



投資マネーの循環により経済成長を促す
~ 同友会版 ISA の導入と資本市場による規律づけの強化 ~

2012年5月18日

公益社団法人 経済同友会

目次

はじめに	1
. 成長マネーの循環の道筋をつくる	2
. 個人（家計）を成長マネーの循環の起点にする	3
(1) 日本版 ISA の導入とその問題点	
(2) 同友会版 ISA の導入とその制度設計	
(3) 金融リテラシーの普及・向上	
. 日本の金融資本市場の国際競争力を強化する	9
(1) 国際競争力の強化の必要性	
(2) 規制のあり方	
(3) 国際的な市場間競争への対応	
(4) 国際会計基準（IFRS）の適用について	
. 資本市場による規律づけを強化する	11
(1) 長期的な企業価値の向上を目指す	
(2) 年金積立金管理運用独立行政法人の組織形態、運営の改革	
おわりに	16

はじめに

バブル崩壊以降 20 年近くにわたり、日本の金融機関の多くは、経営資源を不良債権の処理と新規発生予防に投入せざるを得なかった。また、金融行政当局による規制ならびに監督も強化・厳格化された。この間、欧米金融機関は、物価・実体経済の変動が小さい安定した経済環境の下、グローバル経済の資金仲介を含め積極的にリスクを取ってきたが、その背後で、米国の住宅バブル、欧州のソブリン債バブルに加え、それらの証券化商品のバブルが醸成されていた。

こうした国際金融資本市場の動きのなかで、日本の金融機関の世界的プレゼンスは低下した。国内では、リスクを取ることができるマネーの供給が減少した一方で、欧米金融機関のプレゼンスが高まり、その意味での東京市場の国際化は進んだ。

しかし、2007 年に米国の住宅市場に続き証券化商品でバブルが崩壊し、2009 年には欧州の政府債務危機が発生した。これらを受け、欧米金融機関は、リスク資産の削減、事業売却等を進め、当局は、規制監督を強化しつつある。今後、当面の間、欧米金融機関のグローバルな資金仲介機能は低下すると考えられる。

他方、日本の金融機関は、長きにわたる調整を済ませ、健全性を回復している。また、東京市場や円の国際的地位は、1990 年代から 2007 年にかけて趨勢的に低下したが、足下では回復の兆しが見られる。欧米の金融機関と経済が疲弊している今、日本の金融機関と金融資本市場がグローバル経済での資金仲介を担うことは、日本が世界経済に対してなし得る最大の貢献の一つである。

一方、わが国の実体経済では、人口減少の進行等を受け、成長期待が低下している。こうしたなかで経済が安定的に成長するには、内外の成長分野に有効に資金投入し、その果実を資金の出し手が享受するという成長モデルを要する。

だが、日本の金融資本市場には、このモデルを実現する上での課題がある。まず、豊富な個人金融資産の大半は、安定選好の強さから預金に集中し、その多くが国債で運用され、産業の活性化に結びついていない。また、企業の株主資本利益率（ROE）の水準の低さ等を背景に、日本の株価は長期にわたり低迷している¹。加えて、コーポレート・ガバナンスが不十分であることも指摘される。

本提言では、個人金融資産が世界と日本の経済成長に資する分野に供給され、成長マネーとして循環することを目指し、関連する制度整備や、金融資本市場に参加する主体に求められる行動等を提示する。

¹ 2010 年の世界の取引所の時価総額合計は、1990 年比で 6.4 倍だが、うち東京証券取引所と大阪証券取引所の時価総額の合計は 1.4 倍である。（国際取引所連合資料参照）

・成長マネーの循環の道筋をつくる

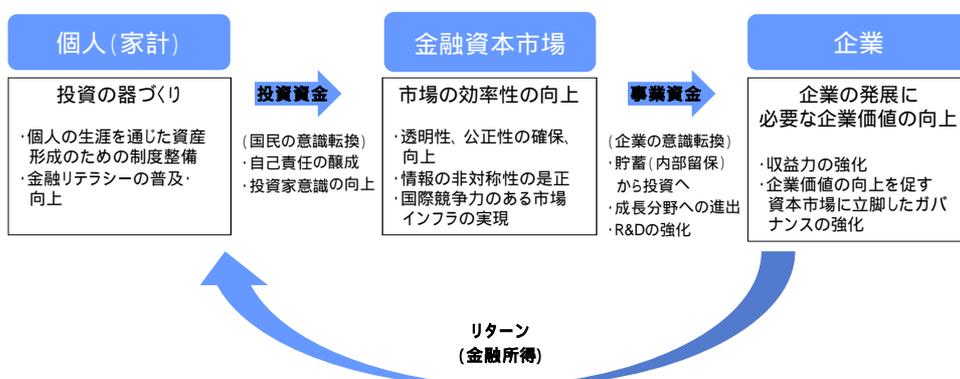
経済成長はイノベーションに支えられるものであるが、イノベーションにはリスクが伴い、収益性のある事業に発展するまでに時間を要する。成長マネーとは、こうしたリスクテイクを中長期に支えることを前提とした資金であり、その循環を担う主体を大きく捉えれば、個人（家計）、金融資本市場、企業である。これらの主体間を成長マネーが循環する道筋をつくるために、制度やインフラを整備するとともに、個人や企業に意識の変革を促していく。

これまで個人（家計）の金融資産については、「貯蓄から投資へ」という言葉が使われてきた。しかし、このテーマを自明とする以前に、個人（家計）の観点から考える視点が重要である。個人にとって金融資本市場は資産形成の場であり、自助努力による資産形成を支援する「投資の器」を誰もが使える制度として整備することの意義は大きい。このような制度整備と相俟って、個人レベルでの金融リテラシーの普及は重要な課題となる。

金融資本市場においては、個人（家計）からの投資資金の効率的な運用を実現する。多くの投資家を集めるには、情報開示が進んだ透明性の高い市場や、利便性の高い取引所の整備を進める。また、金融機関が多様な金融商品を開発するとともに、各商品に関する情報開示を進め、投資家の選択肢拡大や商品選択時の判断材料を増やしていく。

企業は、金融資本市場から調達した資金を活用し、事業を行う主体であり、長期的に企業価値を向上させていくことが望まれる。国内外の成長期待の高い事業への投資や主力事業への経営資源の集中等により、その収益性を高め、得られた利益を投資家に適切に還元することで個人（家計）の所得が増加するという循環を実現する。

成長マネーの循環の道筋



・個人（家計）を成長マネーの循環の起点にする

（１）日本版 ISA の導入とその問題点

現行の上場株式等の配当・譲渡所得等に対する 10% 軽減税率²は、2013 年末に廃止されるが、これに伴い、2014 年より日本版 ISA³（非課税口座内の少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置）が導入される予定である。

日本版 ISA は、投資家の裾野を拡大する制度として意義はある。しかし、非課税口座の開設が 3 年間の時限措置であることや、非課税期間は口座開設時から 10 年間に限定されていること、事務手続が複雑であることが問題としてある。また、制度が時限的であるなかで、システム投資の負担の大きさから、導入を見送る金融機関が想定されることも制度の定着を図る上での問題点である。

（２）同友会版 ISA の導入とその制度設計

本委員会では、経済同友会版 ISA（税制優遇を伴う拠出型の個人貯蓄・投資口座、以下、「同友会版 ISA」）を提言する。

成長マネーの源泉としての個人金融資産

個人金融資産は、個々人にとって「豊かで幸せな生活」のための原資である。また、成長マネーの源泉でもあり、その意味で、個人（家計）は、経済成長を促進する資金循環の起点に位置づけられる。安定的な経済成長の実現には、成長マネーの循環が個人金融資産の増加に結実する資金循環構造が必要である。

また、今後は、貿易収支の悪化が懸念される。経常収支の均衡には、所得収支の黒字拡大が求められるが、企業の対外直接投資は、それに貢献する。こうした投資への資金が個人（家計）から供給されるようになれば、直接投資により得られた収益が個人（家計）の所得増加につながり、またこれが投資への資金供給に向かうという成長循環が広がる。

現在、約 1,400～1,500 兆円と言われる個人金融資産の多くは、高齢者が保有

² 上場株式等の配当・譲渡所得等に対する税率は、本則では 20% である。

³ 想定されている日本版 ISA では、専用に開設した口座内の上場株式、株式投資信託等の配当所得、譲渡所得が非課税になり、拠出限度額は年間 100 万円。非課税口座においては、口座を開設した年から 10 年以内に生ずる上場株式等の配当所得および譲渡所得に対して所得税・住民税を課さない。1 年につき 1 口座のみ開設可能とする。課税方法は、拠出時課税、運用時・給付時非課税で、適用対象者は、国内に居住する 20 歳以上の個人。英国の Individual Savings Account（個人貯蓄口座）を参考にした制度である。

しているが⁴、高齢化とともに貯蓄率は低下していく。また、今後の人口動態では、60歳以上人口の増加は徐々に鈍化する上⁵、60歳以上の世代における高齢化も進展する。リスク性の高い運用や流動性の低い運用は、ある程度高齢になると難しくなると考えられるが⁶、今後の人口動態により、そうした運用が可能な高齢者の絶対数は減少する。

したがって、今後、成長マネーの源泉を維持するためには、高齢層から若年層への金融資産の移転促進や、若年層における金融資産の形成を支援し、長期に亘ってリスクを取ることでできるマネーの供給を拡大することが望まれる。

個人による金融資産形成の必要性

急速に進む少子高齢化により、社会保障制度の持続性の低下を背景とした給付抑制等が不可避と考えられるなかで、老後の生活基盤を確保するために、自助努力による金融資産形成の重要性は増している。

また、教育費や医療費等、個人のライフステージに応じた支出に備えるための金融資産形成が円滑化されれば、時間軸で見た家計の負担を均すこともできる。

さらに、わが国の財政の状況を踏まえると、再分配政策を通じた公的支援には限界がある。こうしたなかで、所得の底上げにより中間所得層を再び増加させるには、安定的な経済成長の実現と中間所得層の自助努力への支援が有効である。

経済同友会がこれまでに提言した資産形成に関する制度

本会では、これまでも個人の資産形成に関する以下の提言を行っている。

(新拠出建年金制度)

- ・ 公的年金制度の抜本改革として、2階部分は、厚生年金報酬比例部分を民営化し、新拠出建年金制度（完全積立方式、個人勘定）を創設する。

⁴ 金融資産の年齢別分布状況では、金融資産保有額に占める60歳代の割合は37.2%、70歳代は22.5%になっている。（金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査（2009年）」参照）

⁵ 日本の将来推計人口（平成24年1月推計）によると、60歳以上人口は、2012年の約4,100万人から2037年の約4,700万人まで増加するが、その後、減少に転じる。

⁶ 投資信託のようなリスク商品による資産運用には一定の金融的体力が必要で、ある程度高齢になると投資信託を保有することは難しい。（野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部「Financial Information Technology Focus 2012.1」参照）

- ・本制度では、掛金は拠出時非課税（企業は損金算入、従業員は所得控除）とする。運用時の年金資産は非課税とし、給付時は他の所得と合算して総合所得課税扱いとする。

（医療貯蓄制度⁷）

- ・予期せぬ病気や怪我に伴う医療費支出に備えて、若年時から個人単位で積立てる制度。個人の任意により加入し、引き出し要件は医療費支出に限る。

（日本版チャイルド・トラスト・ファンド）

- ・子どもの進学や海外留学等の費用に備えて資産形成を行う上では、親、祖父母等から子・孫世代への金融資産の移転を促進する必要がある。これを支援するために、税制優遇措置付きの「日本版チャイルド・トラスト・ファンド（以下、日本版 CTF）」を創設する。
- ・同ファンドでは、直系尊属（父母、祖父母等）が 18 歳未満の直系卑属（子、孫等）名義の口座に資金を拠出し、株式、投資信託、預金等で運用する。税制優遇措置として、子、孫等に課される贈与税⁸を非課税（年間 60 万円の基礎控除を新設）、また、株式、投資信託、預金などでの運用益を非課税とする。

同友会版 ISA 導入の意義

米国では、1980 年代前半の年金改革や労働市場の変化を受けて、IRA（Individual Retirement Account：個人退職年金制度）や 401（k）プランが拡大し、成長マネーの大きな供給源となっている⁹。

同友会版 ISA は、米国の IRA を参考にした「税制優遇を伴う拠出型の個人貯蓄・投資口座」である。誰もが使える資産形成の器として、同友会版 ISA を導入し、多くの国民にとって投資による資産形成をより身近にする。本制度を通じて個人投資家が増加することは、資本市場の活性化にも繋がる。

同友会版 ISA は、上記日本版 ISA に代わる非年金の資産形成制度として発足

⁷ シンガポールの MSA（Medical Savings Account）を参考に提言したもの。シンガポールの MSA は、国民に医療費のための資金を貯蓄させる制度で、その資金は自らの医療費だけでなく家族の医療費の支出にも使える。

⁸ 現行の税制では、生活費や教育費の名目で贈与を受けた場合であっても、それを預金したり、株式や不動産等の買入資金に充てている場合には贈与税がかかる。なお、暦年課税では、基礎控除額は 110 万円となっており、1 年間に贈与された財産の合計額が 110 万円以下なら贈与税はかからない。

⁹ 金融資本市場委員会 第 6 回正副委員長会議 講師（野村資本市場研究所 執行役員 井瀧正彦氏）資料参照。

することを旨し、若年層における目的が決まっていな資金による資産形成を促すが、将来的には私的年金として活用することも検討する。

なお、今後、公的年金を補完する私的年金は、益々重要になる。その意味で、現行の日本版 401k（企業型・個人型確定拠出年金制度）については、制度の対象者の範囲や非課税限度額の拡大等の政策が望まれる。

同友会版 ISA の制度設計と経済同友会のこれまでの提言との関係

同友会版 ISA は、「全ての日本国民が一定年齢に達した時に一定の金融資産を保有していること」を政策目的として、制度を設計する。

運用対象商品は、金融所得一体課税の下での損益通算の対象資産とし、株式、投資信託のみならず、預金、債券も含め、その選択は個人に委ねられる。個人が取ることのできるリスクは、年齢等により異なることから、それらを踏まえた適切な商品選択ができるように、口座保有者に対し金融機関等で金融・経済教育を行うサービスを提供することも重要である。

教育費、住宅取得費、医療費等、個人のライフイベントや不測の事態に伴う資金ニーズにも対応可能にする。引き出し要件を明確にすることで、それらに対する備えを促すことが期待できる。なお、定められた目的以外で引き出した場合、運用益に対して課税を行う。

資産形成を通じて将来不安を和らげ、広い世代にとって安心感を高めるに有用な制度にするため、同友会版 ISA は恒久的な制度にすることが求められる。

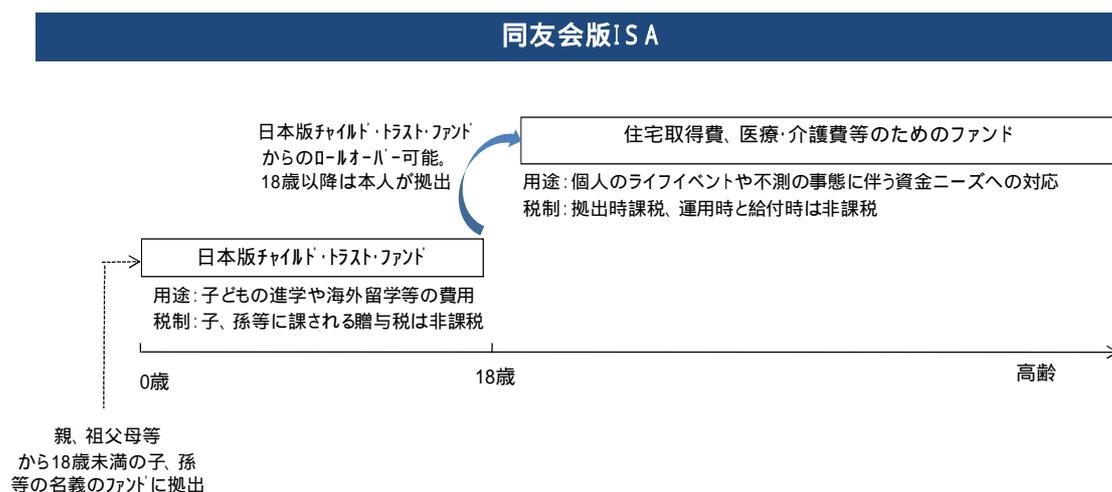
こうした考えに基づき、我々は、同友会版 ISA を、これまでに経済同友会が提言した医療貯蓄制度や日本版 CTF を含めた包括的な資産形成の制度として提言する。

【制度設計】

運用方法・ 運用対象商品	・金融機関に専用口座を開設し、金融所得一体課税（損益通算）の対象となる預金、債券、株式、投資信託等を対象商品に、管理・運用する。
引き出し要件	・教育費、住宅取得費、医療費、介護費等の支出に応じた引き出し要件を設定する。定められた目的以外で引き出した場合、運用益に対して課税を行う。
適応対象者	・国内に居住する20歳以上の個人。ただし、日本版CTF保有者は親権者の同意の下、18歳から適応可。
税制	・拠出時は課税（課税後の所得から拠出）、運用時と引き出し時は非課税とする。
拠出限度額	・年間120万円程度を想定。残額は翌年以降に繰越し可。
日本版CTFとの連携等	・若年層の制度加入や拠出負担への抵抗感を和らげるために、「日本版CTF」から「住宅取得費、医療・介護費等のためのファンド」へのロールオーバーや、少額からの拠出を可能にする。
導入時期	・社会保障・税番号制度の民間利用開始時期

将来的には、私的年金としても活用できるように検討し、本制度の充実を図る。

【同友会版ISAのイメージ図】



金融所得一体課税の導入

預金、債券、株式など様々な金融資産を管理できる同友会版 ISA の導入で、個人（家計）は長期投資や資産分散等によりリスク管理をしながら、リターンを高め得る。そうした流れを金融資産全体に拡大するためにも、金融所得一体課税が求められる。

上場株式等の譲渡損失と配当所得だけでなく、広く金融商品間における損益通算ができる金融所得一体課税の導入により、成長マネーの供給も増加し得る¹⁰。

社会保障・税番号制度を活用した運用

社会保障・税番号制度の導入は、社会保障の給付や行政事務の効率向上に不可欠であるが、金融所得の捕捉強化を行う上でも重要なインフラである。したがって、社会保障・税番号制度の民間利用についての議論を進め、同友会版 ISA の運営においても、税制優遇措置等を円滑に行なうために、社会保障・税番号制度の活用を可能にすべきである。

（3）金融リテラシーの普及・向上

金融リテラシーの重要性は、多方面で認識され、多くの関係者の努力により、相当な情報が提供されているが、現状、金融リテラシーが十分に普及した状態にあるとは言い難い。

金融に関する基本的な知識は「生きていく上で必要な知識」でもあり、初等中等教育の場を通じて、これを早くから身に着けることは重要である。「お金」について教えることは、「お金では買えないものの重要性」を教えることでもある。

先ずは、生徒自らが生活におけるキャッシュフロー・マネジメントを行えるようにすることが、自活意識を育てる第一歩となろう。また、企業経営者も含めた経済・金融の専門家が、金融の役割や国内外の経済の動きを話す等、学校教育に積極的に関与することも求められる。

一方、社会人に対しては、金融機関主催のセミナー等の機会があるものの、

¹⁰ エンジェル税制も成長マネーの供給拡大を支える税制であり、1997 年度に創設後、拡充等が重ねられてきた。2008 年度には投資時点の優遇措置として、所得控除制度が追加され、（ベンチャー企業への投資額 - 2,000 円）をその年の総所得金額から控除、またはベンチャー企業への投資額全額をその年の他の株式譲渡益から控除のいずれかを選択できることになった。本制度創設後から 2010 年までの実績（延べ）は、投資家数 3,357 人、投資額 69.3 億円、平均投資額は 206 万円である。（経済産業省資料参照）

キャリアプランとライフプランを合わせたカリキュラムを受ける機会を拡げたい。その際に、年金制度を始めとするわが国の社会保障の仕組みや現状についての理解も深めることにより、金融リテラシー向上の意義がより一層認識されるようになる。

企業においては、自社独自に提供できる資産形成プログラムがない場合であっても、例えば、「個人型確定拠出年金」についてのガイダンス等を通じて、金融リテラシーを高めることができる。また、退職前の従業員に対し、老後の生計を支える退職金の運用について、分散投資の重要性等を含めた教育の機会を提供することも大事である。

投資詐欺の被害が絶えない今日にあっては、資産運用を行う個人は、投資におけるリスク概念の正しい理解や、元本保証の意味、複利効果等、基本的な素養を培うことが個人の防衛的見地からも重要である。同時に、これは金融システムの機能向上への基礎的条件を整えるものでもある。

・日本の金融資本市場の国際競争力を強化する

(1) 国際競争力の強化の必要性

国際的な資金移動の規模や速さ、流れが大きく変化しているなかで、日本の金融資本市場の相対的地位は、1990年から20年近くにわたり低下し、その後漸く回復が望める状態になってきている。

金融資本市場は、情報が集積される場であり、国家戦略におけるインテリジェンス機能を高める上でもその発展は不可欠である。わが国には、民主主義、資本主義が定着していること、中国やアジアの新興国の近くに位置していること等の利点がある。これらを生かし、アジア諸国等の成長や活力を取り込む開かれた金融資本市場を目指せば、その実現に大いに希望がある。

(2) 規制のあり方

予防的に事前規制を設けても、変化のスピードが速い金融セクターでは限界がある上、制度全体が非効率になる。規制のあり方としては、グローバルな自由主義経済のプリンシプルに則る体系を志向すべきである。

バーゼル¹¹の導入を受けて、金融機関では、自己資本の増強や一部資産の売

¹¹ バーゼル¹¹では、普通株式等で構成する狭義の中核的自己資本、中核的自己資本(Tier 1)、自己資本全体のそれぞれについて、リスクアセットに対する最低比率を

却等、資本政策の再考が必要となる。国際的な規制の遵守は必要であるとしても、リスクアセットの圧縮が金融機関の融資を抑制し、企業の事業活動に影響することが懸念される。金融セクターに対する規制は、日本経済に及ぼす広範な影響を考慮した上で課していくべきである。

一方、国内の規制に関しては、金融商品取引法の運用面での改善が必要である。同法における包括的・業態横断的な利用者保護や、「特定投資家（プロ）」と「一般投資家（アマ）」の区別、ならびにその属性に応じた規制の柔軟化は、評価できる。

しかし、金融リテラシーが充分でない一部の顧客を念頭に置いた事前規制の積み重ねが、金融商品取引業者の業務負担を増加させている。投資家における自己責任の涵養、ならびに金融リテラシーの向上と合わせた同法の運用の改善を望みたい。

（３）国際的な市場間競争への対応

証券、金融、商品を総合的に取引できる総合取引所の実現については、金融庁の「総合的な取引所検討チーム」にて、制度概要が取りまとめられた¹²。本取りまとめにおいて、総合取引所の規制・監督を金融庁に一元化する方向が示されたことは、評価したい。

今後の議論においては、総合取引所にて、証券、金融、商品のデリバティブ取引を、証拠金の管理や決済を含めて一体的に行えるようにする等、利便性の一層の向上を検討すべきである。

国際的な市場間競争においては、取引所のシステムの増強も重要なインフラ整備である。システムへの継続的な投資は必要であるが、その効率化を図るとともに、システムの可用性を高め、安定的な運用を実現することを求めたい。また、取引所におけるコスト競争力を高め、国内外の市場参加者にとって広範なアクセス機会を提供することも取引所の優位性を高める。

日本の金融資本市場の魅力を高めるには、資金調達や投資対象の多様化も重要である。成長戦略の実現やインフラ整備に要する中長期資金については、社債市場や新たな金融商品¹³の市場を発展させ、調達の多様化、分散化を進めるべ

4.5%、6%、8%に規制する。さらに、損失の吸収に使用できる「資本保全バッファ－」として2.5%がそれぞれに上乗せされ、7%、8.5%、10.5%になる。

¹² 2012年2月24日。

¹³ 例えば、欧州諸国を中心に市場が拡大しているカバード・ボンド（債権担保付債券の一種）の活用がある。カバード・ボンドでは、実質的な発行体が償還に責任を持つ一方で、それらが破綻した場合に、担保資産プール（カバープール）は倒産手続きと分離される。（日本政策投資銀行資料参照）

きである。また、投資対象の選択肢を拡大することは、市場への参加者を増やすことにも繋がる。

(4) 国際会計基準 (IFRS) の適用について

グローバル化した市場環境の下では、国際的に統一された有用な会計基準を積極的に活用していくことが重要である。

国際会計基準 (IFRS) の適用に関する議論において、日本は、コンバージェンスの更なる進展も含めた策定過程の議論に積極的に加わり、意見が反映されるよう努めていくべきである。

具体的には、IFRS の策定に関わる組織¹⁴でのわが国の発言力を維持するとともに、東京に開設が予定されている IFRS 財団のアジア・オセアニア地域のサテライトオフィスを通じた基準策定への関与の強化が望まれる。

・資本市場による規律づけを強化する

(1) 長期的な企業価値の向上を目指す

日本の株価低迷の要因としては、ROE の低さ等があると考えられる。ROE が低い背景には、株主・投資家からの高い収益を求める圧力が弱く、資本が収益率の低い事業で消耗されていること等がある。

また、国際的に比較すると、コーポレート・ガバナンス改革が不十分であるとの見方もある。その背景には、社外取締役に対応しい人格・識見を備えた人材が不足しているために、社外取締役の導入が進まないこと等が指摘される。

本来、社外取締役の役割は、株主の利益を代弁することであり、社外取締役の導入は、企業が株主の期待に応える経営を行う上で意義が大きい。株主が企業に期待することは、社会的責任を果たすことと長期的な企業価値の向上であり、それらは、企業の存続においても重要である。

なお、東京証券取引所の時価総額上位 600 社で見ると、過去 11 年間で 200 社は株価が上昇しているが、これらの企業はこの間、経常利益や ROE 等のファンダメンタルズを大きく改善してきた。今後とも長期的に企業のファンダメンタルズを改善していくには、コーポレート・ガバナンスの深化が大きな役割を果たすと考える。

¹⁴ IFRS 財団評議委員会 (Trustees) の他に、国際会計基準審議会 (IASB)、IFRS 解釈委員会 (IFRSIC)、IFRS 諮問委員会 (IFRSAC) がある。

一方、市場からの規律づけを担う機関投資家は、受託者責任を負っており、資金の委託者の利益に専念して行動しなければならないが、そうした行動が企業の収益性の改善を促すまでには至っていない。

日本企業の収益性の改善

(現状と課題)

- ・日本企業の ROE は、10%を下回る低水準にある。低い ROE は、投資対象として魅力が低く、結果的に、企業にとっては資本市場を通じた資金調達を難しくする要因になる。

(改革策)

- ・企業は、収益性の高い事業や投資への選択と集中を行い、収益率の向上や資本効率を意識した経営を一層進める。

コーポレート・ガバナンスの改革

(現状と課題)

- ・日本のコーポレート・ガバナンスは改善されているものの、国際的な動向から見て、不十分であるとの指摘もある。
- ・株主・投資家から見たコーポレート・ガバナンスの改革議論が進んでいない。

(改革策)

- ・将来的には、独立社外取締役を複数名導入することとし、例えば、多くの企業が社外取締役を導入した段階で、まずは取引所が上場規則で社外取締役の独立性を強化する¹⁵。
- ・企業は、現行の法律や上場規則といった外形的制度に対応するのみならず、それらの制度が実質的に機能するための仕組みや環境づくりにも取り組む。

機関投資家の積極的行動、資本市場における専門家の機能強化

(現状と課題)

- ・機関投資家には、企業との対話も含めた積極的行動が求められる。

¹⁵ 経済同友会『法制審議会会社法制部会「会社法制の見直しに関する中間試案」への意見(パブリック・コメント)』(2012年1月30日)参照。

- ・監査法人や証券アナリスト等の職業的専門家の機能が十分に発揮されていない。
- ・私的年金のリーダーである企業年金連合会は2007年2月にコーポレート・ガバナンス原則と株主議決権行使基準を策定したが、現在は、コーポレート・ガバナンス原則は同連合会ホームページに提示されていない。7年間にわたって開催された「コーポレート・ガバナンス推進会議」も活動を停止している。

(改革策)

- ・企業年金連合会は、コーポレート・ガバナンス原則を改めて提示し、周知するとともに、コーポレート・ガバナンスに関する情報・意見の発信を増やすことが期待される。
- ・監査法人と企業の間には、監査法人が企業から選定され、報酬を受けるといった本質的問題がある。こうした問題を踏まえ、監査法人のガバナンスのあり方等の検討を行う。
- ・証券アナリストは、市場における情報の非対称性の是正や、株主・投資家による企業価値の適切な判断に資するよう、中立的な立場からの情報発信力を強化する。

(2) 年金積立金管理運用独立行政法人の組織形態、運営の改革

公的年金積立金は、国民の老後の生活に関わる貴重な資産であり、その適切な管理・運用は、極めて重要である。同積立金は、長期の時間軸の中での一定リターンを実現するために様々な金融商品で運用されており、総資産のうち国内上場株式の割合は、約12%（13兆円）¹⁶に達する。個々の国民は、直接株式等への投資を行っていないとしても、結果的に、株式等への投資は豊かで幸せな老後を支える年金という存在を通じて、国民生活と密接な関係を有している。

積立金運用事業を担う年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）は、約120兆円の資金を運用する世界最大の年金基金であり、その目指すところは、積立金の管理・運用を通じて年金としての財務的目的を達成することである。法律上の要請では「積立金の運用は、専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行なう（厚生年金保険法第79条の2および国民年金法第75条）」としている。

しかし、GPIFが達成すべき目標に鑑みると、その組織形態等には課題があり、改革が必要である。

¹⁶ 2011年6月末の運用資産における国内株式の割合と資産額。

組織形態、ガバナンスの改革

(現状と課題)

- ・現状の独立行政法人の形態においては、人員数・給与水準など様々な制約条件が存在し、財務的目的達成のために取り得る方策実行の自由度が不足している。
- ・また、意思決定と業務執行の双方を理事長が担い¹⁷、管理運用業務の監視は運用委員会が行っているが、役割分担の明確化及び監視機能の強化は課題である。
- ・行政刷新会議の議論において示された方向性によれば、今後、GPIFは「固有の根拠法により設立される法人」となり、そこでの課題は業務運営における中立性と厳格なガバナンス及び国の関与の強化とされている¹⁸。厳格なガバナンスの確立とセットで、業務運営における自由度の確保を目指すべきである。

(改革策)

- ・意思決定機能と執行機能を分離し、複数の理事による合議制を導入する。また、運用委員会については、運用に関する専門性の高さ、既存の機関投資家からの独立性等、委員の選定基準、ならびに選定プロセスを明確にする。
- ・GPIFが達成すべき成果に鑑み、自由度を与える。その上で将来的には、例えば、組織分割により資産運用を効率化する。

運用目標及びその遂行について

(現状と課題)

- ・GPIFにおいては厚生労働大臣から中期目標が課せられ、中期目標に沿った中期計画が立案される。その際に提示される「基本ポートフォリオ」が年金資金運用における全体の枠組みを規定することになる。「基本ポートフォリ

¹⁷ GPIFは、諸外国の年金基金と比べて、ガバナンスが十分に発揮される仕組みが整備されていない。例えば、CalPERS(カリフォルニア州職員退職年金基金)では、13人で構成する取締役会を設置し、その下に取締役会のガバナンスや投資政策等を検討する複数の委員会が置かれている(CalPERSホームページ <http://www.calpers.ca.gov> 参照)。

¹⁸ 閣議決定された「独立行政法人の制度及び組織の見直しの基本方針」によれば、「本法人の業務は、貴重な国民の財産である年金資産の管理・運用であり、運用による損失は国の負担に直結することから、適切な監督権限を設け、国の関与を強化する。また、このような業務の特性を踏まえ、その業務運営における中立性を確保しつつ、本法人のガバナンスは新たな法人制度に比較し厳格なものとする」としている。

オ」そのものが問われるということだが、この点に関する説明責任は十分ではない。

- ・厚生労働省の認可を受けた「基本ポートフォリオ」に基づく運用において、GPIFの裁量が実質的には効きにくい。

（改革策）

- ・「基本ポートフォリオ」策定に必要な経済前提や投資目標などの前提条件を決める厚生労働省に説明責任を求め、「基本ポートフォリオ」策定や経済前提策定に対するレビューを行うべきである。
- ・基本ポートフォリオの乖離許容幅の範囲内であれば、GPIFの裁量で資産配分を見直し、運用効率を高める。
- ・運用や運用機関評価について高い専門性を持つ人材が必要であり、人件費や年収についてGPIFの裁量性を高める。

株主議決権行使についての見直し

（現状と課題）

- ・GPIFは、民間企業の経営に影響を及ぼさないように配慮することが求められているため、議決権行使は、運用受託機関に委ねている。それは決して間違いではないが、巨大機関投資家として企業に付加価値創造を促す行動があれば、資本市場の効率化により貢献できると考えられる。

（改革策）

- ・長期的な企業価値の向上やコーポレート・ガバナンスを重視した議決権行使に対する基本方針をGPIFが策定し公表する¹⁹。

¹⁹ 議決権行使については、既に委託運用会社が独自の行使基準を設け、実施しているところもある。GPIFが基本方針を策定・公表することで、運用会社の独自性を維持しつつ、議決権行使に関して緩い委託先運用会社にはその強化を、また、投資先企業にはコーポレート・ガバナンスの強化を促すことが期待される。

おわりに

経済成長の原動力となるのは、企業の事業活動であり、金融の役割はそれを支えることである。バブル崩壊後、約20年にわたり日本経済の低成長が続いている背景には様々な要因があるが、金融資本市場による規律づけが十分に働かず、企業の収益力を高める事業再編等が進まなかったことも一因であろう。日本経済の回復には、企業や産業が抱える構造的問題を解決する必要があり、株主・投資家による経営への監視機能の強化は、それを企業に促す一つの有効な方法である。

今後、企業がグローバルな市場での競争に勝ち抜くには、グローバルな基準で評価されることが必要である。コーポレート・ガバナンスや国際会計基準の議論において日本の固有性に拘泥し、国際的な動向に後れをとるべきではない。日本の制度等の良さを主張するのであれば、それを国際的なスタンダードに反映することを目指し、議論の場に積極的に参加していくべきである。

本提言では、資本市場を中心に、成長マネーの循環の促進に必要な制度改革や取り組みを示したが、国際的な金融規制が強化されるなかで、日本の金融機関が取るべき戦略等を検討することも今後の重要な課題である。

国際金融資本市場における日本の位置づけの向上や、日本の金融機関の競争力を強化する上では、アジアを中心に円による決済インフラを整備し、円の決済力を高めることが重要な政策の一つである。金融行政には、今後の国際経済の動向を見据え、日本の金融がグローバル経済の成長に寄与し、その果実を享受することに繋がるように、大きな構想力を持った政策を期待したい。

以上

2011年度金融資本市場委員会 名簿

(敬称略)

委員長

稲野 和 利 (野村アセットマネジメント 取締役会議長)

副委員長

清原 健 (ジョーンズ・デイ法律事務所 パートナー)

早川 洋 (浜銀総合研究所 取締役会長)

檜垣 誠 司 (りそなホールディングス 取締役兼代表執行役社長)

堀井 昭 成 (キャノングローバル戦略研究所 理事 特別顧問)

本山 和 夫 (アサヒグループホールディングス 取締役副社長)

山川 隆 義 (ドリームインキュベータ 取締役社長)

委員

浅井 裕 史 (三井不動産 常務取締役)

荒尾 泰 則 (新日本有限責任監査法人 経営専務理事)

荒木 幹 夫 (日本政策投資銀行 顧問)

石井 茂 (ソニー銀行 取締役社長)

伊藤 俊 明 (ジャフコ 取締役会長)

伊藤 秀 俊 (ズッフィアレクサンダー 取締役会長)

伊藤 正 博 (川北電気工業 専務取締役)

乾 民 治 (イヌイ倉庫 取締役会長)

岩崎 俊 博 (野村アセットマネジメント CEO兼執行役会長)

植村 裕 之 (三井住友海上火災保険 常任顧問)

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)

岡本 和 久 (I - Oウェルス・アドバイザーズ 取締役社長)

鹿毛 雄 二 (ブラックストーン・グループ・ジャパン 特別顧問)

梶田 邦 孝 (日本経済研究所 理事長)

加藤 奂 (京王電鉄 取締役会長)

門脇 英 晴 (日本総合研究所 特別顧問)

金岡克己	(インテック 取締役社長)
叶谷彰宏	(メリルリンチ日本証券 マネージングディレクター)
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)
柄澤康喜	(三井住友海上火災保険 取締役社長)
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)
川村治	(テー・オー・ダブリュー 取締役会長)
神崎泰雄	
木原康	(長寿介護センター 取締役)
清田瞭	(大和証券グループ本社 名誉会長)
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 常任監査役)
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)
小林博司	(日本総合研究所 取締役 専務執行役員)
斎藤聖美	(ジェイ・ボンド東短証券 取締役社長)
酒井重人	(ソシエテ ジェネラル証券会社 東京支店 副社長)
境米夫	(香港上海銀行 在日支店 副会長)
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)
篠田紘明	(昭栄 取締役)
島田雅史	(アライアンスパートナーズ 取締役社長)
白川祐司	(あおぞら銀行 取締役会長)
陳野浩司	
杉崎重光	(ゴールドマン・サックス証券 副会長)
高橋衛	(HAUTPONT研究所 代表)
田代桂子	(大和証券 執行役員)

橘 憲 正	(タチバナエステート 取締役会長)
伊 達 美和子	(森トラスト 専務取締役)
團 宏 明	(情報通信総合研究所 理事長)
塚 本 隆 史	(みずほ銀行 取締役頭取)
津 川 清	(OFFICE TSUGAWA 代表)
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	(オリバーワイマングループ 日本代表 パートナー)
長 門 正 貢	(シティバンク銀行 取締役会長)
中 野 宏 信	(シティック・キャピタル・パートナーズ・ジャパン・リミテッド 日本代表兼シニアマネージングディレクター)
野 口 章 二	(宇部興産 社外取締役)
野 田 万起子	(インクグローウ 取締役社長)
外 立 憲 治	(外立総合法律事務所 所長・代表弁護士)
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 崎 博	(三井住友信託銀行 特別顧問)
原 田 滋	(高度技術社会推進協会)
原 田 靖 博	(フューチャーアーキテクト 取締役 フューチャー経済・金融研究所長)
平 井 幹 久	(アトラス・パートナーズ 取締役社長)
廣 瀬 勝	(森ビル 特別顧問)
深 堀 哲 也	(レーサム 取締役会長)
藤 木 保 彦	(オリックス 相談役)
藤 島 安 之	(互助会保証 取締役社長)
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 田 宏 一	(日本公認会計士協会 相談役)
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)

水嶋浩雅	(シンプレクス・アセット・マネジメント 取締役社長)
蓑田秀策	(KKRジャパン 取締役社長)
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 取締役副社長)
森島英一	(佐世保重工業 取締役会長)
守田道明	(上田八木短資 取締役社長)
山添茂	(丸紅 取締役専務執行役員)
山田洋暉	(クラレ 監査役)
山本謙三	(日本銀行 理事)
吉村章太郎	(三菱ケミカルホールディングス 取締役副社長執行役員)
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)
涌井洋治	(日本たばこ産業 取締役会長)
渡辺博文	(モジュール 取締役)

以上102名

事務局

篠塚肇	(経済同友会 政策調査第2部 部長)
宮崎喜久代	(経済同友会 政策調査第1部 マネジャー)