

ゲスト

水野弘道氏

コラーキャピタル パートナー

聞き手

柳川範之

総合研究開発機構理事
東京大学大学院経済学研究科准教授

No.56

海外投資家の目から見た 日本の「成長」

ポイント

- 日本の状況は「アジアの成長」からは、あまりにもかけ離れている。日本の成長をマクロレベルで投資の対象とする投資家はほとんどいない。長期的展望に基づく経済成長へのコンセンサスが日本政府にも日本国民にもないように見えるからである。コンセンサスがなかったので政策に整合性がない。
- 国民の貯蓄の大半は国債保有に回さざるをえない状況であるから、成長のためには、日本はより積極的に海外からリスク・キャピタルを呼び込まなければならない。
- 日本の投資家も企業もリスクとリターンのバランスが取れていない。低収益で長期間事業を続けることのリスクを認識し、素早く事業の見切りをつけることが、高成長のベンチャーを生み出す原動力になる。
- グローバルな競争の中で成長するために、全ての企業が生き残るのではなく、競争力のある企業を伸ばしていく政策を選択すべきである。

「成長するアジア」から乖離する「日本」

柳川 ロンドンの投資会社のパートナーとして世界の投資家を相手に活躍されている立場から見て、日本が世界からどのように見えるのか、どのようなポジションにあるのか、ということをお話しいただいて、そこから問題点を指摘していただければと思います。

水野 私はアジアでの投資の責任者を務めています。ますますアジアと日本との乖離が進んでいます。いわゆる「アジアのなかの日本」というよりも、「アジア」と「日本」という感じになりつつあります。しかもアジアに東京の情報は入っているのに、東京にいて、アジアの情報が入りにくいですね。

投資家の観点で見ると、日本はこの20年間、アジアの一部としては認識されてきませんでした。というのは、1990年頃までは、アジアの中で日本の経済力、市場の洗練度が突出していて、当時は日本をアジアに入れると60パーセント以上が日本で、日本 Index のようになってしまいう。「日本」と「その他アジア」という形で、ある意味でプラスの評価として日本が除外されていた。それが90年代以降の「失われた20年」



柳川 範之
NIRA 理事

により、2000年を越えた頃から、アジアが勃興し、投資家にとって、その成長が魅力になってきました。上海にしろ、香港にしろ、金融市場の洗練が急速に進んでいく中で、日本の金融市場の地位が相対的に低下する状況になってきました。同時に、日本の経済的なウエートも相対的に小さくなっている。特に日本の成長率はアジア全体の成長率とあまりにもかけ離れている。とはいえ、今でも日本経済がアジアのGDPに占める割合は大きく、アジアの3分の1以上あります。それが全然成長していないのですから、日本を全体のインデックスに入れてしまうと、アジア全体の成長が色褪せてしまう。ですから、投資家がアジアのインデックスを考えるとときには、日本をその中に入れてたくないのです。

柳川 日本を入れてしまうと投資指標として使えなくなるのですね。

水野 実は20年以上前から、投資家は日本をアジアの一部とは見做していなかった。その理由がポジティブなものからネガティブなものに変わってきたということがあると思います。

投資家は、大きく分ければグロース・インベスターとバリュースター・インベスターしかない。いろいろな投資手法があって、株に関してだけでも上場株からベンチャーまであるのですが、突

き詰めていうと、会社の成長（グロース）にかけるか、割安で買って割高で売るという価値（バリュースター）にかけるか、どちらかしかありません。想像できるように、グロース・インベスターで、今日本に興味を持っている人はほとんどいません。バリュースターだけが興味を持つマーケットなのです。バリュースターだけが興味を持つマーケットは、安い時に買って、高くなったと思ったら売りますから、株価は永遠に上昇せず、上がったたり下がったりを繰り返すことになります。これが、日本の市場は金融危機の影響が最も少ないといわれているのに、どこよりも大きく株が値を下げ、上がる時にも他の市場ほど上がらないという理由の一つです。問題は、いま日本を見ている投資家に、今後の成長を見越して投資する人がいないということだと思います。

日本には経済成長へのコンセンサスがあるのか

柳川 日本もいろいろな成長戦略を打ち出して、成長によって、投資家にも高いリターンを与えられるような政策をとろうとしているわけですが、それは水野さんから見てみると、あまり効果がないということでしょうか。

水野 全く効果がないということではないのですが、私が常々疑問に思っているのは、日本にはそもそも「経済成長をしなければならない」というコンセンサスがあるのかどうかということです。実は、昨年東京で開かれたある会議で、外国人の方が日本人パネリストに「日本は今後どうやって持続的に成長していくつもりなのか」という質問をしました。しかしパネリストの回答がいまひとつ噛み合わない。しばらく聞いていたらその理由がわかりました。要するにパネリストの半分ぐらいは、本気で成長が必要だと思っていないからです。日本の今の循環的

な経済状況でも豊かさは維持できるのではないか、と思っている。「経済成長戦略」と言っている以上、日本は経済成長しないといけないのだというコンセンサスが国民レベル、政府レベルでなければならない。私は個人的には、国債の残高などを考えると、成長しないことには早晩立ち行かなくなると思うので、経済成長することは必要不可欠のことだと思っています。

金融危機が起きたときに、日本のマスコミや知識人の論調は、成長とか儲けを目指すからこうなった、資本主義が悪いのだ、と言わんばかりでした。あのときに、ロシアや中国ですら、いかに早期に成長を回復するかと言っていた。旧社会主義国もしくは現社会主義国が、この危機から脱出するには経済成長しかないと言っているときに、多分日本だけが、成長は本当にいいことだったのか、ということ議論している。さすがに最近では消えつつありますが、ここまで悪くなると成長しか方法がないということになったのかもしれない。

そこで思うのは、いろいろな政策が噛み合っていないということです。例えば通貨政策もそうですね。なぜ日本は円安政策をとらないのか、私には最大の疑問です。円高／円安ということについて、少なくとも財務大臣がある程度のリップサービスを行うことから始めて、日銀の介入とかいろいろな方法があると思うのですが、何も行われていない。政策の意思が無い。新聞の記事などには、日本の通貨が安全だから、と書いてありますが、対ユーロならわかります。システムのリスクが起きているので、通貨の安全性の問題が出てくると思いますが、ドルに対して円が安全な通貨だと思っている人が果たして本当にいるのか。円が安全だとはとても思えません。

左側で経済成長を促進するような政策をとりながら、右側でそれを阻害するような政策を同時に行ってしまう。マイクロレベルの個々の政策



水野 弘道氏
コーポレートキャピタルパートナー

では、成長を目指すことをたくさんやっていますが、整合性がないので成果が出て来ない。成果が出て来ないから、また違うミクロの政策を打つのですが、マクロのハイレベルでの合意が形成されていない。結局、根本のところ、経済成長をしないと大変なことになるから絶対に成長するというコンセンサスがなくて、ということが一番の問題ではないかと思っています。

柳川 おっしゃる通りですね。日本では、みんなが本当に成長しなければいけないと思っているのか、というのはかなり疑問なところがあって、成長しなくてもみんなが豊かで幸せに暮らせるのではないかと、成長を追い求めないほうが幸せに暮らせるのではないかと、と思っている人々もいる。それが、政策のスタンスがきちんと定まらない、方向性が決まらない一つの原因かもしれません。

成長しなければいけないというだけではなくて、海外からも投資してくれなくていい、国内でそれなりにお金が回ってさえいればいい、海外の投資家が日本に注目してくれなくてもいい、と思っている人も意外に多いのではないかと思います。

成長のための資金は海外から 持ってくるしかない

水野 実際そうですね。私も一時期、海外からの投資に対する税金に変更があった際、海外からの投資へのインパクトについて政府の方々とお話ししたことがあります。そこで全員ではないのですが、多分この方々は「海外からの投資を促進する」と言いながらも、腹の中では「日本に1,400兆円の個人資産もある。敢えて頼んでまで外国人にお金を出してもらわない必要はない」と思っているのだろうと感じました。私も当時は「それもそうだ」と思っていたのですが、事ここに及んでは、1,400兆円と言われる個人資産の大半は国債に回さなければならないので、成長に使うような資金は外から持ってくる以外にないと思っています。

私は「リスク・キャピタル」と言っているのですが、成長を促すようなリスクを取れる資金は外国人に出してもらってもいいと思う。そういう投資をする外国人投資家は一部を除き、オーナーシップや戦略的に日本の技術を取るといった目的はほとんどありません。日本企業の多くはこうした投資に対して過剰防衛で、外資が入って来ると技術や知財が盗まれるとかいいますが、そんなことを言ったら事業の海外展開などできないわけです。メーカーも自分たちの工場や研究所を海外にどんどん作りながら、外資が入って来ると「危ない」と言う。おかしい話です。株は資本の取引です。資本取引と事業取引（商業）を分けることは比較的簡単にできます。アメリカや中国に研究所をつくった際に知的財産を守ることも簡単でしょう。しかし、知的財産を守るスキルがない、あるいはないと思いついておられるので、海外からお金を導入しない。日本企業はもっと海外の資金を取るべきです。ですから、優れた技術なのに「日本のお金が取れません」と言われたら、私は海外の投資

家をどんどん紹介しています。それは個々のプロジェクトの話だけでなく、国益にもかなうことだと思っています。

資金が入ってきたときに、その資金の活用と日本の知的財産をどうやって分離するかというのは、ある意味でファイナンスのスキルです。そういうプロフェッショナルな人たちが日本でもっと活躍して、メーカーなどの恐怖感を取り除かなければならない。資金の出し手は、投資ファンドも含めて、利回りさえ出せばある意味で納得するわけです。そういう人たちにリスクを取ってもらってリターンを出し、逆にそれを超えるぐらいの成長をする方法を考えて、国民経済にプラスに回るようにしていかなければならない。

柳川 本当に収益性が高くて、将来の成長につながっていくようなところに、どうやってお金を回して、投資を促進させていくかが大事ですね。外国のファンドだとか、外国人の投資だとかいうことはあまり本質的ではない。そもそも海外のファンドも、実際には日本から投資されており、そこからまた日本に投資されるとすると、本当は日本のお金ですから、ファンドの国籍や所在地を意識することには、そもそも意味がないですね。

水野 日本が避けなければならないことは、国債までも外国人に頼らなければならなくなる事態です。しかし、このままだと近い将来そうになってしまう。そうすると、アジア通貨危機時の韓国やユーロの通貨危機の際にギリシャが陥ったのと同じ問題に直面することになります。要するに、国の財政そのものを外国人のファイナンスに頼るようになってしまうと、急激に国の政策のフレキシビリティが失われてしまうのです。そうなる前に経済を成長させて税収を上げる、もしくは不要な支出をカットして財政再建を行って、なんとかそういった事態を避けなくてはならない。ところが、財政状態がここまで

来てしまうと、国家としてなけなしの財政を本当の意味での成長戦略、リスク・キャピタルに回す余裕がなくなりつつあります。ここで、外のお金をどう活用するかということを真剣に考えていかなければいけない。

リスクとリターンのバランスを考える

柳川 日本のベンチャー・キャピタルはなかなかいいところに投資ができないとか、大企業の研究所がうまくビジネスを生み出せないということが言われますが、日本の中にもリターンを生み出せるような投資の機会、人材、研究のネタがそれなりにあると思います。それがなかなか大きな投資に回っていかない。何が問題なのでしょう。あるいは外から見ていて水野さんのフラストレーションが溜まるようなことは何でしょうか。

水野 沢山あり過ぎて、それだけ話しても数時間かかる感じですね（笑い）。日本で問題だと思うことは、例えば「このビジネスはどう考えても5年先、10年先はありませんよ」ということがわかっているような会社でも、誰もやめずに一所懸命、少しでも長く維持している。これがベンチャーでも起きている。本来、ベンチャーは3年ぐらいで決着をつけて欲しい。3年ぐらいでリターンが出せないのであれば、そこで解消してもらって、投資家は残った資金を回収し、起業家は別のビジネスを探す、もしくは完全にビジネスモデルを変えてもう一度再チャレンジをした方がいい。ところが日本のベンチャー・キャピタルが投資しているベンチャー企業を見ると、一番多いパターンは、とりあえず3年か4年で5000万円の黒字になると、そこからずっと延々とやっている。なぜそんなことが許されるかという、一つには投資している人たちのリターンの要求が緩いからです。年間20パーセントのリターンを要求されたら、5年で

最低でも2倍にしなければいけないので、5年以内に決着をつけなければ話にならないんですね。ところが、日本のベンチャー・キャピタルの投資利回りは歴史的に数パーセントしかありません。そうすると、3年、4年、5年経ってとりあえず黒字になっている会社はつぶれないので、上場見込みもないままにずるずるやっっていく。こういったことが起きるのは機会費用、資本費用がすごく低いからです。

それから、NASDAQであれば上場したときの時価は最低数百億円ですね。マザーズには数十億円で上場できる。数百億円の会社を作ると、数十億円の会社をつくるのとは全然違う話で、数百億の会社を作ろうと思ったら、将来数千億に伸びるつもりで会社を作っていかなければいけない。中国やインドのベンチャーは数千億に伸びる会社を作るつもりでやっけていて、それが数百億のレベルになったときに上場する。そこからは上場株の投資家が数千億になるのを待って利益を上げるという形です。

ところが日本は、ずっと低い収益の目標のまま会社が進んでいって、それがとりあえず60億円とかになったらマザーズに上場してしまう。将来の成長のモデルもはっきりしないのに、資金ばかり貯まるので、必要のない買収をしたりして、どんどん悪循環に陥っていく。それを防ぐには、まずはベンチャー・キャピタルが投資するベンチャーはリスクの高い投資である、リスクが高いということはリターンを短期で出してもらわなければ話にならない、という共通認識を持たないといけない。

日本の様々な議論を聞いていて、私が違うと思うのは「日本のベンチャー・キャピタルはリスクを取らないから駄目だ」という意見です。私に言わせれば、例えばベンチャー企業に投資して6パーセントのリターンというのはリスクの取り過ぎです。リスクとリターンのバランスが合っていない。6パーセントぐらいのリター

ンでベンチャー投資などしていたら駄目なのです。実はリスクを取っていないのではなくて、リスクと認識していないままリスクを取っている。これはベンチャーだけではなくて、日本の至る所で起きていることです。ベンチャー企業の社長も、有能な人だったら、5年でクビになっても、もとの会社に戻ったり、新しいビジネスを起こしたりした方が成長できるかもしれないのに、さらに5年の月日を無駄に過ごしてしまう。実はその方が、国民経済的にも、ミクロレベルの個人にとってもリスクとしては大きい。

柳川 今のお話はとても面白いですね。おっしゃるような日本の現状は、多くの場合、日本のベンチャーの投資や技術開発の収益力がそもそも低いからだと言われています。だからベンチャーの投資でも数パーセントの伸びしかない。マザーズや上場新興市場でも、みんなが低成長だから、その中から少しでもいいものを選んで「こういう循環は日本の投資機会がそういうものしかない。日本のシーズはそういうものしか生み出せないから仕方がない。低成長均衡で投資家もベンチャー企業も上場新興市場も回っている」という説明がされるわけです。水野さんの今のお話では、そうではなくて、そういう悪循環に自分たちで持って行っているのがいけないのであって、大事なことは収益率が低かったら3年なり5年でスパッと切れということですね。切ることで自が高成長率のベンチャーを生み出していく原動力になるということですね。

水野 そうだと思います。

柳川 変に生き延びさせているから、それが全体にはびこってしまうということなのですね。

国際分業の中では成長という 選択肢しかない

水野 イギリスと日本の金融危機後の町の様子を見ていると、マクロの数字でみれば同じく

らいですが、イギリスの方が、明らかにレストランとかお店のシャッターが閉まっている。一説には6件に1件が閉店しているという。しかし、残ったレストランは平気で値上げをしている。私の行きつけの日本食屋では弁当が2ポンドも値上がりしました。要するに、競争力の低い、必ずしも必要ではなかったビジネスが淘汰され、もともと競争力がある人たちが残る。残ったところは、そのサービスを得たいと思う人から、申し訳ないけれど2ポンド余分にとることによって、来客数が減少するとしても彼らの収益性は維持される。全体を平均してみると、マクロの数字的には日本と同じぐらいやられているのですが、数年後に、さあ潮目が変わりましたというとき、イギリスでは競争力がある人たちが体力を温存しながら残っているのに対して、日本では、競争力があつた人も体力を殺がれてへとへとになっている。

柳川 「店がどんどん閉じている商店街と、一応みんなちゃんとお店を維持できているケースと、どちらが政策の成功例だと思いますか」と日本人に聞いたら、ほとんどの人が、お店を閉めずにみんなが生き延びたケースのほうを立派な政策だと言うでしょうね。

水野 江戸時代ならそれでもいい。外国から何も入ってこないし外国との競争もなければ、全員の体力が多少弱まっても、所得の再分配だけでみんながやっていくことができる。しかし、海外との競争力が問題になると、悪くなったときにいかに体力を温存して、次の局面で外に出て行って競争できる会社を残すか、ということを考えないといけない。日本の電子メーカーを見れば分かりますね。日本の消費者は新しい技術をすぐ買ったから、そこである意味でR&Dのコストを回収しながら市場テストをしてうまく行ったものを海外に持っていくというモデルが昔はあつたけれど、今は国内競争でへとへとです。

グローバルな競争の中で、中長期的に全体の富を上げていくことを考えたときに、「競争力のある人たちにより体力を温存してもらい、そうでない人にやめてもらう」か、「全員に等しく体力を喪失しながら生き残ってもらう」かのどちらかを選べというのであれば、政策としては前者をとらなければならない。成長を前提に考えた場合はそうしなければいけない。では、成長しないという選択をとり得るのかというと、多分とり得ない。成長しない戦略をとるならば国際分業の構造転換をしなければならないが、そちらの痛みと、成長しようと努力することによる痛みと、どちらが大きいのか。大きさの問題だ

けではなくて、国民としてどちらを取りたいかということをもまず考えるべきでしょう。私は、個人としても前者を取りたいし、今の国際分業の構造を元に戻すという痛みは、本当のところ日本人はとり得ないと思うので、成長する以外に選択肢がないと思います。

柳川 成長しないことにしたら、現状維持もできない。問題は、そこが十分に理解されていないことですね。有難うございました。

2010年5月24日

NIRAにて

*対談録に続いて、コラム「エキスパートに聞く」を順次ホームページで掲載します。

『投資先を絞りベンチャーを育成する』 http://www.nira.or.jp/pdf/taidan56_2.pdf

『「投資」「補助」「リスク・キャピタル』』 http://www.nira.or.jp/pdf/taidan56_3.pdf

『外からみた日本の「国際競争力』』 http://www.nira.or.jp/pdf/taidan56_4.pdf

水野 弘道（みずの・ひろみち）氏略歴

大阪市立大学法学部卒業。ノースウェスタン大学ケロッグ経営大学院より MBA 取得。日系信託銀行で、航空機ファイナンス、海外融資案件審査を担当後、シリコンバレー、ニューヨーク支店にて日系企業融資業務及びプライベートエクイティ投資責任者を歴任。2003年より、英国のプライベートエクイティ投資顧問会社コラーキャピタルのパートナー。投資審議会および経営会議メンバー、アジア統括責任者。日本を含むアジアとシリコンバレーの投資案件を主に担当。日本、アジアの投資会社等のアドバイザー及びラクオリア創薬株式会社（愛知県）の取締役を務める。

柳川 範之（やながわ・のりゆき）略歴

慶應義塾大学経済学部卒業。東京大学 Ph. D. 専門は契約理論、金融契約。1996年東京大学大学院経済学研究科助教授、2007年同准教授に就任。2007年11月NIRA理事に就任。著書に『法と企業行動の経済分析』（2006）日本経済新聞社、など。NIRA 研究報告書『終身雇用という幻想は捨てよ—産業構造変化に合った雇用システムに転換を—』（2009）、『アジアを「内需」に一規格・制度の標準化で—』（2009）などを執筆。

NIRA 対談シリーズ

<http://www.nira.or.jp/president/interview/index.html>

(肩書きは、対談時のもの)

- 第 48 回** 2009 年 3 月 **金融危機後の世界経済を読む**
ゲスト：東京大学大学院経済学研究科教授 伊藤隆敏 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 49 回** 2009 年 7 月 **高齢化社会を見据えた財政のあり方**
ゲスト：東京大学大学院経済学研究科教授 井堀利宏 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 50 回** 2009 年 9 月 **温暖化問題と日本の対応**
ゲスト：国立環境研究所地球環境研究センター主任研究員
亀山康子 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 51 回** 2009 年 10 月 **日本の「科学技術政策」を問い直す**
ゲスト：千葉工業大学惑星探査研究センター教授/東京大学名誉教授
松井孝典 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 52 回** 2009 年 12 月 **「何のために」が問われる日本の情報基盤**
ゲスト：慶應義塾大学環境情報学部長 教授 兼 政策・メディア研究科委員
村井純 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 53 回** 2010 年 4 月 **東アジア経済統合に向けて—為替協力と域内自由貿易**
ゲスト：アジア開発銀行総裁 黒田東彦 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 54 回** 2010 年 4 月 **日本の東アジア外交戦略**
ゲスト：東京大学大学院情報学環・東洋文化研究所教授 田中明彦 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重
- 第 55 回** 2010 年 5 月 **日本の財政破綻は避けられるのか**
ゲスト：中央大学法学部教授 富田俊基 氏
聞き手：NIRA 理事長 伊藤元重

本誌に関するご感想・ご意見をお寄せください。

E-mail : info@nira.or.jp

財団法人 総合研究開発機構
〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿 4-20-3
恵比寿ガーデンプレイスタワー34階
TEL:03-5448-1735 / FAX:03-5448-1744
URL: <http://www.nira.or.jp/index.html>

©総合研究開発機構 2010 2010年6月30日発行