

# リスクマネー供給構造の現状と課題

## ～国際比較でみた直接・間接の供給パイプ～

保志 泰／神尾 篤史

### 要 約

日本において「リスクマネーの円滑な供給」が必要であると言われて久しいが、そもそも「リスクマネー」という言葉は曖昧に使われている。そこで、リスクマネーとは何か、そしてどうあるべきかについて国際比較を踏まえて検討する。本稿では、リスクマネーを狭義で捉え、企業の「株式・出資金」へ投じられる資金を中心に考察する。

家計を源泉とするリスクマネー供給の構造を先進国で比較すると、それぞれ異なっているが、日本のパイプが際立って細いことが明らかとなる。特に家計から年金や投資信託などを通じて間接的に供給されるパイプが細く、同様な国においては起業活動率が不活発な傾向が見られる。一方、アジア新興国の家計金融資産は相対的にリスク回避的ではあるものの、それと比較しても日本のリスク回避傾向の強さが感じられる。

日本の家計金融資産における直接・間接のリスクマネー供給の割合は、現状15%に満たないが、起業活動の活発な国を見る限り、最低でも約2倍の30%程度はあることが望ましい。そして、特に年金や投資信託などを通じた間接的なパイプを太くすることが重要な課題と言えそうだ。

### 目 次

はじめに

1章 リスクマネーとは何か

2章 日本企業へのリスクマネー供給構造

3章 先進国におけるリスクマネー供給構造

4章 アジア新興国・地域におけるリスクマネー供給構造

おわりに：日本に対するインプリケーション

## はじめに

日本にとって「リスクマネーの円滑な供給」が必要であると言われて久しい。2013年6月に政府が発表した「日本再興戦略」においても、「リスクマネー」の文言が繰り返し使われており、アベノミクスの中でも一つのキーワードになっていると言える。2013年は金融審議会の「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」（以下「リスクマネーWG」）においてクラウド・ファンディングなどについての議論が行われるなど、リスクマネー供給に関連して実際の施策が打たれようとしている。

もっとも、頻繁に用いられる「リスクマネー」という言葉だが、実際のところは曖昧に使われている印象が強い。本稿では、リスクマネーの意味をあらためて考えるとともに、世界各国・地域におけるリスクマネー供給の姿を探り、日本に対するインプリケーションを導き出すこととする。

## 1章 リスクマネーとは何か

### 1. リスクマネーの意味

「リスクマネー」に関して、統一的な定義はないと思われる。一般的には一定のリスクを背負いながら投じられるおカネのことを指しているが、それがどの程度のリスクを意味するかは使い方によって異なるだろう。狭義で捉えれば、元本毀損リスクが相対的に大きい、いわゆるエクイティ性の資金のことを指すわけだが、中でも非公開（新興）企業や新規事業への投資資金を指すケースが多いだろう。大きな信用リスクないし事業リスクを抱えている（極端に言えば元本がそっくり失わ

れるリスクもある）ことが明らかだからである。ただ、信用度の高い上場大企業株式への投資であっても、大きな価格変動リスクを伴っているという点では変わりはなく、リスクマネーと捉える場合もある。また、より広い意味で捉えれば、債券投資や貸出などデット性の資金も信用リスクや価格変動リスクに晒されたリスクマネーと捉えることも可能である。

本稿においてリスクマネーを定義づけることはあえて行わないが、分析のやりやすさも踏まえ、フォーカスは企業へのエクイティ投資に据えることとする。

### 2. なぜリスクマネーの供給が必要か

「リスクマネーWG」における問題意識は、開業率の低さに見られるような日本の起業活動の低さが、アーリーステージにある企業（ベンチャー企業）の資金調達が容易でない点に問題がある、というものである。逆に言えば、ベンチャー起業家が容易に起業資金ないし事業資金を調達できるようになれば、起業活動が活発になると想定されることになる。そして、ベンチャー企業の増加は、新規ビジネスやイノベーションの創出を活性化させ、人口が本格的な減少段階に入ってくる日本経済の将来の持続的成長につながるはず、との考え方があ

る。起業活動の低さの要因としては、資金面の問題以外にも、様々なビジネス環境の問題が挙げられるところだが、新興企業が育ちやすい環境として、リスクを許容し得る資金のパイプが太いことは必要条件の一つであると考えられる。パイプの太さとして捉えた場合、直接ベンチャー企業に向かうエクイティ資金のみならず、より広義のリスクマネー供給も円滑なことが望ましい。中程度のリス

ク（例えば分散投資を行っている株式投資信託）を許容する資金すら供給されずに、高リスクのベンチャー企業向け投資が増えるとは考えられないからだ。つまり、いわゆる「貯蓄から投資へ」の動きなくしてベンチャー企業向けリスクマネー供給の円滑化はあり得ない、と言っても過言ではない。

### 3. いつから「リスクマネーの円滑化」が語られているのか

リスクマネーという言葉は日本独特のもの（和製英語）である。英語で同様の意味を持つのは“Risk Capital”である。「キャピタル」（資本）という言葉は日本人には耳慣れないので、「マネー」という言葉で置き換えたのではないだろうか。

最初に誰が使い出したのかは定かでないが、2000年前後から使われるケースが増えたように見受けられる。公的な文書としては、いわゆる「骨太の方針」（2002年）の中で「リスクマネー供給の円滑化」が触れられている。この当時に頻繁に使われるようになった背景には、1990年代のバブル崩壊により株式市場が低迷し、同時に国内の金融危機の発生により銀行の資金仲介機能が大きく損なわれる状況となったことがあると考えられる。

さらにさかのぼると、1993年12月に公表された経済改革研究会報告「経済改革について」（いわゆる平岩レポート）の中で使われている。平岩レポートは細川内閣の下で経済的規制の原則自由化を掲げた画期的なものである。その中で、金融・資本市場の活性化策として「市場を支える諸制度を見直し、改善する。これによって、市場競争を強化し、自由で多様な商品・サービスの提供を可能にし、また、リスク・マネーの円滑な供給によ

り新規事業の発展を期す」と記されている。この理念は、20年後の今でもそのまま使うことのできる内容と言えるだろう。

## 2章 日本企業へのリスクマネー供給構造

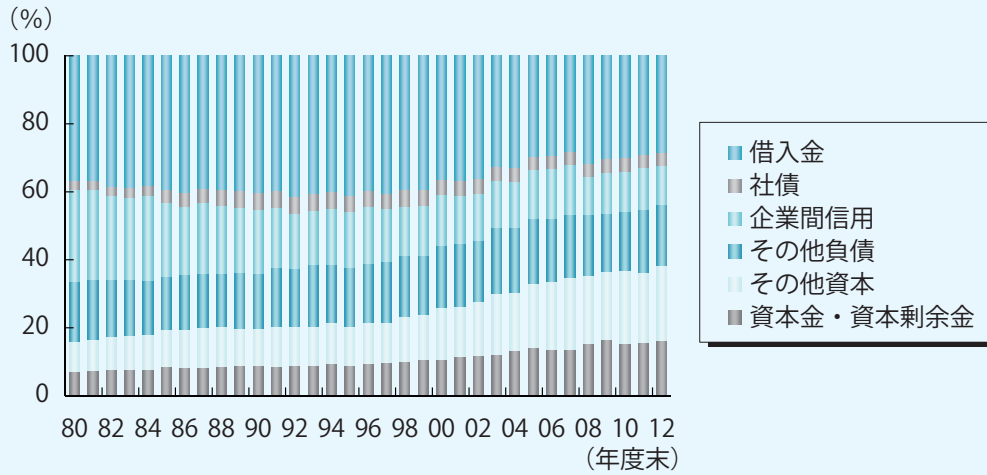
### 1. 形態別に見た資金調達構造

日本の事業会社は1990年代のバブル崩壊および2000年前後の金融危機を契機に、財務構造の強化を図ってきた。すなわち借入金を中心とした外部負債を減らし、内部留保を中心に自己資本の比率を大きく高めた（図表1）。マクロベースで見れば法人企業部門は資金余剰に転じ、外部からリスクマネーを取り入れる必要性があまり感じられなくなったと言ってよいだろう。特に大企業においてその傾向が顕著で、直接金融を通じたリスクマネー調達が停滞していた背景の一つといえる。

もっとも、企業規模別に見ると、特に中小企業部門において借入金への依存がまだまだ高いことは明らかである（図表2）。最も小規模のカテゴリー（資本金1,000万～2,000万円）の企業において負債・資本に占める借入金の比率が45.4%（2013年9月末）と、最大規模（資本金10億円以上）の企業における同比率23.5%（同）に比べてほぼ倍の水準である。直接金融ルートが限られる中小企業の借入金依存度が高いことは自然ではあるが、資本金10億円未満の全てのカテゴリーにおいて、払込資本（資本金・資本剰余金）の比率が10%程度にすぎないことは、事業活動においてリスクを積極的に取ることを阻んでいるのではないか、という疑念を感じさせるものである。

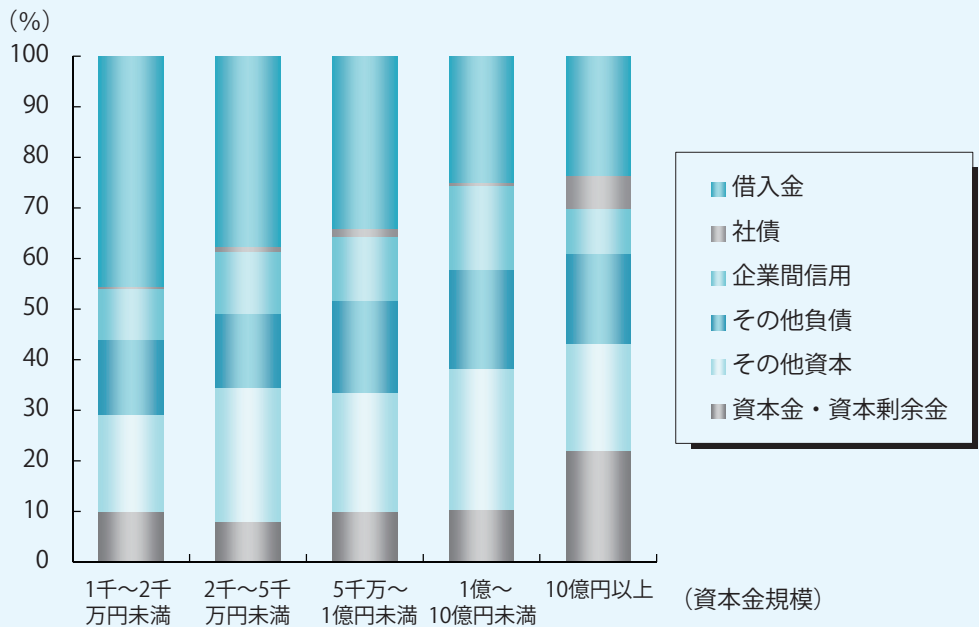
法人企業統計の対象外である、さらに小さいベンチャー企業の場合は、借入もままならないケー

図表1 企業の負債・資本構成の推移（全規模・全産業）



(出所) 財務省「法人企業統計季報」から大和総研作成

図表2 日本企業の負債・資本構成（資本金規模別）



(注) 2013年9月末時点。全産業ベース

(出所) 財務省「法人企業統計季報」から大和総研作成

スが多いとみられ、払込資本に頼る部分が逆に大きいはずである。しかし、法人企業全体でそのパイプが細いのであれば、起業資金の調達が楽ではないことは容易に想像がつく。

## 2. 資金の出し手別に見た企業への資金供給

前述したような借入金依存度の低下は、銀行等を通じた資金供給ルートが細くなっていることを示すものと言える。加えて、1990年代以降に株式持ち合いの解消が進んだため、株式・出資金という狭義のリスクマネーにおいても銀行等の存在感の低下が推測される。

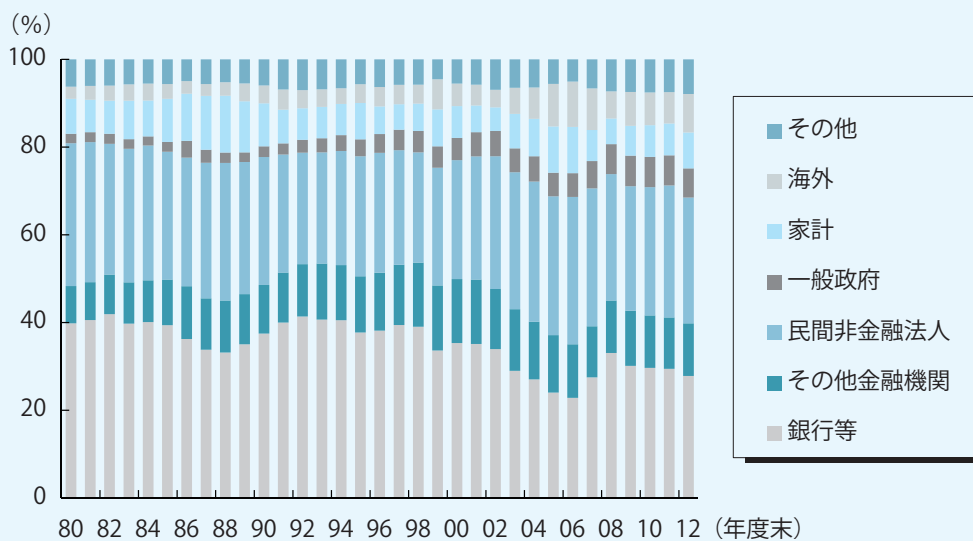
株式や貸出など（エクイティやデットなど）の形態にかかわらず、企業の金融負債（株式資本を含む）を資金の出し手別に再整理してみたものが図表3である。想像通り、かつては民間金融機関（銀行等、その他金融機関）のシェアが5割前後と高かったが、1990年代以降、銀行等を中心に

シェアが低下傾向となっている。かつてのメインバンク制の下では、銀行等がエクイティ、デット双方の形でリスクマネーすなわち長期性の資金供給を行っていたが、メインバンク制の崩壊とともに株式持ち合いは解消に向かい、同時に金融規制の強化により銀行のリスク資産保有には強い制限がかけられるようになった。銀行等によるリスクマネー供給能力は大きく損なわれていると言ってよいだろう。

金融機関の代わりに資金供給のシェアが高まっているのが海外部門と一般政府部門である。海外部門については株式（上場株式）の保有比率の上昇を反映し、一般政府部門は公的年金の株式保有比率の上昇を反映したものである。

全体としては、資金の出し手には分散化の傾向が確認できるものの、リスクを許容できる長期性資金の供給主体が増えていると一概には言えない。その意味では、家計やその他金融機関などの供給割合が高まることが望まれよう。

図表3 企業の金融負債（含む資本）の出し手別構成



(注) 株式・出資金、事業債、投資信託受益証券に関しては保有構成に従って配賦  
(出所) 日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

### 3. 家計から企業に向かう資金の流れ

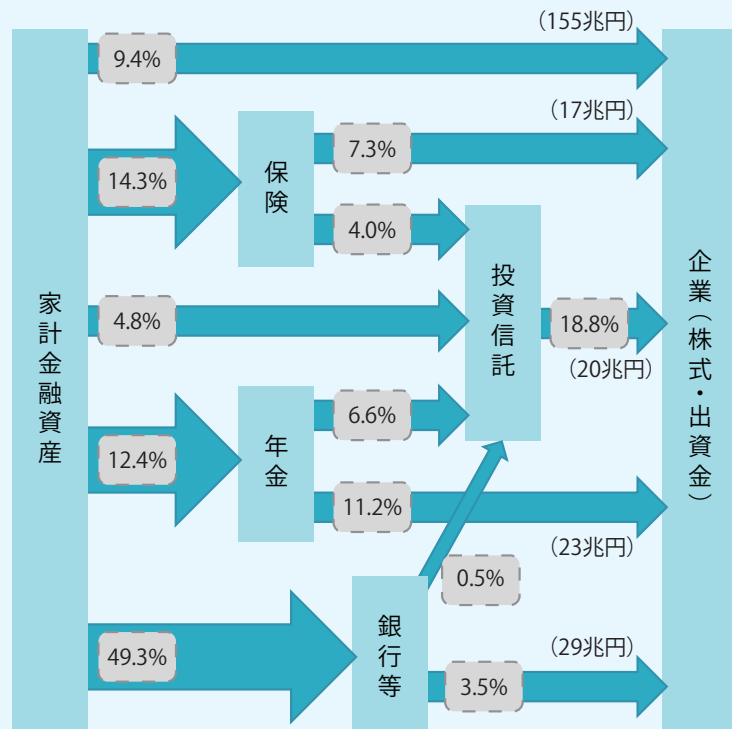
企業に向かう資金供給ルートとして、これまで主役であった民間金融機関のウエイトが年々低下していることが分かった。金融機関、特に銀行は金融規制の強まりを背景に、リスクアセットの増加抑制が一つの経営課題となっており、リスクマネーの供給主体としては、存在感が一層低下する可能性もある。監督官庁は、ここにきて、むしろリスクを取った貸出を奨励する方針を打ち出してはいるが、現状の貸出金利構造のもとでは、思い切ってリスクを取った貸出を行うインセンティブはなかなか生まれにくいだろう。

リスクマネーの供給主体としては、最終的には家計が最も有望であり、最大の供給元となるべきだと思われる。短期的な評価に晒される金融機関と比べて長期スパンの資金供与が可能であり、短期的な価格変動リスクも許容することができるからだ。いわゆる「貯蓄から投資へ」の掛け声は、最終的な出し手としての家計からの資金供給を増やしていくためのものである。

では、現状どうなっているのか。家計から企業

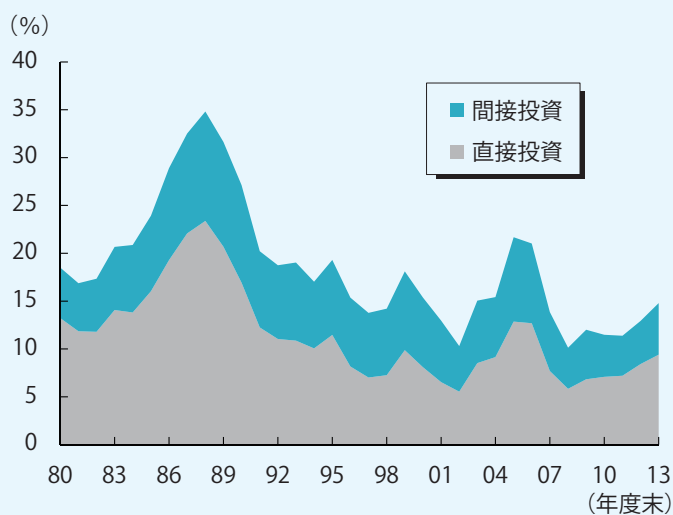
への資金の流れを、資金循環統計において家計が直接投資を行っている株式・出資金、また保険や年金、投資信託、銀行（預金）などを經由して間接的に投資している株式・出資金、という複数のルートから把握したものが図表4である。このように間接的なルートを考慮する目的は、日本に限らず、世界的に年金資産の積み上がりが大きくなっている中、国によっては間接的ルートを經由してリスクマネーが供給されている割合が高い国もあるためだ。

図表4 家計を源泉としたリスクマネー供給構造（日本）  
（最終的に株式・出資金へ向かう主な資金の流れ）



(注1) 図表中のパーセンテージは、矢印始点の主体の金融資産総額に占める矢印終点の金融資産額の比率  
 (注2) 図表中の金額は、家計金融資産を源泉として株式・出資金に向かう金額を、図の流れに従って按分計算で求めた試算値  
 (注3) 図表中の数値は2013年末時点  
 (注4) 投資信託を經由する資金の構成は、全て投資信託全体の株式・出資金比率に従っていると仮定した  
 (注5) 企業（株式・出資金）は日本企業に限り、外国企業は含まない  
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

図表5 日本の家計金融資産における「株式・出資金」への投資比率と、間接的に投資されている比率



(出所) 日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

### 3章 先進国におけるリスクマネー供給構造

日本におけるリスクマネー供給の円滑化を検討する際、米国と比較するケースが多いと思われる。米国においては、家計からの資金供給、あるいは間接的な資金供給についてもリスク選好度が高いことから、“理想形”として引き合いに出される傾向が強い。もっとも、米国における資金供給構造が必ずしも世界のスタンダードであるとは限らず、むしろ、やや極端な例

である可能性もある。本章では、他の先進国の状況も明らかにしつつ、日本に対するインプリケーションを探ることとする。

2013年末において家計が直接投資する株式・出資金は家計金融資産総額の9.4%、間接的なルートを経由して最終的に投資している金額は同5.4%と、合わせて14.8%となっている。次章で見ると、他の先進国と比較して、日本における家計のリスクマネー割合は突出して低い状況にある。

これを金額で見ると、直接投資が155兆円、間接投資が88兆円、うち銀行等経由が29兆円、年金経由が23兆円、投資信託経由で20兆円、保険経由で17兆円と計算される（各主体からさらに投資信託を経由した金額は投資信託としてカウント）。こうした計算を行ったとき銀行等の存在感が比較的大きいのは、やはり、家計金融資産に占める預金の割合が圧倒的に高いためであるが、銀行経由の保有分は漸減してきている。一方で年金経由の保有分は増加しているが、それを合算しても間接的なルートは全く広がっていないことが分かる。

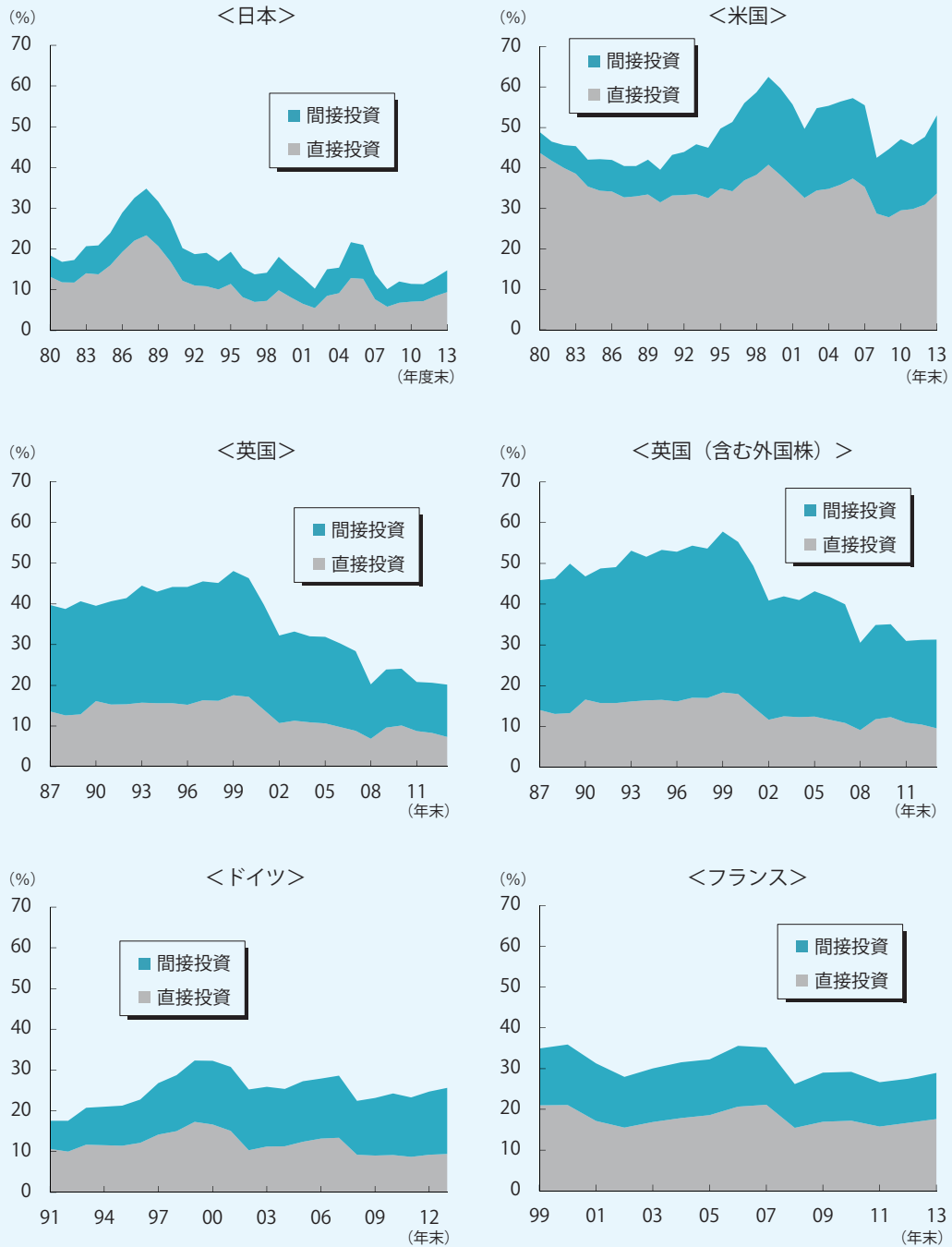
2013年末において家計が直接投資する株式・出資金は家計金融資産総額の9.4%、間接的なルートを経由して最終的に投資している金額は同5.4%と、合わせて14.8%となっている。次章で見ると、他の先進国と比較して、日本における家計のリスクマネー割合は突出して低い状況にある。

#### 1. 家計からのリスクマネー供給状況

まず、欧米先進国におけるリスクマネー供給構造を各国で比較するに際して、エクイティ資金という狭義のルートに絞って考察を行う。特に各国の家計から、最終的に株式や出資金という形で企業に向かう資金の流れについて、前章において日本の構造を見たのと同様な形で概観することとした。つまり、家計から株式・出資金へ至る資金の流れを、直接・間接を含めて時系列で推計している（図表6-1および図表6-2）。

なお、推計に際しては各国の資金循環統計を用いたが、国ごとに統計で把握できる範囲が異なるため、それぞれの定義も若干異なり、厳密な比較は難しい。さらに、間接的フローの一つの軸となる投資信託を経由した部分については、各主体が

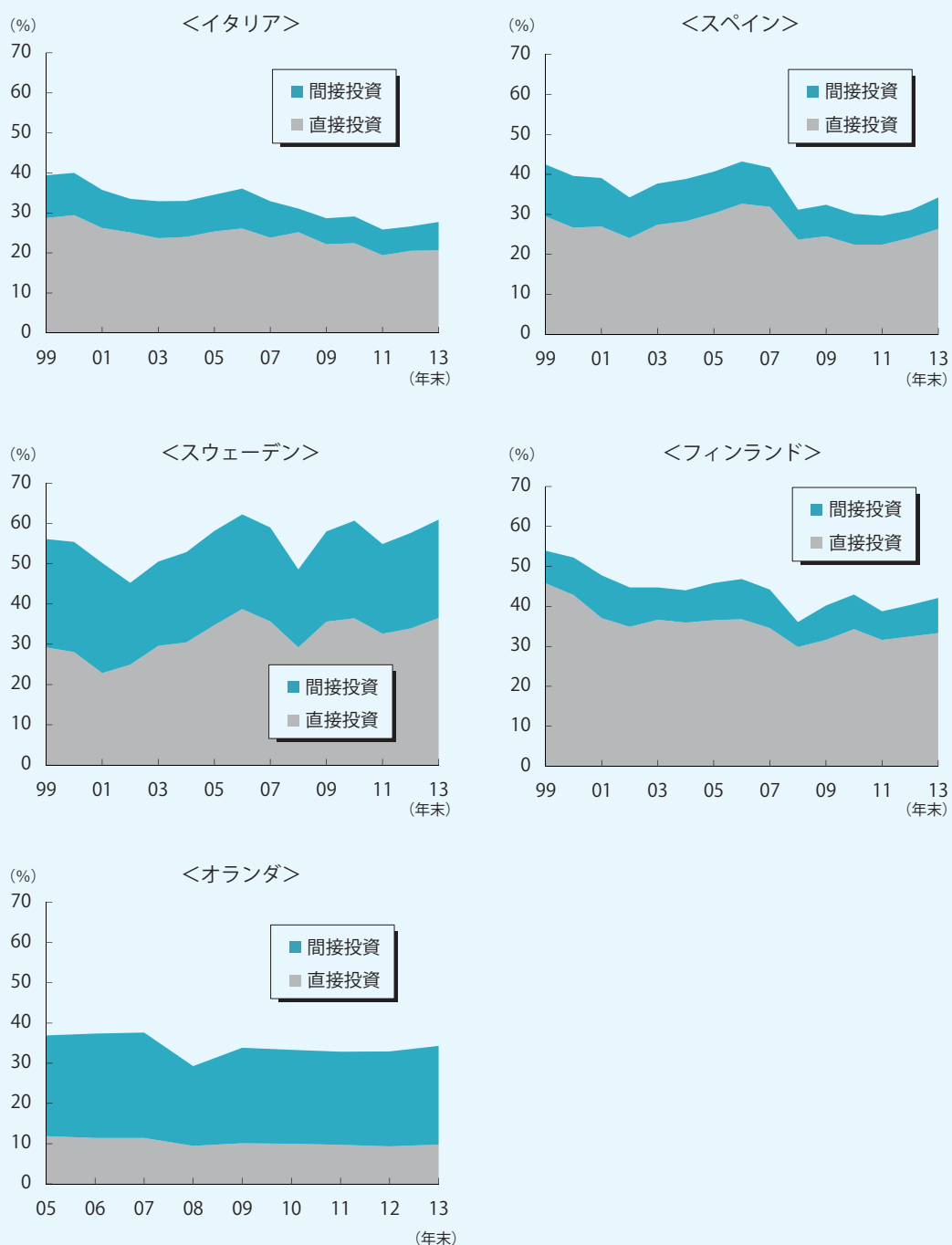
図表6-1 各国家計からのリスクマネー供給状況  
 ～家計金融資産に占める「株式・出資金」比率と間接的な投資比率～



(注) 直近値は日本および米国が2013年末、他は2013年9月末  
 (出所) 日本銀行、米F R B、英国国家統計局、E C B、ドイツ連邦銀行、国際投資信託協会から大和総研作成



図表6-2 各国家計からのリスクマネー供給状況  
 ～家計金融資産に占める「株式・出資金」比率と間接的な投資比率～



(注) 直近値は2013年9月末  
 (出所) E C B、国際投資信託協会から大和総研作成

どのような投資信託に投資しているかによって、最終的に株式・出資金に向かう資金量は異なるだろうが、その把握は困難であるため、投資信託全体のポートフォリオを資金循環統計もしくは国際投資信託協会のデータより推計<sup>1)</sup>し適用するという形を取った。

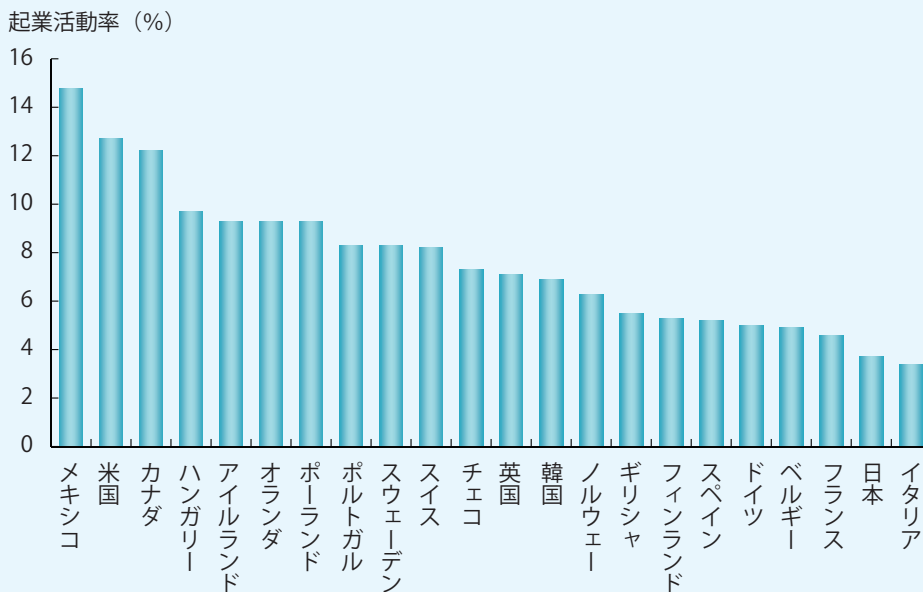
## 2. 資金供給の結果としての起業活動

リスクマネーの供給が円滑に行われている経済のもとでは、起業活動が活発化していることが想定される。そこで、リスクマネーの供給状況（前述の家計からのリスクマネー供給やベンチャーキャピタルの活動状況）とともに、起業活動状況を観察しておく必要がある。最終的な起業活動の

指標として、一般的には開業率などで比較するケースもあるが、ここでは、統一的な調査として比較しやすい、Global Entrepreneurship Monitor (GEM) の調査による総合的な起業活動率 (TEA: Total early-stage Entrepreneurial Activity) を用いることとする。TEAで見ると日本の起業活動がいかに低調なのかが一目瞭然となる (図表7)。

このTEAをOECDの調査によるベンチャーキャピタルの投資額と比較すると、正の相関関係があることが確認できる (図表8)。つまり、リスクマネーが円滑に供給され、ベンチャーキャピタル投資が活発なほど、起業活動率は高い、というごく自然な傾向である。

図表7 主要国の起業活動率 (TEA、2013年)

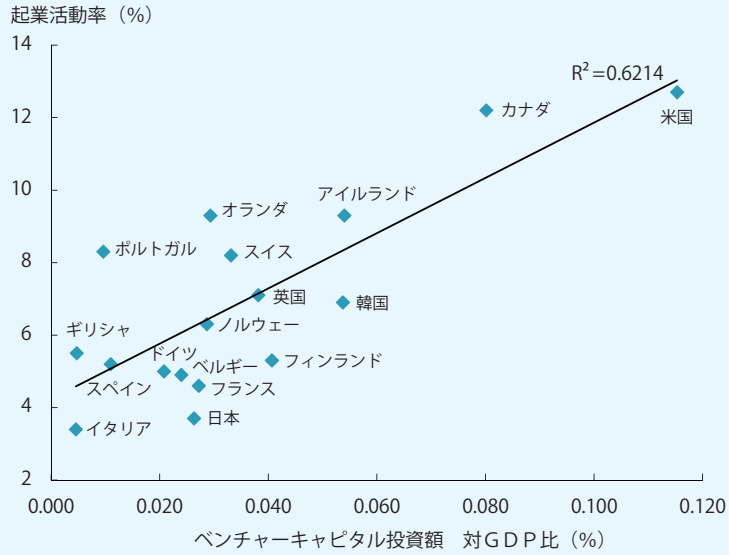


(注) 起業活動率 (Total early-stage Entrepreneurial Activity: TEA) とは、生産年齢人口に占める起業活動者 (起業準備段階から起業後3.5年までの経営者) の比率。OECD加盟の主要国のみを图示した。なお、データが利用可能な67カ国においても、4%を割っているのは日本とイタリアのみである

(出所) Global Entrepreneurship Monitor (2013) から大和総研作成

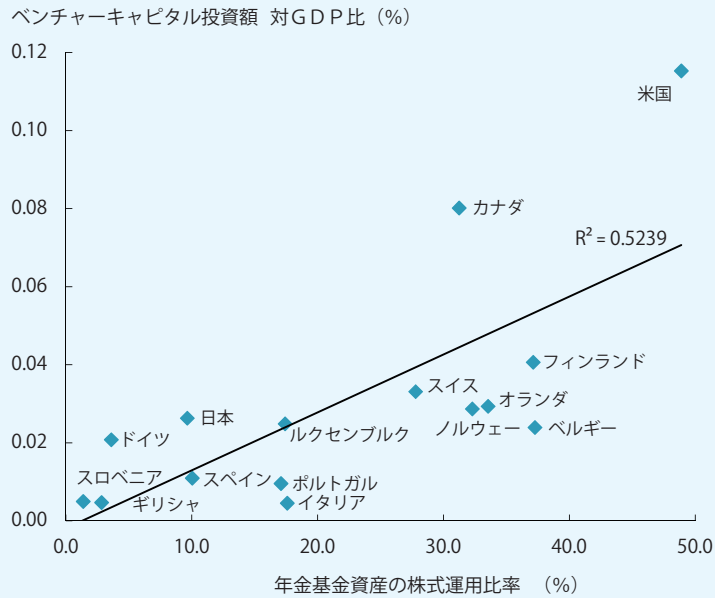
1) 投資信託の株式比率の推計について、日本、米国以外は国際投資信託協会の統計を用いた。具体的には株式ファンド残高にバランスファンド残高の2分の1を加えて全体の残高で除した数値を用いた。なお、2004年末以前の数値は2005年末の数値を用いた。

図表8 ベンチャーキャピタル投資額と起業活動の関係



(注1) OECD加盟国のうちデータが利用可能で、一人当たり名目GDP (2012年) が2万米ドルを超える国をプロットした  
 (注2) ベンチャーキャピタル投資額は2012年 (日本、韓国、カナダ、ギリシャは2011年)  
 (注3) 起業活動率は2013年調査  
 (出所) OECD "Entrepreneurship at a Glance 2013"、Global Entrepreneurship Monitor (2013) から大和総研作成

図表9 年金ポートフォリオとベンチャーキャピタル活動との関係



(注1) ベンチャーキャピタル投資額は2012年 (日本、韓国、カナダ、ギリシャは2011年)  
 (注2) 年金基金の株式運用比率には生保一般勘定などを通じた間接保有分は考慮されていない。2012年時点  
 (出所) OECD "Pension Markets in Focus No.10, 2013"、"Entrepreneurship at a Glance 2013"から大和総研作成

また、リスクマネー供給度を示すもう一つの指標として、年金基金の資産ポートフォリオを取り上げてみる。図表9は年金基金の株式運用比率とベンチャーキャピタル投資額を比較したものである。緩やかながら正の相関が確認される。年金などの長期性資金はベンチャーキャピタルを含むプライベートエクイティを通じた長期投資に向くとされる。年金を通じたリスクマネー供給は、極めて重要なチャネルだと言ってよいだろう。

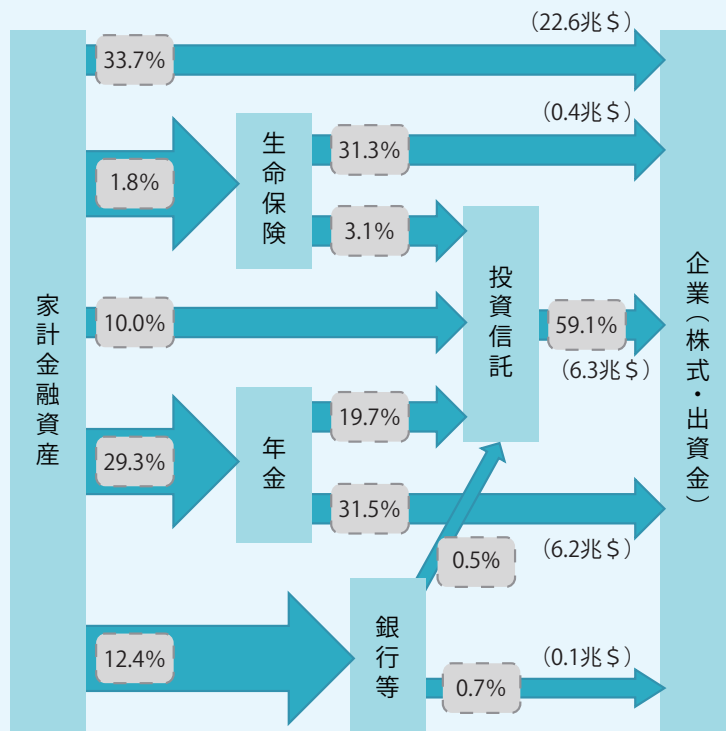
### 3. 各国の状況

#### 1) 米国

米国はリスクマネー供給に関して先進国の中でも非常に充実している国だと言える。

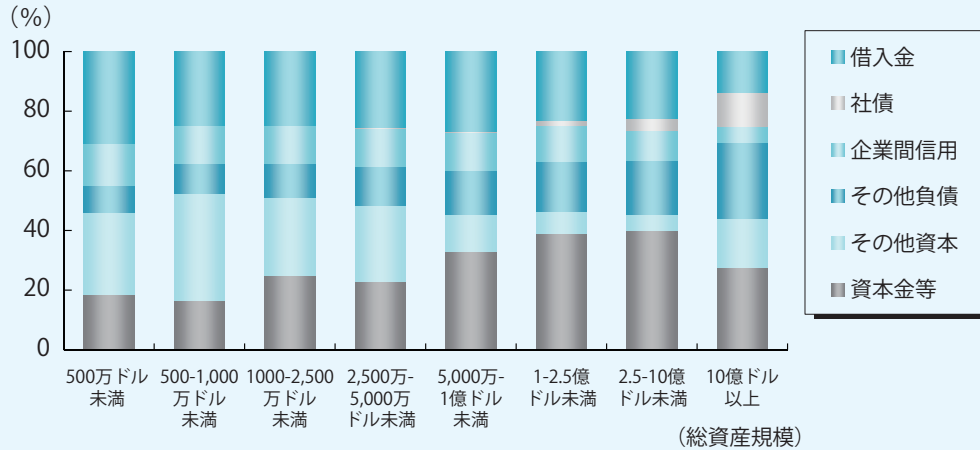
家計金融資産に占める株式・出資金の比率（以下「直接投資比率」）は2013年末時点で33.7%と、推計した国（日本を含め10カ国）の中で相当高い水準にある。さらに、間接的に株式・出資金に

図表10 家計を源泉としたリスクマネー供給構造（米国）  
（最終的に株式・出資金へ向かう主な資金の流れ）



- (注1) 図表中のパーセンテージは、矢印始点の主体の金融資産総額に占める矢印終点の金融資産額の比率
- (注2) 図表中の金額は、家計金融資産を源泉として株式・出資金に向かう金額を、図の流れに従って按分計算で求めた試算値
- (注3) 図表中の数値は2013年末時点
- (注4) 投資信託を経由する資金の構成は、全て投資信託全体の株式・出資金比率に従っていると仮定した
- (注5) 投資信託にはMMFは含まない
- (出所) F R B "Financial Accounts of the United States"から大和総研作成

図表11 米国企業の負債・資本構成（総資産規模別）



(注) 2013年第3四半期時点。借入金にはCPも含む  
 (出所) U.S. Census Bureau "Quarterly Financial Report"から大和総研作成

向かっている割合（家計から保険・年金・投資信託・銀行等を経由して株式・出資金に向かっていると試算される金額が家計金融資産全体に占める比率、以下「間接投資比率」）を加えると、家計金融資産の実に53.0%が株式・出資金に振り向けられている計算となり、これも10カ国の中ではかなり高い水準である。この間接投資比率の高さの背景の一つとして、比較的高い年金準備金比率（2013年末時点で29.3%）と、その年金資産の株式・出資金運用比率が高い（投資信託経由も含めて同43.1%と推計される）ことが挙げられる。

時系列で見ると、直接投資比率が過去30年の間やや低下傾向をたどってきたのに対し、間接投資比率は1980年末の5.2%に対して2013年末は19.3%と逆に上昇傾向をたどってきた（この間の最高値は2000年3月末の22.7%）ことが分かる。

つまり、家計から企業に向けたパイプが太く、そのルートも多様化している姿が明らかとなる。

こうしたリスクマネー供給に裏付けられる形で、前掲図表8に示した活発なベンチャーキャピタル投資や、活発な起業活動が維持されているものと言えるだろう。米国企業において、資本・負債に占める資本金等（内部留保を含めない払込資本）の比率は日本企業と比較して高いことが分かる（図表11）。特に規模の小さい企業の場合、日本では10%程度なのに対し（前章を参照）、米国では20%近くある。その分、借入金が少なく、経営の自由度（リスクを取った事業を行う自由度）が高いと言えることができるだろう。

## 2) 英国

英国の特徴は、間接投資比率が高いことである。直接投資比率が7.3%（2013年9月末）であるのに対して間接投資比率は12.9%（同）である。これは、家計金融資産に占める保険・年金準備金のウエイトが55.1%（同）と極めて高いことに起因している。

もっとも、時系列で見ると、直接投資比率、間

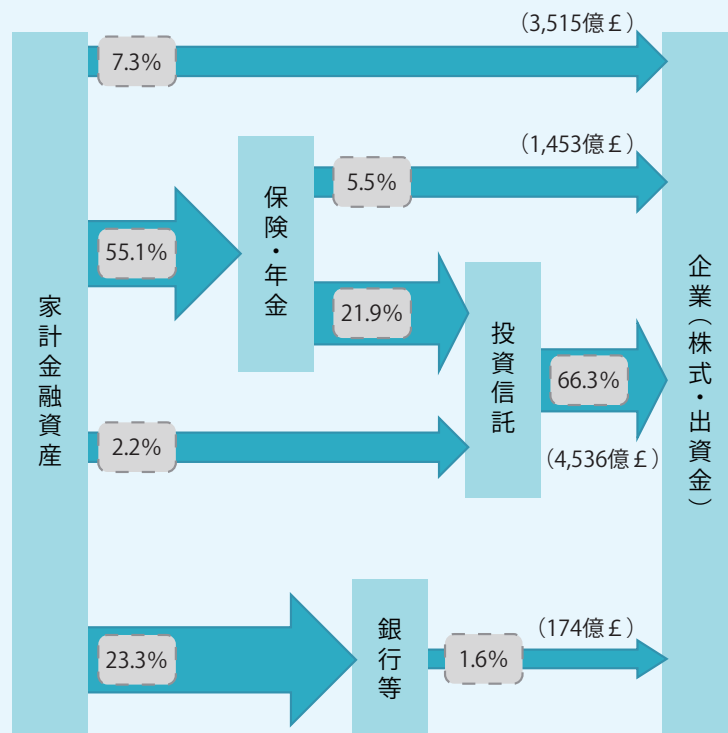
接投資比率ともに 2000 年代以降は低下傾向にあり、両者を合わせたウエイトは 1999 年末の 48.0% をピークに直近で 20.2% (2013 年 9 月末) まで低下した。ただし、この数字は英国国内の株式・出資金に限ったもの (日本と英国に限って国内外の株式が統計上区別されている) であり、国内外の株式・出資金を含めると、31.3% (同) と比較的高い水準を維持していることが分かる。国内産業の成長が鈍化する中で、英国の家計資金は積

極的に海外に向いているものと捉えられよう。ある意味、成熟した国の一つの形と捉えることも可能である。

### 3) ドイツ

ドイツの家計金融資産は、欧米の中では相対的にリスク資産のウエイトが低く、日本に似ていると見られることもある。例えば、株式・出資金の直接投資比率は 9.4% (2013 年 9 月末) と日本

図表12 家計を源泉としたリスクマネー供給構造 (英国)  
(最終的に株式・出資金へ向かう主な資金の流れ)



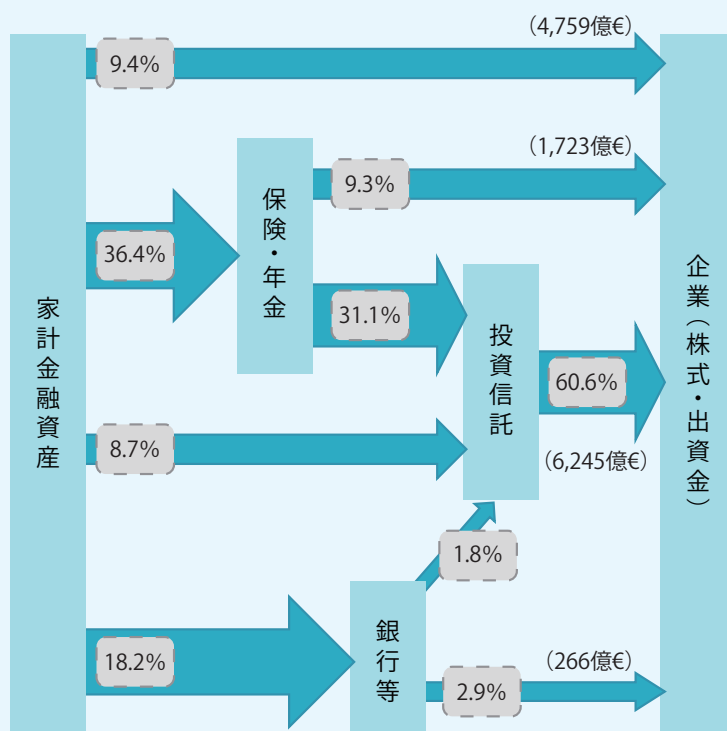
- (注1) 図表中のパーセンテージは、矢印始点の主体の金融資産総額に占める矢印終点の金融資産額の比率
- (注2) 図表中の金額は、家計金融資産を源泉として株式・出資金に向かう金額を、図の流れに従って按分計算で求めた試算値
- (注3) 図表中の数値は2013年9月末時点
- (注4) 投資信託を経由する資金の構成は、全て投資信託全体の株式・出資金比率に従っていると仮定した
- (注5) 企業(株式・出資金)は英国企業に限り、外国企業は含まない
- (出所) The Office for National Statistics "United Kingdom Economic Accounts"等から大和総研作成

と同様に比較的低い水準にとどまっている。しかし、間接投資比率は16.2%（同）と大きいところが異なる点と言えよう。さらに、時系列で見て直接投資比率が2000年代以降に漸減傾向にあるのに対し、間接投資比率は12～14%程度の水準を維持している。これは、家計金融資産に占める保険・年金準備金のウエイトが徐々に高まっていることが最大の要因と考えられる（直近で36.4%（同））。

なお、ドイツの保険・年金のポートフォリオとしては、株式・出資金が9.3%（同）と必ずしも高いわけではない。OECDによれば、ドイツの年金基金の株式運用比率は5%に満たないと報告されている（前掲図表9参照）。

ドイツの起業活動は必ずしも活発とは言えないが、各主体のリスク選好度があまり高くないことと関係しているようにも思われる。

図表13 家計を源泉としたリスクマネー供給構造（ドイツ）  
（最終的に株式・出資金へ向かう主な資金の流れ）



- (注1) 図表中のパーセンテージは、矢印始点の主体の金融資産総額に占める矢印終点の金融資産額の比率
- (注2) 図表中の金額は、家計金融資産を源泉として株式・出資金に向かう金額を、図の流れに従って按分計算で求めた試算値
- (注3) 図表中の数値は2013年9月末時点
- (注4) 投資信託を経由する資金の構成は、全て投資信託全体の株式・出資金比率に従っていると仮定した
- (出所) Deutsche Bundesbank "Financial accounts for Germany"等から大和総研作成

#### 4) イタリア・スペイン

イタリアとスペインは、ともに欧州債務危機時に問題に挙げられた国だが、リスクマネーの供給構造においても共通項が多いように見受けられる。まず、家計の直接投資比率が高い（2013年9月末でイタリアが20.7%、スペインが26.4%）ことである。イタリアでは家族経営形態の企業が多く、個人で株式を保有しているケースが多いことも要因の一つと推測される。他方で、間接投資比率が低い（同それぞれ7.1%、7.9%）ことも共通した特徴である。両国ともに家計金融資産に占める保険・年金準備金のウエイトが比較的低く（同18.0%、13.9%）、投資信託（直接投資分）のウエイト（同8.2%、7.0%）も低いことに起因する。なお、両国ともに預金のウエイトが比較的高く（同28.8%、42.5%）、銀行等を経て株式・出資金に向かっている比率は他の国よりも高い状況にある<sup>2)</sup>。

こうした資金供給構造において、イタリア・スペインともに起業活動が活発でないという共通した事実がある。特にイタリアの起業活動率（TEA）は2013年の調査において調査対象となった67カ国中最下位で、日本を下回る唯一の国である。ベンチャーキャピタルの投資額においても、両国はともに低いことが分かる。

#### 5) スウェーデン・フィンランド・オランダ

スウェーデン・フィンランド・オランダについては、それぞれ異なる特徴を持っている。スウェーデンに関しては、直接投資比率が36.5%（2013年9月末）と米国を上回る水準であり、間接投資比率の23.6%（同）を合わせても60.1%と調べた10カ国の中で最も高い。さらに、直接投資比

率には趨勢的な上昇傾向が確認され、同国家計のリスク選好度の高さがうかがわれる。保険・年金の株式保有比率は22.7%（同）であるが、近年は保険・年金の投資信託運用比率が高まっており（確定拠出型年金の拡大によると思われる）、間接投資分を含めると保険・年金の半分程度が株式・出資金で運用されているものと推定される。スウェーデンの起業活動率（TEA）は比較的高い水準にあるが、こうした家計のリスク選好度の高さも背景にあるものと考えられる。

フィンランドについては、同じ北欧諸国のスウェーデンよりも、むしろイタリア・スペインの南欧諸国に近い姿に見受けられる。すなわち、高い直接投資比率（2013年9月末で33.3%）と低い間接投資比率（同8.8%）、そして両方ともに、やや低下傾向をたどってきたことである。ベンチャーキャピタルの投資額はそれほど小さくないが、起業活動率（TEA）はスペインと同水準にとどまっている。

最後にオランダであるが、直接投資比率が9.8%（2013年9月末）であるのに対し、間接投資比率が24.5%（同）と後者の高さが顕著である。その要因は家計金融資産に占める保険・年金準備金の比率が61.6%（同）に達していることである。一方で投資信託の保有は2.7%（同）にとどまっていることも一つの特徴である。オランダの年金基金は相対的に株式運用比率も高く、起業活動率（TEA）が比較的高い水準にある背景に、リスクマネーが十分に供給されていることが指摘できよう。

2) このように銀行経由の投資が多い国として、フランスも同様である。



## 4. 本章まとめ

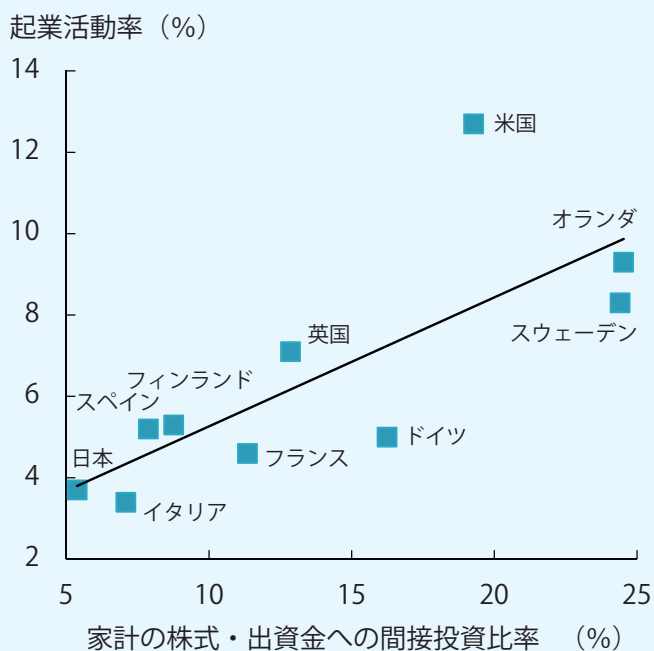
リスクマネーの供給構造は、各国で異なっているが、まず指摘できるのは、家計からのリスク資金供給比率において日本ほど低い国はない、ということだろう。本章で見た諸外国で、直接投資比率が日本と同レベルの国はいくつかあるが、間接投資比率を加えて20%を下回るところは見当たらない。

直接・間接を合わせた全体のリスクマネー供給割合が高い国は、総じて起業活動率が高い傾向が見られるが、特に、間接投資比率と起業活動率の間に比較的強い正の相関が確認できる。つまり、間接投資比率が高い国の方が、起業活動が活発である傾向にある（間接投資比率が高くても起業

活動率の低いドイツのような例外もある）。なお、間接投資といっても、銀行を経由した投資が多い国は、逆に起業活動が活発でないという傾向も見受けられる。

米国は家計におけるリスクマネー供給比率、ベンチャーキャピタル投資額、あるいは年金基金の株式運用比率のいずれをとっても非常に高いレベルにあり、起業活動率も高い。各国それぞれの経済・社会構造の成り立ちを踏まえれば、米国は必ずしも目標となるわけではないだろうが、あえてインプリケーションを指摘するとすれば、様々な主体がリスクを一定程度取るような社会にならないと、起業活動の活発化には至らない、ということではないだろうか。

図表14 間接投資比率と起業活動率の関係



(注1) 間接投資比率は直近値（図表6-1、6-2参照）  
(注2) 起業活動率は図表7参照  
(出所) 各国資金循環統計、Global Entrepreneurship Monitor (2013) から大和総研作成

## 4章 アジア新興国・地域におけるリスクマネー供給構造

前章では、先進国におけるリスクマネー供給構造をみた。本章では、アジア新興国・地域における資金供給構造についても明らかにしてみた。これは、日本に対するインプリケーションを探るというよりは、経済発展段階の異なる各国・地域の資金供給構造を確認することにより、各国・地域の金融的課題を探ることが目的である。

### 1. アジア5カ国・地域で推計

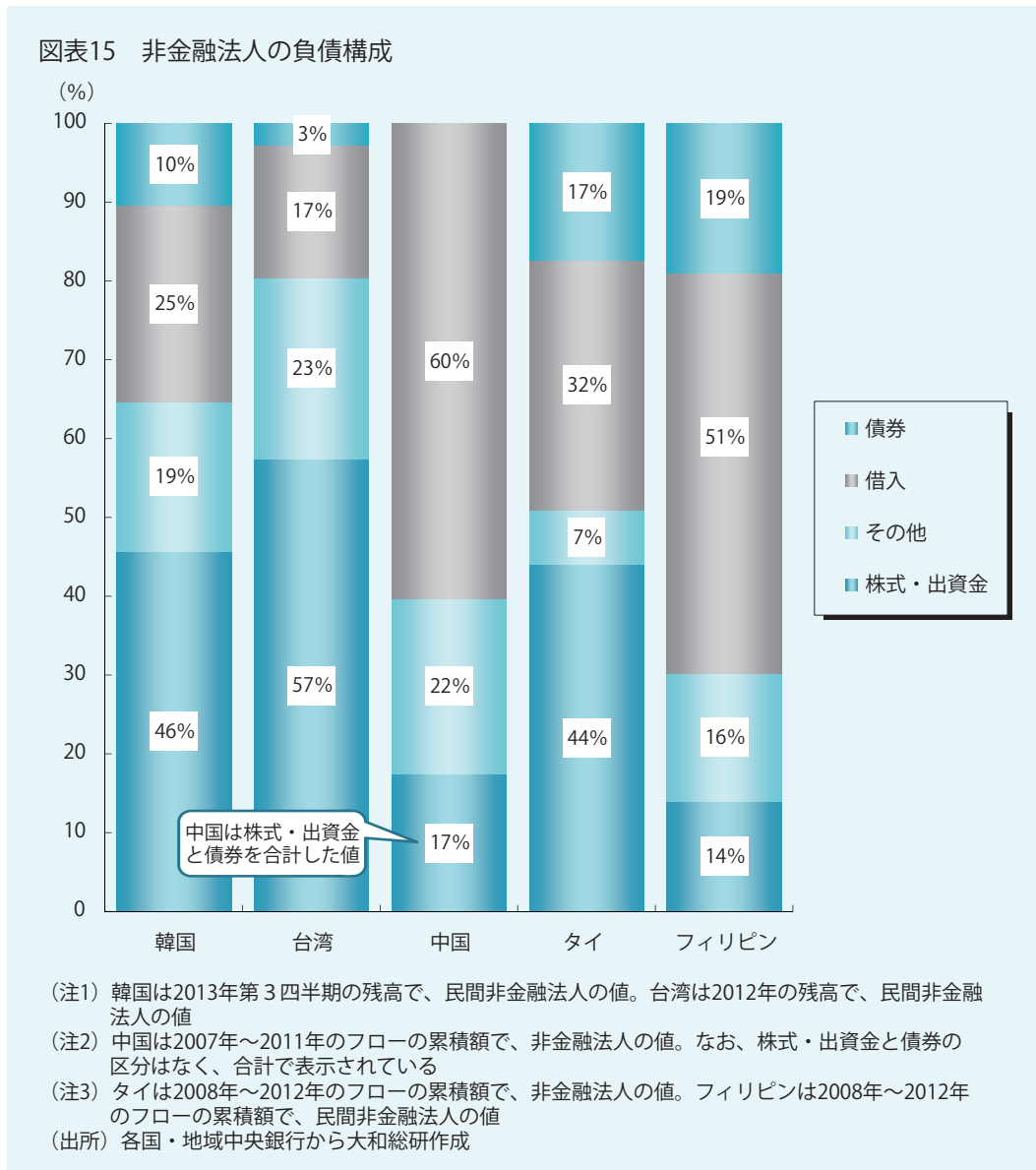
ここでは、韓国、台湾、中国、タイ、フィリピンのリスクマネーの供給構造について各国・地域中銀が公表し

ている資金循環統計に基づいて考察を進める。しかし、各国・地域の公表資料の内容が異なることから、横並びで比較することは難しい。例えば、韓国と台湾は金融取引（フロー）と金融資産残高のデータを公表しているが、その他の国は金融取引のデータのみを公表している。そこで、本稿では金融資産残高を公表していない国については、最近5年間（統計データがない場合は4年間）の金融取引の累計額を金融資産残高とみなすことと

する（ただし、中国の家計金融資産残高は資金循環統計以外のデータがあるため、それを使用する）。

## 2. アジア企業の資金調達

まず、リスクマネーを受け取る側である非金融法人（事業会社）の負債（調達）側のデータを考察する。図表15は負債（資本を含む）の各項目を負債総額（同）に対する割合で見たものであ



る。株式・出資金の割合が相対的に高い国・地域は、台湾、韓国、タイである一方で、中国とフィリピンは10%台となっている（中国は、2010年まで株式・出資金と債券が分けられておらず、証券という項目でまとめられている。なお、2011年は株式・出資金が12%、債券が5%）。その分、中国とフィリピンは借入の割合が高く、中国は60%、フィリピンは51%となっている。債券での調達割合はフィリピンとタイが高く、台湾が最も低い。ただし、フィリピンとタイともに、

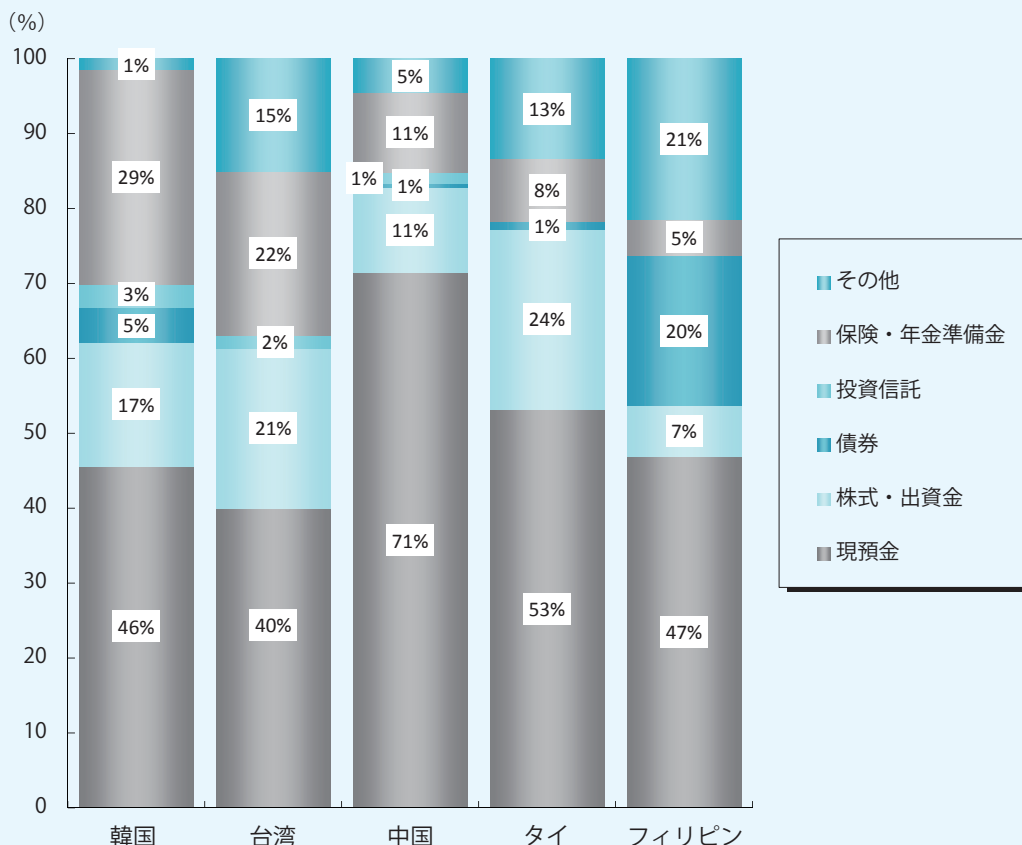
2009年に債券での調達割合が大きく上昇したことが影響している。

このことから、台湾、韓国、タイの企業は、株式・出資金で資金調達をする傾向が強く、中国とフィリピンは借入による資金調達の傾向が強いと指摘できる。

### 3. アジア家計のリスクマネー供給

次に、リスクマネーの供給側として、家計の資産動向を考察する。まず、家計の資産項目を資産

図表16 家計の資産構成



(注1) 韓国は2013年第3四半期の残高で、家計と対家計非営利団体の合計値。投資信託はBeneficiary Certificatesの項目を利用

(注2) 台湾は2012年の残高で、家計と非営利機関の合計値

(注3) 中国は2010年の残高。投資信託はInvestment Fundの項目を利用

(注4) タイは2008年～2012年のフローの累積額で、家計と対家計非営利団体の合計値。投資信託の項目はない

(注5) フィリピンは2008年～2012年のフローの累積額で、家計と対家計非営利団体などの合計値。投資信託の項目はない

(出所) 各国・地域中央銀行から大和総研作成

総額に対する割合で見たものが図表 16 である。全ての国・地域で共通することは、最も大きい項目は現預金だということである。中国では金融資産のうち 7 割が現預金となっており、大きな割合を占め、その他の国・地域も 40% を上回る。こうした現預金比率の高さは欧米先進国と最も異なる特徴と言えるだろう。

株式・出資金で見ると、割合が高い国・地域はタイ、台湾、韓国となっており、中国、フィリピンは低い。中国は株式・出資金の割合が低い分、現預金の割合が相対的に高くなっており、フィリピンは債券の割合が高くなっている。その他、韓国、台湾では、保険・年金準備金の割合が 20% 超と相対的に高くなっている。

これらの国・地域の家計は、一般的に金融資産を現預金で保有する傾向が強いと指摘できる。株式・出資金の保有割合を日本と比べると、タイ、台湾、韓国では 2 倍程度高い。

#### 4. アジア金融機関の資産ポートフォリオ

次に、銀行等の資産項目を資産総額に対する割合で見たものが図表 17 である。資金循環統計における銀行等の内容（定義）は各国・地域で大きく異なるため、比較にはその他の主体よりも注意を要する。例えば、韓国では銀行に加え、投資信託が含まれる一方で、台湾では投資信託は含まれないという違いである（詳細は図表 17 の注を参照のこと）。図表 17 に戻ると、フィリピン以外は貸出の割合が最も高く、フィリピンは貸出と債券が同じ割合となっている。その他の国・地域では、貸出の次は債券の割合が高い。株式・出資金は韓国の割合が相対的に高い。中国は株式・出資金と債券合計で 17% となっている（中国は 2010 年

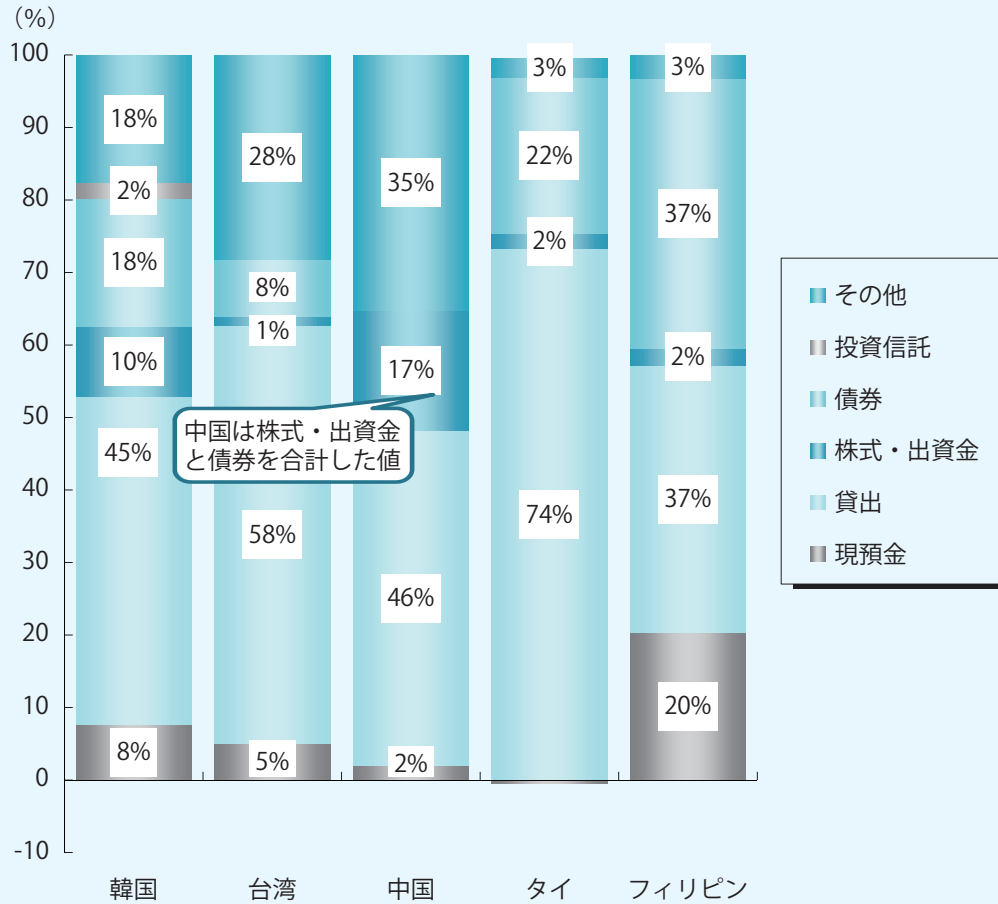
まで株式・出資金と債券が分けられておらず、証券という項目でまとめられている。なお、2011 年は株式・出資金が 1%、債券が 9% となっている）。

以上のことから、多くの国・地域の金融機関は貸出の割合が高く、その次は債券となっている。

次に、韓国と台湾とフィリピンの保険・年金基金の資産の状況を考察する。タイは、保険・年金基金がその他金融機関、中国は金融機関の項目の中に入っており、単独では抽出ができないためである。図表 18 は保険・年金基金の資産項目を資産総額に対する割合で見たものである。韓国とフィリピンは、債券の割合が最も高い一方で、台湾はその他の項目の割合が最も高く、その主な中身は対外証券投資である。株式・出資金は、韓国と台湾が 8%、フィリピンが 17% となっている。

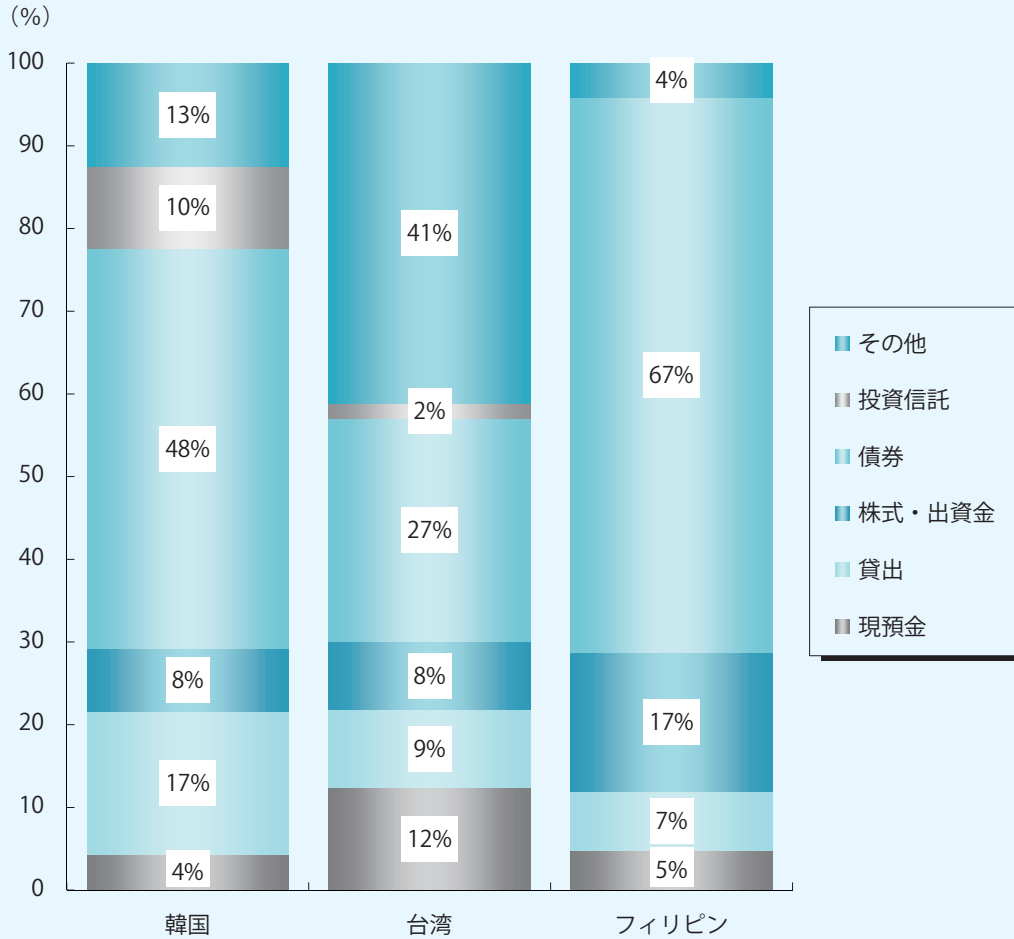
上述してきたように、非金融法人が資金調達する方法としては、台湾、韓国、タイは株式・出資金で行う傾向が強く、中国、フィリピンは借入で行う傾向が強かった。リスクマネーの供給を直接投資と間接投資で各国・地域に整理すれば、図表 19 となる（ただし、データの制約上、各国・地域ともに家計が保有する投資信託による株式・出資金の投資を勘案していない。また、中国とタイは家計が保有する保険・年金基金の株式・出資金の投資を勘案していない）。直接投資はタイが 24% と割合が最も高くなり、直接投資と間接投資の合計でもタイが 25% と割合が最も高くなった。間接投資については、韓国を除けば、非常に割合が低い。欧米先進国に倣えば、間接投資の割合を上昇させ、様々の主体でリスクを取るようになっていくことが必要だろう。

図表17 銀行等の資産構成



- (注1) 韓国は2013年第3四半期の残高で、Depository Corporationsの値。Depository Corporationsには銀行のほか、投資信託が含まれる。資産項目の投資信託はBeneficiary Certificatesの項目を利用
  - (注2) 台湾は2012年の残高で、Other Monetary Financial Institutionsの値。Other Financial Institutionsには銀行のほか、農林水産金融機関などが含まれる
  - (注3) 中国は2007年～2011年のフローの累積額で、Financial Institutionsの値。Financial Institutionsには中銀、銀行、証券会社などが含まれる。投資信託はInvestment Fundの項目を利用。なお、株式・出資金と債券の区分はなく、合計で表示されている
  - (注4) タイは2008年～2012年のフローの累積額で、Other Depository Corporationsの値。Other Depository Corporationsには銀行のほか、輸出入銀行等の政策金融機関が含まれる。投資信託の項目はない
  - (注5) フィリピンは2009年～2012年のフローの累積額で、Depository Corporationsの値。Depository Corporationsには、中銀、銀行などが含まれる。投資信託の項目はない
- (出所) 各国・地域中央銀行から大和総研作成

図表18 保険・年金基金の資産構成



(注1) 韓国は2013年第3四半期の残高。投資信託はBeneficiary Certificatesの項目を利用。台湾は2012年の残高

(注2) フィリピンは2009年～2012年のフローの累積額。投資信託の項目はない

(出所) 各国・地域中央銀行から大和総研作成

図表19 家計からのリスクマネーの供給状況  
(単位：%)

	直接投資	間接投資	合計
韓国	17	7	24
台湾	21	2	23
中国	11	1	12
タイ	24	1	25
フィリピン	7	2	9

(注) 中国の間接投資は、銀行等の2011年の株式保有分を反映させている

(出所) 各国・地域中央銀行から大和総研作成

## おわりに：日本に対するインプリケーション

本稿では、企業活動に利用されるリスクマネーの供給構造について、世界各国・地域における状況を確認した。“不足している”と指摘される日本のリスクマネー供給だが、先進国の中で最もパイプが細いこともさることながら、アジア新興国との比較においてすら、見劣りする状況が明らかとなった。

リスクマネーの定義は必ずしもエクイティに限られないが、企業がリスクを取った事業活動を行うに際して、やはりエクイティ資本が一定程度欠かせない。資金調達手法の選択肢が限られるベンチャー企業にとっては特に重要だと考えられるが、日本の中小規模の企業におけるエクイティ資本の比率は相対的に見て十分とは言えない。

リスクマネーの源泉として家計を考えたとき、日本の家計のリスク資産割合が低いことはかねて指摘されているところであるが、海外との比較において、どの程度不足しているのか。家計金融資産におけるリスクマネー供給割合を、株式・出資金への直接・間接投資比率の合計と定義したとき、日本は現在15%に満たない。しかし、起業活動が活発な先進国を見る限りにおいて、最低でも現状の約2倍の30%程度はあることが望ましい。ただ、そのルートは必ずしも直接的な株式投資である必要はなく、むしろ間接的な投資比率の引き上げが求められると言ってよい。ただし、間接と言っても銀行を通じたリスクマネー供給割合が高い国は、逆に起業活動が低調という傾向も観察される。つまり、年金や投資信託を通じたルートの拡充こそが、日本にとって重要な課題と言ってよいだろう。

いずれにせよ、いわゆる「貯蓄から投資へ」の動きを加速させて、家計のリスク回避傾向を和らげるとともに、年金の運用多様化なども進める必要がある。加えて、今後拡大が予想される確定拠出年金について、より分散投資を進めるように金融リテラシーの向上を図ること（投資教育の充実など）も必要と言えよう。

【参考文献】

- ・石井芳明「ベンチャー政策評価の事例研究—ベンチャーファンド事業によるリスク資金供給の有効性—」RIETI Policy Discussion Paper Series 11-P-016
- ・岡田悟「我が国における起業活動の現状と政策対応」国立国会図書館『レファレンス』2013年1月号
- ・金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ 報告」平成25年12月25日
- ・経済改革研究会「経済改革について」平成5年12月16日
- ・「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」2002年6月21日
- ・小林孝雄、久武昌人「リスクマネーと企業成長—金融仲介の役割—」RIETI Discussion Paper Series 07-J-005
- ・鈴木将覚「家計の金融資産運用とマネーフロー」富士総合研究所研究レポート、2001年10月
- ・日本証券業協会『「新規・成長企業へのリスクマネー供給に関する検討懇談会」における議論の整理』2013年6月
- ・「日本再興戦略 -JAPAN is BACK-」平成25年6月14日
- ・馬場直彦ほか「90年代後半におけるわが国金融構造の変化に関する考察」日本銀行マーケット・レビュー、2001年11月
- ・(財)ベンチャーエンタープライズセンター「平成21年度創業・起業支援事業（起業家精神に関する調査）報告書」平成22年2月
- ・ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会「最終報告書～ベンチャー企業の創出・成長で日本経済のイノベーションを～」2008年4月30日
- ・GEM “Global Entrepreneurship Monitor 2013”
- ・OECD “Access to finance: Venture capital” Entrepreneurship at a Glance 2013

[著者] \_\_\_\_\_

保志 泰 (ほし やすし)



金融調査部長  
担当は、金融・資本市場

神尾 篤史 (かみお あつし)



金融調査部兼経済調査部  
研究員  
担当は、金融・資本市場 (アジア)