

■日本再生と資本市場(1)

# 日本の復興・再生に 資本市場が果たす役割

保志 泰 大和総研資本市場調査部長兼調査提言企画室長

三月一日に発生した東日本大震災(以下「震災」という)において被災された方々に対し、心よりお見舞い申し上げるとともに、一日も早い復旧・復興を願うばかりである。

日本の資本市場は、アジアを中心とした新興国の台頭などもあり、世界における相対的な影響力は低下する一方で、少子高齢化による労働力人口の減少や財政悪化など、国内においても多くの問題を抱え、未だ長らく低迷が続いている。さらに、一般の震災は、資本市場に対しても大きな影響を与え、その活性化のためには、官民が総力を挙げて取り組まなければならない。

本特集では、震災からの復興という喫緊の課題はもろろのこと、日本経済の力強い成長と復活ひいては日本再生という観点から「資本市場」の役割に焦点を当てて、斯界の方々にご執筆いただいたものである。(編集部)

## 一 はじめに

東日本大震災(以下「震災」という)は、その被害規模の大きさのみならず、日本経済が抱える諸課題を国民の前に晒したという意味において、歴史的な転機をもたらしたといえるであろう。すなわち、日本全体がこれから直面するであろう人口高齢化や人口減少などの課題にお

いて先行していた東北地方が被災したこと、その地域の復興・再生の道のは、日本全体が成長を持続するための試金石になると考えられる。また、東京電力の福島第一原発の事故により、原発政策の再検討が余儀なくされただけでなく、自給率が低い日本のエネルギー戦略全体を早急かつ真剣に組み直す必要性を問いかけることとなった。さらに、この震災は、世界的にみても激しく進んでいた日本の国家財政の悪化

に、一段と拍車を掛ける可能性もある。そして何より、地震国日本は巨大リスクに常に直面していることを改めて突きつけられた。

資本市場の分野でもまた、今回の震災をきっかけに抱えている課題が明らかにされた。本稿では、その課題の抽出とともに、今後の震災復興、ひいては今後の日本経済の成長のために資本市場がどのような役割を果たしていくべきかを論ずる。

## 二 表面化した資本市場の課題と変化

震災で明らかになった課題の第一は、債権市場の未成熟さである。福島第一原発の事故が深刻化すると同時に、国内の社債発行市場が麻痺し、発行が再開されたのは四月以降となった。原発事故が東京電力の経営問題に波及することは明らかであり、信用懸念から東京電力のみならず、他の電力会社も社債発行が困難な状況に陥った。さらに東京電力の社債が市場においてベンチマークとしての位置づけであったため、電力債にとどまらずすべての公募社債発行および流通市場が支障を来した。国内の社債発行残高約六二兆円(二〇一一年三月末現在)のうち、東京電力一社で五兆円弱と市場全体の八%程度を占めている。今後、東京電力の賠償スキームが確定して社債の扱いが完全に明確化されないと、同社債券のみならず社債市場全体を覆っている不透明感が払拭されない可能性がある。事故の甚大さもさることながら、発行体に偏りが

あり、売買市場も低調な日本の社債市場の未成熟さが改めて表面化したとらえられる。

第二の課題として、国債の問題である。これは資本市場のみならず日本経済全体にとって大きな懸念をもたらしている。換言すれば国の財政問題への不安であり、社債市場の問題以上に深刻ともいえよう。震災復興にかかわる財源についてさまざまな議論が進められているところであるが、当面は国債（もしくは特別目的の国債である復興債）発行で手当てするという方向にある。いずれ増税などの手段で補われなければ、すでにGDP比で世界最高レベルにある債務残高の増加にさらに拍車がかかる可能性もある。こうした懸念に対し、格付会社は次々に日本国債の格下げの見直し、もしくは見通しの変更を発表し、債務累増に対して警鐘を鳴らしている。現時点では銀行部門や事業法人部門で資金余剰状態にあることを背景に、長期金利は低く抑えられているが、国債投資家にとっては、思わぬ長期金利急騰のリスクを「想定外」といえる状況ではなくなった。これは、震災が起これらなくとも、いずれ表面化した問題であり、震災によって、その懸念が現実味を帯びるのが早まった形である。

一方、震災をきっかけとして、内外の資本流出の面で変化が現れた。たとえば、国内株式の流通市場では、震災前から継続していた海外投資家の日本株買越しが強まった。反面、国内の投資家は総じて動きが鈍く、国内市場における海外投資家の存在感は、ますます高まっている。

震災後、放射能被害をおそれて来日外国人は減少したといわれるが、こと資本の面に関してはむしろ活発に日本に流入した形である。国内の資金はというと、逆に国外への流出が目立つ形となった。特に、対外M&Aの発表の増加が際立ち、五月の対外M&A公表金額は月間では史上最高額となった。企業の動きとして考えると、海外への分散投資はごく自然な動きではあるものの、資本市場が海外の資金に依存し、国内の資金が海外に流出するという構図は、アジアなど新興国でよくみられる状況である。この状況は、何か世界でショックが起きたときに、資本市場ばかりでなく実体経済を不安定化させる要因として指摘されてきたことである。

### 三 震災復興に対する資本市場の貢献

前述したように、震災をきっかけに、政府部門の負担が過大になっていることがますます明らかとなり、震災対応といえども、国家財政状況の悪化をまったく無視して歳出を膨らますことはできない状況である。緊急的な措置は当然ながら「官」の役割に依存せざるを得ないわけだが、時間の経過とともに「民」が自立的に復興・再生の途を歩むことが求められる。その際、民間の資本調達を円滑に行えるようにすることこそ、資本市場の役割であり責務といえるであろう。

「民間からの資本調達」というのは容易だが、実際にそれを活発化させるのは必ずしも容易な

ことではない。なぜなら、民間資本はあくまで一定の収益性が見込まれるからこそ投入されるのであり、今回の被災地の復興に関して長期的な収益性が見込まれるかは、現時点では不透明な面もあるためである。震災前の同地域を考えると、人口減少の中で産業の収益性は必ずしも高いものではなく、資本市場の活用は限定的であった。

もつとも、震災を機に、収益性の改善が図られる、あるいはさまざまな工夫を施して官と民の役割分担が行われれば、民間資本を呼び込む素地は整うであろう。今回の震災では、国民の中で義援金を通じた支援の輪が大きく広がり、日本人の「共助」の精神が強く示された。これは世界から驚嘆のまなざしを受けた日本の国民性の強みともいえる。しかし、一時的な義援金の拠出だけでなく、資本の投入という形で支援することが、長期にわたる被災地の復興・再生を民間が支援するに当たって必要なことと考える。

具体的に民間資金の導入の手段として考えられるのは、①PFIを活用して官による社会資本整備に民が加わる、②民間が拠出するファンドを活用してインフラ整備や産業再生、企業再生を行う、③これまで個人経営を主体としてきた産業に法人企業の参入を認めることによつて、民間資本の投入を促進するなどが考えられる。こうした民間資本の導入策は、これまでも制度的に可能になっていたものの、さまざまな障壁もあり活発化してこなかった経緯がある。

しかし、震災を機に議論は活発化しており、転機を迎える可能性もある。すでに報道では、空港の再生や、太陽光発電プラントに対する投資ファンドの活用など、具体的な動きが出始めたようである。

なお、大和総研では、震災発生後の三月一日に「未曾有の大震災からの復興へ『復興基金』と『復興連帯税』の創設を提言する」と題した提言を発表した。復興資金について一般の財政とは別建てのスキームが必要と考え、政府保証を付した復興基金債券を市場で発行し、広く国民から資金を調達することを提案している。

四 経済活力の源泉を供給する資本市場

ここで、日本経済における資本市場の位置づけを整理しておこう。まず一言で状況を表すと、世界有数の経済大国にあつて資本市場も世界有数の規模を誇っているものの、近年、経済規模が頭打ちになりつつある状況の中で、資本市場については相対的な退潮が明らかになりつつある。

日本の名目GDP（国内総生産）は二〇一〇年に中国に追い抜かれ、世界第三位となったが、そもそも一九六〇年代後半に世界第二位に躍り出た後、四〇年以上にわたって米国に次ぐ規模を誇ってきた。高度成長からバブル経済に至る過程で製造業が経済を牽引してきたことはいうまでもない。それを支えたのが広義の金融資本市場であるということができる。マクロ的

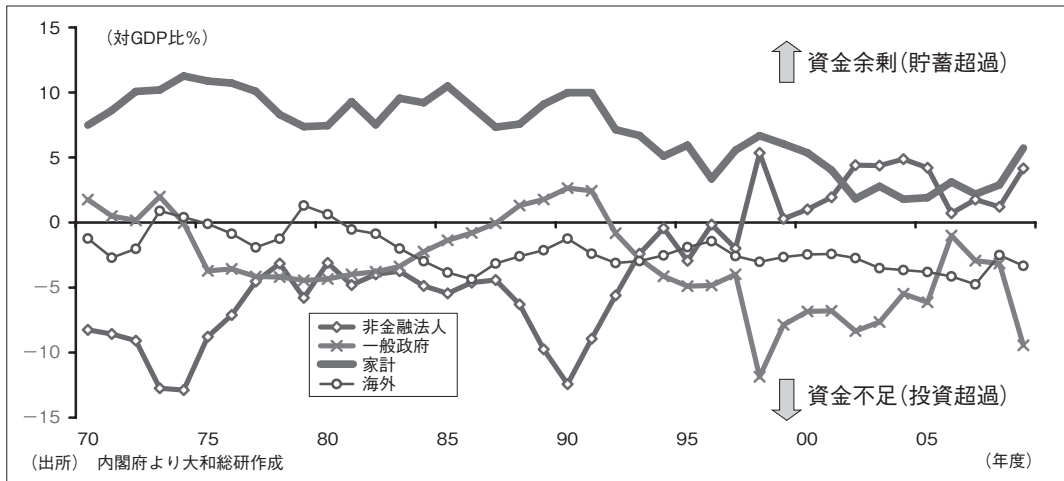
にとらえると、生活水準の向上が続いた家計部門が大きく貯蓄を積み、それが法人企業部門の旺盛な設備投資資金に充当されるという大きな資金の流れができていた。言い換えると、個人が比較的低位の預金という形で銀行に預けた資金が、企業部門に対して、これも比較的低位で貸し出されるという間接金融モデルが日本の産業の成長を支えたのである。

その間、企業の利益成長を反映して株式市場（株価・時価総額）が大きく膨らみ、企業はそれを活用してエクイティ・ファイナンスを積極化させてきわめて低位の資本調達を可能にさせた。これは、バブル発生の一因になったともいわれるが、一九八〇年代において上場企業部門で起きた直接金融へのシフトが、日本の経済規模拡大の一つの原動力となったことは事実である。

ところが、一九九〇年代のバブル崩壊とともに国内経済の足踏みが長期化し、企業部門は国内での積極的な設備投資を避ける行動に転換した。一九九〇年代半ば以降は、法人企業部門は債務の返済に注力し、資金余剰状態を続けている。ミクロ的にみれば、外部資金調達に頼らずに内部資金調達で賄うことにより、経営安定性を高めることができるかもしれないが、マクロ的にみれば、設備ストックの蓄積を進めなければ、いずれ設備ストックが縮小傾向となり、日本経済の潜在成長率に影響を及ぼしかねない状態といえるであろう（図表1）。

もっとも、バブル崩壊は、資本市場の質的な

〔図表1〕 日本における部門別の資金過不足





向上をもたらしたというプラスの面もある。それは企業（特に上場企業）のガバナンス面の改善である。経営指標としてROE（自己資本利益率）を取り入れて株主資本の効率性向上が図られるようになり、配当性向の引上げや自社株買いといった株主還元策の多様化も進んだ。そして企業が市場との対話を意識してIRを積極化させるなど、危機を経て企業経営の変革が起った。

国内資金需要の低迷が続く中、資本市場は次第に活力を失いつつあるが、このように、質的には逆に強固になっている資本市場の活力回復は決して不可能なことではない。そのときは、日本経済の潜在成長率を回復させる一つの原動力にもなり得るのではないだろうか。

### 五 金融システム安定化に対する貢献

広義の金融資本市場は、金融仲介役として効率的な金融資源の分配を行うのが最大の機能といえる。前述したとおり、戦後の日本の金融システムは主に銀行を中心とした間接金融システムに頼ってきた面が強く、直接金融手段は必ずしも十分に発達したとはいえない状況が続いてきた。一九八〇年代のバブル期には、株価上昇を背景にエクイティ・ファイナンスが急増したものの、負債の調達はもっぱら借入れに頼り、社債発行による調達は全体としては小さな割合にとどまってきた。

間接金融、直接金融、そして市場型間接金融

と、さまざまな金融仲介形態があり、日本として何をメインとするべきか議論は分かれるところだが、一つはつきりしていることは、バランスの取れた補完し合える形が最も安定性が高いということである。たとえば、今回の震災で、サプライチェーンの複雑化ということが課題とされたのと同様に、資金調達ルートにおいても複数のパイプを常に用意しておくことがリスクマネジメント上、重要なことになる。今回の震災では社債市場が麻痺したために、銀行借入れのニーズが電力会社等を中心に大きく高まったが、銀行としても、厳しくなる金融規制の中で需要に応じて即座に資金を融通できるとは限らない。

二〇〇八年のリーマン・ショック後の経済金融危機の際は、瞬間的には投資家のリスク許容度が低下して社債発行が困難になる状況も生じたが、むしろリスクの所在が明確な普通社債の発行がその後増加するという現象が全世界で生じた。一方で、銀行借入れについては、一時的には増加したものの、金融危機だけに銀行も貸出を大幅に増やすことができる状況ではなかったのである。

要するに、未だ間接金融に多くを依存している日本の金融システムの安定性確保のために、資本市場の拡充・強化がぜひとも必要といえるのである。

### 六 充実必要なりスクマネー供給機能

間接金融では果たせない重要な機能として、「リスクマネーの供給」がある。リスクマネーとは、一定のリスク（元本毀損リスクや価格変動リスク、信用リスクなど）を踏まえた上で投じられる資本を意味し、典型的には、いわゆるエクイティ（株式）投資、すなわち新興企業株式やベンチャーファンドなどの相当程度高いリスクを抱えた投資形態から、若干リスクが限定される上場株式や株式投資信託などへの投資が挙げられる。資金の取り手からみれば、元本償還期限のない資金調達である。一方で、デット（負債）の形態であっても、投資家側からみて限定的ながらも一定のリスクを引き受けるという意味では、社債投資もリスクマネーの概念に入れることもできる。企業側からみれば、銀行借入れでは難しい長期性の資金というところから、エクイティに準じた位置づけとなる。

特に高いリスク引受けを求められる新興企業投資は、将来有望でも資金調達が困難な企業に成長のための資金を供給するという意味で、日本経済の活力の源泉ということもできる。ところが現実には、近年この資金供給パイプが細くなってきている。それを示すのがIPO（新規公開）の減少である。世界のIPOがリーマン・ショックから立ち直りつつある中で日本では低迷が続いており、新興企業へのリスクマネー供給が滞っていることがうかがわれる（図

〔図表2〕 日本企業のIPO（新規公開）

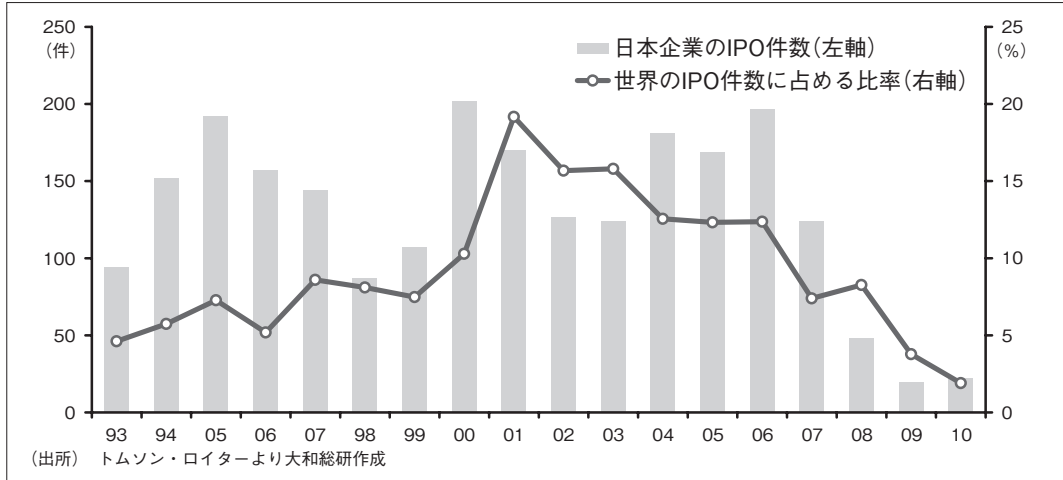


表2。

本来、元本保証の預金を資金の源泉とする銀行媒介型の間接金融では、こうしたリスクマネーの創出は難しく、証券化によるリスクの移転（いわゆる市場型間接金融）が模索されてきた。しかし、リーマン・ショックによって証券化市場の停滞が続いており、資本市場を仲介役とした直接金融型の資金供給構造の充実が期待されることとなる。それは家計による直接的な投資増加でなくとも、投資信託を含めたファンドや、あるいは年金基金によるリスクマネー供給といったルートでもよい。

今回の震災からの復興過程においても、いかにリスクマネーを供給するかという点が重要となる。個人経営を主体として行ってきた東北地方の農林水産業は、これまで資本市場を通じたリスクマネーを調達することは少なく、結果的に生産効率が低いまま現在に至ってきた。しかし抜本的な東北地方の再生を目指すのであれば、企業体の参入を増やし、生産効率を高める方策を検討すべきであり、その際は必ずリスクマネーの供給が必要になる。企業による出資のみならず、小口の資金を集めたファンド形態の資金供給も考えられるであろう。その際、長期的には一定の収益性を確保できることが条件になるが、企業体が入ることによって現地産業の生産効率が高まれば、収益性を高めることは十分可能であるし、それがまた新たなリスクマネーを引きつけて成長をもたらすと考えることができる。こうした資本主義の発想は「格差を

助長する」、「効率優先で切捨てが起きる」などという不信心から地方の伝統的産業などからは「反発される可能性もあるが、放置すれば超高齢化から伝統的産業の維持すら危ぶまれるため、決断を行うときではなかるうか。」

### 七 求められる国内資金の活用

前述したように、今回の震災復興に関して、公的な資金のみでは財政に対する負担がかかりすぎるため、民間資金をいかに活用するかが課題となっている。ここで、民間資金の活用を考えたとき、ストックとフローの両面の考え方があ

ストックの面では、一、四〇〇兆円を超す家計金融資産をうまく活用できないかという期待である。これは一九九〇年代以降の積年の思いであるが、ほとんど実現することなく現在に至っている。家計金融資産残高の五割以上が現金や預貯金で占められており、リスクマネーの供給などに向けられる部分は少ない割合にとどまっている。

今回も、単に「一、四〇〇兆円を活用して」と掛け声を掛けたところで、実現性には疑問符がつく。それには日本の少子高齢化と成長率低下が深くかかわっているためである。家計金融資産の多くは高齢者世帯に偏っており、ライフサイクルの考え方からすれば、リスク量を減らして元本保証資産を中心に運用するのが自然の行動となる。そして本来はリスクを許容できるはずの若い世代で所得が伸びず、社会保障負担

も増えるため貯蓄を大きく積み増すことが容易でない。最近の若年世代は将来への不安感を強く抱えていることから、逆に貯蓄の積増しに積極的といわれることもあるが、将来の可処分所得の増加に不安を抱えている中、準備的な要素もあるため、大きなリスクを取った長期固定的な投資スタンスを取りにくいという問題もある。

もつとも、今回の震災で明らかになつた日本人の「共助」の精神が、金融資産ストックを動かす何らかのきっかけになると期待したいところである。半分以上が預貯金として金融機関に預けられ、その少なくない部分が国債の引受けに充てられるという、現在の日本の金融構造は決してこれからの日本経済の持続的成長を支える形とは思えない。

この解決策の一つとして、①高齢世代から若年世代への資産移転を後押しする施策と、②若年世代における投資活動の優遇策を組み合わせることが考えられるであろう。

一方、民間資金の活用をフローの面で考えたときは、資金余剰主体となつている法人企業部門の内部留保の活用に焦点が当たるとされる。法人企業部門には二〇〇兆円の手元流動性があるとされているが、それは内部留保の源泉である「フリーキャッシュフロー」が每期毎期積み上がった結果である。法人企業は、特に一九九〇年代の金融危機以降、設備投資をキャッシュフローの範囲内に抑えて、債務の削減と流動性の確保を優先してきた。前述したように、震災以降、日本企業による海外企業の買収案件が急増

しているが、これは、企業部門の資金活用的一端にすぎない。国内でも一定の収益性が見込まれる投資先があれば、企業も投資を厭わないだろう。政策的には、国内向け投資のインセンティブが高まるような規制緩和や法人税軽減を進める必要がある。

## 八 海外資金の呼び込み

国内の資金が有効に国内の成長原資へと活用されるのが最も理想的な形ではあるものの、構造的な面は容易に変わらない可能性もある。即効性も考えれば、むしろ海外からの資金をさらに呼び込むべきという考え方もある。前述したとおり、海外からの資金に依存しすぎると、逆に国内金融資本市場の不安定性を増す可能性もあるが、海外には多様な運用資金があり、グローバル分散の中で大きなリスクを許容できる懐の深さが期待できる。

海外の資金を呼び込む、特に対内直接投資の活性化については、かねて政府部内で強い問題意識があり、幅広い議論がなされてきた。一九九四（平成六）年から対日投資会議で議論・検討が続けられ、政府は二度にわたって対日直接投資残高の倍増目標を掲げた経緯がある。二〇〇六（平成一八）年に「対日直接投資加速プログラム」が策定された後に対日投資会議は廃止されたものの、プログラムは二〇〇八（平成二〇）年に改定されている。同年の対日投資有識者会議の提言によれば、「対日直接投資は新しい技

術や経営ノウハウをもたらしのみならず、我が国の既存技術やノウハウ等にも大きな影響を与え新たな展開を促すものであり、我が国経済を刺激、活性化し雇用機会の増大にもつながる極めて重要な要素である」としている。その上で、(1) M & A の円滑化に向けての制度整備、(2) 外資規制のあり方の包括的検討、(3) セクター別の重点戦略の策定、(4) ビジネスコストの削減と制度の透明性の向上、(5) 外資誘致による地域活性化と外資歓迎アピールの強化等という五つの提言を行っている。

これまでの議論や政策の効果もあり、対内直接投資残高は着実に増えてはいるものの、劇的な効果が得られたとまではいえない。やはり海外資本に対して日本の経済社会が必ずしも開放的でなかった面が否めないだろう。今回の震災を機に、日本企業への出資を検討する海外企業もあるとされるが、被災地域を含めた地域経済社会はさらに開放的とはいいいにくい面がある。復興構想会議は提言の中で「世界に開かれた復興」を掲げて外国からの投資促進の必要性を挙げているが、東北地域に対する海外資本の流入が活発化するような状況になれば、日本全体の対日投資活性化のきっかけになる可能性も十分あるであろう。

## 九 政府の「新成長戦略」における資本市場の役割

本稿で挙げてきた問題意識は、決して目新し



いものではなく、かねてより市場関係者や政策当局者で共有されてきた問題意識である。昨年六月に閣議決定された政府の「新成長戦略」では、「金融戦略」が戦略分野の一つとして位置づけられた。これを受け、金融庁は昨年一二月に「金融資本市場及び金融産業の活性化等」のためのアクションプラン」を策定している。この中で資本市場に期待されている役割を整理するならば、一つは、経済をサポートする円滑な資金供給であり、いま一つは、資本市場自身の国際競争力強化である。前者については、新興市場の活性化によるリスクマネーの供給パイプの拡充が必要不可欠となる。アクションプランでは新興市場の信頼性回復を第一としているが、同時に企業部門の新陳代謝の活性化が欠かせないであろう。企業が合理的発想で再編やM&Aを活性化させるようになれば、おのずと新興企業の現出につながり、市場も活性化することが期待される。

一方、資本市場の国際競争力強化という点で、新成長戦略では「総合取引所」構想を掲げている。「ハコ」を作れば呼び込める、という発想では大きな効果は期待できない。人材等も含めたインフラを十分に整え、コンテンツが充実して初めて、「アジアのメイン・マーケット」を目指すことが可能になるのである。香港や上海、シンガポールを凌駕するためには、さまざまな面において、オープンでアクセスしやすい環境を積極的に整えることが必要となる。

取引所の国際競争力強化は、一義的には世界

のマネーを国内に引き寄せるといことが目的ではあるものの、同時に国内資金の有効活用を追求することにもなるであろう。債権大国の日本としては、後者を追求することが本来自然な姿である。いわばマネーの「地産地消」が行われるのがベストである。市場で取引されることで合理的な価格がつけられて、さまざまな投資家や資金を引きつけることが可能となる。近年、上場企業の中に非上場化の動きが増えてきている。カネ余りの中で資金調達が内部で賄えるようになり、上場維持コストや買取りリスクを考慮に加えての非上場化の選択であろうが、市場を維持する魅力が市場にないからということはいえないであろうか。だとすると、コンテンツ減少でさらに市場の魅力が失われるという悪循環に陥りかねず、もつと真剣に資本市場の活性化に取り組みねばならないであろう。

一〇 おわりに

以上、主に日本経済の中で果たすべき機能の面から資本市場のあり方を論じてきた。しかしながら、本来は、広義の金融システムの中で資本市場だけ切り離してどうこうできるわけではない。たとえば極端な話、リスクマネーの供給といつても、家計の資産が株式などの資産へと大量にシフトしたと仮定すると、金融機関に預けられている預金大量に引き揚げられることを意味し、その結果、国家財政を支えている国債の引受けがままならなくなるという事態に発

展しかねない。その際には、家計による国債の直接保有が増える、あるいは海外投資家の保有が大幅に増えるなどといった変化が起きることになる。一方で、金融機関は薄利利ざやながら巨額の資産を積み上げることによって稼いだ構造に改革が求められることになる。このように、資本市場の変化を期待することは、日本を取り巻くマネーの流れの劇的な構造変化を想像することと同義といえる。

しかし、そうした構造変化は決して絵空事とは言いが切れない。日本の少子高齢化は確実に進んでおり、家計金融資産全体の積上が期待しにくくなると同時に、年金資産の取崩しも進み始めるであろう。否応なく何らかの構造変化を迫られることになる。だが、それを無為無策で受け入れてしまえば、マネーは一段と停滞し、日本経済をも沈滞させる要因となりかねない。資本市場の活性化を中心的な施策に据え、じっくりとリスクマネーの供給体制を整えることが必要ではないであろうか。

今回の震災では、資本市場の未熟さが改めて突きつけられたと同時に、資本市場の活用を阻んでいる諸要因も明らかになってきた。経済合理性を念頭に置いた復興を進めれば、おのずと資本市場を通じて民間資本の参入が図られると期待できるし、それは日本全体の再生にも当てはまることといえよう。

(ほし・やすし)