

株式持合い解消時代の主要投資家育成にむけて¹

井潟 正彦、吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 金融危機を受けた金融機関に対する規制強化の世界的な流れや、国際会計基準の導入などといった環境の変化は、株式持合い解消を加速する可能性がある。既に、持合い株式を売却する動きも見られる。
2. 持合い株式の受け皿が必要とされ、家計、年金信託、投資信託、海外投資家をこれまで以上に主要な投資家と位置づけざるを得ない。家計については、非課税措置に加え軽減税率恒久化による株式投資促進が重要ではないか。米国では個人投資家が企業から直接株式を購入できる DSP という仕組みもある。従業員に対する自社株式を使ったインセンティブ・プランである日本版 ESOP の普及は、株式持合い解消の受け皿としての効果も期待できる。
3. 年金信託については、多くの企業で確定給付年金の積立不足が問題となっているが、米国では積立不足に対して自社株式を拠出する大企業があり、わが国企業としても検討できないだろうか。
4. 投資信託が広く定着している米国やオーストラリアでは確定拠出型年金の普及が投資信託市場の拡大につながった。わが国も投資信託市場の拡大のために、確定拠出年金の課題の早期解決が必要である。
5. 高齢化による個人金融資産の伸び悩みに直面する可能性から、海外投資家にも注目せざるを得ないのではないかと。株主還元の改善や、IR 活動の活発化がこれまで以上に重視されよう。また、米国 P&G 社が中国の現地法人・従業員向けに実施している親会社の株式を用いた持株会も、中国が最大の進出先となった、わが国企業にとって本格的な検討に値するのではないかと。

I 株式持合いの解消を促し得る 3 つの動き

わが国では、事業法人（以下、企業）の株式を金融機関や取引先企業が保有する株式持合いが、長い間行われてきた。バブル崩壊後は株式持合いが解消されてきたが、現在、株式持合いの解消をさらに加速し得る環境変化が起きている。

¹ 本稿は、野村証券主催の野村特別セミナー「変化する経営環境と持株界の新潮流～日本版 ESOP の登場とその役割～」(2009年11月24日)において筆者が発表した内容に加筆したものである。

1. 金融機関に対する規制強化のグローバルな動き

今般の金融危機を受け、G20 を中核として、金融機関に対する規制強化の動きが見られる（図表 1）。わが国金融機関の株式保有に影響し得る規制強化の代表的な項目として、①自己資本の強化、②レバレッジ比率規制の導入、③トレーディング勘定への規制強化、が挙げられる。

自己資本の強化について最重要ともいえる動きは、ダブルギアリングに対する規制が大幅に厳格化されることである²。これは今般の金融危機への反省から、金融機関同士の結びつき（相互連関性）を断ち、金融危機への耐性を高めることを目的としている。わが国でも従来、例えば国内金融機関同士が互いに出資している場合などに、自己資本比率の計算において、持合い株式を自己資本から控除することが定められてきた。しかし、現在の議論では、国内のみならず海外金融機関への出資や、セカンダリー取引による取得にも範囲が拡大される方向である。持合い株式が広く資本控除されることとなれば、金融機関の株式保有力は低下せざるを得ない。

自己資本の強化について他には、（1）ティア 1 において従来よりも内部留保と普通株式が一層重視されて質の強化が求められ、（2）資本バッファの導入、（3）最低水準の引き上げ、が実施される。その結果、金融機関は内部留保を蓄積するために、収益性向上

図表 1 G20 を中核とする、金融機関に対する規制強化のグローバルな動き

● 自己資本の強化を求める議論 → 質の強化、最低水準の引き上げ、資本バッファの導入

〈ポイント〉

- 自己資本の質の強化：ティア1の主要な部分は（議決権のある）普通株と内部留保にすべきではないかとの議論。ダブルギアリングについても大幅に厳格化の方向で議論。
 - コア・ティア1に優先株が含まれるか、優先出資証券および繰延べ税金資産の取扱いはどうなるか。
 - 最低水準の引き上げ：何%まで引き上げられるのか。
 - 英国FSAは、すでに指針として、普通株と内部留保のみで構成される「コア・ティア1比率」の最低水準を4%に設定。さらに、ターナー・レビューは、「ティア1比率」の最低水準を8%とする方向で議論。
 - 資本バッファの導入：好況時に何%までの積み上げが求められるのか。
 - ターナー・レビューは、景気ピーク時で2~3%の自己資本比率の引き上げを示唆
- ✓ 内部留保蓄積のため、収益性を向上する必要性が高まらざるを得ない
 - ✓ さらなる増資が必要になるところもあるか

● レバレッジ比率規制の導入 → 自己資本の強化、または資産（負債）の圧縮に迫られる可能性

● トレーディング勘定への規制強化 → トレーディング業務に対する必要自己資本が増大する可能性

⇒ 自己資本比率及び資本の質の向上のため、内部留保の確保、または資産圧縮の必要性から、金融機関の株式保有力は総じて低下する可能性があるのではないか

（出所）野村資本市場研究所作成

² ダブルギアリングを含む銀行規制強化案について、詳しくは、小立敬「バーゼル委員会による新たな銀行規制強化案」『資本市場クォーターリー』2010年冬号参照。

が必要となる。度重なる増資には相応の制約が生じる場合もあろう。

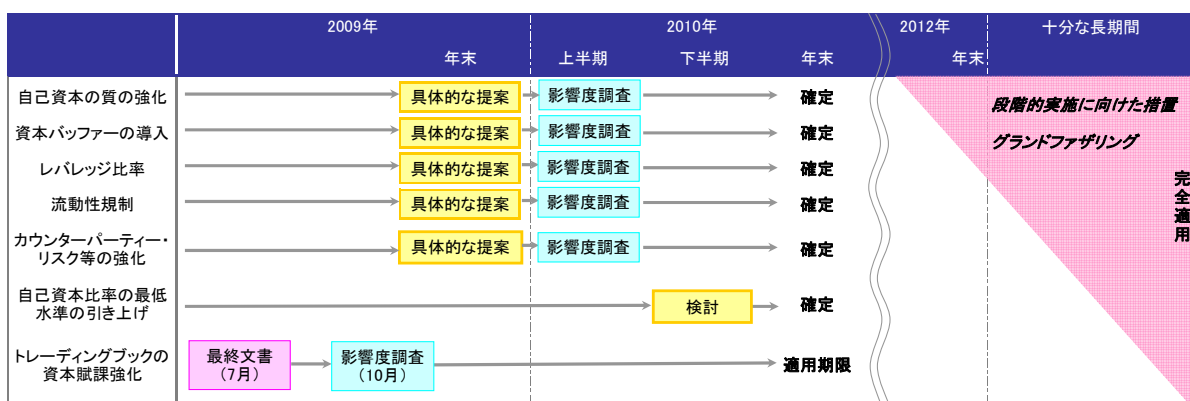
レバレッジ比率規制の導入では、自己資本を強化するか、資産（負債）を圧縮して対応する必要がある。トレーディング勘定への規制強化については、トレーディング業務で必要とされる自己資本が増大する。バーゼル委員会が 2009 年 10 月に公表した影響度調査（QIS）によると、トレーディング業務で必要とされる自己資本が平均 2～3 倍になるという。

既にバーゼルⅡの導入により、2014 年 7 月から銀行の保有株式のリスクウェイトが引き上げられることが決定していることもあり、大手邦銀は毎年多額の株式を売却してきた。しかし、現在議論されている規制が順次適用されると（図表 2）、内部留保の確保、資産圧縮の必要性から銀行等の金融機関の株式保有力は低下し、株式売却が一層加速する可能性がある。既に、大手邦銀等が保有する地方銀行株式の売出しや、大手邦銀による中核自己資本に対する保有株式比率の引下げ方針の打ち出し、といった動きが見られる³。

2. 金融庁による株式持合い規制への動き

金融機関への規制強化をめぐるグローバルな動きに加え、国内では銀行による株式保有状況の開示に向けた議論が行われている（図表 3）。既に 2006 年 9 月から、銀行等株式保有制限法により銀行の株式保有額はティア 1 の範囲内に制限されている。それでも 2009 年 6 月 10 日の金融審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」では、銀行の持合い株式の評価額下落によって自己資本比率が低下し、貸し渋りにつながるという構造的問題が指摘された。そのため、株式持合い状況の開示について、既に一部の企業では自主的に行われているが、制度化に向けた検討が速やかに深められるべきとの意見が出された。また、金融庁が株式持合いを禁止するルールを作成する方が、銀行

図表 2 新規制の適用までのスケジュール



（出所）野村資本市場研究所作成

³ 静岡銀行プレスリリース（<http://www.shizuokabank.co.jp/new/ne-001.jsp?650.pdf>）、2010 年 1 月 9 日付日本経済新聞朝刊を参照。

図表 3 最近の株式持合いに関する議論・動きなど

- 金融審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」の議論(2009年6月10日)より
 - 銀行の持合い株により自己資本比率の問題が引き起こされ、貸し渋りにつながる(構造的問題)
 - 銀行の株式持合い状況は開示すべき
 - 銀行による株式持合いの禁止、あるいは持合い解消のための目標設定が必要
 - 銀行等保有株式取得機構による株式等の取得が再開されており、その積極的な活用が望まれる

- 金融庁も、「有価証券報告書等において株式の持合いの情報の開示を求める」方向で検討(7月6日の金融庁長官記者会見)

- 金融庁「主要行等向けの総合的な監督指針(平成21年12月)」
 - 銀行の株式保有制限は、銀行の財務の健全性・リスク管理の問題以外に、株式持合いの縮小を通じて我が国株式市場の構造改革と活性化を促すとともに、コーポレートガバナンスの改善なども通じ、我が国経済の再生にも寄与する(Ⅲ-2-3-3 市場リスク管理)

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

としても持合いを解消しやすくなるとの指摘もあった。ルールについては、例えば自己資本の半分というようにより厳しい目標を設定し、銀行の持合い株式をなるべく減少させた方が良く、との提案がなされた。これに対し、金融庁としては、銀行等保有株式取得機構による株式等の取得が再開されていることもあり、その積極的な活用を望むとした。ただし、現在設定されている銀行等保有株式取得機構による買取期間は 2010 年 4 月末までとなっており、活用できる期間が残り少なくなっている⁴。

なお、金融庁の「主要行等向けの総合的な監督指針(平成 21 年 12 月)」では、「銀行の株式保有制限は、銀行の財務の健全性・リスク管理の問題以外に、株式持合いの縮小を通じて我が国株式市場の構造改革と活性化を促すとともに、コーポレートガバナンスの改善なども通じ、我が国経済の再生にも寄与する」という注が記されている⁵。

⁴ 買取られた株式は 2022 年 3 月末までに随時売却されることとなっている。

⁵ ちなみに、2009 年 7 月 6 日の佐藤金融庁長官(当時)記者会見において、「株式取得機構のようなセーフティネットも用意しつつ、かつ、各銀行における株式保有にかかるリスク管理の強化、一般的には、株式保有の削減について自主的な取組みを促しているところ」、「当面は、その自主的な取組みを注視し、適切なリスク管理が行われているかを継続的にチェックしていくという姿勢で対応していく」、「金融庁としては、今後、この(金融審議会による)提言を踏まえながら、有価証券報告書等において株式の持合いの情報の開示を求めるよう、今後、市場関係者との意見交換等を行いつつ、検討を進めていく」との発言があった。金融庁が早ければ 2010 年 3 月期から上場企業間の株式持合い状況(保有の理由や残高)の開示を義務付けることを目指す方針であるとの報道(2009 年 7 月 5 日付日本経済新聞朝刊)もあった。

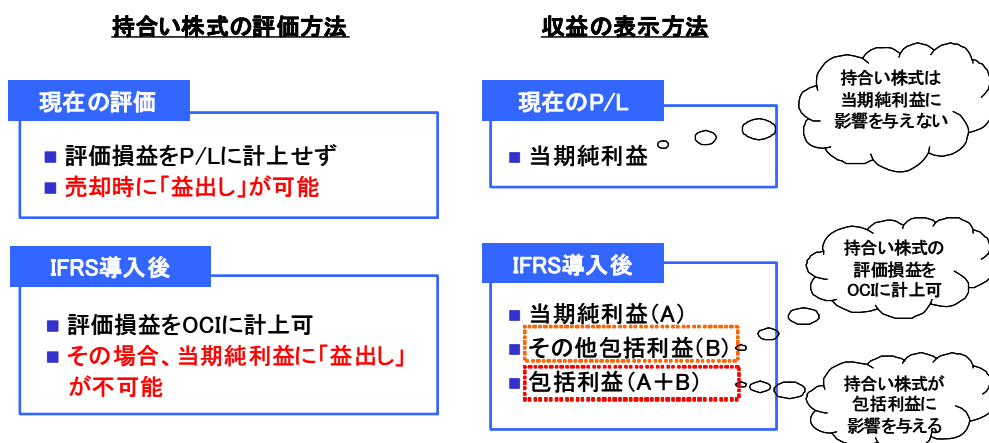
3. 国際会計基準（International Financial Reporting Standards、IFRS）導入の動き

わが国では、IFRSの適用の義務化が2015～2016年にも実施される可能性がある。2009年11月12日に公表されたIFRS第9号「金融商品」のパート1の最終基準では、保有有価証券の評価区分が簡素化され、「公正価値評価」と「償却原価による評価」に分けられている。

そこでは、保有株式には公正価値が適用され、毎期生じる評価損益は当期純利益に計上される（図表4）。ただし、持合い株式については例外的に、評価損益を「その他の包括利益」（Other Comprehensive Income、OCI）に表示するという選択肢もある。その場合は売却益を当期純利益に計上することができなくなる。即ち、当期純利益に「益出し」ができなくなる。持合い株式の評価損益をOCIに表示するケースでも、包括利益は持合い株式の評価損益の影響を受けて変動することに注意が必要である。

IFRS導入により、包括利益が包括利益計算書に表示されるようになると、株式の持合いが包括利益に影響を与えることから、金融機関及び企業による株式持合いの構造が一層解消に向かう可能性がある。実際、法人株主の株式持合い解消のニーズを受けたためか、法人に保有されてきた銀行株式が売却される動きがあるという⁶。また、企業間の持合い株式についても解消の動きが報じられており、例えば三菱グループ29社のうち有価証券報告書を提出している22社の持合い株式は、2009年3月末時点で約2.2兆円と、前年比で40%減になったとのことである⁷。

図表4 国際会計基準（IFRS）導入の動き



（出所）国際会計基準審議会などの各種資料より、野村資本市場研究所作成

⁶ 2010年1月9日付日本経済新聞朝刊参照。

⁷ 2010年1月15日付日本経済新聞朝刊参照。記事では、グループの1社であるキリンホールディングスが、保有するグループ29社の株式数百億円を3年で売却すると報じられている。

II 受け皿となる株主の模索

わが国の金融機関及び企業を取り巻く環境が変化する中で、中長期的なトレンドであった株式持合いの解消が加速する可能性を見てきた。図表 5（東京証券取引所、投資部門別株式保有比率）で見れば、事業法人、銀行、保険の株式保有率の一層の低下が見込まれることで、家計、年金信託、投資信託、海外の投資家としての位置づけを高めざるを得ない。

1. 家計による株式投資の促進

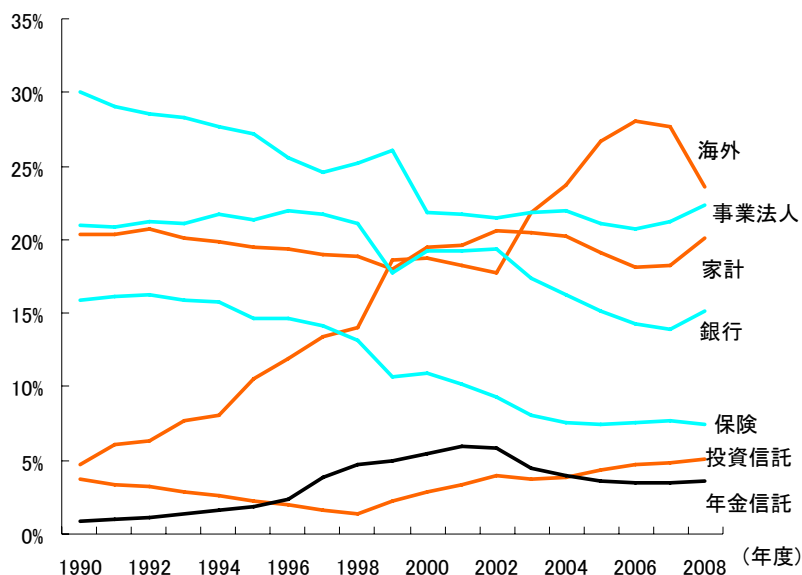
1) 個人向け税制措置の継続・強化

2009 年 12 月、平成 22 年度税制改正大綱が閣議決定され、その中には少額投資の譲渡所得及び配当所得への非課税措置、いわゆる日本版 ISA が盛り込まれたが⁸、株式持合い解消の加速化の流れに鑑みると、個人投資家による株式投資を一層持続的に拡大することは不可欠であり、そのために例えば株式の譲渡所得及び配当所得への軽減税率の恒久化といった措置がさらに必要とされるのではないだろうか⁹。

2) 個人向け IR の強化と米国企業が利用する DSP

企業においても、個人投資家に対する積極的な IR 活動が従来以上に求められよう。個人投資家による長期保有を促すためにも IR 活動が重要だからである。加えて、個

図表 5 投資部門別株式保有比率の推移



(出所) 東京証券取引所「株式分布状況調査」より、野村資本市場研究所作成

⁸ 金融庁ウェブサイト「税制改正の内容」 (<http://www.mof.go.jp/jouhou/syuzei/syuzei04.htm>) 参照。

⁹ 渡部賢一野村ホールディングス社長への日本経済新聞インタビュー記事 (2010 年 1 月 5 日付) 参照。

人投資家が株式を購入しやすくするための方策の一つとして、米国では、個人投資家が一定の金額（したがって、単元未満株でも可能）で企業から直接、株式を購入できる株式直接購入プラン（Direct Stock Purchase Plan、DSP）を設定している企業も多く、個人向けの投資入門書などでもよく取り上げられている¹⁰。わが国企業においても、個人投資家の裾野の拡大方法として参考になろう。

3) 経営再建に取り組む米国企業による ESOP の活用事例

また、個人による株式保有の一形態として、企業の従業員に限られるが、勤務先企業の株式への投資があり、米国では ESOP（Employee Stock Ownership Plan）という制度が普及している。ESOP とは従業員による自社株保有制度で、企業が従業員のために拠出して自社株式を積み立てる制度である¹¹。従業員持株会と対比されることが多いが、従業員持株会が任意加入の資産形成支援の仕組みであるのに対し、ESOP は原則として全従業員を対象とする自社株報酬制度である。従業員は企業価値増大の利益を直接得ることができ、士気向上の効果が期待できるとされる。

実際に米国では経営再建に取り組む企業において、従業員へのインセンティブ・プランとしての ESOP 導入により労使一体となって再建に挑んだケースがあった¹²。例えば、自動車メーカー大手のクライスラーは、1970 年代に数量追求による大量の在庫や日本車の台頭等により急速に業績が悪化した。従業員の給与引下げも含むコスト削減を実施した経営再建の局面において、従業員のモラルと生産性向上のために、当時の米国政府や議会はクライスラーが受ける融資への保証の見返りとして、ESOP の導入を条件の一つとした（1979 年クライスラー融資保証法の第 7 条）。その後、1980 年代前半には業績が改善し株価も回復したため、当時の従業員は ESOP を通じて大きな利益を享受できた。

また、ユナイテッド航空（UAL）も、1990 年代前半の規制緩和を受けた価格競争の激化により当時、急速に業績が悪化し、高コスト体質の改善に従業員の待遇の悪化が避けられなかったが、従業員側は譲歩する見返りとして、ESOP 導入により従業員が大株主（議決権の 55%）となることを会社側に要求、合意に至った。1994 年以降に UAL の業績は回復したが、年次報告書によると ESOP 導入の効果であったという¹³。

なお、わが国でも米国の ESOP を参考に、既存の法制度の枠組みの中で日本版 ESOP が開発された¹⁴。

¹⁰ SEC ウェブサイト（<http://www.sec.gov/answers/drip.htm>）、柳谷孝監訳「ゆとりあるマイ・セカンドライフ」東洋経済新報社（2004 年）74 頁、渡部賢一監訳「女性のための投資センスアップ・ガイド」（2005 年）36 頁参照。

¹¹ ESOP について、詳しくは、井瀧正彦ほか「米国 ESOP の概要と我が国への導入」『資本市場クォーターリー』2001 年春号、野村亜紀子「米国公開企業による ESOP の活用とわが国への示唆」同 2006 年冬号、野村亜紀子「米国におけるレバレッジド ESOP の事業承継への活用」同 2006 年春号参照。

¹² 経営再建時の ESOP の活用について、詳しくは、井瀧正彦ほか「米国 ESOP の概要と我が国への導入」『資本市場クォーターリー』2001 年春号参照。

¹³ ただし、同社は 2002 年、米国同時多発テロの影響等による業績悪化によりチャプター11 を申請。

¹⁴ 日本版 ESOP について、詳しくは、橋本基美「日本版 ESOP（従業員自社株保有制度）の登場とその役割」『財界観測』2009 年秋号参照。

4) わが国企業による日本版 ESOP 活用のメリット

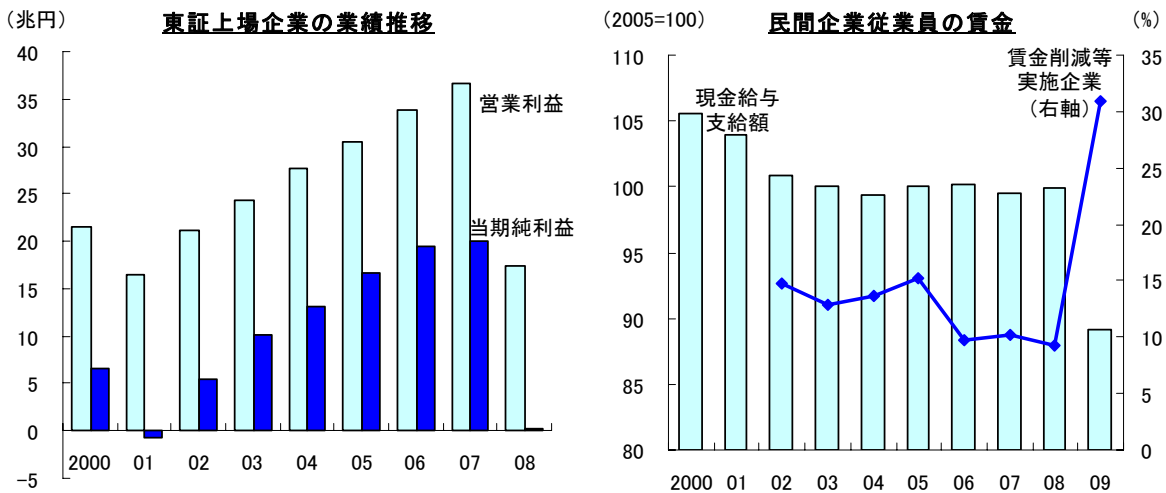
米国の大手企業が経営再建において ESOP を従業員の士気向上に活用したケースは、わが国企業においても参考になるだろう。

東証上場企業の決算短信集計を見ると、金融危機によって業績が急速に悪化した。2008 年度は営業利益合計が前年度比 53%減の 17 兆円、当期純利益合計は 99%減の 2,038 億円まで落ち込んだ（図表 6）。多くの企業は売上高や利益の低下を受けて費用削減を進めており、人件費も例外ではないであろう。民間企業の従業員における現金給与支給額の水準は、2008 年から 2009 年（1-10 月平均）にかけて 99.9 から 89.1（2005 年=100）へと低下している。賃金カット実施企業（予定を含む）の比率も 9.3%から 30.9%へと大幅に上昇しており、従業員に対するインセンティブの提供、モチベーションの確保は以前にも増して重要な課題になりつつある。

持合い解消の受け皿となる投資家に対し、企業は収益性の向上により株式の魅力を高めなければならない。とりわけ業績改善を進める企業にとって、従業員が自社株式を保有し、労使一体となる ESOP の仕組みは有効であろう。また、従業員が株主となることは、他の株主に対して、従業員が自社の収益性向上のインセンティブがあるというメッセージを送ることにもなる。

前述の通り、わが国にも米国の ESOP を参考に開発された日本版 ESOP が既に存在する。なお、日本版 ESOP の本質的な狙いは従業員への長期的なインセンティブ付与と、長期インセンティブ報酬制度の存在の投資家へのアピールにあるが、設立された信託により大量の自社株式を予め比較的まとまった量で取得することが可能なことか

図表 6 わが国企業の業績と従業員の給与



(注) 1.東証上場企業の業績は、各年度3月期の値の集計。
 2.現金給与支給額は、5人以上の事業所を対象に集計。2005年を100として指数化。2009年は1-10月の平均。
 3.賃金削減等実施企業は、賃金カット又は諸手当の減額を実施あるいは予定している企業の比率。
 (出所) 東京証券取引所資料、厚生労働省資料より、野村資本市場研究所作成

ら、わが国では持合い解消によって市場に放出される株式の受け皿という副次的な効果も期待することができる。

株式持合い解消が加速する可能性がある中で、多くのわが国企業にとって日本版 ESOP の導入を検討する価値は十分にあり、その一層の普及が期待される。

2. 企業年金への自社株式抛出の検討可能性

機関投資家の代表である年金信託については、確定給付年金において積立不足の問題が生じている。積立不足額が 1 兆円を超えたり、純資産に対する比率が 100% を上回るなど、大きな負担となっている企業もある¹⁵。特に赤字決算に陥った企業の場合、純資産に対する比率が一層上昇し、年金積立不足の負担がさらに重くなるといえよう。

米国に目を向けると、確定給付型年金を抱える米国大企業においても、わが国企業と同様に積立不足が問題となっている。ここで注目すべきことは、2009 年にボーイングやキャタピラーといった大企業が、積立不足への対応として自社株式を年金資産に抛出する動きが見られたことである（図表 7）。

自社株式を抛出した各社に共通する点として、①2009 年に年金が積立不足となっていたこと、②積立不足解消のために自主的に自社株式を抛出したこと、③自社株式抛出に係る ERISA (Employee Retirement Income Security Act) の規定（年金資産の 10% 以内）に抵触しない規模であったこと、が指摘されており、特にキャッシュではなく自社株式を抛出することのメリットとして、現在のような経済状況において抛出企業の手元流動性の維持・確保や、年金資産による過小評価された自社株式の株価回復時のキャピタル・ゲインの獲得が挙げられている¹⁶。

また、年金問題ではないが、経営再建時の自社株式の活用事例として、ゼネラル・モーターズ（以下、GM）による医療保険に対する債務への自社株式の抛出も挙げられる¹⁷。

図表 7 自社株式を年金資産に抛出した例

(100万ドル)

企業名	セクター	積立不足額	自社株式による 抛出額	年金資産額
ボーイング	航空・防衛	▲ 8,420	1,500	40,597
3M	資本財	▲ 1,152	800	9,243
ハニーウェル	航空・防衛	▲ 3,526	800	11,520
キャタピラー	機械	▲ 4,748	650	11,493
JCペニー	小売	▲ 275	340	3,725
ブリックス	総合警備	▲ 329	58	440

(注) 1.積立不足額と年金資産額は 2008 年度末時点。
2.積立不足は、制度資産の公正価額と年金債務の差額。
3.自社株式による抛出額は各社の発表額。ボーイングは、最大で 15 億ドルと発表。

(出所) 開示資料、報道より、野村資本市場研究所作成

¹⁵ 2009 年 6 月 28 日及び同 10 月 4 日付日経ヴェリタス参照。

¹⁶ Timothy Inklebarger, "Billions contributed to boost funding levels", *Pension & Investments*, 11/2/2009 参照。

¹⁷ GM の経営再建について、詳しくは、吉川浩史「GM によるチャプター・イレブンを活用した再建の行方」『資本市場クォーターリー』2009 年夏号参照。

2009年6月にチャプター11を申請したGMは、全米自動車労働組合との協議の結果、財務上の負担となっていた退職者向け医療保険に対する債務200億ドルと、新生GMの普通株式・優先株式・ワラント等とを交換した。これは、デット・エクイティ・スワップの仕組みを利用して、自社株式を債務の支払いに充てたといえる。GMと同様に医療保険に対して131億ドルの債務を抱えるフォードについても、フォードと労働組合との間で債務を現金ではなく、株式で支払うことで合意が成立しており、米国労働省もERISAに抵触するものの特例として認めると発表している¹⁸。

こうした米国で見られる自社株式の拠出による企業年金の積立不足への対応は、同様の課題を抱えるわが国企業としても検討できないだろうか。株式持合いの解消が進むわが国においては、実質的な受け皿にもなるといえよう。

3. 投資信託を経由した投資

1) 投資信託の普及に対する確定拠出型年金の貢献

投資信託の拡大については、小口資金による分散投資というメリットを重視し、個人投資家が投資信託に直接投資することももちろん重要であるが、投資信託市場の発達した米国やオーストラリアを見ると、確定拠出型年金の拡大が投資信託の普及に重要な役割を果たしている。

現在わが国企業では、確定給付年金から確定拠出年金に移行する動きが着実に広がっている¹⁹。確定拠出年金においては、従業員は自ら年金資産を中長期的な視点で運用することとなるため、これをきっかけに個人による投資信託への投資が本来、促される可能性がある。

実際、投資信託が定期預金を凌駕し普及している米国では、個人が投資信託を購入・保有する入口として確定拠出型年金を介した割合が40~50%と大きく、個人への投資信託の普及に果たした役割は極めて大きい(図表8)。また、確定給付型年金からスーパーアニュエーションという確定拠出型年金への移行が1993年に義務付けられたオーストラリアでは、スーパーアニュエーションを経由した投資信託等への投資が1990年代以降大きく拡大している^{20 21}(図表9)。

わが国においても投資信託市場の拡大のために、確定拠出年金の課題の早期解決が必要といえる²²。

¹⁸ 米国労働省 2009年12月9日付けプレスリリース (<http://www.dol.gov/opa/media/press/ebsa/EBSA20091510.htm>) 参照。

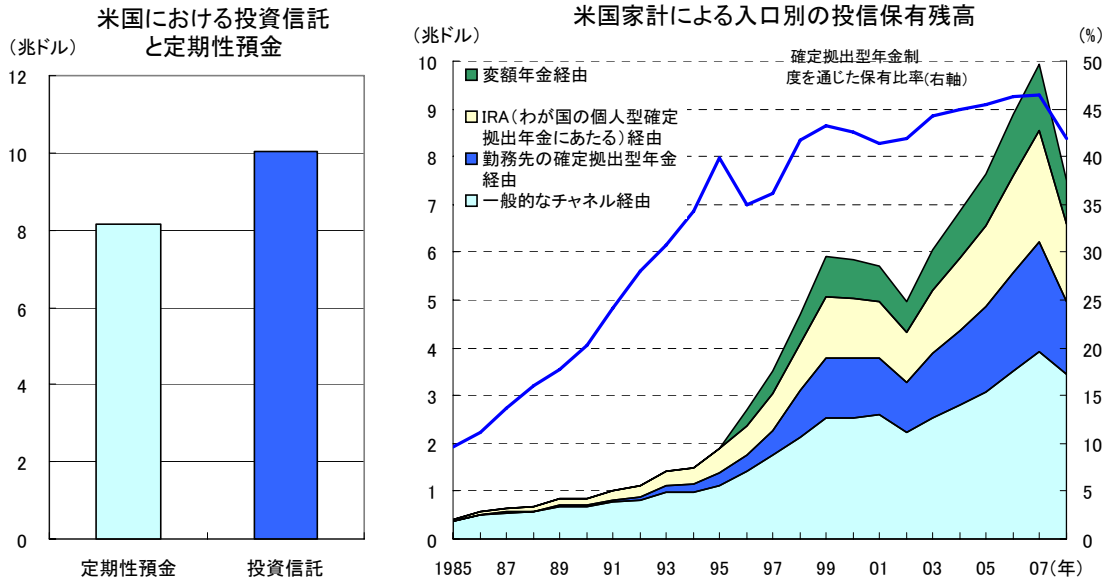
¹⁹ 2009年10月末時点で、企業型確定拠出年金の加入者数は340万人、実施事業主数は12,315社に上る。日本放送協会(NHK)は、2010年度より確定拠出年金を部分的に導入する(第1108回経営委員会議事録)。

²⁰ スーパーアニュエーションについて詳しくは、神山哲也「オーストラリアにおけるスーパーアニュエーションの現状」『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。

²¹ 金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」第5回(2007年3月13日)議事録参照。

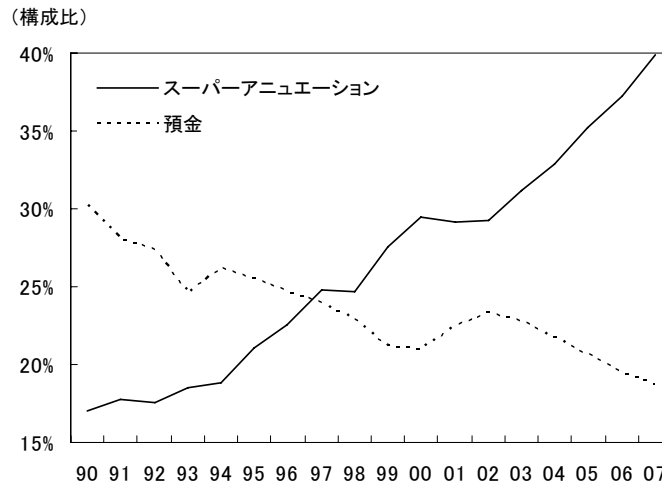
²² 確定拠出年金の課題について詳しくは、野村亜紀子「わが国確定拠出年金の抜本的な制度改正に向けた提言」『資本市場クォーターリー』2009年夏号参照。

図表 8 米国で投資信託の普及に貢献した確定拠出型年金



(注) 1. 左図の投資信託と定期性預金の残高は 2009 年 9 月末時点。
 2. 右図は 2008 年末まで。変額年金経由のデータは 1996 年以降。
 (出所) FRB, “Flow of Funds”、ICI より、野村資本市場研究所作成

図表 9 個人金融資産に占めるスーパーアニュエーション資産の割合



(出所) Reserve Bank of Australia より野村資本市場研究所作成

2) 確定拠出型年金への移行と年金受給権の確保

なお、確定拠出型年金への移行は、年金資産が各従業員の個人口座で管理されるようになるため、従業員による企業年金・退職金の実質的な前取りという側面がある。そのため、一度従業員の個人口座に受入れられた資金・資産は、その後の企業の経営状態の影響を受けない。一方、確定給付型年金では原則、定年を含む退職時が受取開始時点となるため、その間に生じる企業の経営状態の悪化や破綻といった事態において悪影響を

被る可能性がある（最終的に年金給付が実質的に減額となるケースもある²³）。したがって、確定拠出型年金には、従業員が労働の対価である年金資産を、労働の提供された時点から相対的に時間的間隔を空けずに自分の口座に確保できるメリットがある。

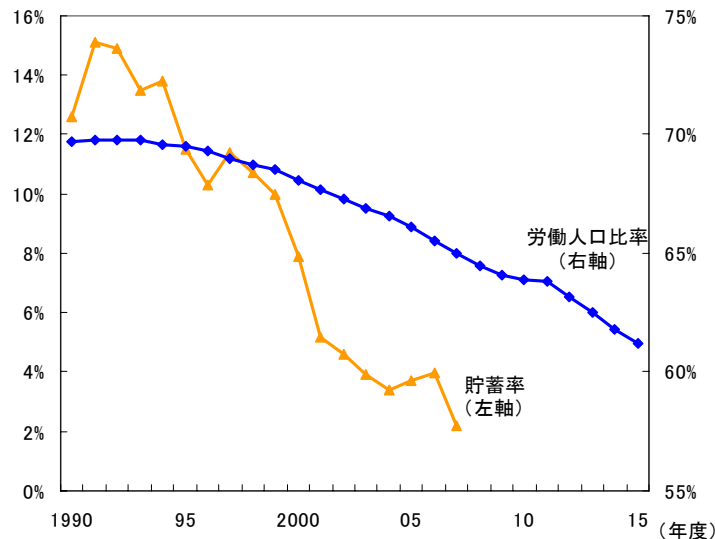
4. 海外投資家への注目

わが国の労働人口比率（全人口に対する15歳以上65歳未満の人口の比率）は低下し続けており、2008年度には65%を下回り、今後一層の低下が見込まれている（図表10）。労働人口比率の低下は貯蓄率を引き下げる一因となり、高齢化が進展する中で個人金融資産の残高は、このままでは中長期的に増加が見込みにくい見通しである²⁴。したがって、海外からの投資資金にも注目せざるを得ないといえよう。

1) アジア・中東の投資資金

特に、年金基金や政府系ファンド（SWF）といった海外機関投資家は規模が大きく、例えば海外の年金基金で運用残高上位10基金の資産を合計すると1.9兆ドル、同様に政府系ファンドでは2.7兆ドルに上る（図表11）。近年注目が集まる政府系ファンドの運用残高上位には、高い経済成長を背景に、経常黒字を蓄積したアジアや中東のファンドが多い。今後も経済成長とともにファンドの規模は拡大する可能性が

図表10 わが国の貯蓄率及び労働人口比率の推移



(注) 2006年度以降の労働人口比率は、国立社会保障・人口問題研究所の予想。
(出所) 内閣府、国立社会保障・人口問題研究所より、野村資本市場研究所作成

²³ R&I「年金情報」2009年7月6日号、8月17日号参照。

²⁴ 少子高齢化の個人金融資産への影響について、詳しくは、宮本佐知子「高齢化社会の下での個人金融資産拡大に向けた対応策」『資本市場クォーターリー』2010年冬号参照。

図表 11 海外の大型機関投資家

年金基金				政府系ファンド			
順位	年金基金名・企業名	国	運用残高 (億ドル)	順位	ファンド名	国	運用残高 (億ドル)
1	ノルウェー政府年金基金	ノルウェー	3,391	1	アブダビ投資庁(ADIA)	UAE	6,270
2	ABP	オランダ	2,431	2	サウジアラビア通貨庁(SAMA)	サウジアラビア	4,310
3	カリフォルニア州公務員退職年金基金	米国	2,146	3	中国華安投資有限公司	中国	3,471
4	連邦公務員年金基金	米国	2,106	4	中国投資有限責任公司(CIC)	中国	2,888
5	国民年金	韓国	1,904	5	シンガポール政府投資公社(GIC)	シンガポール	2,475
6	郵便貯金基金	台湾	1,542	6	クウェート投資庁(KIA)	クウェート	2,028
7	カリフォルニア州教職員退職年金基金	米国	1,472	7	国家福祉基金	ロシア	1,785
8	ニューヨーク州職員退職年金基金	米国	1,384	8	香港金融管理局投資ポートフォリオ	香港	1,397
9	フロリダ州年金基金	米国	1,187	9	テマセック・ホールディングス	シンガポール	1,220
10	GM	米国	1,103	10	全国社会保障基金	中国	824

(注) 1.年金基金の運用残高は、2008年末時点。

2.政府系ファンドの運用残高は、2009年8月集計時点の直近の値。

(出所) Pension & Investments、The Sovereign Wealth Fund Institute より、野村資本市場研究所作成

あり、同地域ではまた中間所得層の台頭から個人投資家、ひいてはその運用先として台頭し得る投資信託や年金基金の投資資金の存在感も増すと思われる。

したがって、IR活動により、海外投資家から経営方針に対する適切な理解を得て、長期保有されることとなれば、株式持合い解消の有力な受け皿となろう。IR活動については、将来の収益性への投資家の適切な期待形成に寄与するという役割がある。特に近年、アジアを中心とするエマージング市場への展開を積極化するなど収益性向上を図る動きも活発化しており²⁵、こうした事業活動・計画を海外投資家に対して積極的に説明する必要性が増している。

海外に新たな投資家を求めるに際しては、IR活動に加えて、配当や自社株買いの増加を通じた株主還元の改善なども従来以上に重視されよう。株主還元について、東証第一部上場企業（金融を除く）の配当の状況を見ると、2008年度は当期純利益が大幅に減少したため配当性向（配当支払額／当期純利益）が100%を超えているが、純資産配当率（配当支払額／純資産）は2～3%と、米国大企業（S&P500株価指数構成企業）の半分の水準である（図表12）。また、東証上場企業の自社株買いは、2009年1-11月期で7,637億円と、2008年の4兆円から大きく減少し、逆に、2009年は増資が活発化した。経済減速局面における止むを得ない措置といえるが、今後、海外投資家から見ても魅力的な投資対象とするため、業績回復局面において積極的に配当や自社株買いの増額が求められよう。

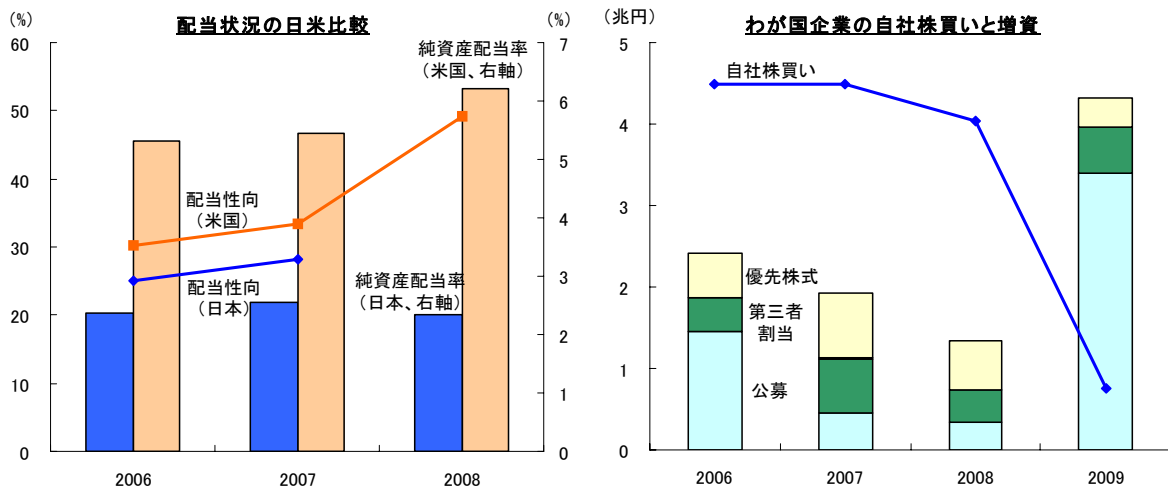
2) 中国における日系現地法人従業員による親会社株式への投資

前述の通り、従業員による自社株式の保有は、従来以上に重要性を増す。今後、わが国企業の海外展開が進む中で、国内のみならず現地従業員に対するインセンティブ制度として、わが国に上場する親会社株式へ投資できる従業員持株会の導入などが広

²⁵ 例えば、クロスボーダーM&Aにより迅速な海外展開を図る動きがある。詳しくは、「わが国でも増加するクロスボーダーM&Aによるグローバル展開」『資本市場クォーターリー』2009年秋号参照。

がるとすれば、解消される持合い株式の受け皿となる海外投資家の一部と見る事ができよう。例えば、中国では、米国のプロクター・アンド・ギャンブル社（以下、P&G 社）の現地法人が外資系企業として初めて、親会社株式を購入する従業員持株会を設立した²⁶。わが国企業の中国現地法人における現地従業員数が 400 万人近くに上り、わが国企業の国別現地法人数が最も多いことから、従業員向けに親会社株式を用いた P&G 社のようなインセンティブ制度の導入は、本格的な検討に値しよう（図表 13）。

図表 12 配当状況の日米比較とわが国企業の自社株買い・増資の状況



(注) 1.配当状況について、米国は S&P500 株価指数構成企業、わが国は東証第一部上場企業。年度。
 2.わが国企業の 2008 年度の配当性向は、当期純利益の大幅な減少により、100%を超えている。
 3.自社株買いと増資のデータは、東証上場企業（内国株式）。暦年。2009 年は 1-11 月。
 (出所) 東京証券取引所資料、ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表 13 中国における日系企業の現地従業員数

	全産業			うち製造業		
	従業員数	派遣者数	現地従業員数	従業員数	派遣者数	現地従業員数
全世界	3,997,273	41,997	3,955,276	3,142,726	21,609	3,121,117
米国	497,674	8,825	488,849	304,234	3,881	300,353
欧州	346,200	4,544	341,656	227,035	1,340	225,695
アジア	2,877,734	26,674	2,851,060	2,404,268	15,512	2,388,756
うち中国	1,227,075	11,176	1,215,899	1,066,475	7,059	1,059,416

(注) 1.出資比率（現地法人経由も含む）の合計が 10%未満の現地法人は除く。2008 年 10 月時点。
 2.派遣者数は、わが国から現地に派遣された従業員数。
 (出所) 『海外進出企業総覧国別編 2009 年版』東洋経済新報社、2009 年より野村資本市場研究所作成

²⁶ 中国の従業員持株会について、詳しくは、関根栄一「中国での従業員持株会の設立を巡る動向」『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。