

バブル崩壊や金融危機を経験し、構造的に見ると日本経済は大きく変化している。こうした構造変化を「ニュージャパンの誕生」と積極的に評価しているのが、福間年勝審議委員。証券アナリストのパイオニアとして、格付けの側面から日本企業を分析しその変遷を目の当たりにしてきた三國陽夫氏と、日本経済・企業の昨日・今日・明日を語ってもらう。

写真 栗原克己



## 福間年勝

日本銀行政策委員会審議委員

Toshikatsu Fukuma

〔ふくま・としかつ〕1960年広島大学政経学部卒業後、三井物産株式会社入社。86年資金部長を皮切りに、プロジェクト金融部長、財務部長、取締役財務部長、取締役参与、代表取締役常務、代表取締役専務、代表取締役副社長を歴任。2001年経済同友会副代表幹事、三井物産株式会社顧問に就任。02年より日本銀行政策委員会審議委員

# 内需主導型経済の確立が、人材を生み出し、日本を活性化する



## 三國陽夫

Akio Mikuni

株式会社三國事務所代表取締役

〔みにく・あきお〕1963年東京大学法学部卒業後、野村證券株式会社入社。69年CFA協会認定証券アナリスト。75年野村證券を退社して株式会社三國事務所設立。2003・04年度経済同友会副代表幹事。著書に『これからの企業金融・財務戦略』『市場に聞く! 日本経済・金融の変革』『円デフレ』『R・ターゲット・マーフィー共著』(いずれも東洋経済新報社)『証券英語の手ほどき』(日本経済新聞社)『円の総決算』(講談社)『Japan: The Road to Recovery』(Washington, D.C.: Group of Thirty)『Japan's Policy Trap』(with R.Taggart Murphy, Washington, D.C.: Brookings Institution Press) などがある。

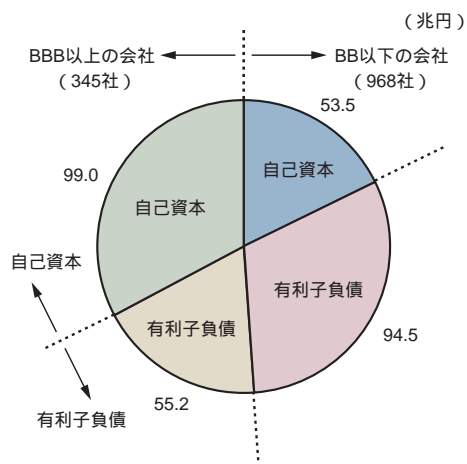
信用リスクの「社会化」から「個別化」への流れと財務の健全性確保

**福間** 三國さんは、日本で初めてアメリカのアナリスト資格を取得したアナリストの先駆者的存在で、帰国後は志を持って格付け会社を設立。三〇年越しの付き合いですが、三國さんの活躍は金融の発展史と重なります。

**三國** 一九六四年から四年ほど野村證券のニューヨーク支店で、日本の証券をアメリカの機関投資家に販売する仕事をしていました。当時は日本も自由化が進むと、信用リスクに応じた金利設定が常識になる時代がくるといわれていました。企業の財務内容が七〇年代の初めから改善されてくるのを見て、日本でも格付けという役割が必要になると考えたのです。

**福間** その後、日本企業のスワップ建て転換社債の発行ブームがきて、会社の基礎を固められた。それから、日本は徐々にバブル時代に入っていくわけ

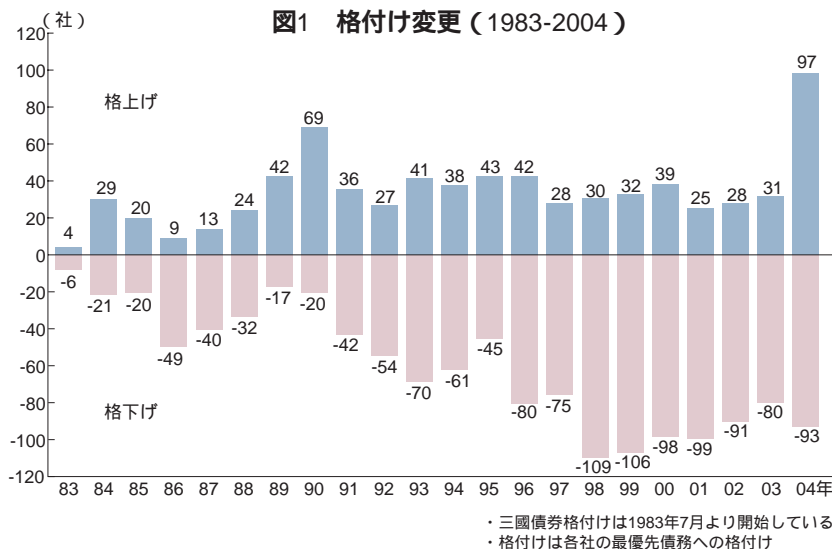
図2 格付け対象1,300社の  
投下資本300兆円の内訳



B B B以上の会社は、自己資本が100兆円、有利子負債が50兆円と、有利子負債の返済は容易。B B以下の会社は、自己資本が50兆円に対して有利子負債が100兆円で、返済は容易ではなく体質改善が必要になる。

資料提供：三國事務所

図1 格付け変更 (1983-2004)



84-85年は格上げ増加期。レーガノミックスによる米国の好況により、自動車、VTR、LSIなどの対米輸出拡大があり、高収益が格付けアップにつながった。  
86-88年は、プラザ協定後の円高のあおりを受けて、格下げ企業が増大した。  
89-90年は、株価が高騰した結果、増資で自己資本比率が上昇する企業が増加。格付けも上がった。  
91-2003年は、失われた10年を含む下降期。  
2004-05年は、中国投資ブームや米国の住宅バブルに支えられた景気の回復による側面が強い。05年は、格上げ会社は減少しても格下げを上回る見込み。

です。私自身これは大変なことが起きるなど思ったのは、一九八六年のことです。日本の金融機関の貸出においてサービス・不動産・ノンバンク向けが製造業向けを初めて上回ったのです。三國さんはバブルの生成と崩壊過程を通じて、日本の企業は変わったとみていらつしやいますか。

三國 ハ〇年代には、GDPの伸びが約六%に対し、銀行国内店ベ

ーの貸出残高は年間十数%と高い伸びを示していました。その段階で、バブルの発生が予想できました。

企業の状況は、「格付け変更」(図1)を

見るとわかります。過

去二三年において、格

下げ会社が格上げ会社

を上回った年が一七年

で、圧倒的に格下げが

多かった時代でした。

この基調が逆転するかどうか、関心を持って見えています。

福岡 企業の財務内容はどうですか。

三國 財務内容は図2です。この集計は、銀行や電力会社を除く格付け対象約一三〇〇社です。

全社で、投下資本が約三〇〇兆円、その内訳をみると自己資本が一五〇兆円、有利子負債が一

五〇兆円です。自己資本が同額の負債を支える形になっていま

す。これまでであれば、日本株

式会社としてお互いに助け合い、

信用リスクを共有化・社会化す

ることで全体としての財務の安

全性を確保することができまし

た。しかし、ご案内のようにそ

うした機能が働きにくくなった

今日、個別企業の信用リスクが

問われるようになっていきます。

この信用リスクの社会化から個

別化への流れの中で、日本の企

業にとっても自らの財務の健全

性確保は一段と重要な課題とな

っています。

福岡 バブルは歴史的にみると

日本の八〇年代の例に限らず、

オランダのチューリップ事件な

ど世界各地で繰り返されてきま

した。ただ、現在の日本をみると、例えば株式購入はかつての

ような特金やファントラによる

財テクではなく、主に、M & A

や事業の戦略的提携に伴う形で

行われています。また、土地取

引もJリートに見られるように

収益還元法に基づく価格形成が

行われるようになっていきます。

日本経済はバブル崩壊の教訓を

活かしかかなり健全化したと言え

るのではないかと思います。そ

の点いかがでしょうか。

三國 ハ〇年代は銀行貸出が大

きく増えましたが、今回はそれ

がありません。その背景には、

企業が以前のような業界横並び

の投資を改め、投資採算性を厳

密に見積もらなければならなく

なっていること、また、銀行も

回収を考え貸出に慎重になっ

ていること、こうした革命に近い

変化があるように思います。特

に銀行の貸出行動の変化は大き

く、八〇年代は日本と欧米との

間にかかなりの違いがありました

が、現在では、日本も欧米流の

貸出に近付きつつあります。

欧米と日本で「貸す」という意味の面白い違いがあります。オックスフォードの英語辞典で

「lend」を調べると、「返済を前提として、他人に自己の所有物を占有させる」とあります。ところが、漢語辞典で「貸」を調べると、最初に「施す」という言葉が出てきます。日本では、かつて返済を求めないような貸し出しは珍しくなかったようです。

私の心配は、アメリカの証券と借入金の合計が、GDPの三〇〇%を超え、一九三〇年代初めの恐慌時を上回る水準になっていることです。これはかなりのバブルです。中国の銀行の貸出残高とGDPの関係を見ても、相当なバブルです。ここで忘れてならないことは、現在日本が世界最大の債権大国で、お金を海外に流出している元締めだということです。日本の中央銀行である日銀は、世界の中央銀行の元締めという面があるのです。それだけに、金利機能を一日も早く回復させないといけない私は思っています。以前から私は、金利を高くすること自体が

銀行の経営を安定させるために大事なポイントだ、と申し上げています。

## 住宅を核にした 個人資金の流れを どうつくっていくか

**福岡** 日本ではバブル崩壊後悲

観主義が続いてきました。しかし、海外では今や「Japan's cool（格好いい）」として日本に対する評価は高まっています。これには日本企業のグローバル化の影響があると思います。産業界では、過去の貿易摩擦の教訓等を活かして海外での現地生産化を進めてきました。世界、中でも東アジアの国々と厳しい競争を重ねた結果、日本の企業はその製品はもとより経営手法に至るまで高い評価を得るようになっていきます。

今度の短観にも表れているように、設備投資と個人消費が拡大しています。これは、日本の企業がバブル崩壊による負の遺産を片付け、グローバル化に成功するなど元氣になったことで、

企業から個人への所得移転のチャネルができたためと理解しています。三國さんはかねてより個人を大切にして内需を拡大することが日本経済の活性化のために必要であるとおっしゃっています。そうした点からみて今の日本をどのように評価されていますか。

**三國** 内需主導型経済では、輸出に依存せず、輸出を減らし黒字を減らしても、国内の経済が確実に成長できるメカニズムを構築することが大事だというのが、私の見方です。

政府も企業も負債を増やす方向にはありませんから、家計部門の役割がますます重要になっています。負債が増えることは、経済成長にとって不可欠です。そこで、家計部門がお金を調達して、住宅や消費に回していくのです。そのためには、福岡さんの持論であるバイ・アンド・トレード（所有から利用へ）の考え方を、住宅にも応用することが必要です。住宅の流動性が高まれば、家計が住宅を担保に負債を増やしやすくなり、家計

部門が経済の成長に積極的に寄与できるようになります。

**福岡** その前提として一〇〇年もつような耐久力のある住宅を供給したり、古い家を改造して付加価値の維持・向上を図ったりする必要がありますね。

**三國** 既存住宅の流通市場において、証券市場と同様に、住宅取引価格や住宅の内容・性能のディスクロージャー、さらには決済システムなどが整うことも重要です。

## ディスクロージャーと 公正な売買の執行で 個人投資家の信頼を生む

**福岡** 最近の資金循環をみますと、個人がリスクを取る傾向が続いています。企業の直接金融の受け皿として投資家層に厚みが出ることは大変望ましいことです。

**三國** 直接金融化の流れは、構造的には始まっていると思います。預金の証券化の流れが、こへ来て急激に早まっています。一方で、銀行自体が大企業への





与信をもう一度見直す必要があります。格付けの高い企業は証券市場を利用し、格付けの低い企業が銀行の顧客になっている傾向がみられます。銀行に救済を押しつけているようです。これからは投資家にもリスクを負担してもらうように変えていく必要があるでしょう。

**福岡** 同時に投資家保護のための法律制定や格付け機能の強化が求められます。そのために、透明性と説明責任、ディスクロージャーという二点が重要です。

**三國** ディスクロージャーについては、この二十数年で格段によくなっています。一番の課題は、正確性、適時開示といったルールをきちんと守らせることです。

**福岡** 自主規制機関としては東京証券取引所や日証協などがありますが、各業界が独自に自主規制を行いながら、適合性の原則に基づき、リスクの所在をはっきりさせながら、それぞれの投資家に見合った商品を勧めることも大切です。

**三國** 一九三〇年代のアメリカ証券市場の改革は、「よく調べずに買ったほうが悪い」という買い手責任から「正確に知らせずに売ったほうが悪い」という売り手責任に切り替えたことが最大のポイントでした。結局、最終的にリスクを取れるのは多額の金融資産を保有する個人ですから、個人投資家をどれだけ増やすかで、マーケットの厚みが変わってきます。

**福岡** 個人がリスクを取るようになれば、日本の直接金融にとって大きな節目となるでしょう。

## グローバル化の流れの中で日本の強みを生かす

**福岡** 経済がグローバル化する中では、企業や金融機関は国際会計基準やBISルールなどグローバル・ルールに従わなければ、生き残りは難しくなっています。

日本として忘れてならないことは、和魂洋才の精神。知識やノウハウ、ルールはグローバルでも、その活かし方は日本人のDNAに基づくということです。

**三國** 七〇年代に、TDKの当時の素野社長に伺った話です。日本の消費者が要求する、カラーテレビの色にじみのない画面を表現するためには、部品の精度を二桁上げなければならなかった。それは、コンピュータ部品にそのまま転用できるほどの高い技術水準だったそうです。日本の消費者が求めたニーズが、結局、日本の技術を高めるのに役に立ったということですね。

**福岡** それはおもしろいですね。私も日本人のDNAが「Japan is cool」の一つの源泉であり、日本

企業の国際競争力の一つの源泉であると思います。

今後の課題としては、人をどう育てるかが重要な問題です。人材の育成に当たっては、人間力の向上、起業家精神の育成がポイントになるでしょう。

**三國** アメリカの友人がこんなことを言っていました。アメリカが赤字ということは、お金も物も世界中から入ってくるということだ。赤字であっても経済活動が拡大すれば、人は色々なことをしようとする。例えば、所得が増えれば、私の造語ですが、ベンチャー・コンサンプション（新しもの好き）が、いろいろな分野にどんどんトライしてくれる。その結果、新たな商品・サービスの研究・開発とそれを支える人材が求められる。それが経済の拡大に結びつく。内需が拡大すれば、人も育つというわけです。だからこそ、日本も内需拡大に腐心する必要があるのです。

**福岡** 人材を育てるためにも、内需拡大が必要だということですね。本日は、ありがとうございました。