



わが国の金融・資本市場の活性化の課題 ～アジアの成長取り込みを自己変革の契機に～

2010年6月8日

公益社団法人 経済同友会

提言要旨

■課題を再考する

・市場整備と活性化の取り組み

日本版ビッグ・バン以降に各種制度整備は進展／金融危機後の政府の役割

・市場のプレーヤー（投資家、事業会社、金融機関）に課題が残る。

→対症療法的な対応だけでは改善が期待できず。

・アジアの成長取り込みを自己変革の契機に

→投資機会の増加、経常収支の改善、国際競争力強化を通じて市場活性化に。

・世界的な規制再構築の動き

金融イノベーションを阻害する規制に反対／規制に関わらず競争力の向上が必要

■提言 活性化に向けて考慮すべき3つの条件と具体的な施策

1. わが国の持続的な経済成長の契機となる改革にする

(1) わが国産業と金融業のバランスある発展を目指す

→コーポレート・ガバナンス強化による市場の信頼確保（社外取締役活用）

(2) 世界最高水準の市場の「質」を目指す

→ユーザーから選ばれるため「公正性」「効率性」「透明性」を確保

(3) 機関投資家の運用能力を強化する

→人材マネジメント／小規模年金基金の運用規模拡大

(4) 個人金融資産の現預金への偏重を是正する

→商品性の改善／用語の簡易化

2. アジアを意識したグローバル経営を推進する

(1) ダイバーシティ（＝雇用の多様化）へ対応する

→人材活用能力を高めて企業の成長につなげる

(2) スピード経営を実践する

→タイミングを逸することのなく意思決定できる社内体制の整備

(3) 英語を社内コミュニケーション言語にする

→日本人が英語を積極的に使うステージに

3. 金融における政府と民間の健全な関係を構築する

(1) 国際的な検討の場で積極的にわが国としての意見を述べる

→官民の情報共有／意見発信

(2) 監督官庁と金融業界の健全なコミュニケーションを図る

→市場の実態に即した適切な金融行政のための官民コミュニケーションの再検討

(3) 海外インフラ整備等で健全な官民連携を進める

→政府（および政府系金融機関）が民間の活動を健全に支援

(4) 金融・資本市場の健全な発展を促す「郵政民営化」を実施する

→「民業圧迫」とならない郵政民営化の見直し

目 次

はじめに	1
I. わが国の課題を再考する	2
1. これまでの市場整備と活性化の取り組み	2
2. 背景にある問題とは	3
II. アジアの成長取り込みを自己変革の契機に	6
1. 成長著しいアジア市場に注目が集まる	6
2. 山積する課題を解決する	8
III. 世界的な規制再構築の動きを考える	9
1. これまでの主な項目を整理する	9
2. 規制の再構築とわが国金融・資本市場の活性化の関係	9
IV. 提言 ～活性化に向けて考慮すべき3つの条件と具体的な施策	10
1. わが国の持続的な経済成長の契機となる改革にする	10
2. アジアを意識したグローバル経営を推進する	12
3. 金融における政府と民間の健全な関係を構築する	12
おわりに	13
付表1：金融危機前後の動きと対応など	14
付表2：わが国の金融・資本市場の整備に関する動き	15
委員名簿	16

はじめに

1. 危機からの脱却へ

2008年に発生した金融危機の克服に向けて、世界各国で政策が総動員された。その結果、多くの国々で景気が底を打ち、一部の国では出口政策が本格的に議論されるようになった。しかし、今後についてはまだ慎重な見方もある。米国では金融機関の公的資金の返済が行われる一方で、地方銀行の不良債権問題が残る。また、EUでは金融危機の後遺症が残り、加えて加盟国の財政問題の深刻化によって、共通通貨ユーロへの信任が揺らいだ。

わが国では、政府は昨年11月に2006年6月以来、3年5ヶ月ぶりにデフレ状態を認定した。加えて上場企業に対するアンケートでも、今後の低成長を予想する回答¹はまだ多い状況であるが、直近では景気が底打ちしたとの認識が強まっている。

2. 規制再構築に向けた動き

金融危機の再発防止に向けて、世界的な枠組み、そして各国で規制の再構築について検討され、一部²は実施に移されている。金融危機の震源となった米国でも、議会で金融規制改革案を検討中である。今後の検討の行方については、世界が注目している。

規制や監督体制の不備に合わせて、モラルを欠いた行為が今回の危機を深刻化させたとの指摘がある。危機対応に多額の税金を投入するに至ったため、各国では、経営者の倫理観や業界自主規制の強化を求める段階を超え、政府主導で規制再構築の議論が進んでいる。金融危機の再発防止に有効に役立つような規制の見直し・強化は必要である。しかし、規制によって効率的な資源配分機能を弱め、世界経済の回復を阻害するようなことになっては意味がない。健全な市場競争を阻害する過剰な規制には今後十分注意する必要がある。

3. 本提言の視点

わが国の金融・資本市場の活性化について、これまで数多くの報告書や提言が出されたが、金融危機後は減少した。わが国として今後の目指すべき市場の姿が見えにくい状況である。

しかし、わが国の金融・資本市場の固有の課題は、金融危機やその反省に基づく規制強化とは別の次元で今も残る。また、英・米は危機後も依然として世界の金融のフロントランナーである。わが国は後塵を拝する立場であった故に、危機の影響が比較的軽微だったといわれる。金融という最もグローバル化した業界において、わが国がこれ以上遅れを取らぬよう世界的な規制の動きも視野に入れながら、今後も引き続き従来からの課題への対応を進める必要がある。

本提言では日本版ビッグ・バン（1996年）以降の取り組みや、わが国の長年の課題の背景にある問題とそれを突破する契機、危機後の世界的な規制再構築の問題と合わせて、中長期的な観点から活性化策を検討する。

¹ 内閣府・平成21年度企業行動に関するアンケート調査報告書での平成22～26年度の全業界平均の名目成長平均（実数値）は0.66%。

² G20による租税回避地認定地への規制強化、英国の金融機関役職員の高額賞与への特別課税など。

I. わが国の課題を再考する

1. これまでの市場整備と活性化の取り組み

ニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際市場としてわが国市場の地位を向上させることを目指した金融システム改革（日本版ビッグ・バン、1996年開始）や、金融庁設立（2001年）、金融商品取引法の施行（2006年）など、金融技術の発達や情報通信革命の急速な発展、時勢に合わせた規制の見直しなどによって、わが国の金融・資本市場を取り巻く環境は大きく変貌した。以前との比較では、わが国金融・資本市場に関する各種の制度整備は格段に進展し、先進諸外国と比べて遜色なくなったとの評価もある。

これまでのわが国の議論では、不良債権問題の解消や、ペイオフ問題、監督機能のあり方、金融商品取引法のあり方などが主なトピックであった。本会でも、これらの動きに合わせて提言をしてきた。そうした議論が一巡した後、わが国の金融・資本市場の国際競争力について注目が集まり、官民から数多くの報告書や提言が出された。しかし、本格的な競争力強化の実施以前に金融危機が発生し、現在に至っている。

他方、香港やシンガポールなどでは、危機後も国際金融センター化に向けた動きが着々と進められている。わが国企業の間でも、アジアでのビジネスを拡大する企業戦略として、東京以外のアジア地域での上場を検討する動きがある。地域の経済成長に合わせた市場取引の活発化も著しく、昨年の上海証券取引所の売買代金は、東京証券取引所を抜いて世界第三位³となった。

これまでのわが国の市場整備および活性化の取り組みによって、改善したもの、新たな問題が発覚したもの、仕組みは整えたものの、目標の達成には時間を要するものなど様々である。

図表 1 : 国際金融センター順位

～トップ 10 にアジアから 4 都市がランクイン～

順位	都市名	レーティング
1	ロンドン	775
1	ニューヨーク	775
3	香港	739
4	シンガポール	733
5	東京	692
6	シカゴ	678
7	チューリッヒ	677
8	ジュネーブ	671
9	深圳	670
9	シドニー	670

出典 : City of London “The Global Financial Centres 7” (2010年3月)

³ 2009年の東京証券取引所の上場企業時価総額はニューヨーク証券取引所に次いで第二位。(出典 : 国際取引所連合 (WFE))

2. 背景にある問題とは

わが国の金融・資本市場の発展は、国内の経済情勢と深くリンクしてきた。現在の国内経済の低迷やマネーの供給超過という状況下で、市場に参加する様々な主体が、所与の条件の下で合理的に行動することで、市場の低迷が生じている可能性がある。市場の活性化の検討にあたり、プレーヤーである投資家、事業会社、金融機関の各々の問題点について以下で再考する。

(1) 投資家

○個人投資家

問題点：金融資産の中の現金・預金割合が高く、株式等の資産の割合が低い。

背景：安全性重視（リスク回避）、金融リテラシー不足

別の視点から：デフレ経済下の合理的な資産選択（＝現金保有が有利）

高齢者に偏る金融資産（＝リスク資産を多く持たない）

魅力的な商品不足（＝個人のニーズに合致した商品が少ない）

公的年金制度に対する不安

○機関投資家（国内）

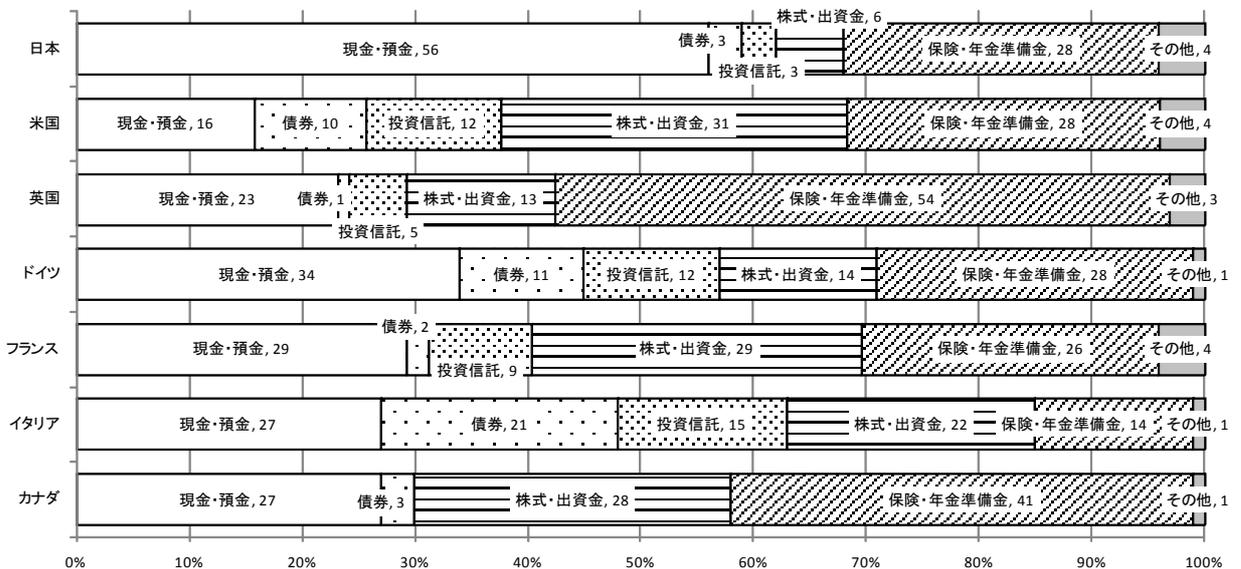
問題点：保守的な運用⁴（パッシブ運用、国債運用）スタイルが多い。

背景：安全性の重視

別の視点から：不十分な運用体制、多様な運用哲学の欠如（例：逆張りが少ない）

図表2：家計の金融資産構成の国際比較

～先進諸外国に比べて、日本の家計では現金・預金の割合が高い～



出典：金融中央広報委員会・暮らしと金融なんでもデータ（平成21年度）

元資料：日本銀行・日本銀行調査月報（2004年1月号）＜資金循環統計の国際比較＞、資金循環統計

（注）日本とアメリカは2009年3月末、その他の国々は2001年末の計数。

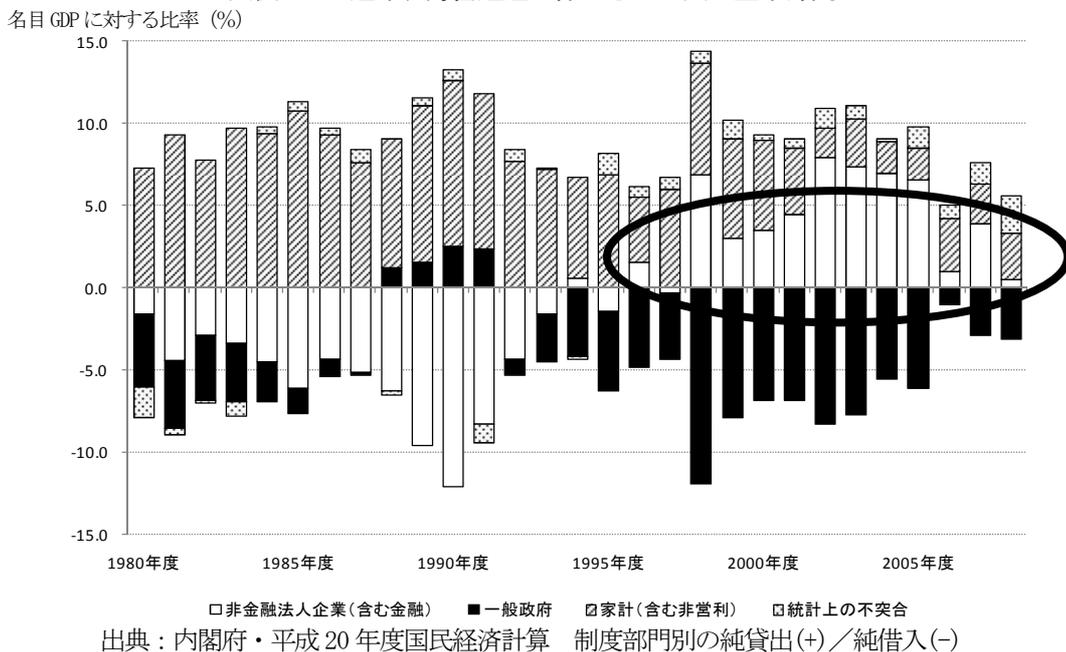
⁴ パッシブ運用は①市場の平均的なリターンを効率的に取り込む、②リスクが低い、③運用コストが低いという点で合理性がある。

(2) 企業（事業会社を中心に）

問題点①：株主資本利益率（ROE）が低く、株価収益率（PER）が高い。
 背景：資本コストに対する意識不足
 別の視点から：銀行借入による資金調達（間接金融優位）、雇用の維持・確保
 国際的に見て高いわが国の法人実効税率

問題点②：過去10年以上資金余剰（純貯蓄）主体となっている。
 背景：企業として十分な投資機会・収益機会を見出せていない
 別の視点から：事業の「選択と集中」の遅れ（≒企業の合併審査における低い予見可能性）
 財務健全性確保（環境変化に備えたバッファ）

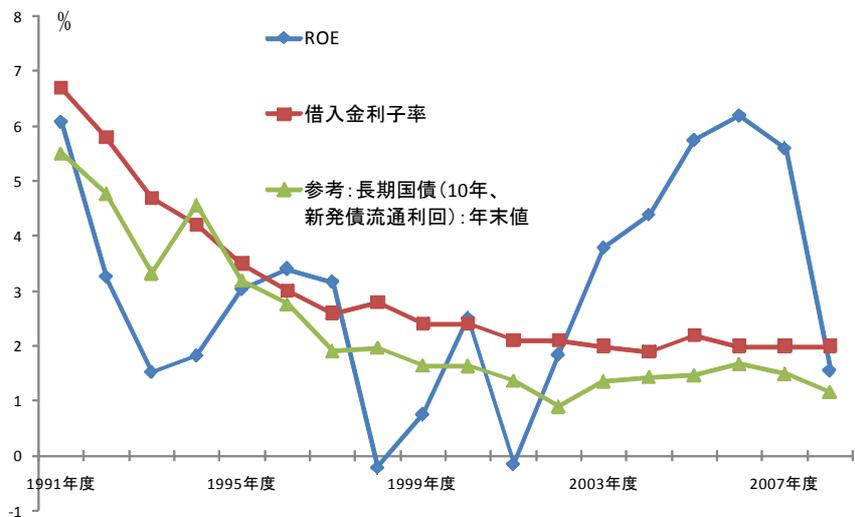
図表 3-1：近年、貯蓄超過主体となった法人企業部門



図表 3-2：

ROE、借入金利率、
新発債国債利回り推移

～バブル経済崩壊後、企業の
ROEは国債金利と同等
の水準で推移（除く 2003
年度～2007 年度）～



出典：財務省・法人企業統計調査（全産業）、および日本銀行・金融経済月報より作成

ROE = 当期純利益 / 純資産で計算。

(3) 金融機関

問題点①：収益性が低い。

背景：低金利、収益をあげるビジネス・モデルの欠如

別の視点から：銀行間の激しい貸出競争、貸出先企業の低収益体質

問題点②：企業や個人へのサービス・商品性への配慮が十分ではない。

背景：新規事業に対する保守性

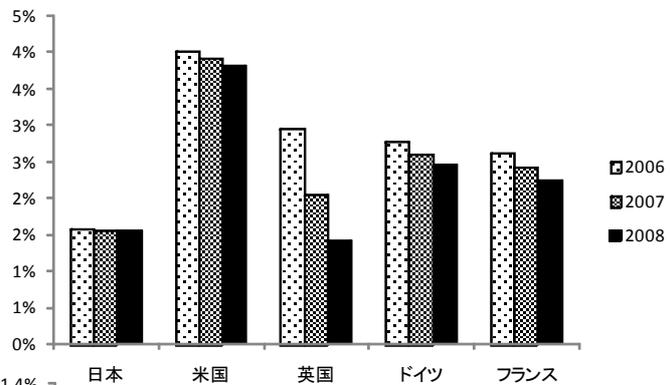
別の視点から：ノウハウおよび人材不足、不十分な顧客志向、規制強化の影響

長期雇用慣行の中での処遇の公平性、グローバル化への対応不足など

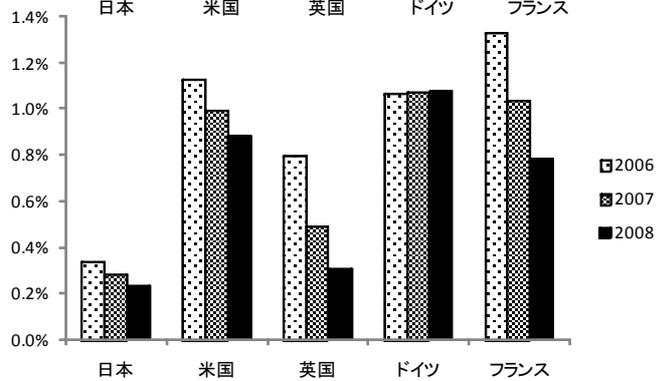
銀行部門の国際比較

～邦銀の利鞘水準は低く、ROA、ROEも低い～

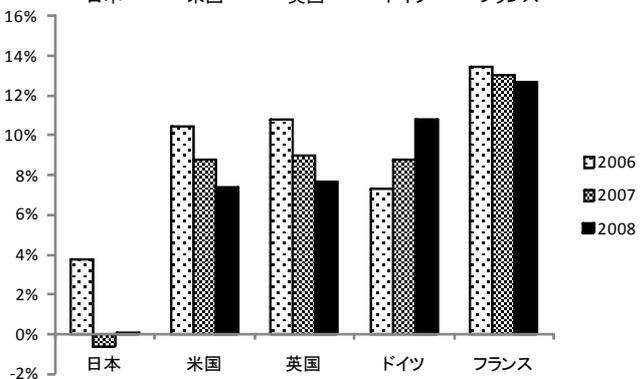
図表 4-1：利鞘



図表 4-2：ROA



図表 4-3：ROE



データ出典：世界銀行 “Financial Structure Dataset” (2010年3月改訂)

前述のように、各問題の背景には様々な事情があるため、対症療法的な対応だけでは不十分である。一例であるが、過当競争の中で企業の収益性が低くなり、結果として貸出元の金融機関の収益性も低くなる。両者の株価が低迷し、投資家は投資に慎重になる。金融・資本市場の活性化が実現しないのは、このような各主体の合理的な行動の結果という可能性が高い。

特に、市場のプレーヤーである事業会社や金融機関の低収益性は、投資家から見て市場の魅力を失わせる大きな要因である。日本企業の低収益性は各所で指摘⁵されているが、国際競争力を持つ企業も多数あることから、必ずしも経営の努力不足を意味しない。短期的な利益よりも長期的な経営の観点から付加価値の源泉となる従業員関係（含む長期雇用慣行⁶）や、安定的な協業関係・取引関係を重視するという日本的経営と関係が深いとの仮説もある。このような行動は資本に対して低いリターンを生む。金融・資本市場の視点で見れば、資金の最も効率的な配分が実現されず、特に景気低迷時には市場の魅力が減殺される。また、こうした行動は事業構造改革への取り組みを遅らせる原因になるため、企業の成長性への疑問を生じさせる。

これらに加えて近年、日本企業全般の国際競争力が低下したとの認識が急速に広まった。わが国の株価の低迷は、変革に手間取り、収益を生み出せない企業に対して、内外の投資家からわが国および企業の成長モデルが問われているものとして、真剣に受け止める必要がある。

我々経営者はこのような状況に強い危機感を持つ。改善に向けた取り組みは始まっており、金融機関であれば、運用専門職の人事制度（雇用契約・報酬体系）の抜本的な見直しや、事業会社であれば、M&Aの活用による事業分野の拡大や、人材確保・ノウハウの蓄積などがある。戦後最長の景気回復期に、日本企業のROEが改善したのは、単に好業績という理由に止まらず、株主資本に対する意識が向上したこともある。しかしながら、全体から見れば部分的な試行錯誤の域に止まっている。長年親しんだ慣習を見直すことは、各所で大きな摩擦を引き起こすことになるため、着手は及び腰になりやすい。

見直しの契機としては、第一に、将来にわたり収益機会が見込めること、第二に、企業が自己変革に対峙すること、という二つの条件が両方共に満たされることが望ましい。これらの条件は業種や企業により異なるが、わが国経済社会全体へのインパクトもあり得るという観点で、その打開策について次項で論じたい。

II. アジアの成長取り込みを自己変革の契機に

1. 成長著しいアジア市場に注目する

わが国は、長引く経済の低成長や深刻な人口減少問題と合わせて、進捗の遅い規制改革や国際的に見て高い法人実効税率といった問題から、事業活動の場としての魅力が薄れつつある。欧米諸国は金融危機の痛手から回復途上ということもあり、昨今、成長センターであるアジア地域に熱い視線が注がれている。わが国の金融機関や内需型と呼ばれる企業でも、アジア市場に戦略的に着手している。最近になって、わが国において海外子会社からの配当が非課税化されたことも、こうした動きを加速させている。アジア各国への進出は、わが国だけでなく欧米

⁵ 例えば経済産業省 産業構造審議会 産業競争力部会資料「日本の産業を巡る現状と課題」（2010年）、内閣府・年次経済財政報告 2006（平成18）年度など

⁶ 長期雇用慣行が維持される理由として、わが国の厳格な解雇規制や、税制（長期勤続の退職金の所得税優遇）などがある。

企業、それにアジア域内の企業も進めており、現地で熾烈な競争が繰り広げられている。

これをわが国の金融・資本市場の活性化に向けた有力な契機の一つとして考える。日本企業がアジアに進出し、同時にお金が出て行くケースでも、複数の経路を通じて、わが国金融・資本市場およびプレーヤーにプラスの効果を与える。

○アジアの成長取り込みに関する、わが国金融・資本市場へのメリット

- ①国内余剰資金の有効活用（＝投資機会の増加）
- ②海外からの配当・利子収入の増加（＝経常利益の改善）
- ③アジア向けの金融ビジネスの活性化（＝金融業の国際競争力強化）

金融業や事業会社は、国際的な競争に晒される中で、収益を出すためには小手先の対応だけでは不十分であり、大きな自己変革に取り組みざるを得ない。生産や販売のみならず、意思決定や間接部門（事業企画、マーケティング、人事など）のあり方も大幅な見直しが必要となる。自らの成長のために、何を残し・何を变えるのか。日本的な経営手法がどこまで適用するか。国内の雇用とのバランスをどのように図るか。解は各企業が自ら探し求めなくてはならない。

こうした厳しい競争に晒されることで、企業は自己変革に取り組みざるを得ない。日本型のグローバル経営（＝新・日本流経営⁷）の成否、そしてわが国の金融業による事業会社の成長に向けたサポートが、わが国の金融・資本市場の魅力をも決定づける。

投資に当たっては、現地情報の収集・選別の「目利き」が課題である。個人投資家も現地の動向を注視している。機関投資家は以前よりアジア向けの投資をしているが、今後は優良投資案件を巡る競争が一層激しくなると予想される。既に現地に進出している事業会社では、要求を満たす外国の著名な金融機関を利用する例も珍しくない。情報を提供する金融機関側は、現地に投資責任者を置くなどの価値ある情報提供体制への対応を進めている。

金融機関、特に邦銀は、既に現地に根を張った国際的な銀行と競争することになる。アジア進出の準備として、十分に収益体質を改善し、自己資本の拡充に努める必要がある。

<以下は例：一部は実現、もしくは進行中>

(1) 投資家

○個人投資家－アジア市場の成長に注目

→新興国を対象とした投資信託の購入、アジア進出企業への投資、アジア株投資

○機関投資家－新興国インフラ整備事業などへの投資

→高リターン確保（※年金基金の場合、加入者の安心にもつながる。）

(2) 企業（事業会社を中心に）－投資機会の発掘、アジアの地域での付加価値の創造

→輸出、M&Aを通じた事業取得、資本参加、生産拠点などの整備、業務提携

(3) 金融機関－資金仲介ニーズの増大

→現地金融機関との提携、金融サービスの展開、地域情報サービスの提供

⁷ 経済同友会・第16回企業白書「新・日本流経営の創造」では、これまでの日本流経営の強みを再評価した上で、日本企業がグローバルに事業展開をしていく際の課題として「新・日本流経営」を提言。

2. 山積する課題を解決する

(1) 現地の課題

①持続ある発展への貢献

1997年のアジア通貨危機を経験した国々では、短期資金の流入への警戒感が強い。アジア諸国とわが国の間でWin-Win関係を構築していくには、中長期のお金が入り、現地の発展に持続的に活用されることが重要となる。

②投資保護・円滑化

貿易に関しては世界貿易機関（WTO）で多国間の包括的なルールが決められているが、投資に関してはこのようなルールが存在しない。国内の投資家が安心して投資を行うためには、投資財産の保護を保証する二国間の投資協定（BIT）の締結が必要となる。既にわが国もいくつかの国とは締結済みである。今後は、投資保護だけでなく、投資の参入に関する規制の自由化⁸も含めた、より包括的な協定に見直しを進めていく必要がある。

③金融・資本市場のインフラ整備

アジア域内の国は貯蓄超過国が多い。現地での資金需要が旺盛にもかかわらず、金融・資本市場が未発達なために、経常収支の黒字が米国の安全資産の購入につながり、グローバル・インバランスを生んだ原因の一つとして指摘されている。わが国はアジア債券市場育成イニシアティブ（域内通貨建て債券発行市場の整備）や、サムライ債発行支援（国際協力銀行）を実施して社債市場の発展や資金調達に寄与している。アジア通貨安定化⁹の取り組みと合わせて、今後も現地のニーズに即した協力を続ける必要がある。

(2) わが国の課題

①国内経済への影響

企業業績や金融・資本市場へのプラスの効果とは別に、アジア進出がもたらすわが国全体の影響についても同時に考察する必要がある。既に発生している問題だが、生産拠点等の海外移転に伴い、わが国の地域経済および地方財政の疲弊が深刻化している場所もある。地域の活性化のあり方、および代替的な産業のあり方なども同時に検討する必要がある。

②金利上昇と公的債務問題

企業業績が回復していけば金利水準は上昇する。ある意味では、金融・資本市場の健全化につながるといえる。他方、わが国公的部門の累積債務問題は世界の中で最悪の水準である。健全な金利の上昇に加えてわが国の信用リスクが高まれば、カントリーリスクに発展する可能性もある。財政健全化に向けた綿密な計画と軟着陸に向けたアクションが不可欠である。

③開かれた国づくり

わが国がアジア諸国の市場に活路を求めるなら、わが国もまたアジア諸国に開かれている

⁸ 二国間投資協定の中に投資保護に加えて市場の自由化まで含めて結んだ国々は、韓国、ベトナム、ラオス、カンボジアなど。EPAでは投資に関する章を設けて締結。

⁹ 2000年にASEAN+3（日中韓）によって、危機等に際して二国間通貨スワップを行う「チェンマイ・イニシアティブ」が合意された。2010年3月からは複数国間の契約に一本化されている。

べきである。E P A（経済連携協定）やF T A（自由貿易協定）を推進する必要がある。現時点で発効・署名済は10カ国・1地域に止まっており、A S E A N地域とのE P Aは研究中である。締結を推進していくために、国内問題の解決を進める必要がある。

Ⅲ. 世界的な規制再構築の動きを考える

1. これまでの主な項目を整理する

金融危機を契機に、金融機関の高レバレッジ経営、短期的収益への偏重、証券化ビジネスの不透明性等の問題が顕在化し、各国で批判が一気に燃え上がった。危機の再発防止のために、国際的な枠組みで、あるいは各国内で規制の議論が進んでいる。しかし、市場の活性化を阻害するとの意見も根強く、危機から1年以上経過した現在でも議論が続いているものが多い。

<以下は主な項目の抜粋>

○G20 首脳会合

- ・金融機関の高額報酬に対する規制
- ・租税回避地とヘッジファンドに対する規制強化

○バーゼル銀行監督委員会

- ・国際業務を営む銀行の自己資本比率規制の強化（2012年末より）
- ・レバレッジ比率規制の導入

○金融安定化理事会（F S B）

- ・国際的に監視をする金融機関（30社）を選定

○米国の金融規制改革案（抄）

- ・連邦準備理事会（F R B）による金融機関の監督
- ・省庁横断型の金融サービス監督協議会創設
- ・消費者金融保護庁（C F P A）創設
- ・ボルカー・ルール：銀行業務とリスクの高い投資銀行業務・証券業務を分離
商業銀行による自己勘定取引の禁止／ヘッジファンド等への出資禁止
金融機関の大規模化の制限

2. 規制の再構築とわが国金融・資本市場の活性化の関係

規制強化はこれまでの金融自由化の流れとは明らかに異なる。危機の影響だけでなく、市場機能への信頼を毀損した代償は大きい。危機を引き起こした金融機関への厳しい世論は厳正に受け止める必要がある。これを資本主義の歴史的な方向転換と見る考えもある。米・欧を中心とする当局者の間では、納税者への説明責任もあり、Too Big to Fail（＝大きすぎて潰せない）という金融機関について、規制強化もやむなしとの意見が主流といわれる。

日本でも国際的な整合性に沿った規制再構築の動きが進んでいる。具体的には、銀行の自己資本比率規制の強化¹⁰がある。銀行の健全経営を確保するためには、質の高い十分な資本を持

¹⁰ 2012年末までを目標に、金融情勢が改善し景気回復が確実になった時点で段階的に実施する予定。（バーゼル銀行監督委員会）具体的な規制となるには、各国で国内法の整備が必要となる。

すべきとの考えが背景にある。このため、国際業務を営む邦銀は増資を行うか、あるいは資産を圧縮する必要がある。加えて、国内の他の銀行にも自己資本比率の増強の動きが伝播することで、景気の変動を増幅する可能性（プロシクリシティ問題¹¹）が指摘されている。主に米・欧を中心とした金融業の規制によって、国内の金融業が影響を受けることに不満の声もあるが、国際業務を営む諸外国の銀行と比較して、邦銀の資本の質の改善が必要であることは明白であり、マクロ経済への影響も勘案しつつ十分に時間をかけて¹²取り組んでいく必要がある。

今後、自己資本比率規制以外でも何らかの形で国際的な金融規制の再構築が進むことは確実である。その際注意すべき点として、第一に、規制が個々の金融機関の経営を過度に束縛し、金融イノベーションや資金の効率的配分を阻害しないことが重要である。第二に、グローバルに平仄が取れている必要がある。そして第三に、わが国金融・経済の実情に適合している必要がある。特に第一に関連して、マクロプルーデンス（金融システムの安定性確保）政策の必要性は理解するが、経済合理性を欠く政治的な動機に基づく規制強化によって再び経済に悪影響を与えるとすれば本末転倒であり、そうならないように規制当局に働きかける必要がある。

他方、わが国は金融分野の先進諸国を「追う立場」にあることを忘れてはならない。議論されている最先端の規制が全て当てはまるわけでもなく、規制が見直される下でも、わが国の金融機関、資本市場の競争力を継続して強化していく必要がある。

IV. 提言 ～活性化に向けて考慮すべき3つの条件と具体的な施策

現下の状況において、先述のように、引き続き個別問題に対する対症療法と、アジア市場への取り組みを契機にした市場の体質改善（含むプレーヤーの自己変革）の組み合わせが必要となる。そして、それを補強する意味で、政府との関係のあり方について以下で提言する。

1. わが国の持続的な経済成長の契機となる改革にする

(1) わが国産業と金融業のバランスある発展を目指す

金融危機では、「金融立国」の意外な脆さが明らかになった。わが国の金融・資本市場が今後国際化を目指すにせよ、国内経済との深いリンクは続く。金融と実業は経済成長の車の両輪であり、主・従の関係ではない。企業による新たな価値創造への挑戦を、金融機関として資金や各種サービスでサポートし、相乗的に発展していくことが市場の活性化、そしてわが国の経済成長に向けて必要となる。

両者のバランスある発展の基礎として、企業活動が金融・資本市場から信頼されることが不可欠となる。内閣府令の改正¹³によるコーポレート・ガバナンス強化も進んでいるが、企業側としても社外取締役の活用などを進め、市場の信頼を得る努力をする必要がある。

¹¹ 不況期には、保有資産価格下落の影響で自己資本が減少することから、金融機関は全体として貸出を減少させ、景気悪化を増幅させる。反対に好況期は、保有資産価格上昇による自己資本増加によって貸出が容易になり、景気を一層過熱する。

¹² 自己資本比率規制について、バーゼル銀行監督委員会では現行基準の取り扱いを一定期間認める措置（グランドファザリング）を「十分に長期にわたり設定する予定」との方針で合意している。

¹³ 企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令（2010年3月31日公布）で、有価証券報告書等の「コーポレート・ガバナンスの状況」の開示の充実が図られた。（例：株式保有状況の開示）

(2) 世界最高水準の市場の「質」を目指す

金融・資本市場活性化においては、プレーヤーの問題と共に市場の質の向上もまた重要である。米国の市場の魅力は多様な投資家と商品性に裏打ちされた流動性にある。わが国の市場はそれなりの規模を有するが、プレーヤーの視点で見ればまだ改善が必要である。

グローバル化が進展し、情報通信技術が高度に発達を続ける中で、「公正性」「効率性」「透明性」の点で、最高水準の市場を目指す姿勢がなければ、ユーザーから選択されない。

○「公正性」と「効率性」：金融危機後の規制再構築・監視強化の動きは、市場の公正性の確保も目的としている。他方、過剰な規制は市場の効率性を阻害する可能性もある。公正性に関して、業界自主規制等と合わせ、国際的に均等な競争条件とすることが重要である。

わが国の市場が国際化を睨む場合、特に海外からの取引参加者の効率性の観点から考えるべきは英語での対応である。TOKYO AIM 取引所¹⁴は英語での情報開示を可能としているが、一般の市場でも、英語による情報開示が可能となるように検討する必要がある。

○「透明性」：電子開示システム (EDINET) や、東京証券取引所の新取引システム (arrowhead) などの I T 化の進展により、経営情報の開示・流通の促進、情報アクセスの迅速化、価格形成の透明性の確保が進んでいる。世界的には、デリバティブなど多様化する金融商品の取引の透明性が課題となっており、わが国としても早急に対応する必要がある。

(3) 機関投資家の運用能力を強化する

機関投資家の保守的な運用の一因に、ファンドマネジャーのインセンティブ構造の問題があるといわれる (例：非難を回避するための「群れ現象」)。担当者の専門性の適切な評価をはじめ、専門職としての位置づけの明確化、処遇の再検討を進める必要がある。

機関投資家の代表格である年金基金について、わが国には超大型の公的年金基金がある一方で、小規模な私的年金基金が数多くある。規模が小さいと、コストの問題から十分な運用体制を敷くことが難しい。一部ではあるが、企業グループ全体の運用を指導する投資顧問会社を設立し、運用に関する規模の利益を追求する動きもある。企業経営者を含め、私的年金関係者が運用規模の重要性を強く認識する必要がある。基金の合同化が進めば、運用体制の強化と同時に、市場の効率化・活性化に資することにもなる。

(4) 個人金融資産の現預金への偏重を是正する

経済環境が厳しい中でも、個人のリスク受容度を高めていくためには、商品性の改善が必要である。様々な E T F (上場投信) の登場など、個人の商品選択の機会が広がっているが、まだ取り組みの余地がある。

○個人の確定拠出型年金の拠出枠拡大・マッチング拠出の容認

○株式譲渡益・配当などの軽減税率の延長 (納税者番号制度の導入まで継続)

○商品性・サービスの向上 (REIT などのミドルリスク・ミドルリターン商品の拡充)

個人の金融リテラシーを高める金融教育の重要性が認識されて久しいが、金融の世界は翻訳語が多いため、理解に時間がかかり、個人投資家の裾野を広げる上で支障がある。金融商品の名前も含め、用語を簡易化していく努力が必要である。

¹⁴ 日本やアジアの成長企業に新たな資金調達場として、東京証券取引所とロンドン証券取引所が合弁で開設 (2009年6月1日から)。

2. アジアを意識したグローバル経営を推進する

(1) ダイバーシティ¹⁵（＝雇用の多様化）への対応

企業がアジアの活力を本格的に取り入れて成長していくには、従業員の国籍や性別等の異なる多様な人材を活用できることが条件となる。これまでも数多くの企業が海外へ進出してきたが、優秀な人材を引き止められないなど、現地対応の問題が指摘されてきた。最近では本社組織の幹部として現地職員を登用したり、新卒で外国人留学生の採用を増やしたりなどの動きが進んでいる。グローバル経営の推進にあたって、こうした動きを加速する必要がある。

(2) スピード経営を実践する

わが国企業の海外投資等の意思決定が他国の企業に比べて遅いため、せっかくのチャンスを喪失しているとの指摘がある。また、現地進出後も、最終的な意思決定権限が本社にあることから、マーケティングや生産・調達などの体制構築に時間がかかる場合もある。トップダウンの意思決定や、現地法人への意思決定権限の委譲など、海外案件についてタイミングを逸することなく意思決定できる社内体制を整備していく必要がある。

(3) 英語を社内コミュニケーション言語化する

部署によって日本語と並び英語を標準的な言語とする日本企業も増えつつある。グローバル経営を推進していく上で、日本語を話せる外国人を活用する段階から、日本人が仕事で英語を積極的に使うステージに移行していることをまず認識し、具体的に行動に移す必要がある。

3. 金融における政府と民間の健全な関係を構築する

(1) 国際的な検討の場で積極的にわが国としての意見を述べる

現在、世界的な枠組みで規制の再構築が進んでいる。グローバル化した金融に関する規制は一国単独ではなく、国際的に足並みを揃えることが望ましい。そうした国際会議にはわが国からも金融当局者が参加しているが、国内の金融機関および市場関係者に議論の過程や参加国の様子などが必ずしも全て共有されていない状況のため、会議の結論を巡って対応に困惑する場合も多い。こうした情報の非対称性を解消するために、市場関係者と政府関係部局との対話・情報共有のあり方を改善するべきである。その上で、国際的な規制についてあらゆる議論の場で官・民共に国内情勢を踏まえた意見表明を積極的に行い、会議後は適切に対応できるようにする必要がある。

(2) 監督官庁と金融業界の健全なコミュニケーションを図る

新政権発足後、金融業界関係者から監督官庁とのコミュニケーションが減り、規制・監督についての予見可能性が低くなったとの声が増えた。また、昨年秋に金融審議会の活動が凍結され、最新の金融行政・政策に関する情報¹⁶や政策決定過程の透明性も低下した。市場の実態に即した適切な金融行政を行うためには、官と業界の間の健全な交流は重要である。より多くの情報が行き交うような官民コミュニケーションについての検討が必要である。

¹⁵ 近年はダイバーシティと合わせて「インクルージョン」(inclusion、包含)という言葉が使われている。多様性を受け入れ、共に仕事を進めていくという含意がある。

¹⁶ 省ごとに副大臣らが政府外の与党議員に政策などを説明する「政策会議」が開催されており、各省ホームページに資料が掲載されている。

(3)海外インフラ整備等で健全な官民連携を進める

わが国にアジアの活力を取り入れる上で、政府の関与が重要となる場合がある。特に超長期のインフラ事業や資源外交など、国家プロジェクト的な案件は、相手国側から政府関与を求められる場合も多い。事実、近年の海外大型プロジェクトで日本企業が受注に敗れたのは、政府関与の程度が決め手だったと伝えられる。

「民間でできることは民間で」という原則は不変であり、今後も簡素で効率的な政府を目指すとしても、民間の活動を健全に支援するという点で、わが国政府（および政府系金融機関）の役割は大きい。先進諸外国も開発途上国の民間プロジェクトへの支援実施体制を持つ。新成長戦略（基本方針）の中でも海外のインフラビジネスが注目されている。当該分野でのわが国の競争力を高めるために、円借款や国際協力銀行融資などの活用を含めて、スピード感のある適切な官民連携を推進すべきである。なお、政府が支援するプロジェクトの採択にあたっては透明性、効率性といった観点が不可欠である。

(4)金融・資本市場の健全な発展を促す「郵政民営化」を実施する

今般、政府より郵政改革法案が国会に提出された。新政権では、郵政三事業（郵便・郵貯・簡保）の全国一律サービス維持のために、政府保有の株式売却の凍結に始まり、預入限度額 2000 万円への引き上げなど、「郵政民営化の見直し」が広範に行われている。

元々、郵政民営化には利用者の利便性向上の他に、郵政資金（郵貯・簡保）について①入口の問題（民間金融機関との競合、暗黙の政府保証がついたと認識される貯金口座への資金流入）②出口の問題（大量の国債消化による財政規律の緩み、金利上昇時のALM（資産負債管理）リスク増大、運用対象の多様化による市場のかく乱など）の解決も期待されていた。

今回の郵政改革法案が成立すれば、わが国の金融・資本市場を歪める大きな要因となる。郵政民営化法の理念である「国民の利便性の向上」、「見えない国民負担の最小化」、「資金の官から民への還流による国民経済の活性化」を遵守し、わが国の金融・資本市場の健全な発展に資する郵政民営化とすべきである。

おわりに

現時点でわが国金融・資本市場の活性化を論じることに違和感があるかもしれないが、日本経済の活性化との好循環を作るためには、本格的な景気回復を待って議論するのでは遅い。わが国の明るい将来展望を描くためには、世界的な規制の再構築について注視しながら、問題の背景まで視野に入れた取り組みを今から開始する必要がある。アジアに注目が集まる現在は、その好機である。

他方、過去の本会提言で述べているように、わが国の金融業が国際競争力を持ち、日本経済を担う重要な産業の一部門として、その他の産業とのバランスある発展を遂げることで、国内外の経済に貢献することが求められている。本会としてもわが国の金融・資本市場のあり方や金融機関の収益性向上等については今後も重要な課題として認識し、検討を進めたい。

多くの課題は既に明らかになっており、今後も粛々と対応を進める必要がある。アジア市場への取り組みと、金融機関のみならず関係者が課題について取り組みを続ける中で、わが国の金融・資本市場の活性化が実現することを期待する。

以 上

付表1：金融危機前後の動きと対応など

出来事	政府などの動き
2007年 2月 上海ショック 7月 サブプライムローン問題表面化（格下げ） 9月 ノーザンロック銀行に特別融資（英）	
2008年 9月 ファニーメイ、フレディマック 政府管轄下に リーマン・ブラザーズ証券 破綻 AIG 国有化 11月 シティグループに対する救済策	3月 規制構造の強化に関するブループリント（米） 公表 10月 緊急経済安定化法（米）成立 不良債権救済プログラム（TARP） 11月 第1回G20首脳会合・ワシントン
2009年 1月 バンク・オブ・アメリカに対する支援策 5月 米国 複数の大手保険会社に公的資金注入 6月 ゼネラルモーターズ 破綻 米金融機関、公的資金返済開始 11月 ドバイ・ショック	2月 大手銀行15行にストレステスト（米） ド・ラロジエール報告書（仏）公表 3月 ターナー・レビュー（英）公表 4月 第2回G20首脳会合・ロンドン 6月 金融規制改革案（米）公表 9月 第3回G20首脳会合・ピッツバーグ 12月 金融規制改革法案 米下院承認 銀行の新規制案発表 （バーゼル銀行監督委員会） 金融機関賞与課税措置（英、仏）
2010年 1～2月 欧州各国でソブリンリスク高まる （為替市場でユーロ、ポンド下落）	1月 オバマ米大統領、新しい金融規制強化案 （＝ボルカー・ルール）発表 金融危機責任税（総額8兆円）構想発表 2月 米国 公定歩合引き上げ（0.5→0.75%） 3月 EU 緊急時のギリシャ支援策 合意 5月 金融規制改革法案 米上院可決 （下院案とは別）

付表 2 : わが国の金融・資本市場の整備に関する動き

市場関連の出来事	国内外の動き
1996年 流動性預金金利の自由化 (除く無利子当座預金)	1996年 日本版ビッグ・バン開始
1997年 グリーンシート (非上場株式売買制度) 発足	1997年 アジア通貨危機
1998年 会計ビッグ・バン開始 個人のインターネット証券取引 開始 市場外取引規制緩和	1998年 外為法改正 (日本) 金融監督庁発足 (日本) ロシア財政危機 緊急経済対策 (日本)
1999年 ナスダックジャパン開設 (現・ヘラクレス) 東証マザーズ開設 株式手数料自由化	1999年 ゼロ金利政策開始 (日本) 金融検査マニュアル公表 2000年 金融監督庁を金融庁に改組 (日本)
2001年 ETF、J-REIT が本格スタート	2002年 金融再生プログラム開始 (金融庁)
2002年 個人向け国債発行	2003年 証券決済システム改革法
2003年 日本証券クリアリング機構 業務開始	
2004年 JASDAQ 証券取引所 業務開始 EDINET による有価証券報告書等開示の義務化	
2005年 日本国債清算機関 業務開始	2005年 ペイオフ全面解禁 2006年 会社法施行 (日本) 金融商品取引法 施行 (日本) 2007年 バーゼルⅡ 適用実施 金融・資本市場競争力強化プラン公表 (金融庁) サブプライムローン問題表面化 (米国) ニューヨーク・ダウ平均株価 最高値
	2008年 リーマンショック G20 首脳会合開催
2009年 株式等振替制度 (電子化) 実施	2009年 経済危機対策 (日本) 消費者庁設立 (日本)
2010年 東京証券取引所 新取引システム「アローヘッド」稼動開始	

以 上

2009年度金融・資本市場委員会

(敬称略)

委員長

小林 栄三 (伊藤忠商事 取締役会長)

副委員長

岩下 正 (ローン・スター・ジャパン・アクイジションズ 会長)

篠田 和久 (王子製紙 取締役社長)

戸田 博史 (野村證券 顧問)

兵頭 誠 (日本興亜損害保険 取締役社長首席執行役員)

米谷 憲一 (商船三井 取締役副社長執行役員)

委員

青木 巖 (FUNAI キャピタル・アドバイザー 取締役社長)

荒木 幹夫 (日本政策投資銀行 取締役副社長)

石橋 博 (住信基礎研究所 取締役社長)

伊藤 秀俊 (オックジフキャピタルマネジメント 顧問)

稲田 和房 (セゾンファンデックス 取締役社長)

上村 多恵子 (京南倉庫 取締役社長)

植村 裕之 (三井住友海上火災保険 常任顧問)

大岡 哲 (リョービ 取締役)

大川 澄人 (日本経済研究所 理事長)

大竹 美喜 (アフラック (アメリカファミリー生命保険) 創業者・最高顧問)

大多和 巖 (日興コーディアル証券 顧問)

大橋 光博 (MRI 代表取締役)

尾崎 英外 (あいおい損害保険 取締役会長)

小野 俊彦 (日新製鋼 相談役)

小幡 尚孝 (三菱UFJ リース 取締役社長)

柿本 寿明 (日本総合研究所 シニアフェロー)

梶田 邦孝 (全日本空輸 常勤監査役)

柏木 斉 (リクルート 取締役社長)

加藤 義孝 (新日本有限責任監査法人 理事長)

門脇 英晴 (日本総合研究所 特別顧問)

蒲野 宏之 (蒲野綜合法律事務所 代表弁護士)

河合 良秋 (キャピタル アドバイザーズ グループ 議長)

河原 茂晴 (KPMG Japan (あずさ監査法人) グローバルマーケット統括パートナー)

川本 昌寛 (シェルパ・インベストメント 代表取締役)

神崎 泰雄 (日興コーディアル証券 顧問)

菊池 廣之 (極東証券 取締役社長)

木下 俊男 (日本公認会計士協会 専務理事)

木原 康 (長寿介護センター 取締役)

木村 廣道 (ライフサイエンスマネジメント 取締役社長)

清原 健 (ジョーンズ・デイ法律事務所 パートナー)
 金原 策太郎 (平和不動産 取締役社長)
 楠 雄治 (楽天証券 取締役社長)
 河野 栄子 (DIC 社外取締役)
 児玉 正之 (あいおい損害保険 取締役社長)
 近藤 章 (富士火災海上保険 代表執行役会長 CEO)
 斉藤 惇 (東京証券取引所グループ 取締役兼代表執行役社長)
 酒井 重人 (ソシエテ ジェネラル証券会社 東京支店 副社長)
 笹山 幸嗣 (メザニン 代表取締役)
 佐藤 和男 (三井不動産 社友)
 佐藤 義雄 (住友生命保険 取締役社長)
 澤 尚道 (ビー・エヌ・ピー・パリバアセットマネジメント 常務取締役)
 澁谷 耕一 (リッキービジネスソリューション 代表取締役)
 白川 祐司 (あおぞら銀行 取締役会長)
 神農 雅嗣 (セレコーポレーション 取締役社長執行役員)
 鈴木 喜輝 (サーベラス ジャパン 取締役社長)
 高野 和夫 (日立キャピタル 顧問)
 高橋 衛 (ドイツ証券 常勤監査役)
 田中 誠一 (三井物産 取締役 専務執行役員)
 田沼 千秋 (グリーンハウス 取締役社長)
 田幡 直樹 (RHJ インターナショナル・ジャパン エグゼクティブシニアアドバイザー)
 田谷 禎三 (大和総研 顧問)
 津川 清 (OFFICE TSUGAWA 代表)
 辻井 隆司 (A. T. カーニー パートナー)
 常陰 均 (住友信託銀行 取締役社長)
 寺澤 則忠 (三菱地所 顧問)
 同前 雅弘 (大和日英基金 副理事長)
 富樫 直記 (オリバー・ワイマン 日本代表 パートナー)
 徳中 暉久 (ソニーフィナンシャルホールディングス 取締役社長)
 外村 仁 (ブラックロック・ジャパン 取締役副会長)
 仲條 亮子 (ブルームバーグ L. P. 在日副代表)
 中野 正健 (日本生産性本部)
 中村 雅信 (BNPパリバジャパン 取締役社長)
 永山 妙子 (ファースト エグゼクティブ リミテッド 代表取締役)
 南原 晃
 西澤 俊夫 (東京電力 常務取締役)
 野口 章二 (飯野海運 特別顧問)
 野坂 正樹 (TMI 総合法律事務所 チーフオペレーティングオフィサー)
 橋本 圭一郎 (アサツーディ・ケイ 顧問)
 畠山 康 (ラザードフレール 取締役社長&CEO)
 早崎 博 (住友信託銀行 特別顧問)

原 田 滋 (機械産業記念事業財団)
 原 田 靖 博 (フューチャーアーキテクト フューチャー経済・金融研究所長)
 廣 瀬 駒 雄 (ディレクトフォース シニアフェロー)
 廣 瀬 勝 (森ビル 監査役)
 福 川 伸 次 (機械産業記念事業財団 会長)
 福 島 吉 治 (F&Kコンサルティング 取締役会長)
 藤 木 保 彦 (オリックス 相談役)
 堀 内 勉 (森ビル 専務取締役 CFO)
 堀 口 智 顕 (サンフロンティア不動産 取締役社長)
 本 田 勝 彦 (日本たばこ産業 相談役)
 本 田 桂 子 (マッキンゼー・アンド・カンパニー・インク・ジャパン ディレクター)
 益 戸 正 樹 (パークレイズ・キャピタル証券 副会長)
 増 淵 稔 (日本証券金融 取締役社長)
 松 岡 芳 孝 (ステート・ストリート信託銀行 取締役会長)
 松 村 謙 三 (プリヴェ企業再生グループ 取締役社長)
 水 上 博 和 (アドヴァンウェルスマネジメント 代表取締役)
 蓑 田 秀 策 (KKR ジャパン 取締役社長)
 三 宅 純 一 (千葉商科大学大学院 客員教授)
 村 上 一 平 (日清製粉グループ本社 取締役社長)
 村 上 雅 彦 (ロンバー・オブ・イェ・ダリエ・ヘチ信託 取締役社長)
 森 敏 光 (みずほコーポレート銀行 顧問)
 森 正 勝 (アクセンチュア 最高顧問)
 森 稔 (森ビル 取締役社長)
 守 田 道 明 (上田八木短資 取締役社長)
 谷 代 正 毅 (日墨ホテル投資 取締役副社長)
 安 田 育 生 (ピナクル 取締役会長&CEO)
 山 内 隆 司 (大成建設 取締役社長)
 山 田 洋 暉 (クラレ 監査役)
 山 元 博 孝 (ビック東海 取締役)
 吉 村 幸 雄 (シティグループ・ジャパン・ホールディングス
 執行役員 ガバメント・アフェアーズ 担当)
 林 原 行 雄 (シティグループ・ジャパン・ホールディングス 常任監査役)
 チャールズD. レイク II (アフラック (アメリカンファミリー生命保険) 日本における代表者・会長)
 若 林 勝 三 (日本地震再保険 取締役会長)

以上 109 名

事務局

岡 野 貞 彦 (経済同友会 執行役)
 藤 卷 正 志 (経済同友会 執行役)
 菅 原 晶 子 (経済同友会 政策調査第1部 部長)
 松 本 岳 明 (経済同友会 企画部 マネジャー)