

# ビッグバンの建て直しを どう進めるか

斉藤 惇

住友ライフ・インベストメント代表取締役会長

佐野 角夫

ソニー顧問

津川 清

リーマン・ブラザーズ証券会長

松井 道夫

松井証券代表取締役社長



さいとう・あつし

1939年生まれ。63年慶應義塾大学商学部卒業後、野村証券株式会社入社。同社副社長、スミセイ投資を経て、99年住友ライフ・インターナショナル・インベストメント・マネジメント（現住友ライフ・インベストメント）代表取締役兼CEOに就任。2002年より現職。主な著書に「兜町からウォール街へ汗と涙のグローバルゼーション」「夢を託す」などがある。



つがわ・きよし

大阪府生まれ。東京大学法学部卒業後、東京銀行に入行。取締役資本市場第一部長、エス・ジー・ウォーバーグ証券会社社長などを経て、現在はリーマン・ブラザーズ証券会社会長。また、証券投資者保護基金理事長、東証正会員協会理事などを歴任し、現在は在日米商工会議所理事、大阪証券取引所取締役を兼務。



さの・すみお

1961年早稲田大学法学部卒業。ソニー株式会社常務取締役、ソニー・プレジョン・テクノロジー代表取締役社長等を経て2002年現職に就任。環境省独立行政法人評価委員会委員、環境省政策評価委員会委員等兼任。



まつい・みちお

1953年長野県生まれ。76年一橋大学経済学部卒業後、日本郵船を経て87年義父の経営する松井証券に入社。98年より現職。経済同友会幹事、東証取引参加者協会理事、国際IT財団理事等を兼任。著書に「おやんなさい でもつまないよ」。

金融ビッグバンが進めた証券市場改革は十分な効果がないまま昨年、最終年度を終えた。なぜ、当初の目的を達成できなかったのか。証券市場に携わる4氏がその原因に迫り、ビッグバンを立て直すために何が必要かの議論を行った。4氏は「新しい枠組みはできたが受けて立つ民間側に動きがなかった」こと、「計画自体に理念を具体化するビジョンや顧客に目を向けたものがなかった」ことを指摘し、「新しい取り組みを開始すべき」と主張した。

工藤 言論NPOではこの1ヵ月、みずほの問題を題材にコーポレート・ガバナンスの議論を進めてきました。その中で、私たちの問題意識として浮上したのは、昨年、計画の最終年度を迎えた日本版ビッグバンが初期の目的を果たせないまま、さまざまな問題を残しているという事実です。コーポレート・ガバナンスの問題は市場の規律を軸としたビッグバンの進展と裏腹な関係に

もあります。私たちは民間部門の建て直しを考えるためにも、このビッグバンの評価を議論のテーマとして掲げることにしました。金融ビジョンの議論は柳沢金融担当大臣の私的懇談会（蛸山委員会）でも始まっています。今日は実際のプレーヤーとして金融市場に携わってきた4氏の方に集まっただけ、ビッグバンをどう立て直すかで議論を行いたいと思います。

この問題については、蠟山昌一氏、西村吉正氏など当初、ビッグバンの計画に携わってきた方々の議論も先日行ったのですが（本誌20ページ参照）、ここでは「ビッグバンは失敗した」という議論がなされています。では、どこに問題があったのでしょうか。

**松井** 金融ビッグバンのキャッチフレーズはフリー、フェア、グローバルでした。ただ、あれはマーケットの定義を言っているのに過ぎないわけで、マーケットではフリー、フェア、グローバルは当たり前の話です。それを、さも、目新しい定義だと言う形で提示されて、一体何を目標にして、具体的にどういう姿を描くのかということが非常に分かりにくかった。もう間接金融ではなくて直接金融だと言っても、具体的にどういう形にするのかという絵をはっきり提示せずに、何となく今までとは違うんだというだけの話でスタートしてしまっただけのところから最初から問題があった。金融ビッグバンは一体何を指すのかということ、もう1回定義し直すというか、確定させることがこれから大事だと思う。

**津川** フリー、フェア、グローバルというのは、理念としては非常に抽象的だけれども、それはそれで正しいと思う。今、振り返って考えてみると、結局、従来の間接金融から直接金融へ物事を移していく、そして、直接金融を整備するためいろいろなことをやらなければいけない。同時に、国家の戦略としては、日本の市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ世界の三大マー

ケットの1つに育てて、仕上げていくということが、まず目標としてはあったと思う。そういったときに言った人はどういうことを頭に置いていたか分からないが、それをどう進めていくのかははっきり説明をされないうままキャッチフレーズだけが取り残されてしまった。いろいろなインフラの整備をしなければいけないし、かつ政策的な誘導もしなければいけなかった。しかし、結論から言うと、それらのほとんどは実現されていない。

**斉藤** 私は当時、証券取引審議会をはじめビッグバンの議論にほとんど参加していた。何もできていないということばかりに話はずぐ飛んでしまうが、当時の状況と今を比べると、状況は大きく変わっているということも認めなくてはならない。例えばデリバティブを導入しようということに対しても、当時、商法学者も行政もあるいは一般中小証券を中心とする業者も猛反対だった。この問題を1つ解くだけでも、デリバティブとは何かということから始まって、それが日本の金融界にどういうテーマを与えるか、資本市場にどういう問題をもたらすかということも徹底的に論議しなければ動けなかった。デリバティブはその後、どうなったかということ、ビッグバンの構想をスタートした時点と今とは雲泥の差がある。

今、実現しているものは当時のワーキング・グループでほとんど結論が出たものです。今でこそ簡単に言われる私募投信ですら、当時は投資信託というのは大衆に売るための商品であって、限定されたメンバー

に限定商品を売るものではないと反発され、株式手数料の自由化ですら、暗礁に乗り上げたことは何度もあった。私たちは手数料自由化を推進しようとしたが、中小証券や大手も猛反対だった。それがいろいろな時間を経て、自由化が一応あたり前になり、松井さんがご活躍なさっているような自由な形で参加するユニークさというものをそれぞれの企業がやっていこうではないかという流れになっている。これらは当時は全てが革新的だった。

### 民間側に行動がなかった

**斉藤** ただ、私たちもこれをつくり上げた後、しばらくしてすぐがっかりした。なぜがっかりしたかと言うと、今はやろうと思えばできるだけフレームが一応でき上がった。欧米にある制度を導入しようとして、完全ではないにしろ、その大きな部分は7割、8割実現できた。しかし、問題はそれを私たち自らの問題として、官とか霞が関がどうというのではなく、受けて立つ側にほとんどアクションがなかったことだ。あれだけ長い時間、問題を論じてきて、今直接金融の時代が来ようとしているときに民間側が動かない。

もう1つ、これは私たちの反省でもあるが、マーケットやお客さん方のフィーリング、センスというのをまだ十分つかめていない。だから欧米やウォール街ではこうだといって、欧米にあるものをそのまま日本へもってきて、日本人はそれをなかなか選んでくれない。例えば利回りは0.07%で

元本保証物と、リスクがあるけれども、7%も利回りはあるかもしれない破綻債権の証券化したものを裁定をかけて資産運用しようとしても、日本人はそういうことはなかなかしない。アメリカ人は、おれはリスクをとってやるというのに対して、日本人はそんなリスクは認めないという人々が多い。もちろん社会構造とか年金の問題とかいろいろありますよ。その辺をもう1回、ポジティブに考えて前に進めていかななくてはならない。

つまり、ビッグバンはそれなりの成果があったし、それなりの環境はでき始めている。問われているのは、当事者、つまり証券会社、銀行、生保の方だと思う。さらに今度はもっとマーケットオリエンテッドで、顧客が何を求められておられるか、顧客に何を供給すべきかということを中心に、顧客の教育も含めた意味で、新しいテーマの取り組み方をもう1回やるべきではないかと思う。

**佐野** 私が当時議論に参加して感じたことは、議論は銀行対証券のせめぎ合いだったということです。銀行は自分の既得権益を守ろうとする。証券界はそこへ入ろうとする。だから、私はこれは一体どこを向いた議論なのかと何度も言ったわけです。顧客に対してという点では全く具体的議論はなかった。それを言うとそれは投資信託とかいろいろな商品設計を含めてある程度進んだというのですが、これは非常にまやかしの議論だったと私は思います。専門家同士が専門的な言葉を使って、いかにも分かったように発言していても、その人たち

の目は全然、企業を向いていない、顧客にも向いていない。

**工藤** それは今も続いています。

### 顧客への視点が欠けていた

**佐野** 顧客満足という言葉すらこの人たちは分かっていないと思う。そういう人たちが自分たちのための議論する傾向が、当時は今よりもっと強かった。当時、銀行は株の持ち合いが当たり前で、企業に対する役員派遣をし、それでカネを貸していた。本来なら経営は株主や顧客に向けたガバナンスの責任がある。それを放棄している人たちの間で繰り広げられている議論に、産業界はものすごく抵抗感があったわけです。フリー、フェア、グローバルと言われるが、それは当時すでに金融以外の企業にとっても当たり前の話だった。私もニューヨーク証券取引所へ盛田昭夫さんのお考えで株式を上場して、1970年には、社外重役制だとか四半期報告だとか、すべてフェア、フリー、グローバルに経営そのものを変えようということを決意して実行していた。他の企業の間でもそういう機運が出ていた。製造業は、アメリカ、ヨーロッパ、今はアジアで熾烈な競争にさらされて、常にそれを頭に置いた経営をしていたが、金融業はそういうプレーヤーではなかった。要するに、自分の企業に対する責任感、ガバナンス能力の不足という点も含めてそれにそぐわない経営体制であった。これは素直に反省すべきだと思う。

もちろん、企業側にもいろいろ責任が

あったと思うし、すべてを金融機関に押しつけるというのは公平ではないと思っている。特に情報開示という面ではいろいろな事件があった。コンプライアンス面の問題があった。何もアメリカ流だけがいいというわけではないが、もっと企業も変わるべき立場にあったし、そういう反省の上に立って議論しないと、本当の意味でのビッグバンの反省はできないと思う。これは株式市場を見ればよく分かる。日本では4万円近くいっていた日経平均が今はその4分の1。アメリカは1990年にはダウで2500ドルぐらいだと思いますが、今は悪い悪いといっても、その4倍の水準になっている。そういう大きな格差が出てしまって、日本のビッグバンなんて言えるのか。だから、投資家だって、乗ってこないわけです。

**松井** 第1段ロケットのブースターがきちんと動いて打ち上げたのはいいのですが、第2段がどうも第1段の華々しさとは逆にヒョロヒョロという感じになってしまった。あれだけすごいエネルギーを使って打ち上げたにもかかわらず、一体本当に宇宙に飛ばすのかという状況になってしまっている。その理念はいいのですが、実際に具体的に現実に即したことをやらなければいけない。ところが不幸なことに、例えば野村証券でも不祥事がいろいろあったりで実務を一番よく知っている人たちを遠ざけるようなことをしてしまって、官でも実務や現状を余りよく知らない。証券界の意見もあまり聞かなくなってしまった。それが、具体策をつくる段階になって、何か非常に曖昧で何を目的にしているか、分か

らないものにしてしまったのではないか。これは直さなければいけない。

もう1つ、金融庁という組織ができたが、これが極めて後ろ向きの銀行対策というか、銀行をどうするかというところにエネルギーを集中させてしまった。本来の前向きの証券も銀行も含めて、どういうふうに変えていくか、そちらの方のエネルギーに変えられなかった。だから、それを新しい軌道というか、本来目指す軌道にもう1回修正した上で、本来の目的は何だったのか、今、何をしなければいけないのかを考えなくてはならない。これは金融庁だけではなく、民間もそれを積極的に昔の殻を破って、つまらない銀行と証券の垣根がどうかということではなくして、もっとフリーな立場でいろいろ主張して具体的に行動する。こういうことをやっていかないと、本当の意味でのビッグバンはできない。

**工藤** 金融ビッグバンは96年に開始され、去年が最終年度でした。抜本的な証券市場改革を行った点では評価できるのですが、依然、間接金融部門の銀行の不良債権処理やその債務者の産業界の建て直しが遅れています。証券市場には依然、個人の資金が集まらず、厚みのある市場はできていません。つまり期待したことはできなかった。

**斉藤** これは難しい問題で、日本が参考にしたアメリカでも、調子が悪い状況が70年から続いて、87~88年には例の銀行のスキandal続出し、逮捕者が続出するところまできた。私も佐野さんも当時アメリカにいましたが、アメリカの銀行も今の日本

と同じような状況だったわけです。逮捕され懲役が30年とか40年となる人が多数出て、貸し出しはアメリカの銀行もほとんど止まった。日本と同じようにクレジットの問題が生まれて、やはり銀行は国債を買うわけです。貸し出しが止まり、カネが回らなくなったというので、ワシントンでも非常に問題になっていた。

私はアメリカの現実的な政治家は大したものだと思います。当時、エリザ法を見直したのです。それまでエリザ法は厳罰主義で、非常に怖かったのですが、2つのことをやっている。1つは、非上場株に対する投資を認可したこと。もう1つは年金運用者の事業への直接参加を認めたことです。だから、例えばカルパス（カリフォルニア州公務退職者年金募金）を中心に年金資金で直接事業に参加し始めた。当時の年金資金のサイズは、アメリカはものすごく大きいのです。この資金がリスクマネーに変わって入り始めた。

ベンチャーとか、今言われるようなヘッジファンドは当時もありました。そこへ年金がどんどん入っていく。これは義務感でも何でもない。年金も高利回りにしなければいけない。要するに、民間ビジネスとして高利回りでなければ負けるし、年金受給者に対しての義務が果たせない。それでカルパスを中心とする責任者が動き始めるわけです。そのとき同時に年金はコーポレート・ガバナンスパワーを強めながら動いていく。これにはワシントンも米労働省も協力している。

年金がそういうリスクマネーに入る時、

たまたまアメリカではITを中心とする技術革新が起こる。これが大きな相乗効果となって、直接金融でカネが回り始め、それを見て銀行は持っていた債券を売ってカネを貸し始めるわけです。その時アメリカは非常に賢明な政策として、強いドル政策を打ち出します。世界のカネをアメリカへ呼び込んで、そういう銀行が放出する債券を世界のカネで吸収していく。アメリカでは全てビジネススタイルの中で動いていく。アメリカの輸出もだめだと言われていた時ですから、疑問もでていましたが、強いドル政策を打ち出し、資金を回す政策を打っているわけです。

日本の場合は銀行の格付けは下がり、ほとんどの銀行がトリプルB以下に集中している。ソニーやトヨタの格付の方がはるかに上ですから、銀行からカネを借りる必要なんか毛頭ないわけです。自分で市場で債券を発行すれば、銀行コストよりも必ず安い価格でカネが入ってくる。証券業界はそういうものをどんどん促進する必要があるわけで、一方で流通というのは、フェアプライスをつける意味で松井さんたちが育成していかなければいけない。そういうものを考えると、直接金融を導入しなければ安いキャピタルコストの世界では競争はできない。日本にはおカネはあるし、今まさしくプレイヤーが問われている。もう縄張り争いでやり合う時代ではないわけです。証券界がもしできなければ、銀行が直接金融を何らかの形で参加してもいい。それは何らかの新しいフレームワークが必要かもしれませんが、要するに、能力のある、やる

気のある金融機関が直接金融を本当に日本に導入するような制度をつくっていかねばいけない。

**津川** 私は個人的には、この数年ぐらい業界の問題にもかなり深く関与するようになりました。かつては業界として特に野村證券を中心としてかなり理念の高い、かつ具体性のある提言なども出ていた。ところが、今言われたスキャンダルなどもあって、松井さんも言われたようにその後のフォローアップが、全然できていない。

この責任は大きく言えば2つあります。まず第1には、業界の問題で、そこが全くリーダー不在になっている。リーダーというのは、実行する人たち。すなわち牽引力になる人がだれもいなくなったということです。それからノミナル（名目的）には誰かがリーダー的ポジションについているわけですが、理念とか思想とかビジョンとか全然ないわけです。それから、具体的な問題についての知識もありません、また決断、実行力もありません。こういう状況がこの6年ぐらい続いてしまっているわけです。

**工藤** 日本の証券業界はこの6年の間、一体何をしていたのでしょうか。

**松井** ちょうどサッカーの世界カップが終わりました。いろいろなことを教えてもらっている。日本が決勝リーグまで進出できたのは、中田選手や小野選手など、海外で修練したプレイヤーたちがいたからです。まさにあれが日本の金融、証券にも問われている。ところが、サッカーでできたことが、金融の世界では実際にきちんと

できなかった。本当は海外を経験した人々が日本に入って、日本のチームをつくらなければ改革はできない。ところが、例えば証券業協会1つとっても、まさにドメスティックな集まりだ。日本の国内の事情でぐちゃぐちゃで、Jリーグならまだしも、草野球ならぬ草サッカーそのもので、もうあああ…。

**津川** 常に矮小化された議論しかできない。

**松井** この何年かずっとそういう状況で、日本は何にもプレーできなくなっちゃった。

**津川** 一方で、行政の方は金融庁ができたんだけど、ほとんどの力、時間が銀行問題に割かれていて、証券関係についての政策立案、理念とか高い思想が全然ないという現実になってしまった。つまり、やっている人たちも、行政の方も、あまり知識がない人たちが証券業界の問題についての政策立案に係っている。こういう2つの問題がある。

まずは、業界がこの6年間やらなければいけなかったのだが、できなかった問題について、もう一度業者全体の問題として徹底的に考えなければいけない。証券業協会とか、今は取引参加者協会となっている従来の東証正会員協会などの組織も、もう一度キッチリと再検討して単一の組織にしたらいいいのではないかと。それから、日証協というのは何をやる場所なのか、ということについてはっきりさせ、機能として分けるものは分けよう。つまり、自主規制だと店頭市場運営機能というものは分離した

方がいいのではないかと。こういう議論もやっと先月から始まったところです。そしてもっとビジョンがあり使命感のある、そして強力なリーダーのいる業者団体をつくらねばならないという方向にやっと進みつつあるというのが現状です。

### 内向き、内輪の議論に明け暮れた

**佐野** ここ6年ぐらいグローバル化が進んでいないというけれども、それは先ほど言ったとおり、金融が全然進んでいないんですよ。日本企業が海外へ出てマーケットをつくり、それで資金の必要性が出たので、メインバンク制を引きずって、その関係で銀行が出て、証券が出てという関係です。だから、自らが開拓したわけではないし、一貫して超ドメスティックで、今のグローバルな企業活動とは全く遊離した役割しか果たしてこなかった。そこへビッグバンといって、実態がないところへそういう枠をはめても、これはできないわけです。われわれ企業は、むしろそれからさらに加速した国際競争の激化で、海外を含めて経営を強化している。私が立ち上げた会社を含めて、上場会社の子会社化とか、すべてのノウハウ、あるいは企業のニーズに必要なアイデアは、外資系から来ているのが実態。ビッグバン以降、金融は不良債権とかいろいろ問題はあったにせよ、すべてやる気は内向きのことにしか費やせなかった。

**齊藤** 結論から言うと、メーカーは特にソニーさんはそうですが、まさしく佐野さんが言うように、早い時点から、まともに

海外で競争相手とぶつかってそれなりに自分なりの方法を見つけながら国際化している。何もアメリカの真似をしているわけではない。ツールとしてはいろいろ勉強はしていますが、経営にトライする時は、ソニーさんはソニースタイルが、トヨタさんはトヨタスタイルがあるわけです。それに欠けた大企業は、結局、国際競争力をどんどん落としていっている。

それと比べると、結局、日本の金融界は護送船団であったことは間違いない。銀行も完全に護送船団の中にいましたし、生保もそうだった。例えば海外へ出た銀行の海外拠点で当時、何をやっていたかというところ、お客さんは全部日本のメーカーさんが相手で、英語も使わないし、現地人もほとんど使っていない。もう去った会社のことを言うのはあれですが、野村証券では1000人弱のアメリカ人をウォール街で雇って、ウォール街でトップフォアの利益を出した。ウォール街は、野村というものに対してもものすごく恐怖感をもちました。その時にメリルリンチの当時の社長は、われわれは日本へ行って、野村がニューヨークで成功しているぐらいのことをやれるかなということを言っていました。そこまでやってきた金融機関が今はいるのかということです。本当は、野村もそうですけれども、それを拡大していかなければいけない。

### 金融界には本当の競争がない

**斉藤** 先ほどから出ているコーポレート・ガバナンスの問題もそうですが、事業

会社も、例えば執行役員制度を形だけ入れている会社はいっぱいあります。しかし、本当に執行役員に権限を与えて、全部彼らにやらせて、取締役会は株主に対する責任をもってそれをチェックするという形をとっている会社は非常に少ない。もちろん何もやらないよりはましですが、まだ過去の成功の上に乗った発想で、形だけを導入している。

**工藤** なぜ日本の金融は新しい展開が進まないのですか。

**斉藤** メーカーさんは競争で負けたら叩かれてつぶされる。それに対して、日本の金融界は、まずそういうまともな競争をしていなかったし、つぶされなかった。だから、つぶされるような経営環境にもっていかばいい。ところが、今、日本では新生銀行だとか、あおぞら銀行もそうかもしれないけれど、要するに外資がいろいろなことをやったことに対して、政治家も行政側、またはマスコミでも「少しけしからん」というムードになってきている。外国人にやられるとか、外国人が何か日本からもち出すとか、そういう報道や発言が当然のように出ている。そういうことを言い出したら遅れるばかりです。

**工藤** 津川さん、外資のトップとして今の状況をどう思われますか。外資証券の企業のシェアも実際に増えていますか。

**津川** 私はいわゆる外資系に15年いまして、6年ぐらい前からいろいろな業界ベースの議論にも参加したのですが、こうやったらいいのではないかと非常に素朴な形で疑問を呈したり、提言したりすると、そ

れに対してものすごい抵抗があるわけです。関係者のほとんどは現状維持、後ろ向きで、私の言うことは全く業界の常識を離れているとか異端児だとか、全部こういう表現になってくる。業界にしろ、東証にしろ、そういう反応です。将来発展的に前向きに考えていくためには、ロンドンと同じように、日本の国内でも外資系のような、外資系と限らず、差別なくだれでも力のある人、いいサービスを提供できる人が、評価されるというマーケットにしていけないと…。いつまでたってもローカルで姑息なマーケットから抜け切れない。

正直言って、いろいろなノウハウは、現在はほとんど外資系から入ってきている。明治維新や戦後もそうでしたが、日本は技術導入だけではなく、理念や考え方についてもオープンに学ばなければいけない。もちろん、だめなものを取り入れなくてもいいのですが、素直にそれを評価するマーケットにして、それで利用者のための便宜を図っていく、向上していくということをしなければいけません。

外資系は古い保守的な声に関係なく、ビジネスに専念しているわけで、業界の主な業務ではどんどん外資系のシェアが上がっている。東証の取り扱い高などにしてもそうです。もっと重要なことは、プロフィット・トランザクションというか、非常に大きな取り引き、例えば政府系の民営化だとか、大きな会社の新規上場(IPO)とか、必ず全部、あるいは相当部分を外資系がもっていく現状になっている。大きなM&Aも全部そうですから。すでにそういう状況に

到達しています。

## キャピタリズムと コーポレートガバナンス

**工藤** 松井さん、ビッグバンを行って、その結果として成功したのは松井証券だけではないかと言われています。ただ、それはビッグバンで成長ができたのですか。それともIT革命の結果なのですか。

**松井** 私たちが成功しているかどうか分からないけれども、これからだと思う2つのことを言いたいのです。

1つは、今話題になったコーポレート・ガバナンスの問題ですが、結局、突き詰めていくと、日本の遅れはここに尽きると思います。日本人は決断力がなくて何もできないのかということ、そんなことなく、要するに制度、仕組みの問題だと思う。これは言ってみれば、キャピタリズムは一体何かという本源的な問題です。日本は間接金融で本当の意味でのキャピタリズムではなかったわけですが、キャピタリズムがあって、初めてコーポレート・ガバナンスは発揮できる。経営者は株主から雇われ、株主の利益を最大化させるために一生懸命行動する。こういうことが、コーポレート・ガバナンスにつながるわけですね。

ところが、実はキャピタリズムは全部とはいませんが、日本ではなかったわけです。実は間接金融から直接金融に移るということは、よりキャピタリズムの色を濃くすることですから、これは裏表の関係なんですね。間接金融から直接金融にシフトし

なければキャピタリズムにはいかない。それでなかったらコーポレート・ガバナンスが発揮できない。だから、これが進まない、多分日本は本質的に変わらないと思います。これからのキャッチアップに直接金融に生かされれば、コーポレート・ガバナンスは確立するはずなんです。

2番目に、私がやっていた発想は日本郵船という、国際競争を強いられた会社での経験からきたものでした。私はその組織の一員に過ぎませんでした。プライスというのは一体何かを私自身その時に知ったわけです。他の企業と中身で差別化ができないような業界では、プライスはそれだけという感じで競争が行われます。例えば香港だとか台湾だとかいう船会社と競争する際に、プライスで勝てない。なぜプライスで勝てないかというと、コストが全然違うわけ。彼らはバングラデシュの船員を使い、われわれはその50倍、100倍の賃金の日本人船員を使っている。また、日本郵船の場合は利子補給が欲しいから、三菱重工で船をつくらなければいけないし、日本人の船員を乗せなければならない。言ってみれば、こういった制度面でのいろいろな有利、不利が複雑に絡んで、非常に不合理というか、極めてドメスティックな世界で商売していた。

それが80年代にレーガンの規制緩和政策で運賃がすさまじい過当競争になっていく。その中でずっとコストのリストラクチャリングをし、プライス競争をした。こういうことを今から15年以前に組織のボトムで経験して、証券の業界に入ってきたわ

けです。

では、証券で自由化されたときに何がポイントかといったら、コストそのものだろう。ではコストは一体何だ。特にリテールという分野においてのコストは、例えば営業マンを中心としたコストだが、これが本当に顧客が求めているコストなのか。こういうことを自問自答したときに、これはちょっと違うと思ったわけです。自由化のときに、われわれが主張しているコストを全部否定される可能性はあるということで、思い切って90年代に入り、バブルの崩壊があってから、コスト構造を抜本的に変えたわけです。

その時には、みんなから「とんでもない」と言われましたが、その結果が今インターネットというツールを使ってなんとかやっているわけです。その意味では、商売を本当の競争社会でやっていた。こういう経験を積まないと、本質的なリストラクチャリングの意味が分からないと思う。まさに今、銀行がリストラクチャリングの意味が全然よく分かっていないのは競争していなかったからで、まさに斉藤さんや佐野さんがおっしゃっていたことだと思う。競争をしなかったらそんなのは分からない。

**工藤** 証券界のプレーヤーたちはビッグバンの中で変化を迫られたはずですが。

**津川** 証券界のプレーヤーは今ではいくつかのグループに分かれています。大証券、中小証券、それから外資系、そのほかに銀行系証券と松井さんのところのようなネット系、それに新規参入、大きく言えば、この6つがある。それによって考え方がもの

すごく違う。今、業界ボイスの主流となっているのは、日本の全くドメスティックの、2番目に言った中小証券の人たちなものだから、こういった沈滞した状況になっている。

**工藤** その人たちは昔と同じような発想で…。

**津川** 従来の延長戦でしか発想できない。

**工藤** 株を早く何回も回転して…。

**津川** つまり考えを変えれば、自分のところが生き残れないというふうに危機感をもっているから変えられない。1日でも少しずつ生き延びようと必死になっている。これに引きずられている。行政なんかもそういうことが駄目だとは分かっていますが指導力が発揮できない。本当は行政指導ではないにしても、もう少し理念的にでも発言すればいいのに、それができていない。

**工藤** 競争の中に身を置いている松井さんのところが成長しているように、もっと競争を通じて活性化できればいいのですが、そうならないところに問題がある。

### 日本の資本市場は死んでしまう

**松井** ポイントは流動性なんです。津川さんが今おっしゃった「外資」対「大証券」対「中小」という構図は、それはそれで現実には確かにそうなんですけれども、一番大事な資本市場をどうするかというポイントで考えたときに、個人の流動性を一体どういうふうに考えるのかということが大きなキーポイントになる。そうとらえないと、日本の資本市場はこれからかなりちょっと

やばい状況になるのではないかと心配しています。

僕も先週10日間ヨーロッパへ行って機関投資家相手にIR（株主向け広報）をやってきましたが、欧米の機関投資家を中心として、日本の株式市場での外資の流動性のシェアは、委託だけに限れば実に60%を占めているのです。年間の流動性の総額が450兆円として、そのうち170兆円位が証券会社の自己売買ですから、残りの280兆円の170兆円ですよ。一方で個人の流動性かというと、たかだか50兆円です。80兆円ある日本の機関投資家、金融・事業法人は持ち会い解消が進んでいるわけですからどんどん減っていく。401Kだなんだといったって、一気に増えるわけではない。ついちょっと前は100兆、150兆あったのが、どんどん縮んで50兆円になった。異常事態です。個人は1400兆円といわれる金融資産を保有している中で、株は60兆円か70兆円にしか過ぎない。それが言ってみれば50兆円の流動性しか生んでいない。しかも、もっと悲惨なのは、そのうちの半分、25兆円がインターネット経由。オフラインでやっている流動性は25兆円しかない。

**津川** いわゆる対面取引の分ですね。

**松井** 対面取引はプレゼンスが落ちたとっても、それはフローの世界の話であって、ストックの世界ではほとんどの株をオフライン証券が預かっている。そしてほとんど塩漬けになっているわけです。実際はほとんど株を売買しない。60兆円のうち30兆円ぐらいは証券会社で預かっていますから。そのうちの28兆円は、実は野村をはじ

めとした大手が全部握っているわけです。それが25兆円しか流動性を生んでいない。年間の回転率は1を割っている。一方、オンラインではストックは2兆円しかない。それが25兆円の流動性を生んでいるのです。年回転率はオフラインの十数倍ということになる。もちろん、例えばこのストックが4兆円、6兆円となったら回転数が大きいですから、これらが50兆円とか75兆円とか、そういう形で間違いなく流動性を生みますよ。でも、いずれにしろ、個人の流動性をどういうふうに増やすのか。これを税制だとかいろいろな仕組みでこれをサポートするようなことをしなかったら、日本の資本市場は本当に死んでしまう。ないしは、流動性のほとんどを外資に握られることになる。60%とかいうのではなく、80%とか90%とかいう形で。そうなるともう、日本の市場ではない。これをみんな分かっているのだろうかとか心配なわけです。

**斉藤** もともと証券業は、リスクそのものを売買する仕事ですから、銀行とはおのずから違って、リスクを限定し、認識し、それを管理する技術能力を大きくもっていくところが勝っていくわけです。利益だって大きくなるはずだし、それを顧客にちゃんと説明できるという倫理観も技術も必要です。そういうきちっとしたファシリティーをもっている証券会社が大きくなっていく。そういう分野とはちょっと違う。中小証券は自分たちの特定地域の顧客で売買するのが得意で、これで食っていく。年間数億円の利益でいいんだという方は、それはそれでやればいいと思うんです。それ

ぞれがこうでなければならぬとか、そういうことではなくて、みんながそれぞれの型で利益を求めてやっていけば、新しい証券界のイメージができてくると私は思う。

**佐野** 今の証券業の中では、ビッグバンで純粋に直接金融に残ったのは野村証券だけであとは外資系、あるいは銀行系です。中小は別ですが。そういう結果を今皆さんの議論を聞いていてこれは一体どういうことだったのかという思いがします。

企業ですと、今はそれぞれ経営者が必死に自分の会社の長期戦略、戦術、短期の計画を、社外に対して訴えなければ経営はもたない。株主総会だって一般の人が何千人も来ますし、アナリストは全世界を見ている、格付け会社も見ている。そういうプレッシャーが証券界にはないんですよ。業界をどうするかというのも必要ですが、個々の企業のトップは自分の会社はこういう方向で、こういうふうに進むんだというのを直接訴えるべきだと思う。それが今まで何も出てこない。松井さんのところは別にしまして、そういうあり方でいいのかどうかということ、個々の証券界の企業のトップがもう一度反省すべきだと思う。

**工藤** 特にこの間、金融業の人は全然発言しない。

**佐野** それはどういうことなのか。普通の企業ですと、これは考えられませんね。

**斉藤** それは食えたからです。

**松井** それに尽きますね。

## 積極的で公正な競争こそ必要

**斉藤** 佐野さんが今おっしゃったように食えなくなったら、水の中に泳げない人が放られたように必死に泳ぐしかない。ところが、ほとんどの銀行も証券界も生保業界も、いまだに食える。前みたいなことはできないにしても。だから、結局そんなことはしたくない。食えなくなるというのは競争の結果なんです。だから、もっとアグレッシブなフェア競争を東京、日本に導入すべき。これは行政と業者が、競争原理を入れて自分も強くする。まさしく日産のゴーン社長が果たしたことをやる。それは必要でしょうね。

**佐野** そうでないと、これからいろいろなことをまた追加的にやったにしても、それが生かされないと思う。銀行とか証券会社の社員だって人生の目的が得られないだろう。端的にはもっと志を高くして、この重要な資本市場の担い手としてやるべきだという覚悟を固めることがスタートと私は思います。

**松井** 間違いなくメルクマール（道標）が銀行の問題だと思いますね。例えば、銀行を潰せば良いというものじゃない。ソフトランディングさせて信用秩序を維持しないと大変なことになるという議論も、実はそれをやらないと、いつまでたっても銀行は競争産業にはならない。競争産業にならなかつたら、これはどんなに保護しても手当てしても、どんどん悪くなるし、弱くなるに決まっている。大きくすれば、合併させれば強くなるというイリュージョンの

下、実は利益という点からすれば、 $1+1$ が2以上か2以下というのではなく、0.8になることを分かっていない。コストだけが $1+1=2$ 以上になっているのだから、小学生でも分かる算術を、銀行経営者も行政も政治も分かっていない。マンガの世界です。最後は国民が全部それを一切抱えるという話になってくる。今こそそれを決断するタイミングなんです。

ところが、またペイオフ延期だとか何だかんだと、また議論し始めているような状況だったら、「百年河清を待つ」の世界になってしまう。恐らくマーケットがそれに対して「ああそうか、日本は要するに自己改革できないんだな」となってしまう。もうそのタイミングというか、まあもう手遅れかもしれませんが、この半年が勝負だと思えます。

**佐野** もう1つ、先のコーポレート・ガバナンスについて付け加えると、アメリカでもいろいろ問題があるというので、エンロン問題、ワールドコム問題が出てきました。何か全てアメリカ流ではなくて、今日本的なもので何がいいか、ヨーロッパの制度もよく勉強して、いろいろな企業が今模索しています。結論は出ると思いますが、SEC（米証券取引委員会）の監視体制はアメリカではきちっとしているということは考える必要があります。

今もこれらの事件を契機にいろいろな改革をしようとしている。議会もSECもそう、公認会計士業界そのものを監視する独自機関の設定とか、CEO、CFOが自社の財務諸表に自署するとか、そういう非

常に強い決意ですぐ動きます。こういう動きは日本に欠けています。フリー、フェア、グローバルの市場を支える原点のコンプライアンスを中心とした規制は、もっと厳密に、しかもアクションを早く行うという仕組みがないと、日本では非常に問題だと思えますね。

**津川** 私は数年前から日本版SECをつくれと言っています。先ほども斉藤さんがおっしゃったように、業界活動云々ではなくて、企業が自分でしっかりやって、その結果として、業界そのものも活性化して、制度もうまく整備されていくならい。けれども、残念ながら日本の現状はそうはなっていない。だから業界が政府にも働きかけてSECのようなものをつくれと言っていたんだけど、みんな業界の人は全然動かないわけです。規制問題についても積極的に提言すべきだと思っています。

**工藤** ビッグバンで証券市場改革を目指したのですが、結果としてはそこで残っているプレーヤーは限られ、資本市場は小さくなってしまった。それがビッグバンの結論だというのだったら、余りにも情けない話です。今までのお話は企業のガバナンスの問題、競争の問題と民間側にその原因を求める議論が多かった。ただ、斉藤さんにアメリカの例で説明していただいたように、間接金融の過剰なバランスシートをどのように縮小させて市場の方にもっていくのか。その先に銀行業のイメージも含めて、間接金融のビジョンがなかったことも原因のように思えます。実際、ほとんどの銀行が公的資金を投入され、先のみずほのよう

に経営ビジョンも見えない状況が続いています。

## 銀行をいつまで保護するのか

**斉藤** 新生銀行だとかあおぞら銀行が新しいビジネスを始めました。単純な疑問は、その方向が途中で止められてしまうことです。松井さんも言われましたが、国民の税金が何兆円も銀行に入れられている現実をどう受け止めているのか。さらに将来も負担がかかるかもしれない。今、道路公団の問題でも将来の負担が大変だから、利益が出ないような投資はやめようではないか、国のカネを使うのはおかしいと、わざわざ小泉さんは特別委員まで選任している。なぜ銀行行政ではこのような対策が打たれず、同じことが続けられているのか。将来、国民の負担になるかもしれないが、それで当事者が生きられるのなら、新しい挑戦なんて絶対やらないですよ。

**松井** 手数料というのは、ある意味ではワン・オブ・ゼムの話かもしれない。証券は金融ビッグバンで一番最初に凄まじい競争世界に入っていった。結果として2年たつて証券業界の地図は様変わりした。もうすさまじい変化です。でもこれから恐らくもっとすさまじい変化が起き、250ある証券会社のうち、かなりの数が退場ということになる。本来はこういったことは銀行でも起きなければいけない。銀行ではそれは起きていますか。一部起きたにもかかわらず、何か激変緩和措置とか講じて、本来競争の果実である淘汰を否定して、一生懸

命過去に戻ろうとしている。革命など更々するつもりもないし、度胸もない。まさに革命につきもののアンシャンレジウム（旧体制）です。一体それでいいのか、ということ。

実は、日本のこれからの成長・競争というものから派生する、言ってみれば、キャピタリズムを押し進めて、それに伴うコーポレート・ガバナンスを確立させて、はじめて競争力がついてくると思う。バリバリのコミュニストが転向すると、バリバリのキャピタリストになるという例を持ち出さなくても、本当は今一番やらなければいけないのは銀行、保険なんです。だってこの世界はコミュニズムそのものだったんですから。それがビッグバンの精神だった。その初心を忘れたのかと。これに尽きると思うんです。証券をその実例としてよく見て下さいよと言いたい。

**工藤** 金融庁の銀行評価は、まだ中小企業の融資をプラスの加点にし、公的資金をてこに現状を維持しようとしているようにも思えます。この背景には、金融行政そのものが政治から分離されていないという問題もあります。

**津川** 金融庁の問題は金融行政を大蔵省から分離しようとした時に、政策部門と監視、検査部門の両方が入ってしまったことです。するとコーチとレフリーが共存しているような状態になってしまって、現状は一方で銀行を中心とした検査部門がその作業に追われているような状況になっている。そこへもってきて、コーチ役の政策立案部門の能力がいかに弱い。ビッグバン

に関して、マクロの、あるいは非常に高邁な志でやっていこうという部分は、政策立案部門、具体的に言えば、総合企画局というところの担当です。が、正直言って、ここがあまりにも弱いというのが私の結論です。

**斉藤** 銀行では中小企業向けが非常に難しい問題と言われる。しかし、もし大銀行に何十兆円という入れるカネがあれば、中小企業だけに融資する半官半民の機関をつくったほうがいい。これは商工中金だけではなく、そういうものをつくる。それは数兆円でいいと思いますが、それで大銀行のオブリゲーションみたいところから解放する。そのかわり大銀行には国のおカネはもう入らない。それで勝負させる。

また公的資金を入れる時はもうはっきりさせて、経営も一掃して全く新しい銀行として、例えば新生銀行みたいにして生まれ変わらせる。次から次に新しい新生銀行みたいのを3つ、4つつくっていけば、今の新生銀行が何かユニークな存在でなくなる。みんな新生銀行みたいになれば、ああいうたたかれ方をしないと思う。日本には確かに中堅企業は助けないと生き残れないところはある。資金が弱いところで技術が高いところもあるんですから、国としての政策は確かに必要性があるわけです。それは今まで公共投資とか、大きな銀行に投入してきたおカネの数分の1で私はでき上がると思います。

## ビッグバンをどう建て直すのか

**工藤** ビッグバンを今もう1回立て直すためには、何が必要と考えますか。

**松井** 証券でこの2年、3年で起きた事例は、大変参考になると思う。大事な視点は、投資家がどういうメリットを受けたかということです。一体これがどういう意味を持ったかということです。これは投資家にとっては、ある意味では非常に大きなメリットがあったと思う。だから、そういう意味でそれと同じようなビューポイントで、保険とか銀行をもう1回ちょっと見直してみているのではないかなと私は思う。

**佐野** 日本では国債がムーディーズから格下げになると騒ぐでしょう。ただ結果が出てから大騒ぎしたって、これはしょうがないわけです。事前に国としての戦略をきちっと事前に（毎年、たぶんリニューアルというのは必要だと思いますが）しかるべき人が向こうへ行って説明する。そういう戦略がこの国には欠けているわけです。行動プランが欠けている。結果だけを見て大騒ぎするというのは、証券市場、資本市場、税制についても同じだと思います。

**津川** 基本的には、先ほど松井さんが言われた、日本の個人資産が1400兆円あるうちのできるだけ多くのものを証券市場、直接金融市場を強くするためにも、資本市場に誘導するということが1つの大きな政策使命のはずなのですが、それが今もう本当に…。そこで今一度原点に立ち返り、資本市場活性化のため、そして金融資産を資本市場に呼び込むためのインフラ整備を、ま

ず、業界が積極的に音頭をとって行動を起こすこと。これを出発点として、行政や立法府にも働きかけていく、という行動をスタートすべきです。具体的には、株式売買単位の単一化、それも小単位とする（少額で買いやすくする）ことです。株式の無額面化の完全実現。株券不発行。（全てコンピュータで処理するシステムへの移行）証券保管振替システム利用の完全徹底化。法令違反行為、違反業者への厳罰主義の徹底等々です。

要するに直接金融市場確立のためのインフラ整備とマーケット信頼回復のための手立てです。

それに、東京を世界の三大市場の1つとして育てるためには、海外の投資家や起債者の便宜のために、もっともっと目配りをして、諸施策を講じることも必要です。

**松井** ドイツを見ればこの間、かなりドラスチックなことをやっている。サッカーのカーン選手は株式投資が趣味だと言っているし、こういうことはドイツでは今まで考えられなかったんですね。ドイツの株式や、直接金融市場に対する盛り上がりは、日本とくらべても比較にならない。同じスタートを切って、どうしてこんなに違ってしまったのかな、というぐらい違う。これはすべて政策によることです。国債の格付を引き下げだって、あれは別に日本国に対する格付ではなくて、日本政府に対する格付であって、例えばあの政治家たち、官僚たちの顔ぶれや所業を見たら、高くないレベルだというのは分かるだろうと言ったら、みんな納得するわけです。何のビジョ

ンも出さないし、行動も開始していない。そういう国が含み借金も入れたら1000兆円の負債をどうするんですかと突きつけられて、何も答えを出していない。要するに、政府もプロパガンダだけは言うけれども、実は具体的なことを小泉さんも含めて誰も言っていないし、行動していない。ビジョンも何も出さない、期限も示さない。バンクに落とされなかったのが、メッケものです。

揚げ句の果てに、先ほどからあった監視の問題も、ワールドカップばかり例にとって申しわけないけれども、一番非難されたのは審判の問題ですね。審判が悪かったら、いかにゲームが面白くなるかな。これがあまりひどくなり過ぎると、ゲームが成り立たない。あれと同じで、審判というのは何よりも一番大事なんです。だからそういう意味で、資本市場をやるときにはアメリカでいうSECの権限を強化して、審判を厳格にフェアに行動させる。これが担保されなかったら資本市場も何もないですよ。

**斉藤** ドイツとか、特にイギリスもそうですが、個人株主はついこの間までほとんどいなかったわけです。それが隣の人が株を買うから自分も買うと言いつつ出した。これはまず例のドイツテレコムの子会社の株でほとんど全部儲かったからです。だから、儲かってみんな株を始める。アメリカもそうですよ。私たちがいた1972年ぐらいから10年間は、アメリカはだれも株を買わない。夫のカネを相続でもらった未亡人しか株を買っていないとウォール街で言われていた

くらいですから。株というのは儲かり出してから買うわけで、儲からないのに株は買いません。

例えばビッグバンでMTN(ミディアム・ターム・ノート)も商法学者がいろいろ反対したので苦労したが、最終的には認められています。いきなり株を買えというよりもそういう商品を事業会社側も誘導しながら商品開発をしたり、投資信託などもディスクロージャーをしっかりとやったりして、リスク商品にも投資家を少しずつ誘導するとか、そういうことをしっかりやるべきだった。民間業者は自分がやらなければ自分が沈むのだから、真剣に考えてやっていくべきだと思うんです。間接金融を一生懸命、国家のカネで支えていたんでは、投資家はリスクへは行かない。

こうした誘導のためには、誘導する方へ税制のベネフィットを与えたりしないとなかなかおカネは動かない。今、税で言えば、どちらといえば間接金融の方がベネフィットを受けている。こういう状態で何で直接金融に行かないのかと机をたたいて怒鳴る方がおられるようですけれども、それはあなたの方の政策が間接金融を押ししているからですよと、言いたい。

**佐野** 証券税制の話ですが、今こういう状況ですから、日本は非常事態だと思うんです。だから、思い切って減税するとかね。

**松井** 減税というよりも、もともとは個人の株のキャピタルゲインは原則的には無しだったんですよ。有価証券取引税の廃止とパーターされた。今、ほくそ笑んでいる

のは、自己売買をメインにしている証券会社ですよ。個人はいい迷惑だ。例えば日本のキャピタルゲイン税は4000億から5000億円の税収ですが、日本のキャピタルマーケットを考えた時に、ずっととは言わないが、背中をほんとたたくようなことを政策的にやったって決しておかしくないと思う。それは現にドイツだってやるし、いろいろな国でもやっている。日本はすぐそこだけ理論で固まってしまう。多分、学者でも官僚でも、言ってみれば実態を知らない。実態を知らないから理屈で通そうとする。

### 証券界の信頼回復に何が必要か

**松井** みんな自分で蓄えたカネですから、それは極めて真剣ですよ。アザー・ピーブルズ・マネーではないんです。ただ、例えばうちで今度引き受け業務を開始したのですが、例えば小さな案件だったら、何もこちらがセールスしなくたって、ウェブページに載せるだけで、1000件、2000件のオファーが入ってくるわけです。今個人投資家の株主を増やさなければいけないということで、発行企業はみんなそれを考えているわけです。そうすると、うちみたいな小さな会社ですけれども、個人投資家の流動性を1割以上を占めているから、そんなに個人を握っているなら、松井証券に引受幹事として一部入ってくださいよ、というのを、発行企業の社長から言われるわけです。そもそも、ネットで株取引している投資家は、個人の自己責任で自分がこの会社がいちと思って新株を購入するわけですから、

公募価格を割れても、思い入れがあるから売らない。多少上がっても、もっと上がると思いますから、結果的に非常に長期投資になるわけです。そういう意味では、ちょっと前と比べて個人投資家が大きく変わり、当然投資行動も変わるんですから、引受世界も変わってしかるべきだろうということです。これは競争ということから生まれた現象ですね。これを大いに利用すべきだと思います。

**斉藤** 先ほどの証券界に対する投資家の不信は非常に難しい問題があります。アメリカでも手数料を自由化した後、何が起きたかと言えば、引き受け幹事は独占化しました。結局、手数料を自由化して、大手は1枚のチケットのコストを割りますと、アナリストなどを抱えているところは採算が合わない。例えば日本で言えば、大手の場合、注文が1000株だと採算が合わない。結局アメリカで何が起きたかという、自己ポジションによるスプレッド利益を出そうということで、ポジションを、そこへデリバティブを使って、だんだん算数的なマーケティングが始まったわけです。そして、アナリストを単なるブローカーに使っていたのでは採算が合わないから引き受けに絡ませて、引き受けから出た利益の何割をアナリストに稼がせるよということまでできたわけです。これが今、アメリカでも大問題になって、それで再構築が行われているわけです。むしろ、これはいいチャンスだと思います。日本もそこをよく考えて新しい厳格なルールを設けて常識的な世界を設けていかなければいけない。

SECの問題で言えば、自己ポジションを証券会社がもつ。これはもたざるを得ないので構わないのですが、そのときのルールはしっかりしておかないと、顧客の利益に反する。例えば相場観だって、業者と顧客が全く同じになるかもしれません。しかし、業者の情報は顧客よりも早い。そうになると、情報をお客さんには流さないで自分のポジションで儲けようという業者がいる。これはどうしてもおカネの世界ですから出てきます。そういうことにきちっとSECが業務を知った上で、その中身のチェックを入れる体制を敷くとか、そういうことが必要なんです。問題は、SECとか八条委員会にそういう業務を本当にマスターした人たちがどのくらい存在するかという問題。この辺も解決していかないといけない。

**松井** 今の日本の状況は、また、ワールドカップの例を出して恐縮ですが、ずいぶん前にロスタイム入りしている。そして、審判が終了の笛を吹こうと時計を見始めた段階です。笛がいったん吹かれたら、あと5分戦えばワンゴールできると主張したって始まらない。ある意味ではもうついにここまで来たという感じですが、これで日本が終わりかということ、そんなことない。ワールドカップは負けたけれども、次の4年後のドイツ大会を目指して、今から準備しなくてはならない。いい選手はいくらでもいるのだから。そういった議論というか、行動を開始する時だと思います。笛、すなわちマーケットの「もうこれまで」という声は覚悟した上で。

**工藤** 言論NPOではこうしたマーケットも含めた民間部門の建て直しの議論をこれからも発展させたいと思っています。今日はどうもありがとうございました。

(司会は工藤泰志・言論NPO代表)