

# “貯蓄から投資へ” 運動への素朴な疑問\*

広 田 真 人

## 要 旨

『貯蓄から投資へ』とは、それ自体は家計の資産選択の話である。即ち、この議論の中では、「貯蓄」とは銀行預金であり、「投資」とは証券投資（株式投資）のことである。

ところで、投資家サイドが銀行預金を取り崩して株式投資を行おうにも企業サイドがエクイティファンナンスを行わねば、株式投資にはならない。ところが、現代の成熟した資本主義社会にあってエクイティファンナンスは極めて少ない。

となると、銀行預金を取り崩した資金が株式投資に向かうルートは流通市場経由しかありえない。ところが流通市場での株式取得は、株主間の“持ち手変換”に過ぎず、企業への新たなCFの移行は100%ゼロである。これが如何なる意味で“企業への応援”になると言えるのか？『貯蓄から投資へ』というスローガンの破綻は明らかである。

尚補足的論点として、流通市場での株式取得が“株価上昇”をもたらす可能性は否定できないかもしれない。しかし、単なる需給バランスの変化による株価上昇はごく短期的にはあり得ても、それ以上となるとバブルそのものでしかあり得ない。

従って、株価上昇が企業のFVの増加をもたらすロジックが示されない限りこの議論は成立しないし、それは<資本コスト低下>促進ルートを持ち出しても説明力をもたないであろう。

## 目 次

- |   |                                  |
|---|----------------------------------|
| I. 問題の所在                                | IV. 「貯蓄から投資へ」が当局のスローガンになっ<br>た理由 |
| II. 資金フローの側面—資金需要者（企業）に如何<br>に寄与するか！—から | V. 結びに代えて                        |
| III. 株価上昇の可能性の側面から                      |                                  |

\* 福田さんと著者とはそのキャリアからしても基本的社会観を異にしていたものの、あの優しいお人柄からいつでも議論の相手となって下さった。その彼の喪失は痛恨の極みである。

## I. 問題の所在

究極の資金供給主体である「家計」から資金不足主体である「事業会社」への資金シフトを仲介するのが、最も分かり易い“金融の役割”<sup>1)</sup>であろう。

日本においては、「家計」の金融資産残高の50%強は銀行預金となり、株式投資は10%弱である。因みに米国にあつては前者が約15%、後者は30%前後となっている<sup>2)</sup>。

そこで日本経済活性化のためには、家計金融資産の<銀行預金から株式投資への資金シフト>が望まれる。例えば、最も分かり易く銀行預金の一部分でも取り崩し株式投資にシフトさせるなら、リスクを取る資金提供者の増加により日本経済は活性化する\_というのが上記命題である。

この“貯蓄から投資へ”のその後の最新形態版が様々なNISAに他ならない。このように、このスローガンは証券業界だけのスローガンではなく、お上(=当局)のお墨付きを十分に背景とする国民的スローガンにまで昇華されている。

ただ、注意せねばならないのは、この問題を<資金供給者(家計)の運用(資産選択)の在り方>として捉えるのではなく、<資金需要者(企業)に如何に寄与するかという調達の在り方>として捉えることの重要性である<sup>3)</sup>。

勿論、前者の視点もそれなりに大切な論点であることを否定するものではないが、経済学的には後者に圧倒的な重要性がある。何故なら、資本制の商品経済にあつて、社会を前進させる動力は家計の資産選択行動などではなく企業の蓄積衝動の側に求められるからである<sup>4)</sup>。

換言すると、前者の視点で株式投資を捉える限り、『株式投資』には資産運用には違いない

ものの、「競馬」・「競艇」・「競輪」いった広義の博打的資産運用と何ら変わる所が認められないのである。勿論「株式流通市場」に対するそうした利用自体は全く自由であるが、そうした目的による株式市場の利用は株式発行企業側のパフォーマンスの良さに投資家が便乗しているだけであつて、当該企業に何らかの寄与をしているとは見なせないのである。

ところが、“貯蓄から投資へ”の議論を鳥瞰すると、少数ながら見られる反対派の議論<sup>5)</sup>を含めて圧倒的多数が前者の視点で議論されており、不思議なことに後者の視点の議論はほとんど見られないのである。

## II. 資金フローの側面——資金需要者(企業)に如何に寄与するか!——から

株式を取得するには、「発行市場ルート」と「流通市場ルート」に分かれるが、「発行市場ルート」は先進資本主義国の成熟企業にあつては僅かであつて、エクイティファイナンスによるものが内部留保を含めた企業の総資金調達額に占める比率は10%未満であり、“自社株消却”が先進資本主義国で広範囲に制度化された1990年以降で見ると、日本を含め驚くべきことに僅かなプラスの段階を通過して今や概ねマイナス<sup>6)</sup>となっている。換言すれば、今や株式市場は企業にとって教科書的に言えば根源的存在理由とも言うべき“資金調達の間”ではなく“内部資金返却の間”へと変質している。

勿論、その原因は、情報の非対称性に基づく『ベッキングオーダーの理論』<sup>7)</sup>といった子洒落た理屈に起因するようなものではなく、現代の成熟した資本主義経済の構造に深く起因する構造的なものである。

従って、株式取得ルートの圧倒的多数は「流通市場ルート」となる他ない。

さて、口にすることさえ憚られるほどの“初歩の初歩”<sup>8)</sup>となるが、株式を「流通市場ルート」で取得しても、それは“持ち手の変換”に過ぎないのであって、“新たな資金供給はゼロ”である。

にも拘わらず、何故企業への応援、即ち活性化に寄与することになるのか？

“貯蓄から投資へ”のスローガンを掲げる論者は、なによりもまずこの問いに答えねばならない義務を負っている！

勿論、流動性の供給にはなり、それは証券会社だけでなく証券取引所や機関投資家を含めて金融機関への手数料収入を介して金融立国日本への寄与とはなるが、事業会社特に株式流通市場において売買対象となっている株式証券の発行主体である当該企業への寄与がもしあるとすれば、それはいかなるロジックによりもたらされるのか？

尚、“持ち手の変換”機能はそれこそ株式流通市場の存在理由の根幹であることはこれも別の意味で“初歩の初歩”ではあるが、ここでその問題を持ち出すのは筋違いもいいたところである。現代の日本にあって、株式の売り手が売ろうにも買い手が見つからず悩んでいるといった“持ち手の変換”の機能障害状況にあるといたら笑われるだけであろう。余計な心配をいただかなくとも株式流通市場に参入を目論んでいる欲の皮の突っ張った投資家及びその予備軍は山ほど待機状態にある。

### Ⅲ. 株価上昇の可能性の側面から

ただ、株式流通市場での株式購入は<事業会

社への資金流入は皆無であっても、当該企業の株価上昇に繋がる>という議論はあるかもしれない。

即ち、投資家が銀行預金を取り崩したお金を証券市場で運用する、分かり易くその投資家が応援したいと思っている企業の株式を流通市場から購入したとしよう。他の条件にして等しければ、株式への需要が増えたわけであるから株価が上がることがある意味自然かもしれない。

仮に、この議論が成立するとすれば、「預金取り崩しの結果としての株式投資」は株価上昇という結果に結実し、それは「株式会社の存在理由の実現そのものに他ならない」<sup>9)</sup>という議論に繋がっていく。

以下、この議論の妥当性を吟味していくが、この議論は三つのルートに分かれることになる。

1) 「応援したい」と思う特定に企業の株式の購入→株価上昇（株式会社の存在理由そのもの）

一見分かり易いストーリーであるが、問題は株価上昇の内容である。

2) 市場に存在する株式一般の購入→株価上昇→株式を所有する投資家の資産評価の増加（資産効果）→新たな需要増加による景気拡大→株価上昇

3) 「流動性の増加」→「流動性プレミアム」の減少→割引率の低下→株価上昇

確かに、流動性に乏しい資産を取得しようとする者は、流動性プレミアムを要求するのは道理であり、その割引率の上昇となり、株価下落をもたらす。

流動性の改善は逆のロジックによって株価上昇を支援するというのも道理である。

しかし、このロジックによれば、バブルの結

## “貯蓄から投資へ”運動への素朴な疑問

果としての流動性の向上であっても、株価上昇を通じて企業価値向上に寄与することになってしまう。

以上のようにどのルートであっても、株価が上昇する可能性は否定出来ない。しかし、問題は“株価上昇”の内容である。アナリスト活動に裏打ちさせた企業価値の増加予想が先にあって、それを反映しての株価上昇の場合とこの前提条件が充足させることのないままの単なる需給関係からの株価上昇とは全く意味が異なり<sup>10)</sup>、後者をバブルという。

ここで株主の短期的利益だけを考えるなら、バブルによるものであってもよいが、企業価値評価は遥かに社会的なものであり、即ちそこで形成された株価を材料として、何等かの「株価評価モデル」を介在させる必要があるものの、投資家の経営者に対する要求収益率が推計されるという「資本コスト（後述）」の議論に繋がるためそうはいかない。

尚、標準的なファイナンス理論にあっては「株価はFVの反映（効率的市場）」という考えてみれば、ばかばかしいほど根拠なき前提があるため、上記命題は顕在化しないが、様々な前提条件に守られた箱庭での議論と現実を一緒にすることは許されない。

即ち、株価がFVより低位に放置されているか、ないしは根拠あるFVの増加期待を反映した株価上昇であること\_\_この条件の充足が極めて重要であり、この条件の充足が無いままの預金取り崩しに基づく株式流通市場への資金流入はバブルに過ぎない。

勿論、企業のFVとは企業の将来の収益獲得能力に基づくものであることから、抽象的概念は示せても、現時点では誰もがその姿を客観的に目に見える形で示せるものではなく、従って

その予想値のレンジたるやたいへん大雑把なものでしかない。しかしだからこそ、正解の100%存在しない将来収益の推定値を全員で推計すべくマーケットがあり、そこで得られた推計値を投資家全体の合意とするという装置こそがマーケットという建付となっている。従って、「株価上昇」即ち企業への評価の増加が企業価値そのものの上昇に繋がる道筋が示さなれない限り、それはたとえ株価上昇があっても企業を応援することにはならないし、このロジックの構築は容易ではないであろう。

つまり、株価上昇即企業価値向上ではなく、株価上昇の原因が大切であって、同じ意味で、<流通市場での株式の取得→需給バランスに基づく株価上昇→企業価値増加に寄与>というロジックの破綻は明らかである。即ち、<企業価値の向上→株価上昇>とその逆とは全く意味が異なる。

ここで、<株価上昇が株主ではなく企業自体にいかなる意味で寄与するか>を改めて整理しておこう<sup>11)</sup>。今までの議論から、株価の上昇と言っても企業自体の将来収益獲得能力の増加（予想）の裏付けを伴わない限りバブルと評価されても仕方なく意味がないことを述べてきたが、逆に株価の上昇が企業価値上昇への影響を与える場合があるとすれば、それは株価上昇が「資本コストの低下」を導いた場合ということになる。

一見循環論法のように見えかねないが、この思考経路の場合であっても、アナリスト活動に導かれた結果としての需要増加の結果としての株価上昇でなければ、「資本コストの低下」に繋げてはいけないことは自明であろう。

ということで、実はもう一つ第4のルートが考えられる。

4) 需給関係の改善からの株価上昇→資本コスト低下→より期待収益の低い事業への参入を資金提供者が認可

このルートは、株価が概ねであってもFVを反映している限り意味があるが、“貯蓄から投資へ”の世界の中で、「資本コスト」を巡る議論はみたことがない。

#### IV. 「貯蓄から投資へ」が当局のスローガンになった理由

I～IIIの議論で明らかになったように、流通市場での株式の取得は“株式の持ち手の変更”に過ぎず、それが“企業の応援になる”といったロジックが成立するはずがない。

ここで、にも拘らず、このスローガンが継承されている理由を考えると、確かに“株式の持ち手の変更”に過ぎずとも、当局から見ると、それが意味あるものとなる可能性は幾つか考えられる。

1) 「株式持合い」株式の受け皿を「海外投資家」から「家計」へ

「株式持合い」の崩壊により持合株式時代の株式の持ち手であった法人企業は上場株式を手放すことになるが、その受け皿となったのが、90年代以降持株比率を5%から30%へと飛躍的に拡大させてきた海外投資家と想定される。

この海外投資の行動にはそれ自体で大変興味深いものがあり、彼らが受け皿となったか否かも論理的・実証的に検証されねばならない課題であるが、一見数字的パズルとしてはありそうに見える。もし、この推論が成立するとすれば、当局が受け皿となるべきは逃げ足の早さで定評のある海外投資家であるよりその役割を国内の家計に期待することはありうることのように

に思われる。

2) 日本経済の“金融立国化”の推進

“金融立国化”とは、企業の資金調達とは100%無縁であっても、世界中の余剰資金を日本に集めてきて金融証券売買を行わせ、そこから挙がる手数料で今後の日本経済を支えようというシンガポールや英国流の国民経済振興策である。

かつての「ものづくり大国日本」が今やそこまで追い込まれているか否かについては実証的検証が必要であろうが、仮に追い込まれていないとしても、日本経済活性化の補助手段としての金融立国化は必ずしも否定される必要はないともいえよう。ただし、“金融立国化”とは金融証券による事業会社への応援ではなく、金融手数料そのものを目的とする経済活動、即ち日本経済のカジノ化を意味することに腹をくくっておく必要がある。

[補足]

『貯蓄から投資へ』と『間接金融から直接金融へ』の関連

論者によれば、この問題はその本質において同じことの別表現でしかない\_\_という人もいるようである<sup>12)</sup>。

もしそうであるなら『貯蓄から投資へ』への評価はより容易になる。

何故なら、そもそも『間接金融対直接金融』の議論は内部金融に属する内部留保を当初から除外し、外部金融の中を「エクイティファイナンス」・「社債発行」・「銀行借り入れ」に分けた上で前2者を直接金融、後者を間接金融と名付けたものである。

企業の資金調達に占める内部留保のウエイトは近年極めて大きいため、当初から内部留保を外した議論となっている間接金融・直接金融比

“貯蓄から投資へ”運動への素朴な疑問

率の問題は、直接金融（エクイティファイナンス+社債発行）のウエイトがどうなろうとたいした問題とはならない

間接金融・直接金融とは、マクロの資金供給主体である家計セクターと資金不足主体である企業セクターとの間の資金の流れの問題であることから、企業セクター内部での資金の流れである内部留保は議論の対象にならない。

因みに、両者の本質的差異とは、資金供給を受けた企業セクターが反対給付として発行する「借用証書」を供給主体である家計が直接受け取るか、仲介する金融セクターの発行する「借用証書」を受け取り、結果的には企業セクターの「借用証書」を間接的に受け取るようになるかの違いである。

加えて、『間接金融対直接金融』という視点は、100%資金供給ルートの問題に限定されるため、“企業評価”の問題を考慮する必要がない、即ち“株価上昇”の側面を外すことになるからである。

## V. 結びに代えて

著者は、今まで公開された幾つかの論稿の中で、今回のテーマについても触れてきたわけであるが、“貯蓄から投資へ”について正面から取り上げるのは初めてである。

メインとなるメッセージは極めてシンプルであって、＜流通市場での株式取得は当該企業への新たな資金供給を唯の一銭たりとももたらさない＞ことに尽きるのであって、株価上昇云々はおまけの論点に過ぎない。

それにしても不思議なのは、こうしたシンプルな議論に言及した論稿が、特にアカデミズムの中に見られないことである。証券・金融業界

のリサーチセクターでの議論が無いのは、彼らが“貯蓄から投資へ”運動によって利益を確実に享受する側にある以上当然のことと了解出来るが、アカデミズムにあっても見られないのは何故であろうか？<sup>13)</sup>

本稿ではここまで、FV（予想）の変化が先行して、それを反映する形で株価が変化するという立場から議論してきたが、反対側の立場、即ち単なる需給バランスからであってもよいかから株価の変化が先行してFVの変化を誘引するという議論（例えば「ストックオプション」のように、経営者・賃労働者を問わず就労者のインセンティブを介して企業活動を活性化する）もあるかも知れない。ただこの二つの議論のどちらに賛同者が多いかを想像してみると、少なくとも後者が圧倒的に多いとは想像し難い。ところが、「貯蓄から投資への議論」を正面から後者の立場で展開した議論を寡聞にしてみたことがない。このギャップは何を示すのか？話は振出に戻ってしまう。

ただ「株価がFVを引っ張る」という後者の議論の可能性については整理不十分なため次の課題としたい。

### 注

- 1) “金融の役割”としては、ここで展開された同時点間での資金余剰主体から資金不足主体への移転機能の他、②現在と将来の所得（富）の交換機能、③黒字主体が赤字主体に資金供給をする際、相手が信用に値するか否かの審査が不可欠であるが、プロでない黒字主体が自らその役割を行うためのコストは膨大であることから、金融機関によるプロとして審査代行機能<sub>等</sub>がある。
- 2) 本来データソースを示すべきかとも思うかもしれないが、ファイナンス関係者にとっては余りに周知の事項と思われことから本稿では省略することにする。
- 3) 例えば、祝迫 [2017] も「貯蓄から投資へ」を論じてはいるが、「証券アナリストジャーナル (May,2017)」の特集企画（これからの家計の資産運用—「貯蓄から投資へ」の実現する条件—）の一部として執筆されたものであり、＜家計の銀行預金を証券投資へ＞といった論点から書かれたものではなく、日本の少子高齢化の進行に伴う家計貯蓄の減少をそれを相殺する形で進行する企業貯

蓄の増加と絡めてマクロ経済上の貯蓄と投資を論じたものである。従って、こうした論点も「貯蓄から投資へ」を巡る論点の一つではあるが、本稿とはその論点を異にしている。

- 4) この命題及びその背後にある“下部構造と上部構造”という命題は、1960年代に中学・高校時代（大学時代ではない）を過ごした団塊第一世代である私共にとっては、その後50数年を経た現在にあっては多かれ少なかれ社会観の基礎として受け継がれている。

そのことは、「マーケットで決定された株価から、株価評価モデルの助けを借りながら推定された資金提供者の要求利回り（即ち資本コスト）を経営者に伝えることこそ株式市場の最大の役割」といったあたかも新新古典派べったりのマーケット信頼型のようなファイナンス論を振り回しているかに見えるかもしれない著者にとっても社会観のコアとなっている面は否定できない。

こういう視点に立脚すると、「神経経済学（会計学）」とまで称し脳神経学まで持ち出して人間行動まで経済学（会計学）の考察対象とする「行動経済学」、いや実は彼らの反乱の元になっている極めて機械的な人間行動感を前提として議論を組み立てている新古典派の社会観を含めて違和感を禁じ得ないものがある。

- 5) 例えば、小幡 [2015] は、「貯蓄から投資へ」を正面から議論している希少な例外であるが、そこには「銀行への貯蓄が悪いのではなくその使い方の問題である」といった議論はあっても、本稿のような「資金フロー」の観点（本稿のⅡ）はいささかも見られない。

- 6) エクイティファイナンスの寄与がマイナスとなったのは、確かに自社株消却のためであるが、自社株消却が認められる前からエクイティファイナンスの寄与が概ね10%未満と低かったことは確認しておかねばならない。例えば、Jenny Corbett and Tim Jenkinson, [1997] 等を参照。日本は、太田 [2017]「図表11」参照。

勿論、Apple, Amazon, Facebookといった今をときめく米国の巨大時価総額を誇るスター企業達が誕生する過程においてIPOが果たした役割は巨大であったことは事実であり、それを思うとベンチャー企業を世に出すために果たした発行市場の役割はもって評価されるべきかもしれない。しかし、それは現時点で振り返って結果的に言えることであって、彼らの成功の陰で消えて行ったベンチャー企業数は途方もなく大きい。それを思うと、圧倒的多数を占める低所得高齢者のなげなしの銀行預金を成功確率の極度に低いベンチャー企業に誘導すべきかどうか、答えは明らかであろう。

- 7) 最近あまり見かけないものの、このベッキングオーダーの議論は、エクイティファイナンスの一見驚くべき少なさを解釈する代表的議論のような評価もあったが、もしこの議論が正しければ、どの国民経済・どの時代にあってもエクイティファイナンス（正確に言えば、株主割当時価未満発行増資を除く公募時価発行増資を指す）などを行う企業は存在しないはずである。歴史的事実を見れば、少ないながらもエクイティファイナンスは常に一定量存在したし、特に内部留保の蓄積の少ない発展途上のベンチャー企業や長年に渡って収益性に構造的問題を内包している中小企業においてはエクイティファイナ

ンスへの期待が少なくないことは知られている。このような現象は日本のような先進国内部においてみられると共に、グローバルな世界において圧倒的多数を占める発展途上国において普遍的にみられる現象である。こうした現実をベッキングオーダーの議論は説明できるのであるだろうか？

- 8) しかし、「貯蓄から投資へ」を巡る文献をみると、不思議なことにこの初歩的認識が理解されていないのではないかと疑わざるを得ない見解が少なく無いことを確認しておく必要がある。

例えば、鈴木 [2010] には、「国民が家計貯蓄で株を購入していれば、企業に資金調達をさせたことになりまから、これも、大半が設備投資にまわることになります」という記述があるが、この「株の購入」が発行市場経由であれば問題ないが、その可能性は極めて低く、流通市場経由の意味であれば、明らかな誤りとなる。

日経 STOCK リーグ紹介 [2013] では、日経 STOCK リーグ13回目に2013年の高校の部で最優秀賞を得たお茶の水女子大付属高校の5人組の「未来への鍵を握るニッチ産業—女子高生の考える理想の企業—」というレポートが紹介されている。

彼女達は人口減で日本の総需要が縮小していく中、「社会の隙間」から日本を良くするニッチ産業に注目、独創性、将来性を兼ね備え、社会の細かいニーズに応える企業19社を選んでポートフォリオ作っている。具体的には、コンビニにランチを買う時に通過した自動ドアセンサー大手のオプテックス (6914)、プロジェクターの反射鏡で国内シェアトップの岡本硝子 (7746)、海外旅行者に病院を紹介する日本エマージェンシーアシスタンス (6063) 等であり、その目の付け所はたいへん素晴らしいと評価出来る。

ただし最大の問題点は、彼女達がこうした19社を流通市場で購入することでこうした企業を応援出来ると信じ切っていることにある。これは彼女達の問題というより指導者達の問題というべきかと思われるが、肝心の出発点が間違っており、そこがたいへん残念でならない。

澤上 [2015] によれば、「1,600兆円ともいわれる日本の個人金融資産の半分以上は預貯金、仮にそのうちの1%でも企業に投資されるなら、それは日本経済を応援するとても大きな力になります」との記述がある。この投資の形態は実質的に流通市場での取得しかありえないが、だとすれば批判されるべき典型例ということになる。

- 9) <株式会社は100%株主の所有物>という大原則からみれば、例え、バブルの結果であったとしても、株価上昇により所有者（主人）である株主の富が増加すれば、それで十分株式会社としての役割を果たしたことになる\_\_という評価もありそうに見える。

- 10) ただし、FVの増加予想に裏打ちされた株価上昇である否かは、誰も実証不可能である。FVの増加と言ってもそれは無限の将来に渡る企業の収益獲得能力のことであり、将来のことは現時点では誰もそれを判断することは出来ない。従ってこの議論は抽象度の高い議論に甘んじざるを得ないという限界を内蔵している。

ただし、そうした限界は持ちながらも、この議論自体は合理的ロジックの基づく展開となっており、「バブルか

## “貯蓄から投資へ”運動への素朴な疑問

否かの客観的判断は不可能」といった不可知論に逃げ込むべきではないだろう。

- 11) この際、株価上昇が「負債」による資金調達を有利にするという議論についても検討しておこう。具体的に言えば、株価が高い方が「信用格付け」を有利にするという見方も世間には幅広く流布されているし、現実的にもクレジットアナリストは株価の状態を「信用格付け」の規定要因の一つと見なしているようである。

しかし、理論的に言えば、株主と債権者とは全く立場を異にし、債権者にとって株価上昇は何のメリットももたらさない。債券者にとって関心があるのは満期時の元本の償還と事前に約束された定期的なクーポンの受領であり、それ以外のものに関心はない。確かに株価の大幅下落はデフォルト確率を高めるシグナルとなることから重大な関心を持つであろうが、少々の株価変動、特に株価上昇が先の二要因に影響するはずもなく、ここが債権者と株主との決定的相違点であって、ここに着目するなら、株価の少々の変動特に上昇と債権者の利害とは無関係とみなしうる。

- 12) 例えば、高橋 [2017]、滝本 [2008] 等を参照。

滝本 [2008] によれば、「誰が資源の最適配分を正しく決定できるか」と問い、銀行や官僚が的確な判断をするとは限らない、ことからバブル崩壊以降、その決定は市場によるべきとの考え方が主導的となったと指摘する。

「金融・資本市場においては、一定の約束をして投資家から資金を調達する者は、その約束を正確かつ完全な情報として市場にさらし、投資家は多くの資金調達者の情報を正しく評価し、最も収益性が高いと思う約束と資金調達者に投資し、そこでリスク移転が行われる」とする。ところがサブプライム問題から、金融・資本市場が信頼を失墜してしまった状態にあるが、だからと言って「投資から貯蓄へ」という逆ハンドルを切るべきではない、という。

このロジックは必ずしも明快ではないが、少なくとも、「金融・資本市場において投資家から資金を調達する」としながら、発行市場が機能していない現実を踏まえた議論とはなっていないし、市場による資源の最適配分といってもその際のコアとなる「資本コスト」の議論も全く見られず、要するに説得力ある議論となっていない。

- 13) 学会・実務界とはやや視点を異にするが、当局（行政）の側からのこの問題への言及は幾つかあり、金融庁・金融審議会のWGないし分科会での議論を金融庁のHPから覗くことが出来る。

例えば、『『新規・成長企業へのリスクマネー供給』の在り方等に関するWG [2013]』や『我が国金融業の中長期的な在り方に関するWG [2011]』の審議記録をHPから見ると、<IPOの促進><グリーンシートの改善><ベンチャーキャピタル><SPOにおける開示制度の見直し>といった課題の提示が並び、その手段として<クラウドファンディング><ライツ・オフリング>といった様々な当時あっては新しい“発行市場強化策”が行政の側でも検討されている様子が垣間見れる。

ただ、上記の論点提示からも分かるように、彼等の主要な論点はベンチャー企業向けの資金調達機能強化策即ちマクロ経済にとっては“端っこ（辺境）”の論点に過ぎないのであって、本稿が焦点としているマクロ経済の主役である成熟大企業の資金調達問題を取り扱ったものとはとうてい言えない。換言すれば、圧倒的多数を占める高齢者を軸とする小口預金者の預金をシフトさせうる対象とは本質的に異なるのである。

尚、「我が国金融・資本市場の国際化に関するSG [2007]」第2回会合議事録の中前参考人の見解は例外的に本稿に近い。

## 参 考 文 献

- 祝迫得夫 [2017]「超高齢化時代を迎えた日本の家計の貯蓄と資産選択」（証券アナリストジャーナル、55(5)pp 6-14）
- 太田珠美 [2017]「2016年度の企業の資金調達動向」（大和総研レポート、6月1日）
- 小幡績 [2015]、『円高・デフレが日本を救う』デイスカパー携書
- 澤上篤人 [2015]「長期投資がもたらす明るい未来」（「+YOU ニッポン応援全国キャラバンセミナー」：2015年3月28日、高松市）
- 鈴木亘 [2010]、『財政危機と社会保障』講談社現代新書
- 高橋元 [2017]『おカネとどう向き合うか』（金融財政事情研究会）
- 滝本豊水 [2008]「投資から貯蓄へ？」（証券アナリストジャーナル、46 (11・12) pp107-109）
- 日経STOCKリーグ紹介 [2013]「日経STOCKリーグ学生優秀論文に見る銘柄選び」（日経ヴェリタス、2013.4.14）
- Jenny Corbett and Tim Jenkinson, [1997], “How is Investment financed? A Study of Germany, Japan, The United Kingdom and The United States”, *The Manchester School Supplement*, table 1
- (中央大学ビジネススクール非常勤講師)