

2012年10月25日 全10頁

失われた20年～資本市場停滞の要因 ①

資本市場の問題意識と活性化の必要性～6つの停滞サイクルとは

金融調査部¹

[要約]

- バブル崩壊後、日本経済は成長が滞り、「失われた20年」と評されることも多い。その中でも、資本市場の停滞は目を覆うばかりである。資本市場の活性化の必要性については、幾度となく問題意識が提起されたにもかかわらず、いまだ抜本的な解決策は見つけ出せていない。
- 今回、大和総研金融調査部では、資本市場における「失われた20年」を振り返り、停滞要因の整理を試みた。本質的な問題点を洗い出し、今後、実効性のある活性化策を議論する際の土台とすることが目的である。
- 第1章では、はじめに、資本市場における問題意識の整理を行った。資本市場の低迷には様々な要因が絡み合っているが、俯瞰してみると6つのサイクルの存在が浮かび上がる。具体的には、①イノベーション停滞のサイクル、②家計資産運用の保守化サイクル、③年金資産運用の保守化サイクル、④証券業者の行動変化サイクル、⑤銀行行動の保守化サイクル、⑥企業の実物投資停滞サイクル、である。
- 次に、なぜ、資本市場を活性化させなければならないのか、について持つべき共通認識を挙げた。資本市場の機能としての、①長期資金の供給機能、②事業リスクの引き受け手を発見する機能、③イノベーション促進の機能、④資金運用の場の提供、⑤資源を効率的に配分する機能、⑥グローバル競争力の強化に対する貢献、という視点から整理した。

¹ 執筆者は、保志泰、中里幸聖、菅野泰夫、太田珠美、奥谷貴彦、佐川あぐり、矢作大祐（以上、金融調査部金融調査課）、鳥毛拓馬（金融調査部制度調査課）、島津洋隆（調査提言企画室兼金融調査部金融調査課）

[レポートの構成]

第1章	序論	
1-1.	資本市場の現状に対する問題意識（保志 泰）	3
1-2.	資本市場活性化の必要性（保志 泰）	8
第2章	資本市場の「失われた20年」を振り返る	
2-1.	資本市場および経済環境の変化（佐川 あぐり）	(2)
2-2.	市場参加者の行動変化（矢作 大祐）	(2)
2-3.	リスクマネー供給停滞の影響（奥谷 貴彦）	(2)
2-4.	政策対応の足取り（鳥毛 拓馬）	(3)
第3章	「失われた20年」の原因を探る	
3-1.	マクロ経済的な背景（太田 珠美）	(4)
3-2.	金融機関行動が引き起こした影響（菅野 泰夫）	(5)
3-3.	公的金融システムが及ぼした影響（島津 洋隆）	(6)
3-4.	政策立案における問題（中里 幸聖）	(7)
3-5.	日本人の経済行動に内在する要因（保志 泰）	(8)
第4章	突破口に関する検討	
	突破口を探る上で重要な視点（保志 泰）	(9)

(当レポートは分割版であり、ページ番号に括弧書きをしているものは、当該番号のレポートを参照されたい)

第1章 序論

1-1. 資本市場の現状に対する問題意識

資本市場の停滞でリスクマネー供給細る

バブル崩壊後、日本経済は成長が滞り、「失われた20年」と評されることも多い。その中でも、資本市場の停滞ぶりは目を覆うばかりである。とくにリーマン・ショック後は、世界の金融資本市場が打撃を受ける中で、日本の資本市場は“輪をかけて”停滞を余儀なくされた感がある。

株式市場においては、株価の低迷、売買高の低迷が際立ち、本来の資金調達の間、そして同時に資金運用の間としての機能が弱まっている。新規公開による公募調達（IPO）は最悪期を脱したとはいえ、活発と言うには程遠い状況であり、日本の将来をリードする成長企業に十分に資金が行き渡っていない懸念がある。日本経済が再び成長を取り戻すためには、労働力人口減少の中で、生産性を引き上げる“イノベーション”が必要であるが、そのための“元手”となるリスクマネーの供給が極端に細くなってしまっている。

民間資金活用が国家的課題に

一方で、国家財政のファイナンスが大きく膨らみ、国債投資という国への資金供給ルートばかりが拡張している現状がある。この中、銀行を中心とした日本の金融システムは国債への依存度を高めており、仮に国債の利回り急上昇・価格暴落などが起こった場合には、金融資本市場全体が崩壊の危機に立たされる懸念さえ、誰も非現実的だとは言いきれない状況である。

また、国は財政が逼迫しているにもかかわらず、社会保障費など必要な支出は増え続ける一方である。高度成長期時代に建設した社会インフラの更新投資も避けられない支出となる。その際に期待されるのは“民間資金の活用”であり、インフラ投資においては、必ずと言って良いほど言及される。また、年金財源が逼迫する中で、いかに自助努力で老後資金を蓄えるかという点も喫緊の課題となっている。それらのことを実現するにあたって、厚みのある資本市場が必要不可欠なのは論をまたない。日本は「課題先進国」と言われ、今後、どの先進国においても持ち上がるだろう課題において世界に先駆けて対処しなくてはならないが、厚みのある資本市場なくして課題解決はあり得ない、とさえ言えるだろう。

資金余剰下における資本市場の存在意義とは

本来、資金を必要とするはずの企業が資金余剰に陥っており、資本市場調達は不要という意見がある。確かに、日本経済は需要不足を背景としてデフレが起こっており、マクロベースで供給力を高める能力増強投資はあまり必要でないかもしれない。企業は海外での投資を先行させ、付加価値生産の海外流出は今後一層強まることが予想される。しかし、だからこそ、国内

での研究開発や技術革新の投資を積極化させなくてはならない。その担い手は、十分に余裕資金を持つ大企業だけでなく、意欲と希望を持った経営者が動かす新興企業に大きな期待がかかるのである。金融の観点から言えば、そのための資金供給ルートを十分に広く保っておくことが求められる。

銀行部門によるリスクマネー供給には期待できるか

金融システム全体を俯瞰したとき、巨額の資産を抱える銀行には預金が集まり続けているのだから、その資金を国債だけでなく、その他のファイナンスにも活用すればよい、と考える向きもあるだろう。しかし、それは叶わぬ期待である。銀行が受け入れている資金はあくまで「リスクフリー」（厳密には異なるが、最終的な出し手である預金者にとってその意識が強い）の資金であり、それが最終的にリスクマネーに変換される割合は極めて小さいと考えるべきである。銀行による企業向け貸出において、昨今の金利低下というマクロ環境のみならず、貸出競争や、伝統的な貸出スタイルを反映して、獲得できる利ざやが極めて限られてしまっている。リスクの高い借り手に十分な利ざやを加えた金利で貸し出す、という慣行が発達してないため、信用リスクの低減が優先される経営を行う銀行では対応が困難である。さらに、リーマン・ショック以降の金融規制強化が、それをさらに強化するであろうことは容易に想像される。銀行中心の間接金融システムだけでは、日本の課題は解決できないと言えるだろう。

市場の歪みの調整は終わったか

一方、株式市場においては、流通市場における株価の低迷が、市場参加者の投資意欲を減退させていることも事実であろう。長期にわたってリターンを獲得できていない投資商品保有のウェイトを下げることは、合理的だからだ。しかし、これまでの20年は、ある意味、市場の“正常化”もしくは“グローバル・スタンダードへの収斂”の過程であったと整理することも可能である。80年代末のバブル絶頂期は、世界的に見て“異常”とも思えるバリュエーションが成立していた時期であり、ある意味「ガラパゴス化」していた可能性が指摘できるからだ。しかし、その後のバブル崩壊、持ち合い解消、産業の統合再編、あるいは会計や制度のグローバル・スタンダード化、等々を経て、日本の資本市場は、既に「ガラパゴス」から脱している。にもかかわらず、割安バリュエーションが一層割安になる状況は、時間の掛かり過ぎた調整の間に投資家が疲弊し、必要以上に萎縮してしまっていると捉えることも可能だ。

日本の家計にリスクマネー供給能力はあるか

資本市場への資金の出し手として、かねて家計（個人）が期待され続けてきた。家計の保有する1500兆円を超える金融資産を上手くリスクマネー供給へと導ければ、日本経済の活性化にも資するだろうという期待は高く、「貯蓄から投資へ」というキャッチフレーズのもとに様々な施策も図られた。にもかかわらず、いまだ家計金融資産に占める現預金の保有は過半を超える

という、リスク回避的なビヘイビア（行動パターン）に変化は見られない。ここには、日本人の国民性を指摘する向きもあるが、そもそも、日本人全員がリスク回避的な国民であるのなら、現在に至る経済発展はなかったと言えるだろう。むしろ、90年代以降の諸要因が家計のリスク許容度を低めてしまっている可能性が考えられ、まずはその要因を明らかにすることから始めなくてはならない。

資本市場を停滞させている6つのサイクル

本稿では、複数の側面から現状や原因を検討しているが、諸要因が互いに関連しており、一挙に把握することは容易でない。しかし、俯瞰して見ると、いくつかの悪循環の存在が浮かび上がる。具体的には、「イノベーション停滞のサイクル」「家計資産運用の保守化サイクル」「年金資産運用の保守化サイクル」「証券業者の行動変化サイクル」「銀行行動の保守化サイクル」「企業の実物投資停滞サイクル」が見て取れる（図表 1-1-1、図表 1-1-2）。これらも、また相互に関連しているものの、今後、施策を考える上での一助になろう。なお、これらのサイクルは、あくまでマクロ的な傾向をモデル的に捉えたものであり、ミクロでは当てはまらないケースもあることは断っておく。

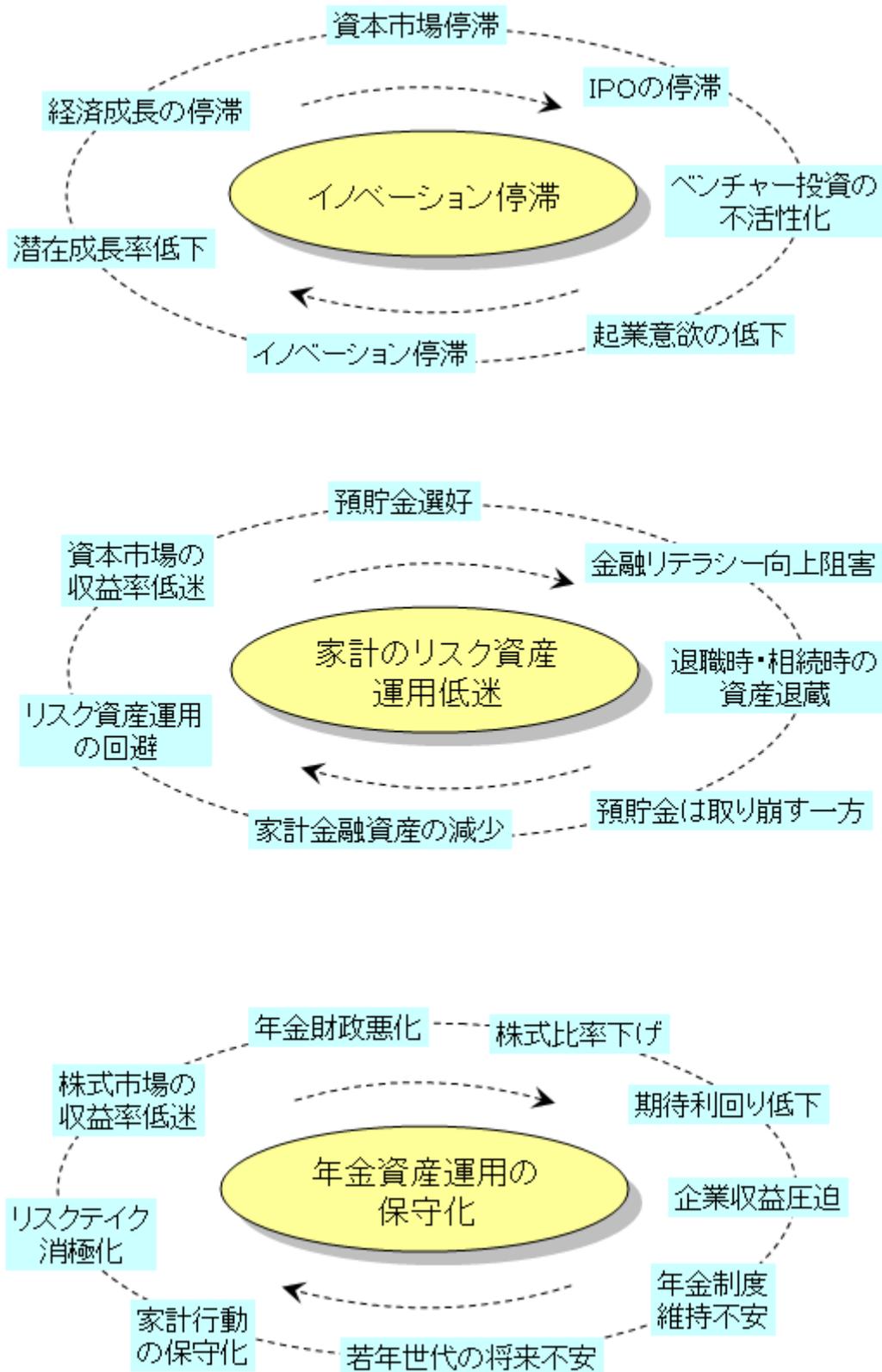
レポートの構成

本稿では、まず資本市場活性化の必要性についての認識を整理した後、第2章において「失われた20年」における資本市場および取り巻く環境を振り返ることとする。経済環境の変化、そして市場参加者（投資主体）のビヘイビア変化、そして、様々な政策対応の経緯についてレビューを行う。第3章では、資本市場がここまで停滞している背景・要因についていくつかの側面から再検討を試みる。一つはマクロ経済的側面から、次に金融機関のビヘイビアを民間および公的金融両面から見る。さらにこの間の政策立案面における問題の検討を、そして家計を中心に日本人の経済行動に内在する要因について検討する。第4章では、現状から脱却する突破口はあるのか、検討を行うが、具体的な施策にまでは踏み込まず、今後の資本市場活性化論議において念頭に置かなければならない視点について整理する。

資本市場の活性化の必要性については、政官業各段階で幾度となく問題意識が提起されてきたにもかかわらず、抜本的な解決策は見つけ出せず、様々な試みも、結局のところ成功していない。当然ながら、様々な要因が複合的に絡み合っており、一朝一夕に解決策が見つかるはずがないことは、重々承知である。しかし、それでもなお、市場活性化の必要性を再考し、根本的な改革をもたらす施策を前向きに検討することが、我々資本市場に関わる者の責務であろう。

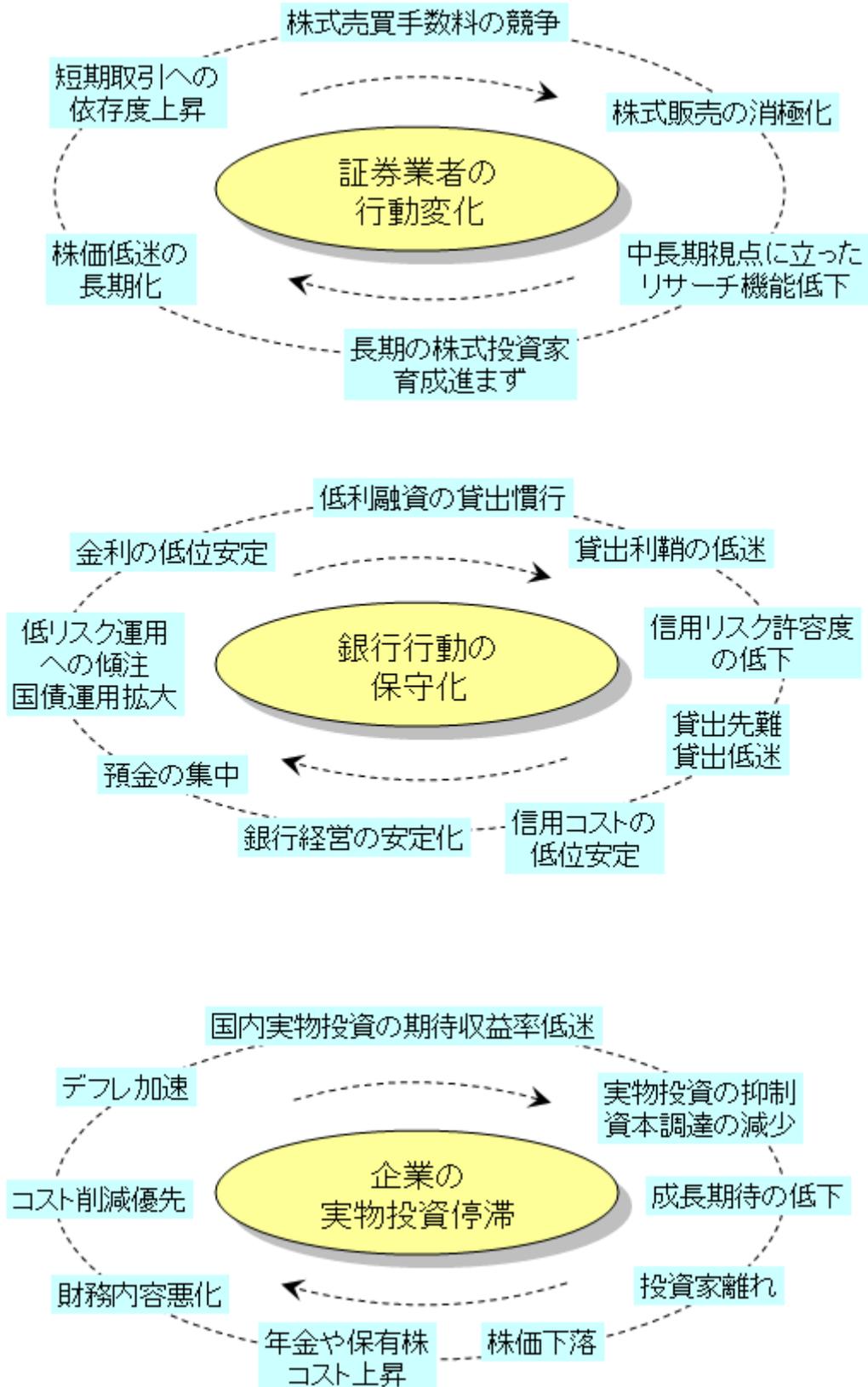
（保志 泰）

図表 1-1-1 資本市場を停滞させている6つのサイクル（1）



(出所) 大和総研作成

図表 1-1-2 資本市場を停滞させている6つのサイクル（2）



(出所) 大和総研作成

1 - 2. 資本市場活性化の必要性

資本市場活性化の必要性に関しては、これまでも、様々な立場から指摘されてきたが、国民に十分そのことが伝わっているかは疑問である。ましてや十分に理解されるには至っていないだろう。資本市場に関わる当事者でさえ、市場活性化の必要について共通した認識を持っていないように見受けられる。本節では、なぜ経済にとって資本市場が必要なのかを、認識を共有するために、いくつかの観点から整理してみたい。

(1) 資金需要者への長期資金の供給

資本市場の一つの特徴は、長期資金の調達を行う場である、ということである。銀行融資など間接金融市場を通じた資金調達では、元来、短期資金の調達が中心となる。金融システムが安定している時期には問題は表面化しにくいだが、一旦、金融システムが不安定化してくると、企業に対する円滑な資金供給が阻害され、極端なケースでは貸し剥がしのような状態に陥る可能性も考えられる。資本市場には、多様なリスクプロファイルを受容する投資家が存在するため、資金調達の選択肢を確保することができる。もちろん、危機の状態になれば、資本市場からの調達も困難になるケースもあろうが、企業は、普段から、長期資金調達の選択肢を複数確保しておくことで、安定的な事業運営に専念することができるだろう。

(2) 事業リスク引き受け手の発見

次に挙げられる資本市場の存在意義は、エクイティ（株式や出資）など資本性の資金を調達できる場だということである。言い換えれば、一定の事業リスクを引き受ける投資家を見つめられる場である。エクイティの引き受け手が見つからないとどうなるか？借入れに多くを頼る企業では、返済への資金繰りに労力を割かれ、腰を据えた事業開発の妨げになる可能性がある。そもそも、足もとで安定したキャッシュフローを得られていなければ担保を求められ、借入れが行えないケースも多いだろう。また逆に、一定のエクイティ調達を行うことによって、運転資金の借入れも容易になるという効果もあるだろう。

また、エクイティの出資者は、ある意味、事業への参加主体、ないし参加意識を持つ主体と言え、事業を成功させようという期待を持つことが想定される。そのため、一時的な事業の不安定性を受容できる主体と考えられる。これが通常の融資であれば、事業の成功如何よりも、元本の回収可能性が優先的な関心事項となり、一時的にせよ事業の不安定性を受容できないケースも多いと考えられる。間接金融では担うことの出来ない機能を資本市場は有していると言えるだろう。

(3) イノベーションの促進

こうしたエクイティ資金、言い換えればエクイティ出資者を必要としているのは、すでに上

場している大企業というよりも、むしろ未上場の新興企業である。現在の日本では、設立間もないベンチャー企業を含め、新興企業に対するエクイティ資金の供給ルートが細い。これら新興企業はこれからの日本経済の持続的成長に不可欠となる“イノベーション”の担い手である。資本市場が停滞する中、現状、株式公開（IPO）の市場が細っている状況である。するとベンチャーキャピタルなど新興企業への資金供給者にとって、資金回収（エグジット）の機会が減って、新規資金供給の消極化を引き起こす。資金調達が困難になればベンチャー成功へのハードルが上がり、結果として起業を志す人材も減ってしまう悪循環に陥る。同時に、成功事例が減ることも、起業家精神の掘り起こしを難しくすることにもつながる。もちろん、政策的なサポートも様々試みられているところだが、資本市場の活性化こそが、全ての悪循環を逆転させる力を持つと考えられる。

（４）資金運用の場の提供

資本市場には、資金が必要な企業に調達の間を与えるのと同時に、資金を提供する側すなわち投資家に資金運用の間を与える、という使命がある。資本市場の機能の弱体化は、運用が必要な資金を保有する投資家にとって、運用の選択肢が狭まることを意味する。

運用先が十分に確保できなければ、年金資産や家計貯蓄の効率的な運用が行えずに、今後も進展する少子高齢化の中で、老後生活資金を確保するための資産形成が困難になる。金融資産選択の幅が限られることによって預金に預けられた資金は、極めて低利の運用しかなされないからである。

資金運用の間が十分に提供できていないのは、資本市場全体のリターンに十分な魅力がないことが最大の理由とされる。その背景には、日本経済の成長率が低下し、かつデフレが続く中で様々な金融資産のリターンが低下していることがあるのは事実である。しかし、資本市場は全体としてはマクロ経済を反映しているが、個々の中身（銘柄）は、様々なリターンを提供している。本来、市場（ないし市場参加者）にはその選別機能、目利き機能があるはずなのだが、十分に機能しているとは言えない。魅力ある企業の発掘や、そうした投資先に資金を誘導する仲介者（証券業者）の機能が低下している面も否定できない。

また、資本市場が提供できる運用先は、家計が主に選択している預金商品では提供できない、様々なリスク・リターン特性を持つ運用先である。もちろん、「ハイリスク・ハイリターン」の運用先から、相対的にリスクの低い「ミドルリスク・ミドルリターン」の運用先をも提供している。後者には例えば社債があてはまるだろうし、REIT やETF の一部もそれに該当するだろう。そうした多用な運用手段の存在について、実のところ家計は十分な知識を持っておらず、知識の無さが（運用時の不十分なリスク分散を招き）リスクをより高めているという面も否定できない。さらに、資本市場が停滞していると、結果的に安全資産運用への選好を強めて、知識の普及も遅れるという、悪循環を断ち切れぬ。

(5) 資源の効率的分配

一般に、市場は価格メカニズムの発揮により、効率的な資源配分を行う機能を持っている。昨今、世界的な金融危機の続発を受けて、いわゆる市場原理主義に対する批判が高まり、「市場に任せる」ことが否定的に捉えられる風潮がある。しかし、もともと、日本では市場メカニズムが十分に働いていないからこそ、様々な歪みを修正できなかったのが、過去 20 年の反省であったはずだ。市場メカニズムが十分に働かなかつたため、「ゾンビ企業」という言葉に代表されるように、経済において非効率な部分が温存され、結果として、再生に向けた胎動が封じられていた可能性が高い。

今一度、市場メカニズムが発揮されるように、市場機能をブラッシュアップし、市場を通じて資源の効率的な再分配、すなわち非効率な部分の再編淘汰と、イノベーションをもたらす新しい芽の発掘を試みるべき時代である。

(6) グローバル競争力の強化

資本市場は、その国の産業や企業の競争力を映す鏡であると言って良いだろう。グローバルに活躍する企業の企業価値は、客観的に形成される株価（ないし時価総額）で比較されることが多い。世界トップクラスにランク付けされる企業が多い資本市場には、おのずと資本が集まってくる。企業側は、その企業価値評価をバックに、機動的に資金調達を行うこともできれば、M&Aを行う武器にもなる。グローバルで競争する際には資本市場の活用が欠かせないことは明らかである。しかしそのとき資本市場の厚みがなければ、機動的な企業戦略の役に立たず、企業は海外の資本市場の活用を目指す可能性もあれば、企業自体の立地を海外に移す空洞化に拍車を掛ける可能性すら否定できない。

また、厚みのある資本市場は、海外企業（発行体）の活用を呼び込むことにもなる。欧州債務危機が混迷化する中で、海外企業による円建て債（サムライ債）の発行が趨勢的に増加しているのは、資本市場の厚みと安定性を示すことであり、日本の市場競争力の一つの証となっている。今後は、株式市場も含めて厚みを増していくことが、日本の国益にもかなうことであろう。

(保志 泰)