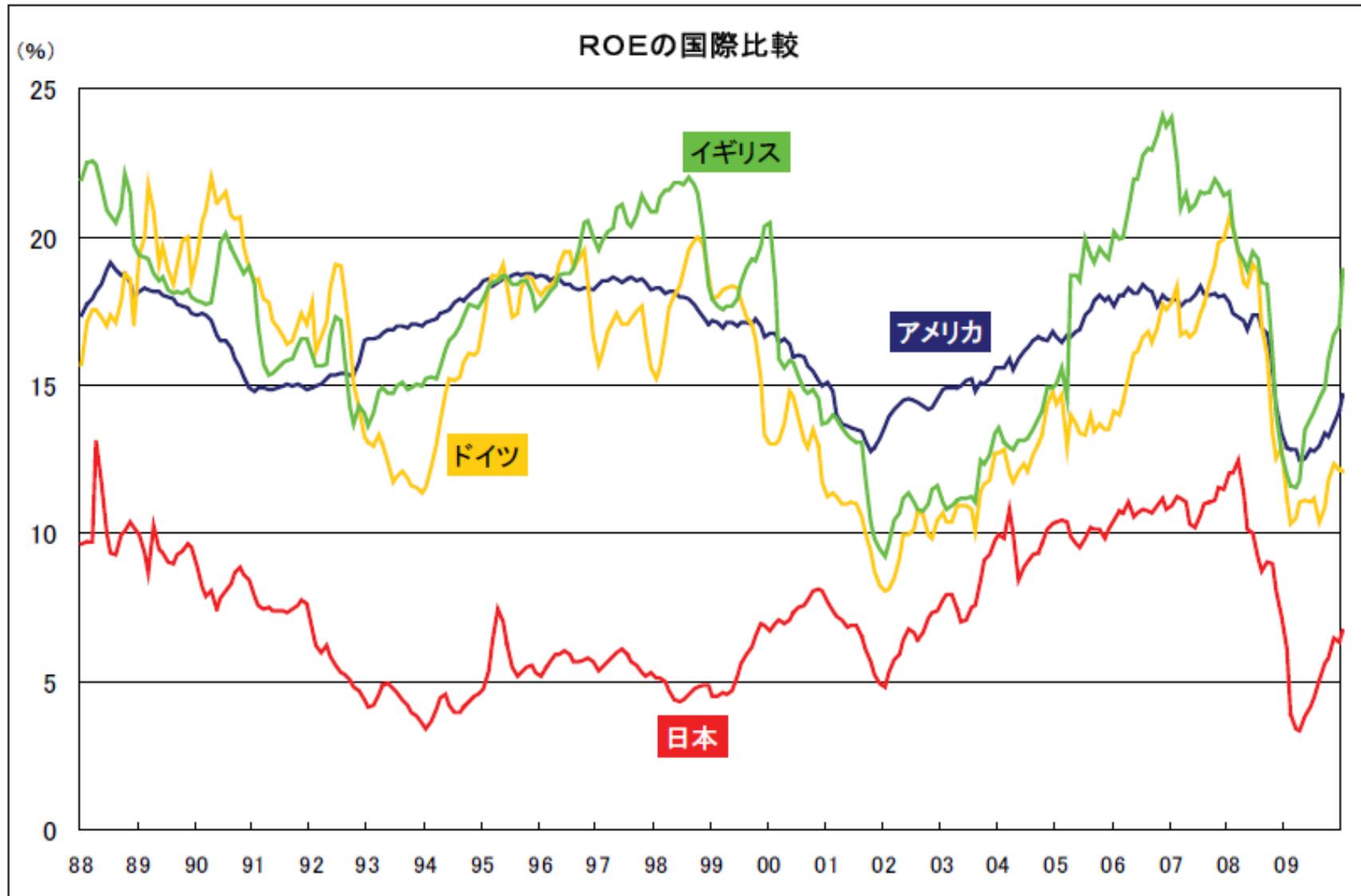
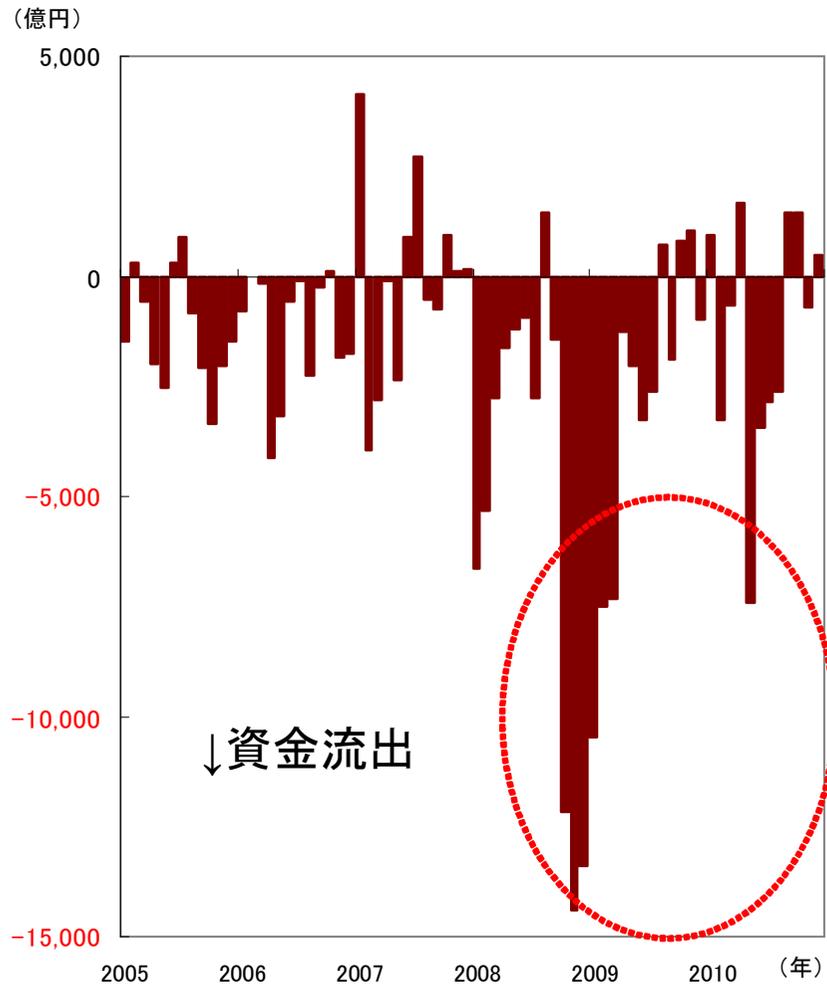
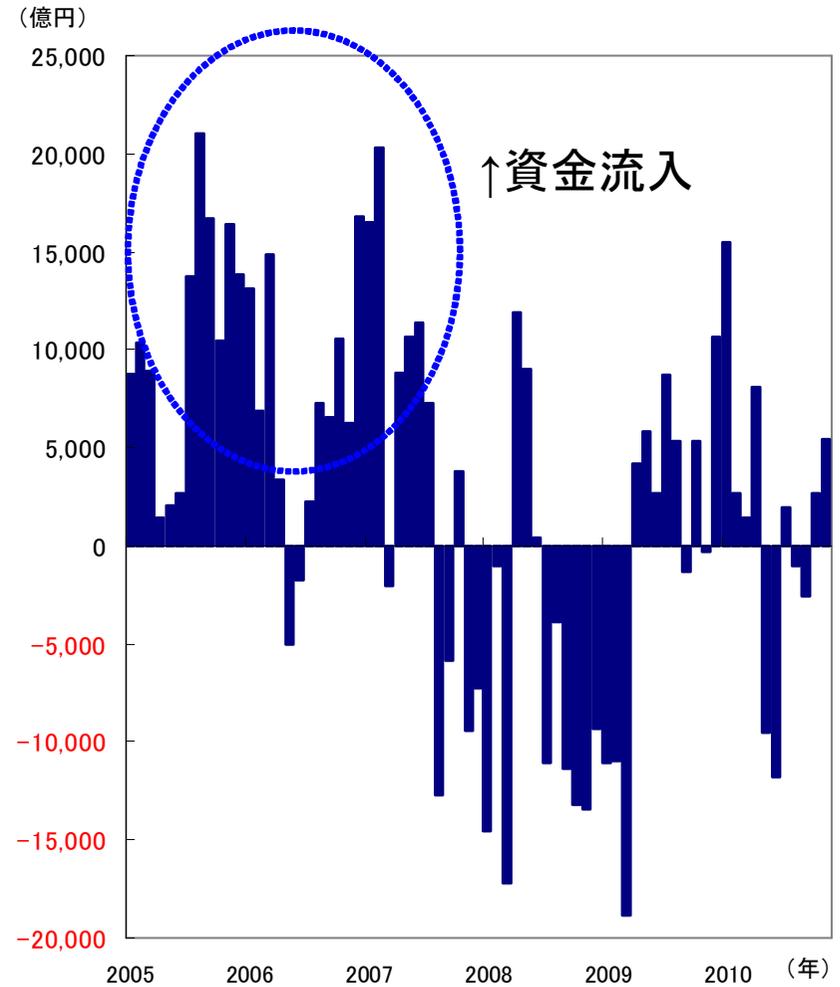


図-9 国内外の投資家の資金流出入の状況

日本人投資家の海外株式への投資

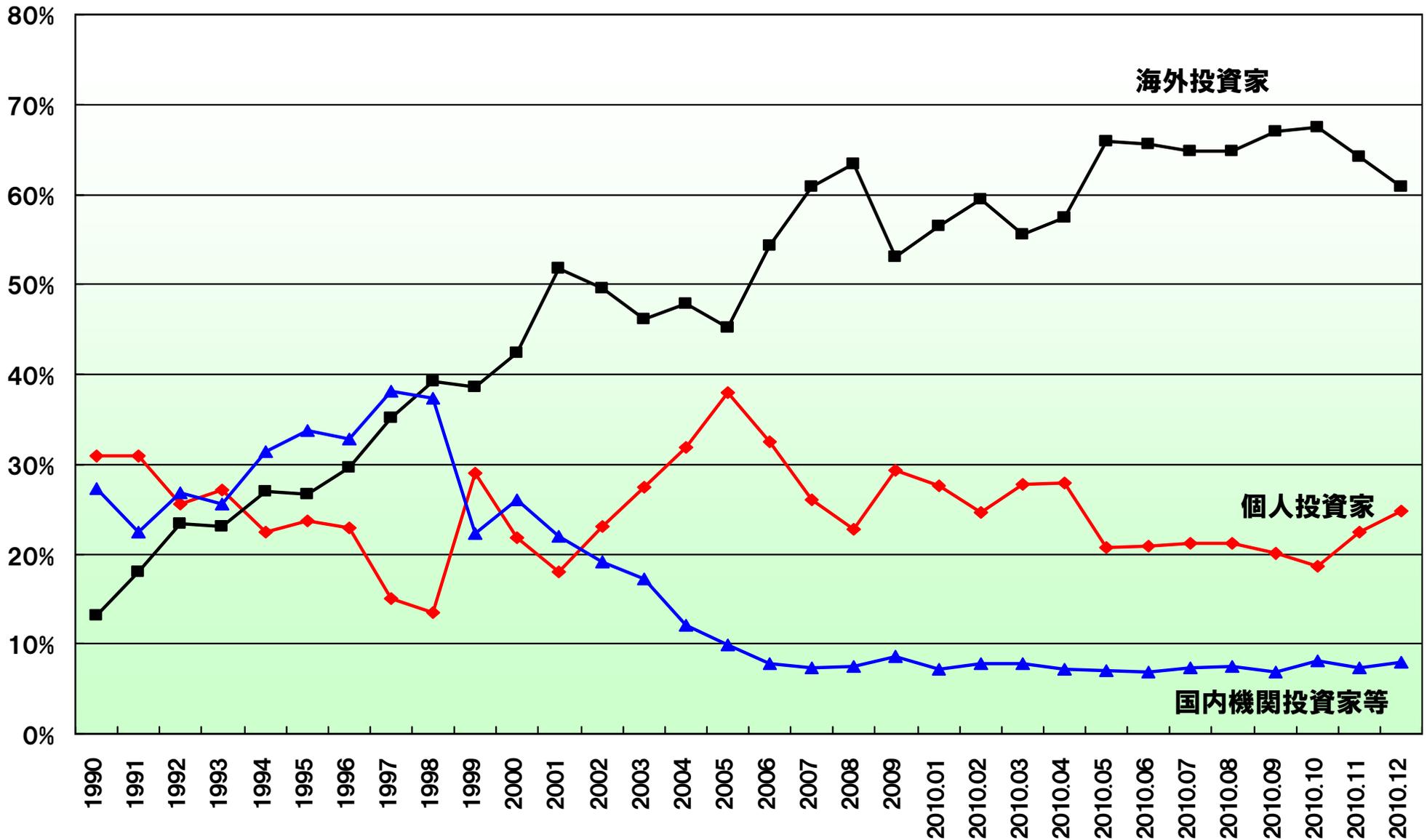


外国人投資家の日本株への投資



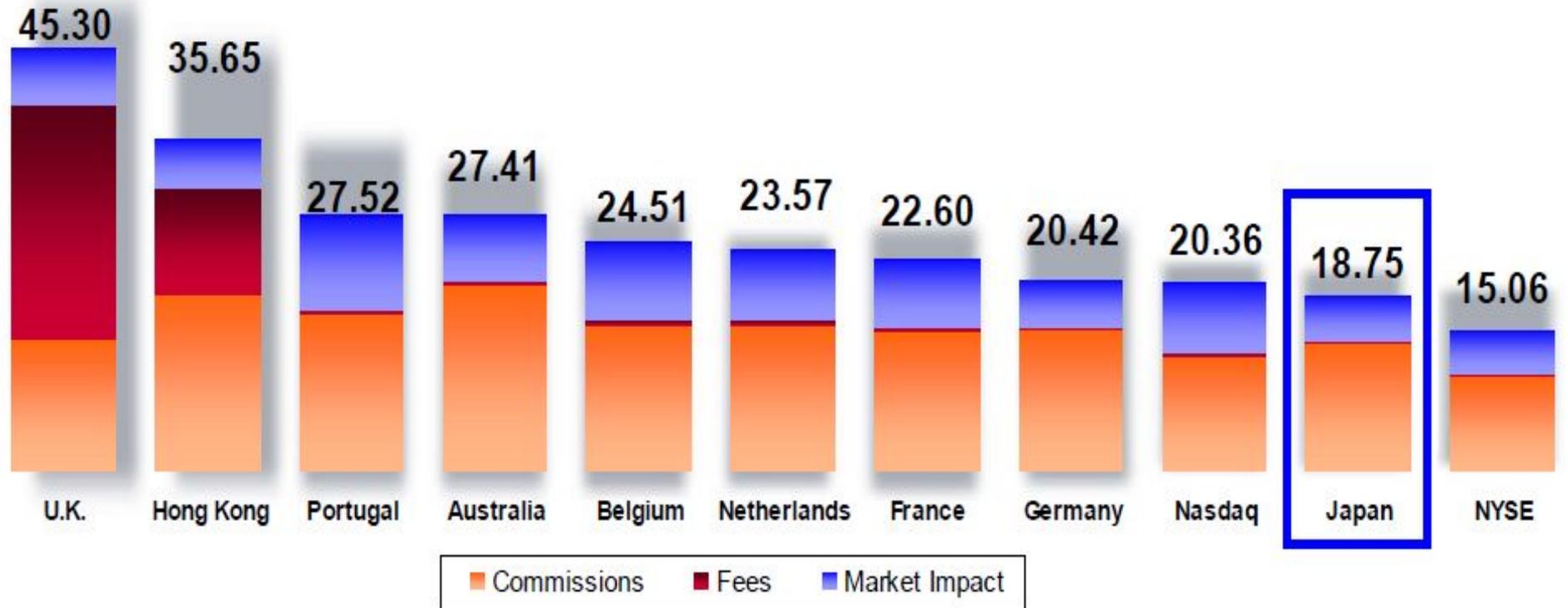
(出所)財務省:対外及び対内証券売買契約等の状況

図-10 東証市場における投資部門別売買状況



(注) 委託取引に占める比率、売買代金ベース

図-11 取引コストの国際比較



Source: Elkins/McSherry, Q1 2007

London, average of buy and sell includes tax. Excluding tax, London average cost is approximately 23.53 bps.

All numbers represented in basis points.

Source: Tokyo Stock Exchange, Inc; data are quoted from NYSE Press Release (<http://www.nyse.com/press/1178103011938.html>)

図-12 諸外国の法制度及び税制

	日本	米国	英国	中国	香港	シンガポール	韓国
言語	日本語 ※英文開示制度が設けられているものの、日本語サマリー等が必要	英語	英語	中国語	中国語＋英語	英語	韓国語
四半期報告制度	有	本国に無い場合は不要 ※内国企業は有	無 ※第1四半期、第3四半期は定性情報のみ	有	無 ※新興市場のみあり	無 ※時価総額75百万S\$以上の企業は有り	有
内部統制報告制度	有	有	有 ※日本より簡便	無 ※2012年以降導入予定	有 ※日本より簡便	有 ※日本より簡便	無 ※内国会社は有
法人税	40.69%	40.75%	28%	25%	16.5%	17%	24.2%
株式譲渡益課税	20% (2013年末まで10%)	2段階 0%、15% (1年以下の短期保有の場合：10～35%) ＋州・地方政府税	2段階 18%、28%	非課税	非課税	非課税	非課税 ※3%以上保有大株主は10～30%
配当課税	20% (2013年末まで10%)	2段階 0%、15% ＋州・地方政府税	3段階 10%、32.5%、42.5%	10%			15.4%
印紙税	非課税	非課税	購入額の0.5%	売却額の0.1%			売買額の0.1%
PE税制	課税	非課税	非課税	－ ※コロケーション未導入	－ ※コロケーション未導入	非課税	－ ※コロケーション未導入

図-13 東証上場ETF銘柄数の推移

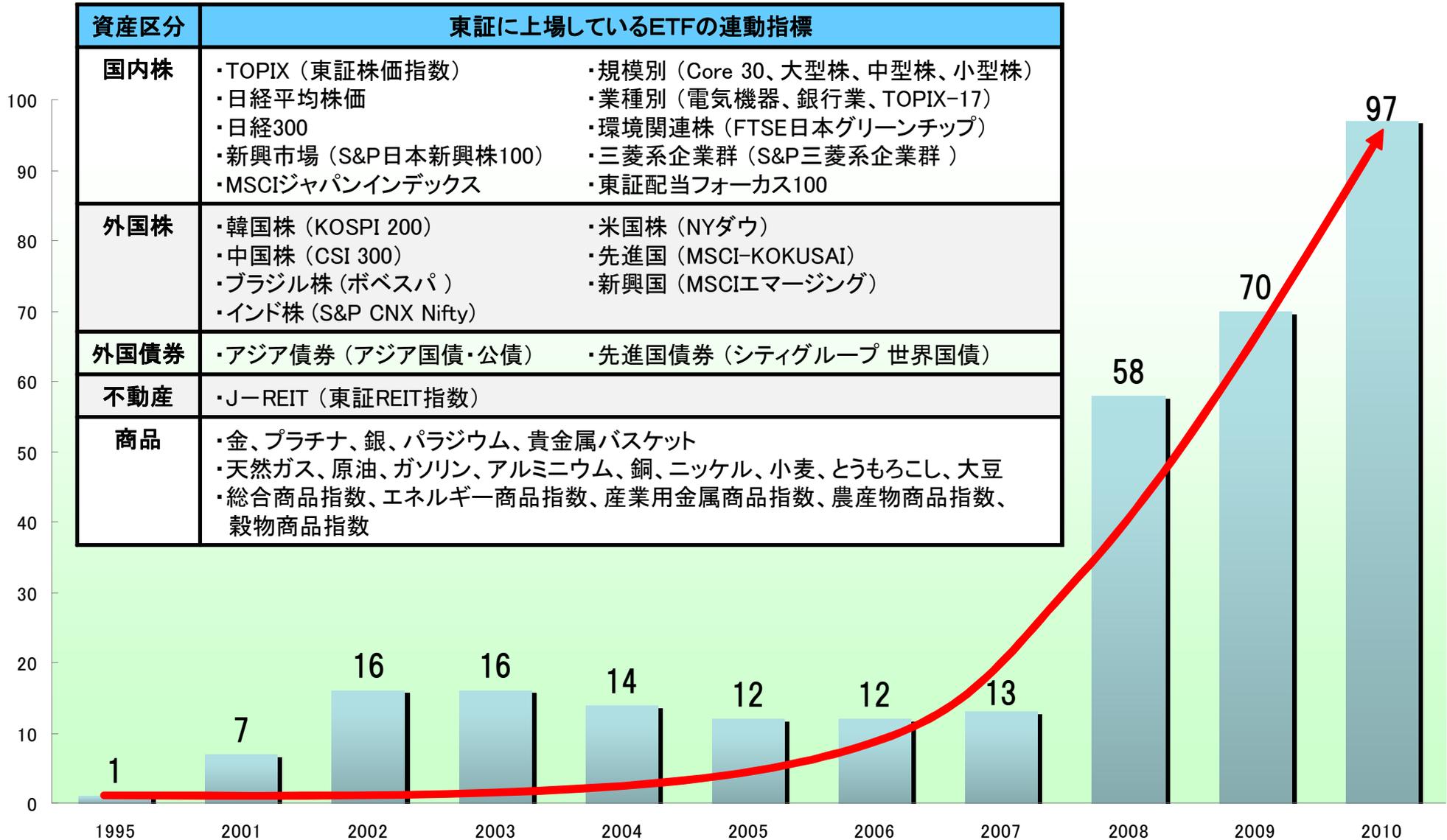
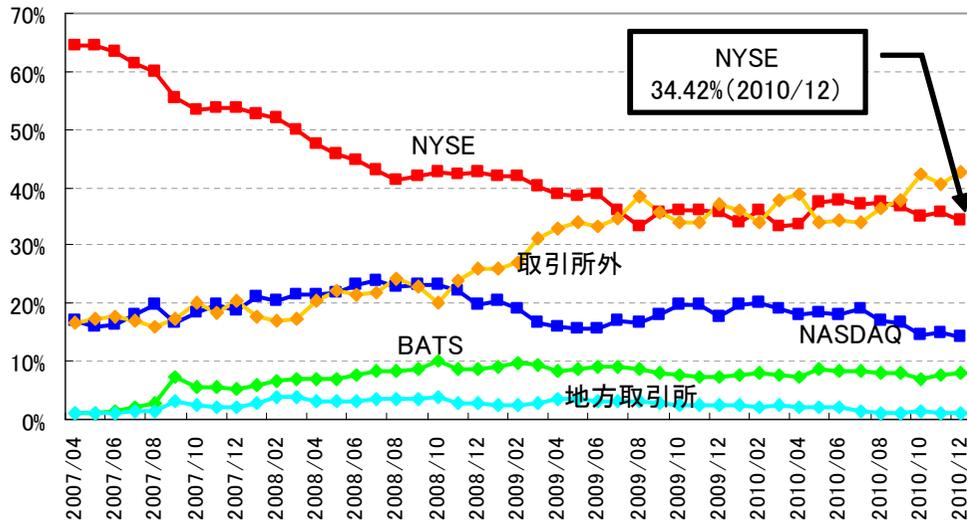


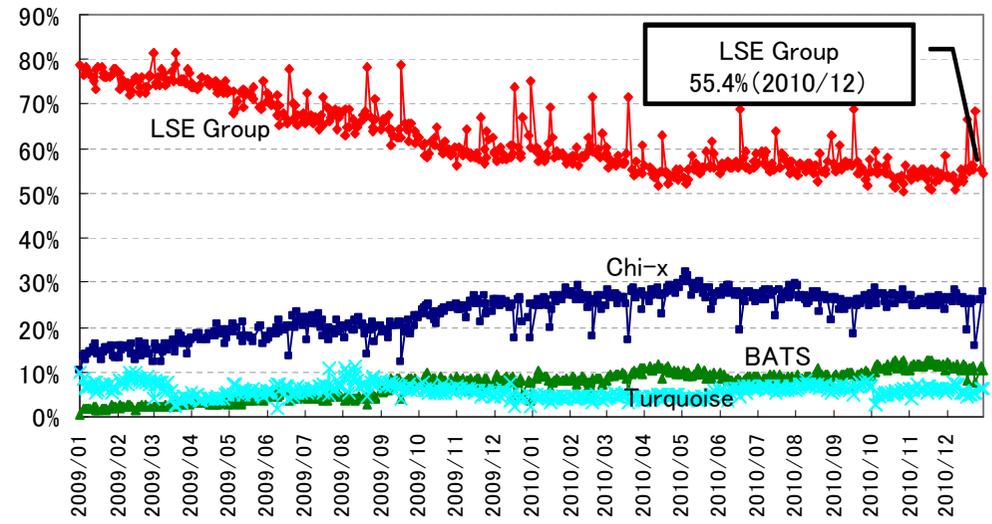
図-14 取引所外取引の問題について

【NYSEの取引シェア(NYSE上場銘柄)】



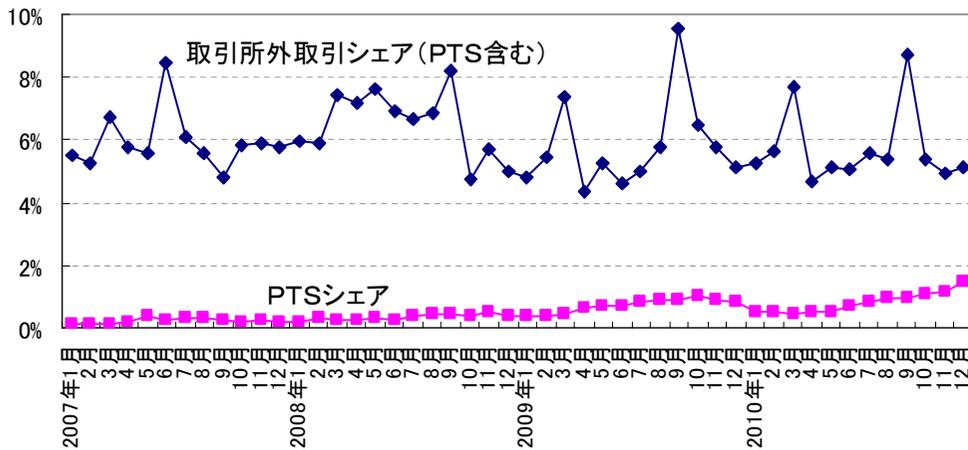
(出所) BATS Exchange

【LSEの取引シェア(FTSE100構成銘柄)】



(出所) BATS Europe

【市場全体に占める取引所外取引・PTSのシェア】



【取引所外取引に占めるPTSのシェア】

