



**政策運営の予見可能性と市場規律の回復を改めて求める  
～ 震災を乗り越え、世界から選ばれる日本へ ～**

2011年6月30日

公益社団法人 経済同友会

## はじめに

経済同友会では、本年1月に「2020年の日本創生 - 若者が輝き、世界が期待する国へ - 」を公表した。これは、10年後のあるべき日本の姿を描くとともに、その実現に向けた具体策を提案したものであり、目指す金融・資本市場のあり方についても述べている。

金融の役割とは何か。改めて振り返ると、金融仲介機関が高度の情報収集力や審査機能の発揮を通じて適切にリスクを取りつつ資金余剰主体と資金不足の主体とを仲介することや、多様な資金供給主体が成長産業・企業にリスクマネーを供給すること等が挙げられる。民間金融機関は、東日本大震災からの復興においても、将来の産業構造変化を展望しながら、財政政策および公的金融機関との適切な役割分担の下<sup>1</sup>、健全性、社会性、収益性という基本原則を踏まえた融資や資本の提供等、新しい産業・企業を育てる視点に立った積極的な資金供給を通じ、その役割を適切に果たすべきである。

我々は、震災発生前後を通じて金融・資本市場に関する議論を行い、東日本大震災という未曾有の事態を経てもなお、中・長期的に目指す金融・資本市場のあり方は変わらないと認識している。国難と呼ばれる状況にあっても、産業構造・人口構成の変化を踏まえた構造改革と、市場メカニズムを適切に機能させ、産業・企業の新陳代謝を図ることの重要性に変化はない。震災を乗り越え、日本が世界から選ばれる国であり続けるためには、強いリーダーシップの下、構造改革・規制改革を加速させなければならない。

本意見は、被災地の復興を支援する政策の必要性を否定するものではなく、短期的な対策と中長期を視野に入れた取り組みとを区別して議論することにより、グローバル競争に伍していく日本経済と、被災地の真に創造的な復興を願い、表明するものである。

---

<sup>1</sup> 3月11日に東日本大震災が発生し、被災地を中心に復興に向けた懸命な取り組みが続けられている。5月2日に成立した「平成23年度補正予算(第1号)」では、東日本大震災からの早期復旧に向け年度内に必要と見込まれる経費として、4兆153億円が一般会計に計上され、このうち5500億円が、農林漁業者および中小企業等の事業再建及び経営安定のための融資等に支出される予定である。

民間金融機関は、震災発生後3ヵ月以内に、生命保険・損害保険あわせて約1兆2百億円の保険金を支払う等、スピード感を持ってその役割を果たしている。

## 外部環境の変化と目指す経済・金融の姿

日本では少子高齢化が一層進展し、国内需要は縮小傾向が続く。一方世界には成長著しい国・地域が多くあり、グローバルなビジネスの機会は右肩上がりに増加している。わが国もアジアの安定的な経済発展に貢献しつつ、共に成長していくべきである。

同時に、世界では新興国が台頭し、アメリカ一極集中から多極化へと進み、中国は新たな第三極を創りだそうとしている。このような構図の中、日本がグローバルなルール・メイキングの場での発言力を強化するためにも、日本経済の活性化と世界への貢献が不可欠である。

国内に目を転じると、経済の安定成長が実現しない限り、抱えている多くの課題が改善・解消することはない。グローバル経済の深化や人口構成の変化に対応し、デフレから脱却して安定的な成長を続けるには、産業構造の転換が欠かせない。産業構造の転換は、通常プレーヤーの新陳代謝を伴うが、それには豊かで安定的なリスクマネーの規律ある供給が求められる。

現行の規制・制度の下では、間接金融<sup>2</sup>によるリスクテイクには限界があり、リスクマネーの需給をバランスさせるためには、直接金融を強化し、間接金融への偏重を是正する必要がある。同時に、金融には審査機能等を通じて産業・企業を選別・強化し、コンサルティング機能を発揮することで産業構造転換への対応を促すことが期待されている。

また、生産年齢人口の減少が続くわが国経済にとって、家計が可処分所得を増やす方策としての、資産運用の重要性は高まる一方である。金融機関には、その運用能力とリスク管理能力を高めることにより、国内外の貯蓄と投資機会とをより柔軟に結びつけることが求められている。

## 求められる3つの改革

経済のグローバル化は産業を問わず進んでおり、金融セクターも例外ではない。日本経済の成長力を強化するとともにアジアの経済発展に貢献するため、東京市場には、国内外から流入した資金を世界の成長セクターに供給することが期待されている。この役割を適切に果たすためには、市場の効率性と創造性、透明性を高め、資金の出し手と取り手双方にとって魅力ある市場へと変革しなくてはならない。

アジアにおける東京市場の競争力強化に向け、求められる取り組みは数多いが、中でも喫緊の課題は、政策運営の予見可能性を確保すること、市場規律を回復し、市場メカニズムを機能させること、企業活動の活性化の3つである。

---

<sup>2</sup> 一般に「間接金融」とは、金融機関が資金を調達してリスクを取り、事業主体に供給することを、「直接金融」とは、事業主体が市場等を通じ、本源的資金の出し手から直接調達することを指すが、本意見書においても同様である。

## 改革1：政策運営の予見可能性確保

新興国との市場間競争という観点から投資コストを比較すると、東京市場は税制等では新興国の市場に大きく劣後する。一方優位にあるのは、民主主義の法治国家で、自由主義経済体制を採っていることだが、現実には法の定める原則とは異なる政策が選択される等、政策運営の予見性が損なわれているケースが散見される<sup>3</sup>。これらは、わが国金融市場の魅力を下させ、わが国国家計のみならず、海外から日本への投資をも阻害し、日本経済の成長を鈍化させる要因になっている。

高度にグローバル化した金融市場において、わが国企業が外国企業と同一条件で競争するためには、あらかじめ定められたルールに基づいて各種の判断が下されるという、法治国家の基本原則が守られることが不可欠である。しかし、現状わが国ではグローバルな経済活動にとっての基本的なインフラである、透明性の高い法規の運用が確保されているとは言いがたく、このままでは、わが国金融市場に資金が集まることも、法務・税務等の金融関連サービスが東京に集積することも期待できない。

あらかじめ定められたルールに基づく予見可能な政策運営と、国民はもちろん、グローバルなステークホルダーに対する説明責任を常に全うすることは、成長戦略を実現するための基盤である。政治・行政当局者には、これらの重要性を改めて認識いただきたい。

### 認識した問題・課題

政策運営の軸が安定性を欠いているため、

- 社会全体がリスク回避的になっており、投資が盛り上がらない
- 外国からの対日直接投資が低水準である
- インサイダーとみなされる取引の範囲が不明瞭なため、業界・企業ごとの自主規制が過度になりがちである

### 今後取り組むべき事項

- 規制・制度の運用は、グローバルな自由主義経済のプリンシプルに則って行う
- グローバルな市場間競争を勝ち抜くため、政策当局と金融機関とが十分に情報を共有し、透明性・公平性・一貫性のある金融行政・金融機関監督を行う
- 税と社会保障の一体改革を早期に実現し、信頼性の高い中長期の工程表を示すことで、将来不安を低減し、積極運用を促す

<sup>3</sup> 東京電力福島第一原子力発電所の事故をめぐる損害賠償スキームに関する要人の発言を受け、金融市場が政策運営の予見性に疑念を抱いたこと等が記憶に新しい。

## 改革2：市場規律の回復による市場メカニズムの復活

日本経済がさらなるグローバル化や人口構成の変化に対応し、安定的な成長を続けるためには、生産要素の低生産性部門から高生産性部門への移転を促すことで、マクロの生産性を向上させるとともに、わが国経済を取り巻く需要構造の変化に応じ、産業構造を変革し続けなくてはならない。成熟経済である日本の中・長期的な成長セクターは、政府等によって外生的に与えられるものではなく、市場メカニズムが適正に発揮されることで、生産資源・経営資源が効率的に再配分されていく。

市場には、資本と情報を集約することで成長機会を発見・創造するとともに、産業・企業を選別し、生産性の低い企業・事業の再編を促すことが期待されている。しかしながら、2009年11月に成立し、2010年12月に延長が決められた<sup>4</sup>「中小企業者等に対する金融の円滑化を図るための臨時措置に関する法律」(モラトリアム法)は、市場が本来持っている機能の発揮を阻害し、競争力ある企業と乏しい企業との峻別を困難にしているため、さらなる延長はすべきでない。また、適正に金利機能を発揮する観点からはゼロ金利からの脱却も必要である。

政治・行政当局者には、民間金融機関が担うべき役割と、財政政策あるいは公的金融機関を通じて実現すべき政策とを明確に区分した議論を行っていただきたい。

### 認識した問題・課題

- モラトリアム法の施行
- 資金需要に比べて間接金融機関の数が多く、過当競争が生じている
- 金融機関の過当競争の結果、財務体質に応じた適切な金利設定がなされていない
- 信用保証協会の保証割合が高い

といった要因により市場規律が損なわれており、産業構造の転換が遅れている

### 今後取り組むべき事項

- 雇用維持等の社会政策実現のためとはいえ、市場規律を歪める手段は採らない
- モラトリアム法は現在の期限をもって失効させる
- 信用保証制度に係る責任共有割合の引き上げ<sup>5</sup>

<sup>4</sup> 中小企業金融円滑化法は、2010年12月14日に期限延長の方針が決定され、「中小企業金融円滑化法の期限を延長するための改正法」は2011年1月25日に提出、3月31日に成立した。

<sup>5</sup> 「責任共有制度要綱」の修正を要する。

### 改革3：企業活動の活性化

強い経済なくして強い金融はない。日本経済が持続的に成長するためには、イノベーションと新規就業機会創出の担い手であるベンチャーの活性化が欠かせない。ここでもリスクマネーの供給が重要である。一方、既存企業を活性化させるためにはM&Aが有効である。いわゆる日本的な対等合併の精神は、合併・統合による効率化の阻害要因にもなり得る。真に企業活動を活性化させるM&Aの実現に、資本市場が果たしうる役割は大きい。

また、企業がグローバル競争に伍していくためにはスペシャリストの人的ストックが肝要であり、金融機関はスペシャリストのキャリアパスを充実させる必要がある。さらに、産業を問わず専門性の高い人材の活躍の場を拡げるには、労働市場の流動化が求められる。

わが国金融・資本市場を活性化し、創造的な企業活動に欠かせないリスクマネーの需給をバランスさせるためには、間接金融機関<sup>6</sup>のリスク評価能力強化とそれを促進する金融監督行政、ベンチャー・キャピタルやエンジェル投資家を含む多様な資金供給主体を育成するための金融所得に係る税制改革<sup>7</sup>の双方が必要である。

金融庁は、「主要行向けの総合的な監督指針」および「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」において、金融機関による「将来の成長可能性を重視した融資等に向けた取組み」の重要性を掲げている。金融機関が過度にリスク回避的になることはわが国産業・企業の中長期的な発展の芽を摘みかねず、我々もこの問題意識には賛同するところである。金融機関が“企業を育てる”視点に立った事業活動を行う環境を整えるため、金融行政当局<sup>7</sup>には、国際的な金融規制強化の流れの中にあっても、わが国の産業・金融構造を踏まえ、必要なリスクマネーの供給を阻害しない国内規制・監督体系を再構築することを強く期待する。

加えて、金融セクターは変化のスピードが速いため、起こりうる全ての事象に関して事前にルールを定めることは現実的でない。また、市場メカニズムを適正に発揮させるとともに、金融機関の創意工夫を促し、わが国発のイノベーションと高付加価値サービスを生み出す観点からも、公的規制・制度による制約は必要最小限にとどめるべきである。これらを実現するためには、全ての市場参加者が自己規律の重要性を再認識しなければならない。

改革1「政策運営の予見可能性確保」で掲げた“自由主義経済のプリンシプルに則った規制・制度の運用”は、自己規律の涵養にも資することから、その重要性を改めて指摘したい。

<sup>6</sup> 2011年3月末時点で、日本では家計金融資産に占める現金・預金の割合が55.3%に達している一方、米国では14.0%、ユーロエリアでも35.1%に留まる。

<sup>7</sup> 2000年7月に、金融監督庁が所管していた「民間金融機関の検査その他の監督等」業務と大蔵省金融企画局が所管していた「金融制度の調査、企画及び立案等」業務とを統合するかたちで金融庁が発足した。検査・監督業務の色彩が強いとの指摘も聞かれ、金融セクターの長期的な成長に目を向けた企画・立案機能のさらなる強化が望まれる。

一方、金融所得に係る税制については、「平成 23 年度税制改正大綱」において、「金融資産の流動化や個人金融資産の有効活用による経済活性化の必要性にかんがみ、可能なところから、金融所得課税の一体化に向けた取組みを進め」ることとされている。改革 1「政策運営の予見可能性確保」および改革 2「市場規律の回復による市場メカニズムの復活」を通じ、わが国行政および市場が信頼を取り戻した暁には、金融資産を流動化し、個人金融資産の活用による経済活性化を加速させるため、アジアというタイムゾーンにおける市場間競争とわが国金融構造の特徴を踏まえた金融所得に係る税制の見直しが重要になる。

#### 認識した問題・課題

- 金融ビッグバンの目的が達成されていない
- 株価の低迷が続いている
- “貯蓄から投資へ”が進まない
- 東証第一部上場企業の 6 割超が PBR 1 以下である<sup>8</sup>
- 適切にモノを言う株主が少ない
- 金融機関経営が過度に保守的になり、“企業を育てる”視点を失っている
- “リテールの強化”という金融機関の戦略・意思にも関わらず、期待されている機能を果たせていない

#### 今後取り組むべき事項

##### ( 1 ) 金融機関

- M&A 等における仲介能力強化
- 資産管理ビジネスの強化
- グローバルな情報収集能力・審査能力の強化
- “目利き”人材の育成
- ベンチャー・キャピタルによる買戻条項の原則廃止

---

<sup>8</sup> 2011 年 6 月 28 日現在。

## ( 2 ) 政治・行政

- 金融行政のあり方の見直し
  - 金融機関による“企業を育てる”ための適切なリスクテイクを阻害しない規制・制度設計
  - 銀行・証券一体となった高付加価値サービスを提供するための、実効性あるファイアーウォール規制緩和
- 確定拠出年金（個人型を含む）の対象者・拠出限度額拡大<sup>9</sup>
- 日本版 ISA の限度額拡大<sup>10</sup>
- 日本版チャイルド・トラスト・ファンドの創設
- エンジェル税制における税額控除の導入

## おわりに

東日本大震災に対しては、161 の国・地域及び 43 の国際機関から支援が表明される<sup>11</sup>等、国際社会から温かな手が差し延べられている。しかしグローバルな経済活動は、日本の復旧・復興を待ってはくれない。政府は 5 月 17 日の閣議で、「環太平洋パートナーシップ（TPP）協定交渉参加の判断時期については総合的に検討する」ことを決定したが、“総合的に検討”すればこそ、構造改革・規制改革の早期断行が求められる。

企業が日本を拠点にグローバル競争に挑み、事業を成長させることで雇用と税収の面でも貢献するためには、わが国が企業に選ばれるよう、立地競争力を向上させなければならない。ビジネスの拠点としての競争力は複合的な要素から成るが、事業にとって所与の条件となる、政策運営の安定性が大きく影響することは言うまでもない。

高度にグローバル化した産業であり、また経済活動一般にとってのインフラでもある“金融”の視点から、政府には改めて、法治国家にふさわしい透明性の高い政策決定プロセスの確保と市場規律の回復を通じた市場メカニズムの復活を求めたい。

以上

<sup>9</sup> 加えて、企業型確定拠出年金への従業員によるマッチング拠出を可能にする「国民年金及び企業年金等による高齢期における所得の確保を支援するための国民年金法等の一部を改正する法律案」（年金確保支援法案）の早期成立が求められる。

<sup>10</sup> 「租税特別措置法」第 37 条の 14 第 5 項第 1 号および第 2 号のイの改正を要する。

<sup>11</sup> 2011 年 6 月 28 日現在。



## 2010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

篠田 和久 (王子製紙 取締役社長)

野田 万起子 (ベンチャー・リンク 取締役社長)

平岡 昭良 (日本ユニシス 専務執行役員)

平野 英治 (トヨタファイナンシャルサービス 取締役副社長)

蓑田 秀策 (KKRジャパン 取締役社長)

森口 隆宏 (JPモルガン証券 取締役会長)

### 委員

荒木 幹夫 (日本政策投資銀行 取締役副社長)

石井 茂 (ソニー銀行 取締役社長)

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)

伊藤 正博 (川北電気工業 専務取締役)

稲田 和房 (セゾンファンデックス 取締役社長)

稲葉 延雄 (リコー経済社会研究所 所長)

井上 智治 (井上ビジネスコンサルタンツ 代表取締役)

岩崎 俊博 (野村アセットマネジメント CEO兼執行役会長)

岩下 正 (ロソ・スター・ジャパン・アドバイザリオンズ 会長)

植村 裕之 (三井住友海上火災保険 常任顧問)

浦田 晴之 (オリックス 取締役兼代表執行役副社長 グループCFO)

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 (SMBC日興証券 顧問)

尾崎 英外 (あいおいニッセイ同和損害保険 取締役会長)

尾崎 弘之 (パワーソリューションズ 取締役)

小野 俊彦 (日新製鋼 相談役)

小幡 尚孝 (三菱UFJリース 取締役会長)

加藤  奂	(京王電鉄 取締役会長)
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)
加納  望	(日本政策投資銀行 常務執行役員)
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 会長)
河野 貴輝	(ティーケーピー 取締役社長)
河原 茂晴	(あずさ監査法人 (KPMG Japan) 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	
菊池 哲郎	(毎日新聞社 常勤顧問)
菊池 廣之	(極東証券 取締役社長)
木原  康	(長寿介護センター 取締役)
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 相談役)
楠  雄治	(楽天証券 取締役社長)
藏本 誠三	(三井不動産 常務取締役)
車谷 暢昭	(三井住友銀行 常務執行役員)
河野 栄子	(D I C  社外取締役)
小崎 哲資	(常和ホールディングス 取締役社長)
小島 邦夫	(日本証券金融 顧問)
児玉 正之	(あいおいニッセイ同和損害保険 取締役副会長)
近藤  章	(富士火災海上保険 取締役代表執行役会長兼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)
坂本 和彦	(丸紅建材リース 顧問)
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	(グローバル コラボ エルエルシー 共同代表 CEO)
澁谷 耕一	(リッキービジネスソリューション 代表取締役)

島田 一	(金融ファクシミリ新聞社 取締役社長)
白川 祐司	(あおぞら銀行 取締役会長)
陳野 浩司	(ドイツ証券 マネージングディレクター)
菅野 健一	(リスクモンスター 代表取締役CEO)
杉山 清次	(みずほフィナンシャルグループ 特別顧問)
鈴木 喜輝	(サーベラス ジャパン 取締役社長)
高橋 衛	(ドイツ証券 コンサルタント)
田代 桂子	(大和証券キャピタル・マーケッツ 執行役員)
橋 憲正	(タチバナエステート 取締役会長)
谷家 衛	(あすかアセットマネジメント 取締役社長)
津川 清	(OFFICE TSUGAWA 代表)
辻井 隆司	(A.T.カーニー パートナー)
土屋 陽一	(メイプランニング 取締役会長)
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	(ゾニフィツシャル・ヘルディングス 社友)
中野 正健	(日本生産性本部 茗谷会)
中村 雅信	(BNPパリバジャパン 取締役社長)
野口 章二	
橋本 圭一郎	(首都高速道路 取締役会長兼社長)
畠山 康	(ラザードフレール 取締役社長&CEO)
早川 洋	(浜銀総合研究所 取締役会長)
早崎 博	(住友信託銀行 特別顧問)
原 丈人	(デフタ パートナーズ グループ会長)
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)
平尾 光司	(信金中央金庫 地域・中小企業研究所 所長)
橘・フクシマ・咲江	(G&S Global Advisors Inc. 取締役社長)
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)  
 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 島 正 之 (ボストンコンサルティンググループ シニア・アドバイザー)  
 松 村 謙 三 (プリヴェ企業再生グループ 取締役社長)  
 三 宅 純 一 (千葉商科大学大学院 客員教授)  
 武 藤 英 二 (民間都市開発推進機構 理事長)  
 村 上 雅 彦 (日興アセットマネジメント 常務取締役)  
 本 山 和 夫 (アサヒビール 取締役副社長)  
 守 田 道 明 (上田八木短資 取締役社長)  
 八 杉 茂 樹 (大和不動産鑑定 取締役社長)  
 安 田 育 生 (ピナクル 取締役会長兼社長兼CEO)  
 安 永 雄 彦 (島本パートナーズ 取締役社長)  
 安 淵 聖 司 (日本GE 取締役 GEキャピタル社長兼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 本 謙 三 (日本銀行 理事)  
 吉 沢 正 道 (ロングリーチグループ 代表取締役)  
 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 (アフラック (アメリカ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)  
 和 田 裕 (日本イノベーション 取締役社長)  
 渡 辺 博 文 (ハミングヘッズ 取締役)

以上111名

#### 事務局

篠 塚 肇 (経済同友会 政策調査第2部 部長)  
 山 本 郁 子 (経済同友会 政策調査第1部 アソシイト・マネージャー)