

3 資金配分の効率化

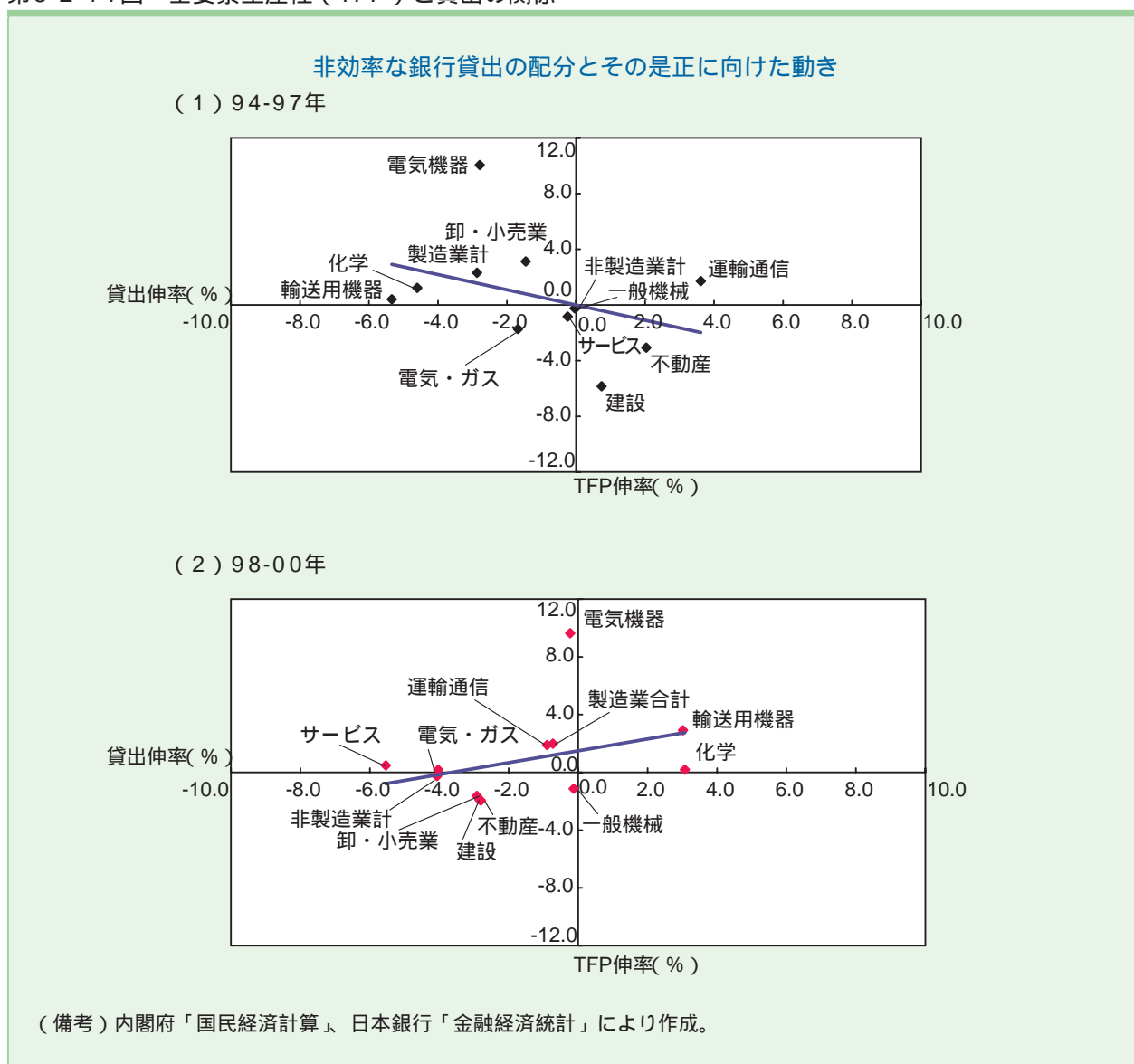
生産性上昇率が低下した背景には、労働と並ぶ主要な生産要素である資本ストックの配分が効率的に行われていないこともある。この背景には、企業に対して資金を供給する役割を担っている金融市場、特にこれまでの資金循環において主流であった銀行による貸出しが、

マクロ経済的な観点からみた場合、効率的に行われていなかった、ということがある³⁵。また、より広い視野でみた場合、間接金融中心の資金循環そのものが非効率となっているということもある。以下では、資金の配分をめぐるこの二つの問題について検討する。

非効率な銀行貸出の配分とその是正に向けた動き

まず、マクロ経済的な観点から、生産性の高い分野に銀行貸出が行われていたかどうかをみるために、企業の資金調達において主流であった銀行貸出と全要素生産性の関係を検証しよう。ここでは、銀行貸出と全要素生産性の伸びを産業別に示した第3-2-11図でみるこ

第3-2-11図 全要素生産性（TFP）と貸出の関係



注 (35) 貸出しに関する個別の判断は、リスクとリターンの関係に基づき、投資業務として合理的、効率的に行われるものであるが、本節では、マクロ経済への影響を事後的に分析したものである。

とにする。

これによって94年から97年までの銀行貸出残高についてみると、大部分の業種に対して貸出しが横ばいないし減少しているなか、特に全要素生産性が低下していた建設、不動産業に対する貸出しが堅調に推移したことが分かる。両業種は高い債務を抱え、また金融機関側からみた不良債権が多い業種でもある。それにもかかわらず貸出しが伸び続けていたのは、この時期において、いわゆる「追い貸し」が行われていた可能性を示すものである。このように、94年から97年にかけての時期においては、全要素生産性上昇率の低い産業に多くの貸出しが行われていたなど、非効率的な面が認められる。銀行貸出は、貸出しがほぼ横ばいとなるなかで、配分の内容においても非効率になっていたといえる。

もっとも、このような非効率性については、90年代末になって修正の動きが始まっている。98年以降になると、不動産業と建設業に対する貸出しが減少し、これとは対称的に、電気機械への貸出は、98年以降、シェアを高めている。貸出しは全体として全要素生産性の上昇に寄与するような方向に変化しているといえる。ただし、貸出しが減少している産業は、不良債権処理により貸出資産計上が減少した部分も反映しており、生産性の低い部門への貸出しが縮小したという点では効率化の第一歩と考えられる一方、一概に銀行貸出の効率性が高まったとはいえない面もあることには留意が必要である。

資金循環の構造変化

上にみたように、銀行貸出を通じた資金の配分が効率的に行われなかった面があった。しかし、非効率性は銀行貸出にとどまらない。銀行貸出を含む資金循環全体をみても、大きな構造変化がみられ、金融システムが経済の変化に十分対応できていないことが分かる。

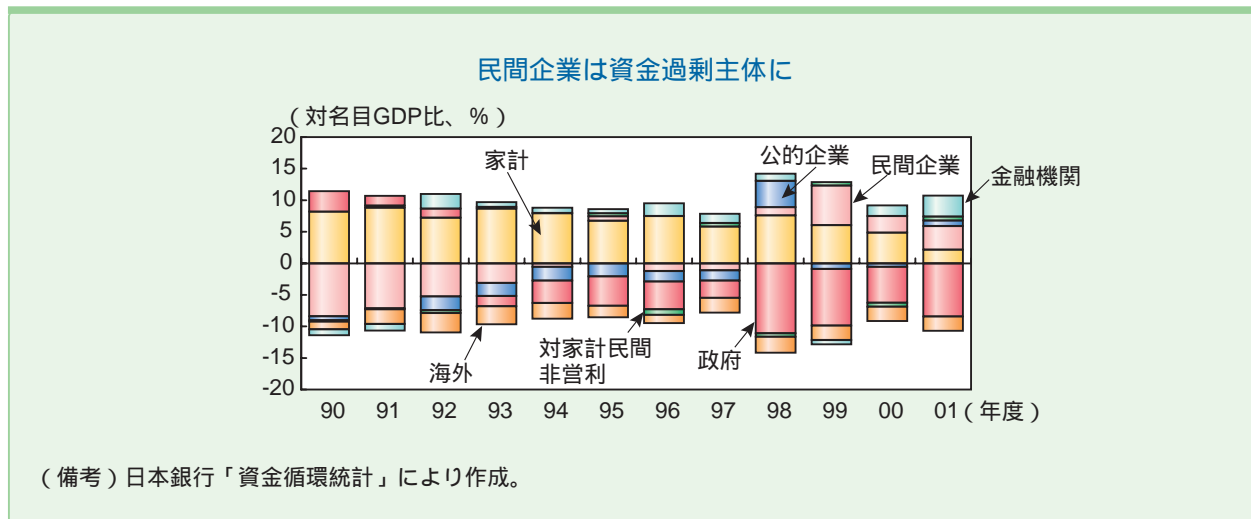
我が国の90年代前半までの資金循環を主体別にみると、家計が唯一の安定した資金余剰主体であって、その家計が供給する貯蓄を、資金不足主体である非金融法人及び一般政府が投資のために利用するとともに、海外部門の資金不足（国際収支でいう経常収支黒字にほぼ相当）にあてられるという構図であった（第3 - 2 - 12図）³⁶。金融機関も、家計の貯蓄を非金融法人の投資に結び付ける役割を果たすものとして、金融仲介機能を果たしてきた³⁷。

しかし、90年代後半以降になると、この構図が大きく崩れることになった。企業が資金余剰主体となったのである。この背景には、過剰設備と過剰債務を抱える企業が、設備投資や土地の保有を減少させるとともに、債務の返済にあてるといった行動があったと考えられる。それは、構造調整を進めなければならぬ企業部門にとって、やむを得ないことであった。しかし、このため、家計の貯蓄を利用して非金融法人が貯蓄超過部門になると同時に、金融機関はそれまで果たしてきた家計と企業との資金のやりとりを十分に仲介で

注 (36) 非金融法人企業は民間非金融法人企業と公的非法人金融企業（公団・事業団等特殊法人の一部、中央政府の企業特別会計、地方公社、地方公営企業）から成る。

(37) これを国民経済計算の概念に基づく貯蓄投資バランスで見ると、家計部門が貯蓄超過部門となっており、これが非金融法人部門、一般政府部門及び海外部門の投資超過をファイナンスしているという構図となる。

第3-2-12図 資金過不足の推移



きなくなった。金融機関は転機を迎えることになったのである。

以上のような変化を、以下、家計部門、企業部門、銀行部門のそれぞれについて少し詳しくみてみよう。

家計部門の金融資産保有

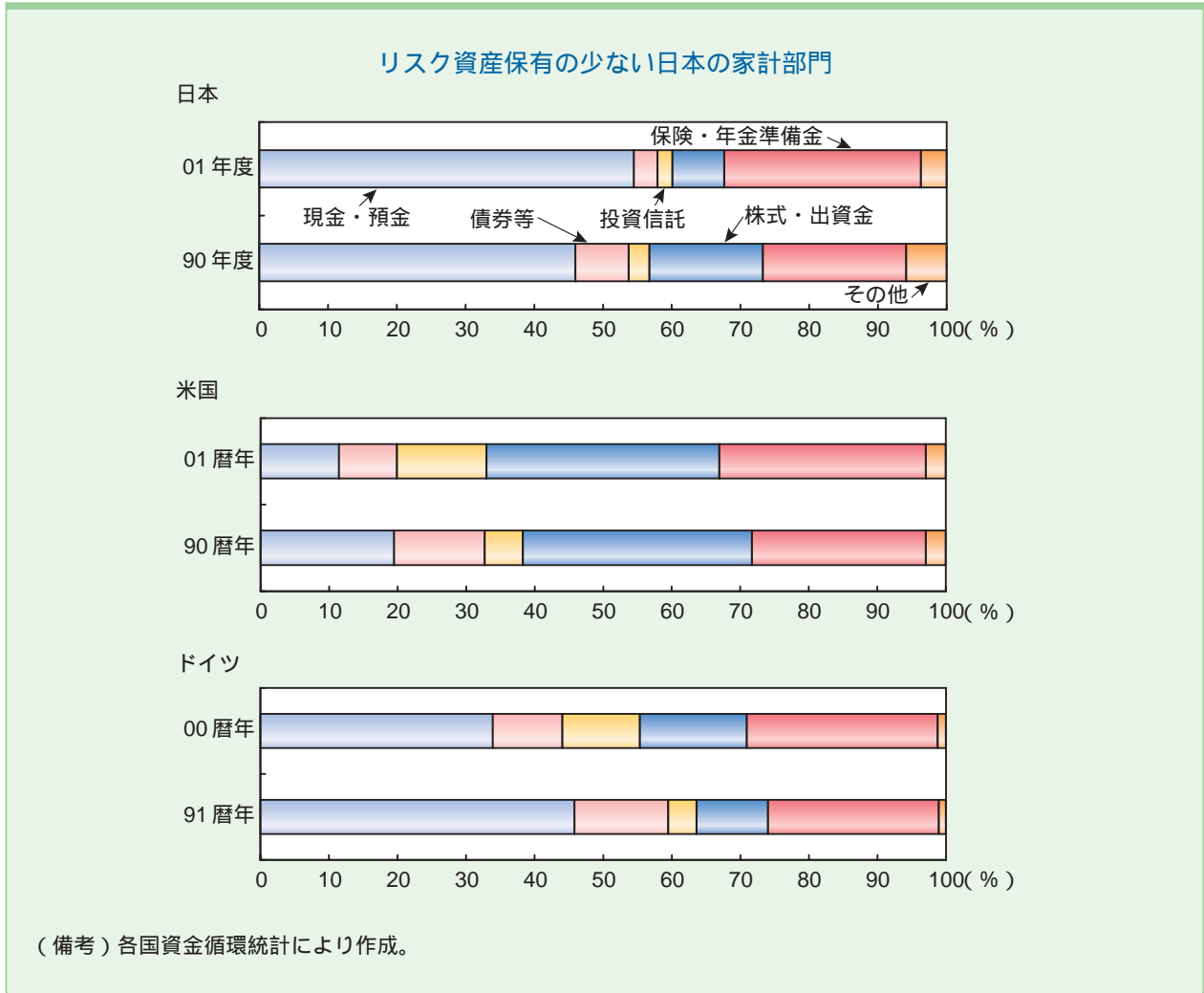
まず家計部門の金融資産保有状況をみると、安全資産に偏っており、リスク資産の比率は極めて低い。家計の保有する金融資産の総額は約1,400兆円となっている（2001年度末）が、その内訳をみると、現金・預金等の安全資産の構成比が上昇しており、2001年度末で54.4%を占めている（第3-2-13図）。これに対して、市場リスクにさらされる債券、株式や投資信託などリスク資産の構成比は13.2%にまで低下している。このリスク資産の構成比は、55.5%と金融資産の大宗を占めているアメリカや、ドイツと比較すると低い。かつては日本と同様に低かったドイツは、株式浸透策等の効果もあり、90年代後半に上昇し、37.1%となっている³⁸。

このように家計部門の資産構成が、リスク資産の割合が低いリスク回避的な状態となっている理由としては、

- (i) 株式投資単位が大きく、小額の投資がしにくかったことや、決済機能が伴うような利便性の高い投資商品がなかったことなど、株式投資の利便性に関わる問題、
- (ii) 高齢者に老人マル優のような預貯金優遇制度が存在すること、
- (iii) 投資情報の不足などを背景とする、リスク資産の商品性に対する理解不足、
- (iv) 一般的に低リスク資産を選好すると考えられる高齢者の割合が高まっていること、

注 (38) 数値は各国資金循環統計によるもので、アメリカは2001暦年末値、ドイツは2000暦年末値。ドイツは、堅調な株式相場や90年代初期以降の長期金利低下に加え、インサイダー取引規制の強化・証券取引監督庁の設立などの株式市場のインフラ整備、有価証券取引税の廃止、株式の最低額面金利の引下げや新しいタイプの投資信託の導入などの各種施策を背景に、90年代を通じて株式の所有割合が増えた。

第3-2-13図 家計保有金融資産の国際比較



のほか、特に最近の動向については、

- (v) 株価下落によって株価のリスクに対する認識が高まっていること、
 - (vi) 景気や社会保障制度の先行きについて不透明感が強まっており、予備的な貯蓄が増加していること、
- などの要因が挙げられる。

上記(iv)で挙げた、高齢者世帯の割合が高まっていることの影響についてみておこう。総務省「貯蓄動向調査」によれば、世帯主の年齢が60才以上である家計が所有している金融資産のシェアが上昇してきており、2000年には54%となっている。これは60歳以上の世帯が増加していることに加え、この世帯の保有金融資産が相対的に多いことによる。世帯主の世代別にみた世帯の貯蓄額をみると、30歳未満の432万円から50歳代の1,798万円まで次第に増加しているが、60歳以上はさらに多く2,641万円となっている。しかも、高齢世代の保有する金融資産の内訳をみると、預貯金等の安全資産が大宗を占めており、株式等のリスク資産は少ない³⁹。

このように、家計部門の金融資産保有状態が安全資産に偏った状態にあるということは、家計が資金の供給主体であるという観点からみれば、家計は、リスクマネーの供給を直接的には行っていないことを意味する。このような状況は、次にみるような大企業を中心とした資金調達面における直接金融の比重の高まりという変化と必ずしもマッチしていない。

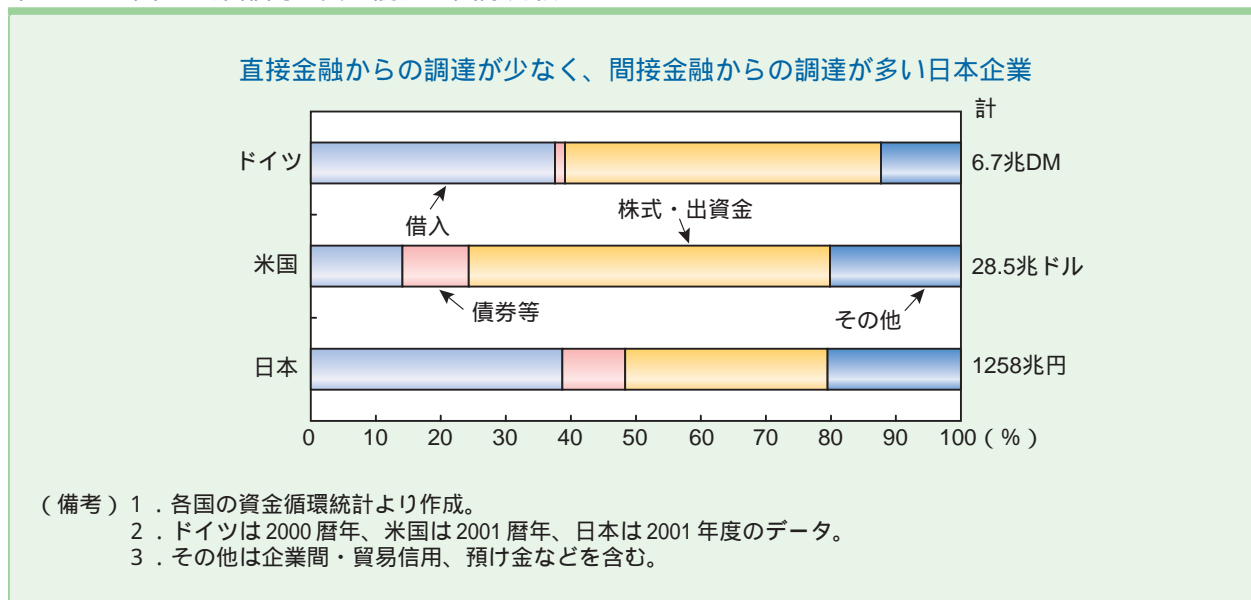
間接金融に依存した企業部門の資金調達

企業部門に目を転じると、その資金調達が間接金融に大きく依存していることが分かる。企業部門（非金融法人企業）の負債残高（資金調達）をみると、総額は、2001年度に1,258兆円となっている。その内訳をみると、借入の比率は38.7%と高いのに対して株式・出資金及び債券等の比率が40.8%と低く、間接金融への依存度が強い（第3-2-14図）。これを他の先進国と比べると、アメリカでは借入が14.1%であるのに対して株式・出資金及び債券等が65.8%、日本と似た産業・金融システムを持つといわれているドイツでもそれぞれ37.6%、50.2%であり、日本の直接金融の割合は低く、間接金融の割合は高い。

もっとも、借入は95年にピークに達した後、不良債権処理や企業や金融機関の不良債権問題のため減少傾向をたどり2001年度末には総負債の38.7%に相当する487兆円となっている⁴⁰。他方、株式及び出資金は、89年以降減少基調で推移してきており、2001年末には総負債の31.1%に相当する392兆円となっている。

また、企業規模別の資金調達状況をみると、大企業は直接金融の比重を高めつつあるが、

第3-2-14図 企業部門の資金調達の国際比較



注 (39) 典型的なライフサイクルを前提とした場合、一般に高齢者は流動性が高く低リスクの資産を選択する傾向があるものと考えられる。

(40) 民間金融機関からの借入れは93年度に頂点を迎えた以降減少しており、2001年度末には総負債の27.3%を占める344兆円。

中小企業は依然として間接金融依存を続けている。資金調達状況を規模別でみてみよう。財務省「法人企業統計」によると、大企業においては、90年代を通じて有利子負債は次第に減少している（付注3 - 4）。他方、大企業では社債による資金調達が負債の10%程度の割合を占めているが、中小企業では社債による資金調達がほとんど行われておらず、もっぱら借入に依存している。

このように大企業は、銀行を通じた間接金融から株式・社債等の発行を通じた直接金融の比重を高めつつある。その理由としては、(i) 自らの成長力、収益力を基に資金調達コストを低くできる、(ii) 資金調達手段を多様化することにより、リスクの分散が図れる、(iii) 株式等の発行については担保を差し出す必要がないので、実物資産が少なくても資金調達できる、といったことが挙げられる。

他方、中小企業が直接金融をほとんど利用していない理由としては、(i) 企業の業績の評価が困難であるため、直接金融市場での評価が難しい、(ii) 直接金融を利用するための情報開示コストが大きな負担となる、(iii) 間接金融で十分な資金調達ができていると考える企業が多い、(iv) 取引金融機関との良好な関係を維持したい、(v) 現状の経営権・経営体制を維持したいといったことが挙げられる。

低下する金融仲介機能

上にみたように、家計からの資金が預金として銀行に供給が続く一方、企業が資金余剰主体となっている。その背景には、企業の資金需要が景気の低迷や債務返済などにより減少したこと、金融機関については株安や不良債権処理などによりリスクテイク能力が低下したことなどから、金融仲介機能が低下したことが考えられる。

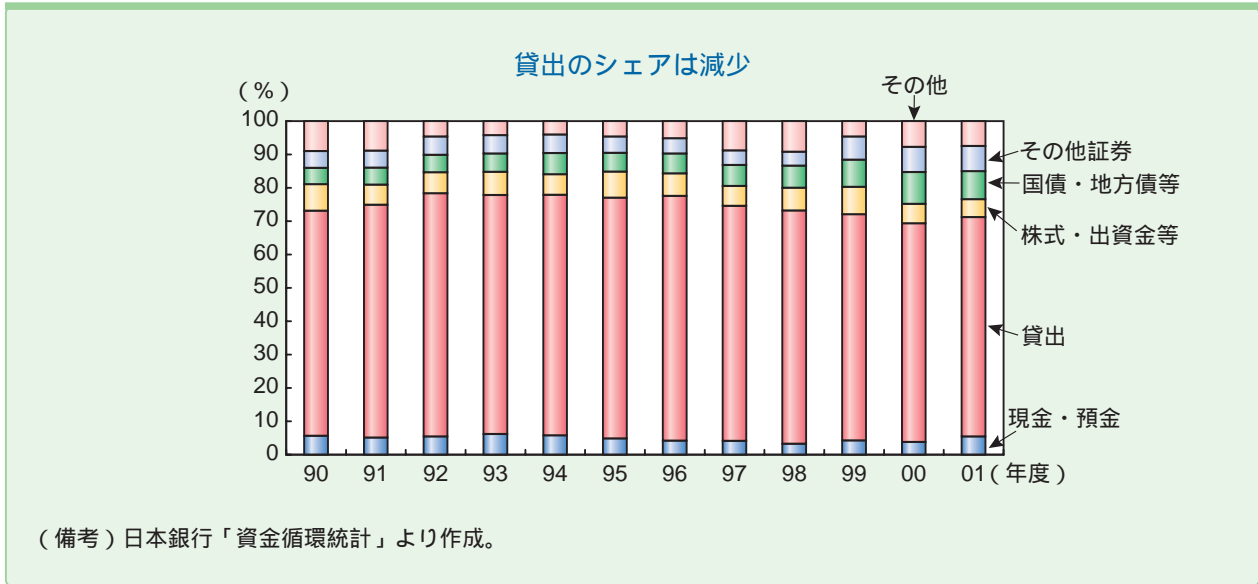
国内銀行のバランスシート構成の推移を資金循環統計によってみると、総負債は90年代初めに比べて、2001年度は減少している。その中で、預金等は増加を示し、負債に占める割合も上昇している。

他方、同期間中に資産総額も減少しているが、その内訳をみると、貸出しは、90年代初めにみられた高い伸びが次第に鈍化し減少に転じたため、その総資産に占める割合も90年代半ばまで上昇した後、低下している⁴¹（第3 - 2 - 15図）。株式・出資金の占める割合も90年代後半以降、低下している。これに対して、国債、政府短期証券、地方債などの占める割合が90年代半ば以降上昇している。

業種別の資産内訳をみるために、貸出資金吸収動向で業態別比較をすると、国内銀行の貸出残高はこのところ4~5%の減少で推移している。特に都市銀行は、80年代後半に貸出しを大幅に増加させた反動などのため、90年代以降は、他の業態に比べて貸出しの伸びが鈍化した後、減少に転じており、2002年3月には前年比4.5%減となっている。他方で、都銀は、90

注 (41) 貸出残高の対GDP比を見ると、90年度末の117.3%から2001年度末の97.9%にまで低下した。

第3-2-15図 国内銀行の金融資産構成



年代後半に金融機関の債券保有割合が全体として上昇するなか、急速に債券保有割合を上昇させている。

このように銀行は、家計と企業間の金融仲介が縮小しているなかで、家計の貯蓄を公債の購入という形で一般政府に仲介する役割を拡大しつつあるのが現状である。

金融システムの改革

銀行を介して家計の貯蓄を企業の投資に結び付けるという間接金融方式は、高成長と安定の下にある経済では有効に機能してきた。しかし、バブルが崩壊し、企業や金融機関のバランスシート調整が進むなかで、企業の資金需要が減少する一方、銀行の金融仲介が低下してしまった。低成長の時代になり、様々なりスクにさらされる経済にあっては、間接金融だけに依存するのでは資金配分が硬直化し、効率性が低下するという問題を抱え、今後の経済成長を制約する可能性がある。このため、不確実性の高まりに対応し得る、間接金融と直接金融のバランスのとれた金融システムへの移行は喫緊の課題となっている。それに向けて取り組むにあたっての課題としては、以下のような点が挙げられる。

銀行の金融仲介機能の回復

銀行の金融仲介機能を回復するためには、不良債権処理を進めることが重要である⁴²。しかし、不良債権処理のための原資としての業務純益が低水準であると、不良債権処理によって自己資本の減少がもたらされることになる。したがって、不良債権処理のためにも、銀行が貸出先のリスクに見合った利ざやをとれるようにするなど、収益性を高めるための努力を

注 (42) 不良債権問題の基本的考え方については、平成13年度年次経済財政報告及び本報告第1章第2節において詳述している。

する必要がある。銀行が収益性を上げるためには、利ざやの拡大に加えて、経営の合理化によるコスト削減、投資銀行業務など高付加価値ビジネスの拡大などが考えられる。

当面は、銀行の審査能力を高めるとともに、個々の債権のリスクに見合った金利設定を行い、全体としては利ざやを引き上げる方向で収益の改善を図ることが必要であろう。しかし、一方、利ざやの改善は、借り手としての債務者の負担増となって現れる。このことの影響は無視できず、特に中小企業では大きく、貸出条件の厳格化に対する「貸し渋り」批判が起こり易い。こうした批判の背景には、企業の実情に応じた貸出条件についての客観的基準が少ないことがあると考えられることから、貸出対象企業のデータベース化やその統計処理を行い、利ざやを引き上げる際の説明材料として活用することなどが重要である。また、預金者に対しても銀行の経営合理化の状況や、収益確保に向けた取組みの説明を行うことが必要であろう。

このような銀行自身の収益性を確保するための取組みに加え、間接金融の効率性の向上に向けて、公的金融機関のあり方を早急に見直すことや、異業種からの参入促進など、金融仲介機能の多様化、専門化、分化への取組みも重要である。

直接金融の機能向上

これまで直接金融は間接金融に比べると発達が遅れた。しかし、バランスの取れた金融システムの発展のためには、直接金融の機能向上を図ることが必要である。そのためには、リスクとリターンに基づいた市場を媒介とする資金フローのチャネルの拡充と整備を行い、不確実性の高い経済環境下において、資金フローの効率性を高めることが重要である。このうち、証券市場は、97年に始まったいわゆる日本版金融ビッグバンの流れのなかで整備・拡充が進んでいるが、投資家層の厚みが薄いといった課題の解決に向けて、ディスクロージャーの一層の向上による透明性の確保や市場監視機能の充実などが必要である。

一方、資金調達側の直接金融市場へのアクセスに関しては幾つかの課題が残されている。特に問題なのは、資金調達者としての中小企業やベンチャー企業の直接金融市場へのアクセスをどう改善するかという課題である。一部の優良中小企業に関しては、IPO（株式新規公開）市場の活発化や、VC（ベンチャー・キャピタル）を利用したファイナンス支援などの動きもみられる（コラム3 - 5参照）。一方、中小企業にも、直接金融への潜在的なニーズがあるものと考えられるが、ディスクロージャーの負担や制度的要件など、実質的な負担の増加のために、実際の利用は限られており、少人数の私募債発行の円滑化や、流動化・証券化の進展が期待される⁴³。

注 (43) このような方策については、売掛債権などの資産を裏づけにコマーシャルペーパーを発行するABCPや、複数の銀行貸出債権をまとめ、その債権を裏づけに証券を発行するCLO（Collateralized Loan Obligation）といった手法に取り組む動きがみられる。

株式新規公開（IPO）市場をめぐる最近の動き

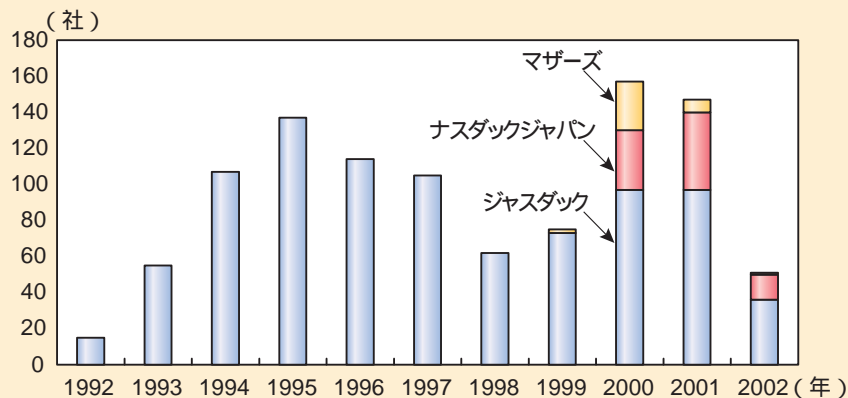
1963年に創設された株式の店頭登録制度は、過去、中小企業を主要な対象とした日本で唯一のIPO市場であり、取引所市場の補完的役割として位置付けられ、ある程度の成熟期にさしかかった企業が安定成長を続けるための資金調達の間としての役割を期待されてきた。しかし、大企業との比較において中小企業が有するとされる高い雇用創出力、ハイリスクの研究活動による新技術や、新ビジネスモデルへの取組み、地域経済振興の担い手など、中小企業に期待される役割も拡大しつつある。こうした状況の下で、中小企業を対象とするIPO市場にも、急速な成長を遂げようとする未成熟企業が資金調達を行う場としての機能が求められるようになってきた。このため、97年に始まったいわゆる日本版金融ビッグバンの流れの中で、98年12月に証券取引法が改正され、店頭登録制度は、取引所市場と並立するものと定義され、「ジャスダック市場」として機能強化が進められるとともに、「東証マザーズ」、「ナスダックジャパン」といった新IPO市場が創設された。

ジャスダック市場も含めたこれら新IPO市場は、(i) 成長の初期段階（アーリーステージ）にある企業群に株式公開機会を与える、(ii) 多様な業種・企業への投資機会を与える、(iii) 企業内容の開示を強化し、多様な投資家を取り込む、などの特徴を有し、また、店頭登録制度に比べ、流動性確保のためのマーケットメイク制度を強化し、形式公開基準の緩和を進める一方で、ディスクロージャー基準の強化を義務付けるなどの工夫を行っている。

新規公開企業の業種についてみると、サービス業を中心に新業態の企業が多数公開し、また、公開所要年数の分布についてみると、2002年には95年の約半分に短縮するなど、これまで進められてきたIPO市場の整備は、外形的には中小企業のIPOを活性化させてきている。株式新規公開企業数は、2000年には157社、2001年には148社と過去最高水準での推移が続き、ナスダックジャパン、マザーズの創設が新規公開企業の増加にも大きく寄与してきたと考えられる。

ただし、公開環境の悪化などから2002年の新規株式公開企業数は落ち込む見込みである。また、ナスダックジャパンが日本から撤退を表明するなど、IPO市場の整備は、一定の成果をみた後、更なる発展に向けての重要な時期にあるといえるだろう。

新規公開企業数の推移（IPO3市場）



(備考) 1. ディスクロージャー実務研究会「株式上場白書」、ジャスダック「JASDAQ市場統計年報」等から作成
2. 2002年は1-6月累計。
3. ナスダックジャパン、マザーズは移籍上場を含まず。

リスクマネーの供給

直接金融の拡大に併せて、リスクマネーの供給を確保することが重要である。現在、安全

資産に偏った資産構成となっている家計がリスクマネーの供給を増加するためには、リスクに対するリターンが引き上げられるか、リスク分散の手段がこれまでより供給されるようになることである。また、投資に要する専門的知識の高まりを背景とする資金運用の機関化現象の進展を考慮して、資金供給者 市場といった直接的な経路だけではなく、資金供給者 機関投資家 市場といった間接的な経路の拡充が期待される。

そのためには、預貯金優遇制度や金融税制を見直すほか、新しい金融商品や多様な販売チャネルの開発・提供、確定拠出型年金の普及や投資アドバイス業務の育成が重要である。

以上のような取組みを通じて間接金融と直接金融のバランスのとれた発展が進み、経済成長にとって必要な資金供給が効率的に行われることが必要である。