

中小企業金融と金融制度改革

—— 未公開株取引の解禁とその限界 ——

大 坂 良 宏

1. はじめに一問題の所在と分析視角—
2. 戦後の金融制度再編と中小企業金融
3. 中小企業金融の現状と金融環境の変化
4. 中小企業金融における直接金融化の試みと限界
5. おわりに

1. はじめに一問題の所在と分析視角—

中小企業金融が中小企業問題の中でも極めて重要なものであることは、わが国だけに限らず、⁽¹⁾ 広く欧米諸国に共通した課題である。中小企業金融に関わる問題は、大企業金融と比較することによって一層その特殊性が浮き彫りとなる。⁽²⁾ 例えば、中小企業においても経営の合理化や設備の近代化は不可欠であるが、そのために必要な資金の調達局面において大きな差異となって現れる。大企業の場合は、株式や社債の新規発行によるいわゆる証券金融によって対応可能であるが、中小企業の場合はそうした金融上の選択肢はかなり制約されるのが現状である。また、金融機関から融資を受ける際にも、物的担保の規模や収益力が安定している点からも大企業にとっては長期の借入は比較的容易である。このことは短期資金や運転資金の融資に際しても同様の理由から事情は変わるところがない。このような中小企業金融の特殊性・困難性は金融逼迫時に一層顕在化することになる。

以下、本小論では、そうした中小企業金融の問題を、戦後のわが国の金融システムの歴史的 policy 過程に求め明らかにする。そして直接金融を進めるひとつの足がかりになるとと思われる未公開株取引の解禁の効果をわが国の投資家層との関わりで検討する。

2. 戦後の金融制度再編と中小企業金融

1) 金融制度の再編と間接金融方式の定着

わが国の金融制度は、第二次世界大戦を機に、大幅な変化を遂げた。すなわち、戦前の財閥主導の直接金融型から戦時期の国家統制下の間接金融型、そして戦後の政府主導の間接金融型への変化である。

第一次世界大戦以後の都市労働者の増大や土地の封建的所有に基づく所得分配は財閥や地主層を潤し、その資金は株式の形で企業に供給された。さらに、第一次世界大戦とその後の金融

恐慌は多数の弱小銀行の淘汰整理を招き、弱小銀行の預金は安全を求めて大銀行や国家信用をバックとする郵便貯金へ、あるいは財閥の名を冠する大信託会社へと移動した。⁽³⁾ こうして所要資金は信用力のある大企業へと供給された。一方、中小企業への資金供給は、無尽、信用組合、質屋など零細な金融システムに依存せざるを得なかった。

そして第二次世界大戦の勃発はそれまでの金融システム的大幅な変更をもたらした。まず1942年（昭和17年）2月には従来の日本銀行条例を廃止して新たに日本銀行法が制定された。これによって日本銀行は政府の支配下に組み込まれ、国家政策遂行のための資金が無制限に供給されることとなった。さらに同年3月には南方開発金庫、4月には戦時金融金庫が設立された。しかし、戦局が逼迫してくるとさらに強力な体制が組まれることになる。1944年（昭和19年）1月からは軍需融資指定金融機関制度を発足させ、軍需会社・軍需協力会社一社に対して金融機関一行を指定し、軍需生産に必要な資金の供給体制を確保した。言うまでもなく当該金融機関の資金力には限界があり、その不足分は必然的に日銀の信用供与に依存することになった。

第二次世界大戦終了とともに、民間金融機関は軍需産業向け融資のための集金機関としての役割から解放されたが、軍需補償は不渡りとなって融資のかなりの部分が不良債権化した。そのため銀行は深刻な状態に陥ったが、さいわい資金需要は旺盛でその多くは銀行に依存することになった。しかし敗戦によって、生産力の喪失、インフレによって国民の貯蓄の実体は失われ、さらに財閥解体や農地解放によって戦前の富裕層は壊滅し、証券に対する投資は望むべくもなかった。こうして戦後の産業の資金供給は大きく転換することになった。表1からも明らかなように、終戦直後のとりわけ日銀の信用供与に依存する銀行貸出が特徴的である。

表1 産業資金供給状況表

	減価償却	社内留保	株式	事業債	貸出	(内財政 資金)
1934～36年平均	38.4%	13.4%	38.8%	0.2%	9.2%	0.6%
1947年	27.0	△2.5	5.1	—	70.4	25.0
1948年	16.6	0.5	11.2	0.1	71.6	12.5
1949年	19.2	5.7	16.5	2.3	56.3	1.2
1950年	20.9	21.8	3.6	4.8	48.9	1.6
1951年	18.2	20.3	4.9	2.5	53.8	5.1
1952年	22.0	10.5	8.0	2.4	56.8	6.3
1953年	24.3	16.0	9.3	2.3	48.0	4.9

(出所) 公正取引委員会『証券市場における金融資本の支配と集中』1955年、p.87.

ところで、戦後の経済民主化政策の一環として生まれた過度経済力集中排除法は、独占企業の分割問題を提起した。経済界は混乱に陥ったが、1948年7月には金融機関の適用が除外され、戦時中合併した帝国銀行が再度分離された以外は財閥系銀行の行名が変更されるに止まった。

したがって、銀行は戦前の支配体制をそのまま温存し財閥に代わる影響力を有することになった。

また、長期資本はそもそも証券市場から求めるべきであるが、それが未発達なわが国では、戦前から日本勧業銀行、北海道拓殖銀行、日本興業銀行、農工銀行、朝鮮殖産銀行などの債券発行が可能な特殊銀行がその役割を担ってきた。ところが戦後に至っては、戦時色の強いものは閉鎖機関⁽⁴⁾とされ、勧銀と北拓は普通銀行への転換を選択し、残る興銀はインフレ下で債券発行は困難を極めた。したがって、敗戦後の旺盛な長期資金需要には応じきれず、1947年1月に営業開始した復興金融金庫の融資に依存することになった。しかしこれもドッジ・ラインの下で貸出が停止され、結局長期資金供給の役割を果たしうる金融機関はなくなってしまった。そこで1952年12月の長期信用銀行法の施行によって長期信用銀行に転換し再度債券発行銀行として復活させ、同時に日本長期信用銀行を新たに設立することになった。これに加え、1957年には朝鮮銀行の残余財産を基礎に中小企業向け長期資金の供給を目的とする日本不動産銀行が設立され、これで長期産業資金供給体制が整うことになった。

なお、こうした債券発行銀行の設立による巨額な債券消化はどのようにして行われたのであろうか。それは、銀行が保有する金融債を日銀貸出の適格担保とし、金融債を買いオペの対象にしたことと、資金運用部が積極的に金融債を引き受けたことによって可能にした。証券市場が極めて狭隘な時期において、産業への長期資金の供給という目的のためにはこうした方策しか残されていなかったと思われる。

一方、敗戦後の日本は極度の資金不足に悩まされたが、とりわけ中小企業においては深刻であった。戦前から中小企業金融機関として無尽会社や信用組合があったが、少数の資金融通組織ではとうてい旺盛な資金需要に応えることはできなかった。そこで1952年には、無尽会社には預貸業務を認めて相互銀行とし、また信用組合には員外貸付を認め信用事業に特化させて信用金庫とし、銀行に準じた中小企業専門金融機関としたのである。

政府は、銀行組織の再編成によって民間の間接金融システムを整える一方で、政府金融機関も設置した。1951年には日本開発銀行、1950年には日本輸出入銀行が設立され、また、1949年には国民金融公庫、1950年には住宅金融公庫、1953年には農林漁業金融公庫と中小企業金融公庫が設立されている。こうして敗戦後わずかな期間において、長短金融の分離、中小企業専門金融機関、そして財政投融资計画というわが国に特徴的な官民挙げての間接金融体制が整備されたのである。

資本主義経済が未だ発展段階にあった明治期にあっても、民間の信用力は乏しく、そのため創設されたのが郵便貯金であったが、敗戦後においてもその額は増加し、政府金融機関の主要な資金供給源となった。金融が国家信用において行われるということは経済が未だ発展段階にあるということを象徴するものであり、この段階でわが国に特徴的な間接金融システムが形成されたのであった。しかし、金融上の棲み分けは、結果的に金融上の保護を前提とした競争制限的措置となったため、経済の発展や海外取引の自由化の進展に伴って、競争制限的保護措置

の弊害が顕在化するようになってきた。

2) 戦後改革と直接金融の後退

証券市場の役割は、言うまでもなく社会的資金を長期資金として生産過程に配分することである。企業の側からは長期資金の調達であると同時に社会的資金に対する支配権の配分でもある。そしてこのように配分される社会的資金の流動化は、証券流通によって行われ、流通市場における流動化の保証が十分でなければ発行市場の機能も十分発揮されないことになる。そのため、政策当局は市場が十分機能するよう具体的な施策を講じることになる。

具体的政策を貫く政策基調は大きく分けて次の二つの方向が考えられる。まずひとつは証券市場に社会的資金を動員すること自体に重点をおくこと。いまひとつは動員された社会的資金＝投資家に重点をおくことである。特に後者については、たとえば預金者保護は主に銀行の支払準備金を維持させることを監督することで達成されるが、投資家保護は証券発行・流通市場のあらゆる側面において考慮されなければならない。いずれに重点を置くかは経済の発展段階によって異なるであろう。わが国においては敗戦から証券不況期までは前者に重点がおかれ、その後はしだいに後者に移行してきたといえる⁽⁵⁾。ちなみに株式市場は途中停滞過程を含みながらも1960年代には急速な発展を遂げた。しかし、この時期の市場規模は、表2、表3からも窺

表2 証券市場の規模

(単位 億円, %)

年末	国民所得 (A)	会社払込 資本 (B)	(B)/(A)	上場株式 時価総額 (C)	(C)/(A)	事業債 残高 (D)	(D)/(A)	その他 債券 (E)	(E)/(A)
昭10 36	135 141,177	164 42,603	(121.4) (30.2)	186 64,297	(137.8) (45.5)	27 10,784	(20.0) (7.6)	104 22,587	(77.0) (16.0)

(出所) 加藤俊彦編『証券経済講座第3巻』1968年, 東洋経済新報社, p.183.

表3 産業資金調達の内訳

(%)

年	自 己 資 金				借 入 金				合 計
	株式	積立金	減価償却		財政資金	銀行 借入金	社 債		
昭10	33.9	25.0	25.2	84.1	-1.6	16.4	1.1	15.9	100
36	14.4	14.6	19.5	48.7	3.8	44.5	3.1	51.3	100

(出所) 加藤俊彦編『証券経済講座第3巻』1968年, 東洋経済新報社, p.184.

えるように戦前に比べて相対的に小規模なものに止まっていた。このことを念頭に置きながら、以下では戦後の証券政策を概観してみよう。

いわゆる証券民主化政策によって財閥家族や財閥本社持株の強制的公開は、閉鎖的に所有されていた株式を分散化するという意味で画期的措置であった。それまで日本の中核的企業との

関係を欠いていた証券市場は、この株式分散化措置によって市場としての基本的な条件が整えられたのである。そして証券市場対策としては、1947年の証券取引法の公布、1949年の証券取引所の再開、1950年の商法改正、1950年から始まる資産再評価の実施、1951年の投資信託制度の導入や信用取引の開始といった証券市場育成政策は、企業の直接金融への転換を意識したものであった。

一方、分散所有された株式は、ドッジ・ライン下の株価下落の中で換金売りされて、既に再建整備を果たしていた金融機関や旧財閥系企業の手元に再結集されたのである。そして前節で見たように、既に日銀主導の間接金融体制に大きく傾斜していた時期であり、GHQ、証券政策担当者、業界などの証券市場を長期資金市場の中核として育成しようとする試みは、旺盛な資金需要と零細な貯蓄、日銀信用の供給体制の前に、その端緒において挫折したのであった⁽⁶⁾。こうした直接金融の後退は、政策に深く関わった証券取引委員会の位置づけにも明確にあらわれている。当委員会は、1947年の証券取引法に基づき創設された。大蔵省の外局として SCLC への参加、有価証券届け出制度の実施、業者・取引所の監督、取引上の紛争処理の仲介などを行った。しかし占領の終結とともに1952年の大蔵省設置法案改正によって廃止され、その権限と事務は大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会と理財局とに分割継承されることになった。その新たに発足した証券取引審議会も1955年からしばらく休会する⁽⁷⁾。

そして1950年代後半の政策当局の主な関心事は、企業資本の充実に向けられた。動員可能な社会的資金を生産過程に如何に吸収するかがもっぱら問われた。能力を越えた負担を強いられた市場は、その反動として1961年夏以降、深刻な危機に見舞われる。それ以降、いわゆる証券不況期を通じて、政策の重点は市場対策、業者救済策に移行することになった。

1960年代は、いわば大衆投資家へのリスク転嫁の過程であったわけで、この経験から1970年代によく市場育成策、投資家保護策に力点がおかれはじめるようになる。本格的な時価発行増資が登場し、市場のあり方が問われた時期であった。しかし、この時期、同時に経済界は一方で資本自由化に如何に対応するか解決を迫られたのである。その対応の結果、株式市場に構造変化をもたらすことになった。環境変化に対して経済界は、企業間結合の強化によって対処しようとし、法人による株式所有と相互所有という道を選択し、その後その方策が急速な広がりを見せることになったのである。

いわゆる法人化の進展は株式市場に構造的変化をもたらし、その影響は深刻なものとなった。空洞化が生じることから、発行市場では株式発行の意義が減退せしめられ、流通市場では浮動株の減少による構造的株高、株価操作の容易化、株式の流動性の低下など市場基盤の脆弱化をもたらしたからである。

以上のように、その時々の資本蓄積の要請と社会的資金の市場への誘導のために制度の整備が試みられてきた。そして敗戦後、証券市場の発達を強く企図した GHQ の意向のもとに証券民主化が具体化されてきた。そのよりどころとは証券取引法であった。しかし、政策当局は業者対策に追われ証券取引法が謳った投資家保護の理念に向けた開示制度等への対応は十分とられ

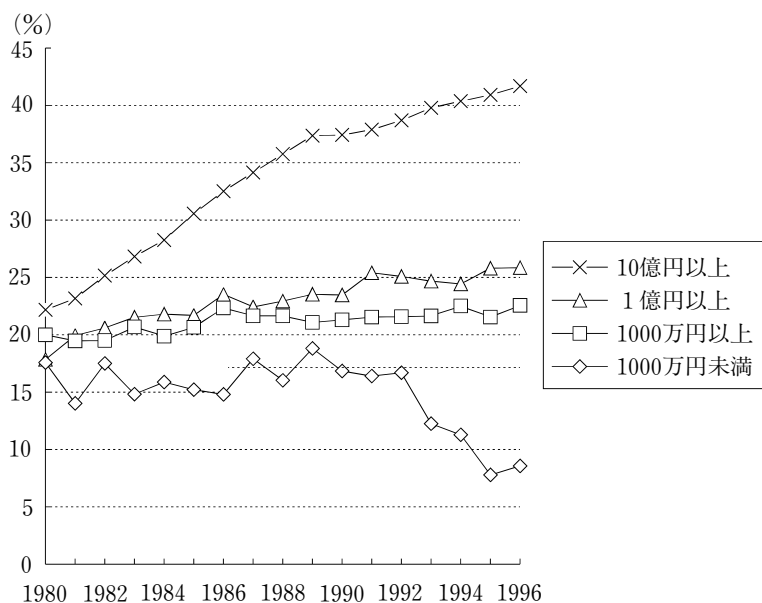
てこなかった。このことはいわば自立的市場の育成を真剣に追求しなかったということでもある。したがって、結果的に市場に対応できる投資家の育成も図られなかった。このようにリスクを意識した真の投資家からなる公正な市場成立のための条件としてインフラの整備を怠ったことは、後述する中小企業金融にとっても、またわが国資本市場にとっても致命的といわざるをえなかった。

3. 中小企業金融の現状と金融環境の変化

1) 中小企業金融の現状

中小企業は、その規模の小ささゆえに環境変化に影響されやすい。それだけに、むしろ自己資本充実の必要性は大規模株式会社より高いといわねばならない。しかし現状は全く逆の動きを示している。1980年代以降について資本金規模別についてみると図1の通りである。これを

図1 資本金規模別自己資本比率（製造業）

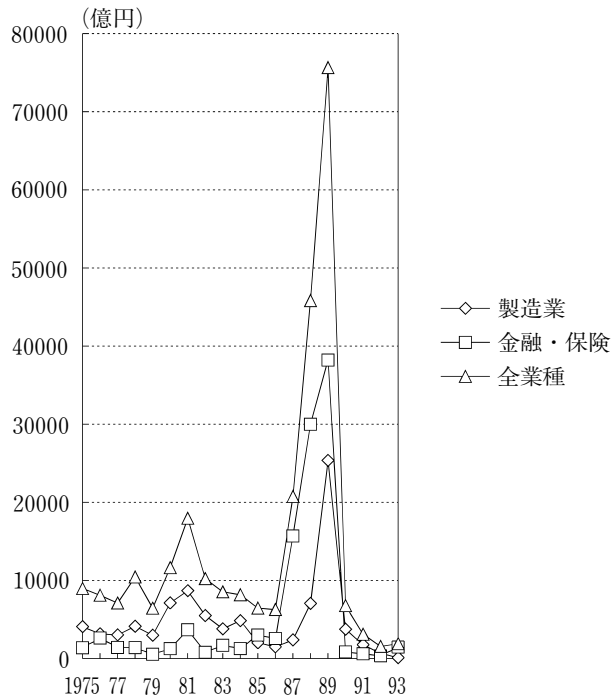


(出所) 『財政金融統計月報—法人企業統計年報特集—』各号より作成

見ると、明らかに資本金規模が大きいほど自己資本比率が高く、資本金規模が小さいほど自己資本比率が低くなる傾向のあることが分かる。⁽⁸⁾

1980年代から特にこの傾向が強まったのは、大企業が急激な直接金融化の動きを見せたことが原因の一つとして考えられる。図2によると80年代後半に大量の増資がされたことが分かる。いわゆるエクイティ・ファイナンスがブームになった時期でこれによって大企業の自己資本比率の上昇となった。さらに高度成長期以降の貯蓄の増大、経済の発展、海外取引の自由化、人為的低金利政策の後退などを背景にした金融自由化の進展がみられ、これが特に大手金融機関

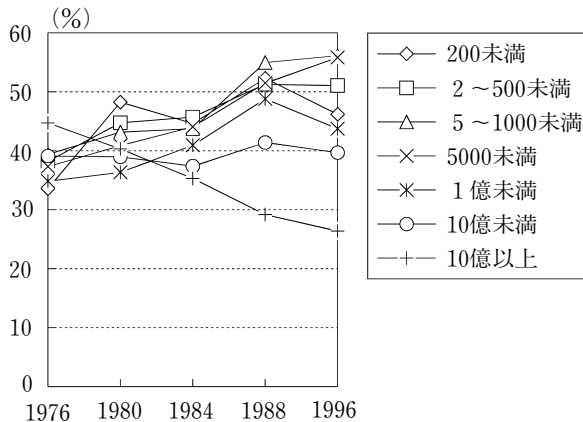
図2 業種別有償増資状況



(出所) 大蔵省証券局年報より作成

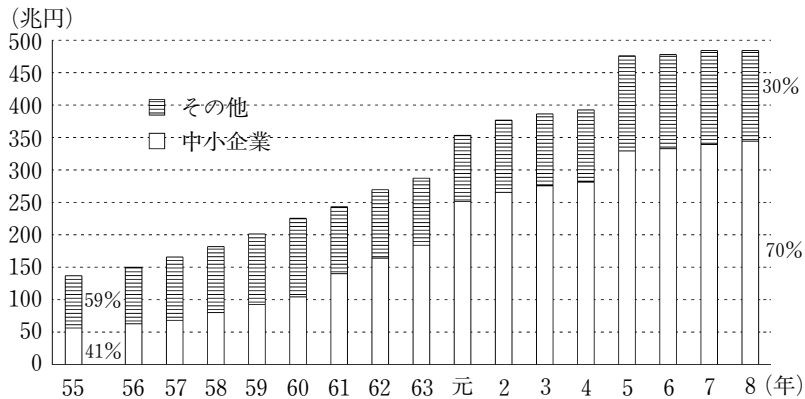
の戦略転換をもたらした。つまり中小企業向け貸出を増大させることによって、中小企業の自己資本比率を引き下げる結果になったのである。大企業は、資金調達の多様化を実現し、直接金融の割合を高めつつ自己金融力の向上を図ったが、大手金融機関はこれら企業の「銀行離れ」による収益低下に対応するため、優良中小企業を中心に貸出を拡大させていったのである。図

図3 資本金別金融機関借入比率



(出所) 『財政金融統計月報—法人企業統計年報特集—』各号より作成

図4 国内銀行銀行勘定に占める中小企業向け貸出額の推移



資料：日本銀行「経済統計年報」

(注) 平成元年以降第二地方銀行(平成4年3月までは相互銀行を含む)を含む。

平成5年4月以降当座貸越を含む。

(出所) 中小企業庁編『平成10年版中小企業白書』p.217.

3によれば、資本金規模が大きいほど借入比率が相対的に低下していることが分かる。また、図4によれば銀行の中小企業向け貸出額が約7割を占めるまでに増加したことが分かる。

一方、表4によれば、企業の支払い能力の指標となる流動比率の相対的低さと固定比率の急激な増加が中小企業の特徴といえる。このことから、まず中小企業は担保能力や経営の不安定さもあって、短期資金を必死で回転させている様子がみえる。また、固定比率の高さから積極的な長期投資が窺えるが、それに比べ固定長期適合率が緩やかな増加であるのは、自己資本の割には長期負債に依存し多くの固定資産を抱えていることを示している。

以上のような中小企業の実情から、図5にみられるように、資金調達の方法は増資によるものが殆どなく、借入金の約7割と内部資金の約3割で賄われていることが分かる。

いずれにせよ、バブル期以降、金融機関は積極的に中小企業への貸出を展開するが、いったん景気にかげりが見え始めると中小企業の資金繰りは不安定になる。特に担保物件が乏しく経営の先行きに不安のある中小企業は長期資金の調達が困難にならざるをえない。

これに対して、行政は政策金融として、政府系金融機関等を通じた融資の充実や債務保証を行ってきている。しかし、皮肉なことにこうした行政の融資制度の充実は、一方で中小企業の借入依存体質を恒常化してきたともいえる。財務体質強化のためのインフラの整備がむしろ急務といわねばならない。

2) 金融環境の変化

1997年後半から、金融機関の貸出姿勢が厳しくなっていることが各種研究機関やマスコミ等で指摘されている。⁽⁹⁾ 貸出姿勢が厳しくなった原因はいくつか考えられるが、まず第一に地価がいまだに下げ止まっていない状況から判断して、担保不足による貸し渋りが考えられる。第二

表4 主要財務比率の推移（全産業）

（単位：％）

項目 規 模 年 度	当 座 比 率		流 動 比 率		固 定 比 率		固 定 長 期 適 合 率		自 己 資 本 比 率	
	中小 企業	大企業	中小 企業	大企業	中小 企業	大企業	中小 企業	大企業	中小 企業	大企業
63	68	72	111	117	282	186	85	84	13	23
元	71	75	112	121	292	180	86	80	14	23
2	71	73	112	122	268	204	80	89	14	23
3	67	68	112	120	296	196	86	83	14	23
4	66	66	112	117	332	203	87	86	13	24
5	62	66	104	117	341	206	95	87	13	24
6	65	66	109	114	391	206	91	89	12	25
7	67	64	109	111	382	207	90	91	12	25
8	67	72	106	109	382	204	93	93	13	25

資料：大蔵省「法人企業統計年報」

（注） 1. 当座比率＝ $\frac{\text{当座資産}}{\text{流動負債}} \times 100$ 当座資産＝現金・預金＋売上債権

流動比率＝ $\frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}} \times 100$ 固定比率＝ $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}} \times 100$

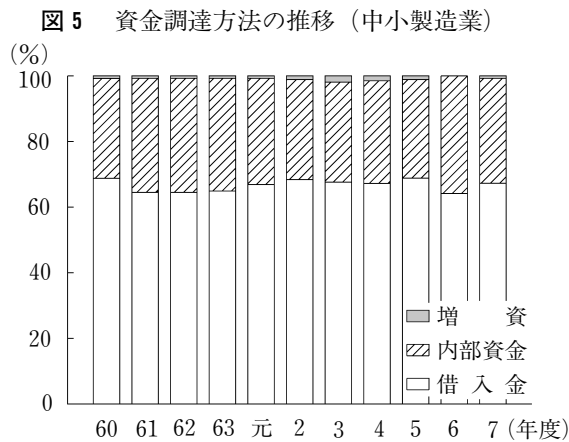
固定長期適合率＝ $\frac{\text{固 定 資 産}}{\text{自己資本} + \text{固定負債}} \times 100$

自己資本比率＝ $\frac{\text{自己資本}}{\text{総資本}} \times 100$

2. 中小企業：資本金1億円未満

大企業：資本金1億円以上

（出所） 中小企業庁編『平成10年版中小企業白書』p.27.



資料：中小企業金融公庫「中小製造業設備投資動向調査」

（出所） 中小企業庁編『平成8年版中小企業白書』p.63.

に預金シフトである。97年末以降金融機関の破綻が表面化し、預金者の金融システムに対する

不安が資産選択行動に反映されたもので、郵便貯金や健全といわれている銀行への預金シフトをもたらした。⁽¹⁰⁾第三に早期是正措置の影響が考えられる。早期是正措置とは、金融機関の健全性確保のために、自己資本比率が一定基準に満たない金融機関に対しては、経営改善命令や業務停止命令などの措置を講ずる制度で98年4月から導入されたものである。⁽¹¹⁾これに対し、98年末以降いくつかの「貸し渋り」対策を実施した。銀行を対象に実施されたのは、自己資本比率の算定に際しての株式の評価方法は、従来の低価法から原価法と低価法の選択に切り替える。そして、銀行が発行する優先株や劣後債を公的資金によって購入することであった。これはいずれも自己資本規制が銀行の貸出規制に影響していることを前提にしている。

最近の金融機関の中小企業への貸出態度について議論するには、大手銀行と中小銀行の直面する状況の違いを考慮する必要がある。その意味では、上記第二の預金シフトの問題は重大である。預金量が貸出を大きく左右するので、特に中小銀行からの預金逃避は中小企業への貸出に大きな影響を及ぼしていると考えられるからである。中小企業は、大企業と異なり金融機関からの借入に代わる資金調達手段が限られているので、この時期に限らず、資金調達の多様化を図ることが重要となる。

4. 中小企業金融における直接金融化の試みと限界

1) 中小企業における資金調達の多様化の意義

一般に、企業の資金調達は、創業時に創業者や縁故者の資金に依存することが多く、その後、事業の拡大によって企業間信用や金融機関からの融資によって賄われることが殆どである。創業後、株式等による直接金融が利用されるのはわずかな企業に限られる。しかも、株式会社本来の広範な資金調達となると一定の基準を満たした公開会社に限られる。したがって、多くの中小企業にとって資本市場は全く縁遠い存在であった。それは、戦後の資本市場は主に大企業を中心とした市場として構築されてきており、公開基準も強化され、企業を厳選することで投資家保護を図るという基本姿勢がとられてきたことが要因のひとつとして挙げられる。

しかし、企業が実際に存続企業として存在可能かどうかは、如何に効果的に資金調達が可能かどうか重要なポイントとなる。そのためにも長年にわたって叫ばれ続けてきた資金調達の多様化という課題は中小企業においては現代的意義をもつのである。

それでは市場を利用するためのハードルを低くすれば目的が達成されるかと言えば、問題の解決はそう簡単ではない。確かに、表5に示した通り、95年7月にスタートした店頭特別市場ですら多くの中小企業にとっては対象外であるから、一層の規制緩和が要請されても不思議ではない。既に述べたように、中小企業は財務体質が脆弱であることがしばしばで、投資家にとっては極めてリスクの高い投資対象となる。したがってそれを担保する制度の確立とリスクの啓蒙が不可欠となる。

表 5 上場基準および店頭登録基準

	東証第 2 部	東証特別銘柄
(1) 発行済株式数 (直前期末)	周 辺 400万株以上 周辺外 2,000万株以上	200万株以上
(2) 株式の分布状況 ①小数特定者株数 (上場時) 0.6億以上 1 億株 1 億株以上	80%以下 かつ直後期末 75%以下 (87.5%—750万株以下) 上場時—80%以下	_____
②株主数(上場・登録時) 1,000万株未満 2,000万株未満 2,000万株以上	800人以上 1,200人以上 2,000人に 1,000万株ごとに100人加算 (上限3,000人)	300人以上
(3) 設立後経過年数 (上場会社の分離子会社)	3 年以上 (2 年以上)	_____
(4) 株主資本 (純資産の額)	10億円以上かつ 1 株当たり100円以上	2 億円以上
(5) 利益の額 総額 3 年 2 年 直前 1 株当たり 3 年 2 年前 直前	1 億円以上 1 億円以上 4 億円以上 いずれか { 15円以上 20円以上	新事業が利益未計上の場合は、そ れ以外の事業部門で10円以上、か つ直前期が黒字 (平均) 10円以上
(6) 利益配当	直前期有配かつ上場後 5 円以上継続見込み 周辺は不問	_____
(7) 公認会計士の監査 意見	最近 3 年間に「虚偽記載」がないこと 直前期「無限定適正」	最近 2 年間虚偽記載なし 最近 1 年間原則として無限定適正
(8) 株式事務代行	取引所の承認する株式事務代行機 関に委託すること	東証第 2 部と同じ
(9) 株券の株式	取引所の定める様式に適合すること	東証第 2 部と同じ
(10) 株式の譲渡制限	制限していないこと	東証第 2 部と同じ
(11) その他	東京周辺＝関東・東北地方、静 岡・長野・山梨県	新規事業企業化直前年度の研究開 発費等が売上高の 3 %以上、当該 企業化後15年以内、直前年度当該 事業の売上高が総売上高の20%以 上

(出所) 中央監査法人広島事務所『ベンチャー企業の資金繰り実務』中央経済社, 1998年, p.52.

2) 規制緩和とリスクへの対応

既に明らかなように、わが国の証券行政は、市場安定のための業者救済策に多くの労力を注いできた。リスクに対する考え方も、リスクは事前に抑制し規制する立場をとってきた。そのため自立的市場にはならず、投資家のリスクに対する意識も育たなかった。

他方、間接金融はリスクとは無縁のように思われるが、それは誤りである。むしろ金融機関の本質はリスク負担にある。金融は資金の需要者と供給者を結びつけ資金の効率的配分をなしている。そこでは金融機関は信用供与を行っているわけで、当然リスク負担という行為が伴う。このことを銀行の融資にみるならば、高度成長期には土地等を担保に貸出に応じていた。土地さえ担保として確保していれば貸し倒れのリスクを負うことはなかったのである。しかも証券市場同様に、行政が様々な規制をかけることにより、リスクの顕現化を事前に抑制する方法をとってきた。そして何よりも、常に日銀の信用供与とリスクの顕現化に対する国家支援体制をとっていた。したがって、本来リスクを負担するはずの銀行もリスクに対する意識はかなり低かったと言える。

しかし、今後、規制緩和（金融制度改革）が進展するにつれ、リスクとリターンの判断を当事者に直接強いる場面が自ずと増加することになる。例えば個人投資家はこれまでのような元本の喪失を考慮しない安易な金融商品の購入は許されなくなる。これは自由度の拡大を選択した結果であり当然である。但し、ここで注意すべきは、規制緩和や自由化は、もう一つの重要な概念である平等とは対立する側面を持っていることである。戦後わが国の政策は、総じて事前の規制に重点を置き、平等（場合によっては横並び）主義を追求してきた。これに対して規制を緩和し自由化を進めるということは、能力差によるリターンの格差の発生を認めることである。したがって、市場主義を強調し規制緩和を進めると、様々な混乱を生じさせることになる。そのためにも、ただ規制緩和し自由な市場を作ればよいというわけにはいかない。自らの責任でリスクを負担するには、対象となる商品（サービス）の内容の理解がなければならないからである。したがって事前の情報開示が自由化の絶対条件となる。そのためその開示された情報の質に問題があり損害を被ったときは、事後的に損害を補償する制度の整備が必要になる。

3) 金融制度改革—中小企業金融における未公開株取引の解禁—

これまで未公開株式については、価格の公表、企業内容の開示が十分に行われておらず、上場株式等とも比較して非常にリスクが高く、投資家が投資判断を行うための環境整備が不十分であること等から、証券会社が売買・募集の取り扱いまたは売出しの取り扱いを行うことを制限していた⁽¹²⁾。それが、97年7月に金融制度改革の一環として解禁された⁽¹³⁾。

アメリカでは店頭市場としての Nasdaq や OTC ブリテンボード市場、ピンクシート市場、ローカル市場など取引市場が形成され、未公開企業の株式が盛んに売買されている。これに対し日本においては、未公開株式の売買は低調で、取引情報が伝わることもない。そのため、わが国においても、一定の企業情報の開示が行える会社については、投資家に対して会社内容の

説明と気配情報の提示を義務づけることを前提に、証券会社がこれら株式等を取り扱うことを可能とした。

未公開株式を専門にする新たな証券会社も誕生し、電子媒体を活用する未公開株取引は、株式市場と企業の資金調達のあるり方を変える契機になるのではないかと期待もある。

しかし、証券会社の未公開株売買解禁から1年が経過するが取引は低水準に止まっている。その中で実際に公募増資を行った会社をあげると、下記のような雑貨の輸入代行を手がける会社がある。公表された会社内容説明書の一部を示すと下記の通りである。

表 6

第1 会社の概況

1. 主要な経営指標等の推移

回 次		第5期	第6期
決 算 年 月		平成8年12月	平成9年12月
売 上 高	千円	124,357	127,503
経 常 損 益	〃	15,879	△3,885
当 期 損 益	〃	274	△12,246
資 本 金	〃	10,000	10,000
発 行 済 株 式 総 数	株	200	200
純 資 産 額	千円	10,373	△2,173
総 資 産 額	〃	61,817	80,222
自 己 資 本 比 率	%	16.8	△2.7
1株当たり純資産額	円	51,867.33	△10,867.25
1株当たりの配当額 (内1株当たり中間配当額)	〃 (〃)	— (—)	— (—)
1株当たり当期損益	〃	1,373.71	△61,234.57
潜在株式調整後 1株当たり当期利益	〃	—	—
配 当 性 向	%	—	—
従 業 員 数	人	10	13

今回、当該企業が公募増資を実施するまでの手続きは次の通りである。

6月5日 会社内容説明書を日本証券業協会に提出

6月19日 事業計画説明会（同22日、24日にも開催）

気配提示並びに株式募集開始。募集価額70000円。

こうして申し込み株式数は122株となり850万円の資金調達を終えた。その後、8月11日には

75000円の初値をつけている。尚、当該企業は9月4日を払込期日として100株の新株発行（発行価額70000円）と総額2100万円の無担保転換社債発行（転換価格70000円）を予定している。

既存の証券会社もこの市場に参入する気配を示している。しかし、中堅・中小証券に比べ大手証券は慎重な姿勢をみせている。それは数千万円から3億円程度の少額増資になる未公開株市場では、引受部門の採算が合わない上、上場店頭株に比べ投資リスクが大きい株式を、限られた投資家に販売するには、従来とは異なる営業スタンスが求められるからだとされる。⁽¹⁴⁾ リスクに対する意識が十分であるはずの証券会社ですら対応できていないのが現状のようである。株式市場に限らず市場の形成には長い年月を要する。リスクを意識することがない経済システムに馴染んでいただけに道のりは遠い。重要なのは自己責任でリスクを負担するために十分な開示制度や監査制度、投資家に支持されうる制度の確立であろう。

5. おわりに

わが国の金融システムは、長らく間接金融偏重といわれ、その是正が戦後の一時期には政策課題ともなった。大規模会社の資本構成は、1980年代以降大幅な改善をみせてきたが、中小企業にあっては逆に間接金融の傾向をむしろ強めてきた。こうした中で、証券会社の未公開株売買が解禁された。しかし、戦後の間接金融を恒常化させるシステムの存在やリスクを意識させないシステムの形成によって、未だに市場を正常に機能させるに十分な投資家が育っていないのが現状である。それゆえ中小企業の直接金融化も急速な発展は望めそうにない。しかし、中小企業金融にとって有望な市場であることは間違いない。市場の育成には投資家の信用を如何に獲得するかが重要である。これを担保する制度の確立が望まれる。

(注)

- (1) 中小企業を定義することは極めて難しい問題である。それは多様な要素や質をもった各種「中小規模」事業者の総称であるからである。（巽信晴、佐藤芳雄『新中小企業論を学ぶ』有斐閣、1996年、p.4。）中小企業基本法第2条に業種別に従業員数と資本金規模で中小企業者の範囲が規定されているが、これはあくまでも国の施策達成を目的に規定された基準である。本小論は一応この基準を目安にしているが明確な境界は設けていない。但し、本小論が扱う金融上の視点から、1995年7月に創設された店頭登録特別銘柄制度の形式基準（例えば、純資産額2億円など）に満たないような、従来では広く一般投資家から資本参加を求めることができなかったような規模の会社を念頭に置きながら論議を進めている。
- (2) イギリスでは、1946年にイングランド銀行と市中銀行18行によって Industrial and Commercial Finance Corporation が設立され、アメリカでは、1958年に Small Business Investment Act of 1958 が成立し、Small Business Investment Company が創設されている。
- (3) 加藤俊彦『本邦銀行史論』東京大学出版会、1972年、p.278。
- (4) 閉鎖機関とは占領政策である経済の非軍事化・民主化の考えに従って閉鎖された企業や金融機関をいう。
- (5) 川合一郎編『日本の証券市場』東洋経済新報社、1979年、p.274。
- (6) 同上書、p.280。

- (7) 証券取引法、証券投資信託法の改正について審議した後1955年5月から59年6月まで休会している。同上書、pp.280-281。
- (8) アメリカ企業の場合はこれと大きく異なる。特に80年代以降についてみれば、大企業ほど自己資本比率が低くなる傾向にある。その原因は、大企業の社債発行の増大や自社株の買い戻しによる株式消却の増大が考えられる。
- (9) 中小企業金融公庫が行っている「中小企業動向調査」の借入難易度D・Iでみると、第一次オイルショック後の金融引き締め期に次ぐ水準まで借り入れ難易度が高まっており、金融緩和期としては異例の水準であるとされる。『月刊中小企業』1998年8月号、p.5。
- (10) 日本銀行による97年「貯蓄と消費に関する世論調査」によれば、経営内容が健全で信用度の高い金融機関に預け替えた家計が11.3%に達したとされる。(日本経済新聞、1998年5月20日)
- (11) 海外拠点を有しない銀行に対しては、合理的と認められる経営改善計画を当局に提出した場合には1年間の猶予が認められる。そもそも、BIS規制とは、1988年に国際決済銀行(Bank for International Settlement)が定めた監督規制であって、国際業務に携わる銀行を対象にした自己資本充実に関する国際統一基準である。規制導入の契機は、1974年のヘルシュタット銀行の経営破綻で、翌年BISは銀行規制監督委員会を設け、検討を開始した。BIS規制の目的は、国際銀行システムの健全性・安全性の強化および銀行間の競争上の不平等等の要因の軽減である。銀行の自己資本比率だけがなぜ問題になるのかは、①一般に負債比率が上昇すればそれだけ債務不履行の可能性が高まるので債権者自らそのリスクを負担しなければならないが、実質的に政府・中央銀行が信用保証している。銀行にとってはその分コストの低減になりうる。②銀行業務への参入は厳しく規制されている。このことは負債集中の特別な支配力を有していると見る事が可能で、銀行にとってはその分だけ負債利用が相対的に安いコストで調達可能になる。BIS規制の基本的枠組みは、①リスク・アセットに対する自己資本の比率を採用。②オフ・バランス取引を含み、かつ連結ベースでの規制である。早期是正措置制度導入の目的は、①経営内容の極度な悪化を事前に防ぎ、破綻処理コストを低減するため。②経営状態を客観的指標で捉え、健全性確保・経営破綻の未然防止を図ること。経営改善に向けた取り組みを促進すること。ルール明確化を図ることで監督行政の透明性を確保することなどである。早期是正措置の内容は、①自己資本比率の程度により3段階に区分。②区分ごとに、例えば経営改善計画の作成およびその実施命令が発動される。③すべての金融機関に対して、流動性不足を原因とする業務停止命令を発動することもある。(大坂良宏「高い自己資本比率と資産のハイリスク、ハイリターン化」『旬刊経理情報』No.680。)
- (12) 詳しくは、平田公一「未公開株式の投資勧誘の解禁について」『経営財務』No.2329、pp.11-18、を参照。
- (13) 具体的には以下の通りである。

日本証券業協会平成9年6月18日理事会決議(平成9年7月1日施行)

「店頭取扱有価証券の会社内容の説明及び気配の提示等の取扱いについて」(アウトライン)

1 店頭取扱有価証券の範囲

店頭取扱有価証券とは、次に掲げる発行会社の発行する株券、新株引受権証書、新株引受権証券、新株引受権付社債券及び転換社債券をいう。

①有価証券報告書(総合意見が適正であるもの)を継続的に提出している発行会社(有価証券届出書(総合意見が適正であるもの)を提出している発行会社を含む。)

②公認会計士又は監査法人により、証取法に準ずる監査が行われ、又は商法特例法に基づく監査若しくは準ずる監査が行われ、かつ、その総合意見が適正又は適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等を会員が投資勧誘を行う際の説明用資料(会社内容説明書)として利用できる発行会社

2 店頭取扱有価証券の投資勧誘

会員は、店頭取扱有価証券の投資勧誘に当たっては、公正慣習規則第9号「協会の投資勧誘、顧

客管理等に関する規制」に定める事項を遵守する。

3 会社内容説明書の作成及び会社内容の説明等

(1) 会社内容説明書の作成及び記載要件

会社内容説明書は、次に掲げる要件を満たしたものとする。

①企業内容等開示省令に定める有価証券届出書のうち、第一部「証券情報」の「事業の概況等に関する特別記載事項」及び第二部「企業情報」の記載事項に準拠して記載されていること。

②前記①の「企業情報」における財務諸表（設立後2事業年度以上経過している発行会社は直前2事業年度分）が財務諸表規則又は同規則に準拠して記載されていること。ただし、設立後2事業年度未満の発行会社は、直前事業年度の当該財務諸表に加え、事業計画の概要、実現性等が記載されていること。

(2) 会社内容の説明

会員は、投資勧誘に際しては、前記会社内容説明書を使用し、顧客に対し、発行会社の内容を十分説明する。ただし、前記1①の発行会社にあつては、会社内容説明書に代えて直前事業年度の有価証券報告書を使用することができる。

(3) 会社内容説明書等の縦覧

会員は、会社内容説明書（有価証券報告書を含む。）を投資勧誘を行う取扱部に備え置き、顧客の縦覧に供する。

(4) 店頭取扱有価証券の募集の取扱い等を行う場合の取扱い

①会員は、有価証券届出書の提出を要する募集の取扱い等を行うに際しては、顧客に対し、「目論見書」を交付し、当該店頭取扱有価証券及び発行会社の内容を十分説明する。

②会員は、有価証券届出書の提出を要しない募集の取扱い等を行うに際しては、前記(1)に加え、当該店頭取扱有価証券の「証券情報」を追記した会社内容説明書を「目論見書」として使用し、顧客に対し、発行会社の内容を十分説明する。

③会員は、有価証券届出書又は目論見書を取扱部に備え置き、顧客の縦覧に供する。

4 不公正取引の防止

会員は、本協会規則に定める店頭取引に関する禁止行為等の規定を遵守する。

5 気配の提示、報告及び公表等

(1) 気配の提示義務

会員は、店頭取扱有価証券の投資勧誘を行おうとする場合には、売り・買い気配を月1回以上取扱部の店頭等において提示する。

(2) 気配の責任の所在等の明示

会員が取扱部以外で気配を提示する場合は、会員名・取扱部店名・気配の提示日を明示する。

(3) 気配公表銘柄の届出等

①会員は、気配を提示し、投資勧誘を行おうとする場合は、「気配公表銘柄」として気配の提示を行う旨を協会に届け出る。

②会員は、前記①の届出を行った気配公表銘柄の直近の気配を毎月末日本協会に報告する。

③本協会は、会員から報告された気配公表銘柄の気配を翌月10日に公表する。

④会員が気配の提示を取り止める場合には、あらかじめ本協会に届け出る。

(4) 募集の取扱い等を行う場合の取扱い会員は、募集の取扱い等を行った場合には、当該募集等に係る払込日以後6か月間、気配を月1回以上取扱部の店頭等において提示する。

6 売買報告及び公表

(1) 売買の報告

会員は、気配公表銘柄の店頭取引を行ったときは、所定の様式により、本協会に報告する。

(2) 売買内容の公表

本協会は、会員から報告された気配公表銘柄の売買の内容について公表する。

(14) 日本経済新聞，平成9年7月28日付。

主要参考文献

- 1 有沢広巳監修『昭和経済史（上）（中）（下）』日本経済新聞社，1994年。
- 2 加藤俊彦『本邦銀行史論』東京大学出版会，1972年。
- 3 川合一郎編『日本の証券市場』東洋経済新報社，1979年。
- 4 清成忠男，田中利見，港鉄雄『中小企業論』有斐閣，1996年。
- 5 公正取引委員会『証券市場における金融資本の支配と集中』1955年。
- 6 加藤俊彦編『証券経済講座第3巻』1968年，東洋経済新報社。
- 7 田村義則，平田公一『店頭特則市場とベンチャー企業』経済法令研究会，1995年。
- 8 巽信晴，佐藤芳雄『新中小企業論を学ぶ』有斐閣，1996年。
- 9 忽那憲治『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』東洋経済新報社，1997年。
- 10 中央監査法人広島事務所『ベンチャー企業の資金繰り実務』中央経済社，1998年。
- 11 中小企業庁編『平成8年版中小企業白書』
- 12 中小企業庁編『平成10年版中小企業白書』
- 13 中小企業庁計画部会金融課編『中小企業金融の新潮流』同友館，1990年。
- 14 富田洋三『戦後日本の金融経済』多賀出版，1993年。
- 15 平田公一「未公開株式の投資勧誘の解禁について」『経営財務』No.2329。
- 16 大坂良宏「高い自己資本比率と資産のハイリスク，ハイリターン化」『旬刊経理情報』No.680。

