

## 長期投資ファイナンスの促進に向けたグローバルな議論

淵田 康之

### ■ 要 約 ■

1. 世界的金融危機からの経済復興、サステナブルな経済発展、新興国のインフラ整備等、今日、長期的観点からの投資の必要性が高まっている。しかし現状、多くの国で銀行のデレバレッジや財政悪化が生じている他、今後は、高齢化の進展等も予想されるため、長期投資のファイナンスが不足することが懸念されている。
2. とりわけ、銀行を通じた金融仲介に大きく依存してきた欧州では、金融規制の強化もあり、成長ファイナンスのあり方の変容が迫られている。このため欧州委員会は、3月に「欧州経済のための長期ファイナンス」というグリーン・ペーパーを発表し、対応策についての議論を喚起している。
3. 長期投資ファイナンスの促進は、2013年9月にサンクトペテルブルグで開催予定のG20サミットでも、テーマの一つに位置づけられている。これに向けてOECDは「機関投資家による長期投資ファイナンスのあり方に関するハイレベル原則」を策定中であり、5月にその原案が公表された。
4. これまでの議論では、機関投資家関連の改革として、機関投資家の育成と長期投資の拡大策、SWFの活用、ガバナンス・報酬制度・受託者責任関連の改革、保険や年金への規制の検討などが提示されている。社債市場の発展、プロジェクト・ボンド、ベンチャー・キャピタルの振興、クラウド・ファンディング等、資本市場の育成も重視されている。また、PPP等、官民協力の長期投資ファイナンス促進や金融規制強化の影響監視の必要性も指摘されている。
5. 現行の税制については、株式よりもデットを優遇していることが主に問題視されている。一方、会計制度については、時価会計が長期投資のファイナンスに有害ではないかという懸念が示されている。そして長期的投資については、それにふさわしい財務報告のあり方が考えられるのではないかとの議論が提示されている。

## 活発化する長期投資ファイナンス促進論

### 1. G20 サミットの議題に

世界的金融危機の一因として、短期主義問題、すなわち経営者や投資家の行動が短期的視野に陥りがちだったことが指摘され、これを正そうという議論が活発化しているが<sup>1</sup>、近年、これと並行した議論として、長期的観点からの投資を促進する必要性も、各方面で強調されるようになってきている。

この背景には、金融危機後、長期資金の供給が、リスク回避や規制強化、財政悪化等により円滑に行われていない状況がある。このままでは、世界的金融危機からの経済回復のための投資はもとより、従来から必要性が指摘されてきた地球温暖化対策等、サステイナブルな経済発展のための投資、あるいは新興国のインフラ整備のための投資等、長期的な観点からの投資が滞ることが懸念されているのである。

2012年11月、メキシコで開催されたG20財務相・中央銀行総裁会議では、議長声明において、世銀、IMF、OECD、FSB、国連及びその他の関連する国際機関が、長期投資資金に関する分析作業を行い、2013年の早期に報告することが求められた。

これを受け、2013年2月、モスクワで開催されたG20財務相・中央銀行総裁会議において、「成長と発展のための長期投資ファイナンス」という報告書（以下、G20報告書）が発表された<sup>2</sup>。同報告書は、OECD、IMF、UNCTAD<sup>3</sup>、UN-DESA<sup>4</sup>、世銀グループ、FSBの協力の下、世銀のスタッフが取りまとめたものであり、金融危機後の長期投資ファイナンスの動向が分析されている。

このG20報告書を踏まえ、同会議では、投資のためのファイナンスに関する新たなスタディ・グループを設立することが合意され、この作業を支援すべくOECDに対し、他の関連する国際機関とともに、長期の投資ファイナンスを促すために用いられる政府や市場ベースの様々な手法・インセンティブに関する分析、及び年金資金の長期投資に関する調査レポートを提供することを求めた。そして、OECDが「機関投資家による長期投資ファイナンスに関するハイレベル原則」に関するレポートを、2013年9月のサンクトペテルブルグG20サミットまでに用意するとされた。またFSBに対し、規制改革が長期ファイナンスの供給に与える影響についてモニターを続けることを指示している。この他、同会議の声明文では、現地通貨建て債券市場は長期ファイナンスの信頼できる供給源となるとして、その発展を支援していくことについても言及している。

OECDは、上記の要請を踏まえ、2013年5月に、「機関投資家による長期投資ファイ

<sup>1</sup> 淵田康之「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』2012年秋号参照。

<sup>2</sup> *Long-term Investment Financing for Growth and Development: Umbrella Paper*, Presented to the Meeting of the G20 Ministers of Finance and Central Bank Governors, February 2013, Moscow, Russia. February 2013. 合わせて関連する複数のペーパーが発表されている。

<sup>3</sup> United Nations Conference on Trade and Development、国連貿易開発会議。

<sup>4</sup> United Nations Department of Economics and Social Affairs、国連経済社会局。

「ナンスに関するハイレベル原則」の案<sup>5</sup>（資料参照）を公表し、コメントを求めた。2013年9月のサンクトペテルブルグ G20 サミットでは、同原則の承認を含め、長期投資ファイナンスの促進策の議論が一つの柱となる<sup>6</sup>。

## 2．マッキンゼー、世界経済フォーラム、G30

長期投資とそのファイナンスの必要性は、他にも様々な団体により主張されている。以下、主要なものを紹介しよう。

マッキンゼーは、2011年12月に、長期投資ファイナンスのなかでも、特に株式による資金供給が世界的に不足するとの問題提起を行なった<sup>7</sup>。すなわち2020年までの10年間に企業のエクイティ調達額が37.4兆ドル増加すると予想されるのに対し、投資家のエクイティ投資の増加額は25.1兆ドルと、12兆ドル不足するという。

この背景として、今後、特に新興国の企業でエクイティ資金需要が高まるが、新興国の投資家のエクイティ保有比率は先進国より低いこと、その一方、先進国では、高齢化や規制強化でエクイティ投資が抑制されることがある（後述）。

一方、世界経済フォーラムは、オリバー・ワイマン（コンサルタント会社）やハーバード・ビジネス・スクールの協力の下、長期投資に関するプロジェクトを立ち上げ、2011年に「長期投資の将来」という報告書<sup>8</sup>をまとめた。また2012年には「長期投資に関するパフォーマンス測定とガバナンス」という報告書を発表している<sup>9</sup>。

前者においては、やはり長期的な資金に対する需要が高まる一方、投資家が長期に保有する資産の割合が低下していることが問題視されている。後者においては、長期投資に関するリスク・リターンの評価やガバナンスのあり方が論じられている。

また、世界の有識者で構成される非営利のシンクタンク G30（Group of Thirty）も、2012年3月に、ワーキング・グループを立ち上げ、2013年2月に「長期ファイナンスと経済成長」という報告書（以下 G30 報告書）を発表している<sup>10</sup>。こちらはマッキンゼーがコアとなるリサーチを行なったもので、15項目にわたる政策提案が示されている。

## 3．欧州委員会

長期投資とそのファイナンスの必要性は、以上のようにグローバルな課題となっているが、とりわけ EU において活発な議論が展開されている。これは、欧州が世界的金融危機の影響を大きく受け、その後もいわゆる欧州危機から十分に立ち直っていないことが背景

<sup>5</sup> OECD, *Draft High-level Principles of Long-term Investment Financing by Institutional Investors*, May 2, 2013.

<sup>6</sup> [http://www.g20.org/docs/g20\\_russia/outline.html](http://www.g20.org/docs/g20_russia/outline.html)

<sup>7</sup> McKinsey Global Institute, *The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape*, December 2011

<sup>8</sup> World Economic Forum, *The Future of Long-term Investing*, 2012

<sup>9</sup> World Economic Forum, *Measurement, Governance and Long-term Investing*, 2013

<sup>10</sup> Group of Thirty, *Long-term Finance and Economic Growth*, 2013

にある。また、EU 経済は銀行による金融仲介に大きく依存してきたが、欧州の銀行が金融危機とその後の規制強化を受けて、デレバレッジを余儀なくされるなど、金融仲介機能を大きく低下させているという事情もある。

そこで欧州委員会は、2013年3月に、「欧州経済のための長期ファイナンスング（Long-term Financing of the European Economy）」というグリーン・ペーパーを発表した<sup>11</sup>。ここでは、長期ファイナンスを巡る欧州の現状分析を示した上で、長期ファイナンスの促進のための方策として、公的な介入、機関投資家分野の改革、証券市場分野の改革、分野横断的な各種の改革（家計貯蓄の促進、税、会計、コーポレート・ガバナンス、情報開示分野の改革）、中小企業金融の改革を示し、コメントを募っている。

このうち、会計分野の改革に関連する問題提起は、「時価会計が短期主義にどの程度つながったと考えられるか」というものである。これを受け、EFRAG（European Financial Reporting Advisory Group, 欧州財務報告諮問グループ）<sup>12</sup>は、2013年5月8日に、公開協議文書、「長期投資活動ビジネスモデルに対する特別の財務報告は必要か？」（Is there a need for specific financial reporting for long-term investing activities business models?）を発表している<sup>13</sup>。

## 議論の背景

以下では、長期投資ファイナンスを巡る各種の議論の内容について、より詳しく紹介することとする。まず、長期投資とそのファイナンスがなぜ重要とされているのか、その論拠を整理しよう。

### 1. 長期投資の重要性

長期投資と分類されるものには、まずインフラ、工場・設備、商業施設、住宅などへの投資がある。また R&D 投資や教育・訓練への投資も重視されている。これらはいずれも、まとまった金額が必要とされる投資であり、それによって形成される資産（実物資産及び無形資産）から、長期に渡るリターンが期待されるものである。ただそれだけに短期的投資よりも、相対的に高いリスクを伴うという性格を持つ。

こうした長期投資は、個々の投資案件の直接的なリターンだけではなく、経済成長、雇用促進、生産性向上といったマクロ的なベネフィットももたらす。

長期かつマクロ的なリターンを視野に入れた投資ということでは、地球規模での気候変

<sup>11</sup> グリーン・ペーパーは、特定の政策分野に関し、議論を喚起するために作成される。欧州委員会として、公的な提言を行なう文書は、ホワイト・ペーパーと呼ばれる。

<sup>12</sup> EFRAG は、欧州委員会に対し、IFRS の動向に関するインプットや会計関連の問題に対するアドバイスを行なう団体として、2001年6月に設立された。欧州会計士連盟（FEE）、ビジネスヨーロッパ、欧州円卓会議、欧州銀行連合会（EBF）及び欧州保険委員会（CEA）をはじめとする、ヨーロッパにおける財務報告に関心を寄せる 10 の主要な加盟組織による民間主導の民間組織。

<sup>13</sup> コメントの締め切りは、グリーン・ペーパーと同じく、6月25日。

動や環境汚染等の問題に対処し、持続可能なグローバル経済の運営を目指すための投資も重要である。「リターン」という場合も、直接的な貨幣的価値を測る「ファイナンス・リターン」だけではなく、貧困など社会問題への対応という面に着目した、いわゆる「ソーシャル・リターン」も含めて議論されることもある。

## 2．長期投資ファイナンスの重要性とその形態

長期投資を促進する上で、重要な要素の一つとされるのが、長期的なファイナンスの利用可能性である。短期的な資金源に依存していれば、長期の投資プロジェクトの遂行中や、そのリターンを享受している期間中に、市場環境の悪化により借換えが困難になったり、金利コストが想定外に高騰するなど、投資採算に大きく影響する事態が発生する可能性が高まるからである。

長期的なファイナンスは、より一般的に短期のファイナンスに比べて経済に対して安定的であることも評価されている。また、株式投資が長期的観点で行われることは、企業の長期的視野に基づく経営を支え、コーポレート・ガバナンス上も重要な役割を果たす。

最終的な資金供給源である家計の立場から見れば、適切な長期資金運用機会の存在は、退職後に向けた資産形成等に不可欠である。また将来の不確実性に対するリスク分散のメリットも享受できる。

長期的なファイナンスの形態は、いくつかの観点から分類できる。まず一国レベルで考える場合、国内貯蓄と海外貯蓄に分けられる。後者には、ODA等の公的資金と民間資金がある。民間資金には、シンジケート・ローン等の融資、証券投資（債券、株式）、直接投資がある。

国内貯蓄は、一般財政の資金等の公的資金と、民間資金に分けられ、後者には、融資や証券投資（債券、株式）がある。

長期ファイナンスの主体に注目すると、民間資金として、商業銀行、保険会社、年金基金、各種のファンド、公的資金として、SWF（Sovereign Wealth Fund）、公的金融機関（国際的な機関の他、地域や国家レベルのものがある）、財政資金等に分けられる。

## 3．金融危機後の長期投資ファイナンスの動向

金融危機は、こうした長期投資やそのファイナンスのあり方に大きな影響をもたらした。この点を、いくつかの側面で確認してみよう。

まず途上国への資金フローの変化を見てみよう。図表1で示されるように、途上国への民間資金フロー（ネット）は、2007年にピークをつけたが、翌年のリーマン・ショックで急減し、その後、2010年にかけて多少回復したものの、近年、また鈍化している。

地域別に見ると、アジアの途上国地域や中南米への資金流入がリーマン・ショックから比較的速やかに回復したのに対し、中東欧諸国、CIS諸国、中東・北アフリカ諸国への資

図表 1 途上国の民間資本収支

	平均										(10億ドル)	
	2002-2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	見通し		
										2013年	2014年	
<b>途上国全体</b>												
ネット	168.8	312.2	308.6	691.0	278.8	320.9	600.0	495.3	144.9	336.3	413.2	
資産	-161.5	-345.2	-632.9	-830.4	-610.1	-301.2	-643.2	-703.3	-734.1	-775.4	-719.7	
負債	330.1	650.6	938.2	1,514.9	889.8	620.8	1,240.9	1,196.3	876.7	1,107.2	1,127.3	
<b>中東欧</b>												
ネット	35.0	103.6	116.0	183.8	157.1	30.9	83.1	93.9	66.8	62.2	64.6	
資産	-14.4	-17.8	-57.0	-44.5	-29.3	-9.9	-8.2	9.7	0.2	-2.6	-11.0	
負債	49.4	121.3	172.6	227.2	185.3	41.4	91.4	84.3	66.7	65.1	75.9	
<b>CIS</b>												
ネット	8.7	29.3	51.5	130.2	-98.0	-63.4	-25.4	-64.9	-57.9	-56.7	-36.0	
資産	-33.8	-80.3	-100.1	-160.6	-264.5	-75.0	-104.9	-165.0	-168.6	-164.7	-161.7	
負債	42.5	109.4	151.6	290.7	166.6	11.7	79.4	100.0	110.7	107.9	125.7	
<b>アジアの途上国</b>												
ネット	96.2	123.0	83.4	197.1	68.2	206.2	409.0	311.9	14.4	193.3	210.7	
資産	-36.1	-117.6	-233.7	-257.9	-170.8	-92.4	-252.2	-283.3	-332.8	-391.4	-352.8	
負債	132.2	235.0	314.0	449.4	242.4	297.0	659.9	594.2	347.4	581.3	559.4	
<b>中南米</b>												
ネット	14.4	37.8	34.0	85.8	84.9	61.9	128.9	200.0	136.3	126.0	134.2	
資産	-34.8	-51.1	-91.2	-114.6	-77.9	-100.8	-167.0	-115.4	-149.7	-115.1	-99.9	
負債	48.9	88.0	125.2	200.5	161.7	162.1	295.0	314.6	283.8	240.4	232.6	
<b>中東・北アフリカ</b>												
ネット	10.0	0.9	15.6	77.2	44.4	71.9	19.0	-43.8	-35.2	-10.1	-0.4	
資産	-32.6	-62.9	-118.4	-219.5	-50.2	-7.7	-82.1	-117.9	-63.6	-76.8	-74.3	
負債	42.6	63.8	133.9	296.6	94.7	79.7	101.2	74.3	29.1	67.3	74.4	
<b>サブサハラ</b>												
ネット	4.5	17.7	8.1	16.8	22.3	13.5	-14.7	-1.7	20.4	21.7	40.0	
資産	-9.7	-15.5	-32.6	-33.4	-17.3	-15.3	-28.8	-31.4	-19.6	-24.8	-20.1	
負債	14.5	33.2	40.9	50.4	39.1	28.9	13.9	29.0	38.9	45.2	59.3	

(出所) IMF, World Economic Outlook

金流入は、大きく落ち込んだままである。

図表 2 で民間資金流入の形態を見ると、2008 年以降、途上国にとって債券が重要な資金調達手段として位置づけられるようになってきていることがわかる。これに対して、2008 年時点で、直接投資に次ぐ位置づけであった銀行貸出は、2012 年には 2008 年の 3 割、債券の半分の規模に過ぎなくなっている。この間、直接投資は安定的に推移している。一方、株式（ポートフォリオ・エクイティ）投資は、変動が大きい。

この状況に関し、G20 報告書は、銀行貸出の低迷を、ある程度債券投資が補完しているものの、自国通貨建て債券市場の育成に成功している国など、債券市場にアクセスできる国には資金が流れる一方、こうしたアクセスを持たない多くの新興国には困難な状況が続いていると指摘している。

銀行貸出の低迷の背景として指摘されるのは、金融危機後、銀行のデレバレッジが

図表 2 途上国への民間資金流入の形態

	(10億ドル)				
	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
民間資金流入額合計	782.2	620.7	1145.9	1082.4	993.1
直接投資	636.9	427.9	582.7	638.8	600.1
ポートフォリオ・エクイティ	-53.6	114.2	128.2	8.9	44.4
債券	-8.6	61.0	129.7	123.8	143.3
銀行融資	223.3	-11.9	37.2	108.2	71.5
短期債権	-17.1	17.8	257.6	189.3	126.7
その他民間資金	1.3	11.7	10.7	13.3	7.1

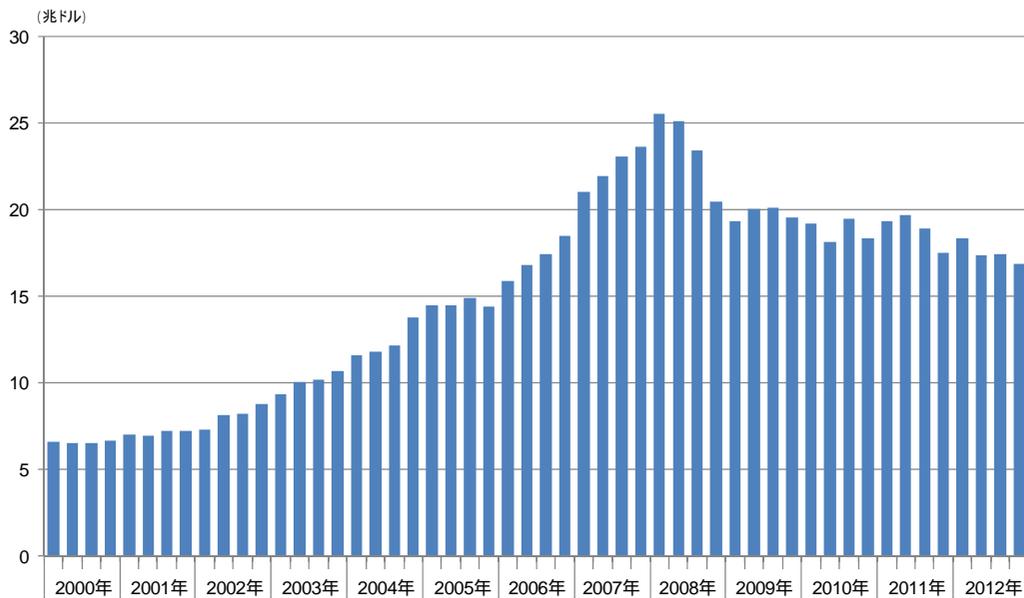
(出所) IMF, World Economic Outlook

進んでいることがある。G20 報告書によれば、特に途上国向けシンジケート・ローンで 8 割のシェアを担っていた欧州系銀行のプレゼンスが急縮小している。欧州系銀行の対外貸出の減少が続いていることは、BIS の統計でも確認できる（図表 3）。減少分の一部は、アジア等、他地域の銀行による融資の活発化により補われている部分もあるが、インフラ・プロジェクト向けシンジケート・ローン等、欧州系がノウハウを持っていた分野などでは、縮小が続いており、2012 年のディールは史上最低水準であったという。

金融危機前、銀行は証券化やその他のホールセール市場調達への依存度を高めながら、貸出を拡大させてきた。しかし金融危機の発生により、こうした調達が困難となった。また資産サイドでは、貸倒れ懸念の増大により、与信姿勢が急速に慎重化した。

さらに金融危機を契機に、金融規制強化の議論が本格化したことも、デレバレッジの動きにつながった可能性がある。G20 報告書などでは、G20 として金融規制強化を推進してきた背景もあり、規制強化が長期投資ファイナンスを阻害した証拠は無い、という立場をとっている。しかし、今後の影響については引き続きモニターすべきとしている。特に、バーゼル が本格的に導入されるのはこれからであること、また流動性規制の導入やレバレッジ規制の強化といった動きがあること、米国のボルカー・ルールや英国のリングフェンスなど銀行ストラクチャーへの規制の動きがあることなど、規制の影響は今後、一層懸念されよう。このうち流動性規制は、銀行の満期変換機能に影響を及ぼし、長期投資ファイナンスへの影響は不可避と考えられる。

図表 3 欧州銀行の対外債権残高



(出所) BIS 統計より野村資本市場研究所作成

## 4．長期投資ファイナンスの構造的制約

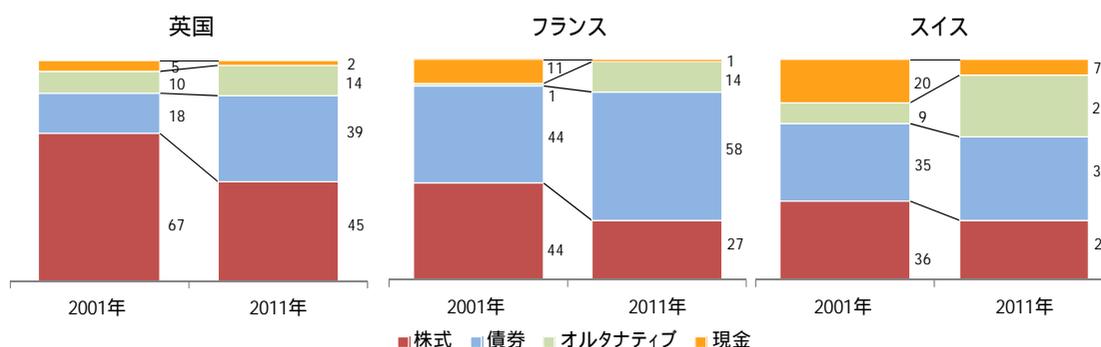
長期投資ファイナンスに影響を与えているのは、金融危機による一時的ショックや、危機を契機に進展する規制強化だけではなく、他の構造的な背景もある。

長期投資ファイナンスの重要な供給源である年金基金については、高齢化の進展により、規模の縮小やリスク性資産へのアロケーションの低下の段階に入っているケースが見られる。また低金利の継続等、運用環境の変化により、積立不足問題を抱えるケースが多くなっている。この結果、運用者が短期的なパフォーマンスを追求するプレッシャーを受ける場合も見られる。

一方、運用規制等、リスク管理上の要請により、自国通貨建て国債へのアロケーションが重視される傾向があり、本来の長期のリスク性資産への投資が十分行われていないとの指摘もある。図表4に見るように特に欧州では、年金の株式へのアロケーションが、大きく減少しているケースが目立つ。

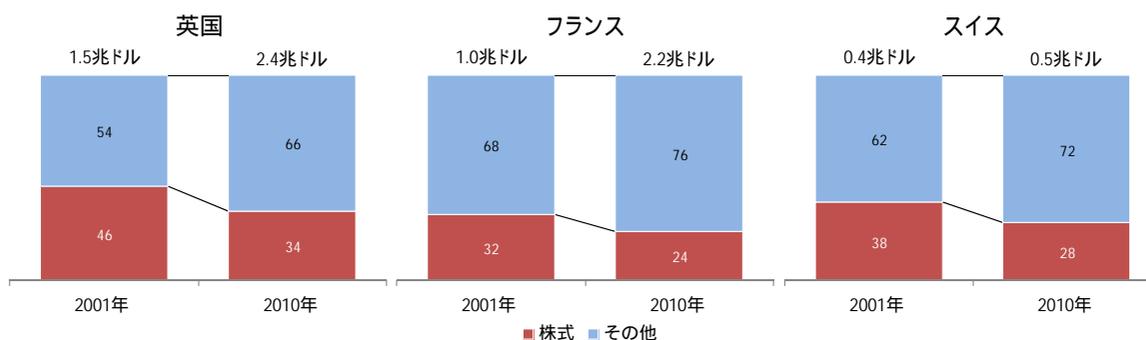
欧州では保険会社も、リスク管理上の理由から、過去10年、株式へのアロケーションを減らしている（図表5）。欧州では保険会社に対する健全性規制であるソルベンシーの導入が予定されていることも、この動きに関係していると言われる。

図表4 欧州年金基金のアセットアロケーションの変化（％）



（出所）Group of Thirty, *Long-term Finance and Economic Growth*, 2013

図表5 欧州保険会社のアセットアロケーションの変化（％）



（出所）McKinsey Global Institute, “*The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape*”, December 2011.

図表 6 株式へのアロケーションの減少とその要因 (%)



(出所) McKinsey Global Institute, “The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the New Investor Landscape”, December 2011.

G30 報告書は、規制強化の他、財政問題と人口の高齢化を長期投資ファイナンスへの制約要因として指摘している。財政問題は、金融危機によって一段と深刻化した国が多い。この結果、インフラ投資や教育への投資等、従来、主として財政資金によって支えられてきた投資が、今後、十分に行われなくなる恐れがある。また人口の高齢化は、年金基金の運営に影響を及ぼすだけでなく、個人のポートフォリオ全体を、短期化、低リスク化する方向に作用することになっているとしている。

マッキンゼーの報告書は、標準シナリオの場合、2020年までの10年間で世界の個人及び機関投資家の運用資産は198.1兆ドルから371.1兆ドルに増大するが、株式へのアロケーションは、28.1%から21.8%に低下するという。図表6に見るように、その大きな要因の一つは、途上国のウェイトが拡大することである。これは、途上国の成長により途上国の運用資産が先進国以上に拡大するが、途上国では株式へのアロケーションが米国など先進国より低いことによるものである。他の要因としては、高齢化、オルタナティブ投資へのシフト、確定給付年金から確定拠出年金へのシフト（後者の方が株式へのアロケーションが低くなる傾向がある）、そして規制である。

## 金融機関、金融商品、資本市場に関する議論

以上のような問題意識の下、本章と次章では、各種の報告書において、長期投資ファイナンスの促進策として提示されている様々なアイデアを見てみよう。本章では、金融仲介機関や金融商品、資本市場に関する提案、次章では税制や会計制度に関する提案を紹介する。

## 1．銀行貸出

G30 報告書によれば、商業銀行貸出の平均満期は、先進国では 4.2 年、途上国では 2.8 年であり、社債の満期よりかなり短い。今後の銀行に対する規制強化の動きも踏まえると、銀行以外の金融仲介、すなわち機関投資家や資本市場の発達を通じた長期投資ファイナンスの促進が重要となってくる。

しかし米国を除けば、多くの国では金融仲介における銀行の役割は大きい（図表 7）。各種の政策が功を奏したとしても、この構造が変化していくのには、相当の時間がかかることが予想される。

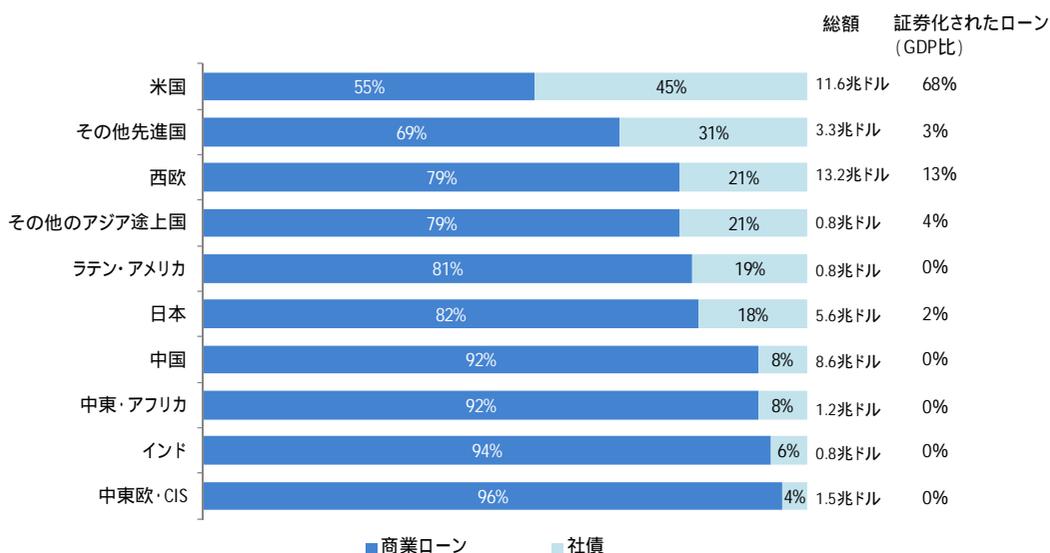
そこで銀行による長期投資ファイナンスが円滑に行われていくことが、引き続き重要であると考えられている。銀行は、地域や個々の企業との重要なリレーションシップを維持し、継続的な信用供与を行なえる立場にあるが、こうした点は、機関投資家や資本市場を通じた金融仲介によって容易には代替しえないという面もある。

G30 報告書では、特に中小企業においては資本市場へのアクセスが困難であるため、中小企業向けローンの証券化市場を育成することを通じて、銀行の中小企業向け貸出をサポートすることが必要としている。欧州委員会のグリーン・ペーパーも、同様な提言をしている他、中小企業向けのクレジット・スコアリングの整備を提唱している。

## 2．機関投資家関連の施策

機関投資家による長期投資ファイナンスの促進策については、OECD が公表した「機関投資家による長期投資ファイナンスに関するハイレベル原則（案）」が、包括的な提案となっている。前記のように、同原則案は市中協議を経て、2013 年 9 月の G20 サミットで

図表 7 事業会社の債務残高内訳（2011 年）



（出所）Group of Thirty, *Long-term Finance and Economic Growth*, 2013

採択される予定である。以下、同原則案に沿って、主要な提案を見てみよう。

### 1) 長期投資の前提条件の整備

ここでは、まず政府が、機関投資家による長期投資のメリットを認識してこれを促進すると同時に、機関投資家に対する健全性や関連する税制等の枠組みもその目的と整合的なものとするのが求められている。長期投資における PPP 等の活用や、政府による長期の資本市場調達の検討も提案されている。

### 2) 機関投資家と長期貯蓄の発展促進

機関投資家が発達していない国も多く、また機関投資家が存在しても長期投資に充てられる資金が潤沢ではない場合もある。そこで、長期貯蓄や機関投資家の拡大を図るための方策として、年金等における自動加入や強制貯蓄制度の導入、税制上の措置、金融や貯蓄に関する啓蒙活動等が提案されている。

G30 報告書も、強制加入で長期に資金を積み立てる年金の導入や、確定拠出年金のデフォルト商品を元本保証型商品ではなく、バランス型投資信託等にすることを提言している。また構造的資金余剰を抱える国は、SWF を用いてその一部をより分散された資産運用に充てるべきとしている<sup>14</sup>。

欧州委員会のグリーン・ペーパーも、自動加入の退職貯蓄スキームや利回り保証で税制が優遇された長期の貯蓄勘定などを、EU 全体の仕組みとして導入することについて、意見を求めている。

もっとも、税による貯蓄の優遇が追加的な貯蓄を生むかどうかは明確でなく、既存の貯蓄のシフトをもたらすに過ぎないのではないかとの議論もある。また富裕層の優遇につながるなどの指摘もある。ただし、長期の金融商品等、特定の貯蓄形態を促すには有効となりうるとされる<sup>15</sup>。

### 3) 機関投資家のガバナンス、報酬制度、受託者責任のあり方の改善

いわゆる短期主義問題の議論では、スポンサーによる運用機関の評価のあり方やファンド・マネジャーの報酬体系等を背景に、機関投資家が長期投資ではなく、短期的なリターンを目指した投資行動を行なっているとの批判がある。機関投資家の最終的な受益者は、将来の退職後の資産形成のためといった長期の目的を視野に資金を拠出していることが多いことを考慮すると、受託者責任上も、長期的観点での投資行動が行なわれるべきということになる。そこで機関投資家のガバナンス機構においても、こうした観点で、投資戦略や報酬構造を検討することが求められるわけである。

また当局として、長期的な投資目的を満たすためのガバナンスやリスクマネジメン

<sup>14</sup> アジア諸国等の外貨準備の多くが米国債等で運用されているが、この一部をよりリスク性の資産への投資に回し、長期投資ファイナンスを促すべきという趣旨。

<sup>15</sup> 貯蓄に対する税の効果についての一連の議論は、BME Consulting, *The EU Market for Consumer Long-term Retail Savings Vehicles*, November 15, 2007 参照。

ト要件に関するガイダンスを提供することも考えられるとしている。同様な提案は、G30 報告書にも見られる。すなわち、公的年金や SWF のポートフォリオ・マネジメントやガバナンスにおいて、長期のタイム・ホライズンを重視することを推奨すべく、ベストプラクティスのガイドラインを各国当局と国際機関が作成すべきとしている。

#### 4) 健全性規制、資産評価手法、税との整合性

健全性規制等が、機関投資家の長期投資を阻害しないことが求められている。この関連で、長期に保有される資産については、それにふさわしい資産評価が考えられること、また長期的ファイナンスが経済を安定化させる効果を持つこと等を考慮することが求められている。

G30 報告書では、保険規制や銀行規制において、ソブリンデットが優遇的な扱いを受けている点について、徐々に見直すことの是非を検討すべきと指摘されている。また、FSB に対して、基準設定主体と共に、長期的観点で保有されている資産に対する規制や会計上の扱いをレビューすべきとの提言も盛り込まれている。

会計や税に関する議論については、次章で紹介する。

#### 5) 長期投資をサポートする金融商品の開発や機関投資家間の協調を推進

長期投資を促進するため、そのリスクの一部を公的に負担することも考えられるとしている。また、政府が証券化のような仕組みやプロジェクト・ボンド等の投資ヴィークルの導入を促進することも提唱されている。プロジェクト・ボンドは、インフラ事業等のプロジェクトのファイナンスのために発行される債券で、利払い及び返済原資は、当該プロジェクトから生み出されるキャッシュフローに限定されるものである<sup>16</sup>。金融危機後、銀行によるプロジェクト・ファイナンスが縮小したことから、代替的調達手法として注目を集めている。プロジェクト・ボンドの振興については、欧州委員会のグリーン・ペーパーでも言及されている。

機関投資家間の協調とは、大規模な資金やリスク分散を必要とする長期投資の推進のため、リソースやノウハウのプーリングを奨励しようという発想である。

#### 6) 投資規制の見直し

機関投資家に対する投資規制が存在する場合があるが、これが長期投資を不当に抑制しないことが求められている。また機関投資家による対内・対外投資への障壁を無くしていくよう、国際的な協調を求めている。

#### 7) 情報の共有とディスクロージャーの向上

原則の 7 は、長期投資の情報に関する提言となっている。すなわち各国政府や国際

<sup>16</sup> 経済産業省、グローバル金融メカニズム分科会報告書「官民連携によるインフラ整備のためのインフラ・ファンド及びプロジェクト・ボンドの活用促進に向けて」2010年3月参照。

機関に対しては、長期投資のパフォーマンスに関するデータを収集することや、長期投資プロジェクトに関する情報プラットフォームを導入することを求めている。また機関投資家に対しては、自らの投資戦略と投資ホライズンがどの程度一致しているかの開示や長期投資へのアロケーションとそのパフォーマンスに関するレポートを求めている。

#### 8) 金融教育、啓蒙、消費者保護の向上

長期投資のベネフィットやリスクに関する教育や啓蒙の他、金融インクルージョンや消費者保護のフレームワークを通じて、長期投資を促進することが提唱されている。

### 3. 資本市場の発展

#### 1) 債券

G30 報告書は、特に欧州と途上国において社債市場の発展が必要であるとしている。欧州委員会のグリーン・ペーパーも、透明性や情報開示、投資家保護等の市場改革を推進してきたものの、欧州の社債市場はまだ十分発展していないことを指摘している。

欧州委員会のスタッフ・レポートでは、中小企業にも社債市場へのアクセスを拡大する試みとして、ドイツの4つの取引所が中小企業の社債の取引をスタートしたことが紹介されている。このうち、2010年に発足したシュトゥットガルト取引所の“Bondm”プラットフォームでは、中小企業の社債の売買機能に加え、中小企業が、投資銀行による引受を介さずに、リテール投資家に直接社債を発行することが可能になっている。コベナンツ、ドキュメンテーション、コスト等の負担も最小限のものとなっている。2013年6月末時点で26銘柄が取引されている。

グリーン・ペーパーでは、この他、カバード・ボンドが危機の間うまく機能したとして評価し、現状、域内各国でカバード・ボンド市場が分断しているため、より協調的な運営を検討する必要があるとしている。また、前述した中小企業向け債権の証券化や、プロジェクト・ボンドの推進についても言及している。プロジェクト・ボンドについては、欧州委員会は、EUレベルのプロジェクト・ボンドの導入を、EIB（欧州投資銀行）と共に検討することとしている。またプロジェクト・ボンドの発展形として、グリーン・ボンドや、実証プロジェクト<sup>17</sup>のためのボンド（Demonstration Project Bond）等の導入も考えられるとしている。

#### 2) 株式

株式市場の振興については、マッキンゼーの報告書が詳細に論じている。ここでは、

<sup>17</sup> 先進的な取組みの実用化に向け、その有効性や課題を検証するために行なわれる大規模な実証実験。わが国でも、低炭素交通社会システム、水素燃料電池、スマートハウス等、各種の実証プロジェクトが行なわれている。

先進国に対する提言として、確定拠出年金におけるデフォルト・ポートフォリオの見直し（元本保証型商品からバランス型投信へ）、投資家教育、株式よりもデットを優遇する税制の見直し、エンゼル税制、クラウド・ファンディング、規制強化の影響の注視の必要性等が論じられている。

また新興国に対しては、機関投資家の育成やコーポレート・ガバナンス制度の整備など、資本市場制度の整備が提言されている。先述のように、今後、途上国の金融資産が先進国以上に拡大する見込みであるが、途上国では株式に対するアロケーションが低いことが、株式の需給ギャップを生み出す大きな要因となることが予想されるため、こうした対策は不可欠なのである。

欧州委員会のグリーン・ペーパーも、ベンチャー・キャピタルの振興、中小企業向けの証券市場、クラウド・ファンディングの意義について言及している。

また G30 報告書や G20 報告書、OECD 原則案、そして欧州委員会のグリーン・ペーパーでも、株式よりもデットを優遇する税制上の歪みが、株式を通じた長期投資ファイナンスに不利に働き、結果として高いレバレッジの財務構造を生み、経済不安定性につながっているとして問題視している。これについては次章で紹介する。

#### 4．官民協力による長期資金の提供

財政資金に限界がある中、民間の資金を導入して公的な意義のある投資へのファイナンスを実現する手法として PPP（Public Private Partnership）があるが、多くの報告書が、この枠組みを整備していくことが必要としている。

欧州委員会のグリーン・ペーパーも、PPP を長期投資ファイナンスの一つの手段と位置づけているが、欧州ではその利用が低下しているため、再活性化が必要としている。

また欧州では、EU レベルの予算を用い、リスクをシェアする仕組みの導入を進めている。EU レベルで研究開発に集中する企業やイノベティブな会社に対するリスク・シェアリング・ファイナンス・ファシリティ、交通関連のプロジェクトに対する債務保証の仕組み等がある。

#### 5．金融規制強化の影響の監視

長期投資ファイナンスに関する各種の報告書は、金融機関の健全性規制強化の動きが悪影響をもたらさないように注意すべきとしている。

欧州委員会は、EIOPA（European Insurance and Occupational Pensions Authority、欧州保険・年金監督局）に対して、ソルベンシー が、長期ファイナンスの障害とならないものであるべきとの申し入れを行なっている。また年金基金の資本ルールは各国によって違うため、欧州委員会は IORP（Institutions for Occupational Retirement Provisions、職域年金）指令をレビューする予定とされる。

## 税制と会計に関する議論

### 1. 資本所得課税のあり方

既に見たように、多くの報告書が、現行の税制が株式よりもデットを優遇していることを問題視している。金利は経費として税引き前利益から控除されるが、配当は税引き後利益から支払う必要があるからである。デットの優遇は、レバレッジの増大にもつながったとされ、金融危機への反省という観点からも見直しを求める声がある。

株式調達とデット調達の税の中立性の問題は、資本所得課税のあり方に関わる問題である。企業は、労働と資本を投入して生産活動を行ない所得を生み出すが、これは労働に帰属する所得（賃金）と、資本（デットとエクイティ）に帰属する所得に分かれる。後者に対する課税が、いかにあるべきか論じるのが、資本所得課税の議論である。資本所得や賃金等の労働所得に対する課税の他に、支出や消費への課税を巡る議論もあり、株とデットの税の中立性の問題は、税制全体のあり方を巡る議論の一部に位置づけられる。

税を巡る過去からの膨大な議論の蓄積をここで詳細に紹介するのは困難であるが、資本所得課税を巡る議論を中心に簡単に整理しておこう。

資本所得課税のあり方については、配当と利子の税制上の扱いの差による株式とデットの中立性の問題の他に、法人段階で利益に課税され、税引き後の利益から払われた配当が、株主段階で再度課税される配当の二重課税問題、配当が株主段階でどのように課税されるかで、企業において配当をするか利益を留保するかを選択が生じる問題、さらに法人段階で課税済所得が留保され、それが株式価値の上昇をもたらす場合、その譲渡益に再度課税される問題なども議論されてきた。

配当の二重課税問題を回避するためのインピュテーション方式の導入など、一部の国ではこれらの問題は部分的に対応されてきた経緯があるが、より抜本的な資本所得課税の改革案としては、ACE（Allowance for Corporate Equity）や CBIT（Comprehensive Business Income Tax、包括的事業所得税）等の導入がある。

ACE は、1991年に英国のシンクタンクである IFS（Institute for Fiscal Studies）などが提案したもので、利払い費だけでなく、株式のコストに相当する部分も損金算入される。

CBIT は、1992年に米国財務省が提案したもので、逆にデット調達の金利控除が廃止される。個人の受取配当、受取利子は課税されず、資本所得課税が法人段階で完結する。

ACE の場合は、損金控除が拡大するため大きな税収ロスが生じうる。このため税率の引き上げや他の分野の税収増を図る必要がある。一方、CBIT の場合は、借入に依存する企業の負担増に配慮する必要が生じる。米国財務省報告書は、CBIT は実現に相当の時間を要するものの望ましい統合方式としている。

昨今では、企業の国際的な租税回避行動も問題となっており、税率の低い国に利益を帰属させ、留保・再投資するといった行動も問題となっている。IFS は、2010年、英国の税制に対する抜本的な改革案、マリーズ・レビューを発表したが、この中では、こうした

問題への対応策と合わせて、ACEの導入が提唱されている<sup>18</sup>。

## 2. 長期投資ファイナンスを促進する会計制度

### 1) 欧州における議論

前記のように、長期投資ファイナンスの促進を論じたほぼ全てのレポートが、会計制度のあり方の見直しを提言している。このうち、欧州委員会のグリーン・ペーパーは、公正価値会計（時価会計）は、安定性や長期投資のファイナンスには有害であるかもしれないと指摘している。そして時価会計が、機関投資家による株式へのアロケーションの削減につながるといったリサーチや、未実現利益・損失を損益計算書に計上しないのであれば、市場統合的な評価は長期投資家のリスク投資の拡大につながるといったリサーチがあることを指摘している<sup>19</sup>。そして、時価会計が投資家の短期主義にどの程度つながったか、またこうした影響に対応するには、他にどのような方法が考えられるか、コメントを求めている。

この欧州委員会の問題提起を受け、EFRAGが発表した公開協議文書においては、「初期的な分析」の部分で、企業のビジネスモデルを財務報告に反映することは、財務報告の有用性を高めるとの考えが示されている。ただし、ビジネスモデルに応じた財務報告というものが、主観的あるいは恣意的な判断で採用されるのではなく、しっかりした分析をベースとしなければならないとしている<sup>20</sup>。

### 2) ビジネスモデルに応じた会計基準

会計基準においてビジネスモデルを考慮するというアプローチは、金融商品会計の分野などで採用する動きが既にある。

例えば、金融商品の分類及び認識に関する国際会計基準（IFRS第9号及びその限定的修正案）や米国会計基準案<sup>21</sup>は、金融危機を契機に、会計基準やその適用に対して各種の批判が提起されたことを受け検討されてきたものであるが、ここでは、(a)金融資産の管理に関する企業のビジネスモデルと、(b)金融資産の契約上のキャッシュフローの特性の両方に基づいて、金融資産の測定方法を変えることとしている。

例えば、(a)当該資産が、契約上のキャッシュフローの回収と売却の両方の目的で資産を管理するビジネスモデルの中で保有されており、また(b)金融資産の契約条件

<sup>18</sup> <http://www.ifs.org.uk/mirrleesReviews> 参照。

<sup>19</sup> 市場統合的（market consistent）な評価とは、特に保険会社の資産や負債の評価において、市場価格が無い場合でも、市場取引されている商品価格と整合性を持つよう、市場が利用しているとされる原則、方法、パラメーターに沿って評価すること。国際的な保険の監督や会計基準で採用の動きがある。

<sup>20</sup> EFRAGは、「財務諸表におけるビジネスモデルの役割」というプロジェクトを、英国、フランスの会計基準設定主体と実施している。今回の文書は、同プロジェクトの一環ではなく、ビジネスモデルのうち、長期投資活動に限定して議論している。

<sup>21</sup> 2009年11月に公表されたIFRS第9号「金融商品：分類と測定」と2012年11月に発表されたその限定的修正に関する公開草案、及び2013年2月に発表されたFASBの会計基準更新書案「金融商品 - 全般（サブトピック825-10）：金融資産及び金融負債の認識及び測定」。

により、元本及び元本残高に対する利息の支払いのみであるキャッシュフローが特定の日を生じる場合は、この金融資産は、「その他の包括利益（Other Comprehensive Income、OCI）」を通じて公正価値で測定しなければならないとされている<sup>22</sup>。すなわちこの金融資産は時価評価されるが、評価損益はバランスシートに反映され、損益計算書には影響しない。

金融資産がどのようなビジネスモデルで保有されているかの判定は、個々の金融商品をどのような目的で保有するかといった経営者の意図には左右されず、金融資産の管理の方法や企業の経営幹部がそのビジネスの業績を評価する方法といった、事実によって判定される。

IFRS 第 9 号は、2015 年に適用開始となっているが、EU はこれをエンドースしていない。EU は、IFRS 第 9 号がビジネスモデルを考慮した基準となっていることは評価しているが、IFRS 第 9 号が採用されると、時価評価される金融商品が増えること<sup>23</sup>、及び売買目的ではない株式の OCI からのリサイクルが認められないことなど<sup>24</sup>を批判している<sup>25</sup>。時価評価される金融商品が増えることについては、2013 年 6 月にその結果が公表されたフィールド・テストにおいても確認されている。

なお国際会計基準審議会（IASB）は、現在、会計基準を開発する上での基本的な考え方をまとめた文書である「概念フレームワーク」を作成中であり、2013 年 7 月には、これに関するディスカッション・ペーパーを公表する予定である。EFRAG や欧州の会計基準設定主体を中心に、このディスカッション・ペーパーにおいて、ビジネスモデルに関する議論を盛り込むべきとの主張がなされ、IASB もこれを受け入れている<sup>26</sup>。

### 3) 保険業界や G30 の提案と IASB の反論

長期に資産を保有するビジネスモデルに対応した会計ということでは、長年にわたり議論されてきた保険会計の例がある。保険に関する国際会計基準の検討は、1997 年にスタートしたが、2013 年 6 月に IASB により再公開草案が公表されたところである<sup>27</sup>。IASB は、検討の出発点において、保険契約を複雑なデリバティブと同様に金

<sup>22</sup> FASB と IASB の間で、表現は若干異なるが、ここでは IASB 第 9 号の限定的修正案を参照している。株式などの資本性商品は、原則として公正価値評価を損益計算書に反映させるが、IFRS 第 9 号においては、売買目的ではない場合、OCI を通じて処理する扱いを認めている。

<sup>23</sup> 例えば組込みデリバティブについては、従来、デリバティブ部分とそれ以外の部分の区分処理が認められていたが、全体を公正価値評価することが求められる。

<sup>24</sup> 前記のように、IFRS 第 9 号では、株式等の資本性金融商品について、公正価値で評価した上で、その変動を損益計算書ではなく「その他包括利益（OCI）」に計上することが認められているが、こうした処理をした株式等を売却した場合、その損益を当期利益に反映させることを OCI からのリサイクルと呼ぶ。OCI リサイクルが認められる場合、例えば持合株の含み損益は、当期利益に影響しない扱いとしつつ、益出しをすることで当期利益を押し上げることが可能となる。

<sup>25</sup> 企業会計審議会資料「IFRS に関する欧州調査出張（フランス・ドイツ・EFRAG）調査報告書」2012 年 2 月参照。

<sup>26</sup> EFRAG, *Keep up with getting a better framework*, June 2013

<sup>27</sup> EU における IFRS 導入に間に合わせるため、暫定基準として「IFRS 第 4 号保険契約」が 2004 年に公表されたが、多くの点で各国の既存の会計処理の継続利用が認められている。フェーズ 2 の検討作業は、2007 年に論点整理、2010 年に公開草案が公表されたが、その都度、保険業界関係者等から多くの批判コメントが提出された。このため、重要な点で公開草案に修正を加え、再公開草案が作成されることとなった。

融商品の一種とみなして評価し、評価額の変動は損益として認識することとしていたが、これに対しては、保険会社の業績が大幅に変動することになり、長期の投資が困難になるとの批判が強かった。

特に長期の契約を多く保有する日本の生命保険業界は、生命保険事業は、多くの保険契約者との契約によりリスクを分散し、長期にわたるリスクを引受け、それを確実に履行することを本質とするビジネスであり、保有する金融資産・負債の公正価値の変動で利益をあげることが目的とするビジネスではない、という主張を長年にわたり展開してきた経緯がある。

今回の再公開草案は、こうした批判をある程度受け入れ、業績変動の拡大懸念に一定の配慮をしたものとなっている。例えば、保険契約負債の測定に用いられる割引率の変動の影響を純利益ではなく、OCIに計上することが提案されている。

保険業界の一部から強く支持された提案には、保険負債の測定は、保険資産の期待リターンをベースになされるべきというのも含まれていたという。しかしこれに対して、IASBのフーガーホースト議長は、2013年4月13日の講演で、「Buy and holdがBuy and hopeになっては困る」とし、こうした期待や願望に基づく会計基準は採用できないと主張している<sup>28</sup>。

同氏は、多くの国で、保険の負債が過去の高金利時の原価で評価されていることは問題であり、低金利が長期にわたり継続しうることを考えると、現在の金利を用いて負債を測定することにより、投資家に保険業界のパフォーマンスについてのより信頼できる情報を提供できるとする。

同氏は、同様な観点で、G30報告書が長期投資を阻害しない会計手法の一案として提示している「ターゲット・デイト・アカウンティング」の考え方についても、批判している。これは、株式への投資を促進するために、短期的な株価変動を資産や収益に反映させるのではなく、将来のターゲット日まで長期保有される分散された株式ポートフォリオについては、原価と時価の時間加重平均で価値を評価しようという提案である。ターゲット日に近づくにつれて、時価評価のウェイトが高まる。期間中、ポートフォリオ内での個別株の売買は可能である。

この案に対してフーガーホースト議長は、報告日における市場価値と異なる評価をすれば、財務報告書の信頼が失われると批判する。ある会計基準の下で、ボラティリティが大きく表れるとしても、それは実際の経済のリスクの反映と考えられ、これに相応する自己資本の保有が求められるのが妥当だというのが、彼の主張である。

IASBによるグリーン・ペーパーへのコメントは、2013年7月5日に提出された。フーガーホースト議長のスピーチ文章も、コメントに添付されている。

<sup>28</sup> Hans Hoogervorst, "Accounting and long term investment, Buy-and-hold should not mean buy-and-hope", a speech at an event in London jointly hosted by the ICAEW and Trustees of the IFRS Foundation on 9th April 2013.

## まとめと展望

金融危機を受けて進行中の金融規制の強化は、従来、多くの国で金融仲介の中心となってきた銀行の役割を大きく変容させようとしている。この結果、とりわけ相対的にリスクの高い長期のファイナンスが阻害されることが懸念されている。

一方、経済・金融危機からの回復のための投資、あるいはインフラや人材・教育への投資、サステイナブルな経済発展のための投資等、長期的な観点からの取組みが必要な投資への需要は高まっており、これを支える長期ファイナンスの促進が活発に議論されるようになってきている。

とりわけ銀行に替わる長期ファイナンスの担い手として、機関投資家の役割に期待が集まっている。また銀行融資ではなく、株式や社債等、資本市場の振興が不可欠とされている。

一方、機関投資家においても規制強化の影響が懸念される他、高齢化など、長期のリスクマネー供給の抑制につながる構造要因がある。

こうした中で、いわばグローバル・ベースの「貯蓄から投資へ」の議論が活発化しているわけである。

各種の提案の中には、税制や会計基準の見直しの議論など、多方面に影響を及ぼす可能性のある提案も含まれており、その行方が注目される。

公的な介入により長期投資を優遇しようという発想も目に付くが、機関投資家や資本市場の健全な発展を歪める形となれば、逆効果となってしまう点にも注意が必要である。

当面、2013年9月のG20における議論と、ここで採択が予定されているOECD原則がどのように各国で実践されていくのか注視する必要がある。

また、とりわけ金融システムの大きな構造変化に直面している欧州では、こうしたグローバルな動きと並行して、独自の長期投資ファイナンス促進策を模索しているところである。欧州委員会が、グリーン・ペーパーに対するコメントを踏まえ、どのような政策を打ち出すのかも、本年後半以降の注目点といえよう。

## (参考資料)

## OECD「機関投資家による長期投資ファイナンスに関するハイレベル原則」(案)

原則 1	長期投資の前提条件の整備	<p>1.1 政府は、長期投資ファイナンスに適したフレームワークを導入すべきである。機関投資家による長期投資を促進する政策を評価する上では、政策当局は、それが加入者、受益者、契約者、その他のステーク・ホルダーの利益の最大化とも整合的であることと同時に、長期投資促進策が、幅広い公共的なインパクトを潜在的に持ちうること、社会的なリターンや外部性を持つことを考慮すべきである。特に長期投資は、金融の安定性や債務のサステナビリティ、雇用創出、インクルーシブな成長、より高い生活水準、競争力向上、そしてサステナブルな経済発展といった幅広い政策目的の達成に寄与するのである。</p> <p>1.2 政府は、資本市場と金融仲介機関が適切な規制・監督フレームワークに服しているようにすべきである。機関投資家による長期投資を促進する政策は、健全性の目的と整合的であるべきであり、投資ポートフォリオ全体の安全性、質、流動性、収益性が確保されなければならない。異なる資金調達形態において税制の中立性が促進されるべきである。</p> <p>1.3 長期投資には、ビジネス・投資環境が適切なものであり、また法規制が実効性を持って遵守されることが不可欠である。政府は、事業活動の規制・監督、行政手続きを、透明で公正かつ信頼できるものとすべきである。特に、起業の促進や中小企業の成長を促進するための政策が必要である。公正な競争やコーポレート・ガバナンスのための有効なフレームワークも促進すべきである。</p> <p>1.4 政府は、長期の投資ホライズンを持つ機関投資家の発展のために必要な法制度的な前提条件を整備すべきである。こうした投資家は、その特性を考慮し、また関連する国際的な基準と整合的な形で、適切に規制・監督されるべきである。</p> <p>1.5 政府は、プロジェクトの適切な社会・経済インパクト評価を行なった上で、また健全財政のフレームワークとも整合的な形で、長期投資プランを開発、公表すべきである。</p> <p>1.6 政府は、インフラやその他関連プロジェクト等、長期の投資プロジェクトにおいて、公共調達や PPP 等を通じて、民間セクターが参加する機会を提供することを検討すべきである。こうしたイニシアティブにおいては、案件が継続的に出てくるよう、適切なプランニングが望まれる。透明で健全なモニタリング、アカウントビリティと規制のフレームワークによって、この仕組みは支えられるべきである。中央政府及び地方政府レベルでの体制強化も必要である。</p> <p>1.7 政府は、公的債務管理及び資本市場発展の目的と整合的な形で、適切な長期の商品を発行することを考慮すべきである。こうした商品は民間セクターの長期証券の市場の発展を支えるものとなる。また機関投資家の ALM を支援し、長期投資ポートフォリオの構築に寄与するものとなる。</p>
------	--------------	---

<p>原則 2</p>	<p>機関投資家と長期貯蓄の発展</p>	<p>2.1 政府は、機関投資家とその長期投資ファイナンスにおける役割の発展を支援するための健全かつ持続可能な政策を促進すべきである。</p> <p>2.2 政府は、貯蓄推進政策を通じて、長期の貯蓄の拡大を図るべきである。こうしたプログラムにおいては、自動加入のようなデフォルト・メカニズムや、場合によっては強制加入制度の導入を検討すべきである。長期貯蓄への適切な財政的な支援や税制上の障害の排除も検討に値する。また政府は、国民の啓蒙、金融インクルージョン政策、金融リテラシーの向上も通じて長期貯蓄の増大を推進すべきである。</p>
<p>原則 3</p>	<p>機関投資家のガバナンス、報酬制度、受託者責任のあり方の改善</p>	<p>3.1 機関投資家のガバナンス機関は、その投資戦略が負債のプロファイルを考慮したものとなっており、またブルーデント・パーソン原則に従っていることを確実にすべきである。</p> <p>3.2 機関投資家のガバナンス機関は、長期投資戦略のデザイン、評価、モニター、レビューをする適切なスキルの組合せを持つべきである。</p> <p>3.3 長期資産への投資の意思決定において、ガバナンス機関は、全員がそうした投資と関連するリスクを確実に理解しているべきである。また運用担当者が、当該機関の投資目的と整合的な投資戦略を実施し、管理するのに必要な能力を確実に有しているようにすべきである（運用のアウトソースを利用しても良いが、責任は全て自ら負うこととする）。</p> <p>3.4 機関投資家のガバナンス機関は、長期資産への投資を含め、投資に影響するような利益相反が、確実に特定されかつ解決されるようにすべきである。</p> <p>3.5 機関投資家のガバナンス機関は、当該機関が、そのポートフォリオに影響する、長期資産に関するリスク、及び環境や社会、ガバナンスのリスクを含むあらゆる長期投資のリスクを適切に特定、測定、モニター、管理できることを確実にすべきである。</p> <p>3.6 機関投資家のガバナンス機関は、その資産の最終的な所有者、ないし受益者に対する受託者責任を遵守すべき。この責任には、長期資産をブルーデントで効率的に運用することや、株主としての権利など、投資家としての権利について十分な情報を元に有効に活用することが含まれる。機関投資家の資産の運用に関与する人間や機関は、こうした受託者責任と整合的に行動すべきである。</p> <p>3.7 ファンド・マネジャーのパフォーマンスは、ALM 上の目的と関連するリスクのレベルを考慮しつつ、数年の期間に渡って評価されるべきである。ファンド・マネジャーの報酬におけるパフォーマンス連動の部分については、長期の評価をベースとするべきである。</p> <p>3.8 機関投資家及び一連の資産運用プロセスに関わる主体を規制・監督する当局は、長期投資を支えるガバナンス、エージェンシー関係、リスク管理メカニズムをモニターし、必要があれば迅速かつ適切な措置を講ずるべきである。当局として、長期的な投資目的を満たすためのガバナンスやリスクマネジメント要件に関するガイダンスを提供することも考えられる。</p>

原則 4	健全性規制、資産評価手法、税の扱いとの整合性を考慮	<p>4.1 長期の投資ホライズンを持つ機関投資家に対する健全性規制のフレームワーク（資産評価ルールや自己資本規制などを含む）は、長期の資産に固有のリスクを適切に反映すべきである。またこうした規制フレームワークは、投資家の長期投資ホライズンを念頭に入れ、健全性やソルベンシーを促進すると同時に、金融全体の安定性や消費者保護にも配慮すべきである。格付け機関のような外部の情報提供者に、過度にまた機械的に依存することは避けるべきである。</p> <p>4.2 機関投資家に対するソルベンシー規制やファンディング規制は、カウンター・シクリカルなものを目指すべきであり、プロシクリカルな投資戦略へのインセンティブをもたらすことを避けるべきである。リスクベースのソルベンシー・ルールにおいて、ALM の目的に適合的な長期資産の扱いに関して配慮すべきである。</p> <p>4.3 長期資産の評価手法の透明性、標準化、正確性が促進されるべきである。</p> <p>4.4 税や政策が、機関投資家の長期投資を阻害することがあってはならない。とりわけ国際的競争において、税や政策が悪用されないように、定期的なモニターがなされるべきである。</p> <p>4.5 各国政府は、機関投資家による、オープンで、自由かつ秩序ある資本フローと長期のクロス・ボーダー投資を促進するよう、機関投資家に対する規制・監督を強化し、またより整合的にすべく、協調するべきである。</p>
原則 5	長期投資をサポートする金融商品の開発や機関投資家間の協調を推進	<p>5.1 長期投資プロジェクトに対する公的支援を最適な形で行うためには、市場の失敗が存在することを確認した上で、コスト・ベネフィット分析を実行すること、また公的支援を適切にプライシングし、その財政負担も考慮することが必要である。</p> <p>5.2 政府は、リスクの適切な配分につながるのであれば、長期投資プロジェクトに対して公的なリスク負担措置を提供することを考慮しても良い。こうした措置には、信用保証やリスク保証、ファースト・ロスの負担、公的補助、直接融資によるブリッジ・ファイナンス等がある。</p> <p>5.3 規制当局は、長期投資への健全かつサステナブルなファイナンスのためのプールド投資ヴィークルや、証券を利用した金融仲介に関する必要な規制フレームワークを導入すべきである。</p> <p>5.4 機関投資家が発達していない市場においては、政府やその国の開発銀行、国際的な開発機関は、長期投資のためのプールド・ヴィークルやプロジェクト・ボンドのような長期投資のための金融商品の導入や普及促進を検討すべきである。こうした投資ヴィークルは、対象となる投資プロジェクトに準じたタイム・ホライズンを有するべきである。</p> <p>5.5 政府は、高い成長ポテンシャルを持つ新興企業、あるいはより一般的な中小企業に対する、機関投資家の長期投資を妨げている様々な市場の失敗に対応できるような政策環境を確立すべきである。政府が、民間のエキスパタイズを活用しながら、競争的プロセスの下で、適切な金融ヴィークルを通じてシードマネーを提供することも考えられる。</p> <p>5.6 ノウハウの交換を促進し、また大規模で長期の投資に必要な資金のスケールやリスク分散の問題に対応する上でも、機関投資家同士、及び他の金融機関も含めた協調的戦略やリソースのプーリングを奨励、支援すべきである。</p>

原則 6	投資規制の見直し	<p>6.1 投資規制は、分散、健全性、金融規制の目的と整合的であるべきであり、機関投資家による長期投資を抑制するものであってはならない。投資規制は定期的にレビューされるべきであり、また長期投資へのあらゆる規制は、注意義務の一環としてのガバナンスやリスクマネジメントの強化、及び効果的な監督といったセーフガードを導入することで、緩和すべき。</p> <p>6.2 政府は、機関投資家による対内・対外投資への障壁（とりわけ長期の投資を対象とした）の導入や維持を避けるべき。また各国政府は、可能な限りこれに関連する国際的な障壁の解消に向け協調すべき。</p>
原則 7	情報の共有とディスクロージャーの向上	<p>7.1 コスト効率性に考慮しつつ長期投資とそのパフォーマンスに関するデータ収集を、一国及び国際的レベルで促進すべき。</p> <p>7.2 政府及び国際機関は、現在及び将来の長期投資プロジェクトに関する比較可能な情報に投資家がアクセスできる情報プラットフォームの導入を推進すべき。</p> <p>7.3 機関投資家は、自らの投資戦略が投資ホライズンとどの程度一致しているか、またどの程度長期的リスクに対応しているかに関する情報を開示すべき。</p> <p>7.4 機関投資家は、標準的な分類に則り、長期投資を含む各資産への過去のアロケーションとそのパフォーマンスを報告すべき（マーケット・センシティブな情報の秘密は保つ）。この報告は、適切な頻度で行い、十分長期のパフォーマンス指標が含まれるべき。この情報は、少なくとも加入者、契約者、その他の受益者および監督当局に利用可能とすべき。</p> <p>7.5 機関投資家の長期投資は、適切な当局により定期的にモニターされるべき。</p>
原則 8	金融教育、啓蒙、消費者保護の向上	<p>8.1 適切な金融インクルージョンや消費者保護のフレームワークにより長期投資を促進すべき。長期投資に関連して、機関投資家はリテール市場のために行動し、またステーク・ホルダー、年金・保険契約者、受益者が保護されるべきである。</p> <p>8.2 長期投資の現在及び潜在的ユーザーに対し、長期貯蓄・投資のベネフィット、及び潜在的なリスクやコストを伝えるためのテイラーメイドの金融教育・啓蒙戦略プログラムを導入すべき。</p> <p>8.3 退職貯蓄制度におき、加入者の目的、リスク・プレファランス、タイム・ホライズンと整合的な形でデフォルト投資メカニズムを導入することが考えられる。</p>