

持続的成長を支える中長期の安定した投資の推進に向けて

平成 26 年 2 月 20 日

伊藤 元重

小林 喜光

佐々木 則夫

高橋 進

持続的成長のカギはイノベーションの創造にあり、それを支える重要な要素の一つが中長期の安定した投資である。世界的にも、持続的経済成長、インフラ整備、人材・教育等の分野で中長期資金の需要が高まっているが、金融危機後のリスク回避、財政悪化等の中で、金融取引は短期化しており、そのニーズに十分応えられていない。中長期投資を促進する環境整備を関係者間で総合的に進める必要がある。

1. 中長期投資の促進のための環境整備

企業においては、収益や業績の向上を図ると同時に、中長期の成長に向けて、設備投資やR&D投資、人的投資を行っていくことが不可欠である。その際、中長期の投資は相対的に高いリスクを伴うため、最小コストで安定した資本調達手段を選択する(内部資金、借入金・社債、増資等)。中長期投資の促進に当たっては、多様な資金を有効に活用できる環境整備が重要である。

◆ デフレ脱却、ビジネスチャンスの拡大

- …マクロ経済環境は投資判断を大きく左右する。デフレを脱却し景気を回復軌道に乗せることがまず重要。また、法人税・エネルギー・労働法制といった課題を早急に解消するとともに、規制緩和等によりビジネスチャンス、起業の芽をつくりだすことが重要。

◆ 法人実効税率の引下げ

- …法人実効税率を引き下げ、資本コストを軽減し、中長期的に設備投資やR&D投資を拡大すると同時に、企業の国内回帰や対内直投の増加を図るべき。

◆ 長期政策金融、ファンド等の活用(民間資金を補完する公的金融支援)

- …長期政策金融を通じた民間金融機関の補完機能の強化、ベンチャー・事業再生・地域等のファンドの活用等を通じ、中長期の投融資を拡大すべき。

◆ 企業価値の発信に向けた企業自らの取組

- …経営戦略、ガバナンス、知的財産、CSR、環境への取組など財務情報・非財務情報双方を含めた企業の総体的価値の発信を推進すべき。

2. 中長期投資を担う投資家の拡大と教育

金融取引の短期化の背景には、機関投資家や個人投資家の短期的なリターンを目指した投資行動があるといわれている。中長期投資を担う資産の形成と中長期的視点に立った投資家の育成が不可欠である。

◆ 少額投資非課税制度(NISA)の段階的拡充、投信の行き過ぎた短期乗換推奨の是正

- …現状、非課税期間が5年とされているNISAについては、長期保有の優遇などの観点から、施行後3年を目途に非課税期間の延長・制度の恒久化を含め、その拡充を検討すべき。また、投信の販売業者の短期乗換え推奨を抑制するよう監督指針を見直すべき。

◆ 責任ある機関投資家、ベンチャーキャピタリストやエンジェル等の育成

- …日本版スチュワードシップコードの普及を通じた中長期的視点からの企業価値・資本効率向上を促す機関投資家の拡大、ベンチャーキャピタリストやエンジェル等の金融専門人材の育成を図るべき。

◆ 起業家によるベンチャー育成・支援

- …米国では成功した起業家が次のベンチャーの芽に出資するエンジェル投資家となっている。日本でも、成功起業家やその集まりがベンチャー育成・支援する動きを拓けるべき。

3. 日本の長所を活かせる中長期の安定した資金供給システムを産学金官で形成

長期の流動性の低い資金調達(ベンチャー出資等)については、リスクマネー、経験豊かなベンチャーキャピタリスト、転換優先株等の手法、IPO/M&Aを支える発達した株式市場等の面で、米国型のシステムには遠く及んでいない。産学金官で連携し、きめ細やかな日本型の「中長期の安定した資金供給システム」を構築すべき。

◆ 種類株の積極的活用に向けて

- …日本では種類株の利用が進んでいない。普及しない要因、種類株を活用して長期保有を促す措置やその実現のための対応策など、諸外国の例を参考にしつつ、経産省等で対応を検討すべき。

◆ 公的研究機関を核に産業界のニーズ・資金と大学の人材・知識を結集し、イノベーション創造拠点を構築

- …地域の研究機関等¹を核として産業界からの委託研究、大学の人材・知識を活用し、イノベーション創造と地域活性化につなげるべき²(産業界から公的研究機関への大規模な研究委託、それと連動する公的資金供給等の仕組みの構築)。

◆ 2020年までにアジアNo1規模のインフラ・ファイナンス市場等の実現、社会的責任投資を5倍増(1兆円弱⇒5兆円)に

- …東証の上場インフラ・ファンド市場創設³やJBIC等のインフラ案件等に係る債権流動化⁴等、現在検討が進む構想について、ユーザーのニーズを考慮し早期に実現すべき。
- …年金基金による投資環境整備のためのガイドライン(社会的責任投資の目的追求と受託者責任が矛盾しない政策的条件の明確化)の策定を通じて、参入を拡大し、社会的責任投資の世界標準を日本が牽引すべき。

¹産総研は地域にコーディネータを配置し、連携の企画立案やマッチング、事業化支援等を行っている。理研は企業からチームリーダーを受け入れる連携研究や、企業と中長期課題を研究する連携センター制度などに取り組んでいる。

²ドイツのブラウンホーファー研究機構は、全国に点在する66の研究所、合計22,000人の研究者・技術者から成る公的研究機関。欧州最大の応用研究所。予算の4分の1が企業からの委託研究、5割弱が公的研究助成プログラム助成、3割弱が連邦・州の交付金(経産省「海外主要国の国家プロジェクトに関する調査」報告書(25年3月))。また、フランスの国立科学研究センター(CNRS)は、約1000の研究ユニットの96%が大学や産業界とのジョイント。CNRS発の起業は700社以上(00年以降)

³J-REITの上場制度を参考としつつ、一定の収益の安定性が図られ、民間所有が可能なインフラを直接保有する上場商品やインフラを保有するファンドを投資対象とする上場商品を想定し制度整備を行う方向(東証「上場インフラ市場研究会報告」(25年5月))

⁴国際協力銀行等において、金融機能の強化を図るとともに、GPIF等による投資も念頭に置きつつ、インフラ案件等に係る債権の流動化等の検討を行う方向(金融・資本市場活性化有識者会合「金融・資本市場の活性化に向けての提言」(25年12月))。

中長期の安定した投資の推進に向けて (説明資料)

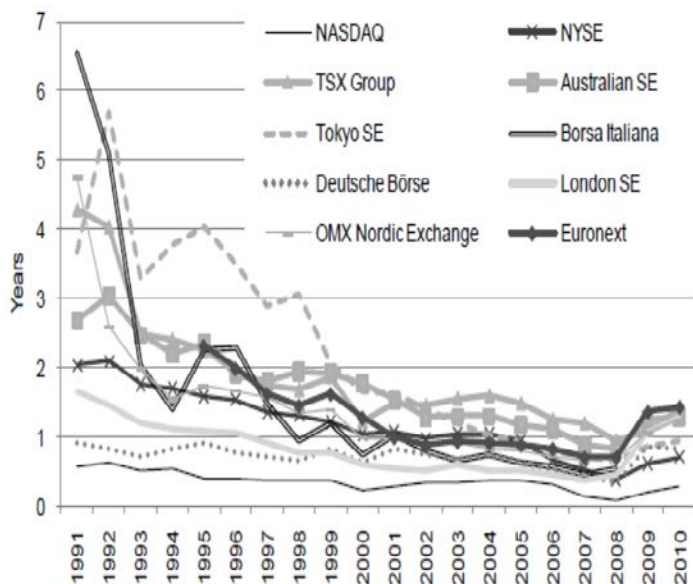
平成26年2月20日

伊藤	元重
小林	喜光
佐々木	則夫
高橋	進

○中長期投資・資金ニーズの高まりと短期化する金融取引

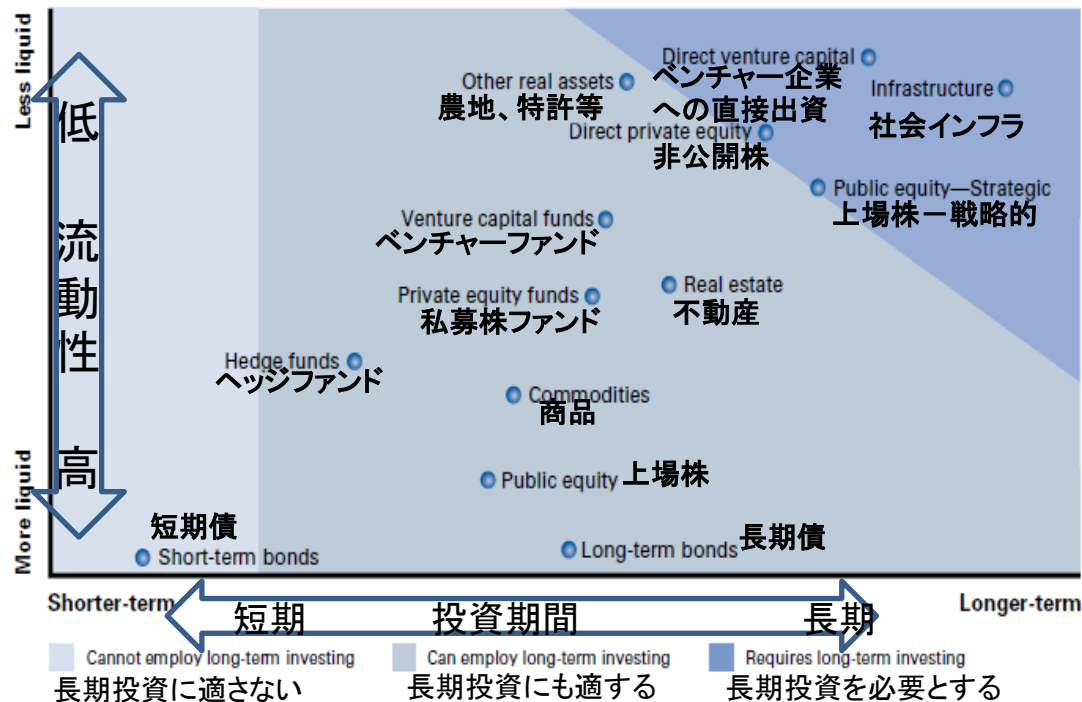
- ・イノベーション創造、インフラ基盤等に不可欠な中長期投資・資金の需要が高まる中で、金融取引が短期化するなど、資金面からの成長制約が懸念される。
- ・マクロ経済環境は投資判断を大きく左右する。デフレを脱却し景気を回復軌道に乗せることがまず重要。規制緩和等によりビジネスチャンス、起業の芽をつくりだすことが重要。

図1. 世界の主要株式市場における投資家の平均保有期間



(出所) 経済財政諮問会議「目指すべき市場経済システムに関する委員会」報告書(平成25年11月1日) 参考資料4.

図2. 資産種類別の投資期間と流動性



(出所) World Economic Forum USA “The Future of Long-term Investing” (2011) より許可を得て転載・同レポートは、「上場株—戦略的」を「上場会社における重要な株式で、取締役の地位や潜在的な譲渡制限に関連したものが多い」としている

○米国型システムとは異なる現状

- ・特に、長期の流動性の低い資金調達(ベンチャー出資等)については、リスクマネー、経験豊かなベンチャーキャピタリスト、転換優先株等の手法、IPO/M&Aを支える発達した株式市場等の面で、米国型のシステムとは異なる現状。
- ・日本では種類株の利用が進んでいない。普及しない要因、種類株を活用して長期保有を促す措置やその実現のための対応策など、諸外国の例を参考にしつつ、経産省等で対応を検討すべき。

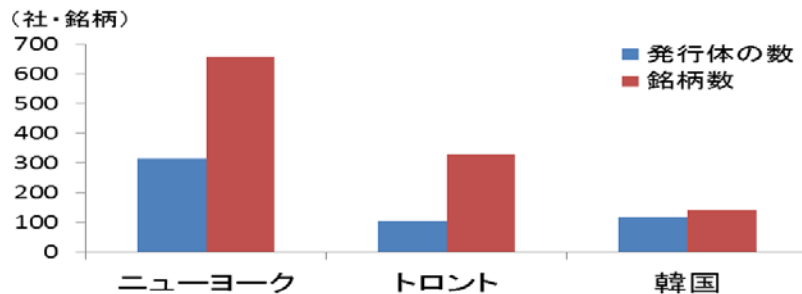
＜エンジェル投資・ベンチャーキャピタルの現状＞

	日本	アメリカ(2012年)
エンジェル投資額	約 9.9億円(2011年度)	229億ドル(約2.3兆円)
エンジェル投資件数	45件(2011年度)	67,000件
エンジェル投資家数	834人(2010年度)	268,000人
ベンチャーキャピタル投資額	約1,240億円(2012年度)	267億ドル(約2.7兆円)

(出所)日本のエンジェル投資額・VC投資額は金融庁資料、エンジェル投資件数・投資家数は経産省資料。エンジェル投資件数は、エンジェル税制により実際に投資を受けた企業数を用いた。アメリカのデータはACA(Angel Capital Association)資料より作成

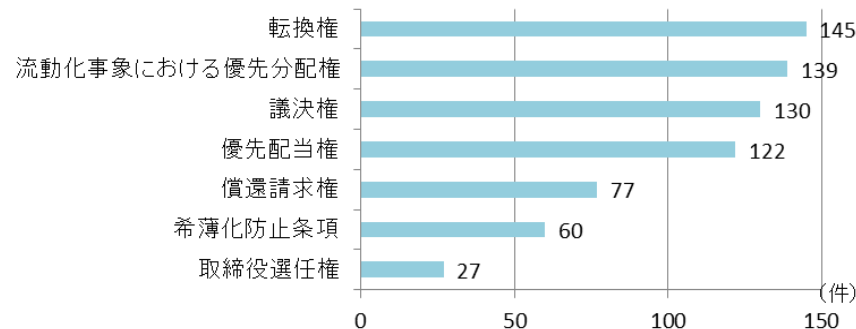
＜上場種類株の現状＞

配当などを優先する株式について、日本でも上場可能だが、上場優先株は1銘柄のみ



(出所)ニューヨークはWSJウェブサイト掲載のNYSE上場優先株リストより、トロントはデータ会社EODリストより、韓国は韓国証券取引所KRX上場リストより作成(26年2月6日時点)

＜米国の上場会社が発行する種類株式の内容＞



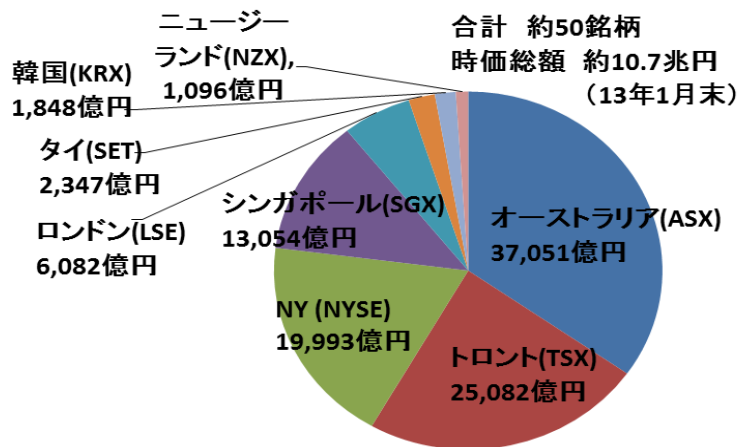
(出所)経産省「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」(23年11月)より作成。米SEC登録会社(上場会社)のうち一定の基準で選んだ種類株式発行会社53社(種類株式発行件数合計148件)について、発行する種類株式の権利内容を示したもの。

○日本の長所を活かせる中長期の安定した資金供給システムの構築

- ・上場インフラファンド市場創設やJBIC等のインフラ案件等に係る債権流動化等、現在検討が進む構想について、ユーザーのニーズを考慮し、2020年までにアジアNo1規模のインフラファイナンス市場等を実現すべき。
- ・地域の研究機関等を核として、産業界からのニーズと資金、大学の人材・知識を活用すべき(産業界から公的研究機関への大規模な研究委託、それと連動する公的資金供給等の仕組みの構築)。(※ ドイツのフランホーファー研究機構(全国各地に点在する66の研究所、合計22,000人の研究者・技術者(うち大学研究者・学生約7,000人)から成る公的研究機関)は企業からの研究委託や公的研究プロジェクト等を中心に研究。)

＜世界の上場インフラファンド市場＞

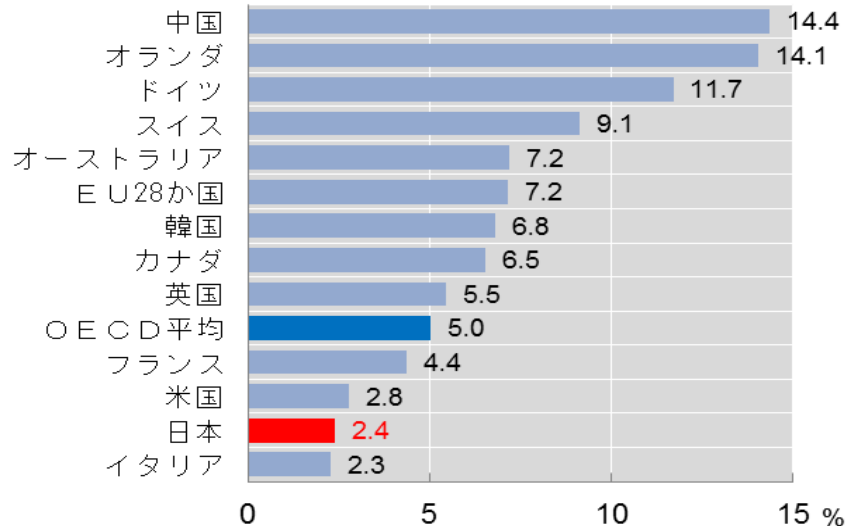
アジアの新興・途上国での2020年までのインフラ資金需要は8兆ドル。世界の上場インフラファンド市場は、時価総額10兆円規模(2013年1月)に成長 図 各国取引所の上場インフラファンド



(出所) 東京証券取引所上場インフラ市場研究会「上場インフラ市場研究会報告－我が国における上場インフラ市場の創設に向けて－」
・時価総額は2013年1月30日時点の終値を同日為替レートで円換算

＜産学連携の現状＞

公的部門のR&Dにおける産業界からの出資割合



(出所) OECD "Science, Technology and Industry Scoreboard 2013" より作成。
高等教育及び政府部門のR&Dにおける産業界からの出資割合(2011年)。オーストラリアは2008年、オランダは2009年、ドイツ・スイス・フランス・EU・イタリア・OECDは2010年。

○中長期投資を担う投資家の拡大

- ・米国では成功した起業家が次のベンチャーの芽に出資するエンジェル投資家となっている。日本でも、成功起業家やその集まりがベンチャー育成・支援する動きを拓けるべき。
- ・中長期的視点から企業価値・資本効率向上を促す、責任ある機関投資家の行動を拡大すべき(スチュワードシップコードの採用、SRIへの参画等)。

＜アメリカ・エンジェル投資家の平均的な像⇔日本の短サイクルの人事異動慣行では高度専門性向上とネットワーク醸成は難しい＞

投資経験年数 9年

投資実績 10件

起業家としての経験 14.5年

ベンチャー企業創設数 2件

Exit 数 2件

平均年齢 54歳

- ・成功した起業家、退職した企業人が担い手。自分の資金を使って投資
- ・地域の起業エコシステム(メンタリング、判断、教育)の担い手として貢献

(出所)ACA(Angel Capital Association)資料より作成

＜世界の年金基金の「国連責任投資原則」署名状況＞

	年金基金	国	総資産額(米ドル)	署名状況
1	年金積立金管理運用独立行政法人	日本	12,920億ドル	—
2	ノルウェー政府年金基金	ノルウェー	7,126億ドル	署名
3	ABP (オランダ公務員年金)	オランダ	3,729億ドル	署名
4	National Pension	韓国	3,685億ドル	署名
5	Federal Retirement Thrift	米国	3,257億ドル	—
6	CalPERS (カリフォルニア州職員退職年金基金)	米国	2,448億ドル	署名
7	地方公務員共済組合連合会	日本	2,014億ドル	—
8	Central Provident Fund	シンガポール	1,884億ドル	—
9	カナダ年金制度投資委員会	カナダ	1,844億ドル	署名
10	National Social Security	中国	1,775億ドル	—

国連「責任ある投資原則」(Principles for Responsible Investment)とは

- ・「投資分析と意思決定プロセスにESG(環境・社会・企業統治)の課題を組込む」
- ・「ESG問題を考慮した株式保有方針・実際の保有」
- ・「投資対象の主体へのESG課題に関する適切な開示を求める」等の6つの原則。機関投資家や投資運用者等が同意し署名するもの。

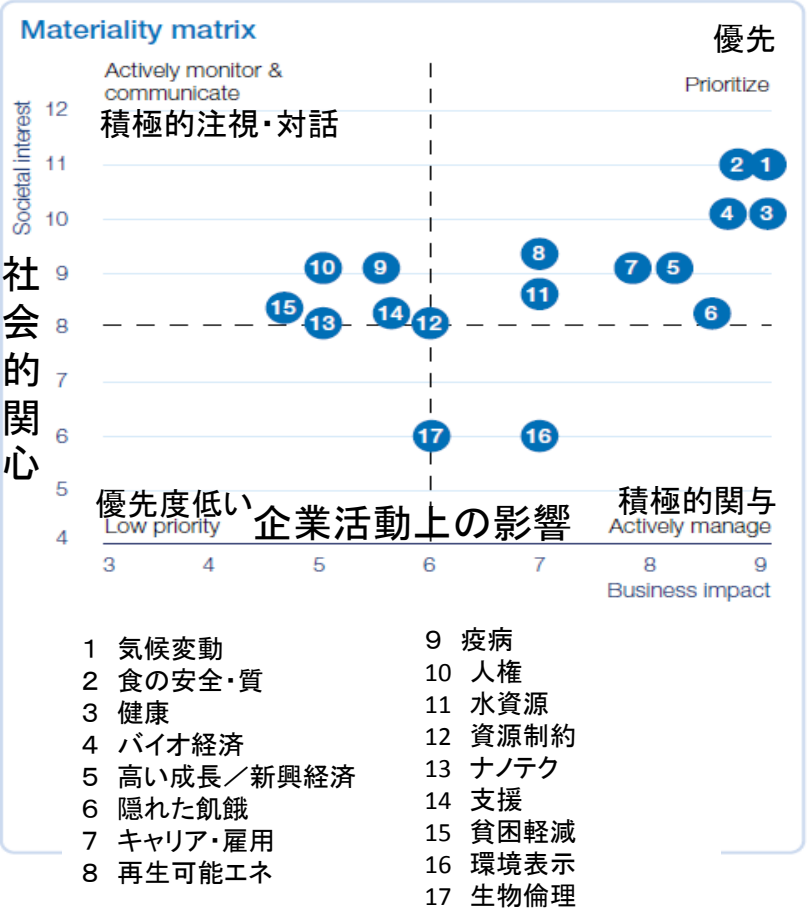
※2月12日現在、世界全体で1,244の機関投資家や運用機関等が署名。日本は29機関(2.3%)が署名、うち年金基金は個別企業年金基金の3機関。

(出所) Towers Watson 資料(許可を得て引用)、国連ウェブサイトより作成

○企業の総体的価値の発信～企業のブランド力として～

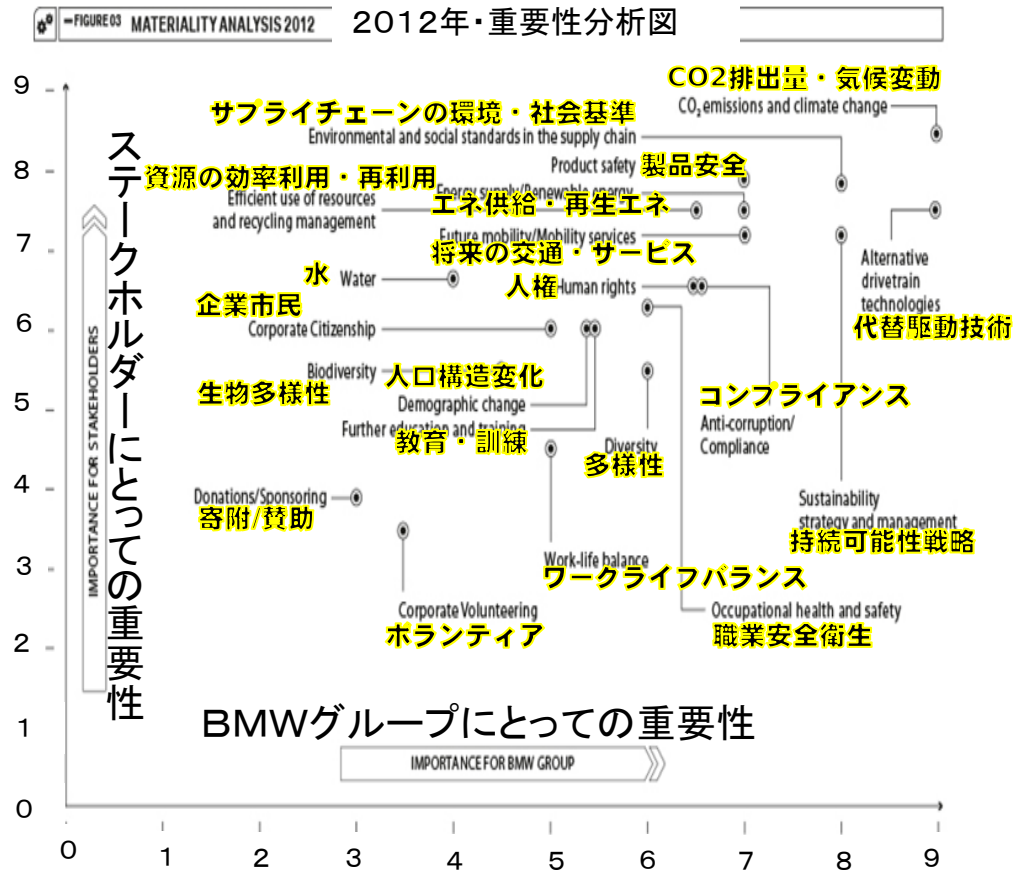
- ・EUでは、企業の社会的責任を競争力強化策の重要な柱に位置づけ(CSRに関するEU新戦略2011-2014)。その一環として、多くの欧州企業では、事業戦略・施策・組織づくりといった自社にとって重要となるテーマを選定し、ステークホルダーが関心を持つ事柄について、統合報告書において、「マテリアリティ(重要性)・マトリックス」として企業価値発信。
- ・日本企業の競争力強化、魅力の発信の一環として、経済界一体としての取組が望まれる。

<オランダDSM社の例>



(出所) DSM社 “Integrated Annual Report 2012” より(許可を得て転載)

<BMWグループの例>



(出所) BMW Group社 “Sustainable Value Report 2012” より(許可を得て転載)