

研究主幹に聞く

「アジア債券市場整備と域内金融協力」プロジェクト 日本からアジアの国々への発信

昨年3月のアジア・ビジネス・サミット（経団連主催）共同声明を受けてスタートしました「アジア債券市場整備と域内金融協力」プロジェクトについて、河合正弘研究主幹に聞きました。（インタビュー：鈴木典之・同プロジェクトメンバー／大和総研シニアコンサルタント）

——私どもは、本プロジェクトの一環として、昨年10月から11月にかけてアジア8か国の36関係機関・企業を訪問し、現地の金融関係者と債券市場の状況と域内の民間による連携協力の可能性について意見交換をして参りました。高い経済成長と活発な資金流入を背景に、アジアの債券市場の拡大は、今後大いに期待できるとの印象を持ちました。アジアの金融資本市場は、今どのような方向に向かっているのでしょうか。

アジア各国は、1997－98年にアジア通貨危機に陥りました。それまで、国内の長期投資の資金を海外からの多量の短期外貨建て資金に頼っていたために、それが引き上げられると金融システムはきわめて困難な状態に陥りました。また、銀行部門に対する規制・監督の枠組みも十分ではありませんでした。そこで、この10年間、アジア各国は、短期性資金の借り入れを少なくするとともに、銀行システムの強化に努めた結果、2007年8月から始まった世界金融危機ではさほど大きな影響を受けずに済むまでにな

アジア開発銀行研究所所長

河合正弘氏



りました。そうした一環として、現地通貨建て債券市場の育成が始まり、銀行市場だけに依存するのではないシステムが次第に広がりを見せてきています。過去10年間でここまで進展したことを考えますと、今後の10年間では爆発的な拡大が期待されると思います。

——この間、河合先生は、世界銀行チーフエコノミスト、財務省財務総合政策研究所長、アジア開発銀行研究所長としてアジアの金融資本市場強化に取り組んでこられて、一番強く感じたことは何でしょうか。

アジア通貨危機当時、欧米の人たちからは、アジアの金融システムはクローニーキャピタリズムでいい加減だから危機に陥るのも当然だという声も聞かれましたが、今回の世界金融危機では、債務担保証券（CDO）のような複雑な金融商品が出てきて、格付機関のあり方も含めて欧米の金融機関も大きな問題を抱えていたことが明らかになりました。こうした実態を目の当たりにして、深みのある信頼性における金融システムを築くことがいかに重要であるか、また、金融システムは、特定の金融機関やバンカーのためにあるのではなく、実物経済の産業・サービス部門を

What's new

11月17日▶ シンポジウム「COP16の行方と25%削減の影響」を開催しました。

11月▶ 報告書「2020年の家庭分野における二酸化炭素削減可能性に関する調査」を公表しました。

12月10日▶ シンポジウム「新しい雇用社会のビジョンを描く—競争力と安定：企業と働く人の共生を目指して」を開催しました。

12月17日▶ シンポジウム「中国経済の成長持続性—いつ頃まで、どの程度の成長が可能か？」を開催しました。

シンポジウム 開催予定

1月17日▶ 「国際租税制度の世界的動向と日本企業を取り巻く諸課題」

2月3日▶ 「戸別所得補償制度—農業強化と貿易自由化の『両立』を目指して」

2月14日▶ 「新しい社会保障の理念(仮称)」

※1月1日付けで石附賢実主任研究員、高田健太郎研究員、11日付けで浜田毅士研究員が着任しました。



タイ・ボンド・マーケット・アソシエーション（右側）との懇談

支えるためにあるべきだということを痛感しました。そのためには、銀行と債券市場が金融システムの車の両輪となるように、バランスをとって成長してい

くことが重要で、アジアは、今、その道を着実に歩んでいます。これは、新興アジア諸国に進出している日本企業にとっても、資金調達手段の多様化の上で重要です。

——アジア債券市場の育成は、実際にはどのように進捗しているのでしょうか。

新興アジア諸国の高い経済成長と、インフラ関連や環境改善関連の投資拡大を反映して、アジアの資金需要は、今後、膨大なペースで伸びていくことが見込まれます。アジア開銀および同研究所によれば、2010 - 20 年の期間で新興・途上アジアではインフラ関連のみで 8.3 兆ドルの資金需要が見込まれます。年間 7500 億ドル（約 63 兆円）にも上ります。これは世銀、アジア開銀、JBIC や JICA など公的機関だけで賄える金額ではありませんが、アジアには十分な貯蓄があります。したがって、アジアの貯蓄を域内の投資に結び付けていくことが重要な課題になっています。

アジア通貨危機後発足した ABMI（アジア債券市場育成イニシアティブ）や ABF（アジア・ボンド・ファンド）の大きな成果として、ソブリン債・準ソブリン債の発行市場が拡大して、イールドカーブが描けるようになってきました。社債市場も、当初考えられていたよりも早いペースで拡大してきています。機関投資家を育てるなど投資家の多様化も進められています。

さらに、アジアの格付けの比較的低い企業の債券発行を信用補完してバックアップする CGIF（ABMI の信用保証・投資ファシリティ）も動き出しつつあり、これによって社債発行の厚みが増すことが期待されます。

——そうしたアジア債券市場整備の動きは、日本の金融市場強化にもつながるのでしょうか。

日本の家計部門の金融資産は 1450 兆円、そのうち預貯金は 800 兆円に上っています。このいわば休眠状態の資金をダイナミックに成長していく新興アジアに投資していくことができれば、日本の家計部門の貯蓄を生産的に活用してハイリターンを得ることが可能になります。

そのためには、東京市場でアジアの経済金融情報を蓄積

するとともに、より一層開かれた市場にして、内外の企業や公共団体、機関投資家、個人投資家が資金の運用・調達を行いやすくする必要があります。東京市場でタイの政府機関や企業がバートン建債を発行したり、サムライ債市場に多くのアジアの発行体呼び込める環境をつくるべきです。アジアでは、香港、シンガポールに加えて、これからは上海など、金融市場間の競争が激しさを増していきます。そうした中で日本だけ何もしないでいると、東京市場は取り残されてしまいます。国内にこれだけの貯蓄があるので、それを有効活用して利益をあげていくべきです。

—— ABMI や ABF では、これまで政府や公的機関が中心となって推進されてきましたが、今後は民間の役割も重要になってくるのではないのでしょうか。

おっしゃる通りで、こうした公的な取り組みも民間の企業や投資家が関心を持ってくれないと機能しません。企業からすれば、債券市場が整備されることによって、設備投資やインフラ投資のための長期資金調達が可能になります。また、日本やアジア NIEs だけでなく、これから高齢化が進む中国などの家計部門にとっては、長期安定的な資金運用の手段が必要になります。したがって、民間の方々が、アジア債券市場の育成に関して様々な提言を行って、政府・公的機関の施策に民間の見方を反映させていくことが今後ますます重要となります。

——今回まとめる報告書は、英訳して第 2 回ビジネスサミットに提出される予定ですね。

アジア債券市場の育成・発展に関して、日本から発信していくことが重要です。アジアの各国で、アジア通貨建て債券市場に対する関心が高まってきており、各地で関連のシンポジウムやコンファランスが数多く開かれています。しかし、日本人の姿はあまり見られません。アジアの国々にとって、日本のとくに民間の方々がどう考えているのか知る機会が少ないのです。これは、寂しいことであり、おかしいとも思います。今回の報告書のような形で、日本の民間の人たちがどう考えているのか、アジア債券市場の育成・発展にどう関わっていきたいのか、ということを他のアジアの人々に示すことは非常に重要です。その点、大変期待しています。

インタビューを終えて

改めてアジア債券市場の発展可能性を認識する一方、金融市場間競争において日本は取り残されてしまうという危機感を抱きました。本プロジェクトが訪問したアジアの金融関係者の期待に少しでも沿うとともに、東京市場の活性化にも役立つものになればと思っています。第 2 回ビジネスサミットでの研究報告が楽しみです。

「会社法制のあり方」プロジェクト

会社法改正はユーザーのニーズと実態を見極めて

T M I 総合法律事務所 弁護士

葉玉匡美氏



本年度より始動した標記プロジェクトでは、会社法改正をめぐる議論において参考とされているドイツの諸制度について、昨年 11 月 21 日から 28 日までの 1 週間、ドイツで実地調査を行っております。その結果も踏まえ、葉玉匡美研究主幹に聞きました。

会社法は様々なニーズの調整点

——法務省民事局時代に会社法の立案に携わってこられたお立場から、会社法というものに対する基本的な考え方や、昨今の会社法改正をめぐる議論に対するご意見をお聞かせください。

ユーザーに使いやすく、かつ公正な法律を作ろうという気持ちで立案に携わっていました。多彩なユーザーのあらゆるニーズを聞いた上で、その最適な調整点として今の会社法ができ上がったと考えています。

こうしてひとつの調整点として今の会社法ができたわけですが、その後に何かそれを改正しなければいけないような社会的な事実があったのか、またそれが本当に他の全ての利益との調整を崩してまで変えなければいけないような要請なのかといった検討をより深くやっていただきたいと思います。どうも、「諸外国の法制がこうになっているから」という議論が多いようにも思います。

——今回訪問したドイツの会社法制もかなり注目されていますね。

ドイツは監査役会が取締役を選任するという点で非常に特徴的です。また、従業員選任監査役という制度も採用しています。さらには、親子会社間の規律ということも法制審議会においてテーマに上がっていますが、ドイツには、コンツェルン法という企業結合法制が存在します。こういったことから、ドイツの会社法制が注目されているのだと思います。

社会構造をうまく反映させたドイツ会社法制の運用

——それらの制度の運用実態や背後にある社会的事実を調査することが今回の訪問目的だったわけですが、ドイツに行く前の段階では、ドイツのコーポレート・ガバナンス制度に対してどのような印象を抱いていましたか。

理念的にコーポレート・ガバナンスを徹底しようとしている法制だという印象を持っていました。ただ、例えばドイツの監査役会は、業務執行に関する意思決定にも一定程度関与することになっていますから、今まで経営に無縁だった従業員が監査役として経営の意思決定に参加することで、情報漏えいや利益相反などの弊害が生じないだろうかということは強く感じていましたね。

——実地調査を経た印象としてはいかがですか。

会社法制が、ドイツにおける経営者と労働者との関係や社会構造を反映するのに適したものとして運用されていると感じました。例えばドイツでは、経営者や労働者という2つのカテゴリーだけではなく、いろいろな階層が社会的に構築されていて、その階層が固定化している。その固定化した階層を会社の中でうまくまとめていくのが、従業員選任監査役制度のひとつの機能だと思います。

——会社と地域社会の関係についても、興味深いものがありましたね。

ドイツでは、都市ごとに主要な企業があって、かつ各都市の人口が日本と比べて多くないので、地域の中で代表的な企業の従業員が占める割合が非常に大きいという現実があります。だからこそ、ドイツでは従業員の意見を経営に反映させるということが、会社にとっても地域にとっても重要なのだと思います。「私たちは地域に根付いています」という言葉の意味は、大都市に集中している日本の大企業のそれとは比べものにならないほど重く感じました。

——企業結合法制（コンツェルン法）についてはいかがですか。

コンツェルン法というのは、子会社の責任を親会社を持つということを法制化した制度ですので、ドイツに行く前は、ドイツの企業がそのことをどの程度重視しているのかというところに関心がありました。

しかし実際に調査をしてみると、ドイツの企業では、基本的にあまりそういう問題意識はなく、もっぱらコンツェルンを形成することによる税制上のメリットを得るのが目的だということでした。そもそもコンツェルン法自体は、基本的に子会社が株式会社である場合を前提としているのに対し、実際には多くのドイツ会社は有限会社を子会社としているという現状があります。ですから、同じ企業結合法制であっても、日本における議論とは視点が違うということが一番印象深かったですね。

——ドイツにおける株主代表訴訟についてはどのような印象ですか。

取締役は訴訟に煩わされず、経営に専念すべきであるというのが学者も含め一般的なコンセンサスのようです。非常に経済合理的な考え方だと思いました。まして、多重代表訴訟なんか想像もしていないわけです。



ドイツ法務省法務課長 Ulrich Seibert 教授（左）と

ソフト・ローにも透明性の確保を

——ドイツでは KODEX という上場会社に適用されるガバナンスルールにより、監査役会に十分な数の独立した監査役がいることが企業に対して勧告されています。日本では、近時、東証の上場規程に独立役員に関する規定が設けられましたが、この「独立」の判断に関しては、日本とドイツでだいぶ考え方が違うようですね。

KODEX の制定をする委員会の委員の方が、監査役の独立性を判断する上で重要なことは、精神的な独立性（independent in mind）の有無だと言っていたことが印象

的です。そして、独立性は、一次的には当該企業が判断し、究極的には株式市場の評価に委ねられ、取引所などの外部者が判断をするわけではないということです。これは日本とは決定的に違います。

——まさにソフトな規制ということですね。また、KODEX の委員会は学者や企業代表の方など各方面から委員が集まっているので、制定プロセスとしても東証とは違いますね。

単に意見を聞くということではなく、まさに制定プロセスの中に、実際に規制を受ける人たちが入っていき、合理性や透明性を確保していく。立法プロセスの基本だと思います。東証の上場規程も法律同様、会社に対して非常に大きな影響を与えるのですから、透明性の確保というのは課題ではないでしょうか。

提言の取りまとめに向けて

——今後、今回の調査を踏まえて提言をまとめるわけですが、その際にどのようなことが重要なポイントとなると思えますか。

まず、法改正を行う場合には、本当に企業が改正に対応することができるのか、また、対応にはどれだけのコストがかかるのかといった前提部分を検討すべきであると思います。理念だけが先行して諸制度が導入されることは避けなければなりません。

また、コーポレート・ガバナンスは、規制が強ければ強いほど良いというものではありません。例えば社外取締役を義務付けることで監督の強化を図るのであれば、逆に株主総会による直接的なコントロールは限定するなど、理論面のバランスも考えていかなければならないでしょう。

改正自体は良いことだと思いますので、ニーズをきちんと捉え、企業の実態に合った改正を積極的に提言できたらと思っています。

インタビューを終えて

会社法改正を議論する上で、諸外国との比較は不可欠ですが、表面的な比較ではなく、歴史的背景や社会構造など深く掘り下げた検討が重要なのだと感じました。2月にはシンポジウムを予定しております。ご期待ください。

（研究員 安原和臣）

シンポジウム「COP16 の行方と 25%削減の影響」を開催

昨年 11 月 17 日、シンポジウム「COP16 の行方と 25%削減の影響」を開催し、400 名を超える方が参加されました。

森田理事長は、開会挨拶で、米中に義務のない京都議定書の延長問題に触れ、「全ての主要排出国を含めた、公平で実効ある枠組みが不可欠である」と述べるとともに、国内対策に関して「環境と経済の両立という視点で、施策の効果や国民負担を総合的に検討すべきである」と述べました。

続いて、澤昭裕研究主幹が、ポスト京都の国際枠組みおよび日本の 25%削減目標の影響について報告しました。国際枠組みに関しては、京都議定書延長は温暖化問題の解決を遠ざけるとし、途上国の発展度合いに応じて二国間クレジットや直接的支援を組み合わせ、途上国における幅広い削減行動を対象に、途上国支援と排出削減を実施する提案を行いました。また、25%削減目標については、都市部よりも寒冷地等の地方部に負担が大きいことや、エネルギーが生活必需品であるために、低所得者層ほど負担が大きくなるというモデル分析結果を報告しました。同論点に

ついて、WWF ジャパン小西雅子氏にもご講演いただきました。

後半は、経済界、労働界の有識者を加え、パネルディス

カッションを行いました。米国や途上国を巻き込むための枠組みや国際交渉の進め方等について意見が交わされたほか、中期目標の国内影響については、「高い目標により環境技術が育つ」との意見に対し、「既に効率の良い日本では、生産拠点が海外移転してしまう」といった意見も出されるなど、活発な議論が展開されました。

なお、本研究プロジェクトでは、「2020 年の家庭分野における二酸化炭素削減可能性に関する調査」報告書も取りまとめ発表しました (<http://www.21ppi.org/pdf/thesis/101203.pdf> ご参照)。(主任研究員 伊藤弘和)



シンポジウム「今後の雇用社会のあり方」を開催

12 月 10 日、シンポジウム「新しい雇用社会のビジョンを描くー競争力と安定：企業と働く人の共生を目指して」を開催しました。当研究所では、「高度経済成長の過程で形成されてきたわが国の雇用ルールや慣行は、前提が大きく変化した現状では上手く機能しなくなっているのではないか」との問題意識から、本タスクフォース（研究主幹：佐藤博樹東大教授、委員：大内伸哉神戸大教授、駒村康平慶應大教授、阿部正浩獨協大教授、細川浩昭主任研究員）にて検討をすすめてきました。本シンポジウムでは、その検討成果報告と、逢見直人連合副事務局長、坪田國矢日本 IBM 取締役専務執行役員も交えた議論を行いました。

各委員からは、①不確実性の増大により、従来型の正社員のみを前提とした人材活用は困難となっており、複数の雇用・就業形態を組み合わせた人材活用とそのための雇用慣行やルールの見直しが必要である、②企業競争力の向上を目指し、人材の創造性を最大限に引き出すには、より柔軟な労働時間管理が必要である、③外部労働市場の機能強化と内部労働市場との連携強化が不可欠であり、職種別雇

用管理の普及が望まれる、④今後の労働法制の視点として、企業と労働者のウィン・ウィンの関係や、エンプロイアビリティ向上などの視点で捉え直した規制の検討が必要である、⑤雇用を含む他の社会システムと補完的である社会保障システムも、雇用の変化に伴う新たなリスクを受け止める視点での再構築が必要である、と報告されました。

これに対して、逢見氏からは「日本の雇用システムの強みを維持する視点は堅持すべきである。また、外部労働市場の強化は不可欠で、教育訓練など社会全体で取り組む課題である」、坪田氏からは「世界企業として、人材活用や働き方も世界標準を無視できない。また、企業のイノベーションにとっても、ワーク・ライフ社員の育成を促す社会的・制度的環境整備が必要である」、とコメントされました。全体討議では、現状の雇用システムの持続性、解雇規制の妥当性、労働時間管理制度のあり方、教育問題などについて幅広く議論が行われました。今後、最終報告書としてまとめ、追って公表する予定です。

(主任研究員 細川浩昭)

Project

「グローバル JAPAN 特別委員会」発足

21 世紀政策研究所では、2011 年 1 月、特別プロジェクトとして、「グローバル JAPAN 特別委員会」を設立しました。2050 年におけるグローバルな経済社会の姿を念頭に置き、わが国のとるべき総合戦略について、2012 年央を目途に報告書を取りまとめる予定です。

委員長に森田富治郎 21 世紀政策研究所理事長、研究を統括する主査に丹呉泰健前財務事務次官が就任しました。

委員会は研究所運営委員で構成され、御手洗富士夫キヤノン会長（経団連名誉会長）、米倉弘昌経団連会長、中村邦夫、清水正孝、渡辺捷昭、宗岡正二各副会長がスペシャル・アドバイザーを務めます。

研究の体制としては、①経済・産業・雇用、②税財政・社会保障、③外交・安全保障政策の三つの分野においてサブコミッティ（SC）を設置します。各 SC には、各分野における専門家（学者、シンクタンク研究者、企業人等）にご参加いただき、幅広く調査研究を進めていきます。

具体的には、SC 1（経済・産業・雇用）では、内外需のバランスのとれた経済成長の実現や先端技術の開発促進、地球環境問題の克服、グローバル人材の育成など、SC 2（税財政・社会保障）では、税・財政・社会保障制

度の一体的改革、長期的人口動態を踏まえた移民政策のあり方、国際通貨体制のあり方など、SC 3（外交・安全保障）では、グローバルな国際関係力学の変化の中でのわが国の外交・安全保障政策、資源・エネルギー戦略などの課題を検討していきます。



丹呉泰健主査

また、21 世紀政策研究所で別途進行中の「政党政治の課題－政策機能の強化に向けて」プロジェクトとの連携を図るとともに、「2030 年の産業・雇用構造」プロジェクトの研究結果も参照することとしています。

研究の中間報告や、最終報告の取りまとめなどの段階において、シンポジウムを開催することなどを通じ、グローバル時代に相応しいわが国の総合戦略の実行に向けた世論喚起、国民の理解の増進を図っていきます。

（主任研究員 岩崎一雄）

Symposium

シンポジウム「中国経済の成長持続性」を開催

昨年 12 月 17 日、標記シンポジウムを開催し、経団連の会員企業・団体を中心に 257 名もの参加を得ました。

近年の中国は、世界経済における重要性が高まる一方、指導体制が移行期に差し掛かり、内外に様々な軋轢を抱えるなか、「新 5 ヶ年計画」では成長の質をより重視した政策転換を目指しています。

そこで、今回のシンポジウムは「中国経済の成長持続性」と題し、いつ頃まで、どの程度の成長が可能かという問題意識の下、①人口動態、②対外経済、③資源・環境、という 3 つの視点から成長の持続性を検証し、今後の中国経済の成長イメージと、そこに潜む課題を浮き上がらせる狙いで開催しました。

まず、日本総研の大泉啓一郎主任研究員、専修大学の大橋英夫教授、長岡技術科学大学の李志東教授から、次の趣旨の報告がありました。

人口動態の観点から経済発展の持続性を読み解く人口

ボーナス論によれば、中国の経済発展のピークは 2015 年頃となる。既に少子高齢化が加速しており、過剰労働力の活用が今後の鍵を握るが、人口移動がもたらす地域間格差の是正は特に重要な課題となる。対外関係の文脈では諸外国との経済摩擦の高まりが危惧されるが、近年は最終財の輸入が増加傾向にあり、内需主導型転換の兆候が観察される。資源・環境面については、国際的な低炭素化競争の時代に入り、成長の質の向上や国際交渉力の強化に向けて、実情に適した排出量抑制システムを模索する過程にあり、次期中長期計画では一層の踏み込みが予想される。

続くパネル討論では、拓殖大学の杜進教授と朱炎教授が加わり、経済成長に関わる短期的・中長期的な制約要因、日中協力関係などを中心に活発な議論が展開されました。本年度の研究成果「中国経済の成長持続性」（仮題）は、本年 7 月に勁草書房より出版の予定です。

（客員研究員 水上慎士）



21 世紀政策研究所

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-3-2 経団連会館 19 階

TEL 03-6741-0901

FAX 03-6741-0902

URL <http://www.21ppi.org>