

日本市場の成長戦略を見直す

～「金融・資本市場の活性化に向けて重点的に取り組むべき事項(提言)」
はどこまで進んでいるか

平成26年11月3日



株式会社資本市場研究所きずな

2020年の国際金融センター日本

金融ビックバン(1996~2001年)や金融商品取引法制定(2007年)以来の金融・資本市場に関する大きな改革になるかも知れない。金融・資本市場活性化有識者会合(財務省・金融庁)による「金融・資本市場活性化に向けての提言」(2013年12月、以下提言)は、2020年に日本が国際金融センターとしての地位を確立することを目標としていたが、《デフレ→元本保証資産が有利→リスクマネー供給不足》の縮小均衡メカニズムから脱却するため、先ず豊富な家計資産や公的年金等が成長マネーに向かう循環の確立が必要とした。そして、この成長マネーが向かう先にいる日本企業の競争力強化・起業の促進、アジアの経済発展を取り込むアジア域内一体の成長の必要性なども示している。

この金融・資本市場版成長戦略の行程表では、各主要項目ごとに2020年にあるべき目標を定め、直ちに着手する新規具体策と2020年までに中期的に取り組む課題とに整理されている。新規具体策の方は本年6月に「重点的に

取り組む事項」として確認・公表されている。提言等を通読した印象は、少し大仰かもしれないが金融・資本市場を通しての日本社会改革にも思える。例えば、国民の多くがそれぞれのライフサイクルに合わせて投資により資産形成を試みる。年金基金などの運用パフォーマンスが、諸外国の年金などと引けを取らない水準に向上する。日本企業のコーポレートガバナンスが強化されることで、より資本効率の良い経営と成長期待が高まり、リスクマネーを引き付ける。アジア諸国との金融・資本市場インフラの共有化・共通化でリスクマネーが双方向に流れ易くなる。以上のことが実現していくなら、日本に於けるそれぞれの現状は大きく変わっていき、社会のあり方にも影響を及ぼすかも知れない。

本稿では、この提言等について特に投資に係る部分を中心に取り上げ、現在の施策の進捗状況などや今後の可能性について触れたい。提言の目的とする金融・資本市場が活性化すれば、最もメリットを受けるのは市場仲介者たる金融機関や証券会社などだ。そのことは同時にこれらの市場仲介者に提言内容を遂行する為の変化を求める

ことでもある。金融・資本市場の成長戦略のメリット享受と変化への対応負担は、市場仲介者にとって表裏することとなる可能性もある。現段階では、提言の目的とするものが、いつどの程度実現していくか分かり難いものもあるが、一方ではコーポレートガバナンス改革の様に過去1年以上継続して取り組まれているものもあり、また6月の「重点的に取り組む事項」の一部について年度内実現を目指し、9月末から金融審議会が始まったところである。

2020年のゴールである国際金融センターは、小泉政権時に言われた「金融立国」を思い出させる部分もあるが、ニューヨークやロンドンのような市場インフラ機能整備を目指せば、日本内における成長産業として金融・資本市場関係業務が見直される可能性も高まる。世界の成長エリアであるアジアの地の利と、当面のライバルであるシンガポールに比べ、1,600兆円を超える厚みのある個人金融資産と高度な技術力や生産基盤などを背景に潜在的投資魅力が高い企業群など有利な点が活用されることが前提だ。その為にも現在の制度での問題点を修正し、国内の確固とした金融・資本市場基盤をベースにアジアの

リスクマネーやファイナンスニーズを取り込むことが重要な課題となっている。

2020年の目標

2014年から直ちに着手するべき施策

- ・ライフサイクルに応じた資産形成支援
- ・GPIF改革
- ・インフラファイナンス市場の整備

- ・東京市場での起債促進
- ・アジア諸国への金融インフラ整備支援
- ・アジアでの資金調達円滑化

- ・企業の新陳代謝、ガバナンス強化へ
- ・リスクマネー供給の為の施策
- ・事業性重視融資の促進

豊富な家計資金と公的年金等が成長マネーに向かう循環の確立

アジアとともに成長する我が国金融・資本市場

グローバルで我が国の強みを生かした成長性のある企業群の発展

質・量共に十分な国際的人材の育成・確保

国際金融センターとしての地位確立

※金融庁資料より作成

企業の競争力の強化・起業の促進

我が国の成長性のある企業群の発展の為に、提言で求められた施策は企業の競争力強化と起業の推進だが、その中心となるのはコーポレートガバナンス強化であろう。この強化策議論の中心は、今までは上場企業に対する社外取締役設置の義務付けだったが、今国会で成立した改正会社法では、監査役機能を強化し社外要件は厳格化したものの法律上の義務付けまでには至らなかった。社会的背景としては上場企業などの不祥事対策に外部チェックが重視されていたが、最近では企業の成長を後押しする仕組みとしてコーポレートガバナンス強化策が見直されている。この具体策として以下の施策が取り上げられている。

- ① コーポレートガバナンス・コードの検討
- ② 日本版スチュワードシップ・コードの実施状況の検討と普及・定着のための努力
- ③ JPX日経インデックス400について、先物の早期上場を支援するなど普及・定着のための積極的な取組みを推進

中心になっているのは2つのコードで、両コードの定着でガバナンス強化を試みようとしている。

①については、8月に東証・金融庁を共同事務局とする有識者会議が立ち上がっており、今秋を目途に基本的な考え方が提示予定である。また、来年の株主総会シーズンに間に合うように「コーポレートガバナンス・コード」策定を東証が支援することも予定されている。このコードは株主やステークホルダーに対する責任を中核とする企業の行動原則だが、欧州主要国のコードを参考に策定議論が進められているところだ。なお、6月に公表された「日本再興戦略改正2014」では、上場企業はコードに定められた原則を実施していくか、実施しない場合はその理由を説明する(Comply or Explain方式)ことが上場規則に定められるとされている。

次に機関投資家側の行動原則である②のスチュワードシップ・コードは8月末までに160の内外の運用会社等が参加しており、その内4割強は海外の機関投資家で直接海外からコードの受入れを表明したものは22機関となっている。金融庁は、同コードの定着を図るために9月上旬

に以下の趣旨の表明を行っている。

【機関投資家に対して】一層の機関投資家がスチュワードコード受入れることを促し、年金基金などでウェブサイトが無い場合、受入れ表明や同コードの基本方針を金融庁のウェブサイトに掲載する便宜を図ること。また既にコードの受入れを行った機関投資家に対して、形式的な企業との会話ではなく、スチワードシップ活動を本格化するための基本方針等や会話方法に関して更なる工夫を求めている。

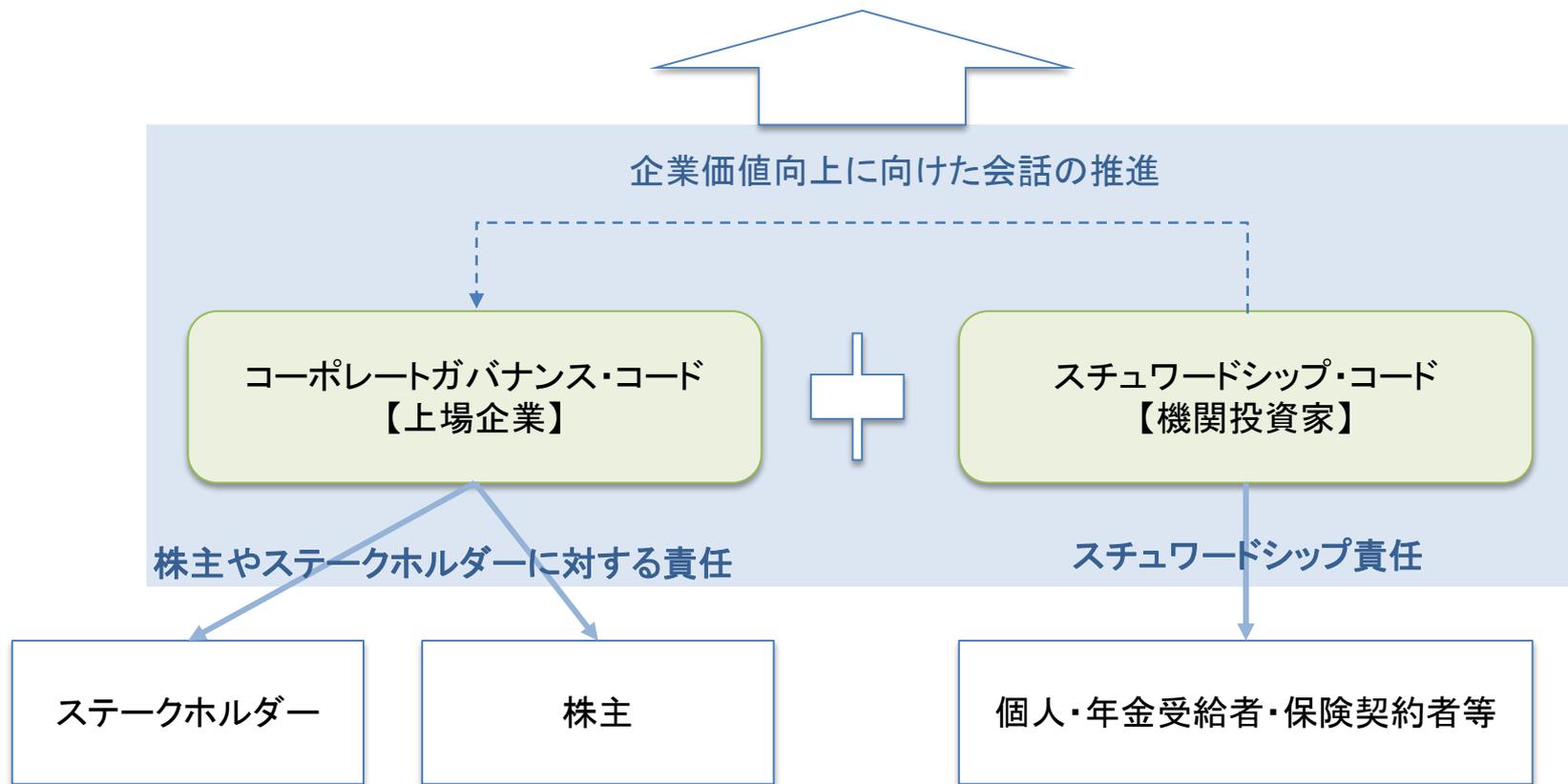
【個人や年金受給者・保険契約者などの受益者に対して】スチュワードコード責任について、機関投資家からのしっかりとした説明が行われた場合、これを積極的に評価することをお願いしている。

③については、収益性やコーポレートガバナンスに着目して企業を選定している同インデックスが一層定着することを目的に、同インデックスの先物取引が11月25日より大阪証券取引所で始まる。

一方、企業へのリスクマネー供給の為に既に着手された施策としては、新規上場時に開示する財務諸表の年数を連結分に限り5事業年度分から2事業年度分へ短縮(単体は引き続き5年分だが、最近2年度分以外は監査を受けずに作成も可)するなど開示府令を改正して企業側の負担軽減が図られた(8月から施行)。また注目されていた“投資型”クラウドファンディングの制度整備では、5月末に成立した改正金商法において新たに「電子募集取扱業務」が金融商品取引業者の業務として定義され、総額1億円未満・1投資家50万円以下のファイナンスを取り扱う専門者を「少額電子募集取扱業者」として、株式で募集・私募の取扱いをインターネット上で行うものは第1種・ファンド形式は第2種とした。なお同業務の新規参入を促す為に、第1種少額電子募集取扱業者は最低資本金を1000万円(第1種金融商品取引業者は5000万円)とし、兼業規制の適用除外とし届出や当局の承認なしに他事業を行うことが可能となっている。また、金融商品取引責任準備金の積立てが免除され、自己資本規制比率の適用除外ともなっている。今後、年度内に証券協会等で実務的な対応などの自主規制が整備されるので、来年度からの制度開始が予想されている。

この「電子募集取扱業務」に関しては、業者のウェブサイト上で、企業情報・ファイナンス情報を提供し、投資ニーズを集め、ファイナンスの払込み手続きを完了することが基本的なスキームだが、一般上場企業のファイナンスに利用することも制度上は可能である。ただし、この部分は証券業界の実務的検討が俟たれる。

コーポレートガバナンス向上に向けた取組み



豊富な家計資金と公的年金等が 成長マネーに向かう循環の確立

国民個々人が直接・間接に資産形成する為、適切なりスクを取り上手く運用されるような仕組みは充分なのか。また、その資金が日本企業や社会の成長マネーとして利用され、成果が資金提供者である国民に還元される循環システム確立の為に必要なことは何なのか。「重点的に取り組む事項」として、次の4つの主要テーマが挙げられている。

- ①受託者の意識改革等を通じた投資運用業の強化
- ②投資信託を通じた資産形成の促進
- ③GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)等の改革
- ④インフラファイナンス市場の整備

①について、運用業者が受託者として負うべきフィデューシャリー・デューティ(fiduciary duty)の遂行が求められている。具体的には、運用体制や実態などの情報開示の充実、投資家との利益相反の防止、運用プロの育成・確保など

だが、一方では投資運用業の発展・強化として、プロ向け投資運用業に係る運用業の規制緩和、アジア地域への投資商品の提供拡大、諸外国に比べて厳しい運用資産間の相互取引規制緩和などが挙げられ、この部分は関係法令や監督指針が改正されて本年12月より施行される。また、適格機関投資家等特例業務(プロ向けファンド)において、プロ以外の49名以内への販売を可能としていたが、消費者委員会(内閣府)の提言や証券取引等監視委員会の建議で、一般個人への勧誘・販売の弊害が指摘されていた。この見直しが9月末から始まった金融審議会でも諮問されており、個人は富裕層やファンド運営会社の役職員等に限定されると予想されている。

②については、ライフサイクルに応じた資産形成に資する投資商品を提供するため推進すべき施策として、運用者の運用経歴等も含めた運用態勢やパフォーマンスの透明性向上、手数料等に関する説明の充実、預り資産の増加にインセンティブが働く販売営業員の評価体系への移行、投資家属性に適した商品選択をしやすくするためのリスク・リターン定量比較表示、運用状況に関する情報開示の改善など投資信託の販売者に求めている。この部分

は、金融商品取引業者の監督指針が8月に改正されており、例えば投資信託の手数料等の説明においては、実際の金額を示すことや、投資家の負うコストが1年・3年・5年保有のそれぞれの場合の負担率を個人投資家に例示するもとも販売者の勧誘時には求められている。

③ではGPIFの日本株比率が市場の関心事となりがちだが、公務員共済や私学振興共済などを含む公的・準公的資金の運用方法や運用体制全般に及ぶ改革への報告書が有識者会議(内閣官房)で昨年11月に示されており、現在その行程表に沿った運用対象の多様化やポートフォリオの見直しが進められている。GPIFに関しては、4月にマネジャー・ストラクチャーの見直しとしてスマートベータ型アクティブ運用が取り入れられ、新たにベンチマークとなる3指数を採用し、RIETでの運用も開始している。また、一部のアクティブ運用ファンドでは、ファンド運用者へのインセンティブとして実績連動型報酬が採用された。

④については、個人や年金資金を公的インフラ資金需要とマッチさせることを目標としており、日本取引所グループ

は2015年度までにインフラファンド市場整備を表明している。目標とするのは、交通インフラやエネルギー施設への投資ファンドを上場するオーストラリアやシンガポールなどの市場イメージだが、PPP(public-private partnership)やPFI(Private Finance Initiative)で目指す公共・社会インフラは、地方行政や補助金との論点整理が必要な為、取りあえず再生可能エネルギー施設やヘルスケア施設への投資ファンドの上場を先行させると予想されている。

投資信託を通じた資産形成の促進

ライフサイクルに応じた資産形成に資する
投資商品の提供の為の施策

・以下の投資家への説明を充実

ファンド運用者の運用経歴実態

手数料等費用の実額

保有年数に応じた負担率

・ファンド販売者

顧客預かり資産増加への
営業員インセンティブ

確定拠出年金制度の更なる普及・利用促進

- ・積立限度額の引上げ
- ・制度加入者の対象拡大
- ・中途引き出し緩和 等

(現在、社会保障審議会企業年金部会で検討中)

NISAの普及と機能拡充

- ・ジュニアNISAの創設
- ・限度額年間120万円への引き上げ
- ・口座開設等の利便性向上 など

(以上、平成27年度税制改正要望より)

そして成長戦略は日本の投資をどう変えるか

提言の内、投資に関係した施策の2020年における結果を予想してみたい。先ず、個人の投資については、投資信託を通じて大きく拡大する。特に、NISAや確定拠出年金制度など個人の中長期投資を促す非課税投資制度によって、若年層を中心に投資に参加する個人は増加する。その為、投資信託の残高は大きく増え、投資運用業も拡大する。一方、証券会社や金融機関は、個人の金融資産管理型のビジネス比重が高まる。市場機能については、アジアの企業やインフラが資金調達を行う環境が整い、また同時にアジア富裕層の投資資金の受け皿となる市場機能も充実する。問題は、どの程度どの様に行うかということだ。

個人の金融資産は、日銀資金循環統計によると本年6月末で1,645兆円で、その内株式(出資金を含む)が150兆円(9.1%)・投資信託が82兆円(5.0%)・債券が29兆円(1.8%)となっている。米国での比率は順に33.5%・13.1%・5.0%、ユーロ諸国は17.7%・7.5%・6.0%で、日本での個人の投資信託の比率が、2020年までにユーロ諸国程度まで上昇すれば約40兆円程度の

資金が投資信託に向かう。

この投資信託を運用する投資運用業については、おそらくグローバル化とアンバンドル化の2つの流れが強まるのではないかと想定する。その背景となるのは、投資家サイドのニーズだが、運用パフォーマンスの向上と運用コストの効率化(低減)に対して一層の要求が高まることだろう。グローバル化では、より優秀な運用機関や運用担当者を国内外から広く求める動きがGPIF改革などでも明確になっているが、東京都の金融特区構想などで話題になる外国人居住環境の整備(英語での生活環境・外国人メイドなど)のイメージは海外からくるプロの運用関係者などがこの想定に近い職種だろう。

一方、運用業のアンバンドル化は投資方針を決定するファンドマネージャーと実際の売買を行うトレーダーの間では既に始まっているが、これにリスク管理・アナリスト以外の情報分析・取引先管理などが専門化していく可能性もある。元々運用業は他の金融に比べて少人数でビジネスが成り立つが、この様なアンバンドル化は運用業関係の専門家を増やし投資運用業全体の拡大にも繋がっていく

だろう。

投資信託の販売者として、証券会社や金融機関の位置付けも変わるだろう。証券会社に関しては、既に資産管理型営業への舵を切っており、取りあえずは顧客資産増加やラップ口座獲得に注力するところが増えているが、現在投資信託販売の半数以上を占める金融機関においては、投資信託の販売量が増加しているのに残高が増加していない状況が指摘(金融庁:金融モニタリングレポート等)されている。一部の金融機関では、投資信託のネット販売やラップ口座に注力するところも出始めているが、今や投資信託の主要な販売チャネルとなった金融機関で残高増加の販売体制にどの様に切り替えていくかが大きな課題となっている。その為の方策として、系列や友好関係の証券会社との仲介業務で棲み分けを試みる動きも一部にはある。また、資産管理型営業を進める証券会社にあっても、単に投信残高を積み上げるのでは収益性の向上に限界があるが、株式や債券などを含めて顧客にライフサイクル(スタイル)にあった最適ポートフォリオの追及やデリバティブを利用して顧客資産全体のリスクコントロールを行う投

資助言に注力していけば、営業部員各々の収益性が拡大する可能性もある。

そして最後にアジア市場での中核となる国際金融センターの成否は、アジアの成長ニーズと投資ニーズをどの程度東京市場に引き付けられるかにかかっている。今年TO KYO PRO BOND Marketでは、海外金融機関の起債プログラムが新たに6つ上場され、9月末で合計8つ累計金額2,600億円超のサムライ債発行が試みられている。また、今後整備されるインフラファンド市場では、アジアのインフラ建設資金をどの様に取り込んでいくか日本市場の知恵が試されることとなる。

2020年の投資関連ビジネス

