

2012年10月19日 全8頁

# 市民投資家社会の形成へ

## 日本の資本市場の課題と論点

調査本部  
常務執行役員 岡野進

### [要約]

- 日本の資本市場の低迷ぶりは株式市場において PBR1 倍割れが長期化していることに端的に表れている。マクロ経済、企業の側にも問題があるが、資本市場の構造にも問題がありそうだ。
- 80年代以降の世界的な資本市場における資産運用の専門機関化現象は大きな壁に突き当たってきた可能性がある。90年代のバブル崩壊、最近の欧米の金融危機から、金融機関経由のリスクテイクには限界があり、リスクテイクできる分厚い個人投資家層の形成が不可欠であることがあらためて明らかとなっている。
- 分厚い個人投資家のエクイティ資金供給に支えられた資本市場を築くためには、市民投資家社会形成に向けて長期的な取り組みが必要であろう。そのためのインセンティブを与える政策が必要である。

### PBR1 倍割れが語るもの

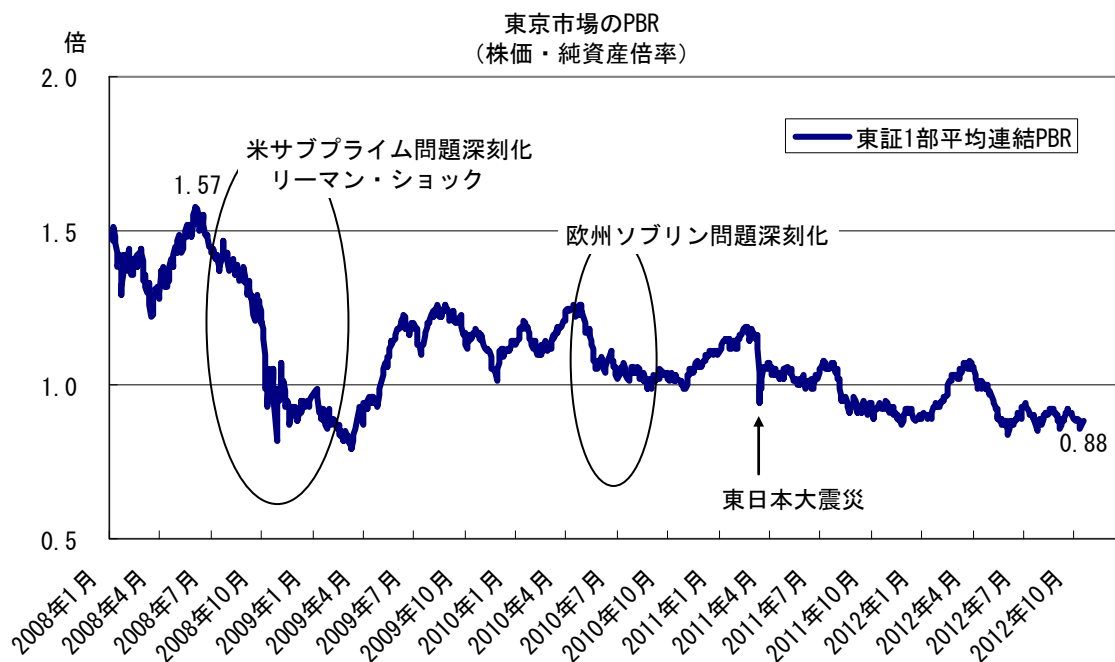
4月27日以来、東証1部の平均連結PBR（大和総研算出）は1倍を割れ続けている。すなわち、株価が1株当たり株主資本を下回った状態であり、企業の株式市場における価格がその財産価値を下回っている。この状態がすでに6か月になろうとしている。

前回、東証1部平均連結PBRが、1倍を割れていたのは、2011年8月5日から2012年2月16日までのおおよそ5ヶ月あまりであった。このスランプ状態は、2月14日に、日銀が金融緩和姿勢を強めたことでなんとか一時的に解消された。しかし、4月の下旬には、追加的な緩和策が実際には実施されず、ふたたびPBR1倍割れ状態となっている。それ以前では、リーマン・ショック直後に遡る。2008年10月8日から2009年5月1日までの7ヶ月弱の間、若干日の例外を除き、東証1部平均の連結PBRは1倍を下回っていた。

連結PBRが1倍を下回るということには特別な意味がある。企業の市場価値が解散価値を下回っているということになるわけである。市場が最低限要求するリスク調整後収益、成長力を日本企業が平均値としては持っていないと、現在の株式市場に判断されているということにな

る。企業が解散するほうが株主に報いることが出来る状態だと判断されていると言い換えてもいい。すなわち、この状態は資本主義経済として持続可能な状況ではない。「ニッポン株式会社は解散せよ」、と市場に要求されているとの解釈も成り立たないわけではないだろう。日本の資本主義の持続可能性が鋭く問われていると認識すべきである。

図表 1 PBR の 1 倍割れが長期化している東京市場



出所：大和総研作成

こうした状況が生まれている要因はいくつかあるだろう。日本企業が本質的にダメになってしまっていると断じるのは軽率に過ぎるだろう。実際には判断している市場の側にも問題がありそうである。第一に、欧州危機によって市場全体が異常なリスク回避心理に覆われてしまっているという問題、また日本経済が成長シナリオを描けず、それにより多くの日本企業の成長力に対して疑念が生じているという状況、その背景には既存の日本の政治経済社会レジームの疲弊という問題がある。

前者の異常な市場心理要因に対しては、金融システムの機能の安定のために公的な介入を行うことは適切である。すでに日本銀行はETF（指数連動型上場投資信託）の買入れを行い、株式市場の過度の急落を防ぐ政策を発動してきた。買入れ残高は1兆3,424億円（8月31日現在）まで増加している。ただし、この政策は、株式市場全体を立ち直らせようとするものではなく、大きな下げを抑止することが目的である。仮にPBR1倍を回復させるために公的介入を行うとしたら、数倍以上の資金の投入が必要になるであろう。そのリスクをすべて日銀にとらせるのが適切かどうか、日銀のバランスシートの健全性維持との関係で熟慮が必要かもしれない。

一方、公的に株式を買い入れる手段として、銀行等保有株式取得機構が存在しており、買取業務の期限が平成24年3月31日より平成29年3月31日まで5年間延長された。現在の株式

保有額は、1兆600億円（24年3月末）で、すでに十分な株式買い余力（株式買取資金の調達のための政府保証枠として引き続き20兆円が設定されている）をもつ。これを日銀のETFやREITの買い入れと連携する形で、日銀買入分を引き受けるものとして活用することは検討されるべきではないだろうか。

## マクロ均衡からみた問題点

日本は90年代初頭のバブル崩壊期以降、20年以上の長期にわたって、短期的な景気循環はあるものの概ね経済停滞が続いている状態にあるといっても過言ではない。日本の場合は、資産バブルの崩壊によって企業部門が主要なダメージを蒙った。80年代後半の資産バブルは不動産価格や株価の高騰だけでなく、実体経済面では設備投資、とりわけ建設投資の大きな盛り上がりを生み出したが、しかし、それは過剰生産能力の形成につながり、90年代半ば以降、設備投資需要の慢性的な低迷をもたらしている。

マクロ経済バランスからみた場合、もっとも問題なのは、このように設備投資が低迷しているために、企業部門の資金バランスが大幅な余剰になってしまっていることである。日本銀行による資金循環表でみると民間非金融法人企業の資金余剰は、2012年第1四半期までの1年間で17兆5,551億円と高水準を維持している。この傾向は長期的に継続しており、もはや民間法人企業部門の資金余剰は構造的なものになってしまっているとさえいえよう。

図表2 慢性化する民間法人企業部門の資金余剰



出所：日本銀行「資金循環」より大和総研作成

ストック面でみると、保有・現金は 214 兆 8,499 億円（2012 年第 1 四半期末）と順調に増加して史上最高となっており、一方、借入は 340 兆 275 億円（同）と横ばい基調である。おカネはあるのに投資が不足しているためにこうした資金バランスになっているのである。理念のみでは前向きな投資に積極的になれない企業の態度は変わらない。この問題解決には企業の縮み志向を克服しなければならない。投資機会を創り出しつつ、企業に投資のインセンティブを与える政策が必要であろう。

この問題は、裏側から見ると財政赤字が慢性化する状態を作り出していることにもなる。日本の産業に十分な競争力（為替レートの問題も含め）があり、輸出の拡大によって設備投資が誘発されるという状況があれば、設備投資不足は解消されるかもしれない。しかしながら、この資金ポジションのありかたは、一時的な経済条件の問題ではなく、かなりの程度は構造的なものとなっているかもしれない。

どのような構造なのか？日本は 253 兆円（2011 年末）の対外純資産を保有する債権国としてかなりの所得収支黒字を稼げるようになり、貿易収支が多少赤字化しても経常収支の黒字が継続することができるようになった。対外債権が比較的安全ではあるが低収益な米国債をはじめとする他国の債券から事業リスクをとった直接投資にシフトしているが、これはさらに所得収支の改善要因になっていこう。このこと自体は日本経済の成熟の姿としては、正常なことである。しかし、恒常的な経常収支黒字は為替レートを購買力平価よりは高めに推移させる要因になる。つまり、所得収支黒字を貿易収支赤字として使わせようとするような均衡に向かった力が働くことになる。これが長期的にみて慢性的な国内投資の低迷につながり、需要不足を構造化させている可能性がある。

つまり自然体では、つねに財サービスの輸出入においては赤字となるように構造ができるため、製造業を中心に国内における生産能力拡張の投資は停滞することになると思われる。その結果、企業は少なくとも国内においては資金余剰となり、外国への投資にシフトする圧力が働くことになる。これ自体は経済発展の過程の中で成熟した経済が通る道ではあるが、内需の拡大や産業構造転換、技術革新を基盤とした競争力向上を図り、需給バランスをとっていくことは不可能ではない。

しかしながら、企業部門が大きな資金余剰主体となっている状況では、資本市場は、企業の投資資金調達を通じた市場による資金配分機能を果たせないで、企業統治など他のチャンネルによって企業に経済構造変化への対応を促していかなければならない。ここに日本の資本市場の抱える課題があるのではないだろうか。

## 英国ケイ・レビューの論点

資本市場の低迷ないし混乱という問題は、日本だけの問題ではなく、英国でも米国でも問題意識が持たれている。最近、英国では政府から「英国株式市場における活動と長期的に英国上場企業のパフォーマンスとガバナンスに与える影響に」について諮問されたジョン・ケイ氏に

より、7月にケイ・レビューがまとめられた。

ケイ・レビューにおける指摘は、主に英国株式市場が、「短期主義」(short-termism)によって、市場における信頼の浸蝕やインセンティブの不整合を起こしているという観点にたっている。ここでは短期主義の原因について、長期的に基礎的なビジネスの営業能力を高めることよりも、事業や財務のリストラクチャリング、買収・合併といった短期的に表面的な収益水準を向上させる策に経営者がより焦点をあててしまう傾向があることを挙げている。一方で、悪い長期的な経営判断の例も様々に存在し、株式市場はその形成にも一役買っていたのではないかとみられる。現在の公開株式市場は、経営への関与を、声をあげるのではなく、売却によって、すなわち、関心ある投資家から匿名のトレーダーに持ち手を替えるということによって、と結論付けている。さらに、英国の株式市場は企業にとっての新規投資の資金調達の役割を果たさなくなっている。つまり、投資資金の配分は資本市場を介して企業間で行われているのではなく、企業内で行われており、それだけにより企業統治を推進することが英国株式市場の中心的な機能であるべきだ、としている。

ケイ・レビューによれば、英国の株式保有構造は、大きな保険会社や年金基金の保有が大きく減少したために、分散化している。金融市場のグローバル化の進展によって外国人の保有の増加が起きている。こうした株式保有の分散化が株式所有者による関与や制御を低めてきたと分析している。

さらにケイ・レビューは「効率的市場仮説」に疑問を向けており、これに基づいた規制の方法、特に情報開示への過度の依存につながり、利用者には役に立たないような大量のデータ供給といった事態につながり、それが投資家の短期的判断などにつながった、としている。

そして、英国市場における資産運用の現状について、企業の基本的な価値に対する投資よりも、短期的な売買の流動性供給の意義を認めつつも、過剰になってしまっているのではないかとの問題意識がだされている。

## 市民投資家社会形成の必要性

日本でも、ケイ・レビューで示された英国の場合と同様に、企業は株式市場を新規投資の資金調達の間とするのはほとんどなくなっているといっても過言ではない。つまり、企業の資金調達というチャンネルを直接の手段として、日本の資本市場が企業活動への資金配分を調整する機能を発揮しにくい環境の下にあるわけだ。そうすると、ケイ・レビューでも指摘されたように、株式公開会社における企業統治の機能が適切に働くような資本市場のありかたが求められることになるだろう。この問題は会社法制の問題としてだけでなく、企業の株式保有構造の改革の問題としてもとらえられるべきである。

まず日本企業における株式の保有構造をみてみよう。東京証券取引所の株式分布状況調査によると、2011年度末では、金融機関 29.4%、外国法人等 26.3%、事業法人等 21.6%、個人・その他 20.4%などとなっている。20年前と比較してみると、かなりの構造変化を遂げている。

特に大きく変わったのは国内法人（金融機関、事業法人）と外国法人等である。金融機関は1991年度末では42.8%であったので、20年間で13.4%低下した。なかでも投資信託や年金信託を除くベース、つまり金融機関自らのリスクとなる保有でみると、38.4%から21.9%へと16.5%の低下になる。事業法人も29.0%から21.6%へ7.4%低下した。いわばこの受け皿となったのが、外国人投資家であったと推定される。外国法人等は1991年度末6.0%で、20年間で20.3%上昇し、日本株式の主要な持ち手となった。

図表3 投資部門別株式保有比率の推移

年度	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2011
会社数	1,584	1,710	1,734	1,833	2,078	2,277	2,587	3,783	3,616	3,554
政府・地方公共団体	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
金融機関小計	31.6	35.5	38.2	39.8	43.0	41.1	39.1	30.9	29.7	29.4
a. 都銀・地銀等	15.8	19.0	19.9	20.9	15.7	15.1	10.1	4.7	4.1	3.9
b. 信託銀行	—	—	—	—	9.8	10.3	17.4	18.0	18.2	18.6
（投資信託）	2.1	2.2	1.9	1.7	3.7	2.2	2.8	4.3	4.4	4.5
（年金信託）	—	—	0.4	0.8	0.9	1.8	5.5	3.5	3.2	3.0
c. 生命保険会社	10.0	10.2	11.5	12.3	12.0	11.1	8.2	5.1	4.5	4.3
d. 損害保険会社	3.7	4.4	4.6	4.1	3.9	3.6	2.7	2.1	1.9	1.8
e. その他の金融機関	2.1	2.0	2.3	2.4	1.6	1.0	0.7	1.0	1.0	0.8
証券会社	1.3	1.4	1.5	1.9	1.7	1.4	0.7	1.4	1.8	2.0
事業法人等	23.9	27.0	26.2	28.8	30.1	27.2	21.8	21.3	21.2	21.6
外国法人等	4.9	3.6	5.8	7.0	4.7	10.5	18.8	26.3	26.7	26.3
個人・その他	37.7	32.1	27.9	22.3	20.4	19.5	19.4	19.9	20.3	20.4

注1：昭和60年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

注2：平成16年度から平成21年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む

出所：東京証券取引所より大和総研作成

個人投資家についてみると、ほとんど比率に変化はなく、80年代後半のバブル期まで続いていた比率の低下はみられなくなった。これ自体は低下し続けるよりも前向きではあるが、投資信託を通じた保有を加えて25%にしかならず、絶対的な水準は低いといわざるをえない。米国では個人による直接的な保有はかなり低下し現在30%程度であるが、投資信託も加えれば50%程度は維持しており、個人が株式を保有していることの影響力を資本市場に対して発揮していると思われる。

企業の株式保有構造の問題というのは、我々の社会において事業活動を展開するための資金とリスクの負担はどうあるべきか、ということだと解釈できる。社会の在り方として擬制的な機関投資家を介した株式の保有も、その専門性が活かされる限りにおいて活用されるべきである。しかし、忘れられてはならないのは、その場合でも、リスクは最終的には外国人も含め個人が負担しているということである。投資信託などのリスクはプロの運用する資金の受益者として個人がリターンを享受とリスク負担を行っているわけだし、一般の法人企業が運用資金の出し手でありリスクの負担者であれば、その株主が間接的にリスク負担をしていることになるので、それを遡及していけば最終的にリスクの負担は個人に行きつくことになる。政府部門がリスク負担している場合は結局のところやはり納税者としての国民のリスク負担に帰着する。

プロの運用者である機関投資家の存在と機能は、企業の財務情報や資本市場を取り巻く経済

環境を価格に織り込んでいくうえで欠かせないものであるといえる。しかし、機関投資家だけからなる市場は、いわゆるエージェンシー問題もあり、今回のリーマン・ショックに至る証券化商品のバブルにおいても、リスク軽視に陥りやすかったことが指摘されている。また機関投資家の関心が専らポートフォリオの短期的なリバランスを行いながら平均以上のリターンをあげることにあるため、企業統治の機能を通じて企業のビジネスそのものの収益性を上昇させる機能は必ずしも大きくない。そのためには自らのリスクにおいて長期的な保有を行う投資家の存在が欠かせないといえるだろう。資本市場の企業統治への適正な影響力保持と市場参加者のリスクテイクの過大な振幅を克服するためには、長期投資に主眼をおいた個人投資家の存在感をより大きなものにしていくことが必要なのではないだろうか。

個人が長期的視点において株式保有を行っている状態を作り出すことができれば、「市民投資家社会」の実現に近づいていくと思われる。活力ある「市民投資家社会」を実現する上では、株式投資と企業経営がより密接に関係する構図が重要であり、このことによって資本市場を通じた企業統治の実をあげることができるようになる。投資家は自身の金融リテラシーに応じ、自主・自律の精神に基づいた投資判断により投資を行い、併せて、投資をするという意味、すなわちステークホルダーの中でも唯一会社に対する議決権を持つということを十分認識し、企業経営をしっかりと監視（モニタリング）するという機能を果たすことが期待される。そのためには金融リテラシーの高い個人投資家を増やしていく努力は欠かせない。しかし、同時に個人が株式を長期的に保有しようという経済的なインセンティブを与える政策が必要である。

一方、上場会社においては、長期的な視野に立って投資を行ってくれる株主を増やし、その期待に応じていくためにも、株主との積極的な対話を通じた株主重視の姿勢の一層の明確化を行うことが重要だろう。

## 資本市場改革の方向性 — 必要なのは個人の長期保有を促す政策

今後の資本市場改革を考えていくうえで、日本のビジネスを支えるエクイティ資金をひろく市民が提供し支えていく社会をめざすということが大切である。つまり、株式を「金融商品」という概念の一部にだけ位置づけるだけではなく、「出資」という行為として捉え、そうした意義を踏まえた改革の方針がとられる必要があるのではないだろうか。単にリスクの小さい預貯金から一定程度のリスクのある金融商品への投資にシフトさせるという課題設定ではなく、日本の経済活動のタネとなる資金をより直接的に国民の貯蓄から供給していく資本市場を構築するという課題設定とすべきである。株式投資を行う意義について、株式という金融商品を購入するというだけでなく、日本経済に必要なエクイティ資金供給を行っている出資者としてよりよい企業ガバナンスの形成に参加するという意識の振興を図っていくべきだろう。

これまで、日本においては、資本市場の機能強化を図り、個人の貯蓄をより「投資」にシフトさせていくための方策が採られてきた。しかし、税制上の対策は株式に対する二重課税を補完するものであったとはいえ、必ずしも長期保有を促進する設計とはいえないと思われる。二

重課税の補完に加え、個人の「長期の保有」を促すような税制上の措置が必要であろう。

株式の長期保有を促進するための最も効果的な方法は、財産相続・贈与に関係させたインセンティブだろう。相続について株式保有のリスクが考慮され、他の資産保有に比べ過度な負担が生じないのであれば、高齢者は株式を売却せずに長期保有しやすくなる。実際に株式の保有は高齢者が中心であることを考えると、スムーズに次世代に保有を移行させることは個人の株式保有促進のために必要な措置であろう。同様の趣旨から贈与についても、配慮がされることが個人の株式長期保有を促すうえで望ましいといえる。

かつて、80年代前半まで個人が株式を大量に売り越していた時期には、高い相続税が売却の誘因になっていた、と思われる。当時の制度においては、口座開設に際し厳格な本人確認が行われていなかった預貯金などと比べ、株主名簿に氏名・住所が記載される株式保有はもっとも捕捉されやすい金融資産であったという事情も影響していたと思われる。株券が電子化され、預貯金の口座開設などにおける本人確認が厳格化されてくるなかで、株式保有が相続税の対象として特に相続財産の捕捉上不利ということはなくなっているが、価額評価においてリスク資産である点が考慮されていない。現行の税制では、上場株式は、①相続等の日の最終価格、②相続等の日の属する月の毎日の最終価格の月平均額、③その前月の毎日の最終価格の月平均額、④その前々月の毎日の最終価格の月平均額のうちもっとも低い価額で評価することとなっている。2か月遡って月平均が利用できるというものの、基本的には時価の考え方である。不動産にくらべると上場株式は換金性が高いものの、逆に短期的な価格変動リスクも大きい。不動産は実際の取引価格よりもおおよそ2割程度低いとされる路線価が適用されており、株式に対しても、時価（上記の4種のうちもっとも低い価額）に対して一定のリスク見合いの掛け目（例えば80%）をかけた価額を相続税評価に利用することは合理的だと思われる。同様の評価方法を贈与の場合にも適用すれば、個人株式保有を次世代へつないでいくことができるのではないだろうか。

税制上のインセンティブで個人の長期保有を促すことができても、それだけでは個人株主がステークホルダーとして機能することにはならない。個人株主などの少数株主が十分に尊重される企業統治の制度作りが不可欠である。企業法制において改革が進んでいくことに期待したい。