

21世紀の我が国経済の持続的成長を
可能とするための金融面の諸課題について
～企業金融を中心とした現状分析と検討～

21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会

平成12年6月

21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための金融面の諸課題について
 ~ 企業金融を中心とした現状分析と課題 ~

目 次

はじめに ~ 中間論点整理に基づく問題意識と全体構成 ~	1
. 家計の資産選択に関する分析	
1 . 分析の問題意識	7
[調査 1 : 家計部門の金融資産構成の特徴と資産選択を巡る環境変化]	7
2 . 家計の資産選択を巡る環境整備のための課題	16
. 企業金融を巡る現状分析	
1 . 分析の問題意識	21
[調査 2 : 公開企業の企業金融に対する現状認識と課題]	21
[調査 3 : 社歴・公開歴の短い店頭登録企業・未公開企業の企業金融に対する現状と課題]	30
. 企業の成長段階、資金ニーズ等に応じた円滑なファイナンスのための課題	
1 . はじめに	33
2 . 未公開企業に対するファイナンスの課題	
(1) 課題の所在と構成	34
(2) 期待成長率が小さく資金調達の拡大を求めている未公開企業に対するファイナンスの論点	35
[調査 4 : 国民金融公庫総研中小企業アンケート調査における追加ヒアリング等]	39
(3) 期待成長力が大きく資金調達需要の強い未公開企業に対するファイナンスの論点	43
[調査 5 : 市場関係者の指摘する未公開企業への投資環境整備のための具体的な課題]	44
3 . 公開企業に対する円滑なファイナンスの課題	
(1) 基本的な問題認識	48
(2) 成長期の公開企業に対するファイナンスの論点	48
[調査 6 : 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査にみる資本市場のインフラ整備の課題]	49
(3) 成熟企業における新たな金融手法の活用に関する論点	
M & A等の推移と現状	51
[調査 7 : 我が国のM & Aの推移と近年の特徴]	51
[調査 8 : 成熟企業のM & A等の実態分析 (上場企業の動向に関する東京証券取引所との共同分析)]	54
今後のM & A等を通じた経営資源再構築の一般化に向けた課題	59
公開企業のガバナンスに関する諸問題	62
[調査 9 : 近年の株主総会運営上の諸問題]	62
. おわりに	71

21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための金融面の諸課題について ～ 企業金融を中心とした現状分析と検討～

はじめに～ 中間論点整理に基づく問題意識と全体構成～

(1) 基本的問題意識

21世紀の我が国経済が持続的成長を達成するためには、ベンチャー企業に代表される将来の成長力のある企業が積極的に新規投資を行い、成熟企業が経営資源の再構築を進める等、我が国企業が成長段階毎に事業活動の活性化、収益性の向上等を図っていくことが求められる。

このためには、我が国の金融資産が、企業に対し、その成長段階や事業内容等により異なる資金ニーズやリスクに応じて円滑に供給される必要がある。

この21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための「資金の流れ」の構築について、特に企業金融の側面から現状を分析し、検討課題を明らかにする。

(2) 全体構成

承前（現状分析）

～ 報告書 「家計の資産選択に関する分析」及び 「企業金融を巡る現状分析」～

金融システム改革法の施行等の累次の制度改正により、我が国の金融システムは、制度的には相当程度整備されたと認識されている。さらに、金融取引を幅広く対象とした横断的法制（いわゆる「日本版金融サービス法」）の整備が行われている。

こうした制度整備が進みつつある我が国の金融資本市場において、我が国の金融資産が、企業に対し、その成長段階や事業内容等により異なる資金ニーズやリスクに応じて円滑に供給されているのかどうかという観点から、我が国の「資金の流れ」の現状を分析することとする。

このため、我が国の「資金の流れ」における最大の資金の出し手である家計と受け手の側である企業の各々に関して、現状分析を行う。

現状分析に際しては、市場関係者等の間で指摘されている以下の2点が、本報告書の基本的問題意識の検討にあたって重要と考えられるので、これらを現状分析の視点として、検討課題等を抽出する。

イ) 家計に関する現状分析の視点

「日本人には、有価証券等の元本保証性のない金融商品への投資リスクを回避する国民性があるのではないかと。そして、そのため、家計が直接・間接に株式・債券等に投資し、企業（特に事業のリスクの高いベンチャー企業）に対し資本市場を通じ資金供給を行うという資金の流れに制約が存在するのではないかと」の指摘がある。こうした国民性に関する議論をどう考え、我が国国家計の有価証券投資による資本市場を通じた企業への資金供給という「資金の流れ」の現状についてどのように

認識すべきか、将来の課題は何か。

ロ) 企業に関する現状分析の視点

「我が国の企業金融は、実態においては、まだまだ過度のメインバンク依存型から脱却できていない。未公開企業に対する『貸し渋り』やベンチャーキャピタルの不足はその現れであるが、企業の側にも金融機関融資への期待が相変わらず強い。また、公開企業においても、株式の持合い解消やM & A等の進展が見られるが、それらも、現下の危機対策としての短期的・表層的な現象にとどまるのではないか」との指摘があるが、我が国の公開企業・未公開企業は、企業金融の現状についてどのように認識しているのか、将来の課題は何か。

21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための企業金融の検討
～報告書「企業の成長段階、資金ニーズ等に応じた円滑なファイナンスのための課題」～

イ) 21世紀の我が国経済社会においては、少子高齢化、高度情報化等の様々な環境変化により構造変革が進展するものと考えられる。こうした中で、経済活動を支える我が国企業も、経済社会の構造変革に対応し、その事業活動・経営形態等の全般にわたり、多様な見直しを進めていくものと考えられる。

こうした企業の構造変革に対応した新規事業への進出や経営資源の見直し等が円滑に進展し、事業活動の活性化等を通じて経済の持続的成長を可能とするよう、我が国国家計の金融資産が企業毎に異なる資金ニーズやリスクに応じて円滑に供給される必要がある。したがって、経済社会の構造変革の下で、我が国の家計から企業に向けての「資金の流れ」の検討は、企業のニーズ等に対応してきめ細かく行われる必要があるものと考えられる。

したがって、本報告書の ・ の現状分析から抽出された諸課題については、構造変化に対応する企業の側を中心的視点として、以下に示すとおり、企業毎に異なる資金ニーズやリスクに応じて分析・検討を行う。

第一に、企業の成長段階、株式の公開・非公開等に応じて、企業金融の課題は異なり、各々のグループ毎に検討課題を分析する必要がある。

すなわち、事業の勃興期で事業内容のリスクが大きい未公開企業の場合には、資金の出し手と企業の間における情報の非対称性が大きく、これを如何に克服していくかという観点から、金融機関の融資やベンチャーキャピタルの役割等が検討される必要がある。

これに対し、公開企業の場合には、既に資金の出し手に対し資本市場等において情報が開示されており、確立された資金調達手段の効率性を如何に高めていくかという観点から、金融資本市場の役割等が検討される必要がある。

第二に、企業の期待成長力に応じて、企業金融の課題は異なり、各々のグループ毎に検討課題を分析することが適当である。

経済の様々な構造変化の中で、企業の期待成長力には大きな差異があり、未公開企業においても、IT関連企業などは、将来の期待成長力が大きく資金需要が強い。こうした企業の事業内容については、単一の金融機関が成長性やリスクを判断することには限界があり、資本市場を通じ多数の者がリスク審査を行い、リスク負担を分散しつつ資金供給を行うための課題を検討することが求められる。これに対し、将来の期待成長力の小さい企業については、事業の効率化のインセンティブを与えつつ、将来のキャッシュフローに応じた事業資金を供給することが企業金融の役割であり、金融機関のリスク審査のあり方や企業の資金調達手段の多様化に向けての課題の検討が求められる。

また、公開企業においても、企業の成長段階として成熟期に入り期待成長力が小さい企業の金融機関・仲介業者に対するニーズは、新規資金の供給から、経営資源の再構築等を進めるための金融サービスの提供に移行するものと考えられる。したがって、期待成長力が引き続き大きく、強い資金需要を有する企業とは異なる課題の検討が求められる。

ロ)このため、「企業の成長段階、資金ニーズ等に応じた円滑なファイナンスのための課題」については、

- ・ 期待成長力が小さく資金調達の拡大を求めている未公開企業に対するファイナンスの論点
- ・ 期待成長力が大きく資金調達需要が強い未公開企業に対するファイナンスの論点
- ・ 成長期の公開企業に対するファイナンスの論点
- ・ 成熟企業における新たな金融手法の活用に関する論点

の4つの区分で検討を行うこととする。

ハ)本報告書の諸課題の検討は、上記の4つの企業区分毎に行われるが、本報告書は、21世紀の我が国経済の持続的成長を維持するため、企業に対する「資金の流れ」がいかにあるべきかを基本的問題意識としている。

この企業に対する「資金の流れ」は、根源的には、資金の出し手と受け手との間において、透明で公正な枠組みの下で、どのように、「キャッシュフローに対する請求権」と「資金の受け手の行動に関与する権利」を組み合わせることで構築していくかという点に帰着していくものと考えられる。

したがって、本報告書においては、全体を通じ、以下の視点をもって「資金の流れ」の基礎的研究を行うこととする。

）第一の視点：既存の手法の枠にとらわれない「キャッシュフローに対する請求権」と「資金の受け手の行動に関与する権利」の組み合わせに対する問題意識

企業の成長段階や事業内容により、そのリスクが多様化するとともに、機関投資家等の資産運用手法も高度化する中で、単純に「金融機関の融資中心の金融システムから、金融機関の融資と株式・債券による資金調達が両立したシステムへ」といった既存の金融手法を比較するのみでは有効な分析は困難となりつつある。

すなわち、発達しつつある投資信託やABS等の「市場型間接金融」を含めた分析が求められるとともに、ベンチャーキャピタル等については単に出資を行うだけでなく人的資源・経営ノウハウ等の貢献を含めた金融手法としてこれを検討していく必要がある。

したがって、本報告書では、既存の枠組みにとどまらず、「キャッシュフローに対する請求権」と「資金の受け手の行動に関与する権利」の組み合わせの在り方として、各々の金融手法に更なる課題はないのか、という問題意識を持って検討を行うこととする。例えば、期待成長力の大きい未公開企業のリスクに対応した資金供給にあたっては、多数の者がリスク資産・リスク負担を分散する資本市場を通じたファイナンスが有効であるが、さらに、そのファイナンスの手法についても、「普通株」といった「キャッシュフローに対する請求権」と「資金の受け手の行動に関与する権利」の既存の組み合わせの枠にとらわれず、何が資金の出し手と受け手にとって最適であるかという根源的な観点も含めて検討していくこととしたい。

）第二の視点：ファイナンスと一体としてのコーポレートガバナンスのあり方
ファイナンスは、単に相手方にキャッシュを供給するだけでなく、相手方の行動にどう関与していくかという問題を含んでいる。企業の成長段階、資金ニーズ毎にきめ細かく企業金融のあり方を検討すると、各々の企業毎に資金調達者とのコーポレートガバナンス上の関係をどう考えるかという視点は多岐にわたる。例えば、ベンチャーキャピタルにあつては、ベンチャー企業のオーナー性にかんがみ、どのような支配権の分配が適切なのか、また、成熟企業の経営資源再構築のための金融手法の活用にあたり、コーポレートガバナンス上の枠組みが制約になることはないか、といった点である。

第一の視点に基づき、「キャッシュフローに対する請求権」と「資金の受け手の行動に関与する権利」の最適な組み合わせを構築する観点から、企業金融を検討することは、コーポレートガバナンスのあり方も視野に入れることとなる。

）第三の視点：公的な主体に期待される役割

）の視点を含め、我が国経済の持続的発展を可能とするための金融面の課題を検討するにあたり、公的主体に何が期待されているかを視点として持ち続けることが適当である。

(注1) 本研究会の中心課題である「資金の流れ」は、企業金融の局面においては、キャッシュフローの提供と、資金の受け手の行動への関与(control right)の「組み合わせ」として検討される必要があり、本報告書において、企業に対する「ファイナンス」を検討すると称する場合においても、キャッシュフローの提供と資金の受け手の行動への関与を検討範囲としている。

(注2) 本報告書は、「元本が保証されていない資産への投下資金」たるリスクマネー(リスクキャピタル)の側から検討を行っているものではなく、企業の側から、成長段階や事業内容に応じたファイナンスが円滑に行われるための現状分析と

課題の検討を行っている。すなわち、本報告書の「 . 家計の資産選択に関する分析」における、「日本人には、有価証券等の元本保証性のない金融商品への投資を回避する国民性がある」との指摘に対する検討は、それが企業に対する資本市場を通じた資金供給という「資金の流れ」の制約条件であるかどうかという観点からこれを行っている。

(注3) 本報告書では、我が国企業に対するファイナンスの課題の分析を中心課題としていることから、企業の成長段階、事業内容等に基づく「企業から支払われるリターンの不確実性」として、「リスク」をしばしばメルクマールとして用いる。資金の出し手(家計)の側から見た場合には、平成11年度経済白書の「リスク資産」の考え方に見られるように、元本保証性の有無(為替リスクを含む)が「リスク」のメルクマールとなるが、以下における「リスク」とは、企業の成長段階、事業内容等に基づく「企業から支払われるリターンの不確実性」をメルクマールとしている。

21世紀の我が国経済の持続的成長

||
 少子高齢化、IT革命等の構造変化に対応した企業の事業活動の活性化、経営資源の再構築等

これを可能とするための「資金の流れ」の構築
 ⇒企業の成長段階、資金ニーズ等に応じて、我が国の金融資産が、円滑に供給されるための諸課題について企業金融の観点を中心に分析

家計、企業の実態分析		企業の成長段階等に応じた課題の分析	
家計	(現状分析) リスク回避的な国民性が企業の資本市場を通じた資金調達への制約となる、と捉えるべきではない。 (課題の抽出) →投資家がリスクを正確に把握したうえで投資できる環境整備 →企業側の投資価値の向上、ガバナンスの充実等	実態分析により抽出された課題の検討	期待成長力の小さい未公開企業 企業の借入金依存の財務体質を改善しつつ、将来キャッシュフローに対応した資金供給の確保 ⇒ミドルリスクの審査機能を有する金融機関の育成、私募債等による資金調達、会計監査の体制整備等 ⇒企業の財務構造の改革、ガバナンスや透明性の充実を含めたファイナンスの体制整備
企業	(現状分析) 公開企業全般で見ると、経営改革の推進に関する広範な問題意識が具体的な施策に必ずしも結びついていない (課題の抽出) →資金調達多様化のための市場インフラ、経営改革を進めるにあたってのガバナンス等の課題の分析の必要性		期待成長力の大きい未公開企業 資本市場からのファイナンス、特にベンチャーキャピタルが重要な役割 ⇒公開を可能とする市場の整備のみならず、ディスクロージャーや市場インフラの整備、未公開株の引受・流通の促進 ⇒創業者個々のオーナー性と株式公開インセンティブが満たされるようなベンチャーキャピタル等の投資手法の開発（ひいては会社法制の検討）
業	(現状分析) 公開歴の短い店頭企業等では、資本市場からの資金調達に強い意欲 (課題の抽出) →ベンチャーキャピタルの充実、未公開企業のガバナンスのあり方の検討等		成長期の公開企業 資金調達コスト低減のための市場インフラの整備 ⇒売買システムの充実、決済システムの国際競争力の確保等 成熟企業における新たな金融手法の活用 M&A手法の組み合わせ等による経営資源再構築の高まりを踏まえた、今後のM&A等の手法の広範な活用のための課題 ⇒仲介業者等の裾野の拡大、雇用流動化のための諸制度の検討、M&A等を円滑に進めるうえでのガバナンス上の課題の検討（株主総会運営のあり方等我が国会社法制の国際的に見た場合の使いやすさという問題）

企業金融（コーポレートファイナンス）と企業統治（コーポレートガバナンス）を一体の問題として検討
 ⇒ 21世紀の我が国経済の持続的成長を可能とするための企業に対する資金の流れ（企業金融）は、根源的には資金の出し手と受け手との間における、「キャッシュフローの移転」と「経営への関与」の組み合わせの問題
 ⇒ 我が国の基本法制の枠組みが、21世紀の社会経済環境において最適で、かつ、国際的にも競争力を有するものとなるため、自律的に検討を進める必要（公的主体の役割）

・家計の資産選択に関する分析

1. 分析の問題意識

企業の成長段階・事業内容等に基づく円滑なファイナンスがなされるためには、最大の資金の出し手である家計部門からの資金の流れにおいて、預貯金による銀行を通じたチャネルだけでなく、有価証券等（株式、債券の他、投資信託を含む）の保有による資本市場を通じたチャネルも開かれていることが必要と考えられる。これに対し、「日本人には、有価証券等の元本保証性のない金融商品への投資を回避する国民性があるのではないか。こうした国民性が資本市場を通じた資金供給チャネル拡大の制約となり、我が国企業の事業内容等に基づく円滑なファイナンスにおいて障害となるのではないか」との指摘がある。こうした指摘への考察を中心的視点として、家計の資産選択の現状と今後の動向について分析を行う。このため、事務局において、家計部門の金融資産構成の特徴と資産選択を巡る環境変化について、[調査1]のとおり分析を行った。なお、[調査1]の中で、家計の資産選択行動の理論的分析に関し、日本銀行金融市場局の協力を得た。

[調査1：家計部門の金融資産構成の特徴と資産選択を巡る環境変化]

家計部門の金融資産構成の特徴

日本の家計部門の金融資産構成については、主要国と比較して見ると、預貯金が多く有価証券等が少ないという特徴がある。近年は景気動向による証券市場の低迷という循環的要因も影響しているが、以前より預貯金に偏った姿となっている。

他方、米国の家計部門では、以前より有価証券等の保有が多いが、近年は投資信託の割合が増加している。

ドイツの家計部門では、以前は日本と同様に預金が多かったが、近年は投資信託を中心に有価証券等の保有が増加している。

表2 家計部門の金融資産構成における現金・預貯金及び有価証券等の割合

		(単位：%)			
		現金・預貯金	有価証券(a)	投資信託(b)	(a) + (b)
日本	85年	65.4	16.1	3.0	19.1
	90年	58.6	13.9	4.2	18.1
	98年	62.9	6.6	2.4	9.0
米国	85年	25.9	45.0	3.9	48.8
	90年	23.0	43.5	5.6	49.1
	98年	15.5	40.6	10.7	51.3
ドイツ	85年	54.6	17.5	n.a.	17.5
	90年	48.3	20.0	4.2	24.2
	98年	39.3	22.1	10.0	32.1

(注) 米国は、有価証券に "Equity in Noncorporate Business" を加えている。

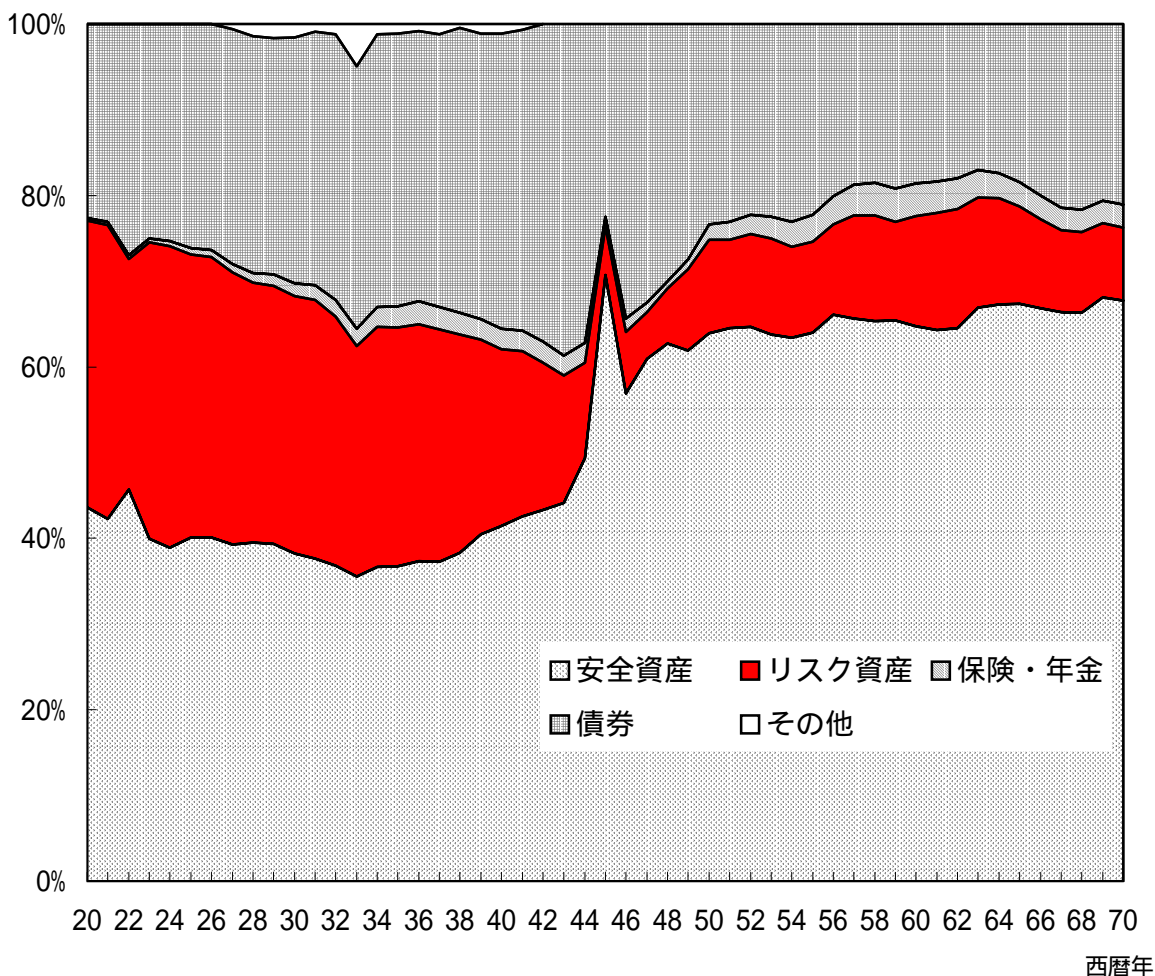
85年のドイツは、西ドイツの計数。

(資料) 日本銀行「国際比較統計」、FRB "Flow of Funds Accounts" 等

我が国の家計が、近年においても有価証券等を積極的に保有していない理由としては、様々な要因が考えられるが（詳細は後述）その一つとして、「日本人には有価証券等の元本保証性のない金融商品の保有を回避する国民性があるのではないか」との指摘がある。

しかしながら、家計と企業からなる民間部門の金融資産構成についてみると、戦前は戦後と大きく異なっており、家計の金融資産においても、戦前は、株式などの有価証券の割合が決して低くなかったと思われる。

図1 民間部門の金融資産構成の長期時系列



(注) 安全資産は「現金・預貯金」を、リスク資産は「株式」を指す。

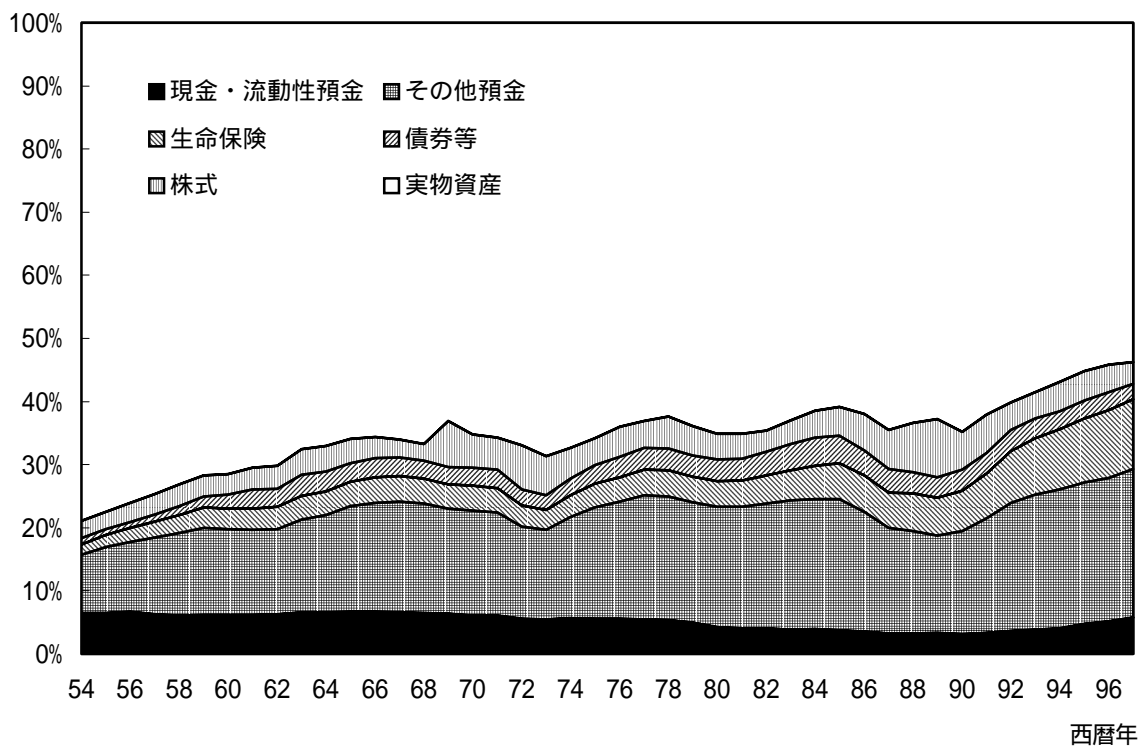
(出典) 中川・片桐「日本銀行調査月報 1999年11月号」

(資料) 東洋経済新報社「長期経済統計・貯蓄と通貨」

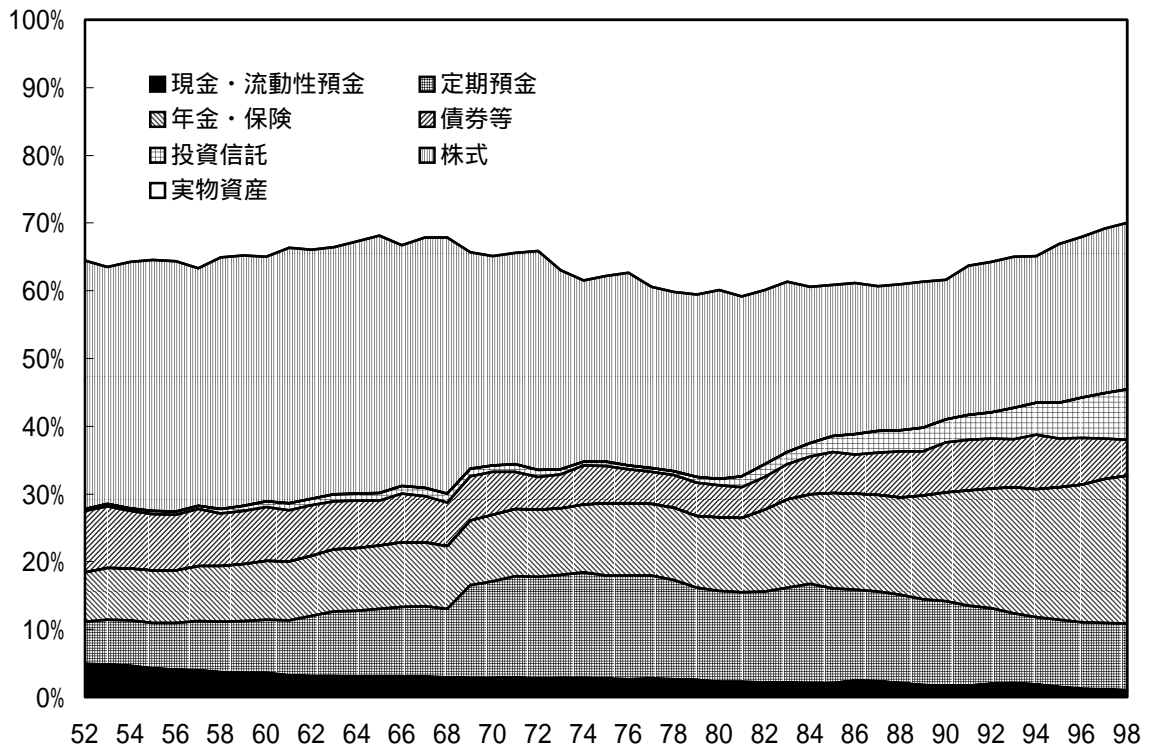
また、イ) 家計の金融資産と実物資産(住宅・土地等)を合わせた総資産における株式及び実物資産(これらは本来的に価格変動が大きいと考えられる資産)の占める割合については、日米間の格差は小さいこと、ロ)「株式」についても、実物資産の代表である「住宅」についても、日本の方が米国よりも価格変動率の平均値(平均収益性)が小さい一方で、価格変動率の標準偏差(収益性の変動幅)は大きいこと、ハ)我が国家計は、多額の住宅・土地保有の裏側として、多額の住宅ローンを有しており、所得の減少等によって返済不能に陥るリスク(純資産がゼロを下回るリスク)を負っていること、を考慮すれば、金融資産だけでなく全体としてみた場合、我が国家計は資産保有に係る価格変動等のリスクを取っていないわけではないと考えられる(なお、バブル崩壊以前においては、「土地神話」という言葉に象徴されるように、家計が土地等の実物資産に係る本来の価格変動リスクをどの程度正しく認識していたかについては否定的な見方もあることに留意する必要がある。)

図2 家計部門の資産構成の日米比較<金融資産+実物資産>

[日本]



[米国]



(注) 実物資産とは、主に住宅・土地を指す。

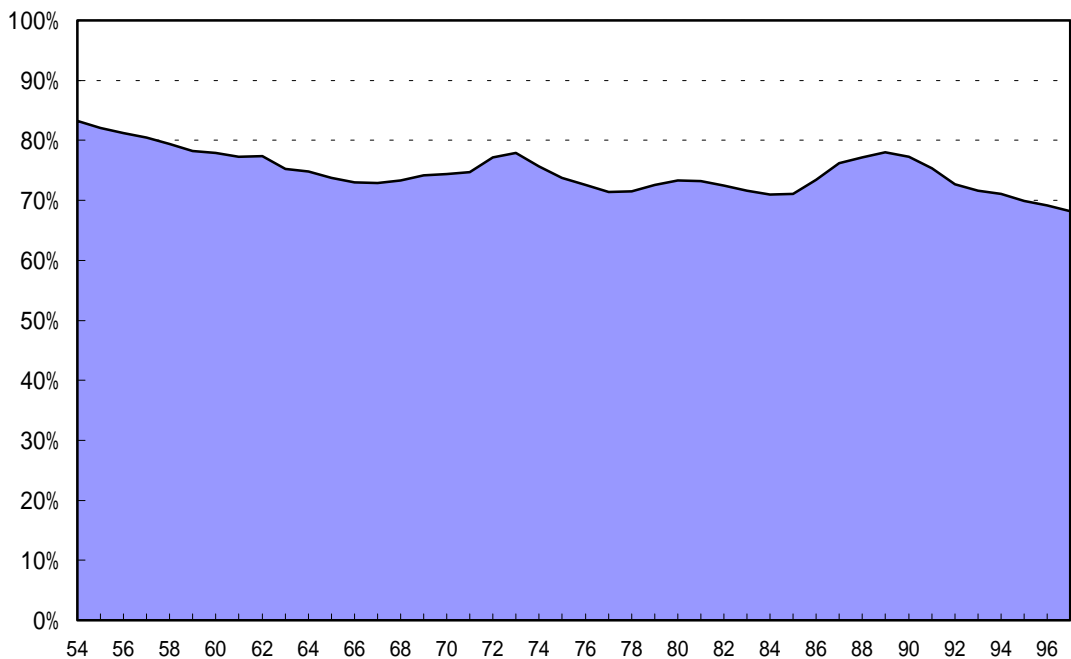
西暦年

(出典) 日本銀行作成資料

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、FRB “Flow of Funds Accounts” 等

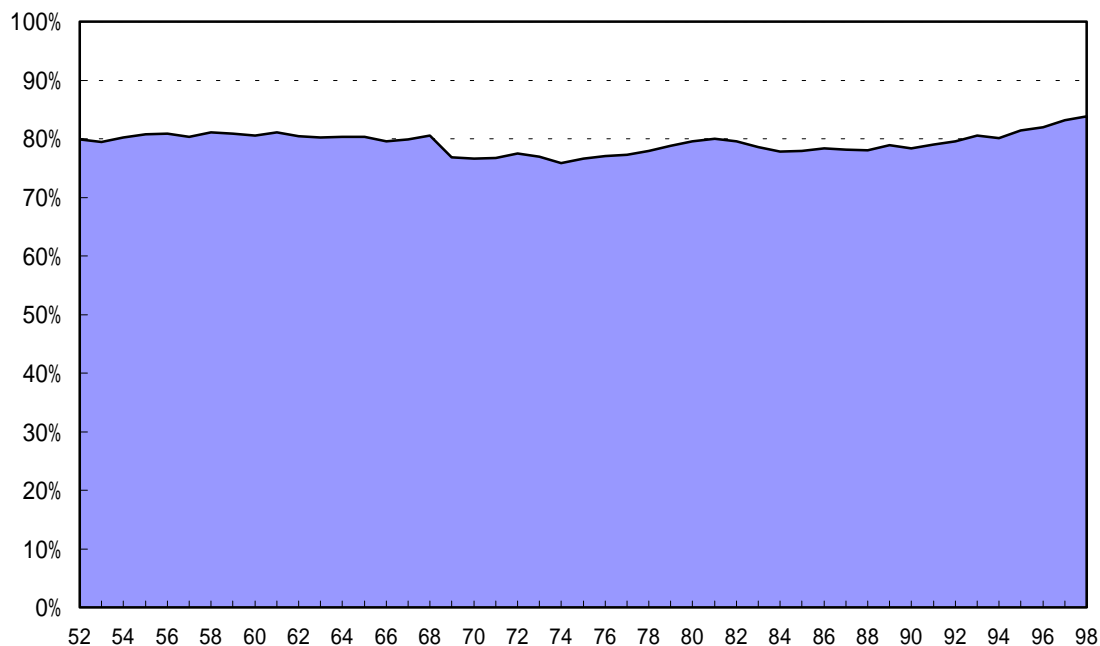
図3 家計部門のリスク資産保有比率の日米比較 < 金融資産 + 実物資産 >

[日本]



西暦年

[米国]



西暦年

(注) リスク資産(シャドー部分)とは、図2の総資産額から「現金・流動性預金」、「その他預金」または「定期預金」、「債券等」を差し引いたもので、「株式」、「実物資産」等。

(出典) 日本銀行作成資料

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、FRB “Flow of Funds Accounts” 等

表3 株式及び住宅の価格変動率の状況(平均・分散)

< 単位：% >

株式

	日本	米国
変動率の平均値	8.9	9.8
変動率の標準偏差	18.5	13.8

住宅

	日本	米国
変動率の平均値	5.4	6.6
変動率の標準偏差	7.3	6.0

株式及び住宅

	日本	米国
変動率の平均値	6.2	8.7
変動率の標準偏差	10.4	11.1

(注) 年間の変動率。

測定期間は1970～98年。

(出典) 日本銀行作成資料

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、FRB “Flow of Funds Accounts” 等

更に、ドイツにおいては、従来は日本と同様に家計部門の金融資産構成において預金の比率が高く、それはドイツ国民の慎重な国民性が影響しているという議論もあったが、近年ではドイツ国民は投資信託などの形態により株式・債券等の保有を急速に増加させている。

こうした点を総合して考えれば、企業の事業内容等に基づく円滑なファイナンスを行っていく上で、「日本人には有価証券等の元本保証性のない金融商品の保有を回避する国民性があるのではないか。そして、そうした国民性が家計からの資本市場を通じた資金供給チャネルの拡大の制約となるのではないか」と捉えることは必ずしも適当ではなく、家計が有価証券等を保有しやすい環境が整っていなかったのではないか、そうした環境整備のための課題は何か、という観点から検討することが適当と考えられる。

家計の資産選択を巡る環境変化

我が国家計が、近年においても有価証券等を積極的に保有していない理由（注）としては、家計の資産選択を巡る環境面で、我が国の株式は株主資本利益率（ROE）や配当性向が低いなど株式・債券等の魅力が小さく、その背後には我が国企業の資本市場軽視の経営姿勢などがあるという根本的な指摘に加え、以下の点が指摘されている。

（注）近年における家計の有価証券等の保有割合が低迷した要因については、バブルの崩壊という環境面の要因（株価の長期にわたる下落により、投資意欲が減退、家計の保有株式価値も減少）もその理由と考えられるが、ここではより構造的な要因を中心として分析する。

イ）投資信託は、小口資金をプールして分散投資ができるなど、家計の株式・債券等への投資手段として優れた特性を有している。特に、近年の金融通信技術の発展と経済のグローバル化を背景とした投資対象や投資手法の複雑化・多様化や、資本市場での機関投資家のプレゼンスの高まりの中で、情報処理能力に長けた一部の層を除けば、一般の個人投資家が直接的に資本市場に参加することは困難な環境となりつつあり、家計の株式・債券等への運用手段としての投資信託の有用性はますます高まっていると考えられる。実際に、米国では、幅広い層の家計が投資信託の形態により株式投資を行うようになってきており、また、ドイツでは、従来は日本と同様に預金の家計の資産運用の中心であったが、投資信託制度等に関する資本市場整備策が90年代に相次いで実施されたことなどから、近年では有価証券等の保有が急速に増加しており、その主役は投資信託となっている。これに対し、我が国においては、米国等と比較した場合、投資信託の普及割合は低いものとなっている。

表4 米国家計の株式または株式投信の保有状況
(保有家計数の全家計数に対する割合)

83年	19.0%	
99年	48.2%	
うち	個別株式のみ保有	7.2%
	株式投信のみ保有	22.7%
	両方とも保有	18.3%
うち	最初に個別株式のみ保有	14.9%
	最初に株式投信のみ保有	28.4%
	最初に両方とも保有	4.8%

(資料) Investment Company Institute and the Securities Industries Association "Equity Ownership in America"

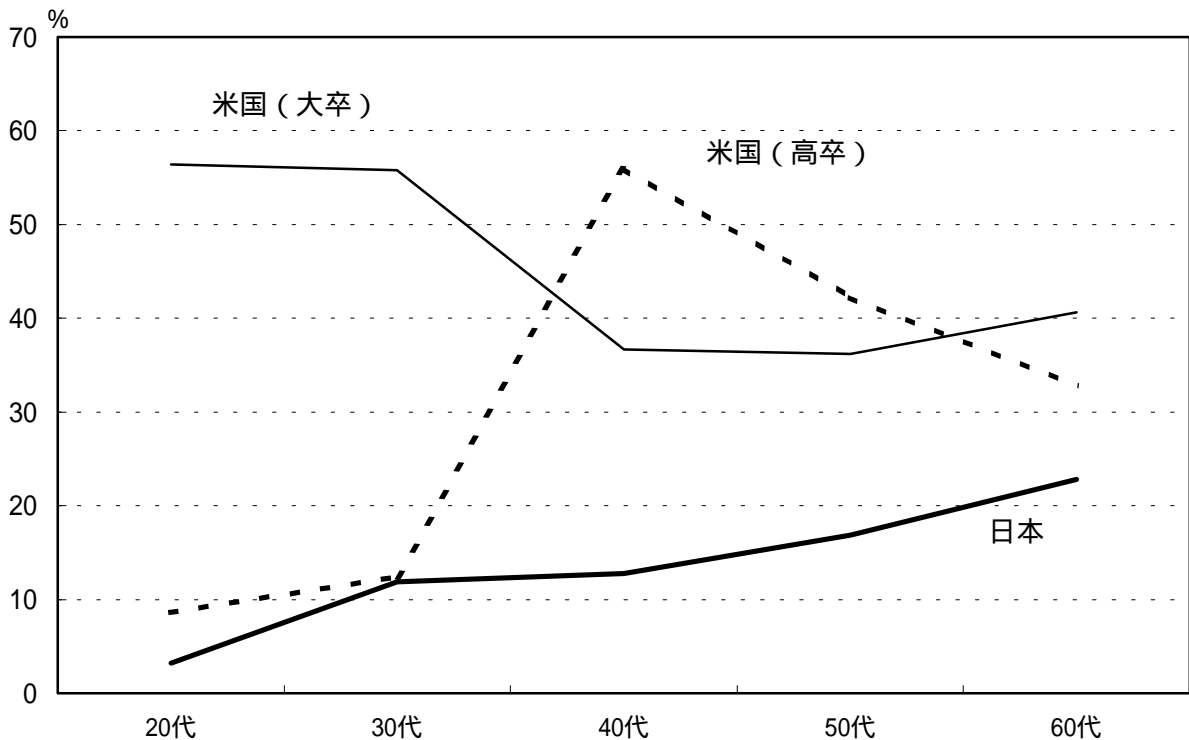
ロ) これまでわが国家計には強い持家選好があり、家計部門の総資産において住宅・土地の占める割合は高水準にある。

住宅・土地は換金性が低く、かつ、本来的に価格変動が大きい資産であることに加え、多くの場合には家計は住宅ローン負債を抱え、返済不能リスクも負っていることから、住宅・土地の保有が多い場合には、十分な流動性を確保するため預貯金を積極的に保有するとともに、元本保証性のない有価証券等の保有を抑制する傾向が強まると考えられる。また、住宅・土地の購入に伴って、家計は購入時の金融資産の取り崩しや購入後の住宅ローン返済が必要であることから、有価証券等を保有するための余裕資金が乏しい場合も考えられる。

ハ) 若年期に「生産性を下回る賃金」を受け取り、中高年期に「生産性を上回る賃金」を受け取る我が国の年功序列賃金制度においては、若年期の賃金水準が生産性に比べ低水準に抑えられ、若年層の余裕資金は乏しいと考えられる。また、雇用者が若年期に「生産性 賃金」の分だけ自社へ「見えざる出資」を行っていると観念することが可能であり、中高年期に享受できる「賃金 生産性」は、若年期の「見えざる出資」分のリターンであるといえる。この「見えざる出資」のリターンは将来の企業業績等に依存し若年期には予測できない不確実性を有するので、若年層は「見えざる出資」というリスク資産を保有していると考えられる。

一般的に若年層が中高年層に比べて資産運用においてリスクを取りやすいことを考えると、年功序列賃金制度によるこれらの効果は、いずれも有価証券等の保有を全体として抑制する効果を持つと考えられる。実際に、わが国では若年層の株式保有割合が低い、この背景には、こうした年功序列賃金制度も株式保有に対して抑制効果を及ぼしている可能性があると考えられる。

図4 年齢別株式保有世帯割合
 (同年代の全世帯数に対する株式を一株でも保有する世帯数の割合)



(出典) 日本銀行作成資料
 (資料) 米澤・松浦・竹澤「現代ファイナンス No. 6・1999年9月」

しかしながら、投資信託等の資本市場の制度整備、賃金・年金制度の改革などの現在進行中または今後見込まれる環境変化は、方向性としては、上記で挙げた家計による有価証券等の保有を抑制してきた要因を緩和するのではないかと考えられる。

具体的には、次の通り。

イ) 投資信託制度の整備及び競争促進と情報技術の革新

投資信託は家計の株式・債券等への投資手段として優れた特性を有するが、運用内容の透明性・公正性等が整備され、安定的に株式・債券等を保有する手段として投資家の信頼を得られていることが、その特性を活かし、我が国家計の投資信託による株式・債券等の保有を拡大するうえで必要とされる。こうした観点において、我が国家計の株式・債券等の投資手段としての投資信託に係る制度整備の必要性が、金融システム改革に際し指摘されていた。

この指摘に関しては、近年の金融システム改革法などにより、投資信託に関する制度を含めた資本市場の制度面全体について、業者の創意工夫の発揮により様々な魅力ある金融商品が提供され、利用者が十分な情報を前提に自己責任原則の下で主体的に自己のニーズに合った金融商品を自由に選択できるように、急速に整備が進みつつある。

こうした制度整備により、次のとおり、投資信託市場において仲介業者等の競争が促進されてきており、競争を通じて個人投資家のニーズに合ったサービスが円滑かつ低コストで提供されることによって、家計が投資信託を通じて株式・債券等を保有しやすい環境が整いつつあると考えられる。

- a) 投資信託委託会社の数は、従来からの証券会社系に加え、外資系、銀行系、保険会社系の参入が相次いだことにより、この10年間で4倍以上に増えている。
- b) 個人投資家に対し投資信託商品のパフォーマンス評価情報を提供する投資信託評価会社が97年以降設立され、18社(99年末)まで増加している。こうしたパフォーマンス評価情報の提供により、パフォーマンスの優劣による競争が行われる環境が整いつつある。
- c) 販売面において、従来からの証券会社による販売の他に直販や銀行・保険会社による販売も加わり、販売拠点数が大幅に増加するとともに、一つの投資信託商品が複数の販売業者で取扱われるようになってきている。これによって、投資信託委託業者による販売業者の選択の自由度が高まり、販売会社が個人投資家に投資信託の短期乗換えを勧めることを抑制する効果も期待できる。
- d) 投資信託に係る手数料について、一部に割引の動きもあり、今後引下げや体系の見直し(資産運用残高をベースにした手数料体系への移行)の可能性も考えられる。

)インターネットを利用した有価証券等の取引の普及は、取引コストの低下を通じて、家計の有価証券等の保有を促進する効果を有すると考えられる。

インターネット取引による株式売買委託手数料は、99年10月からの手数料完全自由化後、大幅に低下している。投資信託の販売においても、インターネットなどを通じた直接販売の場合には手数料を割引く事例も見られる。さらに、インターネットによって、投資関連情報へのアクセスが格段に容易になっており、広い意味での取引コストである情報収集コストも低下すると考えられる。

ロ) 賃金制度・年金制度の改革

)前述のとおり、我が国の年功序列賃金制度は若年層の有価証券保有を抑制してきた可能性があるが、今後は、年功序列型以外の賃金制度の採用が増加するものと見られることから、これに応じ、そうした保有抑制効果も減少していく可能性があるのではないかと考えられる。

)確定拠出型年金制度の導入により、導入企業は、従業員が複数の運用先や投資信託などに関する情報を得る機会を用意することになる。このため、従業員は投資信託などに関する情報に容易にアクセスすることが可能になると考えられる。また、確定拠出型年金制度では、老後資金の運用を自らの責任で行うこ

とから、個人投資家等の教育充実、情報提供の下に、個人投資家が株式等の中長期運用に対し意識的になることが期待される。実際に、確定拠出型年金制度を早くから導入している米国の例を見ると、確定拠出型年金制度の中で初めて投資信託を始めた人が多い。今後我が国でも、確定拠出型年金制度を導入する企業の従業員が、投資信託等の保有を増やす可能性があると考えられる。

表5 米国の投資信託保有家計の状況
(投資信託保有全家計数に対する割合、98年)

確定拠出型年金制度の内のみで保有する家計	38%
確定拠出型年金制度の外のみで保有する家計	28%
確定拠出型年金制度の内でも外でも保有する家計	34%
最初に確定拠出型年金制度の中で購入した家計	50%
最初に販売員の勧誘によって購入した家計	34%
最初に直接販売で購入した家計	16%

(出典) Investment Company Institute
"1998 Profile of Mutual Fund Shareholders"

また、今後の年金制度の動向は、家計の年金勘定としての資産の蓄積額を左右することにより保有する金融資産額に影響を与えるほか、将来給付の見通しにより、家計による元本保証性のない金融資産の選択にも影響を与えるものと考えられる。今後の家計による有価証券等の保有に対し、年金制度の与える影響についても、注視していくことが必要と考えられる。

八) 住宅・土地の価格変動リスク等への認識の高まり

80年代以前においては、家計は、住宅・土地価格に関し、本来の価格変動リスクに対する認識を弱めていた可能性があるが、90年代の持続的かつ大幅な地価下落により、少なくとも今後においては、家計は住宅・土地の購入の検討に際し、住宅・土地価格の不確実性と住宅ローン負債に係るリスクをより強く認識することになると考えられる。借地借家法の改正(定期借地権の導入等)により良質な借家の供給が見込まれることなども相俟って、今後、家計の住宅・土地の購入意欲が弱まった場合には、有価証券等の保有を増加させる効果を有するとの見方もできる。

2. 家計の資産選択を巡る環境整備のための課題

- (1) 上記の事務局調査では、企業の事業内容等に基づく円滑なファイナンスを行っていく上で、「日本人は有価証券等の元本保証性のない金融商品の保有を回避する国

民性があるのではないか。そして、そうした国民性が、家計からの資本市場を通じた資金供給チャネルの拡大の制約となるのではないかと捉えることは必ずしも適当ではなく、金融システム改革や賃金・年金制度改革等により、これまで我が国の家計による有価証券等の保有を抑制してきた要因が緩和される方向に変化しつつあるとの分析を示している。

更にそれをサポートするための環境面での整備として、自己責任原則の下で個人投資家の保護を図るための金融取引を幅広く対象とした横断的法制の整備と、個人投資家等の教育充実が不可欠と考えられる。なお、この横断的法制については、金融取引を幅広く対象とし、縦割り規制から機能別規制に転換する等の観点に立った法制度（いわゆる「日本版金融サービス法」）の整備の中で、法制化が進められてきた。

自己責任原則の下で個人投資家の保護を図るための金融取引を幅広く対象とした横断的法制

金融取引は将来のキャッシュフローという目に見えないものを取引対象とするため、商品の性質を理解することが買主である個人投資家にとって必ずしも容易ではないなどの特性を有する。したがって、個人投資家が自己責任原則に基づいて金融商品の自由選択を円滑に行えるためには、適切な個人投資家保護を図ることが必要と考えられ、「金融商品の販売に関する法律」による、民法の不法行為の特則としての販売・勧誘ルールを導入が、これに資することが期待される。

また、投資信託など資産運用型の集団投資スキームにおいては、投資家が多数存在するとともに運用は専門機関への委託によって行われることから、スキームが適切に運営されることを確保するための仕組みが特に重要である。このため、適切な情報開示の枠組みの整備、投資家自身または第三者によるガバナンス機能・モニタリング機能の充実、運用者などの受託者責任の具体化・明確化などをバランスよく組み合わせていく必要があり、証券投資信託法の改正等により対応が図られている。

さらに、ルールの実効性確保のいわば最後の拠り所として、司法的解決が存在する。司法的解決においては、解決に要する時間や費用等に照らし利用者にとっては活用が難しい面があることから、その制度・運用の改善が必要である。また、中立性・公平性を確保しつつ、裁判外紛争処理制度の充実も重要である。

個人投資家等の教育充実

家計の投資信託などに対する認知度や関心は依然として低く、こうした認知度等の低さが家計の有価証券投資が増えない一因と考えられる。また、投資信託の短期解約が多いことが投資信託の健全な発展を阻害しているとの指摘があるが、短期解約が多い原因として、販売業者側の問題とともに、投資家側にも中長期運用の姿勢が弱いという側面があると考えられる。

今後、投資信託市場の競争促進や確定拠出型年金制度の導入により、業者や雇用者側による投資内容等の情報提供を通じた個人投資家等の教育が促進されると

考えられるが、これらを通じた個別の金融商品に対する知識の普及のみならず、資本市場の役割、証券投資のリスクとリターンの関係、更には景気循環と収益変動など証券投資や市場経済に関する基本的な知識の向上について、個人投資家保護の観点も含めて、学校教育の段階からの充実が期待される。

表6：投資信託に関するアンケート調査結果（99年）

・投資信託の保有状況

「お宅では、これまでに投資信託をお持ちになったことがありますか。」

現在持っている	10.6%
以前持っていたが現在は持っていない	11.5%
これまで持ったことがない	77.9%

・投資信託の認知状況

「金融商品の中に、投資信託というものがありますが、ご存知ですか。」

よく知っている	6.4%
およその仕組みについて知っている	14.2%
おぼろげながら知っている	27.7%
名前だけは知っている	34.6%
全然知らない	16.9%

・投資信託への関心

「投資信託について、どのようにお考えですか。」（投資信託未経験世帯のみ対象）

詳しい知識を得たいと思っている	11.3%
投資信託については特に興味はない	88.4%

（注）首都圏・阪神圏の普通世帯 2500 世帯を抽出し、1544 世帯から回答あり。

（出典）証券投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査報告書（99年）」

表7：投資信託の解約率

	80年	90年	98年
日本	37%	51%	68%
米国	15%	18%	20%

（注）解約率 = 年間解約額 / 前・当期末純資産総額の平均
MMFを除く。

（資料）証券投資信託年報

(2) 家計が株式・債券等を保有するかどうかは、それが直接保有にせよ投資信託を通じた間接保有にせよ、株式・債券等そのものの魅力が増すかどうか、すなわち、家計が企業の成長段階・事業内容等に基づくリスクを認識した上で投資を行うインセンティブを与え得るように収益性・透明性が向上するかどうか大きなカギとなる。

株式・債券等そのものの投資価値の向上及び透明性の確保については、企業側の資本市場との関係を重視した経営姿勢やコーポレート・ガバナンスの充実が本質的な課題である。例えば、後掲（ ．調査 2 において調査対象等詳述）の大蔵省財政金融研究所大村特別研究官による「我が国企業のファイナンス・システムとコーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査」においても、一般的に日本企業において株主軽視の経営が行われているとの認識を示す企業が 8 割近くにのぼり、その内容として、「低い配当性向」「ROE が低水準の経営」を挙げる企業が相当数存在する。

先に述べたように、21 世紀に向けた我が国企業の事業内容等に基づく円滑なファイナンスを行っていく上で、「日本人は有価証券等の元本保証性のない金融商品への投資を回避する国民性があるのではないか。そして、そうした国民性が家計の有価証券投資による資本市場を通じた資金供給のチャネルの拡大の制約となるのではないか」という捉え方は必ずしも適当でなく、金融システム改革法等による投資信託制度等の金融資本市場の制度整備、賃金・年金制度の改革等によって、家計による有価証券等の保有を抑制していた要因が緩和される方向に変化しつつある。さらに、それをサポートするため、個人投資家保護のための所要の法制度の整備やリテール販売の一層の活性化、個人投資家等の教育充実が重要である。また、家計が自ら有価証券等の保有を積極化するためには、本質的には、株式・債券等そのものの魅力が増すように、企業側の投資価値の向上及び透明性の確保や資本市場を十分意識したコーポレート・ガバナンスの充実という企業金融の根幹が整備されていくことが基本である。以下、 ． では、企業側を中心として、企業金融・企業経営の現状認識と今後の課題に関し、分析・検討を行う。

表 8 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査項目「一般的に、日本企業は、株主軽視の風潮があると言われていますが、そう思いますか？」に対する回答状況

	[総回答数 1,217 社]	
(1) 思う	212 社	17.42%
(2) どちらかといえば思う	754 社	61.96%
(3) どちらかといえば思わない	169 社	13.89%
(4) 思わない	68 社	5.59%
(5) わからない	14 社	1.15%

「思う」「どちらかといえば思う」を選んだ方にお聞きします。株主軽視とされたのは、具体的に何をもってそう言われていると思いますか？ 2 つまでお答え下さい。

[総回答数 1,845 件]

(1) リレーションシップ目的の株式保有	154 件	8.35%
(2) 形骸化した株主総会	642 件	34.80%
(3) R O E が低水準の経営	175 件	9.49%
(4) 低い配当性向	288 件	15.61%
(5) 不透明なディスクロージャー	414 件	22.44%
(6) メインバンクに依存した経営	87 件	4.72%
(7) 従業員を重視した経営	82 件	4.44%
(8) その他	3 件	0.16%
(9) わからない	0 件	0.00%

・企業金融を巡る現状分析

1．分析の問題意識

金融システム改革法の施行、ストックオプション制度の導入等の累次の商法改正、連結会計基準の見直しをはじめとした企業会計基準の改革など、近年において企業金融を巡る制度面の変革には著しいものがあり、ニューヨーク、ロンドン市場と同様の競争力を有する金融資本市場の構築に向けた制度整備は相当程度進展した。

こうした状況の下で、企業の側においても、金融資本市場における資金調達の多様化を進めるとともに、自らの投資価値を重視した経営・財務の効率化に向けて、ROE・EVA等の経営指標の採用、株式持合いの解消、M&Aの実施、ディスクロージャー・IRの充実等の動きが生じてきている。

したがって、我が国企業の成長段階等に応じた円滑なファイナンスの在り方を検討するにあたっては、まずもって、こうした最近の動きに関し、

- (1) 公開企業における株式持合いの解消・M&Aの実施等の金融資本市場における自企業の投資価値に目を向けた企業金融の変革は、我が国公開企業の中でどの程度浸透しつつあるのか。また、今後は、そうした変革が進むと認識しているのかどうか。
 - (2) 公開歴の浅い店頭企業や未公開企業等における資本市場からの資金調達に対する現状認識と将来のニーズはどうなっているのか。現在のところ、それら企業の未公開株や私募債による資金調達は少額にとどまっているが、そうした企業のうち期待成長力が大きく資本市場からの資金調達に意欲を有する企業は、資金調達ニーズが満たされているのか、市場インフラの使いやすさ等に問題はないのか、
- という各々の企業金融に対する現状認識を調査し、当該調査結果を活用して問題点を抽出することが適当と考えられる。

こうした問題意識に基づき、公開企業と公開歴の浅い店頭企業・未公開企業の各々について、財政金融研究所及び日本証券業協会の行ったアンケート形式の実態調査を事務局において考察した。

[調査2：公開企業の企業金融に対する現状認識と課題]

財政金融研究所大村特別研究官から本年7月に発表が予定されている「我が国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査」に基づき検討を行う。

同アンケート調査は、証券取引所上場企業及び店頭登録企業のうち上場企業に準ずると認められるもの(注)を対象として、各種項目の意識調査を行ったものであり、約2,500社に調査票を送付し1,219社から回答を得ている。同調査は我が国資本市場において中心的役割を果たしている上場企業(及び上場企業に準ずる企業)が、今後の金融資本市場からの資金調達に関しどのような現状認識と展望を有する

かを明らかにする上で重要な調査と考えられる。

(注) 店頭登録企業のうち、登録時において取引所上場基準(発行済株式数 400 万株以上、設立後 3 年以上、資本金・純資産 10 億円以上、直近経常利益 1 億円以上)を満たし上場も可能であった企業の中から、総資産上位 200 社を選定(回答数 95 社)。

回答企業の属性上も、設立(創業)は 1970 年代以前が約 97%を占め、公開時期としても 90 年代の公開は 27%程度にとどまっており、既に資本市場を活用し中心的存在となっている企業が対象と考えられる。

表 9 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査項目「設立時期(創業年)を教えてください。」に対する回答状況

【総回答数 1,218 社】		
(1)1940 年代以前	496 社	40.72%
(2)1940 年代	246 社	20.20%
(3)1950 年代	212 社	17.41%
(4)1960 年代	143 社	11.74%
(5)1970 年代	83 社	6.81%
(6)1980 年代	31 社	2.55%
(7)1990 年代	7 社	0.57%

表 10 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査項目「株式公開時期を教えてください。」に対する回答状況

【総回答数 1,210 社】		
(1)1940 年代以前	58 社	4.79%
(2)1940 年代	162 社	13.39%
(3)1950 年代	117 社	9.67%
(4)1960 年代	270 社	22.31%
(5)1970 年代	96 社	7.93%
(6)1980 年代	174 社	14.38%
(7)1990 年代	333 社	27.52%

同アンケート調査の特徴は、「(御社での立場や実施状況を離れ)一般論としてお答え下さい」との質問と「御社についてお答え下さい」との質問の二種類の質問を行っている点にある。

概観すると、各企業とも、一般論として問われた場合には、資本市場からの資金調達の拡大、メインバンクの役割の縮小による株式持合いの解消、これらを踏まえた金融資本市場における自企業の投資価値重視の経営姿勢への転換といった認識が多数を占めるが、各社ベースの認識や対応としては、問題意識等は広範に有しつつも、必ずしも具体的な資金調達構造の多様化等の経営実態の改革に結びついていない。

具体的には、「今後、多様化する資金調達ルートの中で、一般的に下記のいずれが拡大すると思いますか？拡大すると思うすべてをお答え下さい。」との質問に対しては、以下の通り、資本市場からの資金調達の拡大を趨勢として挙げる企業が多く、メインバンクを含めた銀行からの資金調達の拡大すると回答した企業はわずか 8%にとどまっている。

表 1 1 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査項目「今後、多様化する資金調達ルートの中で、一般的に下記のいずれが拡大すると思いますか。拡大すると思うすべてをお答えください。」に対する回答状況

	【総回答数 4,086 件】	
(1)メインバンクを含めた銀行からの調達	346 社	8.47%
(2)銀行以外の金融機関からの調達	294 社	7.20%
(3)国内での株式発行による調達	485 社	11.87%
(4)海外での株式発行による調達	286 社	7.00%
(5)国内での債券発行による調達	833 社	20.39%
(6)海外での債券発行による調達	536 社	13.12%
(7)国内での C P 発行による調達	539 社	13.19%
(8)海外での C P 発行による調達	196 社	4.80%
(9)リース債権・クレジット等の証券化	551 社	13.49%
(10)その他	20 社	0.49%

しかしながら、各社ベースでは、「今後、メインバンクからの資金調達は、どのようにされますか？」との質問に対し、以下の通り、「強化」、「やや強化」を合わせると 12%程度のシェアとなっており、「現行通り」が過半を占めていることと合わせ、メインバンクからの資金調達のパイプを引き続き維持する割合が高いことがわかる。また、メインバンクに今後一層の期待を寄せる企業が相当数存在することも注目された。

表 1 2 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査項目「今後、メインバンクからの資金調達は、どのようにされますか？」に対する回答状況

	【総回答数 1,205 社】	
(1)強化する	59 社	4.90%
(2)やや強化する	94 社	7.80%
(3)やや弱める	151 社	12.53%
(4)弱める	47 社	3.90%
(5)現行通り	771 社	63.98%
(6)その他	83 社	6.89%

更に、「今後、(メインバンク以外で)資金調達は主に下記のいずれに配分を増やしますか？特に増加させると考えられるものを 4 つまでお答え下さい。」との質問に

対しては、銀行・金融機関からの資金調達の配分を増やす企業は、全体として2割を超えており、特に、資本金規模の小さい企業ほど金融機関からの資金調達の配分を増加させると答えた割合が高い。

表13 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査項目「今後、(メインバンク以外で)資金調達は下記のいずれに配分を増やしますか?特に増加させると考えられるものを4つまでお答え下さい。」に対する回答状況

- (1)メインバンク以外の銀行からの調達
- (2)国内市場での普通社債発行
- (3)海外市場での普通社債発行
- (4)国内市場での仕組債(含ワラント・転換社債)発行
- (5)海外市場での仕組債(含ワラント・転換社債)発行
- (6)国内市場での株式発行
- (7)海外市場での株式発行
- (8)国内市場でのCP発行
- (9)海外市場でのCP発行
- (10)リース債権・クレジット等の証券化
- (11)銀行以外の金融機関からの調達
- (12)その他

(単位:社)

	資本金											
	10億		10~30億		30~100億		100~300億		300億		計	
	円未満	占率	円未満	占率	円未満	占率	円未満	占率	円以上	占率		占率
(1)	42	32%	170	25%	199	20%	94	14%	36	8%	541	19%
(2)	21	16%	109	16%	177	18%	153	23%	123	27%	583	20%
(3)	2	2%	16	2%	40	4%	34	5%	36	8%	128	4%
(4)	7	9%	62	9%	117	12%	66	10%	25	5%	277	9%
(5)	0	5%	36	5%	65	7%	33	5%	16	3%	150	5%
(6)	22	17%	117	17%	106	11%	29	4%	11	2%	285	10%
(7)	3	1%	9	1%	12	1%	7	1%	2	0%	33	1%
(8)	5	5%	35	5%	61	6%	102	15%	96	21%	299	10%
(9)	0	0%	2	0%	4	0%	5	1%	14	3%	25	1%
(10)	6	5%	28	4%	62	6%	70	11%	57	12%	223	8%
(11)	18	14%	64	10%	107	11%	48	7%	29	6%	266	9%
(12)	5	4%	21	3%	44	4%	24	4%	13	3%	107	4%
計	131	100%	669	100%	994	100%	665	100%	458	100%	2,917	100%

また、株式持合いの有無についての質問で「持合いをしている」と回答した企業(88.41%、1,076社)に対し、「『はい』を選んだ企業にお聞きします。株式持合いの程度は、今後どうするつもりですか?」と問うたところ、「強化」、「やや強化」は少数であったが、約半数は「現行通り」であり、「弱める」と回答した企業も、その多くは

「やや弱める」であった。

このように、「一般論としては、我が国企業における資本市場からの資金調達は大し、資金調達手段は多様化すると認識しているが、自社については株式・社債等による資金調達を拡大する現状にない」と考える企業が相当数存在する理由について、以下で同アンケート調査結果に基づき分析を行う。

同アンケート調査において、企業金融の変革に当たり求められる課題について、2項目を選ぶ質問が、一般論（「今後、日本経済再生の上で、日本の企業金融が求められる課題とはどのようなものだと思いますか？重要と思われるものを2つまでお答え下さい。」）と各社ベース（「今後、御社にとって、以下に挙げる項目のうちで、経営改革として重視されるものを2つまでお答え下さい。」）の両方について行われている。その結果は下記の通りである。

表14 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査における「一般論（「今後、日本経済再生の上で、日本の企業金融が求められる課題とはどのようなものだと思いますか？重要と思われるものを2つまでお答え下さい。」）と各社ベース（「今後、御社にとって、以下に挙げる項目のうちで、経営改革として重視されるものを2つまでお答え下さい。」）」の回答状況比較

	一般論(a)	各社(b)	(a)-(b)
(1) ROE・EVA等の経営パフォーマンス指標の採用	19.24%	28.69%	9.45%
(2) 資金調達手段の多様化	21.59%	15.79% (注)	+ 5.80%
(3) 株式持合の解消	12.91%	3.66%	+ 9.25%
(4) グローバル・スタンダードに則ったディスクロージャー・IR（投資家向け広報）活動の励行	33.01%	31.35%	+ 1.66%
(5) M&Aの活用	5.56%	6.18%	0.62%
(6) 確定拠出型企業年金制度の導入	5.00%	6.08%	1.08%
(7) ストック・オプション制度の浸透	1.50%	3.42%	1.92%
(8) その他	0.34%	1.24%	0.90%
(9) わからない	0.86%	3.61%	2.75%

(注) 「市場からの資金調達の活発化」11.73%と「グローバルな市場からの調達の活性化」4.04%との合計。

これによれば、(1) ROE・EVA等の経営パフォーマンス指標、(7) ストック・オプション制度の浸透、(5) M&Aの活用といった項目が、一般論を上回って各社ベースで経営改革として重視されていることがわかる。これに対して、(2) 資金調達手段の多様化やそのベースとなる(3) 株式持合の解消については、各社ベースの認識は一般論を下回っている。この差異については、

イ) ROE・EVA等を重視して資本市場における投資評価を重視している企業の中には、既に自社では資金調達の多様化等を進めていることから、「資金調達の多様化」や「株式持合の解消」は、自社ではなく日本企業一般の問題と認識している企業が存在する

ロ) ROE・EVAの活用といった自社の経営姿勢の基本的問題については改革を進めているが、株式や社債等による資金調達の拡大は未だ経営改革の方途として優先順位が低い企業が相当数存在する

といった要因によるのではないかと考えられる。

(注)ただし、多額の有利子負債を有し、資金需要の弱い企業は、本調査においても、「資金調達手段の多様化」を自社の経営上の課題としなかったことが考えられ、こうした企業の現状も、調査結果に影響を与えている可能性に留意する必要がある。

の結果において、一般的な経営上の問題意識が高いにもかかわらず資金調達の多様化が遅れている企業があるとすれば、その要因として、企業が資本市場での資金調達に意欲を有していても、例えば、市場の流動性が低いとかコストが高いことにより、現実には資本市場において円滑に資金調達を拡大することが困難であるといった市場インフラの側の制約があるのではないかとの推測が生ずる。このため、株式市場・債券市場ともに資金調達活動を円滑に行うにあたり有効に活用できる状況にあるかとの問いに対する企業の回答を見ると、「どちらかという活用できない状況である」、「活用できない状況である」と回答した企業は3割程度を占めており、その要因としては、「市場における吸収能力が不十分」、「低格付社債取扱い証券会社の不存在」、「種々の発行コストが高いこと」等が挙げられている。

資本市場が資金調達活動を円滑に行うにあたり「どちらかという活用できない状況である」「活用できない状況である」との回答が3割程度という水準については、市場サイドの問題が企業の資金調達の多様化を阻害しているか否かに関し見方が分かれるところであるが、企業の側が、市場の流動性の低さ、発行・流通コストといった市場サイドの問題の存在により、金融機関の融資に対し十分に代替的なチャネルとして資本市場を認識するに至っていないとの見方は可能ではないかと考えられる。

表15 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査項目「我が国の株式市場は、資金調達活動を円滑に行うにあたり、有効に活用できる状況にあると思いますか？」に対する回答状況

	【総回答数 1,213社】	
(1)十分活用できる状況にある	75社	6.18%
(2)どちらかという活用できる状況にある	603社	49.71%
(3)どちらかという活用できない状況である	374社	30.83%
(4)活用できない状況である	34社	2.80%
(5)わからない	127社	10.47%

・ 「活用できない状況である」「どちらかという活用できない状況である」を選んだ企業にお聞きします。何が活用するのを阻害していますか？2つまでお答え下さい。

【回答社数 408 社、総回答数 633 件】

(1) 上場審査基準項目・不受理項目等、市場の参入障壁が高いこと	131 件	20.70%
(2) IR室の設置等、投資家やアナリスト向けに行う情報提供に係るコストが高いこと	46 件	7.27%
(3) 資金調達を随時行う際に、市場における吸収能力が不十分であること	239 件	37.76%
(4) 上場の際、証券会社に支払う手数料等の発行コストが高いこと	73 件	11.53%
(5) 増資にあたり、株主構成のバランスまで考量しないといけないこと	121 件	19.12%
(6) その他	19 件	3.00%
(7) わからない	4 件	0.63%

表16 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査項目「我が国の債券市場は、資金調達活動を円滑に行うにあたり、有効に活用できる状況にあると思いますか？」に対する回答状況

【総回答数 1,211 社】

(1) 十分活用できる状況にある	98 社	8.09%
(2) どちらかという活用できる状況にある	582 社	48.06%
(3) どちらかという活用できない状況である	331 社	27.33%
(4) 活用できない状況である	30 社	2.48%
(5) わからない	170 社	14.04%

・ 「活用できない状況である」「どちらかという活用できない状況である」を選んだ企業にお聞きします。何が活用するのを阻害していますか？2つまでお答え下さい。

【回答社数 861 社、総回答数 605 件】

(1) 低格付債を扱う証券会社が存在しない等、知名度のない企業が発行しにくい状況にあること	225 件	37.19%
(2) 債券市場にシフトすると、メインバンクに悪い印象を与えるので	14 件	2.31%
(3) 債券を発行する際の格付取得によって逆に評価が下がり、資金調達が困難になる可能性があるため	109 件	18.02%
(4) 証券取引に関する、決済システムが未整備なこと	11 件	1.82%
(5) 高格付でないと起債手数料が割高なこと	120 件	19.83%
(6) 売買が活発ではないので、市場における吸収能力が不十分であること	120 件	19.83%
(7) その他	5 件	0.83%
(8) わからない	1 件	0.17%

ただし、企業の側においても、資本市場における自社の投資価値の重視・経営効率化といった課題について、各社ベースでそれらの点を企業金融面の重要課題と回答した企業が相当数に及ぶとしても、それが現実の具体的対応につながっているのかという問題がある。

具体的には、経営改革上重視する事項として最も回答の多かったディスクロージャー・IRの充実に関しても、資本市場における自社の投資価値の向上等に際し、最も基礎的な条件整備であるにもかかわらず、「現在、御社はどのような手段でIR活動を行っていますか」との質問に対し、「IR活動は行っていない」との回答が15%、有価証券報告書等の常備という当然の内容が16%と、その取組みが近時の会計基準や開示基準の強化への対応に止まっていると見られる企業も多い。また、「会計基準の変更による企業経営への影響」という質問に対しても、他律的にグループ経営への移行・含み益経営からの脱却が図られるといった回答が多く、自律的に経営資源の見直しやディスクローズの高度化を進めるといった回答は一部にとどまっている。

表17 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査項目「現在、御社ではどのような手段でIR活動を行っていますか？当てはまるものを全てお答えください。」に対する回答状況

	【総回答数 2,008 件】	
(1) IR活動は行っていない	318 件	15.84%
(2) 事業報告書、有価証券報告書等を資料冊子として、企業の全ての施設に常備している	334 件	16.63%
(3) アニュアルレポート等を、インターネットにて投資家情報として提供している	346 件	17.23%
(4) アナリストと定期的にミーティングを行っている	579 件	28.83%
(5) IR活動をコンサルティングしてもらい、投資家等に情報提供している	158 件	7.87%
(6) 社内にIR室を設け、アナリスト・投資家向け情報提供の専門部隊を配置している	178 件	8.86%
(7) その他	62 件	3.09%
(8) わからない	33 件	1.64%

表18 財政金融研究所大村特別研究官アンケート調査項目「2000年3月からの連結会計基準への移行や2001年3月期からの時価会計基準への移行は、日本企業の経営姿勢に、どのような影響があると思いますか？2つまでお答え下さい。」に対する回答状況

【総回答数 2,276 件】

(1)ピア・レビュー制度（ 1 ）導入等による監査の質を高めることが先決であり、会計基準が充実しても影響は限定される	88 件	3.87%
(2)開示基準を超えた、より詳細なディスクロージャーの提供が促される	259 件	11.38%
(3)含み損等の実態が表面化するので、相互扶助を目的とする持合関係を見直すようになる	482 件	21.18%
(4)子会社・関連会社の実質的な支配力基準（ 2 ）の適用により、グループとして、適正なリターンを把握しなければならず、従来の本体中心からグループ全体の収益性を重視するようになる	1,010 件	44.38%
(5)採算性のない子会社・関連会社の営業譲渡等で、経営資源の見直しに着手できる	420 件	18.45%
(6)その他	3 件	0.13%
(7)わからない	14 件	0.62%
（ 1 ）監査法人による監査の質を業界団体等がチェックすること		
（ 2 ）議決権の所有割合は過半数に満たないが、議決権以外の要素（取締役会の構成員の過半数を継続して占めている等）も勘案した結果、実質的に支配している会社も連結の範囲に含めるようにする諸基準		

したがって、企業の側の現状として、資本市場における投資価値の重視、経営効率化といった問題意識は広範なものとなっているものの、具体的な経営改革の対応が進められているのは一部の企業のみにとどまっている可能性が指摘される。

（注）大村特別研究官の分析においては、現にファイナンスの態様の多様化等を進めている企業と経営パフォーマンスの改革が進んでいる企業の高に高い相関が見られるが、我が国企業の多くは、未だ改革意欲は高いが現実の改革には至っていないとの指摘が行われている。

上記の分析結果を全体として見てみると、以下の両面において、検討課題が抽出された。

公開企業が資本市場において円滑な資金調達を行うにあたり市場インフラの問題が指摘されていることから、具体的に何が問題であり、どのような改革が求められるかを検討する必要がある。

公開企業は、一般に、企業経営上の問題意識を広範に有しているにもかかわらず、具体的な株式持合いの解消やM & A等の新たな金融手法の活用等にまだ十分につながっていない。公開企業が資本市場における投資価値を重視し、経営資源の見直し等を進めるうえでの制度上・環境整備上の課題について検討を要すると考えられる。

[調査 3 : 社歴・公開歴の短い店頭登録企業・未公開企業の企業金融に対する現状と課題]

日本証券業協会が、店頭登録企業の中で社歴・公開期間の短い企業及び気配公表銘柄発行企業のうち、43社に対しアンケート調査を行った。

同調査は、公開もしくはその予備軍として、資本市場からの資金調達意欲が高いと考えられる企業の資金調達ニーズ、市場への見方等を調査したものである。

同調査において、回答企業からは、将来の資金調達のあり方として、資本市場からの資金調達のウェイトを増加させる必要があるとの認識が示された。

表 19 日本証券業協会アンケート調査における回答企業の「年間の事業資金調達方法の構成比と目標」の平均値

	単位 (%)					
	銀行等からの借入	社債	新株式	C B・WB	自社保留金	その他
現状の構成比(平均)(a)	30.5	1.2	19.8	4.1	42.2	2.0
目標の構成比(平均)(b)	16.9	4.6	25.6	5.6	44.1	3.1
(b) - (a)	13.6	+ 3.4	+ 5.8	+1.5	+ 1.7	+1.1

同調査において、更に、株式・社債等による資本市場からの資金調達を拡大する理由を問うたところ、

- ・ 資金調達の多様化を図る必要性がある
- ・ 成長に必要な資金は直接金融、特に株式等のエクイティ資金をもって充てるべき

という資本市場からの資金調達に対し前向きな見解の一方で、

- ・ 担保主義を前提とした金融機関からの借入には限界
- ・ 銀行融資では企業規模や過去の業績が重視される傾向にあり、成長企業に対する融資は厳しい
- ・ 銀行依存体質が強過ぎた

といった金融機関の融資機能に対する疑問とこれに対応するという意味での資本市場からの資金調達の必要性を指摘する意見もみられた。

いずれにせよ、調査 2 の公開企業一般に比べ、これらの企業は社歴も短く成長性が高いことから、資金調達の多様化、特に資本市場からの資金調達の拡大に向けて強いニーズを有しているものと考えられる。

したがって、資本市場がこれらの企業のニーズに十分応えられているかが重要であるが、同調査において、一般的に、「成長期の企業にとっての資金調達上重要な制度、スキーム又は改善が必要と思われる事項」を問うたところ、

- ・ ベンチャーキャピタル、エンジェルの増加等 (58.5%)
- ・ 店頭登録基準の見直し (31.7%)
- ・ 証券決済制度の改善 (12.2%)

が主な項目として挙げられ、その他、ベンチャー新市場の整備、情報開示制度の改善、ベンチャーキャピタルの質の向上等が挙げられている。

ここでも、公開企業一般と同様に、仲介業者の充実等の市場サイドの問題の解決による市場の流動性・効率性の向上が改善が必要な事項として挙げられている点は共通している。

ただし、成長性のあるこれら社歴等の短い企業が、同調査において示した現状認識と問題意識のうち、特に重要な論点としては、以下の2点が挙げられる。

第一に、東証のマザーズをはじめとした早期公開の場の整備が進んでいるが、単に早期公開を行うだけでなく、投資家が企業の成長力等に関しリスクを正しく認識したうえで投資をする環境を整備することにより、安定した資金供給メカニズムを構築する必要があるという問題意識が明らかにされている。

具体的には、四半期決算・ディスクロージャーの導入について、「望ましいので自らも行っている」企業が56.4%、「自らは行わないが望ましい」と考えた企業が35.9%と多数を占め、四半期ディスクロージャーに積極的な意見が多い。特に、「ハイテク業界では業績変動が激しいので細かな業績予想よりも結果をすばやく開示する方が投資家にとってはプラス」との見解は、成長期の企業にとってのディスクロージャーのあり方についての高い認識を示している。

ただし、四半期決算・開示は成長期の企業にとって負担が大きいことも事実であり、四半期ディスクロージャーを実施していくとすれば、「適時開示との関係の整理」、「法制度の整備」がなされたうえでないと行い難いとの意見がある点には、今後の検討に際し留意する必要がある。

また、「債券市場」、「投信」、「株式市場」、「その他」に分けて、未公開企業にとって活性化すべき事項を尋ねたところ、「株式市場」については82.5%、「債券市場」については52.5%の者から回答があり、「上場基準の緩和、ベンチャー市場の創設」という公開枠の拡大を求める意見が多い一方、「開示制度の充実が前提」、「公認会計士の活用」といった投資家保護の充実を図るべきという意見も目立ち、単純に早期公開を行うだけでよいかどうかという問題意識が伺われる。

第二に、日本証券業協会の調査対象企業は、株主との関係（ガバナンス）については、成長段階ごとに、

- イ) 既にベンチャーキャピタル等の特定の出資者が離脱しており、株式公開により、広く一般株主との間の効果的なガバナンスのあり方を模索している企業
- ロ) ベンチャーキャピタル等の出資は残っているが、当初から、もしくは株式公開等により持分は小さくなっており、それらとの関係は、支配権ではなく、アドバイスや経営指導等に重点がある企業
- ハ) 経営に強い影響力を及ぼすベンチャーキャピタル等の出資者の支配関係が重視される企業

といった異なる環境にあるものと考えられる。

このため、ガバナンスに対する問題意識も多様なものとなっており、我が国の会社法制（株主総会のあり方、種類別株式、大会社特例法に定める監査制度のあり方等）が、その多様性に十分に応えられているかという問題意識が存在する。

特に、成長期の企業は、所要事業資金量も多く収益基盤も弱いため、ガバナンスに係る諸制度のコスト・ベネフィットに対し強い意識を有している。例えば、ガバナンスの在り方に関し、調査対象企業の問題意識を問うたところ、

「ガバナンス諸制度の機能の十分性とコスト間のトレードオフについて現在調査中」

「日本の制度では、条件を厳格化する程、コスト増となり、制度のメリットが相殺される結果となる。よって、外国市場を利用した方がよいという人が増えている」

「成長期の企業にとっては、社内牽制組織の充実は、人材獲得とコスト面で大変な負担。内部監査制度、監査役制度、外部監査制度との関連の中で、最小組織、最小人数での社内牽制体制の工夫が必要」

といった回答がなされており、成長性のある企業、特に未公開企業にとって、我が国の法制、インフラ等が、国際的に見て競争力があるのか（使い易いか否か）という点が重要な論点と考えられる。

この点も、未公開企業等のリスクに対応したファイナンスの在り方についての今後の課題を検討するに当たり、ガバナンス面の制度が制約となっている面はないか、それを克服すべき方途はあるか、といった観点から検討が求められるものと考えられる。