

# 第1章 グローバルに通用する金融システムの整備に向けて

福田慎一

## 問題意識

- 近年、世界に金融市場において、日本の市場のプレゼンス低迷が顕著。
- 日本経済の低迷に加え、日本の金融市場の競争力の低下もプレゼンス低迷の一因
- かつて機能した銀行中心の金融システムは、新しい経済環境では機能が大幅に低下。
- 日本の金融市場の競争力強化に向けていかなる改革が必要かを考察することは重要。

## 競争力を高める上での4つの論点

- リスクマネーの供給をいかに拡大するか ⇒ 塩路論文と清水論文
- 銀行のデジタル化への対応 ⇒ 塩路論文と長田論文
- 競争力を高める上での日本の特殊性・独自性 ⇒ 佐々木論文と清水論文
- グローバルリスクに耐えられる金融システムの整備 ⇒ 田中論文

## 何が必要か？

- 各種規制の撤廃に加えて、国内で魅力的な投資先の育成が重要
- とくにスタートアップ企業の育成は喫緊の課題
- スターアップ企業は、金融デジタル化の担い手でもある
- それには、参入と退出の活性化による企業の新陳代謝が不可欠
- ただし、日本の金融市場では、欧米とは異なる特徴
- 日本の金融機関の強みや日本独自の経済環境に焦点を当てた改革が必要

## 【エグゼクティブサマリー】

グローバル化した今日の世界経済において、新しい金融環境のなか、日本の金融市場の競争力強化に向けていかなる改革が必要かを考察することの重要性が高まっている。日本経済が世界のフロントランナーとなった今日、従来型の金融システムで日本経済の発展を支えることは難しい。そうしたなか、金融市場をいかに改革してその国際競争力を強化していくかは、日本の喫緊の課題といえる。課題の克服には、(1) リスクマネーの供給、(2) 金融のデジタル化への対応、(3) 日本の特殊性・独自性の活用、(4) グローバルリスクに耐えられる金融システムの整備、の4つの視点が重要である。

特に、リスクマネーの供給は、「貯蓄から投資へ」というスローガンが掲げられるようになって久しいが、遅々として進んでこなかった。長期低迷に陥った日本の金融市場では、「カネ余り」が顕著であった。しかし、資金余剰が広がるなかでも、日本では、潜在的には経済成長を牽引すべき企業やセクターが存在していたにもかかわらず、そこに十分な資金が供給されてこなかった可能性がある。特に、近年、世界経済でスタートアップ企業の果たす役割が増しているなか、日本では将来の経済成長を牽引すべきスーパースター企業の予備軍に十分な資金が供給できてこなかった。

金融市場では、最先端の技術を持つ企業が、その技術開発に必要な資金を調達するには、リスク分散と情報生産の両面で資本市場が銀行より優れていることが知られている。未知の最先端技術は、銀行など少数の資金供給者が担うにはリスクが大きすぎる。しかし、多数の投資家からなる資本市場では、大きなリスクを分散することが可能となる。また、未知の最先端の技術は、専門性が高く、銀行がその良し悪しを判別することは難しい。しかし、幅広く公開された資本市場では、極めて専門性の高い最先端の技術であっても、その良し悪しを判別できる投資家を見つけることが可能となる。そうしたなか、日本経済では、銀行貸出市場の役割の低下に加えて、それを代替すべき資本市場の発展が十分でなかったことが大きな問題であった。

日米の自己資本利益率 (ROE) の平均を比較した場合、米国では、高収益企業も多いが、

赤字企業も多いという特徴がある。これに対して、日本では、高収益企業が少ないだけでなく、赤字企業も非常に少ない。資産運用を行う際の醍醐味は、現在は赤字だが将来的に高い収益を生み出す可能性の高い企業を選別し、そこに積極的に投資を行うことである。日本では、このような魅力的な投資対象が極めて少なかったといえる。リスクを取りながら高いリターンを目指す投資資金で新産業を創造していくことが、持続的成長には不可欠である。しかし、日本では新陳代謝を伴う資本市場への資金の流れは十分に進んでこなかった。

進歩が著しい世界の金融のデジタル化の分野でも、日本の金融機関の出遅れ感は否めない。日本で金融のデジタル化が遅れてきた理由はさまざまである。しかし、既存の金融機関を脅かす有望なスタートアップ企業が金融関連の分野で十分に育ってこなかったことも一因である。日本では、既存の金融機関がこれまで収益性の高い事業を数多く持ってきた分、既存の事業の改善には注力するが、デジタル技術を活用した革新的な金融商品・サービスの開発は軽視する傾向があった。金融のデジタル化の分野は、デジタル技術を駆使した最新のサービスを提供するものである一方で、あくまでお金を扱う金融サービスである。大きく進展するデジタル技術の下でも、既存の銀行にはその面で依然として大きなアドバンテージがあり、それを活かしたビジネスモデルの構築が必要である。

既存の企業の中から有望な事業を持つものを選別し、それらを継承・発展していく上でも、銀行が果たすべき役割は少なくない。少子高齢化が進行する日本では、近年、中堅・中小企業で経営者の高齢化による後継者不足が深刻な課題となっている。そうしたなか、後継者不足に悩む企業と最も近い関係にあることが多い銀行は、事業承継問題への対策に重要な役割を果たせる可能性がある。もっとも、事業承継の問題に取り組む上では、これまでの事業を存続することが前提の議論であってはならない。日本経済が抱えてきた構造的な課題は、開業率と廃業率がいずれも低かったことで企業の新陳代謝が進んでこなかったことである。事業承継の問題を議論する際にも、企業の新陳代謝を促進するという観点から、生産性が低い低収益企業の市場からの退出を促すことが不可欠である。また、これまである程度収益をあげてきた企業の事業承継であっても、従来のビジネスモデルに満足するのではなく、より高みを目指す事業承継を実現する姿勢が求められる。事業承継は新しい経営者が新たなビジネスモデルに挑戦する格好の機会であり、そこで銀行には事業承継を通じて顧客企業に新たなチャレンジを積極的に促す役割が期待される。

## I. はじめに

かつて世界の金融市場で大きなプレゼンスを占めていた日本の市場のプレゼンス低迷が顕著である。時価評価で測った金融セクターの世界トップ10をみると、日本の金融機関は、1980年代末にはその半数以上を占めていたが、2025年末の段階では1社もランク入りしていない。それには、バブル崩壊後の日本経済そのものの低迷が大きく影響したことは事実である。しかし、それに加えて日本の金融市場の競争力の低下もプレゼンス低迷の一因である。このため、グローバル化した今日の世界経済において、新しい金融環境のなか、日本の金融市場の競争力強化に向けていかなる改革が必要かを考察することは重要である。

かつて日本が先進国へのキャッチアップ局面にあった時代、金融市場ではメインバンク制に代表される銀行中心の金融システムが経済の発展に大きく貢献した。当時、銀行は、専門業者としての審査機能に加えて、借り手企業との長期的な関係を通じて、情報生産やリスク管理の面で大きな役割を果たした。しかし、金融の自由化・国際化や経済の大きな構造変化を経て、日本経済が世界のフロントランナーとなった今日、従来型の金融システムで日本経済の発展を支えることは難しくなっている。そうしたなか、金融市場をいかに改革してその国際競争力を強化していくかは、日本の喫緊の課題の1つといえる。

足元では、長く続いたゼロ金利時代は終焉を迎え、金利のある世界へと日本経済は移行しつつある。株価も急上昇し、日経平均株価は過去最高値を何度も更新した。金利のある世界や株価の急騰は、金融機関にとってビジネスチャンスが広がる面がある。しかし、金融機関に求められることは、そうした環境下でも、単に自らの利益を高めるだけではなく、成長資金の供給を通じ日本経済の発展に寄与していくことである。そうしたなか、長年、金利のない世界に慣れ親しんできた日本の金融機関が、新しい経済環境の下でいかにその国際競争力を向上させていくことができるか。その実現にはいかなる戦略が必要で、それを支えるにはどのような制度改革が必要か。現状では、それに向けた明確なロードマップが描かれてきたわけではない。本研究会では、このような問題意識のもとで、グローバルに通用する金融システムの整備に向けていかなる課題が存在し、その克服にはいかなる改革や対策が必要かを主に4つの論点に焦点を当てて考察した。

第1の論点は、リスクマネーの供給をいかに拡大するかである。銀行は、その負債の大半を預金に依存する限り、負担できるリスクは限られる。一方、近年の世界経済では、ハイリスクの巨額な投資がハイリターンの新興企業を数多く生み出してきた。そうしたなかで、日本でリスクマネーをいかに供給していくかは、長年、大きな課題であった。銀行と証券の間に存在してきた「ファイアーウォール規制」は、課題を克服する際の1つの障害になってきたことは否定できない。しかし、「貯蓄から投資」の実現に向けて、これまでさまざまな施策がとられてきたにもかかわらず、リスクマネーの供給が着実に増加してきたとは言い難い。このことは、日本で銀行が資本市場との垣根を越えて資金を供給する際に、単なる規制だけではない構造的な障害が存在し、それをいかに克服するかが大きな課題であることを示唆する。本研究会では、塩路論文と清水論文でこの問題を考察した。

第2の論点は、金融のデジタル化への対応である。近年、情報通信技術(Information Technology)の急速な進歩によって、従来型の金融機関以外の事業者が、より少ない費用で

便利な金融サービスを提供する動きが生まれている。「フィンテック」と呼ばれるこれら新しい金融サービスは、今日、金融の基本的な機能である決済・送金、預金、融資、資産運用、資金調達のほか、さまざまな関連分野において、独自の進化を見せている。特に新しいデジタル技術は、かつて銀行中心に行われてきた決済の分野で、情報の利活用も含めた新たなビジネスチャンスを生み出している。そうしたなか、銀行は、これまでのビジネスのあり方を見直し、デジタル技術に軸足を置いたシステムへと改革していくことがその競争力を強化する上で必要となっている。その際、同じように銀行を傘下に抱える持ち株会社であっても、銀行規制が銀行持ち株会社では持ち株会社にまで及ぶのに対して、一般事業会社では傘下の銀行のみにとどまるという「銀行と商業のワンウェイ規制」を今後いかに見直していくかは重要な課題である。しかし、近年、世界におけるフィンテックの進展は目覚ましく、新しい金融サービスによって身近な金融取引の仕組みが大きく変わる可能性すらある。そうしたなか、銀行が新たな金融環境に即した新たなサービスを生み出すには、単なる規制上の制約だけではない構造的な課題を解決していく必要がある。本研究会では、塩路論文と長田論文でこの問題を考察した。

第3の論点は、金融市場の国際競争力を高める上での日本の特殊性・独自性をどれだけ活かすかである。日本の金融市場では、銀行が歴史的に大きなプレゼンスを占めてきたという経路依存性 (Path Dependence) の問題がある。また、経済構造が大きく変化するなかでも、多くのケースで顧客企業と最も近い関係にある銀行の役割が失われたわけではない。その一方、第1の論点で議論したように、近年の世界経済ではリスクマネーの供給をいかに拡大するかが、金融市場の競争力強化には不可欠となっている。そうしたなかで、これまで存在してきたさまざまな規制や慣習を経路依存性を考慮しながらいかに緩和し、それをもとにいかに金融市場を改革して新時代に即した日本型の金融システム市場を構築していくかは重要な課題である。銀行が依然として金融システムの中心に位置する日本の現状をどのように位置づけ、その評価をもとに国際競争力の強化に向けた改革をどのように行うべきか。本研究会では、佐々木論文と清水論文でこれに関連するテーマを考察した。

第4の論点は、グローバルリスクに耐えられる金融システムをいかに整備するかである。高度にグローバル化した今日の世界経済では、深刻な金融危機につながりかねないグローバルショックが、経済学的にも地政学的にもしばしば発生している。世界経済が多極化し、戦後長らく続いてきた米ドルを基軸通貨とする国際金融システムも盤石ではなくなりつつあるなか、負のグローバルショックに耐えられる金融システムをいかに整備するかは、金融市場の競争力を高める上でもう1つの重要な課題である。かつて日本経済が持続的な成長を続けた時代には、多くの日本企業にとって国内市場がビジネスの主戦場であった。しかし、日本経済の成長が大きく鈍化し、少子高齢化の進展で国内市場の縮小が見込まれるなか、日本企業の海外進出は拡大するばかりである。特に、足元では、第2次トランプ政権との合意によって、日本企業による米国への巨額な投資が見込まれている。そうしたなか、日本の金融機関はグローバル化への対応をより一層進め、海外事業を展開する日本企業を支援していくことがますます重要となっている。これまでは、外貨調達の制約から、海外に進出した日本企業に対して邦銀が十分な外貨を供給できないケースも少なくなかった。このため、グローバルリスクをいかに軽減し、それに耐えられる外貨調達の仕組みの整備をすることは、グ

ローバルに通用する日本の金融市場の強化につながる。本研究会では、田中論文で関連テーマを考察した。

## II. 資金余剰下でのベンチャー投資の低迷

長期低迷に陥ったバブル崩壊後の日本の金融市場で顕著となった現象は、「カネ余り」であった。特に、2000年代になると、多くの日本企業で資金余剰が拡大すると同時に、保有する現預金の金額が拡大した。手元資金が有利子負債を上回る実質無借金の企業数は、上場企業だけでなく、中堅・中小企業でも大幅に増加し、従来は資金不足であった法人部門が資金余剰となった。これは、これまでの日本の金融システムの下で、企業が手持ち資金をフル活用していなかったことを示唆する(福田(2017))。日銀が発表する『資金循環統計』を使って1980年以降の民間非金融法人の資金過不足(フロー・ベース)の推移をみると、民間非金融法人の資金過不足には景気変動に伴う一定のアップダウンが存在する。しかし、時間を通じた顕著な特徴として、1990年代初頭まで慢性的な資金不足にあった日本企業が、1990年代半ば以降、ほとんどの年度で資金余剰に転じたことが読み取れる。特に、2000年代になると、一時的に資金不足に陥った2000年代半ばを例外して、日本企業の資金余剰は拡大し、20兆円を超える余剰が発生した年も少なくなかった。

法人部門の資金余剰は、企業収益の回復を背景に、日本企業の財務の健全性が高まったことの裏返しでもある。また、近年では、法人部門の資金余剰は、海外向けの直接投資として利用されつつある。ただ、多くの期間で、余剰資金の大半は利子率がゼロに近い預金(特に流動性預金)で保有され、日本企業の自己資本利益率(ROE)の低迷の原因ともなってきた。個々の企業の事情を鑑みればROEが企業評価基準のすべてではないものの、豊富な手元資金を有効活用し、その収益力を高めていくことは必要である。法人部門の資金余剰の拡大は、長期停滞で顕在化した日本経済の深刻な症状といえる。

もっとも、法人部門が全体として資金余剰であったことは、あらゆる企業が資金余剰であったことを意味するわけではない。資金余剰が広がるなかでも、日本では、潜在的には経済成長を牽引すべき企業やセクターが存在していたにもかかわらず、そこに十分な資金が供給されてこなかった可能性がある。特に、近年、世界経済でスタートアップ企業の果たす役割が増しているなか、日本では将来の経済成長を牽引すべきスーパースター企業の予備軍に十分な資金が供給できてこなかった。図1は、主なOECD諸国におけるベンチャー投資の対GDP比を、2009年、16年、23年について国際比較したものである。わが国のベンチャー投資の対GDP比は0.05%にも満たず、水準でも変化率でも、米国に大きな後れを取っているだけでなく、他の多くのOECD諸国に比べても小さい。近年、日本のベンチャー投資は、2009年の0.018%から2023年には0.045%へと上昇し、以前に比べれば増加している。しかし、他の多くの国々は、それをはるかに上回るスピードで、ベンチャー投資を加速させており、日本の出遅れが顕著である。

もちろん、いくら資金余剰だからといって、資金をやみくもにベンチャー投資に向ければよいというものではない。ベンチャー投資は極めてハイリスクなもので、高度の専門知識や目利き力がなくしては、投資によってハイリターンを実現することは難しい。しかし、今日

の世界経済では、革新的なアイデアで短期的に急成長するスタートアップ企業がイノベーションの大きな源泉となっている国は少なくない（福田(2020)）。設立年数が短いが高い企業価値をもつ未上場企業であるユニコーン企業の数、既に世界全体で1000社をはるかに超えて増加している。その一方、日本のユニコーン企業はまだわずかで、かつその規模も小さいことが知られている。また、日本では、IPO（新規公開株式）を達成したスタートアップ企業のパフォーマンスの悪さも際立っている。図2が示すように、東京証券取引所では、近年大きく株価が上昇したプライム市場やスタンダード市場とは対照的に、新興企業が上場するグロース市場では株価が低迷してきた。日本のベンチャー投資が抱えるさまざまな問題を解決し、資金余剰を潜在性の高い企業にいかにより資金を流すかは日本の金融システムの競争力を高める上での大きな課題である。

### III. 資本市場の役割

金融市場では、最先端の技術を持つ企業が、その技術開発に必要な資金を調達するには、リスク分散と情報生産の両面で資本市場が銀行より優れていることが知られている。未知の最先端技術は、銀行など少数の資金供給者が担うにはリスクが大きすぎる。しかし、多数の投資家からなる資本市場では、そのような大きなリスクを分散することが可能となる。また、未知の最先端の技術は、専門性が高く、銀行がその良し悪しを判別することは難しい。しかし、幅広く公開された資本市場では、極めて専門性の高い最先端の技術であっても、その良し悪しを判別できる投資家を見つけることが可能となる。

そうしたなか、低迷が続いた日本経済では、銀行貸出市場の役割の低下に加えて、それを代替すべき資本市場の発展が十分でなかったことが大きな問題であった。資本市場を活性化の上での課題は、「貯蓄から投資へ」の資金の流れを実現し、資本市場におけるリスクマネーを拡大することである。わが国の家計部門は、2000兆円を超える金融資産を保有している。しかし、その金融資産の約半分は現預金である。現預金は、その性質上、リスクのある運用には適しない。その結果、日本では長年、巨額の金融資産の多くが、銀行貸出や国債保有などローリスク・ローリターンでの運用にとどまり、多くのリスクテイクを必要とするスタートアップ企業の育成には向かわなかった。金融知識やリスク分散能力に限界がある家計セクターが、直接、個々のリスク資産を多額に保有することは適切でない。しかし、「プロの投資家・運用会社」が仲介することでリスク資産を間接的に保有することは十分可能である。このような「市場型間接金融」を拡大させていくことは、資本市場を活性化の上での大きな課題である。

米国では、家計が投資信託の形で出資するミューチュアル・ファンド、特に上場/非上場の垣根を越えたクロスオーバー投資が発達してきた。日本では、これまで、「家計がファンドに投資しない⇒運用会社が家計向けの商品を提供しない⇒家計がファンドに投資しない⇒運用会社が家計向けの商品を提供しない⇒家計がファンドに投資しない⇒…」といった悪循環が、「市場型間接金融」の拡大を妨げてきた側面がある。悪循環を好循環に変えていくには、家計の金融リテラシーを高めてリスク資産への投資を増やしていくと同時に、家計の金融資産の運用を適切に代行する資産運用会社の育成にすることが重要である。また、

ファイアーウォール規制の撤廃や新NISAやiDeCoなど税制上の優遇措置の拡大も、悪循環を好循環に変えていく上では1つの有用なきっかけとなりうる。

もっとも、日本で「貯蓄から投資へ」の資金の流れがこれまで実現してこなかったより大きな理由には、国内で魅力的な投資先を十分に発掘できてこなかったことがある。1990年代半ば以降、日本の非金融法人部門では、資金余剰の状態が続いてきた。その結果、行き場を失った巨額の余剰資金が、政府セクターや海外セクターに向かっていた。ただ、日本国内に潜在的にも魅力的な投資先がほとんどないと考えるのは悲観的過ぎる。長年、魅力的な投資先が限られ、スタートアップ企業が誕生してもその後急成長するものが非常に少なかったのは事実である。しかし、潜在的に魅力的な投資先があるにもかかわらず、それをうまく育成できてこなかったことが大きな要因である。

たとえば、ペロブスカイト太陽電池は、重いものを載せることが難しい屋根や建物の壁や曲面など、従来のシリコン太陽電池の設置が難しかった場所にも設置が可能な次世代の太陽電池として、今日世界各国で巨額の資金を投入する研究開発が進んでいる。しかし、2009年に桐蔭横浜大学の宮坂力教授らがペロブスカイトを利用した太陽電池を世界で初めて発表した際、利用可能な資金は極めて少なく、国内の特許は取得できたが、海外での特許は手続きに1カ国、1地域につき数百万円以上の費用がかかったことなどから申請されなかった。その結果、日本発の技術であるにもかかわらず、国内の企業が開発するには基本的に特許使用料を支払う必要がある一方、海外企業は特許使用料を支払う必要がないという歪んだ競争環境を生み出している。

日本では、潜在力の高いスタートアップ企業を生み出すエコシステムが未成熟で、魅力的なスタートアップ企業のイノベーションを資金面で十分に支援する好循環を生み出せてこなかった。その結果、潜在的に成長性の高い企業がないわけではなかったのに、それらの企業に資金が向かうことがなかった。「貯蓄から投資へ」というかけ声だけではなく、さらにその背後にある構造的な問題に踏み込んだ市場改革が必要であったといえる。

#### IV. 国内の資金余剰を解消するには

わが国で「貯蓄から投資へ」というスローガンが掲げられるようになって久しい。既に世界のフロントランナーとなった日本経済では、銀行によるリレーシヨシップ・バンキングとしての役割は残り続けるものの、以前のような銀行中心の金融システムで大きな発展を遂げることは難しい。リスクを取りながら高いリターンを目指す投資資金で新産業を創造していくことが、日本経済が長期停滞から脱却し、持続的成長を実現していくには不可欠といえる。米国では、ハイリスク・ハイリターンの投資が多かったからこそ、新産業や新進気鋭のスタートアップ企業が台頭してきた。残念ながら、わが国では「貯蓄から投資へ」の流れを伴う経済の好循環は遅々として進んでいない。

政府も、好循環の実現に向けて、これまで手をこまねいてきたわけではない。たとえば、経済産業省が2014年8月に公表した通称「伊藤レポート」では、低迷した日本企業の競争力を強化し、長期的な投資からリターンを得る仕組みを構築することの重要性が指摘された。企業の代表的な収益力の指標である自己資本利益率（ROE）の平均をみると、日米では

2倍以上の格差がある。日本企業がROEを経営目標に取り入れ、それを高めていくことこそが、「貯蓄から投資へ」の流れを実現する上で必要という見立てである。

もっとも、日米のROEを比較した場合、もう1つの大きな違いは、ROEがマイナスである企業の割合が、日本より米国の方が圧倒的に多いことである（福田(2025)）。日本では、高収益企業が少ないだけでなく、赤字企業も非常に少ない。これに対して、米国では、高収益企業も多いが、赤字企業も多いという特徴がある。資産運用を行う際の醍醐味は、現在は赤字だが将来的に高い収益を生み出す可能性の高い企業を選別し、そこに積極的に投資を行うことである。日本では、このような魅力的な投資対象が極めて少なかったといえる。

これまで多くの日本企業では、資本効率の改善より財務安全性を高めることに経営の関心が向かう傾向が顕著であった。その結果、賃上げの抑制などのコストカットによって赤字は回避できた一方、将来を見据えた大胆な研究開発や設備投資は伸び悩んだ（中村・福田(2013)）。ただ、このような企業体質では、ハイリスク・ハイリターンの投資対象は生まれてこない。足元では、バブル期以来の高値の株価水準という追い風が吹いている。いまこそ、保守的な経営マインドを一新し、赤字であってもチャレンジを続ける企業を増やしていくことが、わが国で「貯蓄から投資へ」の流れを定着させていく上では不可欠といえる。

## V. 効率的な資金の流れを阻む「市場の失敗」

仮に金融市場が理想的な形で機能していれば、他の法人部門で発生した余剰資金は、金融市場を通じて、スタートアップ企業など資金が不足する法人部門に流れたはずである。しかし、スタートアップ企業のようなセクターは、潜在的には成長可能性が極めて大きい一方で、リスクが高くかつ巨額な資金を要するものが少なくない。そうしたなかで、金融市場における「市場の失敗」が、本来であれば余剰部門から不足部門に流れるはずであった資金の流れを不十分にしてきた可能性がある。このような観点から日本経済で資金余剰が顕著となった要因を考えた場合、金融市場における2つのタイプの「市場の失敗」が課題であった。

### 1. 「情報の非対称性」や「リスク分散」

第1のタイプが、潜在的に成長可能性がある企業に対する「情報の非対称性」や「リスク分散」に起因する市場の失敗である。金融市場では、資金供給者と資金需要者の間にさまざまな情報の非対称性やリスクが存在することが、効率的な資金の流れを阻害することは古くから知られてきた。しかし、金融市場で問題となる情報の非対称性やリスク分散の性質は、経済の発展段階によって大きく異なる。

高度成長期の日本のように、経済がキャッチアップのフェーズにあった時代には、銀行借入が情報の非対称性の影響を適切に軽減する資金調達手段であった。銀行は、貸出先の審査を行う専門業者であるだけでなく、委任された監視者として最終的貸し手である預金者に代わって貸出先の情報収集を一括して行い、その行動を効率的にモニタリングする存在であった。特に、銀行は借手企業と長期的な取引関係を結んでいることが多く、それによって情報の非対称性による非効率やリスクが軽減されてきた。

しかし、日本経済が世界の最先端技術を開発するフェーズに入った今日、株式市場といった公開市場を通じて資金調達を行うことが、情報生産やリスク分散の両面で、銀行貸出よりも望ましくなりつつある。これは、最先端の技術は、銀行の審査担当者にとって未知の部分があまりにも多く、その優劣はむしろ多様な参加者から構成される公開市場を通じて多角的な観点からチェックしていく方が効率的だからである。また、最先端の技術はハイリターンであると同時にハイリスクであることが多く、ハイリスクを分散する上では、特定の貸手がリスクを負担する銀行貸出よりも、株式のような持分権（エクイティ）で幅広い投資家がリスクをシェアすることの方が好ましい面がある。

残念ながら、近年の日本では、このような経済発展に対応した金融市場の改革が遅々として進んでこなかった。日本で「貯蓄から投資へ」というスローガンが掲げられるようになって久しい。既に先進国となった経済では、以前のような銀行中心の金融システムで大きな発展を遂げることは難しい。リスクを取りながら高いリターンを目指す投資資金で新産業を創造していくことが、企業の新陳代謝を伴う持続的成長の実現には不可欠といえる。しかし、日本では新陳代謝を伴う資本市場への資金の流れは十分に進んでこなかった。

## 2. 高い市場参入のコスト

第2のタイプが、成長可能性がある企業が直面する「市場参入のコスト」に起因する市場の失敗である。将来の成長を見据えて世界の最先端技術を開発する場合、巨額な資金を高いリスクを伴って投じることが必要となる。特に、スタートアップ企業などが手がける最先端の技術開発は、成功すれば大きな利益を生み出す一方で、失敗する確率も高い。このため、潜在力が極めて高い企業が存在する場合であっても、大きな市場参入コストに直面する限り、それら企業に必要な資金が十分に集まらず、むしろ従来から存在する生産性の低い企業が存続し続けることになる。

日本でベンチャー投資が十分でなかった理由はさまざまであった。ただ、既存の低収益企業の退出が進まず、潜在的に大きな利益が見込まれる企業の新規参入が限られたものにとどまってきたことは、重要な要因の1つと考えられる。日本では、新陳代謝の遅れが、さまざまなスタートアップ企業の潜在的な利潤機会を奪い、市場に参入するインセンティブを削いできた面は少なくない。そして、スタートアップ企業育成の遅れが、中長期的には生産性低迷につながってきたといえる。

日本では、開業率（＝当該年度に雇用関係が新規に成立した事業所数／前年度末の雇用保険適用事業所数）と廃業率（＝当該年度に雇用関係が消滅した事業所数／前年度末の雇用保険適用事業所数）のいずれも欧米主要国と比べて非常に低いことが知られている。たとえば、**図3**は、2010年から2022年にかけての開業率と廃業率それぞれの推移を、日本、米国、フランス、ドイツ、英国に関して示したものである。図から、日本以外のほとんどの主要国で、開業率と廃業率いずれも10%前後で推移してきたことが読み取れる。これに対して、日本では開業率と廃業率いずれも4%前後で推移してきた。日本は、先進主要国の中でも、突出して新陳代謝が少ない国であったといえる。

この定型化された事実は、高収益でもないが赤字でもない低収益企業が数多く存在する

ことが、潜在的に成長可能性がある企業にとって高い市場参入コストとなり、必要な資金供給を阻害してきたことと無縁ではない。なぜなら、低収益企業が退出せず市場に残る限り、潜在的に有望な企業の新規参入は難しくなるからである。一般に市場に新規に参入するには、仮に潜在的に高い利潤を得る可能性がある場合でも、多くの参入費用が必要である。このため、既存のライバル企業が低収益にもかかわらず類似の商品・サービスを低価格で提供すれば、潜在的に有望な企業であっても、市場に参入することは容易ではない。また、既存の低収益企業が多くの人材を雇用し続ければ、潜在的に成長余力が高い企業であっても、必要な優秀な人材の確保が難しくなる。これらの要因が、本来であれば余剰部門から不足部門に流れるはずであった資金の流れを不十分なものにしてきた可能性がある。

## VI. 金融のデジタル化の遅れ

マイクロソフト社の創業者ビル・ゲイツが、決済関連の IT 系企業を買収した際に「銀行業は必要だが、銀行は必ずしも必要ではない(Banking is necessary, banks are not)」と予言したのは 1994 年のことであった。それから 30 年余りが経ち、当時のビル・ゲイツの予言がいまや現実味を帯びてきている。近年、世界におけるフィンテックの進展は目覚ましく、送金・決済、資金調達、預金、資産運用のほか、経理・会計、銀行のフロントエンドやインフラ、果ては仮想通貨など金融サービスのほとんどの領域に拡大している。将来的には既存の概念を超えた新たな分野も登場するともいわれており、これらの新しい金融サービスによって身近な金融取引の仕組みが大きく変わる可能性すらある。

ただ、進歩が著しい世界のフィンテック革命のなかで、これまでのところ日本の金融機関は全体として出遅れ感が強いことは否めない。日本で金融のデジタル化が遅れてきた理由はさまざまである。各種の規制、特に銀行持ち株会社に対するワンウェイ規制は、銀行のデジタル分野への進出の 1 つの障壁になってきたことは否定できない。しかし、より重要な問題は、日本経済で既存の金融機関を脅かす有望なスタートアップ企業が金融関連の分野で十分に育ってこなかったこともその一因である。なぜなら、これまで世界で金融のデジタル化の主角を担ってきたのは、スタートアップ企業であったからである。規制の多い金融業はこれまで新規参入が難しい業種だったが、IT に強いベンチャー企業などがその技術を武器に幅広い領域で参入を実現してきた。世界各国で、「フィンテック」の登場によって、これまで金融機関がある種独占的に提供し、変化に乏しかった金融商品・サービスを、利用者の目線から「安く、早く、便利」に変えていこうとする動きが活発化している。これに対して、日本では、スタートアップ企業の参入はいくつかの金融分野で徐々に生まれつつあるものの、既存の金融機関の牙城を大きく切り崩すまでには至っていない。

日本では、既存の金融機関がこれまで収益性の高い事業を数多く持ってきた分、既存の事業の改善には注力するが、デジタル技術を活用した革新的な金融商品・サービスの開発は軽視する傾向があった。その結果、金融デジタル化の分野でも、既存の金融機関が、従来のビジネスモデルを破壊して全く新しい価値を生み出す分野への進出に消極的となる「イノベーションのジレンマ」に陥ることが少なくなかった。そうした状況の下で、既存の金融機関が、スタートアップ企業や新興企業と切磋琢磨して新しいデジタル技術を活用した革新的

な金融商品・サービスを作り出す環境は生まれにくく、金融のデジタル化の進展を遅らせる要因となってきた。

金融デジタル化の分野では、技術が発展する際に重要となるのが規格の標準化である。標準化のプロセスは困難で時間がかかるが、ひとたび標準規格となれば、その技術は世界の市場を席捲する可能性すらある。企業や個人がグローバルに活動する現在、規格の標準化の必要性はますます高まっている。このため、技術開発における先行者の利益は大きく、世界的にフィンテックが興隆するなかで、他に先んじて革新的なデジタル技術が持続的に創出することが競争力の維持・向上には不可欠といえる。逆に、それなりに「安く、早く、便利」な技術であっても、世界のイノベーションの波に乗れなければ、取り残されかねない。特に、孤立した環境（日本市場）で「最適化」が著しく進行すると、エリア外との互換性を失い孤立して取り残されるだけでなく、外部（外国）の汎用性の高い製品・技術に最終的に淘汰される危険に陥る「技術のガラパゴス化」が大きな懸念材料となる。このため、わが国のフィンテック分野でも、技術のガラパゴス化を避けるためにも、世界の流れに乗り遅れないようにスピード感のある取り組みが望まれる。

もっとも、フィンテックは、金融分野でデジタル技術を駆使した最新のサービスである一方で、あくまでお金を扱う金融サービスであることは忘れてはならない。金融サービスが人と人のお金のやり取りを担う決済手段を提供している以上、そこには他のビジネス分野にはない「特殊性」があることは事実である。金融が担う決済手段という公共性の高いインフラが機能しなくなれば、経済活動はすぐに麻痺を起し、機能不全に陥ってしまう。金融がお金を取り扱うビジネスである以上、いかなる場合にも、金融サービスでは「安心・安全」が顧客にとって最優先の課題であることは言うまでもない。特に近年では、銀行や他の金融機関などを装ったメール・SMSから偽サイト（フィッシングサイト）へ誘導し、ID、パスワード、クレジットカード情報などを盗むフィッシング詐欺が深刻な問題となっている。日本では、証券口座への不正アクセス等により、第三者が資産を利用して有価証券等の売買等を行ったことによる深刻な被害も発生した。誰が使っても十分に安全であることが確認されなければ、いくら利便性が高くても、金融取引全体に占めるフィンテックの役割は限定的となる。利便性と同時に安全性に関する議論は、伝統的な金融サービスの分野に限らず、フィンテックの分野でも依然として重要である。その面で、大きく進展するデジタル技術の下でも既存の金融機関には依然として大きなアドバンテージがあり、それを活かしたビジネスモデルの構築が必要である。

## VII. 事業承継における銀行の役割

これまでみてきた通り、最先端の技術を持つスタートアップ企業を新たに生み出していく上では、資本市場の果たすべき役割は大きい。これに対して、既存の企業の中から有望な事業を持つものを選別し、それらを継承・発展していく上では、銀行が果たすべき役割は今日でも少なくない。

団塊の世代の多くが75歳を超える日本では、近年、中堅・中小企業で経営者の高齢化による後継者不足が深刻な課題となっている。親族の内外に後継者となる適任者がいない

ケースが増加しており、このまま問題を放置すると、企業の存続だけでなく、地域経済や雇用、技術の喪失につながる懸念も高まっている。背景には、株式や事業用資産の評価額に応じた相続税・贈与税の負担や、経営者個人保証の担保・債務を後継者が引き継ぐことの難しさなどの問題がある。また、経営ノウハウを継承する後継者の育成に時間と労力がかかることや、後継者に対する従業員や取引先の信頼獲得や家族の理解を得ることの難しさなども大きな障害となっている。

そうしたなか、後継者不足に悩む企業と最も近い関係にあることが多い銀行は、事業承継問題への対策に重要な役割を果たせる可能性がある。通常、事業承継に向けた計画策定には、経営状況の整理と事業承継計画を早めに立て、公的支援の活用などを通じて税金・資金の負担を軽減することが重要で、そのためにはさまざまな専門家の知見が必要となる。また、親族内承継だけでなく、従業員への承継やM&Aによる第三者承継など、承継方法の多様化に向けた検討も重要となるが、そのためには後継者選定プロセスや経営方針について、従業員や取引先との対話を重視し、信頼関係を構築する作業も必要になる。これらの対応は、通常、高齢化した経営者が行うことは困難だが、企業と近い関係にある銀行であれば、そのネットワークを通じてサポートしていくことも可能である。

特に、銀行は資金面でこれらの対応をサポートする上でもっとも適した立場にある。事業承継に関する資金面での支援は、必ずしも通常の銀行融資（シニアローン）のように安全性が高いとは限らない。しかし、仮に銀行が、銀行融資（シニアローン）と株式（エクイティ）の中間に位置する資金調達手法であるメザニンローンを活用することができれば、一定のリスクを伴う事業承継やM&A（事業買収）などの案件でも資金面での支援が可能と考えられる。メザニンローンとは、銀行融資（シニアローン）と株式（エクイティ）の中間に位置する資金調達手法で、法的にはシニアローンより返済順位が劣る負債である劣後ローンや、配当や残余財産の分配が普通株より優先される優先株式（株式型メザニン）などが含まれる。貸し手（銀行、投資ファンドなど）と借り手（企業）は「債権者間契約（CBA）」を結び、返済順位や担保権などを明確に定める必要がある。貸し手側にとっては、返済順位がシニアローンより劣後しリスクは高いものの、リスクに見合った高い金利を設定できるミドルリスク・ミドルリターン資金運用方法である。一方、借り手側にとっては、自己資本・議決権の希薄化を抑えつつ、元本返済を据え置くなど、事業計画に合わせた柔軟な返済条件の設計が可能となる特徴がある。このため、メザニンローンは、事業承継やM&A（事業買収）などで活用されることが期待されている。

もっとも、事業承継の問題に取り組む上で重要な視点は、承継を検討する際にこれまでの事業を存続することが前提の議論であってはならないということである。これまでもみてきたように、日本経済が抱えてきた構造的な課題の1つが、開業率と廃業率がいずれも低かったことで企業の新陳代謝が進んでこなかったことである。今後も人口減少が続くことで国内市場の縮小が見込まれる日本では、国内の企業数は徐々に減少していくことが自然である。そうしたなか、事業承継の問題を議論する際にも、企業の新陳代謝を促進するという観点から、生産性が低い低収益企業の市場からの退出を促すことが不可欠で、それに銀行が主導的な役割を果たすことが期待される。また、これまである程度収益をあげてきた企業の事業承継であっても、従来のビジネスモデルに満足するのではなく、より高みを目指す事業

承継を実現する姿勢が求められる。日本でも、ファーストリテイリングや星野リゾートなど、先代から事業を引き継いだ新しい経営者が新たなビジネスモデルに挑戦することで、会社を日本を代表する高収益企業に発展させた例はいくつか存在する。事業承継は新しい経営者が新たなビジネスモデルに挑戦する格好の機会であり、そこで銀行には事業承継を通じて顧客企業に新たなチャレンジを積極的に促す役割が期待される。

## VIII. 今後の銀行業に求められること

かつて日本が銀行中心の金融システムであった時代には、銀行の主たる役割は、預金を通じて集めた国内貯蓄を成長性の高い企業へ貸し出すことであった。しかし、日本経済が世界のフロントランナーとなり、ハイリスク・ハイリターン投資を通じて新産業や新進気鋭の企業を育成する必要性が高まるなか、銀行貸出を通じて国内貯蓄を成長性の高い企業へ供給することは難しくなっている。なぜなら、銀行にとって、貸出の原資となる預金は元本と利子を確実に返済しなければならない負債であり、それを使って取れるリスクには限界があるからである。

ただ、だからといって、今後の日本経済で、銀行が果たすべき役割が徐々に縮小していくと考えるのはやや早計である。なぜなら、銀行には、長年培ってきたさまざまな専門的知識や取引関係などがさまざまな形で蓄積されているからである。それらを、リレーションシップ・バンキングなど従来型の銀行貸出モデルで利活用する余地は狭まってきている。しかし、銀行がさまざまな他の金融機関や異業種と協力し合うことで、それらを従来型の銀行貸出以外の分野で有効活用していくことは、日本の金融市場の競争力を強化していく上で不可欠である。

既に 2021 年の銀行法改正によって、銀行の業務範囲・出資規制が緩和され、銀行は高度化等会社を活用することによって、これまではできなかった幅広い業務を営むことが可能となった。今後、銀行がこの環境整備を活かして新たなビジネスチャンスを見出していることを示せば、これまで大きな課題であった銀行と証券の間に課せられてきたファイアーウォール規制の全面的な撤廃に向けた機運も高まっていくと考えられる。

ただ、その際には、銀行自体も大きく変わっていかなければならない。たとえば、これまでのような銀行中心のフィナンシャルグループは全面的に見直す必要がある。銀行が長年培ってきたさまざまな専門的知識や取引関係は重要だが、それを幅広い分野で利活用していくには、さまざまな他の金融機関や異業種との対等な協力関係が不可欠で、それを実現するためには銀行傘下の縦割り組織ではなく、銀行を含めたさまざまな他の金融機関や異業種から成る横串の組織形成が必要である。フィナンシャルグループの組織改革も、今後、日本の金融市場の競争力を強化していく上での課題の 1 つといえよう。

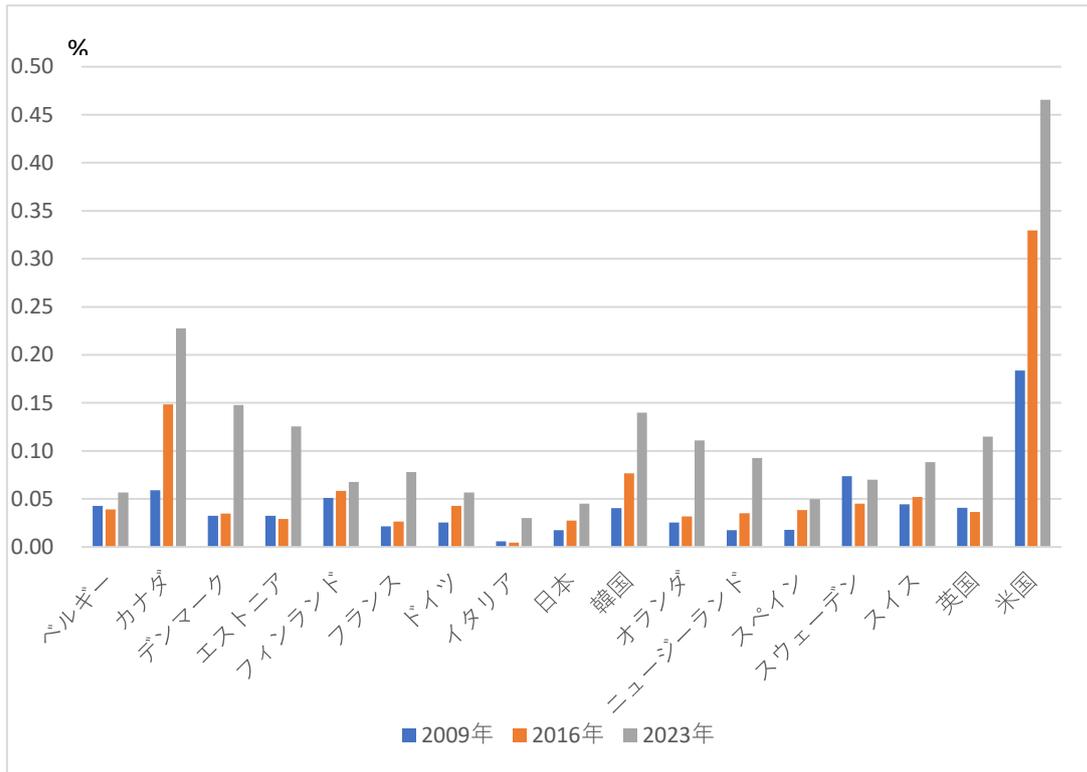
足元では、人工知能 (AI) に急速な進展によって、その利活用がさまざまな分野で進んでいる。金融の分野でも例外ではない。AI は確率統計を基礎としたもので、そこで行われているのはデジタルデータとして表現された人間行動を模倣するための数理的な最適化に過ぎない。しかし、その最適化の結果、必要とされる職種と必要とされない職種が大きく変化し、今日われわれの経済社会のあり方を大きく変え始めている。金融の分野でも、AI の急

速な進展を踏まえた先を見据えたビジネスモデルの構築が必要となりつつある。特に、AIの進展は、これまで海外企業が日本市場に進出する際の大きな障害となってきた言語の壁をなくしつつある。これは海外の金融機関が日本市場に進出するコストがこれまで以上に低下していることも意味する。そうしたなか、日本の金融機関の強みは何であったのかを改めて見つめ直し、日本独自の経済環境にも焦点を当てながら金融市場を改革して日本の金融機関の国際競争力を強化していくことは、今日の喫緊の課題といえる。

## 参考文献

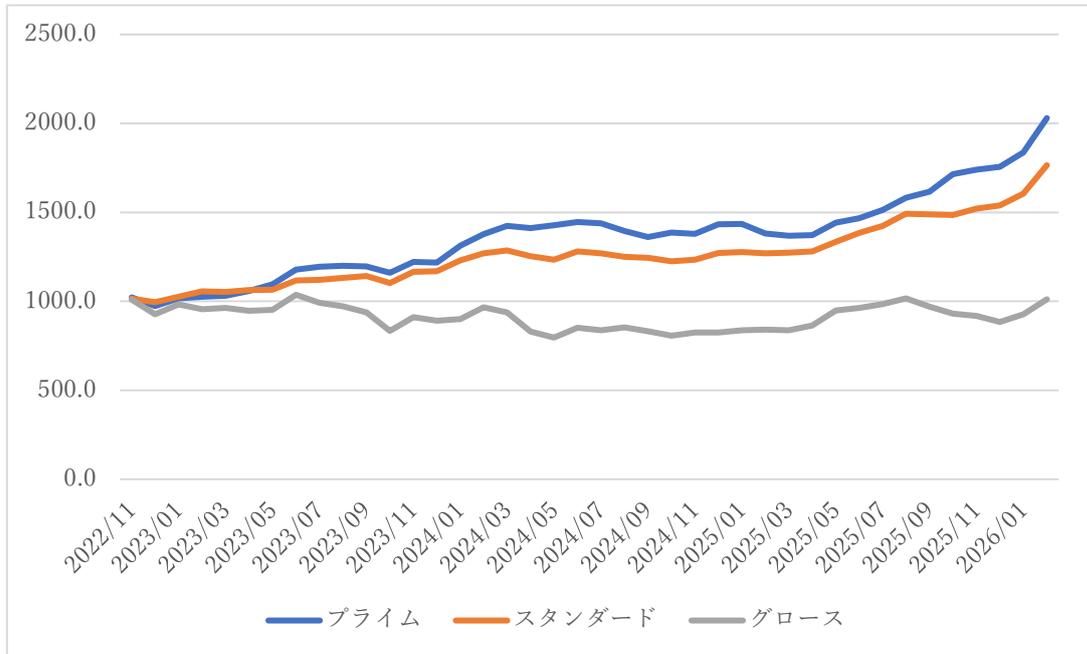
- 中村純一・福田慎一（2013）「問題企業の復活：再検証」花崎正晴・大瀧雅之・隋清遠編 著『金融システムと金融規制の経済分析』勁草書房、pp. 193-218.
- 福田慎一（2017）「企業の資金余剰と現預金の保有行動」『フィナンシャル・レビュー』通巻第132号（平成29年第4号）、pp. 3-26.
- 福田慎一編（2020）『技術進歩と日本経済』、東京大学出版会。
- 福田慎一（2025）「日本における非伝統的金融政策の中長期的な効果」『金融経済研究』第49号、pp. 1-20.

図1. OECD 諸国におけるベンチャー投資の対 GDP 比



(出所) OECD, Dataset: Venture capital investments.

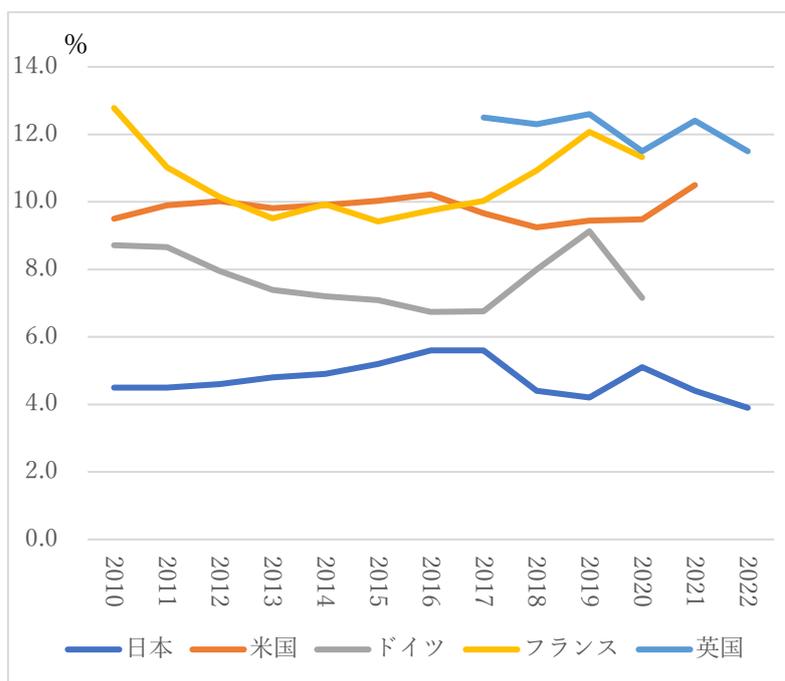
図2. プライム市場やスタンダード市場と比較したグロース市場での株価の推移



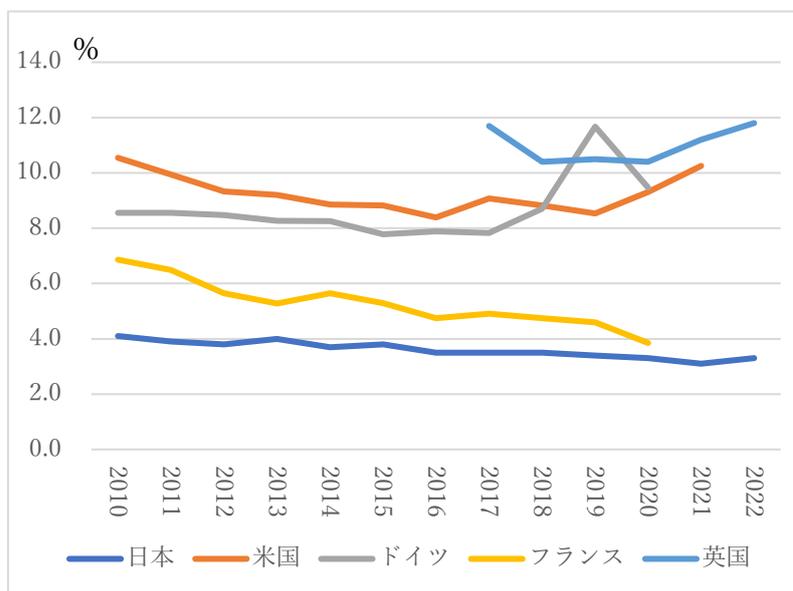
(出所) Nikkei, Financial Quest.

図3. 開業率と廃業率の国際比較

(1) 開業率



(2) 廃業率



(出所) 文部科学省・科学技術・学術政策研究所、科学技術指標 2024、調査資料-341、2024年8月。