

リスクマネーの供給と日本経済の持続的成長*

—2014年東大・設研共同主催シンポジウム抄録—

植田 和男（東京大学大学院経済学研究科教授）
福田 慎一（東京大学大学院経済学研究科教授）
薄井 充裕（日本政策投資銀行設備投資研究所）
中村 純一（日本政策投資銀行設備投資研究所）

— [編] —

* シンポジウムに報告者、討論者、パネリスト等としてご参加を頂き、その記録を「経済経営研究」として刊行することをお許し頂いた皆様方に心より感謝申し上げます。本稿をまとめるにあたっては、シンポジウムの内容を忠実に反映するよう万全の注意を払って原稿を作成し、参加者の方にも可能な限りご確認を頂いたが、残された誤謬については全て编者たちの責に帰するものである。

Provision of Risk Capital for Sustained Economic Growth in Japan

Economics Today, Vol. 36, No. 1, April, 2015

Edited by

Kazuo UEDA

Graduate School of Economics
The University of Tokyo

Shin-ichi FUKUDA

Graduate School of Economics
The University of Tokyo

Mitsuhiro USUI

Research Institute of Capital Formation
Development Bank of Japan Inc.

and

Jun-ichi NAKAMURA

Research Institute of Capital Formation
Development Bank of Japan Inc.

目 次

1. シンポジウムの概要	1
2. 報告セッション（午前の部）「マイクロデータに基づく企業行動の実証分析」要旨（座長：花崎正晴）.....	5
2. 1 報告 「資本構成の維持と満期構成」 岡本弦一郎 討論 内田交謹	
2. 2 報告 “Productivity, Firm Size, Financial Factors and Exporting Decisions: The Case of Japanese SMEs” 小川一夫（報告者）・得津一郎 討論 伊藤恵子	
3. 報告セッション（午後の部）「アベノミクスと日本経済の諸課題」要旨（座長：福田慎一）	14
3. 1 報告 “Stock Prices and Policy Uncertainty: Evidence from the Tokyo Stock Exchange, 2008-2014” 竹田陽介（報告者）・矢嶋康次 討論 細野薫	
3. 2 報告 「設備投資計画調査からみる日本経済の課題と金融の役割」 穴山眞 討論 池尾和人	
4. パネルディスカッション「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」（座長：植田和男）	24
4. 1 議事録 （ご来賓）細溝清史金融庁長官、(パネリスト) 井潟正彦、池谷光司、齋藤通雄、柳川範之、地下誠二	
4. 2 参照資料(進行順) 植田和男 52、池谷光司 57、井潟正彦 69、齋藤通雄 79、地下誠二 83	
4. 3 座長・パネリストのご略歴	
5. 全体プログラム	86

1. シンポジウムの概要

東京大学金融教育研究センターと日本政策投資銀行設備投資研究所は、2014年11月21日、5回目となる共同主催シンポジウム「リスクマネーの供給と日本経済の持続的成長」を開催した¹。

日本の企業部門（民間非金融法人企業）は、1990年代末以降、長期にわたり資金余剰の状態が続いている。この間、日本企業の多くは、比較的景気が良い時期においても、設備投資をキャッシュフロー（内部資金）の範囲にとどめ、残余は借入金の返済や現預金の積み増しに回してきた。上場企業主要業種において有利子負債残高がゼロの「完全無借金企業」が占める割合は、1990年代半ばの5%程度から2000年代半ばには約2割に増加し、その後も高止まりを続けている。しかしながら、このように「保守的」な投資・財務行動がイノベーションの停滞をもたらし、長い目で見た日本企業の競争力にネガティブな影響をもたらした可能性は否定できない。また、効率性や成長性が相対的に低い企業やセクターから、高いところへと資本ストックや労働力が移動する、いわゆる産業の新陳代謝の動きも緩慢なままである。このため、日本経済が長年のデフレ傾向から脱却し、持続的な成長経路に復帰するためには、金融政策のレジームチェンジを契機とした株価上昇と円高修正のみでは十分でなく、社会保障制度や財政赤字の持続可能性を確保すること、エネルギーや労働力など将来の供給制約への対応を図ることに加えて、リスクマネーの供給を通じた企業部門の活性化が不可欠であるとの認識は一般的なものとなっている。

もっとも、リスクマネーの供給が企業金融の課題であり、資金循環の在り方を銀行中心から市場中心に変えていくべきであるといった議論であれば、これまでも長年行われてきた。それにもかかわらず、家計の金融資産は引き続き銀行に集中し、それが企業ではなく国債や日銀当座預金に回っていたわけである。最近では、そもそも企業の資金余剰が続くのは、国内の投資機会が枯渇しているからであり、もはやマネー云々の問題ではないとの見方すらある。こうした中で、いま再びリスクマネーの問題を取り上げる意味があるとすれば、以上のような現実を認めた上で、満たされない資金ニーズやリスクシェアのニーズがあるとすれば、それはどのような種類のものなのかを、データに基づいて洗い直し、さらに日本の金融セクターの実情を踏まえたとき、出来ることと出来ないことを具体的に議論するの でなければならないだろう。

本シンポジウムの目的は、このような問題意識のもと、各分野に精通した研究者と実務家が知見を持ち寄って、日本経済の持続的成長のために必要なリスクマネー供給の在り方について多面的に検討することであり、延べ60名以上の専門家が参加した2つの報告セッ

¹ 本シンポジウムの開催にあたっては、一般財団法人統計研究会・金融班および一般財団法人日本経済研究所より、共催者として多大なご協力を頂いた。記して感謝申し上げたい。また、活発な議論を通じてシンポジウムに貢献して頂いた全ての参加者の皆様にも厚く御礼申し上げたい。なお、本稿に掲載された報告、討論、ディスカッション等の内容は、全てシンポジウム開催時点(2014年11月21日)までの情報に基づく各参加者の個人的見解であり、各々が所属する組織の公式見解を示すものではない。

1. シンポジウムの概要

ションと、一般のオーディエンスも加えて約 200 名が参加したパネルディスカッションの三部構成で行われた²。

報告セッション（午前の部）

午前のセッションは「マイクロデータに基づく企業行動の実証分析」をテーマとし、花崎正晴（一橋大学）が座長を務めた。

まず、岡本弦一郎（日本政策投資銀行）が「資本構成の維持と満期構成」と題して報告を行い、内田交謹（九州大学）が指定討論を行った。日本に限らず、現実企業が選択している負債比率は、負債利子の節税メリットと倒産コストなどのトレードオフに基づく伝統的な最適資本構成理論が示唆する水準より大幅に低いことが知られている。本研究は、有限の満期を持つ通常の負債契約を想定すると、一定の負債比率を維持するためには「借換」のための費用が発生することに着目し、借換費用の高い企業では負債比率が伝統的な理論が示唆する水準よりも低くなることを、理論モデルと日本の上場企業データを用いた実証分析によって明らかにしたものである。指定討論とフロアからの質疑では、借換費用の代理変数に関する想定の妥当性、借換費用が無借金企業の存在を説明するほどの経済的インパクトを持ちうるのかどうか、社債と銀行を区別していないモデルで日本の現実を説明するのか、といった点について活発な意見交換が行われた。

続いて、小川一夫（大阪大学）が“Productivity, Firm Size, Financial Factors and Exporting Decisions: The Case of Japanese SMEs”と題して報告を行い、伊藤恵子（専修大学）が指定討論を行った。日本の中小企業に占める輸出を行う企業の割合は、近年増加傾向にあるとはいえ 3 割弱と、大企業の約 6 割に比べて低い水準にとどまっている。本研究は、経済産業省「企業活動基本調査」の個票データに基づき、機械産業に属する中小企業の 2000 年代における輸出行動の決定要因を大企業のそれと比較することで、中小企業に固有の輸出の阻害要因を抽出し、政策的含意を検討したものである。中小企業においても大企業と同様、いったん輸出を開始すると輸出を継続するという履歴効果が認められるが、中小企業の場合、初期投資費用の重さと流動性不足が輸出開始の阻害要因となっており、輸出市場に関する様々な情報提供や金融面での支援が有効な輸出促進策となりうることなどが指摘された。指定討論とフロアからの質疑では、今後、海外生産との代替・補完関係、大企業の子会社や下請けであるかどうか、最終財か中間財か（2000 年代に輸出が増加したのは後者）など、より詳細な分析結果に期待するコメントが多く寄せられていた。

報告セッション（午後の部）

午後のセッションは「アベノミクスと日本経済の諸課題」をテーマとし、福田慎一（東京大学）が座長を務めた。

まず、竹田陽介（上智大学）が“Stock Prices and Policy Uncertainty: Evidence from the Tokyo

² 全体プログラムは巻末を参照。所属、肩書きは全てシンポジウム開催時点のものである。

Stock Exchange, 2008-2014” と題して報告を行い、細野薫（学習院大学）が指定討論を行った。2012 年末以降の日本の株価上昇は、タイミングとしては金融政策のレジームチェンジに呼応した形で生じたが、その背後でいかなる経済的メカニズムが働いたのかは十分に解明されていない。本研究は、株価上昇要因の 1 つとして、政権交代に伴う政策不透明性の変化という、政治経済的要因に着目したものである。先行研究の手法にならない、新聞記事情報から作成した「経済政策不透明性指数（Economic Policy Uncertainty, EPU）」を計測したところ、EPU は 2012 年末から 2013 年にかけて低下しており、日経平均株価を EPU や他の主要な経済変数に回帰した推計結果によれば、政策不透明性の低下はこの時期の株価上昇の最大ではないが重要な要因であったことなどが指摘された。指定討論とフロアからの質疑では、EPU の改善に関する様々な提案や、株価に対するマネタリーベースの説明力が高いことについての解釈を巡って熱心な議論が展開された。

続いて、穴山眞（日本政策投資銀行）が『設備投資計画調査』からみる日本経済の課題と金融の役割」と題して報告を行い、池尾和人（慶應義塾大学）が指定討論を行った。本報告は、日本政策投資銀行が毎年実施している設備投資計画調査の結果をもとに、設備投資をはじめとする企業行動の変化と日本経済にとっての課題、政策的含意、金融の役割などについて論じたものである。2012 年度以降、大企業の国内設備投資は 3 年連続の増加を見込むものの、最近では計画値からの下方修正幅が大きく、投資目的も維持補修の割合が増加していることなど、過去の増加局面とは異なる特徴が見られる。リーマンショック、大震災と原発事故、超円高といった事象を経て、日本企業のマインドセットに不可逆的な変化が生じ、海外生産と国内生産の関係もかつてのような補完関係ではなくなった可能性に注意が必要であるという見方が示された。指定討論とフロアからの質疑では、グローバルなサプライチェーンの中で日本が研究開発・試作の基地となるための条件や課題、労働力不足と国内投資の関係、非製造業の生産性向上のための方策、資金仲介の役割は残るのか否か、といった問題について、予定の時間を超過して討議が続けられた。

パネルディスカッション

パネルディスカッションは、一般のオーディエンスも加わって、「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」と題し、植田和男（東京大学）を座長として 2 時間にわたって行われた。細溝清史金融庁長官からのご来賓メッセージに続き、井瀉正彦（野村資本市場研究所）、池谷光司（三菱東京 UFJ 銀行）、齋藤通雄（金融庁）、柳川範之（東京大学）、地下誠二（日本政策投資銀行）をパネリストとする討論が行われた。

冒頭に植田氏から、日本の金融の問題として、家計のリスク資産投資が非常に少ないこと、国内の貸出市場での過当競争とそれに伴う金利体系の歪み、民間の独立系機関投資家が少ないことなどの指摘があり、産業の新陳代謝、ベンチャーキャピタル、異次元緩和や国債市場との関係など、幅広い視点からの議論の可能性が示された。

池谷氏からは、日本の産業金融システムが直面する課題として、低収益・低利鞘、与信

1. シンポジウムの概要

集中リスク、産業の新陳代謝の遅れ、の3点が指摘され、産業の新陳代謝を促す方策として、「グローバルベンチマーク」の考え方や、不良債権処理の経験に基づくメガバンクの知見を活用した、プロアクティブな企業再生のビジョンが提示された。

井瀨氏からは、米国や豪州の金融システムが投資信託をメインチャネルとする市場型モデルに変貌を遂げたのもここ20～30年のことであり、日本においても確定拠出型年金制度の一層の普及と、金融リテラシー向上を国家戦略と位置付けて取り組むことが決定的に重要であるとの指摘があった。

齋藤氏からは、一口にリスクマネーと言っても、信用リスクと期間リスクの2つの軸があり、かつ資金供給主体によってリスク許容度が異なっているため、それぞれがとれるリスクを分担し合いながら資金を供給するスキームの促進と、リスクテイクが報われるような投資対象事業の収益性向上がポイントであるとの考え方が示された。

地下氏からは、企業は内部留保を潤沢に抱えているようでも、日本経済の課題解決につながるような産業再編、イノベーション、エネルギー・インフラといった分野での投資には、巨額のリスクマネーが必要であり、間接金融と直接金融を対立軸と捉えるのではなく、両者の橋渡しを考えていくことが重要であるとの指摘があった。

柳川氏からは、間接金融によるリスクマネー供給の可能性について、高度成長期の銀行と異なり金融システムの安定性ないし金融規制との齟齬を克服する必要があること、リスクマネーの供給は低収益企業の退出促進策をどこまで取れるかと表裏一体の問題であり、国債市場にも影響を及ぼすような大改革が必要になるとの見方が提示された。

フロアも交えた討議の後、植田氏から全体を総括して、リスクマネーの供給に向けては、パネリストから提示された様々なアイデアや新しい取り組みを推進し、金利体系の歪みを正していくことが第一歩となるが、労働市場が非常に硬直的な中では限界があることも事実であり、金融以外の問題も含めた将来の議論に期待したいとのコメントがあり、これをもってディスカッションは終了した。

2. 報告セッション（午前の部）「マイクロデータに基づく企業行動の実証分析」要旨³（座長：一橋大学 花崎正晴）

2. 1 「資本構成の維持と満期構成」（日本政策投資銀行 岡本弦一郎）

報告要旨

企業の資本構成（負債比率）は企業価値を決定する重要な要素であり、企業金融の分野において最も重要な研究課題の1つでもある。しかし、現実に企業が選択している負債比率は、負債利子の節税メリットと倒産コストなどのトレードオフに基づく伝統的な最適資本構成理論が示唆する水準より大幅に低く、相当数の企業が無借金となっている。本研究は、資本構成の「維持」という概念を新たに導入し、負債比率と満期構成の同時決定問題を扱うことで、低い負債比率の妥当性について理論・実証の両面から検討を加えるものである。

通常、企業の負債には有限の満期が存在するため、能動的な財務活動を行わない場合、企業の負債比率は約定弁済の進捗により時間とともに低下することになる。このことは、企業が負債比率を特定的水準に維持するためには、新規融資を受けるための審査資料の準備やヒアリングへの対応に必要なコストを随時負担しなければならないことを意味する。これを、資本構成の維持費用と呼ぶことにする。この維持費用は、負債比率が高く（新規融資の金額が大きいほど）、満期が短いほど（新規融資の回数が多いほど）、大きくなると考えられる。維持費用を節約すれば、負債比率は最適な水準から下方乖離するため、節税機会の逸失費用が高まることから、合理的な企業は、このトレードオフを考慮に入れて負債比率の選択を行うことになる。

本報告前半の理論分析においては、簡単のため、定常状態を仮定する。すなわち、負債比率は一定に維持され、それを維持するための財務活動も每期一定となるような状況を分析対象として、最適な定常状態の選択問題を考察する。その結果、負債比率の維持費用が無視しうるほど小さければ、負債比率と満期は伝統的な最適資本構成理論により決定されることが示された。一方、維持費用が無視できない大きさである場合、維持費用が大きいほど負債比率は伝統的な（維持費用を考慮しない）理論から示唆される最適水準より低下し、満期は長期化することが示された。

本報告後半の実証分析においては、以上の理論分析から得られた含意を、2000～13年度の日本の上場企業データに基づいて検証した。取引金融機関を12のカテゴリー（都銀、地銀、信託等）に分類し、新たなカテゴリーの金融機関と取引を開始する際には追加的な費用がかかるものと仮定して、借入残高のカテゴリー別集中度を、維持費用の代理変数として用いる。Durbin-Wu-Hausman 検定の結果、負債比率と満期は内生変数であることが確認されたため、二段階最小二乗法による推定を行った。その結果、満期は負債比率に対し負に有

³ 本節および次節の報告セッション要旨の作成にあたっては、日本政策投資銀行設備投資研究所嘱託研究員の田村正興、土井田勉、李綱の各氏にご協力いただいた。記して感謝申し上げます。

意、負債比率は満期に対し正に有意、さらに維持費用の係数は負債比率に対し負に有意、満期に対し正に有意となり、理論的な分析結果と整合的な傾向が確認された。分析期間を世界金融危機前の 2000～07 年度と危機後の 2008～13 年度に分割すると、前者では維持費用の満期に対する効果が有意でないのに対し、後者では有意となった。これは、世界金融危機後に金融機関に対する信頼性が低下し、企業が従来よりも借換リスクを強く意識するようになった結果と解釈できる。また、分析対象企業を ROA の標準偏差で測った収益性の変動が大きい企業と小さい企業に分割すると、前者では維持費用の満期に対する効果が有意でないのに対し、後者では有意となった。これは、収益性の変動が激しい企業の方が相対的に借換リスクを強く意識している結果と解釈できる。

討論者からのコメント（九州大学 内田交謹）

1. 本報告では、借入残高の金融機関カテゴリー別の集中度が高いほど借換費用が高いと想定している。たしかに、集中度が低い方が借換しやすい面もあるとも思えるが、一方でメインバンクによる短期貸出のロールオーバーや、金融機関間の協調のしやすさを考慮すると、むしろ取引をある程度集中させた方が借換しやすいとも考えられる。メインバンクの有無、メインバンクの健全性や取引期間などが分かれば、こうした要因を考慮するために有用かも知れない。第2に、集中度が高い企業は代替的な資金調達機会が乏しいのだということを言いたいのであれば、むしろ社債発行ダミーなど、銀行借入以外の資金調達能力に関する変数を使った方が良い。第3に、新規取引にはコストがかかるという点に関しては、同一カテゴリー内の金融機関でも事情は変わらないはずであり、カテゴリー別よりも金融機関別の集中度の方が適切な指標ではないかと思われる。第4に、仮に上記の疑問が解決したとしても、①借入需要の小さい企業ほど少数の銀行との取引で事足りる、②本報告のモデルが正しければ、企業は借換費用に対応する集中度を内生的に選択するはず、という2つの内生性の問題について議論する必要がある。第5に、借換ができなければ企業は倒産することを考えると、借換費用（集中度）と負債比率の負の相関は、伝統的な倒産コストと負債比率の負の相関を捉えているだけかも知れない。以上のような疑問に対して説明を尽くすか、借換費用に関する想定を再検討する必要がある。
2. 読者は本報告の導入部から、①最適水準より低い負債比率が選択される理由、②無借金企業が存在する理由、③無借金が最適であることの証明、の3点を期待するであろう。しかし実際には、最適負債比率を決定する新たなファクター（借換費用）の提示にとどまっており、①の解明につながっていない。また、この借換費用が、②と③の解明につながるほどの経済的インパクトを持ちうるのかについても、不明なままである。無借金企業に関する先行研究の指摘を踏まえて、論文の位置付けを再考した方が良い。
3. 理論モデルでは、イールドカーブが右上がりであることを仮定し、その傾き ρ が負債比率と満期の双方に影響するという結論を得ているが、実証分析ではその点は考慮されているか。理論モデル全体のサポートを得るために、イールドカーブの傾きの影響が知れた

い。

4. 実証分析では、収益変動の大きい企業と小さい企業の比較を行っているが、そもそも収益変動は限界デフォルト確率 δ の代理変数であり、理論モデルで δ が負債比率に影響を与えることが示されているのだから、最初から説明変数に入れた方が良い。
5. また、世界金融危機前後の比較について、危機後に δ が高まったという想定には同意するが、その影響は既に収益性に反映されているようにも思える。さらに、銀行側の事情で企業への保険機能を果たせなくなり企業の倒産が増加した事実を踏まえれば、2000年代前半も δ が高かった可能性があるという点についても議論の余地がある。
6. 理論モデルでは、負債比率と満期のいずれもが外生パラメータのみで決定されており、実証分析で負債比率と満期の双方向の関係を分析するのは不自然に思える。
7. 理論モデルでは、借換費用が借換額に比例して増加するものと仮定されているが、借換費用とは固定費的なものと考えの方が妥当ではないか。
8. 理論モデルでは、満期によって利子率が異なり（右上がりのイールドカーブ）、それに伴う節税効果も満期によって異なるはずであるが、法人税率が満期構成に影響を与えない結果となるのはなぜか。節税効果を現在価値に割り引く際に、期間に応じた利子率を用いていることが原因と思われるが、期間に応じた利子率には通常不確実性に対するリスクプレミアムが含まれるため、確実に見込まれる節税効果の割引率として安全利子率を用いないことについて説明が必要である。

フロアからのコメント

9. 企業の資本構成に関する研究は、摩擦のない金融市場におけるモジリアーニ・ミラーの無関係性命題（MM 定理）に端を発し、MM 定理からの乖離について、かつては本報告も依拠しているような負債の節税効果と倒産コストのトレードオフ理論が盛んであった。この理論では、社債と銀行借入の違いを取り扱うことができないため、本報告でも設備投資（資金需要）は所与のものとして、負債か株式かの選択問題を分析対象としている。しかし、日本の現実を考えると、メインバンク制が崩壊して銀行の役割が大きく変化する中で、企業は設備投資を減らして内部留保を積み増している状況にある。日本のデータを用いて実証分析を行う以上、こうした銀行の役割の変化を明示的に考察できる枠組み、すなわち情報の非対称性や契約の不完備性といった最近の研究の流れをモデルに取り込むことが必要ではないか。
10. 資本構成の決定において、本報告が分析対象とした外部資金調達の問題はもちろん重要であるが、実は企業の内部資金（キャッシュフロー）も大きな影響を及ぼす。特に 2000年代以降の日本企業では、内部金融へのシフトが顕著である。キャッシュフローは世界金融危機時のように大きな外生的なショックがあると、予期し得ない形で変動するので、当然それが資本構成にも反映される。日本企業の現実を説明する上では、こうした点をもっとモデルに取り込むことが必要ではないか。

11. 事業会社の財務部門で働いた経験から言って、事業会社にとって借換は失敗の許されない、かつコストもバカにならないという、重要かつ悩ましい問題であり、本報告の着眼点は適切なものだと思う。また、かつての日本企業は負債比率が高すぎると言われていたが、最近ではアベノミクスの関係で ROE を高めるために自社株買い（レバレッジの活用）が推奨されるなど、資本構成に対する考え方も時代によって大きく変化してきた。したがって、できるだけ長期のデータで分析すると興味深い結果が得られるのではないか。

報告者からのリプライ（時間の制約により選択的に回答）

1. について：第2の点については、カテゴリー別の「その他」には市場からの負債の調達、すなわち社債や CP が入っており、カテゴリー別の集中度は、銀行への依存度と同時に、代替的な資金調達能力も反映した、極めて総合的な指標であるにご理解いただきたい。第3の点については、分析対象期間中に銀行合併が多数あり、金融機関別の集中度はデータの取り扱いが非常に難しいということも、カテゴリー別集中度を採用した理由の1つだが、しかし同一カテゴリー内の金融機関の違いに比べて、カテゴリーの異なる金融機関（例えば銀行と生保）の違いの方がより大きいことは事実だと思う。第4の点については、借換費用と関連するいくつかの指標を試した結果、最もパフォーマンスの良かった集中度を説明変数にしたのだが、確かに内生性の問題があるので、より外生的な代理変数がないか探っていきたい。第5の点について、借換ができずに倒産するのは「デフォルト（いわゆる資金繰り倒産）」で、モデル上の倒産コストは資産の投げ売りによる損失（有利子負債と同額と仮定）にとどまるのに対し、伝統的理論で言う倒産コストは清算コストに対応し、デフォルトコストよりはるかに大きいもの、と整理している。
2. について：ご指摘のとおり現状では借換費用が負債比率に影響があることしか言えていないが、今後モデルを改良して「最適水準より低い負債比率が選択される理由」を明らかにしていきたい。
3. および 4. について：本報告の分析手法は、Frank and Goyal (2009) にならっており、彼らと同様に、理論モデルのパラメータである ρ や δ と実証分析の説明変数は必ずしも 1 対 1 対応するものではない。例えば、限界デフォルト確率は収益性だけでなく、企業規模も一部関係しているし（多角化していれば倒産しにくい）、節税効果についても収益性ととも、景況やインフレ率などに網羅的に落とし込まれている。
5. について：ご指摘の通りであり、改善を検討したい。
6. について：最適負債比率は最適満期構成の関数として書くことができるし、その逆も成立するため、両者は同時に作用していると考えている。
7. について：理論モデルでは、借換額が大きくなると満期が短くなると仮定しているため、借換 1 回当たりの費用が固定的であっても、借換の頻度が上がり、その結果、総借換費用は増加する。したがって、時間軸で見ると、借換費用が借換額と比例するという仮定は

妥当であろう。

9. および 10. について：理論モデルは確かに伝統的なトレードオフ理論に基づくものであるが、実証分析では、Frank and Goyal (2009) と同様、情報の非対称性やエージェンシー費用に関する変数も盛り込んでいる。ただし、銀行と社債の違いを明示的に取り扱っているわけではないので、そこは今後の課題としたい。また、純粋な財務活動の影響を見るうえでは、B/S の左側や P/L を所与とすることに意味があるのだが、現実に即して資本構成の本質を考える上では上澄みの部分だけを見ているという限界もあると思う。将来的な拡張としては、設備投資も含めた最適化行動を分析対象とすることも考えたい。

11. について：1978 年度以降のより長期のデータに基づいた分析も試したが、2000 年前後に企業のガバナンス構造がかなり変化したと考えられるため、今回は 2000 年度以降に焦点を絞った。

参考文献

Frank, M. Z. and Goyal, V. K. (2009), “Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?” *Financial Management*, 38(1), pp.1-37.

2. 2 “Productivity, Firm Size, Financial Factors and Exporting Decisions: The Case of Japanese SMEs”（大阪大学 小川一夫（報告者）・神戸大学 得津一郎）

報告要旨

日本の製造業において輸出を行う企業の割合は、大企業では約6割に上るが、中小企業では増加傾向にあるとはいえ3割弱である。輸出量で見れば、中小企業のシェアはやはり増加傾向にあるとはいえ2009年時点で6.5%に過ぎない。

本研究の目的は、このような事実を踏まえて、中小企業の輸出活動の決定において、生産性、企業規模や金融的要因（流動性制約）がそれぞれの程度の重要性をもつのかを、定量的に明らかにすることである。その特色は、①経済産業省「企業活動基本調査」の個票データを用い、②長期停滞、そこからの回復過程、そして世界金融危機という変化に富む期間（1995～2009年）を分析対象とし、③輸出有無（extensive margin）と輸出量（intensive margin）の両面から分析を行い、大企業の結果と比較した点にある。

理論的な検討として、国内と海外の両方に生産物を販売することのできる企業の利潤最大化行動を考える。輸出開始の際には初期投資が必要であること、企業規模（総資産）が大きいかほど輸出にかかる単位取引費用は小さくなること（規模の経済性）、を仮定する。このとき、企業の輸出有無は、前期のプライス・コスト・マージン（PCM）、輸出有無（サンクコスト効果）および総資産によって決まり、（輸出を行う場合の）輸出量は、当期の海外所得（＝需要）、実質為替レート、PCMおよび総資産によって決まる。

この両式を、1995～2009年における企業活動基本調査の機械産業4業種（一般機械、電気機械、輸送機械、精密機械）の個票データを用いて推定した。推定にあたっては、中小企業における流動性制約の可能性を考慮するため、各企業の流動比率および日銀短観の「金融機関の貸出態度 D.I.」を説明変数に加えた。その結果、輸出有無（有＝1、無＝0）の決定において、大企業においても中小企業においても、企業規模および流動性の係数はプラスに有意であり、PCMは有意でなかった。前期の輸出有無はプラスに有意であり、初期投資がもたらす履歴効果が確認された。一方、輸出量に対しては、PCMの係数は企業規模とともに、大企業においても中小企業においてもプラスに有意であった。流動性のプラス効果は中小企業において、海外所得のプラス効果は大企業において、より有意な結果となった。

それでは、企業の輸出行動に影響を与える、これらの要因は、2000年代の日本における輸出の伸びに対して、各々どの程度重要な役割を果たしたのであろうか。PCMの構成要素をTFPや要素価格に分解したうえで、この時期の輸出増加に対する各要因の寄与度を推計した。その結果、大企業と中小企業では、輸出量に対する各要因の寄与度に大きな差があることがわかった。具体的には、企業規模の寄与は大企業・中小企業ともに大きいですが、TFPの寄与は輸送機械を除く大企業において大きく、電気機械を除く中小企業においては小さい。また、金融機関の貸出態度の寄与は中小企業において大きく、海外所得の寄与は大企業において

やや大きいことなどが指摘される。

以上の分析結果からは、以下のような政策的含意が導かれる。中小企業の輸出開始を阻害する大きな要因は初期投資費用であり、政府は輸出市場に関する様々な情報提供を行うことで輸出を促進できる。同時に、中小企業は輸出開始のために潤沢な流動性を必要とするため、金融面での支援も必要とされる。さらに中小企業の TFP が大企業より低いことを踏まえれば、政府は中小企業の生産性を高めるための様々な投資促進策を行うべきである。

討論者からのコメント（専修大学 伊藤恵子）

この分野には、自分自身も含めて多くの先行研究が存在するが、本研究は、①輸出有無だけでなく輸出を行う企業の輸出量も分析対象として各要因の貢献度の分析を行い、②かつ4つの産業別・企業規模別に各要因の貢献度の違いがあることを明らかにした点で、新規性がある。②の解釈には、あまり明確ではない点もあるが、中小企業の国際展開に対する政策的含意を導いている点で、重要な研究である。コメントは以下の5点である。

1. 理論モデルでは、輸出にかかる単位取引費用は、企業規模が大きいほど小さくなることが仮定されており、それ故に企業規模が輸出行動を決定する重要な要因となっている。しかしながら、この仮定の妥当性について十分な説明がなされていない。先行研究では、一度に大量に輸出した方が1単位あたりの輸送費が安くなる（Forslid and Okubo, 2011）、海外市場での販売に広告宣伝費がかかる（Akerman, Forslid, and Okubo, 2013）などの説明があるが、本研究は取引費用としてどのようなものを想定しているのか。
2. 4つの機械産業を個別に推計しているが、産業を分けて分析した意図はどこにあるのか。あるいは、産業によって異なる結果が出た場合、その原因を何に求めるのか。先行研究では、産業間のマーケティングコストの違い（Akerman, Forslid, and Okubo, 2013）、資本集約度の違い（Forslid and Okubo, 2011）、同質財と差別化財産業の違い（Inui, Ito, and Miyakawa, 2014）に着目しているが、本研究は何に着目するのか。
3. ほとんどの先行研究では、PCM よりも生産性を変数として用いているが、敢えて PCM を使う理由は何か。日本に関する先行研究では、生産性が輸出開始の決定要因としてあまり有意ではないので、その意味で本研究の結果は先行研究と整合的と言えるが、そうした点についての言及があまりない。
4. 企業規模は大企業・中小企業双方において輸出量への影響が大きいですが、TFP は専ら大企業のみにおいて輸出量への影響が大きい。これは何を意味しているのか。データの制約から恐らく難しいだろうが、本来は生産性とマークアップを分離して計測できるのが望ましい。
5. 企業規模が輸出有無にも輸出量にも大きな影響を与えているが、両者の関係はどのようなメカニズムによって生まれていると考えるのか。単位取引費用の低下と説明されているが、もし輸送費用に規模の経済が働くのであれば、本研究が企業規模の代理変数として用いている総資産よりも、輸出額の大きさの方が重要なのではないかと。また、先行研究

には、本研究では輸出量の増減に含まれているであろう、輸出品目の増減、輸出先の増減といった（細かく見ると **extensive margin** に還元されるような）要素に着目した研究もあるし、企業規模が大きいほど遠隔地まで輸出できるといった研究もある。こうした様々な要素のうち何が本研究における企業規模の有意性に影響を与えているのかが明らかになれば、より重要な貢献になる。

フロアからのコメント

6. 企業規模は単体ではなく連結ベースで考えるべきではないか。一口に中小企業と言っても、大企業の子会社と一般の中小企業とでは事情が大きく異なるのではないか。また、特に大企業の場合、輸出だけでなく海外生産も行っているため、海外生産の影響もコントロールすべきではないか。
7. 4つの産業分類は、もっと細かく分けた方が良いのではないか。輸送機械の中でも自動車と造船では貿易・輸送コストが全く異なるであろう。また、子会社や下請け企業であれば、流動性制約の際に親会社の支援が受けられるといった違いも考慮すべきであろう。
8. 最終財か中間財かの違いに注意すべきではないか。2000年代に輸出が増えたのは主として中間財の方であったとされる。中間財であれば、広告宣伝費の話などは関係なくなってくる。また、推定式の説明変数のうち、貸出態度 D.I.などの（企業による違いがない）変数の効果は、タイムダミーによって消えてしまうものではないか。
9. 貸出態度 D.I.の代わりにキャッシュフローを説明変数にすれば、企業固有の変数なので、コメント 8.後半の問題はなくなるのではないか。

報告者からのリプライ（時間の制約により選択的に回答）

1. について：単位取引費用が企業規模の減少関数となることの解釈としては、Forslid and Okubo (2011) のように、大量に輸出した方が単位輸送費用が安くなるということを想定している。
2. について：産業ごとに技術特性や製品差別化の度合いは大きく異なる。また海外直接投資に伴う子会社への輸出については、PCM というよりはサプライチェーンの一環として行われるものであるが、子会社向けの輸出の割合も産業によって大きく異なる。これらの理由から産業ごとの推計が適切と判断した。
3. について：企業の利潤最大化行動の中で輸出の意思決定問題を考える時、輸出の採算性に直接関係するのは PCM であり、その効果を TFP や生産要素価格などのチャンネルごとに分解して明確に把握することもできるので、分析枠組みとして適切と判断した。
4. および 5. について：企業規模は、輸出量であれば単位輸送費に関する規模の経済、輸出有無であればマーケティングリサーチの初期費用や販売ネットワークの維持など固定費負担の面で有利に働くことがあるのではないかと考えている。
6. および 7. について：ご指摘はその通りであり、現在はデータの制約から、直接輸出のみ

を分析対象としている。海外生産の場合や、中小企業の場合の商社を通じた輸出などに関しては、別のデータソースを用いて分析を行うことも検討したい。

7. および8. について：最終財と中間財の違い、またさらに細かく産業を分けて分析するかどうかは、考えてみたい。貸出態度については企業ごとの変数ではないが、企業規模と産業に関しては差異のある変数である。また、それをタイムダミーに置き換えた推計も試して、ロバストネス・チェックを行っている。
9. について：流動比率を既に説明変数に加えているため、キャッシュフローを説明変数に加える必要はないと考えている。

参考文献

- Akerman, A., Forslid, R., and Okubo T., (2013) “Why is exporting hard in some sectors?” RIETI DP 13E-015.
- Inui, T., Ito, K., and Miyakawa, D., (2014) “Lender banks’ provision of overseas market information: Evidence from Japanese small and medium-sized enterprises’ export dynamic.” RIETI DP 14E-064.
- Forslid, R., and Okubo, T., (2011) “Are capital intensive firms the biggest exporters?” Centre for Economic Policy Research Discussion Paper No. 8345.

3. 報告セッション（午後の部）「アベノミクスと日本経済の諸課題」要旨（座長：東京大学 福田慎一）

3. 1 “Stock Prices and Policy Uncertainty: Evidence from the Tokyo Stock Exchange, 2008-2014”（上智大学 竹田陽介（報告者）・ニッセイ基礎研究所 矢嶋康次）

報告要旨

本研究は、2012 年末以降の日本の株価（日経平均株価）の急激な上昇の原因を、政策不透明性という観点から検証しようとするものである。

株価変動の原因として第1に考えられるのは、景気循環の影響である。実際、2012年の終わり頃は景気の谷であり、その後株価も上昇している。ただ、1つ前の循環を見ると、2009年春の谷以降、確かに株価も上昇したが、そのペースは緩やかであり、今回のような急速な上昇の背景には何か別の要因もあったと考えるのが自然である。第2に、今回の株価上昇に関しては、日銀による「異次元緩和」、正式には量的質的金融緩和（Quantitative and Qualitative Easing, QQE）の影響を指摘する声は多い。現に、2013年からのマネタリーベースの急上昇と日経平均株価の動きは、ある程度呼応しているように見える。

しかし本研究では、第3の要因として、政権交代に伴う政策不透明性の変化という、政治経済的要因に着目する。具体的には、2012年12月に自民党が政権を奪還したことが、政策不確実性の低下を通じて株価の急上昇をもたらしたのではないかと、というのが本研究の仮説である。この仮説を検証するため、Bloom (2009) が最初に提唱した「経済政策不透明性指数（Economic Policy Uncertainty, EPU）」を日本で初めて計測し、EPUの株価に対する影響を推定する。

EPUは、Baker, Bloom and Davis (2013) の手法にならい、民主党政権が始まった2009年9月から直近（2014年9月）まで月次で作成した。基本的には、5大新聞（日経、朝日、毎日、読売、産経）に掲載された経済政策に関する記事のうち、「不透明」という単語が含まれる記事の比率を新聞ごとに算出し、新聞間の標準偏差の違いを調整した上で合計したものをEPUとするが、頑健性を確保するため、他にも様々な集計方法を試している。また、経済政策の分野によって不透明性の影響が異なる可能性もあるため、経済政策を財政政策、金融政策、成長・規制緩和政策の3分野に分けた場合の指数も作成した。

以上のようにして計算したEPUには、いくつかの批判がありうる。第一に、EPUは消費者態度指数に近いものではないかという指摘がありうる。しかし、少なくとも日本においてEPUと消費者態度指数の相関は低い。第二に、各新聞の立ち位置によって民主党時代と自民党時代で報道姿勢が違ふのではという指摘に対しては、どの期間でもほとんど差がないことを確かめている。

EPUは、2012年末から2013年にかけて、下向きのトレンドを示している。すなわち、自

民党の政権奪還後、政策不透明性は低下傾向にある。また、この時期の東証一部の売買高、VIX 恐怖指数と EPU の相関を見ると、前者との相関は高く、後者との相関は低い。

被説明変数を株価の対数値とし、説明変数に EPU（全体、財政政策、金融政策、成長・規制緩和政策）、鉱工業生産指数、消費者物価指数、マネタリーベースの各対数値を用いた推定の結果、1）この時期の株価上昇に最も大きな影響を与えたのはマネタリーベースであったこと、2）EPU（の低下）も株価上昇に有意な影響を与えており、その度合いは消費者物価指数に匹敵すること、3）経済政策の分野ごとに EPU の影響度を見ると、財政政策に関する不透明性の影響が最も大きいこと、などが示唆された。

討論者からのコメント（学習院大学 細野薫）

1. EPU の動きを見ると、大きな政策変更が発表されたときに跳ね上がることが多い。これは、不確実性が政策決定の直前にピークに達し、決定後に解消するからではないか。もしこの推測が正しいとすると、（実物変数ではなく）株価への影響を見たいなら、EPU は月次より日次で作成した方が望ましい。
2. 推定において、金融政策の変数として実際のマネタリーベースを用いているが、株価への影響を見るなら、アナウンスされたマネタリーベースを用いるか、金融政策が拡張的か収縮的かを表すダミー変数を用いた方が良い。財政政策に関しても、同様のダミーなど何らかの変数を追加して、拡張的なショックなのか収縮的なショックなのかを峻別した方が良い。要は、不確実性は2次モーメントなので、その影響を取り出すには、拡張的か収縮的かという1次モーメントをコントロールすべきということである。実際、マネタリーベースをコントロールすると、財政政策以外の EPU は有意でなくなっているが、この結果も、EPU の中に1次モーメントの情報が混在し、マネタリーベースと相関を持つことに起因していると思われる。
3. 推定結果から、EPU と CPI の株価に対する影響度が同程度であるという結論が示されたが、その根拠が必ずしもよくわからなかった。それぞれ一標準偏差のショックがあったときの効果を算出して比較した結果などを報告すれば、明確になるのではないか。

フロアからのコメント

4. アベノミクスの下で EPU は低下したということだが、事実関係として不確実性は本当に低下したと言えるだろうか。例えば、財政支出をここまで拡大させてしまった以上、誰がいかにして政府債務をコントロールするのか、不確実性は逆に高まっているように思える。特に将来の財政に関する不確実性を、EPU でうまく捉えられているだろうか。
5. 政策不透明性が株価の「水準」に与える影響を分析しているが、株価の「ボラティリティ」に与える影響は分析していないのか。EPU と implied volatility (VIX) とは相関が低いという説明があったが、不透明性が株価のボラティリティを高めて、それが株価水準にも悪影響を及ぼすというのが通常のルートだと思うので、ボラティリティと無関係に不透

- 明性が株価にネガティブな影響を与えるのだとすると、どう解釈すれば良いのか。
6. 日本の株価は、特に最近では、外国人投資家の行動に強く影響を受けている。外国人投資家のセンチメントに関する指標などをうまく説明変数に取り込めば、推計精度が向上するのではないか。
 7. アベノミクスの下での株価上昇は、主として日本の夜や明け方の時間帯に起きており、明らかに外国人投資家が主導している。彼らが読むのは日本の新聞ではなく、FT や WSJ である。実際、日本の新聞は、当初アベノミクスについてほとんど報道しておらず、株価の上昇を見て後追いで報道が増えていったという分析もある。日本の新聞報道のみから EPU を算出するのは、少なくともアベノミクスの時期においてはミスリーディングになる恐れがある。
 8. 不確実性をコントロールしたうえで、マネタリーベースが株価に大きな影響を与えているという分析結果だが、理論的にはマネタリーベースと株価の間には非常に弱いリンクしかない中で、この分析結果をどう解釈しているのか。また、マネタリーベースの拡大は、最近始まったものではなく、2001 年頃から率としては同じようなペースで上昇してきているが、株価の動きは時期によって大きく異なる。これをどう考えているのか。

報告者からのリプライ (時間の制約により選択的に回答)

1. について: EPU を月次データとしたのは、先行研究に倣ったものであるが、日次にメリットがあることはご指摘の通りだと思う。日次データは、作成工数が 30 倍になるため、にわかには難しい面もあるが、検討する価値はあると思う。
2. について: アナウンスされた経済政策の方向という質的な情報を EPU は拾っていないのではないかとのご指摘もその通りだと思う。しかし、ここでは政策効果というよりも EPU の効果そのものを見ることに専念している。日次データで分析を行う場合には、質的な変数について考慮することも必要だと考えられる。
4. について: 将来の財政運営の不確実性については、ここではかなりアバウトな財政政策のキーワードだけを拾っているの、拾いきれていない面があるのは事実だと思う。キーワードのバリエーションをもう少し増やしてみて、結果がどうなるか確かめることも必要かも知れない。
5. について: この質問には、現状では良い答えが見つからない。今後の拡張として、日次データを使って、マーケットのマイクロストラクチャーも考慮すると、少し理由が明らかになってくるかも知れない。(討論者より「アメリカの EPU は VIX 指標と相関が高かったと記憶しているので、日米を比較してみてもは」との提案あり)
6. および 7. について: 日本の株を買っているような外国人投資家は、日本の新聞記事も何らかの形で翻訳して読んでいたのではないかと想定しており、日本の新聞だけでもそれほどミスリーディングな結果にはなっていないと思う。もちろん FT や WSJ も加味すれば、よりロバストになると思うので、今後検討してみたい。

8. について：理論的にはマネタリーベースと株価の間には非常に弱いリンクしかないというご指摘については全く同感である。われわれも、究極的にはマネタリーベース単独では株価に有意な影響を及ぼさないはずという直観を持っている。その観点からも、2001年以降のマネタリーベースの拡張に対する株価の反応の違いというご指摘は、大変興味深いものであり、サンプル期間を大幅に拡張する必要があるが、試してみたいと思う。1つの可能性としては、EPUが捉えている政治状況と、マネタリーベースから株価への影響が交叉項の形になっており、それが2012年末以前と以後の違いを生み出しているのかも知れない。

参考文献

- Baker, S., N. Bloom, and S. Davis (2013) “Measuring Economic Policy Uncertainty.” mimeo.
Bloom, N. (2009) “The Impact of Uncertainty Shocks.” *Econometrica*, 77(3), pp. 623-85.

3. 2 「『設備投資計画調査』からみる日本経済の課題と金融の役割」（日本政策投資銀行 穴山眞）

報告要旨

本報告では、当行産業調査部が毎年実施している「設備投資計画調査」の結果をもとに、1) 過去10年間の調査結果からみた課題、2) 政策的インプリケーション、3) 金融の役割、の3点についてお話ししたい。

設備投資計画調査は、1956年以来継続している調査で、2,200社以上の大企業（一部は中堅企業を含めた7,000社）からの回答を集計しており、金額ベースで大企業の設備投資額の5割強にあたる15兆円をカバーしている。設備投資の動機や産業別の投資動向などにも踏み込んで調査・分析しており、さらに同時実施の「企業行動に関する意識調査」にて、時々の経済状況を踏まえた企業の行動についても調査している。2014年度の調査結果を見ると、国内設備投資は3年連続で増加しており、前向きな設備投資マインドは持続している。

大企業の設備投資には、もともと計画段階から実績にかけて下方修正される「くせ」があるが、リーマンショックを契機として、その下方修正幅が大きくなっていった。しかし2012年度以降は、世界経済の先行き不透明感が和らいだことや円高の修正、企業マインドの前向きな変化とともに、下方修正幅が緩やかに縮小している。但し、リーマンショック以前の景気回復期と比べると、下方修正幅は大きく、マインドセットに変化が生じた可能性もある。

ヘッドラインの変遷を振り返ると、2010～11年度は、景気基準日付上は景気拡大期であるにもかかわらず当初の増加計画が実績では前年比減になるという、従来の修正パターンが当てはまらない、分析担当者泣かせの投資行動が見られた。2012年度以降は、ようやく実績でも増加に転じたが、増減いずれにせよ自動車と電気機械が主導していた2005～09年度あたりと異なり、消費主導型、すなわち不動産（商業施設）、運輸（物流施設）、卸売・小売といった非製造業に牽引役がシフトしている。

設備投資額がキャッシュフローを「上回る」と回答した企業の割合から「下回る」と回答した企業の割合を引いた「設備投資／キャッシュフローD.I.」の動きを見ると、概ね7～8割の企業において投資がキャッシュフローを下回る状況が続いている。ただし、減益の年はこのD.I.が上昇し、増益の年には下落していることから、企業は低位ながら安定的な投資行動をとっているとも言える。いずれにしても、企業はフリーキャッシュフローを現預金の形で着々と蓄積しているわけだが、調査実施後の200社にも及ぶトップヒアリングでその動機を聞いたところ、第1にリーマンショック後のような流動性危機への備え、第2に将来の投資プロジェクトのための待機、ということであった。

投資動機ウェイトの推移を見ると、リーマンショックの前後で、能力増強から維持補修へのシフトが明白である。特に2011年度以降、設備投資額（計画値）が増加する中で維持補修のウェイトが増加するという、従来の常識とは異なる動きが続いている。と言うのも、こ

れまで維持補修投資というのは景気にあまり左右されない固定的な投資支出であり、全体の投資額が増加する時はウェイトが下がると考えられてきたからである。その結果、2013年度にはついに維持補修が能力増強を上回ることとなった。

設備投資の海外／国内比率を見ると、2008年度までは大きな動きはみられないが、2009年度以降、急激な円高に対応して、一定のラグを持ちながら、特に自動車において著しい比率の上昇が見られた。2012年度以降の円高修正局面でも同比率は上昇しているが、自動車メーカーの方のお話では、これは明確に **time to build** によるものである。現地調整やサプライチェーンの構築には最低2年を必要とすることに加え、1モデル6年というモデルチェンジのサイクルもあるため、円高が修正されたからと言ってすぐに国内に回帰できるものではない。

製造業の中期的な国内外の供給能力については、7割強の企業が海外を強化する方針であるが、国内の供給能力を増加させる比率も若干上昇しており、一部に国内生産を再評価する動きが出始めている。海外生産を行う最大の理由は製造コストであり、次いで輸送コストである。また、拠点分散によるリスク回避（災害・電力供給リスク等）という理由も2割程度存在し、この比率が東日本大震災から3年が経過しても低下していないという事実は、重要な政策的含意を持つと考える。

2008年以降に製造業が海外生産能力を増強した理由を見ると、円高を主因とする回答が2割強に上った。大企業の海外設備投資が12～13兆円であるから、2～3兆円の設備投資が円高によって海外に流出したということの意味し、決して軽視できない数字であると考ええる。一方、国内生産を継続する最大の理由は国内需要への対応であるが、むしろそれに次ぐ理由として、「技術・商品開発のための生産基盤が必要」「国内生産による高い生産性」「国内サプライチェーンの存在」「専門性の高い国内人材の存在」といった回答が続いていることを強調したい。海外における部材調達については、国内からの部材調達（輸出）を増加させると回答した企業は1割強に過ぎない。これは通説と異なり、海外進出が国内サプライヤーの生産増加に必ずしもつながっていないことを示すエビデンスと考えており、アカデミックな観点からの再検証を求めたい点の1つである。

競争力強化に向けての注力分野では、製造業では「新製品の開発」が多い。一方、非製造業において特徴的なのが「事業工程の効率化」の比率が顕著に低いことで、これは生産性向上に対する意識の低さを反映している可能性がある。一方、調査実施後の地域企業170社へのヒアリング結果によれば、広範な地域・業種・技能において労働力の確保が難しくなっており、事業活動の制約要因となりつつあることが明らかになっている。その背景に構造的なミスマッチが存在するという認識が、現場の肌感覚として極めて強くなってきていることを指摘しておきたい。

以上を踏まえて、政策的インプリケーションについて述べたい。製造業へ「国内生産を継続する理由」を問うと、最も多い回答は「国内需要への対応」であった。したがって、企業の期待収益率を改善するには、成長戦略の推進による新しい市場の創造、既存市場の拡大

が必要であると思われる。また、マクロ経済を含めた経営環境の安定、特に為替レートやエネルギー供給リスクの軽減は、海外生産の増加に歯止めを掛けるために重要である。

成長力を高める国内投資の推進策としては、企業間連携のさらなる促進によって、新たな産業バリューチェーンの創造を後押しし、そのコアとなる企業の支援によって産業集積、人材の維持・強化を図ること、また設備更新や合理化・省力化投資、さらには企業再編・統合等の促進による生産性向上を実現することで、日本全体を「海外企業も活用できる産業インフラ」として機能させることができるだろう。

最後に、そのために必要とされる金融の役割について、私見をお示ししたい。企業が蓄積しているフリーキャッシュフローは、かつては有利子負債の返済に充てられていたが、2000年代後半からは現預金の積み増しに用いられている。こうした中で金融に求められる新しい役割は、企業の蓄積資金を有効に使ってもらうためのプロジェクトメイキングである。特に金融機関が企業と一緒にプロジェクトを作り込むという発想も必要である。その中で、企業の「見えざる資産」の価値を適切に評価してその活用を促すことも必要であろう。また、資金の供給ルートを複線化させることも求められている。平時に多様な資金のルートを確認しておくことの重要性は、金融危機から得た教訓の1つであろう。一方で、現下の金融緩和の中で過度な金利引き下げによる金融機関間の消耗戦に陥らないためにも、また過度なリスクテイクが起きないためにも適切なプライシングが重要であろう。

リスクテイクとの関係では、セーフティネットの必要性について、J-REIT 市場の例をご紹介したい。リーマンショック後、J-REIT 市場は著しく低迷し、資金の流入も止まるなど、一時崩壊の危機にあったが、当行がその資金繰り安定のための不動産安定化ファンドを関係者ととも組成し、市場のセーフティネットとしての役割を果たすことで、市場関係者のセンチメントが劇的に改善し、資金の流入が再開した。この経験から、中立性、リスクマネー供給機能、プライシング機能を備えた媒介者の必要性を改めて認識した次第である。

討論者からのコメント（慶應義塾大学 池尾和人）

現内閣の経済政策が掲げる成長戦略には、本来「民間投資を喚起する」という形容句がついていた。したがって、その成長戦略の是非は、まずは民間投資を喚起できているか（できそうかどうか）によって問われるべきである。その意味で、穴山報告は非常に示唆に富んでいたと思われる。ただし、豊富な事実からどのような方向性を導くかは難しい。設備投資の行方を考える際の視点としては、国内投資と海外投資の補完・代替関係、労働投入と資本投入の補完・代替関係、産業構造の変化（製造業から非製造業へのシフト）などが考えられる。

1. 国内投資と海外投資は代替性が高く、サプライチェーンは海外で完結していく可能性がある。そのため、日本を研究開発、試作の基地としてサプライチェーンにおいて不可欠なものとしていく必要がある。そのために、どのような取り組みが必要とされているのだろうか。集積企業間の連携の強化ということで十分なのだろうか。

2. 日本で労働力が減り始めた当初、労働投入と資本投入は代替的であり、労働力の減少は設備投資で補えるという楽観的な見方が優勢であったが、その後の展開を見ると、両者はかなり補完的なのではないか、すなわち資本装備率の値はある程度決まっていて、労働投入が減ると資本投入の必要性も減るとというのが実態ではないかと思われる。報告の中では、省力化投資が活発化する兆しがあるという話があったが、これから本格的な労働力不足になれば、資本投入が労働投入を代替するような動きは生じてくるのだろうか。
3. 日本の海外生産比率はアメリカ、ドイツに比べてまだ低く、今後さらに上昇する余地がある。したがって、非製造業の比率は一層高まると考えられ、非製造業の生産性向上が極めて重要だという問題意識はその通りだと思う。しかし非製造業の生産性が低い理由は、果たして報告が指摘したような「意識の問題」なのだろうか。むしろ集約化・大規模化が進まないことや、その背後にある規制による保護などの方が重要な要因であり、それが非製造業の投資行動にも影響しているように思うが、いかがか。
以上に加えて、もう1点だけ述べておきたい。
4. 資金仲介にならぶ金融の役割として、リスクシェアの機会を提供し、社会全体のリスクテイクのキャパシティを拡大することがある。日本の金融の最大の問題は、このリスクシェア機能が、それこそ意識の問題としても、現実の問題としても、弱いということではないかと思っている。報告の中で、「中立性、リスクマネー供給機能、プライシング機能を備えた媒介者の存在が必要」との指摘があったように、DBJがそういう観点から重要な役割を果たしてきていることは評価するが、政府保証を背景とする資本コストの低さが前提となっていることは否めない。そうした限界を超えて、日本の金融のリスクシェア機能を高めるために何が必要なのだろうか。

フロアからのコメント

5. 最近の企業経営者は、グリーンフィールドへの工場新設投資のようなことは考えておらず、M&Aの機会を探っているという印象を持つ。こうした、いわば投資形態の変化について、ヒアリング等でどのような感触を持っているか。また、流通業で新規投資の動きが活発化しているという話があったが、その裏で **disinvestment** もどんどん進んでいるように思う。これについてどう考えているか。
6. 国内投資と海外投資が代替的か補完的かという点について、アカデミックな文脈では、自分の研究も含めて、海外での投資や生産活動を増やした結果、国内での投資や生産活動を減らすという結果は、あまり見たことがない。少なくとも国内にとどまっている企業に比べれば、海外進出企業は国内活動も維持拡大しており、国内に悪影響は及ぼしていないというのが、学者の標準的な理解であると思う。こうした点について、実務的な印象や実際の数字などをお聞きしたい。
7. 資本生産性の低さが、日本経済の停滞原因であり、また金利低下あるいは銀行の利鞘の

縮小の背景でもあると言われているが、この資本生産性あるいは収益性について、国内と海外、製造業と非製造業でどう違い、どのように変わってきたのか、数字がなければ実務的な印象で構わないのでお聞きしたい。

報告者からのリプライ（時間の制約により選択的に回答）

1. について：国内投資と海外投資の代替性・補完性については、大企業の立場から言えば、少なくとも短期的には、海外でサプライチェーンを完結させていくのが経済合理的な行動であると言える。これはトップヒアリングの感触からも確かである。しかし長期的には、そのようにして国内サプライヤーを切っていくと、産業基盤の維持に必要な、ある閾値を超えた時、一挙に日本の産業競争力を毀損する恐れがある。アンケートの中に、国内投資の理由として「国内の雇用確保」という項目があるのだが、これを回答する企業の割合は年々減っている。こうした、背に腹は代えられないという行動が広まって、閾値に達してしまうことがないかどうか、注視が必要と考えている。
2. について：労働と資本の代替性・補完性については、調査結果からも省力化投資は増えると思われるが、よく言われるように省力化とは無人化ではなく、技能の転換である。省力化投資計画の中身を1つ1つ聞いていくと、省力化設備の導入と新規雇用や訓練はセットであることがわかる。マイクロベースで、こうしたことが円滑に進んでいくかどうかは、注視していく必要がある。
3. について：非製造業の生産性向上については、業種や地域にもよるが、M&Aによるヒト・モノ・カネの再配置といったことは必要と考えている。
4. について：金融の役割については、現場感覚としては、資金仲介の意義も決してまだ低下していないという実感を持っている。市場における流動性制約は、循環的に生じており、金融危機等への制度的対応は引き続き必要ではないかと考えている。一方、流動性制約を経験した企業経営者や資金調達部門には危機感が根強く残っており、そうした中で、蓄積した手元資金を使ってもらうための、プロジェクトメイキングが金融の役割として益々重要になってくると考える。大企業といえども情報制約は強く、地域や業種を超えた金融機関のマッチング機能、情報生産機能に対する期待は大きいと感じている。尚、当行の業務が低い資本コストを前提としているというご指摘に関しては、やはり政府がそれに対応して、出資の配当以外に外部効果なども含めたある意味公益的なリターンをどの程度求めるかという議論が必要なのだろうと思う。この外部効果のなかには、民間リスクマネー供給市場の発展（即ち民間リスクシェア機能の強化）や適正なプライシングの提示等も含まれよう。こうした観点から、当行としては債権やエクイティのパートアウト、シンジケートローンの組成等の取り組みを積極的に行っているところである。更に、リターンのあり方の話も含めて、今後も適切なアカウンタビリティが必要であると考えている。
5. について：企業投資の形態については、ご指摘のとおり M&A、ブラウンフィールド的な

ものが増える傾向が明確に観察される。したがって、自社のマネジメントとは別に、M&Aをしながら投資先を適切にマネジメントしていくことが重要になってきており、金融機関も事業会社もそのための専門人材の確保が急務である。disinvestmentの動向については、設備を取得するだけでなく、取得した設備をどう有効活用していくか、どのように償却し再編、統合していくかという観点からも、重要な論点と認識している。ただ、数字として把握することがなかなか難しい面もあり、統計の整備も含めて今後の検討課題かと思う。

6. について：海外進出が国内に与える影響に関し、アカデミックな実証研究とアンケートや現場感覚とのズレがあるというご指摘については、私の認識では、アカデミックな研究は2000年代半ば頃までのデータをもとに分析したものが多く、リーマンショック後のグローバルな経営環境の変化と、それに伴う企業の最近のマインドセットを必ずしも反映していない可能性もあるのではないかと思う。先生方にはデータが出揃ったところで、是非再検証をお願いしたい。また、今回ご紹介したアンケートは大企業中心の調査なので、中小企業の声を聞くと、また違った印象を受けるかも知れない。こうした様々な情報を突き合わせて実態を把握していくことが重要だと思う。

4. パネルディスカッション「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」（座長：東京大学 植田和男）

4. 1 議事録

ご来賓

細溝 清史 金融庁長官

パネリスト

井潟 正彦 野村資本市場研究所執行役員
池谷 光司 三菱東京 UFJ 銀行常務執行役員
齋藤 通雄 金融庁総務企画局参事官
柳川 範之 東京大学大学院経済学研究科教授
地下 誠二 日本政策投資銀行執行役員経営企画部長

(2014年11月21日)

司会

これより、パネルディスカッション「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」を始めさせていただきます。このパネルディスカッションは、東京大学金融教育研究センターおよび日本政策投資銀行設備投資研究所の主催、一般財団法人統計研究会金融班および一般財団法人日本経済研究所の共催によるシンポジウムの特別セッションとして実施するものでございます。皆さまには、お忙しい中ご来場を賜りましたこと、主催者を代表して厚く御礼申し上げます。

まず開会に当たりまして、ご来賓としてお迎えしております金融庁長官の細溝清史さまよりメッセージを頂戴いたしたいと存じます。

細溝

本日はお招きいただきありがとうございます。リスクマネーの供給と持続的成長という、まさに今われわれが取り組んでおります喫緊の課題をテーマにディスカッションしていただけるとお聞きし、一言ご挨拶に参りました。

いま日本は、デフレからの脱却を果たし、経済を持続的成長経路に戻すことが喫緊の課題となっています。金融面では、それをいかにして下支えしていくか、すなわち、日本全国津々浦々、資金の目詰まりが起きていないか、ということが金融行政の今事務年度の最大の課題となっています。この「資金」には、当然、間接金融もありますが、直接金融もあるということで、両方の資金の流れを私どもは注視しているということです。

戦後の日本の金融システムは、銀行などによる間接金融が中心のシステムであり、それで高度成長期をわれわれは経験したわけですが、その後バブルが崩壊して、言わば経済の

事業リスクが全て銀行の B/S に載ってしまい、銀行は不良債権処理に塗炭の苦しみを負った、われわれ金融当局も金融機関の破綻処理に追われたわけです。そして、1990 年代から 2000 年の初めにかけて、預金取扱金融機関 180 先が破綻しました。そうした中で、われわれは、経済の事業リスクが全て間接金融である銀行の B/S に集中するという状況から、社会全体でリスクとリターンをとるバランスの取れたものにしたいということで、「貯蓄から投資へ」を合い言葉に、旗を振って参りました。これまでも証券税制にいろいろと工夫をしてきましたし、今もたとえば NISA という形で投資家サイドに広く薄くリスクとリターンを取ってもらうような措置を講じています。また、日本は資産運用業が非常に弱いので、その梃子入れもしたいということで、今年は、金融モニタリング基本方針の中で大きく取り上げています。

そうした直接金融の世界の事柄にも取り組んでいますが、間接金融の世界も当然、重要です。銀行などは、不良債権をつくって処理をした経験から、今でも担保ないしは保証を重視した貸付けを行ってしまう傾向があります。しかし、非常時は既にピークアウトし、平常に戻りつつあるとわれわれは思っています。したがって、例えば金融検査の中でも、個別の貸出債権を 1 つずつ厳しく資産査定して、ランクダウンや引当ての積み増しなどを求めるといった検査手法ではなくて、金融機関に対してエンティティとしてのリスク管理を求めるという中で、より大きく重要なリスクに傾注した検査をやっていこうということで、自己査定ないしは引当ての方針がきちんとしている銀行については、自己査定を尊重することを公表しました。更に、担保・保証に大きく依存しない貸出を行うために、債務者の事業の将来性をきちんと評価し、債務者の業況が仮に悪いのであれば、それは一時的な要因なのか、構造的な要因なのか、一時的なのであれば、その一時的要因を無視した格付けで良い、構造的なのであれば当然、早めに再生なり再建に取り組んでほしい、企業のライフステージはいろいろありますので、それに合った金融サービスを提供してほしいということを金融機関に求めています。

実は、直接金融・間接金融という構図で割り切れない世界もあります。たとえば、メザニンという世界があります。さらには、エクイティを直接金融ではなく、何とか間接的にできないかという世界がもう 1 つあるかと思います。民間の金融機関はファンドをつくって提供しようと考えていますが、預金が原資であれば、そういったものに回せる割合は当然低いということであり、そうした中で政策投資銀行などと民間の金融機関が連携して、直接金融と間接金融の中間的なものを提供していくことができないか。こういったことも、私どもが注目しているところです。

デフレ脱却、経済の持続的成長へ向けて、政府全体としてそういった方向へ舵を切っています。金融行政もそういった意味では舵を切っています。そうした中で、本日、リスクマネー供給と持続的成長というテーマでパネルディスカッションが開催されると聞きました。今まさにホットな 이슈 ですので、皆さんでご討議いただき、われわれがやろうとしていることについても何らかのご示唆をいただきたい、いろいろなところで使えるよう

な成果を出していただければありがたいと思っております。本日のパネルディスカッションの盛会をご祈念申し上げます。どうもありがとうございました。

司会

貴重なお話を賜り、誠にありがとうございました。本日、細溝長官は極めてタイトなスケジュールの中、駆けつけてくださいました。これにて退場されますので、皆さま、盛大な拍手でお見送りいただけますでしょうか。どうもありがとうございました。(細溝長官ご退場)

続いて、本日のパネルの座長、パネリストの皆さまのご紹介に移らせていただきます。座長は、東京大学大学院経済学研究科教授で金融教育研究センター長でもいらっしゃる植田和男先生にお願いしております。続いて、パネリストの方をお名前の50音順にご紹介させていただきます。ご来場の皆さまの向かって一番左が、野村資本市場研究所執行役員の井瀧正彦さまです。お隣が三菱東京UFJ銀行常務執行役員の池谷光司さまです。そのお隣が金融庁総務企画局参事官の齋藤通雄さまです。さらにお隣が、東京大学大学院経済学研究科教授の柳川範之先生です。最後に、弊社執行役員経営企画部長の地下誠二でございます。皆さまのご経歴につきましてはお手元に資料をご用意しておりますので、そちらをご覧ください。それでは、これよりディスカッションを始めたいと思います。ここからは座長の植田和男先生に進行をお願いいたします。植田先生、パネリストの皆さま、どうぞよろしくをお願いいたします。

植田（資料 p.52～）

それでは、最初に私から今日、議論になりそうなポイントを、複数の観点から多少整理させていただきたいと思えます。

最初に、「リスクマネーとは何か」ということですが、私から細々と定義などを申し上げる必要はないかと思えます。ただ、ここでは少し広めにとって考えたいということをお願いいたします。狭く取れば、例えばベンチャーキャピタル、ベンチャービジネスあたりに集中しての議論もありうるかと思えますが、もっと広い意味で、エクイティ、あるいは資本性のあるデットなど、さまざまな形の資金もリスクマネーに含めて、皆さんにはご議論いただきたいと思えます。その中で、たとえば銀行貸出ということであれば、よく言われますように、日本経済あるいは日本企業の新陳代謝を上手く促進してきたかどうかという観点は、1つ重要なポイントのようにも思えます。これはエクイティホルダーの観点からも、似たような問題意識がありうると思えますが、例えば、一部の学者の研究によりますと、1990年代から2000年代の日本では、マーケットから退出していく企業の生産性の方が新規に参入してくる企業の生産性よりも高いというような研究結果も報告されたりしていますので、なかなか難しい問題かなと思えます。

もう1つ、別の観点から念頭に置いておかななくてはいけないのは、金融の問題としてリ

スクマネーが出せるかどうかということはもちろんあるわけですが、そのお金の行き先である企業あるいはプロジェクトに有望なもの、ハイリスクであるけれどもハイリターンの可能性も十分にある、そういったものが日本には本当にあるのか、という問題かと思えます。こういった論点も、今日、どのくらい議論する時間があるかどうかですが、重要なものとしてあるように思います。

お金の流れの方から見ていきますと、1つ明らかなポイントですが、押さえておくべきなのは、日本では家計によるリスク資産投資が非常に少ない、限られているということです。図表1は、よく引用されます日本銀行の資金循環統計とFEDのそれの比較ですが、日本の家計は資産の5割以上を銀行預金で保有しているのに対して、米国の家計は4分の1くらいに過ぎません。一方で、株・出資金については、日本の家計は10%以下に過ぎませんが、アメリカでは3分の1くらい保有しています。さらに、家計から銀行に行く、あるいは家計から機関投資家、投資信託等に行き、それがさらに株・出資金に回るという間接保有の部分を見ても、日本の場合は5%前後ということで、直接保有と合わせても15%くらいにしかならないのに対して、米国では間接保有を含めると50%くらいになっている。このように、究極の最終投資家である家計のリスクテイク姿勢の違いは、明らかであるように思います。あと1つ付け加えると、米国の間接的なリスク資産投資のルートで重要なものは、年金と投資信託であるということもデータの的に明らかであると思います。

日本の家計はどうしてリスク資産投資が少ないのかという点は、なかなか難しい問題ですが、ここ20年30年ということであれば、長引いた資産デフレの影響もそこそこあるかと思えます。あるいは、もっと長期、数十年、百年というタームで見ると、戦前はかなり大規模なお金持ちがたくさんいて、そこで一定のリスクテイクが行われていたのが、戦争前後の動きによって、小粒のお金持ちになってしまったというようなことも効いているのかもしれない。その他にもいろいろ要因があるとは思いますが、資金の究極の出し手である家計に1つ大きな問題があることは確かなようです。

金融仲介の問題に移りますと、戦後は、今の話の続きで、家計が直接リスクテイクすることに限界がありましたので、まず銀行に資金を集めて、銀行によるリスクテイクを政府日銀、あるいは財政投融资といった仕組みで補っていた面がありますが、これは特に銀行の部分を見てみると、明らかに1つは不良債権問題の後遺症、最近では、特に海外発の面もありますが、金融規制の強化などから、先を見た場合に、なかなかリスクが取りづらくなってきている。銀行を通じたルートだけでは心もとないということが、大きな問題として指摘されると思います。もう1つ、よく言われることですが、国内の貸出市場での過当競争も、潜在的に大きな問題として残っていると思います。銀行とは違うセクターとして期待されている機関投資家に関しても、独立系投資家が少ないこと、リスク資産投資割合が低いこと、公的部門のウェイトが大きいこと、などの問題が残っている、あるいは存在するということだと思います。さらには、銀行の貸出市場での非常に厳しい競争が、ある種の金利体系の歪みを作り出して、これは銀行の外の市場、債券市場あるいは証券化

商品の市場等の発達を難しくしている面もあると思います。こういったことから、リスクテイクという観点において、日本の金融システムにはさまざまな問題が存在していると思います。

昨日出たばかりの報告が目にとまりましたので、一言ご紹介します。内閣府に置かれた成長資金の供給促進に関する検討会の中間とりまとめですが、これによると、日本の資金の流れは、銀行の仲介による預金、融資に過度に依存してきた。一方で、株式やメザニンといった形態の資金の流れが不十分である。さらに、普通の貸出でも長期資金の供給という面で今後かなりの不安を感じるということが書かれています。本日のテーマに非常に関係すると思いますので、ご紹介しました。

今日はあまり議論にならないかもしれませんが、狭い意味でのリスクマネーである、ベンチャーキャピタル、ベンチャービジネスについても見ておきます。大和総研の論文に非常に明確に書かれていた結果ですが、グローバルにいろいろなデータを見ますと、その国の起業率、ベンチャー投資額の GDP に対する比率、それから年金の株式運用比率の間にかかなりの高い相関があるという結果が得られています。日米だけの比較でもそうですし、他の国を入れてもこのような相関がかなりはっきりと見られます。

この辺が上手く進んだ背景について、アメリカの金融の教科書を見てみますと、いわゆるエリサ法の下で、プルードントマン・ルールを 1970 年代後半に明確化したことにより、年金のリスク資産投資がある程度可能になるというストラクチャーが作られた。それから、大企業はそれまで自社内で R&D 投資を頑張っていたのですが、徐々に外部のスタートアップ企業を利用する形へとシフトしていった。つまり、ベンチャービジネスにとってみると、IPO だけでなく大企業に買われるというエグジットの方法もあるというメリットが生まれたわけです。年金については、後ほど井潟さんから確定拠出年金の役割についてお話があるかと思います。

こうした中で、ベンチャーキャピタルについては、非常に大きなマーケット規模の違いが日米で存在しています。しかし、ここ数日の間にヒアリングしてみたところ、2012 年くらいまでは確かに低迷していたのですが、2013 年 14 年と、日本でもこの部分の資金の流れがかなり増大しているようです。残念ながら、データ的には掴まえられなかったのですが、こういう話をかなり確かな筋から聞きました。その中でも、中小企業基盤整備機構など、公的資金を一部使ったのリスクテイクという資金の流れがある程度大きな役割を果たしている、といった指摘がなされています。あるいは、ここ 2 年間の株価上昇が良い影響を与えているということもあるかもしれません。また、だいぶ前にもベンチャーブームがあり、その後いったん下火になってしまったのですが、それでも根っこの部分では経験やインフラの蓄積がある程度進んでいて、今またブーム的になりつつあるということもあるのかもしれません。こういった話題はありますが、機関投資家によるこういう部分でのリスクテイクは、まだ米国などに比べて大きく見劣りするということかかと思えます。

最後に、今日は時間がないかもしれませんが、もう少しマクロの問題、ゼロ金利や異次

元の金融緩和、それが無くなってしまったらどうなるのかという辺り、あるいは財政の問題、国債の大量発行が続いていることの、いま議論したようなテーマへの影響も、1つ興味深い問題群であるかと思います。

それでは、私からは雑駁でしたが以上にいたしまして、引き続き、パネリストの皆さんからそれぞれのご関心に基づいて、大きなテーマについてまずプレゼンテーションをしていただき、それから、ある程度テーマを絞ってパネリスト間で議論し、残った時間でフロアからの質問も受けたいと思います。では、最初に池谷さんからお願いします。

池谷（資料 p.57～）

三菱東京 UFJ 銀行の池谷です。本日のディスカッションのテーマ、「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」について、メガバンクとして間接金融の視点から、現在の産業金融システムに対する問題意識ということでお話ししたいと思います。お手元のレジュメに沿いまして、まず1つめとして「メガバンク」の置かれた環境、2つめとして「産業金融システム」への問題意識、3つめとして「産業の新陳代謝」に向けた現状と今後の取り組み、そして最後に「メガバンク」の知見と今後に期待される役割という流れでお話しして参ります。

最初に、メガバンクの置かれた環境を概観します。**スライド3**をご覧ください。言わずもがなですが、日本の都市銀行は90年代初頭には10行を数えましたが、不良債権処理の過程で、特にバブル崩壊後の変革期に集約されて、2006年以降、現状ではメガバンクは当行を含めて3行に集約されています。

スライド4の棒グラフは、世界の主要行の資産規模を比較しています。ご承知の通り、日本のメガバンク3行の資産規模は150～250兆円で、欧米中国の主要行と伍していける規模になっています。また、折れ線グラフはバーゼルⅢ上のコモンエクイティ比率を示していますが、日本のメガバンク3行はおおむね9%を超える水準ということで、財政状態に関しても健全な水準を維持しています。しかし、**スライド5**に挙げた9月末時点における世界の主要行の時価総額ランキングを見ると、邦銀トップの当行でさえようやく世界第19位で、株式市場における邦銀の存在感は残念ながら薄くなっています。その理由の1つは、やはり収益力と成長期待の低さであり、収益力、リスクテイク力の向上が喫緊の課題であると認識しています。この背景として、先ほど来ご指摘のある低収益・低利鞘の問題があります。**スライド6**の棒グラフは業務純益の水準ですが、欧州の一部金融機関を除くと、邦銀メガバンクの収益力は明らかに見劣りしている状況です。要因はいろいろと考えられますが、他国に比べて圧倒的に低い預貸利鞘が大きく影響していることは一目瞭然です。

スライド7以降は第2章として、「産業金融システム」への問題意識についてまとめていきます。**スライド8**は、経済成長と金融システムの整合性について、1人当たりGDPと間接金融比率を主要OECD各国で比較していますが、本来、1人当たりGDPが上昇すれば、逆相関で間接金融比率が低下していくのですが、日本だけが突出して間接金融比率が高い状

況で、経済の成長段階と金融システムのあり方との間に不整合が生じていることは周知の通りです。

次にスライド9ですが、特にリーマンショック後の緊急の融資対応の後、結果的には（間接金融比率は）減るよりも、逆に増えている状況が続いています。特に、自動車、電機等、リーマンショックの影響を受けた産業から、社債・CP等直接金融による調達が可能になったということで、間接金融への緊急融資の要請があり、当然、当行を含めたメガバンクはできる限りお応えしたのですが、そのこともあって足下で間接金融の存在感は逆に増しているという状況になっています。

スライド10は、間接金融の状況（貸出残高）を業態別に分けて見たもので、棒グラフ上の51%は地方銀行、下の49%が都市銀行と信託銀行ですが、やはり大企業を中心にメガバンクへの集中が顕著です。資金需要の大きい産業、たとえば商社、自動車とその関連業界、エレクトロニクス等に対するメガバンクの貸出集中度は極めて高くなっており、1社に対する与信の規模も大手では1兆円を超えています。これは欧米のグローバルバンクと比べても大きな差が出ている状況です。

スライド11は、国内市場における企業の競争状態を示しています。主要な業種について、各国での集中度合い、供給構造がどうなっているかといったことをまとめています。上のグラフは自国市場における主要な大手企業の数自動車、エレクトロニクス等で比較していますが、日本の場合、まだ極めて企業数が多いことは言わずもがなです。下の表は各国市場における上位企業のシェアを業種ごとに見ていますが、多少のばらつきはあるにしても、日本の場合、集中度合いが必ずしも高くない。この背景には、グローバル競争の中で各業界のトップ企業がしのぎを削る中でも、日本は間接金融による資金調達が相対的にしやすいこと、競争による淘汰が進んでいないこと、があると思っています。

改めて現在の産業金融システムの問題点を私どもなりに整理したものがスライド12です。現在の金融の流れを家計、企業など部門ごとにまとめていますが、大きく3つの問題があると見ています。1つめは「低収益・低利鞘」の問題です。さまざまな業態の金融機関がひしめき合う中、間接金融中心の資金調達構造が色濃く残っているために、どうしても低い利鞘で資金調達ができてしまうシステム、必ずしも事業のリスクに見合った金利構造になっていない。これは私どもの反省でもありますが、どうしてもこういった構造が変えられないことが1つめの問題です。2つめは「与信集中リスク」です。メガバンクが占める貸出金のポジションは大きく、1業種あるいは主要な1社に対する比率が極めて高くなっています。これをメガバンク、日本政策投資銀行、あるいは他の主要行で支えている構造です。3つめがそれと裏腹の関係になりますが「産業の新陳代謝」、すなわち企業の淘汰が進んでいないという問題です。これは今、産業と金融の一体改革ということで金融庁、経済産業省を中心に「日本再興戦略」として打ち出されていますが、これを銀行としても後押ししながら一緒に進んでいくことが非常に重要であると思っています。

スライド13以降、産業の新陳代謝に向けた今後の取り組みについて、政府が進めている

日本再興戦略の中で、メガバンクとして何ができるのかという観点からまとめています。**スライド 14**は「日本再興戦略」として元々昨年6月に閣議決定され、今年6月に改訂された、いわゆるアベノミクスの第3の矢に当たる内容ですが、表にあるとおり、「稼ぐ力を取り戻すための施策」の「(1) 企業が変わる」という中の3つめ「産業の新陳代謝とベンチャーの加速化あるいは成長資金の供給促進」、その右の緊急構造改革プログラムの中で⑤として「グローバルベンチマークの設定による収益力の向上とこれに向けた取り組み、新陳代謝の後押し」が必要だということが打ち出されています。

次に**スライド 15**は、グローバルベンチマークとは何かということを説明しています。日本のグローバル企業が世界中の企業と伍して戦っていくうえで、業種ごとにいろいろな指標を設けて、ビジネスモデルや成長性、経営戦略等について、短期、中長期できちんと評価していくことが重要であると思っています。その指標が、グローバルベンチマークということです。当然、これについては、経済産業省をはじめ関係省庁あるいは日本政策投資銀行、様々な外部の専門家の知見も借りながら、業種ごとに工夫をして評価指標を定めることによって、グローバルな中で日本の勝ち組はどこなのか、どう推移していくのか、あるいは、それに対してなかなか太刀打ちできない企業をどうしていくのか、といったことをきちんと認識しながら、産業の新陳代謝が促進されるような、そういう仕組みを後押ししていく必要があると思っています。これによっていわゆる企業の稼ぐ力も向上するでしょうし、金融機関としてもガバナンスの強化や成長分野の資金供給などを通じて企業に対するサポート力を向上させていくことができると考えています。また、先ほど細溝長官のお話にもありましたが、間接金融から直接金融へのシフトを進める中でバランスを取っていくことも当然、必要だと思っています。いずれにしても、グローバルベンチマークも活用しながら、企業の稼ぐ力と金融のサポート力を向上させて、最終的に家計にまで還元していく流れを構築していくこと、これがリスクマネー供給の円滑化にどうしても必要なことだと考えています。

スライド 16は、そのグローバルベンチマーキングの基本的な考え方でありまして、昨年12月に成立した産業競争力強化法の第5条にもあるように、「事業者は新たな事業の開拓、事業再編による新たな事業の開始、あるいは収益性の低い事業からの撤退等について、積極的に行う努力をしなければいけない」という努力項目があり、これによって第50条の適用になる石油などいろいろな産業の議論が今、始められているわけです。ベンチマークによる対応イメージということで、ピラミッドを示しましたが、グローバルなトップ企業、あるいは今後そうなりうる企業に比べて日本のトップ企業はこのグローバルベンチマークに達しているか。それに劣後する企業については早めにどう手を打っていくか。格付けの調整も必要でしょうし、金融機関としてそれを目利きしていく必要がある。事業再生等の検討も早めにやっていく必要がある。このように考えています。

スライド 17以降では、メガバンクの知見と今後期待される役割について、いくつか論点を整理しました。**スライド 18**をご覧ください。この10年15年、私どもは不良債権処理あ

るいは企業再建と必死になって取り組んできましたが、その過程で、バランスシート処理等における静態的な視点で企業を評価していた点は否めません。ただし、企業再建を手掛ける中で個別の再生企業に対して総力を挙げて、人材を派遣したり、いろいろな外部のコンサルと一緒に事業力を評価してきたことで、その業界を理解する目利き力を醸成してきました。こうした活動を通じて得た業種知見が不良債権処理を単なる不良債権処理で終わらせるのではなく、本当の意味での事業の目利き力に十分使えるのではないかということをお願いしたいと思います。一例として、10年前に私どもが主力行であった製造業者の事業再生事例をご紹介します。この企業は大変な経営危機に陥っていたわけですが、日本政策投資銀行をはじめ、多くの関係者に多大なご支援をいただきながら黒字化、それからリーマンショックを踏まえた構造改革を行い、10年をかけて資本面、金融面での再生はある程度達成しました。もちろん、まだまだ課題はありますが、1つの見本として総力を挙げて対応した案件だと思っています。実は、この過程で培ったいろいろなノウハウ、業界に対する目利き力が、リーマンショックの時に大いに役立ち、赤字に陥った同業他社に対して、大量の資金支援を行う際の手助けとなりました。また昨今、マーケットや、いろいろな事業展開はますますボーダレス化が進んでいますが、非日系企業の動きを見る際に、日本企業と一緒にやってきた目利き力がいろいろなかたちで私どもとしてはプラスになっていると思っています。これは自動車・商社・エレクトロニクス産業等に共通して言えます。ですから、こういう不良債権処理、企業再建で得た知見をどうやってグローバルに適用していくかということは課題であると同時に、今後の1つのやり方になるのではないのでしょうか。

スライド19に、10年前の不良債権処理の過程で、金融庁のご指導の下、私どもが作ってきた企業に対する格付け制度があります。これについて若干変革が必要だということで、今、金融庁とも話をしています。基本的には表の左側にあるとおり、現行の格付け制度は直近のバランスシートすなわち実態純資産と、短期の利益が出ているかどうかを基に会社の債務者区分を決めて、それに見合った引当金を積み、必要があれば再建計画等によって正常化を目指すということになっています。しかしながら昨今は、実態純資産が大きくマイナスであるとか赤字だという会社はそうは多くなく、どちらかという、売上は2兆円あるけれども利益が10億円しかない、その利益を作るために将来の粗利を犠牲にしている、コストをそぎ落としながら何とか利益を上げている、いわゆる低収益の会社が一番課題であるわけです。逆に、こういう会社を認識しながら、主力銀行としていろいろな働きかけをしていくことが必要なのではないかという問題意識があります。いわゆる正常先と要注意先、破綻懸念先等がある中で、正常先であっても課題を抱えている会社、それが一時的な課題なのか、それとも構造的な課題なのか、ここをもっときちんと認識しながら、手を打っていく必要があると思っています。

今お話ししたこと、いわゆる早期のプロアクティブな再生のイメージを、企業のライフステージの中で表現したものがスライド20です。従来の企業再生のパターンは、図の太線

ではない方、一般的な再生になります。経営不振に陥るのですが、利益がぎりぎり上がっている時には問題を先延ばしし、結果的には追い込まれ、本当に資金繰りがショートする寸前で金融支援を求め、バランスシートのデットを落としながら黒字化を目指す、それも主としてコストカットでやっていく。これが10年前からの企業再生の典型だったわけです。これに対して、私どもが言いたいことは、もっと早い段階で認識して企業に働きかけて、たとえば過剰供給をどう解消するのか、そういった問題に早めに対処することで何とかカーブを前倒しにできないか。そうすれば企業も金融機関も払うべきコストがもう少しマイルドで済むはずですので、それを目指したいということです。

スライド21に改めて「産業の新陳代謝に向けたメガバンクの役割」として、私どもの問題意識をまとめていますが、今後の外部環境を踏まえたメガバンクの主要課題として、1つは産業構造の転換に対応した大企業与信ポートフォリオの構築が必要だと思っています。また、企業のグローバル化に対応したベンチマークの活用、業界再編を促す再生支援への取り組みとそれを見る目利き力の向上、といったことも必要です。日本の大企業に対してメガバンク3つと日本政策投資銀行だけでは与信の集中が大き過ぎますので、かつてのように業績が悪くなったから主力銀行に任せて準主力以下は引いていくという対応はできない環境になっているわけです。だとするならば、協調しながら早めに手を打って、日本の産業のポートフォリオを間接金融としても変えていく努力をする。それだけでなく、直接金融へのシフトももちろんリードしながら、やはり間接金融にできることは早めに手を持つ。これが将来のバランスシートを少しでも健全化して、構造的な問題に早めに対処するプロアクティブな仕組みではないかと思っています。そのためには、グローバルな競争の中にあるいろいろな業種についての知見を、外のアドバイスもいただきながら高めていくことが必要だと考えています。

最後にスライド23に改めてまとめていますが、日本の産業金融システムにおける「低収益・低利鞘」、「与信集中」、「産業の新陳代謝」が進んでいないという問題点、これを踏まえて、特に産業の新陳代謝の問題については、次の経済のダウントレンドが起きる前に、せつかく今、政府主導で産業と金融の一体化改革についてもいろいろな施策を打とうとしていますので、この数年間に、主要行、日本政策投資銀行のお知恵も拝借しながら、何とか構造改革に向けた努力を、もちろん、産業界が主導すべきですけれども、金融としてもそれをできる限りサポートしていきたいと思っています。

長くなりましたが、私からは以上です。ご静聴ありがとうございました。

植田

ありがとうございました。引き続き、井潟さんお願いします。

井潟（資料 p.69～）

ご紹介いただきました野村資本市場研究所の井潟です。今日は貴重な機会をいただき誠

にありがとうございます。池谷さんから、預金を通じて間接金融に資金が集中する中で、銀行が非常に重い責任を負いながら奮闘されているお話を伺いました。私は、野村グループのシンクタンクに所属していることもありまして、ここでは投資信託と呼ばれる、間接的な直接金融という言葉は少々変ですが、われわれはこれを市場型金融と呼んでいます。そのような市場型金融モデルというものを、個人の金融資産を広く市場に成長資金としてどう注ぎ込むかという観点から、中長期的にどのように考えていくべきかについて、少しお話ししたいと思っています。参考資料として、ファクト中心にまとめたものをお配りしておりますので、そちらでご説明したいと思います。

今日、申し上げたい点は、大きく3つあります。1つ目は資金循環全体の在り方、あるいは個人のお金を成長資金として市場に取り込んでいくためのデザインという意味で、市場型金融モデルの役割の重要性について再確認をしたいしたいと思います。これは、もう10年以上も前から取り組んできて、再確認してはなかなかうまくいかないということを繰り返して来た歴史ではありますが、その再確認をいささか青臭いのですが、したいと思っています。その中で、いくつも課題はあるのですが、やはり日本において市場型金融の発達が遅れている典型としては社債市場の問題があり、この状況をどのように捉えるのかということが2つめであり、3つめが、投資信託についてです。先に結論を言うようですが、アメリカでは非常に社債市場が発達していますが、今日ますますと言っていいほど、この社債を個人につなげているのは投資信託なのです。このアメリカの投資信託の市場は約16兆ドルの残高、日本円に換算して約1800兆円と、日本の個人金融資産に匹敵する規模に成長しています。実はあまり教科書などでは書かれていないのですが、投資信託をそこまで成長させたカギとして、確定拠出年金という企業年金、あるいは個人向けの税制優遇付きの積立で資産形成をしていく制度があります。これが日本人が想像する以上に発達していき、そこを經由して投資信託が積み上げられているのです。アメリカだけでなく、オーストラリアもそうですし、他の欧州の国々などもその後を追っています。この点を、3つめのメッセージとしてお伝えしたいと思っています。

スライド1は、間接金融と市場型金融のお金の流れについて、改めて整理してみたものです。これが日本の場合、図の一番上の、銀行を經由するお金の流れが圧倒的に多いまま、今日まで来てしまっている。池谷さんの資料にもありましたが、他の先進国に比べても完全な異常値になっている。アメリカやオーストラリアは、家計から下の方に出ている投資という流れ、とりわけ、投資信託が預金を凌駕するような太さになっている。他の先進国でも、既にそのようになっている、あるいはそのように向かっている、というのが、世界的な流れです。

なぜ、日本も間接金融への依存を変えていかなければいけないのか。植田先生がおっしゃったことの繰り返しになりますが、1990年代の銀行不良債権問題で、間接金融にリスクが集中した結果、経済社会全体に与えた負の影響は極めて大きかった。このことを忘れてはいけません。また、最近では再び間接金融にリスクが集中しているのではないかと

懸念、こちらは先ほど池谷さんが指摘されました。それから、バーゼルⅢによる規制強化が2020年に向けて着実に実施されていく中では、銀行による株式への投資や低格付け企業への融資の拡大に多くを期待できない状況が想定されます。間接金融への依存を改めるべきという議論の背景には、家計からの成長マネーの弱体化は間接金融偏重のままでは克服できないのではないか、間接金融もあるが市場型金融も発達しているという複線型を引き続き目指すべきではないのか、という問題意識があると思っています。

もう1つ、間接金融と市場型金融の役割分担について再確認しておきます(スライド2)。池谷さんからもお話がありましたが、経済の成熟化に対応して、間接金融と市場型金融の役割をどのように位置づけ直していくのかということについては、2002年の金融審議会「中期的に展望したわが国金融システムの将来ビジョン」で既に議論がなされています。キャッチアップ型の経済が終わり、資金供給に値するプロジェクトや企業についての判断が予め判然とせず、そのコンセンサス形成が容易でなくなり、他方で国民1人1人の金融資産が豊富に積み上がった先進国経済には、間接金融よりも市場型金融が適しており、日本も今、そういう状況に入ってきているのではないかと、ということです。また、1993年に当時の大蔵省財政金融研究所でフランクリン・アレン先生(ペンシルベニア大学)も、「株式市場と資源配分」という論文の中で、お金の振り分け方の方法論についての議論をされています。スライド2の下から2行目に引用した「全く新しい産業を発展させるという意味で重要な技術革新が進展する経済や、また高度に産業集中が進んでいる経済において、株式市場は重要性を帯びるであろう」、こういう指摘を念頭に置きながら考えていくと、日本はかなり偏った状況が続いている。なるべく早く、複線型の金融システムへの移行を進めていくべきではないかということだと思います。

その中で、メザニン、株式などにも当てはまる議論かもしれませんが、とりわけ象徴的な分野が社債市場です。スライド3、日米債券市場の種類別発行残高(2014年6月時点)の棒グラフの左側をご覧くださいと、アメリカにおいて残高が一番大きいのは財務省証券であり、次がMBS、それから社債、こういう順番です。これに対して日本は、国債に対しての社債の規模が、これでも少し大きくなった方ですが、非常に小さいままとなっています。現実問題として、スライド4になりますが、アメリカの大手企業、たとえばフォーチュン500の純利益額上位10社をしてみると、銀行借入をほとんど利用していない。社債で資金調達をすることが普通になっています。同じ資本主義国で経済規模が世界で1位と3位という両国でありながら、お金の流れはずいぶん違うものだと思うのですが、アメリカの大企業はこういう姿となっています。大企業で格付けも良いから社債発行ができるのだらうと言う人もいますが、スライド5にありますように、アメリカ企業の社債発行残高上位10社の顔触れを見ると、格付けはAAAやAAではないことがわかります。金融機関として発行しているところはもちろん、事業法人でも上位にはBBBクラスもきちんと入ってきて発行できている。日本の機関投資家は、年金基金中心に、一般にBBBクラスには投資しにくいと考えているところもまだまだ多いようですが、アメリカでは、決して高いと

は言えない格付けでも社債が十分に発行できる、こういうお金の流れが形成されているということです。

それをさらに細かく見たものが**スライド6**、米国社債の特徴です。BB 以下といった非常に格付けの低い、日本ではほとんど発行されないような格付けの社債も、割合としては決して小さくない。全体の1割近くを占める状況です。結局、アメリカでは大企業も中堅企業も幅広くその信用力あるいは将来性、成長力も入ってくると思いますが、これを銀行だけではなく、市場にも目利きをさせ判断させていく。こういうお金の流れができあがっている。数の少ない銀行のチャンネルだけではなく、世間というか世界というか、かなり広く多様な専門性を持つ機関投資家などに目利きをしてもらい、場合によっては銀行が貸せないという企業でも、市場に勝負しに行く。自分たちの社債に対して投資をしてくれる投資家を見つけに行くという、もう1つのルートも確保されている姿が見えるような気がします。実際、銀行はALM上なかなか長い資金を貸せなくなっているという世界的な傾向があるのですが、アメリカなどでは日本と比べても社債の年限が長めにとれる。そこから、こういう資金ルートの重要性が確認できると思います。但し、百年も前からアメリカはこういう国だと思っている人もいるのですが、**スライド7**、1980年から社債と法人向け貸し付けと株式の時価総額を並べたグラフにあるとおり、実際にアメリカで社債の発行残高が銀行融資を超えたのは、1990年代以降、1992～3年からのことです。1980年代まではアメリカでも当たり前銀行が中心、銀行融資の方がむしろ多かったのです。昔から今のような状態ではなかったということです。1980年代後半以降といってもいいと思いますが、ご存知の通り、日本に一時期キャッチアップされたのではないかと非常に焦りを感じたアメリカが、見事にITやバイオなどを中心に復活を遂げて、また産業の再編を進めていきますが、それと時を同じくして社債の発行が増えていく。1980年代に比べると社債は20倍に伸び、今となっては法人向け貸付のほぼ倍近い規模が社債によって調達されています。アメリカでもこの四半世紀の出来事だということを確認したいと思います。

このようにアメリカの企業が社債を発行できる背景の1つに、年金基金の役割があることは確かです。アメリカの年金基金には、保守的な運用一辺倒ではなく、BBB ないしそれ以下の格付けの社債にも分散をきちんと効かせて投資するところも少なくない。そうすることで、リターンの追求をしていく姿があります。**スライド8**の左端に挙げた、よくアメリカの機関投資家の代表として取り上げられる CalPERs (カリフォルニア州公務員退職年金基金) では、一定割合の資産を B や CCC などという格付けの債券に配分して、キャピタルゲインを狙いに行く、こういう投資も行われているのです。ただ、確かにアメリカの年金基金はすごいのですが、現実**スライド9**をご覧くださいと分かるのですが、社債の投資家としてアメリカで今、最も大きなウェイトを占めるのは、実は海外となっています。そして海外を除くと投資信託が20%となっており、投資信託が社債の受け皿としては年金以上に大きい役割を果たしているのです。これを日本で見ると、ちょうどアメリカの海外と投資信託に相当する部分を銀行が一手に担っている。ここが大きな違いとなっています。

日本の場合、投資信託は1%と非常に低い割合となっています。他方、年金基金に関しては、公的年金と企業年金を合わせると、少なくとも割合だけでいけば、決して大きい差ではないという現実がある。

そこで3つ目のテーマ、「投資信託の役割をどのように考えていくのか」に移ります。スライド10は今の話の追加データですが、アメリカで社債が伸びていくのに従って、元々はそれほど受け皿として大きくなかった投資信託、1990年代初頭は社債の発行残高の5%くらいしか保有していなかった投資信託が、今やだんだん落ちてきている保険とほぼ並び、おそらくこのトレンドでいくと、来年か再来年には保険を抜いてアメリカ全体の社債の最大の投資家が投資信託になるだろうと思います。投資信託は、他の主体とは違う上向きの流れで、社債の拡大と軌を一に、急速に大きくなってきている。投資信託は機関投資家の一部とされていますが、現実には個人の資金を証券市場に回していく重要な資金チャネルであり、昨年末で見ても債券ファンドと呼ばれる、債券に投資していく投資信託の9割が個人投資家によって保有されている。もちろん、個人で直接に社債を購入する方もいますが、アメリカの社債全体に対する家計の直接保有割合が8%であるのに対し、投資信託を通じた間接保有割合は20%近くあると言ってもいいわけで、合計で3割が個人によって保有される状況となっています。これは、日本の金融システムが今後目指す姿、デザインとして非常に良いものではないかと思っています。

スライド11の投信残高上位の諸国を示した棒グラフをご覧いただくと、アメリカやオーストラリアは対GDP比でも投資信託が大きい国となっていますが、日本は非常に小さい。この投資信託をどのように拡大すべきかということについてはいろいろな議論があり、後ほど齋藤参事官からお話があるかと思いますが、実はアメリカ、オーストラリアでは、ある仕掛けが普及につながったのです。それは、企業年金は企業年金でも確定拠出年金と呼ばれるもので、日本ではまだ十分に普及していません。本日のメインテーマではありませんので詳しくは述べませんが、いわゆる伝統的な、企業が責任を持って、辞めたらあなたにいつからいつまでこういう年金を払うということを約束している確定給付型、これは年金債務というものが会社のバランスシートに載って、運用負担が日増しに重くなっている伝統的な企業年金制度ですが、そういう制度ではなく、従業員全員に個人の勘定が渡され、そこに退職金の実質前払いという形で掛け金を企業が払っていくわけですが、それを従業員が自ら運用し、転職先にも持って行けるという、個人がベースになっている制度が確定拠出型です。実はアメリカ、オーストラリアという投資信託が普及している国は、この確定拠出年金を通じて、個人が投信を保有しているということなのです。例えば投資信託が対GDP比で一番大きいオーストラリアは、スライド11の真ん中に示してありますが、オーストラリアの投信残高全体の今や75%がスーパーアニュエーションと呼ばれる、同国で職場に義務付けられている確定拠出年金制度ですが、その制度を通じて保有されている。極端なことを言いますと、オーストラリアに行くと投資信託というと、銀行や証券会社で買うイメージはほとんどなく、職場の確定拠出年金を通じて投資をするもの、

というほどの結びつきになっています。アメリカでも、投資信託は日本円で 1800 兆円あると言いましたが、その 40%近くが確定拠出年金制度を通じて保有されている。逆に言うと、オーストラリアでスーパーアニュエーションと呼ばれる確定拠出年金制度がなければ、同国の投資信託残高は今の 4 分の 1 ほどにしかならない。アメリカでは、もしこの確定拠出年金制度が普及していないと、残高は半分以下にしかならないということです。それほど、投資信託の普及、投資信託を個人から企業への資金チャネルという形で拡大させている国では、その仕掛けとしてこの税制優遇付きの年金・資産形成制度が発達しているのです。これはここ 20 年くらいの出来事だということもあって、教科書などにもあまりきちんと書かれておらず、見落とされがちなのですが、われわれは非常に重視しています。

因みに、**スライド 12** は、各国の確定給付年金と確定拠出年金の加入者の比率を示しています。われわれは今でも確定給付年金が基本だと思いがちなのですが、オーストラリアでは先ほど述べたとおり、ほぼ 100%確定拠出年金になっています。アメリカでも 8 割。イギリスでも確定給付年金が積立て不足をバランスシートに計上しなければならないという非常に厳しい会計基準が入った 1990 年代半ば以降、確定拠出型が拡大して、今は 7 割です。日本はこれらの国々の流れとは異なり、引き続き確定給付型が大半です。

確定拠出型がなぜアメリカで普及したのかということについては、**スライド 13** でいろいろと説明しています。実は、アメリカでも 1980 年代以降、財政の問題で公的年金の運営が非常に厳しくなって自助努力が要求されたこと。それから、女性が働かなくてはならなくなったという労働市場の流動化、さらに、M&A や会社の倒産が普通に起きるようになり、産業の再編や新陳代謝、こういったものが進む時に、個人勘定ベースでの確定拠出年金が伝統的な確定給付年金に比べて非常に説得力を増したこと。それに確定給付型に対する厳しい年金会計が開始されたことが加わって普及したのです。すなわち、運用やお金の流れというよりは、社会の変化、新しいアメリカの時代が形成される時に非常に説得力を伴って現れたのがこの確定拠出年金だったということで、それが結局、社債拡大の受け皿にもなったということです。オーストラリアでもほぼ同じような議論が 1990 年代半ばにあって、制度の普及が進みました (**スライド 14**)。

では、日本ではどうなのかということですが、日本でも、**スライド 16** にあるとおり、まだまだアメリカやオーストラリアほどではありませんが、徐々に普及を遂げてきています。最近は何かと右肩下がりのグラフが多い中で、この確定拠出型年金は右肩上がりです。これをもっと加速させなければいけないということで、政府の成長戦略などでも取り上げられる機会が多くなっています。また、年金制度ではありませんが、税制優遇が付いた積立型の資産形成制度も、イギリスでは投資信託の普及に非常に大きい力を発揮しました (**スライド 15**)。イギリスの ISA (アイサ) と呼ばれる制度を手本に、金融庁が日本版として NISA を導入したことは、皆さんよくご存知だと思います。そういうことで、確定拠出年金や NISA の役割を、単に税制優遇付きの資産形成制度だということだけではなくて、投資信託を通じて社債あるいは株式の受け皿をどう作っていくかという産業金融と

しての観点でも非常に重要だ、そういう方向からも是非、捉えていただきたいと思います。
スライド 17 は、この確定拠出年金がさらに日本で普及するために、アメリカやオーストラリアで許されているものがまだ日本で許されていない部分などがありますので、制度改正が必要ではないかということでもまとめてあります。

なお、スライド 18 にあるように、投資信託が普及している国々では確定拠出年金制度という仕掛けだけではなくて、金融リテラシー向上への取り組みが、国家戦略として大統領や首相が議長を務めるような会議で取り上げられているということも付け加えたいと思います。私からは以上です。

植田

ありがとうございました。それでは齋藤さん、お願いいたします。

齋藤（資料 p.79～）

ご紹介いただきました、金融庁で参事官を務めております齋藤です。よろしくお願いたします。私からは、金融庁として政策的にどういう取り組みをしているのかを中心にご紹介したいと思っています。ただ、実は私、金融庁職員としての経歴は1年半にも満たない状況で、その前は財務省で長らく国債の発行に携わっておりまして、投資家回りなどもやっておりましたので、本日は単に金融庁職員ということだけではなく、実際にマーケットで資金調達をしていた経験も踏まえてお話しできればと思います。

これからお話しする内容ですが（スライド 1）、本日のパネルのテーマが「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」ということですので、その前半部分、リスクマネーの供給に関する部分と、それから後段部分、単にリスクマネーを供給することだけではなくて、資金循環というものをつくっていく。その2つに分けてお話ししたいと思っています。

まず前段部分、リスクマネーの供給というところですが、これまでのお話にも出ていましたが、「そもそもリスクマネーとは何か」と問うたとき、いろいろな定義がありうるのだらうと思います。例えば、「リスクフリーとは何か」というところから考えると、基本的には国債がリスクフリーだと思いますので、国債以外はすべてリスクマネーなのかという話になるのですが、今日は、座長の植田先生のお話にもあったように、できるだけ広くリスクマネーを捉えて議論していきたいと思います。

リスクマネーの供給について考えるときに、スライド 2 にも書いたように、どういうリスクを考えていくのか。それから、リスクマネーの供給主体たるのは誰なのか。この2点から頭の整理をしてみたいと思います。もちろん、リスクマネーの資金の性質に着目して、シニアなのか、エクイティなのか、中間のメザニンなのかという整理の仕方もあると思います。あるいは提供先の企業のライフサイクルの観点から、スタートアップ段階のシードマネーなのか、ベンチャーなのか、もう少し企業として成熟した段階の M&A の資金なのか、

バイアウト・ファンドなのかという整理の仕方もあると思います。けれども、今日は「資金供給主体」という観点から整理しました。まず、スライド2の①どのようなリスクか、に関しては、信用リスクと、もう1つ期間のリスク、長期の資金なのか、短期でいいのかといったところでも、リスクを取れる主体は変わってくるのだらうと思います。

そこで、ざっくりと、リスクをあまり取ることができない主体、あるいは比較的高いリスクを取れる主体ということで並べてみたものがスライド2の②です。おそらく、元々、資金調達が比較的短い民間金融機関、預金取扱金融機関は、リスク許容度がそれほど高くないのだらうという感じがします。もう少しリスクが取れる主体ということになりますと、たとえば年金があるのだと思いますが、実際に私が「国債を買ってください」と言って、海外の年金基金も含めて話をしていた経験で言うと、年金基金は比較的長い資金は出せるので期間のリスクは取れるのだけれども、信用リスクがどこまで取れるのかというと、先ほどの井潟さんのお話ですと基金によってはそれなりにリスクを取っているところもあるということかもしれませんが、私が話をした海外の年金基金は、基本的には投資適格でない投資はしないということもありました。したがって、そういう意味では期間のリスクは取れるけれども、信用リスクという点では年金というのはあまり許容度がないという感じがします。さらにもう少しリスクが取れそうなところとしては、政府からのお金が入っている政府系金融機関、あるいは個人の投資家、特にエンジェルといわれるような、日本でも戦前にはいたような巨大な資産家は、個人の中でも特にリスクが取れる主体になってくるように思います。それから投資信託は、どういう投資信託かによってリスクの許容度が変わってくると思いますので、どのあたりに分類するのかなかなか難しいようにも思います。最も高いリスクを取れそうな資金供給主体という意味で言えば、プライベートエクイティファンド、ベンチャーキャピタル、あるいはそうした資金の供給を狙いとして政府も関与して設立した官民ファンドといったものがあると思います。

そうしたさまざまな資金供給主体にリスクマネーの供給を促すために、金融庁としてどのような政策対応をとっているのか、足元で取り組んでいるものを中心に整理をしてみたものがスライド3です。預金取扱金融機関で言えば、今年度のモニタリングの基本方針の中で、先ほど長官も申しましたが、担保に依存しない事業性評価に基づく融資の促進ということをお願いしています。個人の資金供給が期待される分野としては、小口の資金を集めるクラウドファンディングの制度整備、それから井潟さんのお話にも出てきたNISAの促進に取り組んでいますし、さらに現在、議論を進めている来年度へ向けての税制改正要望の中でNISAの拡充についても盛り込んでいきたいと思っています。

それから、なかなか個人のリスクマネーの供給が増えない、金融資産の中で預貯金の占める割合が高いというところを抜本的に変えていくためには、金融経済教育をさらに進めていくことも重要ではないかと考えています。これまでのようなデフレ的环境下であれば、極めて低金利の預金に置いておいても金融資産が目減りすることはなかったわけですが、デフレ脱却後の新たな金融経済環境の下では、低金利の預金に置いていたのではむしろ実

質的価値が目減りしていくリスクがあるわけですから、そういったことを踏まえれば、個人の方に自分の金融資産の構成を見直してもらうよう促していく必要があるのではないかと考えています。さらに、そうした個人あるいは年金のお金を媒介していく投資信託、投資運用業についても見直しを進めていく必要があると考えており、現在、取り組んでいるところです。これ以外に供給主体という観点から言いますと、年金周りで、たとえば政府全体で見ると GPIF の改革や、井潟さんのお話にもあった確定拠出年金の見直しといったことにも取り組んでいます。この辺りはどちらかというと厚生労働省が中心ですので、私の方からコメントすることは控えたいと思います。

それからもう1つ付け加えれば、こうした個々の資金供給主体にリスクマネーの供給を促していくということだけではなくて、さまざまな資金供給主体が、それぞれが取れるリスクを分担し合いながら一緒に資金供給をしていく。そうしたスキームを促すことも必要ではないかと考えています。ただ、そうした形でさまざまなリスクマネーの供給を促しても、供給された資金がきちんと収益を得て還元されていくというメカニズムがないと、良い資金循環はなかなか形成されていかない。そういう意味では、資金が供給された先の投資対象事業の収益性をいかに高めていくのかということもポイントになっていくだろうと考えています（スライド4）。

事業の収益性を高めていくという点で言えば、政府として取り組んでいる成長戦略、日本再興戦略全体が日本経済を活性化し、成長を高めていく、収益を上げていくということになるわけですが、その中で、金融庁として、足下で取り組んでいる政策をいくつかご紹介しますと、1つは、私どもが東京証券取引所と一緒に事務局を務めて有識者にご議論いただいているコーポレートガバナンス・コードの導入が挙げられると思います。それからもう1つ、株価指数として収益性に着目した指数である JPX 日経 400 の導入にも、日本取引所とともに取り組んでいるところです。JPX 日経 400 については、来週には先物取引の上場も予定されています。先物が上場されると、さらにこの指数の活用が拡大していくことが期待されますし、この JPX 日経 400 に選ばれる銘柄になるのかならないのかということを上場企業はより意識していくことになっていくと思いますので、そうしたことも、企業の収益性重視という姿勢をさらに後押ししていくのではないかと期待しているところです（スライド5）。

しかし、こうした形でさまざまな政策を進め、あるいは制度的な枠組みを作っていくとしても、今後、リスクマネーの供給、そして良い資金循環が形成されていくのかどうかということを考えたとき、1つ大きな課題になってくるのは、「人の問題」ではないかと個人的には感じています（スライド6）。資金供給の主体として期待される個人、あるいは金融機関、あるいは投資信託等の運用者といった人々の意識がどれくらい変わっていくかどうか。あるいは、収益性を重視した事業と言ったときに、事業サイドの経営者の意識がどれくらい変わっていくのか。それから、経営者だけではなく現場の担当者まで含めてどれくらい意識が変わっていくのかというようなことが、今述べたような施策が本当に上手く実

現されていくのかどうかという点で非常にカギになってくるのではないかと思います。その意識という点と重なりますが、例えば目利き力の発揮といった場合に、その目利き力を備えた人材がどれだけいるのか、内部にいない場合に、どれだけ早く育てられるのか、あるいは、外部からそうした人材を獲得できるのかどうか。こういった変革を担う人、結局、金融、経済といっても動かしていくのはさまざまな人々の意思決定があってはじめていろいろな変化が起こっていくのですから、こうした意識と能力を兼ね備えた「人の問題」を解決していかなければいけないと感じているところです。簡単ですが、私からは以上です。

植田

ありがとうございました。それでは、地下さん、お願いします。

地下（資料 p.83）

日本政策投資銀行の地下です。冒頭、植田先生から、リスクマネーの出し先というのはそもそもあるのかというご指摘もありましたが、われわれ日々の業務の中では実は大規模なリスクマネーの必要性というものはあるだろうと感じています。1枚紙のレジメ冒頭に産業再編、イノベーション、エネルギーと書きましたが、池谷さんのお話にもあったように、日本の企業は、内部留保は潤沢にありながらも非常に大きくなっていて、何か動かすためには巨額の資金が必要になるということは実感しております、当行も投資等で頑張りますと言いながら、やはりそれが百億円、千億円単位になると、さすがに手が震えるところもあって、行内的にもそういう巨額のリスクマネーへの対応をどうするかというのは、かなり重大な議論になっています。また、エネルギーと書きましたが、日本の特殊事情として縮原発の流れの中で、原発は1基100万KW くらいの発電量がありますが、それをLNGに切り換えるだけでも千億円の投資が必要ですし、石炭火力に切り換えるならば2千億円。さらにいわゆる新エネ対応ということで送電線のところまでいじれば数千億円、1兆円単位のお金がどんどんかかっていく。2020年発送電分離という目標に向けて、電力会社の信用力が少し揺らぐ中で、巨額の資金を調達しなければならないという問題もあるかと思っています。それから、先の話なのでレジメには敢えて書いていませんが、人口減少の中でインフラ的なもの、ないしはインフラ企業の大規模更新投資、これは先ほどの齋藤参事官のお話にならって言うと、期間リスクの大きい資金ニーズも増えてくるのだろうということで、そういうところをどうしていくかという問題もあるかと思っています。

レジメの2つ目のポイントですが、将来的なあるべき姿としては、そういった巨大なリスクを金融市場を媒介として個人レベルに分散していくしかないということも、これもまた、実感しています。「与信集中問題はDBJとしても実感」とレジメに書きましたとおり、私も職掌柄、ALM しているのですがリスク管理というものが日々、難しくなっていることを感じておまして、百億円、千億円という案件が1つ出てくると、断層的なリスク量の変化が起きてくる。こういうのを将来的にはやはり個人レベルに分散して、

1つのエンティティに偏らないような工夫が実は必要なのだろうと思っています。

一方でレジュメの3点目ですが、やはり預金、国債という安全資産がメインロードになっていますし、これも皆さんが指摘されたことの重複ですが、まず、その克服策としては個人の金融リテラシーの向上がありますが、これについては、私自身の経験でも、審査部等で自分で審査をやっておきながらも、年金の仕組みが変わって投信を選ぶことになった際は、よくわからずに適当に選んだりしてしまいますので、やはり個人の、小さなお金の運用というのは、金融業で経験した大きなお金の運用とは全く違う世界であって、言い方は変ですが、小金を動かすリテラシーみたいなものをもう少し国民的にやる必要があるだろうと思っています。それと私、実はNISA さえやっていないのですが、昔、中国ファンドなら、辛うじてやったことがあります、その経験からすると中国ファンドのようなエントリー商品がないと、なかなか小口のお金を市場に回していくのは難しいのではないかと考えています。

しかし、レジュメの4点目ですが、これは池谷さんのご指摘でしたが、現実的には間接金融が主導しているという現実があって、井潟さんも実際は銀行が大きなポジションですということをおっしゃっていましたが、現実的にはなんだかんだ言いながら、やはり間接金融がかなり重いリスクを引き受けながら、将来的な市場形成を目指すのだろうと考えます。そうすると、レジュメに太い字で書きましたが、間接金融と直接金融が昔は対立軸であったのですが、これからは両者の橋渡しをどうやっていくのかを考えていく必要があるのだと思っています。池谷さんは先ほど銀行としての立場でお話になりましたけれども、MUFG という金融グループとして見ると、実は直接金融の部分も内包されているので、そういう大きな金融グループが自らの中で間接金融から直接金融も橋渡しするという行き方もあるのだろう。もしくは新たな協調関係ということで、既に専門的に直接金融を担っている機関と間接金融を担っている機関がそれぞれ協力してやっていくというのもあるだろうという気がしています。レジュメに小さい文字で「DBJ が果たしたい役割」と書いた部分、少々宣伝になりますが、今、中期計画でやはりリスクシェアが大切だということで、リスクシェア・ファイナンスと言っていますが、これもある種、与信の集中をみんなで支え合う中で、一定のポジションを弊行も取れないかということであり、もう1つは資金運用ニーズの対応ということも言っています、内部的にはウェアハウジングと呼んでいるのですが、すなわち不確実性のある時はわれわれが自分でリスクを抱えておいて、市場がある程度安定したらそれを外に出していくとか、そういうウェアハウジングという意味での橋渡し、ないしは協働関係にも一定の役割は果たせるのではないかと考えているところです。

そういった発想の下で、中期計画を策定しているのですが、実はなかなか迷ってききましたのが、間接金融の世界から直接金融の世界を見渡すと、フィデューシャリー・デューティーであるとか、個人投資家の保護という考え方と、間接金融の理論が必ずしも整合しないところがあって、単純にわれわれが資産を譲渡してあげていいのかということ、それが

ある面では利益相反になったり、自己投資と他人に売り渡すところのバランスをどうするかとか、意外となかなか難しい問題が多いと考えています。他方で、投信の世界に一挙に飛ぶというのなかなか大変なような気がしまして、その中間段階として、たとえばプロ向け市場とか適格機関投資家間のプロルールの実装といったことが、現実的に重要ではないかと考えています。感覚的議論になりますが、直接個人に譲渡するのは難しいので、中間段階に金融の卸市場みたいなものがある、まずプロ向けに譲渡して、そこで新たな協働関係も生まれていく、そういう必要性もあるのではないかと考えています。私からは以上です。

植田

ありがとうございました。柳川先生には後で大きな観点からまとめていただくことにしまして、あまり時間もありませんが、皆さんから出されたいくつかの論点についてもう少し議論できたらと思います。

多くの方が間接金融だけでなく、もう少し市場型金融あるいは直接金融にも太いパイプがあるシステムへということをおっしゃいましたが、そういう中で1つの障害になると思うのが、私が最初にも申し上げたのですが、銀行間の貸出競争が厳しい中で貸出金利が非常に低いという現状があります。場合によっては、ある種のファンダメンタルズよりも低すぎるかもしれない。そうすると、例えば社債市場を発展させよう、あるいは、与信集中ということから貸出債権をある程度外に出したいという観点もあると思いますが、社債市場の発展あるいは信用リスクを売買する市場の発展というところから見ると、なかなか厳しいハードルがあるように思えます。

こうした状況への一つの対応として、池谷さんから、グローバルベンチマーキングという面白い考え方が出されました。「海外の企業と比較してどうか」をいう観点を加えていくということで、このベンチマークに比べて非常に低かったら再生するか、あるいは外に出していくということなのでしょうが、しかし単純に考えると、そんなことをするより、海外の企業に融資を増やしていった方が良いという結論が出てきそうな気がするのです。もちろん、海外の企業に対する融資を増やす分、日本の企業に対する融資を減らして、その結果、金利も上がってくるということになれば良い状態に近づくのだと思いますが、金利は低いままという状態になってしまうのではないかという辺り。さらには、全般的に金利が低すぎる中で、銀行貸出の外の社債市場や信用リスクの売買のマーケットが本当に上手く発達するのかという、これもなかなか難しい問題の辺り、それをどう考えたらいいのか。池谷さんあるいは井瀉さん、地下さんも少し触れられましたが、他の方でも結構ですが、いかがでしょうか。

池谷

今の植田先生のお話にいくつかお答えしたいと思います。まず、グローバルベンチマー

キングの考え方は、昨年来、経済産業省、金融庁、それから日本政策投資銀行等も入って「稼ぐ力創出委員会」が設置され、日本再興戦略策定に向けたいろいろなケーススタディ、分科会等をやらせていただく中で、私どもから申し上げ、日本再興戦略に取り入れられました。ベンチマーキングに際しては、間接金融から見たときのいろいろな財務指標という観点ももちろんあるのですが、もう1つは、先ほどの直接金融の話にも関連しますが、マーケットバリューの観点です。これをもう1つの大きな柱として、日本のグローバル企業を総合的に、きちんと業界ごとに評価していこうということをやっています。たとえば化学業界や製薬業界のように、日本のトップ企業といえどもグローバルトップと比較すると極めて大きな差があるようなところからスタートして、内需が中心であるような、たとえば紙パルプや石油産業なども比較してやっているのです、必ずしも1つの指標が出てくるわけではないのですが、私どもの銀行のポートフォリオのかなりの部分は日本の大企業向けの与信が占めていますから、今のお話によれば、まず私どもとしては、その中でベンチマーキングをまずしっかりやる、これにまず特化しながら、次第に世界にも目を向けていきたいと思っています。

次に、今、先生がおっしゃられた、海外企業との比較についてですが、直接間接両面から見たベンチマーキング上、グローバルトップ企業、特に化学業界のダウ等の非日系企業は確かに強いのですが、では、私どもがそういうところに、日系企業との取引と同じように食い込めるかということ、やはり難しい。では採算の問題がどうかということ、確かに欧米の銀行はそういうところにいろいろな意味で非常に採算の高い収益を上げている。そこへ私どもが行って同じようなものが得られるかということ、やはりなかなか得られないと思います。逆に言うと、ある企業にベンチマーキングをすると同時に、私ども銀行の強み弱みをきちんと認識した上でグローバル企業、あるいは日本企業との取引状況をよく分析することで日本企業に対する採算の低さというのが明らかに出てくると思うのです。ここに改善の余地があるのではないかと考えています。

2つめは、先ほど地下さんもおっしゃっていたのですが、私どもは間接金融の比率をこのまま維持してグローバルな規制の中でやっていけるとはもちろん思っていませんので、それを散らしていくと言いますか、直接金融にシフトしたり、あるいはO&D (Origination and Distribution)を進めていくということは、みなさんおっしゃるとおり、大変必要だと思っています。その時に、私どもは、たとえばモルガンスタンレーとご一緒して5年になって、この間、いろいろな苦労もしましたが、実際にいろいろな果実が出てきているわけです。それは単にモルガンスタンレーの知見を入手するというだけではなく、私どもがメインバンクとして日本の主要な企業と向き合っていることがモルガンスタンレーのトップにも非常に評価されています。メインバンクとしてきちんとお客様と向き合い、試行錯誤しながらシナジー効果を発揮していく。こうした中で、ある企業の最適な資本資金調達をみていくときに、やはりその会社の状態をきちんとベンチマーキングし、どういうリスクに見合った資本、資金が最適なのかということをも日本の企業ともぜひお話をさせてい

ただいている。これも1つのやり方ではないかと考え、私どもはそういう中で、私どもなりの工夫をしていきたいと思っています。

植田

もう1つくらい、貸出市場ではなくて、たとえば、先ほどお話に出た年金とか、あるいはもっとリスクを取るファンドに関連して、日本での良い動きを見ますと、私のイントロにも少し入れましたが、そのかなりの部分は、最近は公的部門との協働作業である面があるかと思います。これは、このパネルの前の報告セッションでも問題になりまして、リスク資産投資に公的なマネーが入っているということは、資本コストを十分に考えた投資になっているかどうか、あるいは目利き力がどうかというような問題提起があったのですが、この辺りをどうお考えになるか。今、日本の金融システムでリスクテイクが不足しているとしたら、やむを得ないことだと考えるのか、いや、他の評価があり得るのかどうかという辺りはいかがでしょうか。あるいは、先ほど齋藤さんから、投信あるいは資産運用業に対する政策も若干見直していきたいというお話がありましたが、中身についてはおっしゃらなかったもので、そういうお話でもけっこうです。いかがでしょうか。

齋藤

投資信託・資産運用業に対する政策の見直しは、実は、私どもの中でも今、議論をし、検討を進めているところで、まだ具体的にこういうことをやるということまでお話しできる段階にないというのが正直なところです。ただ、今、植田先生がおっしゃったように、例えば投資信託についても比較的良い動きは日本でも見られているのかなと思っています。例えば、植田先生からもお話のあった日銀の資金循環統計で、家計部門の金融資産の項目別増減をストックベースで見ると、株が増えていたりするのですが、実はこれは株価の上昇による増加で、実際の売買行動としては家計部門ではむしろ株をずっと売っている状況にあるわけです。そうした中で、家計部門がずっと積み増している金融資産の1つが投資信託です。それから、私ども今年1月からスタートさせたNISAの残高が6月末現在で1兆5000億円ほどになっていますけれども、このNISAを使って投資している金融資産の内訳を見ると、3分の2くらいは投資信託で、株に回っている部分は3分の1くらいということです。そういう意味では、地下さんから入口になるような金融商品をというお話がありましたが、家計がリスク性の資産にお金を移していく時に、いきなり株にいくというのはなかなかハードルが高いのだらうと思っています。その意味では投資信託の活用というのは十分考えられると思います。また今、金融庁としては、投資信託の商品性、リスク、コストといったものがどのくらいなのかということをお話の方により分かりやすく示されるようにということにも取り組んでいますので、そうした施策が、また投資信託への投資の増加につながっていけばと期待しているところです。

植田

それでは、柳川先生、これまでの議論で抜け落ちていた点でも、あるいは他のパネリストへの質問でも結構ですが、いかがでしょうか。

柳川

ありがとうございます。東京大学の柳川です。今までのお話を踏まえて、私が考えるポイントをいくつかお話ししたいと思います。

1つは既に何人もの方から指摘がありました。リスクマネーの定義です。元々の考え方としては、収益機会があつて、成長性があるような投資、ただし、そこにはリスクがある。こういうところにお金を流していくかというのが、リスクマネーをどうやって供給するかという問題意識だと思います。しかし、これを直接個人にリスクを全部移転させてお金を回していこうというのはおよそ無理のある話だと思うのです。そうではなく、本来は、リスクがあると思われるような投資機会に対して、そのリスクを減らした形で一般投資家なり個人にお金をつなぐ。これが金融の役割の基本だと思います。これにはいくつかのやり方があつて、1つは、リスクがあると言いましたが、実はリスクがあるように見えてリスクがない。外から見ると不確実性があるように見えるのだけれど、よく見ていくと、こういうやり方をすればこれはリスクがなく、あるいはリスクを小さくして投資ができる。これが、何人かの話に出てきた目利き力に象徴される話で、外側から見ているとよく分からないのだけれど、きちんと見るとこれは収益性が高いということが分かる。もちろん、100%ということはないでしょうが、リスクは減らせる。こういう目利き力があれば、リスクは減らせるので、そういう人たちを通してお金が流れていけば、結果的にリスクマネーは供給されて、でも、お金を出す方はリスクがなくなっていく。こういうことをいかに広げていくかというのは金融の基本ですけれども、やはり重要なことだと思います。

もう1つのやり方は、これも金融の基本で、ポートフォリオを作ることです。1つ1つはリスクがあるのだけれども、ファイナンスの基本ですが、2つの金融商品を組み合わせると実は変動がなくなるという可能性がある。ポートフォリオを上手く組めば、最初の出し手の方はリスクが小さくなるわけです。ポートフォリオの組ませ方はいろいろな考え方があつて、個人が自分でポートフォリオを組む場合もあるし、ポートフォリオを組まれたものを個人が購入するケースもある。どの段階でポートフォリオを組むかによって、どういった金融機関が絡むかが変わってくる。投信を使うか預金を使うかというのは、ポートフォリオの組ませ方のタイミングの違いという理解もできるわけです。銀行預金にお金が全部いつているからリスクにお金が流れないかということ、当然、そんなことはないわけで、銀行からそちらの方へお金が流れれば、投信と同じことは実現できるわけです。しかし、そうやってもリスクが減らせないものに関しては、やはりリスクのあるところにどこまでの投資ができますかという問題が最終的には残る。この時に、一番問題になってくるのは、最初に植田先生から問題提起があつた、「本当にそこに投資収益があるのですか」と

ということです。「リスクマネーの供給を」という主張の前提は、ローリスクではなく、ミドルリスクあるいはハイリスクのところにはミドルリターン、ハイリターンがあるという前提があるわけですが、では、本当にミドルリスクを取ったらミドルリターンがあるのか、ハイリスクを取ったらハイリターンがあるのかということは、やはり大きな問題で、そこに本当にリターンがあるようにしなければいけないわけです。目利きのもう1つ大きな側面は、そこを掘り下げて、ないものがあるようにしていくことです。ガバナンスの話も同じで、何もやらないとリターンは高くないのだけれど、ガバナンスをきちんとやると、ミドルリターンが出たり、ハイリターンが出たりする。ここを頑張ってやってほしいということで、先ほど齋藤さんがおっしゃったようなガバナンス改革をやるということです。

もう1つのポイントは、今のようなことを金融機関がやろうとしたときに、いわゆる金融規制の部分と齟齬を来す部分が出てくる可能性があるということです。これは地下さんから話が出てきたと思いますが、特にリーマンショック以降、規制当局は金融システムの安定性の確保ということに重きを置いた措置に走ってきました。日本の場合だと、不良債権処理の時期以来、ということになります。ここで問題が発生するのは、目利き力を使って、リスクがありそうなところにリスクはない、というようにできるとしても、これを客観的にどうやって証明するかという問題が残ってしまうのです。すごいリスクを取っているのかどうか客観的には証明できないとすると、システム上はリスクを持っているということになってしまう。そうして、金融機関がどんどんリスク資産を持ってなくなってくると、そこに限界が出てくるわけです。それから、ハイリスク・ハイリターンのところにお金を流していこうとすると、ここもやはり金融システムの安定性と齟齬を来す部分があって、おそらく今、日本が抱えている問題は、これだけ銀行部門にお金がいっているのに、その部門に関してかなり規制が厳しくなってきた、そこでリスクが取りにくくなっているということなのだろうと思います。ですから、先ほどのように MUFJ グループでという話になったときに、金融グループ全体としてどうしていくかということを考えなければいけない。やはり、高度成長期の銀行部門の資金提供というのは、ある意味でかなりファンドに近いこともやれていたと思うのですが、今は、狭い意味での銀行部門ができることというのは、かなりそこから離れてきているので、そういう意味でのリスクが取れる金融組織をどこまで作っていくかということがやはり大きなポイントではないかと思います。これは感想です。

こういうことで考えていくと、先ほど植田先生から提示のあったディスカッションに少し関係するのですが、ベンチマークについてはかなり厳しいベンチマークにしないと本当はだめで、それは裏側で何を要求しているかということ、政府全体としては「新陳代謝を促す」というのは非常に良い言葉なので、私なども使うわけですが、これはざっくりばらんに言えば、「収益性の悪いところは退出してね」ということです。そうしないと収益性の高いところが残らないということで、そういう意味では多くの企業を退出というかなり厳しい状況に追い込むかもしれないのです。日本経済の難しい点は、こういう厳しい退出を促す

ような金融改革はなかなかやりにくいところがあって、実はリスクマネーの話は裏側ではそういう退出の促進策をどこまで取れるかということと表裏一体となっており、実際はどちらかというところ、そちらの話に近いのではないかと思います。極端に言えば、もうほとんど日本には投資しません、融資もしません、全部海外の収益性の高いところに融資します、そこで生き残る会社だけ頑張ってくださいという話にすると、一時的には日本に供給されるリスクマネーはずっと減ってしまうかもしれないけれども、長期的には本当は良いことなのだと思います。しかし、そういうことがなかなかできにくいという問題があります。

もう少し言えば、いろいろな改革案が出てきていますが、なかなか大きな改革はしにくい。大きく動かすと、多くの企業を退出に追い込むかもしれないということ以外にも、たとえば国債市場はご承知の通り、かなりセンシティブな状況です。ナイフの上を歩いているような、非常に微妙なバランスのところに来ているわけです。そうした中で大きな改革をすると、どちらのサイドにも国債市場に大きなインパクトがあるかもしれず、当然、「そんなことをすると国債にお金が回らなくなるのではないか」とか、逆に「国債にお金が回りすぎてしまうのではないのか」といったいろいろな議論が出てきてしまう。そういう意味で、当然、大きな改革をしていかないと、本質的にリスクマネーの供給ができないのですけれど、現実には政策を動かしていこうとすると、そのことがマーケット、ひいては経済全体に大きなインパクトを及ぼす可能性がある。なかなか悩ましいのですが、それでも改革をしていかなければいけないことは事実なので、今日出てきたようないくつかの案を押し進めていくことは重要だと思います。

最後に、なぜ今、リスクマネーの話をするのか。リスクマネーの話はこれまでもさんざんやってきたわけですが、今日のパネルディスカッションでこういうテーマが取り上げられたのは、年金の改革の話、それ以外にもアベノミクスの改革があって、世界全体として金融市場がかなり大きく動いているということもあって、改めてこのタイミングで、少し長い目で見たときに、もう一度、リスクマネーのあり方をきちんと考える、ある種の転機に来ているのかなということをお話の伺って、強く感じた次第です。以上です。

植田

ありがとうございました。それでは、せっかくですので、フロアからご意見、ご質問がありましたら、お願いしたいと思います。

フロア

今日のお話を伺っていて1つ気になった点があります。日本は銀行を中心とする間接金融はしっかりしているけれども、直接金融は弱いという流れでのお話だったと思いますが、本当に日本の間接金融は強いのか。少し調べたのですが、一国の銀行部門の強さを考えるとき、われわれ経済学者の世界ではGDP分の貸出総額という比率を使います。その数字を

見ると、今必ずしも日本は良くなって実は世界で 10 位です。2000 年は 5 位、バブル景気真っ盛りの 1990 年は世界 1 位でした。同じように GDP 分の株式時価総額で、いわゆるその国の株式市場の発達度という指標も作ることができます。それを計算しますと、日本は今、世界 23 位です。2000 年は 18 位、1990 年はやはり世界 1 位です。つまり貸出も株価も急速な低落傾向にあって、実は金融部門全体として日本は落ちているわけです。したがって、銀行は盤石だがマーケットは弱いのではなくて、実は同じようにずっと沈滞している。こうした日本の金融の状況を見ると、おそらくマーケットだけが強くなるということはありません。この両者の関係はかなり補完的であって、強いマーケットをつくるためにはやはり銀行がしっかりしていなければいけない。具体的にはどういうことかと言うと、柳川さんが指摘されたように、高度成長の時、銀行はファンドに近いことをやっていたのです。それは、今流で言えば投資銀行的なものを強くするということだと思ふのです。アメリカでもそうですけれども、金融が伸びている時というのは、巨大銀行が好きなことをやっている時なのです。昔もそうだったし、最近もそうです。したがって、実を言うと、本当はメガバンクといわれるところにもう少し頑張ってもらって、いわゆる商業銀行の業務と投資銀行の業務をどうやって有機的につないで好き勝手にやるか。これが求められているのですが、そうすると、現行の金融規制の枠組みとは抵触すると思ふます。アメリカとか、最近金融危機を起こした国は規制をすればいいけれども、証券がらみの規制は、日本はしなくてもいいと思ふます。世界標準だからといって、無批判に従っていると、アメリカやヨーロッパは生き残って、日本だけ死んでしまうということになるのだと思ふます。その辺も戦略的に考えながら、どうやって大きな銀行にもっと自由に行動させていくかという枠組みをつくっていかないと、リスクマネーもなかなか動かないのではないかと思ふます。どなたか、ご意見があればお願いいたします。

植田

はい、この辺、どなたかコメントはいかがでしょうか。なかなか難しいですが。齋藤さん、いかがですか、欧米の規制動向はあまり気にしなくていいというコメントですが。

齋藤

そういつただけるとありがたい部分はあるのですが、他方で、国際的な議論の枠組みの中で、欧米が「こういうことで」と言って、それをグローバルに入れていこうとなったときに、日本だけが「いや、うちは違うことをやりますから」とはなかなか言えないところがあるということをご理解いただければと思ふます。ただ、先ほども出た、例えば新たな銀行の資本規制の枠組み、TLAC の問題では、日本では預金保険制度というものがしっかりあるからということで、日本固有の事情を考慮する形での規制を検討してもらっています。そこは私ども金融庁の国際担当者も努力しているところですので、引き続き応援していただければと思ふます。

植田

時間の制約から十分に議論できなかつた面もありますが、今日のパネルは、日本におけるリスクマネー供給の円滑化に向けた課題について議論いただきました。最後のフロアからのご質問にあったとおりですと、必ずしも現在起こっている金融規制の動向を気にしないで日本流にやればいいのかもわからないのですが、そうはいかないとすると、預金取扱金融機関のバランスシートで大量のリスクを取ることはなかなかできなくなっていくかと思えますので、その他のところにリスクテイキングをシフトしていかなくてはいけないということだと思います。

これも十分に議論ができませんでしたが、現政権の、そういう面での政策はある程度、成功を収めているように思います。たとえばマクロの金融政策で、財政政策も若干そうですが、リフレ的な政策をとっているわけですが、その中で資産価格が上昇し、たとえば先ほど出ていたような投資信託への家計の投資割合が増えているというようなことも起こっています。あるいは、先ほど来、議論になりましたように、いろいろな官民ファンド等をつくることによってリスクテイキングを促進する中で、ベンチャー的なところに資金が出ていきつつあるという面もあると思います。しかし、明らかにこういうことだけでは、リスクマネーの供給体制が円滑化することはないと思います。その中で、いくつかアイデアや希望が持てる動きをパネリストの皆さんからご指摘いただきました。例えば、池谷さんからご指摘のあったグローバルベンチャーキングの話、井潟さんからは、若干、政策的な話でもありますが、確定拠出年金の重要性、地下さんからはホールセール・ファイナンスの話もありました。あるいは、その他の動きを進めていく中で、金利体系の歪みもだんだんほぐしていくことも必要かと思えます。

最後に、そうは言っても、これも現政権の大きな課題の1つですが、労働市場が非常に硬直的である中では、金融でほぐせるところにもかなりの限界があるということも認識しておかなければいけないと思います。そういう問題も含めて、新たな場で、将来、議論を続けていきたいと思えますので、よろしく願いいたします。

今日はパネリストの皆さん、フロアの皆さん、長時間ありがとうございました。

司会

植田先生、パネリストの皆さま、長時間に渡り、熱心なご議論を展開していただき、誠にありがとうございました。日本の資金循環の将来像について、示唆に富んだ議論が展開され、2時間があっという間に過ぎた気がいたします。会場の皆さまにも、今後の業務等のご参考となりましたら、主催者の喜びとするところでございます。

これもちまして、本日のシンポジウム、パネルディスカッションを終了とさせていただきます。本日は多数のお客様のご参加をいただき、誠にありがとうございました。

日本におけるリスクマネー供給の問題点

2014年11月21日

東京大学

植田和男

リスクマネー？

- 上場企業向けエクイティ
- 非公開企業、新規事業向けエクイティ
- ハイリスクのdebt型資金
 - 新規企業、新規事業、既存企業の規模拡張
 - 融資を起点とする産業の新陳代謝の促進
 - Structured finance
- 経営破綻企業再生資金
- そもそもリスクマネーの投資先たりうる有望なプロジェクトは十分あるのか。

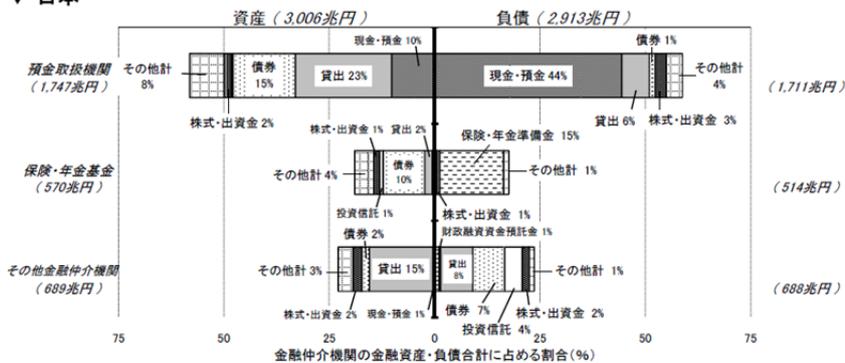
盛んでない家計によるエクイティ投資

- 資産の5割以上が銀行預金(米国は約25%)。
- 家計保有の株・出資金は総資産の9.4%(米国は33.7%)。
 - 銀行、機関投資家、投資信託を通じる間接保有は、約5.4%(米国は16.3%)。
 - 合計で、14.8%(米国は約50%)。
 - 米国の間接ルートで重要なのは年金と投信。
- 原因？
 - 長引いた資産デフレ
 - 限られた数の資産家。

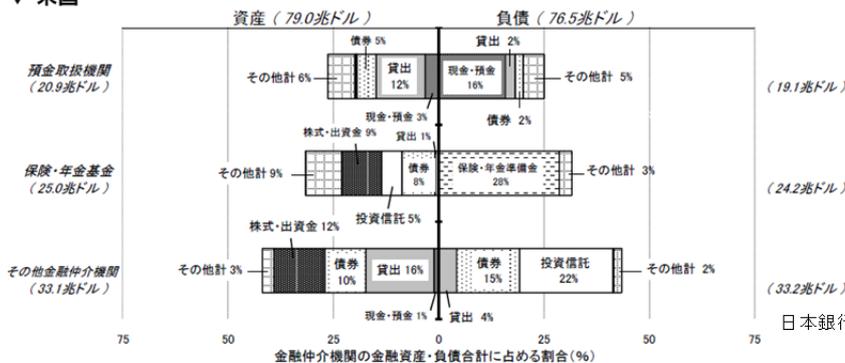
2

図表1 金融仲介機関の資産・負債構成

▽ 日本



▽ 米国



日本銀行、資金循環統計

3

金融仲介の問題

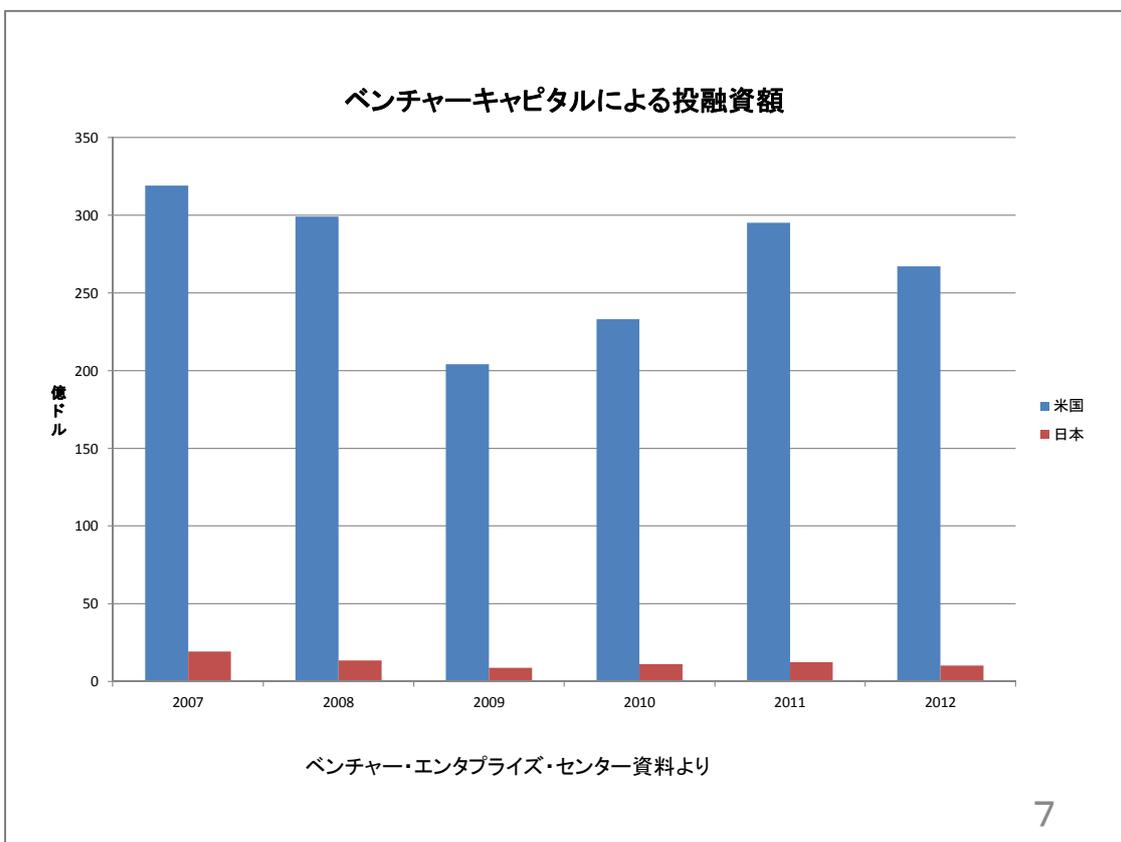
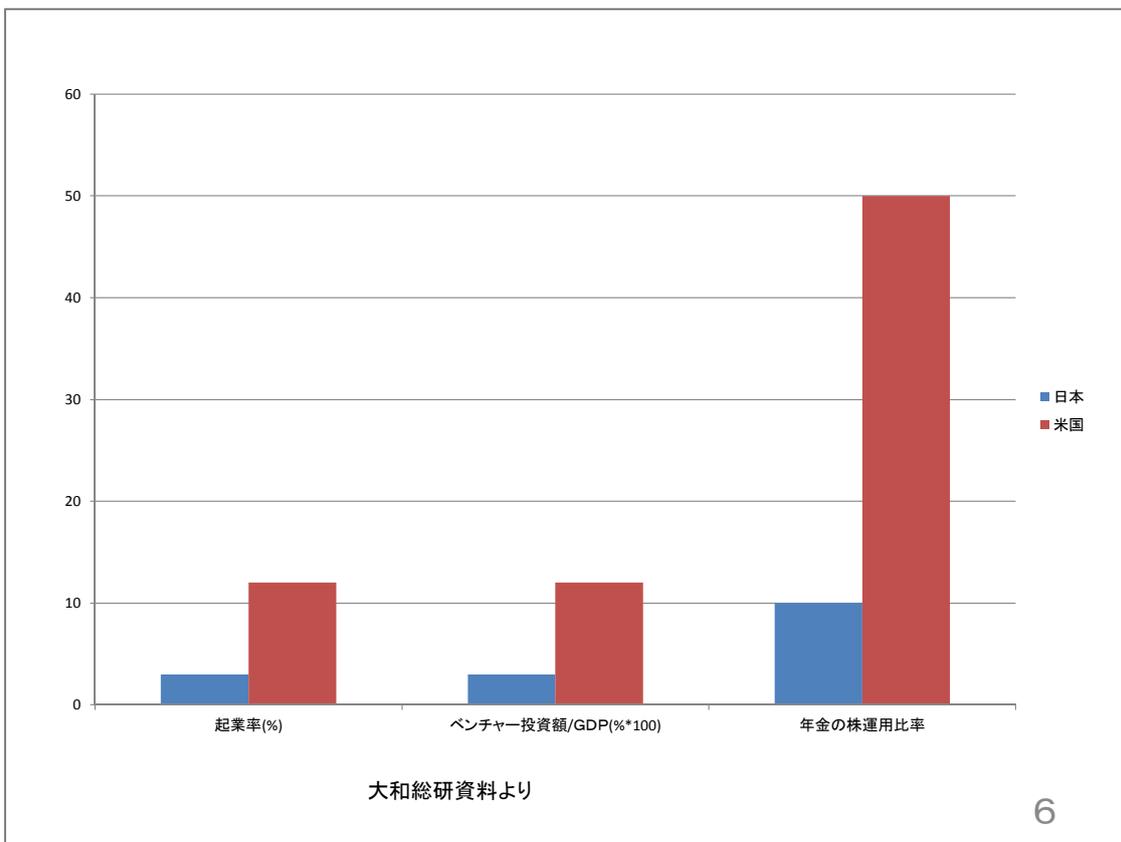
- 銀行
 - 不良債権問題の後遺症
 - 金融規制
 - 国内貸出市場での「過当競争」
- 機関投資家
 - 少ない独立系投資家
 - 低いリスク資産投資割合
 - 公的部門主導の光と影
- 育たない債券・証券化商品市場
 - 銀行の過当競争による金利体系の歪み

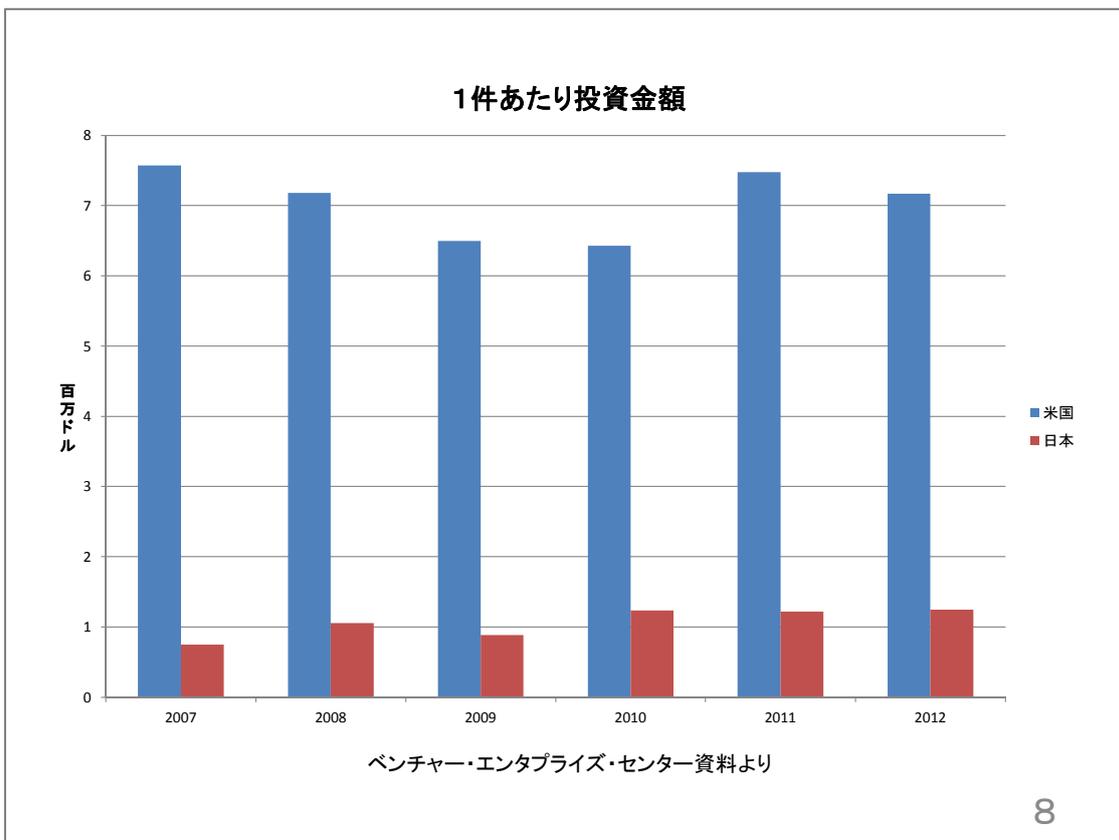
4

米国等で重要なベンチャーキャピタル

- 国際的には、起業率、ベンチャー投資額のGDP比、年金の株式運用比率間に高い相関
- 米国は1979年にprudent man ruleを明確化→年金のリスク資産投資を可能に。
 - さらに大企業が徐々に自社内のR&Dから外部のスタート・アップ企業への投資にシフト。
- 日本の投資額は、米国の10分の1程度だが、2013-14年と増大の気配。
 - 中小企業基盤整備機構等公的資金の役割
 - 株価の上昇
 - 2000年代前半のブームを経て若干の人材・経験・インフラの蓄積？
 - 米国に見劣りする機関投資家によるリスクテイク。

5





その他

- 異例の金融緩和との関係
 - 長引くゼロ金利等の問題点
 - 正常なインフレ率（例えば2%）に復帰すれば、ハイリスクの実物・金融資産投資は増えるのか。
- 大量の国債発行による歪み？
 - 他の資産をクラウドアウト？

Strictly Confidential
(No Copying)

メガバンクから見た 産業金融システムの問題意識と今後の見方 ～リスクマネー供給に関する論点整理～

三菱東京UFJ銀行 常務執行役員

池谷 光司

2014年11月21日（金）

目次

Strictly Confidential
(No Copying)

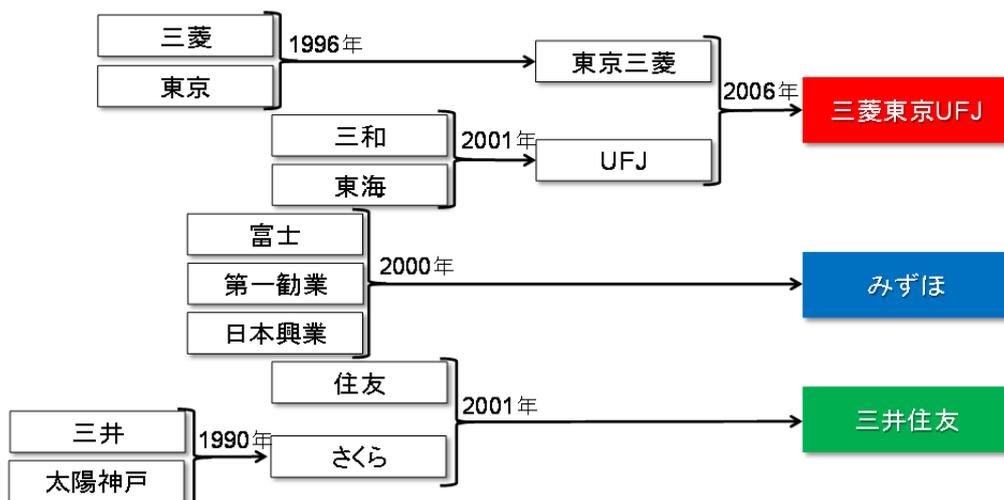
- | | |
|-------------------------|---------|
| 1. 「メガバンク」の置かれた環境 | P.2~6 |
| 2. 「産業金融システム」への問題意識 | P.7~12 |
| 3. 「産業の新陳代謝」に向けた今後の取り組み | P.13~16 |
| 4. 「メガバンク」の知見と今後期待される役割 | P.17~21 |
| 5. まとめ | P.22~23 |

1. 「メガバンク」の置かれた環境

3メガバンクへの集約

- 日本の大手都銀は、バブル崩壊後に大きな変革期を迎える。不良債権処理の時代を経て、合併を繰り返し、最終的には3メガバンクに集約された。

【銀行再編の流れ】

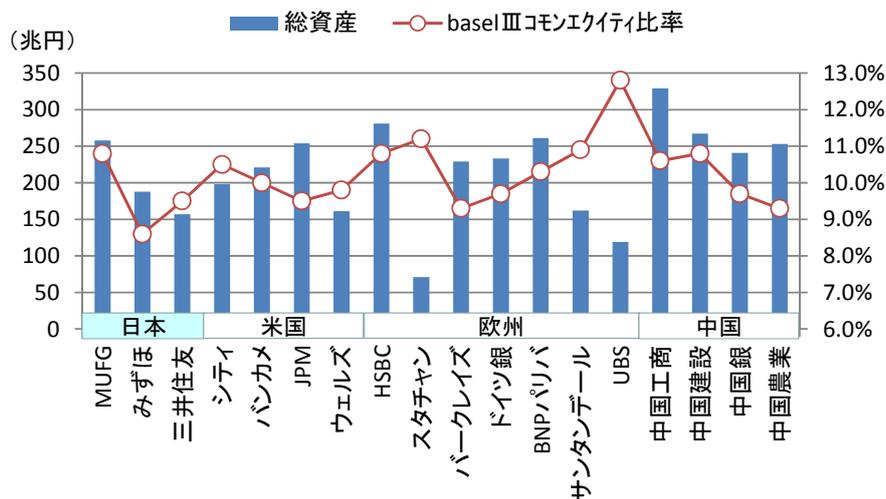


資産規模の拡大・財務状態の改善

Strictly Confidential
(No Copying)

- 3メガバンクへの集約の結果、資産規模は世界の主要行と伍していける水準を確保すると共に、財務状態についても概ね健全な状態を維持している。

【主要行比較(総資産/baselⅢコモンエクイティ比率)】



4

成長期待の低迷・薄い存在感

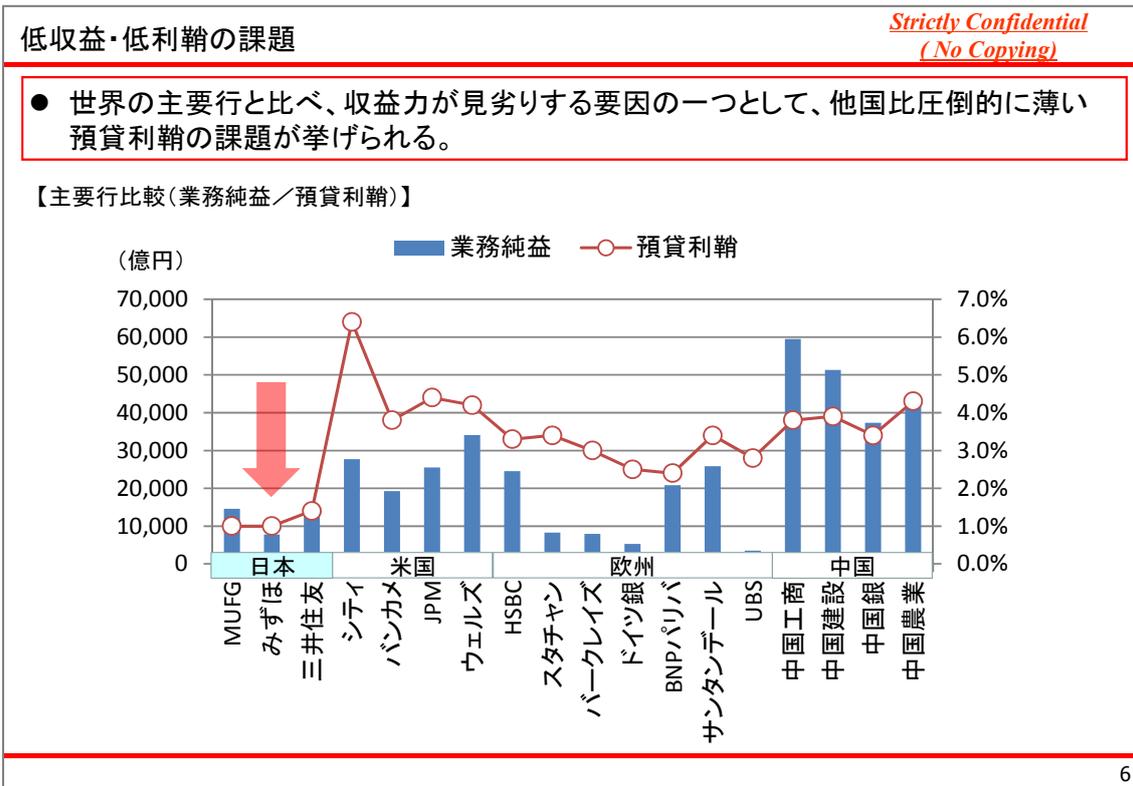
Strictly Confidential
(No Copying)

- 収益力及び成長期待の低さから、時価総額ランキングにおける邦銀の存在感は薄く、収益力・リスクテイク力向上が求められている。

【時価総額ランキング/トップ20(2014年9月末時点)】

順位	金融機関名	国名	時価総額 (兆円)	順位	金融機関名	国名	時価総額 (兆円)
1	ウェルズファーゴ	米	29.69	11	コモンウェルス	豪	11.71
2	JPモルガン・チェース	米	24.84	12	RBC	加	11.30
3	中国工商银行	中国	22.63	13	アメリカン・エクスプレス	米	10.05
4	HSBC	英	21.32	14	TDバンク	加	9.98
5	バンク・オブ・アメリカ	米	19.66	15	ロイズバンキング	英	9.78
6	中国建設銀行	中国	19.28	16	ウェストパック	豪	9.58
7	シティグループ	米	17.23	17	ゴールドマンサックス	米	9.16
8	中国農業銀行	中国	14.57	18	BNPパリバ	仏	9.06
9	中国銀行	中国	13.57	19	MUFG	日	8.79
10	サンタンデール	スペイン	12.64	20	USバンコプ	米	8.26

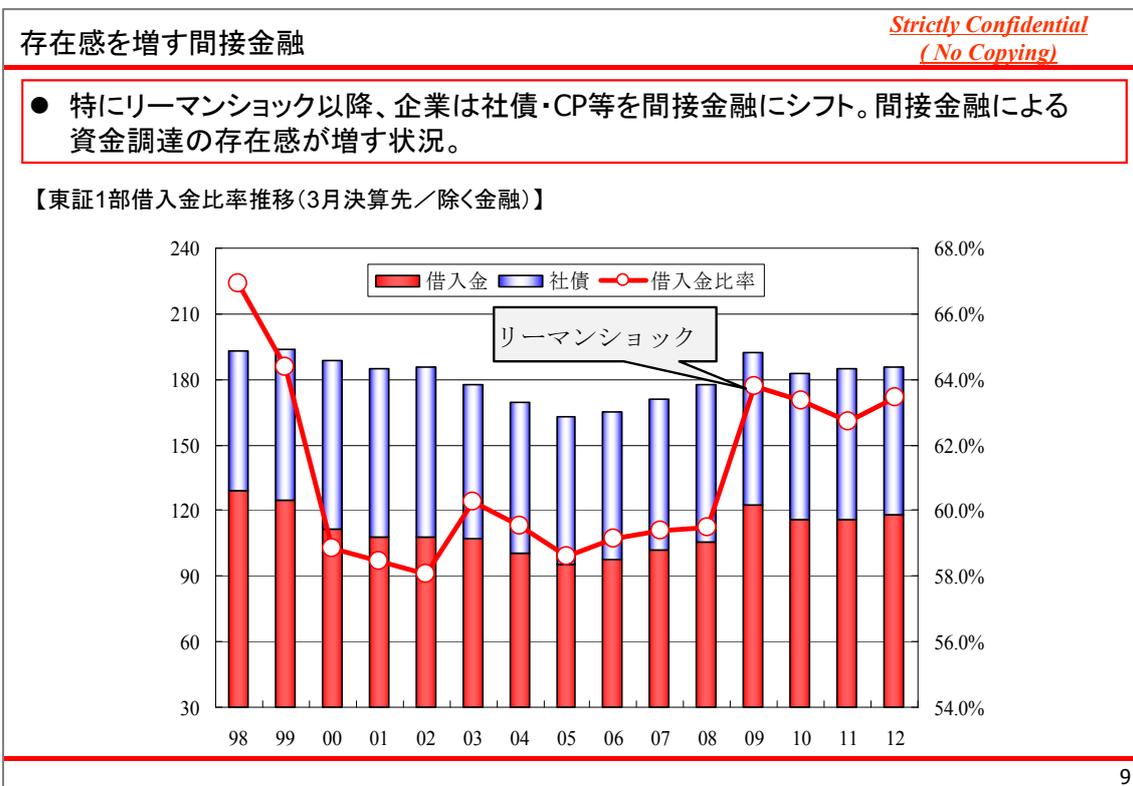
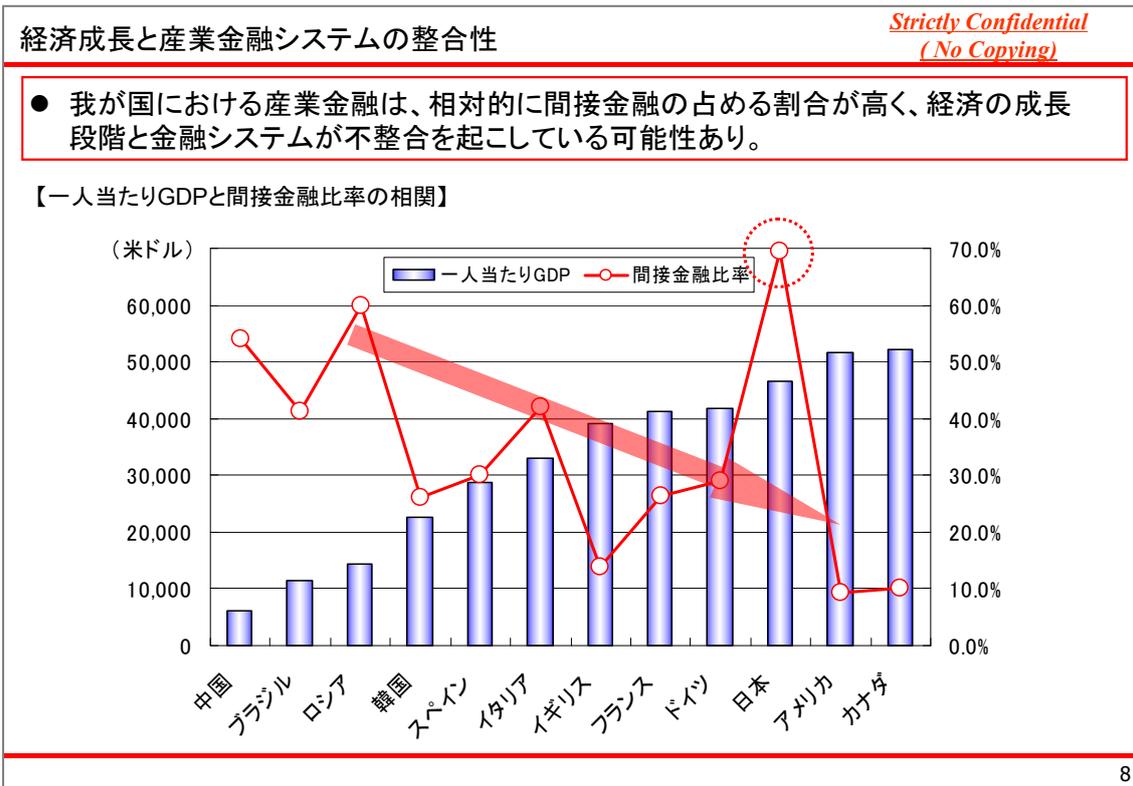
5

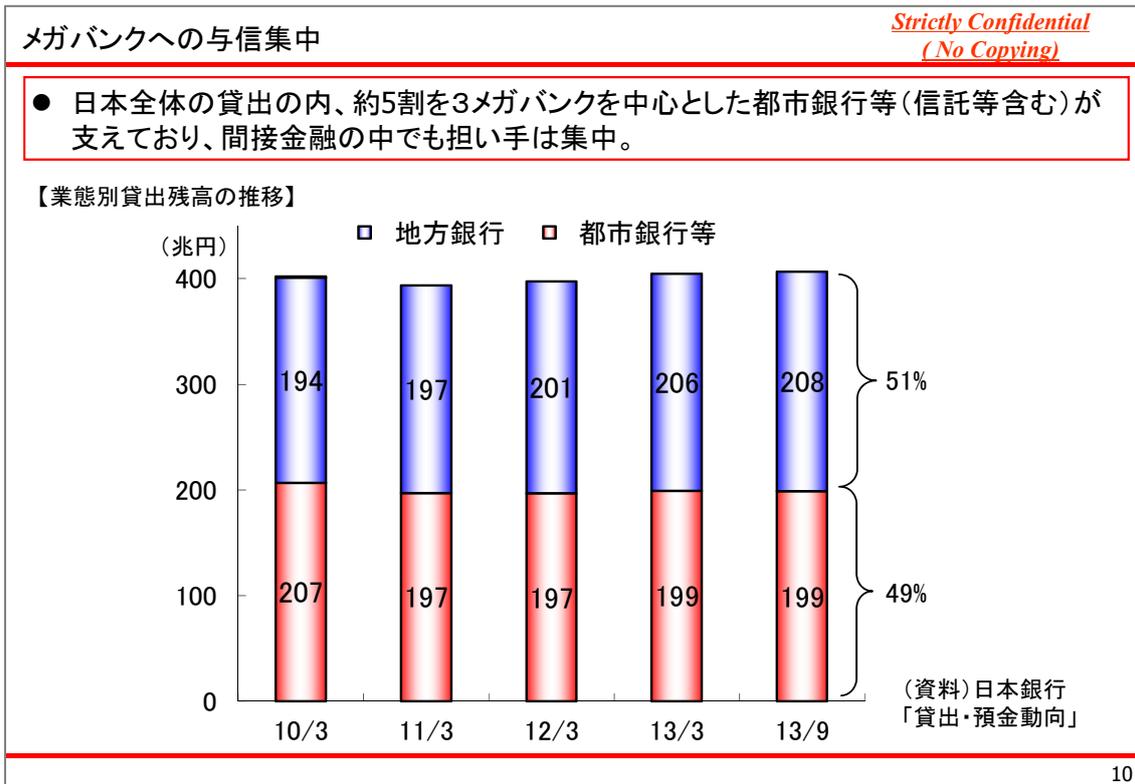


*Strictly Confidential
(No Copying)*

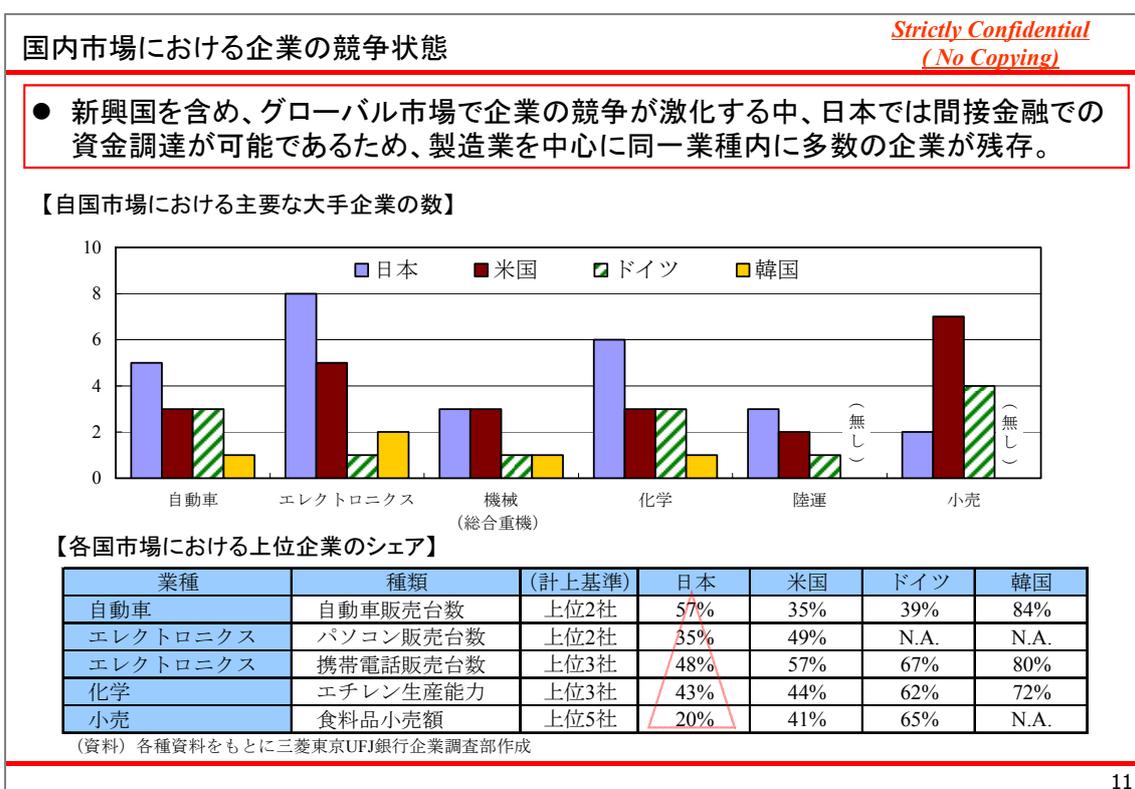
2. 「産業金融システム」への問題意識

7





10



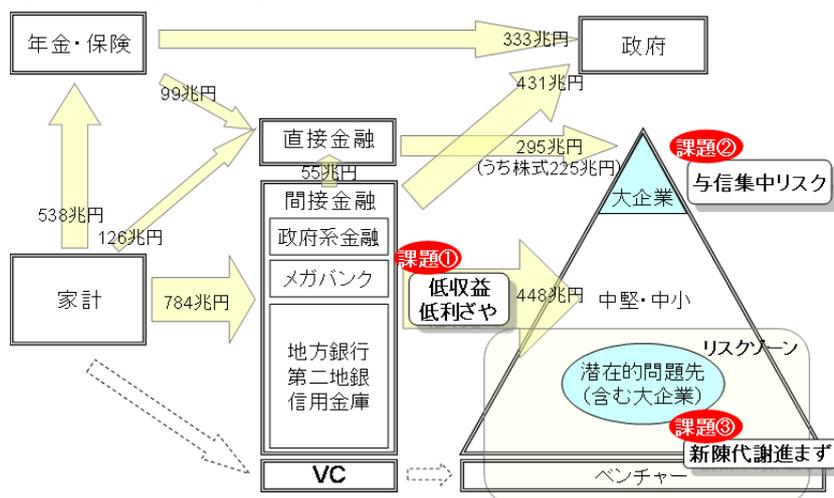
11

現在の「産業金融システム」の問題点

Strictly Confidential
(No Copying)

- 現在の「産業金融システム」には、大きく3つの問題点があるものと考えられる。
①「低収益・低利鞘」 ②「与信集中」 ③「産業の新陳代謝」が進んでいない
- 特に「日本再興戦略」でも課題となっている「産業の新陳代謝」に大きな問題意識。

【現在の金融の流れと主たる問題点】



12

Strictly Confidential
(No Copying)

3. 「産業の新陳代謝」に向けた今後の取り組み

13

**Strictly Confidential
(No Copying)**

「産業の新陳代謝」促進の必要性

- 日本再興戦略では、稼ぐ力を取り戻す手段の一つとして、「産業の新陳代謝」促進が掲げられており、官民協働での推進が求められている。
- 戦略内の実行プログラムでは、「グローバルベンチマーク」活用が具体策として明記。

【『稼ぐ力を取り戻す』ための施策】

(1) 企業が変わる

① 企業統治（コーポレートガバナンス）の見直し

② 公的・準公的資金の運用等の見直し

③ 産業の新陳代謝とベンチャーの加速化、成長資金の供給促進

(2) 国を変える

① 成長志向型の法人税改革

② イノベーションの推進と社会的課題解決へのロボット革命

【緊急構造改革プログラム（産業の新陳代謝の促進）】

i. コーポレートガバナンスの強化、リスクマネーの供給促進、インベストメントチェーンの高度化

- ① 「コーポレートガバナンス・コード」の策定等
- ② 産業の新陳代謝に向けた金融機関等による企業に対する経営支援や事業再生の促進
- ③ 民間資金を活用した中長期の成長資金の供給促進
- ④ 企業の収益力向上のための海外支援展開
- ⑤ **グローバルベンチマークの設定による収益力向上に向けた取り組みや新陳代謝の後押し**
- ⑥ 持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家との対話の促進

ii. ベンチャー支援

- ① 「ベンチャー創造協議会」等による大企業の巻き込み
- ② 政府調達での参入の促進等支援環境の整備
- ③ 国民意識の改革と起業家教育

iii. サービス産業の生産性向上

14

**Strictly Confidential
(No Copying)**

グローバルベンチマークとは

- グローバルベンチマークとは、グローバルトップ企業群と日本企業群のビジネスモデルや成長性・経営戦略等を比較・検討するための評価指標。
- 同指標を活用することで、企業の稼ぐ力と金融のサポート力を向上させ、最終的には家計まで還元するインベストメントチェーンの構築を目指す。

【インベストメントチェーンの概念とグローバルベンチマークの位置付け】

15

グローバルベンチマークの活用

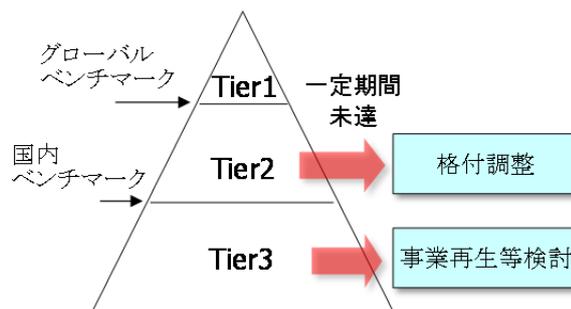
*Strictly Confidential
(No Copying)*

- 産業競争力強化法でも、事業者の事業再生等への「努力義務」が明記され、業績目標へのメカニズム導入等により、「産業の新陳代謝」を促進していく方向。
- 具体的には一定期間に亘り、ベンチマークを下回る企業は格付調整対象となり得る。また、国内ベンチマークを下回る場合は、事業再生等を検討することも選択肢。

【産業競争力強化法／第5条 事業者の責務】

【ベンチマークによる対応イメージ】

事業者は、(中略)需要の動向又は事業者間の競争の状況その他の当該事業者の事業を取り巻く環境を踏まえて、経営改革を推進することにより、生産性の向上及び需要の拡大を目指し、**新たな事業の開拓、事業再編による新たな事業の開始若しくは収益性の低い事業からの撤退、事業再生、設備投資、その他の事業活動を積極的に行うよう努めなければならない。**



16

*Strictly Confidential
(No Copying)*

4. 「メガバンク」の知見と今後期待される役割

17

Strictly Confidential (No Copying)

不良債権処理を通じた「業界知見」の蓄積

● メガバンクは「不良債権処理」問題に直面する中、バランスシート処理を余儀なくされ、静態的な視点で企業を評価してきたが、「企業再生」に取り組む過程で、事業の実態、延いては「業種知見」を蓄積し、企業に対する「目利き力」を醸成してきた。

【「企業再生」から「業種知見」蓄積への連動】

18

Strictly Confidential (No Copying)

「業界再編」に向けた枠組み整備

● グローバル化が進展、企業の競争が激化している現在、中長期的な競争力の乏しい潜在的問題先を炙り出し、「業界再編」を進みやすくする枠組み整備が必要。

【現在のルールの問題点と枠組み整備の方向性(案)】

	従来の枠組み	現状と目指すべき方向性
背景	<ul style="list-style-type: none"> 景気は後退局面、リスク抑制が必要 銀行は過小資本、不良債権処理が急務 	<ul style="list-style-type: none"> 景気は回復局面、リスクアペタイト重視 企業のグローバル化が進展、競争激化
制度	<ul style="list-style-type: none"> 【格付】直近決算(BS重視)を基にした、短期的な観点で格付を付与 【支援】実態債務超過に陥る先に対してギリギリの段階で金融支援を実施 	<ul style="list-style-type: none"> 【格付】事業力評価(CF重視)を通じた、グローバル且つ中長期的な観点を反映 【支援】将来的な赤字・債務超過に備え、プロアクティブな能動支援を検討
課題	<ul style="list-style-type: none"> ①債務者区分「正常先」に、中長期的な競争力に乏しい「潜在的問題先」が混在 ②「潜在的問題先」に対し、痛みを伴う改革を実施すると、債務者区分変更を余儀なくされ、早期再生が困難な場合もある。 	<ul style="list-style-type: none"> ①中長期的な競争力に懸念がありながら正常先に留まる「潜在的問題先」を検証。 ②一時的な赤字・債務超過に転落しても、正常先最下限等での格付を可能とする枠組みが必要。

19

Strictly Confidential (No Copying)

早期プロアクティブな再生への取り組み

- 早期の「個社再生」を業界全体に繋げることができれば、「業界再編」が加速化。
- そのため、金融機関は黒子とのスタンスを前提として、将来のあるべき姿を、業界毎に企業・国・金融機関で議論することが必要。

【「一般的な再生」と「早期プロアクティブな再生」のイメージ比較】

20

Strictly Confidential (No Copying)

「産業の新陳代謝」に向けたメガバンクの役割

- メガバンクの大企業向け与信ポートフォリオは、幅広い業界・企業を網羅する日本経済の「縮図」であり、「産業の新陳代謝」に向け、「業界再編」をサポートすることが必要。

今後の外部環境を踏まえたメガバンクとしての主要課題

- 産業構造の転換に対応した大企業与信ポートフォリオの構築
- 企業のグローバル化に対応したベンチマークの活用
- 業界再編を促す再生支援への取り組み
- グローバル人材育成、効率的な与信管理態勢の構築

【ご参考】銀行を取り巻く今後の外部環境認識

マクロ経済環境	先進国を中心に回復基調を維持	企業動向 ・国内外の需要改善や好業績によるCF増加、設備投資は回復傾向 ・新興国需要の獲得を狙った海外事業の強化・拡大が加速 ・欧米グローバル企業だけでなく、新興国企業との競合
企業業績	アジア内需が業績を牽引	
政府の対応 円高・デフレ不況から脱却、雇用・所得拡大を目指す 財政出動 金融緩和 成長戦略		・産業毎・産業内の優勝劣敗鮮明化 ・海外進出・海外企業M&A活発化 ・業界再編に伴う産業構造転換
国内企業向け貸出は回復基調が継続 再編・海外は積極支援⇒熾烈な競争環境		

21

*Strictly Confidential
(No Copying)*

5. まとめ

22

まとめ

*Strictly Confidential
(No Copying)*

- 日本の「産業金融システム」には、①「低収益・低利鞘」、②「与信集中」、③「産業の新陳代謝」が進んでいない、という問題点がある。
- 特に「産業の新陳代謝」は重要課題。「グローバルベンチマーク」の活用に取り組み、企業の稼ぐ力を家計にまで還元する「インベストメント・チェーン」の構築が重要。
- メガバンクは、不良債権処理の経験から得た「業種知見」を活かし、プロアクティブな能動支援に取り組むことで、「業界再編」の促進をサポート。

【まとめ】

日本の「産業金融システム」の問題点を正確に認識
①「低収益・低利鞘」 ②「与信集中」 ③「産業の新陳代謝」進まず

「グローバルベンチマーク」を活用し、企業の稼ぐ力を家計へ還元
～インベストメント・チェーン構築～

「業種知見」を活かし、プロアクティブな能動支援に取り組み
～業界再編サポート～

23



第5回 東大・設研シンポジウム 「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」御中

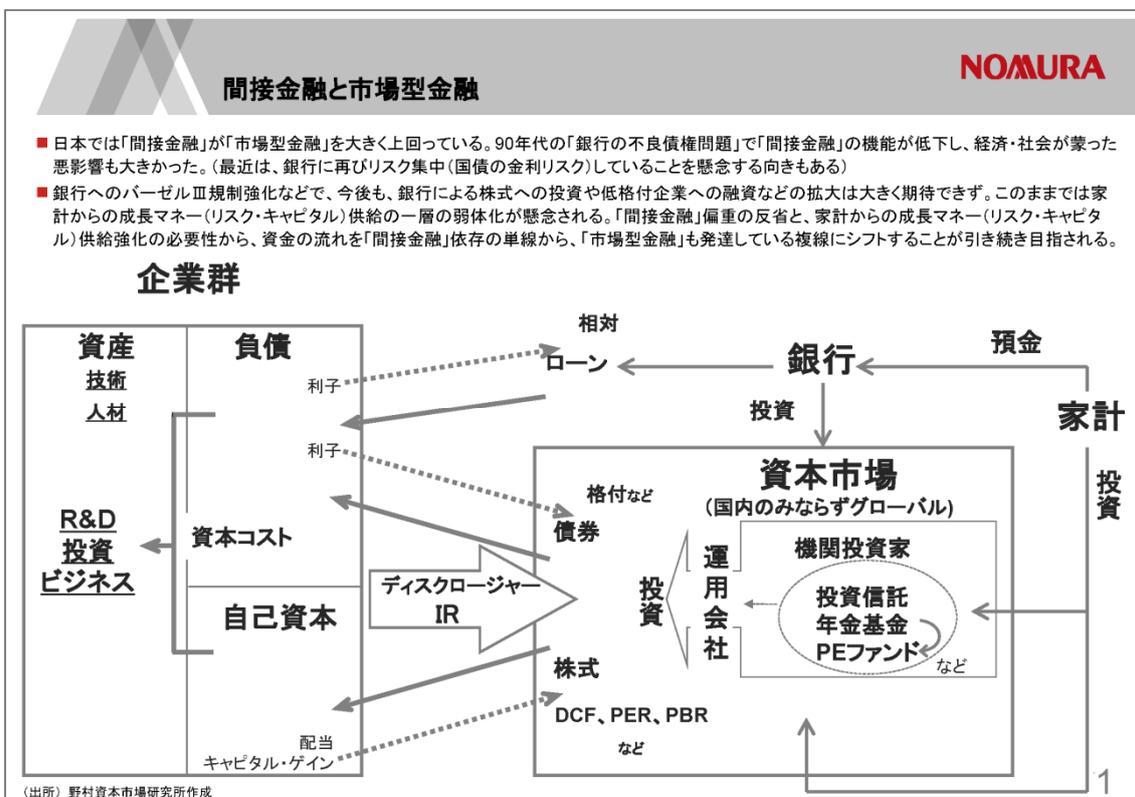
ご参考資料

野村資本市場研究所 執行役員
 関西学院大学商学部 客員教授
 芝浦工業大学大学院 工学マネジメント研究科 非常勤講師

井瀧 正彦

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL
株式会社野村資本市場研究所

2014年11月21日



NOMURA

間接金融と市場型金融の役割分担の再確認

「間接金融」＝ 銀行中心の預金・貸出による資金仲介システム

- 経済がキャッチアップ段階にあり、資金供給に値するプロジェクトや企業についてのコンセンサス形成、判断が容易だった時代に適したモデル（発展途上国向き、国民一人一人の金融資産が必ずしも大きくない経済向き）。
- 中小企業や個人に対する金融においては今後とも有効。

「市場型金融モデル」＝ 多数の市場参加者でリスクとリターンを分かち合う資金仲介システム

- 経済がキャッチアップ段階を終了し、資金供給に値するプロジェクトや企業についての判断が予め判然とせず、そのコンセンサス形成が容易でない状況で必要とされるモデル（先進成熟国向き、国民一人一人の金融資産が比較的豊富な経済向き）。
- 産業金融モデル（間接金融）が主流である我が国の金融システムにおいては、預金取扱金融機関にリスクが集中し、増大するリスクを支えきれなくなってきており、多数の市場参加者の選択によって幅広くリスクが配分される市場金融モデルの役割がより重要になる。（金融審議会・下記資料より抜粋）

両者をバランス良く備えた、複線の金融システムが重要となる

（出所）金融審議会「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」（2002年9月30日）などに基づいて野村資本市場研究所作成

銀行は、生産技術がよく知られ、企業経営のあり方にも幅広い共通の認識が存在するような、たとえば農業のような伝統的な産業において、資金供給の有効な方法であろう。このような産業においては、企業を効率的に監視し、監視業務における規模の経済性を実現できる。一方、企業の経営のあり方に関してほとんど共通の認識が見られない産業においては、資本市場を通じた資源配分が好ましい。理論的に考えれば、大企業や継続的な技術進歩が見られる産業において、株式市場での上場が観察されるであろう。また全く新しい産業を発展させるという意味で重要な技術革新が進展する経済や、また高度に産業集中が進んでいる経済において、株式市場は重要性を帯びるであろう。

（出所）フランクリン・アレン「株式市場と資源配分」（大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』1993年6月号）より抜粋

2

NOMURA

米国資本市場において大きな存在感を誇る社債市場

日米債券市場の種類別発行残高（2014年6月時点）

米国

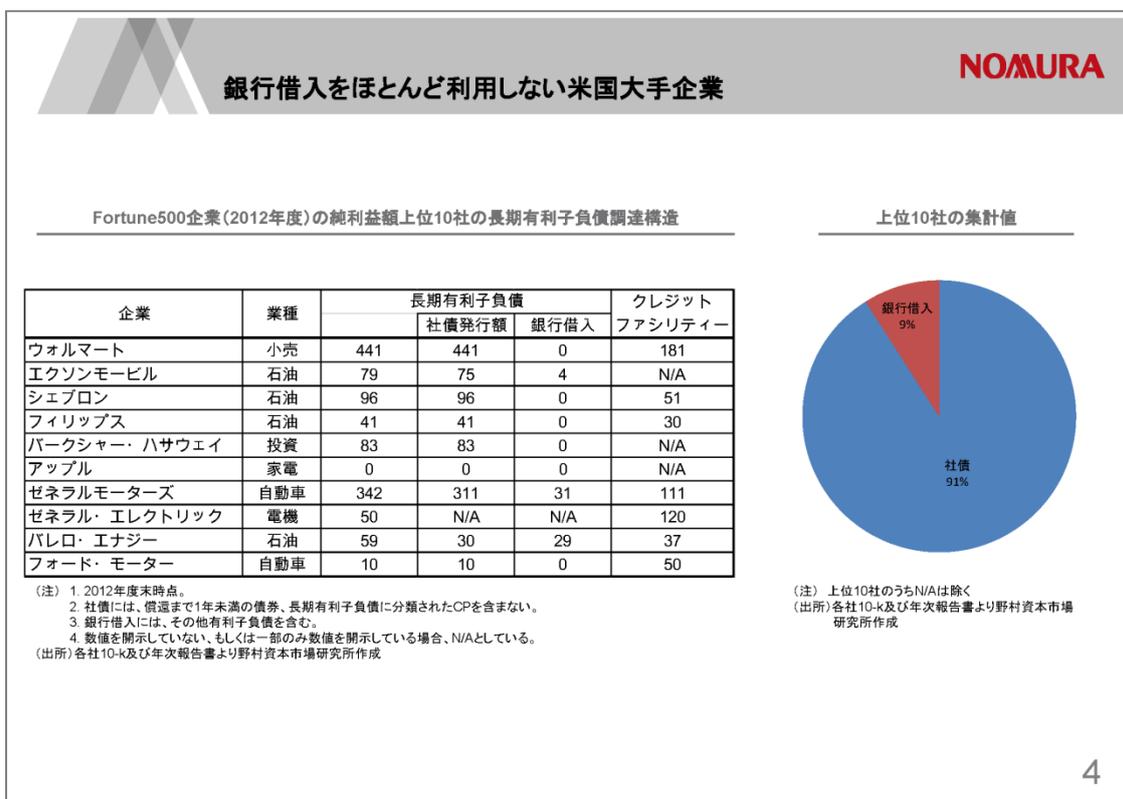
種類	発行残高 (兆ドル)
財務省証券	12.1
MBS	8.7
社債	7.7
CP等	1.0
政府機関債	2.0
地方債	3.7
ABS	1.4

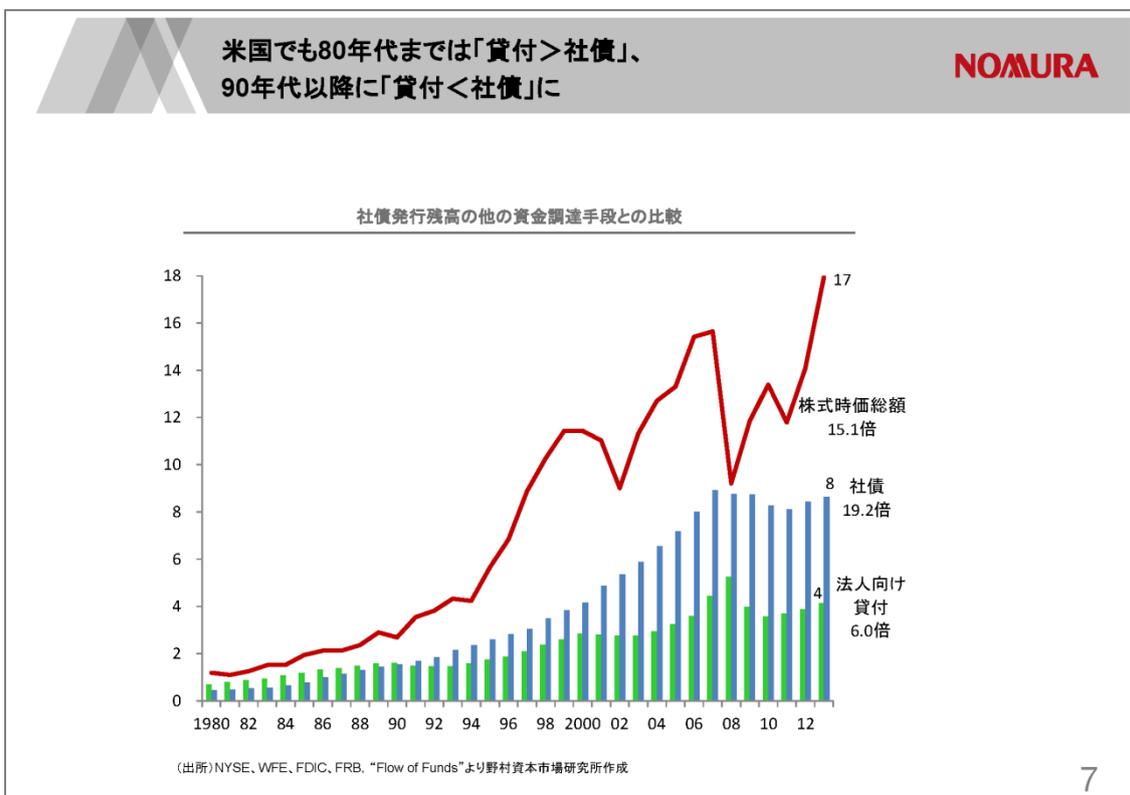
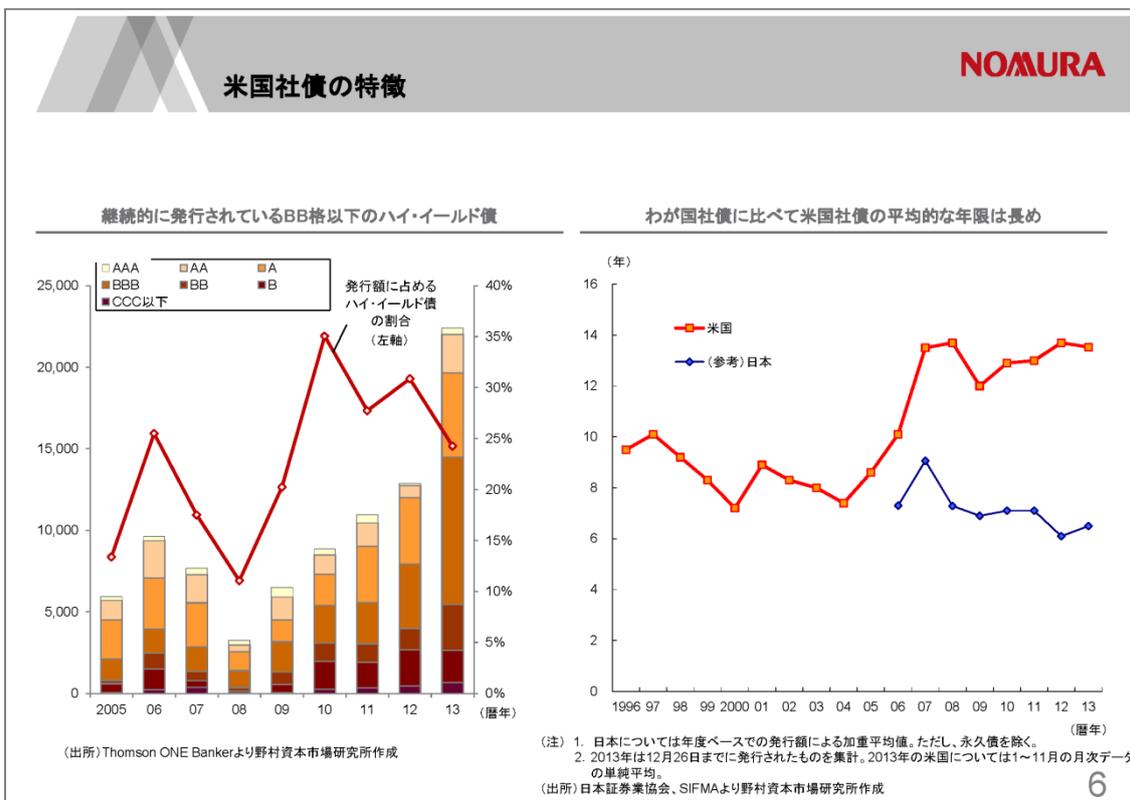
日本

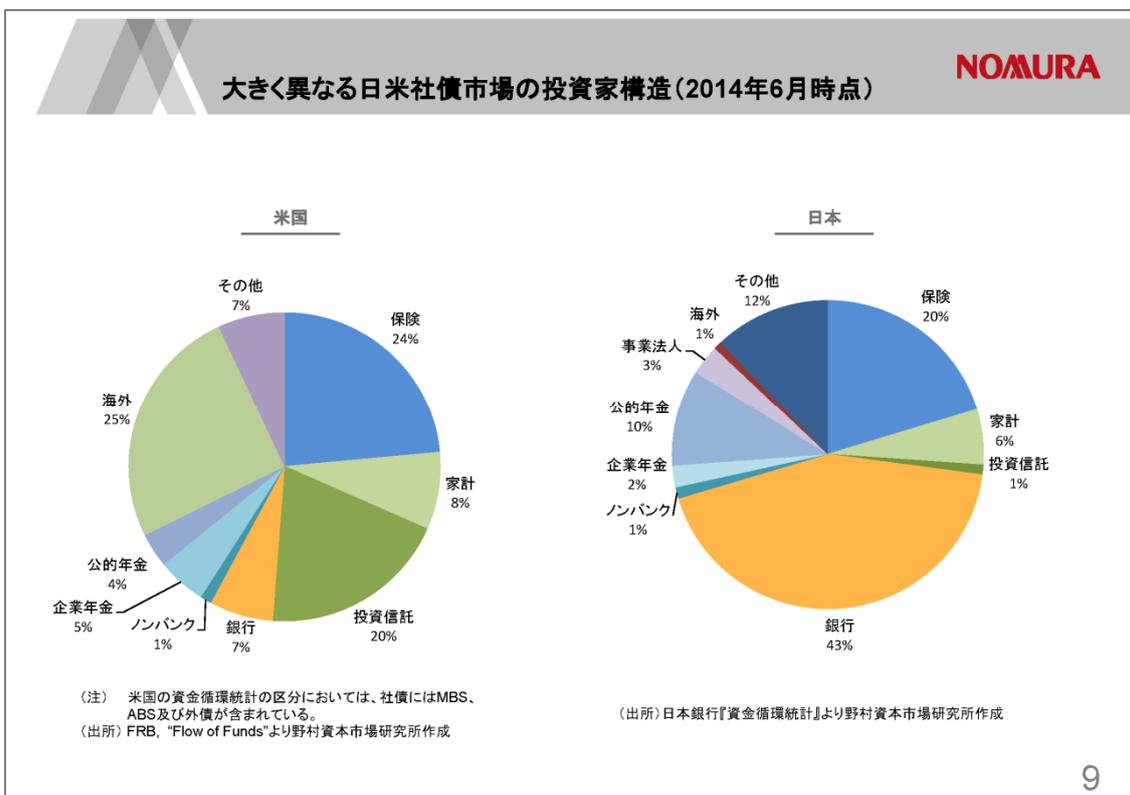
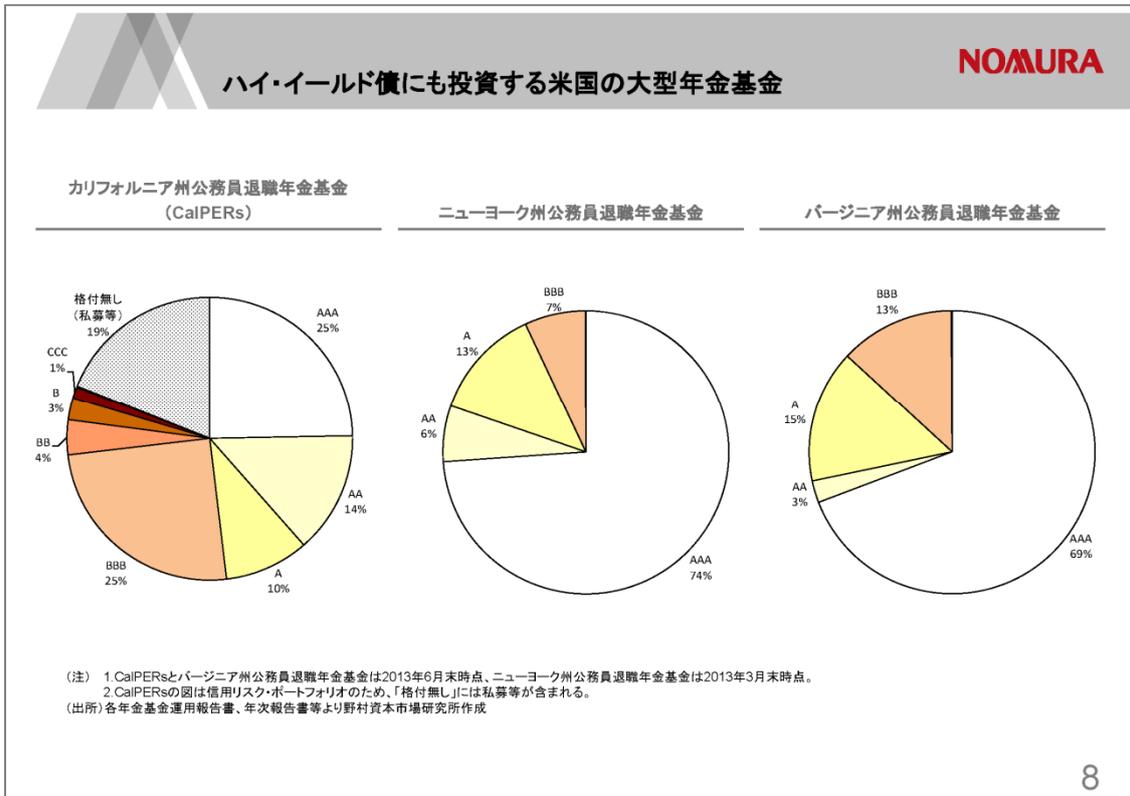
種類	発行残高 (兆円)
国債	854.6
資産担保型社債	0.8
社債	59.5
CP	14.0
政府保証債・財投機関債	69.7
地方債	57.4

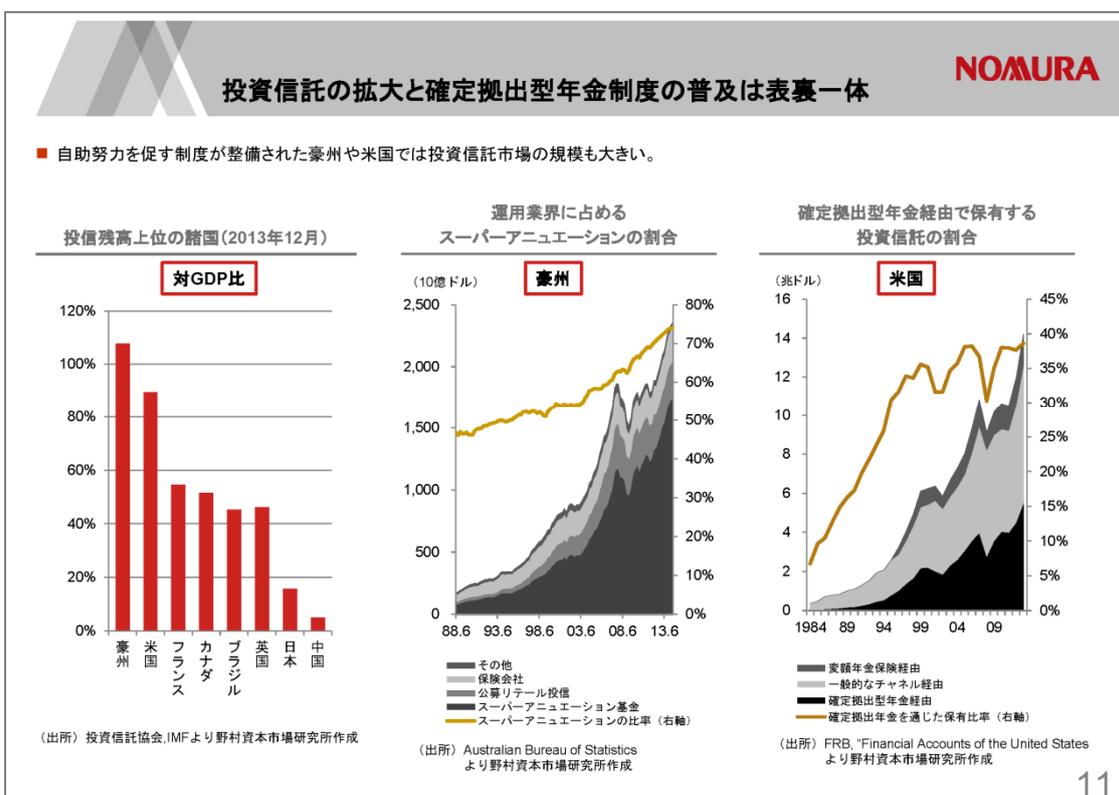
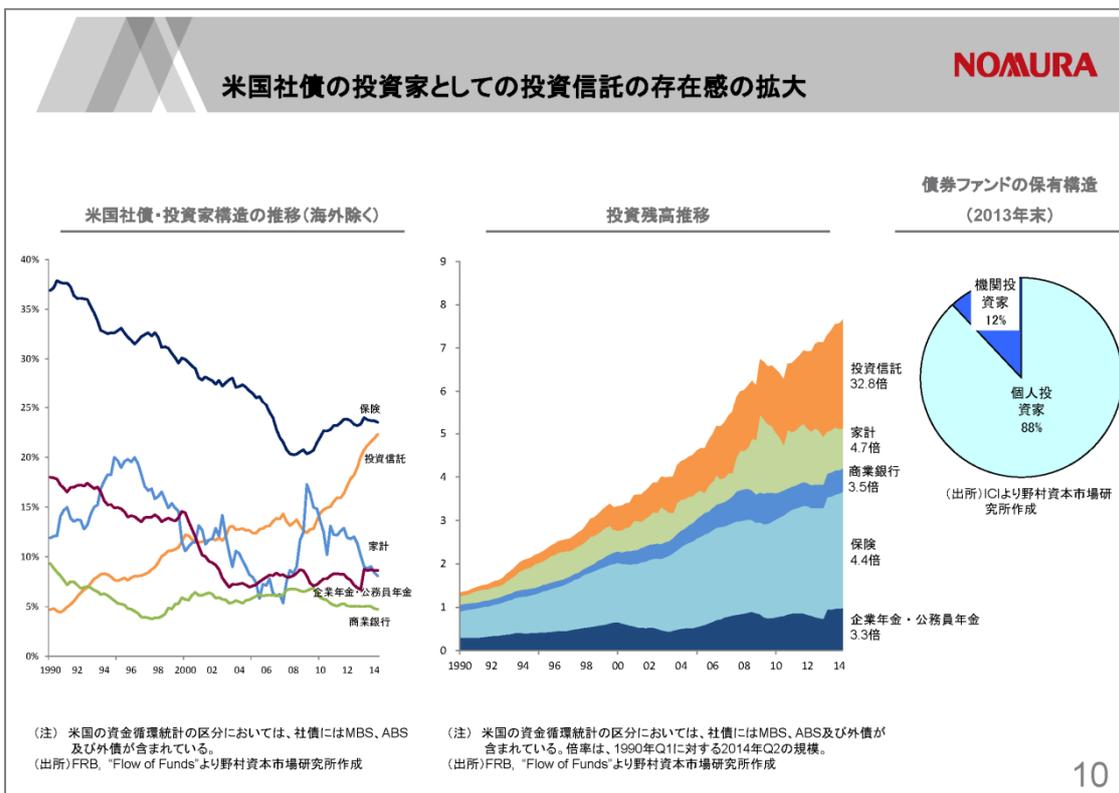
（出所）SIFMA、日本証券業協会、証券保管振替機構より野村資本市場研究所作成

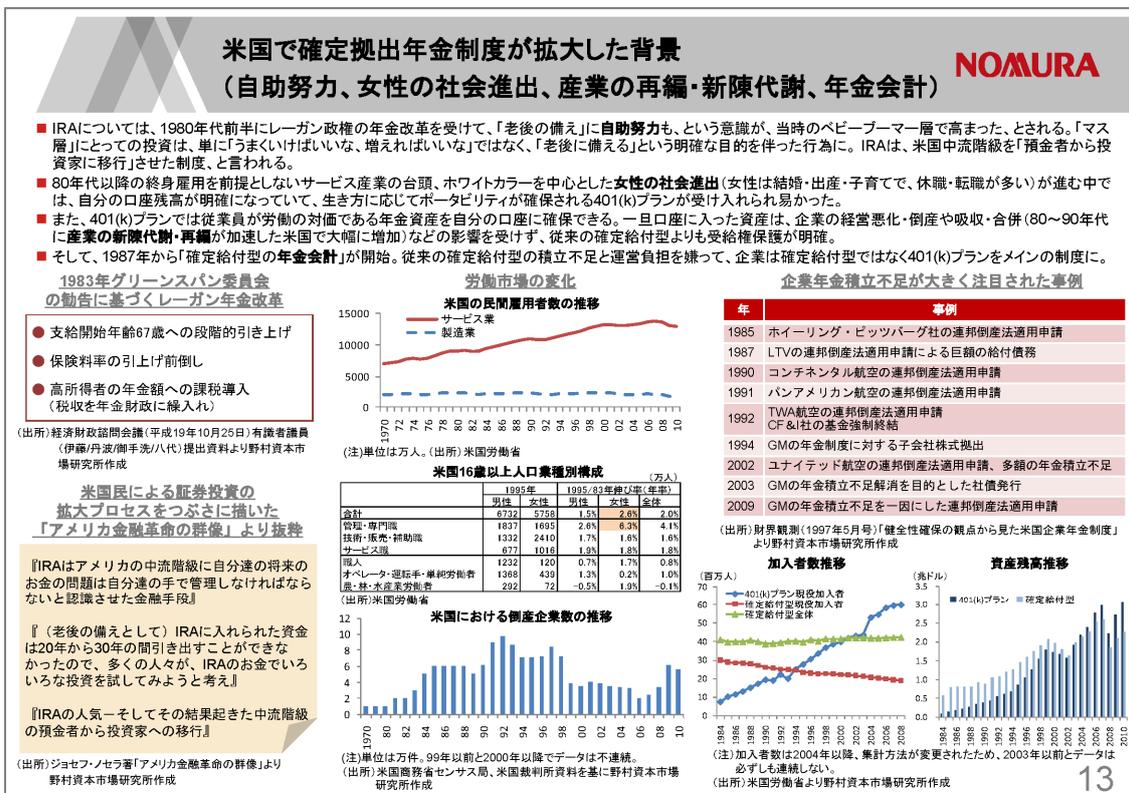
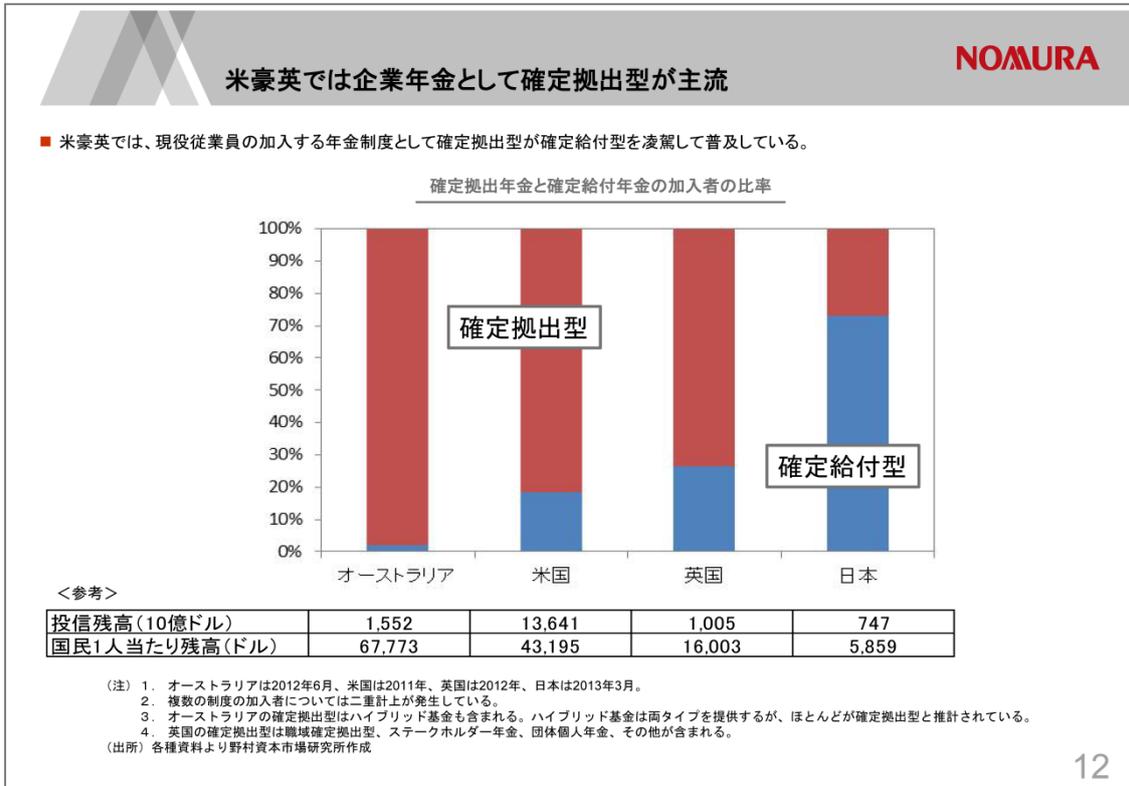
3











NOMURA

豪でスーパーアニュエーションが拡大した背景

構造改革

- 高インフレ・高失業率
- 構造改革の断行
 - ✓ 貿易自由化
 - ✓ 金融制度改革
- ✓ 財政再建
- ✓ 民営化
- ✓ 労働市場改革

スーパーアニュエーション制度の確立

- ✓ 労働組合は賃金引き上げ要求を抑制。代わりに、スーパーアニュエーションへの雇用主拠出
- ✓ 間接金融から市場金融へのシフト
- ✓ 自助努力・私的年金による老後の備えの必要性
- ✓ 個人株主の増加、株式保有の裾野拡大
- ✓ 労使関係の集団から個へのシフト

- ✓ 強制拠出制度の導入
- ✓ ファイナンシャル・アドバイザーによる支援
- ✓ 「ツイン・ピラー政策」
- ✓ スーパーアニュエーションを通じたリスク資産投資
- ✓ 加入基金に対する個人の選択権

強制加入の私的年金・確定拠出型であるスーパーアニュエーション

(出所) 野村亜紀子「オーストラリアのスーパーアニュエーション—1.6兆豪ドルの私的年金の示唆—」『財界観測』2013.10より野村資本市場研究所作成

14

NOMURA

NISAの普及の重要性

- 日本のNISAの総口座数・総買付額は1年間で着実に伸びたが、若年層への普及が課題。
- イギリスで1999年に導入されたISAは着実に普及し、2008年には制度が恒久化。

日本のNISA口座の開設数・利用状況

時点	総買付額 (億円)	総口座数 (万口座)
1月時点	650	10,034
3月末時点	727	15,631

(出所) 金融庁資料より野村資本市場研究所作成

口座保有者の年代別構成比率(日英比較)

日本

20歳代	8.2%
30歳代	13.2%
40歳代	16.8%
50歳代	28.2%
60歳代	22.2%
70歳代	8.0%
80歳以上	3.5%

イギリス

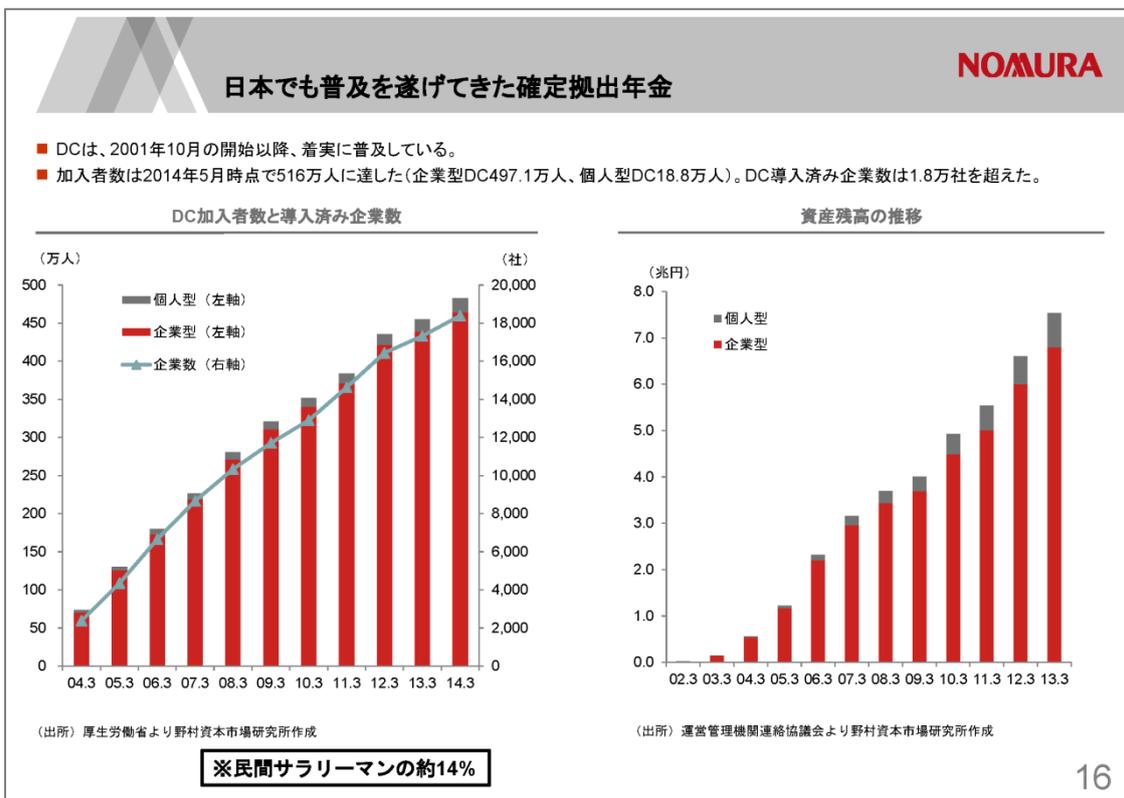
25歳未満	8%
25~34歳	16%
35~44歳	17%
45~54歳	19%
55~64歳	17%
65歳以上	23%

(出所) 金融庁資料、英国歳入関税庁(HMRC)資料より野村資本市場研究所作成

イギリス株式型ISA残高の時価推移

(出所) 英国歳入関税庁(HMRC)資料より野村資本市場研究所作成

15



さらなる確定拠出年金普及のために求められる制度改革



項目	課題	影響	制度改革案
拠出関連	<ul style="list-style-type: none"> ・ 拠出限度額が低い。(注) > 企業型: 他の企業年金なしだと月額5.1万円、ありだと2.55万円。 > 個人型: 自営業者等は6.8万円、企業年金のない従業員は2.3万円。 ・ 企業型DCの加入者拠出(マッチング拠出)は企業拠出以下と制約されている。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 企業がDBとDCを組み合わせる、あるいは、DCのみで自社の年金制度を設計しようとしても、DCの拠出限度額が低いために困難。 ・ 自助努力を制限し、多額の企業拠出が難しい中小企業等の従業員に対し不公平。 ・ 所得が必ずしも一定でない個人が、特定の年に多額の拠出を行いたくても不可。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 拠出限度額の引き上げ。 ・ 「生涯拠出限度額」の考え方の導入。 ・ 「企業拠出以下」という制約の撤廃。
加入対象者	<ul style="list-style-type: none"> ・ 個人型DCの加入対象者に制約があり、以下は加入不可。 > DBあり・企業型DCなしの従業員 > 公務員 > 第3号被保険者 > 60歳以上の人々(一部を除く) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 自助努力の阻害要因になっている。 ・ 制度を複雑化させている。 ・ 資産移換しても「塩漬けになる」という事態を引き起こしており、真のポータビリティ確立を損なっている。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 加入対象者の制約撤廃。
中途引出	<ul style="list-style-type: none"> ・ 60歳未満での引き出し(中途引出)が極めて厳格に制限されている。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 困窮時などの引出も不可で、企業にとっても個人にとっても利用しづらい。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「困窮時引出」の導入。
特別法人税	<ul style="list-style-type: none"> ・ 特別法人税の凍結期限が2017年3月で切れる。(DBと共通の課題) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 年金資産の充実を阻害。運用利回りがマイナスとなりうる中、残高に対する課税は過度に厳しい。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 特別法人税の撤廃。
運用指図	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資産の6割が元本確保型商品に入れている。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 加入者が長期分散投資を実践できておらず、十分な退職資産形成につながらない可能性がある。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 年金運用型商品の導入。 ・ 投資アドバイスの導入。 ・ 商品除外を実質可能にする。

(注) 2014年に企業型DCの限度額はそれぞれ5.5万円、2.75万円に引き上げられる予定。
 (出所) 野村資本市場研究所

17



海外における金融リテラシーへの取り組み： 米、英、豪の国家戦略レベルでの取り組み



■ 米国、英国、オーストラリアでは、国家戦略として、義務教育・高等学校段階も含めた金融リテラシー／金融ケイパビリティ向上のための施策を実施。

米国	英国	オーストラリア
<ul style="list-style-type: none"> ◆ 2003年、「金融リテラシー教育改善法」により、FLEC(金融リテラシー教育委員会)を設置。20以上の省庁により構成される。 ◆ FLECは、ウェブサイト MyMoney.govを開発。連邦政府の金融教育のためのワンストップ・サイト。ホットライン1-888-My Moneyも設置。 ◆ MyMoney.govに、Youthのページ(子供・若者向けの金融に関するゲーム、ウェブサイトなどのリンク)、Teachers & Educatorsのページ(教員向けの金融教育に関するウェブサイトへのリンク)を掲載。 ◆ オバマ政権は2013年6月25日、「若年層の金融ケイパビリティに関する大統領諮問会議」を財務省内に設置する大統領命令を発出。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 「2010年金融サービス法」により、公衆の金融事情等の理解向上のための機関として消費者金融教育団体を設立。2011年にMAS(Money Advice Service)に改称。 ◆ MASは、オンライン、電話・対面により、ライフイベントやマネー・トピック、資産管理方法等について情報発信・啓蒙。学生向けにLeaving school or collegeコーナー(銀行口座選び、借入、学生としての資産管理等)を掲載。 ◆ 2013年2月、政府は教育課程見直しの枠組みに関する提案書を公表。数学、Citizenship科目において金融教育の具体的内容が学校カリキュラムに初めて盛り込まれる。最終案は9月に公表予定で、2014年9月からの実施を目指す。 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 金融規制当局である、オーストラリア証券投資委員会(ASIC)が、2011年に「国家金融リテラシー戦略」を公表。全オーストラリア国民に対し学校、職場、高等教育機関、コミュニティを通じて質の良い金融リテラシー教育を提供することなどを旨とする。2013年現在、戦略のレビュー中。 ◆ その一環で、ウェブサイトMoney Smartを提供。資金管理、借入、リタイアメント、投資、金融詐欺などについて情報提供。 ◆ ライフイベント別のページで25歳以下向けのコーナーを設置。クレジットカード、オンライン・バンキング等に関する情報のページ、Educatorsのページ(教員向けのガイド等)を掲載。

18



海外における金融リテラシーへの取り組み： 米、英、豪の国家戦略レベルでの取り組み



本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

19

リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成

金融庁総務企画局参事官
齋藤 通雄

二つの論点

- ① 「リスクマネー」とは？
- ② 単に供給するだけでない、「資金循環の形成」

リスクマネーについての視点

① どのようなリスクか

- ・ 信用リスク
- ・ 期間リスク

② リスクを取れるのは誰か

リスク 低	民間金融機関
	年金
	政府系金融機関
	個人、投信
↑	
↓	
高	PEファンド、官民ファンド、ベンチャーキャピタル

2

政策対応

- モニタリング基本方針(事業性評価に基づく融資の促進等)
- クラウドファンディング
- NISA
- 金融経済教育
- 投資信託・投資運用業の見直し

3

資金循環を形成するには

○ 供給された資金が収益を得て還元され、再投資を生む必要

➡ 投資対象事業の収益性がポイント

4

政策対応

（成長戦略）

- コーポレートガバナンス・コード
- JPX日経400

5

今後の課題

ヒトの問題

- 意識改革
- 人材

第5回 東大・設研シンポジウム 平成26年11月21日
「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」パネルディスカッション



財団法人 日本政策投資銀行
執行役員 経営企画部長 地下 誠二

- 大規模なリスクマネーの必要性
 - ・産業再編、インバウンド、エネルギー
- 将来的なあるべき姿としては、金融資本市場を媒介として個人レベルにリスク・リターンが分散化する方向を志向
 - ・与信集中問題はDBJとしても実感
- 一方で、我が国資金循環は預金、国債という安全資産がメインロード
 - ・個人の金融リテラシー向上や、NISAなどエントリー商品の充実も長期的課題
- 現実的には間接金融が主導しつつ、将来的な市場形成に向けた努力が必要ではないか
- **間接金融と直接金融の橋渡し、もしくは新たな協働関係が必要**
 - ※DBJが果たしたい役割
- ファイデューシャリー・デューティーとの整合性や個人投資家保護ルールとの関係性
- **プロ向け市場、適格機関投資家間のプロルールの充実も必要ではないか**

4. 3 座長・パネリストのご略歴

●座長

植田 和男 氏

東京大学大学院経済学研究科教授

1974年東京大学理学部卒業、1980年マサチューセッツ工科大学博士課程修了（Ph.D.）。ブリティッシュコロンビア大学経済学部助教授、大阪大学経済学部助教授、東京大学経済学部助教授、同教授を経て、2005年4月より東京大学大学院経済学研究科教授（現職。2005年10月～2007年9月は経済学研究科長、経済学部長）。この間、大蔵省財政金融研究所主任研究官、日本銀行政策委員会審議委員（1998年4月～2005年4月）、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）運用委員長を務める。

主な著書：『国際マクロ経済学と日本経済－開放経済体系の理論と実証』（1983）、『ゼロ金利との闘い－日銀の金融政策を総括する』（2005）など。

●パネリスト

井淵 正彦 氏

㈱野村資本市場研究所執行役員

1986年横浜国立大学経済学部卒業、シドニー大学経営・公共政策大学院留学（経営学修士）などを経て、1991年野村総合研究所入社。同資本市場研究部アセットマネジメント研究室長、野村証券グループ本部経営企画部次長、野村資本市場研究所研究部長などを経て、2011年4月より現職。2008年より関西学院大学商学部客員教授。

主な共著書：『総解説 米国の投資信託』（2008）、『日本の優先課題』（2000）など。

池谷 光司 氏

㈱三菱東京UFJ銀行常務執行役員

1981年慶應義塾大学経済学部卒業、三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）入行、虎ノ門支店。1988年コロンビア大学経営大学院修了（MBA）。2006年三菱東京UFJ銀行営業第一本部営業第三部部長。以後、企業審査部長、執行役員企業審査部長、執行役員企業審査部長兼中小企業金融円滑化室室長（特命担当）、常務執行役員大阪営業本部長、常務執行役員（企業審査部・融資部・審査部・CIB審査部担当）を経て、2014年5月より常務執行役員（営業第一本部長）。

齋藤 通雄 氏

金融庁総務企画局参事官（総合政策担当）

1987年東京大学法学部卒業、大蔵省（現財務省）入省。内閣官房郵政民営化準備室企画官、財務省大臣官房総合政策調整室長、主計局調査課長、理財局国債業務課長、同局国債企画課長などを経て、2013年6月金融庁総務企画局市場課長。2014年7月より現職。

柳川 範之 氏

東京大学大学院経済学研究科教授

1988年慶應義塾大学経済学部卒業、1993年東京大学大学院経済学研究科博士課程修了（経済学博士）。慶應義塾大学経済学部専任講師、東京大学大学院経済学研究科助教授、同准教授を経て、2011年12月より現職。

主な著書：『会社法の経済学』（1998、共著）、『契約と組織の経済学』（2000）、『法と企業行動の経済分析』（2006）、『ビジネスゲームセオリー 経営戦略をゲーム理論で考える』（2014、共著）など。

地下 誠二 氏

(株)日本政策投資銀行執行役員経営企画部長

1986年東京大学法学部卒業、日本開発銀行（現・(株)日本政策投資銀行）入行。2002年内閣府産業再生機構設立準備室、2003年日本政策投資銀行プロジェクトファイナンス部課長。以後、金融企画担当審議役室課長、民営化準備室（兼務）、経営戦略部課長、(株)日本政策投資銀行経営企画部課長、同次長、同担当部長兼特命チーム部長、執行役員（特命担当）兼経営企画部担当部長兼特命チーム部長を経て、2013年6月より現職。

5. 全体プログラム

東大・設研共同主催シンポジウム リスクマネーの供給と日本経済の持続的成長

主催者 東京大学金融教育研究センター、(株)日本政策投資銀行設備投資研究所
 共催者 (一財)統計研究会・金融班、(一財)日本経済研究所
 開催日 2014年11月21日(金)
 場所 大手町フィナンシャルシティサウスタワー3Fカンファレンスセンター

◆◆◆プログラム(敬称略)◆◆◆

【会場:会議室C・D・E】

開場 9:00～
 開会の辞 9:30～9:40 薄井充裕(日本政策投資銀行設備投資研究所長)
 導入セッション 9:40～10:00 事務局(日本政策投資銀行設備投資研究所)

報告セッション 午前の部「マイクロデータに基づく企業行動の実証分析」 座長:花崎正晴(一橋大学大学院商学研究科教授)

10:00～11:00	報告者	岡本弦一郎(日本政策投資銀行設備投資研究所研究員)
	論題	資本構成の維持と満期構成
	討論者	内田交謹(九州大学大学院経済学研究院教授)
11:00～12:00	報告者	小川一夫(大阪大学社会経済研究所教授)
	論題	Productivity, Firm Size, Financial Factors and Exporting Decisions: The Case of Japanese SMEs
	討論者	伊藤恵子(専修大学経済学部教授)

休憩 12:00～13:15

報告セッション 午後の部「アベノミクスと日本経済の諸課題」 座長:福田慎一(東京大学大学院経済学研究科教授)

13:15～14:15	報告者	竹田陽介(上智大学経済学部教授)
	論題	Stock Prices and Policy Uncertainty: Evidence from the Tokyo Stock Exchange, 2008-2014
	討論者	細野薫(学習院大学経済学部教授)
14:15～15:15	報告者	穴山真(日本政策投資銀行設備投資研究所主任研究員兼執行役員業務企画部長)
	論題	「設備投資計画調査」からみる日本経済の課題と金融の役割
	討論者	池尾和人(慶應義塾大学経済学部教授)

休憩 15:15～15:30

【会場:ホール1・2】

開場 15:00～
 ご来賓メッセージ 15:30 細溝清史(金融庁長官)

パネルディスカッション「リスクマネー供給の円滑化に向けた新たな資金循環の形成」

15:35～17:30	座長	植田和男(東京大学大学院経済学研究科教授・金融教育研究センター長)
	パネリスト	井潟正彦(野村資本市場研究所執行役員)
	パネリスト	池谷光司(三菱東京UFJ銀行常務執行役員)
	パネリスト	齋藤通雄(金融庁総務企画局参事官)
	パネリスト	柳川範之(東京大学大学院経済学研究科教授)
	パネリスト	地下誠二(日本政策投資銀行執行役員経営企画部長)

開会の辞 17:30 植田和男(東京大学大学院経済学研究科教授・金融教育研究センター長)

(所属・肩書きはシンポジウム開催時点のもの)