

日本経済の曲がり角

—アメリカにおけるリスク・マネーの供給に学ぶ—

磯谷 玲

はじめに

夏と言えば、思い出すもののひとつに子どもの頃見た映画がある。

妙に記憶に残っているものがあるのだが、主演俳優もタイトルも、監督もおぼえていないのだが、孤島にすむ世界制覇を夢見る老博士の「秘密兵器」で、それは頭脳は人間、体はライオンで、驚の翼をもっていた。何と呼ばれていたかも覚えていない。最近では地下鉄でサリンがまかれたりし

て、こんなものでは「秘密兵器」たりえないような気がするが、私の子どもの頃はこれでも十分「秘密兵器」となったのであろう。

こういう老博士はたいいてい、世間からみはなされ、孤島で長年研究を続けていて、しかも次から次へと画期的な新兵器を開発していくのである。こういう人がいれば新規技術の開発も新規事業の創出も簡単な様に思うのだが、今思えば、どうやって資金調達したのだらう。もし資金調達をするとすれば借入が適当なのか、起債が適当なのか、はたまた株式会社をつくって株式公開をする

のが適當なのか、どの形態が一番いいのだろう。八〇年代のアメリカならジャンクボンドを発行できたかもしれない、と思ってしまう。

ところで、話は全く違うのだがこの夏某地方大学に非常勤講師にいった。不況になると学生は勉強するというのが、それはやはり真実である。就職も話をきいてみると思ったよりも堅調であるようだ。

しかし学生のひとりがこんなことをいつていた。

「大学へ入学したころは不況で先輩たちが、四苦八苦していた。でも、自分たちが就職活動するころには、また景気もよくなっているだろうと思っていた。」

こう言った学生は今三年である。来春には就職活動をはじめなければいけない。そしてかれは自分の予想がはずれつつあることを自覚している

のである。三年生と言えば二〇歳そこそこであるから、件の学生は高校入学前後から不況のなかですごしている事になる。三〇歳をこえてからの一〇年は早い(四〇歳からはもっと早い)というが、二〇歳前の五年間は長い。だが、この学生を含めて、就職が決まらないのではないかという、目先の切迫感はいらない。

にもかかわらず、日本經濟全体に対する、とくに長期的展望に対する悲壯感、閉塞感是非常に強い。あるいは、漠然と日本經濟が大きな曲がり角にあると感じているようだ。

とくにここ数年の円高と、これに伴う企業の対外進出やリストラチャリングは強い影響を与えている。為替ディーラー達が、為替売買をして巨額の収益をあげる一方で、製造業が円高に振り回されるのは納得がいかない、という意見も多い。

一、『経済白書』

夏と言え、出版されるのが『経済白書』である。

四九回目になる白書は、今後の日本経済運営の方向性を真正面からとりあげたとして一部では評価も高い。ここでその全体を論ずることはできないが、いくつかの点をとりあげてみたい。

ひとつは中・長期的な展望に関わることである。

白書は円高への対応として、非製造業の生産性をあげることが肝要であると主張する。

「働いて円高にして首を絞め」という川柳があるそうだが、この川柳にも示されているように円高の原因、少なくとも一つの原因は「過労死」という言葉がでるくらい働いた結果である生産性の

上昇（この場合は貿易財やそれに関連する生産分野での生産性の上昇）である。したがって、生産性をあげれば、やはりそれは一層の円高に帰結するものと考えられる。だからそういう循環をどこで断ち切るか、あるいは断ち切れるかを考えることが必要だがこの点の検討はされていないように感じた。

また、非製造業の生産性をあげるということを具体的に考えれば、白書では分野の特定がなされているわけではないが流通業や農業など従来から「非効率」という批判をうけてきた分野の効率性を上げるということになるのだろう（念のためにいっておけば、私はここでこの批判自体が妥当であるか否かについて一切言及していない）。

こういう話を講義でしたら、先程の学生がこう聞いてきた。

「生産性が上昇すれば、当然失業者は増大する

んじゃないんですか。白書を書いた人は別の分野がこの分を吸収できると考えているんでしょうか。だとしたら大甘とちやいますか。」

大甘かどうかは別として（この点に関しては後述）、想定できるケースは二つある。一つは上記のもの、もう一つは一人当たりの賃金が下落することである。そうすれば、人員でみた雇用量は維持されることになる。ただ、このケースは物価・地価が下落しないかぎり、窮乏生活を強いるものとなる様に思われるのだが、白書は地価下落のシナリオを示しているわけではない。また地価の問題は銀行の不良債権問題とも関係するが、この点に関しても言及がない。

「まあ、官庁文書としての限界があるからねえ。」

我ながら答えになっていないとおもいながら、想定はできても書いてないものは答えようがない

のでこう答えると、件の学生に、

「そういう縦割り行政こそが問題なんやないんですか。いまこそ従来の慣行を打ち破ってでも、総合的な経済対策をだすべきです。」とつっこまれてしまった。学生の目には白書も明るい未来の展望を示すものとはならなかったようだ。

二、アメリカはいかにして新規事業を創出したか

さて、日本経済において雇用を吸収する分野はあるのだろうか、あるいはそういう新規分野が創出されるのだろうか。あるいはそうした新規分野を創出していくにはどうしたらよいのか。今この問いに対する答えを持ち合わせているわけではないが、一九八〇年代のアメリカの事例を参考に金融面からこの問題を考えてみたい。

ニューハンプシャー大ベンチャー・リサーチ・センターのWitzelはその議会証言のなかで、アメリカ経済は一九七九年に重要なマイルストーンを通過したと述べている。

戦後のある時期までアメリカ経済は大企業中心であったが、一九七九年以降中小企業の占める比重が決定的に上昇したとWitzelはいう。この場合、前者は生産に占める比重でいわれており、後者は雇用量でいわれていて、一九七九年のマイルストーンを通過したという特徴付けは厳密なものとはいいがたい。しかし八〇年代のアメリカ経済において中小企業が大きな役割を果たしたということは確かである。

特に、大手企業がリストラによって収益を回復したという事情を考え合わせれば、中小企業が成長し、雇用を創出したという点は重要である。またWitzelは中小企業が重要なのではなく、新規

企業をおこす企業家が重要なのだという。

中小企業というにせよ、企業家というにせよ、こうした企業群が重要な役割を果たせた背景の一つが資金供給のシステムである。

アメリカではジャンクボンドやハイ・イールド・ボンドの発行をつうじて、また株式公開をつうじて新しい企業が資本市場にアクセスすることが可能となっていたのであり、またこの過程でベンチャー・キャピタルが大きな役割を果たしたということもよく知られている事実である。

したがって、こうした制度的側面に注目すれば、日本にもこうした制度を移植すれば、経済成長を進める上で有益であるという発想が生じてくるのも首肯できることではある。

しかし本当に考えなければならない問題は、こうした制度が機能した基盤なり、条件である。すぐ思い当たるのは、アメリカにおいて直接金

融の占める比重が伝統的に高かった、ということである。ただこれだけではベンチャー・キャピタルの急成長などを含め説明のできないことが多い。したがって、一九八〇年代に特殊な事情を考える必要がある。

この後者の点については以前書いた（本誌第三五巻第六号）のでくわしくはそちらを参照していただくこととして、ここでは要点のみ記すことにする。

まずこうした制度的枠組みは、リスク・マネー、リスク・キャピタルを供給する機関投資家の存在を前提した場合うまく機能するというものである。

八〇年代のアメリカにおいては、年金や生保などの機関投資家とよばれる層が急速に拡大した。特にベンチャー・キャピタルが急速に成長し、新規企業に資金供給を行った。ベンチャー・キャピ

タル自体は古くから存在し、成長企業の支援を行ってきたが、これが急速に拡大したこと、また機関投資家層がハイ・イールド・ボンドや株式などに積極的に投資したことがアメリカ經濟の回復と成長の一つの根拠となったのである。これが第一の点である。

三、機関投資家成長の要因

ではこうした機関投資家の急成長は何によっているのだろうか。これが第二点である。

一口に機関投資家といってもタイプは様々であり、一様に論じるには限界がある。ただ、基本的には新規資金の流入は家計部門からによる以外にはない。だが、家計部門の状況を考えても、既存分野への資金流入は維持したままで、あらたな分野へ資金流入が行えるような状況になかったこと

は明らかである。したがって、家計部門がどのようにして機関投資家へ資金を供給したかが問題となる。

そこで家計部門の金融資産の動向をみてみると、次の特徴があることがわかる。

まず、一九八〇年代をつうじて株式が毎年ネットのマイナスを記録したということである。機関投資家層は同じ期間株式投資は低水準ながらネットのプラスを記録しており、家計部門とは対照的である。

さらに銀行預金も八六年以降、ネットではプラスであるものの比重が低下している。

対照的に、年金準備や生命保険準備は急拡大を続けたのである。

したがって以上の点から、家計部門は株式投資を急速に減少させて、資金回収をし（ネットでマイナス）、年金や生命保険に資金供給を行ったと

いうことが明らかとなる。

機関投資家は一方でこうした資金流入のプレッシャーにさらされ、他方で年金基金はE R I S A によってリスクとリターンのバランスを強制されることによって（つまりリスクの高い分野にも一定程度のボリュームを振り向けることを強制されることによって）、リスク・テイクを好むと好まざるとに関わらず、リスクマネー・リスクキャピタルを供給しなければならなかったのである。

ではなぜ、家計部門は株式投資から資金を回収するという結果が生まれたのであろうか。八〇年代アメリカの株式市場は八七年の「ブラック・マンデー」をのぞけば、概ね好調であったにも関わらず、家計部門が株式投資から資金を回収したのはなぜか。

これは様々な要因が考えられる。株価が天井に近づいたので投資対象を転換するという判断も

あったかもしれないし、ブラック・マンデーを経験して株式投資を忌避したのかもしれない。だが、マクロ的に一つの大きな要因として考えられるのが、一九八〇年代半ばに展開されたM&Aブームである。

八〇年代のM&Aにおける支払い方法として現金支払いが主流であったことが指摘されており、M&Aは家計部門から株式を吸い取り、現金を供給したのである。またM&Aに関連して自社株購入も盛んに行われたのであり、この方法によって株主に現金供給がなされる経路が存在した。

M&Aや自社株購入の結果、株式発行のネット・フローはマイナスを記録し、その総額は六〇〇億ドルにのぼったのであるが、その額とほぼ等しい額がこうした経路をつうじて株主に供給されたのである。機関投資家と個人投資家という区分で見れば、機関投資家は全体として買い越し

だったのであるから、先に見たようにこの現金供給の効果は個人投資家に集中したと言える。個々にはともかくマクロとしての家計資産における株式のネット・フローのマイナスが大規模かつ長期にわたって続いた理由はこの点にあると考えられる。

重要なことはこうしたM&Aブームのなかで、被買収企業として考えられたのがフリー・キャッシュ・フローの豊かな企業、内部留保の潤沢な企業であるということである。もちろんブームの過程でこうした基準から離れた取引が行われるということや、又逆にフリー・キャッシュ・フローなり内部留保なりが潤沢であっても非買収企業とならなかった企業も存在する。ただここで注意しておきたいのは、こうした過程をつうじて企業のフリー・キャッシュ・フローや内部留保の水準に対して「市場の判断」が行われるようになったとい

うことである。

したがって、一九八〇年代のアメリカ経済をみると、一見すれば国際競争力の低下から投機活動へはしまったという様にもみえ、また実際そうした側面もあったわけではあるが、また別の側面として「資本の効率化」を押し進めるという合理的な側面も有していたのである。

おわりに

以上に述べたことを手短に言えば、八〇年代のアメリカ経済の「回復」を準備したのがリスクマネー・リスクキャピタルの供給だとすれば、それは直接金融優位で柔軟な金融システムに加えて、企業の内部留保の水準も含み込んだ「資本の効率的利用」の追求によって現実のものとなったということである。

そういう観点からすれば、日本における新規企業・新規事業創出の金融的条件としてのベンチャー・キャピタルという構想は、現状ではあまり現実性がないように感じられる。その理由は一つには日本は間接金融中心の金融システムだということにあり、かつ不良債権問題あるいは倒産銀行の処理方針が確定していないということである。

もうひとつは企業の内部留保の問題は日本では全くと言っていいほど粗上にのぼっていない。少なくともこうした点はアメリカの状況とは大きく異なっていると思われる。

個別企業からみれば、内部留保は大きければ大きいほど良いのかもしれない。しかし、経済全体からみれば別の結論がでる可能性もあり得る。眠っている資本を別の分野で働かせることができれば、経済全体にとって、あるいは株主にとって

はそちらの方が望ましいともいえる。

一九八〇年代のアメリカ経済は、LBOやM&Aを通じて、眠っていた資本を新規企業へ供給するという道を開くという形でこの問題に一つの結論を出したのである。この過程で証券市場や金融機関が大きな役割を果たしたし、またベンチャー・キャピタルもこの大きな流れのなかで機能したのである。アメリカの新規事業の創出プロセスでは、あらゆるものが「聖域」化されることなく組上にのぼせられ、活用されたのである。

この点からわが国の現状をふりかえれば、企業の内部留保の問題は依然として「聖域」扱いであるように思われる。

ただ、どのような金融システムがふさわしいかは、経済全体の性格によって決まってくるのである。ベンチャー・キャピタルがいかに有益なものであると、単純な移植論はできない。移植の

条件や、そもそも何のために移植するのかというグランドデザインとの関係で議論が行われるべきであろう。

日本経済が曲がり角にたっているということを否定する人はおそらくいないだろう。問題はどちらに曲がるか（あるいはどの角を曲がるか）である。従来有効に機能してきたものも含めて、いや有効に機能したからこそそのあり方を検討するところが必要なのではないだろうか。曲がり角といいつつ、曲がらずにすまそうとするのはもはや無理なのではないか。

冒頭の話にもどるが、鷺の翼は鷺の体についてこそ真価を発揮する。ライオンの体に鷺の翼がついて軽々と空を飛べるのは、ピアノ線で飛ぶことのできる映画のなかだけの話である。鷺には鷺の領分があり、ライオンにはライオンの領分がある。それぞれで最強であるからといって両者をあ

わせればよいというものではない。

ところで、件の老博士は、やはりアメリカでも起債はできそうもない。なぜなら、アメリカでは、発行体のディスクローズ（情報開示）が不可欠のものと考えられており、こうした博士の常としてディスクローズは拒否するだろうからである。

（いそや あきら・当研究所研究員）