ＩＳＦＪ２００９　政策フォーラム発表論文

中小企業再生プログラム[1]

銀行融資にとらわれない資金調達

慶應義塾大学　吉野直行研究会　金融分科会

浅田　哲朗・張　荻・日根　江太郎

２００９年１２月

[1]本稿は、２００９年１２月１２日、１３日に開催される、ＩＳＦＪ日本政策学生会議「政策フォーラム２００９」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、吉野　直行教授（慶應義塾大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

今回の論文で私たちが一番に主張したいことは「中小企業金融を正常化させることにより日本経済を発展させる」ことである。中小企業と銀行があるべき関係になれるために政府はどういった政策を実行するべきなのか、この点について日本経済が今まで歩んできた道のりを分析・研究し考えていくものである。

まず、戦後銀行が歩んできた軌跡を考えていきたい。日本は第二次大戦後多くの資本を失い、企業が再び生産活動をするためには資本が圧倒的に不足する事態となっていた。一方で、家計は証券市場（直接金融市場）が未整備だったこともあり余剰資金を運用できないでいた。こうした資金の偏在を調和する役割をしていたのが銀行である。大蔵省主導の「護送船団方式」の金融行政により銀行間の競争が抑制されており銀行システムの安定性が企業・家計の両方から信頼されていたため、家計は預金に、企業は銀行融資に依存するようになっていったのである。もちろん、株式市場そのものが未発達だったことで企業・家計ともに銀行に依存せざるを得ない状況だったともいえるが、銀行の背後に政府が存在していた点は大きいだろう。高度成長期からバブル経済期まで、銀行は本業である間接金融でうまく稼いでいたのである。

こうして銀行の支配力は「メインバンク制」等の構築により肥大化していくが、バブル経済の破綻とともに消滅、銀行は企業融資で稼げないようになっていく。その理由としてあげられるのが、①企業の過剰な設備投資、②直接金融の発達、③金融システムの不安定化である。①についてだが、バブル経済期に過剰になされた設備投資の影響で、企業は銀行に借入金を徐々に返済、資金余剰主体になっていった。また内部資金による調達ができるようになり、資金を借り入れる必要がなくなったのである。つまり融資そのものが不要になってしまったということである。次に②だが、これは大企業を中心に直接金融の利用が一般的になったことである。銀行融資しか資金調達手段がなかった高度成長期とは異なり、企業が積極的にエクイティ・ファイナンスを利用するようになったことから企業の借入依存度が低下、銀行離れが進んだのである。最後に③だが、これは１９９７年ごろの金融危機が原因である。「絶対につぶれない」と長らく思われてきた大手銀行が、相次いで破綻・国有化されていく過程のなかで、銀行システムの安定性が完全に崩壊してしまったのである。

これらの要因から、企業は銀行に依存する必要がなくなり、銀行は自らの体力そのものが大きく損なわれてしまったため稼げなくなってしまったのである。

一方でいまだ銀行融資を必要としているのが中小企業である。中小企業は、その規模の小ささなどから直接金融市場を利用することができない。したがって中小企業はこれからも銀行からの借り入れを必要としているのだが、そこには大きな問題がある。

第一に、中小企業の資金調達は銀行融資のみに依存しているので、企業そのものの経営状況だけでなく銀行の経営環境の影響まで受けてしまう点である。この点は後述の計量モデルを参照していただきたい。

第二に、中小企業ではディスクロージャー制度が確立されていないため、金融機関との間で情報の非対称性が常時発生している点である。企業側のモラルハザードが生じていることを想定すると、銀行側としては審査を慎重にせざるを得なくなってしまうのである。

三点目としては、実際に中小企業は倒産する確率が高い点である。必ずしも利益最大化を追求していない企業も散見され、銀行が融資するに値しないような企業もあるのだ。

最後の問題は、担保として土地などが必要となるため、新興企業など成長性のあるベンチャー企業への資金調達手段がない点である。この問題は日本において起業がしにくい環境を作り出してしまっているということを考えると、日本経済全体を不活性なものにするのではなかろうか。

こうした問題を解決する政策として私たちが掲げる政策が、①中小企業持株会社の創設、②地域型金融持株会社の創設である。詳細は本文に任せるが、①は運転資金不足に悩む中小零細企業を対象としたもので、ピア・プレッシャーをかけることにより中小企業のガバナンスを効かせる効果を期待するものである。②は新規ビジネス等に参入するための資金を必要としている新興企業を主な対象としたもので、融通した資金をどのように使うのかについて透明性を確保することにより金融機関側のリスクを軽減する効果を期待するものである。

目次

はじめに

第１章　銀行と企業の関係

第１節　戦後復興を支えた銀行融資

第２節　「日本的金融」の功罪

第３節　間接金融の崩壊

第４節　稼げない銀行の体質

第２章　中小企業の経営

第１節　日本経済が抱える構造的問題

第２節　銀行と企業の実証分析

第３節　中小企業に求められていること

第４節　銀行と企業のあるべき姿

第３章　政策提言

第１節　提言する政策の概要

第２節　中小企業持株会社とは

第３節　地域型金融持株会社とは

第４節　政策実現への課題

第５節　政策実現のために政府がすべきこと

第６節　政策による効果

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

現在世界は米国・サブプライムローン問題に端を発する金融危機の影響で「百年に一度」とも言われる未曾有の金融危機に陥っている。我が国日本もその例外ではない。大手といわれる企業が軒並み大赤字に転落し、人員の削減や公的資金の注入を余儀なくされている。昨年末多くの派遣労働者たちが東京・日比谷公園の「年越し派遣村」に詰めかけたり、大学生が内定を取り消され路頭に迷ったりしている姿をうつした映像は記憶に新しい。小泉元総理が言った「格差はあって当然」とはこういうことだったのだろうか。

もっともアメリカ型の市場原理主義その全てが悪であったとはいえないはずだ。しかしその制度そのものを輸入して日本に適応させることなく導入させたことは、本当に正しかったのだろうか。また小泉政権下で行われた規制改革の目的はこんな社会を作ることだったのだろうか。こうしたことから目をそむけ続けて「改革は悪だ」という考え方は大きな間違いであり、逆に「さらなる改革が必要だ」というのも極めて乱暴な意見である。日本には日本に適合した制度が必要なのであって、他国の制度を鵜呑みにしてそのまま利用するのであれば政治家・官僚など不要である。真の意味で日本の経済を発展、成長させていける枠組みを構築する必要があるのである。欧米へのキャッチアップ過程を終えアメリカ中心主義が崩壊した今こそ、日本経済の構造そのものを変える最後かつ最大のチャンスなのだと強く感じている。私たちはその一翼を担うべく新たな政策を提言したいと考えているのである。

まず私たちが考える政策の方向性は、中小企業の融資についてである。中小企業は株式や社債を発行してもその規模の小ささや信用度の低さから市場に上場できず、結果として直接金融市場を用いた資金調達ができない。したがって現状では銀行からの融資に頼らざるを得ないのである。一方、銀行融資の原資は１００％元本保証が付された金融商品である預貯金だ。したがってリスクの高い投資案件には融資できない。つまり銀行が融資できる中小企業はローリスクな企業だけであり、どんなにハイリターンが得られると分かっていてもハイリスクであれば貸しつけることは難しいのが現状なのである。こうした問題を解決することにより、中小企業の活性化、ひいては日本経済の底上げにもつながるだろう。日本の場合、中小企業といえども優秀な技術やノウハウを蓄積している場合が多いからだ。「中小企業は非効率な会社ばかりだから」と一網打尽に潰すことは、もはやアメリカ的発想ですらないのである。

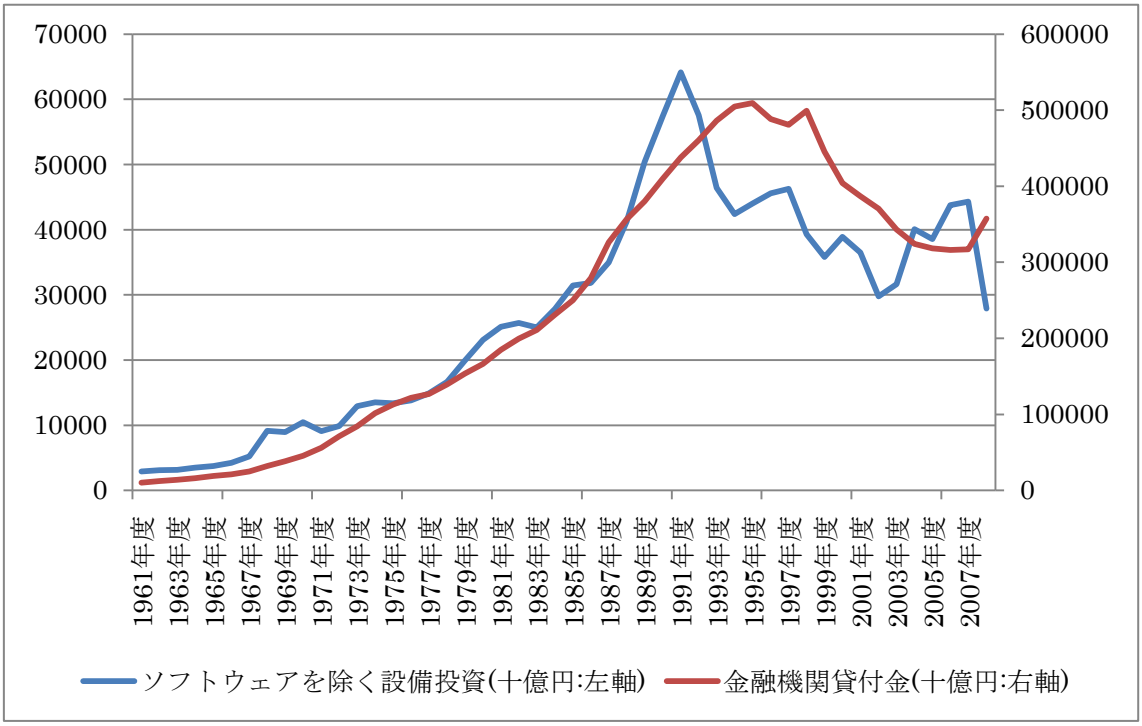
グローバル化、ボーダレス化の中、世界経済は日々手を替え品を替え変革している真っただ中である。この変化を正確にとらえ、世界の流れに乗ること、また次の流れを「読む」ことが企業や政府にとって重要視されている。これから先、さらに大胆な発想の転換や過去にとらわれないアイデアの構築が求められていくことを考えると、世界で活躍することができる経済人として働けるようになるべく、さらに勉学に励まねばならないと強く感じた。今回の研究を糧に更なる努力をしていきたいと思う。最後にこのような機会を与えてくださった皆々様に感謝の意を表してはじめの言葉に代えさせていただきたい。

第1章 銀行と企業の関係

第1節 戦後復興を支えた銀行融資

第二次大戦で日本は多くの民間・社会資本を失った。非軍事ストックの国富（国の財産）は[1]先の大戦で２５％滅失したと言われている。また戦争直後は賠償や各種歳出等により危機的なインフレが発生するなど、日本経済は混乱を極めた。

全てを失い復興への足がかりがつかめなかった日本を、世界第二位の経済大国にまで成長させた資金面での立役者は銀行だ。直接金融市場が全くと言ってよいほど整備されておらず、企業の資金調達手段は間接金融だけだった。図表１－１からもわかるように設備投資の額と銀行の貸出高はほぼ比例関係になっている。銀行が資金超過の家計と資金不足の企業の架け橋となっていた一端が見える。

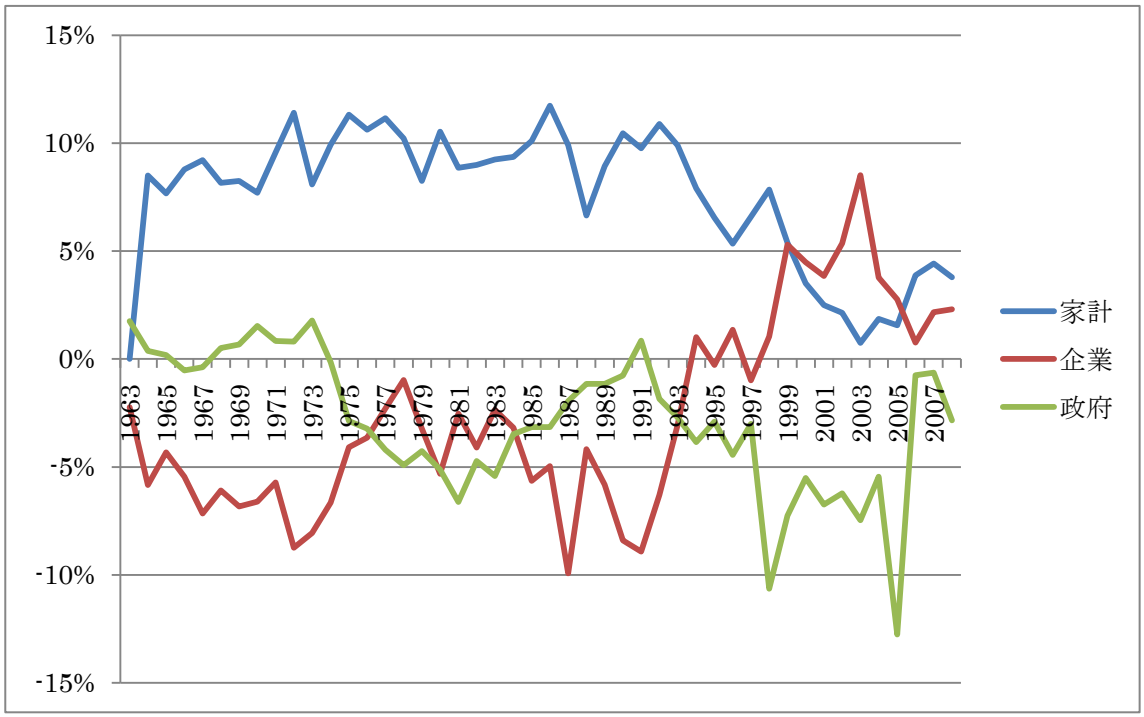


図表 1-1 設備投資と銀行融資の推移（出所：法人企業統計）

[1]経済安定本部編著『太平洋戦争による我国の被害総合報告書』１９４９年

約１０年間の戦後混乱期を耐え、高度経済成長期を迎えた日本経済を支えたのもまた銀行だった。このころも金融市場は未発達で、間接金融に頼らざるを得ない状況は変わっていなかったが、大きく変わった点は「メインバンク制」「大蔵省による金融監督行政」の確立である。両制度の正負の側面については次節にゆだね、ここでは当時の金融業界について考えていく。

「護送船団方式」としばしば揶揄される日本の金融監督制度だが、具体的にはがんじがらめの規制と大蔵官僚と金融機関との癒着に代表されるものである。当時、企業は慢性的な資金不足かつ家計は常時貯蓄超過であり（図表１－２参照）直接金融市場はいまだ未発達で、加えて政府主導の金融監督により銀行の信頼度が高かったため、家計は銀行に預金を、企業は銀行借り入れをするという理想的な間接金融が成り立っていた。大蔵省主導の一元的な金融行政の結果銀行間の競争は失われ、図表１－３を見ていただいてもわかるように、当時の邦銀はまさに横一列・差がない経営になっていたということがうかがえよう。



図表 1-2 資金過不足の推移（出所：日本銀行「資金循環統計」）

暦年	富士銀行	三菱銀行	住友銀行
1977	280	280	279
1978	295	285	290
1979	367	370	365
1980	425	421	425
1981	490	487	490
1982	500	500	501
1983	500	500	500
1984	1,350	1,320	1,830
1985	1,560	1,480	1,710
1986	1,860	1,850	2,420

期間	標準偏差	標準化された標準偏差	決定係数(1977-83)
1981-83	41.8	8.82%	0.998
1984-86	318.0	23.15%	
1987-	919.5	43.67%	

図表 1-3 都市銀行の年末株価と相関関係（出所：シティグループ資料）

第2節「日本的金融」の功罪

日本特有の金融システムの特徴ともいえる「メインバンク制」と「護送船団方式の金融行政」だが、この功罪については議論がある。戦後日本の高度経済成長期においては絶妙に機能していた。特に日本の場合は「会社は従業員のものである」という意識が強かったために株主によるコーポレートガバナンスは効かなかったこともあり、会社の監視には銀行が必要不可欠だったのである。もちろん、従業員や労働組合、マスコミ等による厳しい監視の目があったとはいえ、経営者の暴走が少なかったのはまさにこうした制度が奏功していた証明であると言えよう。

また、メインバンク制は企業の経営を良くも悪くも「支援」する働きを果たしていたと言える。銀行が行員を経営陣として企業に送り込み、経営そのものに大きく関与していったのである。その結果、メインバンク制はガバナンス強化としての機能だけでなく企業の利益最大化行動を先導する役割も果たしていたということができよう。

しかしながら、メインバンク制はバブルの崩壊とともに消え去った。銀行の自己資本比率に関する国際的な取り組み（BIS 規制）により銀行が株式を保有しにくくなったことも崩壊の要因として考えられるが、最大の要因はメインバンク制の負の側面がバブル経済期に露呈してしまったからだ。

メインバンク制は前述の通り日本経済の発展に一定の寄与があったと考えられる。しかし銀行と企業との間の長年にわたる付き合いの中で、必要以上のつながりが生まれてしまったことにより、バブル崩壊後本来であれば貸すことのできない企業にまでどんどん融資を行ってしまった。いわゆる「追い貸し」である。行員を出向させている以上両社とも持ちつ持たれつの関係であるので、経営が悪化したからといって直ちに融資を打ち切り、資金の回収をするわけにはいかなかったのである。

また金融監督行政が厳しかったこともあって銀行が自らリスクを評価する能力を失ってしまったことも、メインバンク制崩壊の要因ともいえる。メインバンク制の良さと言わ

れていたガバナンス機能がバブル期にはほとんど機能していなかったことが判明してしまったからだ。不動産などを担保にして安易に融資を行ってしまい、結果としてバブルを過熱させる張本人になってしまったのである。

このように、メインバンク制と護送船団方式の金融行政の掲げる理想はまさに日本人の特性をいかしたよい制度だったが、戦後５０年が経過し制度上の欠陥に目をそむけ続けた結果、間接金融市場を崩壊させ自らの首を絞めることになってしまった。これからの日本の金融をどのようにしていくのかを考えていく上で、メインバンク制の単なる撤廃ではなく、真の意味での企業の支援・監督ができる体制を整えていく必要があるだろう。

第3節 間接金融の崩壊

高度成長期が過ぎバブルが崩壊すると、銀行を取り巻く環境は一変する。欧米へのキャッチアップ過程が終わりをつげ右肩上がりの成長が終焉すると、今までのように企業へ多く融資し銀行のシェア最大化を図ることが利益の最大化にはならない時代に突入する。自己責任の原則が徹底されないまま金融自由化が進んだ結果、各金融機関は貸し渋り・貸しはがし・追い貸しに走り、ついには破綻・国有化される銀行まで出てきてしまった（図表１－４参照）。相次ぐ金融機関の破たんが日本の金融危機を招き、国民の不安・不満は危機を「主導」した大蔵官僚と金融機関に向かった。こうした反省から日本版「金融ビックバン」の推進、大蔵省銀行局を廃止し新たに「金融監督庁（現金融庁）」を設置するなどといった、金融自由化の流れを作り出されていくことになるのである。

一連の改革により、一見すると金融市場が健全化されてあるべき金融の姿になっていくように考えられるのだが、資金の流れは企業にはいかなくなってしまった（図表１－５参照）。もちろん企業側がバブル期に過剰設備に陥ったため設備を控えたという面もあるのだが（図表１－６参照）、銀行側の思惑も見え隠れする。株の持ち合いが徐々に解消されてメインバンク制が崩壊するとリスクの高い融資を手控えがちになり、代わりにゼロ金利・量的緩和の両政策により政策金利が低位安定化するにつれて国債保有に偏重するようになる。

以上、銀行はバブル崩壊後危険な企業融資から撤退し、安全資産である国債保有による安定経営に努めるようになってしまった。その結果日本にあったかつての金融仲介機能は失われ、そのしわ寄せは中小企業に集まってしまったのである。もちろん、大企業の場合は金融ビックバンにより直接金融（株式や社債による資金調達）が促進されて、銀行に左右されない自由な経営ができるようになったという面もあるのだが、中小企業の場合は直接金融を利用することができないのでこの先も銀行融資に頼らざるを得ないのである。図表１－７を見ても明らかなように、大企業はバブル期以降金融機関からの融資によらない資金調達をしていることがうかがえる一方、中小企業ではその比率が不況になればなるほど増していることがわかる。すなわち間接金融の崩壊は中小企業の崩壊を意味するとも言えるのである。

1989/12/29	"ダウ平均株価、38,915.87 と史上最高記録"
1990/3/20	株価急落で、株式の公募時価発行は事実上停止に
1990/10/1	株価急落で、蔵相は急遽株価テコ入れ策発表
1991/6/24	大手証券 4 社を中心とする法人顧客等への損失補填問題や暴力団関係取引で、野村証券と日興証券の社長が引責辞任、以後数カ月に及ぶ証券不詳事となる
1992/6/26	金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律(金融制度改革法)公布、7/20 証券取引等監視委員会発足
1992/8/18	ダウ平均株価 14,309 への大幅下落で、急遽緊急対策発表、8/28 公的資金導入含む総合経済対策発表
1994/10/1	自己株式取得規制緩和の商法改正、施行
1995/2/26	英ベアリングズ証券、事実上の倒産
1995/8/30	兵庫銀行、戦後初の銀行法に基づく銀行破綻、日銀特融実施へ
1995/9/8	公定歩合、史上最低の 0.5%に引下げ
1996/6/21	住専処理・金融関連 6 法公布
1996/11/11	橋本総理、2001 年東京市場の再生に向けて包括的な金融システム改革案を指示(日本版ビッグバン)
1997/4/25	日産生命保険、生保として戦後初の破綻
1997/6/13	証券取引審議会、金融制度調査会、保険審議会、日本版ビッグバン実現目指す報告書提出
1997/6/20	金融監督庁設置法公布
1997/11/3	三洋証券、11/17 北海道拓殖銀行、11/22 山一証券、それぞれ事実上の破綻
1998/4/1	ビッグバン改革実施、改正外為法施行、5000 万円超 10 億円未満の株券売買委託手数料の自由化
1998/6/22	金融監督庁発足
1998/8/6	金融審議会発足
1998/10/16	金融再生関連 8 法公布
1998/10/23	日本長期信用銀行、12/13 日本債券信用銀行、特別公的管理決定
1998/12/1	金融システム、改革法施行
1998/12/15	金融再生委員会発足
2000/3/17	南証券に初の登録取消し
2000/5/31	証券取引法等の一部改正法公布
2000/7/1	金融庁発足
2001/4/1	証券会社破綻時の投資家保護の特例措概廃止
2001/6/1	有価証券報告書等の電子開示システム(EDINET)稼働
2002/1/30	銀行等保有株式取得機構設立
2002/11/29	日銀、銀行保有株式の買取り開始
2003/5/17	りそなグループ、実質国有化
2003/12/1	足利銀行、一時国有化
2004/12/1	証券仲介業、金融機関に解禁
2005/4/1	ペイオフ全面解禁(決済性預金を除く)
2006/5/1	新・会社法、施行
2007/9/30	金融商品取引法施行

図表 1-4 金融業界をめぐる歴史（出所：日本証券経済研究所）

1980-1987 高度成長期	中央銀行	預金取扱機関	保険・年金基金	その他金融仲介機関	非仲介型金融機関	非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外	金融資産・負債差額	資産運用合計
中央銀行	△ 0.0	5.0	0.1	2.0	0.0	0.4	14.0	0.0	0.0	1.3	0.0	22.7
預金取扱機関	4.2	112.1	4.6	111.2	0.2	154.8	41.2	43.9	2.4	34.2	6.6	515.4
保険・年金基金	0.0	32.1	1.6	15.2	0.0	52.2	14.3	4.8	0.3	14.2	0.0	134.7
その他金融仲介機関	5.8	32.8	1.2	43.4	0.1	63.5	73.9	31.5	1.5	7.8	0.0	261.5
非仲介型金融機関	△ 0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	△ 0.0	0.0	0.0	1.0
非金融法人企業	5.0	86.5	3.3	16.8	0.0	142.8	4.3	15.7	0.0	23.3	248.9	546.7
一般政府	0.3	19.3	1.7	41.0	0.0	39.0	5.1	0.5	0.4	12.5	44.5	164.4
家計	4.6	194.9	81.9	26.8	0.1	71.7	8.3	0.9	0.0	3.3	0.0	392.6
対家計民間非営利団体	0.4	9.5	0.1	1.5	0.0	1.3	0.1	△ 0.3	△ 0.2	0.2	0.0	12.6
海外	0.2	27.7	0.4	3.6	0.0	20.9	2.9	2.5	2.5	3.2	35.9	99.9
金融資産・負債差額	2.1	△ 5.2	39.7	△ 0.2	0.6	0.0	0.0	293.1	5.6	0.0		
資金調達合計	22.7	515.4	134.7	261.5	1.0	546.7	164.4	392.6	12.6	99.9		

1987-1992 バブル期	中央銀行	預金取扱機関	保険・年金基金	その他金融仲介機関	非仲介型金融機関	非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外	金融資産・負債差額	資産運用合計
中央銀行	1.1	4.0	△ 0.1	3.7	0.0	1.4	△ 3.6	0.2	0.1	△ 0.4	0.0	6.5
預金取扱機関	0.8	73.8	4.9	116.3	0.2	103.6	△ 0.4	67.2	1.7	52.2	20.1	440.4
保険・年金基金	0.1	10.2	0.2	16.5	0.1	31.5	1.2	8.8	0.4	18.8	0.0	87.8
その他金融仲介機関	△ 2.3	40.4	1.3	52.1	0.8	64.0	28.5	39.0	1.1	13.3	5.1	243.4
非仲介型金融機関	0.1	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	△ 0.0	0.0	0.0	1.8
非金融法人企業	3.0	48.2	0.1	△ 1.1	0.3	88.1	0.5	17.4	0.1	29.4	140.2	326.3
一般政府	△ 0.5	30.2	1.4	46.5	0.1	△ 2.8	1.8	0.4	△ 0.4	1.2	△ 44.3	33.7
家計	5.2	172.7	111.2	6.9	0.1	△ 4.7	△ 1.0	1.4	0.0	9.7	0.0	301.5
対家計民間非営利団体	△ 0.3	8.4	0.0	△ 0.3	0.0	0.0	0.3	△ 0.2	△ 0.2	0.7	0.0	8.2
海外	△ 0.2	51.1	0.0	5.7	0.0	45.0	6.2	1.3	1.4	15.6	14.4	140.6
金融資産・負債差額	△ 0.5	0.0	△ 31.3	△ 2.9	0.2	0.0	0.0	165.9	4.0	0.0		
資金調達合計	6.5	440.4	87.8	243.4	1.8	326.3	33.7	301.5	8.2	140.6		

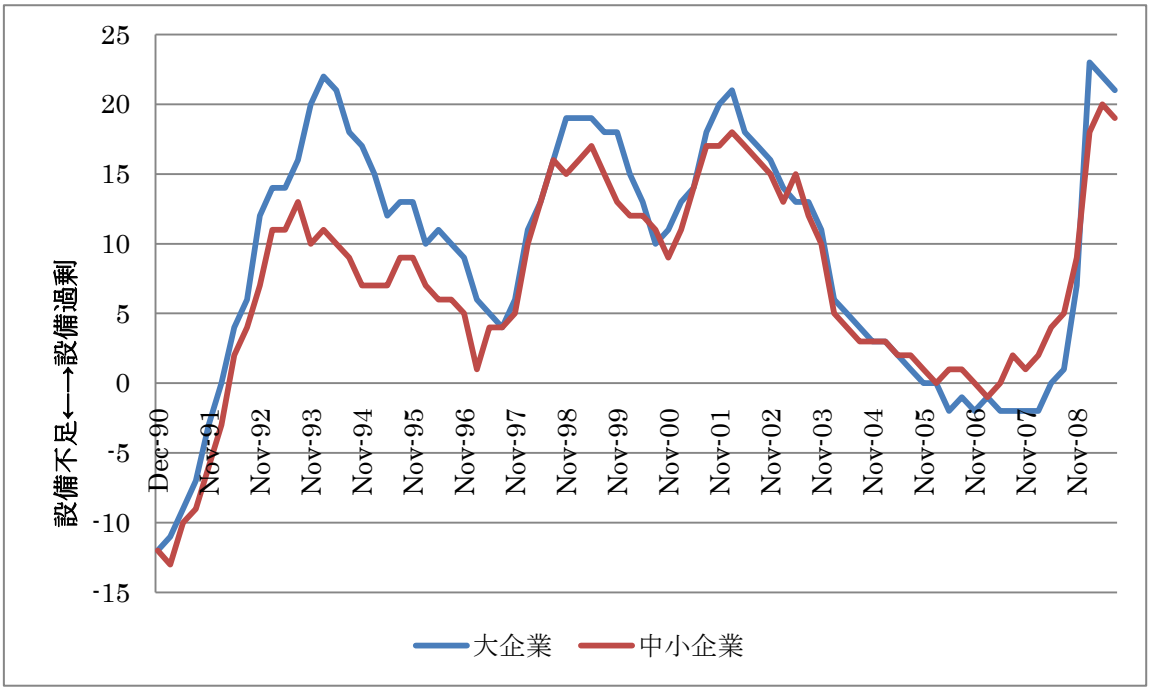
1992-2003 平成不況	中央銀行	預金取扱機関	保険・年金基金	その他金融仲介機関	非仲介型金融機関	非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外	金融資産・負債差額	資産運用合計
中央銀行	0.9	15.7	0.3	16.8	△ 0.0	3.1	54.0	0.1	0.1	1.9	0.0	93.0
預金取扱機関	30.2	△ 33.8	△ 6.2	21.6	14.1	△ 97.4	161.3	24.0	0.7	4.1	△ 15.7	102.9
保険・年金基金	0.0	△ 16.9	1.0	27.5	4.3	△ 4.0	114.0	△ 5.1	0.0	24.1	4.6	149.5
その他金融仲介機関	8.4	13.6	4.0	44.2	2.2	△ 11.3	104.5	25.1	△ 0.3	8.2	△ 5.1	193.5
非仲介型金融機関	△ 0.1	1.6	0.1	2.2	0.4	7.9	1.2	2.1	0.2	1.0	4.4	21.1
非金融法人企業	13.8	△ 20.5	3.3	20.2	0.1	△ 97.9	4.0	△ 6.5	0.3	14.8	△ 155.6	△ 224.0
一般政府	13.8	△ 4.5	3.4	46.1	0.9	22.9	35.1	0.0	0.2	46.3	330.1	494.2
家計	21.7	175.6	160.1	2.8	0.2	△ 33.3	6.6	0.8	0.2	△ 3.9	0.0	330.9
対家計民間非営利団体	△ 0.0	△ 3.2	△ 0.0	1.7	0.1	1.8	4.9	0.0	0.0	△ 0.4	0.0	4.8
海外	1.0	△ 24.5	0.5	4.8	0.1	△ 15.7	9.9	△ 0.5	△ 0.7	1.2	121.2	97.4
金融資産・負債差額	4.2	0.0	△ 16.9	5.5	△ 1.3	0.0	0.0	290.6	4.1	0.0		
資金調達合計	93.9	102.9	149.5	193.5	21.1	△ 224.0	495.5	330.9	4.8	97.4		

2003-2008 景気回復	中央銀行	預金取扱機関	保険・年金基金	その他金融仲介機関	非仲介型金融機関	非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外	金融資産・負債差額	資産運用合計
中央銀行	△ 1.4	△ 16.4	△ 0.0	13.3	△ 0.0	△ 1.8	△ 23.1	△ 0.1	△ 0.0	1.8	0.0	△ 27.7
預金取扱機関	△ 16.4	22.2	0.4	△ 115.0	△ 11.9	△ 7.5	79.5	17.0	△ 1.7	25.5	21.3	13.5
保険・年金基金	1.1	0.3	△ 0.0	23.1	△ 2.1	△ 16.2	32.4	△ 3.6	△ 0.3	19.9	△ 4.6	50.0
その他金融仲介機関	△ 3.4	△ 25.4	3.3	△ 27.9	△ 2.2	△ 10.6	△ 55.4	△ 24.3	△ 0.5	52.1	0.0	△ 94.2
非仲介型金融機関	0.0	△ 1.8	0.0	△ 1.3	△ 0.4	△ 4.3	0.8	△ 1.7	△ 0.2	△ 0.8	△ 4.4	△ 14.1
非金融法人企業	△ 0.0	29.3	3.7	9.2	0.5	106.8	5.6	1.9	△ 0.2	33.4	△ 28.6	161.6
一般政府	△ 11.9	2.9	1.7	△ 67.1	0.3	11.3	54.0	△ 0.4	△ 0.5	57.0	109.4	156.5
家計	2.9	△ 9.7	19.1	37.8	0.1	33.2	17.5	△ 1.1	0.1	8.0	0.0	107.8
対家計民間非営利団体	△ 0.0	△ 1.4	△ 0.1	2.0	0.2	△ 4.5	11.5	△ 0.1	△ 0.1	0.1	0.0	7.5
海外	1.1	13.6	4.8	28.2	0.3	55.1	33.0	△ 0.6	△ 1.5	16.4	63.2	213.4
金融資産・負債差額	1.7	0.0	17.2	3.4	1.2	0.0	0.0	120.8	12.4	0.0		
資金調達合計	△ 26.5	13.5	50.0	△ 94.2	△ 14.1	161.6	155.8	107.8	7.5	213.4		

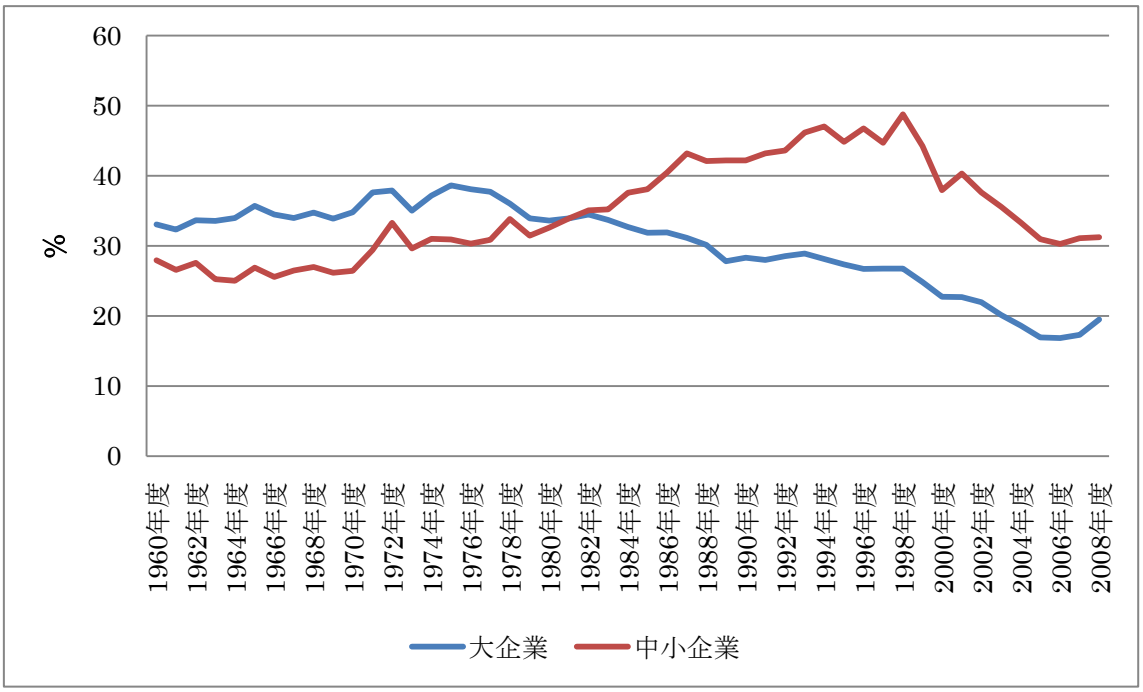
2008-2009 金融危機	中央銀行	預金取扱機関	保険・年金基金	その他金融仲介機関	非仲介型金融機関	非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外	金融資産・負債差額	資産運用合計
中央銀行	0.4	13.5	0.2	△ 2.3	△ 0.0	△ 0.7	△ 0.8	△ 0.0	△ 0.0	△ 0.5	0.0	9.7
預金取扱機関	9.1	6.9	△ 0.0	△ 28.5	1.5	△ 13.3	21.8	1.2	△ 0.5	7.6	△ 0.4	5.5
保険・年金基金	0.2	△ 5.3	0.1	△ 7.1	△ 0.3	△ 18.5	5.0	△ 0.5	△ 0.1	△ 4.3	7.7	△ 23.1
その他金融仲介機関	△ 1.2	△ 16.0	△ 0.7	△ 38.5	0.1	△ 20.1	△ 20.9	△ 6.2	△ 0.7	△ 25.9	0.0	△ 130.1
非仲介型金融機関	△ 0.0	1.7	0.0	0.0	0.0	△ 0.1	0.4	△ 0.0	△ 0.0	△ 0.1	0.0	2.0
非金融法人企業	0.7	△ 7.1	△ 0.8	△ 4.1	△ 0.1	△ 107.3	2.3	1.4	0.1	△ 12.8	△ 116.8	△ 244.5
一般政府	△ 0.8	△ 0.8	0.8	△ 11.7	△ 0.1	△ 10.0	△ 5.7	0.0	△ 0.1	△ 1.0	30.3	1.0
家計	0.3	9.2	△ 3.6	△ 18.7	0.0	△ 35.3	0.6	0.4	△ 0.1	△ 6.9	0.0	△ 54.1
対家計民間非営利団体	0.0	1.6	0.0	△ 0.1	△ 0.1	△ 0.1	0.4	△ 0.0	△ 0.0	0.0	0.0	1.8
海外	2.0	1.7	△ 1.9	△ 10.6	△ 0.1	△ 39.1	△ 1.9	△ 0.2	△ 0.2	10.0	6.4	△ 33.8
金融資産・負債差額	△ 1.1	0.0	△ 17.2	△ 8.7	0.9	0.0	0.0	△ 50.1	3.4	0.0		
資金調達合計	9.6	5.5	△ 23.1	△ 130.1	2.0	△ 244.5	1.1	△ 54.1	1.8	△ 33.8		

図表 1-5 資金の流れを表した金融連関表（単位：兆円）

（出所：日本銀行「資金循環統計」より作成）



図表 1-6 企業の設備過剰度合いの推移（出所：日本銀行「短観・生産設備判断 DI」）

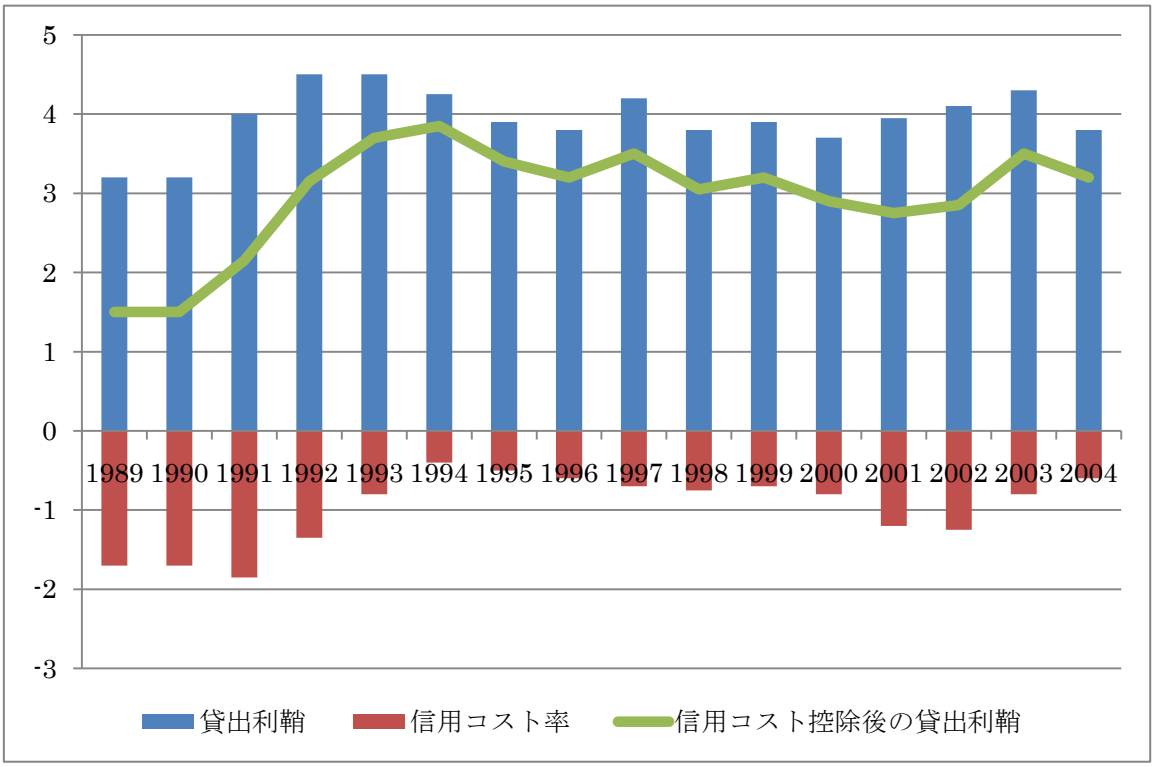


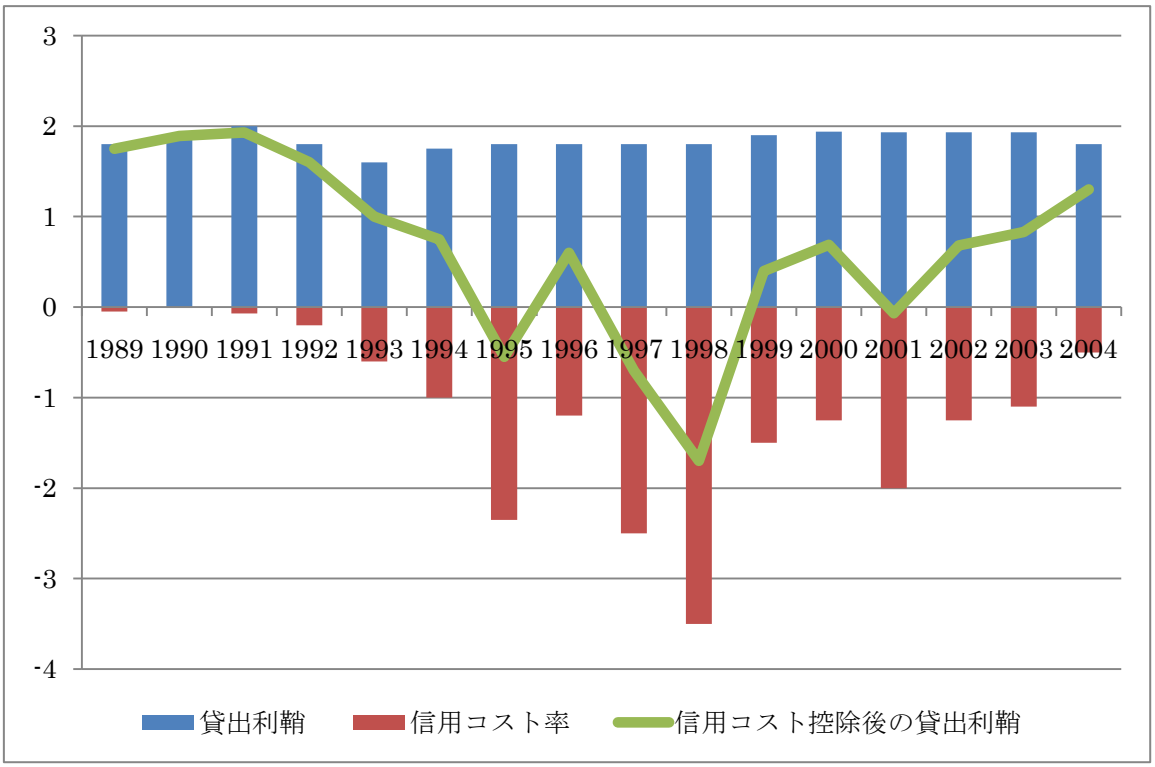
図表 1-7 金融機関借入比率（出所：財務省「法人企業統計」より作成）

第4節 稼げない銀行の体質

図表１－８は日本とアメリカの貸出利鞘の比較である。このグラフからもわかるように邦銀は米国の銀行に比べて間接金融で稼げていない実態がうかがえる。また GDP への寄与度を表した図表１－９を見ても金融機関の存在感は大きくないようにも考えられる。しかし問題なのは個人金融資産の運用が預貯金に集中していることだ（図表１－１０参照)。図表１－１１を見ると、逆にアメリカより銀行の存在感が非常に大きいことが分かる。つまり、銀行は他の金融機関に比べてより多くの資金を保有しているにも関わらず、そのプレゼンスに見合う利益を稼げていないのである。

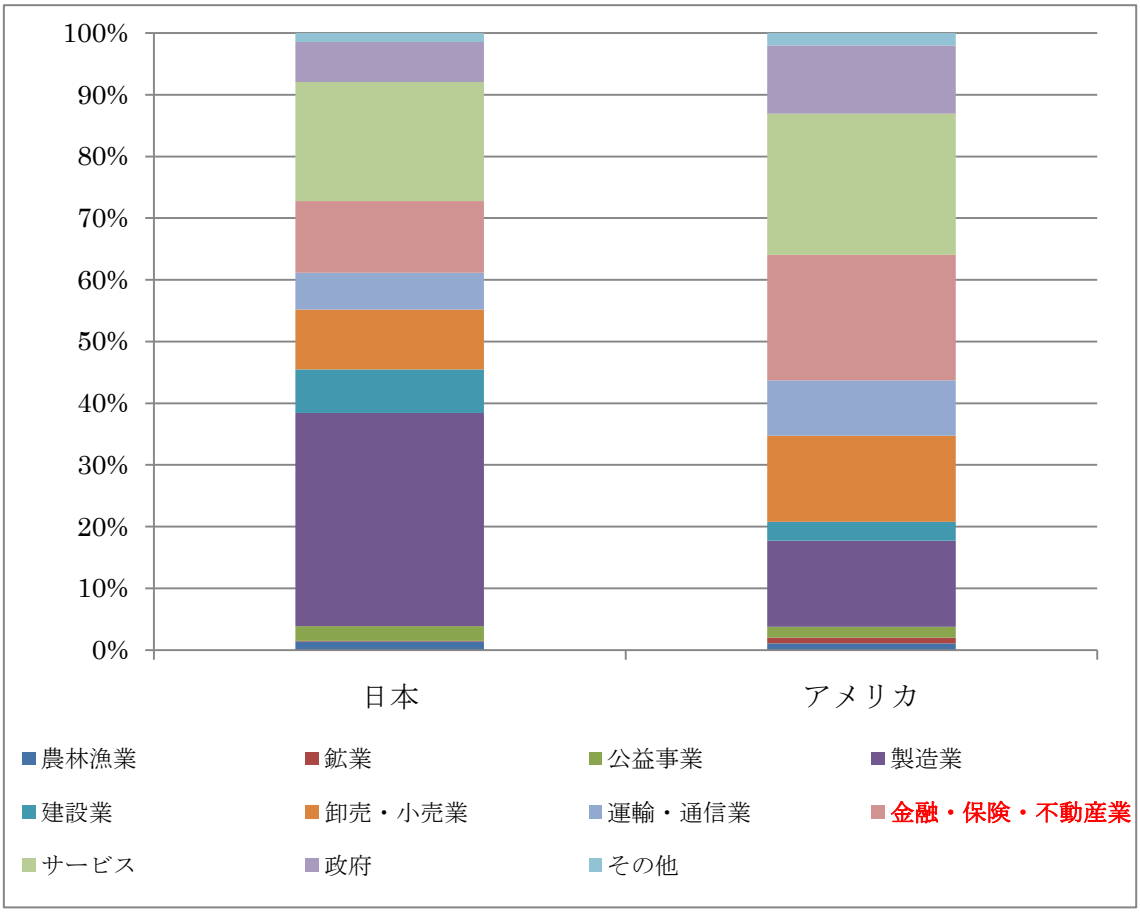
図表１－８のように、日本の貸出利鞘が低い理由は２つ考えられる。まず１点目は、銀行がリスクに応じた金利を得ていないことである。邦銀は中小企業のもつ潜在的なリスクに応じて融資の可否を判断するが、貸し出す際の利息については各銀行とも横一列であることが多い。これは法規制があってこうした実態が生じてしまっているのではなく、長く続いた「護送船団方式」の流れをくむ古くからの慣行が要因である。２点目は、銀行と企業の関係による問題である。銀行が貸し出しをしたい優良な大企業は、自ら直接金融市場を通じて資金調達もできるうえ、複数の金融機関から融資の誘いが来ていることから当然その借入体制は強気になる。一方、リスクを抱え間接金融以外の資金調達手段を持っていない中小零細企業には銀行も融資態度が厳しく貸しつけてくれない。したがって、必然的に貸出利鞘の稼ぎにくい体質ができあがっていってしまうのである。





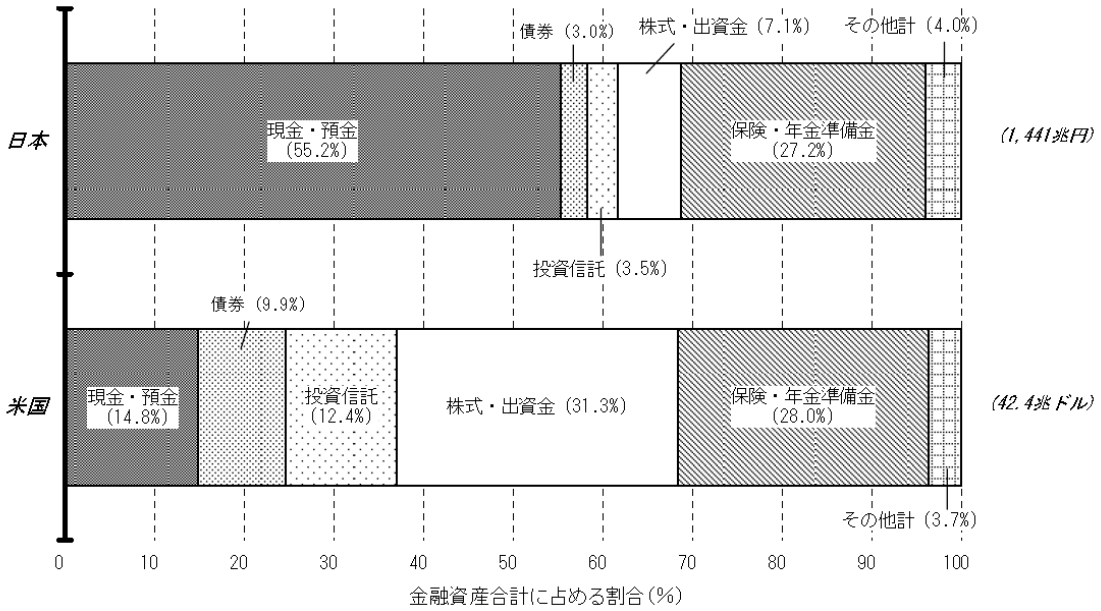
図表 1-8 日米の貸出利鞘の違い（出所：内閣府「平成 18 年度年次経済財政報告」）

（上図はアメリカ、下図は日本の貸出利鞘を表すグラフである。）

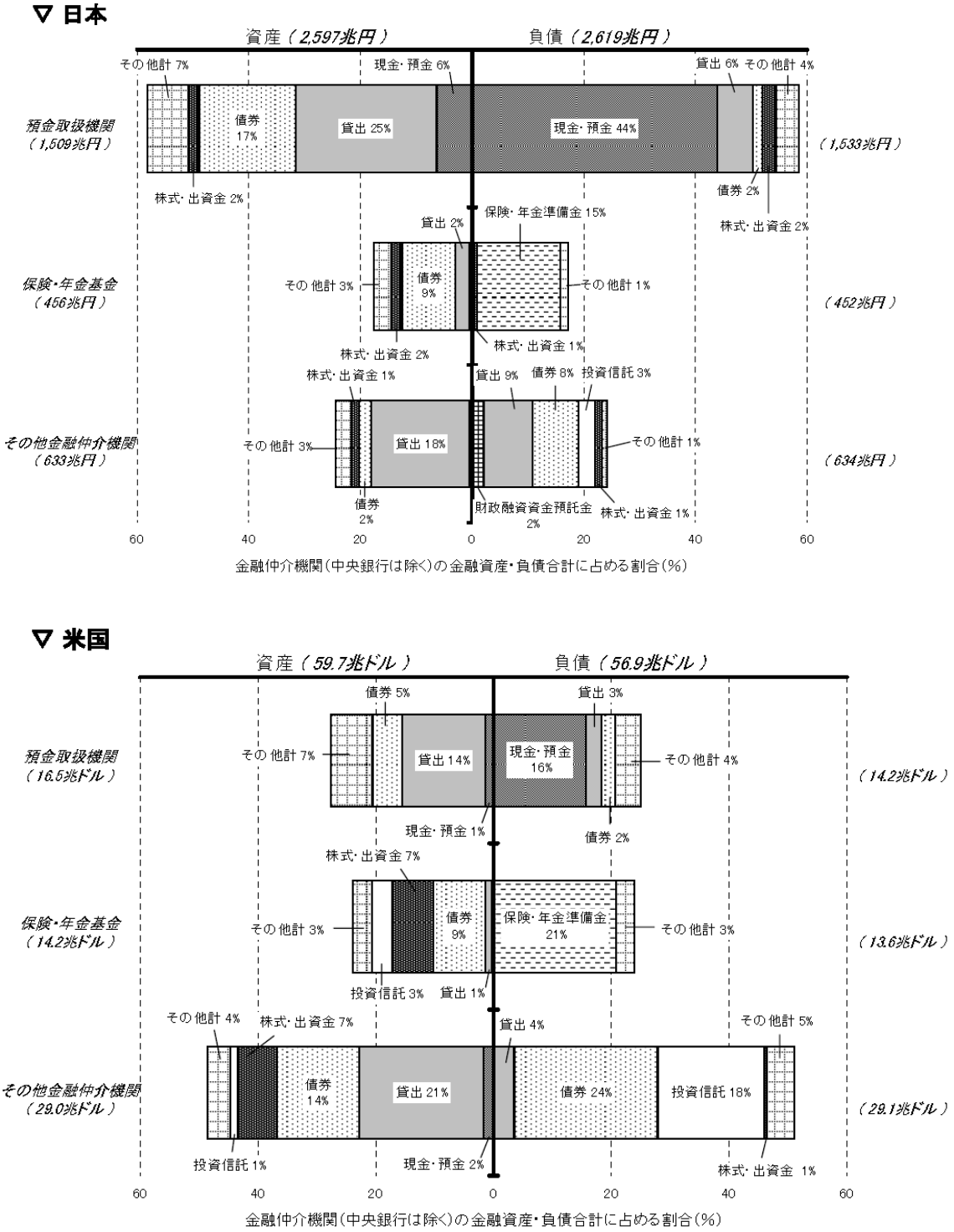


図表 1-9 08 年での日米の GDP 寄与度比較

（出所：内閣府「国民経済計算」、米商務省経済分析局資料）



図表 1-10 09 年 6 月末時点での家計の資産構成に関する日米比較（出所：日本銀行）



図表 1-11 09 年 6 月末時点での金融機関の保有する資金の割合に関する日米比較

（出所：日本銀行）

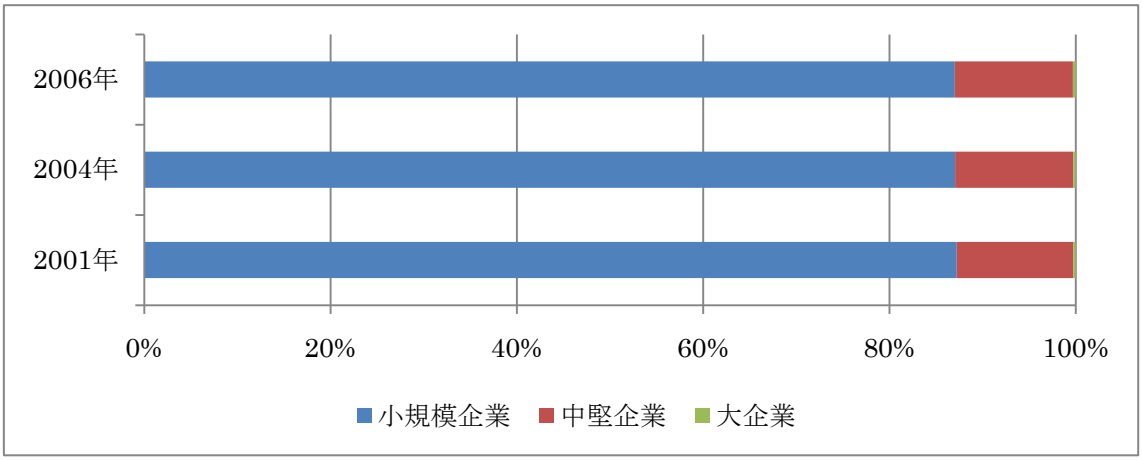
第2章 中小企業の経営

第1節 日本経済が抱える構造的問題

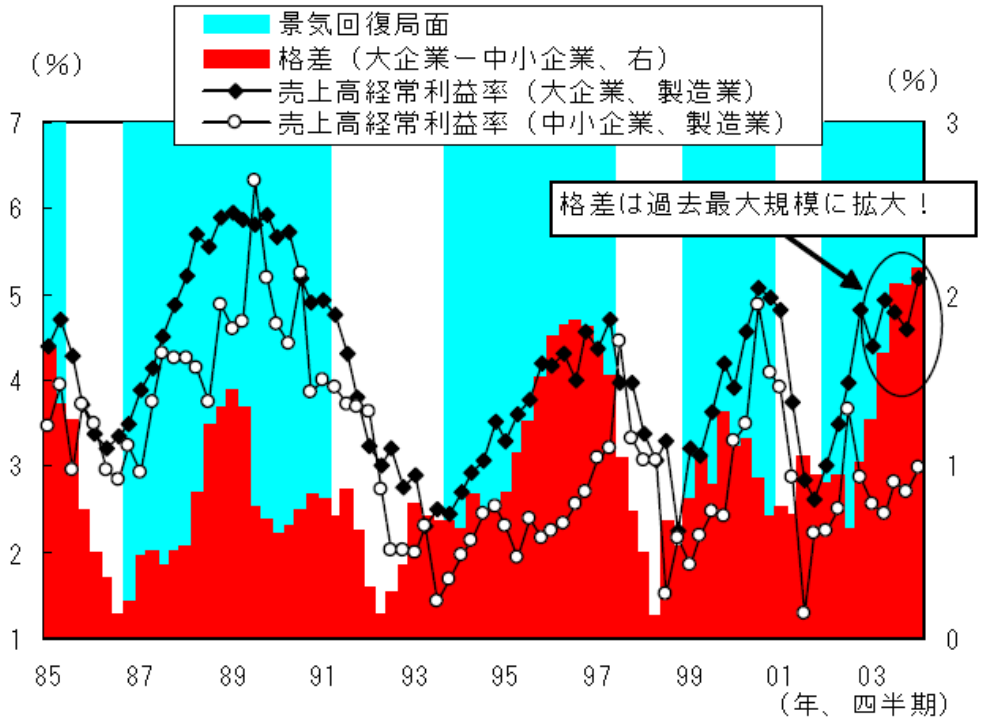
図表２－１にある中小企業庁の統計によると、日本の企業の数はおよそ４００万社、そのうちの９９．７％は中小企業であるそうだ。しかし図表２－２からもわかるように、中小企業はその比率に対して利益率は低い。その理由は①経営が非効率的でありがちである点、②下請け企業である場合が多く利益を稼ぎにくい体質が強い点、③銀行借入に依存せざるを得ないため銀行の資本力や体力に左右されやすい点などがあげられよう。

ここで私たちが考えたい点は③についてである。中小企業は大企業に比べて、銀行の影響を受けやすい。銀行は景気の低迷等により保有株式の株価下落が生じると、自己資本比率が低下するため融資ができなくなる。したがって中小企業は自社の経営状況だけでなく、銀行の財務状況によっても資金繰りが悪化する危険性が高いのである。

では中小企業と大企業とでどれほど資金的な苦しさが異なるのであろうか。次の図表２－３を見てみると、中小企業のほうが大企業に比べて常に資金繰りが厳しいことが分かる。中小企業の場合はディスクロージャー制度が完全に導入されていないため情報の非対称性が強く、銀行の審査はより慎重になるためである。また実際に企業の倒産状況を見ても、図表２－４、２－５から倒産する企業の大多数が中小企業であり、しかもその原因は、販売不振を除くと放漫経営や過小資本など中小企業特有のものも見え隠れする。

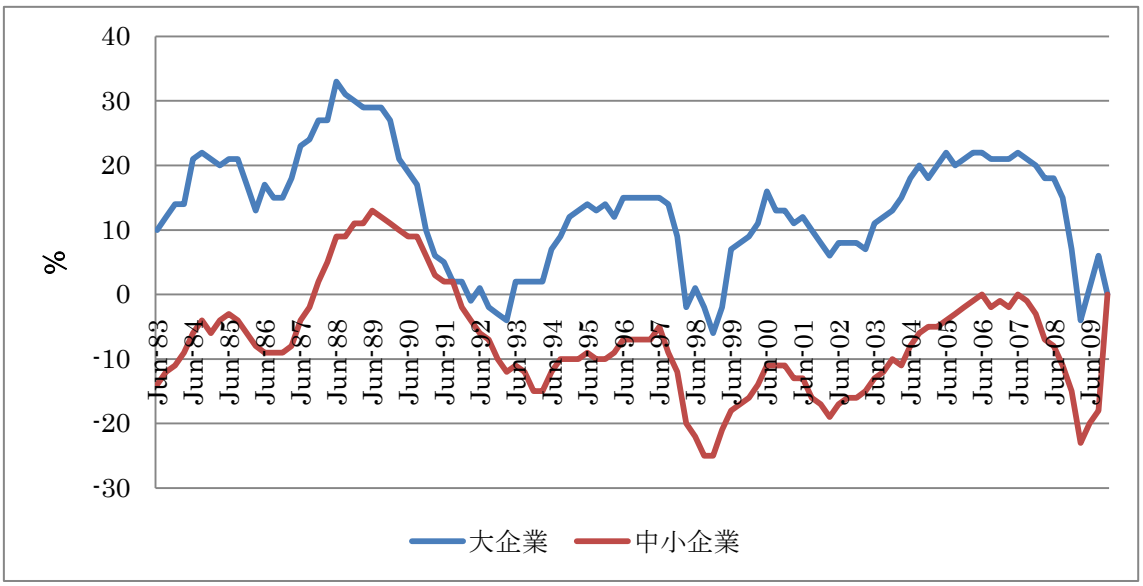


図表 2-1 企業の数の推移（出所：中小企業庁「中小企業白書」）

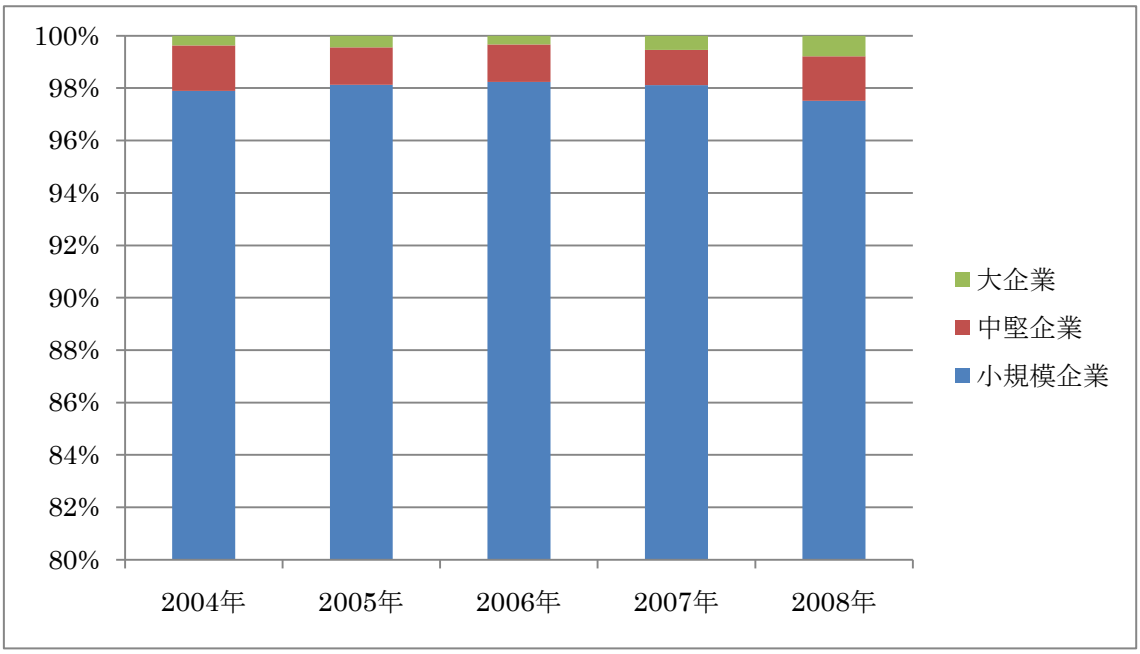


（注）大企業は資本金10億円以上。中小企業は資本金１千万円-１億円。
売上高経常利益率はＵＦＪ総研による季節調整値。
大企業と中小企業の格差は季節調整値の４期後方移動平均の格差。
（資料）財務省「法人企業統計」、内閣府「景気基準日付」

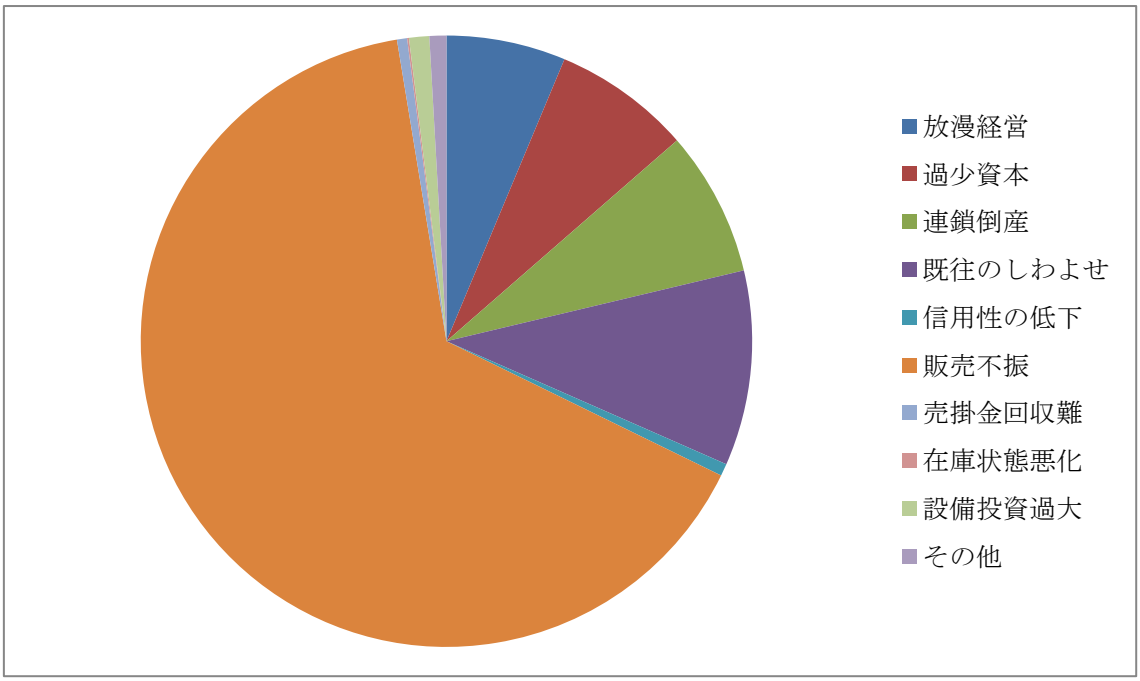
図表 2-2 企業の規模別売上高経常利益率比較（出所：UFJ 総合研究所）



図表 2-3 企業の資金繰り DI の推移（出所：日本銀行）



図表 2-4 企業の倒産件数（出所：中小企業庁「中小企業白書」）



図表 2-5 08 年度原因別中小企業倒産件数（出所：中小企業庁「中小企業白書」）

しかしこの「販売不振」による倒産のうち、①この先の成長戦略が描けず倒産したのか、②景気が悪化し目下の運転資金が不足して倒産したのかによって大きく異なるように思われる。①の場合であれば、その事業を（融資を行って支援し）継続しても成長性が低いので、景気云々によらず融資は失敗してしまう。すなわち企業側による産業構造の転換が必要となるのだ。こうした企業への投資こそがまさに「追い貸し」なのだろう。一方②の場合には大きく事情は異なる。事業そのものには問題がないものの中小ならではのしわ寄せが景気の波に乗って訪れただけであり、こうした企業には銀行も積極的に融資をすべきだろう。

①②の中にも問題はある。一般に民間企業はその規模や業態によらず目的は「利益の最大化」である。もちろん中小企業もこの至上命題は同じなのだが、先ほど示した図表２－５にもあったように、倒産理由の中に「放漫経営」という利益最大化と相反する項目が１割程度あった。つまり、中小企業の構造的問題による企業倒産のリスクばかりでなく、企業経営のノウハウが欠如していたり、コンプライアンスなどといった経営者としての基礎的知識が不足していたりするなどの原因により倒産していたケースもあるのである。

つまり、いくら銀行側が「成長性がある」とか「高い技術やノウハウを有している」と判断しても、利益を最大にするような経営がなされないのであれば無意味になってしまうのである。したがって、ただ単純に銀行側が資金供給を適切に行ったから日本全体の資金のめぐりがよくなりひいては日本経済の健全な発展につながるとは必ずしも言い切れないのである。

最大の問題は、こうした企業の場合分けをする能力が現場の銀行マンにあるのかということである。政策提言においてはこの点にスポットを当てて研究を進めていくべきであろう。

第2節 銀行と企業の実証分析

これまでの指摘の中で、「中小企業の資金調達は、銀行の体力や経営状況に大きく左右されてしまう」ことを述べてきた。つまり景気が悪化して不良債権比率が高まったり貸出態度が悪化したりすると、中小企業の経営に関わらず資金繰りが悪化してしまうということである。ここではこの点について、計量的に分析していきたい。

計量モデルでは、説明変数として銀行の体力を表す「自己資本の割合」「不良債権の比率」「貸出態度」、また中小企業の経営状態を表す「利益率」「自己資本比率」を入れ、被説明変数として中小企業の倒産件数とした。具体的なモデルは以下のとおりである。

≪計量モデル≫

$$TOUSAN_t = \beta_0 + \beta_1 BankCAPITAL_t + \beta_2 BADLOAN_t + \beta_3 DI_t + \beta_4 EIGYOU_t + \beta_5 SJIKO_t + \varepsilon_t$$

ＴＯＵＳＡＮ:中小企業倒産件数
BankCAPITAL:国内銀行の資本金調達率（資本金/負債及び純資産合計）（単位：%）
ＢＡＤＬＯＡＮ:国内銀行の不良債権比率（リスク管理債権額/負債及び純資産合計）（単位：%）
Ｄ　　Ｉ:国内銀行の中小企業向け貸出態度ＤＩ（単位：%）
ＥＩＧＹＯＵ:中小企業の売上高営業利益比率（単位：%）
ＳＪＩＫＯ:中小企業　自己資本比率（単位：%）

上記の計量モデルに関する推定結果は以下のとおりである。ここから言えることは、中小企業の経営状況よりも銀行の経営状況によって企業の資金繰り、ひいては倒産に影響を与えることが分かる。したがって、中小企業の資金繰りの改善を進めるには、中小企業側の問題解決よりもむしろ銀行側の体質改善・構造変換のほうが重要であることがわかる。この点に関して、政策提言に反映していくべきであろう。

≪推定結果≫

$$\widehat{TOUSAN}_t = 13679.8 - 1506.53BankCAPITAL_t + 1103.08BADLOAN_t - 116.842DI_t$$

(3.9853) (-0.9013) (3.9335) (-2.7820)

[0.002] [0.387] [0.002] [0.018]

$$+99.2046EIGYOU_t + 26.8653SJIKO_t$$

(0.0962) (0.6304)

[0.925] [0.541]

$R^2 = 0.8385$, $Adjusted\ R^2$ =0.7652, DW=2.643, n=17(1992~2008)

第3節 中小企業に求められること

中小企業の問題点を考慮したときに、企業側に必要とされる素養は何なのだろうか。私たちは、「経営学の習得」だとか「会計知識の蓄積」といったテクニカルな側面ではないと考えている。確かに、経営者として必要な学問的知識はあるだろう。しかし中小企業の経営者全てがそうした知識を蓄積しておく必要はないと思う。むしろ必要なことは、①適切な情報開示、②利益最大化を常に念頭とした経営をするための動機づけ、③中小企業同士が連携することによる規模の経済性の発揮などであると考える。

大企業と違って法的に情報を開示する義務のない中小企業も、積極的に情報開示をすることで第三者の目から見た監督が効くため放漫経営といった問題は改善される余地が出てくるだろうし、公開することで高い成長戦略が求められ中小企業活性化にもつながる。また地域や業態、経営手法などが近しい間柄の中小企業同士が緊密に連携し経営ノウハウや保有している技術等を共有していくことによって、無駄なコストが削減されたり企業間でコンプライアンス機能が発揮できたりすることが大いに考えられる。

中小企業は、中小ならではの良さがある。（短所にもなりうるのだが、）意思決定までのプロセスの短さ、経営者によるトップダウンの経営が魅力でもあるのだ。そうした良さを消すことのない政策を提言することが中小企業の成長、すなわち日本経済の健全な発展には必要なのではなかろうか。

第4節 銀行と企業のあるべき姿

以上、銀行の問題点、企業のスタンスを述べてきたところで、あるべき銀行と企業の距離感について考えてみたい。

私たちは、銀行は本来間接金融の役割を果たすべきで、国債で運用している現在の邦銀の姿勢は非常に問題があると考えている。もちろん、融資を受ける企業側にも問題があって、預金をバックにする銀行融資は安易に行われるべきでない。しかし、リスクのある

企業には一切資金を融通せず、無リスクの国債という金融商品でのみ運用していることは、国民経済の発展に寄与しているとはお世辞にも言い難い。

銀行とは、リスクのある企業の中から将来成長を遂げるであろう企業を発見し資金面で支援していく、まさに金融仲介の機能を果たす組織のことなのである。一方で中小企業は、情報を一層開示していき銀行が貸しやすい体制を築くことが必要である。金融仲介機能を再び発揮させるには、大企業は直接金融中心、中小企業は間接金融中心の流れを作り、金融機関は中小企業を資金面から支えることが求められる機関に改変し、金融市場全体をさらに活性化させていけるような政策提言に必ずしていかなければならないだろう。

第3章 政策提言

第1節 提言する政策の概要

今回私たちが提言する政策は、「①中小企業持株会社」と「②地域型金融持株会社」の創設である。まず、本節では政策提言の概略について説明したい。

前章でも述べたが、中小企業の資金調達手段は間接金融しかないのが現状である。手段が一つしかないため、ひとたび景気が悪化し銀行の貸し出し態度が変化すると中小企業の経営いかんにかかわらず、融資を受けにくくなってしまうのである。

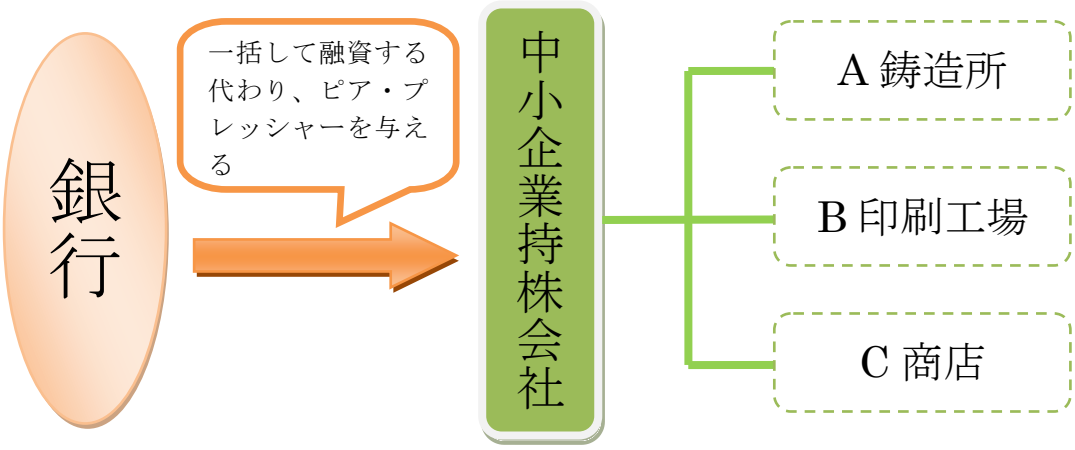
そこで私たちが提案するのは、①中小企業の連合体を組織しリスクを減らすことで融資を受けやすくする、②中小企業の資金調達の第二の手段として担保が必要のない「市場型間接金融」を利用するというものである。日本的経営の代名詞でもあった「メインバンク制」等が崩壊し、中小企業を支援・監督するものが失われてしまった現在、中小企業が生き残っていくためには、銀行の体質を変えるか、銀行以外のチャネルを利用するほかないのである。

簡単な仕組みについては以下の図表３－１、３－２をご覧いただきたい。図表３－１は「①中小企業持株会社」の例、３－２は「②地域型金融持株会社」の例である。

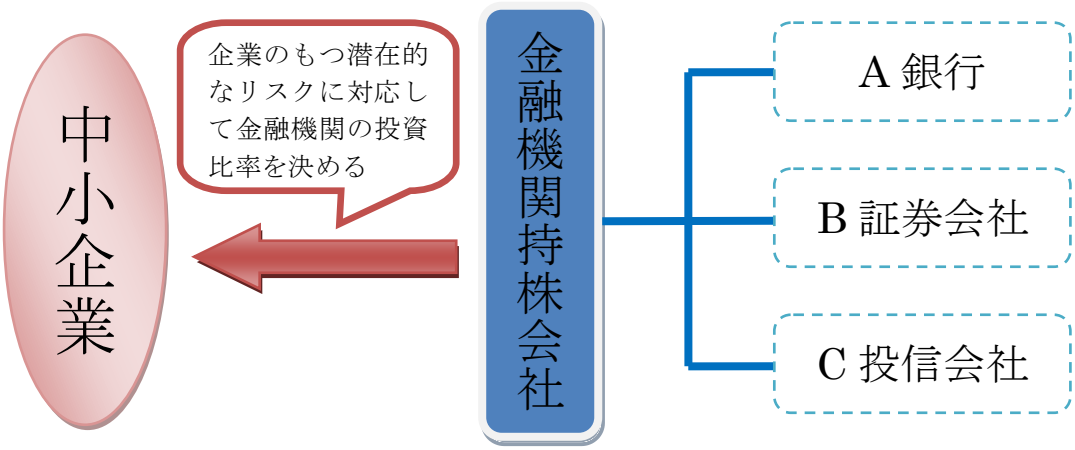
まず前者（①）についてだが、「○○町内会・工業団地」「太陽熱技術保有の企業」など、そもそも企業間での取引や協力などの連携関係がある複数の中小企業が一体となって持株会社を設立し、そこが資金の調達を一手に担う方式である。その際、資金を供給する主体は持株会社傘下の企業がどれほどのリスクを持っているかによって異なる。こちらは、いわゆる現存の中小零細企業を主な対象とした制度である。

一方後者（②）についてだが、地元の地銀や信用金庫、投信会社や私募債等を取り扱う投資ファンドなどが出資して地域密着型のファンドを設立、その地域の企業に資金を融通する方式である。一種のシンジケートローンのような形態だが、銀行だけでなく証券会社等も出資者として存在している点は大きく異なる部分だ。こちらは主に新規ビジネスを立ち上げたいベンチャー企業を対象にした制度である。もちろん既存の中小企業が新しい研究開発などをする際にも利用できる。

では、次節で具体的なビジネスモデル等について検討していきたい。



図表 3-1 ①中小企業持株会社の概要



図表 3-2 ②地域型金融持株会社の概要

第2節 中小企業持株会社とは

はじめに私たちが提唱する「中小企業持株会社」の具体像について説明する。

数ある中小企業の中で、地域的なつながりであったり経営手法・事業内容などによるつながりがあったりする企業ができるだけ多く集まって持株会社を設立する。その際、金融機関側が本業である経営事業そのものに口出しする、旧来のメインバンク制のような制度にならぬよう委員会設置会社とすることを提唱する。

図表３－３をご覧いただきたい。一般に委員会とは「指名委員会」「報酬委員会」「監査委員会」の３委員会を設置する義務がある（会社法３２６条、４０２条）。また各委員会の委員には会社とは関係のない第三者が過半数を占めることが義務付けられている（会社法４００条３項）。しかし本持株会社は資金調達を主目的としている以上、持株会社の経営陣を指名する「指名委員会」とその経営陣の報酬を決める「報酬委員会」は不要であ

るうえ、委員のメンバーも資金調達をする金融機関の関係者とすればよいと考えられる。したがって現行法では「委員会のメンバーの選解任権は取締役会にある（会社法４００条)」ことになっているが、これを「資金供給者」と変更するべきだろう。その意味で、新設する会社は「資金調達のみを目的とした特別会社」として新しく法的に定義してもよいだろう。

では監査委員会はどのような役割を担うべきなのか。現行法に則ると監査委員会は持株会社の経営陣（正確には取締役会）の監査を「適法性」の観点だけでなく「妥当性」の観点からも監査することになっている（会社法４３６条)。「適法性監査」とは、現在なされている経営が法令を遵守しているか否かのみに限って監査するものである一方、「妥当性監査」とは経営そのものが世間一般の常識に照らして妥当であるかどうかにまで踏み込んで監査するものである。したがって、新たに設立したい監査委員会には、持株会社ではなく傘下の事業会社の経営に対して「妥当性監査」を行ってもらい、中小企業が常に利益最大化行動を図るよう経営する道筋をつけることを期待しているのである。

しかしこの点に関しては必然的になされるだろう。金融機関の担当者が監査委員会の委員を務める以上、投下資金の最大化を図る彼らにとっては「妥当性監査」は当然の仕事であるからだ。ただし、彼らは法令上の「監査委員」になった以上違法行為を行ってまで投下資金を回収させるような経営を行わせることはできまい。彼ら自身が「監査委員としての適格性に欠ける」点で罰せられるためである。したがって、彼らは法律の範囲内で利益最大化を図るように必ず企業にプレッシャーをかけ続けることになるのである。

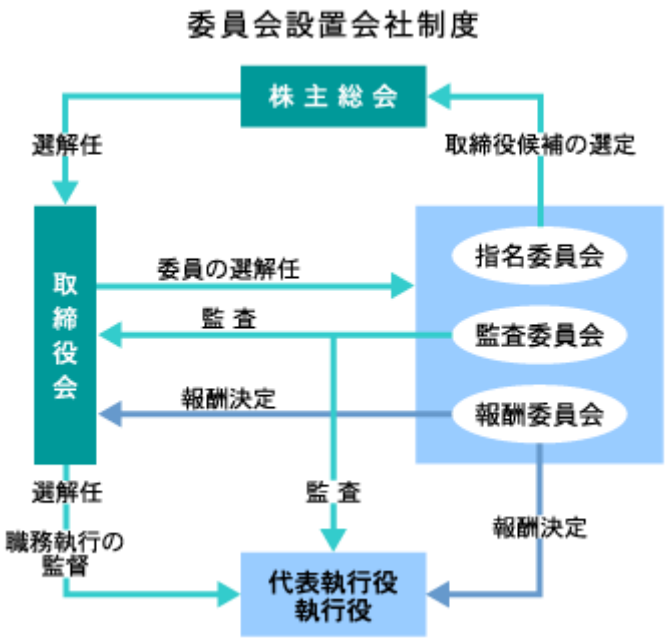
またこの持株会社新設によって、より傘下の事業会社が本業に専念できる環境を整備できるのではないかと考える。会社の経営には営業や商品の企画、販売、製造などといった本体部分だけでなく、法務、人事、経理、税務などといったコーポレートスタッフも必要になる。この部分を事業会社から分離、持株会社に統合させ一手に担わせることで規模の経済が働きコストの削減にもつながると考えられるのである。

そのため、各中小企業の社長には委員会設置会社上の「執行役」に就任してもらう。執行役とは、会社業務の本業部分を担当する責任者であり、事実上の代表者である。こうすることで、中小企業の良さである「社長の強力なリーダーシップによる経営」や「迅速な意思決定」などを失うことなく最大限発揮することができるのである。

しかしこれらの目的だけであれば、現行の法律の範囲内である社外監査役（会）や持株会社傘下に総務人事部等を設置すれば足りるだろう。むしろこのように複数の企業が複合体となる最大の理由は、経営に対するインセンティブを高めることなのである。

複数の中小企業がまとまって資金を調達し経営していくということは、そのどこか１社でも不明瞭な経営をした場合には加盟する全企業が損害を被ることになるうえ、次回以降融資や投資は受けられなくなってしまうだろう。いわゆる「ピア・プレッシャー」である。こうした動機づけによって中小企業は利益最大化行動を（金融機関側からの圧力の有無によらず）積極的に推し進め、より効率的な経営をするべく努力するのではないかと考えるのである。

なお、委員会設置会社に関する会社法の条文を図表３－４にまとめておいたので、適宜そちらを参照していただきたい。



図表 3-3 委員会設置会社の概要（出所：あずさ監査法人）

第十節　委員会及び執行役
第一款　委員の選定、執行役の選任等
第四百条（委員の選定等）各委員会は、委員三人以上で組織する。
２ 各委員会の委員は、取締役の中から、取締役会の決議によって選定する。
３ 各委員会の委員の過半数は、社外取締役でなければならない。
４ 監査委員会の委員（以下「監査委員」という。）は、委員会設置会社若しくはその子会社の執行役若しくは業務執行取締役又は委員会設置会社の子会社の会計参与（会計参与が法人であるときは、その職務を行うべき社員）若しくは支配人その他の使用人を兼ねることができない。
第四百一条（委員の解職等）各委員会の委員は、いつでも、取締役会の決議によって解職することができる。
２ 前条第一項に規定する各委員会の委員の員数（定款で四人以上の員数を定めたときは、その員数）が欠けた場合には、任期の満了又は辞任により退任した委員は、新たに選定された委員（次項の一時委員の職務を行うべき者を含む。）が就任するまで、なお委員としての権利義務を有する。
３ 前項に規定する場合において、裁判所は、必要があると認めるときは、利害関係人の申立てにより、一時委員の職務を行うべき者を選任することができる。
４ 裁判所は、前項の一時委員の職務を行うべき者を選任した場合には、委員会設置会社がその者に対して支払う報酬の額を定めることができる。

第二款　委員会の権限等
第四百四条（委員会の権限等）指名委員会は、株主総会に提出する取締役（会計参与設置会社にあっては、取締役及び会計参与）の選任及び解任に関する議案の内容を決定する。
２ 監査委員会は、次に掲げる職務を行う。
一　執行役等（執行役及び取締役をいい、会計参与設置会社にあっては、執行役、取締役

及び会計参与をいう。以下この節において同じ。）の職務の執行の監査及び監査報告の作成
二　株主総会に提出する会計監査人の選任及び解任並びに会計監査人を再任しないことに関する議案の内容の決定
３ 報酬委員会は、第三百六十一条第一項並びに第三百七十九条第一項及び第二項の規定にかかわらず、執行役等の個人別の報酬等の内容を決定する。執行役が委員会設置会社の支配人その他の使用人を兼ねているときは、当該支配人その他の使用人の報酬等の内容についても、同様とする。
４ 委員がその職務の執行（当該委員が所属する委員会の職務の執行に関するものに限る。以下この項において同じ。）について委員会設置会社に対して次に掲げる請求をしたときは、当該委員会設置会社は、当該請求に係る費用又は債務が当該委員の職務の執行に必要でないことを証明した場合を除き、これを拒むことができない。
一　費用の前払の請求
二　支出をした費用及び支出の日以後におけるその利息の償還の請求
三　負担した債務の債権者に対する弁済（当該債務が弁済期にない場合にあっては、相当の担保の提供）の請求
第四百五条（監査委員会による調査）監査委員会が選定する監査委員は、いつでも、執行役等及び支配人その他の使用人に対し、その職務の執行に関する事項の報告を求め、又は委員会設置会社の業務及び財産の状況の調査をすることができる。
２ 監査委員会が選定する監査委員は、監査委員会の職務を執行するため必要があるときは、委員会設置会社の子会社に対して事業の報告を求め、又はその子会社の業務及び財産の状況の調査をすることができる。
３ 前項の子会社は、正当な理由があるときは、同項の報告又は調査を拒むことができる。
４ 第一項及び第二項の監査委員は、当該各項の報告の徴収又は調査に関する事項についての監査委員会の決議があるときは、これに従わなければならない。
第四百六条（取締役会への報告義務）監査委員は、執行役又は取締役が不正の行為をし、若しくは当該行為をするおそれがあると認めるとき、又は法令若しくは定款に違反する事実若しくは著しく不当な事実があると認めるときは、遅滞なく、その旨を取締役会に報告しなければならない。
第四百七条（監査委員による執行役等の行為の差止め）
監査委員は、執行役又は取締役が委員会設置会社の目的の範囲外の行為その他法令若しくは定款に違反する行為をし、又はこれらの行為をするおそれがある場合において、当該行為によって当該委員会設置会社に著しい損害が生ずるおそれがあるときは、当該執行役又は取締役に対し、当該行為をやめることを請求することができる。
２ 前項の場合において、裁判所が仮処分をもって同項の執行役又は取締役に対し、その行為をやめることを命ずるときは、担保を立てさせないものとする。

第三款　委員会の運営
第四百十条（招集権者）委員会は、当該委員会の各委員が招集する。
第四百十二条（委員会の決議）委員会の決議は、議決に加わることができるその委員の過半数（これを上回る割合を取締役会で定めた場合にあっては、その割合以上）が出席し、その過半数（これを上回る割合を取締役会で定めた場合にあっては、その割合以上）をもって行う。
２ 前項の決議について特別の利害関係を有する委員は、議決に加わることができない。
３ 委員会の議事については、法務省令で定めるところにより、議事録を作成し、議事録が書面をもって作成されているときは、出席した委員は、これに署名し、又は記名押印しなければならない。
４ 前項の議事録が電磁的記録をもって作成されている場合における当該電磁的記録に記

録された事項については、法務省令で定める署名又は記名押印に代わる措置をとらなければならない。
５ 委員会の決議に参加した委員であって第三項の議事録に異議をとどめないものは、その決議に賛成したものと推定する。
第四百十五条（委員会設置会社の取締役の権限）委員会設置会社の取締役は、この法律又はこの法律に基づく命令に別段の定めがある場合を除き、委員会設置会社の業務を執行することができない。

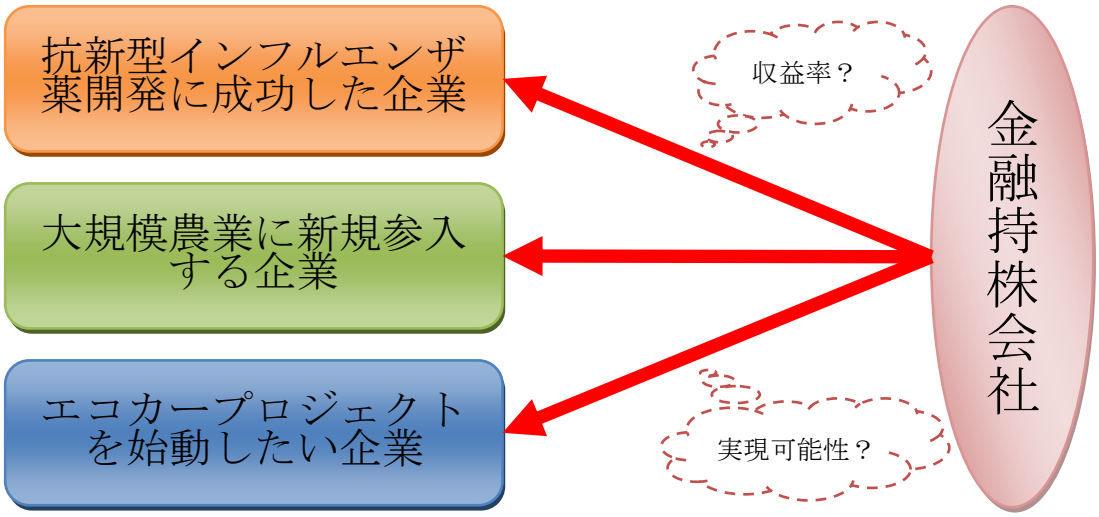
第五款　執行役の権限等
第四百十八条（執行役の権限）執行役は、次に掲げる職務を行う。
一　第四百十六条第四項の規定による取締役会の決議によって委任を受けた委員会設置会社の業務の執行の決定
二　委員会設置会社の業務の執行
第四百十九条（執行役の監査委員に対する報告義務等）執行役は、委員会設置会社に著しい損害を及ぼすおそれのある事実を発見したときは、直ちに、当該事実を監査委員に報告しなければならない。
２ 第三百五十五条、第三百五十六条及び第三百六十五条第二項の規定は、執行役について準用する。この場合において、第三百五十六条第一項中「株主総会」とあるのは「取締役会」と、第三百六十五条第二項中「取締役会設置会社においては、第三百五十六条第一項各号」とあるのは「第三百五十六条第一項各号」と読み替えるものとする。
３ 第三百五十七条の規定は、委員会設置会社については、適用しない。
第四百二十二条（株主による執行役の行為の差止め）六箇月（これを下回る期間を定款で定めた場合にあっては、その期間）前から引き続き株式を有する株主は、執行役が委員会設置会社の目的の範囲外の行為その他法令若しくは定款に違反する行為をし、又はこれらの行為をするおそれがある場合において、当該行為によって当該委員会設置会社に回復することができない損害が生ずるおそれがあるときは、当該執行役に対し、当該行為をやめることを請求することができる。
２ 公開会社でない委員会設置会社における前項の規定の適用については、同項中「六箇月（これを下回る期間を定款で定めた場合にあっては、その期間）前から引き続き株式を有する株主」とあるのは、「株主」とする。

図表 3-4 会社法「委員会設置会社」に関する条文（400～422 条のうち必要部分のみ抜粋）

第3節 地域型金融持株会社とは

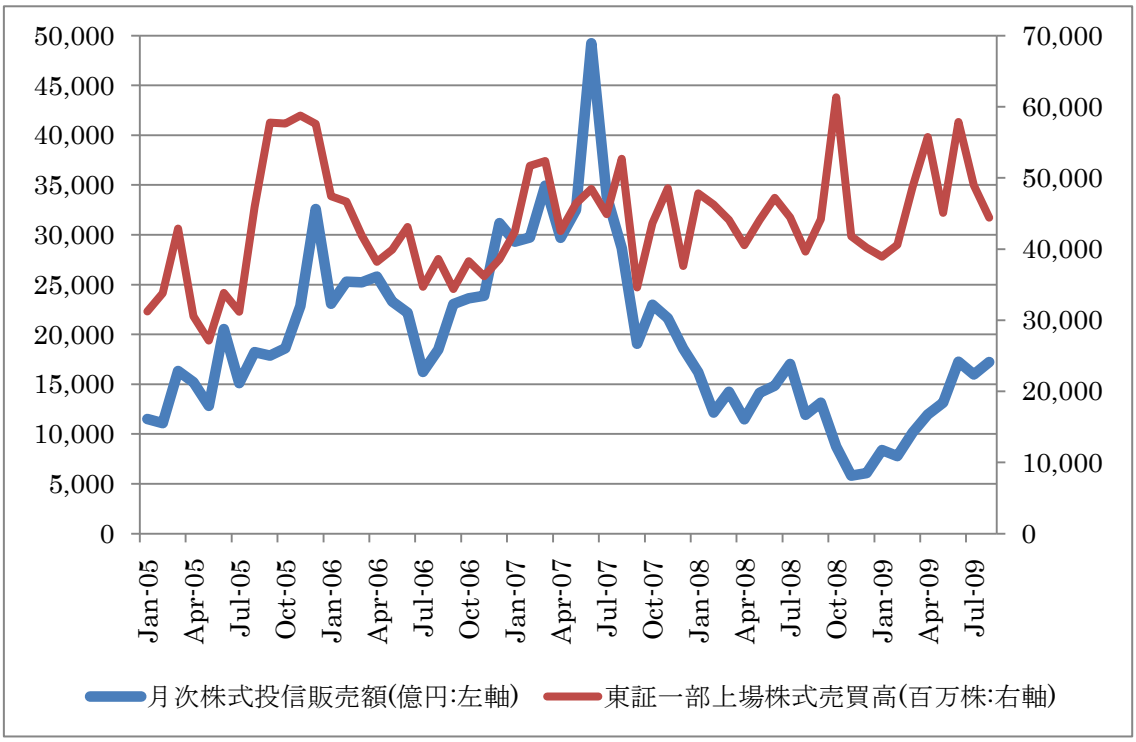
一方で私たちは金融機関側が融合した「地域型金融持株会社」も併せて設立するべきであると考える（図表３－５参照）。

地域型の持株会社にすることでのメリットは、①リスクマネーを供給する家計が「地域貢献」「自己投資」という観点から投資信託等に手を出しやすい点、②金融機関側は「企業の一プロジェクト・一事業への融資・投資」などといった一種のレベニューボンド型にして資金を融通することもできる点、また③銀行・証券会社・投信会社・ファンドが投資案件のリスク度合いに応じて資金供給の比率をフレキシブルに変えられる点があげられる。



図表 3-5 地域型金融持株会社の具体的モデル

まず①についてだが、地域密着型であるので大きな市場で取引されなくとも「相互扶助」の精神で資金調達が果たせると考えられる。つまり、投機目的のマネーが供給されないので、景気に大きく左右されにくくなり投信特有の問題点も払しょくされるのではないかと考えられよう。図表３－６にある通り、現在の投資信託の販売高は株式市場や景気の動向に大きく左右されてしまい、現状の制度のままでは銀行の貸し渋りと同じ現象が生じてしまう。しかし地域に根差し、家計自らもその利害関係者となることで単なる「リスクマネーの供給者」から「地域再生のための原動力」となりえるのである。もちろんその企業の経営が軌道に乗って成長戦略を描けるようになっていけば、銀行からの融資も受けられるようになるだろうし、ゆくゆくは株式を発行し上場できるようになるかもしれないのである。



図表 3-6 投資信託の販売額と株式の売買高の関係（出所：投資信託協会）

次に②についてである。まず前述した「レベニューボンド」について説明したい。レベニューボンドとはアメリカの地方政府で実際に販売されている「事業目的別歳入債」のことで、主に公的機関が発行する債券である。社会資本整備のためのプロジェクトにかかる資金について、このレベニューボンドを発行して調達するのである。その際債券の収益率や回収可能性についてわかるよう、すべての資料を政府が投資家や金融機関に提供する。こうすることで、債券の販売が不振であればこの事業は採算の取れないものであることが、逆に多くの資金が集まれば必要性の高い事業であることが市場を通じてわかるのである。ここで重要なことは、事業の是非を「市場」が判断するため客観的に理解できる点、また購入する主体が利害関係者たる住民である点だ。どんなに必要なものであっても当事者である住民が「不要」とレッテルを張った以上、政府の言う「必要性」そのものが誤りだったと結論付けることができるし、逆にたとえ収益率がそれほど高くなくても真に必要と住民が認めればプロジェクトは始動できるのである。

私たちはこの「レベニューボンド」の考え方を応用して、民間企業のプロジェクトファイナンスにも適用したいと考えている。今まで銀行は融資を行う際、「融資した資金の使い道を強制する」ことはほとんどなかったし、そうしたスキームそのものが欠落していた。しかし日々の運転資金ではなく、「新規ビジネス立ち上げ」「新技術掘り起こしのための研究開発費」などという形で、融資・投資した資金をどう使うのかについてまでコミットメントできるようになれば、マネーの供給者側としてはより資金を融通しやすくなるはずである。そしてこの制度を活用できる形にするには、政府同様中小企業の情報開示が不可欠である。得た資金でどういったプロジェクトをし、予想収益はいくらなのか、そのプロジェクトにかかる予算はどの程度なのか、収益率がより高い案件は本当にないのかなど、資金を供給する側が納得できる材料がなければならないだろう。

最後に③である。今まで銀行が融資する場合、その原資は元本が１００％補償された預貯金だったため、一定以上のリスクがある投資案件には融資しにくい現状があった。しかし投資額の一部を、預貯金をバックとする銀行融資としそれ以外の部分を投資信託や私募債などにすることで、投資する企業のリスクが高いほど融資の割合を下げたりすることができるようになる。すなわち投資額のうちの全てを融資で賄うことはできなかった案件でも、投信等も一部に導入することで今まで資金が調達できていなかった企業でも資金調達ができるようになるというものである。

また私たちが今回の政策提言で投資信託という形にこだわった背景には、株式や社債といった直接金融の場合一定以上の金融知識や一定規模の資金が必要となると考えたからである。特にこれから団塊の世代が大量に退職していくなかで、彼らの退職金の一割でもたとえ１％でもリスクマネーとして市場に流れれば、優秀な技術やノウハウ、人材を持った中小企業を支えることができるのである。

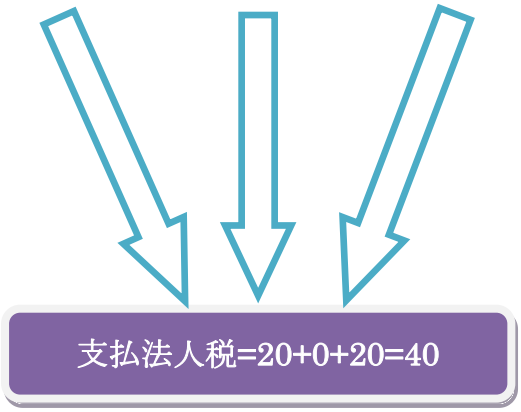
第4節 政策実現への課題

本政策を実現していくために当たって、いくつかの問題点があることも確かである。

まず、第一に中小企業の連合組織を作るといっても本当にうまくいくのかという点である。どういった企業同士が持株会社を設立するのかという点についてまで法的拘束力を持って行うことはできないうえ、一概に「市町村ごと」「工業団地ごと」などと決めることはかえって弊害を生むだろう。持株会社傘下の中小企業同士が緊密に連携しあってこそこのスキームは成功するのであって以上のような方式では利用されないように思われる。

しかし、この点に関しては税制面を考えると補完できると考える。すなわち、一中小企業の場合よりも中小企業連合体のほうが法人税の優遇を実質的に受けられるのである。図表３－７をご覧いただくとわかるように、傘下の企業の利益全てを足し合わせることによって赤字会社の当期純損失分だけマイナスの法人税として算入されるため、トータルで見ると支払法人税の額を減らすことができるのである。この点を最大限強調することで、町ぐるみでの企業連携が促進され、真の意味で「中小企業の大規模化」が図れるかもしれないのである。なお、この点に関しては「青色欠損金等の繰越控除」項目（赤字の分の税金を翌期以降に繰り越して税金の減免が受けられる制度）があるため大きく変わらないという考え方もあるが、この制度には特例を受けるための条件や期間が細かく規定されているため非常に簡素な本制度のほうが便利であるうえ、後で税金の減免を受けるより景気の悪い時期に即減額されるほうが企業側としてもメリットがあると考えられる。

A社		B社		C社		A社		B社		C社	
売上	100	売上	200	売上	300	売上	100	売上	200	売上	300
費用	50	費用	300	費用	250	費用	50	費用	300	費用	250
利益	50	利益	-100	利益	50	利益	50	利益	-100	利益	50
税金	20	税金	0	税金	20	税金	20	税金	0	税金	20
税引	30	税引	-100	税引	30	税引	30	税引	-100	税引	30

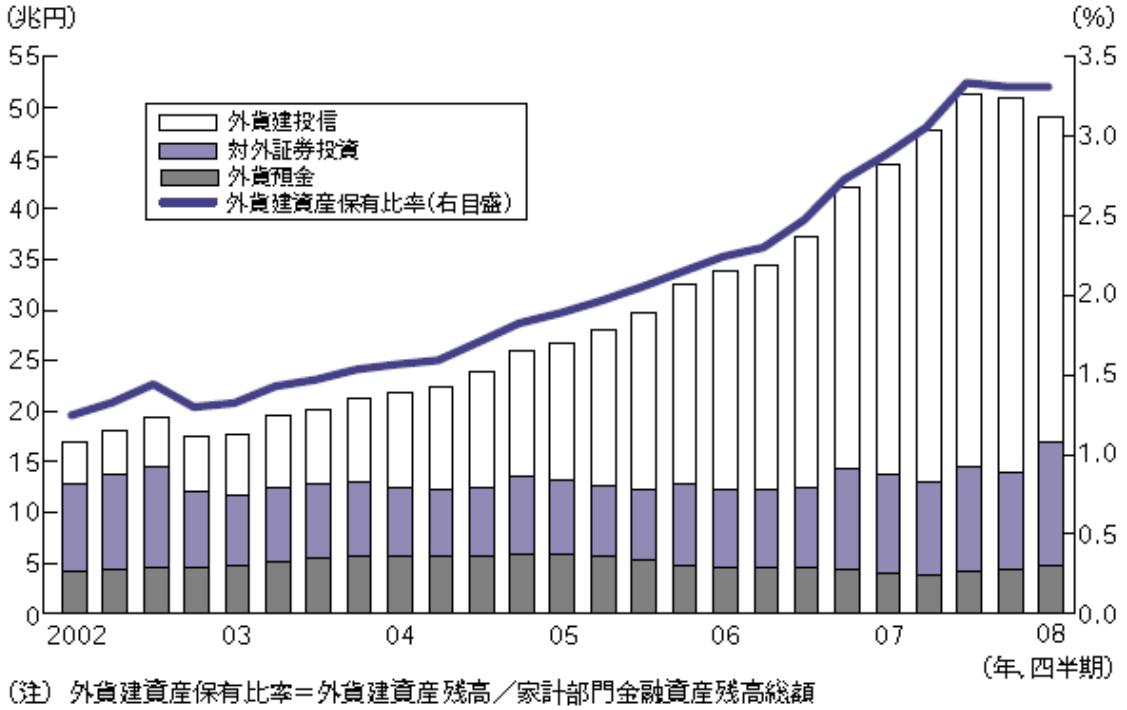


売上合計	600
費用合計	600
利益	0
税金	0
税引後利益	0

図表 3-7 支払法人税の額の計算例

第二に、中小企業型投信・私募債という極めてハイリスクなこの商品を誰が購入するのかについてである。図表１－１０からも分かるように、日本の個人金融資産の５割以上が預貯金であることを考慮すると、一般家計が元本保証のない高リスクの本商品を購入するのかは一番の問題となる。

その点に関しては繰り返しとなるが、「地域密着」という点を最大限アピールするほかないだろう。図表３－８にあるように、現在日本の一般投資家が購入している金融商品で現在保有高が増加傾向なのは外国の投信や株式なのである。日本人なのだから日本企業の情報については、少なくとも外国企業より豊富に持っているはずだ。加えて「地域間相互扶助」という理念だけでなく自らが利害関係者となるような投資を行うことで、収益だけを目的としない真の「投資」ができると考えるのである。



(注) 外貨建資産保有比率＝外貨建資産残高／家計部門金融資産残高総額
(資料) 日銀「資金循環統計」、投信信託協会「契約型公募投資信託の資産運用状況」

図表 3-8 家計の保有する外貨建資産の推移（出所：みずほ総合研究所）

第三に、中小企業連合組織において各企業間の取り扱いをどうするのかという点も問題になるだろう。すなわち、ひとえに中小企業といえどもその規模や売上高、従業員数などが大きく異なることが予測できる。この格差をそのまま連合体に反映してしまうと、そのスケールメリットを生かすことのできない企業が出てきたり、企業間の連携がかえってうまくいかなくなったりするケースが生じることが考えられる。

そこで私たちは、会社法第１０９条第２項にある「属人的株式」項目を適用（図表３－９参照）し、「一企業＝一議決権」の形を取りたいと考えている。もちろん、一般的な「出資額に応じた議決権」のスキームをなくすことはないのだが、少なくとも属人的扱いもできる制度も作っておかないと企業間での不公平感が出てしまうことは否めないだろう。

第百五条（株主の権利）株主は、その有する株式につき次に掲げる権利その他この法律の規定により認められた権利を有する。
一　剰余金の配当を受ける権利
二　残余財産の分配を受ける権利
三　株主総会における議決権
２ 株主に前項第一号及び第二号に掲げる権利の全部を与えない旨の定款の定めは、その効力を有しない。
第百九条（株主の平等）株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない。
２ 前項の規定にかかわらず、公開会社でない株式会社は、第百五条第一項各号に掲げる権利に関する事項について、株主ごとに異なる取扱いを行う旨を定款で定めることができる。
３ 前項の規定による定款の定めがある場合には、同項の株主が有する株式を同項の権利に関する事項について内容の異なる種類の株式とみなして、この編及び第五編の規定を適用する。

図表 3-9 「株主の属人的取り扱い」に関する会社法の規定

以上で解説してきた仕組みが成立することにより、銀行の中小企業融資も膨らむと考えられる。中小企業の経営が株主による監視により効率化・活性化し、特に小規模企業では軽んじられてきたディスクロージャー制度が根付くことで、銀行も積極的に融資しやすくなると考えられるのである。

このように、投信購入者が具体的に中小企業の経営に口出しできる体制を整えることでリスクの所在が明らかになり、本来倒産すべき企業にまで投資を行ってしまう「追い投資（Over Investment)」のような現象も発生しないだろう。全ての中小企業を救うのではなく、高い技術やノウハウ、専門性を有する「一流の中小企業」に手を差し伸べるのが私たちの提言なのである。

第5節 政策実行のために政府がすべきこと

私たちが提唱する政策を実行可能なものにするためには、いくつかの法律を改正する必要が生じる。ここでは法改正を含め、政府がなすべきことを３点にまとめて分析していきたい。

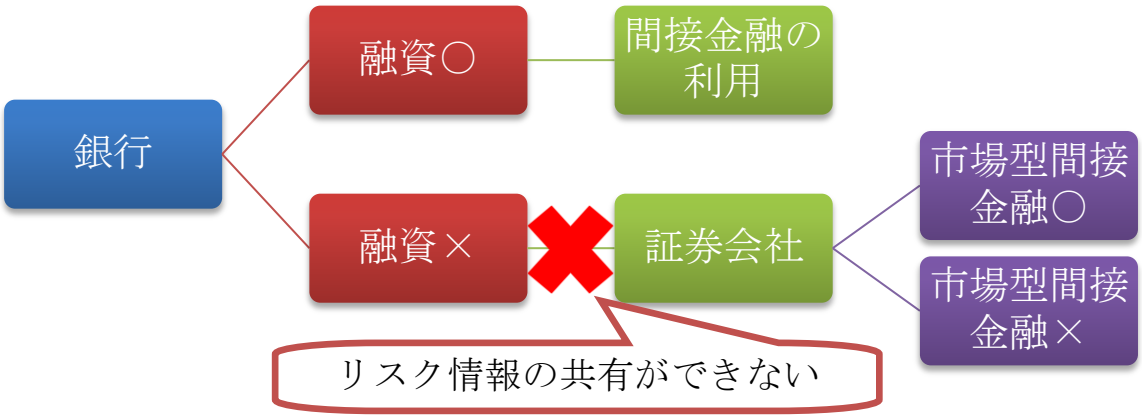
まず１点目は、現行の委員会設置会社に関する法律の改正である。現在は大企業限定かつ３委員会（指名・報酬・監査委員会）の設置が義務付けられている。また３委員会は社外委員が過半数を占めることになっている。しかし私たちの提言では、委員会は監査委員会のみであり、また委員はすべて金融機関関係者で占めることを想定している。この点に関しては法改正が必要だ。

２点目は、「銀証分離」の原則の完全撤廃だ。現在の法律では、銀行が銀行業務を、証券会社は証券業務をすることが原則となっている。少しずつ規制が緩和されつつあるが、それでも規制は厳しい。次の図表３－１０にあるように、銀行と証券会社の間でリスク情報を共有することは、現行法では利害関係者の許可が必要である。したがって、企業の許可なく銀行や投信会社、ファンド等でリスク情報を共有できないのである。したがってこ

の点に関しても規制を廃止するべきだ。ただし、リスク情報の取り扱いや情報の非対称性を利用した不公正な取引に対しては徹底的な金融監督が必要である。規制を強化して商業金融を委縮させるのではなく、できる限り市場に任せた金融取引を基本とすべきではなかろうか。

３点目は情報開示に関する法律である。現行の金融商品取引法では上場企業のみが法的に企業情報を開示する必要がある。しかしこれから先は、我々一般投資家が投信という形で購入する以上適切な情報開示が必要だ。そのためには法律の改正だけでなく、企業情報開示のためのシステム整備が必要不可欠である。そこで金商法に基づく EDINET システムを簡素化した「Small EDINET」を新設する。具体的には税務署に提出している「青色申告書」を財務諸表化し、その他の企業情報（今後展開するビジネスや研究開発、CSR 等）をまとめるのである。

ただし、はじめから民間だけに任せてもうまくいかない可能性があるので、制度開始当初は政府系金融機関が主導してもよいと考えている。地域型金融持株会社の傘下に政府系金融機関が一時介入しリスクマネーを供給することも考えておくべきだろう。



図表 3-10 銀証分離の弊害

第6節 政策による効果

本政策によって日本経済はどのような恩恵を受けることができると考えられるのだろうか。ここでは銀行の受ける恩恵と企業の受ける恩恵に分けて考えていきたい。

銀行は２つの点で恩恵を受けられると考える。１点目は銀行の稼げない体質の改善である。銀行はリスクをとれないため、リスクの比較的低い大企業や無リスクの国債などでのみ運用してきた。しかし新制度導入でリスクが比較的高い企業にも一部資金を融通できるようになることによって、より高い貸出利鞘が稼げるようになると考えられる。また、本制度によって中小企業の中にも息を吹き返すような企業も出てくると考えられ、本業の間接金融でも適切な金利で貸し出しできるようになるだろう。

２点目はリスク評価能力の向上である。メインバンク制のもとでは一定のリスク評価能力があったとも考えられているが、少なくともバブル経済期にはそれがまったく機能していなかったことが逆に証明されてしまった。また高度成長期には全業種全企業が成長していたので、それほど企業評価が重要視されていなかったことも考えると、メインバンク

制が企業の監督機能を果たしていたとはいえないのかもしれない。私たちは今回の提言で、真の意味での「メインバンク」を務められるようにしたいと考えている。複数の金融機関が資金を提供しているので金融機関同士の監督もできる。したがって金融機関が自らの失態を隠す「追い貸し」のような事態は発生しにくいと考えるのである。

一方、中小企業側は３つの点で恩恵を受けられると考える。１点目は最大のアピールポイントである、資金調達手段が多様化できる点である。中小企業は単独で株式や社債を発行することが事実上できない。それらを取引する市場もないし需要者がいないからだ。しかし銀行の間接金融だけしか調達手段を持たないと、前章でも述べてきたように銀行の融資態度や景気動向などに大きく左右されてしまいリスクが高すぎる。私たちの提言により、企業はよりフレキシブルに資金を調達できるようになるうえ、企業の持つ潜在的なリスクに応じて利率が変わるため中小企業の経営体質そのものも改善されるのではないかと考えられる。

２点目は中小企業の経営の効率化・透明化が図れる点である。「中小企業持株会社」制度導入により、各中小企業間で互いに監督しあう「ピア・プレッシャー」が働くのではないだろうか。自分の企業が返済できないと所属する企業体全体が資金を調達できなくなるという意識をもつことにより、一層利益を追求し効率・収益率の高い投資案件に資金を集中させるようになるだろう。また一般の投資家からリスクマネーを供給してもらう以上、企業がどういったビジネスを展開してこの先どういった成長戦略を描いているのかなどについて公開していく必要がある。そして公開することそのものが中小企業の経営の効率化を図れると考えられるのである。

最後の３点目は中小企業の海外進出が容易になる点である。中小企業が連合体を組織することによって、技術やノウハウが結集されより国際競争力の高い商品開発ができると考えられる。またディスクロージャー制度や会計制度が共通化されることにより、海外市場展開の際の足かせが小さくなることも期待される。

先行論文・参考文献・データ出典

《先行論文》

吉野 直行（2004 年）「レベニュー・ボンドによる財政規律の構築」『フィナンシャル・レビュー』74 号、39～51 ページ
上原 啓一（2007 年）「中小企業における資金調達の課題」経済産業委員会調査室

《参考文献》

渡辺 努・上杉 威一郎（2008 年）『検証中小企業金融』日本経済新聞出版社
吉野 直行・藤田 康範（2007 年）『中小企業金融と金融環境の変化』慶應義塾大学出版会
小林 秀之・和仁 亮裕（2006 年）『新会社法とコーポレートガバナンス』中央経済社
小谷 範人（2009 年）『シンジケートローン市場構造と市場型間接金融』渓水社
池尾 和人（2006 年）『市場型間接金融の経済分析』日本評論社

《データ出典》

（引用したものはございません）