

## 第14章 アジアの債券市場育成に向けた国際協力銀行(JBIC)の取組み

国際協力銀行理事 星 文雄 氏

資料の各項目に沿って順次説明します。

### 1. アジア債券市場育成の意義と課題

#### (1) 意義その1： 金融危機の予防

東アジアでは、1997～98年のアジア通貨・金融危機を教訓に、金融危機の予防の観点から財務省・中銀を中心に地域金融協力が進められており、チェンマイ・イニシアティブ(CMI)等を経てアジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)が合意されています。ABMIは域内資金の有効活用の観点からも重要であり、資金調達手段の多様化に貢献するものであると考えられています。

1997～98年にアジア通貨・金融危機が深刻化した原因としては、通貨と期間のダブル・ミスマッチが存在していたことがあげられます。つまり、資金調達(負債)は短期の外貨建てで行い投資(資産)は長期の自国通貨建てで行っていたため、通貨価値の下落や資金の引き揚げが金融機関および企業のバランスシートを大幅に毀損し、金融危機・経済危機をもたらしました。そのため、自国通貨建て債券市場の育成によりダブル・ミスマッチに対応することが考えられました。これはすなわち、国内金融市場を育成させることにより金融危機のような事態を未然に予防するという考えであり、具体的には国債市場の発展によりベンチマークとなる金利体系・イールドカーブを形成し、その次の段階として格付け(リスク)に基づきスプレッドの上乗せ幅が決まる社債市場の発展、さらにはリスクヘッジの手段として先物、金利・通貨スワップ市場等を形成することを目的としています。

#### (2) 意義その2： 域内資金の有効活用

アジアで債券市場を育成するという考えは、危機対応のための金融システムの強化という点に加え、アジアの貯蓄をアジアの投資へ活用するための金融仲介機能の整備という考え方にも基づいています。というのは、アジアの実態は高い貯蓄率にもかかわらず投資はそれを下回っており、高い成長を遂げるためには貯蓄を域内・国内で有効活用すべきであるためです。よって、現地通貨建て債券市場の発展は、貯蓄を保有するアジアの投資家がアジアに投資を行うための金融仲介機能の強化という観点でも重要です。

### (3) 意義その3： 資金調達手段の多様化

アジアでは日本を含めて伝統的に間接金融が主流ですが、邦銀を含めた外銀による外資系企業に対する現地通貨建て融資には大口与信規制、担保等にかかる法制度の未整備等に起因する制約が多くあるため、間接金融に加え直接金融による資金調達機会を拡大して資金調達手段を多様化させることが重要です。

例えば、外国人に対する土地所有権の規制等があると不動産を担保提供できないという問題が生じます。アジアの途上国において現地資本との合弁という形態が多いのは、100%外資では土地を保有することが難しいという問題もあります。また、法制度上の問題としては裁判制度の未整備や法の執行性の問題があります。

また、市場が育成されてきた段階においては、ストレートな債券のみならずクレジット・エンジニアリングという技術を用いて高い信用力を創造する仕組み債、例えば資産担保証券（ABS）、債務担保証券（CDO）等を活用することにより、低いコストで資金調達する手法も可能になると考えられます。資金調達に苦勞することの多い中小企業も、ABSやCDO、売掛債権の証券化等により資金調達に道が拓かれる可能性も出てくるため、優良企業向けの売掛債権の流動化が先進諸国では既に広く活用されていることを考えれば、途上国でも活用されることは有意義ではないかと考えています。

### (4) 課題

こうした現地通貨建て債券市場育成の今後の課題としては、まず市場インフラの整備が重要です。つまりいまだマーケットの整備が不十分であり、非居住者が債券の発行を希望しても法整備が十分整備されていないという問題があります。次に、発行・流通市場の規模の拡大ですが、市場関係者の間でも市場流動性の問題が指摘されていますが、流通市場取引を展開するために十分な発行高がなければ債券市場は育成されません。また、投資家ベースの拡大も重要で、そのためには魅力ある債券の発行が必要になります。さらに、ユーロ市場におけるユーロクリアーも含め域内金融仲介業者の育成も課題です。

## 2. アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）

### (1) ASEAN+3財務大臣プロセス

ASEAN+3財務大臣プロセスでは、2002年12月に現地通貨建て債券市場の育成に向けた検討を開始し、2003年8月にはマニラにおいてASEAN+3財務大臣会議でアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）に合意しました。さらに、2005年5月にトルコ・イスタンブールにおいて開催されたASEAN+3財務大臣会議ではABMIの「ロードマップ」について合意がな

されています。

## (2) 目標

ABMIは、アジアの貯蓄をアジアの民間業者が長期の資本形成・投資に動員できるようなアジア域内通貨建ての債券の発行を可能とするアジア債券市場の整備を目標としています。

## (3) 主な検討項目

主な検討項目としては、第1に、債券発行主体の拡大・通貨建ての多様化のため、ベンチマーク形成を指向した国債発行の推進、また国際機関、政府系金融機関・直接投資主体等による債券発行の促進があります。さらに、仕組み債のように多数のローンや債権を束ねた債券、JBICのような組織が発行体を直接または間接的に保証して途上国等信用格付けの不十分な点を補う信用補完付債券、通貨バスケット債券等をツールとして検討しています。

第2に、環境整備として、アジアには統一された信用格付け機関があまり無い中で発行体の格付けを誰がどのように実施するかという問題や、投資家等への情報発信、ユーロクリアーのような決済機関・システムの問題、さらに各種の技術支援、テクニカル・アシスタンスが検討されています。

## (4) 6つのワーキング・レベル会合

以上のような検討項目・課題については、ASEAN+3の中で次の6つのワーキング・レベル会合が編成され、各々の議長国を中心に検討しています。

- ①新たな債務担保証券の開発（議長：タイ）
- ②信用保証及び投資メカニズム（議長：韓、中）
- ③外国為替取引と決済システム（議長：マレーシア）
- ④域内格付システム（議長：日、シンガポール）
- ⑤技術支援調整（議長：インドネシア、マレーシアおよびフィリピン）
- ⑥フォーカル・グループ（全体運営）支援

## 3. 国際協力銀行（JBIC）の取組み実績

### (1) JBICによる取組みの観点

JBICによる取組みの観点は、第1に国際金融秩序安定への貢献があげられます。ABMIの原点は「資金調達における通貨及び期間のミスマッチの緩和」による危機の未然予防であり、チェンマイ・イニシアティブ（CMI）にも共通する取組みの観点となっています。第2は日系企

業の現地資金調達支援で、現実に大きなニーズがありJBICにも重要になっています。

## (2) 実績

まずは、JBICによる現地通貨建て債券の発行があります。債券発行主体の拡大、市場の深化、そして流動性拡大が主な目的です。次に、JBICの高い信用力を活かした保証等信用補完があります。JBICの高い信用力を活かして日系民間企業の信用を補完し、現地市場への参入を促進するという政策的バックアップを行っています。優良企業であっても途上国では十分に認知されていないことがあり、JBICが関与することにより現地投資家に認知してもらうことが狙いです。このように日系直接投資主体が発行する現地通貨建て債券への保証に加えて仕組み債である債券担保証券（CBO）への保証も行っており、これらすべてを合わせると、これまでに日本円にして約400億円以上の支援実績があります。

## (3) 事例：パーツ建てJBIC債

具体的事例としてパーツ建てJBIC債の発行があります。これは2005年8月30日に日本政府の保証によるパーツ建て固定利付債券を次のような内容で発行しました。

発行額：30億パーツ

発行市場：タイ市場

期間：5年（2010年9月7日期限一括償還）

表面利率：4.78%

発行価格：100%

保証：日本政府

上場：タイ債券取引所

引受幹事団は主幹事がシティコープ・セキュリティーズとサイアム・コマーシャル・バンクであり、他にキャピタル・ノムラ・セキュリティーズとTISCOセキュリティーズが副幹事として参加しています。TISCOセキュリティーズは日本のみずほグループが出資する現地との合弁ということで参加しました。

これは、本邦発行体としてABMIに沿った初のアジア通貨建て債券発行であり、外国政府および外国政府機関としても第1号の発行です。また調達資金は、本邦金融機関バンコク支店を通じ日本企業のタイにおける企業活動を支援するためのパーツ建て融資資金として活用されています。JBICが直接支援する方法も考えられましたが、現地の日系企業の活動状況は現地日系金融機関が最もよく把握しており、最近の民業圧迫論や民間活用論も考慮して民間金融機関を通じた支援方法を採用しました。やはり民間金融機関の方が取引の範囲が幅広く、大企業から中堅・中小企業に至る多様な取引先と長年にわたる取引関係を構築しているため、JBICでは判断が難しいようなリスクも十分考慮して融資できるのではないかと思います。

図表1に、パーツ建てJBIC債を活用したツーステップ・ローンの仕組みを図示しています。

#### (4) 事例：高い信用力を活かした信用補完（その1）

また、JBICの高い信用力を活かした信用補完の事例として次の具体例があげられます。

- 1) 2004年6月 タイ（いすゞ・三菱商事子会社）Tri Petch Isuzu Co., Ltd
- 2) 2006年1月 マレーシア（オリックス子会社）ORIX Leasing Malaysia Berhad
- 3) 2006年3月 インドネシア（住友商事子会社）P.T.Summit Oto Finance

##### ① Tri Petch Isuzu Co., Ltd (TIS)

2004年6月に、いすゞ自動車と三菱商事のタイにおける合弁現地法人 Tri Petch Isuzu Co., Ltd のパーツ建て社債（35億パーツ≒約100億円）への保証を供与しました。親会社である三菱商事の保証をJBICが再保証しています。調達資金はタイにおけるいすゞブランドのピックアップトラックの製造・販売のための長期資金に充当され、また、これ以降この現地法人は保証なしで債券が発行できるようになりました。タイの通貨危機以降、いすゞ自動車と三菱商事の現地法人の知名度が向上したことに加えて、JBICの保証付きで債券を発行してから市場における認知が拡大し、信用補完なしで債券を発行できるようになったと考えられます。

##### ② ORIX Leasing Malaysia Berhad (OLM)

次に、2006年1月にはオリックスが出資するマレーシア法人ORIX Leasing Malaysia Berhad のリングット建て社債（150百万リングット≒約45億円）を保証しました。親会社であるオリックスが直接保証し、JBICが三菱東京UFJ銀行ラブアン支店と共に再保証しています。債券発行により現地法人は日系製品に係るリース事業拡大資金を得ると共に、三菱東京UFJ銀行も案件を仲介するメリットを享受できました。

##### ③ P.T.Summit Oto Finance (SOF)

さらに、2006年3月には住友商事が出資するインドネシア法人P.T.Summit Oto Finance がJBICの保証付きでオートリース関係のルピア建て社債（1兆ルピア≒約120億円）を発行しています。三菱東京UFJ銀行が直接保証し、JBICが再保証しています。調達資金は日系メーカー製自動二輪車販売金融事業に充当されています。また、インドネシア資本市場での発行体の初めての起債となりました。

図表2に現地日系企業の社債発行の支援スキームを図示しています。JBICが直接保証できるのは日系100%の子会社に法律上限られているため、発行体が現地資本との合弁子会社等である場合は、まず日本の親会社や民間金融機関が保証し、JBICが再保証または保証体を保証



する形態をとっています。

#### (5) JBICの保証機能活用へのニーズ

アジア各国に進出している日系企業は為替リスクのない現地通貨建て資金調達を指向していますが、債券市場が発展途上であるため期間や格付け等の面で債券発行に様々な制約があります。信用力の高い日本企業であっても、現地債券市場では知名度は限られています。そこにJBICの保証機能を活用し資金調達手段の多様化ニーズに応え、円滑な債券発行を支援する意義があると考えられます。現状の調達期間は3～4年程度が多いですが、将来さらに延長できることを期待しています。実際、製造業等では5～10年の長期設備需要があっても、市場がそこまで育っていないのが実情ではないかと思えます。

#### (6) 事例：高い信用力を活かした信用補完（その2）

さらにJBICによる信用補完の他の事例として、2004年12月の韓国の汎アジア・ボンドに対する保証があります。これは、債券担保証券市場育成に向けた2004年6月の日韓両国政府の合意に基づき、韓国の中小企業46社が発行する円建て社債を束ね、これを担保とする債務担保証券（77億円）への保証を供与しました。

図表3に証券化のスキームを図示しましたが、まず韓国国内に特定目的会社を設立し、韓国中小企業46社が発行する社債を担保とする債務担保証券を組成しました。そして中小企業の倒産確率等を分析した上で当該債務担保証券を優先債と劣後債に分割し、劣後債については韓国の公的機関である中小企業振興公団がすべて買い取りました。優先債については韓国中小企業銀行（IBK）が保証を付与した上でシンガポールに設立した特定目的会社が買い取り、この特定目的会社がIBK保証付債券を基に発行する債券にJBICが保証を供与する形態を採っています。

シンガポールに特定目的会社を設立したのは、税制面で有利であること、会社設立手続きが容易であること、さらに英語圏内で言語上の問題が小さいことに拠ります。東京債券市場は十分な規模を有するにもかかわらず、すべての書類を日本語で整備する必要があるという日本語の問題が大きな制約になっています。長年指摘されている問題ですがなかなか解消できず、ユーロ市場はじめ他の海外市場と比べて大きなビジネスチャンスを逸失しているのではないかと思えます。

IBKに加えてJBICが保証したのは、JBICの方が市場における信用力が高く、より有利な条件で発行できるため韓国の要望に基づいてこのような起債の仕組みを考えました。なお、この債券はシンガポール証券取引所に上場され、日本を含むアジアの投資家に販売されています。

中小企業の案件は微妙な問題も含んでいます。つまり、日本の中小企業からみれば韓国の中小企業を支援してブーメラン効果のような悪影響が生じないかという懸念があるため、組成に

際してはそのような懸念がないと想定される韓国の中小企業に限定したという事情があります。ただ韓国側からは、そのような選別をしない仕組み債の支援要望が財務省やJBICに再度きており、国内中小企業育成の観点や景気動向等も考慮した政府側の政策判断を待っている状況です。いずれにせよ、この案件は日韓の政府系金融機関が協調して信用を供与した意義あるクロスボーダーの債券担保証券ではないかと思えます。

## 4. JBICによる今後の取組みと課題

### (1) 今後の取組みの方向性

第1に、これまでの経験を活かした取組みを継続的に実施します。すなわち、現地通貨建てでのJBIC自身の資金ニーズに基づき現地通貨建て債券を継続的に発行します。第2には、現地通貨建て支援など日本企業の多様化する資金ニーズへ対応します。第3には、アジア域内クロスボーダー債の支援により「各国債券市場」のみならず「アジア債券市場」育成への貢献を行います。そして第4には、パイロット案件形成に取り組み、そのプロセスとして債券市場をより良くすべく当局との政策対話を行っていきます。これには、証券会社や銀行等の民間金融機関とも協力していく必要があります。

### (2) 実務的な課題

こうした取組みを進めるにあたり、特に非居住者によるアジア各国での債券発行に関し我々が直面している実務的な課題を簡単に説明します。まず言語の問題があります。途上国で債券を発行する際には、例えばタイ語やインドネシア語、中国語で目論見書を作成するという煩雑な問題が生じます。これはコストアップ要因にもつながります。次に、会計基準も国際会計基準あるいは現地の会計基準の適用という難しい問題があります。国際機関である世銀やアジア開発銀行（ADB）の場合は、我が国企業と異なり、このような制約がなく比較的容易な模様です。さらに、準拠法の問題があります。これも現地法への準拠を要請されますが、現地法に準拠した場合には法制度があっても裁判制度や法の実効性の問題が生じることがあり慎重にならざるを得ません。また、格付けについてもS&P等の国際格付け機関の格付けを認めず地場格付け機関の格付け取得を義務付けているといった点もあり、税制についても不明確な点も多いです。以上のような問題点はABMIの中でも認識され、こうした点にどう取り組むのかということが検討されています。

### (3) JBICの役割・位置づけ

こうした中でのJBICの役割・位置づけですが、JBICは発行・信用補完を行う市場プレーヤ

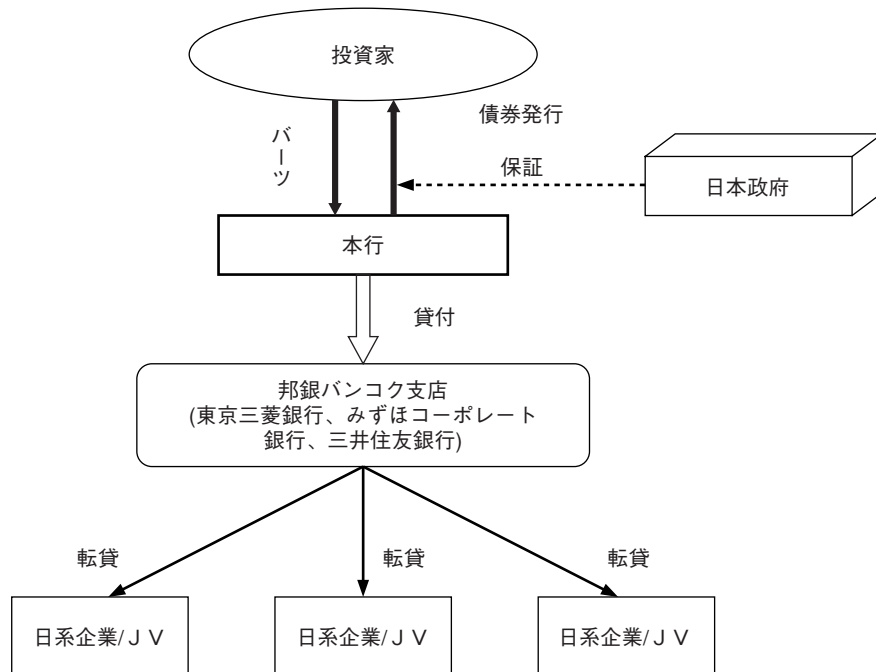
ーとしての役割・経験に加え、各国政策当局や市場参加者との対話を通して、ダイナミックな市場の育成に向けて市場と当局とをつなぐ政策・情報のフォーカルポイントとしての役割を担い続ける所存です。つまり、JBICは市場の改善に向け市場プレーヤーの意見や情報を集め、それを発信し、さらに政策への反映を目的に政策対話を行うことにより、より良い市場の育成を目指しています。また、今後目指すことの1つの具体例としてインフラ・プロジェクト等における取り組みがあります。アジアのみならず途上国では発電所や道路等の民活インフラ・プロジェクトが進められていますが、収入が内貨であるのに対して資金調達に外貨建てで借り入れ、為替リスクが生じていることがあります。例えば、アジア通貨危機時のインドネシアの発電所の事例では、電力公社（PLN）からはルピア建ての収入が入ってくる一方、ルピアの対米ドル為替が大幅に下落したため外貨建ての借入を返済できないという問題が生じました。このような問題を解消するためには、できる限り現地通貨建ての資金調達を図ることが望ましいところです。そのためには、外貨繰りに制約がある等の場合には、外国から機材を輸入する必要がある金額については米ドルで調達するものの、基本的に現地通貨建てで支払う建設資金やその他土木工事のインフラ整備については事業会社が現地通貨建ての債券を発行し、そしてそこにJBICが保証するという方法も考えられます。

なお、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）には、当初はタイと香港が熱心で、タイはタイ・バツ建て債券を東京市場で発行する希望も有していました。現実には難しく実現しませんでした。JBICのタイ・バツ債につながったと思います。また、ASEANの政府機関による、中小企業ローン等を証券化したJBICの保証が付いた債券の発行も検討が続けられています。調達コストの低減に加え、発行体はアジアにおける知名度を向上させるためにJBIC保証付き債券を東京市場で発行することに強い関心を抱いていると聞いています。さらにJBICはマレーシアにてイスラミック・ボンドの発行も計画しており、現在、マレーシアの法制上の問題や手続き面を検討中です。

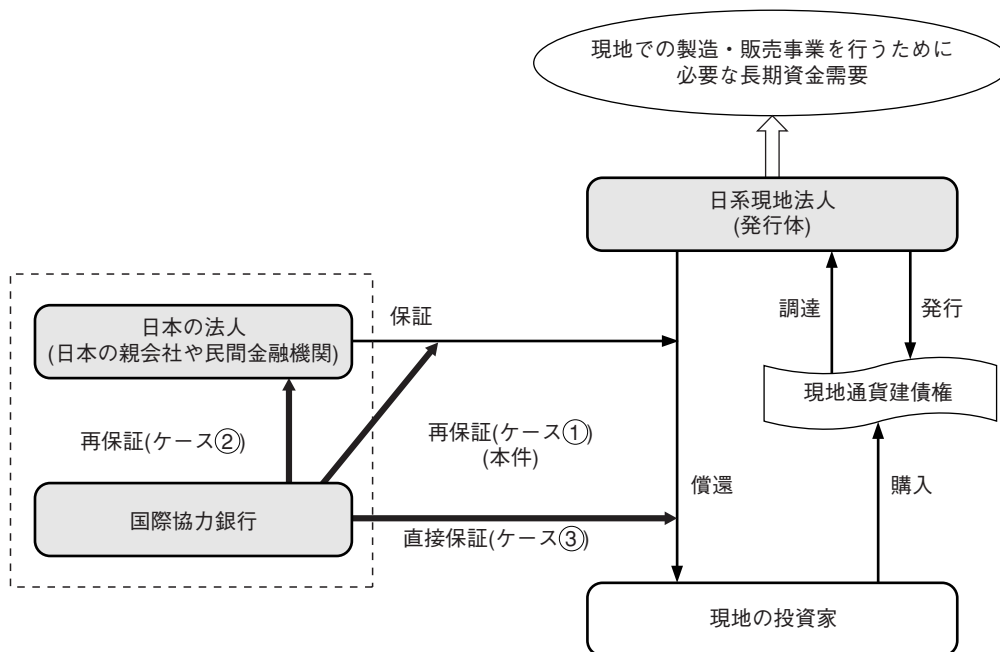
(2006年10月3日開催 第10回山本委員会ご講演)



図表 1 バーツ建てJBIC債を活用したツーステップ・ローン

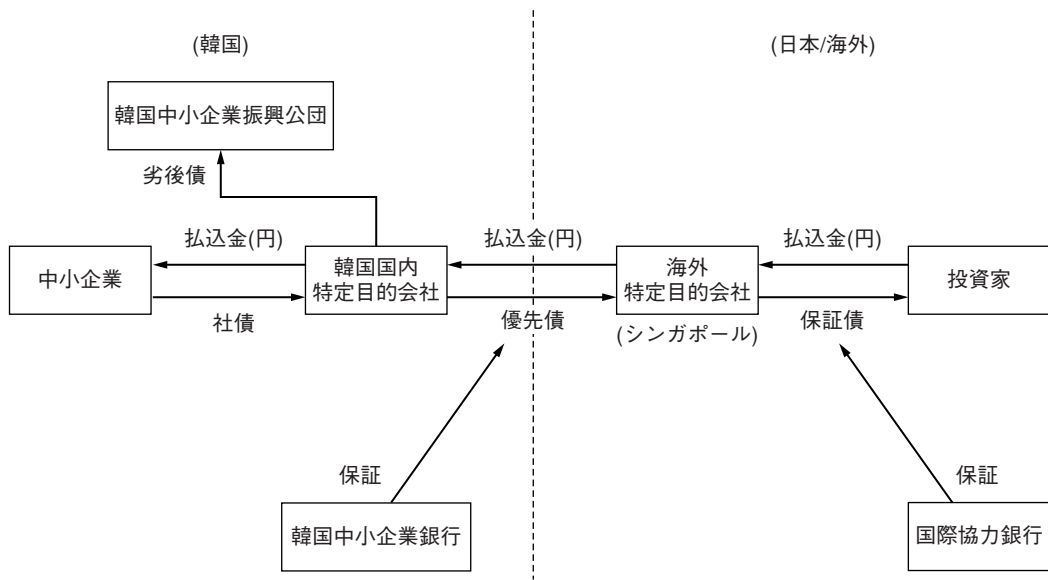


図表 2 現地日系企業による社債発行を支援



(注)ケース③は発行体が本邦全額出資の場合のみ

図表 3 証券化 (CBO) スキーム



## 第15章 みずほコーポレート銀行のアジア戦略

みずほコーポレート銀行常務取締役 黒田 則正 氏

### 1. みずほフィナンシャルグループの国際業務

みずほフィナンシャルグループを大別すると、リテールグループとコーポレートグループ、アセットマネジメントグループ、その他の戦略子会社からなります。みずほコーポレート銀行は、コーポレートグループの中心として海外のマーケットと国内の上場企業を中心とする大企業取引を主に担当し、みずほ銀行はリテールの個人・中小企業との取引を担っています。

みずほ銀行とみずほコーポレート銀行は2002年4月に分割・合併により設立されましたが、その後約3兆円の公的資金導入や約1兆円の資本調達を通じて不良債権の処理等を進め、公的資金返済の目途をつけた2005年度からは中期計画“Channel to Discovery”を実施しています。図表1右方に株式時価総額の推移を示しましたが、現在は約10兆円程度までに回復し、11月8日にはニューヨーク上場を果たしました。

国際業務については、2002～03年度は、国内不良債権の克服に経営資源を集中したため、ダウンサイズせざるを得ませんでした。2004～05年度は、広義の不良債権残高であるリスク管理債権残高が減少し、海外支店対顧客貸出残高も回復してきました。この2006年度からは、どのようにして持続可能な成長を実現するかという戦略を展開し始めています。

図表2に収益構造に関する海外銀行との比較を図示しました。横軸に非母国市場収益の比率、縦軸に非金利収入の比率をとり、欧米の有力外銀と比較しています。当面はシティグループ程度を目標に収益構造の多様化を図っています。

図表3に「日本企業の海外進出動向」として海外生産比率の推移のグラフを示しました。時系列的に右肩上がりの海外生産比率からは、多くの製造業が海外における事業展開の重要性を認識していることがうかがえます。

従って、みずほコーポレート銀行は国際業務を戦略事業領域として位置付け、特にアジアを戦略地域として経営資源を投下しています。

## 2. アジアマーケットの現状

アジアマーケットの特徴は、**図表4**の各地域別GDPシェア推移や地域別実質GDP成長率予測のグラフに示すように、欧米と比べ高い成長性にあります。また、日系企業の海外進出動向も、**図表5**の進出地域別日系現地法人社数推移や地域別売上高伸び率のグラフを見ますと、圧倒的にアジアが多くなっています。**図表6**に日本企業の中期的有望事業展開先国・地域に関するJBICのアンケート結果を掲載しましたが、2004年度、2005年度ともにトップ10の大部分をアジア諸国が占めています。このような点からアジアに対する関心は高まっています。アジアにおける顧客の銀行に対するニーズ・評価を**図表7**にまとめました。まず、日系顧客、非日系顧客とも、安定的な資金調達、外為取引、貿易関連ファイナンス、CMS（キャッシュ・マネジメント・サービス）に対するニーズが高いです。次に、日系マーケットでは、邦銀は外為、貸出、トレード・ファイナンスなどベーシックな金融取引の分野では競争力を持っていますが、債券発行、デリバティブ、ストラクチャード・ファイナンスの分野では欧米系有力銀行が優位に立っています。そのため、今後の業務拡大の中では投資銀行業務、デリバティブなど新たな分野における競争力の強化を図ることが課題になっています。

## 3. アジアに対する各国銀行の取組状況

**図表8**に主要国銀行のアジア太平洋地域向け対外債権残高推移のグラフを示しました。2000年頃までは日本が優位にいましたが、1997年のアジア通貨危機を経て2003年の韓国のクレジット・クランチャや邦銀の不良債権問題などにより、日本は最近では英国、米国に次いで第3位に過ぎません。英国はHSBC、Standard Chartered Bankがあり、米国はCitiBankが圧倒的に強く、ドイツはDeutsche Bankがあります。これらの欧米の主要4大銀行がアジアで有力であり、**図表9**の金利系ランキング、コモディティ系ランキングに示すように、市場業務においても優位に立っています。**図表10**にアジアのトップ4行のアジア・ビジネスの比較として、上記の主要4大銀行がアジアでどの程度のヒト・モノ・カネあるいは業務を展開しているのかを示しました。いずれもかなりの店舗数を保有し従業員も雇用しています。加えて業務範囲も多岐に渡っています。邦銀はいまだホールセルの市場や貸出が中心であり、アセット・マネジメントやプライベート・バンキング、リテール・バンキングにも事業領域を伸ばす必要があると考えています。

## 4. アジアにおいて目指す姿

軸は“Customer Driven”です。すなわち、カスタマーニーズを満たすような商品ラインアップを揃えるということに尽きます。第一義的には日系企業のアジア進出サポートと現地におけるニーズに対応しますが、同時に、現地の非日系企業への支援や日本とアジア各国の国策にも貢献することを考えています。具体的には、現在アジアで何をやっているか、あるいは何を強化すべきかということについて7つの事業分野を掲げています。まずは第1に、アジアに進出する日系企業の活動の前提となる投資環境、社会インフラ整備に関わるプロジェクト案件の支援です。つまり、プロジェクト・ファイナンスの分野で案件を支援します。第2に、日系顧客へのアジア投資環境情報の提供とアジア各国への日系企業誘致のアドバイスをを行います。第3に、アジアに進出した日系企業の各国における地場通貨建て長期安定資金ファイナンス支援と金融市場の育成があります。第4は、日本とアジアの緊密な経済的つながりを活用した「ハイブリッド営業」による顧客のビジネス展開支援です。欧米と比べてアジアは日系・非日系を区別する意味がないほど日系・非日系の企業が関係し合っており、そのような関係にある企業に対する営業を進めることを考えています。第5は、金融技術を活用した顧客の各種財務ニーズ支援です。いろいろオフバランスやリース等のニーズがあります。第6に、アジア各国におけるエネルギーの安定的供給に資する本邦企業のアジア進出プロジェクト支援があります。最近いろいろ話題になっている日本やアジア各国のエネルギー政策に役立つプロジェクトを支援します。第7が、顧客ニーズを踏まえた新たな事業領域の拡大です。既存の事業領域は顧客の資金調達への支援が主体でしたが、アセット・マネジメント等の分野にも事業領域を拡大することを考えています。

次に、このような7つの事業分野の具体的事例を説明します。

### (1) インフラ整備プロジェクト支援

まず、**図表 11**に、インドの政府系開発金融公社 IDFC の運営するインフラ開発ファンドに対する出資支援例が示されています。当行はアジアにおける唯一の「投資委員会」のメンバーとして、インドのインフラ・プロジェクトの審査やデットのアレンジ等に関与しています。また、**図表 12**には、韓国 PPI 法に基づく韓国内の道路建設プロジェクト向けのファンドである KRIF の事例を示しました。KRIF はオーストラリアの投資銀行の Macquarie と、当行と最近業務提携した新韓銀行が、共同出資した Macquarie Shinhan Infrastructure Management Co., Ltd が運営しています。そして、このファンドに当行も関与し、このファンドが仁川空港からソウル市内への高速道路の建設等の様々なインフラ・プロジェクトを行っています。このようなインフラ整備にプロジェクト・ファイナンスを中心に実績を重ねてきており、今後も強化してゆくつもりです。



## (2) 日系企業進出関連情報提供誘致アドバイス

図表 13 に、みずほグループのアジア進出企業に対する情報提供体制を図示しました。特色としては、中国営業推進部を設置し中国専門にアドバイスしている。その結果、2005年度には中国について132件のアドバイザリー業務を行い、進出・投資情報関係の照会も大変多くなっています。また、アジア各国の当局、保税区等との協力関係を進め投資環境の情報収集に努めています。

## (3) 地場通貨ファイナンス支援・金融市場育成

まず、日本政府も関与したアジア・ボンド・プログラムを活用した起債案件として、いすゞタイランドの事例があります。つまり、いすゞタイランドの地場通貨建てによる長期設備資金ファイナンスニーズに対して、当行とNEXIが協力してNEXIの海外事業資金貸付保険付保証をアレンジし、その保証に基づいた現地通貨建ての起債が、当行と親しいタイの地場銀行であるTISCO等も参加して行われました。

また、現在も続いている提携先地場金融機関グループとの協働案件事例があります。この事例では、当行が証券会社機能を持たないマレーシアにおいて親密地場銀行であるMaybankと協働して地場の保証シンジケーションや引受幹事団等を組成し、日系マレーシア現地法人向け銀行保証付起債案件をサポートしています。

さらに、クロスボーダー・シンジケーションによる資金調達支援の事例もあります。すなわち、タイ・パーツの資金調達ニーズを有する日系タイ現地法人に対して50億円、期間3年の円ローンのシンジケーションを組成し、円—パーツの通貨スワップをアレンジしました。

また、中国においては人民元建てコミットメントライン組成の事例があります。中国各地で自動車を販売し販売代金の有効活用ニーズを有している日系合弁会社に対し、CMS契約と人民元建てコミットメントライン・シンジケーションをアレンジしました。シンジケーションは当行と中国建設銀行がエージェントとなり、中国商工銀行はじめ地場の有力銀行が参加しています。

図表 14 に、アジア・オセアニア地域の債券市場規模推移とM&A市場規模推移のグラフを示しました。債券市場では韓国、中国、オーストラリアが大きなシェアを占めており、M&A市場はアジアではいまだ発展途上ですが、オーストラリアが群を抜いており、中国、韓国、インドでも成長しつつあります。

## (4) ハイブリッド営業の展開

日本とアジアの間の経済的つながりは極めて緊密になっており、アジアは日本の地域別輸入先の67%、輸出先の54%を占めています。従って、日系企業との商流・物流は極めて濃い。そこで当行は、日本とアジアの緊密なつながりをテコに日系企業・アジア非日系企業の取引を

融合させた「ハイブリッド営業」を展開しています。具体的事例として台湾系液晶パネルメーカーを中心とした商流があげられます。この台湾系液晶パネルメーカーは自ら液晶パネルを生産していますが、材料・部品は多くを日系企業から仕入れ、販売先も日系企業が多い。つまり、日系—非日系—日系という物流になり、買掛債権、売掛債権とも日系の信用リスクが多く、取引先の信用リスクは当然とれるので売掛債権の流動化が実現しました。1つの事例ですが、台湾企業にはこのようなニーズがあります。

#### (5) 顧客の財務ニーズ支援

まず、日系企業が買収した台湾現地法人のバランスシートのスリム化ニーズへの対応として生産設備のオフバランス化案件があげられます。すなわち、SPC（特別目的会社）を利用したリースをアレンジし、既存設備に対応する資金調達は台湾の地場銀行の台湾ドル建てローカル・シンジケーションを組成。新規設備に対応する資金調達はJBICと協力してJBIC保証付の米ドル建ての本邦シンジケーションを組成しました。

次に、税制上の優遇措置を狙ったアジア地場企業向け「建機販売金融スキーム」（リース債権流動化）案件があります。この案件では、日系の建機メーカーが石炭採掘機械をインドネシアの石炭採掘会社にリースするに際して信用リスク回避ニーズがあるのをとらえて、民間保険会社のコントリブリスク保険付保と合わせてリース債権のノン・リコース買取を行っています。

さらに、現在はアジア通貨と円は米ドルを介在させたクロス・レートでトレードされていますが、今後の課題としてアジア通貨と円を直接リンクさせるような外国為替取引やデリバティブ商品が必要と考えられます。

#### (6) エネルギー安定供給プロジェクト支援

まず、マレーシアにおけるLNG開発プロジェクト案件の事例があります。マレーシア国営石油会社、マレーシア州政府、欧州系メジャー、本邦石油会社、商社が出資・権益保有者であり、当行がアドバイザー兼リード・アレンジャーになりJBICと協力して採掘のための設備資金ファイナンスのシンジケーションを組成しました。さらに、LNG船建造ファイナンスのシンジケーションもアレンジしています。ちなみに、このLNGの主要バイヤーは本邦電力会社とガス会社であり、マレーシアで採掘した天然ガスを日本で利用するために輸出しています。

また、インドネシアのLNG開発プロジェクト案件の事例もあります。この案件では、LNGの主要バイヤーは日系企業ではなく米系エネルギー会社や韓国のエネルギー会社ですが、このような案件もアレンジしています。

さらに、進行中の案件ですが、インドネシアにおける電力プロジェクト買取案件の事例があります。ジャワ島の石炭火力発電プロジェクトを本邦電力会社が米系出資者グループから買取

し、インドネシアにおける発電プロジェクトに関与するものです。ちなみに本日2006年11月10日の日本経済新聞にもフィリピンの発電事業買収の記事が掲載されており、この案件と同様のスキームです。双方の案件とも当行が買収アドバイザー兼リード・アレンジャーになっています。

#### (7) 新たな事業領域の拡大

従来、邦銀は海外において「資金調達ニーズのある顧客」にフォーカスを置いていましたが、グローバルなマネー・フローを日本に取り込むべく「資金運用ニーズのある海外の顧客」との取引を推進することを考えています。

図表15は、サウジアラビアの対外証券投資残高と原油価格の推移のグラフを左方に、シンガポールにおける資産運用受託残高の推移のグラフを右方に示しました。原油価格の上昇に合わせてサウジアラビアの投資残高も拡大しており、シンガポールにおける資産運用受託残高も急速に増大しています。このようなオイルマネーからチャイナマネーまで、グローバルなマネー・フローを取り込むことが大きな課題です。図表16に中東・アジアにおける主要機関投資家を掲示しましたが、例えばサウジアラビア通貨庁は2,490億米ドルを運用しており、アブダビ投資庁は3,870億米ドルを運用しています。今までは中東のオイルマネーはロンドン経由で米国債等に投資されていましたが、最近では邦銀にも日本の Alternative Investment に関する照会が増えています。また、アジア・マネーも日本の不動産投資等にかなり流入しており、このようなマネー・フローを取り込むことが今後の課題です。

さらに、既に説明したエネルギー資源等のプロジェクト・ファイナンスに加え、最近では原材料価格の高騰を反映して商品価格、金利、為替等の変動リスクをヘッジするデリバティブズ商品を含めたニーズが広がっています。そのためトレード・ファイナンス、プロジェクト・ファイナンス、デリバティブズを包含する商品を提供することが次の事業展開ではないかと考えています。

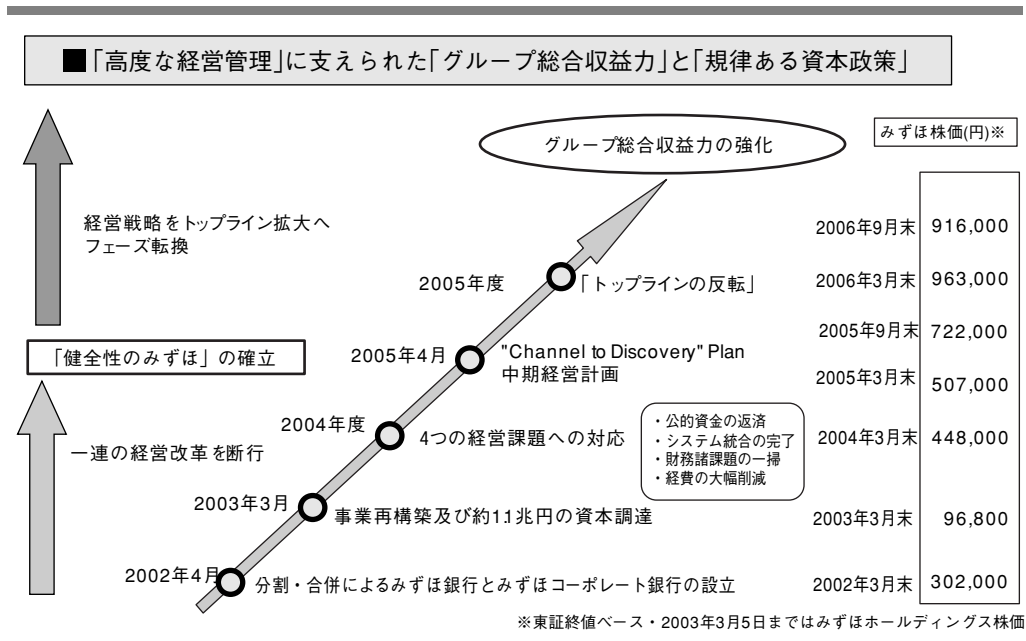
## 5. ネットワーク戦略

図表17に、みずほコーポレート銀行の海外拠点網を図示しました。アジアについては海外拠点削減の過程においても拠点数を維持しており、最近の新規出店に際しては優先的に推進しています。2005年度以降はニューデリー支店、無錫支店、ホーチミン支店を開設しています。このようなオーガニックな戦略に加え、地場有力金融機関との提携の活用により顧客基盤拡大、各種プロダクツ機能の補完を進めています。最近の主な事例としましては、新韓金融グループへの出資を含めた業務協力協定、韓国最大の政府系金融機関である韓国産業銀行との業務

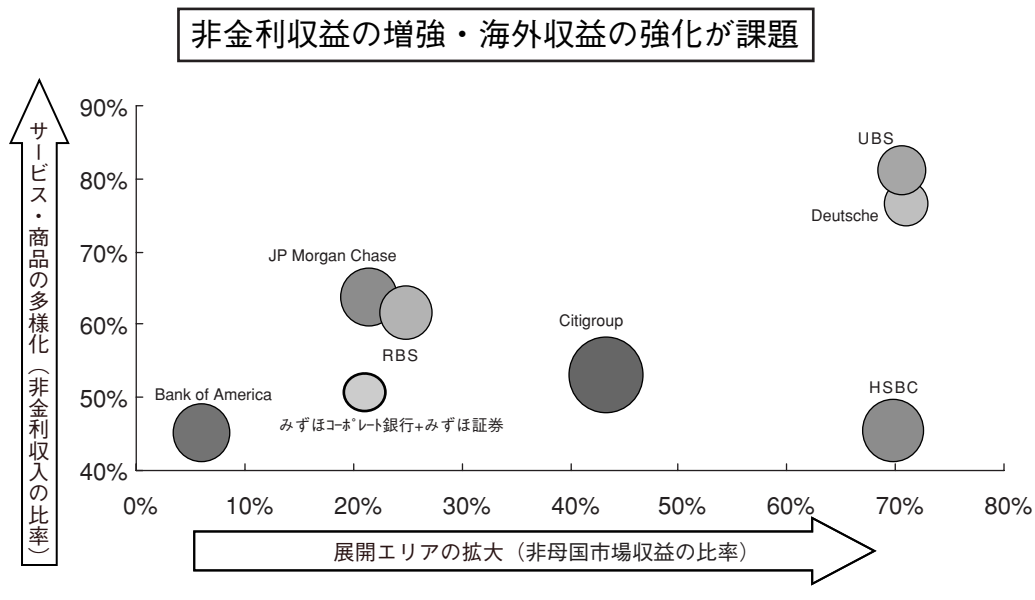
提携、さらにタイの Tisco Bank との業務提携等があげられます。このようにオーガニックな戦略とアライアンスを使い分けながらネットワークを整備しています。

(2006年11月10日開催 第11回山本委員会ご講演)

図表 1 みずほの統合以降の課題と対応



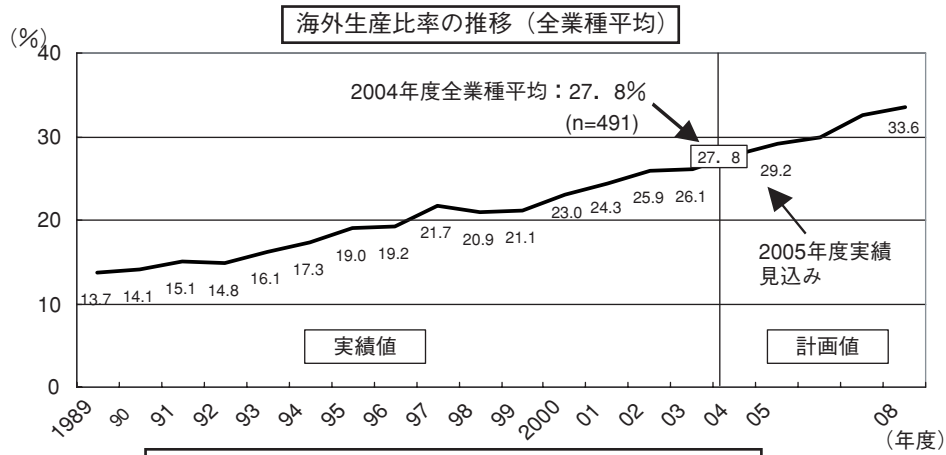
図表 2 海外銀行との比較





図表3 日本企業の海外進出動向

日本企業の海外市場での事業展開の重要性は一層高まる傾向  
⇒邦銀が海外で果たす役割もより重要に

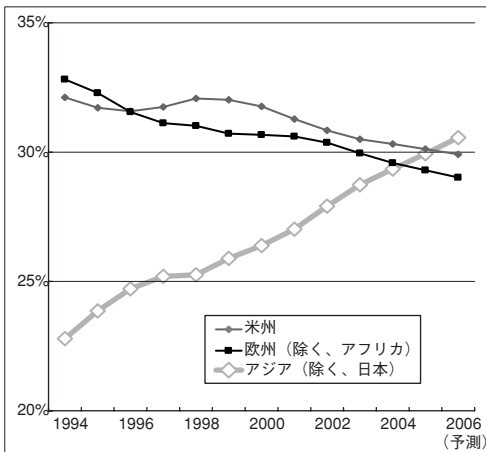


出典：海外投融資情報財団「JOI」1月号（国際協力銀行作成）

図表4 アジアマーケットの現状（1）

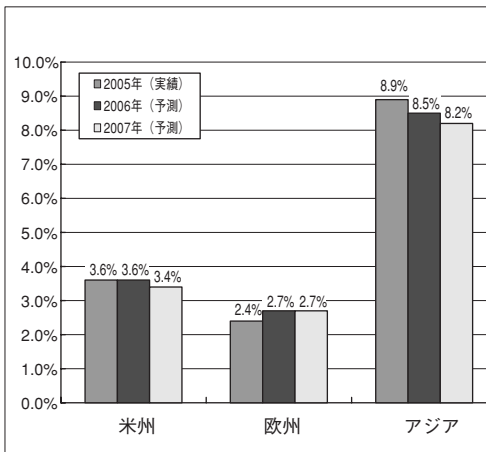
成長性

各地域別GDP（購買力平価調整後）シェア推移



出典：IMF Database

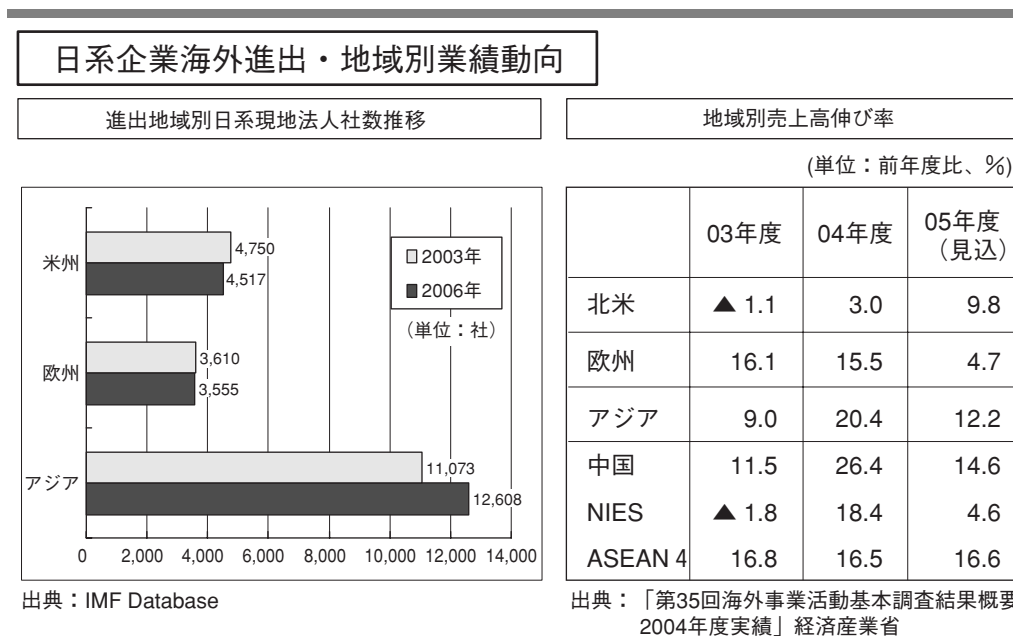
地域別実質GDP成長率予測2005-2007



出典：IMF Database

図表5 アジアマーケットの現状（2）

MIZUHO



図表6 アジアマーケットの現状（3）

MIZUHO

日本企業の中期的（今後3年間程度）有望事業展開先国・地域（複数回答可）						
順位	2004年度調査 回答企業数(497社)		構成比 (%)	2005年度調査 回答企業数(483社)		割合 <sup>注</sup> (%)
1位	中国	453	91	中国	397	3.1
2位	タイ	151	30	インド	174	9.5
3位	インド	117	24	タイ	149	22.1
4位	ベトナム	110	22	ベトナム	131	38.9
5位	米国	100	20	米国	96	5.2
6位	ロシア	49	10	ロシア	62	1.7
7位	インドネシア	48	10	韓国	52	3.9
8位	韓国	44	9	インドネシア	45	13.3
9位	台湾	41	8	ブラジル	36	5.6
10位	マレーシア	28	6	台湾	32	3.2

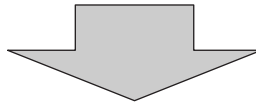
\*本年度調査では、回答企業は中期的（今後3年程度）に有望な事業展開先国・地域名を第1位から第5位まで記述。  
 ここでは記述のあった国・地域の数をそれぞれ合計して、記述の多かった国・地域ごとに順位をつけて紹介している。  
 \*上に掲げた国・地域以外に、北米（回答企業数34社、構成比7%）、EU・欧州（回答企業43社、構成比9%）などがあった。  
 注：2005年度の割合は、各国・地域の有望理由として「他国リスク分散の受け皿」と回答した企業の割合。

出典：海外投融资2006年1月号／国際協力銀行「海外直接投資アンケート」

図表7 アジアマーケットの現状（4）

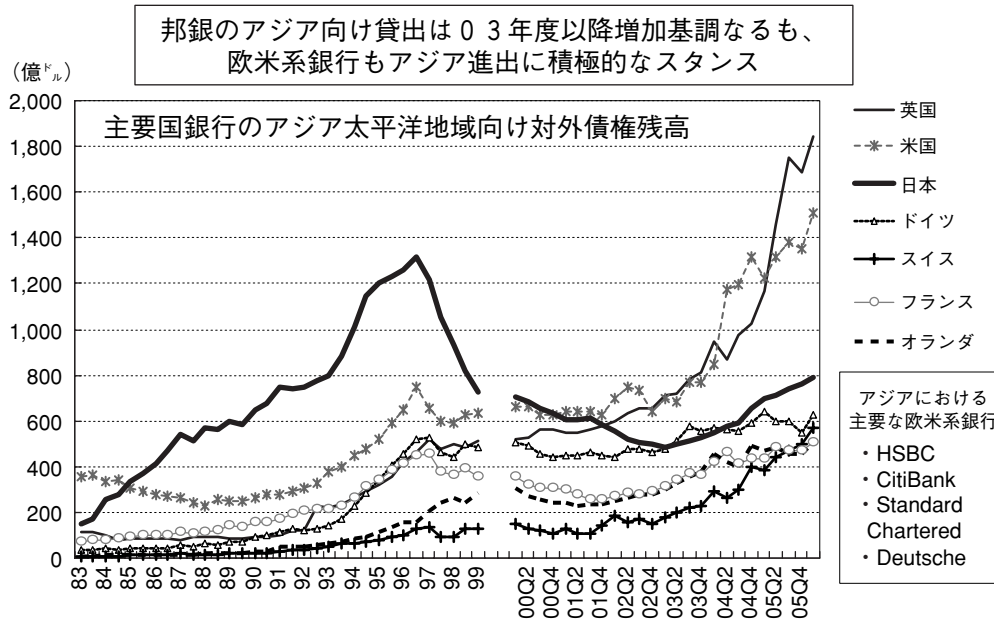
アジアにおける顧客の銀行に対するニーズ・評価

- 日系顧客・非日系顧客とも、安定的な資金調達・外為取引・貿易関連ファイナンス・CMSに対するニーズが高い
- 日系マーケットでは、邦銀は外為・貸出・トレードファイナンス等、ベーシックな金融取引の分野では競争力を持つが、債券発行・デリバティブ・ストラクチャードファイナンスの分野では欧米系有力銀行が優位
- 非日系マーケットでは、主要欧米系金融機関がドミナント



邦銀が優位性を持つ基盤取引を軸に、今後の業務拡大の中で、投資銀行業務・デリバティブ等、新たな分野における競争力の強化を図ることが課題

図表8 アジアに対する各国銀行の取組状況（1）



(資料) BIS四半期報よりみずほ総合研究所作成

図表 9 アジアに対する各国銀行の取組状況（2）

MIZUHO

市場業務においても、欧米系金融機関優位

金利系ランキング

順位	金融機関名
1	Citigroup
2	HSBC
3	Standard Chartered
4	Deutsche Bank
5	BNP Paribas
6	ABN AMRO
7	CALYON
8	UBS
9	DBS
10	HDFC

コモディティランキング

順位	金融機関名
1	Citigroup
2	Barclays Capital
3	Goldman Sachs
4	HSBC
5	UBS
6	BNP Paribas
7	Deutsche Bank
8	JP Morgan Chase
9	ABN AMRO
10	CALYON

2006年度実績（出典：Asia Money 2006）

図表 10 アジアに対する各国銀行の取組状況（3）

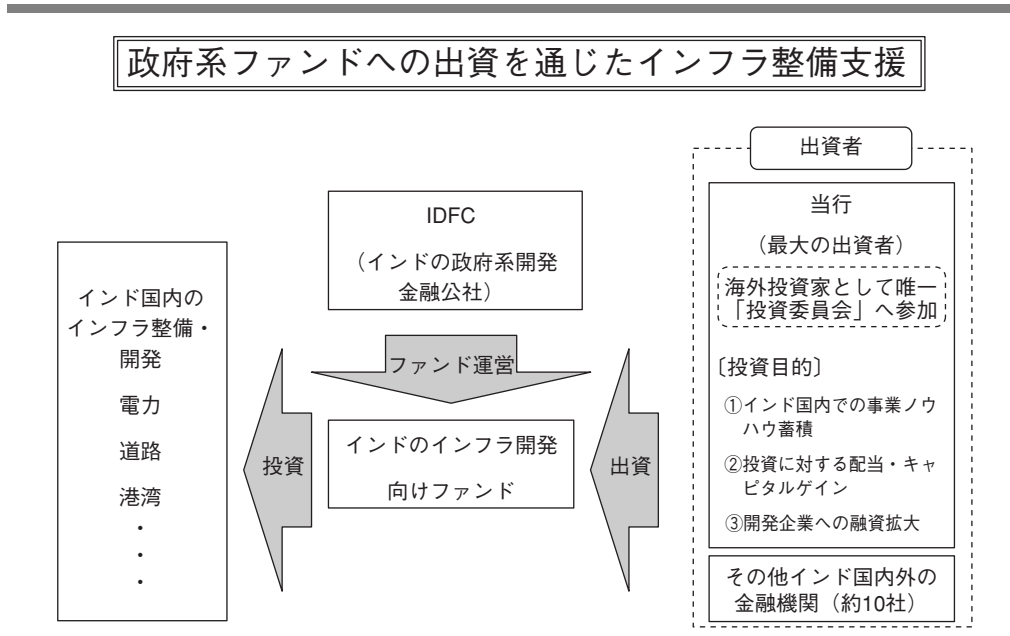
MIZUHO

アジアトップ4行のアジアビジネスの比較

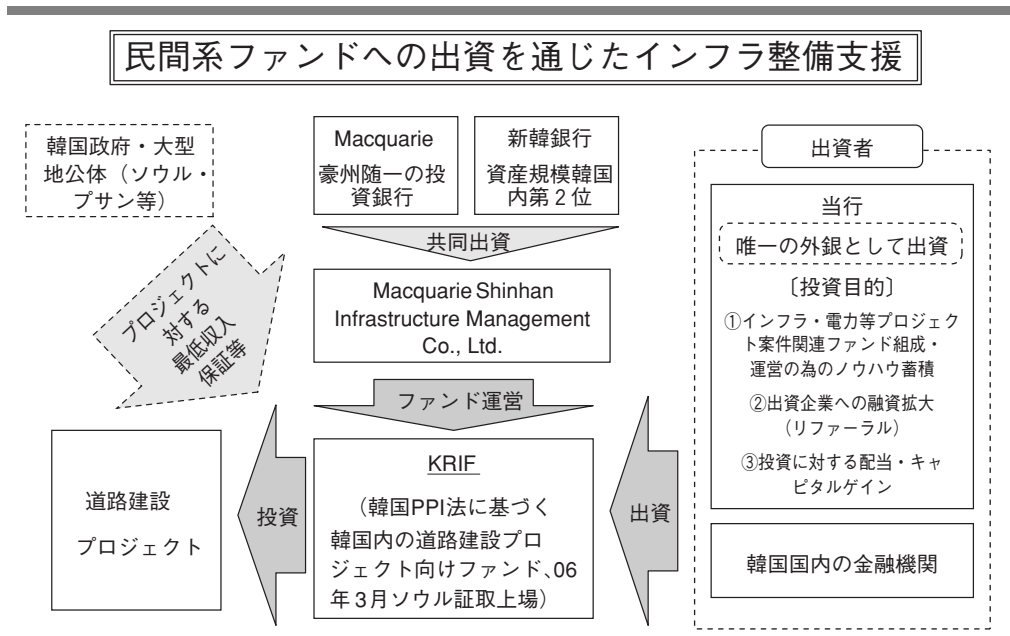
金融機関名	業務規模										収益関連(億 <sup>円</sup> )	
	店舗数	従業員数 (全ライン)	ホールセール				アセ マネ	PB	リテール	保険	粗利 (全部門)	粗利 (ホールセール)
			市場	貸出	証券	決済						
HSBC	251	82千人	○	○	○	-	○	○	○	○	148	粗利推計値 44億 <sup>円</sup> 経費率48%
CITI	362	21千人	○	○	○	○	○	○	○	-	86	粗利 37億 <sup>円</sup>
Standard Chartered	687	33千人	○	○	-	-	○	○	○	-	50	粗利 18億 <sup>円</sup>
Deutsche	45	7千人	○	○	○	-	○	○	○ (インドのみ)	-	32	粗利推計値 28億 <sup>円</sup> 経費率75%

各行年次報告書より作成、一部推計を含む

図表 11 インフラ整備プロジェクト支援（1）

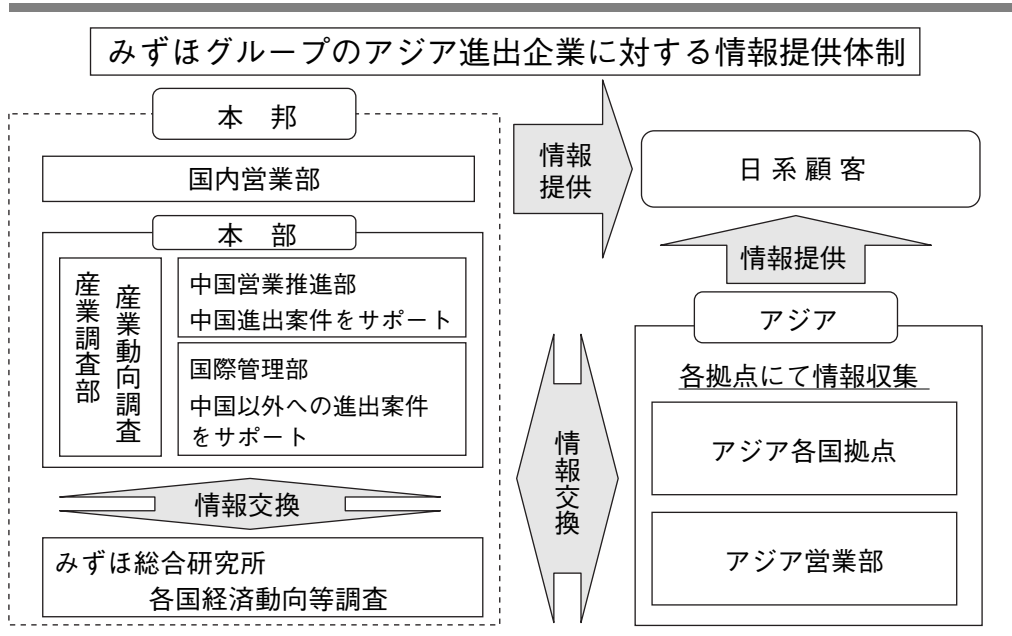


図表 12 インフラ整備プロジェクト支援（2）

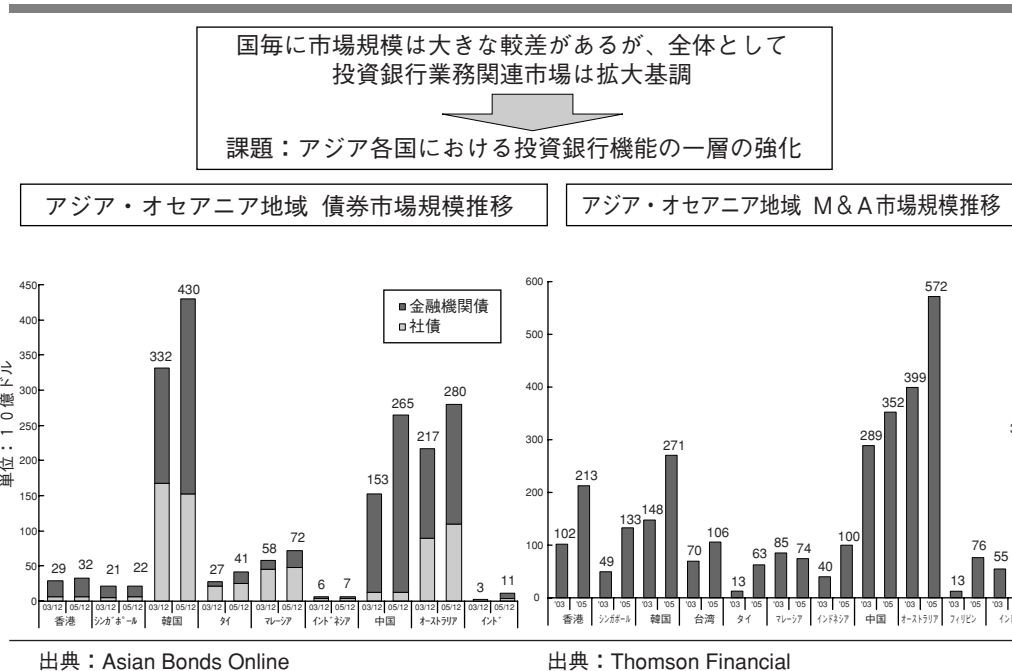




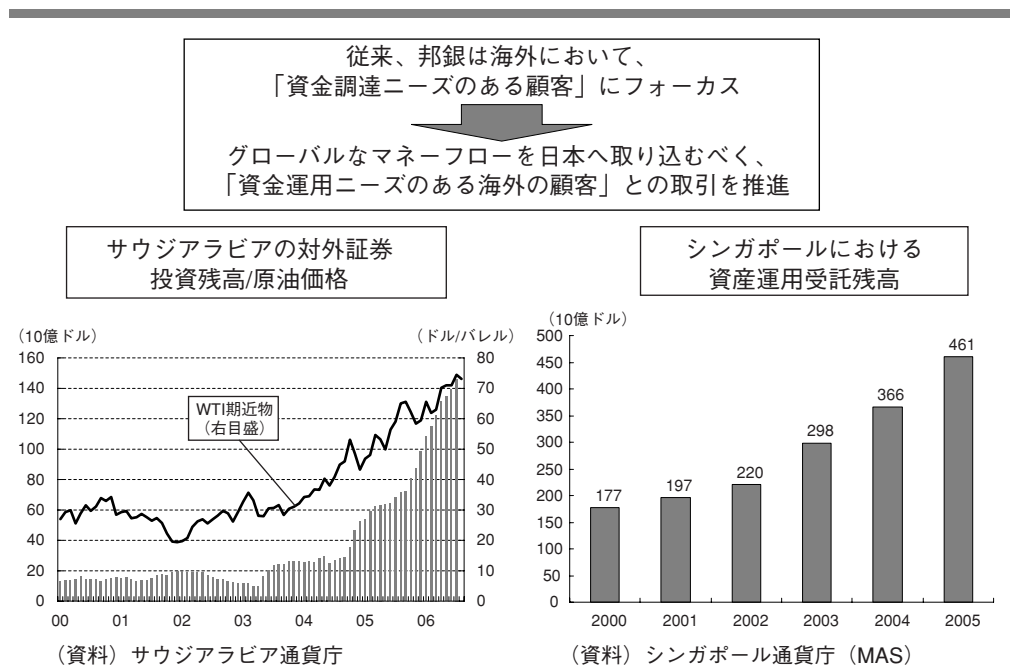
図表 13 日系企業進出関連情報提供誘致アドバイス



図表 14 地場通貨ファイナンス支援・金融市場育成



図表 15 新たな事業領域の拡大 (1)



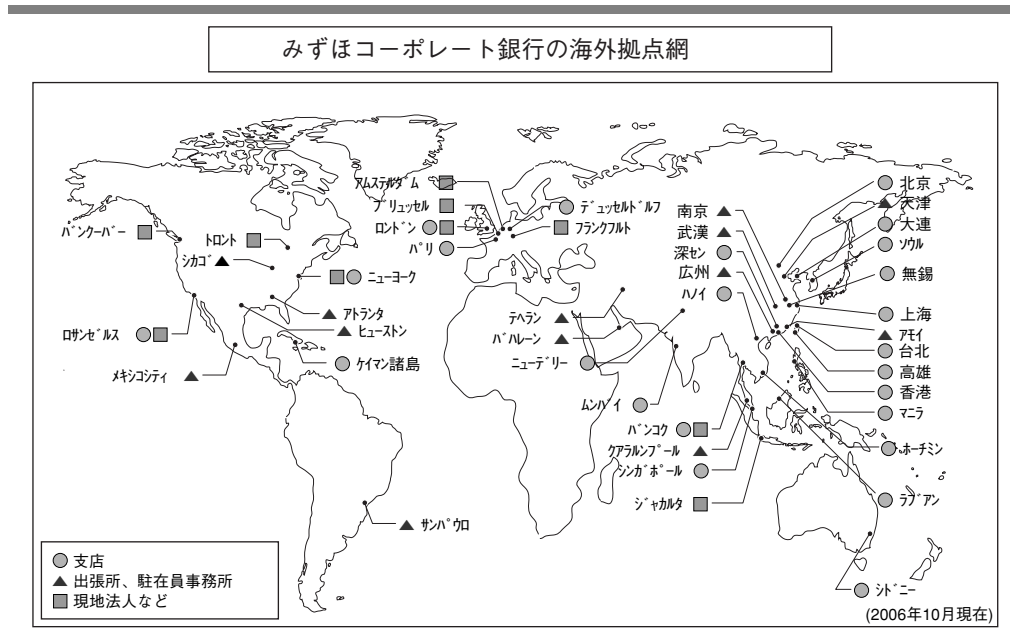
図表 16 新たな事業領域の拡大 (2)

中東・アジアにおける主要機関投資家 (単位: 億ドル)

国	運用機関	運用資産	国	運用機関	運用資産
サウジ	サウジアラビア通貨庁 (SAMA)	2,490	シンガポール	シンガポール投資公社 (GIC)	1,000
U A E	アブダビ投資庁 (ADIA)	3,870		セントラル・プロビデント・ファンド	683
クウェート	クウェート投資庁 (KIA)	1,770		テマセク	550
カタール	投資金融最高会議 (SIFC)	40	香港	香港金融庁 (HKMA)	1,366
オマーン	中央銀行	43		マンドトリー・プロビデント・ファンド	160
バハレーン	バハレーン通貨庁 (BMA)	20	マレーシア	エンプロイー・プロビデント・ファンド	625
			中国	社会保険基金	207

- ・ 9/11 以降、中東からの対米投資比率は低下傾向、GCC域内・アジアへの投資が増加
- ・ シンガポール・香港の財閥を中心に、アジアの機関投資家も対外資産への投資意欲旺盛
  - 日本の景気回復を踏まえ、証券投資のみならず不動産投資案件も増加中
  - 東南アジアの資源産出国においては、中東と同様、資源価格上昇に伴う資源マネー増加の動き

図表 17 ネットワーク戦略



## 第16章 世界の証券取引所を巡る最近の動向について

東京証券取引所常務執行役員 浦西 友義 氏

本日は本委員会のテーマである貯蓄と投資という観点から取引所をどのように評価するかということについて私見を述べます。

### I. 世界の証券取引所を巡る最近の動向について

#### 1. 世界の証券・先物取引所の概要

図表1に世界の主要株式取引所の時価総額と売買代金の比較をグラフで示しました。

アジアの証券取引所の時価総額が初めて東京証券取引所の時価総額を上回った、という記事が先日の日本経済新聞に掲載されましたが、2006年7月31日現在では東京証券取引所の時価総額は500兆円を超え、世界第2位の約4.4兆米ドル相当です。時価総額のトップはニューヨーク証券取引所の約14兆米ドルであり、ナスダック（約3.4兆米ドル）、ロンドン（約3.4兆米ドル）、ユーロネクスト（約3.2兆米ドル）等が東京に続きます。この時点では香港（約1.3兆米ドル）、上海（約0.4兆米ドル）、シンガポール（約0.3兆米ドル）等はまだ小規模であり、合計しても東京証券取引所の時価総額規模には及ばないと思っておりましたが、為替レート等も動くので最近上回ったのかもしれませんが。

一方、売買代金は2005年の外国株を含む年間ベースの数値ですが、東京証券取引所（約4.4兆米ドル）はニューヨーク証券取引所（約14.1兆米ドル）、ナスダック（約10.1兆米ドル）、ロンドン（約5.7兆米ドル）に次ぐ世界第4位にとどまり、時価総額に比べて売買代金規模はそれほど大きくありません。ただ、例えばロンドン証券取引所の売買代金にはロンドン在住の様々な証券会社の店頭取引等も含まれる等、売買代金のコンセプトが必ずしも統一されていないことには注意を要します。

図表2には世界の主要金融派生商品取引所を図示しました。欧州のEUREXや米国のCME、CBOT、CBOE、アジアでは日経225を取り扱う大阪証券取引所、シンガポール証券取引所、TOPIXを中心とした株価指数先物や国債先物を取り扱う東京証券取引所など多岐にわたっています。

日本の金融派生商品市場は1980年代以降整備されてきました。その法律と取引所の規制監督機関は原資産（金融取引または商品）で区分されてきましたが、金融商品取引法が施行され

ると証券取引法や金融先物取引法は一体化されることとなります。すなわち、従来は証券取引所と金融先物取引所が区分されていましたが、金融商品取引法の下では正式に金融商品取引所として一括して取り扱われることとなります。また、取引所が扱う商品も株式、債券はじめ様々な金融商品・先物が含まれます。例えば、信託受益権を利用することにより、既に利用されているETF、REIT以外にも金証券や排出権等も商品化が可能となります。

## 2. 取引所を取り巻く環境変化

図表5に米国主要現物株式取引所等およびECN（Electronic Commercial Network）の変遷を図示しました。例えば、ニューヨーク証券取引所は電子取引所であるアーキペラゴを買収し、伝統的取引所と電子取引所が合体しました。ナスダックも同じように電子取引所を買収し、市場の一体化を進めました。図表7では、世界の主要取引所の合従連衡等の動きを図示しています。ニューヨーク証券取引所はアーキペラゴを買収し上場した後、パリを中心に活動しているユーロネクストと合併の基本合意に達しています。また、ナスダックはロンドン証券取引所の株式を25%以上取得しています。このように大西洋を挟んで合従連衡が進行しており、また米国内ではCMEとCBOTが合併の基本合意に達しています。一方、アジアでは東京証券取引所がニューヨーク証券取引所との業務提携の協議を進めており、北東アジア地域における他の取引所との関係を強化するため様々な業務提携の協議を進めています。

2006年11月にロンドンの証券監督者会議に出席しましたが、その際にポールズ金融担当大臣がロンドン証券取引所の合併について重大な発言をしました。一般的に、証券取引所の買収に関しては公共インフラとして当局の許認可を要する制度を各国とも導入しており、日本の取引所の場合は、原則として50%以上の株式保有は認められず、20%以上の株式保有も金融庁の許可が必要です。かつての証券取引法では一般の投資家も、許可を得れば20%以上の株式保有が認められましたが、現在では一般の投資家は20%未満の株式保有しか認められず、国内の取引所や地方公共団体等のみが許可を得て20%以上の株式を保有できるように法律が改正されています。このような規制は各国ともありますが、英国だけは証券取引所の株式が自由に取得できました。その結果、ナスダックはロンドン証券取引所の株式を次々に買い進めることができたわけですが、前記のポールズ大臣は、適正な取引所業務の運営が困難と見られる場合にはFSAが拒否権を発動できる、法律の制定を国会に求める模様です。各国とも証券取引所の合併は、当事者間の合意だけでなく当局の認可を要する制度になっており、欧州では証券取引所株式を保有する比率が5%増加するごとに当局の承認を要する制度を導入しており、米国でもSECの許可が必要になっています。

一方、アジアの証券取引所は各国政府の影響力が強く合併のようなことは難しい状況です。

東京証券取引所も上場は未済であり、業務提携を中心とした動きにとどまっています。例えば、東証の2009年からの次世代システム開発では、ニューヨーク証券取引所と緊密な情報交換を行うことやニューヨーク上場の商品を東証でも取引できるようにすること等についてフィージビリティスタディを始めています。これまでの法制度では難しかったところですが、金融商品取引法の施行により商品の現物以外は上場できるようになりますので、欧米の取引所で上場されている商品は大概取り扱うことができると考えられます。

## II. 世界の証券市場の合従連衡と資金の流れ

### 1. 合従連衡の背景

#### (1) 証券取引所の相対化

米国と欧州では背景等は異なりますが、各々国内の市場統合に向けて法的整備と実際の動きが加速されてきています。

米国では、かつては日本と同様に市場集中義務があり各取引所が独立した形で運営されてきましたが、機関投資家が大規模化するに従って取引コストの圧縮ニーズが高まりました。例えば、Wall Street Journal の株価欄は、“Breakdown of Trading”として毎日どの取引所でどのような取引があったかを掲載していますが、ニューヨーク証券取引所上場株式のうちニューヨーク証券取引所で売買されている株式は全体の60%程度であり、30%程度はナスダックの電子取引所で取引され、約20%は他の電子取引所で取引されています。ナスダックに上場されている株式の場合もナスダック市場で取引されるのは50%程度であり、約20%はニューヨーク証券取引所に買収されたアーキペラゴで売買されています。このような変化は、この10年間で生じていますが、レギュレーションNMS（National Market System）が最良価格での執行を義務付けている影響が大きいからです。すなわち各取引所、電子取引所は取引情報の伝達と最良価格への注文の回送を義務付けられましたが、この2つのルールが紆余曲折を経て確立する中で、全取引量に占める電子取引所の比重が徐々に拡大しました。また、最近数年間は最良執行の定義についても様々な議論が生じました。つまり、価格が良くても流動性が乏しく取引が成立しなければ無意味であり、価格以外に流動性等も考慮したルールが採用されたことから、結果として米国における証券取引は、集中されていてもメインの取引所での取引は5割程度で、残りは他の取引所で取引されるという日本とは異なる展開になりました。

さらに、電子取引が拡大した背景としては、立会い売買では売りと買いの気配値が乖離しているため、大量売買する機関投資家が投資パフォーマンスの向上を指向して取引コストを圧縮する工夫を重ねたことがあります。日本では取引所で上場されている銘柄の取引は一般的に流



動性の高いその取引所で執行されますが、米国ではトレードスルー規制（自己市場での売買執行）のように厳密な最良執行ルールの下で最良気配を提示する市場以外での売買はSECの規則に抵触することになるため、上場されている取引所でどのような場合に執行できるかが長い間議論され問題になってきました。

次に、欧州は各国に取引所があり商品も異なるのでクロスボーダー取引コストが高い。そのため、このコストを圧縮してEU全体の市場の競争力を高めるべくEU指令である投資指令MiFID（Markets in Financial Instruments Directive）を2007年11月に実施し、レギュレーションを通じて市場の統一化を図ろうとしています。MiFIDは米国の考え方を一層徹底し、ディーラー間大口取引や証券会社が自己保有株で行う顧客との取引（内部突合せ）に関する価格情報等の報告と開示を義務付け、EU全体の統一的市場情報を蓄積することを通じて、いわゆる最良執行を実現しようとしています。従来は取引所にすべての情報や取引が集中されていましたが、MiFIDが実施されますと誰でも同じような情報を入手できることになります。その結果、投資銀行を中心に新たな取引所を構築する構想のような競争的市場が形成し易くなると考えられています。一方、取引所の収益が減少するという懸念もあります。従来から欧州では取引手数料が日本の3倍ぐらい高く、クリアリング（清算）やセトルメント（決済）の手数料はさらに高いので、クロスボーダー取引のコストが高いという難点がありました。日本ではクリアリング機構はすべての取引所が出資して運営していますが、欧州では各取引所の下にクリアリングとセトルメント・システムがある垂直的なサイロ構造になっており独占状態にあるため取引コストが高い、と考えられています。そのため、競争の促進により手数料の低下を期待する議論や、さらにEU委員会ではクリアリングとセトルメント・システムを取引所ごとに運営せず欧州で統合する議論が生じています。

このように、米国、欧州いずれも市場統合という方向で動いていますが、その背景はかなり異なっています。

また、株式を売買する市場は証券取引所のように大体オークション市場ですが、市場流動性が低い場合は大きな証券会社が市場気配値を表示するマーケット・メイク市場のこともあり、さらに大口ディーラー間の市場であることもあります。ところが、世界の主要市場ではIT技術の進化により、このような3つの市場が徐々にミックスされていく傾向が生じています。以前であれば多大なコストを要したでしょうが、IT技術を駆使することにより多種多様な市場を形成することが可能になっています。

さらに、取引所に集中されていた情報も市場参加者に共有されるようになっていきます。東証の場合も、現在は証券会社がすべての板情報を保有できるのに対しネット参加者等は売気配・買気配各々5本までしか保有できず、情報量について証券会社が優遇されているという議論があるため、次世代システムでは希望する市場参加者にはすべての情報をアクセス可能にする方向で検討しています。



## (2) 現物市場、派生市場の統合、金融と商品市場の統合

今後は、マネーフローを生み出すものはすべて金融商品に組成することが可能となります。ETFは欧米では数多くありますが日本では少ないので、東証でもTOPIXのETFをパリ、フランクフルト市場等に上場して販売努力をしています。REITも様々な種類があります。日本で通常REITと言われるものは米国のEquity REITに相当し、米国には住宅ローン債権を投信にしたMortgage REITやEquity REITとMortgage REITを混合したHybrid REIT等もあります。さらに金証券や商品指数を証券化したもの、排出権を証券化したものもあり多種多様な証券化商品が登場しています。

## (3) 市場と市場外を繋ぐ動き

様々な投資形態が登場していることも最近の特徴です。かつては年金等が最大の機関投資家でしたが、最近ではプライベートに資金を集めて未上場企業に投資して上場させたり、あるいは既に上場している企業をMBO等により非上場化し、再生した後に再び上場させるようなプライベート・エクイティ・ファンドが約3,000あり、約1.5兆米ドルを運用しています。また、プライベート・エクイティ・ファンドは比較的中長期的な投資が多いのに対し、短期的な投資を狙うヘッジ・ファンドは約8,800あり、約1.3兆米ドルの資金を動かしています。さらに、伝統的なアセット・マネジメントもヘッジ・ファンド等の影響を受けて、単純な投資運用から先物やショート・ポジション等も取り入れた手法を採るようになってきています。

## (4) アルゴリズム取引の進展

トレーディング形態についても、コンピューター・プログラムで売買するアルゴリズム取引(Algorithmic Trading)が拡大しています。機関投資家は従来、大量発注によるマーケットへの悪影響を避けるため証券会社のノウハウで発注をスライス(分割)していましたが、投資家がプログラム・トレーディングの発注を取引所に直接行うDirect Market Access(DMA)が最近では急激に増大しています。これは単にマーケット・インパクトを圧縮するためだけではなく、市場間の裁定取引をプログラムで執行する狙いがあります。例えば、株式の売買に際しては類似の株式の動きやTOPIXや先物の値動き、あるいは外国為替、商品相場、原油価格等が一定の条件として入力され、プログラムが自動的に発注する仕組みになっています。また、これらの条件が変化するとプログラムは機械的に発注を取り消し、新たな発注をします。このようなバイ・サイドDMAが世界中で急速に広まっており、東証でも数年前は日々約百万件程度の注文件数であったものが、昨年2005年から今年の2006年1月頃にかけては7百万件を超えるようになりました。その後、ライブドアショック以降は減少しましたが、最近では6百万件程度へ再び増加してきています。内訳としては、個人のネット取引等は減少していますが、機関投資家のDMAは一貫して増大しています。

ところで、プログラム・トレーディングは条件が変化すると注文が出し直されるため成約率が低下します。かつては東証の成約率は60%台でしたが、最近は40%台に低下しました。これがナスダックやニューヨーク証券取引所では20%程度まで低下しています。また、ロンドン市場でも同様の傾向が生じており、世界的な流れになっています。

その結果、取引所は超高速かつ大容量のシステムが必要であり、平均注文件数の約4倍程度を処理する能力が必要と考えられます。そのため東証の次世代システムは、注文件数が増大した場合に1週間程度で処理能力を拡大できるようなオープン・システムを考えています。

さらに、アルゴリズム取引では処理時間も考慮する必要があり、様々な機関投資家のアルゴリズム取引に対応するためには、注文受付は10ミリセカンド（千分の10秒）以下で処理できるような超高速システムが必要と考えています。

## 2. 国際収支統計

2005年暦年ベースの経常収支の黒字は約18兆円となり、所得収支の黒字（約11.4兆円）は貿易収支の黒字（約7.6兆円）を上回りました。

一方、資本収支の対外証券投資は、国際収支統計上では実際に海外に証券投資した金額に加えて、クロスボーダーで証券を貸借した金額も算入されているため実態がわかり難くなっています。証券貸借を除いたベースの数値は中長期債が約22.1兆円、株式が約2.5兆円と債券が株式を上回り、さらに円キャリー・トレードのような短期対外貸付が約5.1兆円あります。

また対内証券投資は、同様に証券貸借を除いたベースの数値で中長期債が約7.2兆円、株式が約14.0兆円と株式が債券よりも多い。数年前までは株式の外国人保有比率は数%に過ぎませんでしたが、最近では約27%程度にまで上昇しています。また、外国人保有比率が50%を超える東証1部上場企業も10社近くに増えています。

日本の低金利を利用した円キャリー・トレードも約1,000億米ドル程度に拡大していると言われますが、国際収支統計上はフォローが難しい。ただ、円を負債に、外貨を資産に保有する運用が拡大しているのは事実であり、円の国際化の一つかもしれません。

さらに、あまり注目されませんが、売買取引の決済用やレポ取引等の担保用あるいは空売り等投機用の証券貸借取引が拡大しており、海外債券で約1,300兆円、国内債券で約540兆円、国内株式で約65兆円の規模になっています。従って、大口取引報告書が提出されても本人名義株式か借りた株式かは判り難く、実態は把握し難い。

また、多種多様な金融商品が登場する中では、証券貸借取引はじめ様々な手法を組み合わせることにより、レバレッジを拡大してリターンを高める商品が増えてきています。

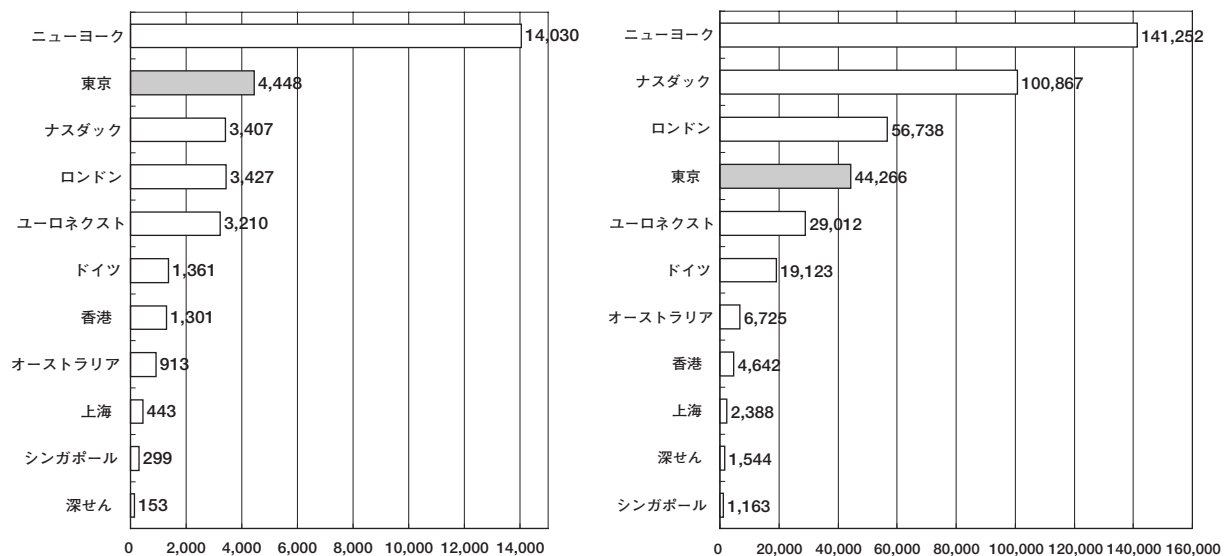
古典的な一国経済では、貯蓄と投資のバランスは、貯蓄が拡大すれば金利が低下し、投資が活発化して経済成長率が向上するというように整理され、日本の1960年代、1970年代の経済成長がその例として挙げられます。ところが、資本が自由化し経済がグローバル化すると、国境を越えて優良企業がいかにして世界中から有利な資金を調達できるかということが重要になり、貯蓄と投資のクロスボーダーのつなぎ目としての取引所の役割に対する期待が高まるのではないかと思います。そのような期待に対して東証は今後も十分対応できるよう努力していく所存です。

(2006年12月12日開催 第12回山本委員会ご講演)

図表 1 世界の証券・先物取引所の概要 (1)

海外主要株式取引所の比較 (時価総額・売買代金)

● 時価総額 (平成18年7月31日) (単位: 10億米ドル) ● 売買代金 (平成17年(年間)) (単位: 億米ドル)

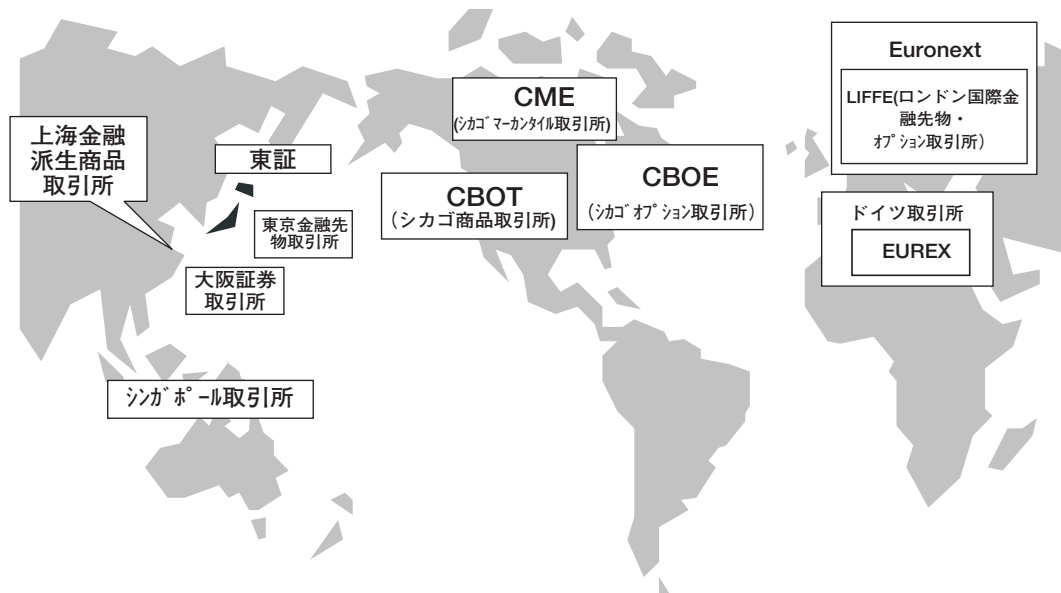


(注) 1. 国際取引所連合(WFE)のウェブサイトのデータを基に作成。  
 2. 対象は株式市場。3. 時価総額は内国株のみ。  
 4. 売買代金は外国株を含む。集計は片道(取引の一方のみ)計算。

図表 2 世界の証券・先物取引所の概要 (2)

海外主要金融派生商品取引所

海外の主要金融派生商品市場



図表 3 世界の証券・先物取引所の概要 (3)

### 日本の金融派生商品市場の歴史

- 1985年10月、東証にて日本国債先物市場が創設。
- 1988年9月、東証(TOPIX)、大証(日経225)が株価指数先物取引開始。

	株価指数	金利
東京証券取引所	TOPIX先物(1988) TOPIXオプション(1989) 株式オプション(1997)	日本国債先物取引(1985) 日本国債先物オプション(1990)
大阪証券取引所	日経225先物(1988) 日経225オプション(1989) 株式オプション(1997)	
東京金融先物取引所		ユーロ円先物 (3ヶ月) (1989) ユーロ円先物オプション (1991)

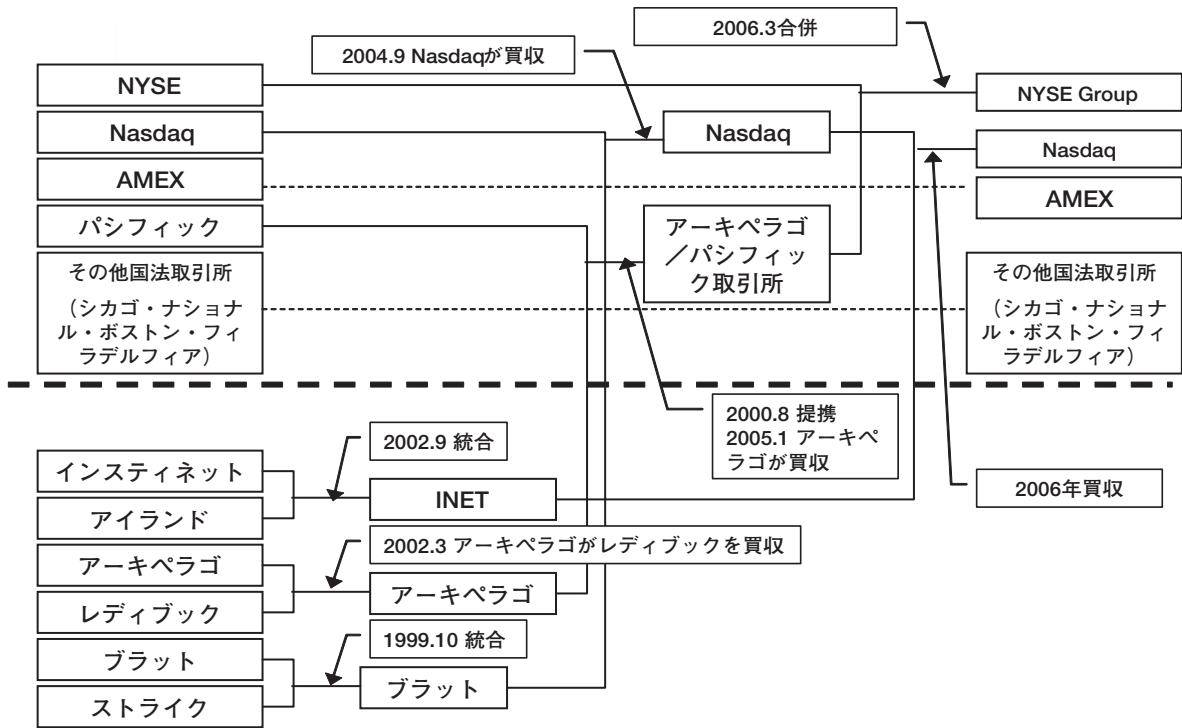
図表 4 世界の証券・先物取引所の概要 (4)

### 日本の派生商品市場に関する規制構造

法律と取引所の規制監督機関は金融・商品で区分

	金融・Financial		商品・Commodity	
法律 Law	証券取引法 Securities and Exchange Law	金融先物取引法 Financial Futures Trading Law	商品取引法 Commodity Exchange Law	
監督機関 Regulator	金融庁、証券取引等監視委員会 Financial Services Agency, Securities and Exchange Surveillance Commission		農林水産省 Ministry of Agriculture, Forestry and Fisheries	経済産業省 Ministry of Economy, Trade and Industry
取引所 Exchange	東証・大証・他 TSE, OSE others	東京金融先物取引所 TIFFE	東京穀物取引所・他 TGE, Others	東京工業品取引所・他 TOCOM, Others

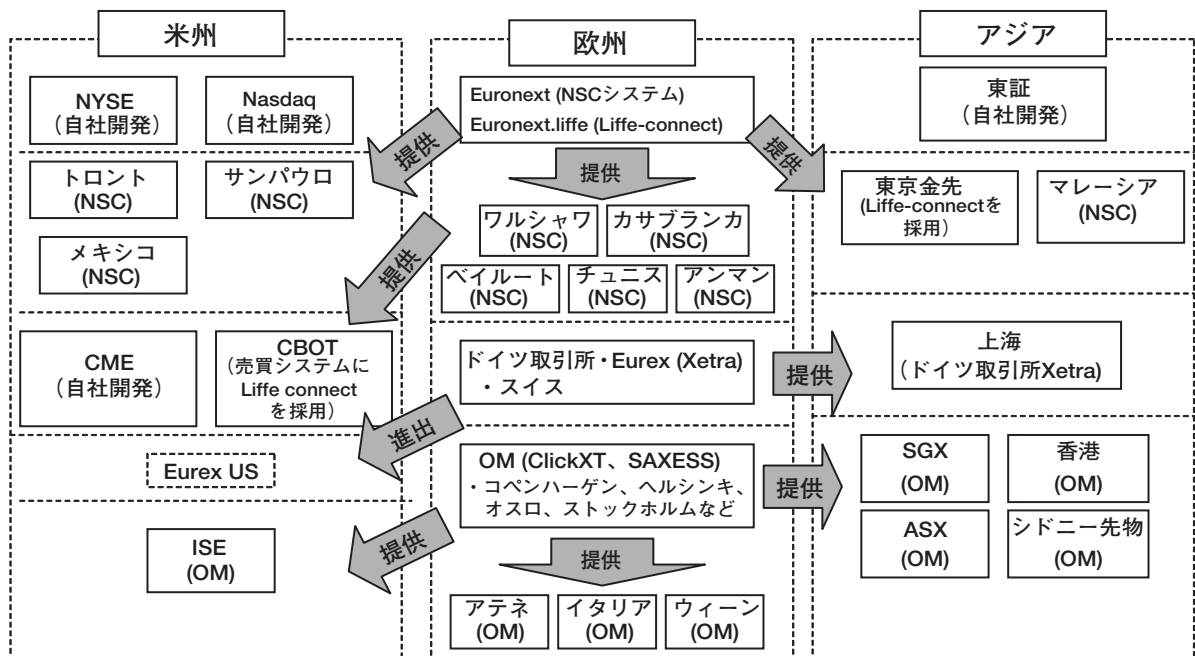
図表5 (参考) 米国主要現物株式取引所等・ECNの変遷



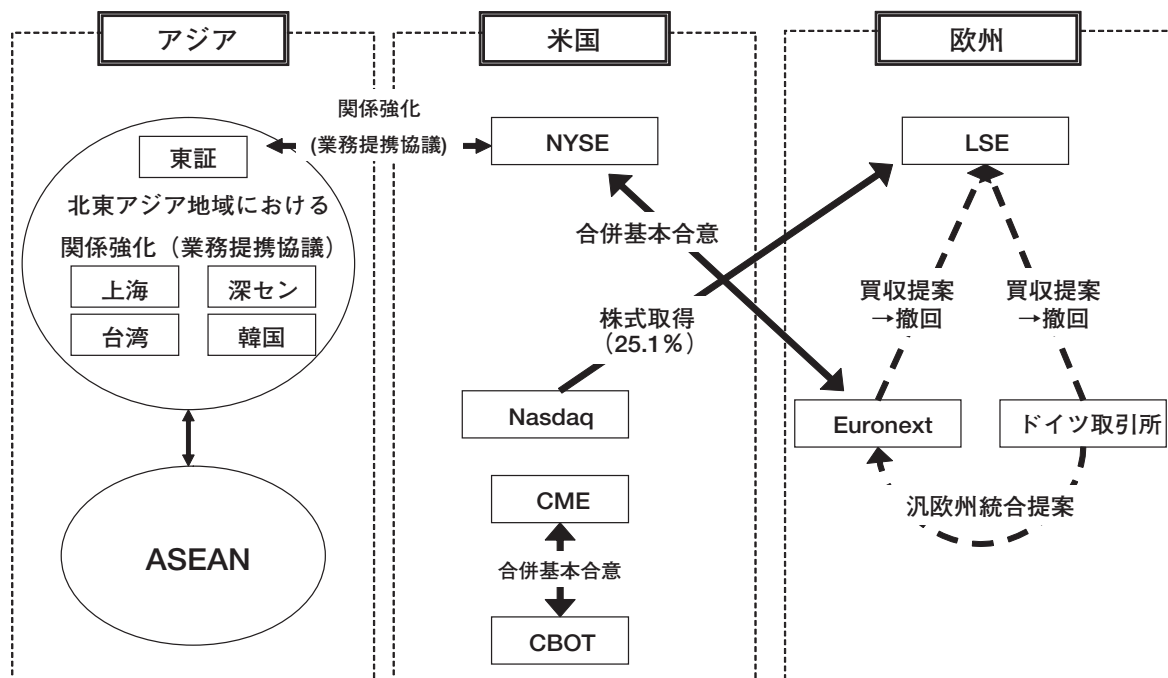
米国株式市場はNYSEとNasdaqの二大市場による寡占化が一層促進

1. 1990年代後半に始まった電子取引ネットワーク（ECN）間の過当競争の終焉。
2. NYSEとNasdaqは、新規上場企業獲得のみならず、売買注文獲得を巡ってもし烈な競争へ。

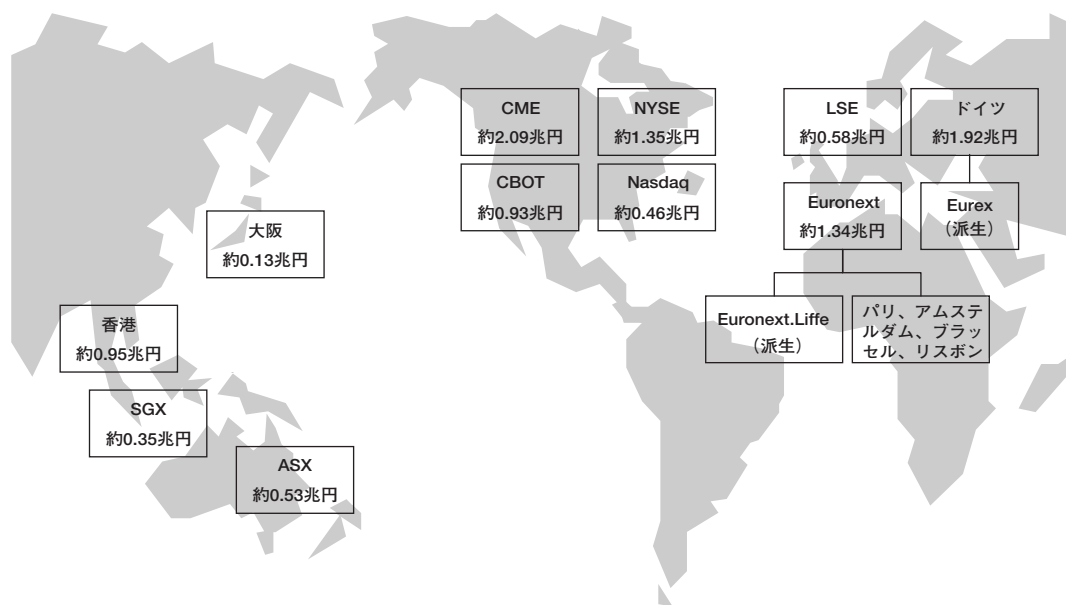
図表6 取引所関係システムの海外への提供状況



図表 7 主要取引所の合従連衡等の動き



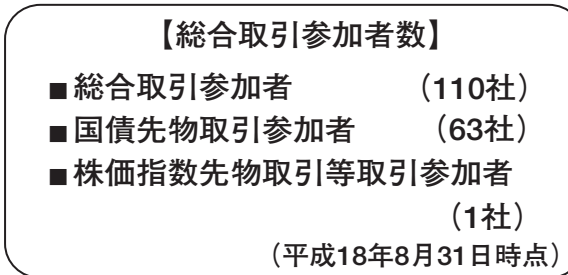
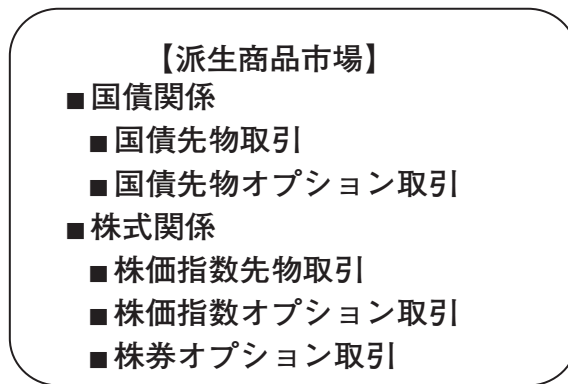
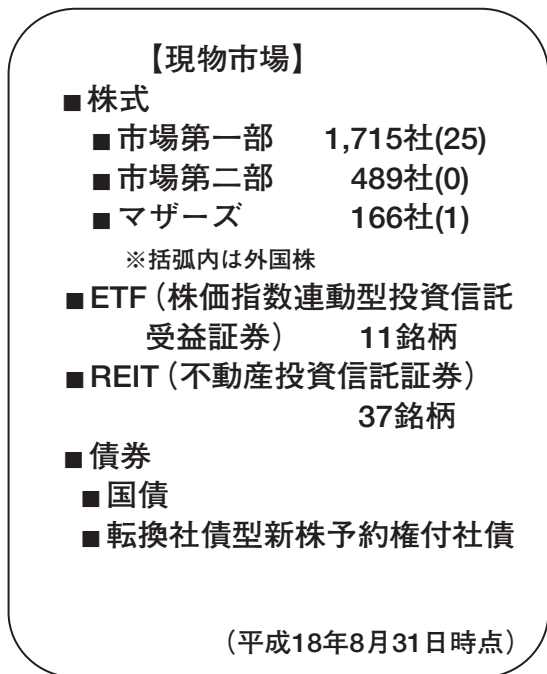
図表 8 主要上場取引所の時価総額



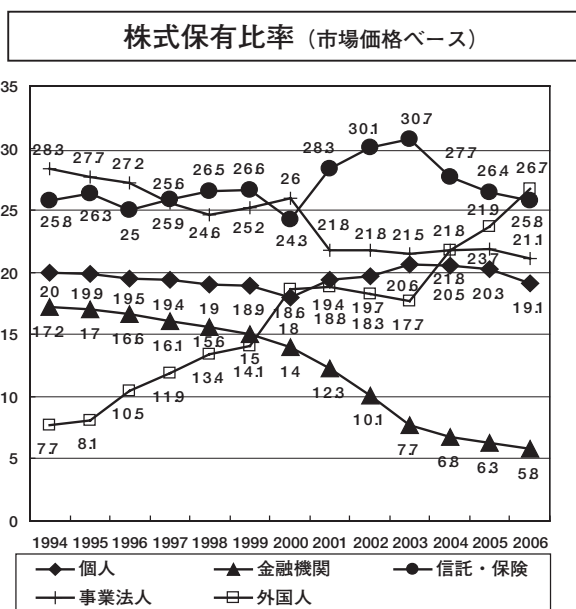
(出所) Bloomberg (10月19日 現在)



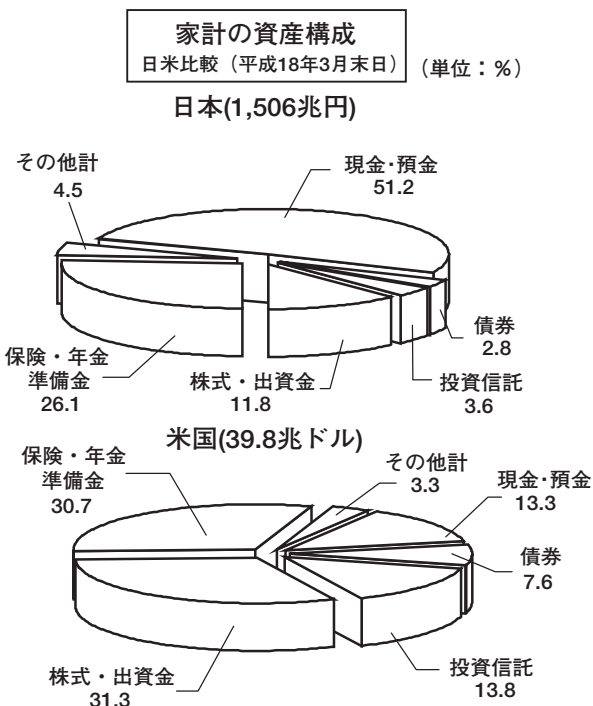
図表 9 開設市場等



図表 10 日本市場における投資部門別の状況等

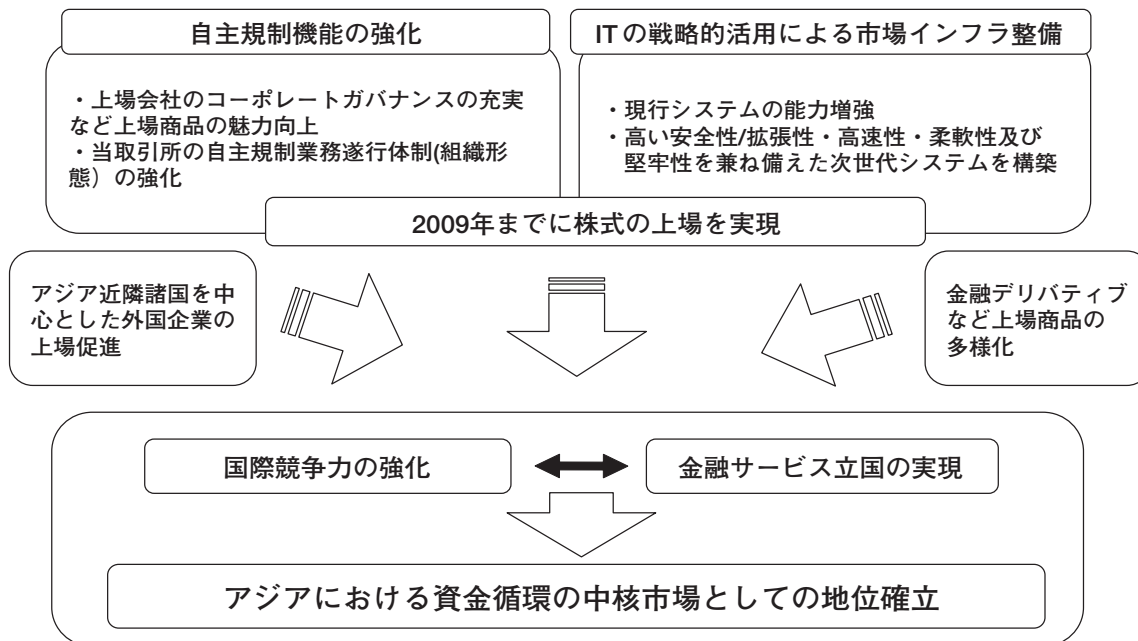


(注) 1. 金融機関からは信託銀行、保険会社を除く  
 (注) 2. 対象は外国銘柄を除く全上場銘柄 (出所) 全国証券取引所



(出所) 日本銀行「資金循環勘定の日米比較」

図表 11 今後の目標



## 第17章 日本経済 若返る改革陣 2007-2008年...2030年の マクロ経済投資テーマ

モルガン・スタンレー証券 経済研究主席 マネージング・ディレクター  
ロバート・アラン・フェルドマン 氏

本日は資料に基づいて、まず最近の景気を簡単に分析し、次に経済発展理論の観点からみた日本経済の今後のビジネス・チャンスについて言及します。最後に最近の金融制度・金融行政に関する問題点等を提起したい。

### 1. (ほぼ) 消滅した在庫サイクル

図表1の右のグラフは、在庫と生産の対前年成長率から「いざなぎ景気」と現在の景気の拡大の状況を比較しています。高度成長期は在庫の変動幅が大きく、1990年代に入るとやや低下の傾向が生じましたが依然かなりの変動がありました。現在の景気は長続きしていますが、在庫の変動が小さい点が特徴です。これは世界的な傾向ですが、景気の本質が変化したと考えられます。すなわち「いざなぎ景気」のグラフを見ると、景気の拡大は時計の9時の方向から始まり、時計と逆周りをして3時の方向で生産の成長はピークに達します。この時さらに需要の拡大を見込み、生産はピークの状態のまま在庫が変動しています。つまり生産能力の調整はコストを要するのであまり変動させず、比較的lowコストで調整できる在庫が変動していました。ところが2001年2月から始まった現在の景気拡大は、在庫がそれほど変動せず生産で調整しています。これは生産調整コストと在庫保有コストの変化に起因すると考えられます。グローバル・サプライ・チェーンの構築により、労働集約的な商品ほど中国などの海外に生産拠点が移され、労働市場、資本市場ともに柔軟になっているため生産調整は比較的容易になりました。一方、在庫については、金利は超低金利が続いているものの様々なイノベーションと競争激化の結果、商品寿命は短縮化し陳腐化が早くなりました。つまり、実質的に生産調整コストは低下し、在庫保有コストは上昇しました。このように景気変動の形態は変化していると考えられますが、政策当局などはいまだ気が付いていないと思います。また、在庫循環が比較的管理できるようになってきたため、経営者は経営資源の配分に十分考慮する余地が出てきました。従って、経済の生産性の向上も若干加速していると思います。

次に、中央銀行は在庫の変動による影響を緩和すべく金利を上下させてきましたが、在庫循

環を企業が管理できるようになってきたため、金利を大きく変動させる必要性も低下していると考えられます。図表2にコールレートの予測を事例として示しました。市場は、2005年12月時点においてコールレートを2006年末に0.25%程度、2007年末に0.5%程度と予想していました。その後2006年6月に日銀が金利引き上げを盛んにアナウンスメントしたため、経済指標等も考慮し景気の一層の拡大を見通して2007年末時点の予測を1.2%程度へ引き上げました。ところが、インフレは予想したようには進行せず、2006年9月には再修正しました。結局、市場は従来の景気循環モデルを前提に考えていたため予測を誤ったと考えられます。このように景気のサイクルが変化した意味は大きく、今後も緩やかな景気回復が続くと思います。

現時点での経済予測を図表3に示しました。GDP成長率は2006年度2.0%、2007年度2.2%、2008年度2.7%と年率2%台の緩やかな成長が継続すると予測しています。予測数値は他の予測と比べてあまり変わりませんが、シナリオが2点で異なります。

第1に、設備投資と消費のバランスです。多くの予測が設備投資の減速と消費の拡大を見通し、消費が主導する景気拡大を予測していますが、買い替えやITを中心とする需要、BRICsからの設備需要などに支えられて引き続き設備投資は増大すると考えています。また、人口減少による労働力低下を補うため、資本装備率向上による設備需要も考えられます。個人消費が弱いわけではありませんが、設備投資が引き続き景気を主導すると考えています。

第2は、設備投資は引き続き増大しますので、生産性の上昇は多分減速しないと考えられます。労働市場は現在大きく構造的に変化しており高齢者労働人口も拡大しそうなので、賃金上昇圧力はそれほど大きくならないのではないのでしょうか。IT等産業別に考えれば賃金は上昇するでしょうが、全体として賃金上昇圧力はそれほど大きくならず、設備投資により生産性が向上することも考慮すれば、CPI（コア）はそれほど上昇しないと予測しています。

このような状況では、日銀も金利をさらに上昇させることは正当化し難い。具体的には、日銀による1月の金利引き上げは既に織り込まれている予測が多いですが、第1四半期のCPIが対前年比マイナスになる可能性があることを考えますと、年内さらに金利を引き上げることは正当化し難いと思います。市場関係者の多くは金利引き上げを予想していますが、金利引き上げを正しいと考えている人は少ない。CPIが対前年比マイナスになった場合には、経済財政諮問会議が日銀に対する批判色を強めることも考えられます。日銀は金利を引き上げるCPIのレンジとして1%を中心に0~2%を考えていますが、経済財政諮問会議の民間議員の中には、0（ゼロ）が含まれるのはおかしく、少なくとも最低値は0.5%にすべきという意見もあり、今後金融政策に関する議論が高まる可能性もあるでしょう。

## 2. 長期展望とビジネス・チャンス

図表4に全体像を図示しました。1950年代の日本は高度成長が始まり、人口動向、エネルギー、グローバル化のすべてがプラスに動いていました。人口が伸びているだけでなく、若年層が増えていました。エネルギーは安く、グローバル化はどんどん進んでいました。現在は人口が減少し始め、エネルギーは高価です。グローバル化は進んでいますが、日本にすべてがプラスというわけではありません。結局、新しい産業構造を構築する必要があると思います。有望な産業としてはIT関係、加えて資本装備率を向上させるための機械、また設備資金需要が拡大するので金融も考えられます。人口動態の変化やエネルギー価格の高騰を背景として都市の再開発ニーズを考慮すれば建設業も含まれるでしょう。また、研究開発や資源探査のような分野も含まれます。サービス業も資本装備率向上のニーズはあるため、おもしろいビジネス・モデルが生まれる可能性があります。例えば、保育園はいかにして機械化できるでしょうか。

図表5に労働力参加率を示しました。女性の労働力参加率が上昇するので人口減少も心配ないという議論がありますが、図表5の右側のグラフと表に示すように、女性の労働力参加率は1990年から2004年の間で低下しています。若い女性の参加率は25-29歳で13.5%、30-34歳で9.7%のように上昇していますが、労働年齢人口率が高齢化のため65歳以上で8.15%と最も上昇している結果、女性全体の労働力参加率は1.7%低下しています。つまり、高齢化の進むペースが全体の参加率の拡大を上回っています。また男性は、ほとんどの年齢層で参加率が低下し、加えて高齢化も進んでいます。その結果、男性の参加率の低下は3.7%に達しています。従って、労働力の問題は男女問題ではなく65歳以上の高齢者の参加を促す問題と言えます。そして、ここからも様々なビジネス・チャンスが生じます。加えて、医療システムの向上等により高齢者には肉体的にも精神的にも元気な人が多いです。

図表6に、高齢化を解決するためにどの程度の資本装備率の引き上げが必要かというシミュレーションを図示しました。技術革新のペースにもよりますが、今後25年間で資本ストックはおよそ2倍程度になる必要があります。簡単に整理しますと、実質GDPは2005年度で約544兆円でしたが、現状程度の生活水準を維持するために1人あたりGDPが毎年1%成長すれば2030年にはGDPは約640兆円となります。

一方、労働人口は2005年に約63.3百万人でしたが、2030年には約55.4百万人と予測されます。つまり約15%減の労働人口で25年間にGDPを約20%拡大させることになります。そのためには相当な資本装備が必要となり、2005年に約577兆円であった資本ストックを2030年には約1,252兆円に増大させる必要があります。

これは技術革新がないという前提に留まりますが、技術革新も設備投資の中から生まれてく



ることを考慮すると生活水準を維持するために相当な規模の設備投資を続けていく必要があります。

図表7に、政治的な持続性を分析した「CRICサイクル」を図示しました。まず、改革が促進されると経済成長が拡大するという右上がりの経済反応曲線が描かれています。一方、成長率が高いと改革へのインセンティブは弱く、経済的困難が拡大すると改革への意識が高まるので、改革反応曲線は右下がりになっています。

ところが、経済反応にはタイム・ラグがありますのでサイクルが生じます。1990年代の状況を考えると、まさにこのようなことであったと思います。このようなサイクルは米国でも日本でもありますし、個人的レベルでも存在します。例えば、ウェイト・コントロールは健康に対する危機意識が芽生えて始まり、ある程度改善されると弱まります。

ところで森政権の頃は、図表8に示すように均衡点はかなり低いA点にありました。そして1990年代にも様々な改革はあり、例えば独占禁止法改正などは影響が大きかったので、均衡点は徐々に右へシフトしていったと考えられます。

小泉政権になって「『改革』を改革する」すなわち、どのように改革し、どの程度のペースで改革するかということが議論され、改革のペースが加速されました。その結果、改革反応曲線も右方へシフトし、均衡点はB点へ移りました。2005年9月の総選挙では小泉チルドレンが約80議席も当選し改革に対する国民の支持が明確になり、改革反応曲線はさらに右方へシフトし経済反応曲線の右方シフトも続いてきたので、均衡点はC点に移っていると考えられます。このように改革の促進による右方シフトが続いてきたので、現在の安倍政権では若干の怠慢が生じる可能性もありました。しかし、内閣支持率の低下で首相官邸周辺が危機感を有しているのは事実でしょう。例えば、経済産業省がOBを中小企業金融公庫の総裁に就けようとしても首相官邸は断固として許しませんでした。このように考えると、政権がどのような政策を遂行するかということも重要ですが、国民がどのようなことを望んでいるかということが最も重要でしょう。

### 3. 金融制度について

2006年10月末に開催されたハーバード・ロー・スクール主催の日米金融関係者のコンファレンスで、敵対的な監督環境ゆえにニューヨークおよび東京の金融市場はロンドンや香港の金融市場に対して劣勢に立っている、という結論が出てから危機感をおぼえています。

例えば、SOX法等が制定された背景を考えれば問題が多いのは明らかですが、一方で監督側と市場が非常に敵対的な関係になっていることも否めません。監督官庁と市場のコミュニケ

ーション不足により、制度設計を失敗したり監督を失敗しています。日本の場合も金融の監督構造をかなり変えないと国際競争の中で劣後してしまう懸念があります。

現在の金融行政の問題の1つとして、もぐら叩きのような処分に終始して原則が確立されていないことが挙げられます。例えば証券税制問題でも、他の金融商品の税率との整合性を考え税率を元に戻す本間会長の考え方に対し、選挙を展望した政治的意図から引き下げ論が出たり、外国人投資家の逃避を懸念した山本金融大臣の発言がありました。しかし消費者金融の法定金利引き下げ問題では外国人投資家の不評を気にかけず、税制では気にするのは理解できません。配当をあてにして日本株に投資している外国人投資家はいないと思います。結局、原則を明確にした制度を確立する必要があります。また、もぐら叩きの問題も結局は処分する側の実績になっていることを考えますと、米国のSECも含めて処分する側のインセンティブを考える必要があります。

もう1つは、市場の失敗と政府の失敗の議論がアンバランスになっています。市場の失敗の事例は数多くありますが、政府が介入すれば必ず成功するわけではありません。例えば、消費者金融の問題は明白な事例ではないでしょうか。結局、暴力団が絡んだ闇金融の拡大を防げません。従って、政府の失敗もあり得るということを議論の中にもっと強く入れるべきでしょう。

さらにメディアも役割を果たしていません。霞が関、永田町およびメディアの癒着が議論を悪化させています。どのような情報が流れるか、ということに記者クラブのシステムが大きな影響を与えています。例えば、金融庁の記者クラブ以外では金融庁の記事を取り扱えないというルールになっており、記事の内容をコントロールする余地があります。証券業界では顧客保護の観点から外務員資格制度があり、また調査レポートを書くためには資格が必要ですが、新聞業界にはこのような規制は全くありません。誰が書いても良く、クオリティー・コントロールが全くありません。加えて、新聞には上場会社は一つもありません。つまり再販規制と特別指定がなくなれば新聞の業界構造は崩れてしまうので、霞が関、永田町と結びついて、このようなシステムが続いていると思います。

最も大きな問題は、企画、検査、監督という当局の機能の三権分立がないことではないかと思えます。つまり、この3つは金融の立法、司法、行政に当たり、分けないと強大な権力が集中することになります。日本ではすべてが金融庁に集中しており、その結果としてコミュニケーションが難しくなっています。つまり金融庁に実情を詳細に報告して、その情報を利用されたら不利益を被るのではないかという不安が生じています。米国SECにも同じ問題が生じており、この三権分立の問題の改善を図る必要があります。そのためには具体的に次のようなことが必要と考えます。



第1に、政策決定プロセスでもっと競争原理を導入すべきではないでしょうか。この点で安倍政権はもっと評価されても良いと思います。つまり、様々な政策分野で官邸と省庁で競争が生まれています。例えば、労働政策もその1つでしょう。諮問会議で民間議員が専門委員間の議論による改革案の作成を提案した時に、柳澤大臣は「厚生労働省の労働審議会ですでに議論しているので、新しい専門部会の組成に反対はしないが、その議論には労働審議会がエンドースする必要がある」と主張しました。安倍総理は新しい委員会の組成を認め、エンドースの必要性については即答しませんでした。総理はたぶん議論を競合させ春になって両方を取ってマニフェストの基にすることを考えているのではないのでしょうか。金融についても、日本をアジアの金融拠点の1つとして改善することを目指しており、そのため山本大臣がロンドンを訪れた際に金融特区の構築を提唱しています。ただし、銀行協会、証券業協会、生保協会等の民間部門があまり金融制度の全体像について議論していないことが気になっています。

第2に、監督・行政当局とのコミュニケーションが非常に悪い。監督官庁、行政当局の人は勉強をしていますが情報が不足しており、すべてを法律の観点から考えています。つまりビジネスは考えていません。もう少し接待ルールを緩和してコミュニケーションを広げる必要があるのではないのでしょうか。一方で、行政・監督当局とメディアとの関係についてはルールを厳しくする必要があります。例えば、金融に関わる記事を書く記者には資格制度を設けるべきではないのでしょうか。あるいは情報の漏洩が生じないように、大臣、副大臣、政務官による正式なプレス発表等を除いて、監督官庁とプレスの自由な接触は制限するようなルールを制定すべきではないかと考えています。さらにメディアの上場を促進することも外部からのガバナンスを促す意味では一つのアイデアではないのでしょうか。

第3には、金融庁の企画、監督、検査の3つの機能について組織を分割することが考えられます。当然、検査の理解が不十分であれば監督ができないので連絡会などは必要になる。組織分割により権力の集中と濫用の弊害は防げます。換言すれば、このような改善を図らないと金融市場としての競争力が向上せず、リスク・プレミアムも改善しないという問題が残るでしょう。

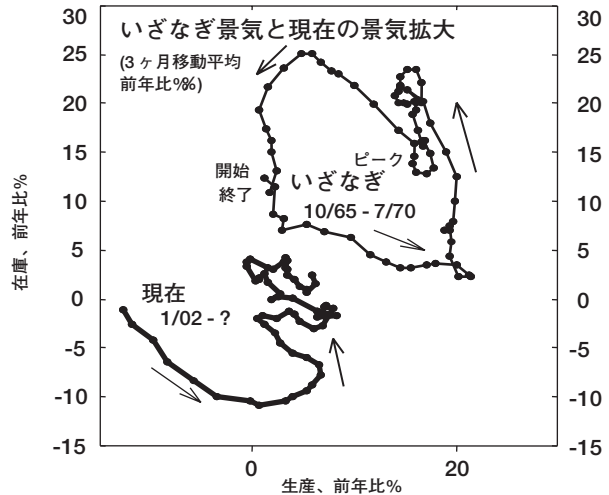
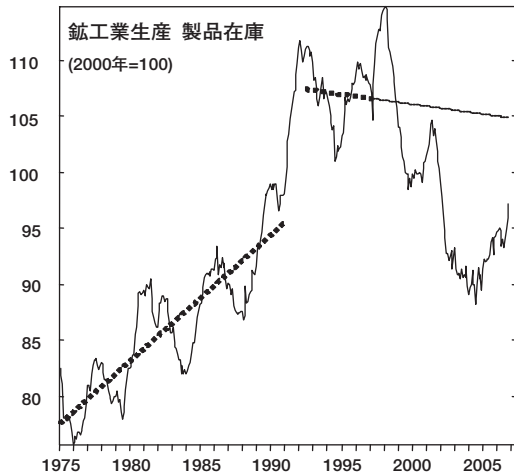
(2007年1月12日開催 第13回山本委員会ご講演)

図表 1

MORGAN STANLEY RESEARCH  
 2007年1月  
 日本経済  
 若返る改革陣 2007-8年... 2030年のマクロ経済投資テーマ

日本：（ほぼ）消滅した在庫サイクル

過去数ヶ月間で在庫は若干減少。企業は通常、在庫上昇を嫌って、すぐ生産を調整する。

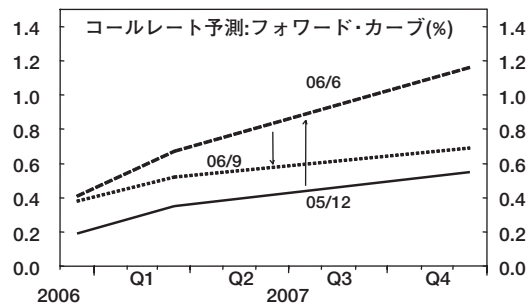
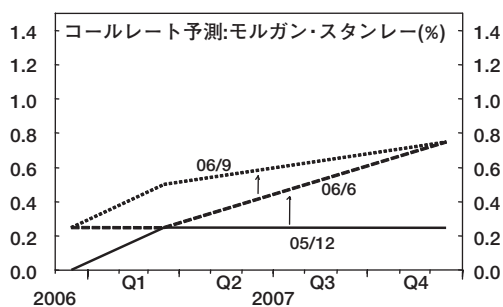


出所：経済産業省、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 2

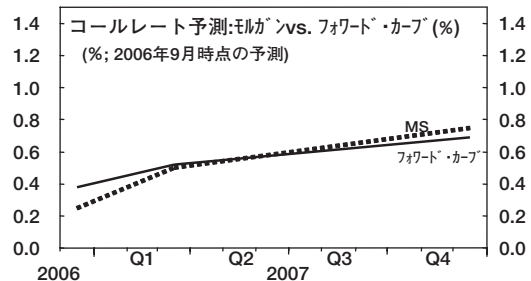
MORGAN STANLEY RESEARCH  
 2007年1月  
 日本経済  
 若返る改革陣 2007-8年... 2030年のマクロ経済投資テーマ

コールレート予測：市場 vs. モルガン



我々は、無担保コール翌日物金利の予測を引き上げたが、市場予測と一緒になった。

市場では春に大幅な上昇を予測していたが現在、我々の上昇改訂予測とほぼ一致してきた。



出所：内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 3

MORGAN STANLEY RESEARCH

2007年1月

日本経済

若返る改革陣 2007-8年...2030年のマクロ経済投資テーマ

景気は回復へ：年間予想

経済予測

	暦年				年度			
	2005	2006予	2007予	2008予	2005	2006予	2007予	2008予
GDP成長率	1.9	2.1	2.2	2.5	2.4	2.0	2.2	2.7
国内需要	1.7	1.4	2.1	2.5	2.0	1.4	2.1	2.7
外需(寄与度)	0.3	0.8	0.2	0.1	0.6	0.7	0.1	0.1
国内民間需要	2.2	2.4	2.8	3.1	2.4	2.4	2.7	3.4
民間最終消費支出	1.6	0.8	1.4	2.3	1.9	0.5	1.8	2.3
民間住宅投資	-1.3	0.7	2.0	3.1	-1.0	0.2	2.8	2.8
企業設備投資	6.6	7.6	6.0	6.1	5.8	8.3	5.0	7.0
在庫(寄与度)	-0.1	0.1	0.3	0.0	-0.1	0.2	0.1	0.0
公的需要	0.1	-1.7	-0.3	0.3	0.4	-1.8	0.2	0.3
政府消費	1.7	0.3	1.4	1.1	0.9	1.0	1.2	1.0
公共投資	-6.2	-9.3	-7.6	-3.6	-1.4	-13.0	-4.6	-3.0
財貨・サービスの輸出	7.0	10.0	5.0	6.6	9.0	8.4	4.6	7.4
財貨・サービスの輸入	5.8	5.0	4.5	8.2	6.0	4.2	5.1	9.1
GDPデフレター	-1.2	-0.9	0.2	0.9	-1.3	-0.7	0.5	1.0
CPI(コア)	-0.1	0.1	0.1	0.3	-0.1	0.2	0.1	0.5
名目GDP	0.6	1.3	2.5	3.4	1.0	1.3	2.8	3.7
経常収支(対GDP比%)	3.6	3.7	2.8	2.8	3.8	3.3	2.8	2.8
円・ドル為替レート	110	116	113	106	113	116	112	104
原油価格	56.7	66.5	52.3	-6.1	60.0	67.2	59.5	51.5
鉱工業生産	1.1	4.2	2.4	2.7	1.6	4.0	2.3	2.6
世界成長率	4.6	5.0	4.4	4.5	-	-	-	-

予=モルガン・スタンレー・リサーチ予測(2006年12月11日現在)

出所:内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

- 買い替え、IT、BRICs及び人口動向などのインパクトによって、2007-8年は設備投資の増加を見込む。
- 公共投資は、依然として、財政赤字と政治情勢によって抑制される。
- 公共消費は引き続き抑えられるが、高齢化問題によって、増加は避けられない。
- 純輸出の成長寄与は2007-8年に若干上昇するが、対中貿易黒字は底をついている。
- 本予測は、穏やかなリストラの進展と継続する米国経済の回復、及び原油価格50-70USDドル台を前提としている。

図表 4

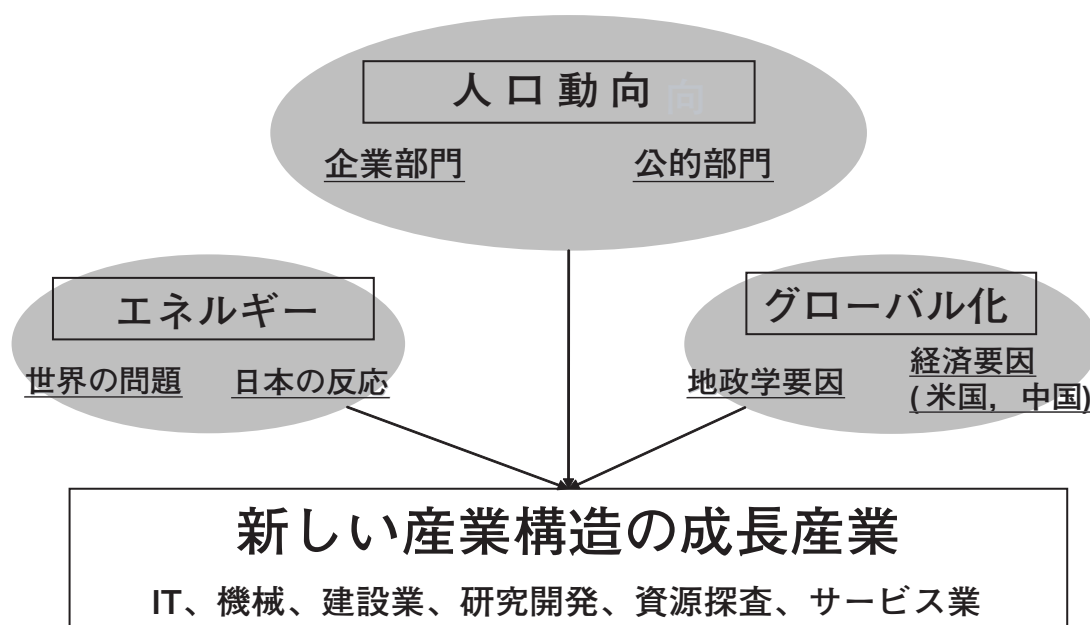
MORGAN STANLEY RESEARCH

2007年1月

日本経済

若返る改革陣 2007-8年...2030年のマクロ経済投資テーマ

ニュー・マクロ：3つのポイント



出所:モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 5

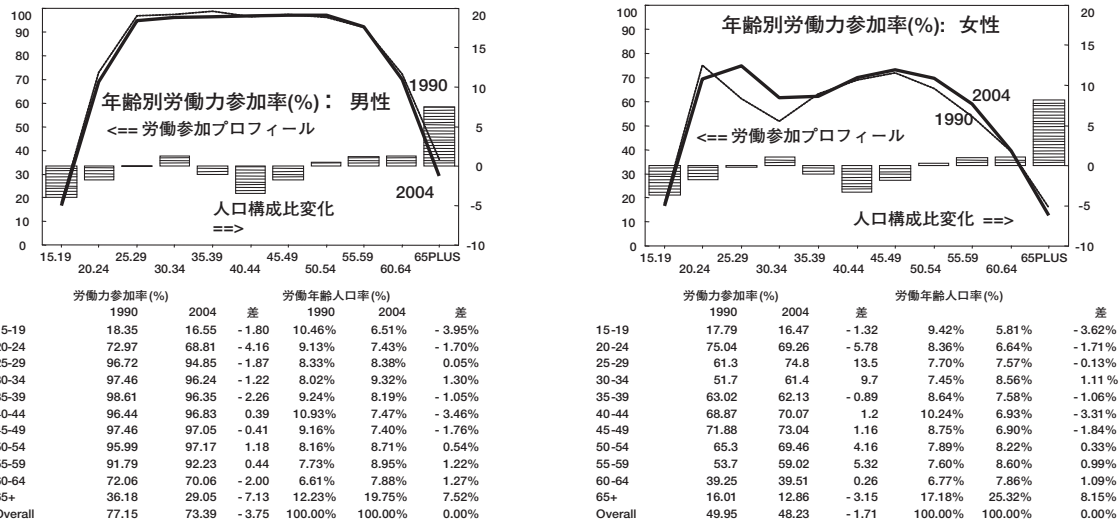
MORGAN STANLEY RESEARCH

2007年1月

日本経済

若返る改革陣 2007-8年... 2030年のマクロ経済投資テーマ

労働力参加率：女性も男性も参加率低下！



総労働力率「P」は各年齢層の労働力率の加重平均値である。数式にすると、 $P = \sum w(i)p(i)$  となる。w(i) は各年齢層の比重、p(i) は各年齢層の労働力率である。Pの変化は、全ての要素の基準値からの変化とそれら変化の相互作用から生じる。数式にすると、 $\Delta P = \sum w(i) \Delta p(i) + \sum \Delta w(i) p(i) + \sum \Delta w(i) \Delta p(i)$  となる。最初の項は各年齢層の労働力率の変化によって全体の労働力率がどう変わるかを示す。2番目は各年齢層の比重の変化によって全体の労働力率がどう変わるかを示す。3番目は変化の相互作用を示す。

出所：厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所、モルガン・スタンレー予測

図表 6

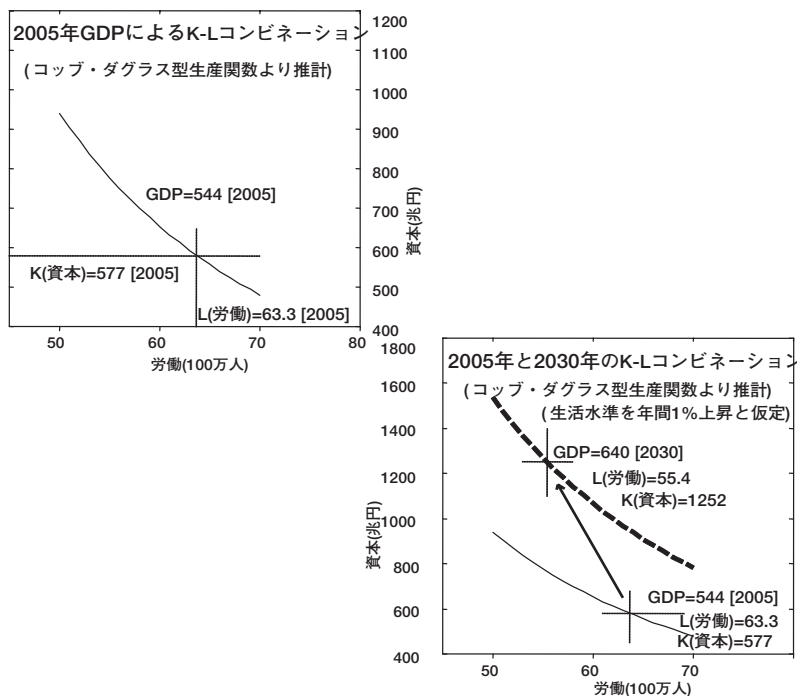
MORGAN STANLEY RESEARCH

2007年1月

日本経済

若返る改革陣 2007-8年... 2030年のマクロ経済投資テーマ

高齢化の唯一の解決策：資本装備率の引き上げ

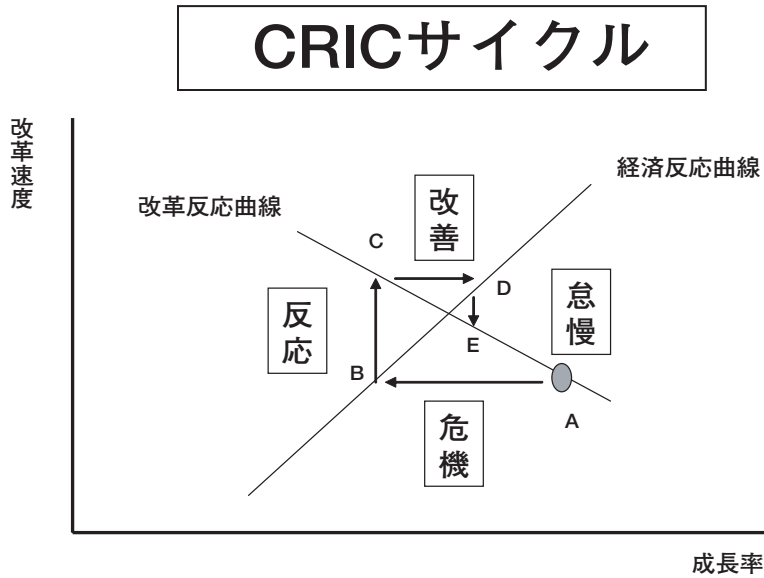


労働年齢人口の減少に比例して雇用者も減少した場合、生活水準を維持するには、投資の4.3%成長が毎年必要となる。

図表 7

MORGAN STANLEY RESEARCH  
2007年1月  
日本経済  
若返る改革陣 2007-8年...2030年のマクロ経済投資テーマ

政治的な持続性：分析モデル

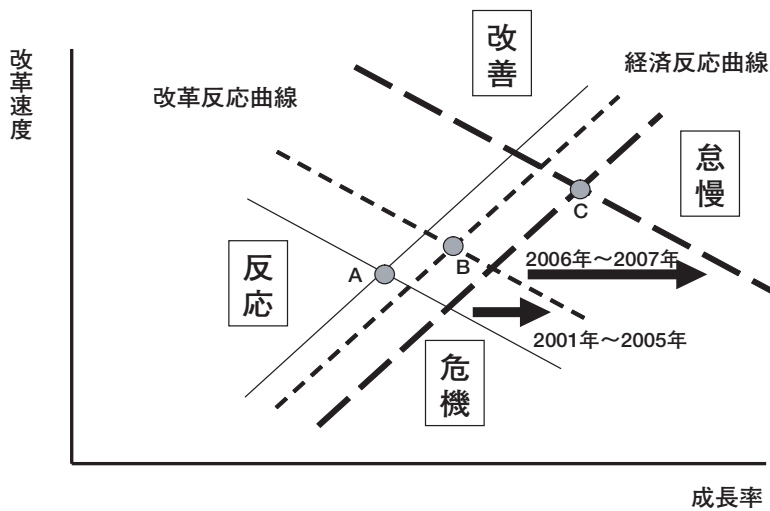


出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 8

MORGAN STANLEY RESEARCH  
2007年1月  
日本経済  
若返る改革陣 2007-8年...2030年のマクロ経済投資テーマ

政治的な持続性：保てるか？



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

## 第18章 ミレアグループの海外展開

東京海上日動火災保険常務取締役 玉井 孝明 氏

現在の担当は広報と経営企画です。現在、海外事業は直接タッチをしていませんが、アジア中間持株会社の社長経験を踏まえてお話をしたいと思います。

ミレアグループと東京海上日動火災保険株式会社の関係ですが、ミレアホールディングスという会社が上場会社で最終的な持株会社です。その下に東京海上日動、これは損害保険会社です。その兄弟会社として東京海上日動あんしん生命、それから東京海上日動フィナンシャル生命の2社が日本の生命保険会社です。さらにその下にミレアアジア、現在これは東京マリン・アジアと呼んでおりますが、この会社がミレアホールディングスと各現地の保険会社との間にある中間持株会社兼地域本部です。ミレアグループの海外活動としては、東京海上日動が行っているもの（除く、アジア）とミレアアジア、現在の東京マリン・アジアが行っているアジア事業と2つがあります。それでは順次、資料で説明します。

### 1. 海外保険市場の概略

まず海外保険市場の概要ですが、**図表1**に「生損保別マーケット・サイズ」とあります。これは2005年の姿ですが、保険事業は損保、生保と大きく2つに分かれます。世界における保険料は損保の場合が171兆円、生保の場合が233兆円と相対的には生保の方が多いということです。これを地域別に見ますと、損保については、北米と西欧の2つでほぼ8割で、日本を除くアジアはまだ8%程度にとどまっています。生保につきましても、北米と西欧で大体3分の2を占めており、その他の地域の割合は比較的小さいということです。日本のシェアについていえば損保の6.9%に対しまして生保の方は19.0%ですから、世界におけるシェアとしましては生保の方がかなり高くなっています。これが大体、世界のマーケット・サイズです。

**図表2**には地域別のマーケット成長率が出ています。左側一番下に世界合計があり、これは2000年から2005年までの過去計5年間の保険料の年平均の伸び率ですが、世界合計で損保が9%、生保が5%、合計で約7%となっています。これを地域別で見ますと、日本はこの間、経済的になかなか難しい時期でもあり、伸びがマイナスとなっています。一方でアジアにつきましては損保で平均14%、生保で15%となっていますし、西欧、北米についても、それぞれ一定の伸びを示しています。右側に多少細分化したものがあります。特にアジアの伸びが高い



のですが、その中でも図表中「アジア」欄の上から2番目の中国、それから4番目のインド、これらの国の伸び率がかなり高くなっています。それから「その他」地域でいいますと下段「その他」の上から4つ目にブラジルがあります。損保と生保で跛行性がありますが、比較的高い伸びを示しています。次いで、ロシアも高い伸びを示しています。そういった意味で、地域別にはアジアが最も成長性が高く、またBRICsの残りであるロシア、ブラジルについても拡大中というのが現在のマーケットです。

## 2. ミレアグループの海外オペレーションの現状

続きまして2番目のテーマですが、ミレアグループの海外のオペレーションについて現状をご説明します（図表3）。

東京海上日動火災保険株式会社は、前身の東京海上が1879年に設立されています。実はその設立年に香港と釜山と上海で事業を始めており、翌年の1880年にはニューヨークとロンドンとパリで事業を始めています。そういった意味で、歴史的に見ると比較的早い段階から海外に進出していた会社です。ちなみに戦前の保険料つまり売上げの面では、東京海上の本店がある東京の数字が一番大きいのはもちろんですが、2番目は大阪ではなくて上海だったそうです。

現在のネットワークは図表3の通りです。直近2006年の姿で言いますと、現在38の国あるいは地域の250都市で営業しておりまして、駐在員数が157名です。これに長期出張者を加えますと大体170名強の人間が派遣されています。その右側に現地従業員数があります。国内でいま東京海上日動の社員が1万6千人ですが、海外の現地従業員数は8,400名と国内のほぼ半分になってきています。この理由ですが、従来の日系のお客様、企業様中心の商売から徐々にローカル・ビジネスに舵を切っているということです。また後ほど説明しますが、近年にいくつかの保険会社を買収した結果、現地の従業員数がかかなり多くなってきたということです。

次に、地域別の生損保の保険料実績が図表4です。ここでいくつか保険用語が出てきますので、先に説明します。まず図表中※の右下に、このベースは「ミレアグループ出資分の正味保険料の合計」とあります。保険料を計算するときのベースが大きく分けて2つあり、1つは「元受保険料」と呼んでいるものです。「元受保険料」は海外の現地法人の売上げそのものです。一方「正味保険料」は、その元受保険料から再保険つまりリスク・ヘッジのために保険会社を買っている保険の保険を差し引いて、さらに当社の出資割合を掛けた数字です。各統計の目的により元受保険料で評価する場合、正味保険料で評価する場合がありますが、ここはミレアグループ出資分の正味保険料の合計です。2000年と2005年の実績を対比していますが、2000年の実績はこの表の一番下の左側の通り合計で492億円です。一方、2005年の実績は1,505億円であり、この5年間で3倍になっています。地域別に見ると一番伸びが大きいのは



南米で、正味保険料は2000年の48億円から2005年には10倍強の498億円になっています。これは後ほど説明しますが、ブラジルで現地保険会社を買収した結果です。次いで伸びが大きいのはアジアで、2000年の77億円が2005年には307億円と4倍になっています。アジアの場合は買収もありましたし、それぞれの現地保険子会社が「オーガニック・グロース」を重ねたというところもあります。以上が損保についての実績です。ミレアグループの場合は、歴史的には損害保険会社としてスタートしていますが、国内に加え海外にも生保のオペレーションをいくつか持っています。2000年には海外生保の数字はゼロでしたが、過去数年の投資、買収等により2005年には南米で194億円、アジアで125億円となっています。枠内に書いてありますが、特にアジアやM & Aを行ったブラジルの保険料成長率が高い点がミレアグループの直近の姿です。

### 3. ミレアグループの海外保険事業戦略

次に、私どもの戦略について若干触れます。図表5に「グループ中長期戦略の骨子と海外オペレーション」というタイトルの図があります。当社では中期戦略として2006年から2008年までの3ヵ年計画を立てています。その中で「ステージ拡大」というキーワードを使っており、この表の中で3つ出てきます。真ん中あたり縦に「商品・サービス戦略のステージ拡大」というのが1本ありますが、これはお客様にお届けする商品・サービスをもう少し高付加価値で、もっと範囲の広いものにしていこうということです。それから「チャネル戦略のステージ拡大」とは、伝統的な代理店営業に加え、その他の販売チャネルの拡大をしようということです。今日のお話のコンテキストで言いますと、その下に、横に「地域のステージ拡大」と記載しています。従来、当社ではアジアを中心として戦略的に事業を伸ばしてきましたし、また欧米についても一定の地歩を持っています。これをさらにアジアで拡大し、またBRICsの残りのブラジル、ロシアでも損保事業を拡大し、さらに生保事業にも進出していこうと考えています。また欧米等のいわば成熟市場についても、ローカルの損保事業を拡大していく戦略を立てています。これらにより海外事業を大幅に強化していくことがこの3年間の計画の1つです。

具体的なイメージですが、図表6をご覧ください。こちらの方は2006年から2008年の中期計画ではなく、今後10年以内の姿つまり2015年の姿をどこへ持っていくかという図です。これは「修正利益」ベースです。「修正利益」は、通常の財務会計上の利益を様々な背景から手直ししたものです。例えば生命保険事業においては、財務会計上の利益ではない、いわゆる「エンベデッド・バリュー」(Embedded Value: 潜在価値)すなわち資本の部に現存契約の将来利益の現在価値を加えたものですが、その伸びを利益として見えています。また損害保険事業についても、例えば異常危険準備金や価格変動準備金といった財務会計上の準備金をいったん

戻し入れたりしていますので、財務会計上の利益とは若干違います。2005年度の業績を見ても、会社全体の修正利益に占める国内損保事業の割合は65%、国内生保事業が25%である一方で、海外保険事業の利益貢献はわずか6%しかありません。今後10年以内にパイ全体を3倍にすると同時に、海外保険事業の収益面での貢献を2割ないし2割5分まで持っていこうというのが私どもの目指す姿です。

図表7は、2006年から2008年の新中期計画期間中の修正利益の05年度から08年度までの伸びについて触れています。05年度の海外保険事業の修正利益は77億円ですが、これをこの3年間で250億円つまり約3倍に持っていこうというのが私どもの目標です。

図表8に進んで、ここでまた、もう1つ見慣れない言葉が出ていますが、「海外生損保事業の戦略①」として「元受・再保険事業」という記載があります。先ほど説明しましたが「元受」というのは、現地損害保険子会社ないし生命保険子会社のお客様からの売上げです。一方「再保険」の方は、いわば保険会社のための保険であり、自分達のリスク・ヘッジのために保険会社はそのリスクを他の保険会社にヘッジするものです。言い換えますと「元受」はお客様のリスク・ヘッジであり、保険会社から見るとプット・オプションの売りになります。他方「再保険」は保険の保険であり、保険会社のリスク・ヘッジ、リスク分散の1つの手段です。これを保険会社から見るとプット・オプションの買いになります。私どもは元受、まさにお客様を相手にする商売と共に、保険会社を相手にする再保険事業もやっています。図表8に「北中米」、「南米」、「欧州」、「アジア」と記載しているのがお客様のための事業つまり元受事業であり、左下に「再保険」と記載している部分が保険会社のためのリスク・ヘッジの引受です。05年度の正味保険料の数字は元受事業と再保険事業合計で約2,402億円です。この数字を08年度には3,220億円程度に持っていき、元受と再保険事業双方をさらに拡大していきたいと考えています。

続いて図表9ですが、成長戦略における市場別の考え方、特に「オーガニック・グロース」とM&Aをどう組み合わせるかという説明です。図表中左側に記載の通り、アジアやBRICsといった成長市場では個人向け損保分野、生保分野を中心に、展開を強化していきます。また、M&Aの機会があって、それが投資効率の良いものであれば、依然として追求していこうと思っています。ですからアジアやBRICsにおいては中心となるマーケットは個人向けの損保分野と生保分野ということです。一方で欧米市場については、成熟した市場ですが、今まで日本の企業向け商品を中心として引き受けてきましたが、今後はこれに加えてローカル・ビジネス、まさにその国に住んでいる方々の契約を引き受けることも積極的にやっていきたいと思っています。M&Aと並びまして「オーガニック・グロース」も併せて追求していくと共に、さらには現地の保険事業から蓄積される資産の運用体制も徐々に拡大していこうと思っています。

す。

図表 10 は、過去ミレアグループとして実施してきた M&A 投資を 00 年度から 06 年度まで並べたものです。スケールはそれほど正確なものではありませんが、この 7 年間で大体 1,400 ～ 1,500 億円の投資はしてきています。これは先ほどの元受と再保険という区分では元受事業であり、まさに日系あるいは現地のローカルのお客様のための保険会社へ投資をしたということです。“ITGI” とあるのはインドの損保会社です。“MLITH” はタイの生保会社です。「アマナ社の買収」と記載してありますが、正確にはマレーシアにおけるポートフォリオの買い取りです。「新安社」というのは台湾の会社です。それから 03 年度の「生命人寿社」。これは中国の生命保険会社であり、当グループの海外生命保険事業への投資としてはタイに次いで 2 番目に行ったものです。04 年度の「統一安聯社」はドイツのアリアンツというグローバル保険グループの持っておりまして台湾の会社を買収したものです。「バンクタイ」とはタイの地場銀行であり、MLITH との間で生保の販売提携を行ったものです。リタカフルについてはまた後で説明しますが、タカフル事業に当グループは積極的に参入しています。それから 05 年度には、リアルセグロスとリアルヴィダとの記載がありますが、上のリアルセグロスがブラジルの損害保険会社であり、リアルヴィダはブラジルの生命保険会社です。これらはいずれも ABN アムロ銀行の現地子会社でしたが、05 年度にリアルセグロスについては 100%、リアルヴィダについては 50% 買収しました。両社とも現在も ABN アムロの現地の銀行ネットワークで販売をしています。その下にあります「天安社」は中国第 5 位の損害保険会社です。それから「中盛国際社」は、中国の保険ブローカー会社です。06 年度の「マレーシア・タカフル社出資」とは、「ホンリョン」というマレーシアの現地の地場銀行と組んだタカフル事業のジョイント・ベンチャーです。それからその下「アジア・ジェネラル・ホールディング社出資」とありますが、この会社はシンガポールを本拠にし、シンガポール、マレーシアそれぞれに生命保険事業と損害保険事業を持っている会社です。なおアジアの場合、多くの国で外資による投資上限があり、100% 子会社はほとんどありません。例えば、00 年度に「ITGI 社」とありますが、これは「イフコ・トーキョー・ジェネラル・インシュランス」というインドの損害保険会社で、現在の投資上限は 26% です。それから 03 年度にある「生命人寿社」という中国の生命保険事業ですが、当グループ全体の出資割合は 24.9% であり、これも上限です。また「天安社」というのは、05 年度に投資した中国の損害保険事業会社ですが、これについても出資割合は 24.9% です。出資規制の無いシンガポール、香港等では 100% 子会社を持っていますが、ほとんどのアジア諸国においては、ジョイント・ベンチャーの形を採っています。以上が元受事業についての年度別の海外投資実績であり、先ほど申し上げた通り合計で 1,400 ～ 1,500 億円になります。この他に再保険事業にも投資していて、投資残高は 6 ～ 7 百億円となっています。これらの投資を年度別・地域別に見たのが図表 11 で、特にここではアジアにおける M & A を今までのように実施してきたかを記載すると共に、併せて 02 年から 06 年のアジア地域における正

味収入保険料の推移を示しています。左側に中国、インド、台湾、タイ、マレーシアとありますが、中国、インドというのは私どもにとって「重要国」という位置付けをしています。即ち、現在の保険市場は1人あたりで見るとそんなに大きくはありませんが、将来のポテンシャルがあるので積極的に投資をしていこう、ということです。一方、台湾、タイ、マレーシアの3ヵ国につきましては「優先国」と呼んでいます。それぞれのマーケットにおいて一定の市場規模ができていますし、いま急成長の只中にありますので優先して投資していく国です。横軸に1人あたりのGDPをとり、縦軸に保険料の規模をとりますと、だいたいS字型のカーブになっており、各国経済の発展段階に応じて保険市場はこのS字型のカーブに沿って成長していくような傾向があります。私どもの経験から言うと、1人あたりの国民所得が2～3千米ドルになると、S字型カーブのふもとでゆっくり伸びていたグラフが、急に角度を変えて成長を始めます。そして経済が相当成熟すると、伸び率がいずれは高原化するということです。保険市場に関するS字型の発展仮説がもし正しいとすれば、中国、インドは未だふもとの辺にあります。一方、台湾、タイ、マレーシアというのはS字型のカーブの変化率がちょうど変わる辺りにいます。従って、市場のポテンシャルの大きな中国、インドと、それから現在急成長している台湾、タイ、マレーシアとの間では戦略的意味合いは若干違いますが、この5ヵ国を中心にやっっていこうということです。なお、シンガポールについては、これらの5ヵ国とは色彩が違いますが、アジアの地域統括本部をシンガポールに置いている関係上、いわば私どものアジア事業のハブになっています。また、シンガポールには「リタカフル」という会社を設立しましたし、生命保険事業、損害保険事業をマレーシア、シンガポールで拡充していくために、アジアの会社を買収しようとしています。最終的なディールを3月または4月ぐらいには終える予定で現在、動いています。以上がアジアにおける取り組みでありまして、アジア市場における正味収入保険料と元受収入保険料の過去5年間の伸びを表わしたのがその次の**図表12**です。

ここで、前に少し戻りますが「タカフル」と「リタカフル」について簡単に説明します。**図表11**のグラフの05年度のところに「タカフルJV会社」という記載があり、また「リタカフル社設立」と04年度の棒グラフ上に記載しています。「タカフル」とは何かということですが、最近新聞にも時折出てくるようになりましたが、経済的機能は保険と全く同じで、イスラム教の教義に則った、いわば共済組合のようなものです。それでは「イスラム教の教義に則った」というのはどういうことかといいますと、イスラム教の教義ではいくつかの禁止事項があります。例えば付利、即ち利息をつけることの禁止、賭博の禁止、それから極端な不確実性は禁止する、といったような縛りがあります。翻って考えますと、損害保険契約は法的には「射倖契約」であり、偶然性をもとにお金をやりとりするという点では賭博に近い性格があります。一方、生命保険事業につきましては運用利益が分配されますので、付利禁止の原則に抵触すると思われる。また、そもそも保険事業というのは不確実性の高いものであり、これらを総合的に考えますとイスラム教の教義から見て、現在の通常の保険商品が教義に合っているのかどう



か、というのはかなり疑問のある部分です。「タカフル」とはイスラム教の教義に則った保険類似の共済制度で、歴史的には1979年にスーダンで生まれたものです。私どもは、このタカフル事業には比較的早くから参入していて、最初がサウジアラビアで2001年に元受のタカフル事業を始めました。それから、2004年度にシンガポールでタカフルの再保険会社（「リタカフル」と呼びます）を設立しました。2005年度には、マレーシアでタカフルのジョイント・ベンチャーの免許を取得しました。インドネシアでもタカフル事業を始めております。このように、当社では世界の人口の5分の1強、一説には15億人ともいわれるイスラム教徒を1つのマーケットセグメントとして、タカフルの商品を提供することを戦略の1つとして実行しています。なお、昨今タカフルのみならずイスラム金融全体の勃興が日本の新聞でも取り上げられるようになってきました。タカフルの市場規模については確たる統計がありませんが、せいぜい世界で5千億円程度しかないと推定されています。一方でイスラム金融そのものの市場規模は世界で4,500億米ドルという05年のデータがあります。即ちイスラム金融の市場はタカフル市場の100倍程度のようなようです。しかも、このイスラム金融にしても、またタカフルにしても、年率15%、20%以上のペースで伸びているということです。

図表13ですが、私どもが海外に出て行ったときに何を強みとして競争するか、あるいはどういった面で現地の市場に貢献できるのかという点を列挙したのが①から④までです。特に保険の発展段階としては比較的若いアジアあるいは南米等におきましては、これらの面で現地の市場ないしジョイント・ベンチャーのパートナーに貢献しているということです。

図表14は、再保険事業戦略について示した図です。元受保険事業と並び、再保険事業も1つの私どもの戦略の核ですが、定量的なリスク管理技術と大きな引受能力を武器にして戦略をすすめていきたい。当社の場合「定量的なリスク管理」については、かなり精微な自然災害のリスク分析モデルを持っており、これを基にしてリスクの値付けを行っています。「引受能力」という点で言いますと、比較的大きな資本に加え、私どもの格付けがムーディーズでAa2（「ダブルAツー」）、S&PでAA-（「ダブルAマイナス」）ですので、信用力も武器にしています。これらを強みとし、再保険事業を中核事業の1つとして進めていく所存であり、事業計画としては図表14の通りです。2006年では、収入保険料としては400億円弱ですが、これを2008年度までに700億円弱まで持っていきたいと考えています。現在、再保険事業を行っております拠点が、大きく3つあります。1つはバミューダに「トーキョー・ミレニアム・リー」という会社を持っています。ちょうどミレニアム・イヤー（千年紀）に作ったこともあり、この名前にしましたが、2000年の3月の設立で資本金は6億5千万米ドルです。このトーキョー・ミレニアム・リーはバミューダの会社であり、自然災害の定量的リスク分析を基にして、例えばアメリカのカリフォルニアの地震、欧州の風水災あるいはアメリカのハリケーンといった自然災害リスクの再保険を引き受けている会社です。このほか再保険会社2社をロンドンと

ダブリンに持っています。当社としては、これら再保険事業についても中核事業の1つとして推進していく所存です。

#### 4. ミレアグループの海外展開：直近の状況

当グループの海外展開に関する直近の状況が図表15以降にまとめてあります。先ほどの話と重複しますので詳細は割愛しますが、図表15の一番下に「タカフル事業に参入」という記載があります。当グループでは「ホンリョン」という現地マレーシアの地場銀行と共同で元受のタカフル事業に参入しました。マレーシアでは、今まで5社のみにタカフル免許が与えられていましたが、今回規制緩和があり新規に4社に免許が与えられることになり参入しました。外資としてマレーシアのタカフル事業に参入したのは、私どもが初めてです。OICという組織があります。“Organization of Islamic Countries”、「イスラム教諸国連合」というのでしょうか、マレーシアはOICにおけるイスラム金融の盟主、あるいはイスラム金融とタカフルのハブになろうとしています。

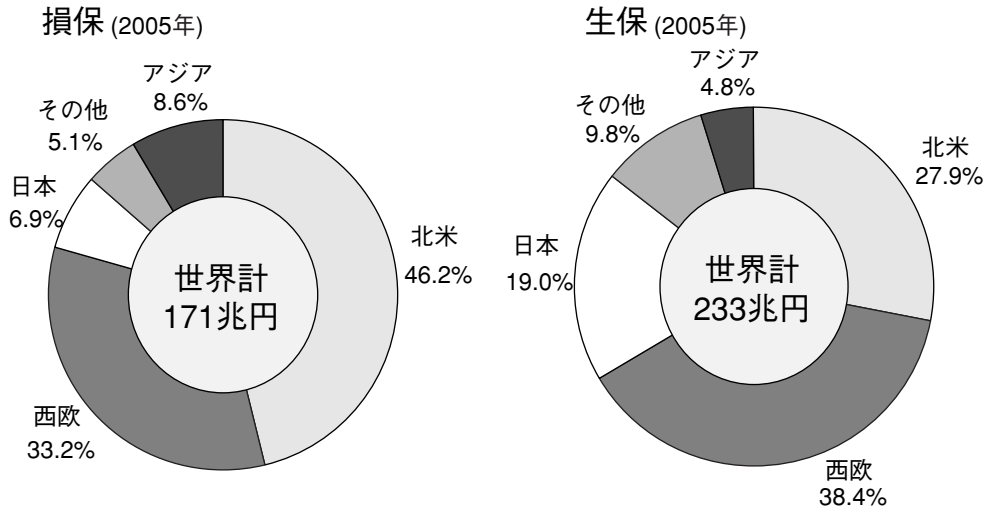
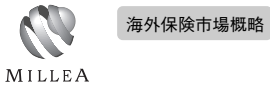
図表16は主な新規投資会社に関する足元の営業成績で、先ほど説明したBRICsのうちこの図にはロシアが入っていませんが、ブラジル、インド、中国における元受収入保険料を紹介したものです。なおロシアについては、モスクワとサンクトペテルブルクに駐在員事務所を持っていますが、本格的な参入はこれからです。

駆け足になりましたが、当グループは比較的早くから海外展開を始めており、まだまだ十分ではないとはいえ、私どもなりに海外マーケットに対してコミットメントを持って鋭意取り組んでいます。

(2007年2月13日開催 第14回山本委員会ご講演)



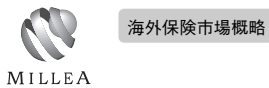
図表1 生損保別マーケットサイズ



<注>アジア：日本、中東・中央アジアを除く、南・東アジア。以下同様。（出典：Swiss Re, Sigma）

世界の保険市場の中心は欧米・日本。アジア等新興国のシェアはまだ小さい。

図表2 地域別マーケット成長率



成長率（2005年/2000年：過去5年間の保険料の年平均伸び率）

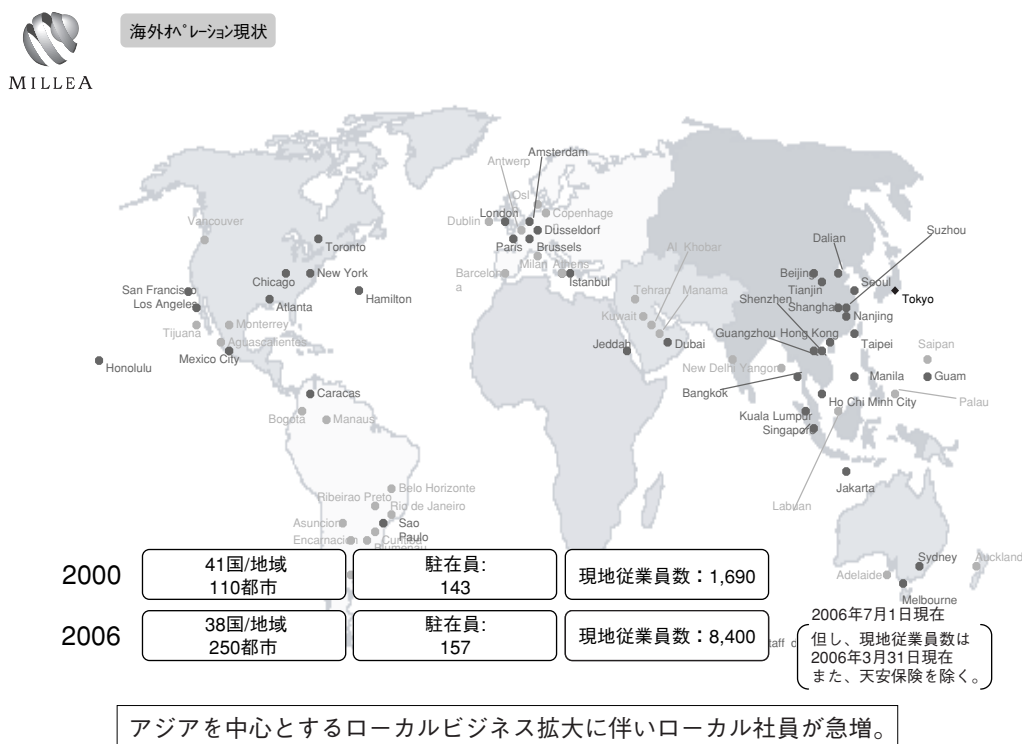
	損保	生保	合計
北米	8%	3%	6%
西欧	12%	9%	10%
日本	0%	-1%	-1%
アジア	14%	15%	15%
その他	14%	7%	11%
世界計	9%	5%	7%

国/地域	損保	生保	合計
アジア			
韓国	11%	6%	11%
中国	23%	27%	23%
台湾	8%	20%	8%
インド	16%	22%	16%
香港	5%	20%	5%
シンガポール	24%	20%	24%
マレーシア	10%	19%	10%
タイ	19%	14%	19%
その他	11%	19%	11%
その他			
オセアニア	14%	4%	8%
中東・中央アジア	15%	4%	11%
中南米	5%	11%	8%
ブラジル	5%	38%	14%
中・東欧	27%	10%	22%
ロシア	39%	-20%	24%
アフリカ	13%	8%	10%

（出典：Swiss Re, Sigma）

地域別にはアジアが最も成長性が高い。ロシア、ブラジルも拡大中。

図表3 ミレアグループの海外ネットワーク



図表4 地域別・生損保別保険料実績

海外ハレーション現状

MILLEA

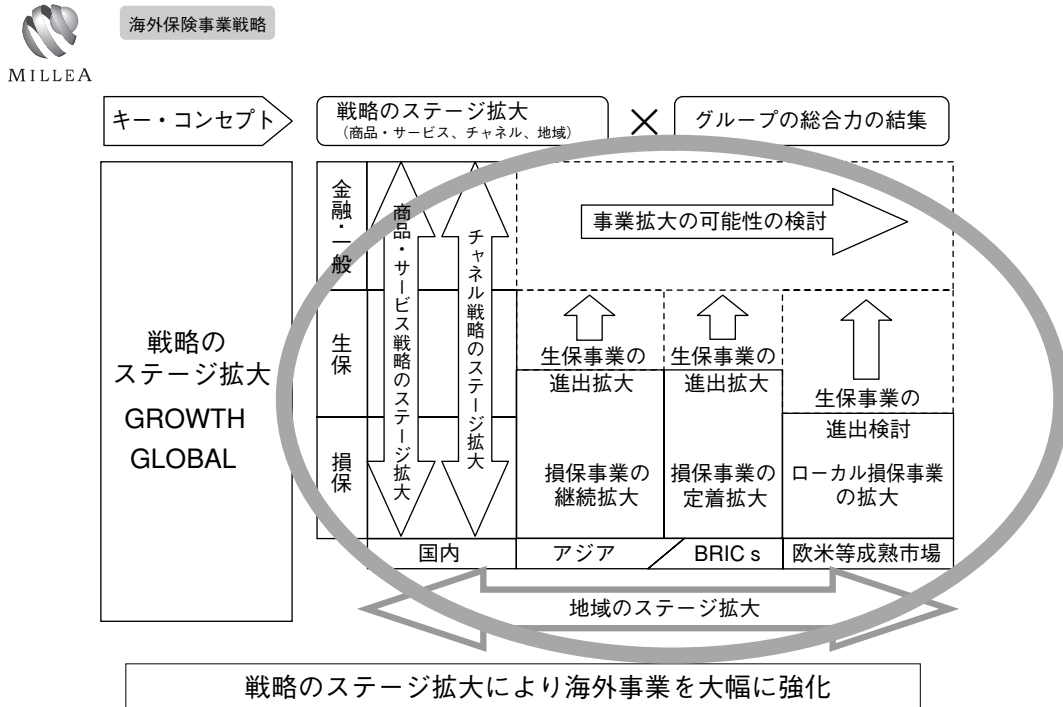
単位：億円	損 保				生 保	
	2000 実績	2005 実績	05/00比率 (%)	年平均成長率 CAGR(%)	2000 実績	2005 実績
北中米	276	474	171.7	111.4	0	0
南米	48	498	1,037.5	159.7	0	194
アジア	77	307	398.7	131.9	0	125
欧州・中東	61	135	221.3	117.2	0	0
その他	30	91	303.3	124.8	0	0
合計	492	1,505	305.9	125.1	0	319

※ミレアグループ出資分の正味保険料の合計

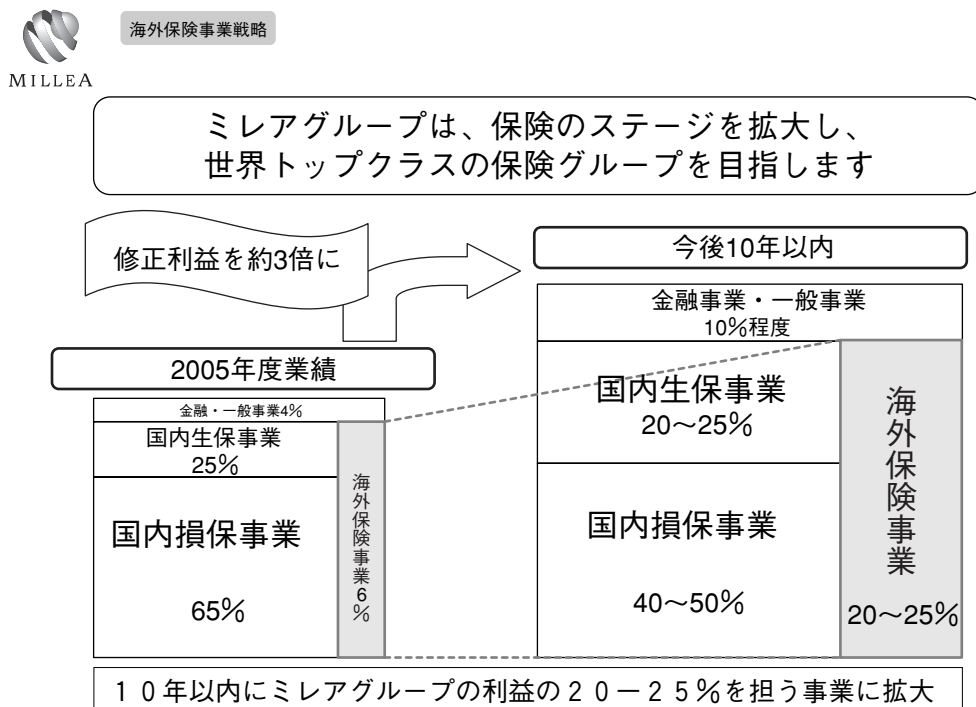
※2000年実績、2005年実績とも2005年3月末時点  
の為替レートで円貨換算した数値

直近5年間で海外保険料規模は3倍に拡大  
特にアジアやM&Aを行なったブラジルでの成長率が高い

図表5 グループ中長期戦略の骨子と海外オペレーション



図表6 ミレアグループが長期的に目指す姿



図表7 新中期計画（2006～2008）における海外事業



海外保険事業戦略

	05年度修正利益	割合		08年度指標	割合
国内損保事業	915億円	約65%		約1,200億円	約63%
国内生保事業	346億円	約25%		約400億円	約21%
海外保険事業	77億円	約6%	約3倍に拡大	約250億円	約13%
金融・一般事業	49億円	約4%		約50億円	約3%

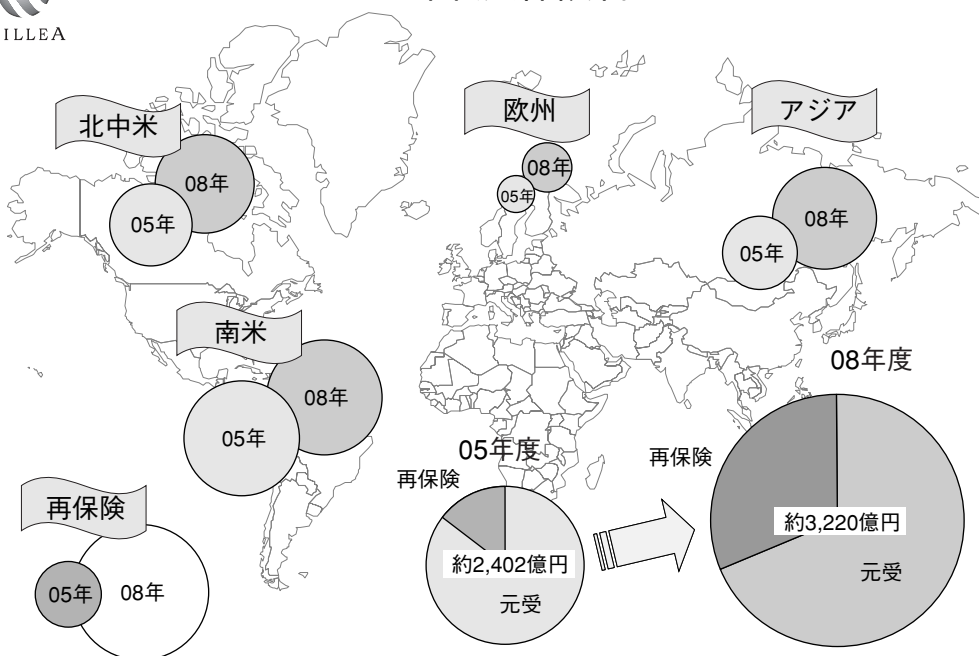
新中期計画において、海外保険事業を現在の約3倍の規模に拡大

図表8 海外生損保事業の戦略①：元受・再保険事業

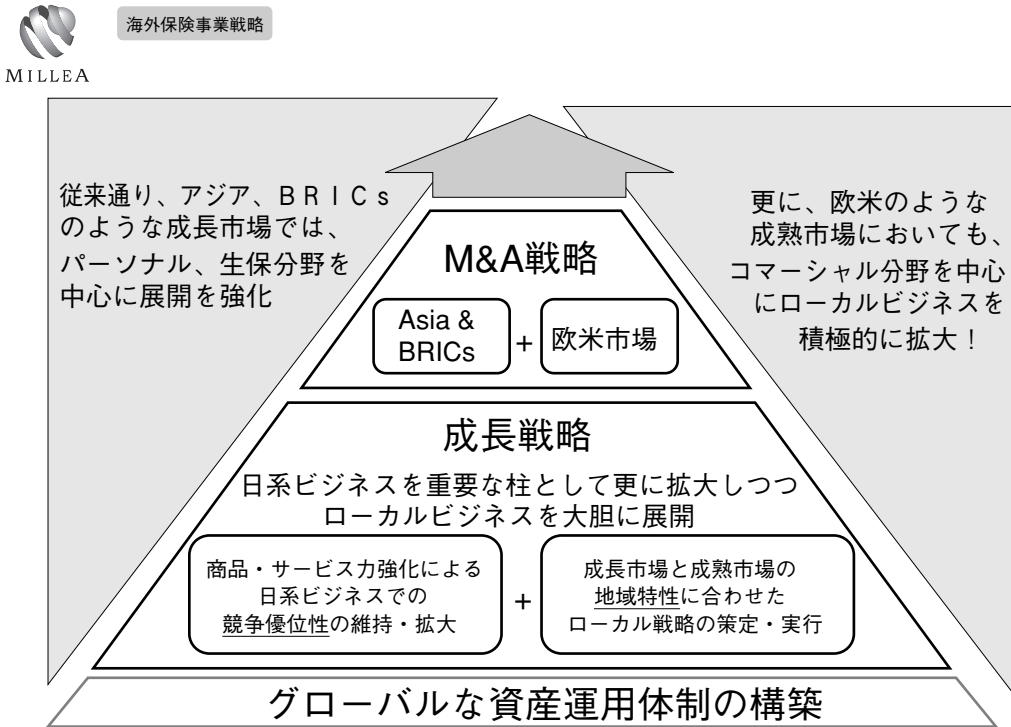


海外保険事業戦略

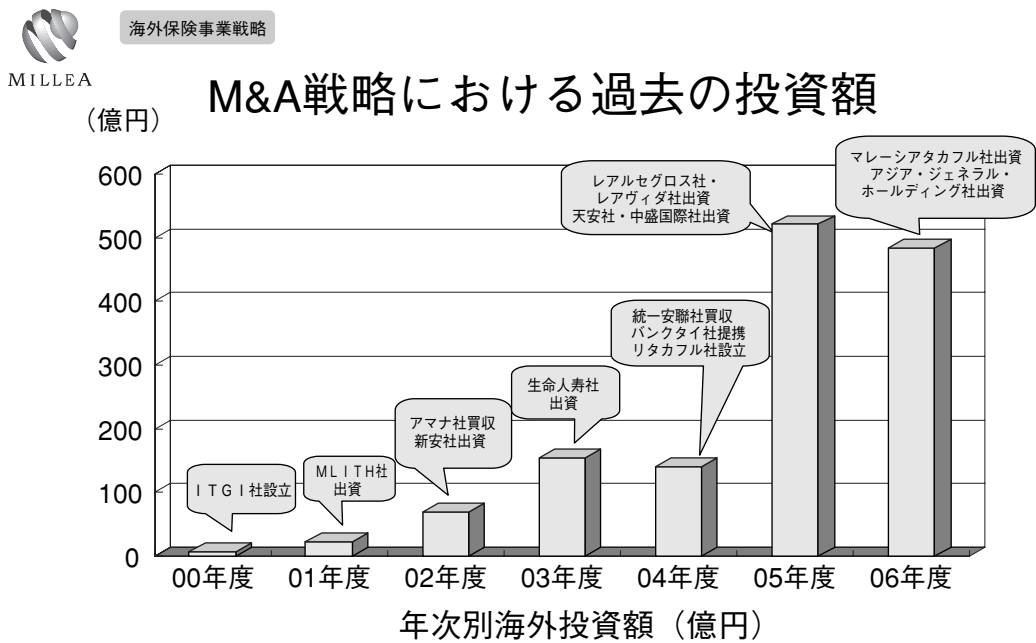
正味収入保険料



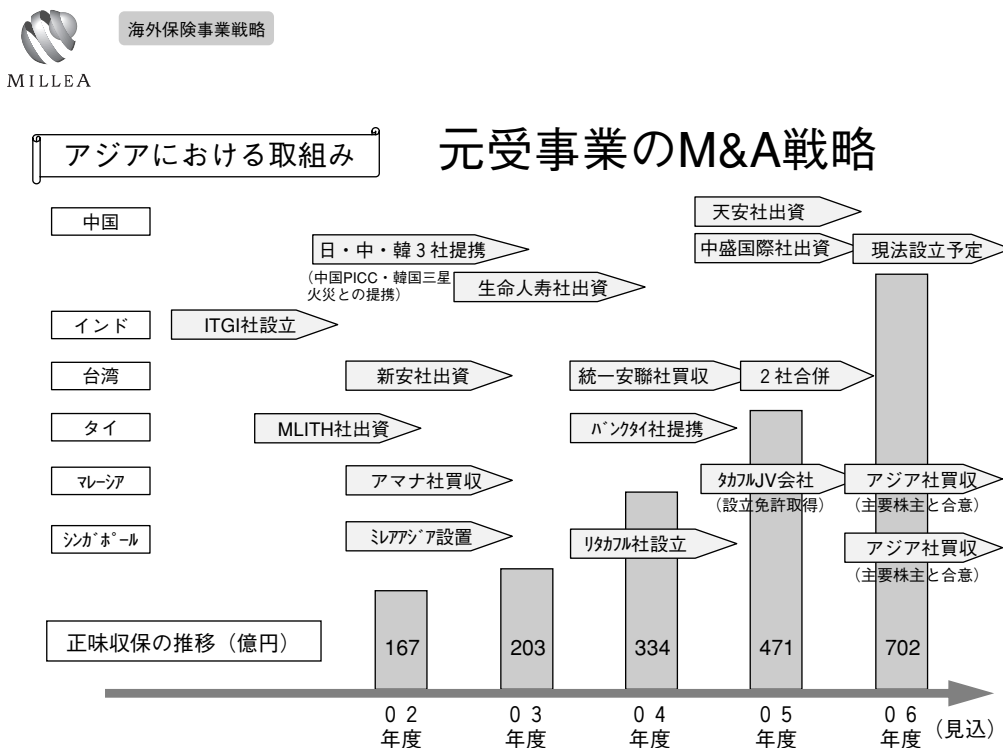
図表9 海外生損保事業の戦略②：成長戦略（その1）



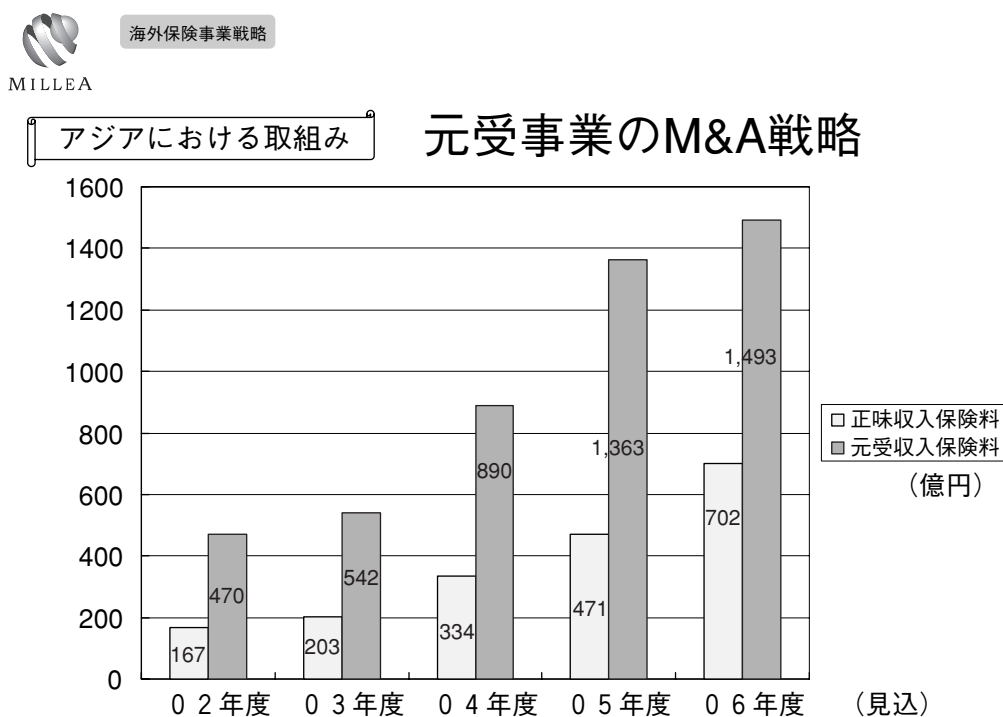
図表10 海外生損保事業の戦略②：成長戦略（その2）



図表11 海外生損保事業の戦略②：成長戦略（その3）



図表12 海外生損保事業の戦略②：成長戦略（その4）





図表 13 海外生損保事業の戦略②：成長戦略（その 5）



海外保険事業戦略

## 保険技術やノウハウの積極的輸出・展開

- ① 販売チャネルの構築  
自動車ディーラーでの保険販売、銀行窓販、専業代理店研修制度の導入など
- ② 商品・アンダーライティング  
天候保険、タカフル商品、中小企業向け商品、企業向け商品・アンダーライティング強化など
- ③ クレーム  
リザルト対策支援：ロス分析、盗難車両対策、修理費基準の策定（部品・労賃）支援、  
修理工場ネットワークの確立支援など  
体制整備支援：業務プロセスの改善支援など
- ④ 経営管理  
自然災害の集積リスク管理、収益管理体制の確立など

図表 14 海外生損保事業の戦略③：再保険事業

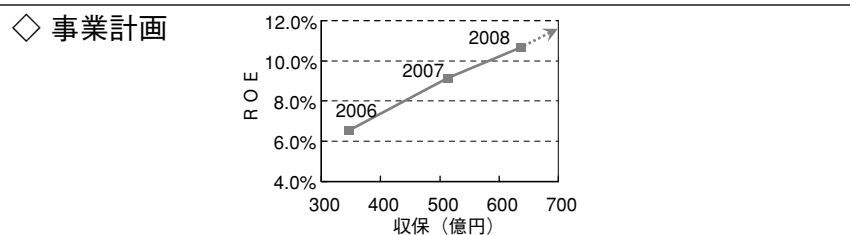


海外保険事業戦略

定量的なリスク管理と大きな引受能力を武器にして  
再保険市場における主要プレイヤーの地位を獲得する

引受拠点の拡大と  
引受リスクの再構成

リスク管理技術の強化



再保険事業を中核事業のひとつに

図表15 最近のトピックス



直近の状況

継続的な投資による活発な海外展開

中国損害保険会社への出資

- 中国で収入保険料第5位の天安保険に東京海上日動単独で24.9%：約70億円の出資
- ・日本の損害保険会社として初めて中国の現地損害保険会社に出資する
  - ・中国全土で自動車保険を含む損害保険の展開が可能となる
  - ・ミレアグループから役員8名を派遣して事業運営に直接参加する

Asia General Holdings(AGH)社の買収

- シンガポール、マレーシアで生損保を展開するAGH社買収で主要株主と合意（06年4月）
- ・傘下のAsia Insurance(損保)、Asia Life(生保)にてシンガポール、マレーシア両国で生損保事業を展開
  - ・両国とも生保の成長率は高く、特にマレーシアの免許は新規発行が見込めず、希少価値あり
  - ・損保も高い成長率に加え、当社既存拠点とのシナジーで収益拡大。業界トップクラスの規模達成へ

マレーシアでタカフル事業に参入

- 現地大手銀行グループのホンリョングループと共同で元受タカフル事業に参入
- ・マレーシアでは初の外国資本による元受タカフル免許の取得となる
  - ・タカフルとはイスラム教義に沿った保険と同様の制度
  - ・ミレアグループのタカフル事業としては、サウジアラビア（元受）、インドネシア（元受）、シンガポール（再保険）に続く、四番目の事業

図表16 足元の営業成績



直近の状況

BRICs各国  
の営業速報

ブラジル生損保

ブラジル東京海上社  
レアルセグロス社

	05年1月～12月累計	
		前年比
収入保険料	771	144%

※現地グロス100%ベース (単位：億円)

ブラジル年金

レアルヴィダ社

	05年1月～12月累計	
		前年比
収入保険料	426	140%

※現地グロス100%ベース (単位：億円)

IFFCO-TOKIO General Insurance

(インド最大の肥料公社であるIFFCO社グループとの合併)

	05年1月～12月累計	
		前年比
収入保険料	203	169%

※現地グロス100%ベース (単位：億円)

インド損保

生命人寿保険社  
(Sino Life Insurance)

	05年1月～12月累計	
		前年比
収入保険料	475	303%

※現地グロス100%ベース (単位：億円)

中国生保

## 第19章 資産運用業界の現況と今後の課題 (アセット・マネジメント業)

日本証券投資顧問業協会会長 辻 雅夫 氏

資産運用業とは、広い意味で申し上げますと信託銀行や生命保険会社なども含まれるわけですが、これらの会社は本業に付随した業務として資産運用を行っていますので、資産運用を専門とする会社いわゆるアセット・マネジメント業に絞ってお話したいと思います。

### 1. 資産運用業について

資産運用会社、ここで言いますアセット・マネジメント業は、定義としては受益者に代わって投資信託や企業年金などの運用を行う会社で、会社のキーワードは「受託者責任」です（資料1）。投資顧問業は顧客の利益を第一に考えて、忠実に業務を行わなければならない、これが最も重要な事であり、他の金融機関には無い概念です。アセット・マネジメント会社は、独自に確立した運用哲学や運用手法をもって、高度の専門知識と能力を持つプロ集団といえると思います。

次に資産運用会社の社会的位置付けですが、このアセット・マネジメント業というのは、古くは約200年前にスイスやスコットランドで富裕層を相手として独自の運用手法を持つ個人が企業化したのが始まりで、現在では先進国を中心に国民金融資産の効率的配分、効率的運用の担い手として非常に重要な役割を果たしています。欧米では今やコアな金融ビジネスの1つであり、非常に優秀な学生がアセット・マネジメント・ビジネスを目指すとされています。日本では、ご承知のように、これまで間接金融主体であったためアセット・マネジメント業は比較的歴史の新しい金融業ですが、今後は少子高齢化が進み高い経済成長が望めず、従って所得フローの拡大に多くを望めない中では、年金を含めた金融資産の効率的運用による収益の拡大が国民経済的に非常に重要な課題となっています。その意味で、我が国のアセット・マネジメント・ビジネスは、今後ますます重要な存在になっていくと考えています。

さらに近年は、株主議決権行使など積極的に行使するようになっており、外部からの企業の健全な統治を促し、企業経営の規律、経営資源の効率的活用、企業の社会、環境への配慮などを監視、モニターし、企業の持続的成長と企業価値創造を支援する、そういう役回りも持っています。

## 2. 投資顧問業について

アセット・マネジメント業は大きく分けまして投資顧問業と投資信託業があります。最初に投資顧問業についてお話しします。

投資顧問業には投資助言業と投資一任業がありますが、ここでは大手会社である投資一任業者についてお話ししたいと思います。2006年（平成18年）3月末の投資顧問業者の登録状況を見ると、その構成は投資一任業者が141社、投資助言業者が736社であります。投資一任業者は、ほとんどが協会に加入していますが、投資助言業者のうち協会の会員になっているのが116社。よって、残りの約600が非会員という現状です。投資助言業は簡単に登録できますが、投資一任業者は認可ですので、なかなかハードルは高いわけです。ここでは投資一任業について主としてお話ししたいと思います。歴史的に申し上げますと1985年以前は、投資一任業は証券会社の子会社にのみ認められていたということがあります。1985年に規制緩和によって一定の基準を満たした業者、会社は投資一任業を認められるようになりましたので、国内の金融系あるいは外国からの参入が相次ぎました。現在では先程申し上げましたように141社になっており、このうち約半分が外資系の企業です。そういう意味では、極めて厳しい国際競争下にあるということです。

投資顧問業法ができたのが1986年です。法律ができた後、90年度に投資一任業者の厚生年金基金への運用参入が認められたわけです（資料2）。それから95年度に公的な年金福祉事業団への運用参入、また97年度に適格退職年金への運用参入、さらに2004年度には郵貯、簡保への運用参入が認められた。80年代は年金運用を信託、生保が独占していたところに参入が認められて、以降現在まで運用資産は順調に拡大し2006年末には161兆円に達しています。今の年金の投資一任業者のシェアは大体40%位とみられています。年々シェアが上昇している状況です。これはやはり投資一任業者が資産運用のプロ集団としての社会的な認知度が高まっていることが要因として考えられるわけです。

## 3. 年金運用について

投資一任会社の主たる顧客は国内の年金です。海外の年金もありますが、主として国内の年金を顧客にしています。我が国の年金の状況を示す表（資料3）をご覧の通り、日本では公的年金が非常に大きいのが特色です。企業年金の2.6倍です。言い換えますと、我が国ではイギリス型あるいは北欧型で公的年金が非常に充実していると言えますが、少子高齢化が進む中で今の公的年金制度が維持できるか、という難問に直面しているのはご承知の通りです。

日本の公的年金は、個別に見ましても非常に巨大です（資料4）。世界で1番目に大きいのが

年金積立金管理運用独立行政法人（以下“GPIF”と略称）です。それに6番目の企業年金連合会、これは企業年金を脱退した人あるいは年金が解散になった人達の受け皿になっています。次に8番目の地方公務員共済組合連合会、それから19番目の公立学校共済組合。単体でも非常に大きいのが特色です。特に、2006年に独立行政法人になりましたGPIFは厚生年金を一手に運用する機関であり、他の国の年金基金を圧する規模です。2001年の資金運用部制度の廃止に伴い厚生年金を財政投融資で運用していた分が償還になる都度GPIFに資金が流入してくる構図になっており、この財投の償還が完了する2009年3月末の時点では140兆円の資産規模となる見込みです。巨大であることは効率的な面、例えば運用手数料が安くなるという面もありますが、運用対象が限られてくる、あるいはマーケット・インパクトが非常に強く、市場の価格形成を歪めるといったマイナス面もあります。

次が年金のポートフォリオです（資料5）。財政投融資の償還が完了する2009年3月末のGPIFのポートフォリオはこういう図になることが大体予定されている、決まっているわけではありません。海外の年金ポートフォリオ、例としてカリフォルニア州公務員退職年金基金（CalPERS）、あるいはイギリスの企業年金基金の平均値と比べますと、国内債のウェイトが非常に高く株式のウェイトが低いのが特色です。GPIFの場合、国内株式につきましても、あまりにも巨大であるためマーケット・インパクトが強く、パッシブ運用が大宗とならざるを得ない。アクティブ運用はなかなかマーケットに影響を与えすぎて問題がある、あるいはCalPERSがやっているようなオルタナティブ運用、これは規模が大きすぎて採用し難い、採用してもほとんど効果が無いという面もあります。そういう難点があるわけです。厚生年金は従来、国債とか財投債の大口の投資先でしたので運用資産の67%が国内債かつほとんどは公共債です。このポートフォリオを極端に減らすとマーケット、特に国債とか公共債のマーケットに混乱を与えますので大変難しい面がありますが、現在の長期金利の水準で国内債が3分の2を占めるということは、リスクが少ない反面、運用成果は期待できない面があります。年金資金運用基金のホームページに出っていますが、GPIFの運用予定利回りは3.2%となっています。これが目標値です。若干株式等も入れますので少し高くなっていますが、3.2%となっています。それで実質的な運用利回りは1.1%。名目賃金上昇率2.1%ということから考えると、実質では1.1%という非常に低い目標になっているわけです。

次は、先程のCalPERSのポートフォリオを基にした運用実績です（資料6）。CalPERSというのは公的でもアグレッシブな運用をするので有名ですが、大変高い利回りを毎年上げています。2002年のようにマイナスの年もありますが、平均すると二桁台の利回り実績を上げています。このあたりが対照的です。そういう意味で、GPIFは少しでも運用の成果を上げて国の年金財政負担を減らすことを目指しながら、なかなかそれが叶わないジレンマを抱えているというのが実情です。

年金については以上でありまして、次は投資信託の話に移ります。



#### 4. 投資信託について

投資信託はご承知のように、個人の金融資産の非常に有力な運用先になっていますが、我が国の投資信託は個人金融資産が1,500兆円あるという金融大国の割には規模が小さいのが特色です（資料7）。歴史的には戦後50年の歴史をもち投資顧問業に比べると長いわけですが、規模が非常に小さい。我が国の最大手は野村アセットマネジメントですが、その運用資産規模が約27兆円です。世界ランキングでは、アメリカが上位のほとんどを占めていますが、野村アセットマネジメントは世界最大手のフィデリティに比べて約5分の1の規模です。このように50年の歴史がありながら発展が遅れた理由は幾つかありますが、1つは皆様ご承知のように（資料8）、家計の貯蓄が非常に預金に偏っている点が挙げられます。これは、郵貯あるいは銀行の非常に大きな存在があったことでもあります。もう1つはやはり規制があったことがあると思います。この投資信託も証券系の子会社以外に参入が認められたのは1994年で、それ以前は参入が認められなかったという事情があります。今はそういう状態ではないのですが、以前は証券の従属的な子会社で投資信託が手数料稼ぎの道具に使われていた面もあり、非常にターン・オーバーが激しく、顧客の信頼が得られなかった。そういう時代が長く続いたわけです。今は変わっています。それは後ほど申し上げます。それから、日本では証券仲介業が未発達であり、今でも投信は証券会社あるいは銀行の窓口または郵貯ですが、アメリカでは投資助言業、フィナンシャル・プランナー、こういう人たち経由で買うというチャネルの違いもあったかと思えます。そういう事情がありまして非常に発展が遅れたわけですが、近年は大分これが変わってきたということです（資料9）。

この公募投信の状況ですが、2002年以降4年で投信残高は倍近く増えています（資料9）。このように状況が変わってきたのは既に申し上げました。1つは94年以降の規制緩和により内外から新規の参入が相次ぎ、現在の投信業者は、不動産投信のREIT業者を入れて135社です。このうち69社は投資顧問業との兼業、つまり投資顧問業と重複している会社が69社あるということです。参入が増えた結果として、特に外資の参入が金融系列の国内業者の親会社からの独立性を促しまして、非常に個性的な商品が次々と発売されていることがいえると思えます。それから、もう1つの伸びている大きな原因は銀行窓販の開始です。1998年に投信の銀行窓販が解禁になり、今や販売高、つまりフローでみますと約50%を銀行窓販が占めている状況です。2005年には郵貯の窓販も開始され、現在は7~8千億円になっているかと思えます。銀行が積極的に扱い始めましたのは銀行が貸出不振の中で収益源を投信販売に求めたこともあるかと思えます。投信の販売手数料は2%から3%と非常に高く、銀行にとっては非常に大きな収益源になるため積極的に売っている、という面もあります。それからもう1つは、投資家サイドから見ますと、長期にわたる超低金利の持続により個人投資家が主として外債を組み込んだ毎月分配型商品を、銀行窓販を通じて購入し始めたということです。現在の投信残高上位



をみますと（資料10）、上位15ファンドのうち中位以下に位置する9番目と13番目を除いて、ほぼすべてが毎月分配型です。外債、株など組み入れているものは違いますが毎月分配型が圧勝という状況です。この毎月分配型の投信というのは我が国のみで見られる非常に特異な現象です。買っている人はほとんど高齢者、60歳以上の金融資産を持っている人が年金の補完として投資していると言われていています。この一番上にあります「グローバル・ソブリンオープン」、これが5兆4千億円という残高になっています。この商品が発売されたのは10年前の97年で、これが毎月分配の先駆者ですが、ちょうどその1年後の98年から銀行窓販が開始され、その銀行窓販と機を一にして、この「グローバル・ソブリン」が急拡大した、ということです。この「グローバル・ソブリン」は仕組みとしては非常に簡単な商品で（資料12、13）、いわゆるソブリン物つまり非常に信用度の高い国の国債を中心に組み入れており、ここでは高格付け13ヶ国の国債その他ソブリンのみを入れ毎月決算して毎月分配する、となっています（資料13）。これが98年から2000年12月までは60円、今は毎月40円コンスタントに配当しているわけです。1年に直しますと480円、基準価格は8千円前後ですから、利回りが6%弱の異常な高利回り商品であり、これが高齢者に圧倒的に支持されている状況です。もちろん、インカム・ゲインだけですとこのような6%の高率にならないわけですが、このところ為替も比較的円安が続いた、あるいは金利が下がって価格が上昇したというキャピタル・ゲインも含めると、かなりの内部留保を持ちながら40円配当が毎月できる商品、仕組みとしてはごく単純ですが毎月分配を行うところが非常にミソだったわけです。それで、その後に各社が毎月分配型を追従販売いたしまして、今ではこのように上位のほとんどが毎月分配型になっている状況です。それから、その他には「アセット・アロケーション型」と言われる商品、例えば残高上位ファンド（資料10）の4番目、5番目などですが、「マイストーリー分配型」、「財産3分法F」、「GW 7つの卵」、「りそな・世界資産分散ファンド」。これらのようなアセット・アロケーション型の商品も非常に人気があるわけです。非常に単純なアセット・アロケーション型の例として、7つの資産に均等に13%ずつ分散投資する商品があります。それでリバランスを行っていくわけですが、そうすると意外に高いリターンが得られる。リスク分散した上に高い利回りが実績としては得られる。こういう商品が人気を博しているわけです。それで、再び投信残高上位ファンドの一覧（資料10）に戻ってみて気がつくと思いますが、この日本物だけを入れていた投信で残高上位にきているのはフィデリティの「日本成長株ファンド」だけです。後はほとんどが外債、REITも入れて外国の債券、株式を組み入れたものが圧倒的に多いということです。現在、外貨建ての投信残高は約30兆円と言われていていますから、大体半分ぐらいが、つまり投信残高の半分位が外貨建てになっているということです。この1年間で外貨建て投信は9兆円増えているということですが、投信残高の増加のほとんどが外貨建てということです。

次は日本を含めた先進国とBRICS（このSが大文字なのは南アフリカも入っている意味を含めているため。本来は、小文字のsかつ複数形のsで4カ国を指す。資料11）ですが、こうし

た、いわゆるエマージングと言うかBRICS、こういう国を投資対象とした投信も今ものすごく増えております。例えばインド株投信は、わずか2年間で現在8千億円、また、中国株が4千億円ということで、個人投資家の動向を見ますとやはり金利と日本成長率の低さ、そういうものが影響して外に行っているのではないかと思われれます。こういう傾向は、このような日本経済の状況が続く限りかなりトレンドとして長いのではないかと考えられます。

それからもう1つ、税制の問題ですが、投信につきましては配当金の軽減税率、これは現在10%ですが、この特例措置もかなり効いていると考えられます。

今の投信の流れは、こういう現状です。

## 5. 確定拠出年金制度と投資信託

いま申しあげましたように現在の低金利が続く限り、外国資産を組み入れた投信、利回りの高い投信への人気が続くと考えられますが、この投信マーケットが今後大きくブレイクするかどうかは日本の確定拠出年金制度がどうなるか、ということがかなり重要なポイントになると考えます。アメリカのミューチュアル・ファンド、これは会社型投信ですが、残高が1995年以降10年間で3倍になっている（資料14）。資料7でフィデリティは133兆円になっていますが、これは1990年代に確定拠出年金によって投資信託のマーケットが一気に伸びたからです。そういうことがあるわけです。アメリカの場合はIRAと401(k)という2つの確定拠出年金があり、非課税拠出の上限額がかなり高いわけです（資料15）。特に401(k)の場合は年間で15,000米ドル、日本円換算で約180万円が非課税の限度額になっています。

日本の場合は、既に年金が有る人に対しては月23,000円（資料16）、年間276,000円と非常にまだ税制上の優遇措置が小さいわけです。この401(k)が日本で今後どういう状況になっていくか、ということはなかなか難しい面があります。米国商工会議所がいわゆる外圧をかけてきていて、その中で確定拠出年金制度の必要性についていろいろ列挙しています。例えば労働者に退職に備えた自己責任を持たせる、とか投資について考えさせる等。確かに401(k)とかIRAというのはプラス面としては非常に大きなものがあります。企業側から見ると巨額の年金債務のくびきから解放されることが大きいと思われれますし、個人が証券投資の重要性に目覚めるとか、ポータブルですので労働力の流動化が容易になる、という面があります。一方で本当に今の日本の状況の中で、自己責任で自分の年金の運用ができるかという問題もあります。また、アメリカではエンロンのように401(k)において自社株でほとんどを運用していたため、破綻して年金原資が無くなってしまったというような問題もあり、様々な状況を見ながら進めなければいけないわけです。この動向が今後どうなるかが投資信託の今後のマーケットに大きな影響を与えていると考えています。

## 6. まとめ

最後に、まとめとして私が考える今後の課題をお話したいと思います。

アセット・マネジメント業界サイドから言いますと、やはりプロフェッショナルな人材の養成が非常に重要であると考えます。日本では歴史が浅いこともありまして、運用に関するプロフェッショナルは少ない、人材の層が薄いわけです。アメリカでは、アセット・マネジメント業に携わっている人が約20万人と言われていますが、日本は1万人ぐらいです。それで、証券投資顧問業協会では投資信託協会と共同で寄付講座を2年前から開催しております（資料17）。この2007年春からは大阪大学が加わりますが、資産運用の実務家を講師として13コマぐらいの講座を持ち、ここで教育をしています。学生には大変好評で、これを今後も続けて人材の養成あるいは投資教育に貢献したいと思っています。

次に、国内系の投資顧問会社の課題はやはり国際分散投資、海外投資へのスキルのアップ。投資家が明らかに海外に目を向けていますので、グローバルな運用体制を確立することが必要であると考えています。投資家サイドから見ますと、特に個人投資家ですが、今後、確定拠出のようなものが普及してくるわけで、運用に関する基礎知識を習得する必要がある。それから、日本人は自己責任が乏しく非常に過保護になっているのではないか、という感じがするわけです。また悪意を持った人間もいるので、やはり自分で守らなければいけない、ということだと思います。

それから、コスト意識。コスト意識がもっと必要なような気がします。先程も申し上げましたように、投信の手数料はかなり高いわけです。運用会社が貰う運用報酬は1%ぐらいで比較的リーズナブルですが、中には年間に4%ぐらいの運用報酬を取るプロダクトもあり、そういうことに対するコスト・コンシャスというか、そういうことがもっと必要ではないかと思えます。

それから仲介者、販売会社すなわち証券会社、銀行です。ここで問題なのは投信の販売手数料です。これが少し高いのではないか。海外では「ノー・ロード」というか、無料、タダのものも随分あるわけですが、どちらかという今は手数料が高いものほど売れる。やはり収益重視で、顧客本位の体制になっていない面がある。そして、先程申し上げましたエマージング国への投資信託です。確かに成長はするけれど、ボラティリティーも高いわけですから、そういうものに対するリスクの説明が十分に行われているかどうか。その辺を仲介者である証券、銀行は十分に自覚しておく必要があるのではないか、というようなことを今後の課題として挙げさせていただきます。

(2007年4月4日開催 第15回山本委員会ご講演)

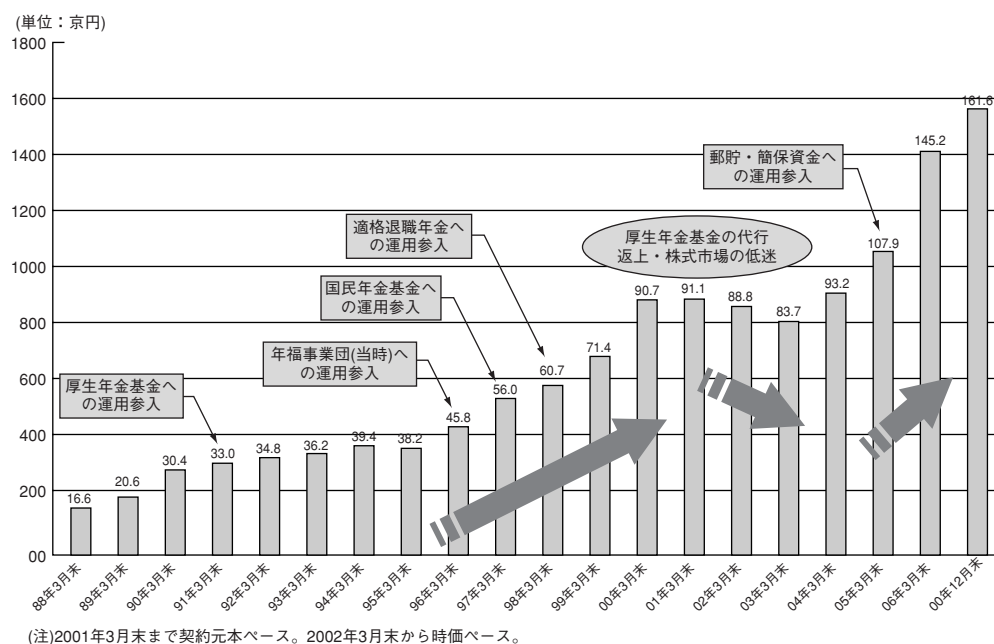
## 資料 1 「資産運用会社とは」

- ・ 投資信託、企業年金などの金融商品を金融サービス受益者に代わり運用を行う会社
- ・ 投資顧問や投信委託会社など資産運用を専門とする会社のキーワードは「受託者責任」である。運用会社は独自に確立した運用哲学や実証された運用手法が最も必要とされる。又、運用会社には各種金融機関以上に少数でも高度の専門知識と能力を持つプロの人材集団と強固な倫理観を有する人材が求められ、これらの要素が資産運用会社の競争力の源泉。

### 「資産運用会社の社会的位置づけ」

- ・ 先進国中心に増加した国民貯蓄、国民金融資産の効率的配分/効率的運用の担い手
- ・ 特に今後は高齢化社会定着に伴う「退職後貯蓄」の社会的需要に対し、長期投資、分散投資の面から退職後にむけた資金の効率的な運用をはかる(先進国共通のニーズ)。
- ・ 国民経済の活性化の役割一主に資本市場経由で新興企業、成長産業に必要なリスクキャピタルを供給、これら企業、産業の発展を促進。
- ・ 株主議決権行使などにより、外部からの企業の健全な「企業統治」を促し、企業経営の規律、経営資源の効率的活用、企業の社会・環境への配慮などを監視・モニターし、企業の持続的成長と企業価値創造を支援。

## 資料 2 投資一任会社の契約残高推移



### 資料 3 各種年金の規模

単位：億円

	公的年金		私的年金		
		共済年金		企業年金	国民年金基金 (10億円未満を四捨五入)
1992年3月末	1,220,955	333,413	429,669	429,149	520
1993年3月末	1,323,333	360,718	473,745	472,125	1,620
1994年3月末	1,417,391	380,218	517,797	514,877	2,920
1995年3月末	1,514,518	405,491	558,134	553,834	4,300
1996年3月末	1,615,146	427,519	601,708	595,758	5,950
1997年3月末	1,713,928	450,856	641,900	634,250	7,650
1998年3月末	1,790,320	448,077	688,147	678,507	9,640
1999年3月末	1,864,870	466,805	724,014	712,684	11,330
2000年3月末	1,927,489	484,884	780,584	766,224	14,360
2001年3月末	1,964,706	497,694	818,013	803,743	14,270
2002年3月末	1,979,737	506,313	825,213	810,163	15,050
2003年3月末	1,899,746	484,331	800,650	786,460	14,190
2004年3月末	1,956,733	500,022	784,785	766,435	18,350
2005年3月末	1,989,132	509,513	786,779	765,969	20,810
2006年3月末	—	—	866,216	839,686	26,530

(注)・信託協会等「企業年金の受託概況」、信託協会「信託統計便覧」、厚生労働省「厚生労働白書」、格付情報投資センター「年金情報」、社会保障審議会年金数理部会資料等より当協会作成  
 ・共済年金は、国家公務員共済組合、地方公務員共済組合、日本私立学校振興・共済事業団、農林漁業団体職員共済組合の合計値、  
 ・四捨五入の関係で、合計が一致しない場合がある。

### 資料 4 年金資産ランキング

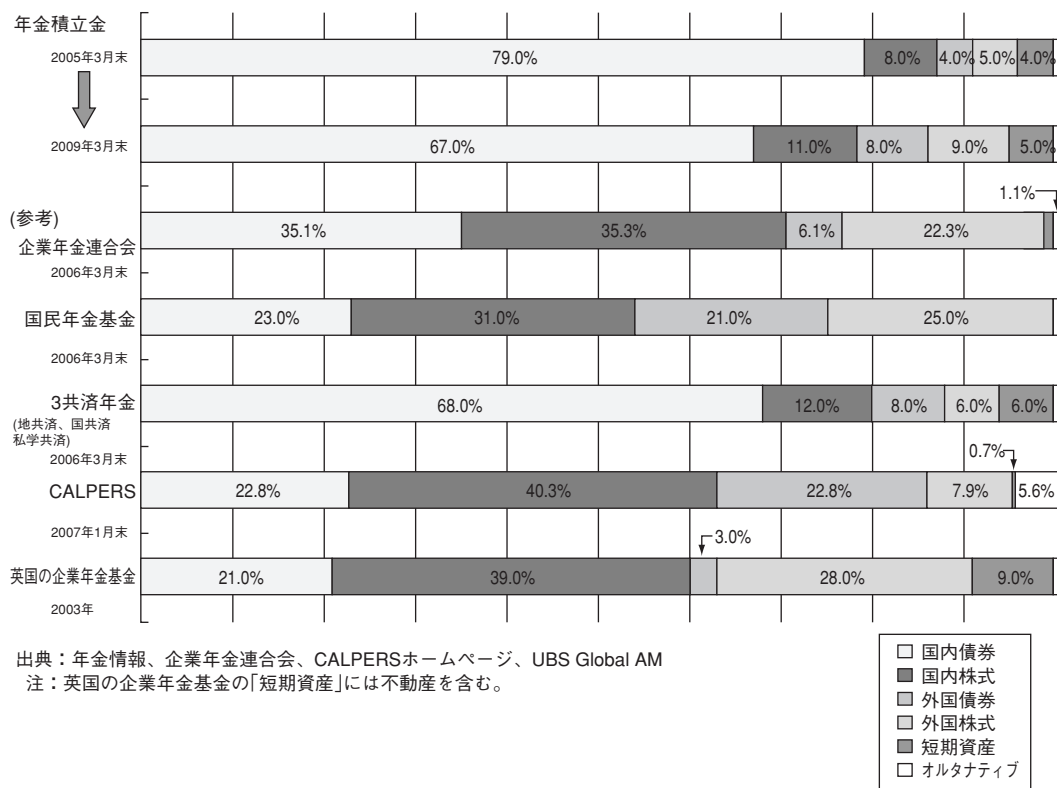
(世界の年金資産ランキング)

順位	基金名	国名	資産額		会社	年金資産
			100万ドル	兆円(概算)		
1	年金資金運用基金(現年金積立金管理運用独立行政法人)GPIF	日本	870,587	93	NTT	26,916
2	政府年金基金	ノルウェー	235,849	28	三菱UFJ	23,805
3	ABP	オランダ	226,974	27	みずほFG	18,495
4	国民年金制度	韓国	224,184	26	松下	16,124
5	カリフォルニア州公務員退職年金CalPERS	米国	195,978	20	富士通	15,714
6	企業年金連合会	日本	183,352	20	日立	13,547
7	連邦退職年金	米国	167,165	17	トヨタ	12,762
8	地方公務員共済組合連合会	日本	137,153	15	三井住友FG	12,365
9	カリフォルニア州教員退職年金	米国	133,988	14	ホンダ	10,704
10	ニューヨーク州・地方退職年金	米国	131,861	14	日産自	8,174
11	政府職員高齢年金	南アフリカ	124,167	15	東芝	8,113
12	郵政貯金基金	台湾	117,265	14	東電	7,406
13	フロリダ州投資委員会	米国	114,935	12	三菱電	7,031
14	ゼネラル・モーターズ	米国	114,271	12	NEC	6,863
15	ニューヨーク市退職年金	米国	105,860	11	三菱重	6,783
16	オンタリオ州教育年金	カナダ	99,490	12	ソニー	5,937
17	テキサス州教員退職年金	米国	94,384	10	新日鉄	5,607
18	ニューヨーク州教員退職年金	米国	87,353	9	キャノン	5,455
19	私立学校共済組合	日本	85,224	9	りそなHG	5,340
20	PCGM	オランダ	84,986	10	JAL	5,120
21	国家公務員共済組合連合会	日本	78,169	8		
23	中小企業退職金共済	日本	75,422	8		
55	日本私立学校振興・共済事業団	日本	40,364	4		
63	国民年金基金連合会	日本	33,026	4		

※2005年度末データ、単位は億円、各企業の年金制度を合算。  
 ※大和総研作成資料より

※単位は100万ドル。米国05年1月23日、日本は06年3月31日、その他は05年12月31日の数値。  
 一部推定値を含む。円買建数値はドル建て資産額から換算したもの。  
 ※Pension & Investments誌 R&I年金情報掲載記事より作成

## 資料5 年金積立金の資産構成割合



## 資料6 カリフォルニア州公務員退職年金基金 (CalPERS) の運用実績

(単位：%)

西暦	年度運用実績(12月末時点)
1984	12.9
1985	28.0
1986	15.9
1987	4.3
1988	12.8
1989	21.3
1990	-0.8
1991	23.0
1992	6.5
1993	13.4
1994	-1.0
1995	25.3
1996	12.8
1997	19.0
1998	18.5
1999	16.0
2000	-1.4
2001	-6.2
2002	-9.5
2003	23.3
2004	13.4
2005	11.1
2006	15.7

出所: CalPERSウェブサイト



## 資料 7 投資信託世界ランキング

(単位：百万円)

順位	国	円ベース(117.5円)
1	アメリカ	1,046,357,945
2	ルクセンブルク	192,204,738
3	フランス	160,113,843
4	オーストラリア	82,257,990
5	英国	64,284,603
6	アイルランド	64,183,435
7	カナダ	57,635,865
8	日本	55,230,170
9	ホンコン	54,110,748
10	イタリア	52,935,395
11	スペイン	37,231,520
12	ブラジル	35,593,923
13	ドイツ	34,872,473
14	韓国	23,381,795
15	スウェーデン	13,989,433
16	スイス	13,708,608
17	ベルギー	13,549,395
18	オーストリア	12,807,735
19	オランダ	11,086,948
20	デンマーク	8,835,883
21	南アフリカ	7,707,295
22	台湾	6,732,868
23	メキシコ	5,552,228
24	フィンランド	5,336,263
25	インド	4,764,155

出典：2006年ICI FACT BOOK

アメリカの大手運用会社(2003年12月末) (単位：百万円)

順位	運用会社	総運用資産
1	フィデリティ・インベストメント	133,250,247
2	ステート・ストリート・グローバル	129,447,045
3	キャピタル・グループ	95,249,349
4	ヴァンガード・グループ	84,860,100
5	メロン・フィナンシャル	72,144,774
6	シティグループ	71,251,245
7	JPモルガン・フレミング	65,402,766
8	メリル・リンチ	58,461,039
9	ノーザン・トラスト・グローバル	55,999,242
10	モルガン・スタンレー	52,679,484

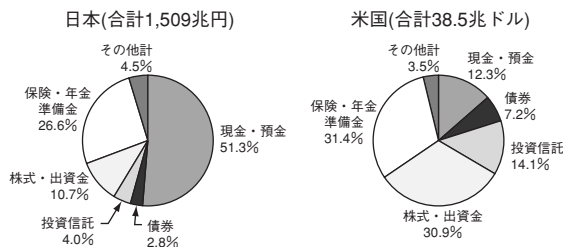
出所：Pension & Investments, December 27, 2004  
為替レート 円/ドル 117円で換算

## 資料 8 日米の家計の金融資産保有状況 (2006年9月末)

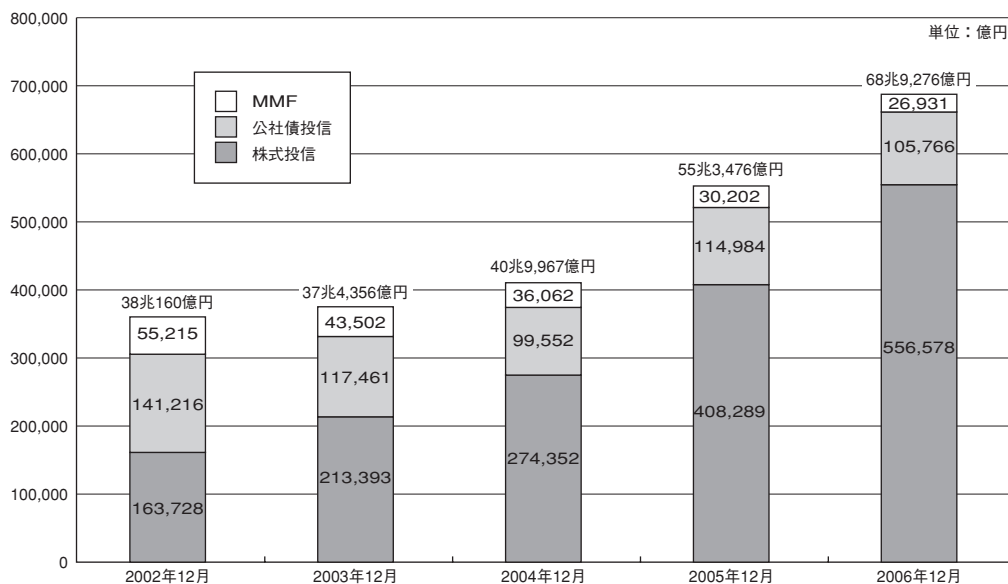
	日本		米国	
	兆円		兆ドル	
現金・預金	767	51.3%	5.0	12.3%
債券	42	2.8%	2.9	7.2%
投資信託	60	4.0%	5.7	14.1%
株式・出資金	160	10.7%	12.5	30.9%
保険・年金準備金	398	26.6%	12.7	31.4%
その他計	68	4.5%	1.4	3.5%
金融資産計	1,495	100.0%	40.5	100.0%

(注)1.日本の家計には、個人企業が生まれ、対家計民間非営利団体は含まれない。  
2.株式には株価変動分を含む。

(資料)日本銀行ホームページ(金融経済統計)、FRB資料



## 資料 9 契約型公募投資信託の純資産総額の推移



出典：投資信託(投資信託協会発行)

## 資料 10 投信残高上位ファンド

(単位：億円)

	ファンド名	運用会社	純資産
1	グローバル・ソブリンオープン毎月決算(毎月分配)	国際	54,395
2	ピクテグローバルインカム株式F(毎月分配)	ピクテ	23,910
3	大和・グローバル債券ファンド(毎月分配)	大和投信	16,541
4	マイストーリー分配型(年6回)Bコース	野村	15,428
5	財産3分法F(不動産・債券・株式)毎月分配	日興	13,214
6	D I A M高格付インカムオープン毎月決算(毎月分配)	D I A M	8,449
7	グローバルR E I Tオープン毎月決算(毎月分配型)	野村	6,875
8	三菱U F J外国債券オープン(毎月分配型)	三菱U F J	6,279
9	GW7つの卵	日興	6,215
10	ニッセイ/パトナムインカムオープン(年4回分配)	ニッセイ	5,914
11	りそな・世界資産分散ファンド(毎月分配型)	大和投信	5,828
12	ビムコ ハイ・インカム(毎月分配型)	三菱U F J	4,939
13	フィデリティ・日本成長株・ファンド	フィデリティ	4,835
14	グローバル高配当株オープン(毎月分配型)	大和住銀	4,674
15	D I A Mワールドリートインカム毎月決算(毎月分配)	D I A M	4,632

※07年3月27日時点。単位は億円。QUICK配信データより作成。

※ETFを除く追加型公募投信を集計

## 資料 11 先進主要国・BRICSの成長率および金利

名目GDP総額の単位は：10億米ドル

国		名目GDP成長率			金利		
		2004年	2005年	2006年	政策金利	10年国債利回り	
先進主要国	アメリカ	名目GDP成長率	6.9%	6.3%	6.3%	5.25%	4.75%
	日本	名目GDP成長率	1.1%	1.3%	1.8%	0.40%	1.70%
	イギリス	名目GDP成長率	6.0%	4.1%	4.9%	5.25%	4.85%
	カナダ	名目GDP成長率	6.4%	6.2%	4.7%	4.25%	4.10%
	ユーロ圏	名目GDP成長率	3.7%	3.3%	4.4%	3.50%	3.80%
BRICS	ブラジル	名目GDP成長率	19.4%	31.7%	21.5%	13.00%	
		名目GDP総額	603.8	795.6	966.8		
	ロシア	名目GDP成長率	36.5%	29.5%	27.7%	10.50%	
		名目GDP総額	589.0	763.2	974.3		
	インド	名目GDP成長率	15.7%	16.0%	10.7%	6.00%	
		名目GDP総額	665.5	771.9	854.4		
	中国	名目GDP成長率	17.7%	15.6%	14.3%	6.12%	
		名目GDP総額	1,931.6	2,234.1	2,554.2		
南アフリカ	名目GDP成長率	29.4%	11.3%	7.1%	9.00%		
	名目GDP総額	215.0	239.4	256.4			

出所：先進主要国の名目GDP成長率は、OECDのデータ、BRICSの名目GDPはIMFのデータ(2006年は推計値)による。BRICSの名目成長率は、(今年の名目GDP総額-去年の名目GDP総額)÷去年の名目GDP総額×100で計算している。政策金利は、国際金融情報センターのデータによる。

## 資料 12 投資対象は信用力の高いソブリン債券

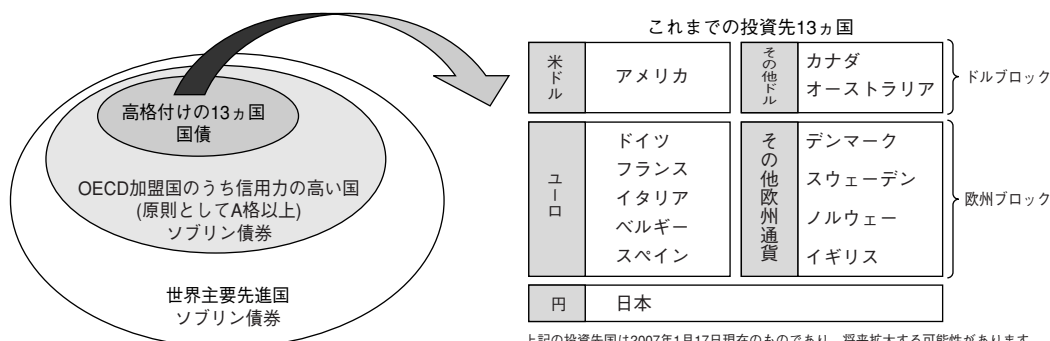
グローバル・ソブリン・オープン(毎月決算型)は、ファミリーファンド方式(\*)により、世界主要先進国(OECD加盟国のうち原則としてA格以上の信用力の高い国)のソブリン債券に分散投資するファンドです。したがって、投資している債券の元本の安全性や利払いの確実性は高いと考えられます。

(\*)ファミリーファンド方式とは、受益者から投資された資金をまとめた投資信託をベビーファンドとし、その資金の全部または一部をマザーファンドに投資して、マザーファンドにおいて実質的な運用を行う仕組みです。

当ファンドは、2002年3月1日にファミリーファンド方式による運用に移行しました。

ソブリン債券・・・・・・各国政府や政府機関が発行する債券の総称で、自国通貨建・外貨建があります。また、世界銀行やアジア開発銀行など国際機関が発行する債券もこれに含まれます。

投資対象の安全性を重視するという観点から、これまでの運用期間では、安全性や利回り水準などを勘案して厳選した高格付けの13カ国の国債のみに投資してきました。



上記の投資先国は2007年1月17日現在のものであり、将来拡大する可能性があります。

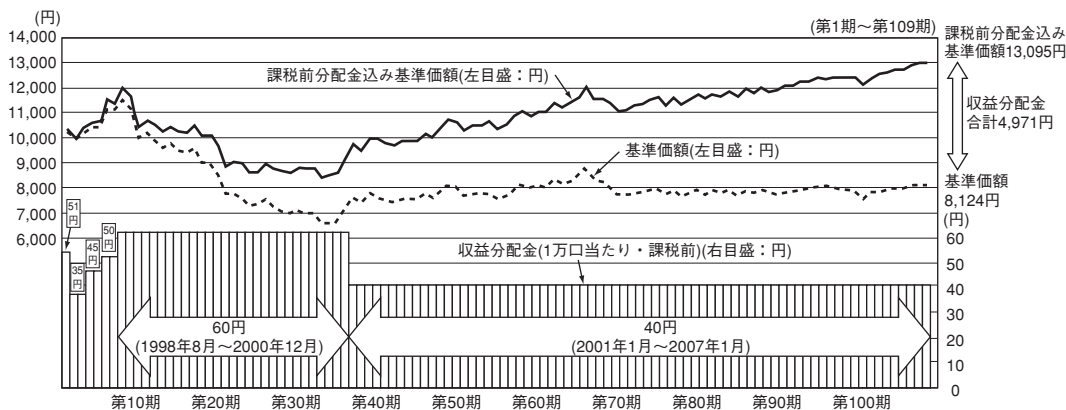
Kokusai Asset Management Co., Ltd. (出所)

## 資料 13 毎月の決算および収益の分配

グローバル・ソブリン・オープン(毎月決算型)の決算および分配に関する特徴

- 毎月17日(休業日のときは翌営業日)に決算を行います。
- 収益分配方針に基づいて、分配を行います。
- 設定来の収益分配金(1万口当たり・課税前)の合計は4,971円(第109期決算日(2007年1月17日)現在)。

収益分配金(1万口当たり・課税前)と基準価額等の推移



上記はあくまでも過去の実績であり将来の成果をお約束するものではありません。

Kokusai Asset Management Co., Ltd. (出所)

## 資料 14 米国の年金向け税制優遇

米国のミューチュアルファンドの残高は1995年以降の10年間で3倍以上の成長を見せた。この成長の背景としては好調だった米国株式のパフォーマンスとともに、個人退職勘定 (IRA) および確定拠出型年金(DC)という税制優遇制度経由の資金の流入が指摘できる。

ICIによれば、2005年末現在の米国の年金資産は合計で14.3兆ドルに達しており、IRA、DCの残高はそれぞれ約3.7兆ドル規模に達している。そしてこの2つの税制優遇制度経由で合計3.4兆ドルの資金がミューチュアルファンドに流れ込んでいるとされる。2005年末のミューチュアルファンド市場の規模約8.9兆ドルのうち、この2つを経由した資金が約4割を占めていることになる。

このうち、IRAは従業員退職所得保障法(1974年)に基づき、適格企業年金非加入者を対象に創設された制度で、IRAへの拠出については一定限度までの所得控除が認められ、引き出し時まで運用収益に対する課税が繰り延べられる制度である。その後、非課税限度引き上げや加入対象者の拡大が図られてきたが、納税者救済法 (1997年)によって、貯蓄拡大の観点から新たにロスIRA勘定が創設され、その後拠出限度額も数次にわたって引き上げられて今日に至っている。

一方、DCは従業員ごとに年金積立金を管理する年金制度である。企業側から見ると、伝統的な確定給付型年金(DB)よりも運営管理費用が安く、また従業員側から見ると転職時に移管しやすいことから、急速に残高を伸ばしている制度である。確定拠出年金にはさまざまなプランがあるが、そのうち最もポピュラーなのが従業員に課税前の拠出を認める401(K)プランである。

401(K)プランには、年金または一時金で受給する時点まで繰り延べられるメリットがある。また、IRA同様、拠出限度額の段階的な引き上げは適格ロス拠出制度が導入されて今日に至っている。

2005年末現在、確定拠出型年金全体の規模は約3.7兆ドルに達しており、そのうち約1.8兆ドルがミューチュアルファンドに流入している。このうち、401(K)プランの残高合計は約2.4兆ドル、うちミューチュアルファンドは約50%の1.2兆ドルを占めている。

このように、IRA および DC 経由で巨額の資金がミューチュアルファンドに流入しているのが米国の特色であり、こうした税制優遇制度の導入が米国のミューチュアルファンド発展の大きな原動力になっているといえよう。

## 資料 15 IRA 及び 401(K) の非課税拠出上限額

(単位：ドル)

年	I R A		4 0 1 ( K )	
	拠出上限額(注1)	キャッチアップ枠(注2)	拠出上限額(注1)	キャッチアップ枠(注1)(注2)
2006	4,000	1,000	15,000	5,000
2007	4,000	1,000	15,000	5,000
2008	5,000	1,000	15,000	5,000

(出所)Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act(EGTRRA)及びAmerican Fundsのホームページ掲載資料により野村アセットマネジメント作成  
 (注1)IRAについて、2009年以降は500ドル単位でインフレ調整する。401(K)について、2006年以降は500ドル単位でインフレ調整する。  
 (注2)なお、キャッチアップ枠とは50歳以上従業員に対する追加的キャッチアップ枠のことである。

## 資料 16 日本の確定拠出年金制度

2001年、確定拠出年金制度が創設された(2001年10月実施)。企業が設立する確定拠出年金(企業型)は、企業が定められた限度額(注)までの範囲で各従業員の口座に拠出を行うもので、現在従業員の拠出は認められていない。60歳から年金で受け取ることが原則となっている(中途受取や一時金による受取は例外を除いて認められず)。また、確定拠出年金制度には企業型以外に、確定拠出年金も含め企業年金がない企業に勤める被用者および自営業者のための個人型も創設されている(個人が限度額の範囲内で任意加入)。

(注)確定拠出年金の1人当り拠出限度額(月額)

・企業型	ほかに企業年金あり：23,000円	・個人型	民間企業被用者：18,000円
	企業年金がなし：46,000円		自営業者：68,000円

## 資料 17 平成 18 年度 大学への寄附講座の実施状況

	早稲田大学 (オープン教育センター)	一橋大学 (商学部)	慶応義塾大学 (商学部)
H18年度講座開設時期	後期	後期	前期
講座名	アセットマネジメント (資産運用)の世界	アセットマネジメント論	資産運用の理論と実務
対象学生	全学部、全学年の受講 希望者(大学院生も可)	商学部、経済学部、法学部 3・4年の受講希望者 (大学院生も可)	商学部3・4年の受講者
履修登録数	460名	580名	360名
担当教員	宇野淳 大学院ファイナンス研究 科長・教授	林康史 立正大学経済学部教授 (一橋大学非常勤講師)	堀田一吉商学部教授
講義概要	各コマ毎に外部講師を招聘 (フォーラム型授業)	約半数は担当教員が講義 を行い、残り半数は外部 講師を招聘	各コマ毎に外部講師を招聘

## 第20章 我が国生命保険会社の現状と国際競争力

金融庁監督局保険課長 保井 俊之 氏

いま生命保険会社の担っている役割が非常に変わりつつあります。マクロ経済から見た、あるいは我が国の資金フローという観点から見た生命保険会社の果たす役割の変化。もう一つは、我が国の生命保険会社が国際競争力というものを持ち得るのかどうか。この2つのテーマに絞ってご説明をしたいと思います。

### 1. 生命保険会社の現状

#### (1) 機関投資家としての生保の役割とその変化

最初に確認する点は、我が国の生保に対する期待されるべき役割は、20年前であれば機関投資家としての役割であったかも知れませんが、これが大きく変わりつつある、ということです。

図表1は、上の表が金融機関の資金シェアの推移、それから下のグラフが生保会社の海外融資残高と総資産構成比の推移、これらを図表にしたものです。

上の表はいわゆる資金シェア、つまり預金、債券、資産運用総額などを足し上げていった金額を国内の金融機関の中でシェア割りしたものです。その中で左から2番目が生命保険業界のシェアで、実はやや意外かもしれませんが、生命保険業の占める金融機関の資金シェアの割合は、大体1割程度で変わっておりません。

ちょうど20年から25年ぐらい前に、生保の資金運用力というのが相当程度喧伝されまして、「ザ・セイホ」と言われていた時代がありました。そういった「ザ・セイホ」ともてはやされた時代、ちょうど1990年代つまり平成の一桁台の頃から見て国内の資金シェアということで考えると、生命保険業界としてそんなに実力が落ちた、ということではありません。大体1割ぐらいのシェアを誇っています。

他方で、それではなぜ「ザ・セイホ」と言われなくなったか、ということですが、端的に言うと、海外融資残高あるいはその総資産に占める割合が減ってきているからです。図表の下のグラフでは生保会社における平成5年度末からの推移を取っています。このうち棒グラフで示しているのが融資残高ですが、平成7年度末の7兆円強をピークとして、直近少し数字が古くて平成14年度末になりますが、往時の半分強ぐらいの3兆9千億円まで落ちております。それから、この真ん中の点線でプロットしている線グラフですが、これが総資産の構成比に対する



比率です。これもだいたい平成6、7年頃の3.8から3.9%ぐらいの水準からずっと一貫して低下傾向にあり、平成14年度が2.2%です。実は我々もヒアリング・ベースで確かめているものですが、こうした傾向は直近まで続いています。

以上を総括しますと、国内では資金シェアが大体1割程度で実力は落ちていない。しかし、生保会社が海外に融資ないし投資するアベタイトは全く失せてしまっている、といえます。例えば、保険会社の資産運用規制として「3：3：2規制」というのがあり、外貨建資産投資の割合を3割程度まで抑えなければいけないのですが、そういった規制の「天井に張り付く」ようなことではなく、むしろ生保については海外に対する投資のアベタイトを失っている、というのが現状認識です。

## (2) 生保市場の成熟

次に図表2ですが、その背後に何があるかということ、国内の生保市場の変化、成熟といったものが挙げられると思います。生保の場合、支払準備は大体平均で10年から20年、長いものでは35年程度というものもありますから、相当程度長い資金を負債として抱えることになります。従って、変化はゆっくり起こるのですが、その生保市場を見てみますと変化がより明らかになってくると思います。この表は生命保険契約全契約の中で、これはもちろん個人保険ですけれども、種類別に新契約件数の割合の推移を取ったものです。つまり保有契約ではなくて新規に獲得してくる契約のシェア別の割合ということになります。各棒グラフの真ん中あたりで数字が大きく表されているところは医療保険、いわゆる第三分野といわれる商品で、昭和60年度には15.5%のシェアだったものが、平成17年度では約30%で、ほぼ倍増であります。

他方、この一番下ですが、終身保険あるいは定期付終身保険、これはちょうど30年前あるいは40年前であれば生保商品の黒柱と言われた商品ですが、亡くなれば保険金が出るという商品で、このシェアは昭和60年度の16.9%から平成17年度の13.5%へとシェアで3分の2程度に減少している。これを一言で言えば、図表に矢印で示している通り、死亡保障から医療保障へシフトしているということです。死亡保障であれば最初に多額の保険料を積み立てておいて、それを運用するというニーズが生じますが、医療保険ですから、長生きに伴う病気や介護に対して保険金の支払いを少しずつ行っていくので、長期の資産運用をしている余力がやや小さくなってきている。これが生保会社の特徴であろうかと思えます。このことが、よりリスクの高い海外に対する融資残高を圧縮している一つの背景かとも考えられます。

## (3) 少子・高齢化社会の進展による社会環境の変化と国民のニーズの多様化

それから、図表3です。その背後には果たして何があるのか、さらに何があるのか。なぜ死亡保障でなくて、「長生きリスク」の保障なのか。それはおそらく我が国の大きな社会変化があると思います。

図表の一番上の四角の囲みですが、長寿化の傾向、特に高齢層の死亡率が改善しています。ここに「標準生命表の改定」というのがありますが、死亡保険の商品を含む料率にあたりましては、日本アクチュアリー会が作成し当局が検証した「標準生命表」というものを使って死亡率を計算し、検証することになっており、これまでは1996年に作られた標準生命表を使っておりました。これに対して、大体年数で8年ほど皆さん長生きされることになりまして、長寿化傾向を反映した「標準生命表2004」というのをこれから使って保険商品を組み替えていくわけです。そうすると、いわゆる「長生きリスク」ということで、亡くなられる年齢はより上がるわけですから、死亡保険については値下げ傾向で、第三分野については値上げということになってくると思います。

それでは、こうした少子高齢化社会というものが進展するとどうなるかということ、社会の変容、労働人口の減少、社会保障制度の見直し、介護問題の深刻化等も出てきます。個人、家庭のレベルで申しまして、世帯構成の多様化あるいはライフスタイルの多様化、就業規定等の多様化があります。このような変化に伴い保険に対するニーズもいろいろ変化するであろうと考えますし、実際、非常に変化を遂げています。

私ども金融庁ではここ3年ほど毎年1回、「利用者満足度アンケート」というのを実施しております。これは各金融業態別に、利用者の方々が何を求めているかをアンケート調査しているものですが、保険商品で典型的なものとして「かなり向上した」あるいは「どちらかといえば向上した」という項目が多いものを図表の下部に取り出しました。見ると、お客様、利用者の方々は特に「提供される商品・サービスの種類が多くなっている」点、そして「インターネット、携帯電話などを通じた保険商品・サービスの提供ができるようになってきている」点の2点を相当程度評価しております。

このことは、昔のようにとにかく会社が決めた一つの商品をパワーセールスで売って歩く、といったことでは国民のニーズの多様化に応えることができなくなってきた。これが、いま生保会社が直面している課題であろうかと思えます。

#### (4) 販売チャネルの多様化

さて、それではどうなってそれは具体化していくか、ということなのですが、**図表4**をご覧ください。これは一言で申し上げれば、販売チャネルの多様化ということだと思います。

日経新聞2007年2月25日付の記事でも紹介されましたが、生命保険文化センターの調査によれば、生命保険の購入のチャネルは10年前に比べて相当程度変わっており、通信販売あるいは保険代理店の窓口で購入することが増えている。他方、メインフレームと今まで称されてきた販売の募集人の方からの購入はもう相当程度比率が落ちてきていることがわかります。具体的な数字を見ると、85%から大体いま60%前後になっており、ここ数年で大きく変わっており、また落ちてきています。

それはなぜか、ということですが、図表の左側に「○営業職員」、「・プロ募集人」と書かれたチャンネルがあり、これに関して1つは、2001年9月11日にテロが起きて、その後オフィスが相当程度セキュリティーを強化した、ということがあります。昔であれば会社、職域の営業の保険会社の方というのは顧客の会社に行って昼休み等にぐるっとまわられて、という世界だったのですが、入れない。オートロックで入れない。政府施設もセキュリティーを強化しましたので、カード・リーダーにカードをかざさないともう入れなくなりました。

ということで、プロ募集人が職域に入り難くなった事態となり、従って、来店型店舗に売って頂く、あるいは来て買って頂かなければいけなくなっている、というのが図表の「○代理店」です。そのうち「・金融機関代理店」つまり典型的には銀行の保険窓販ですが、これは第三の拡充を2年前にさせて頂いて、今後2007年の末までに全面改訂するかどうかという議論をして頂く予定となっています。そういった変化がありますし、また、週末デパートに行きたくて、というニーズに対する「・来店型店舗」というのが出てきております。

あと「○通信販売・インターネット」、これは相当程度募集手数料が安く済むものですが、こういったツールいわゆるダイレクト・チャンネルの活用も始まっている。

以上のような変化が起こってきております。

#### (5) 課題：内部要因

もう一つ図表5ですが、販売面のみならず内部要因としても色々な問題が起きている。1つは、保険金の支払いにおける支払漏れや不払いに見るような、例えば契約書の「名寄せ」ができないようなシステムではなくて、これからは相当程度インフラの投資をして、保険業の根幹である開発・募集・支払というシステム一貫として顧客にサービスを提供する。資金負担も相当でありますので、資金運用に回しているお金が相当程度要るだろう、という予想はつくわけです。また依然として「逆ざや問題」があり、ソルベンシー・マージン比率の厳格化を私ども金融庁の研究会で打ち出していることもあって、リスク管理、ALMの高度化ということも図っていかねばならない。ますます「ザ・セイホ」と言われた時代からは、時代が変わってきているのではないか、というのが私の考えです。

#### (6) 課題：外部環境

2つ目の課題を図表6に示しましたが、外部環境としても、規制緩和ということで銀行の窓販の全面解禁があります。生保会社としてはシステム投資を相次いで行ってございまして、例えば保険窓販専門の子会社を設立するような動きも社によってはあります。このような国内の投資ニーズがあるため、海外にも資金を出していくことはなかなか難しくなっているかとも思います。

さらに新たな競争として、郵政民営化があつてかんぽ生命が入ってくる。それから新興勢力

としてネット専業の生保あるいは外資。また、従前は「無認可共済」と呼ばれていた少額短期保険もあり、ペット保険などは注目される市場になると予想されます。

## 2. 生命保険会社の国際競争力

### (1) 日本の生命保険市場の状況

さて、こういった現実を踏まえながら、生命保険会社の国際競争力をどう考えればよいか。まず日本市場の状況（**図表7**）ですが、日本の生命保険市場そのものの規模はアメリカに次ぐ世界第2位の規模です。世界各国の生命保険収入保険料ベースでのシェアを取ってみますと、大体アメリカがいつも世界の4分の1ほどのシェアを占めており、日本は2割ぐらいです。これはずっとこの20年間変わっていません。従って、日本は2割を占める非常に有力な市場ですが、他方で市場規模は縮小しています。これは便覧図でございませけれども、世界全体の保険市場が大体4.8%の伸びをしている一方、主要先進諸国の中で日本だけが実はマイナス3%で、既に成熟どころか縮小しつつあるのが現状です。

### (2) 日本市場における外資系生保

そのような現状に対してどのように課題を克服していくか。**図表8**ですが、いま外資系生保は、国内生保と比較的異なる商品戦略、チャンネル戦略で業容を拡大しています。

次に図表の右側です。外資系生保は、社によっては銀行窓販に特化している例が多いのですが、金融機関の代理店を相当程度用いています。また、それ以外でもいわゆる「ライフ・プランナー」と呼んでいる方々、専門性のあるプランナーが商品提供しているようです。

従って、総括しますと、図表の右側下のマトリクスで示した外資系あるいは国内系の保険契約状況を見てみますと、右側が国内生保23社、左側が外資系の生保15社で、保有契約高そのものは外資系は非常に少なく、国内生保が1,021兆円に対して、外資が129兆円。シェアは1割から2割ぐらい。保有契約件数、保険料等収入を見ても国内生保より少ない。他方、この「増減比」というところですが、保有契約高、契約件数、保険料収入等外資系はすべて5%前後で伸びています。これに対して国内生保については、保有契約高、契約件数についてはマイナスです。

### (3) 海外市場における国内生保

最後に、それでは海外での競争力はどうか（**図表9**）。実はバブルの崩壊前までは国内市場での成長を享受できたので、国内生保の海外進出事例はほとんどありませんでした。ところが、今般、国内市場でのマイナス成長ということもあり、大手生保を中心に成長が見込まれ

るアジアに進出、という事例が出てきています。従って、今後はアジア市場を中心に日本の生保会社がどれだけ国際競争力というものを発揮できるか、というのが次の勝負であろうと思います。そこで一番目のテーマに関連する話ですが、現在、保険会社は不払いや支払い漏れが発生した中で基本的な保険商品としての魅力が担保できるかどうか、という瀬戸際にかかっています。これに早く対応しませんが、例えばベトナムなりマレーシアなり中国に行くときに、日本の保険会社では何を売るのか、と言われた場合に、資金力ではもう押し出せませんから、個々のいわゆる保険の商品性でお客様を惹きつけなければいけない。すると、地場の保険商品に対してどれだけ日本の保険商品が魅力的か、という要素が重要であると思います。その時に日本の国内で支払い漏れや不払いを起こしている商品が果たして魅力的で売れるのかどうか、これは非常に厳しい命題を日本の生保会社は突き付けられていると思います。従って、我が国の生命保険会社の現状と国際競争力を鑑みるに、以前のような資金の出し手という役割ではなくて、いかに魅力ある保険商品を、いわばモノづくりの世界において日本企業が日本製品を製造し販売していった努力を重ね合わせて、どれだけ改善した商品を海外の市場に出せるか、これがポイントであろうかと思っています。

(2007年4月17日開催 第16回委員会ご講演)

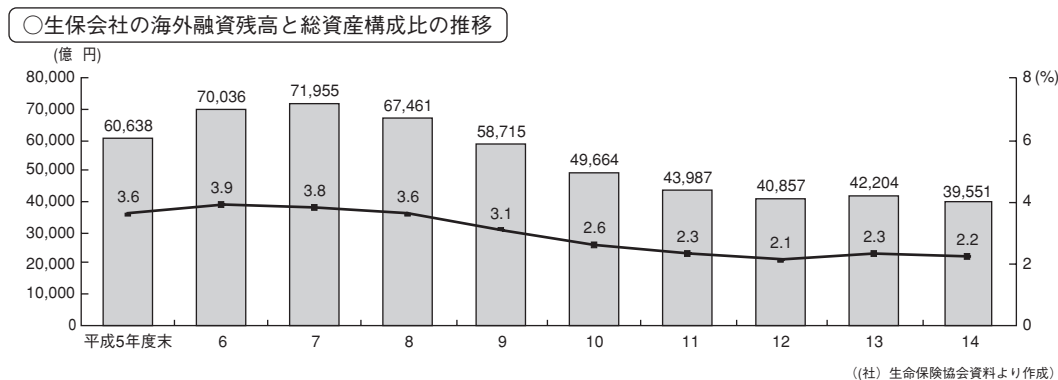


図表 1 機関投資家としての生保の役割

○金融機関の資金シェア\*の推移

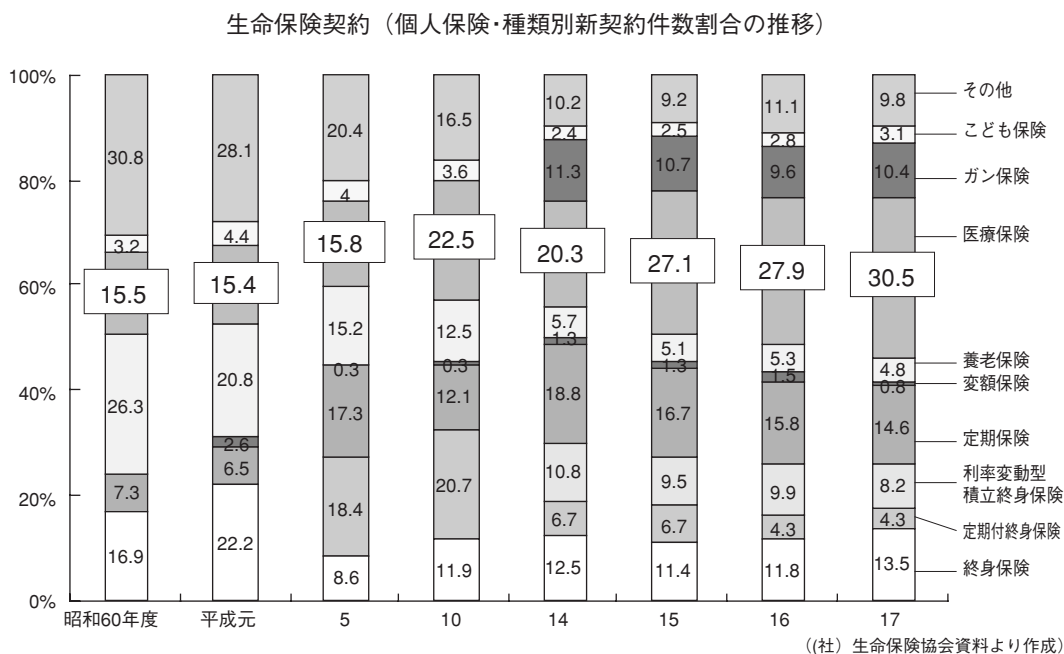
年 度	国内銀行		生命保険		損害保険		財政融資資金		簡易保険		合計 (その他含)
	銀行勘定	構成比		構成比		構成比		構成比		構成比	
昭和 50	1,081,544	39.4	127,942	4.7	32,756	1.2	427,380	15.6	66,678	2.4	2,746,835
昭和 60	2,804,988	34.1	529,451	6.4	106,283	1.3	1,669,628	20.3	285,623	3.5	8,232,730
平成 1	4,855,426	38.9	1,135,623	9.1	217,288	1.7	2,299,906	18.4	464,156	3.7	12,492,635
平成 5	5,101,887	32.7	1,646,169	10.6	253,193	1.6	3,262,859	20.9	743,450	4.8	15,590,253
平成 10	5,556,001	30.6	1,863,556	10.3	282,969	1.6	4,360,373	24.0	1,117,368	6.2	18,133,482
平成 15	5,637,152	31.2	1,800,891	10.0	296,913	1.6	3,872,408	21.4	1,201,969	6.7	18,057,284
平成 16	5,664,316	31.3	1,873,026	10.3	301,171	1.7	3,709,908	20.5	1,199,150	6.6	18,122,619
平成 17	5,710,990	30.8	2,063,719	11.1	344,735	1.9	3,395,518	18.3	1,188,767	6.4	18,535,510

(\*)国内銀行（銀行勘定）は預金+譲渡性預金+債券。生命保険、損害保険、簡易保険は運用資産総額。 (社)生命保険協会資料より作成)



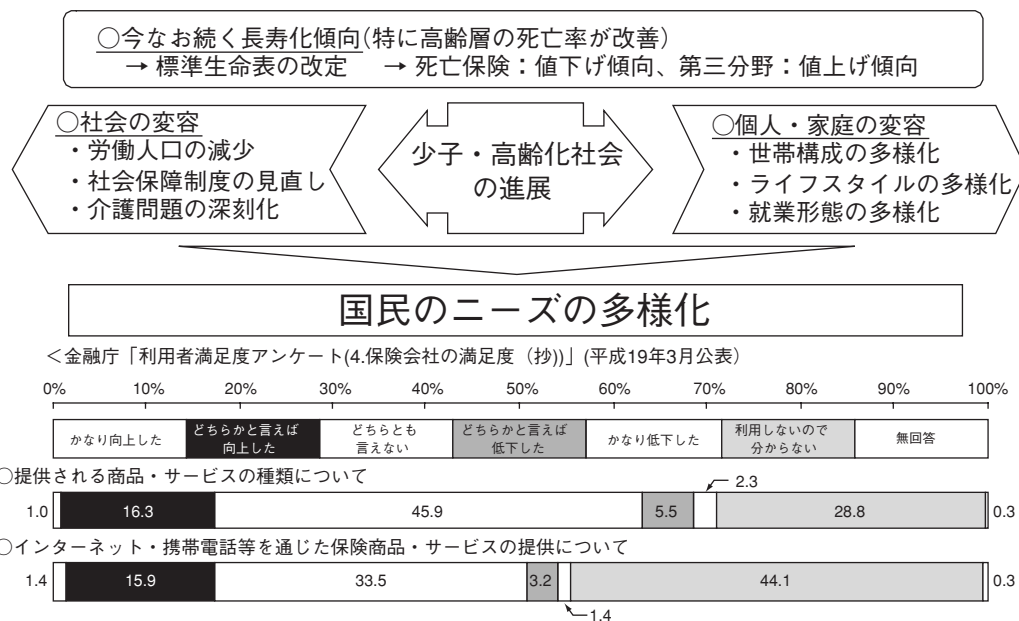
図表 2 生保市場の成熟

➤ 死亡保障から医療保障へのシフト





図表 3 少子・高齢化社会の進展による社会環境の変化と国民のニーズの多様化



図表 4 販売チャネルの多様化

○営業職員

- ・プロ募集人

○代理店

- ・金融機関代理店
- ・来店型店舗

○通信販売

- ・インターネット

図表 5 課題①（内部要因）

➤ 保険金等の支払

- ・ 商品開発・募集・支払：保険業の根幹の再構築

➤ 逆ざや

- ・ 内部留保の充実、リスク管理・ALMの高度化

図表 6 課題②（外部環境）

➤ 規制緩和

- ・ 窓販全面解禁：弊害防止措置の実施状況を踏まえ、支障がなければ19年12月末見込。

➤ 新たな競争

- ・ 郵政民営化
- ・ 新興勢力：ネット専業、外資、少額短期保険業者

図表 7 日本市場の状況

➤ 日本の生命保険市場は、米国に次ぐ世界第2位の規模ながら、過去10年間の生命保険料は、主要国で唯一のマイナスであり市場規模は縮小。

【世界各国の生命保険収入保険料状況（2005年）】

国名	収入保険料 (百万米ドル)	世界シェア (%)
アメリカ合衆国	517,074	26.2
日本	375,958	19.1
イギリス	199,612	10.1
フランス	154,058	7.8

(出典：「sigma No.5/2006」スイス再保険会社)

【主要国の生命保険料の伸び率】

国名	伸び率 (%)
世界	4.8
アメリカ合衆国	6.9
日本	-3.0
イギリス	10.6
フランス	6.3

(ドル建の生命保険料で1995年～2005年までの年平均伸び率を示す。)  
(出所：「sigma 2006 No.5」 「sigma 1997 No.4」より  
野村証券金融経済研究所作成)

図表 8 日本市場における外資系生保

➤ 国内市場では、外資系生保が、国内生保とは異なる商品戦略、チャネル戦略で業容拡大。

【第三分野年換算保険料\*の状況】  
(2006年3月期)

(単位：億円)

日本生命	5,619
第一生命	4,710
明治安田生命	3,381
住友生命	4,416
アメリカンファミリー	9,207
アリコジャパン	2,870

(\*保有契約ベース)  
(各社公表資料より作成)

【外資系生保の主なチャネル戦略例】

- ハートフォード生命  
金融機関代理店を通じた変額年金保険の販売
- ブルデンシャル生命  
「ライフプランナー」(営業職員)によるコンサル・セールス

【外資系・国内生保会社の保険契約状況(2006年3月期)】

	外資系生保会社(15社)		国内生保会社(23社)			
	構成比(%)	増減比(%)	構成比(%)	増減比(%)		
保有契約高	129兆円	11.2	3.9	1,021兆円	88.8	▲3.8
保有契約件数	4,000万件	32.4	3.8	8,400万件	67.6	▲0.3
保険料等収入	8兆円	27.6	5.4	21兆円	72.4	4.1

(注) 保有契約高及び保有契約件数は、個人保険及び個人年金保険の合計。  
(各社公表資料より作成)

図表 9 海外市場における国内生保

➤ バブル崩壊前までは、国内市場での成長を享受できたため、国内生保の海外進出事例はほとんどなし。

➤ 最近では、国内市場のマイナス成長もあり、大手生保中心に、成長が見込まれるアジアへ進出。

- ・ 日本生命：中国で合弁生保設立（15.9.23設立）
- ・ 第一生命：ベトナムで生保買収（19.1.18実行）

## 第21章 資本取引の活性化に向けた税制の取組みについて

財務省主税局調査課長 星野 次彦 氏

私からは、最近の金融証券税制の動き、三角合併の関係および租税条約の3点について話をしたいと思います。いずれの話も、財政事情が厳しい中で経済活性化を図っていくために民間資金をいかに効率的に活用していくかが鍵になりますし、また貯蓄率がどんどん低下している中で海外の資金をいかに取り込むかが課題になっていますので、こういった観点から3点について説明をしたいと思います。

### 1. 金融証券税制について

#### (1) 証券税制の改革

まず、平成13年度以降最近の金融証券税制の改革の取組みを纏めたものがありますので、ご覧下さい（資料1。以下、これと続く資料2をご参照）。家計の金融資産の効率的な活用が今後の経済活力維持の鍵になりますので、そのために、一般個人の資産をいかに活用していくか、ということです（資料1の左側）。こういった観点から、「金融所得課税の一体化」をキーワードとして、預貯金なみの手軽さで株式投資できる税制を目指す政策を行ってきました。具体的には、3つの考え方に基づいて行っています。

1つ目が課税方式の均衡化、具体的には預貯金利子に関する20%分離課税に、他の金融商品も合わせていこうとするものです。具体例として上場株式などの譲渡益は申告分離課税で26%だったものを平成13年11月に20%への引下げを決定しております。それから、上場株式の配当についても、それまでは原則として総合課税であったものを、平成15年度改正において20%の定率課税かつ申告不要の制度を導入しました。あと公募株投（株式投資信託）の譲渡益についても、平成16年度改正において申告分離課税の税率26%を20%に引き下げる、といった政策を順次行ってきました。

2点目は簡素化、利便性の向上で、利子のように源泉徴収だけで納税が完了する仕組みを実現する、ということを行ってきました。平成14年度改正においては、上場株式などの譲渡益について「特定口座」を使って源泉徴収のみで納税が完了する仕組みを導入しましたし、また、平成15年度改正においては、上場株式の配当についても源泉徴収のみで納税が完了する仕組みを導入しています。

それから3点目が一般投資家の投資リスクへの配慮、ということで繰越控除制度の創設など

を行っています。これは平成13年11月に上場株式の譲渡損失の繰越控除制度を創設すると共に、平成15年度改正において公募の株式投資信託の解約・償還損益と株式譲渡損益との通算を可能にしています。

## (2) 主な金融商品の税率

それから、主な金融商品の税率について纏めましたのでご覧下さい（資料3）。要するに、税負担に左右されずに金融商品を選択できるように税率を均衡化させることが必要です。先ほど説明した通りですが、金融商品間の垣根が低くなって色々な金融商品の加工ができるようになる、具体的にはキャッシュフローを様々な所得分類に加工できることになると、商品間で税率があまりにも違ってくるとまずいわけです。従って、税率の課税方式を均衡化させることによって、金融商品間の課税の中立性を実現していきたい、ということで20%に揃えてきているわけです。ただ、この図を見てわかる通り、平成15年において当時の経済状況に配慮して5年間の特例ということで上場株式等の配当、また上場株式等のキャピタル・ゲインについて軽減税率10%を導入しており、これらが今年（平成19年）の年末それから来年（平成20年）の3月にそれぞれ適用期限の延長が到来するため昨年（平成18年）秋の税制改正の中で議論になった、ということです。

次に、この軽減税率10%の背景ですが、ご承知の通り、当時の株価ですとか金融機関の不良債権の状況、まさに日本経済が奈落の底に落ちて行くような状況に対応するためのものだったわけです。ただ、このグラフ（資料4）からも分かるように、現在は全く昔の状況と様変わりをしていまして、こういった状況を踏まえて、やはり特例を続けるのをやめるべきではないか、といったような議論が起こったわけです。

さらに、近年において経済状況に勘案して色々税制上の措置をとってきました（資料5）。例えば、定率減税とかIT投資促進税制です。いずれも経済の回復に応じて廃止しており、こういった特例の廃止に鑑みれば、やはり証券税制についても期限到来に伴う何らかの措置が必要ではないか、ということです。これについて去年2006年の秋どうなったか、が次の話です。

## (3) 金融所得課税の一体化と軽減税率の廃止

政府の税制調査会での議論は、適用期限の到来をもって軽減税率を廃止すべきではないか、といった意見が大勢でした。去年（平成18年）の年末に出された答申によれば（抜粋。資料6）、「平成19年（度）末に期限切れとなる上場株式等の配当や譲渡益の優遇措置については、金融所得課税の一体化の方向に沿って、期限到来と共に廃止し、簡素でわかりやすい制度とすべきである。」（同資料の真ん中あたり）ということが提言されたわけです。

これに対して与党における議論ですが（資料7）、与党の税調では、かなり慎重論が強かったわけで、結論としては、ここに書いてある通り「上場株式等の配当および譲渡益に係る



10%の軽減税率は、その適用期限を1年延長して、廃止をする。」ということで、平成19年の年末には廃止をする方針は決まりましたが、それではこの1年、どういうことを検討するか、ということです。「この間、証券市場の状況、個人投資家の株式等の保有状況等を勘案し、金融商品間の損益通算の拡大策等を検討の上、成案を経て平成21年度からの導入を目指す。」(同資料の真ん中あたり)と書かれております。また、「なお、その際、市場の混乱を回避する観点から市場特例措置を講ずることも検討する。」とのことで、いちおう1年間の猶予をもって、ここに書いてあるようなことについて検討をしましょう、として与党の議論が結論をみました。結局この問題を今後考えてゆくにあたって、どうかということなのですが、平成16年の6月に政府税調の金融小委員会で基本的に金融所得課税の一体化についての基本的考え方が纏められており、基本的にはこうした考え方が妥当するのではないかと考えています。

金融小委員会の方針、報告書の中身を資料として付けましたが(資料8から10)、先ほど冒頭にも申し上げた通り、金融商品の中から税負担の違いに左右されず、それぞれのニーズに応じて投資先を選択できるように、1つは金融商品間の課税の中立性をなるべく追及していくこと。それから、一般の個人投資家が投資判断を行うために簡素で分かりやすい税制であるようにすること。それから、一般の個人投資家が投資を行い易くするための投資リスクの軽減を図ることが必要(資料8前段真ん中あたり)。ということで、これまで図ってきた色々な措置の流れに沿って、やはり基本的に1年間考えていく、というわけです。

それから、税制論から見た位置付けですが(同資料後段)、金融所得課税については、税制の中立、簡素、適正執行の確保などの観点から比例税率による分離課税が導入されてきましたが、いま行われている金融所得課税の一体化というのは、一般投資家が投資し易い簡素で中立的な税制を構築する観点から現行の分離課税制度を再構築するものだ、という位置付けがなされています。

諸外国の話として北欧諸国の二元的所得税の話なども記載されていますが、最近の諸外国の動きとして一つ注目される話としては、ドイツがあります。いまドイツはかなり色々な税制改正を行っていますが、2007年4月13日付の日本経済新聞によれば、金融課税について「ドイツ金融税制抜本見直し」といったことが掲載されており、利子、株式の配当、それからキャピタル・ゲイン、これら今までバラバラだったものを一律25%の源泉分離課税にすることを2009年の1月から行おうとしており、こうしたドイツの動きについても、国際的な資金移動などが活発化するなかで、一つの参考になるのではないかと考えています。

#### (4) 金融商品課税一体化における損益通算

それから、損益通算についての考え方です(資料9)。損益通算については、基本的に投資リスクを軽減する、ということですが、ただ一点注意を要するのは、主要諸外国においても譲渡所得と配当のような経常所得との間の損益通算はあまり認められていません(同資料の真

ん中あたり)。アメリカでは認められていますが、年間3,000米ドル以下に制限されています。従って、損益通算を認めるといっても、やはり金融所得の間の質的な違いについてはやはりきちんと考えていく必要があると思いますし、あと税収への影響についても考えていく必要があるのではないかと思います。

#### (5) 金融商品課税一体化を支える環境の整備

それから、金融小委員会の報告書では、損益通算を認める範囲をできるだけ広げていくために源泉徴収制度や取引の把握のための資料情報制度など執行体制の整備が必要であることが書かれています（同資料の後段）。具体的にそれをどうするか、ということについては（資料10）、一つこれまでも色々議論されてきましたが、番号制度が考えられます。損益通算を認めるに当たっては、税務当局側ではそのチェックをしないといけないわけですが、その際、支払者が税務当局に提出した支払調書の内容と、納税者が提出した申告書の内容とを、なかなか限られた人員の中でマッチングをしてゆくためには、やはり何らかの番号制度を利用するということが必要ではないか、ということが書かれているわけです。損益通算の適用を受けようとする者は番号を利用し、そうでない者は番号を利用しないが良い、といった「選択制」というようなことも考えられます。他に、特定口座の制度を利用して処理をするといったことも考えられるかもしれません。いずれにしても、こういった納税環境の整備、体制の整備のようなことも併せて考えていかなければならない。ということで、年末までの間にいかに個人投資家が投資を行い易い環境の整備を税制面で行ってゆくか、を考えているところです。

## 2. 三角合併に係る税制について

### (1) 三角合併

次に三角合併の話です（資料11）。会社法ができる前の旧商法における企業間の合併は、合併法人がその被合併法人の株主に対して合併の対価として自らの、つまり合併法人の株式を交付するものしか認められていませんでした。しかしながら、今年（平成19年）の5月から新しい会社法で合併の対価の柔軟化が行われ、合併法人の株式以外の対価を交付することが認められるようになりました。その結果、合併法人の親会社の株式を対価として交付する合併、いわゆる「三角合併」が可能になったわけです。この三角合併の大きな特徴は、これがクロス・ボーダーのM & Aに活用可能と言える点にあるかと思います。会社法では、外国の会社と日本の会社は準拠する会社法制が違いますから、直接合併することは認められておりません。しかし、三角合併を使うことによって、合併法人の親会社が外国法人であったとしても、合併自体が日本の会社の間で行われれば成立します。従って、実体として外国親会社が日本企業を傘

下に治めることが可能になります。ということで、三角合併が認められることによってクロス・ボーダーのM & Aが可能になり対日投資の促進に資する、ということが言われております。

他方、三角合併がいわゆる敵対的な買収に用いられるのではないか、といった懸念が我が国の経済界から指摘されており、会社法制定の際に、企業の敵対的買収に対する防衛策の導入のための猶予期間を設ける意味で、合併対価の柔軟化の部分については会社法その他の部分に関し施行を1年間遅らせ、今年（平成19年）の5月1日にした経緯があります。

## (2) 三角合併等に係る税制の枠組み

それで税法上どうなっているかという話ですが、三角合併のみならず従来型の合併であっても、会社が合併を行った場合には合併によって吸収される会社は無くなり、この無くなる被合併法人の資産は合併後に存続する会社すなわち合併法人に移転することになる。平たく言うと、被合併法人の資産が合併法人に売却された形になる。ということで、会社の保有する土地などを売却した場合と同様にキャピタル・ゲインの清算、資産の含み益についてキャピタル・ゲイン課税が行われることが、まず課税上の原則になっています。

一方で、合併の場合には形式的に被合併法人の資産が合併法人に移転することになるわけですが、経済実態として見れば売却とはいえずに、移転する資産や事業に対する支配を継続するというケースもある。こういうケースにまでキャピタル・ゲイン課税を行うのは実態に合わないので、現行の税制では一定の要件を満たす合併については課税繰延を行い、合併時にキャピタル・ゲイン課税を行わない、という制度になっています。

課税繰延の要件ですが、2つのケースがあります（資料11）。1つはその企業グループ内の合併の場合、もう1つが共同事業を営むための合併の場合、という類型に分けて事業関連性などの要件が税法それから政令上定められています（別途、後述）。三角合併に対応した税制措置を平成19年度税制改正において行いましたが、具体的には合併対価として合併法人の100%親会社の株式のみを交付する場合にも、合併当事者間で従来型の合併と同じ要件を満たした場合には、課税繰延を行うことにしています。クロス・ボーダーの三角合併についても、基本的な考え方としては「内外無差別」ということで、国内の合併と同様の取り扱いをすることにしており、同じ要件を満たした場合には課税が繰り延べられることとなります。

ここでポイントとなるのは、「事業関連性」（資料11左下の表の中に枠で囲み大きな字で表記）の要件です。従来型の合併においては、企業グループ内の合併を除いて、合併法人と被合併法人の事業の間に関連性があることを課税繰延の要件としています。この点については三角合併の場合でも変更していません。従って、その合併法人が事業を行っていない、いわゆる「ペーパー・カンパニー」の場合にはそもそも事業を行っていないため事業関連性の要件は満たしませんから課税繰延は行われないこととなります。この点については色々議論があり、外

国関係者からは、合併法人がペーパー・カンパニーである場合であっても課税繰延を行うべきだ、という主張がありました。他方で経団連からは、三角合併であっても事業を行っていないペーパー・カンパニーについては課税繰延を認めるべきではない、という提言がありました。結局この点については、三角合併は合併対価の柔軟化であって合併の一類型であることから、従来の合併に対する要件をそのまま適用することが中立的である、という関係省庁の要望を踏まえて、いま申し上げた対応をするということに決まったわけです。

### (3) 事業関連性要件の明確化

この事業関連性の要件については、何をもちいて事業に関連しているか、関連性があるといえるか、について従来は執行当局の運用に委ねられていました。具体的には、業種が同じであることまでは求めず、事業が存続し、存在して、合併後に合併法人と被合併法人の事業の設備やノウハウなどを活用することによって2つの事業が一体として営まれていれば、例えば製造と販売など異業種であっても、事業に関連性があるという運用がされてきたということです。

外国企業からすると、法令上明文化されていないのでは予測可能性が低いため三角合併について抑制効果が働くのではないか、といった指摘があり、そういった指摘を踏まえて、事業関連性の要件の判断基準を、従来の執行当局の運用を踏まえた形で今回財務省令に明文で記載することにしました。この省令については先週平成19年4月13日に公布をしたところで、この省令は従来の運用を明確化する性質上、内外無差別かつ三角合併にも従来型の合併にも同様に適用されるものになっています。

具体的に、その省令の中身を見てみましょう（資料12）。事業性の判断としては、まず第1に国内に事業所などの固定施設それから従業員が存在すること。それから2点目として、事業を行っていることが確認できる一定の行為のいずれかを自らの名義と計算のもとに実施していること。この2つを満たした場合に事業が存在すると判断する、という基準を明文化したわけです。この「一定の行為」については、必ずしも収益を上げていなくても良く、具体的な活動を開始していることのメルクマールとして商品開発、生産、広告、宣伝による契約の勧誘、事業上必要な資産の保有などを省令で明記しているところです。それから、ここに記載の通り、関連性の判断基準についても従来の運用を省令上に明記しました。こういった明確化によって、外国企業を含めた関係者の予測可能性が高まって制度が使い易くなり、企業経営の選択肢の拡大、対日投資の促進に繋がる、といったことが期待されています。

### (4) 組織再編成への対応(その1)：事業譲渡類似株式等の譲渡益課税

こういった一般的な課税繰延要件の下で三角合併がクロス・ボーダーで行われますが、クロス・ボーダー特有の事情に対してどう対応していくか、という問題があります（資料13）。一つは、被合併法人の株主が非居住者や外国法人である場合に、その親会社が外国法人である時



には、仮に再編が行われたとすると外国の株主が外国法人の株式を保有する形態になってしまい、将来、株式を譲渡しても、その譲渡益には我が国で課税できない、という問題が起こります。こういったケースでは、課税繰延をすると事実上非課税としたことと同じになってしまうので、その課税繰延をせずに再編時に課税をする、ということにしています。

#### (5) 組織再編成への対応(その2)：租税回避防止策—クロス・ボーダー組織再編成

前項で述べたのは会社法によって新たに行えるようになった三角合併の組織再編成についての税制上の取扱いですが、今回の平成19年度改正では、こういった三角合併に対する税制上の取扱いに加えて、クロス・ボーダーの組織再編成を利用した国際的な租税回避行為に対応するための措置を合わせて導入しています(資料14上段)。いわゆる「コーポレート・インバージョン」に関する問題です。コーポレート・インバージョンとは、一般的には内国法人が、その経済実態とか実質的な株主構成を変えずに外国法人の子会社となる、すなわち企業としての実態はそのままで所有形態が置き換わる、ということの意味している言葉です。この問題はアメリカで盛んに議論されています。三角合併によって簡単に行われるのではないかと、ということです。特に、コーポレート・インバージョンによってタックス・ヘイブンなどの国を絡ませて、その実態の無い会社を通じて内国法人を所有する形態を作り出すことによって、タックス・ヘイブンにある親会社に所得を移転させるなどの租税回避行為が容易になることが懸念されます。

現在、タックス・ヘイブンなどの軽課税国にある海外子会社を利用した租税回避を防止する策としては、外国子会社合算税制いわゆる「タックス・ヘイブン税制」があります。これはタックス・ヘイブン国に実態の無い子会社があって、そこにその所得が留保された場合、親会社である内国法人の課税所得の計算上この留保所得を合算して課税する、というものです。この制度は本来であれば親会社である内国法人に配当すべきであるのに、あえて実態の無い子会社に所得を留保している、という点に着目して行うものですから、そのタックス・ヘイブン国にあるのが親会社である場合には適用できないこととなります。従って、こういったケースについて対応する措置を行いました。

具体的には、コーポレート・インバージョンによって内国法人のその実態、その保有する株主が実質的に変化しない、という点に着目してタックス・ヘイブンにある実体の無い親会社に留保された所得を、この株主の所得に合算して課税しよう、ということをしています(資料14後段)。それから、このような課税回避行為を容易にすることを目的として行われた組織再編成について課税繰延を認めることは不合理であるので、併せてそういったタックス・ヘイブンを利用した濫用的な組織再編について適格性を否認する、といったことを行っています。こみいった話ですが、このたびコーポレート・インバージョンに関して行った措置の概要については、以上の通りです。

### 3. 租税条約について

#### (1) 我が国の現状と基本的考え方

最後に、租税条約について簡単にご説明します。我が国は現在まで45本の租税条約を締結しており、相手国は56か国に上っています（資料15）。

租税条約の基本的な役割、考え方ですが（資料17）、国際課税の目的は、国際的に活動する企業、個人などの所得について各国が課税範囲を明確化し、国際的な経済活動に対する予測可能性を高めることが1つ。それからもう1点として、各国の課税権を確保することです。そういった中で租税条約は、各国の課税範囲が相互に重なる場合の二重課税を調整することによって、国際的な投資交流の阻害要因を排除することを主たる目的としてきたわけで、経済のグローバル化によって国際的な経済活動を支える重要なインフラとして役割が増してきています。

近年においては、平成16年にアメリカとの間で新しい租税条約を発効しましたが、そこで我が国の租税条約の締結ポリシーというものを大幅に変更しました。具体的には、国際的な投資交流、技術移転を促進することを目指して、租税条約の中で配当、利子、使用料といった、いわゆる投資所得に対する限度税率を出来る限り引き下げていくことを基本的な考え方にしました。また、条約の濫用を防止するための措置の導入を併せて行っていくことも基本的な考え方にしています。

#### (2) 最近の租税条約改正の主なポイント

最近改正された租税条約の中身がどうなっているかを具体的に見ていきます（資料16）。平成17年にイギリス、インドそれぞれとの間で租税条約の改正に合意し、双方とも平成18年に発効しております。同じくその平成18年にはフランス及びフィリピンとの間で改正に合意して、その後の署名を経て、現在国会にて審議を頂いているところです。

そのうち先進国との租税条約ですが（資料16前段）、アメリカ、イギリス、フランスとの間においては、投資交流のさらなる促進を目指して、1点目として、一定の親子間の配当については源泉地国による配当課税を免除すること。それから2点目として、金融機関などが受け取る利子については源泉地国の利子課税を免除する。それから3点目として、使用料については源泉地課税を免除する。以上のような措置を採っています。それから、先程述べた条約濫用の防止に関しては、濫用を防止するための特典条項及び匿名組合を利用した租税回避行為を防止する規定を日米租税条約で初めて導入して、同等のものをイギリス、フランスとの間の条約においても導入しています。それからあとフランスとの間で目新しい話として、社会保険料条項の導入に合意をしています（資料16の（注））。これは、近年我が国は複数の国との間で社会保障協定を締結していて、その自国民が相手国に赴任した場合であっても、相手国の社会保障制度には加入せずに自分の国の社会保障制度に加入し続けることで済ませられるようになるも



のです。フランスとの租税条約交渉においては、これに対応して社会保険料条項を導入し、その派遣元の国の社会保障制度に支払った保険料について派遣先の国で所得控除が認められることにしました。現在、国会において審議されていますが、我が国の租税条約で初めてのケースです。

それから、インドとフィリピンです（資料16後段）。我が国は両国との間においても、投資を促進することを目的として配当、利子、使用料といった投資所得について源泉地国における限度税率を引き下げることになっています。

### (3) 交渉相手国の選定基準

それから具体的な選定基準、つまり今後の租税条約の交渉相手国を選ぶ際に、どういったことを考慮しているか、についてです（資料18）。

1つは経済交流の深度があります。二重課税の防止または解消ならびに投資交流の促進という租税条約の主な目的に鑑みますと、条約交渉相手国を選定する際に我が国と投資関係の深い関係にある諸国を優先すべきと考えています。それから現在の投資交流がどの程度であるか、ということと併せて、将来的に投資交流がどうなっていくのか、ということも考える必要があると思います。

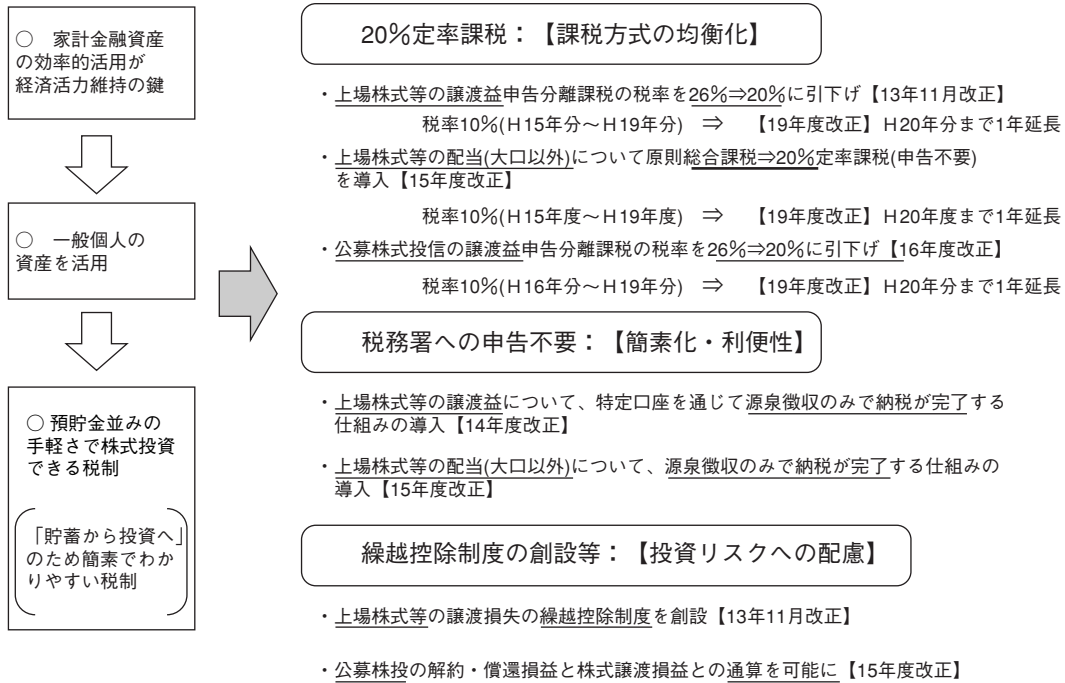
それから2番目は相手国の税率水準、3番目は我が国企業の競争条件を考えていくことですが、相手国に進出している我が国の企業が相手国の税率水準や他国との条約に照らして他国から進出している企業と比較して競争上不利な立場に置かれていると認められるような場合に、条約の締結、改定によってそれを解消していくことが見込まれるかどうか重要なファクターになると考えています。

それから交渉の妥結可能性といったことについて考える必要がありますし、あと4番目として現行条約において是正すべき事項があるかどうか、それから5番目として外交、通商上の要請があるかどうか、などについても考えていく必要があると思います。

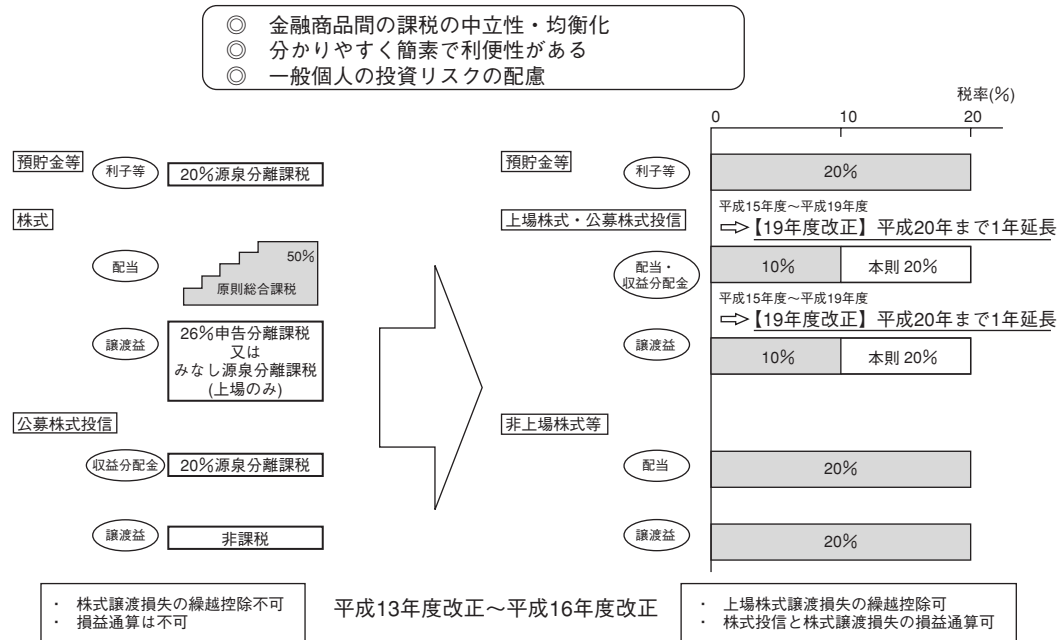
いずれにしても、現在、外交当局とも連携しながら租税条約のネットワークを作り上げるべく交渉してきておりまして（資料15下の（参考））、現在もオーストラリア、パキスタン、それからオイル・マネーを呼び込むといった狙いからもUAE及びクウェートといった国、そしてオランダ。こういった国々との間で条約交渉を行っていきまして、その他にも非公式に意見交換を行っている国もあり、今後とも努力を続けていきたいと思っています。

(2007年4月17日開催 第16回山本委員会ご講演)

## 資料 1 証券税制の改革

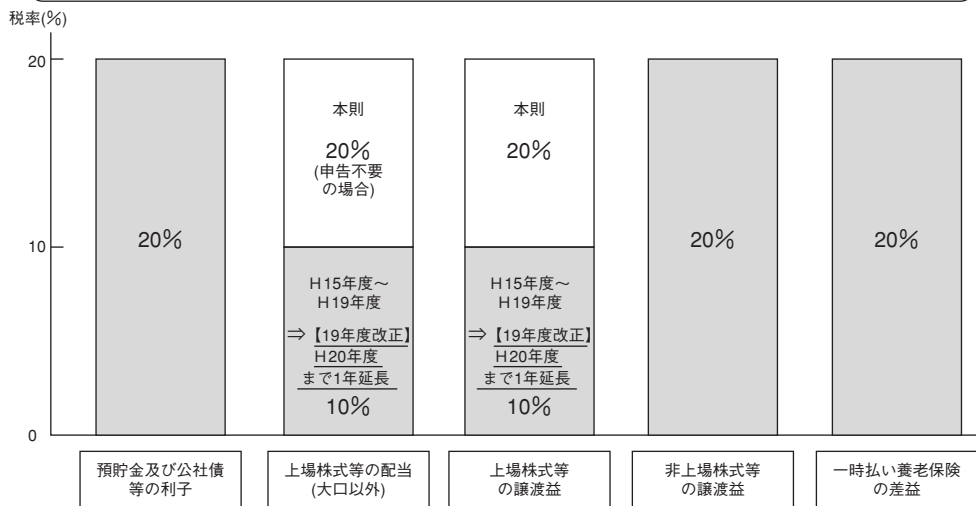


## 資料 2 預貯金並みの手軽さで株式投資ができる税制



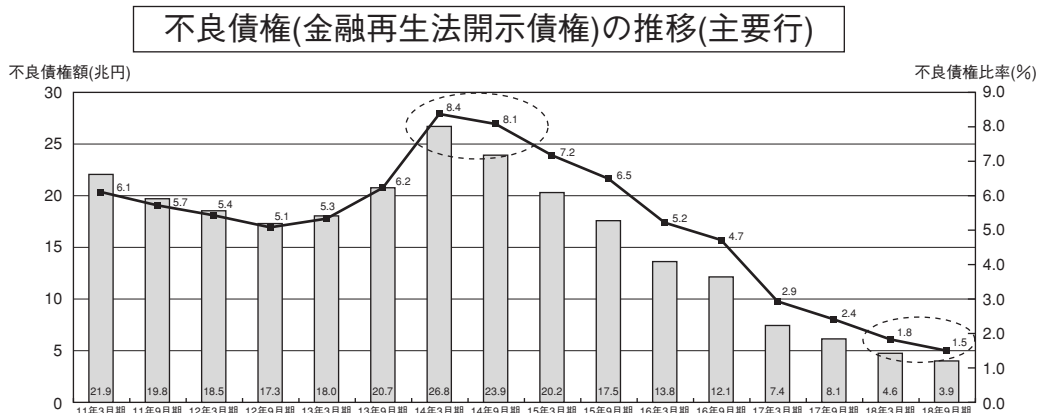
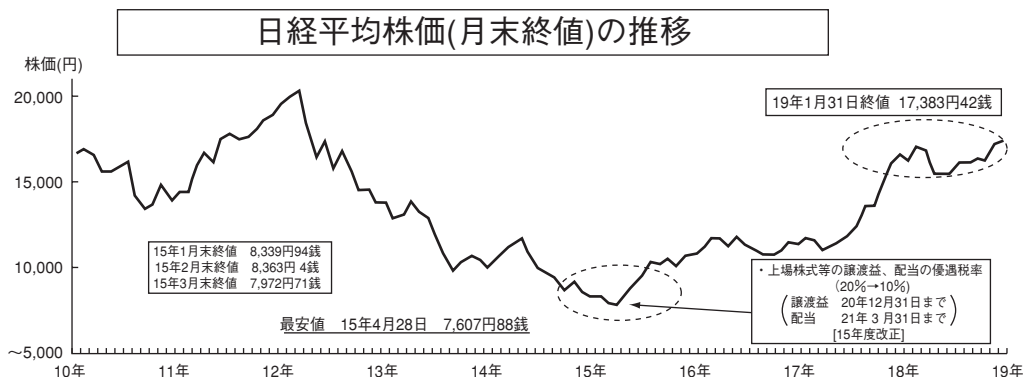
### 資料3 主な金融商品の税率

- 税負担に左右されずに金融商品を選択できるように、税率等の課税方式を均衡化することが適当。
- 金融商品間の垣根が低くなり、金融商品からのキャッシュフローを様々な所得分類に加工可能となり、税率等の課税方式を均衡化することが公正・中立・簡素の観点から必要。



(注) 上記のほか、「定期積立の給付補てん金」や「抵当証券の利息」等も20%源泉分離課税とされている。

### 資料4 参考



## 資料 5 近年における経済活性化のための税制上の処置について

- 景気対策として講じられた定率減税、IT投資促進税制は経済の回復の応じて既に廃止済。
- 経済活力のためのインフラ整備としての証券税制改革は、今後とも維持・推進。

		11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年	19年～	
景気・市場対策 「時限的措置」	定率減税	○ →						△	→	×	
	IT投資促進税制					○ →		△ → ×			
	上場株式等の配当・譲渡益に対する優遇税率(10%)					○ →		→ 期限到来			
		⇒ 【19年度改正】平成20年(度)末まで1年延長									

(注)税制改正における改正年度を表す。

## 資料6 平成19年度の税制改正に関する答申(抄)

〔平成18年12月〕  
〔政府税制調査会〕

### 3. 国民生活に関連する税制

#### (1) 金融所得課税

##### ① 金融所得課税の一体化

少子・高齢化の進展を背景として貯蓄率が低下する中、個人の金融資産の効率的な活用が、今後の経済活性化のための鍵となる。このため、近年、「貯蓄から投資へ」の政策的要請を受け、個人の金融商品選択における課税の中立性を確保し、簡素でわかりやすい税制となるよう、分離課税制度を基本として、金融所得課税の一体化に向けた様々な措置が講じられてきた。株式等の配当や譲渡益は、このような考え方から原則20%の税率による実質分離課税とされている。

今後とも、金融所得間の課税方式の均衡化、損益通算の範囲の拡大を柱とする金融所得課税の一体化を進めていくべきである。

##### ② 上場株式等の配当や譲渡益の軽減税率

上場株式等の配当や譲渡益の軽減税率(10%)は、平成15年度税制改正において、当時の株式市場の低迷や金融機関の不良債権問題に対応するため、5年間の時限措置として導入されたものである。

現在の経済状況は、株式市場が活性化し、不良債権問題も正常化するなど、優遇措置導入当時と比べて大幅に改善している。また、金融技術の発達により金融商品からのキャッシュフローを様々な所得分類に加工することが可能となっている中で、課税の中立性確保のため、金融所得間の課税方式の均衡化が要請されている。さらに、株式等の保有状況を考慮しつつ、公平性の観点にも留意する必要がある。

これらを踏まえ、平成19年(度)末に期限切れとなる上場株式等の配当や譲渡益の優遇措置については、金融所得課税の一体化の方向に沿って、期限到来とともに廃止し、簡素でわかりやすい制度とすべきである。

なお、上場株式等の配当や譲渡益に係る時限的な優遇措置の見直しによって金融所得間の税率を揃えらるとともに、今後、金融所得課税の一体化を進めていくにあたって、次の点に留意すべきである。

第一に、「貯蓄から投資へ」の流れを確かなものとするべく、資金の流れに引き続き十分注意を払い続ける必要がある。また、この優遇措置の廃止が株式市場の無用の変動要因とならないよう工夫する必要がある。

第二に、個人投資家の投資リスクを軽減し、リスク資産への投資促進を図るため、金融所得の損益通算の範囲を本格的に拡大していくべきである。その具体的な範囲や仕組みについて、今後、早急に検討を進める。

第三に、配当所得については、事業参加性のある所得としての性格も有することから、総合課税を選択した場合には法人税との調整措置が適用されているが、今後、法人段階と個人段階での課税の調整の在り方についてさらに議論を進めていく。

#### (2) 円滑・適正な納税のための環境整備

(中略)

前述の金融所得課税の一体化にあたっては、源泉徴収制度、資料情報制度、金融番号制度等、適正な執行と納税者利便の向上を図るための納税環境の整備について議論を深めるとともに、すでに多数の投資家が利用している特定口座を活用した損益通算の在り方についても検討すべきである。

## 資料 7 平成 19 年度税制改正大綱（抄）

平成 18 年 12 月 14 日  
自由民主党  
公明党

### 第一 経済・社会を安定的に支える税制に向けて

（中略）

上場株式等の配当及び譲渡益に係る 10% の軽減税率は、その適用期限を 1 年延長して、廃止する。

（中略）

以下、平成 19 年度税制改正の主要項目について基本的考え方を述べる。

（中略）

#### 3 金融・証券税制

上場株式等の配当及び譲渡益に係る 10% の軽減税率は、その適用期限を 1 年延長して、廃止する。この間、証券市場の状況、個人投資家の株式等の保有状況等を勘案し、金融商品間の損益通算の拡大策等を検討の上、成案を得て、平成 21 年（度）からの導入を目指す。なお、その際、市場の混乱を回避する観点から市場特例措置を講ずることも検討する。

（中略）

### 第二 平成 19 年度税制改正の具体的内容

（中略）

#### 二 金融・証券税制

- 1 上場株式等の配当等に係る軽減税率（所得税 7%、住民税 3%）の特例及び上場株式等に係る譲渡所得等の軽減税率（所得税 7%、住民税 3%）の特例の適用期限を 1 年延長する。

（略）



## 資料 8 金融所得課税の一体化についての基本的考え方（抄）

平成16年6月  
政府税制調査会  
金融小委員会

### 一 金融所得課税一体化の意義

#### (1) 背景・内容

我が国ではこれまで高い貯蓄率の下、潤沢な家計金融資産のストックが築き上げられてきた。しかし、少子高齢化の進展から、近年、貯蓄率は顕著な低下傾向を示している。今後の人口減少社会においては、貯蓄率の反転上昇による金融資産の増加を期待することは難しく、むしろ現存する金融資産を効率的に活用することこそが、経済の活力を維持するための鍵である。一方、従来、我が国においては、家計金融資産の大宗は預貯金であり、株式や株式投資信託の占める割合は、主要諸外国に比べても低くなっている。

こうした状況の下において、「貯蓄から投資へ」の構造改革が進められてきている。金融・証券税制についても、いわゆるプロの投資家だけでなく、今まで「貯蓄」を中心に資産運用を行っていた一般の個人にとって、より一層「投資」を行い得る環境を整備する政策的要請がある。

まず、金融商品の中から、税負担の違いに左右されず、それぞれのニーズに応じて投資先を選択できるよう、金融商品間の課税の中立性が要請される。また、一般の個人投資家が、投資判断を行うためには、簡素でわかりやすい税制であることが求められる。さらに、これまで株式投資になじみのない一般の個人投資家が投資を行いやすくするためには、投資リスクの軽減を図ることも必要である。

このような観点から、一般の個人の「投資」対象である上場株式や公募株式投資信託に対する投資利便性を高めるため、金融所得課税の一体化に取り組んでいくことが重要である。その具体的内容としては、金融所得の間で課税方式の均衡化をできる限り図ること、金融所得の間で損益通算の範囲を拡大することの2点がある。金融商品間の課税の中立性・簡素性の観点からは、特に新しい金融商品を開発し所得の発生・実現時点を操作することなどにより、金融商品からのキャッシュフローを様々な所得分類に加工することも可能になっている状況の下、課税方式の均衡化をできる限り図り、所得分類の違いによる税負担の違いを小さくしていくことが適当である。

#### (2) 税制論からみた位置付け

我が国の所得税制は、包括的所得税を基本として構築されているが、金融所得課税については、課税ベース拡大のための取組みの中で、税制の中立性、簡索性、適正執行の確保などの観点から、比例税率による分離課税が導入されてきた。今般の金融所得課税の一体化は、現下の「貯蓄から投資へ」の政策的要請を受け、一般投資家が投資しやすい簡素で中立的な税制を構築する観点から、現行の分離課税制度を再構築するものである。

金融所得課税の一体化は、二元的所得税論の立場から主張されることもある。北欧諸国が二元的所得税を導入した際の、課税ベースの拡大、海外への資本逃避防止、資本所得間の中立性の確保などの問題意識は我が国の税制を考えるに当たっても重要な点である。他方、北欧諸国の二元的所得税においては、資本所得に対する税率と勤労所得の最低税率、法人税率は同水準に設定されているが、勤労所得の最低税率が30%前後と我が国に比べ著しく高い水準にあるなど、税率構造が我が国と著しく異なる。また、二元的所得税を導入するとすれば、あらゆる種類の所得（事業所得、雑所得、一時所得、不動産所得等）を資本所得と勤労所得とに二分することが必要となる。資産の中でも、土地等については、帰属地代・家賃に課税できないという問題のほか、我が国では公共性のある資産という土地基本法上の位置付けを踏まえて特別の税制上の取扱いがなされており、税制上、金融商品とは異なる面もある。こうしたことから、所得税制全体のあり方として、北欧型の二元的所得税については、今後、我が国の経済・財政状況や税体系を踏まえ、引き続き検討していく必要がある。

## 資料 9 金融所得課税の一体化についての基本的考え方 (抄)

平成 16 年 6 月  
政府税制調査会  
金融小委員会

### 二 金融所得課税一体化の具体的内容

#### 2. 損益通算等

##### (1) 損益通算についての考え方

現行税制において金融所得は利子、配当、株式譲渡所得等の様々な異なる所得分類に属し、異なる所得分類間の損益通算は制限されている。株式譲渡損失は株式譲渡益から控除可能であり、また上場株式等の譲渡損失は3年繰越しも可能とされているが、譲渡損益の発生状況によっては、損失を控除し切れない場合もある。金融所得は、経済的に見ればいずれも金融商品から生じる利益や損失である。これを踏まえ、金融所得の間で損益通算の範囲を拡大し、損失の控除をより広く可能とすることにより、現行の取扱いよりも投資リスクを軽減することが期待されている。その結果、一般の個人投資家のリスク資産への投資促進に資する。

一方、税制として見れば、個人所得課税は、課税期間を暦年で区切り、その期間中に実現した所得に課税を行う税である。こうした所得税制上、譲渡所得は、資産を取得した時から一定の期間をかけて発生した含み損益が納税者の任意で行われる譲渡によって実現した際に課税されるものである。これに対し、利子、配当などの経常所得は基本的に毎期実現し課税されるものである。このような税制上の性格の違いから、主要諸外国においても、譲渡所得と経常所得との間の損益通算を認めていない国が多く、認めている米国でも年間3,000ドル以下に制限されている。

また、損益通算の対象となる損失と利益との課税の均衡も必要である。分離課税される所得と総合課税される所得との間の損益通算や、分離課税でも税率の異なる所得の間の損益通算を認めることは適当でない。

さらに、損益通算の範囲を拡大すると税収が大きく減少する可能性がある。したがって、具体的な制度設計に当たっては、現在の危機的な財政状況を踏まえ、税収への影響についても考慮する必要がある。

こうした税制上の留意点を踏まえつつ、「貯蓄から投資へ」という政策的要請に応じて、株式譲渡損失との損益通算を認める範囲を、利子所得も含め金融所得全般にわたり、できる限り広げていくことが適当である。その際、損益通算の範囲拡大に適切に対応できるよう、申告に先立って支払時点で徴収しておく源泉徴収制度や取引の把握のための資料情報制度など執行体制の整備が必要である。

## 資料 10 金融所得課税の一体化についての基本的考え方 (抄)

平成 16 年 6 月  
政府税制調査会  
金融小委員会

### 三 納税環境の整備

#### (2) 番号制度

損益通算を行うための申告が行われると、税務当局において納税者の申告する損益をチェックせねばならない。まず、取引時の本人確認の徹底により、取引が真正な名義で行われることを担保する必要がある。また、支払者が税務当局に提出した支払調書の内容と、納税者が提出した申告書の内容とを、税務当局は限られた人員と時間でマッチングしなければならない。その場合、官民双方にとってより簡便な方法による正確なマッチングを通じて適正な納税を実現するためには、何らかの番号制度を利用することが必要である。

損益通算の範囲の拡大は投資家の利便性を向上させるものであるが、番号制度に対して未だ国民の理解が必ずしも十分でない。そこで番号制度を一律に導入することについては慎重な対応が望まれる。番号制度を導入する場合には、損益通算の適用を受けようとする者は番号を利用し、そうでない者は番号を利用しなくてよいという選択制とすることが考えられる。選択制とする場合、これまでの「納税者番号制度」の論議において前提条件とされていた全国民を対象とする全国一連の番号である必要はなく、新たな番号を活用することも可能である。今後の検討においては、マッチングの実効性を確保する方法や官民に生じるコストなどの負担面も、具体的に検討する必要がある。

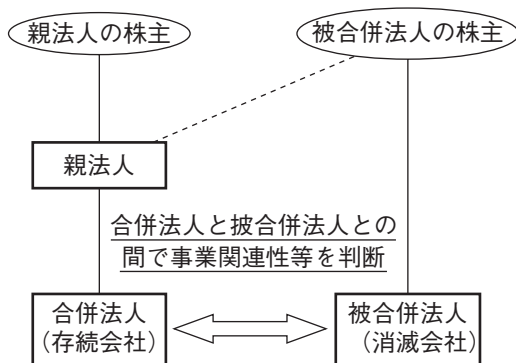
(以下略)

## 資料 11 三角合併等に係る税制の枠組み

- (1) 現行の組織再編税制の枠組みを基本とした上で、合併等対価として、合併法人等の100%親法人の株式のみを交付する場合も課税繰延べが可能なものとする。
- (2) その他の適格要件については、現行の組織再編税制と同様に、合併等における当事者間（合併法人と被合併法人等）で判定するものとする。

### 【現行組織再編税制における合併当事者間の要件】

企業グループ内の合併		共同事業を営むための合併
100%グループ内	50%超グループ内	
・100%関係の継続	・50%超関係の継続 ・従業者（80%以上）の引継ぎ ・主要な事業の引継ぎ	・合併法人株式の継続保有 ・ <b>事業関連性</b> ・事業規模が5倍を超えないこと又は特定役員の引継ぎ ・従業者（80%以上）の引継ぎ ・事業の継続



## 資料 12 事業関連性要件の明確化

組織再編税制の適格要件となる事業関連性及びその前提となる事業性の判断基準を、財務省令で明記。

<財務省令の内容>

### (1) 事業性の判断 (①及び②)

- ① 国内に事業所等の固定施設及び従業者が存在
- ② 自ら下記の事業行為のいずれかを実施
  - ・商品の開発や生産
  - ・広告、宣伝による契約の勧誘
  - ・事業上必要な資産の保有 等

### (2) 事業の「関連性」の判断基準

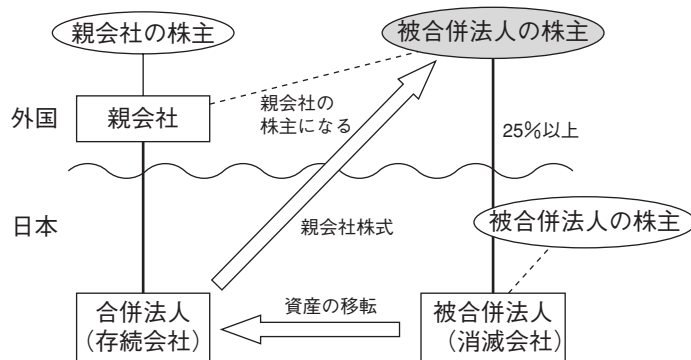
- ① 合併直前の段階において、下記のいずれかを満たした場合に関連性があると判断する。
  - ・事業の内容・提供する商品等が同一又は類似
  - ・合併法人及び被合併法人の事業において用いられていた設備やノウハウなどが合併後の事業に活用されることが見込まれる。
- ② 合併後の段階で、合併法人及び被合併法人の事業の設備やノウハウなどの活用により、両事業が一体として営まれている場合には、上記①の合併直前の段階での関連性を推定する。

### 資料 13 組織再編成に伴う事業譲渡類似株式等の譲渡益課税

【改正案】

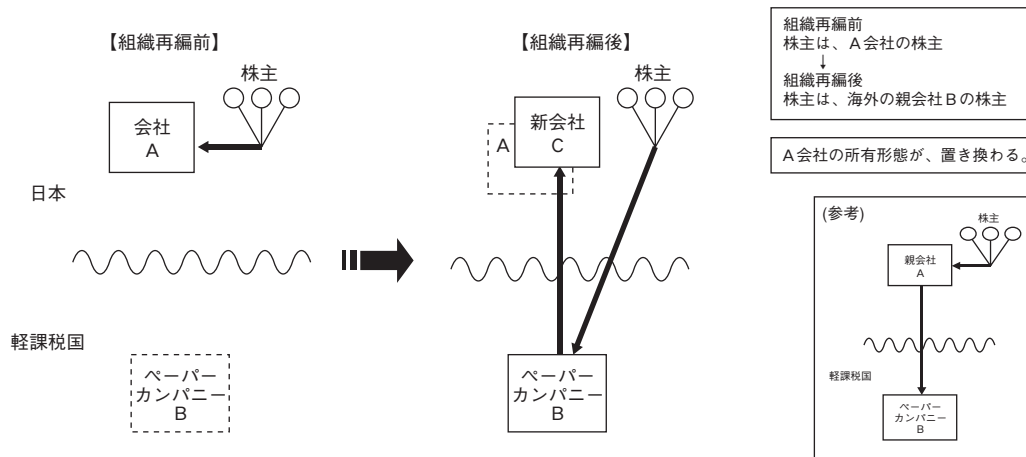
三角合併等の組織再編成において、我が国に課税権のある株式を有する非居住者・外国法人株主が外国親会社株式の交付を受ける場合には、組織再編成の時に旧株の譲渡益に対して課税することとする。

(注) 我が国に恒久的施設を有する非居住者・外国法人株主が国内において行う事業に係る資産として保有する株式については、居住者・内国法人株主と同様に課税を繰り延べる。ただし、その交付を受けた外国親会社株式を外国に移管した場合にはその時に譲渡があったものとして課税する。



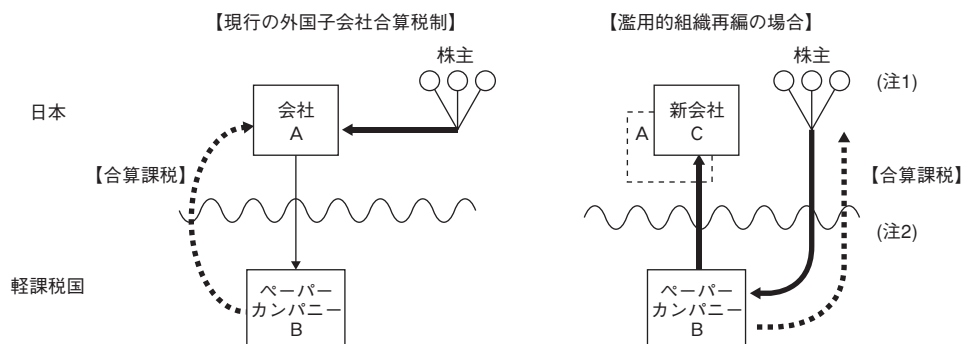
## 資料 14 クロスボーダーの組織再編成に伴う租税回避防止策

- 新たに可能となる三角合併により、内国法人を、その経済実態や株主構成を変えずに、外国法人の子会社とすることが容易になる（コーポレート・インバージョン）
- 軽課税国にある実体の無い会社を通じて内国法人やその子会社を所有する形態を作り出せば、外国子会社合算税制の適用を免れるなど、租税回避が容易になると懸念される。



### 【改正案】

- 内国法人が、軽課税国に所在する実体のない外国法人の子会社となった場合には、その外国法人等の所得を、株主である居住者等の所得に合算して課税する。
- (注1) 組織再編成前に、内国法人が少数の株主により支配されており、かつ、組織再編成後に、それらの株主が外国法人親会社を支配することとなる場合に限定する。
- (注2) 現行の外国子会社合算税制は、持株割合が5%以上の株主に対して合算課税が行われるが、この合算課税制度では5%未満の株主であっても合算課税の対象とする。

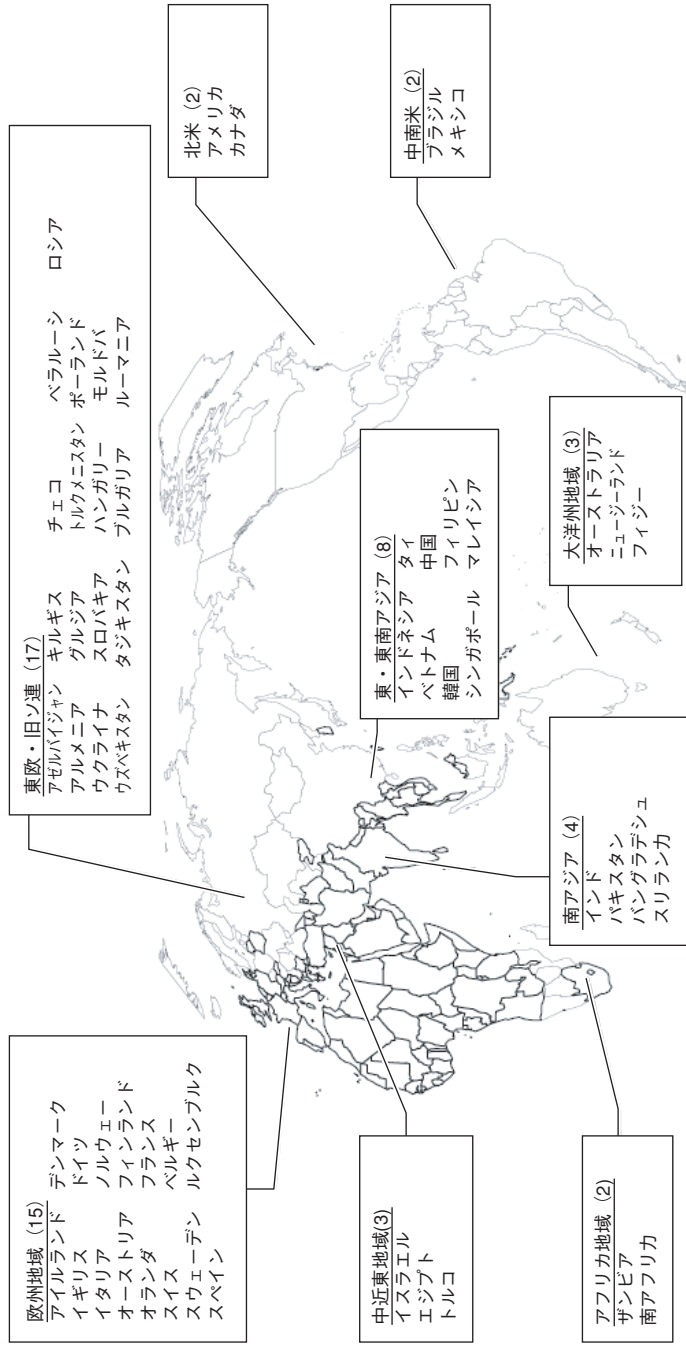


### 【改正案】

- タックス・ヘイブンを利用した濫用的な組織再編（合併等・現物出資）について、その適格性を否認する。

資料 15 我が国の租税条約ネットワーク

(45条約、56カ国適用／平成19年4月現在)



(参考) 最近の動向

- ・2004年に日米新租税条約が発効したこと続き、日印租税条約(改正議定書)について昨年6月、日英新租税条約について昨年10月に発効したところである。
- ・また、昨年12月にフィリピン、本年1月にフランスとの間で条約の改正議定書の署名が行われている。
- ・その他に現在オーストラリア、パキスタン、UAE、クウェート及びオランダと条約交渉を行っている。



## 資料 16 最近の租税条約改正の主なポイント

日米条約（全面改正）  
（平成16年3月に発効）

日英条約（全面改正）  
（平成18年10月に発効）

日仏条約（部分改正）  
（平成19年1月に署名）

### (1) 投資所得の源泉他国課税（限度税率）の引下げ

		旧条約	現行条約
配当	一般	15%	10%
	親子間	10%	免税又は5%
利子		10%	10%（一般） 免税（金融機関等）
使用料		10%	免税

現行条約	条約
15%	10%
10%	免税又は5%
10%	10%（一般） 免税（金融機関等）
10%	免税

現行条約	改正後
15%	10%
免税又は5%	免税又は5%
10%	10%（一般） 免税（金融機関等）
10%	免税

### (2) その他

- |   |   |   |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> 条約濫用を防止する措置の導入</li> <li style="padding-left: 20px;">イ 「特典条項」の導入</li> <li style="padding-left: 20px;">ロ 匿名組合への適正な課税の確保</li> <li><input type="checkbox"/> 多様な事業者への対応</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> 条約濫用を防止する措置の導入</li> <li style="padding-left: 20px;">イ 「特典条項」の導入</li> <li style="padding-left: 20px;">ロ 匿名組合への適正な課税の確保</li> <li><input type="checkbox"/> 多様な事業者への対応</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> 条約濫用を防止する措置の導入</li> <li style="padding-left: 20px;">イ 「特典条項」の導入</li> <li style="padding-left: 20px;">ロ 匿名組合への適正な課税の確保</li> <li><input type="checkbox"/> 多様な事業者への対応</li> <li><input type="checkbox"/> 社会保険料条項の導入（注）</li> </ul> |
|---|---|---|

（注）社会保険料条項とは、日仏社会保障協定に関連して、就労する相手国人が支払う相手国社会保障制度（年金、医療保険等）に対する社会保険料について、就労地国における所得控除を相互に認める措置をいう。

日印条約（部分改正）  
（平成18年6月に発効）

日比条約（部分改正）  
（平成18年12月に署名）

### (1) 投資所得の源泉他国課税（限度税率）の引下げ

		現行条約	改正後
配当	一般	15%	10%
	親子間	15%	10%
利子		15%（一般） 10%（銀行）	10%
使用料		20%	10%

現行条約	改正後
25%	15%
10%	10%
15%	10%
25%	10%

### (2) その他

- |   |   |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> みなし外国税額控除規定の削除</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> みなし外国税額控除規定の期限(10年)を設定。なお、その間、対象を拡大。</li> </ul> |
|---|---|

（注）みなし外国税額控除とは、開発途上国が経済開発促進のために減免した税額を納付したものとみなして、外国税額控除の対象とすることを認めるもの。

## 資料 17 租税条約交渉の基本的考え方

### ①経済交流の促進

- 一源泉地国での配当・利子・使用料等への課税の軽減
- 一二重課税が生じる場合の適切な調整
- 一企業活動の安定・権利保護（相互協議、無差別条項等）

### ②課税権の確保

- 一両国間の課税権の明確化
- 一租税回避の防止（租税条約濫用の防止措置、当局間の情報交換等）

## 資料 18 交渉相手国の選定基準

- ①両国間の経済交流の深度（特に直接投資）
- ②我が国企業が相手国で得る投資所得に対する相手国の税率の水準
- ③進出先国における我が国企業と第三国企業との競争条件のバランス
- ④現行条約において是正すべき事項の有無（例：みなし外国税額控除、匿名組合）
- ⑤その他外交・通商上の視点（外務省、経産省の要請）など

〔禁無断転載〕

2007年11月12日発行

**貯蓄率の低下、IS バランスの変化と日本経済  
資金の効率運用と金融サービス業の国際競争力**

社団  
法人 日本経済調査協議会  
専務理事 山 田 勝 三

〒106-0047  
東京都港区南麻布5-2-32  
興和広尾ビル6階  
TEL (03) 3442-9400  
FAX (03) 3442-9403  
<http://www.nikkeicho.or.jp>

〔非 売 品〕

印刷／(株)東京技術協会