

2012年11月6日 全9頁

失われた20年～資本市場停滞の要因 ⑨

突破口を探る上で重要な視点～まずは活性化に向けた合意形成を

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4章は、まとめとして、資本市場が停滞から抜け出す突破口について考える。まずは、市場参加者が、「資本市場活性化が必要」との共通認識を持つことから始めなくてはならない。各主体のベクトルを合わせなければ、活性化への道のりは遠い。
- 主体別に考えたとき、金融仲介機関の役割が最も重要である。まずは市場の信頼回復を前提として、積極的な情報仲介機能を果たす必要がある。さらに、健全なリスク・リターン構造の確立を目指すことが必要である。
- そして、資金の取り手の行動も問われるだろう。企業部門にはキャッシュが積み上がっており、成長のための投資の活発化、もしくは配当等による効率的な活用を目指すべきである。一方、国の施策に求められる視点として、①自律的な活性化を目指すのは難しく、積極的な働きかけが必要な段階であること、②民間活力や市場原理の活用をもっと考えるべき、などが挙げられる。

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) …………… (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) …………… (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) …………… 3

(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4章 突破口に関する検討

突破口を探る上で重要な視点

本レポートでは、「失われた20年」をもたらした要因について様々な側面から検討した。今回の検討を踏まえ、停滞した現状からの突破口を探る上で、まずは、考慮しなくてはならない視点を提示したい。

(1) 資本市場活性化に対する合意形成

資本市場の活性化は、過去20年、目指したにもかかわらず成し得なかった。本レポートにおいて論じたように、要因が複合的に絡み合っており、一朝一夕に活性化させるような施策があるわけではない。まず、市場に関わる主体が、日本経済における資本市場の必要性に関する共通認識を持ち、活性化させようという合意形成が必要である。資金調達者（発行体）、資金提供者（投資家）、仲介者（金融機関）、行政と、資本市場に関わる各主体それぞれ単独の力では、大きくは変わらないように思われる。それぞれのベクトルを合わせなければ、活性化への道のりは遠いのではないだろうか。

一部に、預金が集まっている銀行、すなわち間接金融システムにリスクマネー供給の役割を担わせようと期待する向きもある。しかし、それは昨今の金融規制強化の流れの中で容易でないことは明らかだろう。原点に立ち返り、資本市場を通じた資金フローの活性化を目指すべきであり、それは各主体にとって、ひいては日本経済全体においてマイナス面の少ない方向性だと考える。

(2) 金融仲介機関の責務

(a) 信頼回復と積極的な情報仲介を

活性化に向けた合意形成をする上で、前提となるのは、資本市場とそれを担う金融仲介機関が信頼されることである。資本市場そのものが公平・公正な状態に保たれ、市場参加者が信頼しなければ発展はあり得ない。ルールを破る行為はそうした根幹を揺るがすことになる。中でも、仲介機関の責務は大きい。なぜなら、いかに透明化を図ったとしても、市場における情報の非対称性を十分に解消することは困難であり、投資家は市場に精通した仲介機関に信頼を置くケースが多いと思われるためだ。

とくに、家計などの資金をリスク資産投資へ導くのは、仲介機関の努力にかかってくる。形式的な説明文書の交付で事が済むわけではなく、丁寧な情報伝達と、関連知識を広める真摯な努力が欠かせない。もちろん、それには個々の従事者が十分な知識を備えていなければならないことは言うまでもない。その際、投資家の立場に立ったアドバイスを行うことこそが、投資家の信頼を得て、市場活性化につながるものであることを肝に銘じるべきだろう。

また、資金の取り手（企業等）への様々な関与・働きかけも金融仲介機関の責務と考えるべきである。基本的な義務として、発行体（資金の取り手）に対して情報公開を促す働きかけがあるだろう。また、資本市場を通じて得た資金が効率的に活用されるべく、事業領域に踏み込んだアドバイス等も場合によっては行うべきである。近年、資金を欲している主体、すなわちリスクマネーの供給が必要な主体は、単なる資金供給にとどまらない支援を求めるケースが多い。そのニーズに沿うことが、資金の円滑な供給に結びつくことになり、また、金融機関のビジネスチャンスを広げることにもなるだろう。

（b）健全なリスク・リターン構造の確立

最近の日本の金融資本市場では、国債投資に見られる「ローリスク・ローリターン」への偏向が顕著である。その原因の一つとして、日本では、リスクに見合ったリターンが得られないという意識が定着している可能性がある。株式市場では、バブル崩壊後の上場株式の市場指数はリターン（キャピタルゲイン）が低迷しており、投資家離れの要因になったのは確かである。しかし、需給構造の調整などによる価格やバリュエーションの調整は相当進んだものと評価される。その際、成熟企業は、配当等を通じた投資家への還元を意識的に行うべきであろう。

また、債券市場においても健全なリスク・リターン構造が形成されていないことが市場活性化の阻害要因として指摘される。例えば低格付け社債など一定のリスクのある投資手段に資金が向かいにくい理由として、海外市場と比較してリスク対比の利回りが低いことが挙げられる。その背景には、戦後の経済成長を支えたメインバンクシステムの中で、銀行が比較的风险の高い企業に対しても低利融資を行ってきた金融慣行が指摘される。こうした金融慣行は変えてゆく努力をすべきだろう。そして、リスク・リターンの関係を健全化させるという意味では、厳格化された貸金業における上限金利規制も再検討の対象とすべきかもしれない。

一方、多様なリスク・リターンのプロファイルを持つ金融商品が存在していることを、投資家が十分に認識することも必要となる。ローリスク・ローリターンかハイリスク・ハイリターンの二者択一ではなく、ミドルリスク・ミドルリターンの商品、例えば社債や REIT、債券型投信、等々を選択できることを知っていなければ始まらない。現状、家計の隅々に知識が行き渡っているとは思えないし、年金基金などの機関投資家の中にも十分な知識を持っていない投資家もいるのではないかと思われる。

（3）資金の取り手側（企業等）に求められること

（a）投資による企業価値最大化を目指すべき

資本市場の活性化には、本来の機能である資金調達が発達することが望ましい。しかし、マクロ的には資金余剰主体である企業部門の資金調達ニーズはそもそも小さくなっているという議論がある。ただし、それは企業の投資活動が停滞している裏返しと捉えれば、まずは自らの成長のための投資を活性化させることが、企業にとっても、ひいては日本経済全体にとって

も先決の課題と言える。昨今は海外への進出という形で投資を行う企業も多いだろうが、マクロ的な観点で言えば、国内でのM&A（企業買収等）をもっと検討しても良いであろうし、大企業がベンチャー企業にリスクマネーを供給する主体となっても良いだろう。

投資が停滞している中で、企業部門（とくに大企業）にキャッシュが積み上がっていることも問題である。目先の投資先がないのであれば、資本効率の観点から言えば、配当や自社株買いといった形で効率的な活用を目指すべきであろう。投資先が見当たらないのであれば、ROAを低下させるだけの過剰なキャッシュ保有に、合理的な理由はない。

2000年代初頭のような「過剰債務」解消のフェーズはすでに終わっている。資本市場からの調達を常に利用可能な状態にしておくことも、財務リスクのコントロールという面では必要な考え方とも言えるだろう。

(b) 投資家利益を最大限考慮すべき

資本市場への参加者として、投資家利益を軽視した行動はしないという参加者意識が必要であろう。発行体の都合を優先して資本市場を活用しようとすれば、市場活性化に反することになるだろうし、結果的に自らの利益を損なうものとなる。

例えば、財務状況が悪化してきた際に株式資本調達が増えることがある。そうしたときにリスク吸収力の高い株式資本の調達に応えられる懐の深さを持っているのが発達した資本市場の証拠と言えるが、資本市場の本来の存在意義は、成長に向けた積極的な資金を調達する場であろう。危機回避的な資金調達ばかりでは、長期の投資家が積極的にお金を投じようという意欲を引き出すことは難しいばかりか、投資家を遠ざけてしまいかねない。発行体と仲介機関は市場活性化を念頭において、タイミング等の判断をするべきではないだろうか。

(4) 国の施策に求められること

(a) 自律的な活性化を待つのは難しい

グローバルでみて資本市場を取り巻く環境は厳しい。リーマン・ショック後の金融規制強化の流れや、先進国における期待成長率の低下により、リスクテイクに対してまさに逆風が吹き荒れている格好である。日本は、リーマン・ショック以前にすでに金融部門のデレバレッジが進んでおり、直接的な痛みは少なかったわけだが、グローバルで統一的に進んでいる金融規制のもと、金融部門によるリスク資産投資は抑制されている。

さらに、リスクマネーの供給源として期待される家計は、掛け声だけで簡単に動くほど、機動的な主体ではない。かつてリスク資産投資をある程度行っていた階層も、「失われた20年」の間に疲弊した状態にある。

放っておけば、今まで以上にリスクマネーの供給ルートは細くなっていきかねない。国による施策において、「規制を緩めて拡大を待つ」のではなく、より積極的に「インセンティブを

与えて動かす」姿勢が求められよう。

(b) 民間活力・市場原理の活用による資源配分

「民間活用（民間にできることは民間で）」もしくは「市場原理の活用」というのは、現代の行政スタンスの基本であるはずだ。少子高齢化の進展による財政逼迫の継続が予想される中、当然目指すべき方向性となろう。

その一つとして、「暗黙の政府保証」のようなものが金融市場の各所に残存しているとすれば、それは明確化するか、もしくは撤廃を目指すべきだろう。これは財政制度全体に関わることであり、簡単な話ではないかもしれない。しかし、資本市場活性化を目指す場合には、「暗黙の」ものが多くあればあるほど、リスク・リターンの関係が見え難くなるし、健全化が困難になる。

また、公共インフラ投資への民間資金の活用が折に触れて言及されるが、本当にそれを目指すのであれば、より市場原理を取り入れて、民間が動きやすくなる工夫を行う必要がある。例えば、かつて目指した「高速道路無料化」は、健全な市場原理の機能を損なう施策であり、民間資金の活用とは逆行することである。

リーマン・ショックを経て、いわゆる「市場原理主義」に対する否定的考えが台頭したが、それは、市場原理がすでに発達している欧米で議論されるべき話であり、もともと市場原理の導入が未熟な日本にあてはめて同列に議論すべき話ではないだろう。日本は、むしろ市場の価格発見機能を一層活用すべきである。

(c) 長期展望が開ける施策を

「失われた 20 年」で得られた教訓として、「先送り」体質の問題が挙げられるだろう。不良債権問題に比較的早期に気づいていたにもかかわらず、一時的な需要追加策にばかり力を入れ、根本にある不良債権処理の先送りを許した。構造改革も遅れ、結果的に時間ばかり費やしてしまったという反省に立てば、一時的な施策ではない、長期的な構造改革につながる施策を目指すべきである。

投資家にとっては、長期の期待収益率が高まるかどうか最大の関心事であり、長期展望を開くようなマクロ施策が市場の活性化に直結することは疑いない。

(5) 資金の出し手（投資家）に求められること

この 20 年の間、日本の株式市場では、年金や生保など、長期投資が期待される機関投資家が保有を減らし、一方で比較的短期売買の傾向にある外国人投資家が保有を増やしてきた。そうした保有構造の変化が株価形成の不安定化を招き、株価の割安放置につながっている可能性もある。もっとも、この間の株式離れは、株価の期待収益率の低下を踏まえた合理的な行動であ

ったと捉えると、個々の投資家を非難することはできない。とくに受託者責任がある機関投資家などにとって、最終投資家に対する合理的説明は過去のレコードが基準となるため、市場の活性化という将来の変化を起こす行動が、自発的に行われることを期待するのは難しい。むしろ、機関投資家が動きやすくなるように金融仲介機関や発行体が工夫を行うこと、あるいは、将来の期待リターンの上昇が明確になるような国の政策転換、といった他の主体の変化が重要と言えそうだ。

結局のところ、主体的な行動が期待されるのは最終投資家である家計、ということになる。現状の家計は、機関投資家と比較して、明らかに金融知識が不足している。その中で、決して、合理的な投資行動を取っているとは言えないため、修正の余地が大きいと思われる。将来の生活資金を自助努力で確保する需要が高まるであろう今後の家計は、金融知識を積極的に備えなくてはならない。

また、東日本大震災を経て、保守的であった日本の家計の中に、自分たちの貯蓄を社会のために役立てたいという共助ないし社会貢献の感覚も強まってきた。そうした考え方は、被災地の復興だけでなく、日本全体の再生にも向けられるべきではないだろうか。日本の経済・社会が持続性を保つためにも、そうした発想が浸透してくれることを願う。社会貢献の延長と捉えれば、これまでの資本市場とは若干異なる、新たなリスクマネー供給のルートができる可能性もあるだろう。

何らかの形で、家計の金融資産選択に変化が起きれば、機関投資家も変わらざるを得なくなる、という波及効果も期待されることになる。

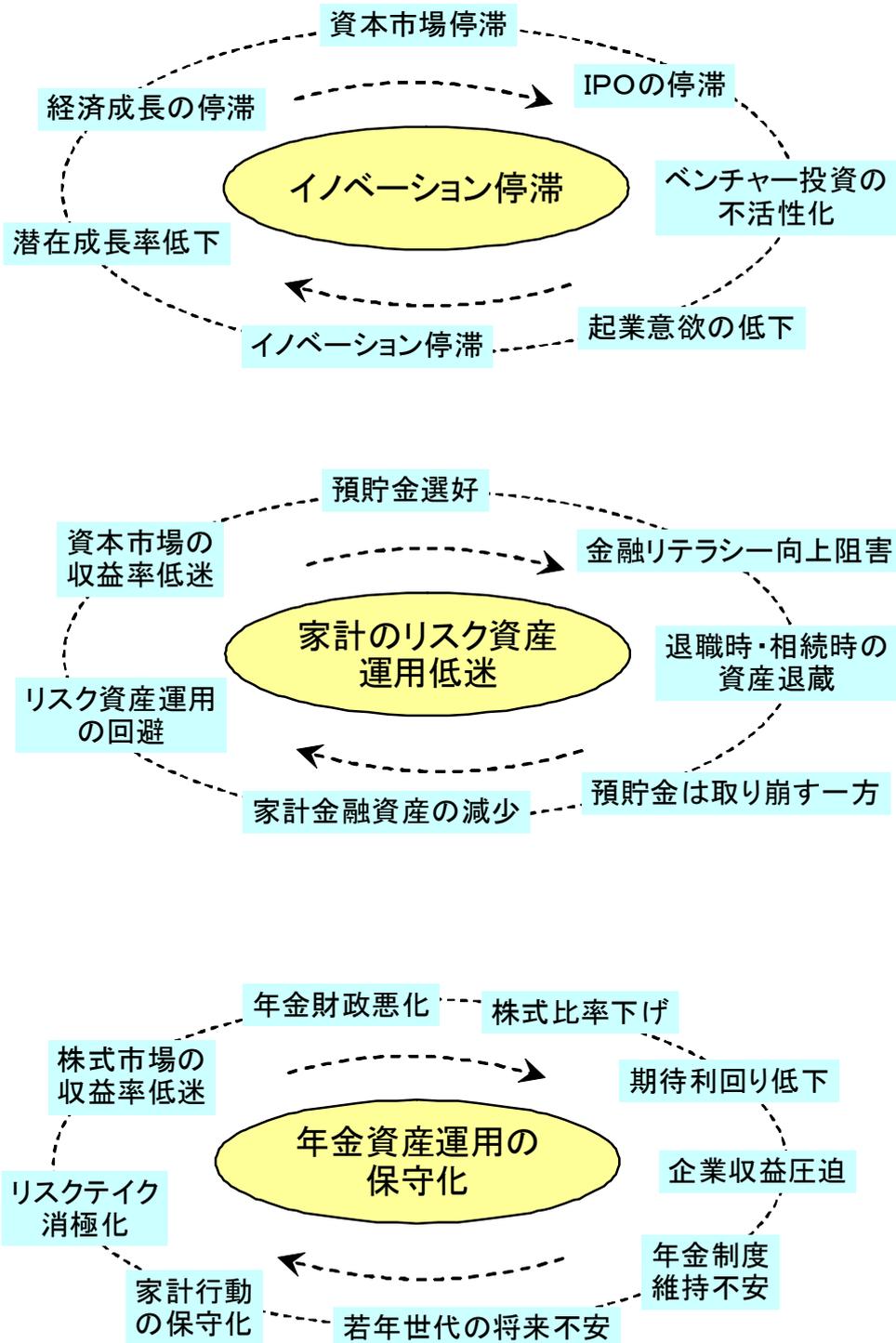
(6) おわりに

今回のレポートでは十分に踏み込むことのできなかつた視点はいくつもある。その一つは、企業行動のあり方についての検討であり、また、公的金融システム全体に対する検討も不十分となった。今後も、全体的な視点からの分析を続ける必要があるだろう。

冒頭でも指摘したように、資本市場活性化をもたらす、何か決定的な解決策が容易に見つかるとは考えていない。だからこそ、軽々に施策の案を提示することは、敢えて避けた。しかし、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し続けることが、我々資本市場に関わる者の責務と捉えている。

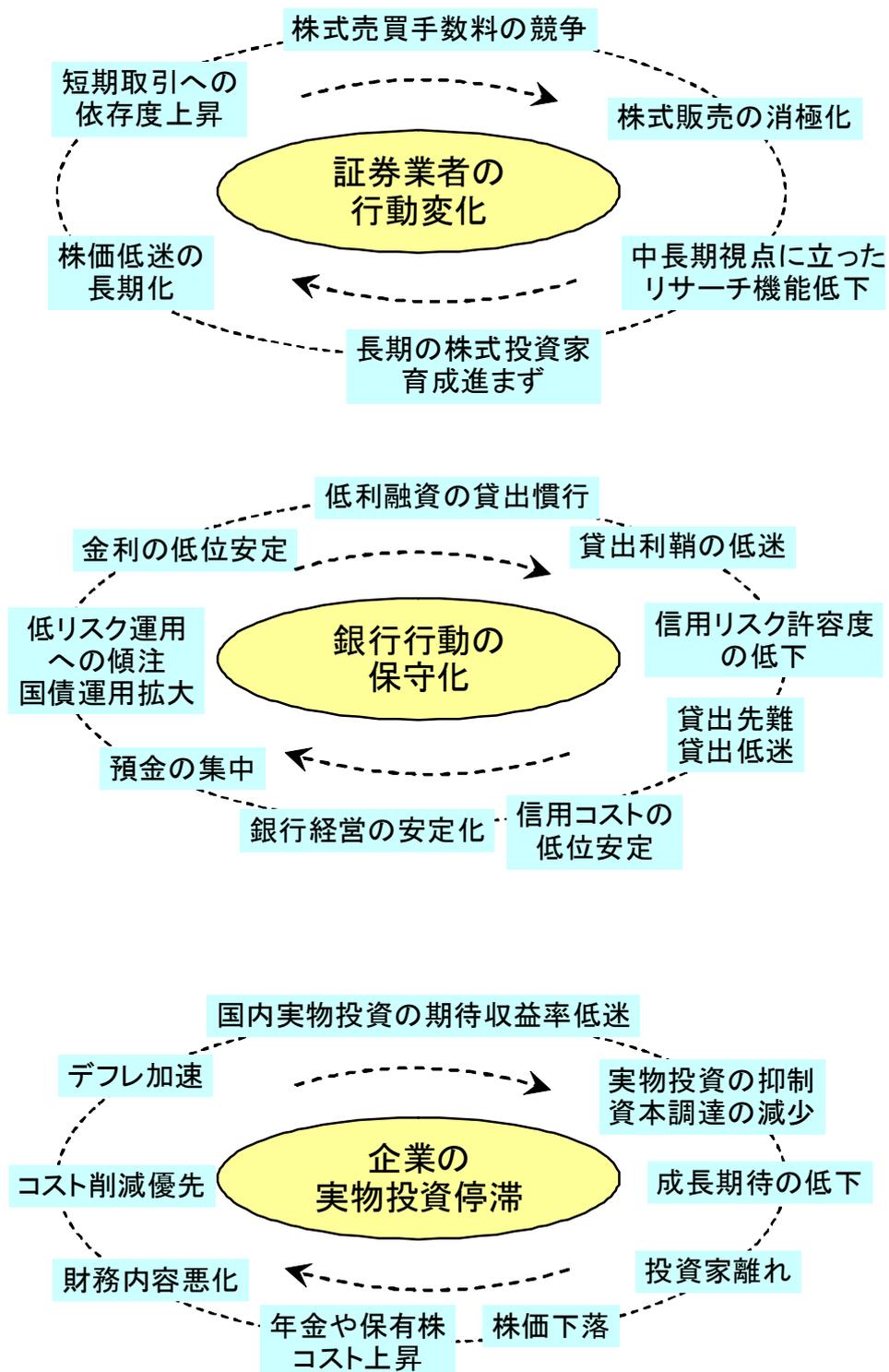
(保志 泰)

図表 4-1-1 資本市場を停滞させている6つのサイクル（1）（再掲）



(出所) 大和総研作成

図表 4-1-2 資本市場を停滞させている6つのサイクル（2）（再掲）



(出所) 大和総研作成