

チャー制度は、事業資金支援を得やすいなどのメリットがある。もっとも、アンケート調査で導入状況をみると、導入企業はわずか1割程度となっている。また、導入していない理由は、「必要性が高くない」が5割以上を占めている（第2-3-17図）。

企業内ベンチャー制度導入企業の特徴をみると、株主構成において機関投資家持株比率が高く、安定保有比率が低い²⁷（第2-3-18図）。これは、外国人機関投資家など、企業収益の向上に向けて積極的に経営改革を求める株主の存在が、企業内ベンチャー制度の導入に影響していることを示唆している。

第4節 日本型企业システムの変化とリスクテイク

前節では、リスクテイクの色彩が強い様々な企業活動について、それを規定する要因について調べてきた。その中で、「機関投資家の持株比率が高い企業、借入比率が低い企業は、研究開発費が大きい」「機関投資家の持株比率が高い企業、安定保有比率が低い企業は、企業内ベンチャー制度を導入している」といった、コーポレートガバナンスの特徴に関わる要因の重要性が浮かび上がった。本節ではより一般的な形で、リスクテイクとコーポレートガバナンスの関係を調べることにする。

●メインバンクシステムが機能していた時代にはリスクテイクの必要性は今日ほど大きくなかった

日本型企业システムにおいては、企業への資金供給者兼外部統治者として長期的関係を重視する安定株主（株式持合い企業、メインバンク、従業員持株会）が存在し、こうした安定株主は経営に対して積極的に介入してこなかったといわれている²⁸。このため企業は内部者（経営者）によって統治²⁹される形となり、これが長期雇用と補完的に機能し、長期的な視座にたった安定経営を支えてきたと考えられる。

一方、安定株主のなかでもメインバンクは企業に融資をする債権者でもあり³⁰、企業経営の規律付けの面でも重要な役割を担った。企業が通常の財務状態にあるときは経営に関与しないが、企業経営が悪化（デフォルトリスクの高まりなど）すると、監視を強めた（派遣役員の増員など）。そして企業の経営危機が深刻な場合には、企業の経営会議を事実上主導するなど、

注 (27) 社内ベンチャー制度導入企業を業種別にみると、サービス業や情報通信業が多く、IT分野などでより広く導入されている可能性がある。
 (28) 小口株主が分散して存在する場合、株主が企業の経営を規律付けるのは容易ではない。個々の株主は規律付けの十分なインセンティブを持たない可能性があり、仮に持っていたとしても企業経営に関する詳細情報を随時入手することは難しい（河村・広田（2002））。そこで、機関投資家による規律付けが重要となる（第5節参照）。
 (29) 経営者（多くの場合内部従業員が昇進）が外部の投資家からの圧力を受けずに意思決定できた。このため現場の実情に即した経営判断が可能であり、これが現場での労働の効率性を高めていた可能性がある（小佐野（1996））。
 (30) アメリカでは、企業買収に対する脅威、経営者をモニターするインセンティブを持つ大株主の存在による企業の規律付けがなされてきたと考えられる。従来の日本では、これに代わってメインバンクによる債務を通じた規律付けがなされてきたと考えられる。なお、日本企業の大株主は、銀行や生命保険会社、従業員持株会などを中心に構成されていた（宮島・新田・齋藤・尾身（2004））。

過剰人員の整理を含むリストラを推進した³¹。

こうしたなかで企業のリスクテイクについてみると、高度成長期から80年代までの時期は、マクロ経済環境が良好であり、導入技術を中心とした成長であったため、企業にとって①多額の研究開発支出、リスクのある新規事業への進出、②大胆な事業リストラといった形でのリスクテイクの必要性は今日ほどは大きくなかった可能性がある。また、この時期には仮にリスクテイクの必要性が生じたとしても、安定株主、メインバンクシステム、長期雇用というシステムの組み合わせが補完的に機能していたため、企業が意思決定すればリスクテイクできる仕組みが整っていた可能性もある。

一方、ガバナンス面についてみると、株主からの経営改善圧力を強く受けにくい形での株式の持合いは、経営者によるモラルハザードを引き起こす可能性があるが、間接金融中心の資金調達の中で、債権者であるメインバンクによるモニタリングによって規律付けがなされていたと考えられる³²。こうしたバランスの下で、日本型企业システムは円滑に機能していた。

●大企業を中心に直接金融への移行、株式持合い比率の低下が進んだ

しかしながら、日本型企业システムは80年代後半以降大きな変貌を遂げた。まず、大企業を中心に、企業の資金調達における直接金融への移行が進んだ。これは、企業の総資産に占める借入の割合が、大中堅企業ではすう勢的に低下していることから確認できる（第2-4-1図）。

さらに、90年代後半からは、上場企業における株式持合い比率の低下が顕著となり、金融機関が保有する株式などを含めた「安定保有株式」の割合も大きく低下した（第2-4-2図）。株式所有構造をみると、外国人や信託銀行の割合が上昇している一方、都銀・地銀、生・損保、事業法人の割合が低下傾向にある。これには2002年の銀行等株式保有制限³³の効果が大きく、これを受けて銀行・企業間の株式持合いは大きく低下している。2005年以降、一部に買収防衛策のために持合いを復活する動きがみられたが、時価会計制度の下では、かつてのような大量の持合いは困難であると考えられる。

こうした直接金融の拡大や株式保有構造の変化を反映して、97年以降、取締役会や報酬システムなどの企業内部の仕組みの改革が試みられ、ガバナンス構造も90年代後半以降、株主重視に変わってきている。

一方、この間、企業金融や所有構造の変化とは対照的に、既存の大企業の間では、正規雇業者の長期雇用に大きな変化はみられない³⁴。このことは、年齢別の勤続年数がこの20年間ほ

注 (31) 青木・パトリック・シェアード (1996)、シェアード (1996)。

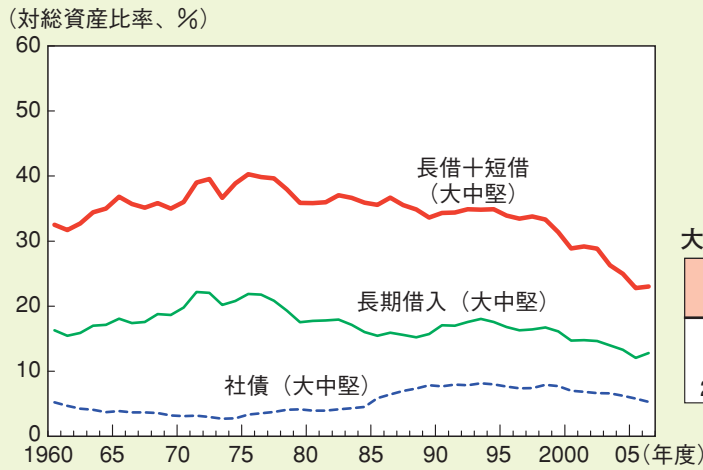
(32) 青木 (1996)、宮島 (2007b)。

(33) 2004年9月までを目標とし、保有比率を自己資本比率の100%水準まで低下させること。

(34) この背景としては、定年を60歳以上とすること（段階的に65歳まで定年を延長）が義務付けられてきたことが挙げられる。

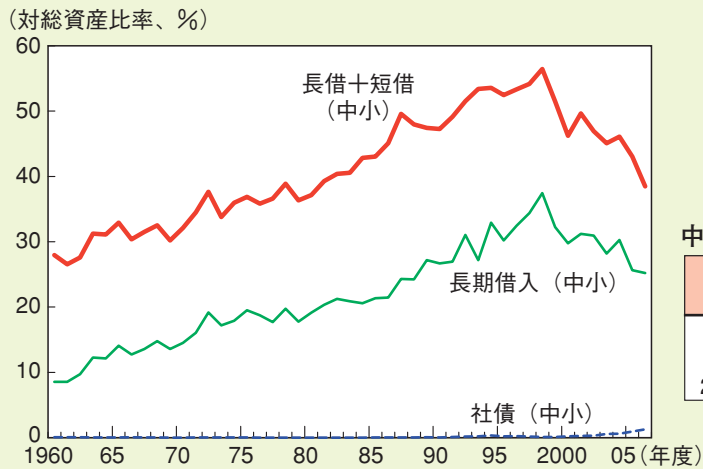
第2-4-1図 借入と社債の動向

大企業を中心に直接金融への移行



大中堅

	長期+短期借入金		社債
	長期借入金	短期借入金	
80年代	35.8	16.4	5.5
90年代	33.9	17.0	7.8
2000年代	26.3	13.7	6.3



中小

	長期+短期借入金		社債
	長期借入金	短期借入金	
80年代	43.3	22.1	0.0
90年代	52.3	31.2	0.2
2000年代	45.1	28.7	0.6

(備考) 1. 財務省「法人企業統計年報」により作成。
2. 中小企業は資本金1千万円～1億円未満とし、大中堅企業は資本金1億円以上の企業としている。

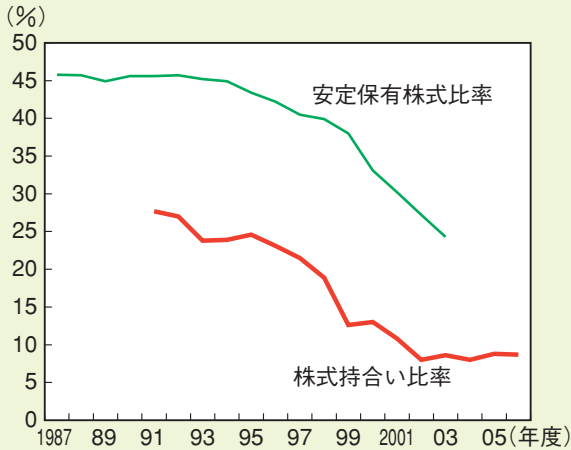
とんど変化していないことから確認できる³⁵ (第2-4-3図)。ただし、勤続年数を年齢別にみると、高年齢層においては長期化する一方で、40歳代以下の年齢層においては若干ながら短期化する傾向もうかがわれる。

注 (35) 「平成18年版国民生活白書」によると、中途入職者・離職率についてみると、近年大きな変化はみられない。転職率についてもパート・アルバイトを含めてみると上昇しているが、これには正社員の転職率の変化はほとんど寄与しておらず、パート・アルバイトにおける転職率の上昇と、雇用者に占めるパート・アルバイト比率の上昇により説明される。

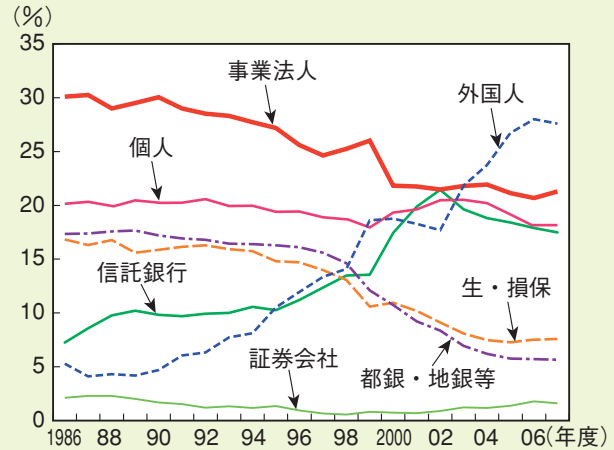
第2-4-2図 安定株主比率と株式所有構造の変化

株式持合い比率の低下が進んだ

(1) 安定保有株式比率及び株式持合い比率



(2) 株式所有構造の推移

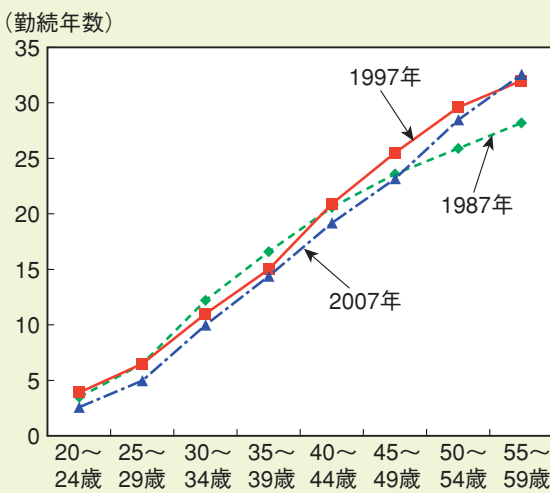


- (備考) 1. (株)ニッセイ基礎研究所(2004)「株式持ち合い状況調査2003年度版」、東京証券取引所「株式分布状況調査」、伊藤(2008)により作成。
 2. 安定保有株式比率及び株式持合い比率は、上場株式の総量(時価総額)に占める割合(金額ベース)。
 3. 持ち合い株式とは、2社間で相互に株式を保有していることがデータから確認できたとき、これら2社が保有する相手側株式のおのおのすべてを持ち合い株式とする。また、持株会社とその傘下の企業を含む3社による持ち合いの場合も持ち合い株式に含める。安定保有株式とは、持ち合い株式、金融機関が保有する株式、事業会社が保有する金融機関株式、及び親会社などに関係会社として保有されている株式を合計したものの。
 4. (2)において、「都銀・地銀等」には「その他金融機関」を含む。この他に「政府・地方公共団体」がある。

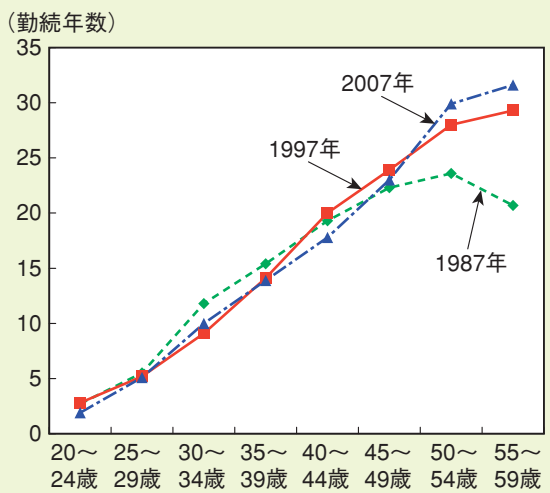
第2-4-3図 年代別の勤続年数

正規雇用比率が高い業種において、勤続年数に大きな変化はみられず

(1) 製造業



(2) 建設業



- (備考) 1. 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」により作成。
 2. 企業規模1,000人以上、男女、学歴計の数値。
 3. 正規雇用比率の2002~2007年平均をみると、製造業(78.9%)、建設業(82.8%)は全体(68.3%)より高くなっている。

●日本型企业システムの同質性が薄れ多様化しつつある

前述の通り直接金融の拡大、株式持合い比率の低下、株主重視のガバナンスなどの変化が進む一方で、雇用面では成果主義の導入など報酬システムに一部変化がみられるものの長期雇用に大きな変化はみられない。この結果、企業システムにおける企業金融と雇用システムの組合せは大きく変化しつつある。こうしたなかで、かつての日本型企业システム（安定株主、メインバンクシステム、長期雇用）における補完性を維持することによって得られるメリットが低下した可能性が高く、企業のガバナンス構造の同質性も薄れて多様化している。

日本では80年代以降、高収益を可能とする組織能力を持っていた企業を中心に、直接金融への移行が進み、こうした企業が外国人投資家の投資対象となった。その後、90年代からは、内部ガバナンスや雇用制度の改革を積極化する動きが一部の企業でみられ、また、IT産業を中心に新規企業が生まれた。この結果、現在は多様な企業金融と雇用制度の組合せ、すなわち①直接金融で長期雇用、②間接金融で短期雇用、③間接金融と長期雇用などが併存する形となっている³⁶。

日本経済が成熟するにつれ、高度成長期のような成長機会は存在しないマクロ経済環境のなかで、企業はリスクテイクをしながら成長分野をいち早く見つけて投資していく必要が生じている。しかしながら、こうした経済構造の一部（金融）の変化に柔軟に対応しきれているのは、上記のうち、一部の輸出企業を中心とする収益力の高い①の大企業に限られており、③や、②の一部、すなわち、中小企業や、大企業の中でも国内市場向けの企業の外部ガバナンスの変化（資金調達の変化、株式所有構造の変化）は遅れている可能性がある³⁷。

こうした状況の下で、変革の遅れた企業では、新規事業への進出や大胆な事業リストラの遅れが生じ、リスクテイクが十分に行われず、成長機会を逃している可能性がある。

●安定株主、メインバンク依存、長期雇用といった企業特性は現在ではそれぞれリスクテイクを抑制

上記でみたような企業システムの変化は、企業のリスクテイクにどのような影響を与えているのだろうか。第1節でリスクテイクの包括的な指標として、過去10年間のROAの「ばらつき」を取り上げた。ここでも、この指標によってリスクテイクを捉え、企業特性との関係を調べてみよう。

長期雇用、メインバンク依存といったいわゆる伝統的な「日本型」の企業特性は、企業のリスクテイクに対してプラスとマイナスの両面を持っていると考えられる。まず、雇用面から考えると、終身、年功的な雇用は、有期、成果主義的な雇用に比べて、企業が長期にわたって適

注 (36) Jackson and Miyajima (2007)。宮島 (2008) は、日本ではいわゆる米国型（市場志向的な金融・所有構造と内部組織）は明確なグループとしては認識されず、ハイブリッド型（市場志向的な金融・所有構造と長期関係を重視する関係志向的な内部組織。輸出型大企業など）、新興企業（関係志向的な金融と市場志向的な雇用システム。IT関連産業、小売業など）及び伝統的日本型（関係志向的な金融・所有構造と内部組織。建設、食品、繊維、化学機械など）が併存していると指摘している。

(37) Miyajima (2007)。

第2-4-4表 企業特性とリスクテイク

平均勤続年数、安定保有比率、メインバンク借入依存度はリスクテイクと負の関係

説明変数	被説明変数	
	リスクテイク度	
	関係（－は負）	有意度
平均勤続年数	－	***
安定保有比率	－	*
メインバンク借入依存度	－	**
総資産（対数）	－	***

- （備考） 1. 日経NEEDS、日経NEEDS-Cges、日本政策投資銀行・（財）日本経済研究所「企業財務データバンク」により作成。
 2. リスクテイク度は1997～2006年度のROAの標準偏差により算出した。
 3. 関係は係数の符号。
 4. ***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意であることを示す。
 5. 推計に当たっては不均一分散を考慮している。
 6. 説明変数として業種ダミーを加えている。

当な賃金を支払うことにコミットしているとみられることから、従業員が安心してリスクをとれるというプラス面を伴う可能性がある。その一方で、年功賃金や退職金には賃金の後払い的な性格があり、従業員は企業が倒産しないことを第一に考えること、また、成果主義的な賃金体系に比べてリスクテイクによって得られる成果が自らの賃金に反映されにくいことから、従業員がリスクをとるインセンティブに欠けるというマイナス面があると考えられる。

また、金融面でも、メインバンクや安定株主中心の資金調達・株主構成は、市場志向的な金融・所有構造に比べて、株主が発言権を積極的に行使して経営者や取締役会を入れ替えようとすることが少なく、経営者が思い切ってリスクをとれるというプラス面を持つ可能性がある。その一方で、マイナス面としては、一般的にステークホルダーとしてのメインバンクは元本と利子を確実に回収しようとするリスク回避的な主体であること、また、資本市場を通じての投資家による規律付けが弱いことから、経営者に対してリスクテイクを求める資本市場からの圧力がかかりにくいというマイナス面があると考えられる。

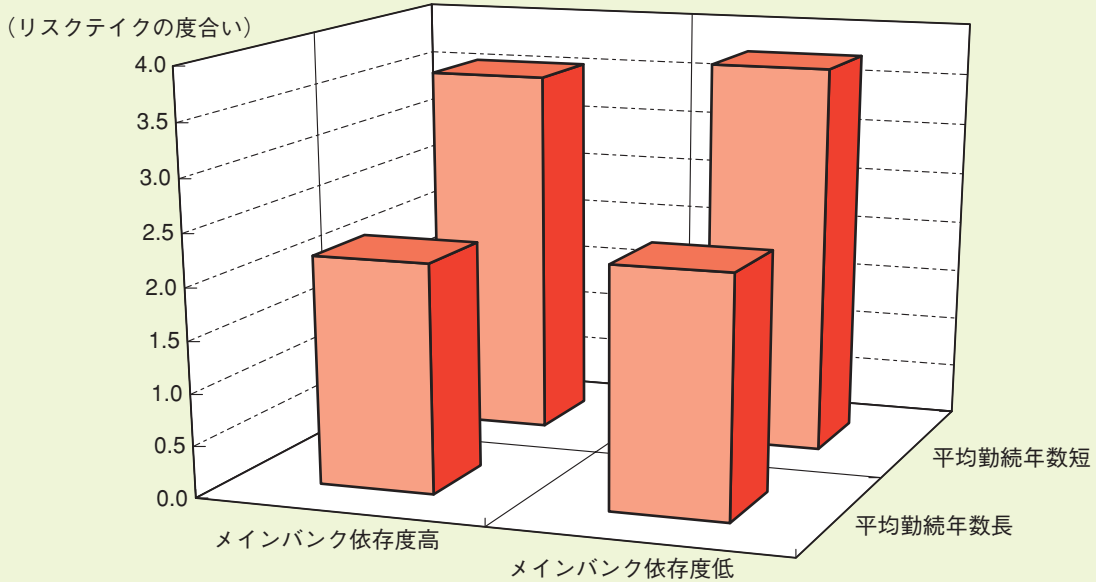
そこで、雇用面の企業特性を示す指標として平均勤続年数、資金調達・株主構成面の企業特性を示す指標としてメインバンク借入依存度及び株式の安定保有比率を用い、それぞれの指標とリスクテイクとの関係をみた（第2-4-4表）。分析の結果、平均勤続年数、安定保有比率、メインバンク借入依存度は、いずれもリスクテイクの度合いと負の関係を持つことが示された。この結果から、伝統的な「日本型」の各企業特性がリスクテイクに与える影響は、プラスよりマイナスの側面の方が大きいことが示唆される。

● 「伝統的日本型」企業は「市場型」企業に比べてリスクテイクの度合いが低い

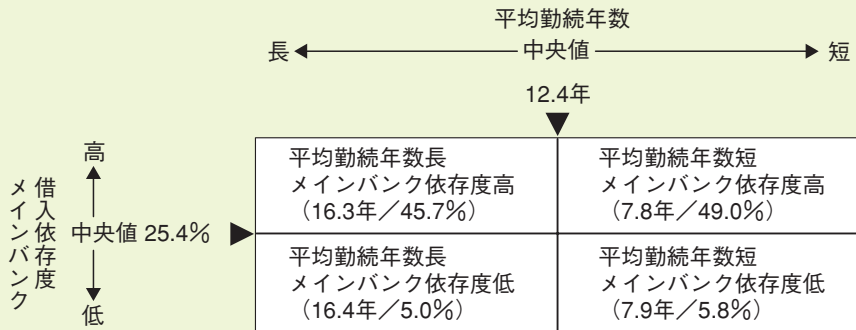
資金調達面や雇用面での企業特性はそれぞれが独立してリスクテイクに影響を与えているわけではなく、一連のシステムとして相互補完的に機能している可能性が考えられる。こうした

第2-4-5図 企業特性の組合せとリスクテイクの度合い (ROAのばらつき)

「伝統的日本型」企業は「市場型」企業に比べ、リスクテイクの度合いが低い



- (備考) 1. 日経NEEDS、日本政策投資銀行・(財)日本経済研究所「企業財務データバンク」により作成。
 2. リスクテイクの度合いは1997～2006年度のROAの標準偏差により算出。
 3. 平均勤続年数(正規雇用者)が中央値以上の企業を平均勤続年数長、中央値未満の企業を平均勤続年数短とした。メインバンク依存度(メインバンクからの借入金/借入金総額)についても同様に、メインバンク借入依存度の中央値によって企業を分類した。
 4. 平均勤続年数、メインバンク借入依存度の中央値及び分類した企業グループのそれぞれの平均値は以下のとおり。()内の左の数値が平均勤続年数、右の数値がメインバンク借入依存度。



補完性がある場合、メインバンク依存と長期雇用という伝統的な「日本型」の企業特性の組合せが、それ以外の企業特性の組合せ以上に、リスクテイクに対してプラスの影響を持つ可能性もあり得よう。

そこで、企業特性の組合せとリスクテイクの関係を見るため、平均勤続年数の長短及びメインバンク借入依存度の高低で企業を4グループに分け、各グループ間でリスクテイクの度合いにどのような違いがあるかを分析した。

その結果、相対的に平均勤続年数が長く、メインバンク借入依存度が高い企業(これを「伝統的日本型」企業と呼ぼう)は、平均勤続年数が短く、メインバンク借入依存度が低い企業(「市場型」企業と呼ぼう)と比べてリスクテイクの度合いが小さいことが分かった(第2-4-5図、付表2-6)。このことは、リスクテイクに関していえば、メインバンク依存と長

期雇用という伝統的な「日本型」の企業特性を組み合わせても、企業特性が個別に持つリスクテイクとの負の関係を打ち消すほどの正の補完性は表れておらず、結果として伝統的な「日本型」の企業特性の組合せを持つ企業は相対的にリスクを取らない傾向が強いことを示唆する。

以上のとおり、伝統的な「日本型」の企業特性は企業のリスクテイクを抑制している可能性が示された。また、先にみたように、リスクを積極的にとる「ハイリスク企業」は平均的にみるとROAが高くなっている。今後、日本企業が収益力を高めていくためには、個々の企業の実情に応じ、雇用面や資金調達・株主構成面において、リスクテイクを促進するような企業特性への移行が課題となっていると考えられる。

第5節 リスクマネーの供給と家計・金融機関のリスク対応力

以上では、日本企業のリスクテイク行動が国際的にみて十分でなく、これが経済成長の足かせとなっている可能性を指摘した。また、確実な債務返済に重点をおく銀行からの借入が多い企業では研究開発費が少ないなど、資金調達方法が企業のリスクテイク行動にも影響を与えていることを示した。本節では、まず、企業が積極的な事業活動を行うために必要な資金を、1,500兆円の金融資産を持つ家計や、企業と家計の仲介を担う金融機関から現在どのような形で調達しているかについて整理し、次に企業が円滑な資金調達を行うために各資金供給主体に関しどのような条件を整えることが必要か、家計、金融機関の順に分析する。

1 企業活動へのリスクマネー供給のルート

企業が必要とするリスクマネーは、どこから、どのようなルートで供給されているのだろうか。以下では、日本におけるこうした資金の流れについて、欧米諸国と比べた特徴の抽出を試みる。手順としては、日米英独仏の5か国について企業の資金調達、家計の資産運用の内容をそれぞれ調べた後、日米英の3か国に絞ってマネーフロー全体の特徴を比較する。

●企業の資金調達は日、米、英とも株式・出資金が中心

最初に、企業の資金調達の状況を調べよう。2007年末における日本と欧米主要国の民間非金融法人企業の負債構成をみると、いずれの国も株式・出資金が半分程度を占める（フランスはやや多く6割）。一方、借入はドイツ、英国では約3割、アメリカ、フランスでは約2割であり、日本ではその中間の25%程度を占めている。

このように、企業の負債構成に関しては、日本は際立って借入依存が高いというわけではなく、株式・出資金中心という点でおおむね欧米諸国と同じような内容となっている（第2-5-1図）。