

2012年10月26日 全20頁

## 失われた20年～資本市場停滞の要因 ②

### 市場・経済環境変化と各主体の行動変化～滞るリスクマネーの供給

金融調査部<sup>1</sup>

#### [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2章では、「失われた20年」をいくつかの視点からレビューする。まず第1節では、資本市場を取り巻く経済・金融環境の変遷について、バブル発生以前の1970年代に遡って振り返った。
- 次に第2節において、資本市場に参加している各主体に焦点を当てて、バブル崩壊後の市場の変化を整理する。具体的には、①銀行・生損保、②年金、③家計、④海外投資家、⑤発行体、という各主体からの視点である。
- さらに、第3節においては、資本市場の停滞がリスクマネーの供給に及ぼした影響について検討するが、本節ではとくに資本市場が持つ“イノベーション促進”の機能に焦点を絞って整理を行った。

<sup>1</sup> 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) …………… (①)
- 1-2. 資本市場活性化の必要性 (保志 泰) …………… (①)

### 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) …………… 3
- 2-2. 市場参加者の行動変化 (矢作 大祐) …………… 9
- 2-3. リスクマネー供給停滞の影響 (奥谷 貴彦) …………… 17
- 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

「失われた20年」につながる期間（1970年代から1980年代）も含め、これまでの約40年において資本市場および、それを取り巻く環境はどう変わっていったのか、年代ごとに簡単に振り返ってみたい。

#### （1）バブル形成前 —1970年代：安定成長への移行の中で資本市場の規模が拡大—

1970年代においては、戦後～1960年代までの高度成長期から二度の石油危機を経て、安定成長期へと移行が進む中で、資本市場の整備が進み、規模も拡大した。

1971年8月のニクソン・ショックをきっかけに、世界は変動為替相場制の時代へと突入していった。円高進行による国内景気の減速が懸念されたが、金融緩和政策や田中内閣の列島改造論等による内需拡大策が奏功して景気は回復へ向かい、株価も大きく上昇した。

ところが、1973年10月に第1次石油危機が勃発し、日本経済は、2ケタの物価上昇や戦後初のマイナス成長を経験するなどの大打撃を受けた。その後、政府による大型の景気対策や金融緩和策などにより、日本の景気は徐々に回復の兆しを見せていたが、1979年の第2次石油危機により、再び大きなダメージを被った。しかし、日本は第1次石油危機の経験から、省資源・省エネルギー化への努力により、原油に依存した体質からの脱却を進め、他の先進諸国に先んじて景気回復を遂げていった。

一方で、1970年代は日本でも金融自由化が進み、中でも、日本経済の国際化と共に、国債の大量発行という「2つのコクサイ化」が進展していた。石油危機後の景気対策に伴う財政出動も、大量の国債発行によって賄われた。また、1975年度予算において、初めて特例公債（赤字国債）が発行され、その後は財政赤字が大きな問題となっていった。

#### （2）バブル形成期 —1980年代：内需拡大、金融緩和によるバブル形成で資本市場が膨張—

1980年代は、輸出主導型の経済から、内需主導型経済への転換が模索される中、緩和的な金融政策がバブルを引き起こした時期である。この間、資本市場は大きく膨張した。

石油危機後の1980年代、日本が輸出主導型で経済を拡大させ、特に対米輸出が増加したことで、1970年代から燻っていた日米貿易摩擦がますます激化していった。世界経済においては、国際収支不均衡やドル高が最重要問題として懸念され、1985年9月のプラザ合意以降、国際的な政策協調の枠組みの中でこれらの諸問題の是正へ向けた対策が講じられていくことになった。

日本においては、貿易黒字圧縮のために大規模な内需拡大策が取られ、また、ドル高是正に向けた協調介入も断続的に行われた。しかし、急激な円高により1986年には「円高不況」が叫ばれるようになったため、日銀は公定歩合を引き下げ、金融緩和策を講じた。この金融緩和策

は1989年まで続けられたことで、過剰な資金供給が行われる形となった。その過剰資金は、株式市場や不動産市場へと流入した。信用の膨張に伴って経済の実体以上に価格が上昇し、資産価格のバブルが形成されていったと言える。

日経平均株価は、1985年末から戦後最高値となった1989年末の38,915円まで、4年間で約3倍に上昇した。この間、上場会社数や時価総額、売買代金などは膨れ上がり、また、財テクブームが起きて企業や個人による株式投資が増え、大量の資金が株式市場へと流入した。その中で、上場企業による資金調達についても、証券発行によるものが増加した。株価上昇の背景には、内需主導による景気拡大や、好調な企業業績もあったが、こうした発行市場の急拡大も大きく影響したと言える。地価は1985年からピークの1991年までの6年間で4倍近くに上昇した（六大都市市街地価格指数・商業地）。東京都心部におけるオフィス需要の高まりや、住宅（持家、マンション等）購入の実需に加えて、地価や不動産価格の上昇による値上がり益を期待した投資も急増した。この際、銀行など金融機関の不動産担保融資の増加による資金供給も、価格上昇に拍車をかける要因となった。このようにして、資本市場は大きく膨張したものの、バブル的な価格形成に後押しされた面が大きく、歪んだ膨張になっていたと整理されよう。

### （3）バブル崩壊後 —1990年代：バブル崩壊の後処理で資本市場が収縮—

1990年代は、資産価格の下落により不良債権問題が深刻化し、処理対応の遅れが事態を悪化させていった時期となる。加えて、アジア通貨危機、国内の金融危機が起こり資本市場は収縮していく。

1990年代の初頭から、バブル崩壊によって資産価格が大幅な下落に転じた。株価は1989年末のピークから1999年末までの10年間で約1/2に、地価は1991年のピークから1999年までの8年間で約1/5となった。資産価格が下落する中で、景気の低迷も本格化し、政府は、1992年8月に公表した総合経済対策を手始めに、1995年まで6回もの経済対策を打ち出した。その事業規模は合計66兆円にも上るものであったが、景気浮揚への効果は限定的であり、現在に至る国家債務膨張の大きな要因となった。

一方で、不良債権問題については、バブル崩壊直後に想定された以上に深刻な状況となっていった。当初、大蔵省は1992年3月末時点での金融機関が抱える不良債権残高は推定7~8兆円と公表していたが、その後増え続け、最終的には2002年3月末時点で40兆円以上にまで積みあがっていった。これは、当初の実態の把握が不十分（過小評価）であったこと、不良債権のディスクロージャーに当局も金融機関も消極的であったこと、金融機関による不動産業種への追い貸しが増えたことなどの要因による処理対応の遅れが、不良債権額を膨れ上がらせ、かつ処理に膨大な時間を費やさざるを得なくなったと言えるだろう。また、最大の問題となった住宅金融専門会社（住専）の不良債権処理については政治問題化し、必要だった公的資金投入が遅れることとなった。

1997年7月には、タイの通貨バーツが暴落し、これが他のアジア新興国通貨にも影響が及び、アジア通貨危機が起こった。日本では、11月に三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券といった

大手金融機関が相次ぎ経営破綻し、1998年には10月に日本長期信用銀行、12月に日本債券信用銀行が実質国有化されるなど、金融危機が起こった。

#### (4) バブル崩壊後 —2000年代：世界景気拡大後、金融危機により世界全体が信用収縮へ—

2000年代は、初頭にITバブル崩壊、米同時多発テロなどにより、世界景気減速が懸念されたが、その後は世界的な低金利や新興国経済の拡大などにより回復に向かった。しかし、2007年以降の世界は金融経済危機に陥り、資本市場も急激な収縮を余儀なくされた。

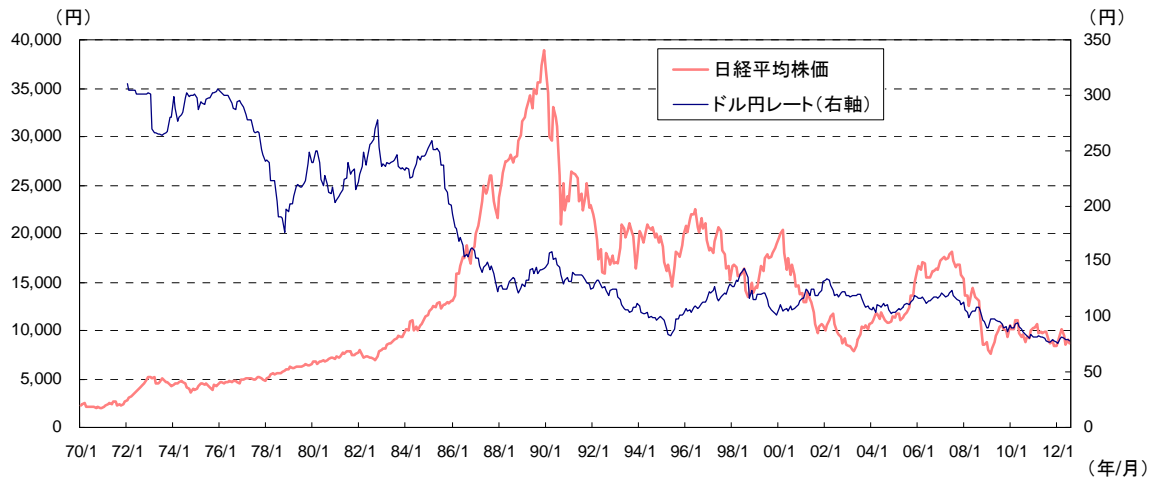
2000年代に入ると、1990年代後半から続く米国ITバブルの影響により、日本でもインターネット関連企業などの株価が大きく上昇したが、2000年4月の米国ナスダック市場の暴落を機に株価は下落に転じた。ITバブルの崩壊と2001年の米同時多発テロなどで、世界景気の不透明感が強まっていった。日本ではデフレ経済の下、ゼロ金利政策、量的緩和政策による金融緩和が続いたが、株価の下落は止まらず、2003年4月には日経平均株価がバブル後最安値となるなど、りそな銀行に公的資金が注入されるに至る（2003年5月）までの間、国内の金融危機が再燃した。

2003年以降は、米国経済の回復や新興国経済の拡大などを背景に、世界経済は回復へと向かい、日本も戦後最長の景気拡大局面（拡張期間は2002年1月を谷として73カ月）へと入った。景気回復をリードしたのは好調な輸出であり、2007年に米国を抜き日本の最大貿易相手国となった中国経済の拡大や、実質実効為替レートが円安傾向であったことも輸出拡大に寄与した。また、小泉内閣の構造改革路線による不良債権処理の進展も資本市場の回復に大きく貢献し、新規上場企業数や売買代金などが膨らんだ。この世界経済回復の原動力となったのは、日米欧の金融緩和政策による資金供給であり、世界中で資本フローが膨張していった。

資本フローの膨張は、新興国を含む世界経済拡大の一つの原動力となる一方で、2007年以降の米国サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の発生を招いたと言える。2008年9月には米大手投資銀行リーマン・ブラザーズが経営破綻し、世界同時株安となり、日本でも、2009年3月に日経平均株価がバブル後最安値となった。世界全体で信用収縮が起こる中、南欧諸国の政府債務問題なども顕在化し、世界的な金融システム不安が広がっていった。そのような環境下で、2011年3月には東日本大震災が起こり日本経済は大きな影響を受けた。サプライチェーン寸断の問題や、原発事故によるエネルギー政策の問題も浮上した。

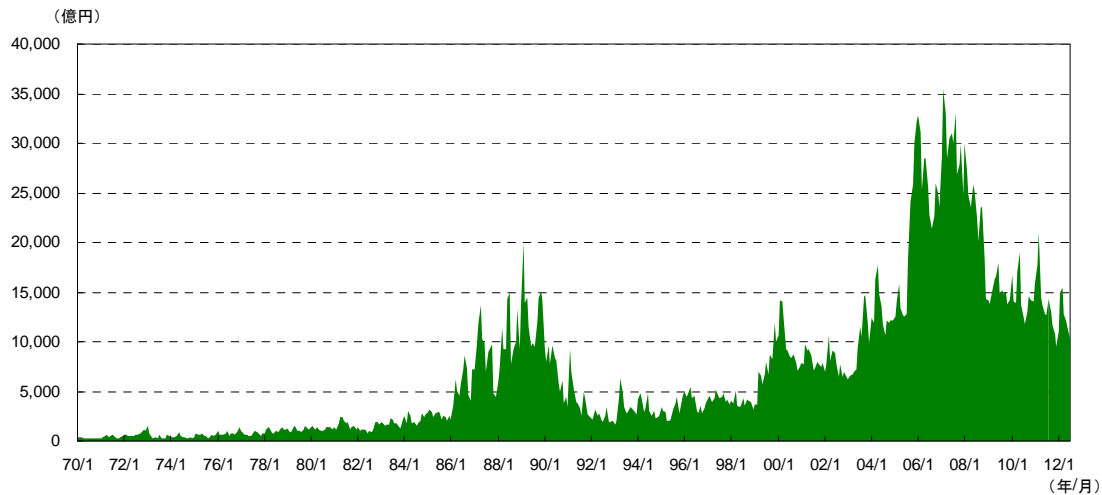
(佐川 あぐり)

図表 2-1-1 日経平均株価、ドル円レート



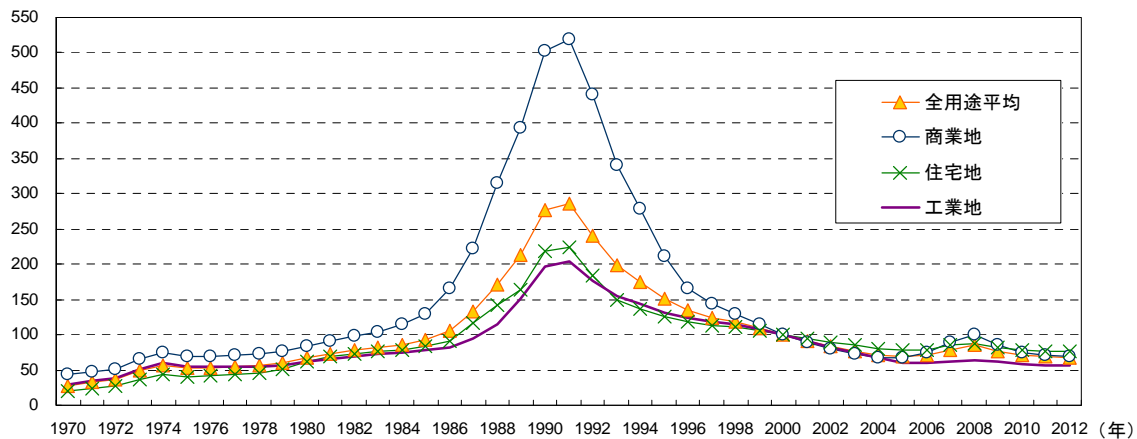
(出所) 日本銀行、日本経済新聞社より大和総研作成

図表 2-1-2 東証1部売買代金（1日平均）



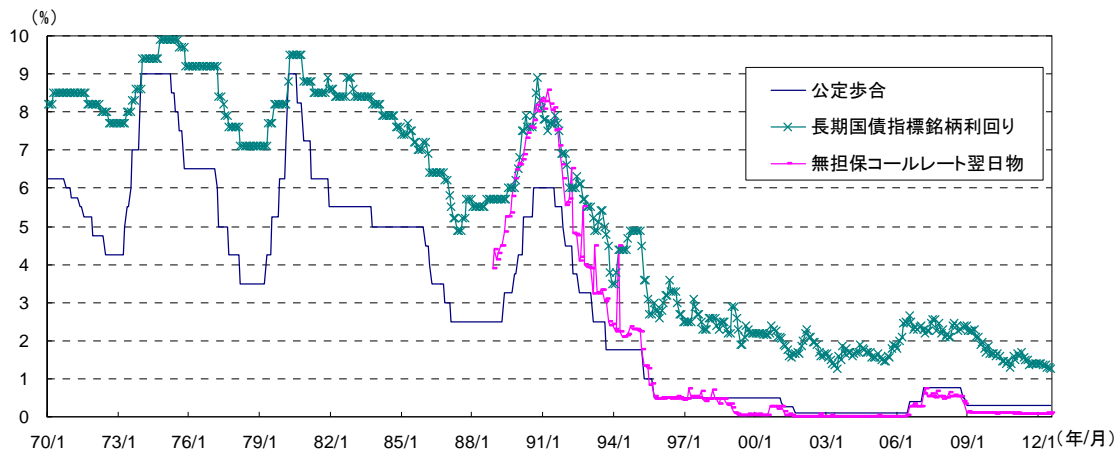
(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

図表 2-1-3 六大都市市街地価格指数（2000年＝100、3月末）



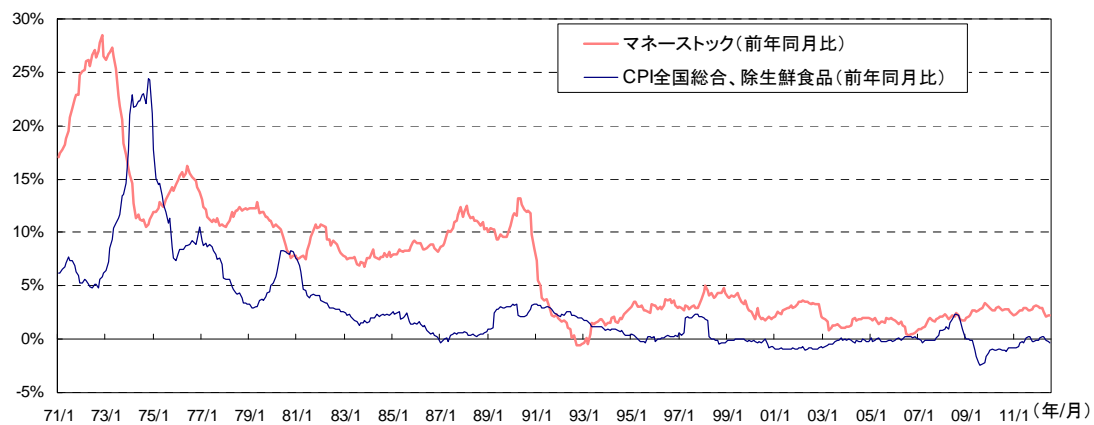
(出所) 日本不動産研究所より大和総研作成

図表 2-1-4 公定歩合、長期金利、無担保コールレート



(出所) 日本銀行、東京証券取引所より大和総研作成

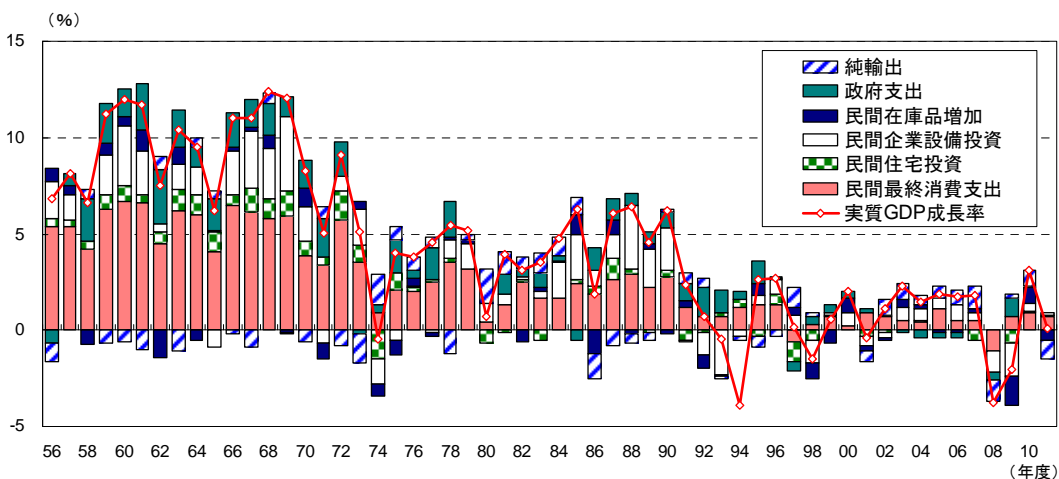
図表 2-1-5 マネーストック、CPI (前年同月比) の推移



(注) マネーストックは、1970年1月～2002年3月はマネーサプライ M2+CD (1998年4月～新ベース) とし、2002年4月～2012年7月はマネーストック M2 とした。

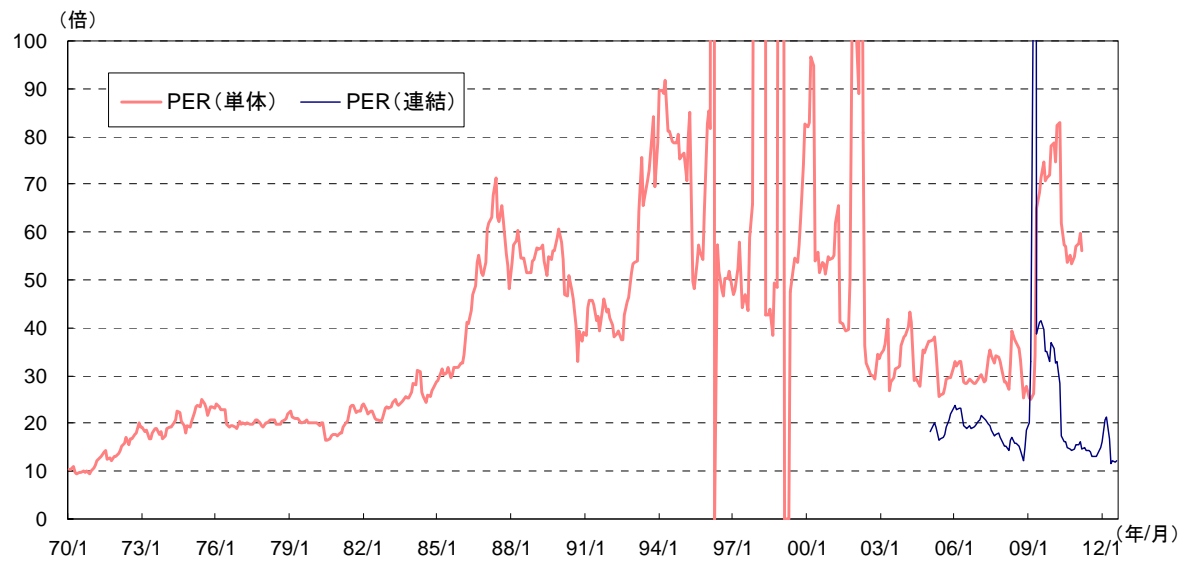
(出所) 日本銀行より大和総研作成

図表 2-1-6 実質 GDP 成長率と成長寄与度の推移 (対前年度)



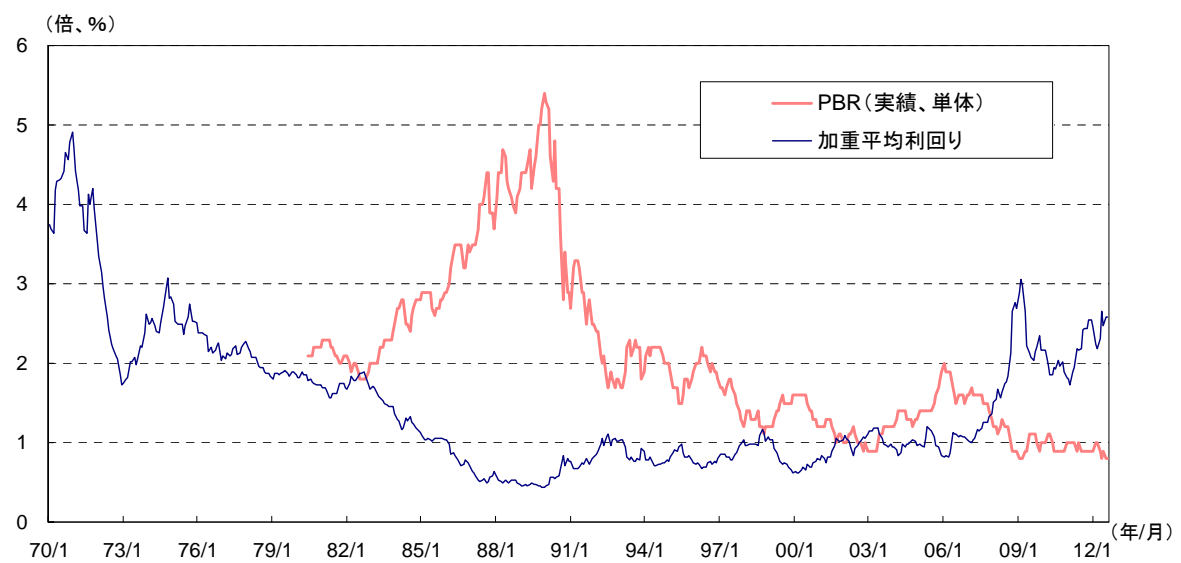
(出所) 内閣府データから大和総研作成

図表 2-1-7 東証 1 部の PER (株価収益率、予想ベース)



(出所) 大和総研作成

図表 2-1-8 東証 1 部の PBR (単体) と配当利回り



(出所) 東京証券取引所より大和総研作成



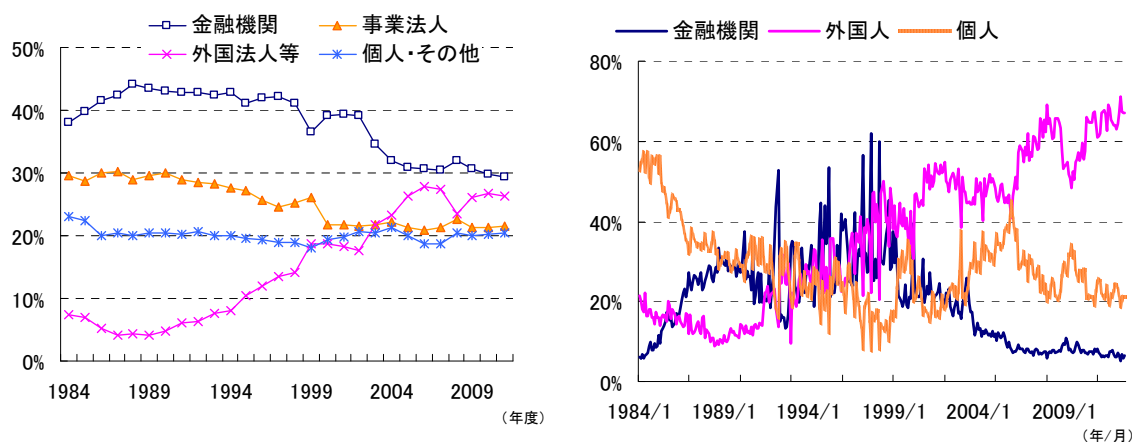
## 2-2. 市場参加者の行動変化

本節では、資本市場における変化を市場への参加主体の観点から整理する。

### (1) 株式市場における国内金融機関の存在感の低下

バブル崩壊後、国内の金融機関は株式の保有を減らし、売買代金に占めるシェアも低下していった（図表 2-2-1）。バブル崩壊後の株価低迷、様々な金融規制や制度変更を背景に売却を進めたと考えられる。

図表 2-2-1 主体別株式保有状況（左図）、主体別株式売買代金ウエイト（右図）



(注1) 主体別株式保有状況に関しては、全国5証券取引所が連名で作成・公表しており、調査対象は全国5証券取引所上場企業。金融機関には都銀・地銀等、信託銀行、生損保、その他金融機関が含まれる。

(注2) 主体別株式売買代金ウエイトに関しては、月次、3証券取引所1部2部、主体別売買代金が委託売買代金計に占める割合。金融機関の内訳は、銀行・生損保・その他金融機関となる。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

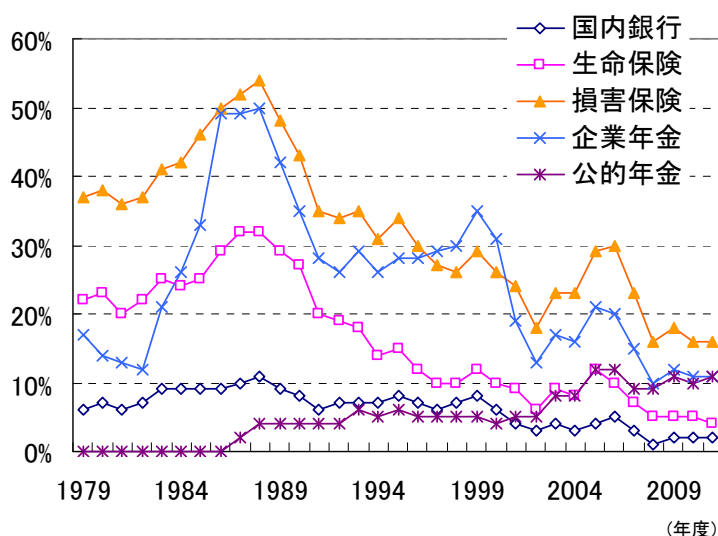
#### (a) 銀行・生損保<sup>2</sup>

1980年代以降、銀行は事業会社との株式の持ち合いを含め株式の保有を増やした。銀行の株式保有は事業会社に対しては安定株主としての役割を果たし、また株式市場が堅調であった時代は銀行自身に対しても含み益をもたらす Win-Win の関係であった。しかし、バブル崩壊後の株価低迷に伴い、大量の株式を保有する銀行の財務状況悪化が不良債権問題と相まって懸念されるようになった。そのため、保有している金融資産を時価で評価する時価会計制度や銀行の株式保有を制限する制度が2000年以降相次いで導入された。この結果、1989年～1999年に6～9%で推移していた銀行資産に占める株式の割合は、2001年には4%台まで低下した（図表 2-2-2）。リーマン・ショック後の現在は1～2%まで低下している。リーマン・ショック以降、世界的な株式市場の低迷により株式保有のリスクが再認識されたこと、また世界的な金融規制強化の流れから、今後も銀行が積極的に株式保有を増やす環境にはなりづらいと考えられる。

<sup>2</sup> ここでいう銀行とは、日本銀行「資金循環統計」でいう国内銀行にあたり、銀行勘定のみが含まれ、信託勘定は含まれない。

生命保険・損害保険（以下、生損保）の金融資産に占める株式割合は1988年度の32%（生保）、54%（損保等）を最高に、2011年度末には4%（生保）、16%（損保等）まで低下した。株価の低迷、ソルベンシー・マージン規制や上述の時価会計導入といった規制が要因となり、株式保有を減らしたと考えられる。生損保には銀行のような直接的な株式保有制限はないものの、ソルベンシー・マージン規制が2012年3月期決算から厳格化されており、今後も規制の強化が継続するのであれば、引き続き株式保有割合が低下する可能性も考えられる。

図表 2-2-2 各主体の金融資産に占める株式割合



(注) 2007年度より生命保険はかんぽ生命を含む。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

### (b) 年金（企業年金・公的年金）<sup>3</sup>

年金はその資産の性質から、中長期的な運用を行い株式等のリスクマネーを供給しうる主体である。総資産（積立金残高）も2011年度末で301兆円（うち、企業年金：約105兆円、公的年金：約180兆円）と大きい。

企業年金の金融資産に占める株式の割合は1988年度に50%に達したが、バブル崩壊後の1992年には26%とほぼ半減した（図表2-2-2）。その後1990年代後半には、運用規制の緩和や生保一般勘定の保証利率低下に伴い、国内株式や外国債券・外国株式の保有割合が高まった。しかし、2000年代に入り、企業年金の株式保有割合が基本的に低下傾向にあり、直近の2011年度末においては11%と1999年の35%に比べて3分の1以下となっている。この背景には、2000～2002年の株価下落に伴い、保有株式の残高が減少したことが挙げられる。また、企業年金の運用収益が株価低迷によってマイナスに転化したことを契機に、政策アセットミックスに占める国内株式の割合を低下させたことも要因の一つであろう。特に厚生年金基金は代行部分の予定利率を達成するため、株価が低迷する国内株式を減らし外国債券・外国株式やオルタナティブ

<sup>3</sup> ここで指す企業年金とは、資金循環統計の企業年金項目（厚生年金基金、適格退職年金、確定拠出年金（企業型）、確定給付企業年金）である。

投資といった高い収益が期待される資産を増やしたと考えられる<sup>4</sup>。なお、2014年3月期の決算から企業年金の積み立て不足額を連結貸借対照表に一括計上する会計基準の導入が決定している。株式相場の低迷が続くようであれば代行割れ<sup>5</sup>をしている企業年金が母体企業の業績に悪影響を与える可能性があり、継続的に国内株式保有は減少する可能性があると言えよう。一方で、企業年金実態調査<sup>6</sup>によれば、企業年金のアセットミックスに占める外国株式の割合がリーマン・ショックの影響を受けた2009年を底に上昇傾向にあり、リスク資産への潜在的な需要はあると考えられる。言い換えれば、国内株式の株価が継続的に上昇すれば再び国内株式保有を高める可能性はあると言える。

公的年金の資産に占める株式割合は1989～2002年の間は4～6%で推移していたが、2003年以降は8～12%と上昇している（図表2-2-2）。公的年金の資産は、その約6割を占める年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）の資産構成に左右されると言える。GPIFは5年に一度基本ポートフォリオを変更しており、GPIFの2010年～2014年までの基本ポートフォリオでは、2006年～2009年と同様に11%（乖離許容率±6%）を国内株式が構成するとしている。2011年には株価低迷に伴うリバランスによって国内株式を買い増しており、株価の低迷が買い余力の増加につながっているとも言える。一方で、今後は年金支払いに伴う年金積立金の取り崩しの増加が株式売却につながる懸念材料の一つと言えよう。取り崩した金融資産の内訳の公表が開始された2009年以降、当該理由による国内株式の売却は行っていないが、GPIFは2011年度末において12.5%と基本ポートフォリオを超えて株式を保有しており、基本ポートフォリオに基づいて売買を行えば、今後株式を売却する可能性も否定できないと言えよう。

また、近年、厚生労働省が中心となり公的年金の運用のあり方や年金資金の管理運用を担う法人のあり方というテーマで審議会・検討会が開かれていることも注目される。OECDがGPIFのポートフォリオは国債を中心とした保守的なものであり、目標とする運用利回りを上回ることができないか疑問だと指摘しているが、上述の審議会・検討会においても同様の問題意識を有しており、目標とする運用利回りの策定方法や運用対象資産について議論がなされている。審議会・検討会を通して適切なリスク管理と収益の追求を促進する施策が講じられ、大規模かつ中長期的な運用が可能な年金資金が、リスクマネー運用を増やすことが望まれよう。

## （2）家計の「貯蓄から投資へ」は進まず

家計の金融資産に占める株式の割合は1988年に11.3%を記録した後、1991年以降は3～7%で推移し、2011年は4.1%となっている（図表2-2-3）。政府は1990年代後半に株式の売買手数料を自由化、2003年からは証券税制を改正し、家計の金融資産を「貯蓄から投資へ」と促す政策を行った。しかしながら、現預金は1991年以降、2006年を除いて金融資産の50%以上を占めており、家計が預貯金を他の金融商品よりも選好してきたことを示している。家計の株式投資が進まなかった背景として、株価の低迷によって株式投資へのインセンティブが働かなか

<sup>4</sup> 代行部分とは厚生年金基金が国に代わって運用、給付する部分を指している。

<sup>5</sup> 代行割れとは、厚生年金基金の代行部分の給付に必要な額を割り込んでしまう積立金不足の状態を指す。

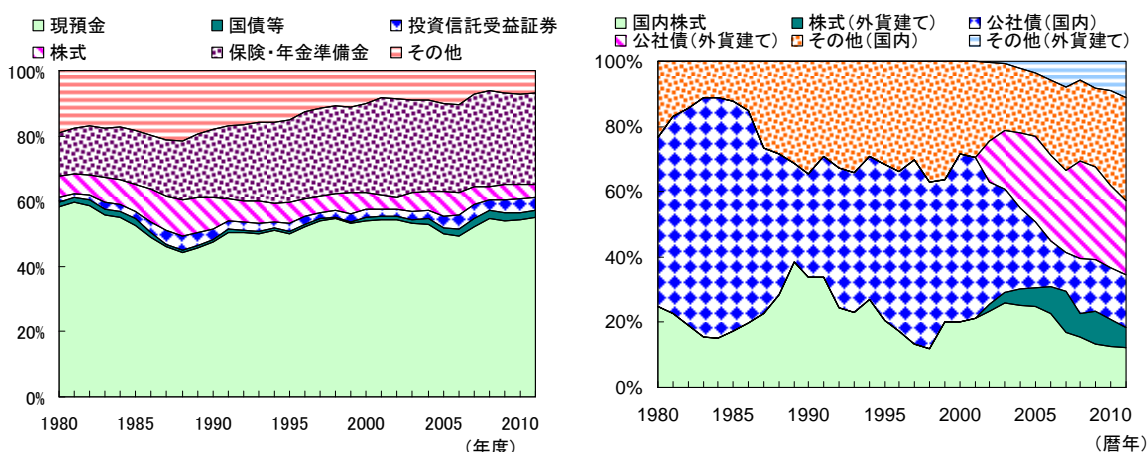
<sup>6</sup> R&I「2007～2011年日経企業年金実態調査」『年金情報』（2007～2011年No.460、489、518、547、576）。

ったことが考えられる。これは、保有株式残高がバブル期に増えたことを根拠としたものであるが、他方で、時価変動部分を控除した金融資産内に占める株式・投信の割合は、バブル期を含めて1980年代からほぼ一貫して減少傾向をたどっていたという指摘もある<sup>7</sup>。個人が株式投資ではなく現預金を選好する根拠の一つとして、投資元本の安全性が挙げられる。例えば、金融広報中央委員会のアンケート調査によれば、家計は金融商品の選択基準として安全性、流動性、収益性の順に重視している姿が明らかとなる（図表2-2-4）。長期的に見た場合、安全性の中でも元本保証を重視する向きが増え、2009年の調査では全項目中もっとも大きな割合となっている。これは家計がライフプランのイベント（住宅取得、教育）のために現預金を保有していると考えられ、元本割れリスクをとってまで証券投資をするインセンティブがなかったと言えよう<sup>8</sup>。

また、家計金融資産内の投資信託（以下、投信）の割合は1990年代に1～2%台で推移していたが、1998年の銀行等の投信窓口販売解禁や証券税制改正を受けて、近年は4%台で推移している（図表2-2-3）。一方で、投信資産全体に占める国内株式の比率は低迷している。具体的には、1989年に投信の資産構成に占める国内株式の割合が38%に達した後は、1992年から2006年はおおよそ20%台で推移していたが<sup>9</sup>、2007年以降は10%台となり、しかも徐々に低下している。投信に流れた家計の金融資産も国内株式投資に向かっているとは言えない（図表2-2-3）。

以上から、株式の直接保有および投信を経由する間接保有のどちらをみても、株式市場への資金供給者としての家計の存在感は限定的にとどまっているのが現状である。

図表2-2-3 家計金融資産の内訳（左図）、公募投資信託資産構成（右図）



(注) 外貨建て資産（株式、公社債、その他）は2001年以前は非公表。

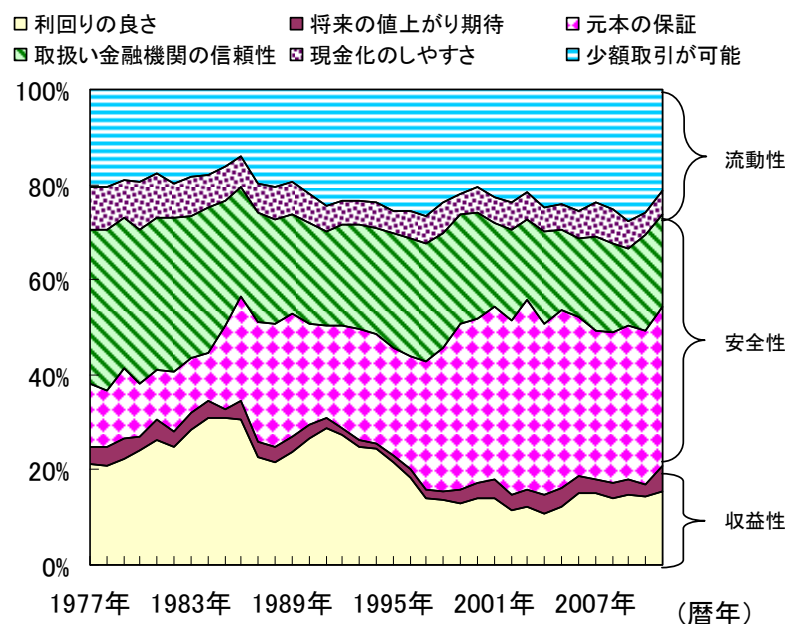
(出所) 日本銀行「資金循環統計」、投資信託協会より大和総研作成

<sup>7</sup>個人投資家について考える研究会著、日本証券業協会編『個人投資家と証券市場のあり方』（中央経済社、2005年）16頁。

<sup>8</sup> 同前、23頁。

<sup>9</sup> 家計の金融資産に占める投信の割合が10%台であった1996年～1998年は除く。

図表 2-2-4 家計が金融商品を選択する際の基準



(注) 金融資産保有世帯が調査対象。収益性、安全性、流動性の項目内訳は以下の通り。収益性=利回りの良さ+将来の値上がり期待、安全性=元本の保証+取扱い金融機関の信頼性、流動性=現金化のしやすさ+少額取引が可能。また、その他の部分は捨象して作成。

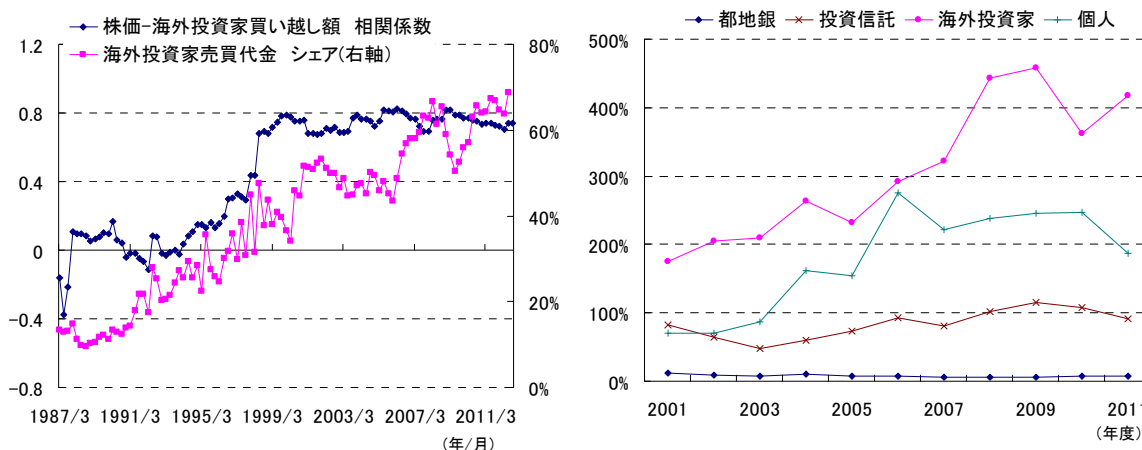
(出所) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」より大和総研作成

### (3) 海外投資家の株式市場に対する影響度の高まり

バブル崩壊以降、日本の株式市場において海外投資家の存在感が高まった。具体的には、1990年度に4.7%であった海外投資家の株式保有割合が2011年度には26%となった(図表2-2-1)。また、1990年時点では10%台で推移していた海外投資家の売買シェアに関しても、2012年5月には71%を占めるに至った。国内金融機関が株式の売却を進める中で、割安感が出た日本株に対して海外投資家が受け皿となった形である。さらに、海外投資家の買越額(四半期)とTOPIX(期中平均)前期比との相関係数は2008年以降0.7~0.8を推移しており、売買シェアの高まりとともに株価に対する海外投資家の影響度も強まっていると言えよう(図表2-2-5)。海外投資家の投資の特徴としては、全体として回転率が高い点が挙げられる。東証1部の主体別売買代金回転率(年度毎)を見ると、2010年度は海外投資家が417%であり、次に高い個人投資家の187%を大きく上回っている。

以上を踏まえると、日本の株式相場の短期的な価格変動は海外投資家の投資行動によって左右されやすくなっていると言えよう。また、海外投資家の影響が高まるにつれ、海外の経済情勢が国内株式市場に与える影響も大きくなると考えられる。海外の経済危機等を契機に海外投資家が株式の売却を進めた場合、どの主体が買い支えるかが問題となる。

図表 2-2-5 海外投資家の影響度（左図）、主体別売買代金回転率（右図）



(注1) <左図> 売買代金シェア: 3市場委託売買代金に占めるシェア。相関係数: 四半期の海外投資家買い越し額とTOPIX(期中平均)の前期比との相関係数(過去20四半期)。

(注2) <右図> 東証1部、年度別。主体別売買代金回転率=主体別売買代金年度計÷主体別期末・前期末平均株式保有額。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

#### (4) 発行体からみた株式市場の低迷

公募増資金額・件数や上場企業数は、資金調達の場合としての株式市場が企業にとって魅力的か否かを示す一つの指標と言える。

公募増資は1970年以降企業の旺盛な資金需要や株式の時価発行に関する制度整備に伴い、金額・件数ともに増加し、1989年度には史上最高の調達額を記録した。しかし、バブル崩壊以降は1990年の大蔵省の指導を背景に時価発行による公募増資が事実上停止し、その結果金額・件数が急減することとなった。1993年12月に大蔵省が「時価発行公募増資の再開について」というガイドラインを示したことで時価発行による公募増資が再度可能となったが、増資条件が厳格であったため、金額・件数ともに低迷したままであった。また、1996年の同ガイドライン撤廃以降、株価の上昇した2000年代前半や資本増強の必要性が高まった2009年・2010年には金額・件数ともに増加したが、全体としてバブル崩壊以前の水準に比べて停滞していると言えよう(図表2-2-6)。これは、長期的な株価低迷などを背景に、公募増資を通じて資金調達するインセンティブを企業が持ちにくかったことが一つの要因として挙げられる。

また、バブル崩壊以前の非金融民間企業は資金不足の状態にあったが、1990年代半ばに資金過不足が均衡し、1990年代後半にかけて資金余剰になったというマクロ的な背景も指摘できる。もっとも、資金余剰は実物投資不足を意味し、この状態が続けば、経済全体の成長を阻害するという悪循環に陥る懸念もある。

上場企業数については、東京証券取引所(以下、東証)上場の企業を例に挙げると、バブル崩壊後の1990年代も増加が続いた。また、上場審査基準の緩和や東証マザーズ創設といった新興市場の整備を背景に、2000年から2006年の間は上場企業数が大きく増加した。しかし、上場廃止企業数が高水準で推移し、新規株式公開(以下、IPO)件数も減少したことから、2006年を

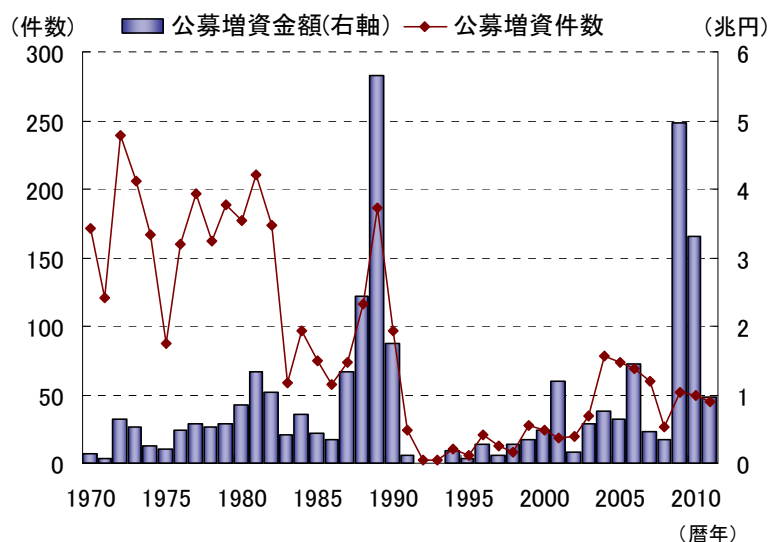
ピークに上場企業数は減少に転じている（図表 2-2-7）。

上場廃止の大部分は企業組織再編（合併や子会社化）が理由であり、それが一巡すれば、上場廃止は徐々に減少する可能性もある。しかしながら、金融緩和の影響から金利が低くなっており、借入や社債発行といった他の手段を用いた資金調達のコストが低下していることや、有価証券報告書等の継続的な情報開示に要する費用や監査費用といった上場を維持するためのコストを理由に、マネジメント・バイアウト（以下、MBO）による非公開化を選択する企業の存在も指摘できる。上場企業への IFRS 適用是非に関する議論にみられるように、上場を維持するためのコストは今後も上昇していく傾向にあるため、MBO 等による上場廃止を決断する企業が増加する可能性も否定できない。

IPO 件数が停滞している背景としては、2006 年のライブドア事件や新興市場に上場する企業の不祥事等によって投資家の新興市場への不信感が高まり売買取引が低迷したことや、リーマン・ショック、欧州債務危機以降の株価低迷が IPO の延期や再考を企業に促しているということが挙げられる。また、不正防止のための上場審査強化も、結果としては IPO 件数の停滞の一つの要因と言えるであろう。他方で、2011 年以降、東京証券取引所は東証マザーズの上場審査基準の整備や東証 1 部 2 部の上場審査基準の緩和といった、企業の IPO を推進する施策を実施している。市場を取り巻く環境が安定化に向かえば、IPO 件数が増加する可能性はあろう。

（矢作 大祐）

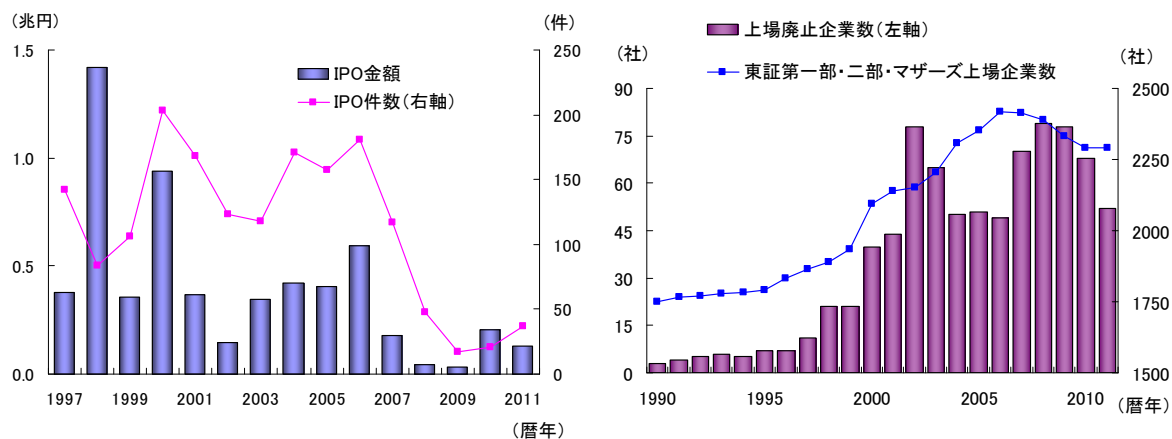
図表 2-2-6 公募増資金額・件数



（注）調査対象は、大証 JASDAQ 上場会社（旧ヘラクレス及びジャスダック証券取引所上場会社を含む。以下同じ。）及び TOKYO AIM 取引所（当時）上場会社を除く全国上場会社。上場の際に行う公募について、大証 JASDAQ 及び TOKYO AIM 取引所（当時）以外の取引所に直接上場する会社が行なう公募は集計対象とした。

（出所）東京証券取引所より大和総研作成

図表 2-2-7 IPO金額・件数（左図）、東京証券取引所上場企業数（右図）



(注1) 国内全国市場が集計対象。IPO金額・件数に売り出しは含まない。

(注2) 東京証券取引所一部、二部、マザーズ。上場廃止企業数に上場廃止をした外国企業数は含まない。

(出所) 日本証券業協会、東京証券取引所より大和総研作成



## 2-3. リスクマネー供給停滞の影響

本節では、資本市場の停滞が日本経済に及ぼしている影響について考える。その中でも特に重要な、成長期待をもたらすイノベーションの促進が阻害されている可能性を指摘したい。

### (1) 経済成長の源泉であるイノベーションの創出

先進国の中でも日本のように労働力人口が伸び悩む国において、イノベーションは経済成長の源泉である。一般的に労働力人口が減少すると、労働投入量を増加させることによって製品やサービスの生産を長期的に拡大することは難しくなると考えられる。労働投入量を増加させるために女性や高齢者の活用を促進する必要もある。しかしながら、長期的に総人口が減少する国においては労働投入量の増加には限界がある。1人当たりの労働時間の増加や労働の質の向上を試みることはできるが、むしろ日本の場合は生産性向上に応じて時短を進める方向だろう。加えて、新興国経済の発展やグローバル化の進行を背景に、日本企業の国内設備投資の活発化が期待できないとすれば、国内の資本ストックの増加を望むことも難しくなる。

こうした背景から、日本において、生産要素の増加には限りがあり、その生産要素で経済成長を実現するには、生産性の向上が必要不可欠となる。仮に生産性の向上が期待できない場合、企業は生産要素を削減する必要に迫られる。その場合、賃金上昇率や新規設備投資が抑制され、デフレと内需低迷の悪循環を助長する可能性も考えられるだろう。

生産性向上のために、日本では後述のように生産性の高い産業や企業へ資源を再配置することが課題になっている。それに加えて、限りある労働資源や資本を有効に活用し生産性を高める工夫、つまりイノベーションの創出が求められている。

### (2) イノベーションを創出するベンチャー企業

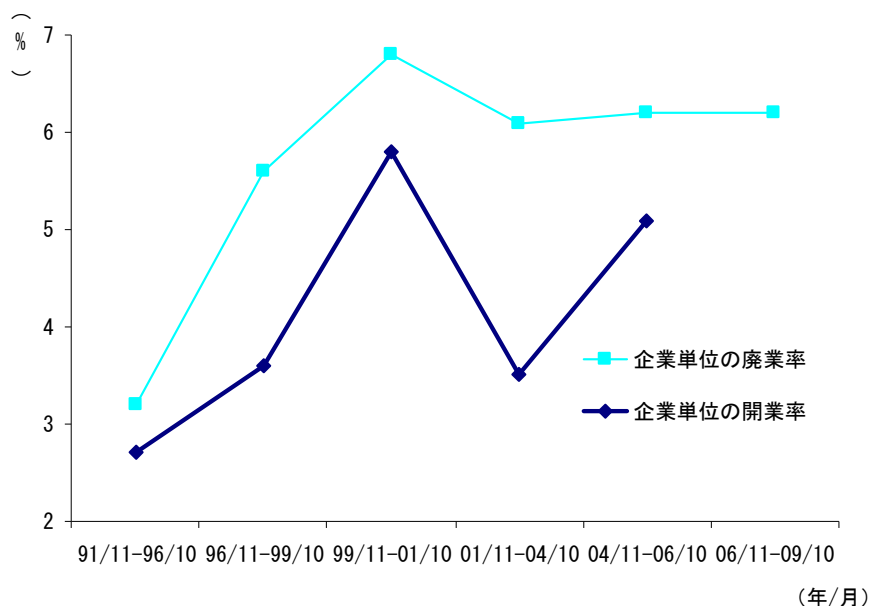
経済成長に関する議論において、イノベーションは新結合と訳される場合がある。つまり、既存の技術やサービス、人の新しい組み合わせによって付加価値が生まれ、経済や社会の発展が実現するという考えである<sup>10</sup>。このようにイノベーションを誘発する新しい組み合わせは、組み合わせについて考える経営者やその要素となる技術者（従業員）、ならびに資本などが生産性の低い企業から生産性の高い企業へ再配置されることで促進される。

日本において、企業の生産性は創業から8年程度を天井に低下すると考えることができる<sup>11</sup>。そのため、廃業によって、生産性が低い企業が保有する生産要素が解放され、生産性の上昇が期待できる新しく開業された企業（ベンチャー企業）へと再配置されることで、イノベーションの誘発が期待できる。

<sup>10</sup> イノベーションを経済用語として一般に広めたノーベル経済学賞受賞者のジョセフ・シュンペーターによれば、「郵便馬車を何台連ねても列車にはならない。」とし、既存技術の進化だけでは新しい製品やサービスを創造できないとした。郵便馬車の例においては、蒸気機関と貨車の新しい組み合わせによって、早く郵便を届けるという新しい付加価値が生み出されたと解釈できる。

<sup>11</sup> 大和総研レポート「生産性の向上をもたらす創業の促進」奥谷貴彦（2012年1月24日）参照

図表 2-3-1 日本の開廃業率



(注 1) 2006 年までは「事業所・企業統計調査」、2006 年から 2009 年は「経済センサス基礎調査」に基づく。

(注 2) 1999 年及び 2004 年に簡易調査が実施された。

(出所) 総務省統計局「事業所・企業統計調査」、総務省統計局「経済センサス基礎調査」、中小企業庁「中小企業白書 2011」より大和総研作成

### (3) ベンチャー企業の育成を阻む資本市場の低迷

しかしながら、過去 20 年の日本の開廃業率を振り返ると、日本の開業率の水準は廃業率よりも低く推移している (図表 2-3-1)。また米国や中国、韓国と比較すると、国際的にも人口に占める起業家の割合が少ないと考えられる (図表 2-3-2)。イノベーション形成の場となるベンチャー企業が不足しており、国民が将来の経済成長を描きにくい中で、日本の成長戦略への期待が高まっている。政府は 2012 年 7 月に「日本再生戦略」について閣議決定し、成長戦略を提示した。その成長戦略においてもベンチャー企業の育成を促進する旨、言及されている。今、改めてベンチャー企業の活性化が渴望されていると言える。

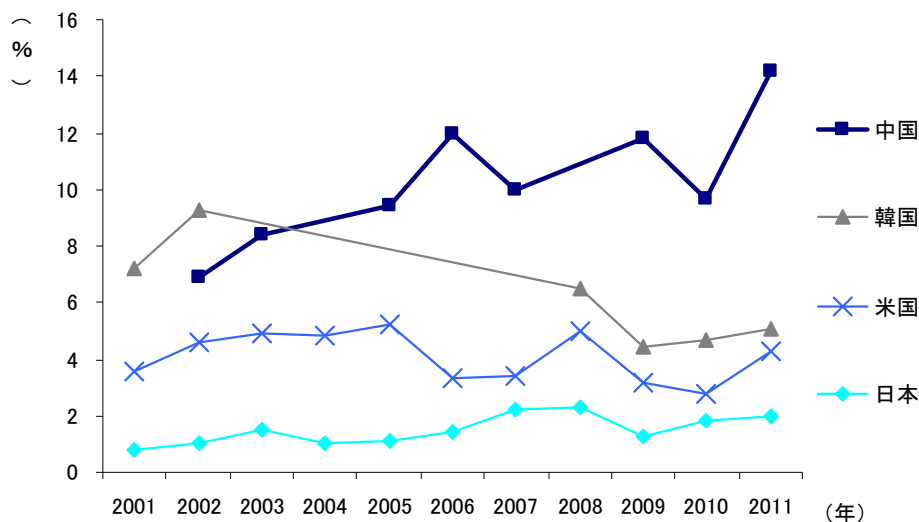
開業率が低迷する中で、資本市場の空洞化も懸念される。起業したベンチャー企業の内、更なる事業規模の拡大を目指し、大規模な資金調達が必要な企業は新規株式公開による資金調達を目指すことが多い<sup>12</sup>。しかしながら、日本では国内新規株式公開件数は伸び悩んでいる (図表 2-3-3)。

ベンチャー企業の成長段階は第 1 段階の創業 (シーズステージ・スタートアップステージ)、第 2 段階の事業化 (アーリーステージ)、第 3 段階の成長初期 (ミドルステージ)、第 4 段階

<sup>12</sup> 資金調達においては大企業への売却や第三者割当増資を伴う提携などの手段もある。しかしながら、新規株式公開と比較すると資金調達が可能な金額は少ない。

の後期（レイターステージ）、第5段階の新規株式公開（IPO）に大別される。ベンチャー企業の資金調達には成長段階によって様々な手段が考えられるが、日本では特に事業化段階の資金供給が不足している。

図表 2-3-2 各国の生産年齢人口に占める起業家の割合



(注1) 国内生産年齢人口（15歳以上、65歳未満）の内、企業のオーナー経営者であり、3ヶ月以上42ヶ月未満の報酬受取実績を保有する者の割合を示す。

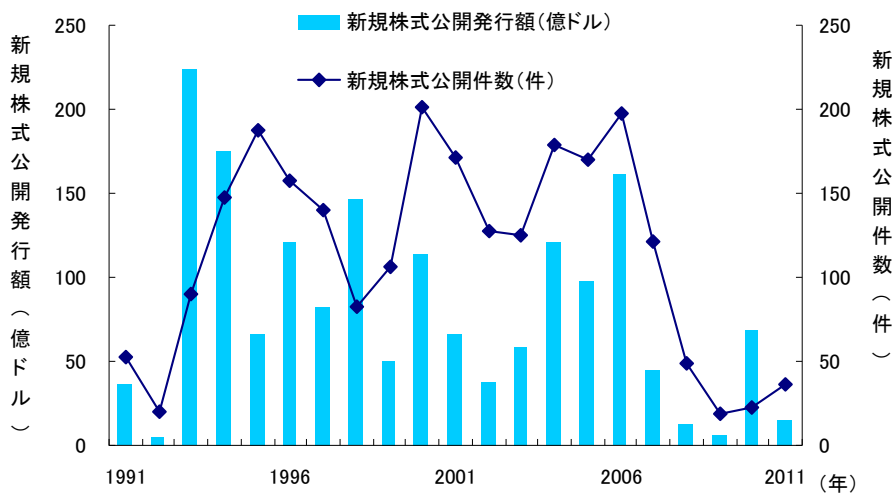
(注2) 中国では2001年と2004年、2008年に、韓国では2003～2007年に調査が実施されなかった。

(出所) Global Entrepreneurship Research Association, "Global Entrepreneurship Monitor"より大和総研作成

そのためベンチャー企業の育成が進まず、投資家に魅力的な投資案件が多くない。加えて、ベンチャー企業の新規公開が期待できず、投資リターンが期待できない中で、ベンチャー企業への投資が活性化されない状況である。新規公開件数の低迷がベンチャー企業の資金調達全体に悪影響を及ぼし、更なる新規公開件数低迷を招くという悪循環に陥っていると言える。このように日本の新規公開市場が低迷する中で、海外での事業展開を目指すベンチャー企業の一部では、海外の株式市場で新規公開する事例もある（図表 2-3-4）。今後、更に新興国経済の発展が進むと考えられる中、仮に海外での新規公開が増加すれば、日本の資本市場の空洞化も懸念されるところとなる。

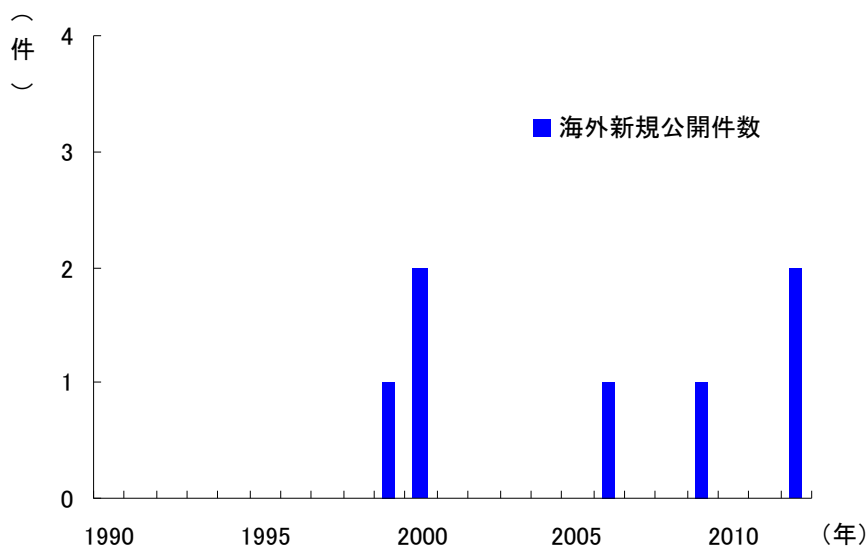
（奥谷 貴彦）

図表 2-3-3 日本の新規株式公開件数と発行額の推移



（出所）トムソン・ロイターより大和総研作成

図表 2-3-4 日本企業の海外新規公開件数



（注 1）トムソン・ロイターとブルームバーグの新規株式公開に関するデータベースにおいて、日本国内企業の株式や預託証券の新規公開が海外証券取引所で実施された案件の内、報道やウェブサイトを確認できたものを海外新規公開件数とする。

（注 2）日本で既に上場している株式の預託証券が海外で新規公開された場合は新規公開件数に含まない。しかしながら、日本で上場していない株式の預託証券が海外で新規公開された場合は実質的な新規公開とみなし、新規公開件数に含む。

（注 3）同時期において、同一企業が複数の種類株を新規公開した場合、単一の新規公開とみなす。

（注 4）同時期において、同一企業が、同一国内において複数市場において新規公開した場合、単一の新規公開とみなす。

（出所）トムソン・ロイター、ブルームバーグより大和総研作成