

第 2 回 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会 価値創造経営小委員会 事務局資料への意見

一般社団法人日本経済団体連合会 金融・資本市場委員長
株式会社大和証券グループ本社 特別顧問
日比野隆司

第 2 回価値創造経営小委員会を、所要により欠席しますので、下記により、意見を提出いたします。お取り計らいの程、宜しく申し上げます。

記

第 1 回会合における議論にて指摘されていた通り、企業のポジションに応じて、課題と施策を整理することは理解できる。その上で、今回検討対象の課題である、事業ポートフォリオ最適化、資本・金融市場のそれぞれについて、以下の通り意見を申し上げる。

「2. (1) 事業ポートフォリオ最適化」について—パーシャルスピンオフの促進

企業を取り巻く事業環境が急速に変化する中、企業の競争力を維持・強化して価値向上を図るためには、組織の体制を柔軟に見直すことが重要である。税制面では、平成 13 年度税制改正で整備された組織再編税制の枠組みの下で、組織再編手法の多様化・複雑化に伴い、累次の見直しが行われており、最近では令和 5 年度税制改正で、期限の定めがある租税特別措置として、一定の持分を残したスピンオフ（パーシャルスピンオフ）について、課税の繰り延べが認められることとなった。

事業ポートフォリオの見直しにおいて、パーシャルスピンオフは有効な手段の一つである。諸外国と比較して競争条件が劣ることのないよう海外の制度を参考にしつつ、今後、パーシャルスピンオフが、スタートアップではない事業も対象とした、予見可能性のある安定的な制度となるよう、法人税法本則における措置を講じるべきである。あわせて、グローバルな組織再編も念頭に置きつつ、現行税制では税制適格性が得られない他の組織再編手法についても、大胆かつ機動的な組織再編を可能とすべきである。

「2. (2)資本・金融市場」について—エクイティにおける課題

PE・VC等のプレイヤーの裾野の拡大および官民ファンドの活用に賛同する。その上で裾野の拡大には時間を要する可能性があることを認識しつつ、エコシステム全体の進化を目指す必要がある。

大きく先行する、米国における初期の成功事例は1950年代のDigital Equipment Corporationとも言われ、1980年代に年金資金流入や税制改正を契機に大幅な成長を遂げた。その後もApple、Intel等、何サイクルも投資と成功を繰り返す中で、投資家の得てきた利益も大きく、VCにしてもPEにしても、米国は数十年に及ぶ歴史の中で紆余曲折を経てトラックレコードを積み上げながら拡大を遂げている。

日本においても同様に、トラックレコードの積み上げもプレイヤー拡大と並行して進めていく必要があるだろう。また、長期目線での資金運用となることから、第1回会合でも申し上げた通り、典型的には年金基金、あるいは官民ファンドにプレイヤー拡大をリードする役割を期待したい。

経団連では2022年に「スタートアップ躍進ビジョン」を公表し、その中でも政府系ファンド、機関投資家を始めとした多様なプレイヤーによるスタートアップ投資の促進を提言しており¹、今回示された施策とも方向性は一致している。

また、資金の出し手だけでなく、投資先の拡大も求められる。スタートアップの数は、2021年の16,100社から2023年の22,000社と拡大傾向にあるが、成功レベルは大きく変わっていない。IPOの小粒化の課題が従前より指摘されており、これは投資家のExit手段不足の課題とも繋がる。

日本のIPO市場は既存株主の売出しが中心であり、新規資金調達が少なく、個人投資家中心の需給構造に依存しフェアバリューで評価されにくいという日本特有の課題も内在する。機関投資家が参加可能な規模でのIPOの促進、その規模に至るまでのレイターステージでの資金不足を解消するための官民ファンド等の関与強化、スタートアップのM&Aを活性化させるための環境整備等の、一連の取り組みを行うことで、企業に対する未上場から上場後までの一貫したフェアバリューでの評価の実現に繋がる。

それは、単にエコシステムの裾野を広げるだけでなく、その高さの拡大、つまり、ユニコーン企業の増加に繋がるものであり、エコシステム全体の進化に資するものではないか。

¹ 経団連スタートアップ躍進ビジョン（2022年3月提言）

「No. 9. 政府系ファンド、機関投資家をはじめとした多様なプレイヤーによるスタートアップ投資の促進」において提言。

https://www.keidanren.or.jp/policy/2022/024_honbun.html#s4-1

「2. (2)資本・金融市場」についてーデットにおける課題

課題で示されている通り、産業金融の多くを支える融資に加えて、デット領域における企業の成長資金の獲得手法の多様化を図ることの重要性に賛同する。

とりわけ日本の社債市場について、米国と比較すると、発行額および残高のいずれも米国市場の10分の1に満たない状況であり、また格付別に見ると、米国では非投資適格を含む低格付での発行も見られ、ハイイールド債市場が確立されていることに対して、日本では発行額の9割以上がA格以上と格付面で偏りが見られる²。

社債市場の発展は我が国の積年の課題であり、改善も少しずつ進んでいるものの、資料で指摘されている、社債と融資のイコールフットイング、コベナンツの実質化等による社債権者保護の充実は、低格付債の発行拡大のためにも必要な要素であり、これはスタートアップ育成の観点でも、成長資金の獲得手法の多様化に資するものと考ええる。

金利環境が大きく転換した今、資本・金融市場の重要なパーツとして、その機能を強化する余地が相当に大きい社債市場の活性化に取り組むべきである。

以 上

² 日本証券業協会「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グループ」報告書（2024年7月報告）を参照のこと
https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/shasai_kon/20240716144333.html