

〔論 文〕

資産形成の視点から見た日本の金融システム改革

——「日本版ビッグバン」から20年の道程を考える（その1）——

王 凌

論文要旨

本論文は、日本の長期にわたる金融システムに関する政策転換を踏まえながら、資産形成の視点から、日本の金融システム改革における新たな展開を考察することを目的としている。資産形成をめぐる制度的な要因に焦点を当てるアプローチを用いて、日本における資産形成に関する制度設計のあり方を分析し、その新たな傾向及び今後の課題について考察する。

Abstract

The purpose of this paper is to review recent developments in Japan's financial system reform from the perspective of asset building, taking into account the long-term policy transformation of the Japanese financial system. Focusing on institutional factors related to asset building, this paper analyzes institutional design for asset building in Japan, examines its new trends, and discusses issues and challenges for the future.

I はじめに

1990年代初期のバブル崩壊に伴って、日本の銀行部門は不良債権問題に苦しみ、本来果たすべき金融仲介機能が著しく低下し、その結果、日本の金融システムが機能不全に陥っていた(Hoshi and Kashyap, 1999, 2004)。金融システムの健全な発展を図るため、バブル崩壊以降、日本では、様々な制度改革が実施されてきた。そのうち、とりわけ日本の金融システムに大きな影響を与えてきたのは「日本版ビッグバン」であると言えるであろう¹⁾。

1996年には、橋本政権が2001年までに東京市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場にすることを目標として、「日本版ビッグバン」——金融分野全般にわたる規制緩和と改革を推進した²⁾。2001年発足した小泉政権も、「日本版ビッグバン」の目標を継承し、「貯蓄から投資へ」とのスローガンの下で財政投融资制度改革や証券優遇税制の導入等、多くの施策が行われた。

1) 1986年にイギリス(サッチャー政権)で実施された金融市場・証券制度改革が「ビッグバン(Big Bang)」と呼ばれたことに因んで、「日本版ビッグバン」と名付けられた。

2) 「日本版ビッグバン」のスローガンは、「フリー」(市場原理が働く自由な市場)、「フェア」(透明で信頼できる市場)、「グローバル」(国際的で時代を先取りする市場)である。その代表的な施策として、(1)銀行における投資信託、保険商品の窓口販売(窓販)の解禁、(2)株式売買委託手数料の完全自由化、(3)インターネット証券会社の新規参入、(4)異業種からの銀行参入、(5)金融持株会社の解禁、(6)資産担保証券(ABS)など債権等の流動化、(7)会計制度改革(時価会計等の導入)、(8)ディスクロージャー制度の整備・拡充等が挙げられる。

後に詳述するが、「日本版ビッグバン」も、「貯蓄から投資へ」も、金融システムにおける直接金融・資本市場の役割拡大及び機能強化を意図した改革であると言える。実際、その市場志向の改革は、その後も引き続き、政府（官）レベルにおいても民間（民）レベルにおいても行われている。「日本版ビッグバン」から20年の節目を経過した現在、その間に日本の金融システムにどのような変化が生じてきたかという流れを把握した上で、近年の制度改革における新たな展開を考察することは、「日本版ビッグバン」以降の金融システム改革の効果を検証するために必要であるだけでなく、改革目標を達成するために今後どのように改革を進めていくかを考える上でも有意義であろう。

本論文は、2014年1月より導入された少額投資非課税制度（NISA）、2015年7月にトヨタ自動車株式会社が行った新型株式（AA型種類株式）発行、2017年1月より始まった個人型確定拠出年金（iDeCo）の対象者拡大等、官民双方の最新の制度設計に着目しつつ、家計の資産形成という視点から、「日本版ビッグバン」以降の日本の金融システム改革について考察する。

本論文は以下のように構成されている。第Ⅱ節では、資産形成の視点から、長期にわたる日本の金融システム改革を概観し、家計の資産形成を取り巻く現状を明らかにする。第Ⅲ節では、官民双方の最新の制度設計の事例を取り上げ、近年の日本における資産形成に関する制度設計のあり方について考察し、その新たな傾向を明らかにする。第Ⅳ節では、資産形成に関する制度設計における今後の課題を指摘する。最後に、第Ⅴ節では、分析結果をまとめ、政策的なインプリケーションについて議論する。

Ⅱ 長期にわたる金融システムに関する政策転換

通常、一国の金融システムは、資金不足主体の資金調達、銀行等の金融仲介機関を通じて間接的に資金余剰主体から行われるのか、市場を通じて直接に行われるのかによって、銀行中心の金融システム（間接金融優位の金融システム）と、市場中心の金融システム（直接金融優位の金融システム）とに分類される。具体的には、銀行中心の金融システムでは、資金余剰主体が銀行等の金融仲介機関に資金を預け、金融仲介機関がリスクを取り、資金不足主体に資金を貸し付ける。これに対して、市場中心の金融システムでは、資金余剰主体がリスクを負担した上、自ら投資先を選び、直接資本市場を通じて資金不足主体が発行した証券を購入することで資金不足主体に資金を提供する。この基準に従えば、戦後日本の金融システムは銀行中心型（間接金融優位）の典型であり、アメリカの金融システムは市場中心型（直接金融優位）の典型であるという見方が通説である（Allen and Gale, 2000; Demirgüç-Kunt and Levine, 2004）。

銀行を中心とした間接金融システムが、効率的な貯蓄吸収と政策的な資金配分を通じて、戦後日本の経済復興に大きく寄与し、日本の高度経済成長を金融面から支えたことはよく知られている。

日本では、戦後の資金不足の時代には、金融システムの安定性を重視しながら、広く国民から資金を集めて成長目的にあった重点産業に優先的に配分するという方針がとられていた。例えば、戦後まもなく、インフレの抑制（図表1）及び経済の復興のため、大蔵省（現財務省）及び日本銀行は全国民に対して、地方公共団体等を通じた自主的貯蓄運動を呼びかけた。その結果、全国各地で独自の貯蓄運動が展開され、1950年から1951年にかけて、漸次、都道府県を単位とする地方貯蓄推進委員会が組織された。翌年の1952年には、中央にも貯蓄増強中央委員会が結成され、都道府県の貯蓄推進委員会と緊密に連携し、全国的に統一された歩調で積極的な貯蓄推進活動が行われ始めた。1957年には、地方における貯蓄の指導と奨励を通じて、貯蓄運動を国民運動としてさらに積極的に推進するため、大蔵省貯蓄推進本部が設けられた。1969年に、地方自治法に地方公共団体の事務として貯蓄の奨励が明記された（大蔵省、1980、p.178）。

図表 1 戦後復興期の物価上昇率（対前年比，単位：%）

年度	卸売物価	消費者物価	
		全国	東京
1945	51.1	n.a.	n.a.
1946	364.5	n.a.	n.a.
1947	195.9	114.6	115.6
1948	165.6	83.0	73.2
1949	63.6	31.9	25.3
1950	18.2	-6.8	-7.2
1951	38.8	16.4	16.2
1952	2.0	5.0	4.2
1953	0.7	6.6	7.6
1954	-0.7	6.4	5.4
1955	-1.8	-1.1	-1.5

注) (1)「卸売物価」は卸売物価指数(総合・戦前基準指数)をもとに計算した数値である。

(2)「消費者物価：全国」の1947年値は、同年8月～12月の平均値である。

出所) 大蔵省財政史室(1999)より作成。

一方、資金供給主体である国民(家計部門)から見ると、政府によって厳しく規制された証券市場より、銀行等の金融仲介機関へのアクセスが比較的容易であった。また、資産蓄積の水準がまだ低い段階では人々のリスク許容度が小さいため、リスクが高いと認識される社債や株式等の金融商品より、銀行預金のような安全資産が家計部門にはより強く選好された。さらに、少額貯蓄非課税制度(一定限度額まで利子所得を非課税にする制度、いわゆる「マル優」。1963年導入)や勤労者財産形成貯蓄制度(勤労者の貯蓄を促進するために、勤務先で給料からの天引きで行う貯蓄制度。1972年導入)等の貯蓄優遇制度も、家計部門の貯蓄のインセンティブを強化した。全般的な資金不足の中で、銀行部門に吸収された家計部門の余剰資金は、重点産業への選別的融資により配分された。

日本の金融システムのもう一つ大きな特徴は、公的金融のウェイトが高いことである。実は、この公的金融においても、間接金融方式による安定的な資金調達及び資金供給が行われてきた。例えば、改革前の財政投融资制度(1953年～2001年)では、郵便貯金や公的年金の積立金等の膨大かつ安定的な資金が大蔵省資金運用部へ全額預託され(預託義務が課されていた)³⁾、財政投融资資金として、公的金融機関や独立行政法人等の財投機関に配分されていた⁴⁾。財投機関は、その資金を民間金融機関では対応が困難な分野(例えば、基幹産業、インフラ整備、中小企業金融、教育・福祉・医療等)に配分していたため、

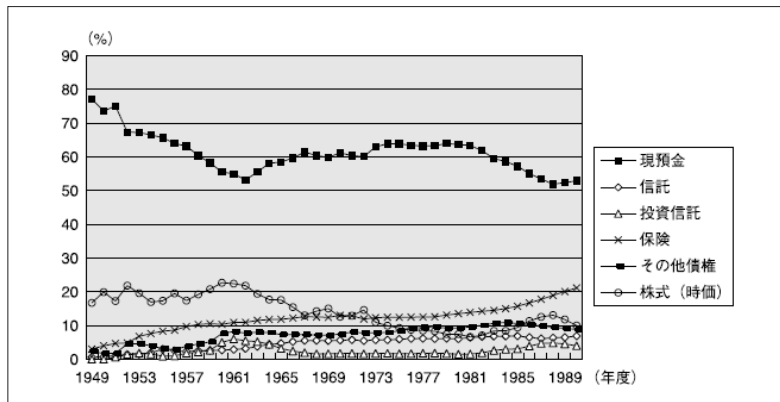
3) 郵政民営化(2007年10月1日)以前には、郵便貯金は公的金融機関が提供する安全資産であった。しかも、民間金融機関より割高な金利設定に加え、郵便局は稠密な店舗網を有しているため、郵便貯金は家計にとって安心感のある魅力的な金融商品である。因みに、郵便貯金の利子所得に対する非課税制度もあった。

4) 日本では、国民の預金を預託して財政資金として運用することは、実は歴史が長い。その運用開始は、郵便貯金(当時の名称：駅通局貯金)が誕生した3年後の1878年(明治11年)とされる(跡田・高橋, 2005)。

財政投融资は一般会計予算を補完する「第二の予算」と見なされた⁵⁾。言い換えれば、家計部門の余剰資金は、銀行部門のみならず、郵便貯金によっても効率的に吸収され、そして、財政投融资という仕組みを通じて産業や企業等に流れていた。

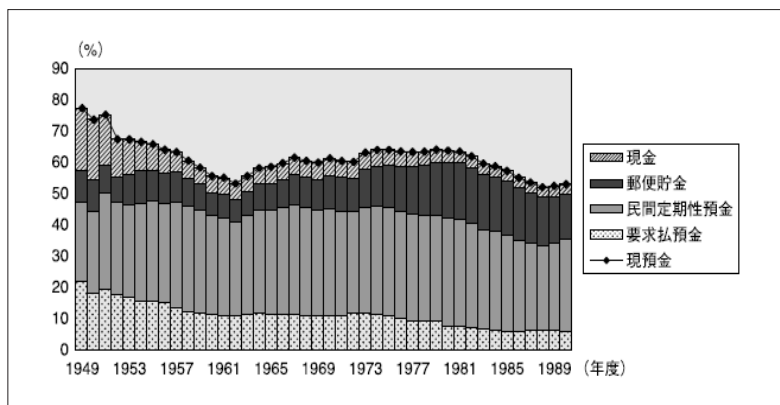
したがって、戦後復興期から高度成長期にかけて、家計部門は銀行預金・郵便貯金を中心に金融資産を蓄積していた。図表2と図表3に示されているように、個人金融資産に占める預貯金の割合がほかの金融資産と比べ、圧倒的に大きかった。また、その預貯金への偏りという金融資産の保有構造が家計部門の高い貯蓄率にも反映されている(図表4)。

図表2 個人金融資産の内訳比率



出所) 宇都宮 (2011)⁶⁾。

図表3 個人金融資産・現預金の内訳比率

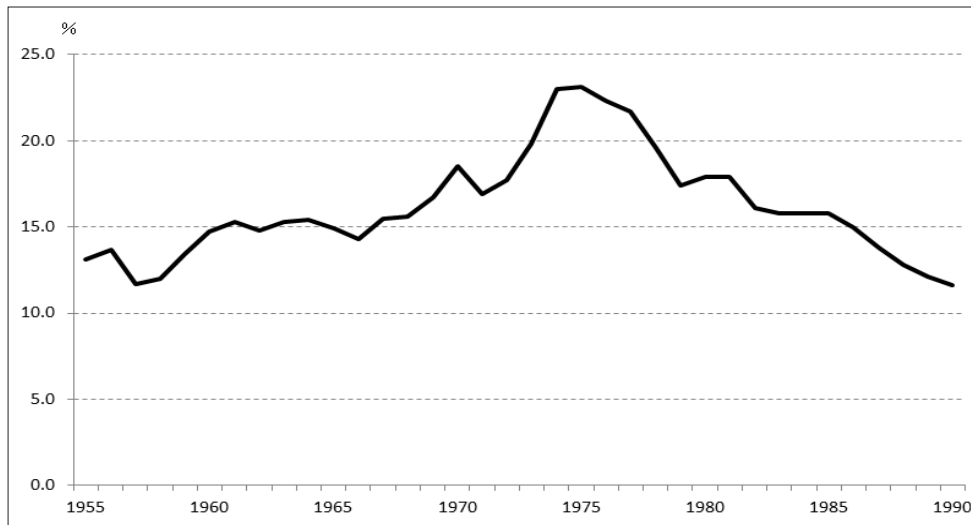


出所) 同上。

5) 2001年に、財政投融资制度について市場原理を大幅に導入する改革が実施された。「資金運用部資金法等の一部を改正する法律案」により、大蔵省資金運用部は廃止され、郵便貯金や公的年金の積立金等からの投融资も廃止となった。また、この財政投融资改革により、郵便貯金等は、金融市場で自主的に資金運用し、財投機関は財投債(国債の一種)や財投機関債(政府保証の付かない社債類似の債券)を発行して金融市場から自主的に資金調達を行うことが原則となった。

6) 宇都宮(2011)は1949～52年度末までのストックベースの資金循環統計を推計し、戦後復興期における個人金融資産の変化を示している。

図表 4 家計貯蓄率の長期推移 (68SNA)



注) 貯蓄率 = 貯蓄 ÷ 可処分所得
出所) 内閣府「国民経済計算年報」より作成。

しかしながら、長期にわたる間接金融への偏重は、リスクを銀行部門に集中させ、資本市場の整備・発達を遅らせ、企業の資金調達手段及び投資家の投資手段の選択肢を狭め、新興企業や成長分野へのリスクマネーの供給を阻害してきたことは否めない。

「日本版ビッグバン」は、端的に言えば、資本市場を活性化させ、金融システムにおける資本市場の市場機能及び役割を高める金融システム改革である。家計部門の資産形成の視点から言えば、かつて橋本龍太郎元総理（「日本版ビッグバン」の旗振り役）が述べたように、1,200兆円（当時⁷⁾もの個人金融資産を「十二分に活用していく」（橋本, 1996）ための改革、すなわち、資産運用の選択肢を増やし、個人投資家の市場参加を促し、預貯金中心の家計部門の金融資産を資本市場に導き、リスクマネーを個人から供給するルートをより機能させるための改革である。

ところが、現預金等の安全資産への集中という家計の金融資産の保有構造はなかなか変えられなかった。図表5に示されているように、家計の金融資産に占める現預金の割合ははまだ過半を占めており、株式等リスク資産の割合に大きな増加が見られない。

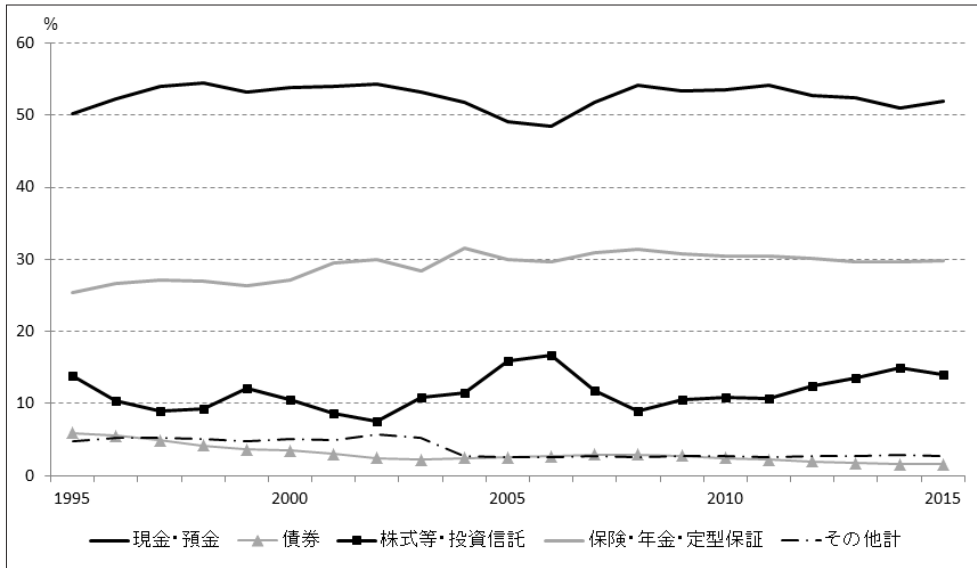
さらに、1990年代後半以降、家計部門が銀行に預けた預金の多くは現金預け金や国債で運用されており、企業・産業に回っていない状態が続いていることが図表6から推察される。

経済産業省（2014, 伊藤レポート）は、長年にわたる間接金融中心の資金調達や現預金中心の金融資産形成という構造等により、日本の資本市場では中長期的な視点から主体的に投資判断を行う投資家の層が薄いことを指摘している。

したがって、資産形成の視点から言えば、「日本版ビッグバン」が目指している「証券市場を通じた直接金融ルートによる家計から企業・産業への資金の流れの活性化」が実現するためには、如何に中長期的な視野を持つ個人投資家を増やすかが重要課題になってくる。

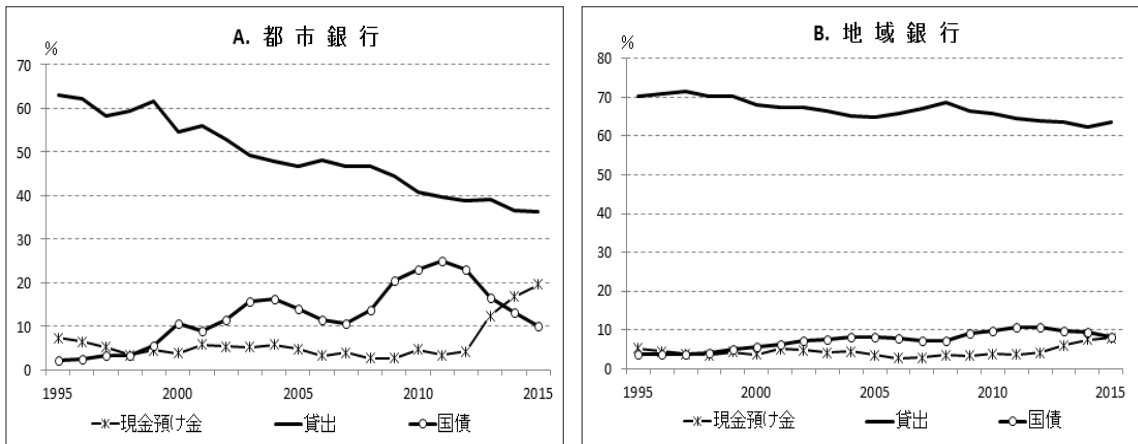
7) 日本銀行「資金循環統計」によると、2016年12月末の個人（家計）金融資産残高は1,814兆8,159億円となっている。

図表5 1990年代後半以降の家計資産構成の推移



出所) 日本銀行「資本循環統計」より作成。

図表6 銀行の資産構成比 (業態別)



注) 地域銀行の数値は、地方銀行と第二地方銀行の計数を合算したものである。

出所) 日本銀行統計データより作成。

Ⅲ 資産形成に関する官民双方の最新の制度設計

「日本版ビッグバン」が実施されて以降も、家計部門の金融資産構造に大きな変化はなかなか表れていない状況の中、預貯金中心の家計部門の金融資産を株式等のリスク資産にシフトさせるために、日本では、政府レベル及び民間レベルにおいて、多くの施策が行われた。本節では、少額投資非課税制度(NISA)

の導入、トヨタ自動車株式会社の新型株（AA型種類株式）発行及び個人型確定拠出年金（iDeCo）の対象者拡大等、官民双方の最新の制度設計に焦点を当て、近年の日本における資産形成に関する制度設計のあり方について考察し、その新たな傾向を明らかにする。

1. 少額投資非課税制度（NISA）の導入

2014年1月より少額投資非課税制度（NISA）が日本でスタートした。イギリスが1999年に導入したISA（Individual Savings Account、個人貯蓄口座）を参考にしたため、「NIPPON」の「N」をつけた「NISA」（日本版ISA）と称されている。

NISAは毎年一定金額までの投資について、その利益を非課税にする制度である。具体的には、毎年、限度額100万円（2016年以降は120万円⁸⁾）までNISA専用口座で上場株式や株式投資信託等の金融商品に新規投資することが可能である。しかも、非課税期間は最長5年（つまり、非課税投資枠は最大で500万円）であり、その間、受け取る株式の配当や投資信託の分配金は非課税になり、保有した金融商品を売却して利益が出た場合もその売却益は非課税になる。NISA口座は、20歳以上の日本国内居住者であれば誰でも、1人につき1口座を開設することが可能である（1年ごとに、金融機関の変更が可能）。そして、NISA口座を利用して投資を行える期間は、現行制度では、2014年～2023年までの10年間である。すなわち、NISA制度を最大限活用すれば、最長14年間（2014年～2027年）にわたって、投資から得られた利益が非課税になるというメリットを享受できる。

また、2016年4月からは、19歳までの子供のためのジュニアNISA（未成年者少額投資非課税制度）も開始された。投資上限額は毎年80万円までであり（親権者等が代理で資産運用を行うことができる）、非課税期間はNISAと同じく、投資した年から5年間（5年間で最大400万円）である。

日本では、2003年1月から、株式や投資信託等の利益にかかる税率を本来の20%（所得税15%、住民税5%）から10%（所得税7%、住民税3%）に軽減する「証券優遇税制」が実施されてきた。この税制優遇措置は2013年末に廃止され、2014年1月から証券投資利益に対する税率は元に戻った⁹⁾。したがって、NISAは、これまで10年間続いた証券優遇税制の代替制度でもあり、NISAを活用することで証券優遇税制廃止に伴う増税負担を軽減できる。

「年間100万円までの非課税投資枠」は個人投資家にとっては、かなり魅力的である。しかも、NISA口座で購入できるのは株式や投資信託等証券市場の金融商品であるため、現預金にとどまっていた資金を証券市場へと振り向け、また、これまで投資をしていなかった人々をマーケットに呼び込む効果が期待される。さらに、NISAは、投資をした年から5年間受け取った配当や売却益等の投資収益が非課税となり、保有した金融商品を売却するとその分の非課税枠が失われるという仕組みとなっているため、個人投資家の中長期投資も促進できるとされる。

預金として貯蓄されている家計部門の余剰資金を企業・産業への投資に回し、有効的に活用することで日本経済の活性化を図ることは、NISAを実施する目的の一つである。そのもう一つの目的は、投資による個人の資産形成を政策的に支援することである。

8) 12の倍数にすることで毎月の積立投資（株式や投資信託等に毎月定額ずつ投資していくこと）に便利な金額になり、同制度の利便性が向上することが期待されている。投資家にとっても、時間的分散によるリスク分散の効果が得られると考えられている。

9) 2013年1月以降、復興特別所得税（東日本大震災からの復興のための財源確保を目的にした税金で、税率は所得税額の2.1%）が加わるため、2014年1月からは20%ではなく、20.315%（所得税及び復興特別所得税15.315%、住民税5%）になる。同じ理由で、2013年の軽減税率は10%ではなく、10.147%（所得税及び復興特別所得税7.147%、住民税3%）であった。

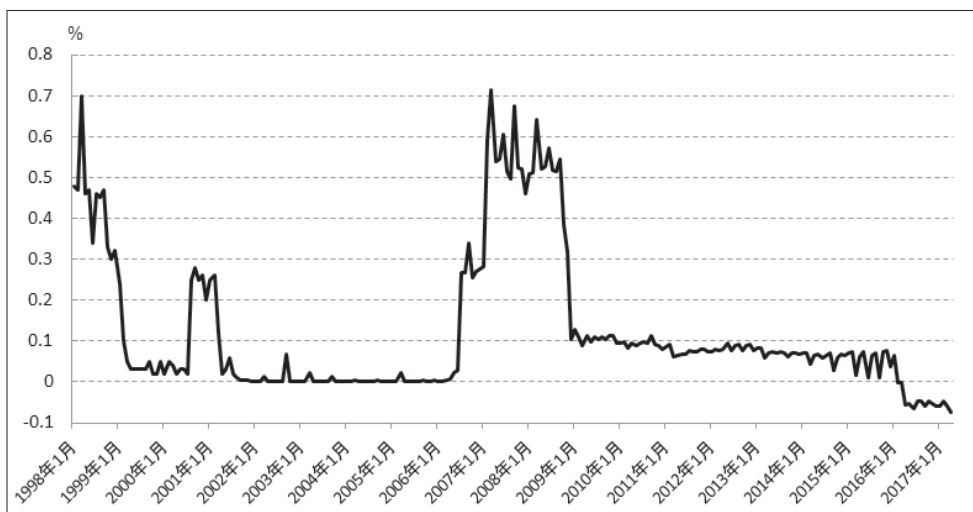
バブル崩壊以降、日本銀行による積極的な金融緩和が行われてきた。特に、1999年の「ゼロ金利政策」以来、その金融緩和が一段と拡大・強化されてきた(図表7)。その結果、日本の金利は長期にわたって、極めて低いレベルに抑えられている(図表8)。超低金利が続いている状況の中、当然のことながら、預貯金だけでは資産が殖えない。ゼロ近辺まで低下した預貯金の利率より高い利回りが期待できる株式や投資信託のほうが、資産形成の手段に適している。

図表7 日本銀行による金融緩和の強化（「ゼロ金利政策」以降）

1999年2月12日～2000年8月11日	ゼロ金利政策
2001年3月19日～2006年3月9日	量的金融緩和
2008年12月19日	政策金利を0.1%へ引き下げ(事実上のゼロ金利政策)
2009年12月1日	広い意味での量的緩和を導入
2010年10月5日	包括的な金融緩和政策を導入
2013年4月4日	量的・質的金融緩和(異次元緩和)を導入
2016年1月29日	マイナス金利付き量的・質的金融緩和を導入
2016年9月21日	長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入

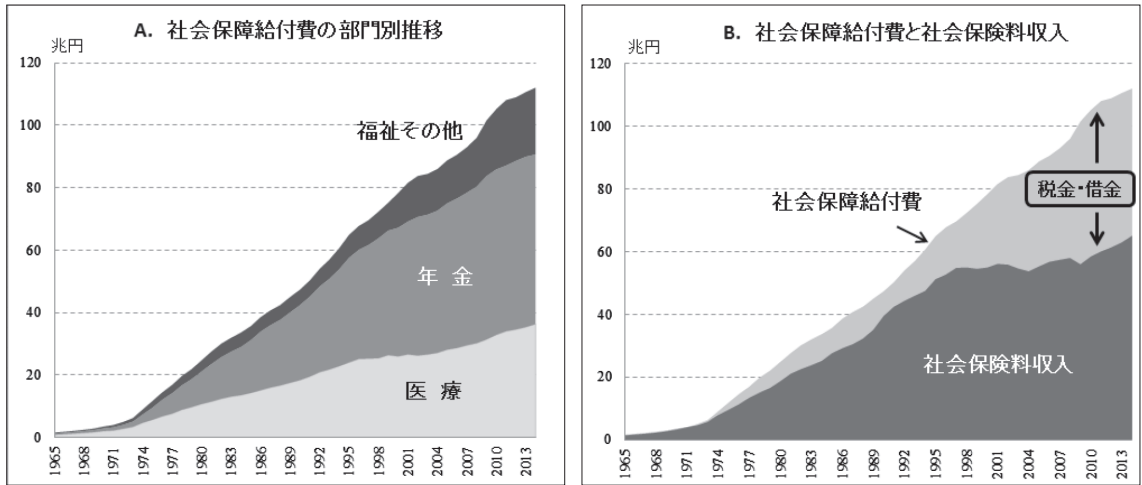
出所) 日本銀行「金融政策に関する決定事項等」より作成。

図表8 日本の政策金利（無担保コールO/N物レート）の推移



出所) 日本銀行統計データより作成。

図表9 社会保障給付費と財政の関係



注) 社会保険料収入は、社会保障財源のうち「被保険者拠出」と「事業主拠出」を合計したものである。
出所) 国立社会保障・人口問題研究所「社会保障費用統計(平成26年度版)」より作成。

恒常化する超低金利に加え、老後の生活を年金だけに頼るのが難しくなっていることもNISAが導入された原因とされる。少子高齢化の急速な進展、経済の長期低迷、財政状況の悪化、若年層の非正規雇用化等の複合要因により、従来の「賦課方式」(現役世代から徴収した保険料を高年齢世代に年金給付として再分配する方式)という公的年金の仕組みの維持が困難となっている。図表9が示しているように、年金等の社会保障給付費が年々増加する中で、社会保険料収入は1990年代後半からほぼ横ばいとなっているため、社会保障給付費と社会保険料収入との差がますます拡大し、給付費に対して財源が大幅に不足する状態になっている。一方、バブル崩壊後、財政赤字が拡大し続け、国の一般会計歳出額の3割以上を国債の発行(政府の借金)に頼らざるを得ないという厳しい状況が20年近く続いている(図表10)¹⁰⁾。このような状況のもとで、公的年金だけではなく、自分で投資して老後の備えをする(いわゆる「自助努力による年金形成」)ことが必要となってきている(浦西, 2012)。

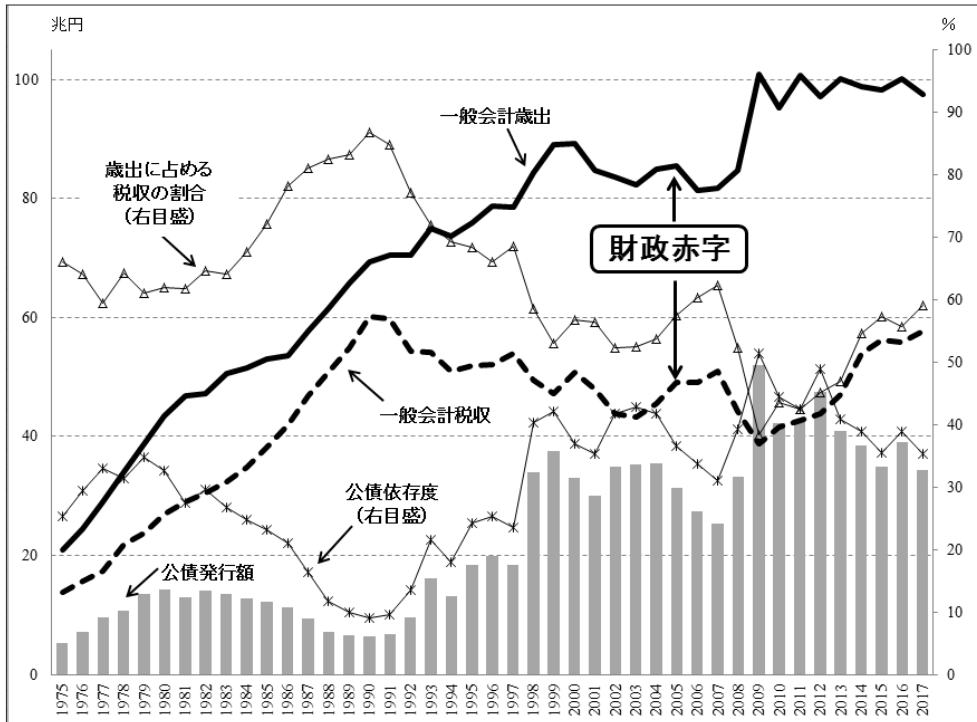
特に、金融資産の保有が高齢世代に偏る傾向が強い現状(図表11)に鑑みれば、ジュニアNISAの創設には、高齢世代から若年世代への資産移転を促し、若年層の資産形成を支援する意図もうかがわれる。

金融庁は2020年までにNISAの投資総額を25兆円とする目標を掲げている。金融庁が発表した、NISA取扱全金融機関を対象にしたNISAの利用状況調査によると、NISAが導入されてから、口座数及び買付総額が伸び続けている(図表12)。2016年末時点のNISA口座数は約1,061万口座(NISA対象者の約10%¹¹⁾)で、2014年~2016年の3年間の投資総額は約9.4兆円に達している。一方、2016年末時点におけるジュニアNISA口座数と投資額はそれぞれ、約19万口座(ジュニアNISA対象者の1%弱)と約288

10) 1970年代に、高度成長から安定成長への移行、公共事業の拡大(例えば、「日本列島改造論」の具体化)、福祉充実策(例えば、老人医療費無料化や年金制度の拡充等)、ニクソン・ショックと二度の石油危機への経済対策等により、日本の財政においては、歳出が歳入を上回る状況(財政赤字)が生じた。その差は、国債の発行によって賄われてきたため、その結果として、国の借金残高も累増し始めた。そして、1990年代初頭のバブル崩壊以降、経済不況から脱却するために、政府は公共投資・減税・給付等によって不足している民間部門の有効需要を補う景気刺激策を講じてきた。財政支出の拡大に伴う大量の国債増発が政府債務の累積をもたらした。

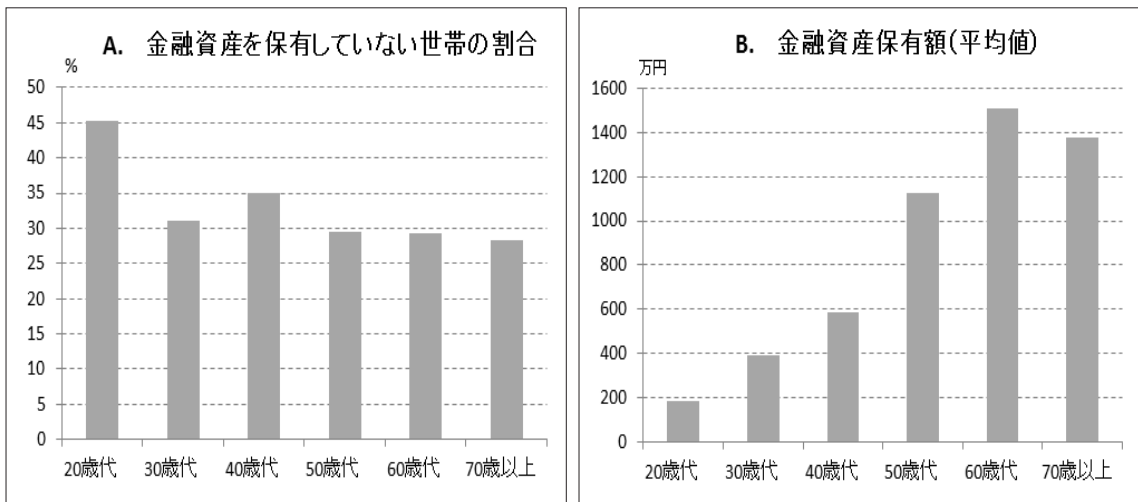
11) 総務省「人口推計」によれば、2016年10月時点で、NISAの対象となる20歳以上の人口は1億511万人であり、ジュニアNISAの対象となる19歳以下の人口は2,182万人である。

図表 10 歳入・歳出のアンバランスの長期推移



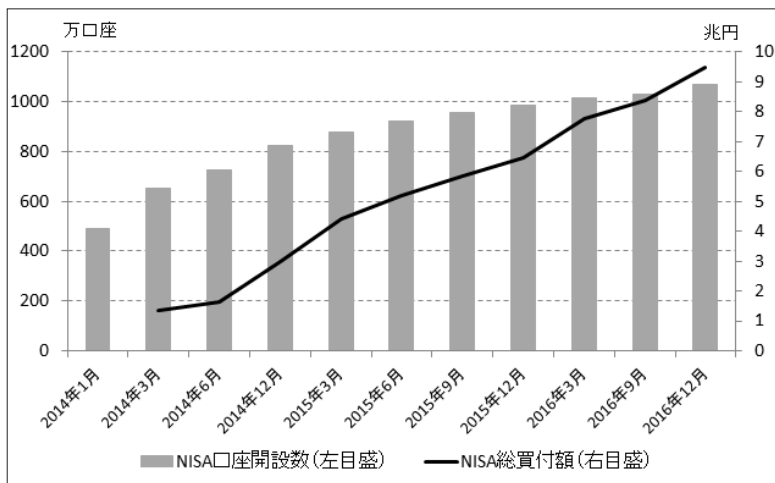
注) (1) 2015年度までは決算、2016年度は第3次補正後予算、2017年度は予算による。
 (2) 公債発行額は、建設国債発行額及び特例国債(赤字国債)発行額の合計である。
 (3) 公債依存度とは、一般会計歳出に占める公債発行額の割合である。
 出所) 財務省「日本の財政関係資料」(平成29年4月)より作成。

図表 11 年代別の金融資産保有状況



注) 金融資産保有額は、金融資産非保有世帯を含む場合の年代別の平均値である。
 出所) 金融広報中央委員会「平成28年 家計の金融行動に関する世論調査(二人以上世帯調査)」より作成。

図表 12 NISA における口座数・買付額（累計）の推移



出所) 金融庁「NISA・ジュニアNISA 利用状況調査」より作成。

億円であった。

NISAについては、現在、新たな動きも見られている。2018年から「積立NISA」が新たに導入される予定である（財務省，2017）。年間投資上限額が40万円で現行NISAより少ないが、非課税期間が20年で現行NISAより長く税制優遇を受けられる¹²⁾。また、投資対象商品は、少額からの積立・分散投資に適した、一定の要件を備える公募等株式投資信託に限定される¹³⁾。さらに、投資方法については、定期かつ継続的な方法での投資に限定される。したがって、「積立NISA」の創設は、個人が中長期的な視野を持って安定的な資産形成を行うことへの支援を強く意識した制度設計であると言える。

2. トヨタ自動車株式会社の新型株 (AA型種類株式) 発行

2015年の6月16日、日本企業の代表的存在であるトヨタ自動車株式会社（以下、トヨタという）は定時株主総会で「AA型種類株式」と名付けた新型株の発行を決めた¹⁴⁾。7月2日、トヨタはこのAA型種類株式の発行価格を1万598円（2日の終値8,153円を30%上回る水準）、募集株数を4,710万株（総額約5,000億円）に決定したと発表した。7月3日から22日までの申込期間に、募集株数に対して申し込みは4～5倍に達し、人気が集まった。

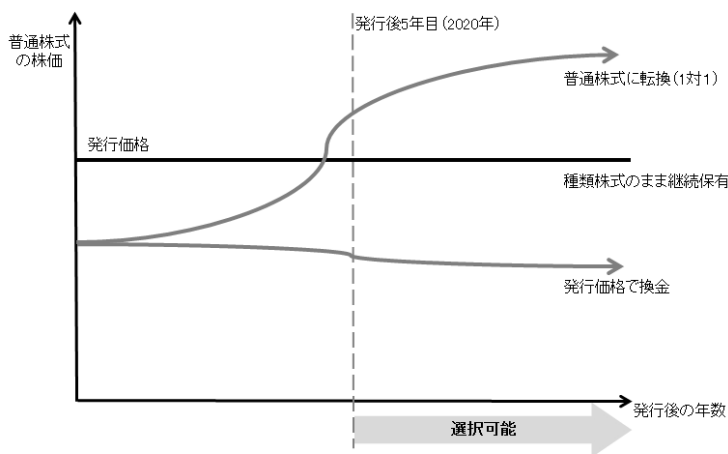
種類株とは、普通株と異なる権利を与えられた株式のことである。例えば、優先的に配当を得られる優先株や、特別な議決権を持つ黄金株もあるが、トヨタが発行したAA型種類株式は、これまでにない特徴を有している。

12) NISAの利用者は、2018年から、現行NISAと積立NISAのいずれかを選択して利用することとなる。

13) 2016年12月に公表された「平成29年度税制改正の大綱」において、投資対象商品について次のような要件が求められている。(1) 信託契約期間の定めがないこと又は20年以上の信託契約期間が定められていること、(2) 収益の分配は、原則として信託の計算期間ごとに行うこととされており、かつ、月ごとに行うこととされていないこと、(3) 信託財産は、複数の銘柄の有価証券又は複数の種類の特定資産に対して分散投資をして運用を行い、かつ、一定の場合を除いてデリバティブ取引への投資による運用を行わないこと。

14) 「AA型」とは1936年に市販されたトヨタ初の量産車「AA型乗用車」に由来している。

図表 13 AA 型種類株式の仕組み



出所) トヨタ自動車株式会社「第1回AA型種類株式に関するご説明資料」より作成。

まず、トヨタによる実質的な元本保証が付されている。AA型種類株式は譲渡制限付きかつ非上場であるため購入後5年間は売買できないが¹⁵⁾、その後、AA型種類株式の株主は、希望すれば発行価格での買戻しをトヨタに請求できる。これは実質的な「元本保証」である。これにより、AA型種類株式の株主は、発行から5年経過後、普通株の株価がAA型種類株式の発行価格を下回っていれば、発行価格での換金を請求でき、投資リスクが抑制される(図表13)。

次に、5年後に普通株へ転換することも可能(例えば、普通株の株価がAA型種類株式の発行価格を上回っていれば、普通株への転換によりキャピタル・ゲインを得ることができる)という、転換社債に似た側面を持っているが、社債とは違い、普通株と同等の議決権を付与されている。これにより、AA型種類株式の株主がトヨタの会社経営に影響力を及ぼすことが可能である。

さらに、価格や配当が市場や業績に応じ変動する普通株に対して、トヨタのAA型種類株式は、配当利回りは予め決まっており、発行から5年目まで段階的に上昇していく仕組みになっている。しかも、普通株に優先して配当が行われる。配当利回りは初年度は発行価格の0.5%で、その後、毎年0.5%ずつ増加し、5年目以降は2.5%(上限)となる。

このような、非上場、売買制限あり、元本保証、金銭対価の取得請求権あり、議決権あり、普通株式転換請求権あり、等々といった前例のない特徴から、トヨタのAA型種類株式は「異例の新型株」と呼ばれているのである。

AA型種類株式が譲渡制限付きの非上場株式で5年間流動性がない(原則、売却不可能)ため、流動性を重んじる機関投資家はその購入には慎重であると言われている。それに対して、AA型種類株式の元本保証や年1.5%の5年間平均配当利回り(参考:2015年7月15日発行の5年物・固定金利型の個人向け国債第51回債の利率は0.05%)等の特徴は、個人投資家にとっては魅力的である。実際、トヨタ新型株の販売を担当した野村証券には個人投資家から「今まで株に投資したことはなかったが、新型株なら安

15) AA型種類株式を譲渡する際には、原則としてトヨタの取締役会の承認が必要である。また、証券取引所の上場規則によると、譲渡制限付きの株式は上場することができないため、AA型種類株は非上場株となっている(トヨタ自動車株式会社, 2015)。

心して保有できる」等の声が寄せられた（毎日新聞，2015）。トヨタ自身も，新型株の主な購入者には個人投資家を想定しているようである。

トヨタは新型株の発行にあたって，既存株主の1株価値が希薄化しないように，新型株の発行数と同数程度の自社株買いも発表した。トヨタは，中長期保有してもらえ個人安定株主の拡大を目指し，最終的に，このような形で発行済み株式数の5%を新型株に置き換える方針である。

トヨタの新型株発行は，投資家（特に個人投資家）に新しい選択肢を与え，新しい投資家層を資本市場に引き込み，中長期的な視野を持つ個人投資家の層を厚くする働きがあると考えられる。したがって，家計部門の資産形成という視点からすれば，トヨタのAA型種類株式という世界でも異例の新型株は，民間発の制度設計の事例として，家計から企業への資金の流れを促進する上では，重要な意味を持つと言えよう。

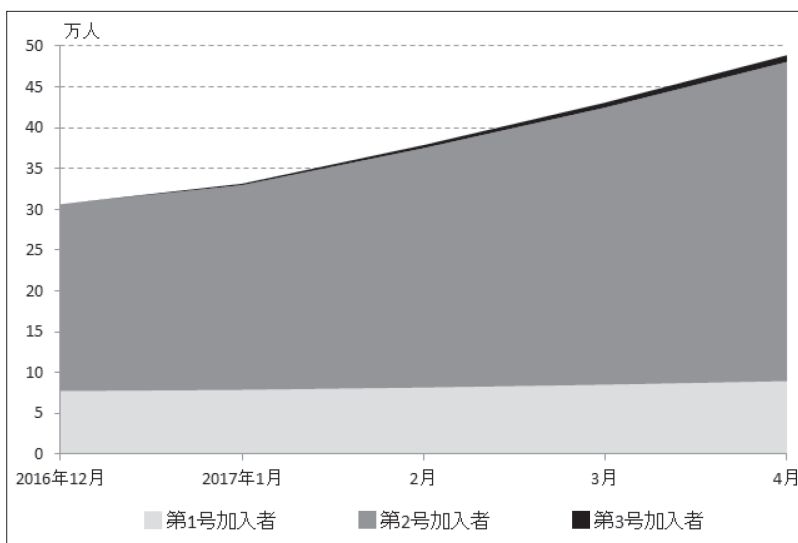
3. 個人型確定拠出年金制度（iDeCo）の対象者拡大

日本の年金制度は，3階建ての仕組みと例えられている。1階部分の国民年金（基礎年金）と2階部分の厚生年金保険は公的年金であるのに対して，3階部分は公的年金に上乘せされる任意加入の私的年金である。

私的年金の制度充実の一環として，確定拠出年金（日本版401K）が2001年に導入された。確定拠出年金には，個人が掛金を拠出する個人型確定拠出年金（iDeCo）と，企業が掛金を拠出する企業型の二種類がある。

個人型確定拠出年金は，具体的に言えば，加入者（拠出者）が「自己責任」のもとで，金融機関の窓口で申し込んで自分専用の口座を開設し，自分で掛金の金額と運用商品（金融機関が用意した金融商品の中から選ぶ）を決めて掛金を運用し，給付年齢を迎えると年金が加入者自身に給付される仕組みである。当然のことながら，資産運用の仕方・成果によって，老後に受け取ることができる年金額が異なってくる。

図表 14 個人型確定拠出年金の加入者数



出所) 国民年金基金連合会「iDeCoの加入者数等について」より作成。

個人型確定拠出年金はNISAと同じく、税制面の優遇がある制度である。掛金の全額が所得控除の対象となり、運用期間中も運用益は非課税であり、受け取る際も退職所得控除や公的年金等控除の対象となる。すなわち、資金の拠出時、運用時、受取時の三つの時点で税優遇を受けることができる。

2017年1月に個人型確定拠出年金制度が大きく変更された¹⁶⁾。最大の変更点は、加入資格が従来の自営業者と企業年金制度のない企業に勤めている会社員から大幅に拡大され、専業主婦、企業年金を導入している会社の会社員、公務員等共済加入者も加入できるようになったことである。すなわち、20歳以上60歳未満の国民年金保険加入者(約6,700万人¹⁷⁾)なら、ほとんどすべての人が自分の意思で個人型確定拠出年金制度を利用できるようになる¹⁸⁾。

また、新制度では、企業型確定拠出年金の加入者が退職または転職した場合、企業型確定拠出年金の資産は個人型確定拠出年金に、また個人型確定拠出年金の資産は転職先の企業型確定拠出年金に移し換えて運用を継続すること(いわゆる「制度間の資産移換」「制度間ポータビリティ」)が可能な仕組みとなる(2016年6月3日から2年以内施行)。掛金の拠出規制単位についても、従来の月単位から年単位に改正され、掛金拠出がより柔軟な形になる(2018年1月から施行)。

今回の制度改正の背後に、個人型確定拠出年金を拡充し、当該制度をより広く普及させることによって、個人型確定拠出年金を通じた「貯蓄から投資へ」の流れを加速し、個人の資産形成を促進するという政府の狙いがあると考えられる。

図表14により、個人型確定拠出年金制度の加入対象者が拡大されてのち、個人型確定拠出年金制度の加入者数の増加がうかがえる。2017年1月以降の新規加入者累計は約18.3万人となっている。新規加入者のうち、第2号加入者(60歳未満の厚生年金保険の被保険者)は約16.2万人で、全体の9割近くを占めている。

IV 今後の制度設計における課題

第Ⅲ節の考察からわかるように、少額投資非課税制度(NISA)の導入、トヨタ自動車株式会社の新型株(AA型種類株式)発行及び個人型確定拠出年金(iDeCo)の対象者拡大といった、いずれの制度設計例も、投資家の裾野を広げ、個人の資産運用面での選択肢を増やし、資本市場の活性化を促進する働きがあると考えられる。

しかしながら、金融システムにおける直接金融・資本市場の役割及び機能を更に強化するためには、制度における自由度拡大や利用者にとっての更なる利便性向上等が望ましいと思われる。

例えば、非課税期間が5年間に限定されていることがNISAの普及に立ちはだかる大きな壁になるとされる。制度の手本となったイギリスの場合は、当初、10年の時限措置があったが、その後、非課税期間は恒久化(非課税扱いは無期限)されている。現行のNISAでは、非課税扱いは投資した年の5年目の年末までである。非課税のNISA口座で保有する金融商品に評価損を抱えている場合に、売却しても評価損はほかの口座と損益通算ができない。塩漬けにしてしまう株式や投資信託も、5年目の年末になれば、NISA以外の口座に移すか、新たなNISA口座に移す(新たな非課税枠への移行により非課税のまま保有し続ける)か、いずれかを選択しなければならない。しかも、いずれも移管先の口座での取得価格が移管

16) 今回の制度改正に関連する法案「確定拠出年金法等の一部を改正する法律」が2016年5月24日に第190回通常国会において可決・成立した。

17) 厚生労働省「国民年金の加入・保険料納付状況」によると、国民年金保険加入者数は2015年度末(執筆時点での最新の公表データ)で6,710万人となっている。

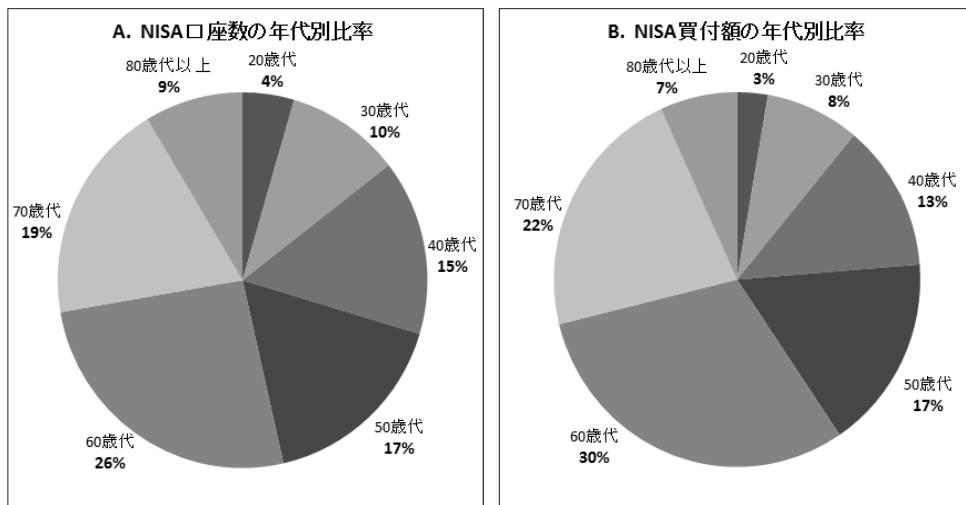
18) 国民年金保険料の滞納者や免除者等は加入対象外となる。

時の時価となる。その結果、実際には損失が出ているにもかかわらず、課税されるという不都合が起こりうる。

また、個人が自ら資産形成に適した資産選択を行う力量を持ち、個人の金融資産を資本市場に呼び込むために、金融リテラシー醸成・向上を目的とした金融教育の普及・強化、金融商品・金融取引に関する正確で信頼できる情報の提供（特に金融機関）等は欠かせないものである¹⁹⁾。

例えば、個人型確定拠出年金（iDeCo）の場合、運営管理機関連絡協議会（2016）によると、現在、資産の約65%が元本確保型の金融商品（預貯金38.9%、保険26.8%）に集中している。預貯金等元本確保型商品ばかりが選択されるなら、言うまでもなく、これまでの預貯金への偏りを是正されず、資金の供給が間接金融ルートに偏ったままとなる。野村総合研究所（2017）によると、iDeCoへの加入を希望する人のうち、31%が「どんな商品を選ぶかわからない」と回答し、63%が「商品の選択や配分を決めるのは難しい」と答えている。この調査結果により、個人で適切な金融商品を選択するために必要な金融・投資知識を十分に持っていないことが元本確保型商品への集中の大きな原因であることがわかる。それに、投資に対してネガティブなイメージを持っている人も多いようである。金融庁（2016）によると、有価証券保有未経験者のうち、83.1%が「有価証券への投資は資産形成のために必要ない」と回答している。その理由として、60.5%が「そもそも投資に興味がないから」、34.1%が「投資は損をするリスクがあり、怖いものだと思うから」、29.4%が「自分には投資の知識がなく、投資を資産形成に役立てられるとは思わないから」、21.5%が「投資はギャンブルのようなもので、資産形成のためのものではないから」と答えている。このような投資に対する偏ったイメージを如何に払拭するか。今後の制度設計にはこの点についての考慮が必要であろう。

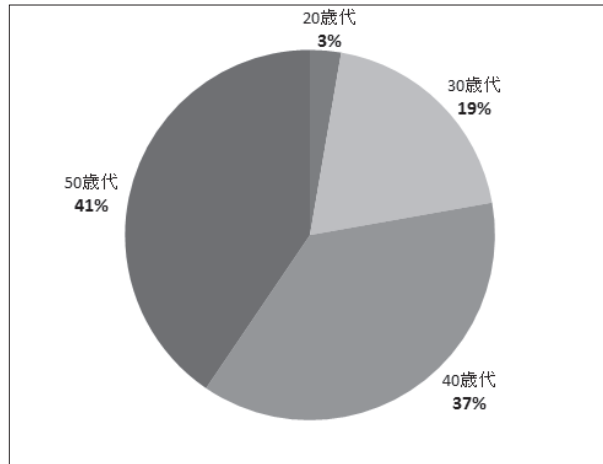
図表 15 NISA の年代別利用状況（2016 年 12 月末時点）



出所) 金融庁「NISA口座の利用状況調査(平成28年12月末時点)」より作成。

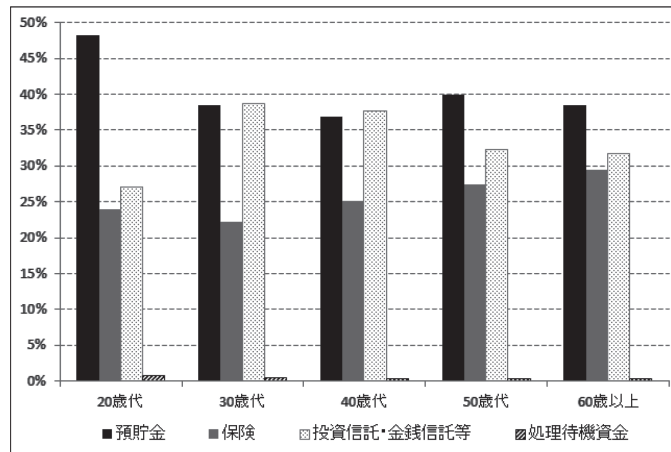
19) 日本証券業協会の定義によると、金融リテラシーとは、「金融に関する知識や情報を正しく理解し、自らが主体的に判断することのできる能力であり、社会人として経済的に自立し、より良い暮らしを送っていく上で欠かせない生活スキルである」。

図表 16 個人型確定拠出年金の年代別加入者割合



出所) 運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料(2002年3月末～2016年3月末)」より作成。

図表 17 年代別個人型確定拠出年金運用商品選択状況 (2016年3月末時点)



注) 「保険」には、生命保険、損害保険、「投資信託・金銭信託等」には、国内株式型、国内債券型、外国株式型、外国債券型、バランス型、MMF、その他を含む。

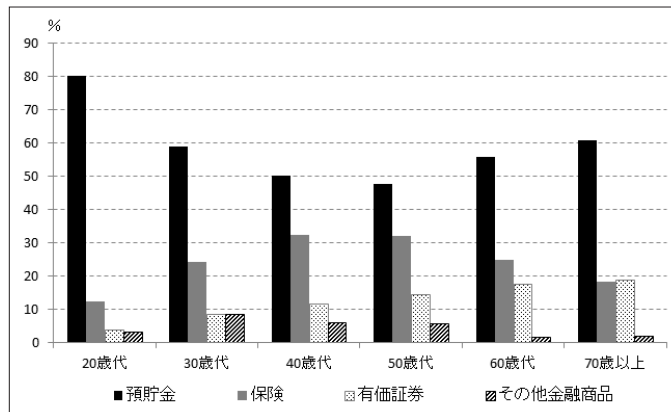
出所) 同上。

さらに、若年層の投資意欲を高め、若年層における投資家を拡大していくことも今後の大きな課題である。

NISAの場合、図表15に示されているように、60歳以上のシニア層と比べて、20歳代の若年層の利用は極めて限定的である。個人型確定拠出年金の場合(図表16)も、加入者割合を年代別に見ると、他の世代と比較して20歳代の加入者が突出して少ない。

また、図表17からわかるように、20歳代の個人型確定拠出年金の運用(資産配分)は、元本確保型商品

図表 18 年代別金融資産の保有構造（金融資産非保有世帯を含むベース）



注)「保険」には、生命保険、損害保険、個人年金保険、「有価証券」には、債券、株式、投資信託、「その他金融商品」には、金銭信託・貸付信託、財形貯蓄等を含む。

出所) 金融広報中央委員会「平成28年 家計の金融行動に関する世論調査(二人以上世帯調査)」より作成。

に最も集中している。他の世代に比べ20歳代の預貯金に対する強い選好は、年代別の金融資産構成を示す図表18からも読み取ることができる。年代を問わず、金融資産における預貯金等の安全資産の保有比率が高いが、若年層の高さが際立っている。若年層の場合、蓄積された資産が限定されているが、この先の投資期間が長く、シニア層に比べて、より長い目線で資産を形成していくことに向いており、長期的な資産運用におけるメリットをより享受できるとされる。時間分散を活用できれば、投資に係るリスクが低減できると考えられる。若年層のそうした偏った資産配分を見直していくためには、若年層において投資を通じて長期の資産形成を目指す投資家を増やしていくことが重要である。それを実現するための方法として、学校における金融リテラシーを涵養するための金融教育が必要不可欠であろう。

V 結びに代えて

戦後日本の金融システムでは、銀行部門を介して資金余剰主体である家計部門から資金不足主体である企業部門に資金を融通するという間接金融ルートを重視する傾向が強かった。1996年の「日本版ビッグバン」以降、「貯蓄から投資へ」というキャッチフレーズに象徴されるように、資本市場を活性化させ、直接金融の機能強化を促すための金融システム改革が行われてきた²⁰⁾。資産形成に関して言えば、貯蓄推進から投資推進への政策転換が見られ、預貯金中心の個人の金融資産を銀行から資本市場に導くために様々な施策が行われた。しかしながら、これまでの考察からわかるように、個人金融資産のおよそ半分は依然として現預金に集中しており、家計の金融資産の保有構造に大きな変化はまだ表れていないと言える。

こうした状況の中、近年、日本では、政府レベル及び民間レベルにおいて、個人投資家の市場参加を促

20) 近年の日本では、銀行中心の金融システムと資本市場中心の金融システムと併存しながら市場機能を中核とする複線的な金融システム、いわゆる「市場型間接金融」を構築・発展させる動きが見られる。王(2017)は、日本における市場型間接金融の新たな動向を銀行の収益性の視点から捉えている。

し、「貯蓄から投資へ」のシフトを加速させるための制度設計が相次いで行われた。本論文は、こうした制度面での動きが家計に及ぼす影響が注目される中、少額投資非課税制度 (NISA) の導入、トヨタ自動車株式会社の新型株 (AA 型種類株式) 発行及び個人型確定拠出年金 (iDeCo) の対象者拡大等、官民双方の最新の制度設計に着目し、家計の資産形成の視点から、日本の金融システム改革における新たな展開を考察した。

家計の資産形成の視点から日本の金融システム改革を見ると、金融システム改革と社会保障改革・財政健全化・労働市場改革等他の政策課題と重なっている部分や制度的補完が見えてくる。少子高齢化の進展に伴い社会保障費が年々増加し、政府債務残高及び財政赤字も長年にわたり増え続けている状況の中、公的年金に関する財政制約が厳しくなっている。社会保障制度及び財政に対する負荷を減らすためにも、家計の自助努力による老後への備え・安定的な資産形成を促す必要性が出てきている。また、労働市場改革により雇用形態の多様化が進み、非正規雇用者が増加する中、既存の年金制度に加入できない労働者が増えている。こうした雇用形態やライフコースの多様化に対応するためにも、個人の資産運用面での選択肢を増やし、投資を通じた資産形成を広く普及させることを支援する制度が必要になっている。

本論文は、資産形成をめぐる制度的な要因に焦点を当てるアプローチを用いているが、資産形成に影響を与える要因が多様で、家計の金融資産の保有構造が複数の要因が複合的に作用しあった結果であり、より広い観点から見る必要があることも指摘しておきたい。

例えば、住宅所有が家計の金融資産の保有構造に大きな影響を与えると考えられる。まず、住宅は流動性が極めて低い資産であるため、住宅を購入した家計が資産全体に一定の流動性を確保したい (不時の出費に備えるため) ならば、流動性の高い現預金を増やす可能性がある。また、住宅は高額なリスク資産であるため、住宅購入に伴って、家計のポートフォリオに占めるリスク資産の比率が大きく上昇する。最適なリスク資産比率の観点からすれば、この場合、安全資産である現預金を増やそうとする家計のインセンティブが強くなる。Faig and Shum (2002) は、住宅への投資を行った家計は安全なポートフォリオを持つ傾向にあることを示している。さらに、住宅ローンを組んで住宅を購入する場合、定期的な返済が必要であるため、金融資産として価格変動リスクのある株式等よりも、安全性・流動性の高い現預金を優先的に選択し、それをローンの返済資金に充てることは理に適っていると言えるであろう。日本の場合、持家に対する強い選好、持家取得資金の住宅ローンへの高い依存度等が家計の現預金中心の金融資産構成につながっていることは、先行研究によって明らかにされている (古藤, 2000; 石川・矢嶋, 2002; 上山・下野, 2005; 吉川, 2006)。

次に、予備的貯蓄動機 (Keynes, 1936; Friedman, 1957) という観点からすれば、将来の所得についての不確実性が家計の貯蓄志向を強めていると考えられる。多くの先行研究では、労働所得リスク (雇用リスク) が家計の貯蓄を上昇させ、リスク資産の保有を減少させる分析結果が得られている (Leland, 1968; Skinner, 1988; Caballero, 1991; 小川, 1991; Kimball, 1993; 中川, 1999; Elmendorf and Kimball, 2000; Heaton and Lucas, 2000; Angerer and Lam, 2009)。これらの研究は、1990年代後半以降、企業部門のリストラ・人件費削減・非正規雇用化等の加速による労働所得に関するリスクの上昇が、日本の家計の予備的貯蓄動機を強化し、金融資産を預貯金で運用しようとする傾向を強めた可能性を示唆している。予備的貯蓄動機を通じて家計の貯蓄動機が強化されるメカニズムは、勤労期の労働所得のみならず、生涯所得の一部を形成する退職後の年金所得についてのリスクにも当てはまると考えられる。日本の家計に関する分析では、年金に対する不安 (年金支給金額の切り下げ、年金支給開始年齢の引き上げ等) が若年層 (20歳代～30歳代) の貯蓄動機を高めていることが明らかにされている (中川, 1999; 村田, 2003)。

さらに、日本的雇用慣行である年功序列賃金制度が家計（若年層）の株式投資を抑制し、預貯金への選好を高めているという見方もある。米澤・松浦・竹澤（1999）及び古藤（2000）は、年功序列賃金制度の下での若年期の相対的低賃金（その時の限界生産力・企業への貢献度よりも低い賃金）を「企業への見えざる出資」「勤務する会社への投資」と捉えており、そして、このような「リスク資産」を多く保有させられている若年期には、リスク資産である株式に対する選好が抑制されると指摘している。言い換えれば、年功序列賃金制度の下で、若年期に自ら退職することは「企業への見えざる出資」「勤務する会社への投資」の失敗になる。そのような事態が生じるリスクに備えるために、預貯金等の安全資産を多く保有しようとするインセンティブが強くなる。

以上のことを考えれば、家計の資本市場へのアクセスを阻害している要因を取り除き、「貯蓄から投資へ」の流れを加速させ、家計の中長期的な資産形成を促進するために、（1）住宅や土地の流動性を高め、借家市場や住宅（特に中古住宅）流通市場の活性化を促す施策、（2）家計の雇用不安や年金不安を軽減する施策、（3）中途採用・転職を制度的に支援し、労働市場の柔軟性・流動性を高める施策等、多面的な対策を整合的な形で同時に進めることも重要であろう。

参考文献

- 跡田直澄・高橋洋一（2005）「郵政民営化・政策金融改革による資金の流れの変化について」、内閣府 Discussion Paper No.0502。
- 石川達哉・矢嶋康次（2002）「家計の貯蓄行動と金融資産および実物資産」『ニッセイ基礎研所報』（ニッセイ基礎研究所）、Vol.21, 1-131 ページ。
- 上山仁恵・下野恵子（2005）「住宅購入を考慮した家計の金融資産選択」『金融経済研究』（日本金融学会）、第22号、77-94 ページ。
- 宇都宮浄人（2011）「戦後復興期の金融仲介構造に関する一考察：1949～52年度末の資金循環統計の推計」、『金融研究』（日本銀行金融研究所）、第30巻第1号、253-306 ページ。
- 浦西友義（2012）「自助努力による年金制度への見直しに向けて—公的年金の将来の姿と確定拠出年金の重要性」、『月刊資本市場』（資本市場研究会）、No. 327, 11月、60-65 ページ。
- 王 凌（2017）「非伝統的金融政策と銀行の収益性：日本における市場型間接金融の進展をめぐる一考察」、『大銀協フォーラム研究助成論文集』（大阪銀行協会）、第21号、1-18 ページ。
- 大蔵省（1980）『大蔵省財務局三十年史』、大蔵省大臣官房地方課。
- 大蔵省財政史室（1999）『昭和財政史：昭和27-48年度（19）統計』、東洋経済新報社。
- 小川一夫（1991）「所得リスクと予備的貯蓄」『経済研究』（一橋大学経済研究所）、第42巻第2号、139-152 ページ。
- 金融庁（2016）「国民のNISAの利用状況等に関するアンケート調査（2016年2月）—結果報告書—」、3月31日。
<http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20161021-1/01.pdf>
- 経済産業省（2014）『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書』（伊藤レポート）、経済産業政策局企業会計室、8月6日。
<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>
- 財務省（2017）「平成29年度税制改正」、4月。
http://www.mof.go.jp/tax_policy/publication/brochure/zeisei17_pdf/zeisei17.pdf
- トヨタ自動車株式会社（2015）「AA型種類株式に関するQ&A（平成27年6月16日更新版）」、6月16日。
https://www.toyota.co.jp/pages/contents/jpn/investors/stock/share_2015/pdf/commonstock_20150616_03.pdf
- 中川忍（1999）「90年代入り後も日本の家計貯蓄率はなぜ高いのか？—家計属性別にみた「リスク」の偏在に関する実証分析—」『日本銀行調査月報』、4月号、69-100 ページ。
- 野村総合研究所（2017）「iDeCoに関するアンケート調査結果（2016年10月実施）」、第246回NRIメディアフォーラム、1月26日。
<https://www.nri.com/jp/event/mediaforum/2017/pdf/forum246.pdf>
- 橋本龍太郎（1996）「わが国金融システムの改革～2001年東京市場の再生に向けて～」、11月。
http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb7.htm
- 古藤久也（2000）「わが国家計の資産選択行動について—持ち家選好・年功序列賃金制度と株式保有—」日本銀行金融市

場局ワーキングペーパーシリーズ 2000-J-9。

毎日新聞 (2015)「トヨタ：元本保証の新型株人気 申し込み、発行の4～5倍」, 7月25日。

村田啓子 (2003)「マイクロデータによる家計行動分析—将来不安と予備的貯蓄—」『金融研究』(日本銀行金融研究所), 第22巻第3号, 23-58ページ。

吉川卓也 (2006)「住宅資産保有のための個人の金融行動—家計の金融資産選択行動と実物資産—」『住宅・金融フォーラム』(住宅金融普及協会), 第2号, 34-55ページ。

米澤康博・松浦克己・竹澤康子 (1999)「年功序列賃金制度と株式需要—何故、わが国家計の株式需要は少ないのか—」『現代ファイナンス』(日本ファイナンス学会), No.6, 3-18ページ。

Allen, F. and Gale, D. (2000) *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: MIT Press.

Angerer, X and Lam, P. S. (2009) Income Risk and Portfolio Choice: An Empirical Study. *Journal of Finance*, 64, pp.1037-1055.

Caballero, R. J. (1991) Earnings Uncertainty and Aggregate Wealth Accumulation. *American Economic Review*, 81, pp.859-871.

Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2004) *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development*. Cambridge, MA: MIT Press.

Elmendorf, D. W. and Kimball, M. S. (2000) Taxation of Labor Income and the Demand for Risky Assets. *International Economic Review*, 41, pp.801-832.

Faig, M. and Shum, P. M. (2002) Portfolio Choice in the Presence of Personal Illiquid Projects. *Journal of Finance*, 57, pp.303-328.

Friedman, M. (1957) *A Theory of the Consumption Function*. Princeton: Princeton University Press.

Heaton, J. and Lucas, D. (2000) Portfolio Choice in the Presence of Background Risk. *Economic Journal*, 110, pp. 1-26.

Hoshi, T. and Kashyap, A. K. (1999) The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come from and How Will It End? *NBER Macroeconomics Annual*, 14, pp.129-201.

Hoshi, T. and Kashyap, A. K. (2004) . Japan's Financial Crisis and Economic Stagnation. *The Journal of Economic Perspectives*, 18, pp.3-26.

Keynes, J. M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: MacMillan.

Kimball, M. S. (1993) Standard Risk Aversion. *Econometrica*, 61, pp.589-611.

Leland, H. E. (1968) Saving and Uncertainty: The Precautionary Demand for Saving. *Quarterly Journal of Economics*, 82, pp.465-73.

Skinner, J. (1988) Risky Income, Life Cycle Consumption, and Precautionary Saving. *Journal of Monetary Economics*, 22, pp.237-255.

(2017年7月14日掲載決定)