

## 【Focus 3】リスクマネー供給の実効性・多様性の背景分析

## 【要約】

- ◆ 米国企業の事業性資金は、リスク資産選好の高い家計の直接投資に加え、特に年金資金と海外投資家からの供給により支えられている。
- ◆ この特徴は 1970～1980 年代の米国経済環境の変化に由来している。年金は、ERISA 法や 401(k) プランを始めとする一連の制度改革により保護が図られ、分散投資が可能となった。これにより受給者の年金運用に対するマインドが自己責任投資にシフトした結果、リスクマネーの供給がもたらされた。
- ◆ そして機関投資家化した年金基金は、議決権を通じた経営監視を強める。企業に対し余剰資本の株主還元を要求し、投下された資本は回収・再投資され循環が促された。
- ◆ 海外からの資金流入もこの時期のマクロ環境上の要請から生じている。経常収支赤字を穴埋めするために、円滑な国際資本移動を可能にする金融自由化が進んだ。ここに海外投資家の多様なニーズに応え得る金融商品を加工するインフラが整備された。
- ◆ 現在の日本が直面する外部環境の変化は、米国が 30 年前に辿った状況に類似している。とすれば、我々は先行者に学びその構造的変化をリスクマネー供給構造に繋げていくという戦略的な視点を持つことができる。これにより課題克服を起点として年金制度、コーポレート・ガバナンスや資本市場などをより一層改革することが肝要であろう。

## 1. はじめに

『リスクマネー』供給における、日米格差を検証

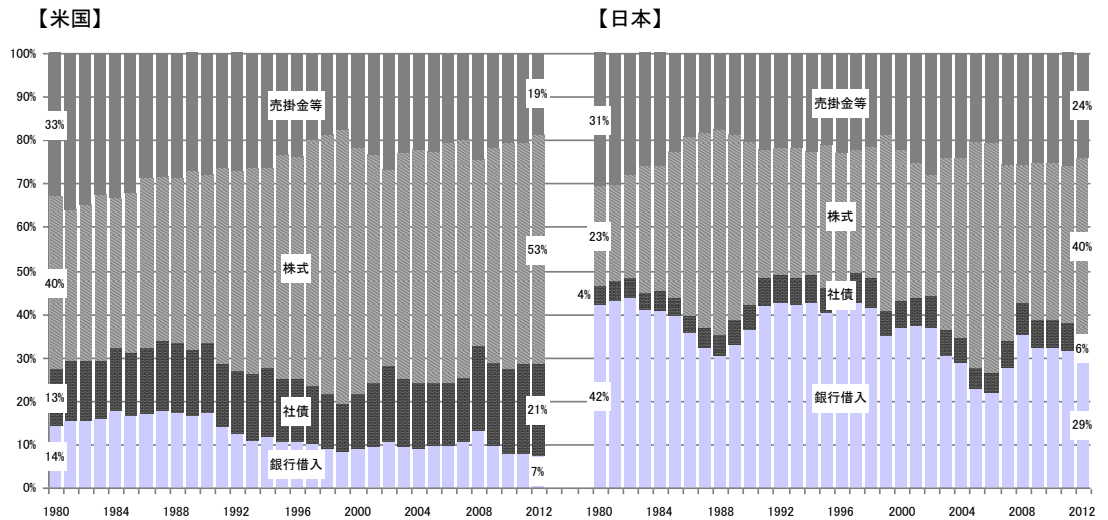
本稿では、日米企業に対するリスクマネー供給構造の差について考えてみたい。『リスクマネー』は、時と場合により様々な文脈で語られるが、本稿では企業による外部資金調達全般を指すこととし、具体的には、「銀行借入、社債、株式」を通じて企業に供給される資金をリスクマネーと定義する。

## 2. 日米企業の資金調達状況

株式と社債による資金調達の依存度が高い、米国企業

まずは、企業の資金調達構造について日米間を比較する。明らかな差異は、米国企業の外部資金調達はより株式と社債に依存していること、言葉を換えれば、銀行借入への依存度が低いことである。社債による資金調達比率が 1990 年代より次第に上昇する一方で、銀行借入による調達比率はほぼ一貫して低下しており、2013 年末には 7% 程度となっている。それ対して、日本企業の資金調達は、株式と社債による調達比率が相対的に低い一方で、銀行借入による調達比率は約 3 割と高く、日米間で明瞭な差異が見られる（【図表 1】）。

【図表1】 日米企業部門の資金調達構造(ストック/割合)

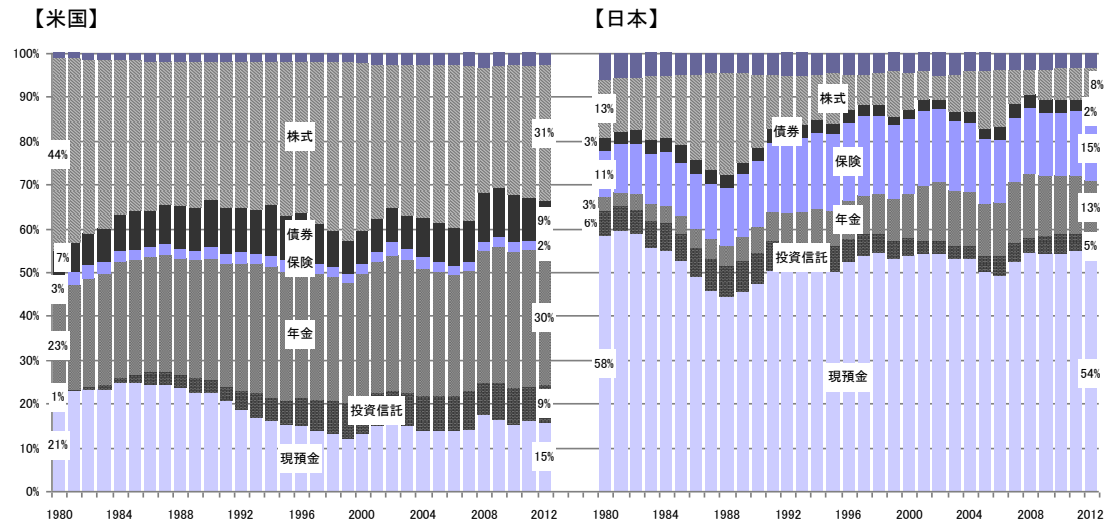


(出所)FRB, Flow of funds、日本銀行「資金循環統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

日米を比較すると、家計の資産選好の差異が、企業の資金調達構造に影響

そもそも米国は、企業が株式と社債を通じて資金を調達することが容易な環境にある。本源的投資家である家計の資産構成を見ると、リスクテイクに比較的寛容な移民国家としての思想的背景も影響し、株式や社債に対する投資比率は一貫して高く、預金比率が安定的に6割で推移している日本家計とはめて対照的である。また、米国では、年金資産が家計の金融資産において約3割と高いウェイトを占めていることも見て取れる(【図表2】)。

【図表2】 日米家計金融資産構成(ストック/割合)



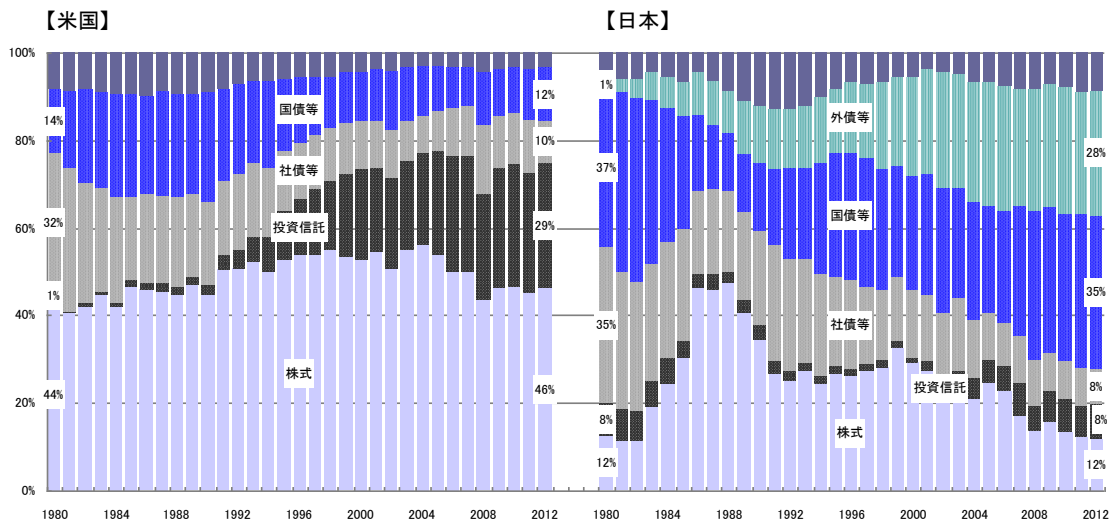
(出所)FRB, Flow of funds、日本銀行「資金循環統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

1990年代以降、年金の運用構造が変化し、企業に対する資金供給源となっていた

では、その年金はどのように運用されているのであろうか。足許、米国の年金資産に占める株式、社債合計の割合は6割程度であり、投資信託と合わせれば8割を超える。また、ここで注目したいのは、1990年以降に年金資産の運用構造に変化がみられることである。社債の比率が低下し株式の比率が高ま

る動きがある一方、特に投資信託の割合が急速に高まっている(【図表3】)。

【図表3】 日米年金資産構成(ストック/割合)

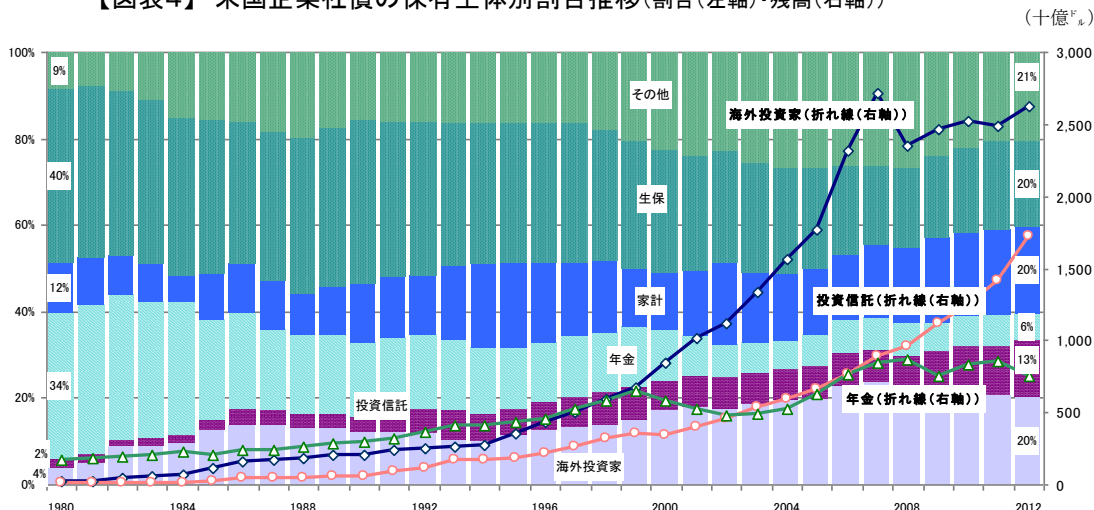


(出所)FRB, *Flow of funds*、日本銀行「資金循環統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

米国の社債市場においては海外投資家の保有割合が一貫して高まってきた

因みに、米国企業発行社債の保有主体別割合の推移を見てみると、社債保有者に占める年金の割合は、確かに低下しているが、金額ベースでは決して低下しておらず、安定的に残高が積みあがっていることがわかる。寧ろ、海外投資家と投資信託による保有割合の増加によって、相対的に社債保有に占める年金のシェアが低下したとみるべきであろう。特に海外投資家は1980年では4%に過ぎなかったが、以降保有割合を高め、直近では20%を占めるまでに至っている。足元、社債の発行残高が増加する中、2.5兆ドルを超える社債を海外投資家が保有しており、最大の保有主体となっている(【図表4】)。

【図表4】 米国企業社債の保有主体別割合推移(割合(左軸)・残高(右軸))



(出所)FRB, *Flow of funds* よりみずほ銀行産業調査部作成

年金と海外からのマネーフローの変化の背景に1980年代の米国の経済環境変化

以上みてきた通り、年金資産の運用構造は1990年代に入って、社債から株式と投資信託へと大きくシフトした。また、時を同じくして米国社債市場におい

ては海外投資家からの顕著な資金流入が見られた。そこで次に年金資産の運用構造と海外投資家の資金流に変化が生じた背景を、1980年代の米国が経験した経済環境の構造的変化に遡り考えてみたい。

### 3. 1980年代に進んだ経済構造の変化と年金制度の変容

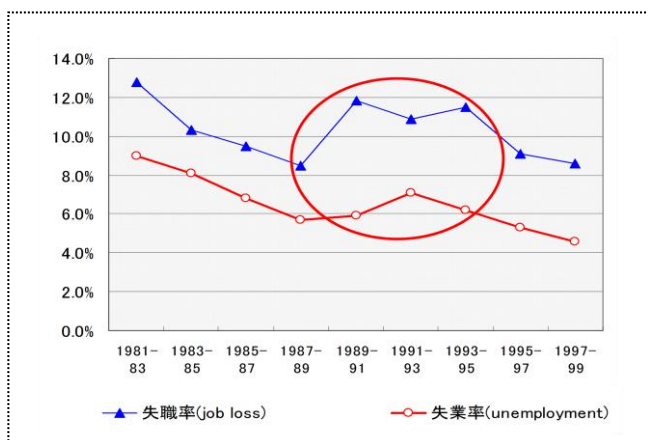
1980年代米国製造業はリストラを経験し、労働市場は流動化

1980年代の米国では、産業界にて大規模な構造改革が行われた。即ち、米国では、1970年代の2度のオイル・ショック、更にはベトナム戦争を背景とする歳出拡大などを背景にインフレが昂進し、それを抑えるための高金利政策及びドル高が、日・独という「新興輸出国」の台頭と相まって、米国製造業の国際競争力を大きく劣化させた。そうした中で製造業を中心に「リストラクチャリングの波浪」<sup>1</sup>とも形容される大規模な事業再編を余儀なくされる困難な時代に置かれた。相次ぐリストラによって労働市場が急速に流動化する中で労働組合が弱体化し、終身雇用制度の維持は困難となっていた。労働市場では、1980年代末から1990年代初頭にかけて失職率が上昇したにも拘わらず失業率は低下するという、人員整理と新規雇用が同時に観察される「雇用の流動化・不安定化」現象が見られた(【図表5】)。

サービス産業化した米国企業は流動化する雇用に対応する確定拠出年金制度を導入し、投資信託が普及

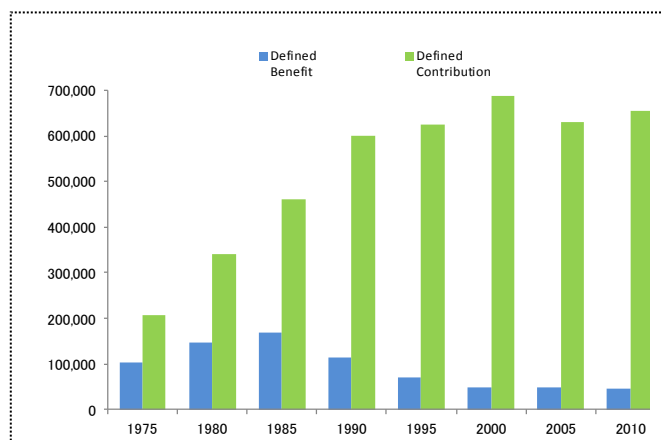
またこの事業再編や非中核事業の外部化が合併買収活動の促進要因となり、産業の新陳代謝が活発化したのもこの時期の特徴である。情報通信技術の発達と共に米国企業はサービス産業化し、企業年金面では、それらの新興企業は、従来型の確定給付年金(Defined Benefit)に拘泥する製造業が年金資産の積立不足に苦しむのを傍目に、年金ポータビリティのある確定拠出年金(Defined Contribution、以後「DC制度」)を従業員向けに導入していった。同制度は、雇用の安定に不安を抱える従業員と人件費の変動費化を進めたい企業サイドのニーズの双方に利点があったことから、1980年代後半より急速に普及していった(【図表6】)。このDC制度は小口資金でポートフォリオ構築が可能となる投資信託との相性が良く、家計は先ず年金資産を通じて投資信託を間接保有する機会を得て、後に窓口販売などのチャンネルを通じて投信の直接取得を進めていった。

【図表5】 米国失職率と失業率の関係



(出所) Henry S. Farber 論文よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表6】 米国企業年金種別プラン数の推移



(出所) U.S. Department of Labor Employee Benefits Security Administration June 2013 よりみずほ銀行産業調査部作成

<sup>1</sup> “decade’s wave of restructuring transactions” シカゴ大学 Fischel 教授による。

確定拠出年金は税制優遇により普及したが、その淵源には ERISA 法の成立があった

ところで、この企業年金に関する DC 制度は 1978 年の内国歳入法によって設けられ、1981 年に運用開始された 401 条(k)項に基づく税制適格プランであり、拠出時の税額控除メリットにより普及に弾みがついたことはよく知られている。そこで以下では同プランの淵源となった 1974 年に制定された ERISA 法(従業員退職所得保障法(Employee Retirement Income Security Act))に遡り、これら一連の年金改革が年金資産の運用形態に留まらず、企業の資金調達、中でも株式調達に対して及ぼした影響に着目することとしたい。

#### 4. ERISA 法の成立とその影響

ERISA 法は従業員の年金受給権の保護を目的に制定

ERISA 法の当初の目的は、従業員の年金受給権の保護にあった。その背景には 1950 年代から 1960 年代の米国企業年金の大普及期(ペンション・ドライブ)において、企業による業績悪化時の年金資産の積立不足や不正流用事件が発生し、このような年金消失事態から従業員を制度的に守る必要があったという時代的な要請があった。

受託者責任の規定と個人退職勘定の制定は、以後年金運用の在り方を変容させる

連邦法として制定された ERISA 法は包括的な規定であり、そのポイントは受給権付与基準を始めとして多岐に渡っている(【図表 7】)。中でも、受託者責任の規定の内(1)ブルーデントマン・ルール(prudent man rule)と、(2)分散投資義務、また(3)年金通算制度規定における個人退職勘定(IRA)の制定は、同法成立以後の年金運用の在り方を大きく変容させた。

【図表 7】 ERISA 法(1974) の主なポイント

- |   |
|---|
| 1. 受給権付与基準に関する情報開示・明確化と年金資産の最低積立基準の規定                           |
| 2. 受託者責任の規定(排他的目的ルール、ブルーデントマン・ルール、分散投資義務、制度遵守義務)                |
| 3. 年金給付保証公社(PBGC)による制度終了保険(セーフガード)                              |
| 4. 離転職・退職などに対応する年金通算制度、個人退職勘定(Individual Retirement Account)の制定 |

(出所)みずほ銀行産業調査部作成

先ず、投資顧問会社などの年金運用の受託者は同法の忠実義務違反に基づく損害賠償リスクを負うことになった為、「専ら年金受益者の利益の為(排他的目的)」という高い意識の下、厳格かつ広範な受託者責任を意識した注意深い運用が課せられるようになったことが挙げられる。そして後にこの受託者責任が後述する 1988 年の Avon 書簡による指針を得て、年金基金による議決権行使活動に繋がっていった。

分散投資義務により、ポートフォリオ運用とオルタナティブ投資が活発化

次に、分散投資義務については続く 1979 年の ERISA 法改正による「投資に関する義務(Investment duties)」条項の追加により明確化された(【図表 8】)。この結果、受託者責任は結果主義に依らず、運用判断の過程の適切性に依るものとされた。更に受託者による分散投資は実質義務化され、年金基金にとって、安全資産のみならず、リスク・リターンを適切に見極めつつ、株式やオルタナティブ投資(ベンチャー・キャピタル投資やプライベートエクイティ投資)をポートフォリオの一部に組み込むことは責務となっていった。これが年金資金を株式や投資信託へ流入させていった大きな要因であると考えられる。

【図表8】 Investment duties (1979) の主なポイント

1. 受託者責任を結果主義によらず、慎重な運用判断の検討プロセスの適切性の有無によるものとしたこと
2. 個別銘柄の成否ではなく、リスク・リターンを総合的に踏まえたポートフォリオ投資推奨
3. 年金基金毎のALM特性に見合った適切な投資推奨

(出所)みずほ銀行産業調査部作成

IRA 勘定は企業 DC 制度の嚆矢となった

さらに、IRA 勘定の制度化は、まず、企業年金でカバーされない自営業者の DC 制度運用を先行して実現可能にした。年金ポータビリティの利便性は、後の 401 条 (k) 項適用により普及する企業 DC 制度の嚆矢となった。

年金受給者に投資へのマインドシフトをもたらし、資金供給構造を変化させた ERISA 法

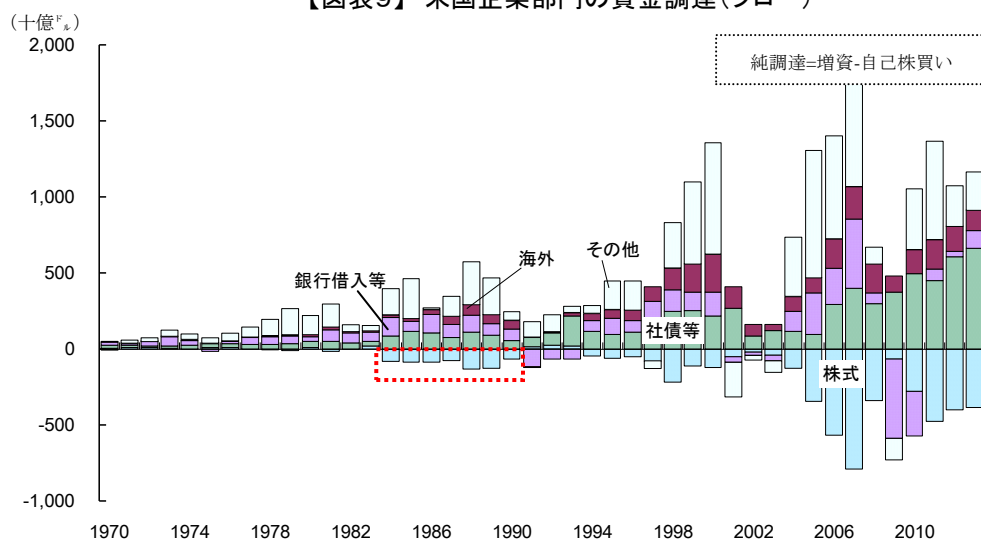
以上の通り、ERISA 法と、それに続く年金制度改革は、当初、年金消失リスクから年金受給権を保護する目的で制定された。しかしながら、それらは副次的に年金受給者のマインドシフトをもたらすことになった。即ち、年金の在り方を「企業より付与される恩給」から「受給者が自己責任で運用する投資」へと変容させ、本来の意図を越えた成果を得た。その上結果として、分散投資義務や IRA 勘定の制度化が、年金資産を通じた企業への資金供給構造に変化をもたらしたのである。

### 5. 機関投資家化した年金によるコーポレート・ガバナンスの成立とその影響

質的な変化が生じていた 1980 年代の資本市場

年金運用に変化が生じていたのと同じ頃、米国企業の株式調達動向においても、質的な変化が見られ始めた。企業の資金調達をフローで見ると、1980 年代半ばより株式による純調達がマイナスに変化しているのが見てとれる。これは企業部門全体の傾向として、増資による資金調達よりも、配当や自社株買いによる株主還元が優勢となったことによる(【図表 9】)。

【図表9】 米国企業部門の資金調達(フロー)



(出所)FRB, Flow of funds よりみずほ銀行産業調査部作成



企業に対して余剰資本の返還を要求し始めた年金基金

機関投資家化した年金基金によるコーポレート・ガバナンスの成立と株主アクティビズムの展開

自己株買いや配当が盛んに行われるようになった背景として、同時期に台頭したアクティビスト株主による経営監視と株主還元圧力が挙げられる。そしてこの株主アクティビズム台頭の背景には、そもそも米国固有の文化的基層である「外部から登用される専門職としての経営者」に対する性悪説があり、この頃売上高重視の経営者と、資本効率重視の株主との利害が対立するエージェンシー問題が顕現化する中で、ERISA 法に端を発する年金基金の機関化が生じていたことが挙げられる。

即ち、ERISA 法の受託者責任の重さとその制度対応により、年金運用の受託者は専門化、且つ機関化した。そして巨大な投資家と化した年金基金は、「ウォールストリート・ルール」の採用、つまり、インデックス運用手法のみに基づく投資銘柄売却による退出が困難となった。代わりに株式の長期保有を前提に、運用パフォーマンス向上のため、投資対象企業の経営監視を通じた株主還元と再投資に圧力をかけて行くことになる(“If one can't sell, one must care”)<sup>2</sup>。そして、この還元要求を制度面で後押ししたのが、年金基金の議決権行使を義務化した 1988 年の Avon 書簡である(【図表 10】)。こうした流れの中で、年金基金によるコーポレート・ガバナンスが確立し、1980 年代半ばより株主アクティビズムが展開されるようになったのである。

【図表 10】 年金制度改革とコーポレート・ガバナンス(参考年表)

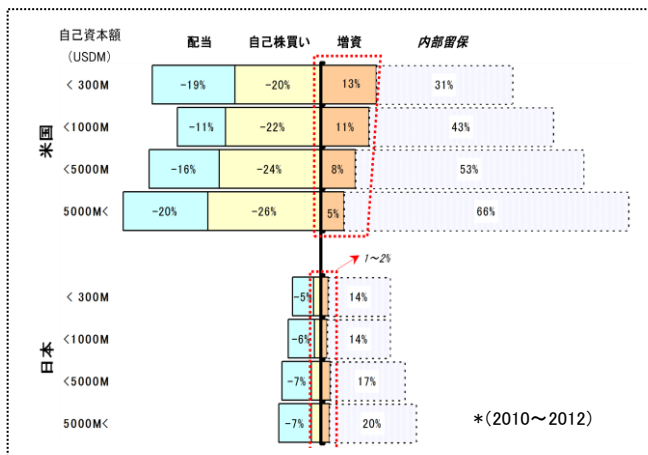
年表	年金制度改革	コーポレート・ガバナンス	備考
1942-	内国歳入法1942年改正	<企業株式は広範な小規模投資家に分散所有されていた>	高税率であった戦時統制下において、年金の費用支出が統制対象外となり、節税動機が企業の年金制度導入の契機に
1950-1960	大企業年金ブーム (Pension-drive)	ウォールストリート・ルールの時代	製造業を中心とした企業年金の飛躍的普及期
1964	Studebaker-Packard社破産		同社破綻による従業員年金消失が社会問題化
1974	ERISA法制定		従業員の退職年金受給権の保護を目的とした包括的な基本法の成立
1978	内国歳入法の401条k項制定 (1981年承認)	機関投資家の持株比率上昇	企業年金に関する税制適格の確定拠出年金制度の確立、以後、403(b)プラン、457プランも成立し対象者拡大
1979	ERISA法改正 (1979年改正) "Investment duties" 指針追加		投資に関する義務を追加規定、これにより年金基金は全リスク・リターンを考慮し、長期のポートフォリオで運用する指針を得て、分散投資が活発化
1980年代	<年金自助努力を促すレーガン政権の社会保障法改正 (1983) >	アクティビスト株主の出現 Council of Institutional Investor 設立 (1985)	専門的経営者の性悪説を前提に、エージェンシー問題が表面化した時期。株主によるコーポレート・ガバナンスのルール化を企図して設立
1988	確定拠出年金の普及	Avon 書簡 (労働省) → Monks 書簡(1990)	受託者責任の一環として、年金基金は株主利益の為に議決権行使を行う義務がある点を明文化
1992		GMの会長兼CEO解任	CalPERSなどの機関投資家による圧力、他 P&G, IBMでも経営トップ更迭
2006	年金保護法2006年改定		確定給付年金の積立不足(鉄鋼・航空など)問題と、確定拠出年金の近代化に対応

(出所)みずほ銀行産業調査部作成

それでは株主還元された投下資本はどのように再投資されているのだろうか。試みに【図表 11】、【図表 12】では日米の上場企業の直近の株式調達動向を、企業規模別(自己資本額の規模にて分別)に分析した。

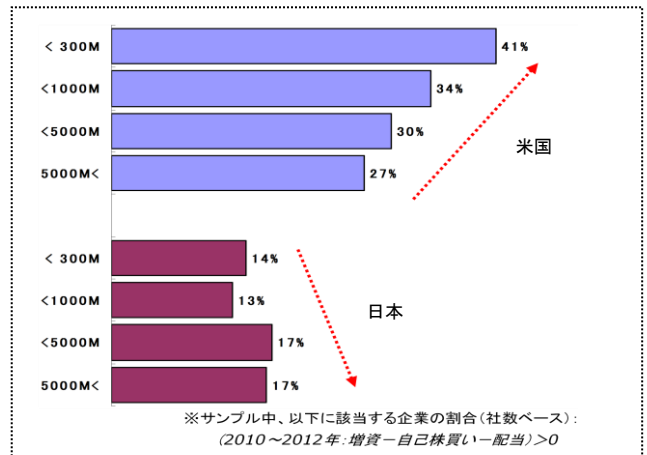
<sup>2</sup> ハーバード大学の Drucker 教授は、1991 年発表の論文(Reckoning with the Pension Fund Revolution)においてドイツ銀行創業者 Georg Siemens による企業統治に関するコメントを引用して、機関投資家の行動原理をこのように表現している。

【図表11】 企業規模別自己資本増減割合の内訳



(出所) ロイター社データ等日米企業財務情報より  
みずほ銀行産業調査部作成

【図表12】 自己資本が増加した企業の割合



(出所) ロイター社データ等日米企業財務情報より  
みずほ銀行産業調査部作成

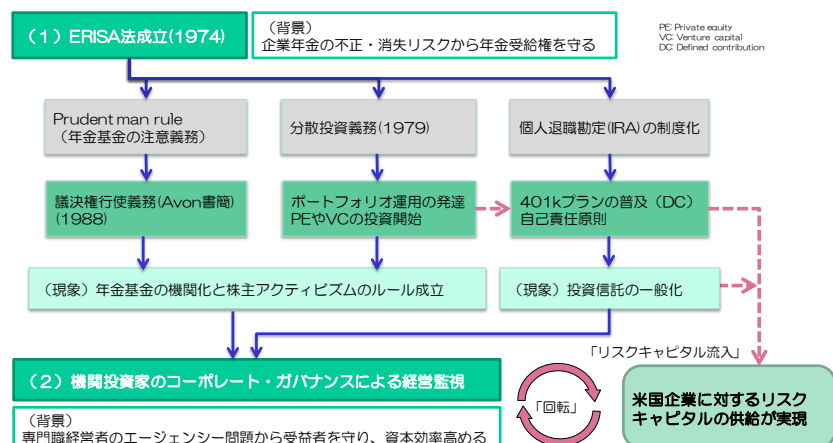
成熟企業から成長企業へのリスクキャピタル循環が示唆される、米国株式市場

日本との比較において米国では自己資本規模の大小に関わらず、企業の資本の増減の振れ幅が大きいこと、つまり「資本の出し入れ」が頻繁に行われていることが窺われる。また米国では、自己資本が小さな企業ほど、自己資本が増加しているケースが多く、逆に大きな企業ほど、自己資本が減少している割合が高くなっている。つまり、成熟企業が多く含まれると考えられる自己資本の大きな企業から自己株買い等により資本が回収される一方、成長企業が含まれると考えられる自己資本の小さな企業へと増資を通じ資金が供与されている構図がみてとれ、全体として「成熟企業からの回収→成長企業への再投資」といった、株式市場におけるリスクキャピタルの循環が示唆される。こうした動きの背景に前述の株主アクティビズムが寄与しているのではなかろうか。

ERISA 法はリスクキャピタルの増加をもたらし、年金基金による経営監視は投資効率を高めた

これまで述べてきた、ERISA 法成立と続く年金基金のコーポレート・ガバナンスによる経営監視の影響を、リスクキャピタル供給という観点からフローチャートとしてまとめたものが【図表13】である。ERISA 法の各規定が1970~1980年代の経済環境の変化に適応することを通じて、特に分散投資義務とIRA 勘定というルールと制度が、企業に対する年金資金を通じたリスクキャピタルの「流入量」を増加させ、プルーデントマン・ルールが議決権行使を後押しすることで、機関投資家が投下した資金に「回転」をもたらし、結果成長企業へのリスクキャピタル供給増加という効果的な循環をもたらしたものと考えられる。

【図表13】 米国リスクキャピタル供給のフローチャート



(出所) みずほ銀行産業調査部作成



6. 海外マネーをリスクマネー供給に活用する仕組み

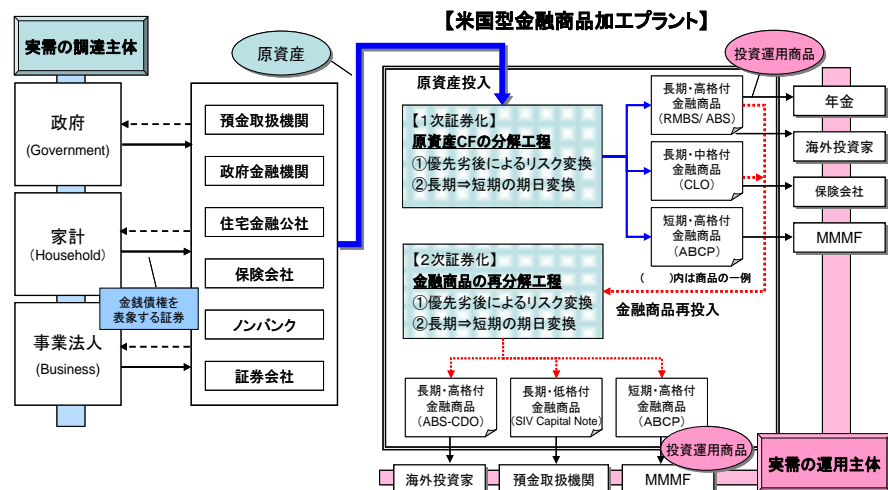
経常収支赤字を賄うための基軸通貨国の強みを活かした米国の金融自由化政策

次に、冒頭で挙げた米国企業の資金調達におけるもう一つの特徴である、海外マネーが流入してきた背景について考えてみたい。前述のように米国経済は1970年代以降、スタグフレーションが進行する中、輸出企業の競争力劣化に苦しみ、レーガン政権の時代には経常収支赤字国に転落、財政赤字と経常赤字という、所謂「双子の赤字」に陥った。経常収支赤字をファイナンスするためには海外からの資金流入が必要不可欠であり、基軸通貨国としてドルの優位性を最大限活用しながら、日本を始めとする海外マネーの呼び込みを図った。具体的には円滑な国際資本移動を可能とするべく金融自由化を推し進めると同時に、資本輸出国に対しても金融や資本面での規制緩和を要請していった。例えば1983年に設置された日米円ドル委員会も、より自由な資本移動や日米両国の貿易収支不均衡の是正を目的としていたことはよく知られている。現在でも米国は膨大な経常収支赤字を抱えており、そのファイナンスのための相手を80年代後半の日・独から産油国、更に2000年代からは主に中国とアジア新興国と代えつつも、結果的に安定的な資本輸入に成功している。

自由化と並行して、海外投資家のニーズに応えるための金融商品を加工するインフラが発達

基軸通貨国の強みを活かした金融自由化政策に加えて、米国資本市場には海外投資家の投資ニーズに合った金融商品を創造するインフラが整備されていったことも特筆される。ここでは具体例として、90年代に発達した証券化商品市場を挙げてみたい(【図表14】)。

【図表14】 金融商品加工インフラにより発達した証券化商品市場の例



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

1990年代に発達した証券化商品市場は米国市場の機能性の高さを体現した代表例

証券化はその名の通り、特定の金銭債権(原資産)を裏付けとするキャッシュフローが転売、加工され投資可能な証券に形成される過程を言う。最近では証券化がサブプライム危機の元凶として扱われているが、それは証券化手法を過度に駆使し信用創造機能を増幅した点に原因があり、本来リスクを移転、変換するという技術において証券化は重要な金融手法の一つである。そこで

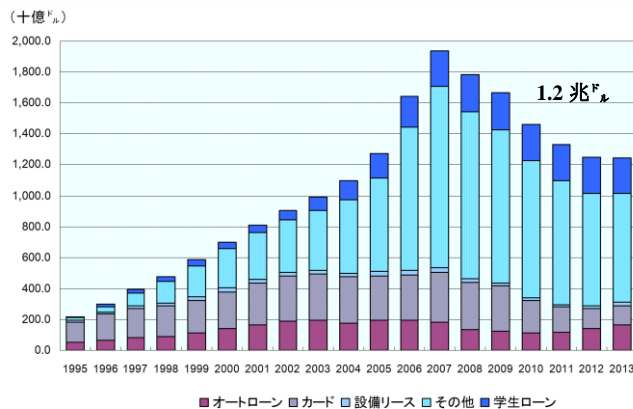
ここでは、証券化市場の活況を支えた米国資本市場の機能性の高さに注目したい。証券化は、資金調達主体と運用主体を仲介する機能のひとつであり、これらは証券発行体の法人格(SPC、パートナーシップや信託)の多様性、ディスクロージャー制度、税制、金銭債権流通の仕組み、決済制度などのインフラに支えられている。合わせて、高度に専門化した格付会社、市場情報ベンダー、ITシステムベンダー、専門弁護士、会計監査人、クオンツ、記帳代行サービス、債権回収業者などの関連サービスが有機的に結びつきながら、あたかも「金融商品加工プラント」のような機能が提供されており、海外マネーが形を変えて、米国内の資金調達主体に行き渡る仕組みが成立している。尚、企業の資金調達構造の差異を考慮に入れた上でも、直近期、米国の証券化商品市場の規模は、残高ベースで日本の6倍以上であり、彼我の差は歴然としている(【図表15、16】)。

日本には存在しない、低格付先の資金調達を支えるハイ・イールド債券市場

さらに、米国資本市場の懐の深さを体現する債券市場として、ハイ・イールド債券市場の存在にも付言しておきたい。同市場は1980年代の半ばに発達した投資適格格付未満、若しくは無格付の発行体が資金調達を行う社債市場である。足許では米国内や海外の投資信託などの投資家層の厚みにより米国の社債発行額の2割弱がハイ・イールド債によるものになっている。対して日本においては、ハイ・イールド債券市場は歴史的に投資家保護を目的とする適債基準の影響や投資家の不在により、殆ど発達していない。

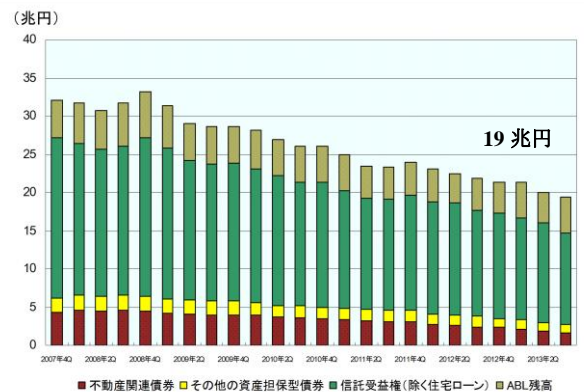
このように、証券化市場やハイ・イールド債券市場がその規模や機能において高度に発達していることは、海外投資家の多様な投資ニーズに合った金融商品を提供する上で重要な役割を果たしており、マクロ的には経常収支赤字の円滑なファイナンス、更にマイクロでは米国企業の資金調達の多様性が実現する土台となっている。

【図表15】 米国 ABS 残高(除く住宅ローン関連)



(出所) SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association) 統計データ U.S.ABS, U.S.ABCP 残高よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表16】 日本 ABS+ABL(除く住宅ローン関連)



(出所) 日本銀行調査統計局「証券化商品残高」、流動化・証券化協議会公表データよりみずほ銀行産業調査部作成

## 7. 米国におけるリスクマネー供給構造からの示唆

現在の米国におけるリスクマネー供給構造は、1980年代の経済環境変化が結果的にもたらしたものの

翻って、足許の日本が直面しているのは、1980年代の米国の経験と類似した構造的変化と制度対応への課題なの

米国との差異を踏まえつつ、現在の構造変化を、リスクマネー供給構造の改善に繋げる、戦略的な視点が必要であろう

本稿では、米国におけるリスクマネーの供給源に関して主に年金資金と海外投資家に着目し、これらのマネーフローの変化が30年前に生じた経済環境変化に対する米国の逐次対応によって次第に形成されたものであると捉えられることを考察してきた。換言すれば、こうした米国のリスクマネー供給構造は、直面する課題に対応すべく政府が必要となる制度を整備し、金融仲介を担う各プレーヤーがその機能を高めた事で、資金の出し手と受け手が効果的・効率的に結びついていった結果として確立されたものであり、そもそもの起点はリスクマネー供給を目的としたものではない(【図表17】)。

翻って日本をみると、長きに渡り経済成長が低迷してきたにも拘わらず、終身雇用を前提とした流動性の低い労働市場が維持され、年金の積立不足が問題となるも、依然、年金制度は確定給付型が中心となっており、年金資金は安全・確実の国債による運用が中核に据えられている。マネーフローという面では、かつてに比してウェイトを落としているとはいえ、間接金融主体の金融仲介構造となっており、その背景には経常収支黒字、言葉をかえれば国内の貯蓄超過ゆえ資本輸入の必要に迫られる構造にはないことがある(【図表18】)。

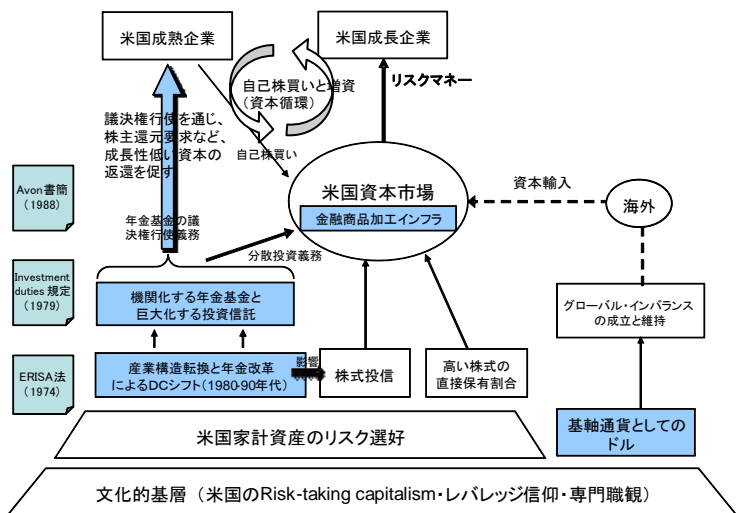
しかし、足許においては成長戦略の実現に向け、事業再編やベンチャー企業育成など、新陳代謝を促すべく産業競争力強化法が成立し、雇用においても行き過ぎた雇用維持型から労働移動支援型、即ち失業なき労働移動の実現へと政策の舵が切られ、年金についても公的年金における株式への投資ウェイト拡大など分散投資の促進、受託者責任(日本版スチュワードシップコード)の導入などが検討されている。加えて、空洞化とエネルギー輸入の増加などにより経常収支の黒字幅の縮小が顕著となるなど、マクロ的なマネーフローも変化してきている。更には、少子化・高齢化の加速は家計貯蓄の減少を招くとみられ、財政赤字の拡大に歯止めがかからない限り、貯蓄・投資バランスの観点からは日本の経常収支はやがては赤字化し、米国同様に海外から赤字をファイナンスする必要に迫られる可能性も否定できない。

現在の日本の置かれた状況、更にはそれ立ち向かうべくアベノミクスにおける成長戦略で掲げられている各種施策は、原因・背景は異なるものの、1980年代以降の米国が経験した構造的変化やそのための制度整備に向けた取り組みと類似点は少なくない。

そうであれば、日本は先行者である米国の経験を踏まえた上で現在直面している課題に取組み、その過程で効果的・効率的なリスクマネー供給構造を演繹的アプローチにより組み立てて行くという戦略的な視点を持つことが重要になる。勿論、両国は産業構造や社会構造、価値観などが異なり、米国の制度や仕組みをそのまま持ち込めば良いということではない。例えば、日本の家計のリスク選好が急激に変化する事は想定し難く、預金を仲介する間接金融機能は、引き続きリスクマネー供給において一定の役割を果たすものと思われる。外部出身の専門職経営者を擁する米国企業と、経営陣が内部から登用される日本企業とではコーポレート・ガバナンスのあるべき姿は異なるであろう。また、基軸通貨国ではない日本が、アジア新興国に対し金融自由化を働きかけ

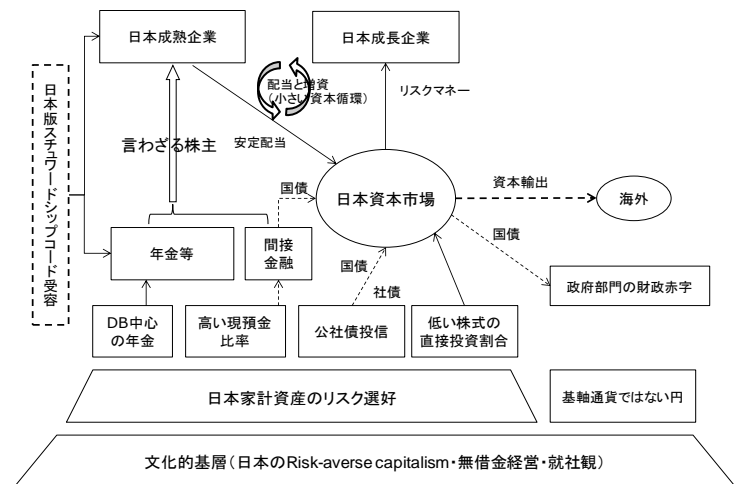
でも、成長著しいアジアのマネーフローがそのまま国内に呼び込まれるという保証は無い。日本がそのような差異を認識した上で米国から学ぶべき事は、産業構造やマクロ構造の変化に対応した制度面の整備を進めるに際して、そうした課題に即した形で金融仲介を担う各プレーヤー（【図表 18】）を育成し、更には各プレーヤーが夫々の機能を発揮できる環境の整備がひいてはリスクマネーの効率的な供給増加に繋がって行く、という道筋を示すことである。具体的には、年金制度においては金融リテラシーを高めるための家計の投資教育や企業における DC 制度普及策の拡充、機関投資家においては日本版スチュワードシップコードの受容を奇貨とする、企業の持続的成長を引き出すための対話・提言力の向上、また資本市場においては、アジアからの投資を実現する域内債券市場の法制度や決済制度などのインフラ整備面でのアジア各国との緊密な連携が必要であろう。このように日本のリスクマネー供給のためには、課題克服を起点とした年金制度、コーポレート・ガバナンスや資本市場などの一層の改革が求められている。

【図表 17】 米国リスクマネー供給構造



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

【図表 18】 日本リスクマネー供給構造



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

(戦略プロジェクト室 角田 真一)  
shinichi.tsunoda@mizuho-bk.co.jp

(事業金融開発チーム 船橋 泰晴)  
yasuharu.funabashi@mizuho-bk.co.jp