

我が国金融・企業システムの新たな航路

1. 方向は変わった

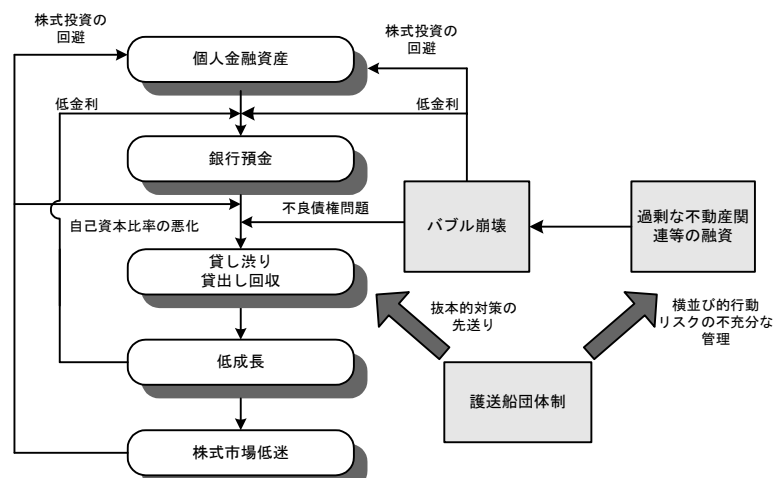
99年3月、大手銀行に対する公的資金注入と経営健全化計画の発表を契機に、我が国株式市場の相場は回復に転じた。識者の間では、金融システムの問題は、何も解決されていないとか、ある程度は解決したが、個別行の大問題はまだいくつも残っている、といった慎重な見方も根強い。

しかし、少なくとも、我が国の金融システムが、歴史的な方向転換を果たしたことは、確かであろう。すなわち、護送船団体制から市場競争メカニズムへの方向転換である。

図1が、これまでの我が国の金融システムの航路である。護送船団体制であったからこそ、銀行が十分なリスクを認識しないまま、横並びで不動産関連プロジェクトに融資を拡大するような事態が生じ、バブル経済が加熱した。そして、バブル崩壊後生じた、不良債権問題に対しても、抜本的な改革は先送りされ続けたが、これもいかなる銀行もつぶさない、つぶれない、という護送船団体制の発想が、官民双方に根強くあったためと言えよう。

こうして生じた不良債権問題が、銀行の貸し渋り、貸出回収を引き起こし、経済の低迷、株式市場の低迷をもたらした。そして株式市場の低迷が、銀行自己資本の一層の悪化をもたらし、これが貸し渋りを加速させる、という悪循環に陥ったのが最近までの日本経済である。

図1 従来型金融システムがもたらした経済低迷、市場低迷のスパイラル



(出所) 野村総合研究所

企業が、銀行以外のルートで円滑に資金を調達出来るなら良い。しかし、バブル崩壊の痛手と株式市場の低迷の結果、結局、銀行に個人の金融資産の大半が滞留したままとなり、企業へのリスク・キャピタル供給にはつながらなかったのである。

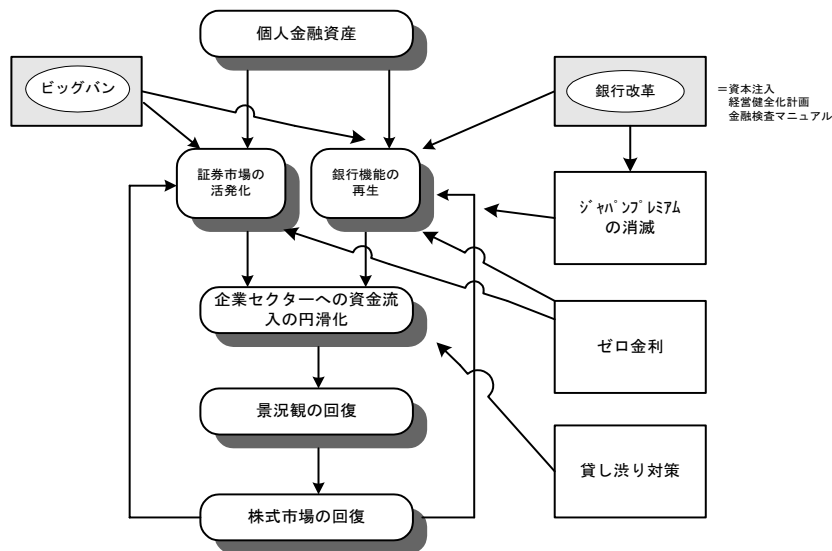
しかし今、我が国の金融システムは、新たな航路に向けて方向転換を果たしたと考えられる。まず96年11月に宣言され、98年12月にほぼ実施に移されたビッグバンが、証券市場活性化と銀行業務の自由度の拡大、そして何よりも競争原理の導入を通じて、新しい金融システムの基盤となる環境を形成した。

もちろん、それだけでは足りなかった。過去からの負の遺産である不良債権問題への取り組みが必要だった。99年3月、これが、ようやく公的資金の本格投入と経営健全化計画の提出により、実現したわけである。

もちろん公的資金の投入といった、99年3月のイベントだけにとどまらず、そこまでに至るいくつかの銀行の破綻処理や合併・提携の動き、そして金融検査マニュアルの策定などにも示された、金融再生委員会、及び金融監督庁の、金融再生と脱護送船団行政に向けた強い姿勢が、方向転換をより確実なものとしたと言えよう¹。

以上に加えて、ジャパン・プレミアムがほぼ消滅したこと、ゼロ金利政策が導入されたこと、さらに、特別信用保証制度に代表されるような非常・異例の貸し渋り対策の実施もあり、現時点で、図2に見られるような正の循環が始動しかけているように思われる。すなわち、企業セクターへの資金繰り状況が改善し、景況マインドが下げ止まる。結果、株価が上昇し、金融システム問題も軽減され、企業セクターへの資金供給が円滑化する、という循環である。

図2 金融再生、経済再生へのスパイラル



(出所) 野村総合研究所

¹ 飯村慎一「転換迫られる金融機関経営」及び「公的資金注入と銀行経営について」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

ジャパン・プレミアムの消滅も、金融再生に向けた当局へのスタンスへの市場の信任と考えると、大手銀行でも個別行の問題がまだ残り、地銀、中小金融機関や生保などの問題への取り組みもこれから、という状況にあるものの、市場においても、我が国金融システムの方向転換が認識され、株価の回復につながったと考えられよう。

この株価の水準が、すでに過大評価となっているのか、あるいはまだ過小評価なのかを議論するのは、本論の目的ではない。ただ、それを判断する上でも、まず今回の方向転換の性格を理解し、残された問題はどのようなものか、それはどのように解決されるべきなのか、吟味することが必要であろう。以下、これらの点を議論する。

2. 変化の性格

1) 銀行システムの変化

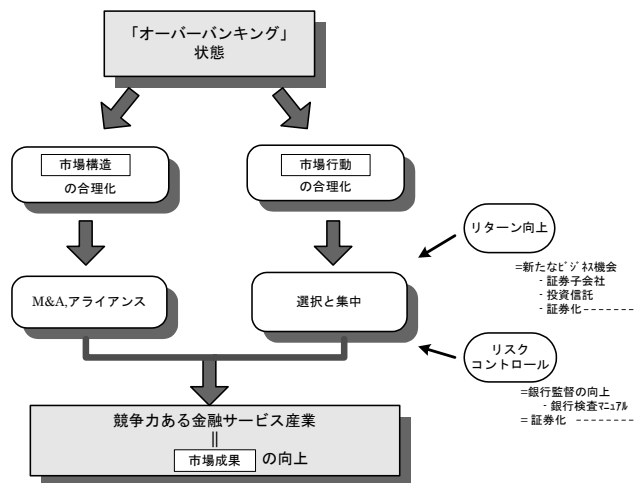
銀行システムを改革するにあたり、当局において、オーバー・バンキング問題の解消が必要であるという認識があったと言われる。一国の経済におき、銀行ないし銀行的な機能を果たす金融機関が、過剰か過小かは、経済学的に言えば、超過利潤が発生しているかどうか、によって判断するのが、一つのアプローチであろう。そして、やはり経済学的に考えれば、超過利潤が発生しているならば、規制や独占の問題が無い限り、新規参入が発生し、過小利潤状態ならば、退出が生じるのであり、結果としてオーバー・バンキングもアンダー・バンキングも起きないはずである。

従来の日本では、護送船団体制の下、参入、退出が制約され、銀行は利潤を約束された。そしてこれが過剰利得とならないように、業務や価格に規制が加えられていたわけである。こうした一種の均衡から、参入、退出も、さらに業務や価格の規制も緩和された時代の新たな均衡点を目指すなかで、銀行の数が現状より増えるか、減るかは、一概には言えない。ビッグバンにより、まさに、参入、退出と各種の規制緩和が実現したのであり、適正銀行数の模索は、市場メカニズムに任せれば良いとも思われる。

ただ、当局が、オーバーバンキングという認識を打ち出したのは、現状我が国には、同じような業務を行う銀行ばかり存在し、今後もそうした同質の業務だけを皆が一様に続けようとするならば、やがて大幅な退出の発生が余儀なくされ、金融システム上の安定性にも係わる問題に発展するという懸念を持っているためであろう。旧来型メカニズムの慣性が続く中では、均衡点の移動にこのままでは大きなリスクを伴うか、あるいは多大な時間がかかってしまうという問題意識である。

銀行産業に対するこのような判断に立ち、図3のような措置が取られたわけである。まず、「市場構造」の改革である。数が多すぎるという判断の下、これを合併、提携といった手段で縮小する。同時に「市場行動」の改革である。「選別と集中」がここでのキーワ

図3 銀行改革の構図



(出所) 野村総合研究所

ードであるが、まずは収益性を向上させるような行動をとれる環境を作ることが重要である。

この点では、規制緩和により、証券子会社の業務範囲拡大や、本体での投信販売など、業務の自由度を高める措置が取られてきた。もっとも、ハイリターンの追求が単にハイリスクの追求に終始するのでは、バブルの再燃、銀行システムの不安定性の拡大につながりかねない。そこで、金融検査マニュアルの導入に示されるようなリスク管理体制の強化策も導入された。なお、証券化推進のためにとられてきた施策は、証券化ビジネスという形で銀行業務の収益性を高めると同時に、後述するように、リスク・コントロールにも資するものである。

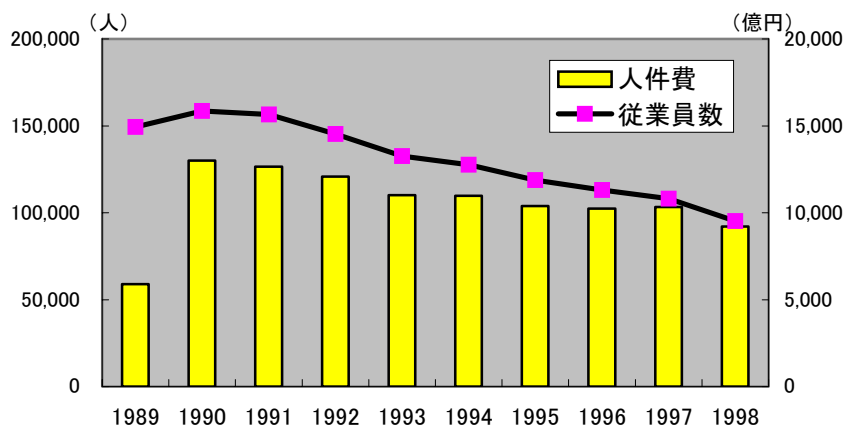
以上のような、市場構造、市場行動の改革策を通じて、「市場成果」の向上、すなわち、競争力ある金融サービス産業の実現が目指されているのである。

2) 証券市場の変化

産業構造の転換ということでは、証券産業においては、政策的介入を受けるまでもなく、既にドラスティックな調整が進展している。例えば各種業界で、人員削減が話題となっているが、証券業においては、従業員数はピークの16.7万人(91年6月末)から、98年末には、7.2万人減の9.5万人までに減少している。ピーク比43%減というドラスティックな変化である。人件費は、90年3月期の1.3兆円から、98年3月期には0.9兆円へと、約3割の減少である(図4)。

こうした量的な変化に加え、ビッグバンの結果、証券産業の質的な変化も急である。すなわち、免許制から登録制への移行を機に、新規参入、退出が活発に行われる産業となっ

図4 証券会社の人件費と従業員数



(注) 人件費は、3月末。従業員数は12月末。

(出所) 証券業協会資料より野村総合研究所作成。

ている。株式委託手数料も完全自由化されるが、米国のメイデー、英国のビッグバンの時と違い、インターネット取引が活発化するなかでの手数料自由化のインパクトは、一筋縄ではいかないであろう。

さらに、98年12月以来、証券会社が、取引所に注文を取り次ぐのではなく、自ら注文を執行する取引所外取引も日常的に行われるようになり、証券取引所も構造転換を急いでいる。東京証券取引所が立会フロアでの取引を99年4月に廃止するなど、わずか2年前でも想像できなかったような変化が現実のものとなっている。

有価証券取引税や取引所税の撤廃、TBやFBの公募入札の実施、非居住者に対する国債の源泉徴収廃止など、何十年来、その必要性が主張されていたにも係わらず、実現に至らなかったことも、一気に実現した。

3) 企業行動の変化

以上のような我が国の金融システムの変化は、当然のことながら、企業システムの変化をもたらす。特に、これまで、企業の資金調達の根幹を握ってきた銀行システムの変化の影響は、大きなものとなる。

経営健全化計画の遵守を目指す以上、銀行は融資の収益性の向上を目指していくため、いかに銀行に公的資金が注入されようと、低スプレッドで潤沢に企業に資金が供給される時代は、既に過去のものとなった。銀行と企業、企業間の株式持ち合いも縮小に向かっていく。

従って、企業は、証券市場を全面的に意識した財務戦略をますます重視するようになっていく。市場にアカウンタブルな経営が要求されるわけであり、国際会計基準の導入に向けた動きも、これを促している。

コーポレート・ガバナンスも、単なる議論ではすまされなくなっている。諸外国におけるのと同様、我が国においても、ガバナンスへの要求は単に、企業のボランティアな対応では不十分となり、より制度的な要求に近づきつつある。99年4月2日には、東京証券取引所が、理事長要請という形で、上場企業に対して、コーポレート・ガバナンスに関する取り組み状況や今後の計画等の開示を要請しているが、これはそうしたトレンドが、日本でも具体化してきたことを意味しよう。

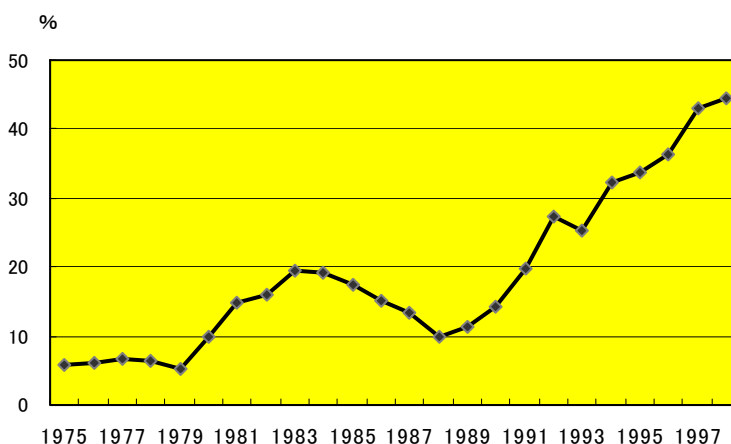
また、年金基金や運用会社において、受託者責任を重視する意識が急速に高まっている。このような動きのなかで、いわゆる政策投資的な株式保有も是正されていこう。さらに報道によれば、大手資産運用会社の多くが、株主総会における議決権行使を重視していくという方針を示している²。

もう一つ、見逃せない動きは、外人投資家の活動の活発化である。図5に示すように、東証一部の委託売買に占める外人の売買シェアは、5割近くとなっている。また図6に示すように、保有シェアは97年時点で1割に迫っている。外人投資家の重要性の高まりは、我が国における企業価値の評価のあり方を大きく変えつつある。

こうした現象は、実は過去にも1度あった。1967年のことである。資本自由化の結果、対日株式投資が開始されたが、外人投資家は、配当利回りが重視されていた日本の市場に、利益成長性の視点を持ち込んだ。いわゆる利回り革命の実現である。この時、一躍脚光を浴びた企業が、ソニーであった。

30年後の今、ソニーが再び外人投資家の脚光を浴びている。今度は、利益成長性ではなく、その大胆な経営リストラクチャリングの発表によってである。その後も、抜本的な経営改革計画を打ち出した企業の株価が、外人買いによって上方修正される動きが相次いでいる。

図5 外人投資家シェア（東証一部、委託売買分のみ）

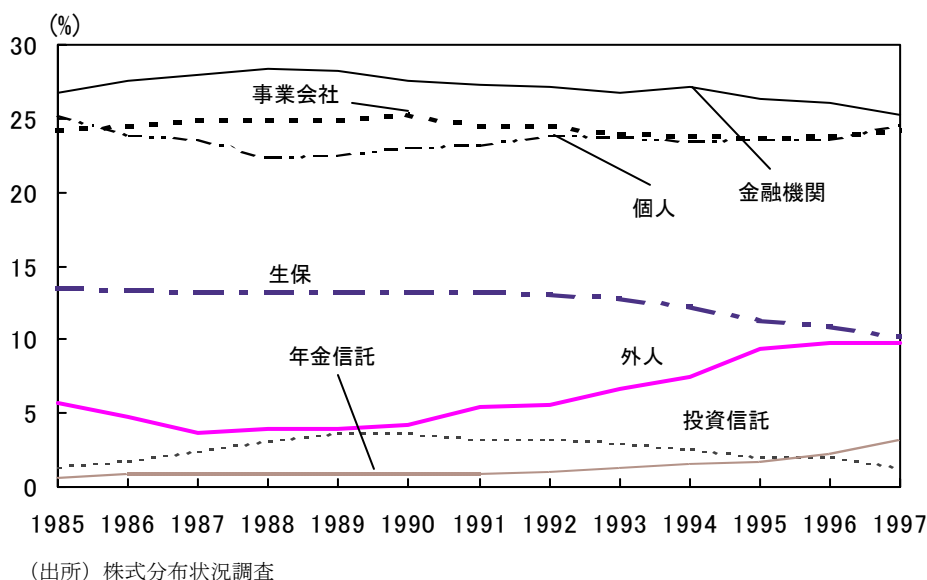


(出所) 東京証券取引所

² 日経金融新聞、1999年4月16日。

日本企業が、バブル時代に膨張した過剰施設、過剰雇用、そしてそれを生み出した経営体質をいかに変えていけるのか、外人投資家が注目しているわけである。グローバル企業を目指す経営者は、彼らを見無視しては行動できない時代に入ったのである。

図 6 所有者別株式分布状況



3. 推進力は十分か？

1) 変化のスピードが問題

以上のように、銀行も証券市場も含め、我が国の金融システムは、明確に方向転換をし、これが同時に、我が国の企業システムの方向転換をもたらしている。悲観論を強調するのは容易である。実際、今の経済の実態を見れば、何ら動意は見いだせない、と結論づけられてもおかしくない。

しかし、大きな船が、急速に舵を切る時は、殆ど前に動いていないように見えるものである。一端、方向が定まれば、確実に新たな世界に向かって船は前進していくのである。何も変わっていないと批判し続ける前に、以上で指摘したような、明確な方向転換の事実を、まず直視すべきであろう。世界の投資家も、この変化を認識したからこそ、日本株買いを実行したのである。

問題は、変化したのか、していないかではない。方向転換は、既に生じている。真の問題は、この後、どの程度のスピードで前進していけるかどうかという点にある。このスピードという点では、心許ないものがあるのは事実である。

2) 銀行及び証券会社の問題

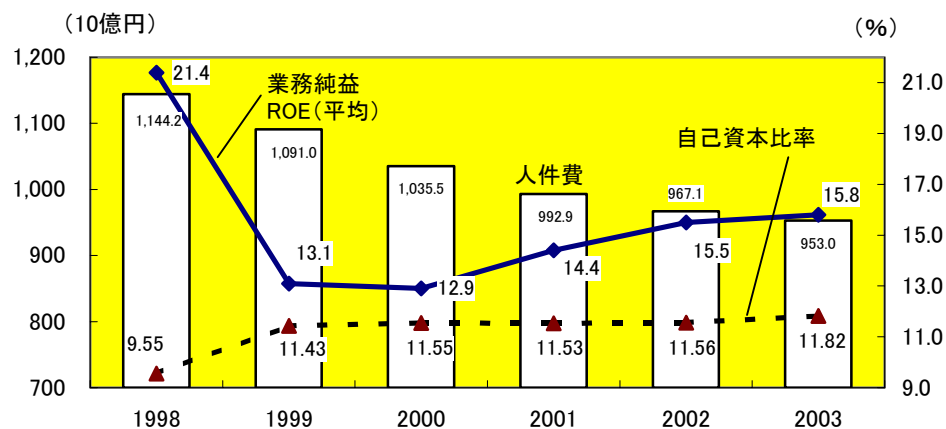
まず銀行を見ると、前号で指摘した通り、握手をしてから内容を考えるような提携も相次いだ。銀行による投資信託の本体販売も、ほとんど全行が一斉に取り組みを始めた。横並び的な行動パターンがまだ抜けきらないことを伺わせる³。

一部の銀行で主張された金融検査マニュアルへの反発も、グローバルな銀行行政への認識の不足を露呈するものであった。分社化、権限委譲の時代だから、例えば取締役が全リスクを把握しろというのは時代に逆行する、といった反応が聞かれた。しかし米国の金融関係者の間では、組織の分権化が90年代初頭に至る米国金融機関の不良債権問題の拡大の一因だったと認識されている。この反省の下、米国では官民あげてリスク管理体制の強化が図られてきたのである。そこにおいては、バランスシートの資産と負債を眺めるALMから、政策投資株式、オフバランス、そして自己資本まで含め、さらにはバランスシートにとどまらず個々のトランザクションも含めたトータルなリスクの把握、すなわちERM (Enterprise Risk Management) への移行が要求されるようになってきたのである。リスク管理体制の明確な向上を伴わない、分社化や金融持株会社化の指向は、片手落ちである。

そして、肝心の経営健全化計画の方も、図7、及び本誌の飯村論文が示している通り、他業態が経験したリストラに比べると、不十分という批判は免れない。

証券業界においても、一部の中小証券会社では、手数料完全自由化を前に、手数料率表の策定を証券業協会に求めようといった動きもあったと言われる。自らの商品、サービスにいくらの価格をつけるか、ということは、およそいかなる商売においても最初の一步であろう。そうした民間企業としての基本中の基本の原則すら確立していない部分が、証券業界の一部には残っているということである。

図7 資本注入8都銀の経営健全化計画



(出所) 各行資料より野村総合研究所作成。

³ 林 宏美、淵田康之「活発化する金融機関の提携・合併」『資本市場クォーターリー』99年冬号参照。

3) 企業の問題

企業はどうか？一部の大企業においては、政府による各種の救済措置を求める動きが、あからさまになっているようである。デット・エクイティ・スワップの導入に関する議論も浮上した。しかし、本誌の橋本論文が示している通り、米国では、デット・エクイティ・スワップは、主に破産法適用の申し立てをした企業あるいは支払い不能となった企業の再建手続きとして利用されるものである⁴。これに対して我が国の議論は、破産や支払い不能を宣言しないまま、企業が、債務負担を容易に軽減できる措置のように紹介される傾向が強い。もちろん、我が国の企業再建手続きが、企業の事業継続を困難としているのは問題と言える。しかし、この点を含め、倒産法制の改正議論は既に進められており、99年秋の通常国会にも、改正法案が上程される予定となっている。この場合も、債権者、新株主による厳しい監視が前提となって、初めてデット・エクイティ・スワップは許容されるのである。

また、最近執行役員制を導入する企業が相次いでいるが、97年にソニーが導入した当初に強調されていた、取締役の監視役としての独立したチェック機能の強化という観点よりも、取締役会のスリム化、さらに言えば株主代表訴訟対策という、後ろ向きの動機が伺われる。これでは、日本の企業のディスクロージャーに対する不信感は、なかなか払拭されないであろうし、さらなるディスクロージャー強化に挑戦しようとしている米国との格差は広がる一方となろう⁵。

以上のように、我が国の金融・企業システムは、方向転換は果たしたものの、前進するのに十分な推進力を持ち合わせているのかどうか、不安な点も残る。グローバルな投資家が、この先注目しているのは、まさにこの点である。

4. 競争力ある金融・企業システムに向けて

1) 競争力向上のための大原則

こうした我が国の金融・企業システムに残る問題点を、どの程度重要視すべきであろうか。注意すべき点は、我が国の金融・企業システムと言っても、もはや護送船団が進んで行くわけでも、日本株式会社丸が進んで行くわけでもない、ということである。単に、船の向きが変わったのではなく、とうに市場メカニズムをルールとした競争が始まっている。

⁴ 橋本基美「米国におけるデット・エクイティ・スワップ」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

⁵ 橋本基美「米国企業のディスクロージャーに対する監査機能の強化」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

方向転換が十分でない企業と、思い切って舵を切った企業とでは、今の時点で大きな差は認められなくても、何年かすれば、両者は、完全に別世界になるであろう。

銀行にしても、証券会社にしても、既存の業者が順調に発展していくのかどうかを憂える必要はない。外資系や事業会社系も含め、新規参入が円滑に実現しつつある。既存の業者が、消費者や発行体のニーズに十分対応できないのならば、新規参入者がとって代わるだけである。

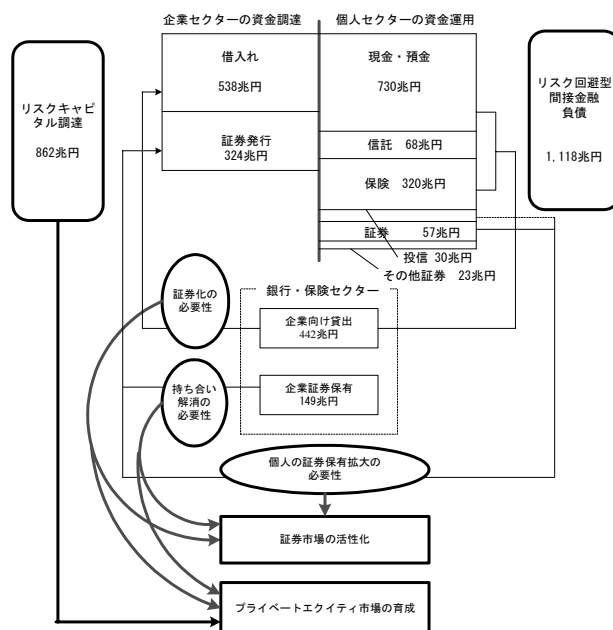
重要なことは、こうした競争のメカニズムを円滑に機能させていくことである。我が国の金融や企業の競争力の向上が頻りに議論されているが、競争が無ければ競争力は向上しない。最大の競争力向上策は、競争促進政策と考えるべきである。

2) 必要なリスク・キャピタル供給構造の改革

この点を大方針としつつも、政府がさらに重視しなければならないことを一つあげるとすれば、それは、リスク・キャピタルの供給メカニズムの改革である。

我が国が、今日の苦境に陥った最大の原因は、護送船団体制のなか、銀行借入偏重の産業金融メカニズムになっていたことにある。企業の資金調達が、862兆円に対し、個人の現・預金、信託、保険の保有額が1,118兆円である。つまり経済全体としては、リスクのある資産を、リスクが無い、あるいは殆どリスクが無いと認識されている負債で調達していることを意味する(図8)。そして、この企業と個人の間を、銀行、保険業界が取り持っている

図8 新たなリスク・シェアリングの必要性



(注) 数字は、98年9月末。

(出所) 日本銀行「資金循環勘定」、野村総合研究所

わけであり、一国の経済、企業に内在するリスクが、銀行、保険セクターによって、ほとんど担われていたとあって良い。これがバブルとその崩壊を生んだ。従って、企業の資金調達に伴うリスクが、銀行や保険のみによってではなく、経済主体全体で広く担われることが重要である。企業の資金調達が、借入から証券発行に転換していくことが、このために不可欠なのである。

もちろん、これまでも、企業の証券発行は行われてきた。しかし、その相当部分が、持ち合いや政策投資という形で企業セクター、あるいは銀行、保険セクター内で保有され、真のリスク分散につながらなかった。持ち合いや政策投資の解消のためにも、証券市場の活性化が必要である。さらに、銀行等の債権の証券化、企業の資産証券化、不動産証券化等が、促進される必要がある。

証券市場の活性化は、こうしたリスク・シェアリングという観点に加え、以下のような観点からも喫緊の課題である。

- ①そもそも銀行等の貸出が、従来のような低スプレッドのまま、円滑に拡大する時代は終わった。
- ②証券市場を通じた、投資家の選別が働くことにより、良質な企業により多くの資金がより低コストで供給され、経済全体として、革新的な企業が発展し、企業の改革も促進され、改革を怠る企業が淘汰されるメカニズムが働く。資本主義国として、こうした市場原理を通じた選別、改革、淘汰の原理を、まず発揮させ、国家による企業の選別や救済といったメカニズムは、可能な限り忌避されるべきである。
- ③証券市場を通じたガバナンスが機能することによっても、企業の選別、経営改革、淘汰が推進される。
- ④優れた証券市場があってはじめて、ストックオプションが従業員、経営者、ひいては、経済活性化のためのインセンティブとして機能する。
- ⑤我が国は第二次国債大量発行時代を迎えた。国債が産業金融をクラウドファンディングアウトしないためにも、個人や海外投資家が活発に参加する証券市場の形成が不可欠である。

3) 証券市場に残された問題

証券市場の活性化は、すでにビッグバンの一連の改革のなかで、相当程度手をつけられたところであるが、まだ課題は残っている。例えば、米国が 2002 年 6 月をターゲットに T+1 の実現を官民あげて目指しているのに、我が国では全くといっていいほど、その点の問題意識に欠けている。こうした、証券市場の決済リスクのような問題こそ、自由競争に任せるのではなく、公的介入がもっと発揮されてしかるべき分野である。早期に行動を開始しなければ、21 世紀の初頭において、我が国の証券市場は、既に T+1 に移行した欧米市場に比べ、決済リスクの高い市場と見なされることになるだろう。証券決済インフラの抜本的改革を急ぐ必要がある。

また、欧米の有力バイサイド、セルサイドが集まり、グローバルな証券取引の電子化を円滑化させるファシリティを世界の三大市場に設立する構想があるが、アジア・太平洋地域の拠点は、シンガポールか香港に設置するということが、関係者の間では、ほとんど既定路線のように語られている。

我が国が世界の三大金融センターの地位を目指すのであれば、ビッグバンをその第一歩としつつも、より明確な国家戦略の策定が必要と言えよう。

その他、CPの改革、クラス・シェアの発行、SPCの利用促進、不動産投資信託（REIT）の導入など、既にその必要性がしばしば主張されながら、実現を見ていないものは、まだ多数残されたままである。

既に、間接金融が圧倒的な優位にあるという現実から出発しなければならないこと、そしてペイオフ延期論に示されるように、リスク回避型の貯蓄行動を経済全体として助長するような風潮が根強いことも、証券市場の活性化を遅らせる要因となっている。

4) プライベート・エクイティの意義と限界

リスク・キャピタルの供給という点では、流動性が高く、情報が行き届いた通常の証券市場の活用のみでは、不十分である。証券市場が極めて発達した米国を見ても、昨今の米国経済のダイナミズムを支える、インターネット関連企業のようなベンチャー企業の輩出も、あるいはドラスティックに展開される企業の買収・合併、リストラクチャリングも、それを資金面から相当程度促進しているのは、通常の証券市場というよりも、プライベート・エクイティと呼ばれる、非流動的で、情報が不十分な分野に投資する仕組みの存在である。このルートを通じて、通常の証券市場では、カバーできない、ハイリスク、ハイリターンの分野のリスク・キャピタルの供給が可能となっているのである⁶。

我が国におけるプライベート・エクイティ市場の振興策も、投資事業有限責任組合法の施行、ベンチャー・キャピタリスト研修事業、マネジメント・バイアウトの円滑化のための制度改正議論など、既に重要な進展が見られている⁷。

ただし、プライベート・エクイティは、基本的にハイリスク・ハイリターンの世界である。資金投入においては、通常の投資よりも高いIRRが求められる。逆に言えば、投資を受け入れる側にとっては、高いハードル・レートを達成するために、相当ドラスティックなキャッシュフローの増大を追求していかなければならない。

米国でも、ベンチャー・ファンドの出資を受けられるのは、ほんの一握りの超エリート中小企業に過ぎない。従って、上記の仕組みだけで、経済全体が迅速に活性化するわけではない。また、バイアウト・ファンドも、我が国の場合、相当なリストラを伴わなければ、

⁶ 淵田康之「拡大する米国のプライベート・エクイティ市場」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

⁷ 淵田康之「我が国におけるプライベート・エクイティ市場発展への課題」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

十分なリターンに見合う案件にならないケースが殆どであろう。こうしたリストラは、個々の企業にとっては合理的でも、マクロ的にはデフレ圧力の拡大につながり、企業経営全般の困難を拡大させることにつながり兼ねない。

従って、プライベート・エクイティの振興は大いに望まれるところであるが、かといって、これに過大な期待を抱くことは禁物である。

参考までに付け加えると、90年代初頭、米国でハーバード大学と競争力評議会が数年がかりで行った米国企業の競争力向上のための調査においては、マネジメント・バイアウトは出資者の企業への影響力を拡大させ、短期的指向の機関投資家に経営が左右されなくなるというメリットはあるが、出資者の動機はトランザクションを通じた利益であり、企業の長期的繁栄ではない。企業にとってのハードル・レートは高まり、その結果、実物投資比率は低下する、と指摘されている⁸。

5) リスク・キャピタル供給のための公的メカニズム

リスク・キャピタルの供給メカニズムとして、証券市場はまだわずかな位置づけに過ぎず、問題も数多く残されている。また証券市場が十分活性化されたとしても、プライベート・エクイティ市場も発達しなければ、十分なリスク・キャピタルの供給は実現しない。ただ、既述の通り、プライベート・エクイティ市場にも限界はある。

そこで、市場競争原理の阻害を極力避けつつも、リスク・キャピタルの供給を促進するような、何らかの公的メカニズムを導入することは、検討に値しよう。ただその場合も、証券市場の活性化やプライベート・エクイティ市場の振興につながるような形で実施されることが望ましい。

証券市場の活性化につながる措置としては、公的機関が何らかの形でコミットすることにより、融資の証券化の促進や、ハイ・イールド債への投資を促進させるといった、施策も考えられる。

プライベート・エクイティ市場の振興につながる措置であるが、ベンチャー企業支援のための各種措置は、既に多種多様のものが我が国には導入されている。ただ、プライベート・エクイティ市場で重要な役割を果たすプライベート・エクイティ・ファンドの育成につながるような措置は、もっと考えられてよいかもしれない。欧米流のプライベート・エクイティ・ファンドは、我が国ではほとんど存在せず、こうしたファンド運営会社自体がまだベンチャー企業のような段階にしかないからである。

この場合、ベンチャー・キャピタルに限らず、バイアウト・ファンドなど我が国企業のリストラクチャリングを促進するような仕組みや、ディストレスト・ファンドのような我が国の不良債権、不良資産問題に取り組むような仕組みにも、支援していくという観点か

⁸ Porter, M., *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*, A Research Report Presented to the Council on Competitiveness and Co-Sponsored by the Harvard Business School, 1992 参照。

重要であろう。こうした支援により、通常のプライベート・エクイティが求めるほどの高いIRRは期待できない案件でも、プライベート・エクイティの枠組みを通じて、リスク・キャピタルが供給され、経済活性化に役立つことが期待されるのである。

リスク・キャピタル供給のための公的メカニズムは、諸外国でも珍しくない。欧州の例の一部を本誌の落合論文でも紹介しているが、1998年7月に設立されたフランスのFPCR (Fonds Public pour le Capital Risque)は、文字通り「リスク・キャピタルのための公的ファンド」である⁹。これは、フランス政府が、フランス・テレコム为民営化資金から6億ドル拠出し、欧州投資銀行も3億ドル拠出して設立したもので、民間のベンチャー・キャピタルが運営するファンドに出資するというスキームである。この場合、ファンドの50%以上を設立後7年以下でイノベティブと認められる業種のフランス企業に投資する、といった条件を満たす必要がある。スタート以来今日まで、10本のファンドに4億フランが投資されている。

我が国でも、個別企業、個別産業の安易な救済を行政や一部関係金融機関の内部で議論するのではなく、ベンチャー企業育成、大企業のバイアウト支援、不良債権、不良資産の流動化促進、そしてプライベート・エクイティ市場振興を目指し、民間のインベストメントバンカー、企業アナリスト、コンサルタント、投資ファンド運営者らのノウハウを最大限に活用した、何らかの「リスク・キャピタルのための公的ファンド」スキームを構想する方が、はるかに建設的と言えよう。

おわりに

我が国の産業競争力の向上は、金融セクター及び企業セクターの改革のみによって達成できるものではない。アメリカで競争力問題が台頭した時にも、極めて総合的な改革が議論されたのである¹⁰。

90年代初頭、アメリカでは、アメリカ衰退論が台頭し、世論調査では、自分の子供が、自分が経験してきた生活よりも良い生活をおくることになると答えた者が、89年の59%から92年には34%に急低下した。こうした環境下、連邦諮問委員会として競争力政策評議会が設置され、各種の議論が展開された。また、米国の競争力に懸念を抱く民間人のイニシアティブによって設立された競争力評議会も、ハーバード・ビジネススクールと共同研究を進めた。上院の銀行、住宅、都市問題委員会では、アメリカ経済及びアメリカの国際競争上の地位に関するヒアリングが開催され、民主党政策委員会が経済リーダーシップ・プログラムを発表したりした。92年度において、議会に提出された「競争力強化」のための法案は、わずか半年で547件にも達したと言われる。

⁹ 落合大輔「明暗分かれる欧州のベンチャー証券取引所」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

¹⁰ 淵田康之「アメリカの優先課題」『NRI政策研究シリーズ』No.8, 1992年10月

例えば、競争力政策評議会のテーマを見ても、貯蓄・投資、教育・訓練、テクノロジー、コーポレート・ガバナンスと金融市場、医療費、貿易問題、と広範であった。

ある意味では、我が国も、橋本内閣における6大改革や経済戦略会議を踏まえた上で、産業競争力会議があると考えれば、広範な観点から、我が国の競争力向上の政策が議論されてきたと言える。そこでやはり次に問われるのは、これらの議論を総合し、諸改革を整合性を取りながら、実行していくリーダーシップであろう。

もう一つ、米国から学ぶべきことは、国家がどの産業、企業を支援するか、しないかを選ぶようなこと(picking winners and losers)を慎重に回避し、市場原理を最重視する姿勢を、米国が堅持してきたことである。

実際、この90年代を振り返ると、当初、米国衰退論の大合唱で始まったにもかかわらず、その後、史上最長の好況が今日まで続き、世界最強の国として米国が甦ったと評されることになっているわけである。

この間、何が一番変わったかという点、国が実行したことでは、RTCによる不良債権問題の抜本解決、そして財政の黒字化であろう。教育分野での改革も努力が続けられてきた。しかし、これらを除けば、各種提案された国家の介入策が実現し、大きな成果をあげたような事例は見当たらない。基本的に、民間が自助努力を發揮し、自ら必要なリストラを実施しつつ、同時に優れた日本企業等のビジネス・モデルの良い点のみ、真摯に取り入れていったのである。

我が国の今日の問題の根本は、市場原理が十分機能していなかったことにある。市場は万能ではなく、一定の施策はもちろん正当化する。しかし市場原理の導入という大きな方向性を決して見誤らずに、問題を解決する方策が検討されていくことを期待したい。不良債権問題解決の先延ばしや、財政赤字の一層の拡大につながるような措置の導入も、忌避されなければならない。

(淵田 康之)