

金融危機シンポジウム「イノベーションとリスク管理」

「金融危機 市場から見た課題」

報告者：江原伸好氏 ユニゾン・キャピタル株式会社 代表取締役
日 時：2009年10月15日（木）16:00～17:30
場 所：早稲田大学日本橋キャンパス ホール

【報告】

金融危機から1年が経過した。若干の回復局面は見られるが、今後の日本経済の行方についてまだ油断はできない。金融危機後、内需拡大をテコに再び成長軌道に乗るBRICs諸国は、世界の市場で存在感を強めている。日本経済が現在抱える問題点や今後の行く末を、ビジネスビルダーとしての立場から考えてみたい。

金融危機と日本経済の再建

今後、日本経済はどうなっていくのか。短期的な課題と長期的な課題はあるが、金融危機から1年経った今、日本経済をいち早く再建することが必要である。とくに私は、日本の金融業界が直面する問題を解決することが重要だと考える。

日本の金融業界はグローバルベースではかなり健康だといえよう。日本の銀行は、今回の危機で問題となったCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）などの債権化した商品を多く持っていなかったため、被害はそんなに大きくなかった。かなり早い段階で不動産市場をコントロールしていたことも功を奏した。バブル崩壊という経験が生きているようだ。

一方、アセットサイドで日本の金融業界を見てみると、問題点はいくつかある。なかでも一番の問題は、日本の金融機関は自己資本が不足しているという点だ。不十分なTier1（中核的自己資本）をはじめ、儲けがないとわかっていながらも続けている大企業取引による非効率なアセットアロケーション、利益の少ない海外取引、株式の持ち合いなどは、昨年のリーマンショック後の株価低迷により、さらに自己資本比率を減らす結果となり、足かせとなっている。

日米の銀行の利ザヤを比較してみよう。1990年代半ば頃、米国は200%、日本も30%程度の利ザヤがあった。しかし2008年になると、米国は3.4%、日本は0.3%に下がってしまった。コーポレートバンキングにおける収益がなく、リスクに見合ったプライシングを怠っていることが原因といえるだろう。

株式の持ち合いに関しては、銀行保有持ち合い株は91年の11.3%から05年には3.15%に低下するなど減少傾向にあったが、06年を境に再び上昇に転じている。事業会社の持ち合い株も、03年以降上昇基調にあり、事業提携・買収防衛策の強化を反映している。

では、日本経済を再建させるための課題として、市場が発信しているシグナルはどのようなものだろうか。1つ目は、日本という国としての成長モデルがないこと。2つ目は深刻なデフレ懸念。3つ目は危機的な財政状況。4つ目は外国人投資家（機関投資家）に日本の株式市場が見放されつつあるという点だ。

先進各国のGDP（国内総生産）成長率を比べてみると、2010年に向けて前年比で上昇が予想されているものの、中国やインドなどの新興国と比べると非常に低い値になっている。とりわけ、日本は英国、米国などの先進国と並べれば最下位である。

中国の輸出産業の伸びは著しく、GDPに占める比率の増加が顕著だ。今後の内需拡大は、さらにその成長率を伸ばすだろう。金融はやはり米国が圧倒的に強い。国際金融センターは90年代半ばから、ボストン、ロンドン、香港が中心となっていることから、アジア、特に中国の金融における活躍が期待される。

日本の株式が直面する問題

日本の経済は、各国に比べて金融危機後の回復が遅い。08年8月1日を100とすると、09年9月現在、FTSE100（英国）は96.4%、Hang Seng（香港）は89.4%、Dow Jones（米国）は84.8%まで戻っているのに対し、日経平均株価は73.9%までしか戻っていない。日本はGDPだけでなく、株式相場も大きな打撃を受けた。今、インフレ率もマイナス2%を続けている。デフレになれば地価は下がり、財産も目減りする。日本経済の建て直しは、必要不可欠な状況に来ている。

09年9月に、鳩山政権が発足した。民主党は子ども手当などをうたっているが、実施するのは難しいのではないかと、日本はこれまでも赤字国債を乱発している。財務省の「財務データ集」による債務残高対GDP比を見てみると、08年に英国は49.8%、ドイツは64.2%、米国は65.8%なのに対して、日本はなんと170.9%と非常に高い数値を示す。これは顕著に高いレベルで、破綻寸前といっても過言ではない。新たな政策を打ち出すのはよいが、新たな政策によって国民にお金を出す体力は日本に残っていないのだ。

そんな状況の日本の株式市場で、外国人投資家の日本株保有率は下がっている。今、日本株式市場の価格のオピニオンリーダーは外国人である。08年の外国人投資家の保有株比率は22%にも達し、売買代金の構成比率では63%が外国人である。日本の経済状況を見て、本当に日本に投資してよいものか、外国人投資家たちは悩んでいる。

08年の世界の株式時価総額に占める日本の株式時価総額比率は9%と、90年の33%からは大きく縮小している。かろうじてまだ存在感を保ってはいるが、BRICS諸国の勢いにおされ気味といってもよい。日本はもはや世界経済の中心ではない。「ジャパンチーム」という名前は消え、日本はアジアの一国として統合されてしまったかのようだ。

金融危機からの脱却への対策

今後の対策として挙げられる項目は6つある。

まず第一に、現状の「危機の認識」である。今はまったなしの状況にあるはずなのに、日本の金融業界には危機感がなさ過ぎるのではないだろうか。

第二に政官一体となった取り組みをすること。

第三が人口問題である。日本の人口は現在の1億2千数百万から2045年に9千万人にまで減ると予測されている。35年間で約4分の1が減る計算だ。構成比率としては現在、1人の65歳以上の高齢者を3.6人の20～64歳の人（就労可能者）で支えているのに対して、35年後には1人の高齢者を1.1人の就労可能者が支えていくことになる。

人口が減少してもGDPが上昇したのは、これまでの世界の歴史の中でルネサンス期だけである。ペストで人口が減少したにもかかわらず、そのときだけはGDPが上昇した。しかし、日本の将来を、歴史の唯一の例外にかけてはいけぬ。現在の負の連鎖を、次の若い世代へ強制するわけにはいかないのだ。

政治的にはタブーとされているが、人口問題を解決するためには、移民政策を考え直すしかないと思う。出生率を上げても、大きな変化にはならないからだ。私が若い頃は、フランスが高齢化問題に直面していた。フランスは移民政策で問題を改善してきた。シンガポールは、日本よりも出生率が低い。もともと多くの民族が住む国でもあるため、同じ土地に多数の民族が住めるように法律を改正するなどして、人口問題を解決に導いている。日本も計画的な移民制作を議論するべき時が来たのではないだろうか。

第四は税制改革だ。今回の選挙において発表された民主党のマニフェストには、実は具体的な内容が書いていない。税制改革に具体的に取り組んでほしい。

税の分野の透明性を高めるためにも、利害調整だけでなく、成長分野における投資や、生前贈与や相続税など、若年層への財産譲渡を促進する政策、法人税、投資活動を促すための税制改革などをすすめるべきだ。米国と日本の個人資産の内訳を見てみると、米国は現金

を日本の半分しかもっていない。株式・出資金については構成比で約 4.4 倍もの開きがある。投資に対する考え方は若年層と高齢者層では違う。将来の投資市場を考えても、早いうちから若年層に「投資」の意義について考え、市場に参加してもらわなければならない。

第五に、経営を効率化し、日本の企業のガバナンスを整えること。

最後に、会社レベルでのグローバル化だ。この問題は、先進国の中でも日本は非常に遅れている。英語を公用語としないという点で、ハンデを負っている。しかし、多くの会社で、経営陣の多国籍化が進んでいる。海外の企業は、国籍ではなく「企業にとって良い人財」を選ぶ。長期的な視野で考えれば、企業の成長には、社員が共通の価値観、言語、DNA を持って企業活動をすることが重要なのであって、国籍は関係ない。

日本のプライベートエクイティ

プライベートエクイティ（未公開株投資）が日本で始まって約 10 年、ようやく市民権を得てきた。バイアウト（買収）案件は、リーマンショック前の 08 年まで増えていたが、まだまだ市場の成熟度は低い。これまで日本では間接金融が強かったため、バイアウト市場を GDP と比較してみると、その規模は欧米に比べて小さい。ファンドが関連する M&A 案件も少ないことから、今後の成長余地は高いといえよう。

プライベートエクイティの市場トレンドとしては、04 年から 08 年にかけて、再生型案件から成長型案件へと変遷が見られた。しかし、ここへきて成長型に加え、再生型が復活してきたようだ。未曾有の経済・金融危機、アジア各国が競争に参加してきたこと、日本のプレゼンスの低下によって、世界におけるグローバル競争のあり方が変わり、新しいビジネスモデル、ビジネス戦略が生まれている。

我々のようなファンドは、企業に付加価値としてビジネスの手助けや株主の立場でのガバナンスの徹底のための助言、人財を提供している。これからの企業は、今ある組織の中だけでなく、外からの戦略も受け入れて問題解決をしていくべきだろう。そこで我々のビジネスである「プライベートエクイティ」がうまく機能していくことを期待している。

【質疑応答】

Q：アジアが成長することによって、これまで日本が得てきた利益が減ってきた。この不足分をどう補うのか。

A：日本はどこに価値を見出すかが重要。低賃金政策では追いつかない。日本人は、日本の製品を日本以外で売るのがうまくない。日本製品をグローバルにしていくことで、日本の付加価値になる。

Q：金融危機後の 2 番底はあるのか。

A：1930 年代、多くの人々が富を失ったのはほとんどが 2 番底がやってきた時である。しかし、今回の金融危機を受けて多くの国が危機意識を持って慎重に対応している。これは歴史的にも初めてのことであり、私は 2 番底の影響については楽観視している。

Q：環境分野は、経済界を救う原動力になりえるか

A：日本は、グリーンテクノロジーの分野では高い技術を持っている。しかし、国としてその技術をうまく使う政策を打ち出していない。太陽電池の生産量はドイツに抜かれてしまった。今後、環境分野が大きく成長するためには、政府の対応が必要となる。

Q：企業のガバナンスを整えるには、どうしたらよいか。

A：実は、米国のガバナンスも完璧ではない。経営のリスク管理の甘さが今回の危機で露呈

した。私は、ガバナンスというより、リスク管理の問題だと思う。経営者と、不特定多数の株主が同じベクトルを持つこと。これがリスク管理やガバナンスを強めるために必要だ。それは株価を高めること以外にもある。これを経営側がを見つけ、一緒に向かっていくことこそが重要だ。プライベートエクイティとは、企業と共にガバナンスを育てることなのだと思う。

(以上)