

2012年11月7日 全81頁

失われた20年～資本市場停滞の要因 (全体版)

過去20年のレビューと問題整理～活性化に向けた議論の土台として

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。

※ 当レポートは2012年10月25日から11月6日にかけて発表した9本のレポートをまとめたものである。

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）

[目次]

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
	～6つの停滞サイクルとは～	
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) ……………	11
2-2.	市場参加者の行動変化 (矢作 大祐) ……………	17
2-3.	リスクマネー供給停滞の影響 (奥谷 貴彦) ……………	25
2-4.	政策対応の足取り (鳥毛 拓馬) ……………	29
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) ……………	40
	～資金需要と供給の同時停滞～	
3-2.	金融機関行動が引き起こした影響 (菅野 泰夫) ……………	48
	～適切なリスク・リターン関係の喪失～	
3-3.	公的金融システムが及ぼした影響 (島津 洋隆) ……………	55
	～郵貯シフトが起こる背景～	
3-4.	政策立案における問題 (中里 幸聖) ……………	61
	～環境変化に対応していない行動原理～	
3-5.	日本人の経済行動に内在する要因 (保志 泰) ……………	69
	～家計はなぜリスク回避的か～	
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) ……………	77

第1章 序論

1-1. 資本市場の現状に対する問題意識 ～6つの停滞サイクルとは～

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1500兆円を超す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。

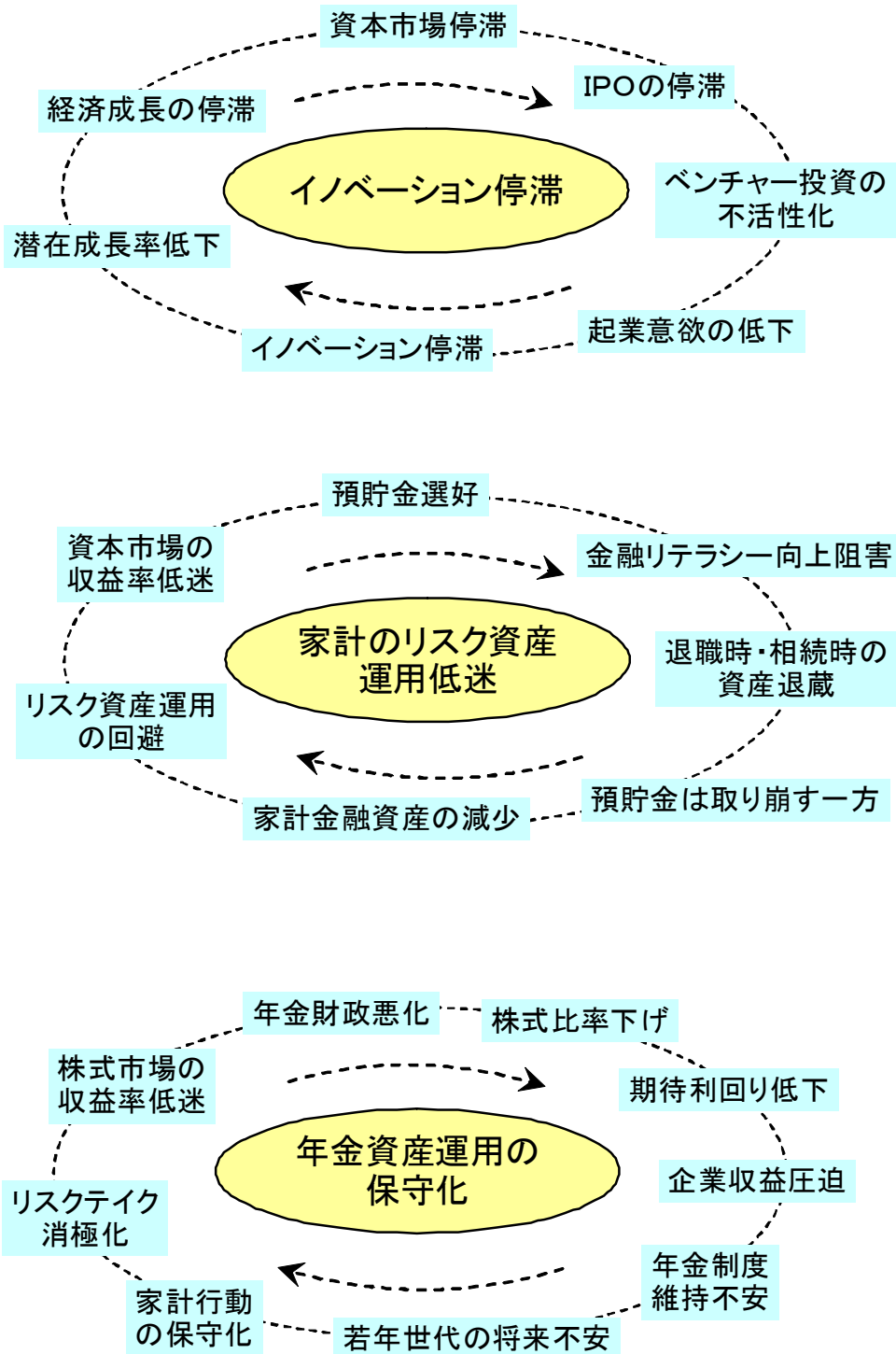
レポートの構成

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。

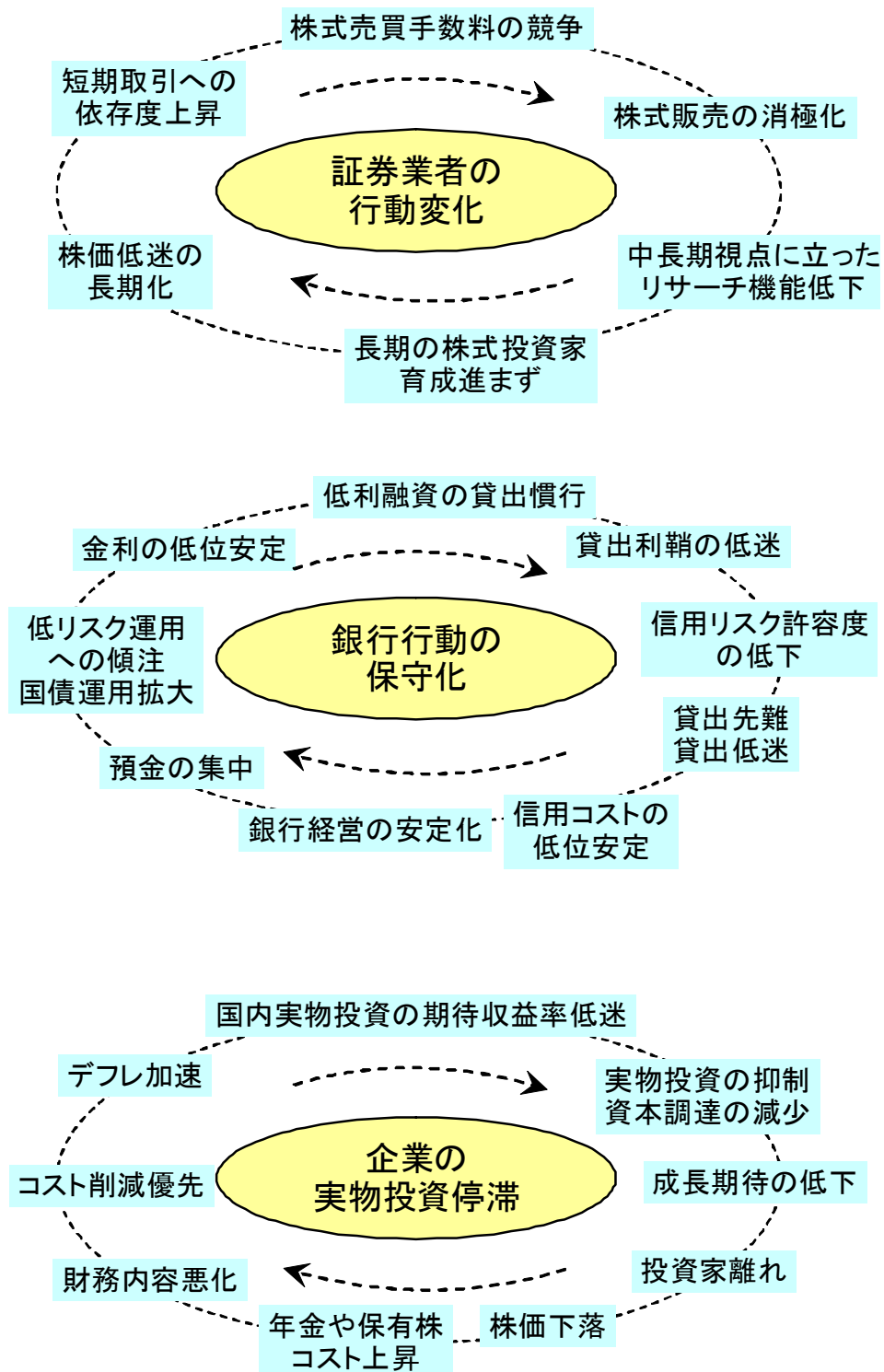
（保志 泰）

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。そうした多様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ったため、「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)

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、山一證券といった

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。

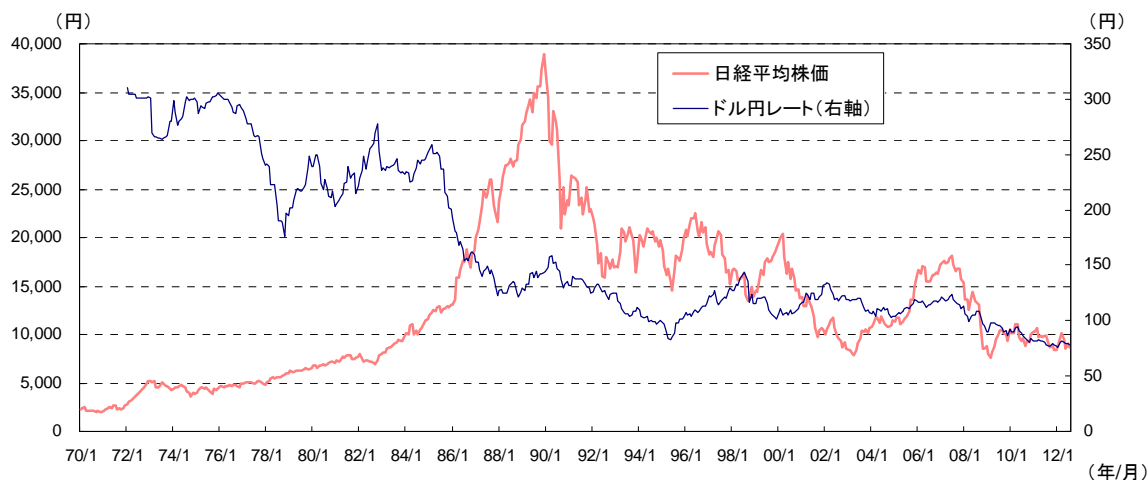
2000年代に入ると、1990年代後半から続く米国ITバブルの影響により、日本でもインターネット関連企業などの株価が大きく上昇したが、2000年4月の米国ナスダック市場の暴落を機に株価は下落に転じた。ITバブルの崩壊と2001年の米同時多発テロなどで、世界景気の不透明感が強まっていった。日本ではデフレ経済の下、ゼロ金利政策、量的緩和政策による金融緩和が続いたが、株価の下落は止まらず、2003年4月には日経平均株価がバブル後最安値となるなど、りそな銀行に公的資金が注入されるに至る（2003年5月）までの間、国内の金融危機が再燃した。

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。

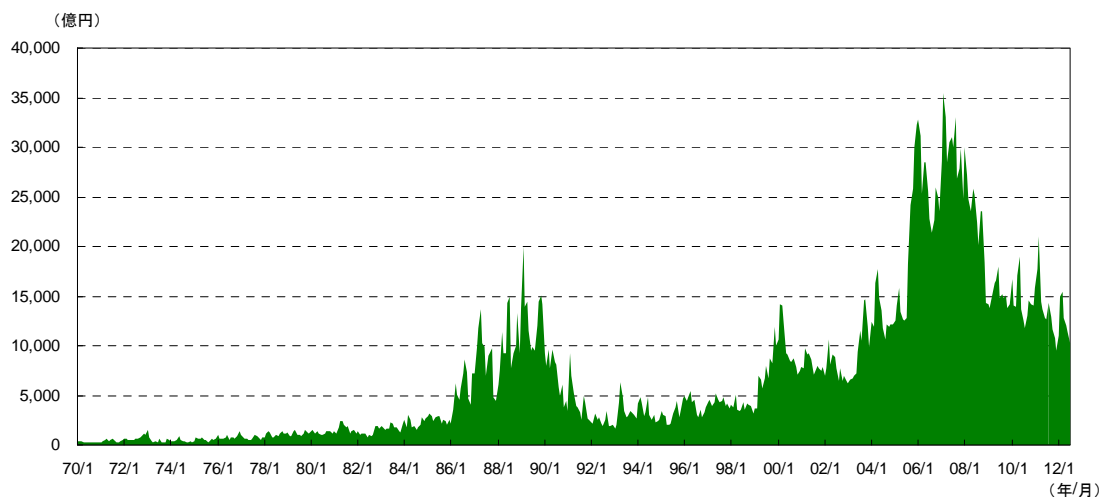
(佐川 あぐり)

図表 2-1-1 日経平均株価、ドル円レート



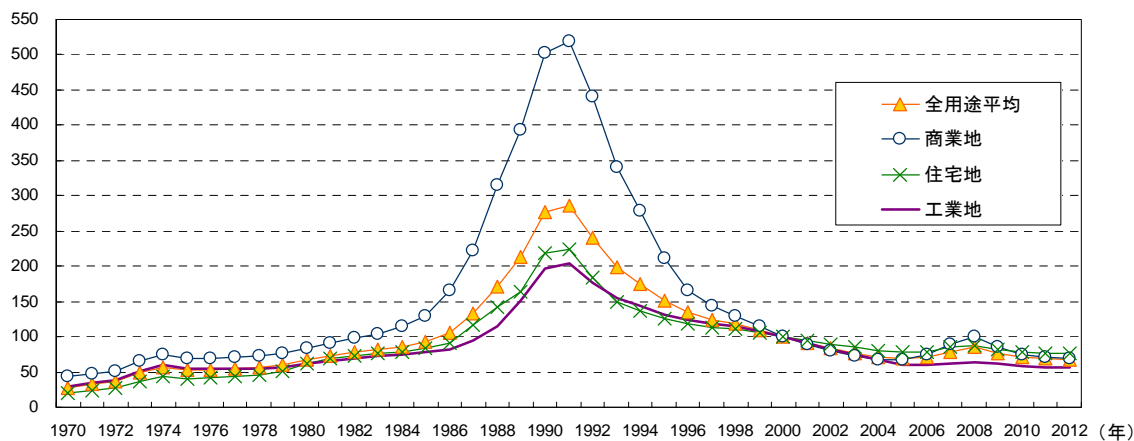
(出所) 日本銀行、日本経済新聞社より大和総研作成

図表 2-1-2 東証1部売買代金 (1日平均)



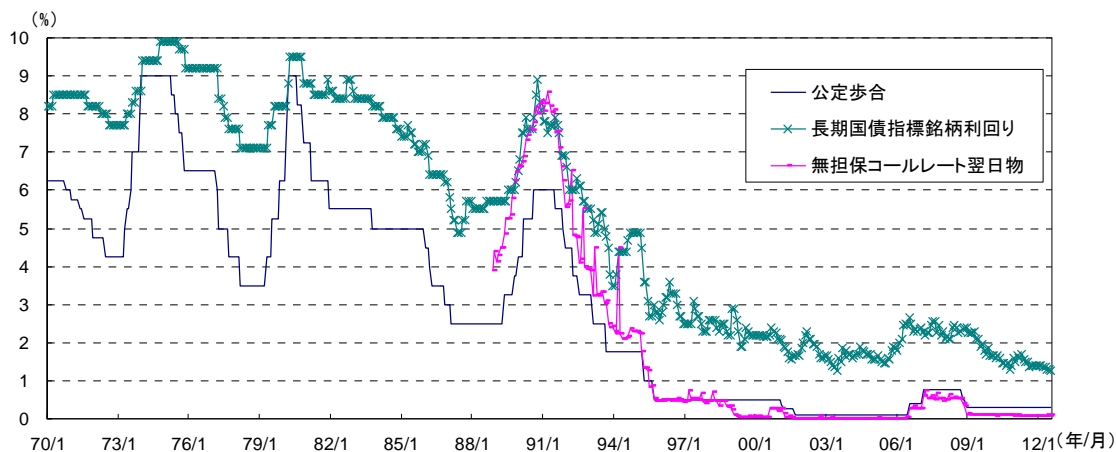
(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

図表 2-1-3 六大都市市街地価格指数 (2000年=100、3月末)



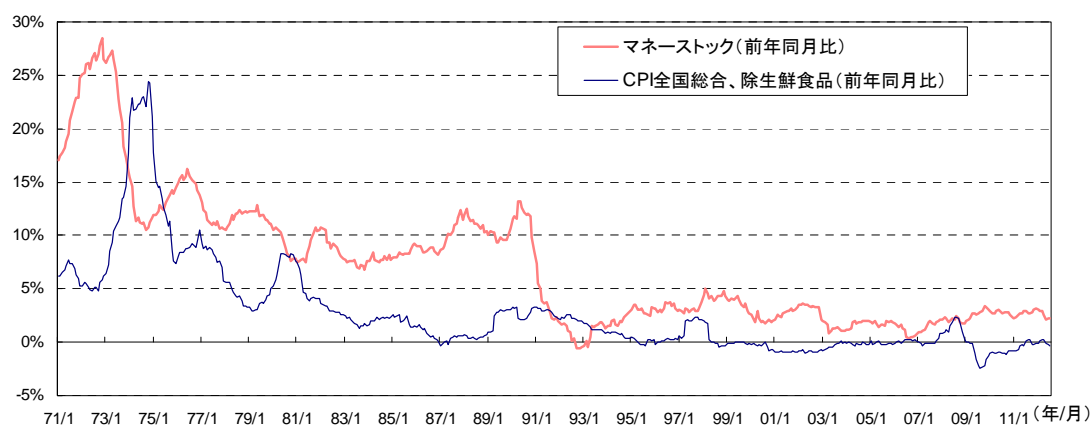
(出所) 日本不動産研究所より大和総研作成

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

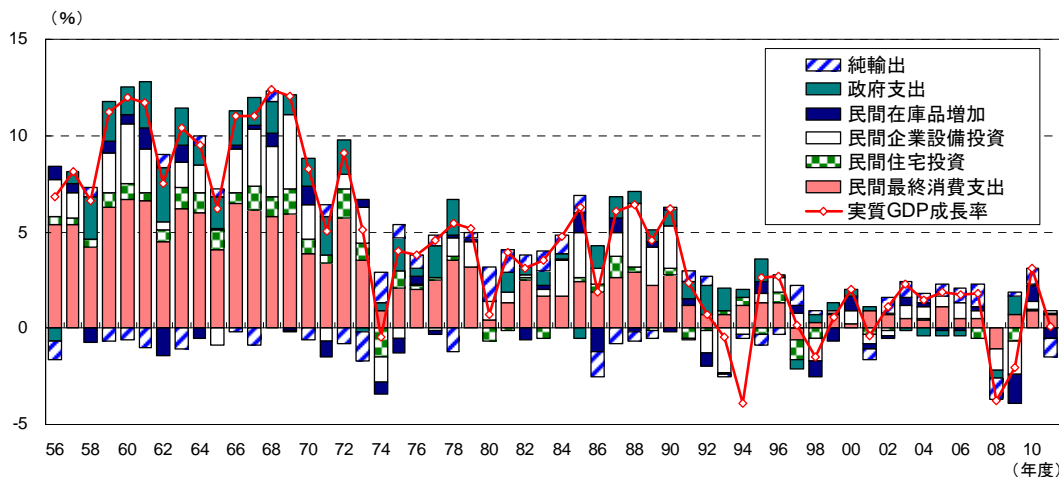
図表 2-1-5 マネーストック、CPI (前年同月比) の推移



(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。

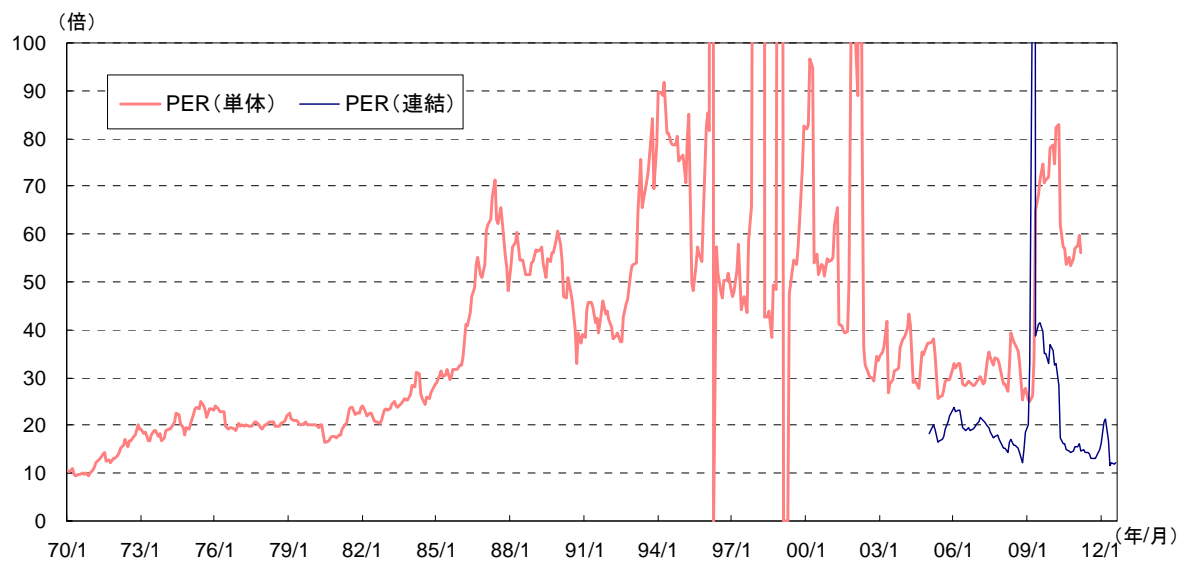
(出所) 日本銀行より大和総研作成

図表 2-1-6 実質 GDP 成長率と成長寄与度の推移 (対前年度)



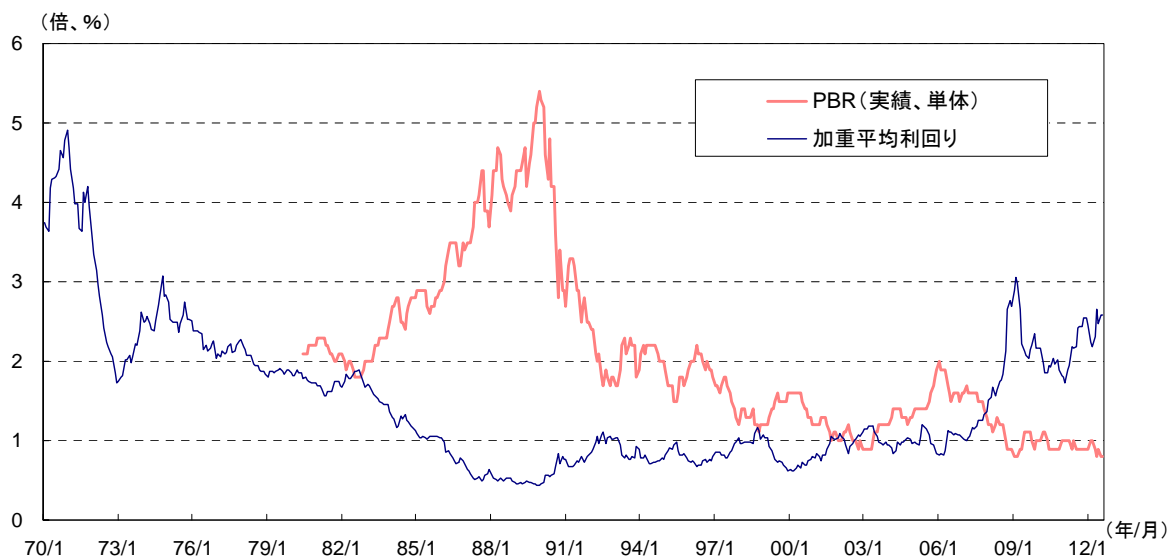
(出所) 内閣府データから大和総研作成

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

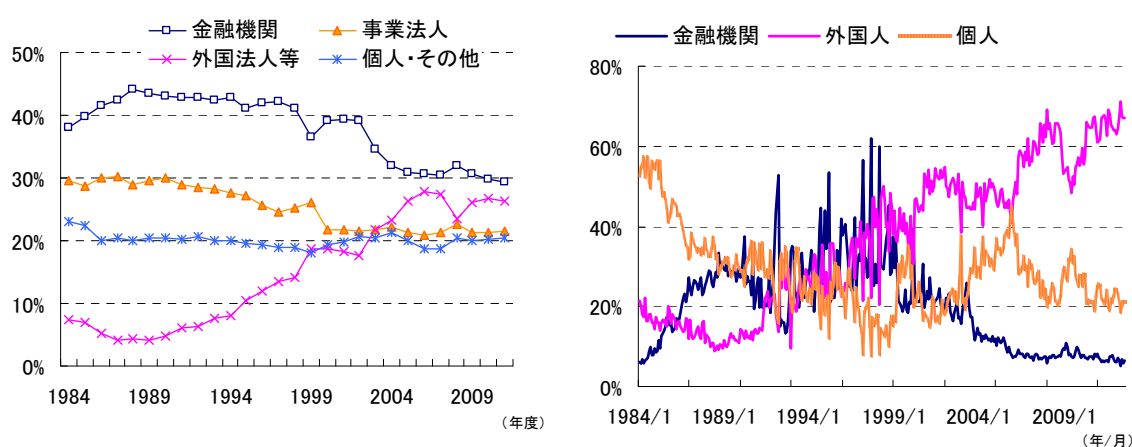
2-2. 市場参加者の行動変化

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

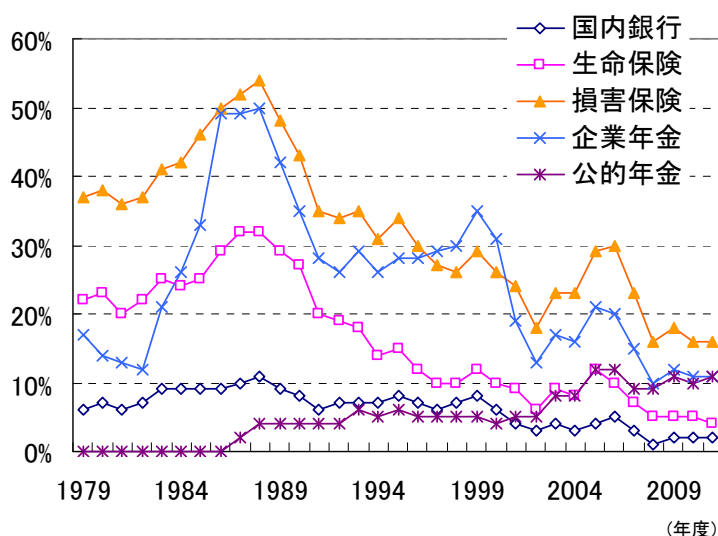
(a) 銀行・生損保²

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。

² 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）³

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

³ 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⁴。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⁵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⁶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

⁴ 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。

⁵ 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。

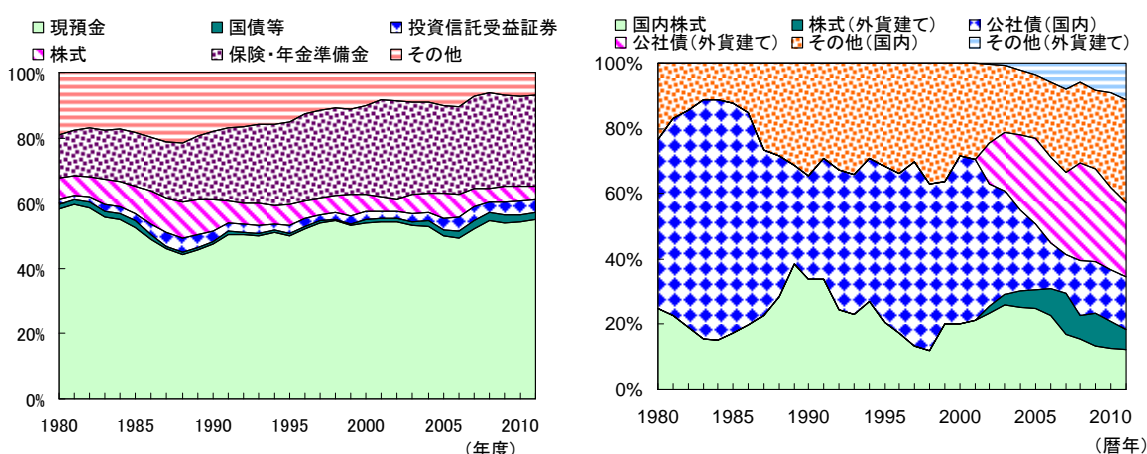
⁶ R&I「2007～2011年日経企業年金実態調査」『年金情報』（2007～2011年No.460、489、518、547、576）。

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⁷。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⁸。

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⁹、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。

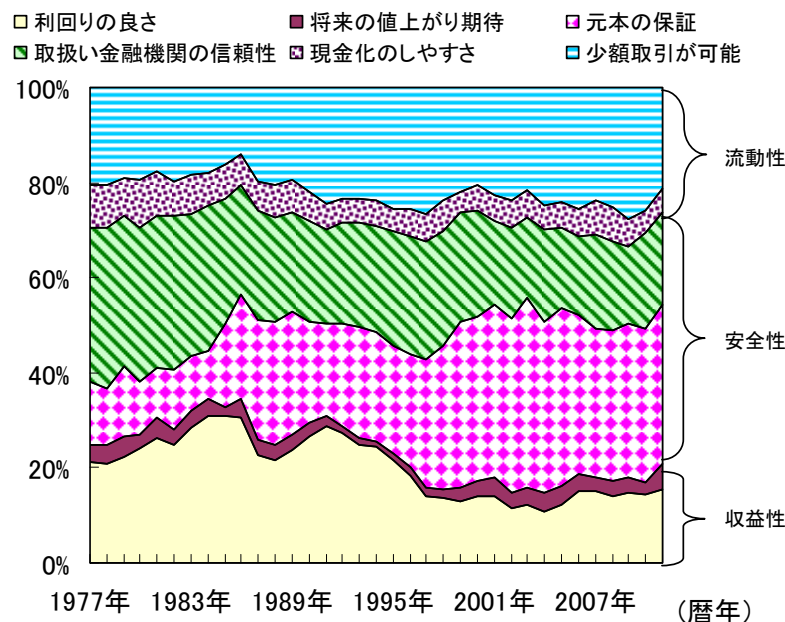
(出所) 日本銀行「資金循環統計」、投資信託協会より大和総研作成

⁷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。

⁸ 同前、23頁。

⁹ 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。

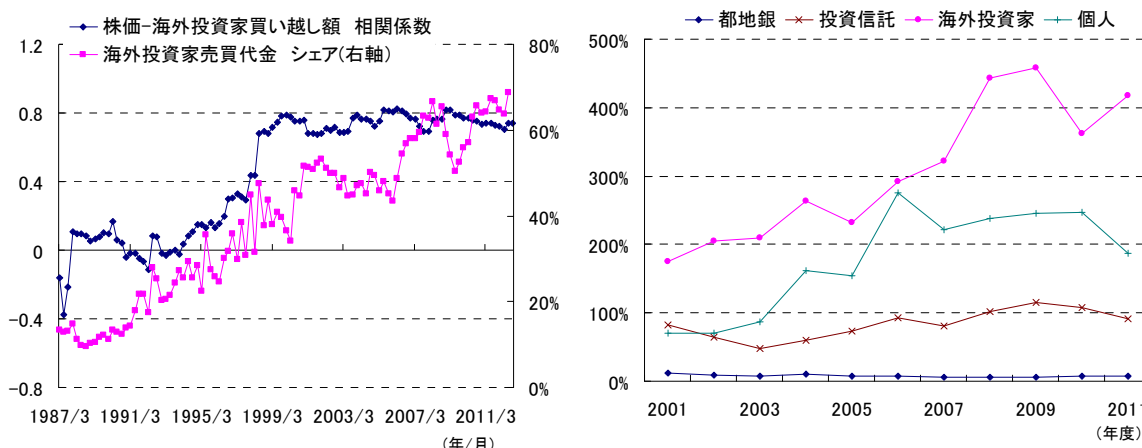
(出所) 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」より大和総研作成

(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ろう。

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

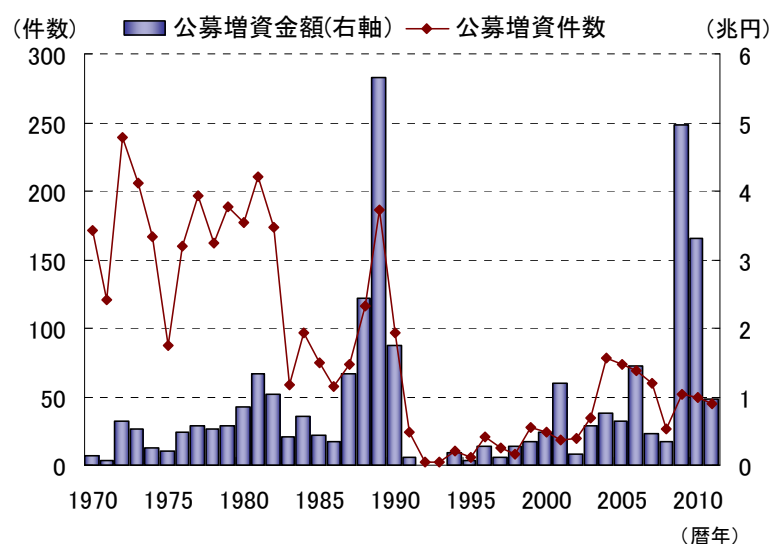
ピークに上場企業数は減少に転じている（図表 2-2-7）。

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）

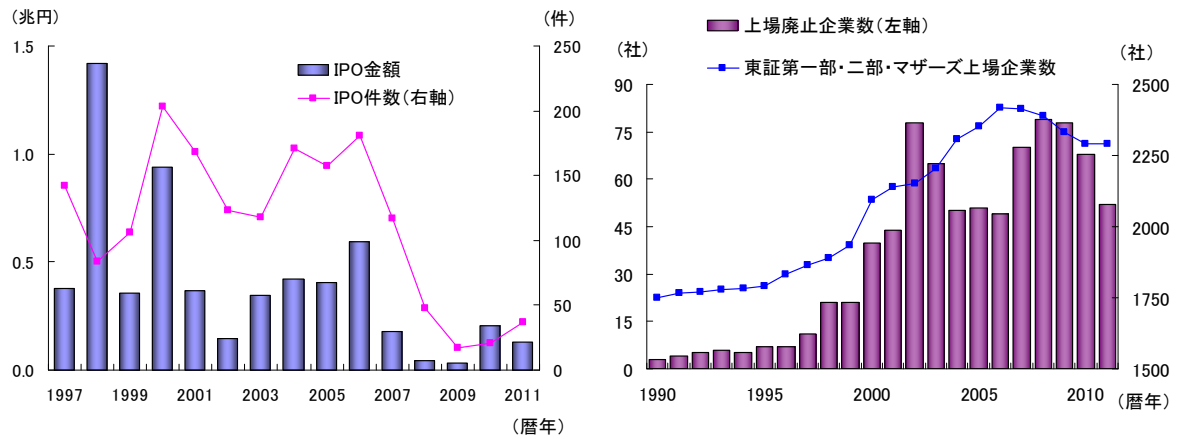
図表 2-2-6 公募増資金額・件数



（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

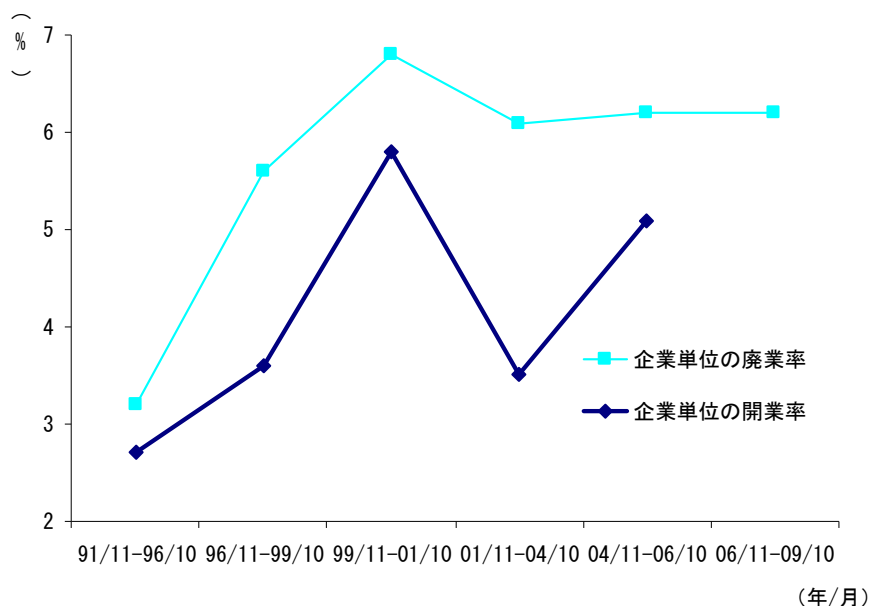
経済成長に関する議論において、イノベーションは新結合と訳される場合がある。つまり、既存の技術やサービス、人の新しい組み合わせによって付加価値が生まれ、経済や社会の発展が実現するという考えである¹⁰。このようにイノベーションを誘発する新しい組み合わせは、組み合わせについて考える経営者やその要素となる技術者（従業員）、ならびに資本などが生産性の低い企業から生産性の高い企業へ再配置されることで促進される。

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¹¹。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。

¹⁰ 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。

¹¹ 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。

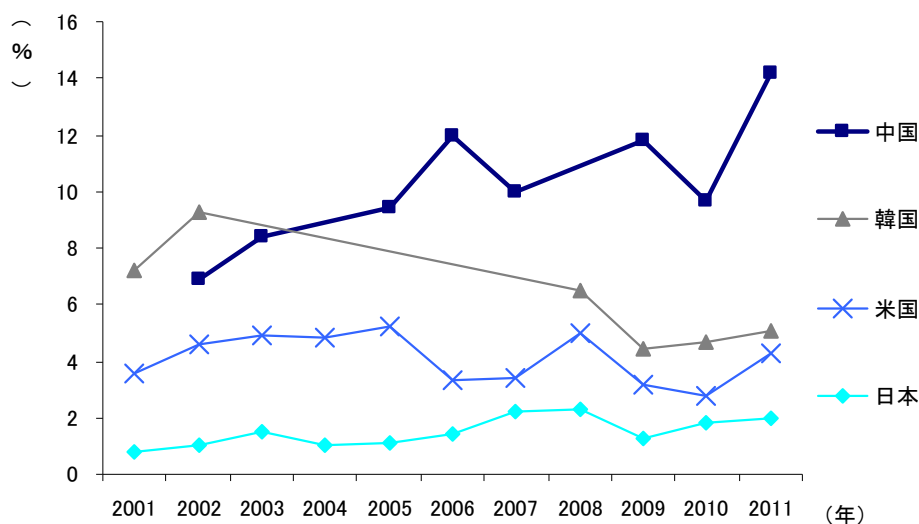
開業率が低迷する中で、資本市場の空洞化も懸念される。起業したベンチャー企業の内、更なる事業規模の拡大を目指し、大規模な資金調達が必要な企業は新規株式公開による資金調達を目指すことが多い¹²。しかしながら、日本では国内新規株式公開件数は伸び悩んでいる (図表 2-3-3)。

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

¹² 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。

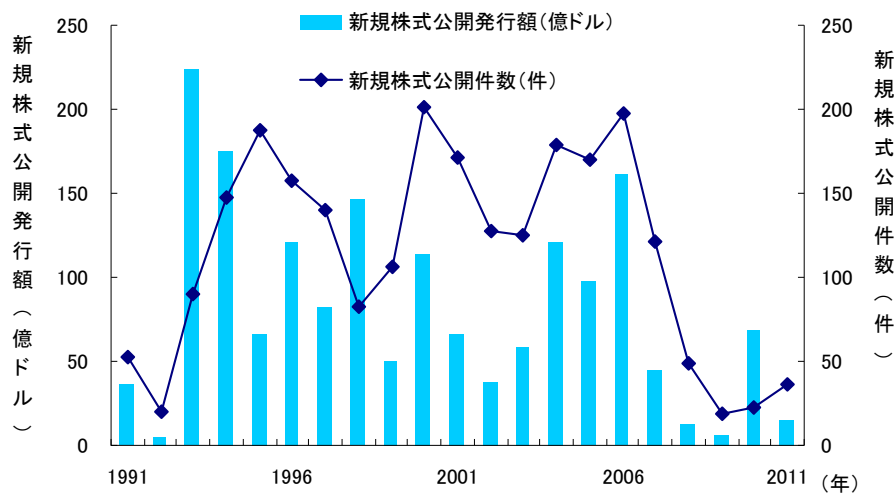
(注2) 中国では2001年と2004年、2008年に、韓国では2003～2007年に調査が実施されなかった。

(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ろう。

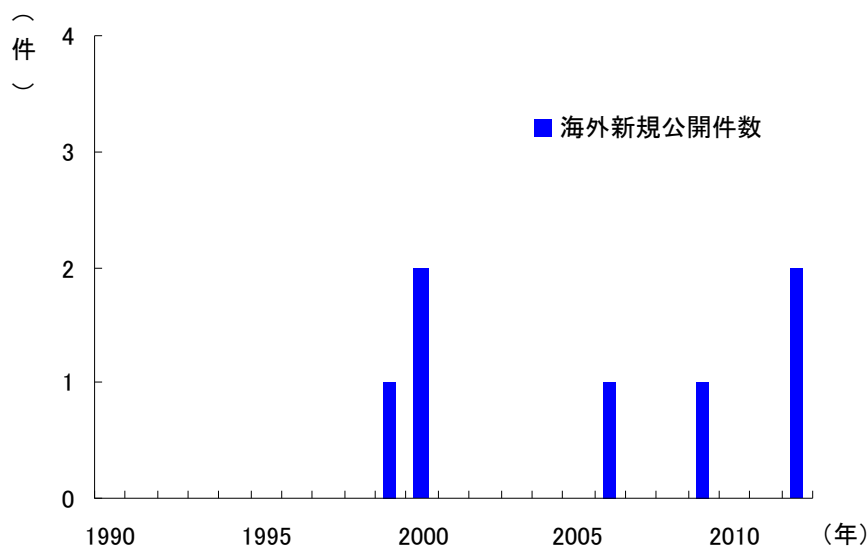
(奥谷 貴彦)

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、新規公開件数を含む。

(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

2-4. 政策対応の足取り

1990年代初めのバブル崩壊以降、日本の証券・資本市場を立て直し、活性化させるために、日本版ビッグバンをはじめとした様々な制度改革が行われてきた。しかし、改革は想定されたほどの成果をあげたとは言えない。本節では、現在に至るまでの資本市場に関連する制度改革の変遷とその効果について振り返る。

(1) 「日本版ビッグバン」とは何だったのか

バブル崩壊以降における、資本市場活性化を目的とする最大の制度改革といえば、「日本版ビッグバン」（以下、ビッグバン）であろう。1996年11月に当時の橋本首相が、2001年までに日本の金融市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場にすることを目標として、金融システム改革に取り組むよう指示したものである。金融システム改革とは、日本の市場を市場原理が働く自由な市場（“フリー”）、透明で信頼できる市場（“フェア”）、国際的で時代を先取りする市場（“グローバル”）にするという、抜本的な金融市場の改革を目指すものであった。1998年に制定された「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律（金融システム改革法）」をはじめとした法整備が行われた。

(a) “フリー”の観点からの制度の整備

競争環境の変化

“フリー”の観点からの改革は、金融機関の競争環境を変化させた。

証券業への参入が免許制から原則登録制となり、株式売買委託手数料が完全に自由化されたことにより、主にオンラインブローカー（ネット証券）を中心とした新規参入が増加し、株式売買委託手数料の引き下げ競争が起こった。株式売買委託手数料の自由化は、改革の中でも最も大きな影響があった。ネット取引の普及により取引が活性化した一方で、証券業者間の競争が激化し、本来、情報生産機能を担うべき取引仲介者が疲弊してしまったという皮肉な結果となった。証券会社の店舗数や従業員の減少を招く大きなきっかけとなった。

ビッグバンに先立つ1992年に成立した金融制度改革法では、業態別子会社方式により銀行等の金融機関、証券会社による異業種分野への相互参入が可能となった。1997年に独占禁止法が改正され純粋持株会社の設立が解禁されたのを受け、1998年には金融持株会社が解禁された。

これらの改正により大手銀行を中心に金融機関の再編が進んだ。大手金融機関グループは、証券会社や銀行などの子会社を通じて、グループ全体として多様な金融商品・サービスを提供する体制を整えるようになった。業態を越えた競争も行われるようになる一方で、顧客は一つの金融機関から多様なサービスを受けられるようになった。もともと、金融機関にとっては、業務が多岐にわたり複雑化することに伴い、リスク管理が難しくなった。

なお、証券会社と同様に投資信託委託会社についても、その競争を促進させるため、投資信

託委託業への参入が免許制から認可制へと移行した。

金融商品・業務の多様化

金融システム改革の大きな成果の一つに「銀行の投信窓販の導入」（1998年12月。2005年10月から一部郵便局でも）があげられる。投資信託協会「販売態別純資産残高」によると、2006年には、銀行経由の投信販売残高が証券会社を超え、現在に至っており、投資信託市場の拡大に貢献したと言えるだろう。また、投資信託に係る運用指図の外部委託が解禁されたことにより、外国株式・債券で運用する投信の設定が増加した。2001年に不動産投資信託（REIT）市場が開設され、上場投資信託（ETF）も本格的に導入されるなど、新たな制度の下で商品が多様化し、投資信託市場の拡大を支えたと言えよう。

一方、証券デリバティブの全面解禁により、1997年に個別株オプション取引が導入され、翌1998年には、有価証券関連の店頭デリバティブ取引が導入された。同時に、デリバティブを活用した債券である仕組債（リンク債、EB債）に係る法制上の取り扱いが明確化され、個人向けの仕組債の販売が大幅に緩和された。

このように、ビッグバンの中で、2000年代初頭までに、新しい金融商品の導入や販売ルートの拡充（規制緩和）が進められた。

証券市場（取引所）の利便性向上

1998年には、取引所集中義務が撤廃されたことにより、証券会社は、投資家と相対で取引したり、私設取引システム（PTS）で注文を処理したりするなど取引所外取引が可能になった。一方の証券取引所では、機関投資家の大口取引やバスケット取引に対応すべく、立会外取引の強化を行った。東京証券取引所の場合、1997年に立会外売買取引制度をスタートさせ、翌1998年にはToSTNeTという電子取引システムを導入した。

（b）信頼できる公正・透明な取引の枠組み・ルール（“フェア”の観点からの改正）

ビッグバンの中で、投資可能な金融商品の種類は大幅に増加した。一方で、投資家の自己責任原則を前提として、市場関係者には、より一層の情報開示が求められることとなった。いわゆる会計ビッグバンとして、上場企業は連結主体の情報開示への移行が進んだ。また、税制においては連結納税制度が導入された。さらに、減損会計、退職給付会計、金融商品会計等の導入により、企業会計の透明性は向上した。これら一連の透明化策を一つのきっかけとして、株主を意識した企業経営が行われるようになったと評価される。海外投資家の投資を呼び込んだのは、こうした安心して投資できる会計制度が整えられたことも一因として挙げられよう。

金融商品会計（いわゆる時価会計）が導入された結果、株価の変動が会社の損益や自己資本比率に大きな影響を与えるようになった。この影響は金融機関にも及んだ。他方で、クロス取引で得た売却益を損益計算書へ計上することが認められなくなったことで、企業側の裁量によ

る持合株式の益出しは困難となった。これら一連の透明化策は、半面、金融機関や事業会社に株式の持ち合いの解消を促す大きな原動力となり、1990年代以降の株式市場における構造的な売り圧迫要因となった。

(c) “グローバル”の観点からの制度の整備

“グローバル”に関連する政策としては、主に、1998年4月の外為法改正が挙げられる。欧州各国でEU統合に向けた内外取引の自由化が急速に進展していた一方で、日本は対応が遅れていた。企業活動のグローバル化が進む中で、事前の許可・届出制度を廃止し自由で迅速な内外取引が行えるような対外取引環境の整備が図られた。

外為法の改正は、ビッグバン構想以前から検討されていたものであったが、その取りまとめの時期がビッグバン構想の時期に合致したため、金融システム改革のフロントランナーとして位置付けられた。

(2) ビッグバンに対する評価

ビッグバンの内容としては、長年にわたりその改革が求められてきたものであり、特段目新しいものではなかったと評価される。もっとも、ビッグバン以前では、既得権益層からの抵抗により実現困難であった金融システム改革が、比較的短期間で決定、実施されたことに大きな意義があったと言える。特に、“フリー”の観点にもとづく金融システム改革の中身は、形式的には、英米の市場と比べて遜色のない制度との評価もされた。

その一方で、参入障壁の低下に伴う悪質業者の出現、複雑な金融商品の出現に伴うトラブルの発生などの問題も浮上した。フリー、グローバルを推し進めたために、後に、フェアの観点からの揺り戻しが生じることとなる（後述の金融商品取引法など）。

ちなみに、日本の範となった英国のビッグバンもニューヨーク市場への取引流出や東京市場の急速な規模拡大に対する危機意識が改革の一つの背景であった。しかし、その後の不祥事などを経て、自主規制中心から政府規制中心へパラダイム転換し、規制色の強い金融サービス市場法が制定された。米国でも、競争力強化を目指す規制緩和と、危機や不祥事を契機とする規制強化が交互に繰り返されている。

(3) 1980年代後半から1990年代のその他の施策～規制強化や投資家保護施策の整備

1980年代後半から1990年代初頭にかけては、主に規制強化が目立った時期である。

まず、1988年の証券取引法改正でインサイダー取引を取り締まる規制が導入された。また、1990年には、証券会社の財務健全性を確保するため自己資本比率規制が導入された。そして1991年には証券会社による法人顧客等への損失補填などに対応するため、証券取引法が改正され、損失補填、一任勘定が禁止された。さらに、翌1992年には証券取引等監視委員会が設置されたこと、などが挙げられる。

一方、社債市場を刺激した施策として、社債発行制度の見直しが挙げられる。1993年の商法改正により社債発行限度枠が撤廃された。そして、発行会社から委託を受ける社債募集の受託会社が改められ、社債権者のために社債を管理する社債管理会社制度（現社債管理者制度）が導入された。もっとも、この社債管理者の設置強制については、各社債の金額が1億円以上の場合などは例外とされており、日本の社債発行市場の現状を見ると、約8割の社債には社債管理者が設置されていないという状況である。また、社債発行の完全自由化措置として適債基準・財務制限条項の設定の義務付けが撤廃された。

資本市場に幅広い投資家を呼び込むためには、投資家保護の施策が不可欠であり、1990年代は、その充実も図られた。1997年の山一証券や三洋証券などの破たんを受け、1998年に、証券取引法上の法人としての投資者保護基金の制度が整備された。また、翌1999年から証券会社は、顧客から預託を受けた有価証券及び金銭などを自己固有財産と分別して管理しなければならないことが明確化された。ただし、これらはいくまで、証券会社が顧客財産を流用することを防止することで証券会社が破たんした場合でも顧客資産を円滑・確実に返還することや、破たんした証券会社が流用していた場合にその補償を行うことを目的とするものであり、預金を一定額まで保護することを目的とする預金保険制度とは全く性質を異にするものである。

（４）2000年代の施策～証券市場活性化の模索

（a）証券市場の改革プログラム（2001年～2004年）

2000年代に入り、不良債権問題等に起因する金融不安の高まりもあって、証券市場は活力を欠いていた。こうした中、金融庁は、2001年8月に「証券市場の構造改革プログラム」を発表し、証券市場活性化のために個人投資家の市場参加を促進させる措置を策定した。①個人投資家の証券市場への信頼向上のためのインフラ整備、②個人投資家にとって魅力ある投資信託の実現、③個人投資家によるリスクキャピタル供給のための税制改革（要望）、④投資家教育の推進、の4つを柱とした。

また、証券市場活性化のためには制度インフラのみならず市場参加者の意識や行動に働きかける施策が必要との認識から、2002年8月に金融庁は、「証券市場の改革促進プログラム（証券市場の構造改革第2弾）」を公表した。ここでは、①誰もが投資しやすい市場の整備、②投資家の信頼が得られる市場の確立、③効率的で競争力のある市場の構築、が目標として掲げられた。また、証券会社による販売チャネルの拡充や銀行等による有価証券の販売、証券取引等監視委員会の体制・機能強化やディスクロージャーの充実、取引所市場・私募債市場のルール整備、証券決済システムの改革の推進、などの政策課題が挙げられた。

一方、金融審議会は、2002年9月に答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン（中期ビジョン）」を取りまとめた。ここでは、日本の金融システムを、市場機能を中核とする「複線的金融システム」¹³へ再構築することが必要であること、さらには、複線的金融シ

¹³ ①銀行中心の預金・貸出による資金仲介を産業金融モデル、②価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介を市場金融モデルとした上で、産業金融モデルと市場金融モデルが併存する金融システムではなく、市場

システムにおいては、銀行を通じた間接金融と区別された個人と市場、市場と企業をつなぐ資金仲介である「市場型間接金融」¹⁴が重要であることが強調された。

しかし、現在においても、市場を通じた資金調達が少ないこととともに、クレジット関連の市場が育成されていないという課題があり、市場型金融の拡大は思うように実現していない。

(b) 証券仲介業の創設

上記の「証券市場の改革促進プログラム（証券市場の構造改革第2弾）」を受けて、2004年の改正証券取引法では、銀行等による証券仲介業務（現在は金融商品仲介業務）を解禁した。銀行等では原則として株式や社債の注文を自身で取次ぐことはできない。しかし、この仲介業務により銀行等の店舗において、投資家が株式や社債などの売買を注文し、銀行等がこれを証券会社等に仲介することが可能となった。ただし、投信の窓販と比べて、証券仲介業務の拡大は緩慢なことは否めない。

(5) 証券税制の見直し～証券投資の活性化を志向

個人による証券投資は、投資金額が大きくなりがちなことから、税制の影響を受けやすいと考えられる。ゆえに、市場活性化を目指す手段として、税制変更が用いられる。1990年代後半以降、とくに個人の証券税制について、頻繁に変更が加えられた。

まず、市場の活性化を目指し、取引コストの軽減が図られた。具体的には、有価証券取引税、取引所税といった取引課税についての見直しが行われ、1998年に有価証券取引税、取引所税の税率が半減された後、1999年には廃止された。

次に、個人が得る有価証券譲渡益（キャピタルゲイン）に対する課税制度の見直しも頻繁に行われた。1999年度税制改正で、源泉分離課税方式の2001年3月末での廃止が決定され、その後、一旦は、廃止時期が2003年3月末に延期された。しかし、2001年11月の税制改正により、源泉分離課税は2002年12月末で廃止し、申告分離課税への一本化が決まった。

この2001年11月の税制改正は、「貯蓄から投資へ」の理念を踏まえ、新しい証券税制の基本的枠組みを構築するものであった。すなわち、国民が安心して証券市場に参加できる環境の整備を図り、もって証券市場の構造改革に資するという観点から行われた税制改正であった。

この税制改正により、申告分離課税の税率については、2003年1月1日から3年間の間に、所有期間が1年を超える上場株式等を譲渡した場合、10%とされた。あわせて、譲渡損失の繰越控除制度も導入された。この改正で目玉となったのが、一定の期間に購入し、譲渡した上場株式等に関して、購入額（取得対価の額）が1,000万円に達するまでの譲渡益を非課税¹⁵とする緊急投資優遇措置である。

機能を中核とする、すなわち、市場金融モデルが産業金融モデルよりも上位に立たせるとする金融システム。

¹⁴ 専門性の高い金融機関が資金提供者と市場、市場と資金調達者をつなぐ取引形態。

¹⁵ 2005年から2007年までの間に証券会社等を通じて譲渡した場合に非課税となった。

翌 2002 年度税制改正では、源泉分離課税廃止により生ずる個人投資家の確定申告の事務負担を軽減する目的で、特定口座制度（申告不要制度）が創設された。もっとも、特定口座で徴収される税額は所得税のみで、個人住民税は別途納付¹⁶することとなっていた。

さらに、2003 年度税制改正では、2003 年 1 月 1 日から 2007 年 12 月 31 日までの間に、譲渡した上場株式等の所有期間に関係なく、すべての上場株式等を譲渡した場合における譲渡所得等に係る税率について、10%が適用されることとなった¹⁷。また、2003 年の 1 月から 3 月までの特定口座での源泉徴収税率は所得税 15%だったが、改正により、徴収しすぎた部分については、証券会社から年末に還付されることとなった。さらに、2004 年からは特定口座で個人住民税も源泉徴収されることとなった。

そして、2008 年度税制改正では、2009 年から上場株式等の配当（株式投資信託の分配金を含む）と譲渡損の損益通算が可能となった。

（6）金融商品取引法～新たな金融秩序への対応を図る

金融技術の進展等を背景に、既存の利用者保護法制の対象となっていない新たな金融スキーム（集団投資スキームなど）が出現するようになり、また、日本の市場の魅力をさらに高めるために市場法制等の整備が求められた。

2006 年 6 月に「証券取引法等の一部を改正する法律」等が成立し、証券取引法が金融商品取引法に改正された。ビッグバンによる改革が、既存の業態別規制を前提とした見直しであったのに対して、金融商品取引法は、業態別規制も対象とした横断的な見直しであった。

金融商品取引法では、規制対象となる有価証券やデリバティブ取引の範囲が拡大され、規制対象の業務や商品を横断化させることや、リスク商品の説明義務など行為規制を整備することを通じて、利用者が安心して投資を行える環境が整備された。また、投資家の属性を特定投資家と一般投資家に区分することで行為規制の柔軟化を図った。

さらには、市場の公正性・透明性を向上させ、日本市場に対する信頼を回復させるため、公開買付制度・大量保有報告制度の見直しや四半期報告・内部統制報告制度の導入など上場会社による開示制度の拡充が実施された。

（7）会社法（商法）～資本市場の活性化と規律付け

バブル崩壊後、会社法は資本市場の活性化を図るために規制緩和が行われる一方で、企業のコーポレート・ガバナンスを強化するための改正もめまぐるしく行われた。

2001 年 6 月には、株式市場の活性化のためのインフラ整備や企業再編の容易化（合併等の場合に新株を交付する代わりに自己株式を交付することを認める）という政策的観点などから、

¹⁶ ただし、証券会社から市区町村に上場株式等取引報告書が提出されたため、住民税の申告は不要であった。

¹⁷ 2004 年からは、公募株式投資信託の収益分配金に対する税率も 10%となった。さらに、外国籍公募株式投資信託の譲渡損益、国内籍公募株式投資信託の譲渡損益についても、特定口座の対象となった。

金庫株が解禁された。また、一定の場合にのみ発行が認められていたストック・オプションに関しては、2001年11月の商法改正により誰に対してでも発行できるようになった。これにより経営者や従業員は、より革新的な技術や商品・サービス等を求めて努力することが期待された。

他方で、コーポレート・ガバナンスを強化すべく、株主代表訴訟の容易化（1993年）、大会社について、監査役の半数以上を社外監査役とすることを義務付け、社外監査役の要件も厳格化（2001年）、委員会等設置会社制度の導入（2002年）など行われた。

2005年6月に成立した新会社法では、最低資本金規制が撤廃され、最低資本金の規制を受けない株式会社の設立が可能となった。これにより、起業の促進、さらには経済の活性化が期待された。また、新しい種類の組織形態として、合同会社（LLC）が創設された。多様な種類株式の発行も可能となった。

他方で、機関設計の自由化を図り、公開会社¹⁸や大会社¹⁹には、一定以上の厳格な会社形態を採用することを義務付け、それ以外の会社には、柔軟な会社形態の選択を可能にした。その上で、すべての大会社に対し、内部統制システム²⁰の一環である業務の適正を確保するための体制の構築の基本方針を決定することを義務づけること、株主総会における取締役の解任決議要件を特別決議から普通決議に緩和すること、主に中小企業で利用されることを想定した会計参与制度の新設など、コーポレート・ガバナンス確保のための措置が講じられた。なお、昨今の上場会社のコーポレート・ガバナンスについては、会社法のみならず取引所規則等によっても強化されている。

新会社法は旧有限会社法と一体化して制定されたため、中小企業を含めた株式会社をその対象としている。このため、定款で定められる範囲が広範にわたることから、上場会社に対する規制としては不適合という批判もなされている。

（8）本節のまとめ

バブル崩壊以降の制度改革により、資本市場に関する制度は、形式的には先進諸国並みであるという評価がなされている。しかし、株式市場が低迷していることもあり、個人金融資産は依然として市場に向かっていない。また、市場からの資金調達を銀行からの借り入れに対する調整弁程度に捉える企業の考え方も依然として変わっていないという指摘もある。制度改革では資本市場を活性化できないほどの経済状況の悪化があったと言えるかもしれないが、いずれにせよ、日本の金融市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場にするというビッグバンの意図は達成したとは言えない状況である。これまで概観した個々の制度改革の目的自体は誤りであるとは言えないが、結果としてその目的は達成されていない。その原因の究明と対

¹⁸ すべての種類の株式について譲渡制限がある株式会社以外の株式会社。

¹⁹ 最終事業年度の貸借対照表上の資本金の額が5億円以上または負債の合計額が200億円以上の株式会社。

²⁰ 内部統制システムの議論のきっかけは、大和銀行ニューヨーク支店事件である。この事件では、取締役が内部統制システムの構築に関し、任務懈怠行為があったかどうかが問われ、取締役は自ら法令を遵守するだけでは十分でなく、従業員が会社の業務を遂行する際に違法な行為に及ぶことを未然に防止し、会社全体として法令遵守経営を実現しなければならないことが判示された。

策を明らかにするには、さらなる深度のある調査分析が必要である。

(鳥毛 拓馬)

図表 2-4-1 1989 年以降の資本市場における制度改革の経緯

年	出来事
1989 年	4 月 株式等の譲渡益を原則課税。26%申告分離課税と譲渡代金の1%(95年から1.05%)の源泉分離課税選択制に。公社債は原則非課税。株式等の有価証券取引税を軽減(96年、98年にも軽減) インサイダー取引規制導入 6 月 大証、株価指数オプション取引を開始 10 月 東証、株価指数オプション取引を開始 12 月 日経平均株価 38,915 円 87 銭の史上最高値を記録
1990 年	4 月 証券会社の自己資本比率規制の導入 投資顧問業者の厚生年金基金の資産運用への参入 5 月 東証に国債先物オプション取引導入 12 月 公開買付制度全面改正、大量保有報告書制度導入
1991 年	3 月期 先物取引、オプション取引及び市場性のある有価証券に係る時価情報の開示が導入 10 月 証券保管振替機構、業務開始 改正証券取引法成立(損失補填の禁止、一任勘定取引の禁止など) 11 月 郵便貯金預入れ限度額引上げ(700 万円から 1000 万円に)
1992 年	6 月 金融制度改革法公布(銀行等による子会社形態での証券業務参入解禁など) 7 月 証券取引等監視委員会発足 8 月 総合経済対策発表(公的資金等の株式運用規制緩和など)
1993 年	4 月 金融制度改革法施行 6 月 商法改正 ・社外監査役制度・監査役会制度の導入 ・社債発行限度額廃止、社債管理会社制度導入 ・株主代表訴訟の容易化(手数料定額化(1 件 8,200 円))
1994 年	2 月 先物・オプション市場にサーキット・ブレーカー制度導入 4 月 株式委託手数料自由化開始(売買代金 10 億円超、98 年 4 月に 5000 万円超、99 年 10 月から完全自由化) 10 月 自己株式取得規制の緩和 預金金利完全自由化
1995 年	5 月 日経 300 株価指数連動型上場投資信託(300 投信)の上場
1996 年	1 月 社債発行規制の完全撤廃、適債基準廃止 2 月 中期国債先物取引を開始 4 月 時価発行公募増資の規制撤廃(利益配分ルールの廃止) 厚生年金基金の運用規制緩和 11 月 橋本首相が「日本版ビッグバン」を指示
1997 年	4 月 トレーディング勘定への時価会計導入 5 月 商法改正(ストックオプションの解禁) 6 月 独禁法改正により持株会社解禁 証券取引審議会、金融制度調査会、保険審議会、日本版ビッグバンの実現を目指す報告書を提出 金融監督庁設置法公布 7 月 株券(個別株)オプション取引導入(東証・大証) 9 月 未上場株・未登録株の投信への組入れ解禁 10 月 証券総合口座の導入 11 月 東証、立会外売買取引制度導入 三洋証券、山一証券破たん、北海道拓殖銀行破たん 資金運用審議会懇談会「財政投融资の抜本的改革について」を公表 12 月 金融持株会社の解禁 大蔵省が預金・金融債などの全額保護を表明(2001 年 3 月まで)
1998 年	1 月 厚生年金基金の運用規制撤廃 3 月期 店頭デリバティブの時価情報開示導入

	<p>4月 外為法抜本改正(事前届出⇒事後報告に)</p> <p>6月 東証、電子立会外システム(ToSTNeT-1)導入 金融システム改革法成立 金融監督庁発足</p> <p>7月 適時開示情報伝達システム(TDnet)稼働開始</p> <p>8月 東証、ToSTNeT-2 導入</p> <p>12月 取引所集中義務撤廃、私設取引システム(PTS)の導入 銀行の投信窓口販売の導入、証券会社の免許制から登録制への移行、証券会社の専業義務撤廃、証券デリバティブの全面解禁 会社型投信、私募投信の導入 投資者保護基金の創設</p>
1999年	<p>4月 東証、立会場廃止 有価証券取引税・取引所税の廃止</p> <p>10月 銀行等の証券子会社の業務制限廃止 ラップ口座解禁 株券売買委託手数料完全自由化 株式交換・移転制度導入</p> <p>11月 東証がマザーズ市場開設</p>
2000年	<p>3月期 連結決算中心へ移行</p> <p>5月 大証、ナスダック・ジャパン市場創設→2002年ヘラクレスに改称 財政投融资改革 資金運用部資金法改正法成立(2001年4月1日施行)</p> <p>7月 金融庁発足</p>
2001年	<p>3月期 退職給付会計導入、時価会計導入、ヘッジ会計導入、クロス取引の売却益計上禁止</p> <p>4月 会社分割制度導入 大証が株式会社化 金融商品販売法施行</p> <p>5月 東証、株券等の資金・証券同時(DVP)決済導入</p> <p>6月 EDINET 稼働</p> <p>7月 ETF 上場 会計基準の設定主体として企業会計基準委員会(ASBJ)が創設</p> <p>8月 金融庁、「証券市場の構造改革プログラム-個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて」を公表</p> <p>9月 不動産投資信託(REIT)東証に上場 持ち合い株式への時価会計の導入</p> <p>10月 自己株式取得の解禁、単元株制度・1株当たり純資産額規制の撤廃 確定拠出年金導入</p> <p>11月 東証が株式会社化</p>
2002年	<p>1月 銀行等保有株式買取機構設立</p> <p>4月 確定給付年金法施行 厚生年金基金の代行返上可能に 商法改正 ・譲渡制限会社の授権資本枠制限の廃止 ・新株予約権の創設 ・種類株式に関する制限の大幅緩和 ・会社関係書類等の電子化、株主総会の議決権行使等の電子化 定期性預金などのペイオフが解禁</p> <p>5月 大会社の監査役のうち半数以上を社外監査役に、株主代表訴訟の見直し、取締役の責任軽減</p> <p>6月 証券決済システム改革法成立</p> <p>7月 日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会「金融システムと行政の将来ビジョン」公表 郵政公社化関連4法成立</p> <p>8月 金融庁、「証券市場の改革促進プログラム」公表</p> <p>10月 金融再生プログラム公表 ・新たな公的資金制度(金融機能強化法) ・企業再生強化 ・資産査定厳格化 →不良資産をDCF法で評価 ・自己資本充実(繰延税金資産算入厳格化) ・ガバナンス強化(優先株の普通株への転換ガイドライン整備)</p> <p>11月 日銀による銀行株保有株式買入開始</p>
2003年	<p>1月 金融機関顧客本人確認法(マネーロンダリング対策法。現「犯罪収益移転防止法」)施行</p>

	<p>上場株式等の譲渡益を10%申告分離課税。配当の源泉税率も10%(申告不要)に。譲渡損は3年繰越可能、特定口座を導入</p> <p>3月 個人向け国債発行開始</p> <p>4月 委員会等設置会社(現委員会設置会社)の導入 日本郵政公社発足</p>
2004年	<p>1月 公募株式投資信託の源泉税も10%(申告不要)、譲渡損益は特定口座の対象に 有価証券の上場先物・オプション取引を20%申告分離課税に</p> <p>3月 物価連動国債発行開始</p> <p>4月 証券会社等の主要株主規制導入、証券取引所持株会社の解禁、証券仲介業の創設 大証が上場</p> <p>6月 改正社債等振替法成立(上場会社の株券電子化決定) 改正証券取引法成立(銀行等による証券仲介業務解禁など)</p> <p>9月 郵政民営化の基本方針閣議決定</p> <p>12月 金融庁、「金融改革プログラム-金融サービス立国への挑戦」を発表 ジャスダック取引所創設(旧店頭売買有価証券市場)⇒2008年12月に大証が買収</p>
2005年	<p>4月 証券会社に対する最良執行義務を導入 ペイオフ全面解禁</p> <p>5月 経済産業省・法務省の買収防衛指針公表</p> <p>6月 会社法成立(2006年5月施行) ・機関設計の柔軟化 ・種類株式の拡充 ・大会社等に対する内部統制システムの基本方針の決定義務 など</p> <p>9月 東証1部 売買高過去最高の36億9800万株</p> <p>10月 郵政民営化関連6法成立</p> <p>11月 政策金融改革の基本方針公表</p> <p>12月 金融審議会、「投資サービス法(仮称)に向けて」報告書公表 行政改革の重要方針閣議決定(政策金融機関再編の基本方針、商工中金・政策投資銀行の完全民営化)</p>
2006年	<p>1月 マル優の対象を障害者・寡婦のみに 日本郵政株式会社発足</p> <p>3月期 固定資産の減損会計強制適用</p> <p>5月 行政改革推進法成立</p> <p>6月 東証、上場制度総合整備プログラム策定</p> <p>9月 東証、上場制度整備懇談会設置</p>
2007年	<p>5月 三角合併解禁 日本政策金融公庫法成立(5政府系金融機関統合)</p> <p>8月 東証が持株会社化 ASBJ、IASBとのコンバージェンスに向けた東京合意公表</p> <p>9月 金融商品取引法施行 ・集団投資スキームを金融商品取引法の対象に ・販売勧誘規制の見直し(プロ・アマ区分、書面交付義務、不招請勧誘規制等の導入) 改正信託法施行 ・受託者の義務、受益者の権利行使の規定整備 ・信託の併合分割導入 ・受益証券発行信託、限定責任信託、自己信託の創設など</p> <p>10月 東証の自主規制法人発足</p> <p>11月 東証、流動性基準見直し、特設注意市場銘柄制度導入 全国証券取引所、売買単位の100株統一の方針を発表</p> <p>12月 金融庁、「金融・資本市場競争力強化プラン」を公表</p>
2008年	<p>4月 四半期報告制度の導入</p> <p>6月 ファイアウォール規制の緩和等を含む金融商品取引法等の改正が可決・成立</p> <p>7月 東証、議決権種類株式の上場制度を整備</p> <p>9月 リーマン・ブラザーズ破たん</p> <p>10月 空売り規制の強化を内容とする「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令」が公布</p> <p>11月 大証がコロケーション・サービス開始</p> <p>12月 債券の時価会計一部緩和(2010年3月期まで) EU、日本の会計基準をEUのIFRSと同等と評価</p>
2009年	<p>1月 株券電子化実施 上場株式等の配当(株式投資信託の分配金を含む)と譲渡益の損益通算可能に</p>

	<p>2月 日銀、銀行保有株の買取再開決定</p> <p>3月期 内部統制報告書制度適用</p> <p>5月 東証がコロケーションサービス開始</p> <p>6月 プロ向け市場として TOKYO AIM 取引所創設 企業会計審議会、IFRS 導入に向けたロードマップ公表 金融 ADR 制度の創設</p> <p>8月 第三者割当規制など導入 FX 取引にロスカットルール、レバレッジ規制を導入</p> <p>11月 株主総会の議決権行使結果開示の要請</p> <p>12月 独立役員の選任義務付け(2010年定時総会から適用) 郵政株売却凍結法成立</p>
2010年	<p>1月 東証の株式売買システム arrowhead 稼働</p> <p>3月期</p> <ul style="list-style-type: none"> ・IFRS の任意適用開始 ・有価証券報告書での役員報酬開示 ・保有株式開示(いわゆる持合い開示) ・臨時報告書での株主総会の議決権行使結果開示(義務化) <p>4月 「売出し」の定義見直し</p> <p>5月 証券会社に対する連結規制・監督の導入など</p> <p>7月 金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ可能に 投資信託の交付目論見書の簡素化 米国金融規制改革法成立</p> <p>8月 FX のレバレッジ規制強化</p> <p>10月 大証、ジャスダックとヘラクレスを統合、「新ジャスダック」発足</p> <p>12月 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公表</p>
2011年	<p>4月 個人の店頭デリバティブ取引を原則、不招請勧誘規制の対象に、店頭 CFD 取引を含む有価証券関連店頭デリバティブ取引にレバレッジ規制導入</p> <p>5月 「プロ向け市場制度」に基づいて TOKYO PRO-BOND Market 開設</p> <p>6月 企業会計審議会、IFRS 導入の是非等について検討開始</p> <p>11月 東証と大証が経営統合で合意</p> <p>12月 会社法制見直しに関する中間試案公表 公募増資等公表後の空売り規制導入</p>
2012年	<p>1月 店頭デリバティブ取引、20%申告分離課税に</p> <p>4月 新株予約権無償割当てによる増資(いわゆるライツオフアリング)の規制整備 改正郵政民営化法の成立</p>

(出所) 各種資料より大和総研作成

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 ～資金需要と供給の同時停滞～

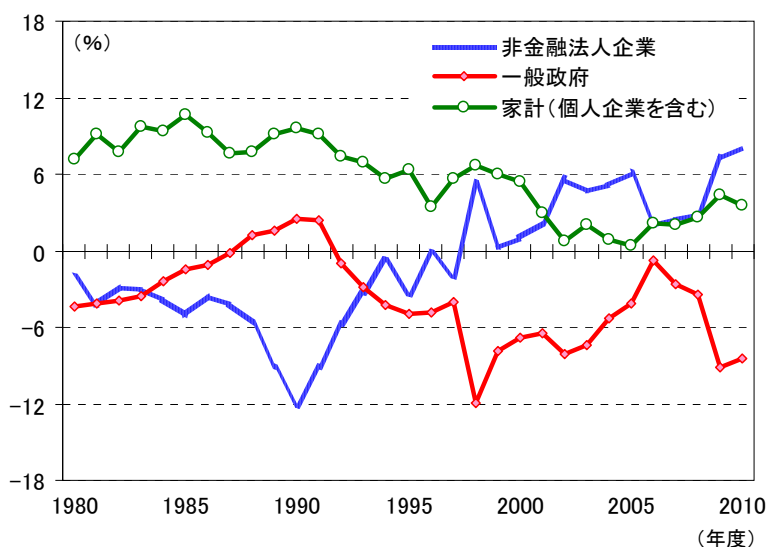
資本市場の機能は「資金を調達したい」という主体と、「資金を運用したい」という主体を結びつけることである。裏を返せば、資金需要と運用需要、どちらが欠けても資本市場は有効に機能しない。本節では、「失われた20年」をマクロ経済的な視点から概観し、資本市場が停滞した背景を探ることとする。

(1) 資金需要者側からの視点（企業）

(a) バブル崩壊を機に企業の資金需要が低迷

経済成長をもたらすエンジンの一つとして、企業の設備投資がある。企業は成長するために設備投資を行うが、そのために資金を必要とする。しかし、各主体別の資金過不足の推移を過去からみていくと、1990年代半ば以降、現在に至るまで、企業は全体として資金余剰の状態が続いている（図表3-1-1）。代わりに資金不足となっているのは一般政府である。企業の資金調達が低迷する一方、一般政府の資金調達は増加が続いている。一般政府の資金調達とは、すなわち国債の発行であるが、国債発行ばかりが増えて民間の資金調達が停滞している状況がここに表れている。

図表 3-1-1 主体別の資金過不足 対名目 GDP 比



(注) 1980年度～2000年度までは平成12年基準、2001年度以降は平成17年基準。

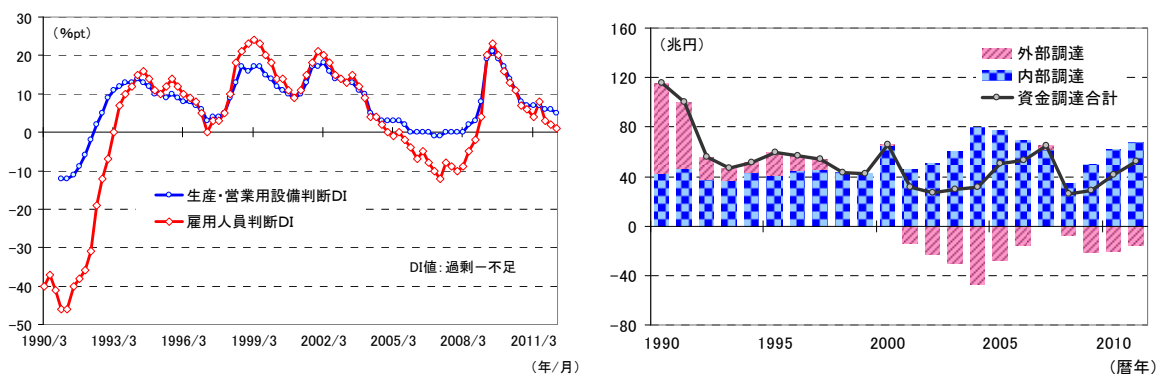
(出所) 内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

1980年代末から1990年代初め、企業は事業拡大や本業以外への金融資産投資（いわゆる“財テク”）を積極的に行った。しかし、バブル崩壊以降、株式や不動産などをはじめとする資産価格の下落が続き、企業は“3つの過剰（負債・設備・雇用）”を抱えることになった。1990年代において“3つの過剰”の整理は企業の重要課題となり、新たな設備投資を控えたり、借

入れを返済したり、解消に向けての動きは 2000 年代半ばまで続き、10 年以上の時間を要した²¹ (図表 3-1-2)。

“3つの過剰”を抱えた企業は、新たな設備投資は控え、借入れを返済してきた。企業が設備投資に対して消極的になった結果、外部からの資金調達（借入や社債発行・増資など）は減少（返済）が続いている（図表 3-1-2）。企業部門全体として、外部からの資金調達は行わず、内部調達（内部留保等）で資金繰りを行っているのが 1990 年代半ばから現在までの状況である。

図表 3-1-2 生産・営業用設備判断DI・雇用人員判断DI（左図）と企業の資金調達状況（右図）



(注) 外部調達は資本・資本準備金・社債・借入金の前年比増減額。内部調達は内部留保額・減価償却費。

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、財務省「法人企業統計」より大和総研作成

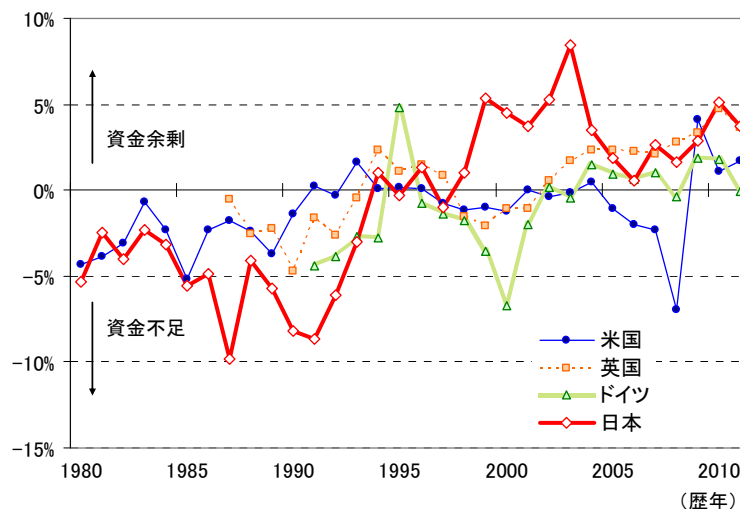
(b) “3つの過剰”解消後も増えない企業の資金需要

しかし“3つの過剰”解消後も国内需要の伸び悩みや円高、東日本大震災といった国内要因に加え、サブプライム・ローン問題に端を発する世界金融危機、欧州債務問題など海外情勢の不透明感もあり、企業の設備・雇用は再び過剰感が強まっている。また、企業の資金調達にも積極化の兆しは見られない。

2000 年代後半における企業の資金需要の伸び悩みは、それまでのような日本独自の“3つの過剰”解消の頃とは異なり、他の先進国に共通してみられる事象である。図表 3-1-3 に見られるように、企業における資金過不足は英国においては 2000 年代前半、ドイツでは同年代半ば、米国では同年代後半からそれぞれ資金余剰に転じている。

²¹ 内閣府の「平成 17 年度年次経済財政報告（経済財政白書）」において「バブル崩壊以降、日本経済は3つの過剰問題が成長の大きな制約となってきた。それは過剰雇用、過剰設備、過剰債務であり、これらはほぼ解消したと考えられる。」と記載されている。

図表 3-1-3 非金融法人企業の資金過不足 対名目 GDP 比

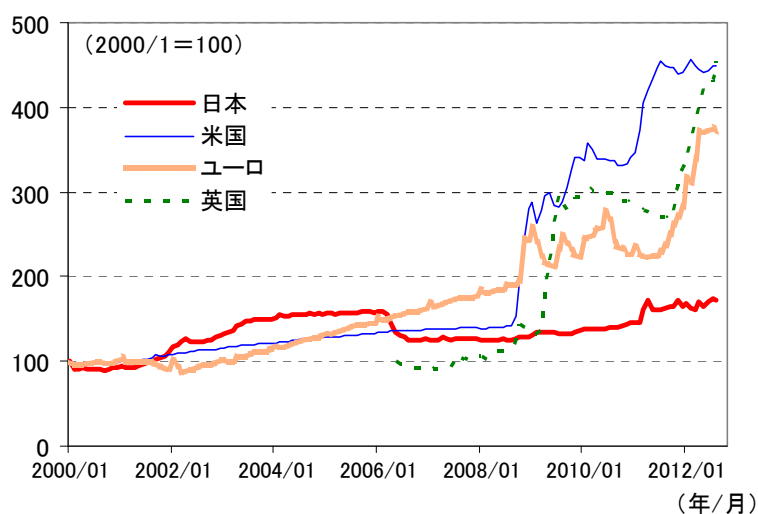


(注) 日本以外は個人企業を含んだ数値。

(出所) Haver Analytics、イギリス国家統計局、日本銀行「資金循環統計」より
大和総研作成

サブプライム・ローン問題に端を発する世界金融危機以降、先進国は軒並み金融緩和を強めており、市中に出回る資金量は大幅に増加している(図表 3-1-4)。金融緩和の結果、金利も低下しており、企業の資金調達コストも併せて低下している。資金調達しやすい環境ではあるものの、先進国の経済回復は鈍い。投資も金融危機前の水準には戻っていない(図表 3-1-5)。新興国経済は相対的に堅調であるため、先進国から新興国への直接投資は堅調な回復をみせているものの、勢いはやや低下気みである(図表 3-1-6)。これらを合わせ考えると、2000 年代後半以降の企業の投資鈍化・資金需要停滞は、各国固有の要因よりも、世界経済全体の先行き不透明感や、世界の銀行部門で進んでいるデレバレッジの影響が大きいと言えそうだ。

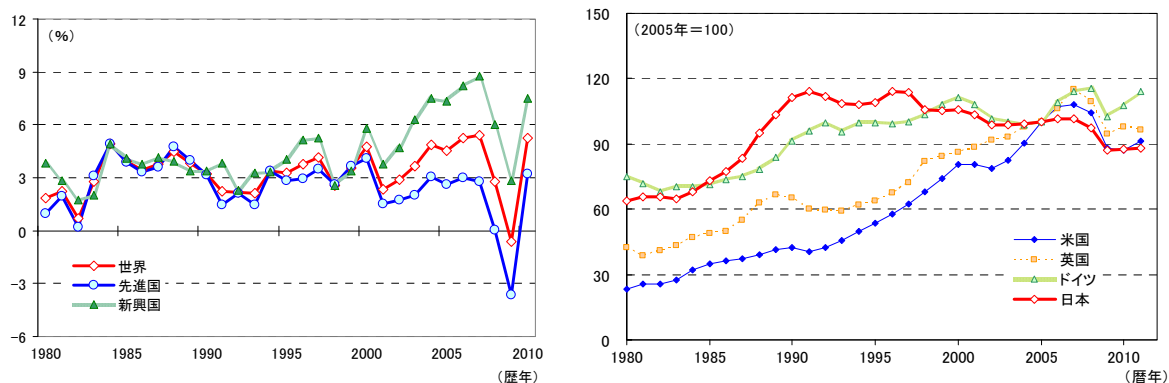
図表 3-1-4 各国のマネタリーベース



(注) 英国は 2006 年 5 月を 100 としている。

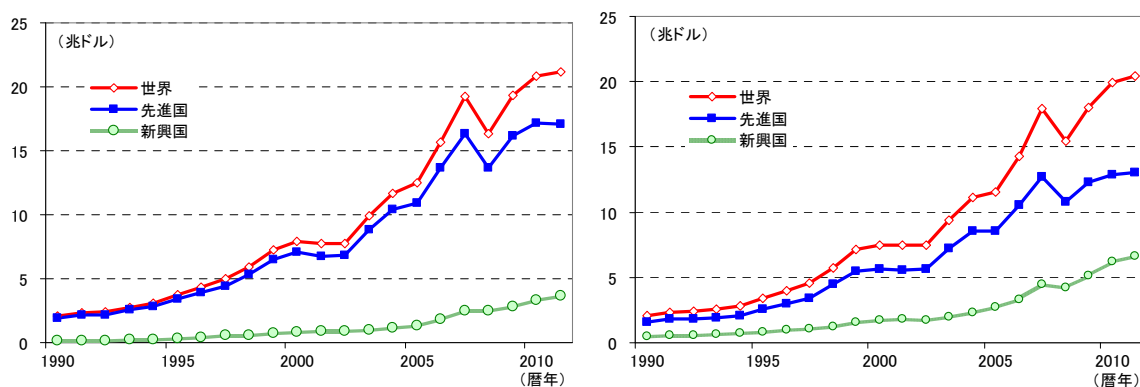
(出所) 日本銀行、FRB、ECB、イングランド銀行より大和総研作成

図表 3-1-5 実質 GDP 成長率（左図）および総固定資本形成（実質）（右図）の推移



(出所) IMF「World Economic Outlook Database」、Haver Analytics より大和総研作成

図表 3-1-6 対外直接投資残高（左図）および対内直接投資残高（右図）



(注) 集計のタイミング等により、対外直接投資残高と対内直接投資残高の合計値は一致していない。

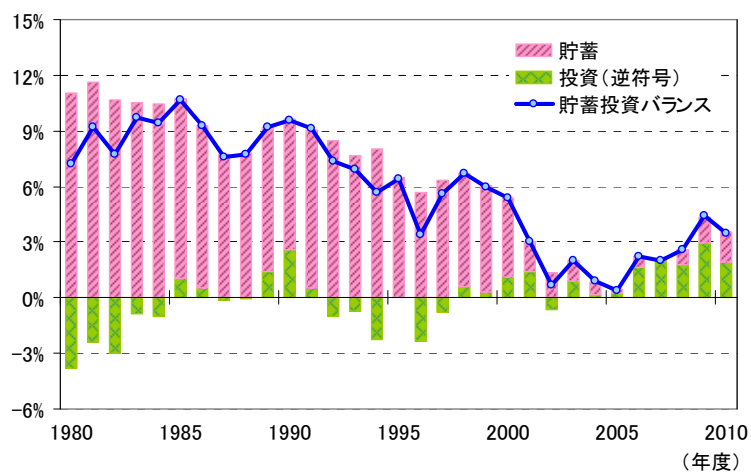
(出所) UNCTAD より大和総研作成

(2) 資金供給者側からの視点（家計）

(a) 少子高齢化に伴う将来への不安

日本における資金供給主体は家計部門である。家計は直接、または金融機関を通して間接的に、資金需要主体（企業や政府など）に資金を供給してきた。しかし、過去と比べると家計の資金供給主体としての役割は低下しつつある。2000年代後半に家計の貯蓄超過幅が拡大傾向にあるが、これは、家計における投資（住宅や土地の購入など）の減少によるところが大きい（図表 3-1-7）。

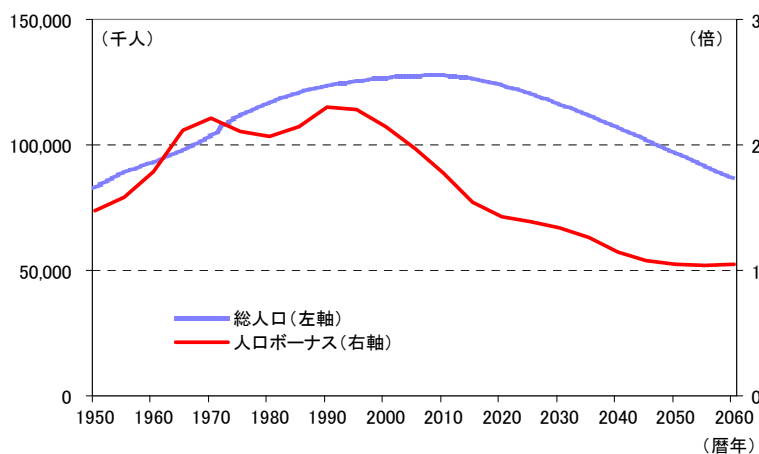
図表 3-1-7 家計の貯蓄投資バランス 対名目GDP比



(注) 1980年度～2000年度までは平成12年基準、2001年度以降は平成17年基準。
 (出所) 内閣府「国民経済計算」より大和総研作成

家計の貯蓄超過が今後も続くかは不透明である。というのは、生産年齢人口と従属年齢人口の比率は1990年台前半をピークにすでに低下を始めており、このまま少子高齢化に伴う労働人口の減少が続けば、消費が所得（収入）を超過する世帯が増え、貯蓄できる世帯が相対的に少なくなっていくことが予想されるためである（図表 3-1-8）。

図表 3-1-8 日本の総人口と人口ボーナス



(注) 人口ボーナスは生産年齢人口（15歳～64歳）を従属人口（15歳未満および65歳以上）で割った数値。2012年以降の総人口、2015年以降の人口ボーナスは推計値。

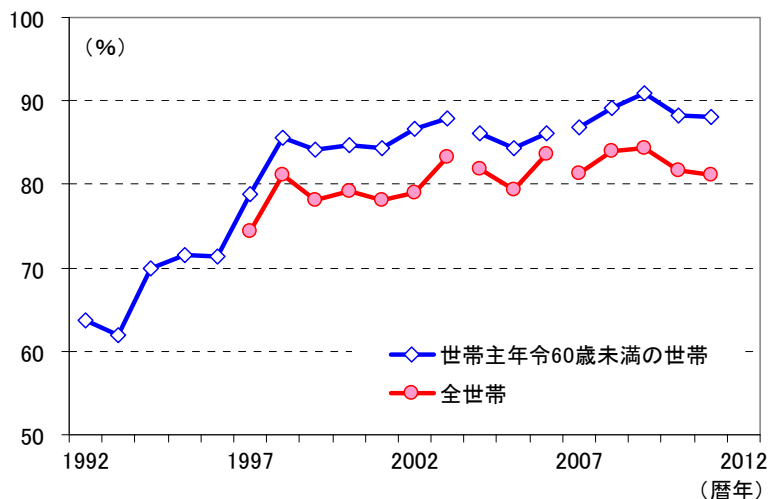
(出所) 国際連合、国立社会保障・人口問題研究所より大和総研作成

金融広報中央委員会の「家計の金融行動に関する世論調査」によれば、8割強の世帯が「老後の生活が心配である」と回答し、そのうちの約7割がその理由を「十分な金融資産がないから」と回答している²²。また、世帯主年齢60歳未満の世帯に関しては、近年特に不安感が強まって

²² 平成23年調査結果より。（二人以上世帯調査および単身世帯調査。）

いるようである。同世帯の1992年時点では老後の生活について心配であるとの回答が6割程度であったのに対し、2011年では9割近くが心配であると回答している（図表3-1-9）。

図表3-1-9 老後の生活が心配であると回答した比率



(注) 二人以上世帯の数値。調査方法の見直し等により、2003年調査と2004年調査の間、2006年調査と2007年調査の間においてデータが不連続となっている。

(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

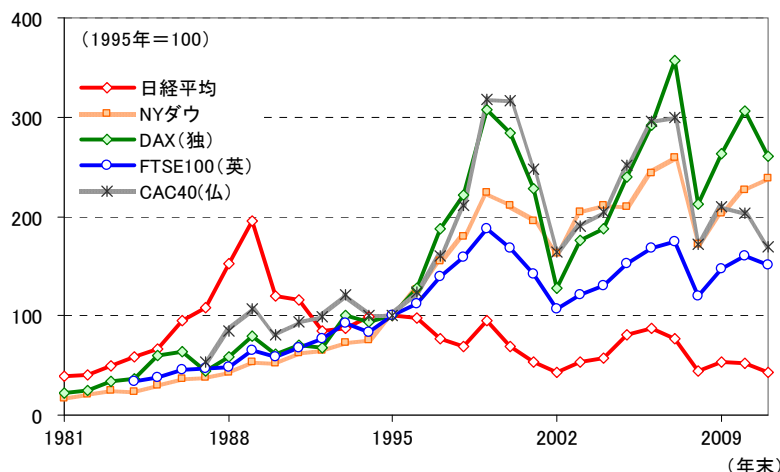
心配であると回答した理由としては、十分な金融資産がない、年金や保険が十分ではない、ということが多く挙げられているが、特に近年回答の割合が増えているのは、年金や保険に対する不安である。

(b) リスク許容度が低下

世帯における将来への不安の高まりの背景が、十分な金融資産がないことや年金・保険に不安があることであるならば、資産運用により金利や配当収入などを得るインセンティブが働くはずではある。しかし、多くの世帯はリスクを回避する傾向にある。先述の調査においては約8割の世帯が「元本割れを起こす可能性があるが、収益性の高いと見込まれる金融商品」について「そうした商品を保有しようとは全く思わない」と回答している。

日本株式市場は過去20年を通じて下落傾向にあり、世界の中でも株価指数の低迷が目立つ(図表3-1-10)。個別の銘柄をみていけば、上昇している銘柄も存在するのだが、自動車や電気機器、金融をはじめとした主力銘柄の多くが下落している。2000年代前半にはITバブルの崩壊、2000年代後半の世界金融危機の発生など、株式市場が大きく変動する局面も少なくなかった。家計が資金供給の役割を果たしていくことに当面変わりはないだろうが、資本市場活性化のためには、これまで以上に、家計のリスク許容度に応じた多様な供給経路が必要となろう。

図表 3-1-10 各国の株価指数

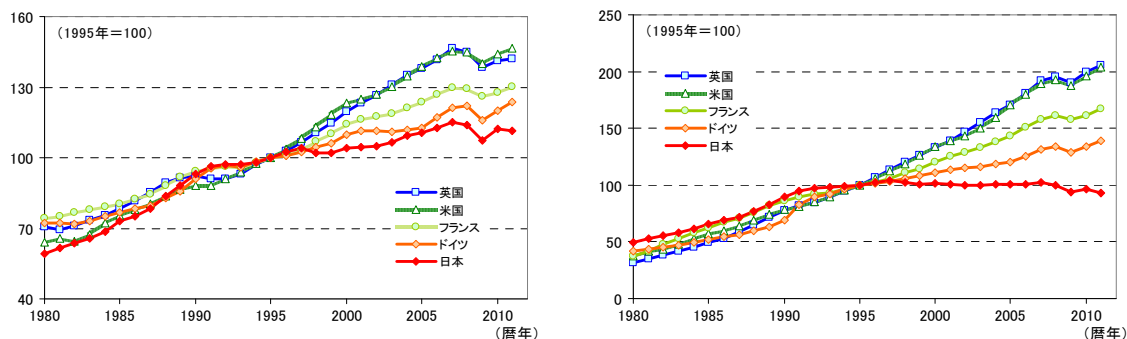


(出所) Bloomberg より大和総研作成

(3) 実体経済と資本市場の関係

バブル崩壊以降、日本の GDP 成長率は他の先進国と比べ鈍化した（図表 3-1-11）。株式市場は“経済の鏡”といわれ、将来的な成長が見込めれば資金を投じる投資家が増え、そうでなければ資金は引き揚げられてしまう。基本的には国の経済成長なくして株式市場の成長もない²³。

図表 3-1-11 各国の GDP (左図：実質、右図：名目)



(出所) IMF「World Economic Outlook Database」より大和総研作成

しかし、その“鏡”が正しく経済の姿を映していない可能性もある。日本においては戦後復興から高度経済成長期にかけて第二次産業が大きな役割を担った。しかし、1970年代以降は第三次産業が徐々にそのウェイトを高めており、現在は第三次産業がGDPの約7割を占めている。一方、株式市場の方をみると、第三次産業は東京証券取引所の市場第一部で時価総額の4割強を占めるに止まり、そのウェイトはむしろ1990年代半ばから低下している。現在でも第二次産業が大きな存在感を示している。新興企業を中心に、将来の高い成長が期待される企業が上場対象である東証マザーズにおいては、時価総額全体の約8割を第三次産業が占めており、現在の経済状況とも合致している。

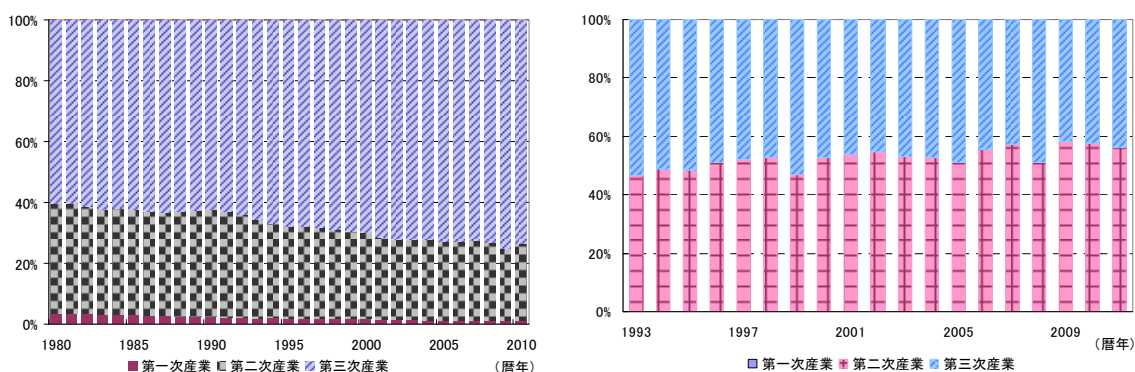
市場の指標が正しい“鏡”の役割を果たしていないとどうなるだろうか。例えば、リーマン・

²³ シンガポールや英国のように、金融を強化することにより経済成長を目指そうとする国もある。

ショック後、輸出製造業（第二次産業）が大幅に落ち込んだことを背景に日本の株価指標は激しく下落した。その指標を見て、投資家の萎縮も強まるという悪循環が起こった可能性も考えられるだろう。

ところで、2000年代の新興市場では、ライブドアショックをはじめ、様々な問題が噴出し投資家の信頼を失う場面もあった。しかし、こうした一部の企業の不祥事によって、将来性のある企業が株式市場から資金調達できない状態が続けば、日本経済にとってマイナスにしかならない。発行体、証券会社、その他すべての市場関係者によるモラルの維持・向上、そして投資家による長期的な企業育成の視点が、企業の成長、そして日本経済の発展につながるのではないだろうか。

図表 3-1-12 産業別名目 GDP 構成比（左図）および産業別東証一部時価総額構成比（右図）



(注) 名目 GDP 構成比に関しては 2000 年までは平成 12 年基準、2001 年以降は平成 17 年基準。

(出所) 内閣府「国民経済計算」、Quick より大和総研作成

(4) まとめ

本節では資本市場の低迷について、企業の資金需要が低迷していること、家計の資産運用が安全性を求める傾向にあること、また資本市場が経済実態を反映しきれていない可能性があることを述べた。

2000 年代後半における企業の資金需要低迷に関しては、日本独自のものというより先進国共通の事象である。一部に資金需要が活発な分野もあるが、全体として資金需要が回復するには世界経済に対する成長期待の回復が必要だろう。家計に関しては相対的に安全性の高い金融商品への誘導などが考えられるが、そもそも年金の持続性を含め老後の生活資金に不安が残ればリスク回避姿勢は続くため、資本市場のみで解決できる問題ではない。

一方、資本市場が経済実態を反映しきれていない可能性に関しては、第 2 章 3 節で述べられているように、ベンチャー企業へのリスクマネーの供給がネックとなり、可能性を秘めた企業であっても資本市場に参入できていない可能性がある。新興市場が厚みを増せば、その後市場第 2 部、第 1 部へと市場替えする企業が増える。将来性のある企業へ長期資金を供給するという、資本市場本来の機能を取り戻せるよう、市場関係者が同じ方向を向いて取り組んでいく必要がある。

(太田 珠美)

3-2. 金融機関行動が引き起こした影響

～適切なリスク・リターン関係の喪失～

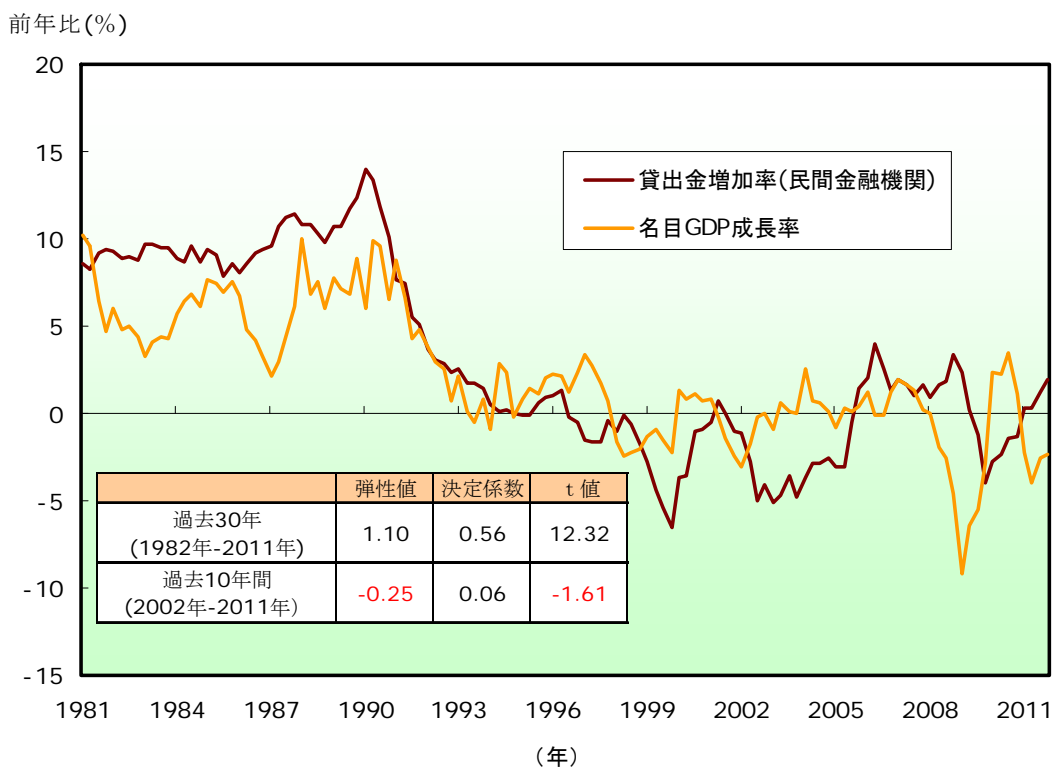
本節では、戦後日本の金融のメイン・プレーヤーであった、銀行を中心とした金融機関の行動が1990年代以降の資本市場に及ぼした影響について考えてみる。

(1) 金融構造の変化（資金需要と信用創造の弾力性の低下）

日本の戦後60年における“奇跡の経済発展”は、国内資本市場の拡大に大きく寄与したと言える。ただし1990年代初頭のバブル崩壊以降、邦銀はたぐい稀な成功の後始末として、膨大な不良債権を長期にわたって処理することを余儀なくされ、国内経済の長期停滞をもたらす大きな要因となった。この過程における日本経済のバランスシート調整によって失った資本の多くは、メインバンク制の中で拠出された貸出資金であると位置付けられる。邦銀のコーポレートローン（企業向け貸出）の中には、実態として長期で返済を要しない「擬似エクイティ」の性格を有するものが少なくないと言われてきた。こうした実態は現在も継続していると捉えられるが、すなわち邦銀貸出の相当程度が、貸出先のリスクを十分客観的に捉えたものというより、リレーションシップバンキング（地域密着型金融）としての実態に近いと言える。貸出時にリスクに十分見合わない低金利が提示されたり、換金性に優れた土地担保を前提とした伝統的融資慣行が続けられていることが、未だに邦銀が低利鞘体質から抜け出せず、失われた20年を長期化させている要因とも言える。リスクに見合わないコーポレートローンが増加したとしても、邦銀の信用創造機能の回復にはつながらないため、実体経済の成長に寄与しにくい状況が継続したと考えられる。

それを確かめるため、過去の貸出市場動向を経年的にみると、貸出の動向と実体経済の成長の関係性が薄くなってきたことがわかる。図表3-2-1は、名目GDP成長率と貸出金（資金循環勘定における民間金融機関の貸出金）の前年比の関係を見たものである。過去30年間（1982年～2011年）という長期でみれば、貸出金増加率のGDP成長率に対する弾性値はプラス1.10であり、貸出金の増加は実体経済の拡大に寄与していたと捉えることもできる。しかしながら、2000年代に入ってから両者は逆方向に動くことがしばしば確認され、弾性値もマイナス0.25に転じている。これは1990年代後半以降、日銀のゼロ金利政策によって市中に流動性が十分満たされていたことから、銀行の信用創造が投資を刺激し景気循環を生み出すような経済状況になっていなかったという見方ができる。特に昨今、資金ニーズがあるのは、民間部門よりも公的部門である。公的部門向け貸出の多くは、長期固定で市場金利より更に低利であり、銀行の収益性が悪化する要因になっているといわれる。不良債権処理自体は2000年代前半で終了していたにもかかわらず邦銀の収益性が向上しなかったことも、経済の停滞を長期化させた要因の一つと言えよう。結果として、邦銀は信用リスクを取る事で収益をあげることが難しくなり、ある程度市場リスク、特に金利リスク（国債投資）を取りながら収益をあげるモデルに転換している。その結果、邦銀の国債保有残高は10年前には20兆円から30兆円であったが、現在は100兆円を超える水準にまで至っている。

図表 3-2-1 銀行貸出金増加率と名目 GDP 成長率の相関性



(出所) 日本銀行、内閣府より大和総研作成

(2) 株式市場の低迷

適切なリスク・リターンを考慮した銀行貸出が未発達な日本市場にとって、株式投資自体も大きな課題を抱えているといえよう。特に市場が効率的であるかどうか（適切なリスクに対するリターンが取れるか）の議論に関しては、日本の株式リスクプレミアム低下が最も関心が高いテーマとなっている。図表 3-2-2（上段）は、日本・米国・英国の一般的なビルディングブロック法（単純法）²⁴により株式の期待リターン（＝リスクプレミアム＋インフレ率）を作成したものである。確かに過去 40 年間の日本の状況であれば、リスクプレミアムから試算した期待リターンは 6.10%に達している。但し、過去 30 年間に計測すると 3.70%と低下し、バブル崩壊以降の過去 20 年では▲1.23%とマイナスに転じてしまう。リスクプレミアムがマイナスに転じた近年に、国内株式というリスク資産へ投資する根拠が見当たらないとの意見も多い。

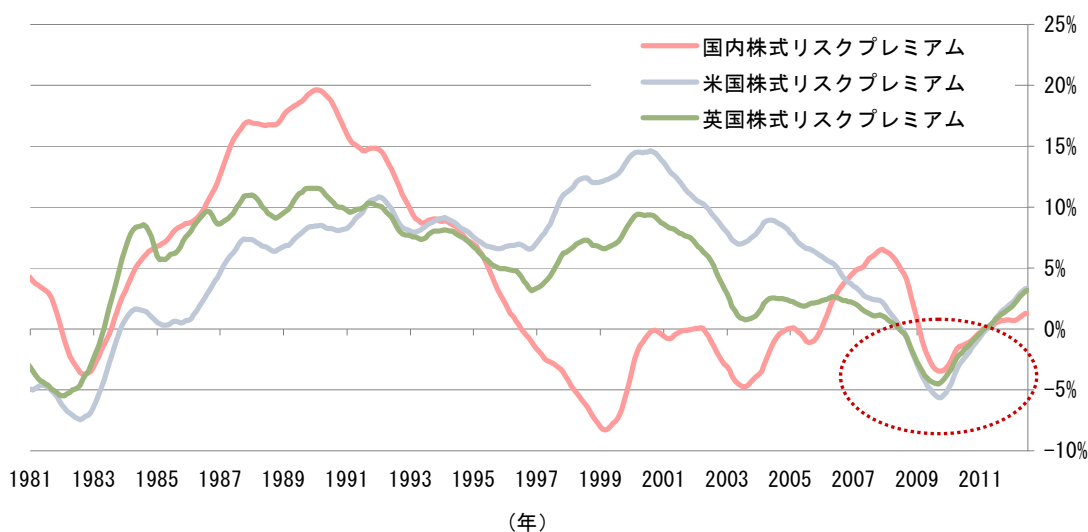
またこの状況は日本に限ったことではない。近年は、米国・英国の株式市場において、リスクプレミアムの低下が顕在化してきており、特に 2008 年のリーマン・ショック以降は日本と同様に一時的にリスクプレミアムがマイナスへと転じている（図表 3-2-2 下段グラフ参照）。これはリーマン・ショック以前の欧米の投資銀行が、本来のリスクプロファイルとは異なる金融商品を組成・提供したことにより、株式市場を含む資本市場においてリスク・リターンの関係が適切でない状態に陥ったことを意味するものと捉えられる。

²⁴ 国内株式、国内債券などのリスク資産に投資することは、短期金利以上のリスクを負担することへの対価、つまりリスクプレミアムの受け取りを要求しているとみなすことができる。資産クラスごとの名目リターンをリスクプレミアムとインフレ率（短期金利）の合計と定義するとき、ヒストリカルデータから単純に構成要素ごとのリターンを推計し、積み上げて作成する方法をビルディングブロック法（単純法）と呼ぶ。

図表 3-2-2 株式期待リターンとリスクプレミアムの過去 40 年、30 年、20 年の推移

株式期待リターン (円建て) リスクプレミアム	日本	米国	英国	3カ国 平均
	TOPIX	S&P500	FTSE	
過去40年：変動相場制移行前後以降 (1972年8月-2012年7月)	6.10%	5.01%	5.50%	5.54%
	3.50%	3.58%	3.24%	3.44%
過去30年：プラザ合意前後以降 (1982年8月-2012年7月)	3.70%	7.04%	5.50%	5.41%
	3.04%	6.80%	5.26%	5.04%
過去20年：バブル崩壊以降 (1992年8月-2012年7月)	▲1.23%	5.80%	3.12%	2.57%
	▲1.27%	5.11%	2.99%	2.28%

※株式期待リターン (円建て) = リスクプレミアムにインフレ率と為替変化率を加味したもの



(出所) 大和総研作成

日本の株式市場のリスクプレミアム低下に関しては、先に述べたような邦銀によるリスクを軽視した融資行動が一因として指摘される。資金調達側の企業にとって、本来は株式やメザニン（株式と借入の中間）で調達すべき場合でも低利のコーポレートローン（銀行借入）を利用できるため、実行に移された株式調達の中には、本来想定される以上に高いリスクを内包しているものが含まれる可能性がある。特に、最近の日本企業の株式調達の中には、ROEを高めるための成長資金を獲得する増資という本来の目的でないものも少なくない。資金余剰となった上場企業が企業価値の向上を軽視した資本政策を実行した結果、株式リスクプレミアムの低下が加速し、投資家の不信へと繋がった可能性もある。その結果、株式市場では投機的なリスクを追い求める投資家の割合が高まり、未だ、株式投資＝投機のイメージが払拭しきれていない状態とも言える。

こうした中、長期投資を前提とした適切なリスク・リターンを求める年金基金、生損保等は、国内株式市場への不信感を募らせ、それが昨今の政策資産配分における国内株式比率の低下につながったとも言えるだろう。また安定投資家の減少は、株式市場のボラティリティを上昇させると言われている。結果として、時価会計へシフトした邦銀の政策株式保有をも減少させ、国内投資家不在の状況を加速させたとも言えよう。

(3) 政策金融改革の論点

戦後の復興期においては、国家政策として石炭、鉄鋼等の重厚長大型の基幹産業へ重点的に資金配分が行われた。これは他の産業への波及効果を狙った政策であり、それを後押しするため様々な専門の政策金融機関が設立された。特にその代表となったのは、戦後、日本経済と産業の発展・活性化のため、時々の政策課題に応じる形で主に長期資金の提供を実施してきた日本開発銀行（1951年設立）と、重要資源の海外における開発及び取得の促進を行ってきた、日本輸出銀行（1950年設立：1952年日本輸出入銀行に改称）だろう。その後、日本開発銀行は、北海道東北開発公庫（1956年設立）と一切の権利・義務を承継する形で1999年に設立された日本政策投資銀行へと轉身し、また日本輸出入銀行は海外経済協力基金（1961年設立）と合併し、1999年に統合する形で発足した国際協力銀行に姿を変えていった。

しかしながら2006年に進められた「官から民へ」の政策金融改革（通称：小泉改革）により、8つの政策金融機関の組織・機能を再編成し、2008年に民業補完に徹する新たな体制がスタートした。その改革内容とは、①中小零細企業・個人の資金調達支援、②国策上重要な海外資源確保、国際競争力確保に不可欠な金融、③円借款の3つの機能に限定し、それ以外は撤退することが決定した。存在意義も含めて大きく変革を求められた形である。そして再編により、日本政策投資銀行と商工組合中央金庫は完全民営化、公営企業金融公庫は廃止することが決定した。また国際協力銀行、国民生活金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫及び沖縄振興開発金融公庫は必要な機能のみを残して日本政策金融公庫に統合され、国際協力銀行の海外経済協力業務は、国際協力機構（JICA）に承継された。

既に国全体として資金不足であった高度成長期とは異なり、市中での民間金融機関からの調達も十分（むしろ資金需要が生まれてない）であり、社債や株式等、様々な資金調達が可能である現在において政策金融の存在意義が問われている。民間金融機関が飽和した日本市場にて、民業圧迫の批判も伴い、時代遅れや制度疲労と批判された政府系金融機関に簡素で効率的な経営を実現することが求められたのである。また、この一連の改革により政策金融機関から民間大手銀行（メガバンク）への金融市場のイニシアチブの移転が鮮明に示されたとも言える。政府系金融機関は存在意義を新たに見出す必要が出てきたのである。

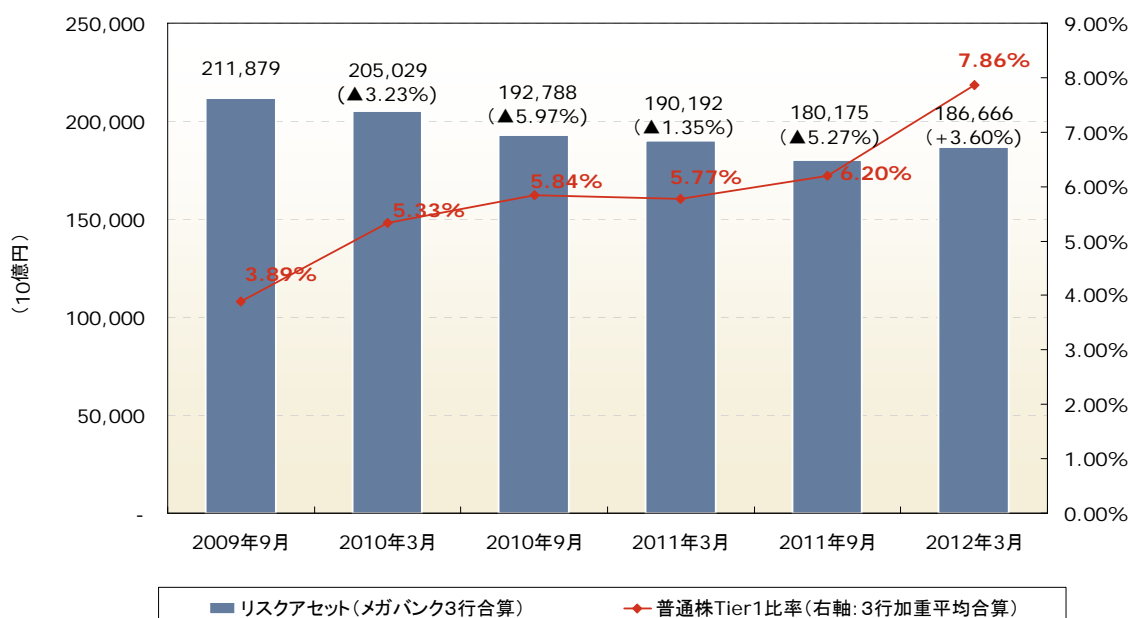
(4) グローバル金融危機以降の金融構造（攻めに転ずる邦銀、姿を変える政策金融）

2000年前後に時代を謳歌した欧米の投資銀行は、欧州債務危機を契機にデレバレッジ、資産削減が主要なテーマとなっている。その一方で邦銀は、金融危機の影響も欧米の金融機関に比較して軽微であったため、既に資本回復の目途をつけ、新たな融資先を国外に求めつつある。邦銀の海外進出は、80年代から90年代初頭のバブル景気の頃にも大きな流れがあった。当時は、円高や、米国銀行の財務力の脆弱化などを背景に海外貸出を拡大させていった。20年の時を経て、欧州銀行の資産売却に対する有力な買い手として、再び存在感を高めつつある。

邦銀の財務状況の良好さは数値からも確認できる。図表3-2-3では2009年9月以降のメガバンク3行の合計のリスクアセット金額と、普通株式等Tier1比率を示している。この間におけ

る公募増資の実施や、与信コストの低下を受けた内部留保の拡大により、3行の普通株式等 Tier1 比率の平均値は、2009年9月の3.89%から2012年3月には7.86%まで改善した。さらに、資金需要の低迷やグローバル金融危機の影響を受けて進んだ信用リスクの削減に伴うリスクアセットの低下傾向も、2011年下期に底を打っている。リスクアセットが精査され、資本にも厚みが生まれたことで、邦銀優位の状況が訪れたと言えるであろう。特に欧米の投資銀行では、金融危機後は間接金融への回帰が優勢となっているが、邦銀の場合は、預金を中心とした間接金融への依存度を下げることが、日本の金融システムにおいて、重要となる。シンジケートローンや、投資信託販売等といった非金利（市場型間接金融）ビジネスへシフトし、役務取引を拡大させることがこれからの20年の課題とも言える。

図表 3-2-3 メガバンク 3 行のリスクアセットと普通株式等 Tier1 比率の増減



(出所) 各行資料より大和総研作成

また、政策金融機関もその姿を変えつつある。2008年に新たな体制にて歩み始めたが、直前のグローバル金融危機や、2011年の東日本大震災等の危機が発生し、一旦は、民営化へと舵を切った流れを再考する動きが生じている。未曾有の経済・金融の混乱からの回復に万全を期するため、各政策金融機関の改革は、当初想定されたシナリオ通りには進んでいない。現在でもなお、民間金融機関との共存を図りつつ、これまでとは異なる形で長期資金供給の役割を果たす姿を模索しつつあると言える。たとえば国際協力銀行（JBIC）では、昨年5月に施行された新JBIC法のなかで、本邦企業の海外M&A等向けの支援（投資金融）や、国内銀行経由での海外進出を希望する企業への融資（ツーステップローン等）等、様々な機能改革が行われた。その中で民業補完への動きも活発となっており、特にM&A分野においては、2012年度末まで延長が決定した「円高対応緊急ファシリティ」の活用が活発化する可能性がある。JBICはメガバンク

各行との M&A のクレジットラインを設定しており、欧州債務危機以降の欧州銀行のリスクオフの動きを積極的な M&A 機会ととらえた各行を支援している。特に本年 1 月には RBS の航空機リース事業に対して、三井住友銀行、三井住友ファイナンス&リース(SMFL)、住友商事が共同で買収する際に必要な資金の内、SMFL 及び住友商事側の買収資金(それぞれ、783 百万ドル及び 78 百万ドル)の協調融資を決定した事案はその代表例と言えるであろう。

(5) 間接金融（邦銀）における示唆

過去 20 年において、日本の金融構造は、ある意味、一つのサイクルを経験したと言える。ただし依然、企業の実態に対して低い金利での貸出が継続しており、外銀と比較して低利鞘の体質から抜け出せない状況である。さらに今後（これは全世界の銀行にも言えることであるが）、グローバル金融規制の流れが、信用リスクの保有を抑制する懸念もある。昨今のバーゼル銀行監督委員会が描いている金融規制のグランドデザインは、銀行を救済するインセンティブそのものを消すようなシステム設計と言える。普通株式等 Tier1 比率の導入など、資本の質の強化に伴い、融資姿勢がさらに慎重になる可能性が高い。

しかしながら、邦銀は各国金融機関よりも優位な立場にあるとも言える。なぜならば、新しい金融規制の各国の適用状況をみると、邦銀がスケジュールどおり対応している一方で、欧米（特に米国）金融機関の対応（資本調達、リスクアセットの精査）は遅れている。欧州債務危機等に起因する先行き不透明感から、規制強化に関しては消極的な姿勢が継続していると言える。邦銀は不良債権処理も一巡し、バーゼルⅡも地域金融機関を含めて画一的に実施したため、既にバランスシートの良い状態に回復している。昨今の邦銀の好調な決算も、この事実を証明していると言えるだろう。強固なリスクアセットと豊富な流動性預金を足掛かりに、邦銀が様々な分野で力を強めていく可能性も考えられる。

(6) 直接金融（専門証券会社）における示唆

邦銀が不良債権処理に追われていた過去 20 年の間でも、専門証券会社が企業金融分野で飛躍的にシェアを拡大することはなかったといえる。今後、不良債権処理から脱した邦銀が力を強めていくのであれば、直接金融が日本の金融市場において拡大する余地は限定されるかもしれない。もし、資本市場のさらなる発展が見込めないのであれば、別の形を模索する必要があるということだ。

直接金融を担うのが、日本では専門証券会社だとした場合、それが収益性を高めるためには、金利収入、非金利収入を問わず、ある程度、銀行市場（間接金融）を取り込むことも選択肢となり得るだろう。いうなれば、日本版ユニバーサルバンクへの道である。ただし、必要以上に高いレバレッジを追及することは、欧州で破綻しつつある投資銀行モデルと同じ末路も想起される。多くの投資家（市場参加者）の要求に応えつつ、過去に蓄積したリスク管理手法を活かした、新しい日本版ユニバーサルバンクの構築に期待してもよいのではないだろうか。

(7) 資本市場の改革に向けて（適切なリスク・リターン市場への模索）

そもそも近代の資本市場が構築された目的は、産業革命後の旺盛な資金需要に応えることにあったと言える。株式会社化での有限責任の導入は、当時の資金調達市場としては成功したと言えるだろう。しかし、資金需要が乏しい近年の日本において、同様の形で資本市場の活性化を期待しても限界を感じざるを得ない。これは何も日本に限った話ではない。欧米の状況を見てもリスクプレミアムが獲得できないことが明らかとなりつつある。

同様に、金融資本市場において限界を感じさせる動きは、金融規制当局等の求心力低下にも表れている。戦後、金融機能強化の目的で設立され、国際的な秩序を形成してきた IMF やバーゼル委員会の統率力が低下している印象も受ける。特に現在の銀行規制における規制資本（リスクベースによる計測）の概念の下では、金融機能の適正化、すなわち適切なリスク・リターンでの資本市場が形成され難いとの声も多い。不必要なバランスシートの膨張が適正なリスク計測の障害となっているのであれば、名目ベースでのリスク計測への回帰もひとつの選択肢とも言えるであろう。

今後は、資本市場に対して影響を及ぼす銀行（投資銀行）のポートフォリオをリバランス（方向性を軌道修正）し、適切なリスク・リターンを内包した資本市場が形成される必要があるといっても過言ではない。たとえば、適切なリスクを伴わない資金調達であれば、資本市場の参加者に対しても、有限責任というこれまでの考え方ではなく、より責任分担を広げる考え方もあり得る。また、資金余剰である状況なら、預金においてもマイナス金利という概念の導入も必要と言えるだろう。特に、余剰な資金が行き場を求めて、国債投資に傾斜する邦銀の状況は、実需の裏付けが無い中で不動産投資へ傾斜したバブル経済下の状況を連想させるため、なおさらとも言えよう。

間接金融、直接金融ともに市中での資金余剰が、わが国の金融機能の低下をもたらし、失われた 20 年を余計に長引かせたと言える。バブル崩壊以降、資本市場活性化の施策を政府は模索し続けてきたが、大きな効果があったかは疑問が残る。従来型の資本市場の活性化を求めるよりも、現代版の資本市場として再構築する発想を持つべきかもしれない。

（菅野 泰夫）

3-3. 公的金融システムが及ぼした影響 ～郵貯シフトが起こる背景～

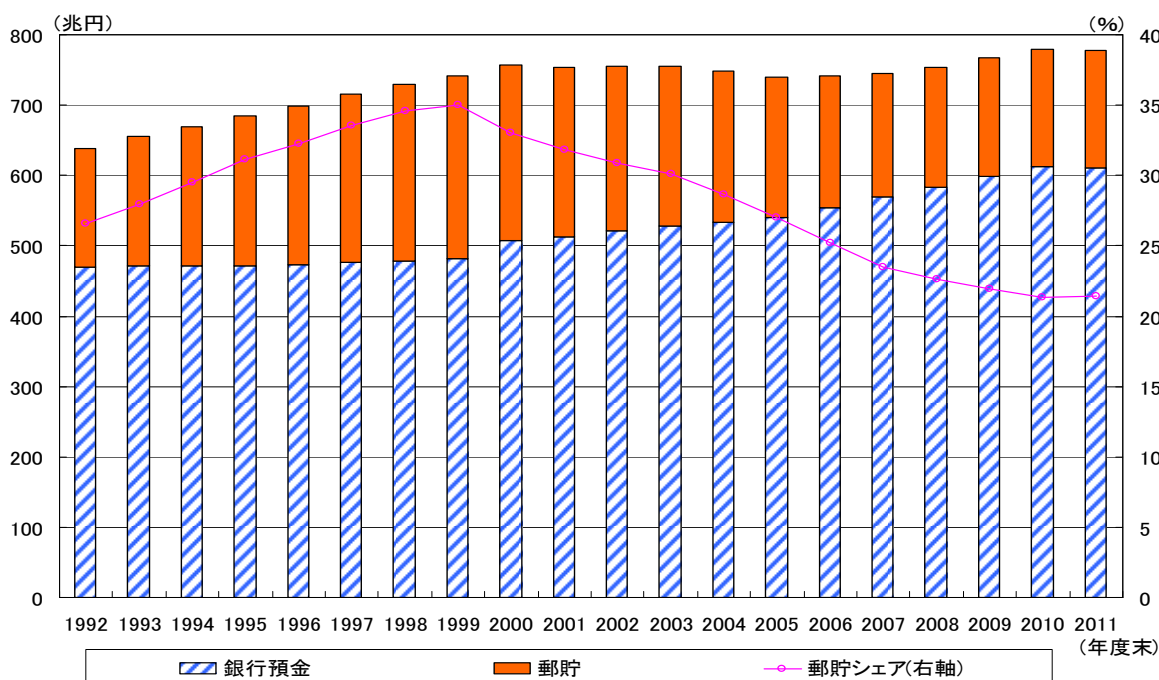
本節では、公的金融システムが資本市場に及ぼした影響を考えるにあたって、メイン・プレーヤーとして存在し続けてきた郵貯（現在ではゆうちょ銀行）に焦点を当てる。

郵貯は2001年3月までは財政投融资の主要な資金供給源であり、巨大な官製金融システムの中核を形成してきた。その結果、官から民への資金の流れを滞らせることとなり、資本市場に資金が流入しづらい状況をもたらしてきたと言える。その背景には、こうした巨大システムを維持するために、国民に金利面等で有利な貯蓄手段を提供し続けてきたことがあげられる。

バブル崩壊後、「失われた20年」の間に、郵政資金をめぐる外部環境は大きく変動した。第一に、バブル崩壊直後の金融システム不安における郵貯への資金回帰・集中、第二に郵貯の自主運用開始、第三に小泉政権における郵政民営化、第四に2009年の政権交代時における郵政民営化凍結法の成立、第五に2012年4月27日の改正郵政民営化法の成立、という大きな5つのイベントがあった。政治的かつ経済的環境に大きく動揺したと言える。だが、改正郵政民営化法では持株会社（政府出資3分の1超）による郵貯・簡保株式の売却期限が明示されなくなったため、「暗黙の政府保証」（後述）が残存することが想定される。結果的に、郵貯は引き続き高い優位性を保つ可能性がある。

以下で、郵貯の優位性について過去の経緯を振り返り、その要因を整理する。論点として、「金利」という側面と、民営化前の「政府保証」と民営化後の「暗黙の政府保証」の側面から考察する。

図表 3-3-1 郵貯（ゆうちょ銀行移行後も含む）シェアの長期的な推移



(出所) ゆうちょ銀行、日本郵政公社、日本銀行より大和総研

(1) 郵貯の優位性

郵貯の優位性については、民間部門からの批判が続いてきた。郵貯と民間銀行が個人預金において競合関係であり続けてきたことが背景にある。

過去 20 年間の郵貯シェア（郵貯残高／＜郵貯残高+銀行預金残高＞）の推移をみると、1999 年度の約 35% をピークに低下傾向にある。1990 年代の信用不安を背景に上昇した後、2000 年代に入ると低下傾向に転じたが、いまだ 2 割以上のシェアを有している。

(2) 過去の「郵貯シフト」

では、郵貯がどれほど優位であったのかを、歴史的な観点から見てみる。1875 年の郵貯発足時まで遡ると、資金が大きく郵貯に流入した「郵貯シフト」は 3 度あった。郵貯に対する預金者の意識として、最終的に政府が貯金を保護するという共通認識が脈々と存在し続けていることが示されている。

① 昭和金融恐慌時（1927 年）

昭和金融恐慌により、民間金融機関に対する信認が低下し、預金者はパニックに陥り、預金引き出しという行動に出た。「昭和金融恐慌史」（高橋亀吉・森垣淑＜1968＞）によると、「普銀・貯銀勘定で二月末より四月末までにおよそ八億円近くの預貯金減がみられた」一方で、同じ期間で「郵便貯金は一億円以上、金銭信託は四千万円近く増加」したとしている。その後も郵便貯金残高は増加し、1927 年（昭和 2 年）末には 15 億円を超え、1928 年（昭和 3 年）6 月末には 17 億円に迫った。郵便貯金残高は、昭和金融恐慌直前である 1927 年 2 月末時点の約 12 億円から、1 年半で 4 割以上増加した。

こうしたことを踏まえると、普通銀行と貯金銀行の預貯金は、郵貯などのより安全性が高いほうに流れたものと推測される²⁵。前掲「昭和金融恐慌史」は「民衆が国家信用を再認識した」と断定している。

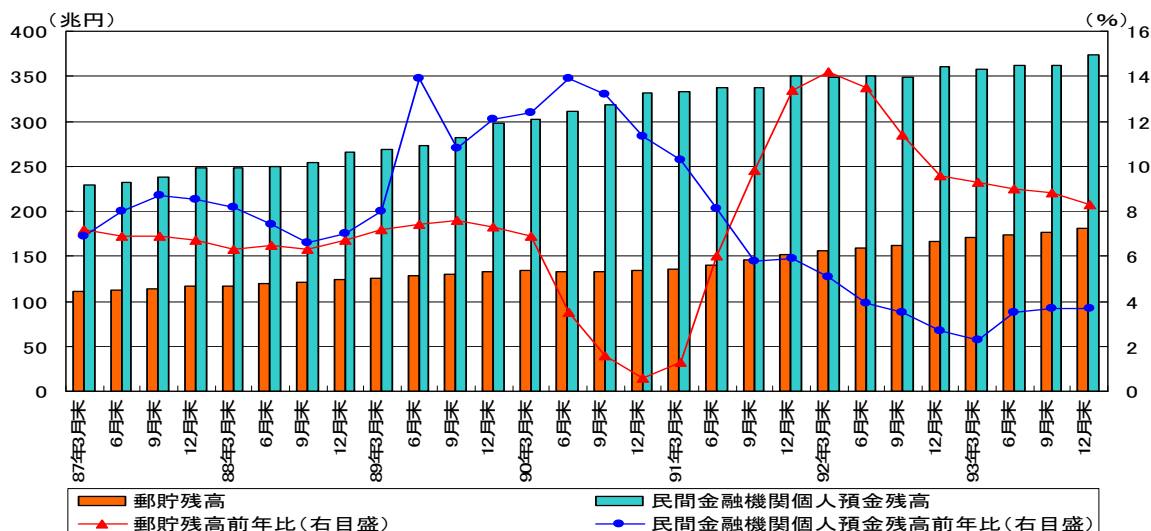
② 1988 年～1991 年にかけての 3 度の限度額引き上げ時

戦後最大の郵貯シフトは、1988～91 年にかけて郵貯の預入限度額が 3 度引き上げられた際に発生している。預入限度額は、88 年 4 月に 300 万円から 500 万円、90 年 1 月に 700 万円、91 年 11 月に 1,000 万円へと引き上げられた。これは、1980 年代初頭の高金利時代に大量に預けられた郵貯資金が、低金利を背景に流出することが懸念されたためであると言われる²⁶。特に、91 年 11 月の限度額引き上げが、郵貯シフトに拍車を掛けた。高金利時に特有の逆イールド現象（後述）が生じたこともあり、定額貯金の有利性が高まり、戦後最大の郵貯シフトが発生したと考えられる。

²⁵ また「昭和金融恐慌史」では、大銀行やそれらの同系列の信託、生保、損保などに預金がシフトしたことも指摘している。

²⁶ 西垣鳴人「郵貯 100 年戦争と現代の課題」月刊金融ジャーナル 2012 年 9 月号

図表 3-3-2 1980年代後半から1990年代初頭にかけての郵貯シフト



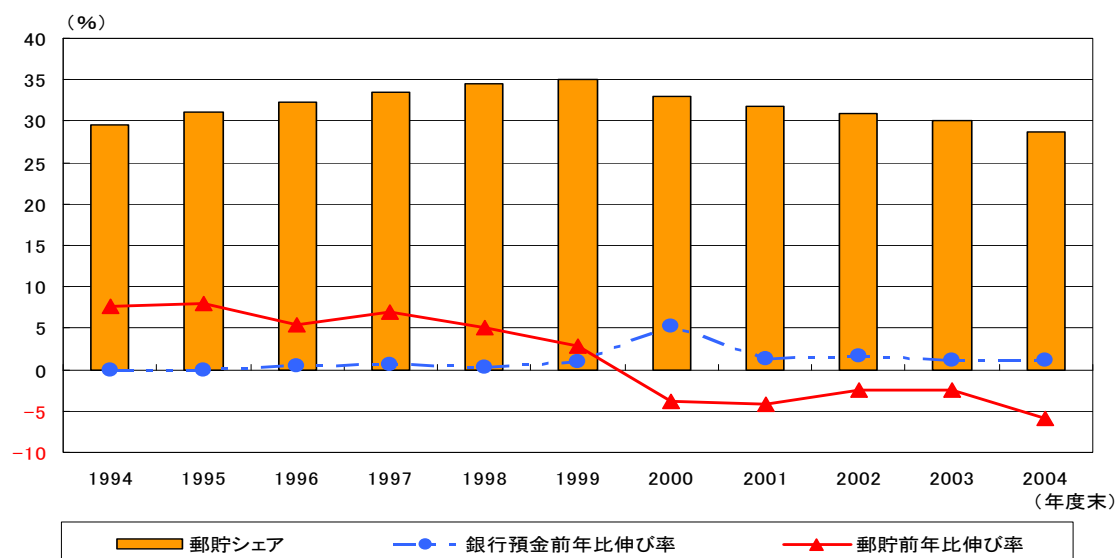
(出所) 「財政金融統計月報」(財務省財務総合政策研究所)より大和総研作成

③ 1990年代後半における金融不安

バブル崩壊後、日本の金融システムは一部機能不全に陥り、1990年代後半に金融機関の破綻が相次いで発生した。この金融危機は平成金融危機とも呼ばれているが、この間、政府は預金の全額保護の措置をとり、破綻金融機関の預金を受け皿である救済金融機関に引き継がせる措置を講じたものの、預金者の不安は抑えられず、民間から郵貯への資金シフトが発生した。金融情勢が不安定な環境下で、郵貯の「政府保証」が預金者に再認識されたと推測できよう。

なお、図表 3-3-3 では、2000年度以降郵貯残高が減少したことがわかる。これは、1990年代初頭における高金利の定額貯金の満期が集中したことに加え、民間金融機関の破綻処理が一巡したことによるものと考えられる。

図表 3-3-3 平成金融危機下における郵貯シフト



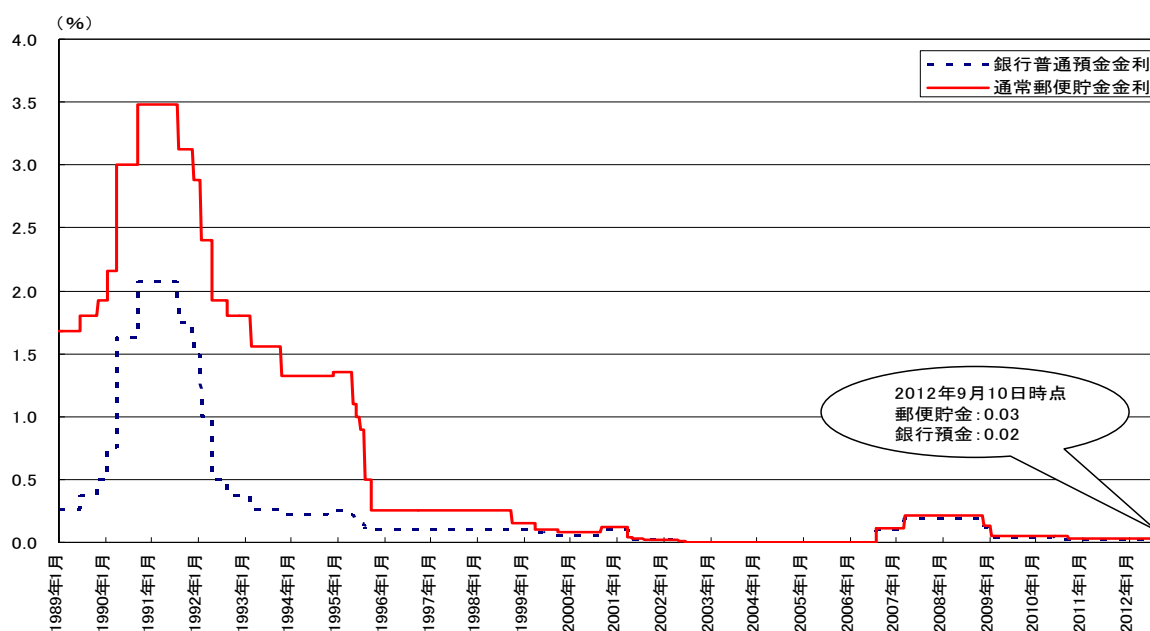
(出所) 旧郵政省、日本郵政公社、日本銀行より大和総研作成

(3) 郵貯シフトをもたらした要因

(a) 金利の優位性

郵貯シフトをもたらした要因の一つとして挙げられるのが、郵貯金利が銀行預金金利よりも有利になることが多いことである。郵貯金利の優位性について、かつて郵貯は法人税等の納税義務がなかった（ゆうちょ銀行発足以降は納税している）ことに加え、預金保険料も免除されていた（ゆうちょ銀行は、民営化後の定額貯金、通常貯金については預金保険料を支払っている）ことなど、官民の競争条件の差に基づくものであるとの指摘がある。過去 20 年間の両者の金利をみると、常に郵貯の通常貯金の金利が銀行の普通預金の金利を上回っていたことがうかがえる（図表 3-3-4）。

図表 3-3-4 郵貯の通常貯金金利と銀行普通預金金利の推移



(出所) 旧郵政省、日本郵政公社、日本銀行より大和総研作成

また、郵貯の大宗を占める定額貯金の金利決定ルールと、民間銀行預金金利の関係においても、過去の郵貯シフトを説明することができる。1992年12月以前、すなわち、規制金利体系下においては、定額貯金の利率（預入3年経過時点の利率）は民間の2年定期預金の利率と同一水準となっていた²⁷。このため、高金利時に逆イールド（長期金利が短期金利を下回る状況）が発生するときは、当初の金利で複利運用される定額貯金は、その有利性が一層高まったと指摘されている²⁸。

しかしながら、1992年12月以降、定額貯金の金利は脚注27の通りに設定され、たとえ複利

²⁷ これ以降の定額貯金の金利は、「民間金融機関の3年定期預金の金利×0.90～0.95」または「10年国債金利－0.5」と設定されていた（郵政省貯金局「定期預貯金金利及び定額郵便貯金の金利自由化について」1992年12月25日）。これにより、定額貯金の金利は国債金利よりも低い銀行金利よりも、さらに低く抑えられることになった。

²⁸ 高橋洋一『財投改革の経済学』（2007年）

でも魅力が薄れ、郵貯シフトは原理的に生じにくくなったと指摘されている²⁹。

なお、金利自由化以前における、郵貯金利と民間の銀行預金金利の差異は、かつての両者の金利決定方法に由来する。民間銀行の金利については、大蔵大臣は経済一般の状況に照らし、その金利変更が必要であると認めるときは、日本銀行政策委員会に、金融機関の金利の最高限度を定めさせ、またその定めた最高限度を変更あるいは廃止させることができた。この際、日本銀行政策委員会は、金利調整審議会（大蔵大臣の所轄に属し、大蔵省銀行局長、経済企画庁調整局長、日銀副総裁、金融界代表者、産業界代表者、学識経験者もって組織）に諮問しなければならなかった（臨時金利調整法第 2 条）。一方、郵貯金利については、郵政大臣が郵政審議会に諮問していた（旧郵便貯金法第 12 条）。そのため、両者の金利が併存するという、金利決定の二重構造が法制面において形成されていた。

（b）民営化前の「政府保証」と民営化後の「暗黙の政府保証」

民営化以前においては、旧郵便貯金法第 3 条で、政府は、郵便貯金として預入された貯金の払戻し及びその貯金の利子の支払に係る公社の債務を保証すると規定されていたことから、郵貯には明確に「政府保証」が付与されていた。

こうして「政府保証」が付与された有利な貯蓄商品の存在は、他の金融商品の選択を妨げる要因になった可能性がある。郵貯の優位性の歴史的経緯や現状における営業展開を踏まえると、民営化後のゆうちょ銀行においても、政府出資が残れば、それが「暗黙の政府保証」となり、他の民間金融機関とのイコールフットイングを損なう可能性がある。資本市場の観点からみれば、こうした貯蓄手段の存在は、リスク資金への流れを滞らせる一因にもなり得るだろう。

郵貯は、官業として営々と築き上げてきた利用者からの信頼や全国的な営業基盤と巨大な資金力を保持する金融機関であり続けてきた。今日においても、郵便局舎は全国に約 2 万 4 千局存在し、徒歩で利用できるユニバーサルサービス網の根幹となっている。因みにこれに並ぶものが小学校で、全国に約 2 万 2 千校存在する。すなわち、郵便局が小学校より近い存在になっていると言える。実証研究においても、郵貯が好まれている理由として、近所に店舗があるという利便性（店舗数）が大きな要因であるとの指摘がある³⁰。

（4）おわりに

本節では、歴史的に郵貯シフトの起こった要因について論点整理を行った。この中で、郵貯金利が民間銀行より優位性を持っていたことに加え、民営化以前の「政府保証」と、民営化後の「暗黙の政府保証」をとりあげた。両者の要因とも、ゆうちょ銀行が発足した後も残存していると考えられる。特に後者については、4 月 27 日に成立した改正郵政民営化法により、持株会社である日本郵政株式会社（政府出資 3 分の 1 超が義務付けられている）がゆうちょ銀行の

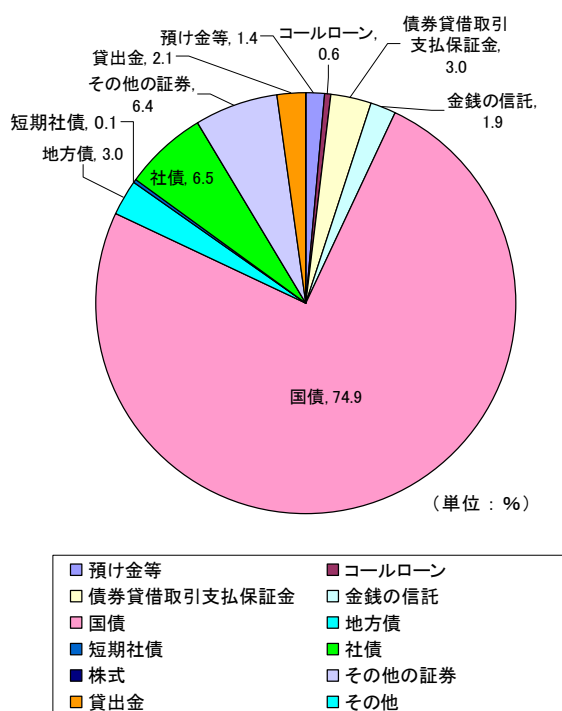
²⁹ 高橋洋一「財政投融资の経済分析」（2001 年『金融経済研究 別冊』）

³⁰ 吉野直行・和田良子「家計の金融資産選択行動のパネルデータ分析」（2000 年）

株式売却について、それまでの平成 29 年 10 月までの全株式売却義務から、「できる限りに早期に」とする売却期限を設定しない規定に緩和したために、「暗黙の政府保証」という要因が長期にわたり残存する可能性が高まった。これは、資本市場の円滑な発展において、一つの阻害要因が残ることを意味する。さらに、官から民への資金の流れが滞っている状況を象徴している国債偏重のポートフォリオ構成の再検討も必要ではないだろうか（図表 3-3-5）。郵貯に象徴される公的金融システムが包含する課題を洗い出し、見直しを行っていくことは、民間金融の活力を高めることにつながるであろうし、資本市場活性化においても、重要な論点となろう。

（島津 洋隆）

図表 3-3-5 ゆうちょ銀行の資金運用の現状（2012 年 3 月末）



ゆうちょ銀行の運用状況（2012年3月末）

（単位：億円、％）

区分	資産残高	構成割合
預け金等	26,719	1.4
コールローン	12,063	0.6
債券貸借取引支払保証金	57,788	3.0
金銭の信託	37,154	1.9
有価証券	1,759,533	90.9
国債	1,449,398	74.9
地方債	57,356	3.0
短期社債	1,810	0.1
社債	126,654	6.5
株式	9	0.0
その他の証券	124,306	6.4
貸出金	41,345	2.1
機構貸付	25,074	1.3
その他の貸付	16,271	0.8
その他	37	0.0
合計	1,934,640	100.0

注1：資産残高は、金融商品に関する会計基準に準じた評価額。
 注2：機構貸付は、「独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構」への貸付。
 注3：資産残高は、四捨五入していることから、合計は一致しない。

（出所）ゆうちょ銀行決算資料より大和総研作成

3-4. 政策立案における問題 ～環境変化に対応していない行動原理～

本節では、国の政策立案における問題点について検討する。日本の金融・資本市場の長期低迷は様々な要因が重なったものであるが、国際的な経済環境変化への認識不足、それに伴う適切な戦略の欠如といった政策立案における問題も多分に影響していると考ええる。

(1) 日本の立ち位置の変化や世界的な転換点への対応に関する認識の不足

20世紀最後の四半世紀に、日本は近代産業的観点で世界のフロントランナー群の一角に入った。明治維新以降、日本は欧米主要国を先行モデルとして、自国の実情に適合させつつ、経済産業政策を推進してきた側面がある。そうした先行モデルへの追随に有益な産業等に優先的に資金を投じる国家政策のもと、戦後のいわゆるメインバンクシステムを軸にした産業金融モデルが有効に機能したと考えられる。しかし、1970年代の二度の石油危機を乗り越えた辺りから、先行モデルと目すべき存在はなくなり、経済的活力を持続させるためには自ら新しい経済産業モデルを構築することが必要となった。そのための試行錯誤・模索の場として、資金面からは金融・資本市場が積極的に活用されるべきであった。しかし、金融・資本市場が本来備えているはずの目利き機能及び資金配分機能が十分に発揮されていなかったのではなかろうか。

また、アジア諸国をはじめとする新興国経済の台頭と東西冷戦終結といった大きな変化に対し、日本は自らの強みを活かせるように世界に働きかけを行うべきであったかもしれない。例えば、様々な国際的な金融規制や国際的な品質基準について、日本が国内で達成した成果を世界標準とするように積極的に活動しただろうか。それには、官民の連携が欠かせないが、日本では米国との長年の経済摩擦の反復効果からか、政府は積極的に民間ビジネスを支援することを躊躇う傾向にあったと思われる。官民が前向きに連携することが様々な経済的成果を生み出すことは明らかと考えられるが、経済摩擦を通じて日本の官民連携を批判していた米国も、別の局面では積極的に官民一体となって経済外交を推進している。

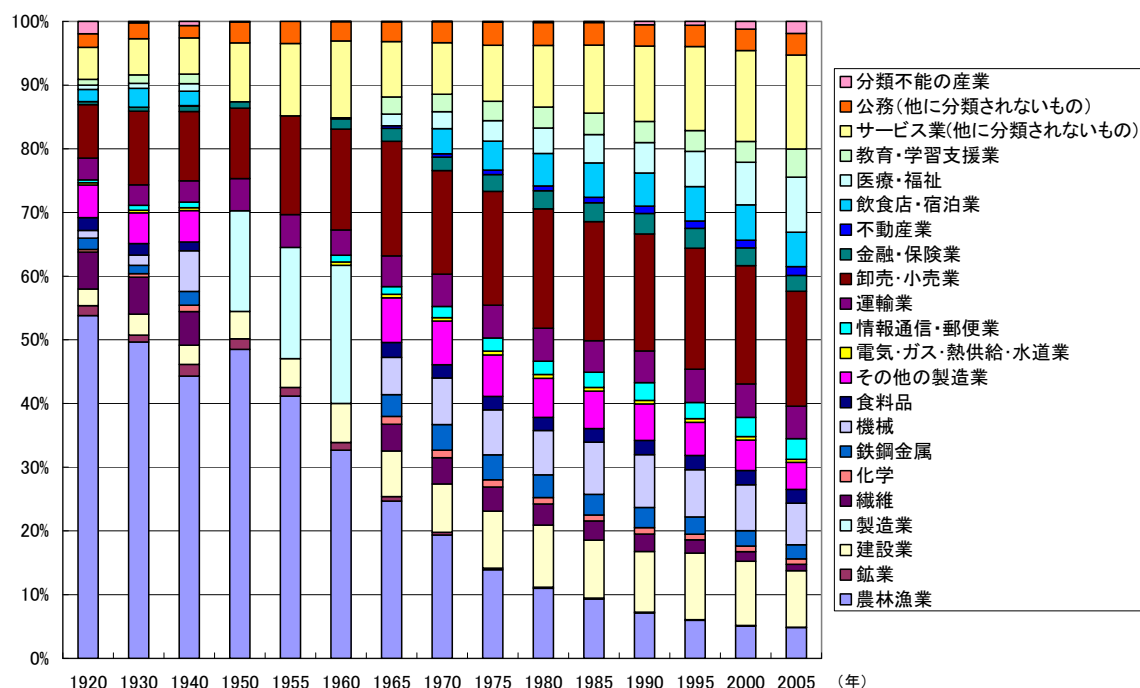
バブルの崩壊とそれに伴う不良債権処理に追われていたとはいえ、世界的な政治経済環境の変化に主体的に対応していかなかったことが、その後の日本における金融・資本市場の相対的な地位低下につながっている。そして、その相対的な地位低下が市場停滞の一因となる悪循環に陥っていると思われる。

新しい経済産業モデルを自ら構築することの必要性や、世界の中で日本が置かれている状況が大きく変わっていることへの認識不足が、その後の対応を遅らせてしまったといえよう。

なお、新興国経済の台頭及び東西冷戦終結は、世界経済全体にとって需要拡大をもたらすと同時に、新たな生産要素（労働、資本、土地（あるいは資源））による供給過剰をもたらした。後者の影響、いわゆるデフレが真っ先に顕著に現れたのが日本と言えるが、21世紀に入って、欧米諸国でも噴出しつつある。デフレの発端は供給能力過剰・有効需要不足であり、その認識

に欠けた構造改革が需給ギャップを一層拡大させる方向に機能した可能性がある³¹。

図表 3-4-1 産業別就業者数の比率



（注1）1970年以前は1970年国勢調査で用いられた産業分類、1975年と1980年は2000年国勢調査で用いられた産業分類、1985年以降は調査時点の産業分類によって組み替えたものを大和総研でさらに統合等している。

（注2）1950年、1955年、1960年は製造業の中分類以下のデータが示されていないため、「製造業」として図示している。同様に電気・ガス・熱供給・水道業、情報通信・郵便業、金融・保険業、不動産業、飲食店・宿泊業、医療・福祉、教育・学習支援業、分類不能の産業が示されていない年があり、該当年度ではそれらはサービス業（他に分類されないもの）として取り扱っていることとなる。

（出所）総務省「国勢調査」より大和総研作成

（2）停滞・衰退企業の単純な延命（先送り体質）

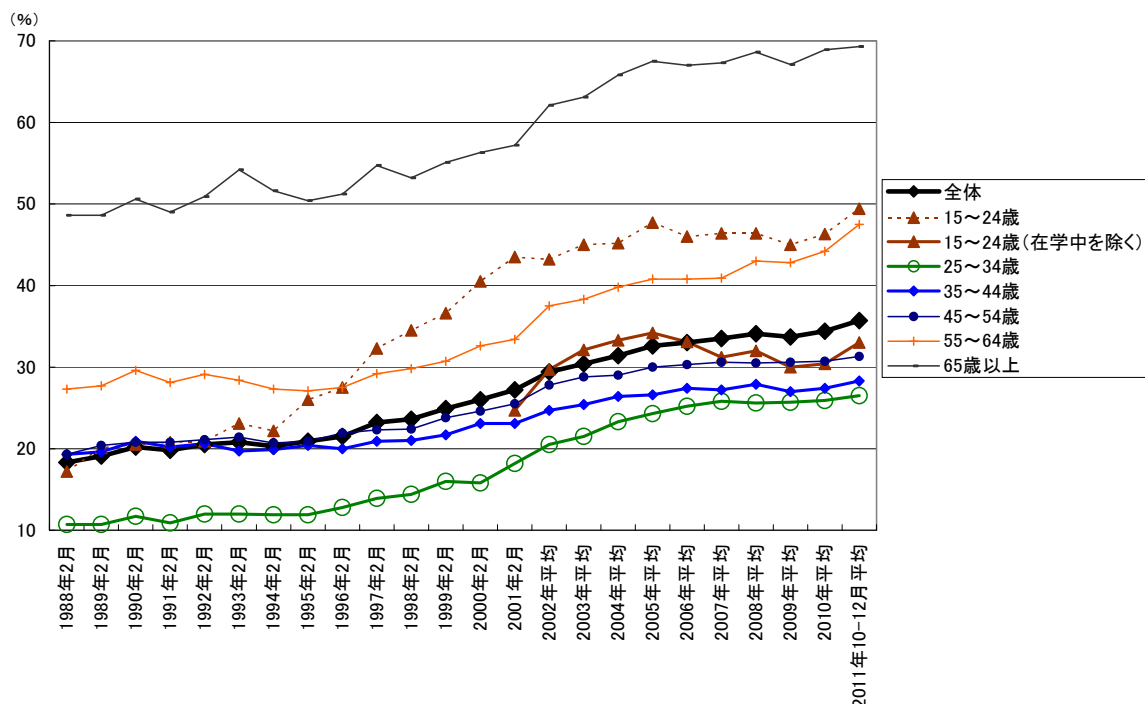
前述したように、日本においては新しい経済産業モデルを自ら構築することが求められている。それを個別の企業や労働者の視点で見ると、既存企業の多角化や事業転換、新規起業や新規産業への転職などを意味することになる。

日本の労働市場や企業観からすると、企業そのものの新陳代謝（とくに競争力を失った企業の淘汰）を活性化する方向は、社会の不安定化を助長する可能性がある。新陳代謝が活発とされる米国でも、それが盛んであるのは特定分野であり、一般的な社会では生産要素（労働、資本、土地（あるいは資源））は安定的である方が、市場経済が有効に機能しやすいと考えられる。日本の場合、企業の淘汰や労働市場の流動性を高めることが難しいのであれば、既存企業

³¹ ここでいう構造改革は、「新自由主義イデオロギー」に基づく主として供給サイドの効率化を図るための競争促進と格差容認的な各種の改革であり、日米構造協議などを契機に1990年代を通じて程度の差はあれ推進され、小泉内閣時代にさらに推進された。佐伯啓思『経済学の犯罪—稀少性の経済から過剰性の経済へ』（講談社現代新書、2012年）第1章など参照。

の事業転換を積極的に推し進めるという選択肢もあったはずだが、結局はソフトランディングと称して、停滞・衰退企業の単なる延命を図ることに終始したようにも見受けられる。

図表 3-4-2 非正規の職員・従業員数の割合



(注 1) 2001 年以前は「労働力特別調査」、2002 年以降は「労働力調査」であり、調査方法、調査月などが相違する。

(注 2) 「非正規の職員・従業員」について、2008 年以前の数値は「パート・アルバイト」、「労働者派遣事業所の派遣社員」、「契約社員・嘱託」及び「その他」の合計。2009 年以降は、新たにこの項目を設けて集計した数値。

(注 3) 東日本大震災の影響により、岩手県、宮城県及び福島県において調査実施が一時困難となったことに伴い、2011 年 3 月分から 8 月分までの期間を含む全国及び東北地域の結果については集計していないため、2011 年については 10-12 月平均のデータを図示した。

(出所) 総務省「労働力特別調査」、「労働力調査」より大和総研作成

一方、雇用政策においても迷走した感がある。この 20 年において、正規雇用市場における雇用流動化が限られている中で、非正規雇用が拡大した。その際、非正規雇用と正規雇用のある程度の均衡を図る観点が疎かにされたため、全般としての賃金の低迷が生じ、国内需要の低迷、それに基づくデフレの深刻化へと波及した。非正規雇用の拡大は、企業側からみれば雇用の調整手法の拡充であり、生産性向上の強化につながる可能性もある。しかし、生産性向上は売上が伴ってこそ話である。さらに、現状の非正規雇用の在り方は被雇用者自身の経験蓄積に資してないケースも多いとみられ、長期的にみれば生産性向上に資する熟練労働者が減少していくことにも繋がりがかねない。日本の場合は正規雇用と非正規雇用の賃金格差の問題もあり、また非正規雇用が調整的に使われることは不安定性を高めることでもあり、総じて需要低迷の方向に寄与したと考えられる。つまり個々の企業にとっては合理的と考えられた雇用手法が合成の誤謬を生み、需給ギャップの拡大に拍車をかけた可能性がある。

一般的に衰退産業に属している企業や経営力に疑問があるような企業は、こうした需給ギャ

ップが拡大している局面では淘汰されるのが市場経済ではある。しかし、政治的な要請やその他地域社会的な要請もあり、淘汰するよりも延命策を講じてきたのがバブル崩壊以降の政策対応の中心であったと思われる。いずれ景気が回復し、当該企業の収益が回復することを期待して、その間の資金供給が図られてきた。前述したように企業そのものの淘汰を進めるという考え方を、日本の社会が受け入れるのは難しい面もある。しかしながら、そうであるならば、単なる延命策ではなく、企業が自ら活路を見いだせるように働きかける（ような支援策を取る）べきである。一方、既存企業の業態転換等への支援と並行して、新規参入や新事業への挑戦者が起業しやすい環境を整備することも重要であろう（その際、失敗した場合でも再挑戦しやすい環境を整えることも挑戦を促すことに資する）。こうした施策は、リスクマネーの流れを円滑にすることも意味し、資本市場の活性化にも資することとなるはずである。例えば、公共投資減少により市場縮小に直面している地方の建設会社が、地元の農林漁業や観光業、その周辺産業に進出するというアイデアが考えられる³²。過去においても、日本の紡績業等が業態転換して成功した事例はいくつもある。

（3）主体性無きグローバル化対応（遅れた国内規制改革）

1990年代初頭の東西冷戦終結と2000年代以降の中国を始めとした新興国の急成長は、経済環境のグローバル化を急進展させた。グローバル化した経済環境に対し、日本が優位性を持っていると考えられていた経済的慣行や品質基準などのソフト面を積極的に打ち出していく施策が貧弱であったように見受けられる。その際、市場競争を積極的に進めて行くべき分野ではそのための規制緩和をより積極化し、安定性が求められる分野では適切な規制改革の視点が重要であったが、闇雲な規制撤廃派と頑なな規制維持派の不毛な議論が多かったのではないだろうか。グローバル化への主体的対応というよりは、海外からの要求や競争圧力に受動的に対応するケースが多かったのではないか。こうした対外経済戦略の欠如が競争力低下の一因になった可能性がある。

市場競争を積極的に進める分野としては、グローバルな均質性が本質的に備わっている機械類などの工業製品、ネットワークの拡大そのものが価値を高めるようなネットワーク関連産業（例えば、情報通信、物流、交通など）などが挙げられる。一方、経済の土台である生産要素（労働、資本、土地（あるいは資源））は安定的であることが重要であり、労働市場等に関わる規制等は単なる緩和ではなく適切な改革がなされるべきであった。しかし、生産要素の安定性は、グローバル化の進展の中でなし崩し的に失われていったと考えられる。

日本を魅力的にして、国内にどのように資金や企業を呼び込むかという発想が少なくとも東西冷戦終結前後の頃は希薄であったと思われる。1990年代後半にはそのような議論や施策も行われるようになったが、必ずしも十分に取組んできたとは言えない。

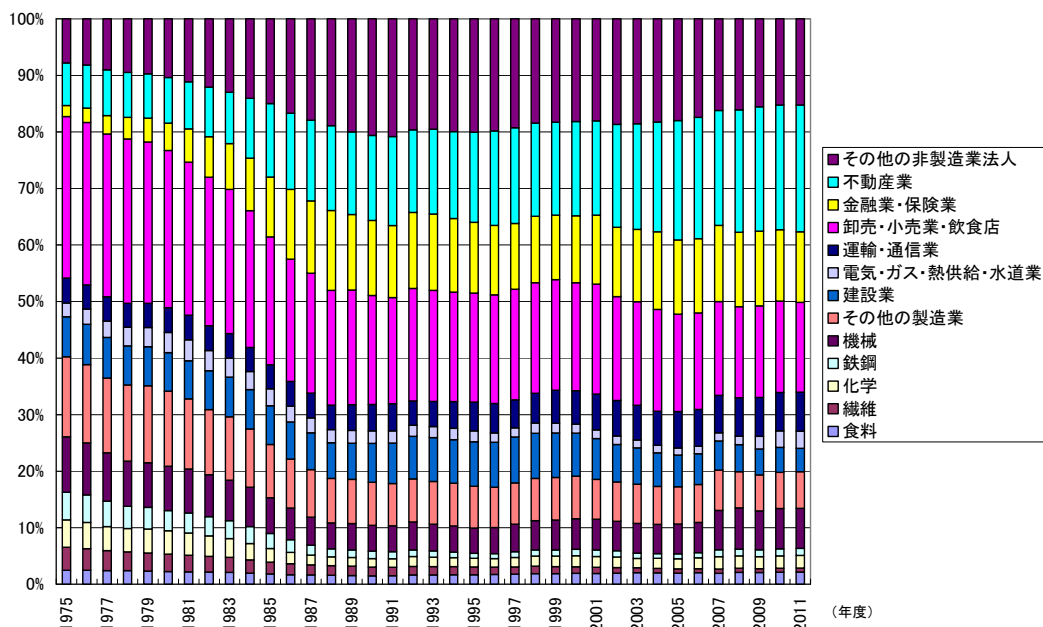
³² 米田雅子「建設業の力を活かした地域産業おこし」（内閣府経済財政諮問会議、第5回「地域力再生機構（仮称）」研究会（2007年11月2日）資料）に詳しい。

(4) 銀行中心の発想の持続

銀行の基本的行動原理として、資産保全あるいは担保主義が継続しており、未知の産業へのリスク資金の供給については期待しがたい状況が続いている。さらに 1990 年代後半以降、大企業では資金需要が低迷したため、預金者から集めた資金は公的部門へ提供（要は国債購入）される割合が拡大していった。この銀行を中心とした資金の流れの偏りが、経済及び金融・資本市場の活力低下の一因になったとすることができる。

日本では、戦後、金融システム全体が銀行を中心として設計、運営され続けてきた。高度成長期には長期信用銀行などが長期性資金の供給機能を果たしていたと考えられるが、長短分離を廃止した際に、証券会社あるいは投資銀行（的な機能）を十分に育成する発想に欠けていた可能性もある。日本の金融機能は間接金融に偏重したまま模索期に突入してしまったといえよう。

図表 3-4-3 国内銀行の主要業種別貸出金の割合

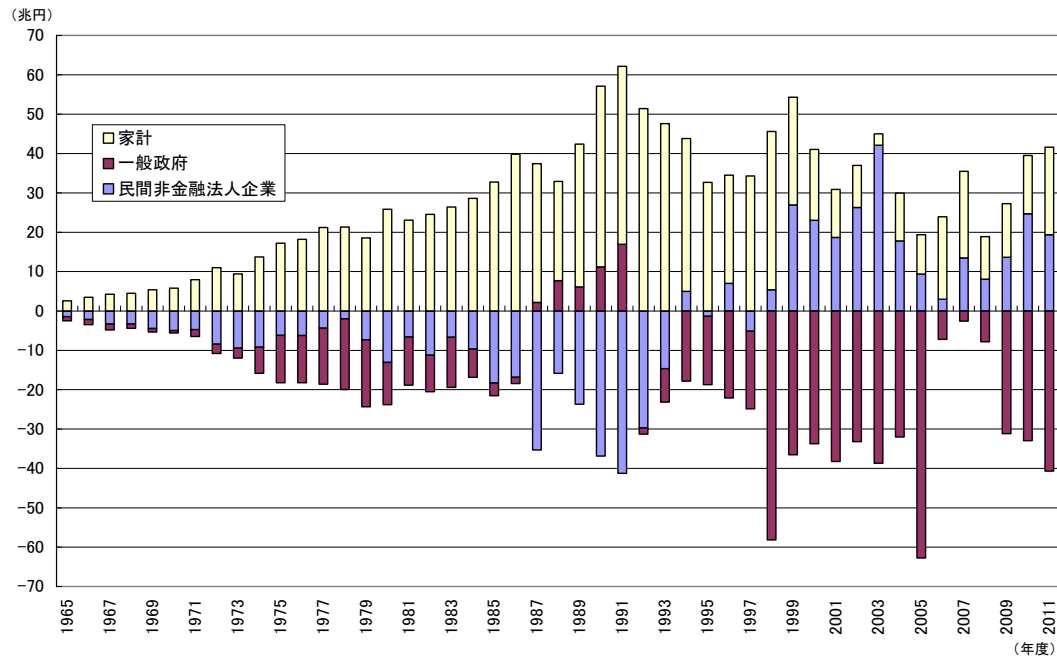


(注 1) 年度末値。法人計に対する割合。

(注 2) 2002 年度以降は、「運輸・通信業」は「通信業」+「運輸業、郵便業」、「卸売・小売業・飲食店」は「卸売業」+「小売業」+「飲食業」の値。

(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」より大和総研作成

図表 3-4-4 主要経済主体の資金過不足（フロー）

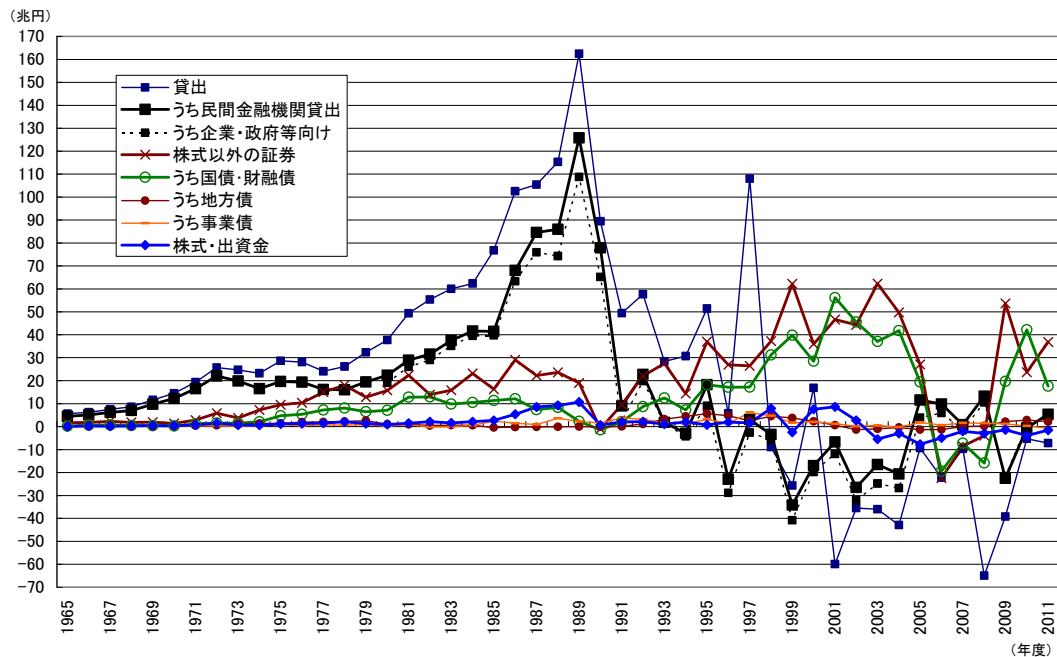


(注 1) 1980 年度以降は 93SNA ベース、それ以前は 68SNA ベース。

(注 2) 「一般政府」に含まれる「中央政府」は、1979 年度以前は「中央政府」+「公団・地方公共団体」の値。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

図表 3-4-5 広義の金融機関の貸出、証券関連の主な資産（フロー）



(注) 1980 年度以降は 93SNA ベース、それ以前は 68SNA ベース。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

(5) 変化を嫌う（既得権益を守る）官僚システムの行動原理

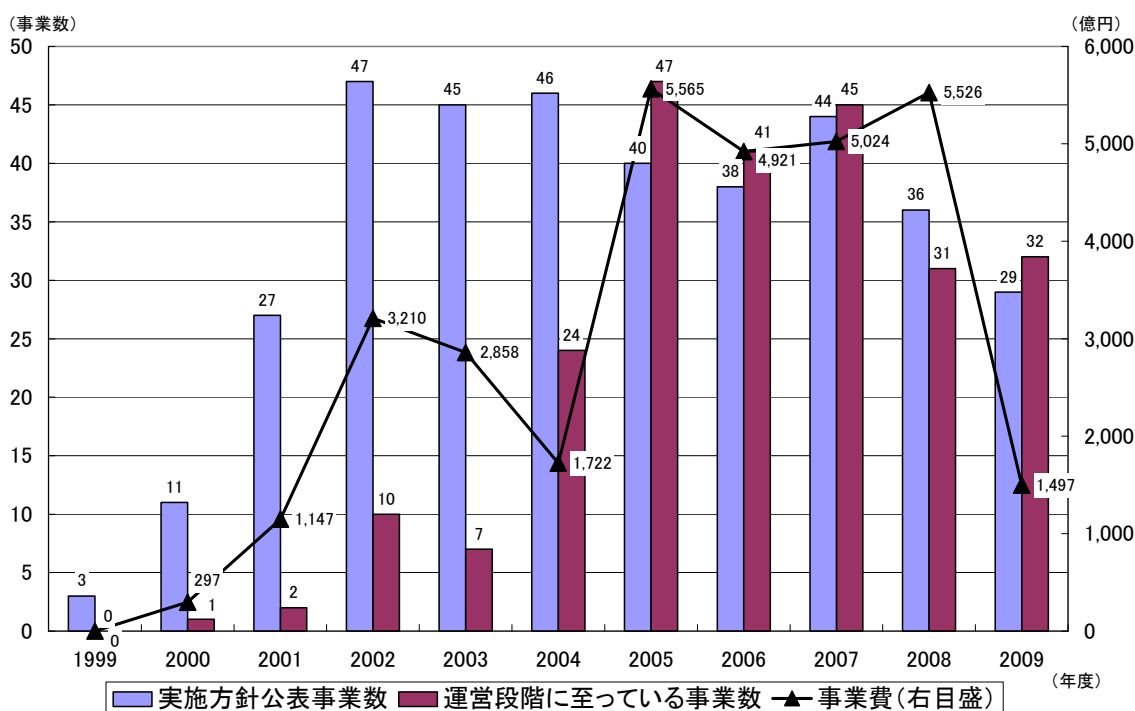
官僚システムに典型的に観察される前例踏襲主義が、新しいシステムや方法の導入を阻害した側面もある。1990年代から様々な規制改革が試みられ、「事前規制から事後規制（監視）へ」とのスローガンもあったが、事前規制も事後規制も中途半端なものとなったと思われる。

縦割りの官僚システムの中では、国益全体の発想は生まれにくかったと考えられる。つまり、全体としてバランスの取れた視野には欠けていた可能性が指摘される。金融行政にかかわる分野では、銀行システムを保護することが優先され、成長の観点から証券や保険などの分野の成長を促進するという発想が相対的に希薄であったようにもみえる。また、不祥事等が発生した場合には、管理・規制の強化に向かいやすく、ビジネスが円滑に遂行されるという点への配慮は十分でなかったようにも思われる。

(6) 箱作り（予算獲得）が優先される政策志向

インフラ等の整備建設に集中し、運営・維持・更新・廃棄まで総合的に考えて実施する発想は希薄であった。まずは予算を獲得することが優先され、そのために事業を実施する傾向が少なからずあったようにも見受けられる。また、そのインフラをどのように有効活用すれば経済の活性化に資するかという観点が曖昧なまま、いわゆる箱作りに貴重な財源を振り向けてきたのではないだろうか。

図表 3-4-6 日本における PFI 事業数及び事業費の対前年度増加数の推移



(注) 事業費については、実施方針を公表した事業のうち、事業者選定により公共費負担額が決定した事業の落札金額又は当初契約金額であり、内閣府において把握しているものの合計額。

(出所) 内閣府「PFIに関する年次報告」より大和総研作成

インフラ等を設計・建設から運営・廃棄まで総合的に考えた場合、官民連携は様々な効用を実現し得る。民の創意工夫が活かされ、そうした工夫の成功が民の報酬増加に結び付くような形での官民連携であれば、自ずと民側は当該インフラが経済的に成功するよう知恵を絞るであろう。そうであれば、貴重な財源を用いて建設されたインフラは単なる箱モノではなく、経済活性化に資するモノとなる。しかし、官民連携で試行錯誤を繰り返してきた英仏などの他国に比べ、日本では官民連携の多様なあり方について本気で検討してこなかったように思われる。官からも民からも使い勝手の悪い施策が多く、1999年公布のPFI法（民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律）施行後も民間からの投資対象として魅力的な案件が少なかった³³。

インフラ等の整備が経済活性化に長期的に資するものであるならば良いが、そうでない場合、民間の投資機会を行政が阻害していたことになる。一方、民間が国内で十分な投資機会を発掘できていなかった側面も大きい。それは、官民双方に日本の潜在力への認識不足が背景にあると思われる。

（7）本節のまとめ

本節冒頭に記したように、日本の金融・資本市場の長期低迷は様々な要因が重なったものではあるが、現在、我々が渦中にある大きな変化に対する認識不足、それに伴う適切な戦略の欠如といった側面が多分に影響していると考えられる。東西冷戦終結から続くグローバル経済システムの再構築の過程は、日本の近現代史的視点からは、幕末明治維新、第二次世界大戦終戦に並ぶ大きな変化といえよう。しかし、官民共に平成バブルの夢とその後始末にあまりにも囚われ過ぎていて、大局的な見地からの根本的な改革の必要性の認識が希薄すぎたのではないだろうか。

こうした現状からの脱却のためには、本質的な課題をしっかりと把握し、その課題解決のための対策を講じることが必要である。日本経済が置かれている課題の核心が供給能力過剰・有効需要不足にあると考えれば、特に有効需要を喚起するような様々な施策が求められている。本節で検討した項目からすれば、企業の業態転換や雇用問題、間接金融偏重のシステム改善、インフラ整備・運営の官民連携、等々の具体的な施策を有効需要喚起の視点から見直し、実施していくことが重要であろう。

（中里 幸聖）

³³ PFI法施行後に実際に行われた事業などの課題等を踏まえて、2011年に改正PFI法が公布された。この改正によって、「公共施設等運営権」という権利が新たに追加され、いわゆるコンセッション方式が法的に位置づけられた。フランスの水道事業など、成功しているとみられる官民連携ではコンセッション方式を採用している事例も多く、今後の動向が期待されている。

3-5. 日本人の経済行動に内在する要因 ～家計はなぜリスク回避的か～

資本市場の活性化には、最終投資家である家計からの資金供給が必要というのは一致した考え方であろう。「失われた20年」の間も、ほぼ一貫して家計の資金誘導の必要性が議論されてきた。「貯蓄から投資へ」のキャッチフレーズも、預貯金選好の強い家計の資金をリスク資産投資へと誘導すべく作られた言葉である。しかし、いまだに本格的なシフトが起きる気配がないばかりか、リーマン・ショック後は、一段とリスク資産投資、とくに株式投資離れが進んだ感がある。また、家計による直接的投資の停滞を所与として「市場型間接金融」こそが目指すべき理想形と唱える向きもあったが、やはりリーマン・ショック後の証券化市場の収縮を経て、現時点では、その議論も沈静化している。

(1) 日本の家計はリスク資金の出し手（投資家）になり得るか

日本の家計金融資産に占めるリスク資産（株式・出資金、債券、投資信託など）の割合はバブル絶頂期のピークには3割を超えた時期もあったが、1990年代以降は、株価の下落に伴うかたちで低下し、リーマン・ショック以降は1割強の水準で推移している（2012年6月末12.1%、日銀資金循環統計）。欧米先進国の家計におけるリスク資産運用の比率は、概ね3割から5割である（英国では直接のリスク資産保有は1割強にとどまるも、年金・保険の比率が5割を超える）。中でも米国では53.3%（2012年6月末、FRB“Flow of Funds”）と、家計のリスク資産選好が際立って強い。こうした内外の家計のビヘイビアの差は何に起因するのであるだろうか。日本の家計は、このままリスク資産投資を敬遠し続け、資本市場への資金供給者とはなり得ないのだろうか。まずは、リスク資産投資を遠ざけている要因を整理してみたい。アプローチとして、(a)1990年代以降の経済環境変化によるもの、(b)日本社会特有の構造によるもの、という二面からの整理に加え、とくに(c)預貯金偏向の背景、について検討を加えた。なお、家計からの視点は、第2章2節あるいは第3章1節においても議論しているが、本節では、さらに包括的に捉えてみたい。

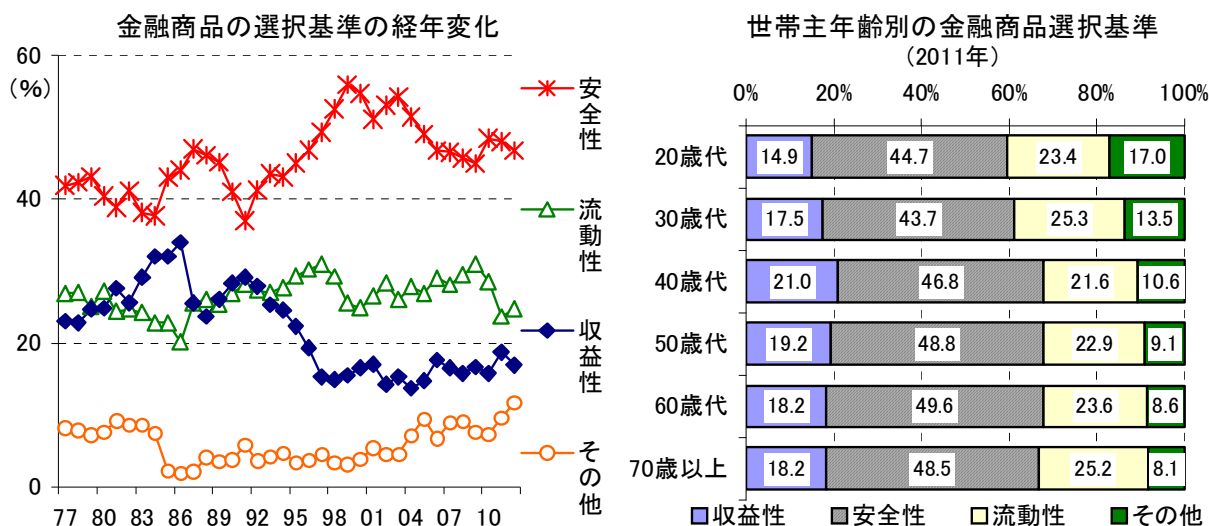
(a) 1990年代以降の経済環境変化によるもの

①期待収益率の低迷

日本の家計の資産選択動機として、かねてより「安全性」や「流動性（換金性）」の優先度が高いと考えられてきた。しかし、バブル崩壊後にリスク回避傾向が強まった最大の要因は、やはり収益性の低下であろう（図表3-5-1左図）。TOPIXなど市場指数が大幅に下落する中では、バイ・アンド・ホールドの投資スタイルで収益を獲得するのは容易でなかった。2000年代前半などに収益性が高まる時期もあったが、リーマン・ショックによる株価急落と、その後の株価回復の鈍さは、投資家の期待収益率を激しく悪化させ、株式離れを加速させたと考えられる。1990年代以降、株価低迷の時期があまりに長期化したことを背景に、株式投資による「成功体験」が不足しているため、理論的・客観的な期待収益率が高まったとしても、投資家の期待感

が高まらない状態に陥っている可能性がある。ただし、アンケート調査からは、最近において「安全性」や「流動性」を挙げる比率は安定もしくは低下しており、それに対して「収益性」を挙げる割合が僅かながら高まっているところは、若干の変化の兆しと捉えられるかもしれない。

図表 3-5-1 安全性・流動性偏重で来た 20 年



(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」(平成 23 年、平成 24 年)より大和総研作成

②所得環境の悪化

デフレが長期化し、家計の所得環境が悪化する中、家計の貯蓄において、予備的動機が強まっていると考えられる。すなわち、賃金(収入)の伸び悩みや雇用不安が広がる中、将来の所得不安定化に備える貯蓄、言い換えれば将来の必需的消費を支えるための貯蓄が志向されてきた可能性がある。そうした貯蓄については、安全性が優先され、リスク資産投資には振り向けられにくい。リスク資産投資に向かう資金は、必ずしも必需的消費に回すことを想定していない貯蓄であり、現状および将来の生活について余裕がない状態では、増加を期待し難いと言える。

③高齢化の進展

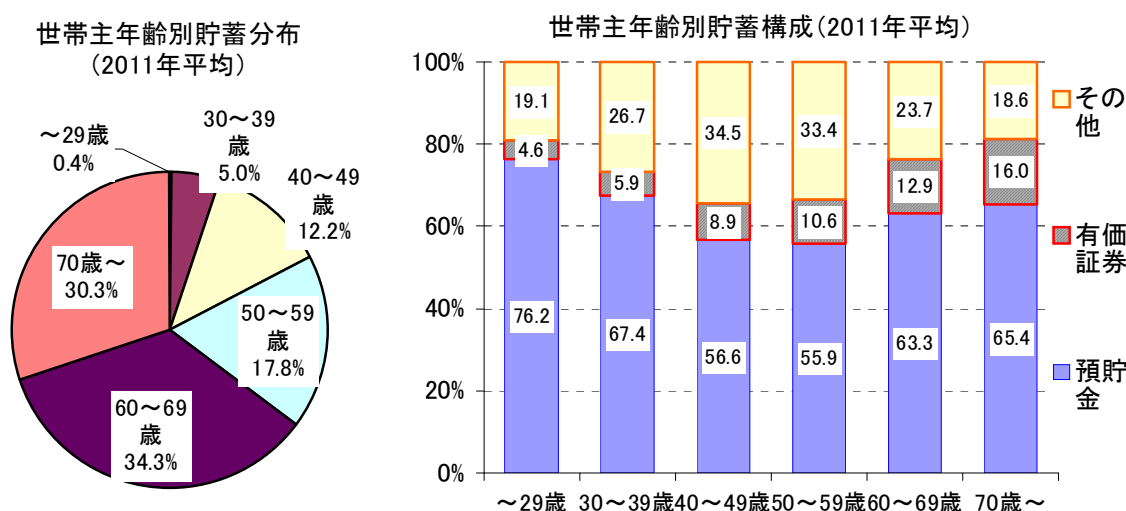
1990年代以降の経済停滞の一因として人口高齢化が挙げられる。日本の老年(65歳以上)人口およびその比率は戦後一貫して上昇を続けており、直近では20%を超えている。この人口高齢化の中で、家計金融資産も高齢世帯に偏在している。

一般的に、高齢者は金融資産選択においてハイリスク・ハイリターンを志向するよりも、安全性を重視する傾向があるとされるが、実態として、アンケート調査の結果などからもそれが確認できる(図表 3-5-1 右図)。相対的にリスクを許容できる中年・若年層の保有する金融資

産の割合が少ないことが、家計全体としてのリスク選好度を低めている、という推論ができるだろう。

もっとも、年齢階層別の金融資産ポートフォリオを確認すると、むしろ高齢世帯層のほうがリスク資産割合が高いという、逆の傾向も読み取れる（図表 3-5-2）。これは、高齢世帯では保険や年金のウェイトが低下することに加え、一定以上の金融資産を保有する富裕層が、高齢世帯に偏っていることが背景に指摘できるだろう。金融資産を一定額以上保有していなければ、リスク資産投資をほとんど行えないためだ。

図表 3-5-2 高齢者層への金融資産の偏在とリスク資産選好の状況



(出所) 総務省家計調査より大和総研作成

(b) 日本社会特有の構造によるもの

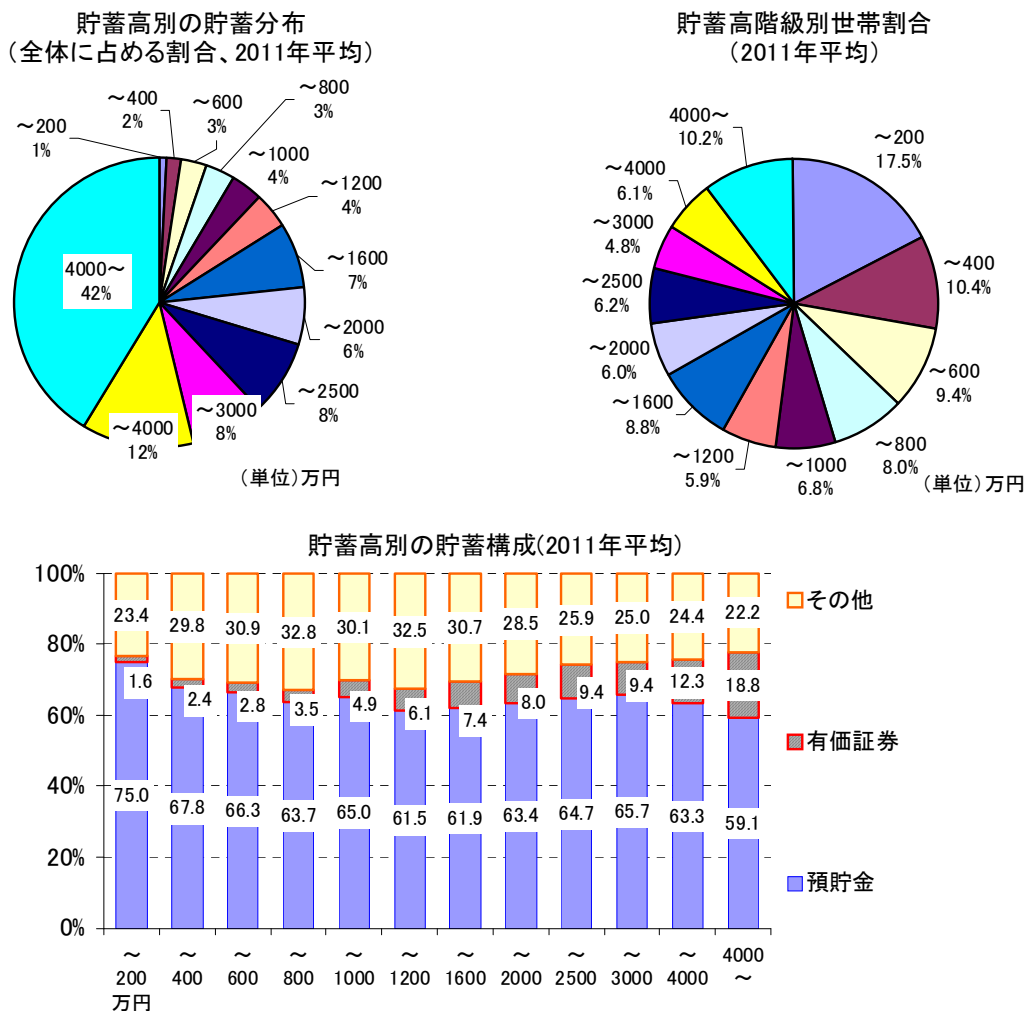
① 富裕層の性質

一般に、保有金融資産総額が大きい富裕層において、リスク許容度が増し、リスク資産投資の割合も高まることが指摘される。世界の典型的な富裕層をイメージした場合、成功した事業家として、金融資産に占める自社株式の割合が高いか、もしくは自社株式を売却した後にエンジェル投資家として、ベンチャー株投資家になっているケースも多いとみられる。事業家もしくは起業家は、リスク資産投資のリスク・リターンを特性を理解し、投資行動が身につけているものと考えられる。

近年の日本では、2000万円程度以上の金融資産を保有する世帯は少なくないが、事業リスクを熟知した事業家や起業家は必ずしも多くはないのではないだろうか。むしろ、相続や土地の売却などによって金融資産を得たために、事業リスクの理解が少ない富裕層も少なくないと考えられる。米国などと比較して企業経営者の報酬も低く抑えられていると言われ、いわゆるエリート階層であっても、金融資産の大きな割合をリスク資産投資に振り向けられるような高所

得者は多くはないと考えられる（図表 3-5-3）。

図表 3-5-3 富裕層においても預貯金偏向の状況変わらず



(出所) 総務省家計調査より大和総研作成

②土地本位主義

日本は古来より農耕民族であり、土地こそが資本であった。明治期は「地租」として土地を基準とした税金納付のシステムが確立された時期もあり、政策においても土地を基軸とした考え方が根強くあったと思われる。このため、国民の中にも、土地（不動産）保有に対する特別な意識が強く、戦後のサラリーマン社会においても「いつかはマイホーム」を目指して邁進する姿が多く見られた。こうした意識に、高度成長期・インフレの中で土地価格が上昇を続けたことも加わり、80年代の地価バブルが醸成されることとなったが、当時は、貯蓄をして建てた「マイホーム」自体が、高収益のリスク資産投資であった。その結果、日本の家計は、保有資産の多くの割合が「不動産」で構成されるという、バランスの欠いた資産構成となった。当然、その中で、リスク資産投資への理解も深まらなかった。

こうした「マイホーム」投資への偏重は、様々な面からの後押しもあった。その一つは、相続時における宅地財産の評価システムであろう。金融資産と比べて優遇されている状況は明らかである。また、金融機関の融資担保として、不動産は絶大な存在であり続けてきた。企業を興すときも、経営者個人の保有不動産は強力な武器となったと考えられる。そして、必ずしも人々がマイホーム取得を目標にしている現代社会においても、「土地（不動産）」本位のシステムは大きくは変わっていないように思われ、リスクのある金融資産投資に対する阻害要因として働いている可能性が指摘できよう。

③終身雇用システム

戦後日本の終身雇用のシステムは、高度成長期において非常に効果的に機能したと言える。従業員は不安を抱えることなく、忠誠心を持ったサラリーマン社会が醸成された。このシステムにおいては、定年退職時の退職金支給が、貯蓄形成において大きなイベントとなった。定年までは十分な貯蓄を行えない、もしくはマイホームの借金を抱えていたとしても、退職金によって、大幅に貯蓄が増える、もしくは借金が完済できる、というのが一般的なライフスタイルとして形成されたのである。ある意味、従業員は毎年の報酬から一定部分を会社に投資し、退職時にまとめてもらうようなものである。また、長く勤めれば、年功序列型に給料が増えたため、高齢になればなるほど生活にも余裕が生まれて貯蓄も可能になるというパターンであった。さらに大企業では、社内預金などの社内における貯蓄制度も充実していた。こうした中、特に社外で金融資産投資を行おうというインセンティブは働かず、金融資産投資に対する知識も希薄なままであった。

しかし、バブル崩壊以降、この終身雇用システムは変質した。日本企業の抱える問題点の一つとして「過剰雇用」が挙げられ、人員リストラが頻繁に行われるようになる一方、非正規雇用が増えるなど、雇用慣行は企業側の論理で変質した。高齢化の中で、企業は年功序列型の賃金体系も維持できなくなった。さらに、コスト削減の意識が強まる中、高利の社内預金制度の廃止や、さらには、退職後の年金付加を行う確定給付型の企業年金制度を取りやめる企業も相次ぐこととなった。従業員の側からみれば、定年まで同じ企業で働き続けるインセンティブが薄れたのである。

こうした構造変化が起き、確定拠出年金（日本版 401k）の導入が増えるなど、個人は、自らが資産形成を行うスタイルに変えなくてはならない状況に、半ば強制的に追い込まれている。にもかかわらず、これまで、そうした習慣がなく、知識も形成されていない中で、急にリスク資産投資を増やすことはできなかつたと捉えられよう。

（c）預貯金偏向の背景

①金融知識（リテラシー）の欠如

日本人がリスク資産投資を行わない背景として、「知識が少ない」という要因が指摘される。

アンケート調査においても、それが見て取れる（図表 3-5-4）。リスクが高い商品に関して、知識がなければ、多額のカネを振り向けるなど出来ようはずがないのは、自明である。例えば、預金であれば、全くリスクがないわけではないものの、画一的な金融商品であり、必要な情報は多くはいらない。一方で、株式投資を考えてみると、そもそもどこで購入できるのか、手続きには何が必要かから始まって、個別株式であれば、その企業の情報も調べなければわからない。加えて、投資収益を獲得した場合の税務申告手続きも知っておかなくてはならない。高齢者も多い高額金融資産保有層で、新たに多くの知識を身に付ける必要がある行為を広めることは容易ではないだろう。本来なら、若いときから実践を重ねて知識を蓄えるべき経済行動だと言えるが、前述したような社会的背景の中で、知識の蓄積なしに老年になった人々が多いのではないかと推察される。

また、金融知識の醸成については、証券会社など仲介者の努力不足も指摘される場所である。その時々の人気商品の販売に集中するなど短期的な販売拡大を優先し、超長期に影響が及ぶ金融教育・啓発活動には必ずしも注力してこなかったことは反省すべき点ではないだろうか。個々の企業が行うべきかどうかは議論が分かれるところだが、個々の企業でも行えることはあるはずだ。

それは金融仲介機関だけの問題ではない。それが端的に表れているのが、前述した確定拠出年金（日本版 401k）である。確定拠出年金の資産選択において、ほとんど収益を生まない安全資産への投資が多く、資産の入れ替えを行うような加入者は多くないと言われる。それは何より知識の欠如が最大の理由だろう。本来、確定拠出年金を導入する企業には、従業員の投資教育を行う努力義務があるが、継続的に教育プログラムを準備する企業は多くないとみられる。

図表 3-5-4 リスク回避の最大の理由は知識の欠如

【株式保有未経験者】株式非購入の理由(複数回答) (%)					
買えるほど知識をまだ持っていない	損したという人の話を聞いた	値下がりの危険がある	株価の動きなどに神経を使うのが嫌	賭博のようなものだと思った	必要な資金が準備できなかった
55.0	24.3	23.4	22.5	21.4	20.4
どの銘柄を買えばよいかわからない	家族に反対された	配当が少なく利回りが低い	証券会社の人勧めに來なかつた	株価が高くなりすぎた	その他
17.1	2.8	1.6	1.1	0.9	13.7

(出所) 日本証券業協会「平成 21 年度 証券投資に関する全国調査」より大和総研作成

②預貯金誘導の歴史的背景

戦後日本の高度成長期時代には、産業発展を図るために、家計貯蓄を実物投資に振り向ける

ような政策を行った。その一つが郵便貯金で吸い上げた資金を財投融資に回す仕組みと、もうひとつは民間金融機関の預金で集めた資金を企業融資へと回す仕組み、さらに長期信用銀行を経由して長期資金を企業に回す仕組みである。こうした仕組みをうまく回すために、第一に「預貯金＝安全」を既成事実化させるような施策をとった。具体的には銀行業界において、後に護送船団方式と呼ばれる、破綻させない施策が挙げられる。もう一つは、「マル優」によるインセンティブである。今から振り返れば高金利の預金に与えられた非課税措置は、預貯金の奨励策として優れた機能を発揮した。

1980年代以前は、定期預金や定額貯金の利率が高かったこともあり、預貯金に預けて放っておけば、十分なリターンが得られたことから、人々は何も考えずに預け入れていた、という時代であった。

しかし現状の金利水準では、「放っておけば増える」ことはないのである。“デフレの時代だから元本が確保されれば大丈夫”という考え方は、実質金利が高い場合には間違っているとは言えない。しかし、その状態が持続するわけではない。また現在は、護送船団方式が放棄され、ペイオフも発動され得る時代である。要するに預貯金に極度に集中させる合理的な理由はなくなっているはずだ。

現状の日本の金融構造全体を俯瞰したとき、家計貯蓄が預貯金に集中しているからこそ、金融機関が国債投資を増やして、国の財政が安定的状態を保てるのだ、という見方がある。確かに現状のバランスから言えばその通りだろう。しかし、そもそも家計の貯蓄がきちんと企業の投資に回り、経済成長を高めていけば、これほど国家債務が膨らむことはなかったかもしれないし、株価も下落を続けることはなく、リスク資産投資へのインセンティブも高まるという、好循環が生まれていたかもしれない。

(2) 日本人にアニマルスピリットはあるか

ケインズは著書『雇用、利子および貨幣の一般理論』の中で、「アニマルスピリット（血気）」という言葉を用いた。人々が企業を興したり投資をしたりする際には、何か確率的な計算のもとでの合理性では説明し切れない、「人間本来の衝動」が働くものであると。「もし血気が衰え、人間本来の楽観が萎えしぼんで、数学的期待値に頼るほかわれわれに途が無いとしたら、企業活動は色あせ、やがて死滅してしまうだろう」³⁴とも述べている。

近年の日本は、この「アニマルスピリット」が希薄なのではないかとすら感じさせる状況である。事業を興すという点に関しては、「起業家精神」と言い換えることができるだろうが、IPOの停滞、開業率の低迷にみられるように、力強いものは感じられない。最近の大学生は「安定志向」でベンチャー起業を目指す若者が少ないとも言われる。

前述したように、日本人の多くは土地を資本に、地道に農作物を育てる生活を送ってきており、冒険心を持って道を切り開いた民族ではなかったかもしれない。「金儲け」は決して美德

³⁴ ケインズ（間宮陽介訳）『雇用、利子および貨幣の一般理論（上）』

ではなく、投資による収益は「不労所得」として嫌悪の対象でさえあった。

もともと、明治維新以降、そして戦後における急速な経済発展は、まさに「アニマルスピリット」無しには、成し得なかったのではないだろうか。巨大財閥を作り上げた人々も、はたまた世界の代表的な自動車メーカー、家電メーカーを興した人々も、血気盛んなベンチャー起業家である。

むしろ、バブル崩壊後、そうした楽観的な意識が何らかの理由で抑え込まれてしまっているのではないか。その背景として考えられることの一つに、80年代以前の高度成長期時代の成功体験が挙げられる。成功体験が、旧態依然としたモデルからの脱却を阻んでいる可能性である。これは企業、行政、政治の各段階で定着していると言えるだろう。個人の意識に落とし込めば、リスクを取って行動するより、自己を抑制して失敗を防いだほうがよいという意識が定着している感がある。そして、それをマスコミも助長しているように見受けられる。「出る杭は打たれる」とばかりに、成功者の不祥事はことさらバッシングされる風潮を感じる人は少なくないのではないか（ゴシップ好きは日本に限ったことではないが）。もちろん、違法行為は非難されるべきだが、チャレンジャーに寛容でない社会が形成されているとすれば、甚だ悲しいことである。「アニマルスピリット」は決して「強欲（greed）」を意味するものではない。誰もが持っている「人間本来の衝動」なのである。日本人にも、楽観的な期待に基づく投資行動を行うDNAは埋め込まれているはずだ。

(保志 泰)

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がある。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)