

金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 2000-J-10

中堅・中小企業ファイナンス市場の現状と課題

足立 正道

大澤 真

makoto.oosawa@boj.or.jp

日本銀行金融市場局

〒100-8630 東京中央郵便局私書箱 203 号

2000 年 7 月 26 日

日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、金融市場局スタッフによる調査・研究成果をとりまとめたもので、金融市場参加者、学界、研究機関などの関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融市場局の公式見解を示すものではありません。

中堅・中小企業ファイナンス市場の現状と課題*

足立正道**、大澤真***

【要 旨】

本稿では、中堅・中小企業にとっての外部資金調達市場（以下「中堅・中小企業ファイナンス市場」）の現状について分析を行うとともに、同ファイナンス市場の幾つかの構造的問題を指摘し、市場機能改善の方途を模索する。

中堅・中小企業ファイナンス市場の現状を、中堅・中小企業ファイナンスの量的充足度、与信条件の適正さ（リスクに見合ったプライシングの徹底）ファイナンス・チャネルの多様性、といった諸側面について検証すると、マクロ的観点からみると緩やかながら改善の方向に向かっているといえる。

もっとも、個々のセグメント・資金供与形態別にみると、必ずしも円滑に資金が供給されているとは言い難い、金利スプレッドや担保設定姿勢に内包されるリスクプレミアムの水準設定にあたっては、企業財務・倒産データ等の不十分さ・不透明性から個別企業ベースでみれば必要以上に過大な設定がなされている可能性も否定できない、新興企業向け株式市場、私募債市場等活性化しつつある市場が、今後中堅・中小企業にとって安定的なファイナンス・チャネルとなるかどうかは予断を許さない、といった問題点も指摘できる。

このため、より市場機能を改善させるために、借手や事業のリスク評価に必要な情報の整備、貸出債権・証券市場の流通市場整備、公的金融・当局の役割の明確化、等適切な市場整備措置をより一層推進していく必要があると考えられる。

* 本稿を作成するにあたっては、市場実務家・学者の方々と計6回の勉強会を開催し、参加者の方々から数多くの示唆に富むご意見を頂いた。この場を借りて感謝したい。もっとも、言うまでもなく本稿におけるあり得べき誤謬は全て筆者個人に帰属する。また、意見・主張にあたる部分は、筆者個人のものであり、勉強会にご参加頂いた市場実務家や日本銀行の見解を示すものではない。

** 日本銀行 金融市場局 金融市場課（現フランクフルト事務所）

*** 日本銀行 金融市場局 金融市場課 E-mail: makoto.oosawa@boj.or.jp

目 次

1. 本稿の問題意識	3
2. 中堅・中小企業ファイナンス市場の現状	4
2.1 中堅・中小企業向けの量的充足度	4
2.2 与信条件の適切さ	7
2.3 ファイナンス経路の多様性	8
3. 市場機能改善のための方策：市場整備上の論点	11
3.1 借り手や事業のリスク評価に必要な情報の整備	11
3.2 貸出債権・証券流通市場の整備	13
3.3 公的金融・当局の役割	15
4. 結びに代えて	16
<参考文献>	17
<別紙> 中堅中小・新興企業ファイナンスに関する勉強会	18
(BOX 1) 中堅・中小企業の内訳に関する概念整理	
(BOX 2) 株式市場改革の具体的な動き	

1. 本稿の問題意識

本稿は、中堅・中小企業にとっての外部資金調達市場（以下「中堅・中小企業ファイナンス市場」）の現状について分析を行うとともに、同ファイナンス市場の幾つかの構造的問題を指摘し、市場機能改善の方途を模索することを目的としている。

中堅・中小企業は、雇用、設備投資、技術革新等の様々な側面で日本経済を支えている。このため、そのファイナンス市場についても、景気循環プロセスにおける中堅・中小企業設備投資と資金調達との関係、金融政策波及プロセスにおいて中堅・中小企業向け銀行貸出に及ぶ非対称的な影響、所得再分配政策との関係等さまざまな文脈で議論がなされてきた。しかしながら、特に97年秋以降の大型金融機関破綻等を契機とした信用収縮（クレジットクランチ）発生や、IT革命等経済再生プロセスにおける新興（ベンチャー）企業の役割への期待感の高まりを背景に、中堅・中小企業ファイナンス市場を巡る議論がこのところ一段と活発化している。また、特別信用保証制度の導入（98年10月）、新興企業向け株式市場（マザーズ<99年11月>、ナスダックジャパン<00年5月>）の創設、東京都による中小企業向け貸出債権を担保とした債券（CLO）の導入（00年3月）をはじめ、当該市場において未曾有の構造変化が進行しており、これが今後中堅・中小企業ファイナンス市場の機能にどのような影響を及ぼすのかが注目されている。

こうした急激な変化の中で、市場動向についての客観的な現状評価を行い、市場整備の観点からどのような施策が必要なのかといった論点につき、関係者間でコンセンサスを得ることは必ずしも容易ではないように思われる。事実、これまでなされている議論を幾つか列挙すると、「中堅・中小企業に対する資金は十分に流れておらずクレジットクランチ状態は続いている」、「金融機関は担保価格下落に直面し、貸出姿勢が十分緩和していない」、「こうした状況下、金融機関に貸出増加目標を課すと同時に、公的サポートも引続き必要」といった評価・意見がある一方で、「金融機関の資本・資金調達制約は相当程度緩和され、貸出姿勢は積極化している」、「信用総量が伸びないのは専ら資金需要の低迷が原因」、「インターネット関連企業に対してはむしろ過大な資金供与（インターネットバブル）すら生じている」といった一見相矛盾する見方も混在している。

こうした問題意識から、本稿では、まず客観的なデータを基に、中堅・中小企

業ファイナンス市場について、量的充足度、与信条件の適正さ、ファイナンス・チャンネルの多様性という観点から現状評価を行う。そのうえで、市場機能上の重要と考えられる幾つかの構造的な問題を洗い出し、市場整備のための方途を模索する。

なお、本稿を作成するにあたっては、市場実務家・学者の方々と計 6 回の勉強会を開催し、参加者の方々から数多くの示唆に富むご意見を頂いた（勉強会の概要、参加者リストは別紙）。もっとも、言うまでもなく本稿におけるあり得べき誤謬は全て筆者個人に帰属する。また本稿における意見・主張にあたる部分は、筆者個人のものであり、勉強会にご参加頂いた市場実務家や日本銀行の見解を示すものではない。

2. 中堅・中小企業ファイナンス市場の現状

本章では、中堅・中小企業ファイナンス市場の現状について、（１）中堅・中小企業に十分な資金が供給されているか（量的充足度）（２）資金供給にあたっての金利等与信条件が借り手のリスク等に見合った適正なものであるか（与信条件の適正さ）（３）中堅・中小企業にとっての調達手段は十分多様化しているか（ファイナンス・チャンネルの多様性）という観点から考察する。

2.1 中堅・中小企業ファイナンスの量的充足度

企業のファイナンス手段としては、大きく分けて間接金融の中心である金融機関借入と直接金融である社債、株式発行が存在するが、中堅・中小企業については、金融機関借入が中心となっている（図表 1）。そこで、まず最近の金融機関借入の推移をみると（図表 2）公的金融機関（信用保証を含む）を含めた全体の借入残高は、96 年度後半以降続いた前年割れ傾向が 98 年度後半以降マイナス幅を大きく拡大している。2000 年に入り漸く前年比マイナス幅が縮小に転じているものの、総じてみれば中堅・中小企業ファイナンスは減少傾向が続いている¹。

もっとも、少なくとも 99 年 4Q 以降のこうしたファイナンスの減少は、金融機関による資金供給スタンスの消極化が大きく影響しているというよりは、企

¹ 厳密には、金融機関の海外店勘定による貸出（ユーロ円インパクトローン）や信用組合、農協等は中堅・中小企業向けが特定できないため、含まれていない。なお、不良債権の償却等による特殊要因は調整されていないため、通常の企業向け貸出（実勢ベース）でみた減少幅は当該図表で示されているより小さい可能性が高い。

業サイドの資金需要の弱さが主因とみられる。すなわち、企業側が判断する金融機関の貸出態度は、大型金融機関等の破綻が顕現化した97年末から98年にかけて急速に厳しい方向に向ったものの、公的資金注入が実施された99年初以降は、一部を除くと「緩和」の方向に明確に変化している（図表3上）。また、今年4月に日本銀行金融市場局が公表した「主要銀行貸出動向アンケート調査」²によると、中堅・中小企業に対しては、大半の先（38～46%）が貸出態度を99年4Qに比べても「積極化」しており、公的金融の伸び率が大幅に鈍化してきていること（前掲図表2）とも合わせ考えると、企業サイドの見方を裏付ける形となっている。

一方、資金需要サイドである企業部門の資金過不足額（設備・在庫投資額 - キャッシュフロー<税引き後営業利益と減価償却費>）をみると（図表4）キャッシュフローが増加している中、99年度後半の資金余剰額（マイナスの資金不足額）が1970年以降で最大規模になっている。このため、今後仮に資金需要が多少回復しても、かなりの部分は内部資金によってファイナンスされてしまう可能性が高い。

またやや長期的視点からみても、80年代半以降の金利自由化の過程でフランチャイズ・バリュー（規制金利による超過利潤）の低下に直面した金融機関が、利鞘の厚い中堅・中小企業向け貸出に一齐に注力したこともあって（図表5）先行きの経済・資産価格に対して強気な見方を持った中堅・中小企業は大企業とは逆にレバレッジ（負債比率）を一段と高めたため（図表6）バブル崩壊の過程で財務内容が急速に悪化した（図表7）。このため現在では多くの中堅・中小企業において財務リストラが喫緊の課題として認識されており、構造的に資金需要が生まれにくい状況にあることも事実であろう³。このようにマクロ的なデータからみる限り、「中堅・中小企業に必要な資金が十分供給されていない」とは一概には言えない。

² 日本銀行金融市場局では、金融機関融資担当者の貸出動向に関する見方ないし実感を数量化して示すことを目的に、本年4月から当該アンケート調査を開始した。具体的には、企業等借手サイドの資金需要に対する見方や金融機関の貸出姿勢等について、融資担当者に対して選択式（5者択一方式など）により回答を求め、回答の分布状況をパーセンテージ等で示すと同時に、加重平均値を算出している。詳細は日本銀行のホームページ内、「金融経済統計資料」を参照。

³ ROE向上を図る観点からもレバレッジを高めるという手段が理論的には考えられるが、こうした経営戦略をとろうとする企業はごく限定的。

しかしながら、中堅・中小企業と一口にいても、ごく最近起業したベンチャー企業から、個人商店、大企業の関連会社まで、その構成は千差万別であり、中堅・中小企業ファイナンス市場を考察するにあたっては、幾つかのセグメント別に議論することが重要であろうと思われる⁴。例えば、不動産を担保としたファイナンス手段への依存度が高い中小企業の場合、不動産価格の下落傾向を受けて、必要なファイナンスができていない可能性がある。また、前出の貸出態度に関する国民公庫のアンケート調査（前掲図表3下）をみても、小企業は引続き金融機関の貸出姿勢が厳しいとみる先が多い。この間、ベンチャー企業については、内外のベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティ・ファンド⁵の相次ぐ創設（図表8）や新市場創設による株式公開要件の緩和等を背景に、資本性資金はむしろ過大に供給されている可能性すらある一方、運転資金等機動的な調達を行う際に必要となる負債性資金の調達は依然として困難であるといわれており、同一企業でも性格の異なる資金へのアクセスの容易さに差があるケースもある。このように個々のセグメントや資金供与形態別にみると、ファイナンスが円滑になされているとは言えない事例が観察される。

以上の考察から推論される量的充足度に関する現状評価は以下のように要約される。

「マクロ的にみれば、中堅・中小企業ファイナンス市場において、必要な資金が十分に供給されていないとは一概には言えない。しかしながら、個々のセグメント・資金供与形態別にみると、必ずしも円滑に資金が供給されているとはいえない」

⁴ 一つの試みとしては、[BOX1]のように規模と社歴の2つの軸を用いた整理が挙げられる。

⁵ ベンチャーキャピタルとは、一般的にはベンチャー企業に対して投資・融資を行うとともに、必要に応じてコンサルティング（経営、技術等）経営幹部の派遣、取引銀行等への紹介斡旋、販売先等への紹介等を行うことによって、最終的には株式公開等によるキャピタルゲインを得ることを目的に設立された機関を指す。一方、プライベート・エクイティ・ファンドとは、非公開株式に対する投資を行う組合等を指し、広義にはベンチャー・キャピタル含む概念である。米国の例をみると、同ファンドは機関投資家等から資金を集めた上で、新興企業（ベンチャーキャピタル）のみならず、既存の企業の事業部門独立等を対象に投資する。一般的には、投資先企業の経営改善により成長軌道にのせ、その投資先の上場や売却等によって収益を上げる。このため、後継者難や、親会社の事業再編に伴う営業譲渡においては、経営のノウハウを持つプライベート・エクイティ・ファンドのような投資主体の資金が利用されやすい。

2.2 与信条件の適切さ

まず、与信金利条件について考察する。金利条件を考える場合には、金利の絶対水準と金利スプレッドをみる必要がある。はじめに、金利の絶対水準を新規貸出約定平均金利でみると、金融緩和を映じて91年以来継続的に低下している（図表9）。こうした金利の低下を映じて、企業にとっての支払い利息負担はかなり軽減されてきている（図表10）。

次に金利スプレッドをみると、全国銀行の総資金利鞘は98年度の0.28%から99年度には0.37%へと上昇しており⁶、また新規貸出約定平均金利から調達金利指標を差し引いて作成したスプレッド指標（図表11）でも、短期ではスプレッド自体がむしろ上昇していることを確認できる。金融緩和にも拘わらず、スプレッドが全体として低下していないのは、80～90年代の反省から借り手のクレジットリスク（倒産確率）に見合った金利を設定していこうという姿勢が漸く浸透しつつあるためであると思われる。前述の「主要銀行貸出動向アンケート調査」の結果をみると（図表12上）、格付けの高い企業（BBB以上の投資適格企業）に対するスプレッドは、社債市場における投資家の信用リスクテイクの積極化とこれを映じた社債流通スプレッドの低下と平仄を合わせる形でむしろ引き下げようとする金融機関が多い。これに対して非投資適格の低中位格付け企業については、従来信用リスク等に見合うような適正なプライシングがなされていなかったとの評価が一般的なだけに、これをむしろ引き上げようという動きが広範化している。このように金融機関は信用リスクに応じてメリハリの効いた金利設定を行うようになってきており、貸出金利の利率別の貸出残高比率（図表13）をみても、以前に比べて分布が広がりをみせている。

こうした信用リスクに見合った形での金利スプレッドの適正化は、短期的には金利負担の軽減スピードを鈍らせるが、一方でこれまで信用割当的な状況に直面していた企業にとってはリスクに見合った金利を払うことを通じて、外部資金へのアクセスが可能ないし容易になる可能性があるということを示している。さらに金融機関側は、信用リスクモデルを用いて審査過程をできる限り効率化し、審査期間を大幅に短縮した新商品⁷を開発している。安価な資金コスト

⁶ 全国銀行協会調べ。

⁷ こうした商品（所謂小口ビジネスローン）は、金利水準が比較的高く（10%弱が多い）、限度額（数百万円から3千万円程度）や期間の設定（長くとも1年）が限られているものの、無担保な上に審査期間が従来の貸出に比べて大幅に短縮（数週間から原則として2～3日）されている点が大きな特徴である。

以上に必要な資金がタイムリーに調達できることを重視する傾向が強い中小企業にとってこうした環境変化はむしろ歓迎すべき面もあろう。

もっとも、クレジットリスクに見合ったプライシングが適切に行われるためには、クレジットリスクの客観的評価を可能にする企業財務・倒産・資金回収等に関するデータが十分に蓄積されていることが鍵となるが、市場実務家からみるとデータインフラの整備の面では相当改善の余地を残しているようである。金利以外の与信条件である担保掛目や企業の信用リスク判断についても、金利スプレッドと同様厳格な運用姿勢が維持されている（前掲図表 12 下）が、これは地価下落のリスクが引続き大きいと認識されていることに加えて、時価会計導入の影響をはじめ、企業の財務内容についてもダウンサイドリスクが正確に計量化できないため、リスクプレミアムが過大に評価されやすいという要因が影響を及ぼしている可能性があると考えられる。このため、上述のとおり低位格付先を中心に平均的にみれば信用スプレッドは信用リスク対比で十分高い水準にあるとは言えないが、個々の企業毎にみると、こうしたリスクプレミアム要因が信用リスク対比で過大なスプレッドに繋がるといった事例が生じている可能性も否定できないものと思われる。

以上の考察から与信条件に関する現状認識は以下のように整理できると思われる。

「金融緩和を映じて金利の絶対水準自体は大きく低下しており、これが中堅・中小企業の利払い負担を軽減させている。一方、金利スプレッド、担保設定姿勢等については、金融機関側のリスクに見合った適正なリターンを確保しようというスタンスを映じて、全体としてみれば企業にとっての短期的な借入コストを高める方向で作用しているが、一方でこのことは企業にとって機動的なファイナンスを可能にするというポジティブな効果を及ぼす面もあると考えられる。但し、金利スプレッドや担保設定姿勢に内包されるリスクプレミアムの水準設定にあたっては、個別企業毎にみると企業財務・倒産データ等の不十分さ・不透明性から過大な設定がなされるといった問題が生じている可能性は排除できない」

2.3 ファイナンス径路の多様性

次に、中堅・中小企業にとってのファイナンス径路の多様性について考察を試みる。グリーンスパン FRB 議長は日本の企業金融が間接金融に過度に依存して

いることが経済の脆弱性にも繋がっているとした趣旨の指摘⁸を行っているが、こうした傾向に変化の兆しはないのであろうか。

マクロデータでみる限り、確かに中堅・中小企業ファイナンスは銀行借入を中心とする間接金融への依存度が高く、直接金融（株式、社債）のウエイトは大企業や米国中堅・中小企業と比べても低い（前掲図表2、図表14）。一般的には、中堅・中小企業の場合、企業情報が広く市場で共有されている大企業に比べて、資金供給者である投資家との間で情報のギャップが大きい（投資家の審査コストが非常に高い）ほか、1件あたりの資金調達額が小額であるため規模の経済性が働きにくい。それでは、米国並みのファイナンス・チャンネルの多様化は、我が国においては実現不可能なのであろうか。

ファイナンス理論的には、ベンチャー企業のように企業価値のボラティリティが高い（言い換えれば事業が成功する確率が不安定）セグメントの場合、投資家等の資金供給者からみると、貸出等の負債（投資家からみればプットオプションの売りでありボラティリティが高まれば価値が低下）に比べ、株式（コールオプションの買いでありボラティリティの上昇に伴い価値が上昇）がより選好される筋合いにある（asset substitution）。事実ごく最近では、米国ナスダックの我が国への参入表明を契機に、東京証券取引所のマザーズや未公開株市場の整備等の株式市場改革（BOX2を参照）が急速に進み、新興企業の株式市場へのアクセスが相当程度容易になった。また、上場までに至っていないが潜在的に高成長が期待される企業の一部では、先述のベンチャーキャピタルを含むプライベート・エクイティ（未公開株式）・ファンドからの投資受入れが活発化している。このように、ベンチャー企業の起業が多くなっているなか、株式市場からの資金調達は、絶対額は依然小さいながらも、増加しているように窺われる。

一方、中堅・中小企業向け社債市場（負債性の直接金融市場）としては私募債市場⁹が存在するが、これまでのところ、発行額は少額（平均2億円前後）で

⁸アトランタ連銀主催の会議（99/10/19）での講演内容を参照。

⁹私募債とは、少人数（50人未満）を対象として募集を行う場合（＝所謂「小人数私募」）、適格機関投資家のみを対象として募集を行う場合で、当該債券が適格機関投資家以外に譲渡される恐れが少ない場合（＝所謂「プロ私募」）のいずれかに該当する債券（証取法<第2条3項>上の「募集」に該当しないもの）。発行規模別では、20億円未満の小型私募市場と、それ以上の大型私募市場に大別できる。本稿で対象にしている中堅企業は、この小型私募市場を利用することになると考えられる。

あるほか、企業の情報開示も不十分であることが影響して流通性が乏しく、受託金融機関がそのまま引受けるケースが多い。このため、金融機関にとっては貸出の変形・代替と位置付けられているのが実情であり、所謂直接金融市場の活用とは言い難い。もっとも、本年3月に実施された東京都のCLO¹⁰の取組み¹¹においては、予想外に多くの中小企業（約1,700社）が集まり、直接金融市場への関心の強さを証明した¹²。また、本年4月以降、中小企業特定社債保証制度¹³の導入を契機に、中小企業による社債市場の活用にも僅かながら動きがみられ始めている。

しかしながら、株式・社債市場が中堅・中小企業ファイナンスにとって安定的に重要な役割を果たし得るようになるかどうかは予断を許さないことも事実であろう。マザーズに新規上場した株式のその後の株価をみると（図表15）東証2部や店頭市場に比べても大きく値を下げている。また、中小企業向け私募債市場における新しいスキームも、信用保証協会保証という公的なサポートに依存している面が強く、その面での制約を抱えている。

以上の考察から、ファイナンス・チャネルの多様性に関しては以下のような評価が導ける。

「中堅・中小企業の資金調達は、米国と比較すると間接金融への依存が高いが、最近になって新興企業向け株式市場の整備、プライベート・エクイティ・ファンド等の成長、信用保証制度を活用した私募債市場の整備等多様性を増しつつある。もっとも、こうした市場が、今後中堅・中小企業にとって安定的なファ

¹⁰ ローン担保証券（collateralized loan obligations）。具体的には、まず金融機関が企業に貸出を行い、その時発生する債権を束ねた上で信託銀行を通してSPC（特別目的会社）に譲渡するが、当該SPCは譲渡を受けた債権を担保にCLOを発行して投資家に販売する。このため、厳密な意味では直接金融ではないが、間接金融の貸出と直接金融の証券（債券）を組み合わせた仕組みと言える。

¹¹ 東京都では、金融機関借入への依存度が強い中小企業に資金調達手段の多様化を促すため、債券市場育成構想を打ち出し、今回の仕組みはその一環として取り組まれたもの。詳しくは、東京都のホームページwww.metro.tokyo.jpの債券市場構想コーナーを参照。

¹² また、富士総合研究所「日本企業の社債発行に関する意識調査」富士総研 会員企業への特別アンケート（99/8月）によれば、中堅企業では約半数のアンケート先が社債市場活用に関心を示している。

¹³ 中小企業者の資金調達手段の多様化を図るため、信用保証協会が一定の要件を満たす中小企業者の発行する社債について保証を行う制度であり、本年3月に制定された。因みに、5月時点での利用状況をみると、全国累計（承諾ベース）で100件（金額125億円）となっている。

「イナンス・チャンネルとなるかどうかは予断を許さない」

3．市場機能改善のための方策：市場整備上の論点

第2章では、中堅・中小企業ファイナンス市場の現状について評価を試み、資金供給の量的充足度、与信条件の適切さ、ファイナンス・チャンネルの多様性という観点から、現状評価を行った。本章では、こうした現状評価から明らかとなった市場機能上の問題点を改善するための幾つかの方途について考察する。本稿では特に、(1)借手や事業のリスク評価に必要な情報の整備、(2)債権・証券市場の流通市場整備、(3)公的金融・当局の役割の明確化、の3点に絞って論じることとする。

3.1 借手や事業のリスク評価に必要な情報の整備

第2章では、現在の中堅・中小企業ファイナンス市場について、「個々のセグメント・資金供与形態別にみると、必ずしも適切に資金が供給されているとは言いがたい」、「中堅・中小企業向け与信条件に内包されているリスクプレミアムの水準が、企業財務・倒産データ等の不十分さ・不透明性から過大な設定がなされている可能性がある」といった問題点を指摘した。

こうした問題が生じている背景の一つに、借手や事業のリスクを適切に評価するための情報が必ずしも十分に整備されていないということがある。我が国において、不動産担保を活用した借入が中堅・中小企業において圧倒的に多い背景には、事業の成功確率に関して金融機関側に審査するための十分な情報がないケースが多いことから、金融機関は情報不足を補完するため過度に不動産担保に依存せざるを得ないという実情があろう。特に中小企業の場合、その赤字企業比率の高さ(図表16)からみても明らかのように、大企業に比べて信用リスクが高い(返済の不確実性が高い)ため、不動産担保の信用保全機能が大企業以上に重要であると推察される。担保は信用補完機能を果たし、中堅・中小企業ファイナンスを円滑化させる面がある一方で、不動産担保への過度な依存が生じている場合には、現在のように景気の低迷と不動産担保価値の下落が同時進行するような経済環境の下で、担保価値の下落がファイナンスへのアクセスを一層困難化させるといった悪循環をもたらすこととなる(このことをしばしば financial decelerator が働いているという)¹⁴。

¹⁴ もちろん、このことは担保自体の有用性を否定するものではない。例えば、資産流動化

また、2.2節で触れたように借り手情報の不透明性は、良質の借り手に対して過大なリスクプレミアムを要求されることを通じて、こうした借り手が市場から退出してしまう(例えば新規事業を取り止める)という、所謂逆選抜(adverse selection)の問題を引き起こしている可能性がある(中堅・中小企業ファイナンス市場における adverse selection についての理論的整理は塩澤<2000>を参照)。更に、借り手のリスクを判断するにあたって必要となる情報収集が困難で審査・モニタリングコストが高まれば、そのコストは借り手に転嫁されるという面もある。一方、我が国のように平均的にみればリスク対比過小なりリスクプレミアムしか賦課されていない中堅・中小企業が多い場合には、資本市場等正当なプレミアムに対する要求が強い市場へのアクセスの道を閉ざし、ファイナンス・チャンネルの多様性をも妨げていると考えられる。

こうした問題点は、市場関係者によっても強く認識されており、その改善のための努力がなされつつある。その一つが、各金融機関が既に自行内で蓄積し始めている借り手企業の財務内容・倒産履歴・債権回収情報等を、市場参加者間でプールし共有しようというイニシアティブである¹⁵。こうしたデータの整備が行われれば、「Aという企業はその企業属性からみてデータベース上のB企業群に属しているため、B企業群の過去の倒産確率等からみて最低必要な貸出金利はC%になる」といったベンチマーク的な価格設定が可能となり、これを参考に各金融機関はより適正なプライシングが可能となる。こうしたデータの整備と信用リスクデータを基礎とするプライシングモデルの開発は金融機関のビジネス・モデルの変革と相俟って、審査コスト削減、審査期間の短縮に繋がるばかりでなく、これまでコスト的な面で採算に乗らず、そもそもファイナンス手段へのアクセスができなかった企業へのファイナンスの道を広げるという効果も持ち得ると考えられる。企業情報の整備が、借り手にとっても大きなメリットをもたらすという認識が共有され、今後借り手サイドが自主的にこうした情報を開示するという姿勢が強まっていくことが期待される。

また、企業の財務内容の透明性を高めるために、企業会計原則や外部監査制

手法の活用によって不動産だけではなく、売掛債権等事業性キャッシュフローを担保化していく努力は極めて重要であろう。

¹⁵ 現時点における具体的な取組みとしては、民間主体の「日本リスクデータバンク(RDB)」(大久保<2000>を参照)や通産省・中小企業庁主導の「中小企業信用リスク情報データベース(CRD)」(中小企業庁計画部金融課<2000>)が挙げられる。また、地銀、信金のデータベース構築もこうした取組みの一環と言える。

度の一段の充実を求める声も依然として強い。また、中堅・中小企業サイドにおいて IR 活動を行えるような人材の育成といった中長期的課題も存在する。もっとも、こうした策が実効を挙げたとしてもなおかつ難しい課題として残ると考えられるのが、成長性の高い新興企業の信用評価の問題である。新興企業は財務内容に関する過去の履歴が少なく、またキャッシュフローに関する将来予測が困難である。金融機関側で成長産業分析等の面で一段のノウハウ蓄積を努めることが重要なことは言うまでもないが、さらに企業サイドの改善策として、企業が主要な財務指標について予めコミットメントを行い、コミットメントと実績との乖離をみて貸し手や投資家が当該企業を評価するというアプローチ（プリコミットメント・アプローチといわれる）等の様々なアイデアを今後検討していく価値があるのではないかと考えられる。

3.2 貸出債権・証券流通市場の整備

上記のようなデータの整備とともに重要なのは、貸出債権や証券（株式）の流通市場を整備することである。こうしたセカンダリーマーケットが発達すれば、価格の透明性向上や投資家の範囲拡大等を通じて、プライシングの一層の適正化が期待される。また、流動性プレミアムを引き下げることを通じて、ファイナンスのコスト自体の低減にも繋がる可能性が高い。

この点に関しても、市場関係者間で問題意識が共有化されつつあり、幾つかのイニシアティブがみられ始めている。その一つが、貸出債権や私募債を担保とした資産担保証券といった仕組み証券化への取り組みである¹⁶。こうした証券化が進むことは、ファイナンスを行う企業にとっては、流動性プレミアム低下やファイナンス・チャネルの多様化という多大なメリットがある。現在までのところ、中小企業向け貸付債権（ローン）を担保とする債券の発行は、先述の東京都主導のローン担保証券が画期的な試みとして挙げられる程度であり、ほとんどみられていない¹⁷。しかしながら、今後については、企業によるディスクロージャーが充実し市場で共有されるデータの蓄積が進んでいくに従い、保証なしのジャンクボンド市場創設、民間金融機関による信用補完業務への参入が実現していけば、中堅・中小企業にとっての新しい資金の流れの一形態として拡大していくことが期待される。

¹⁶ 資産担保証券に関しては、宮澤・田中[1999]を参照。

¹⁷ ただし、一部ノンバンクでは、すでに中小企業向け貸付債権（商工ローン）を証券化し、海外投資家に販売している（Thomson Deal Watch, Sep 13.1999）。

また、シンジケートローン・債権流通市場の整備もセカンダリーマーケット拡大に大きく寄与することが期待される。筆者らの試算¹⁸では、既に国内シンジケートローン市場¹⁹はこの1年間で一気に10倍弱拡大して約5兆円の規模となり、これを取引する流通市場も徐々に生成されつつあるが、一層使い勝手のよい市場にする目的で、大手都市銀行を中心に約定書の標準化等の努力がなされている。シンジケートローン市場の利用者は目下のところ専ら大企業であるが、今後は中堅企業等への裾野の拡大も期待されている。また、海外の事例から類推すると、こうした流通市場が整備されていく過程で、インターネット技術を用いた電子取引化（e-commerce化）が進む可能性もあり、信用リスク評価を可能とするデータ、モデリングとも一体化して、債権流通市場を一層効率化させると考えられる²⁰。

第3に、新興企業向け株式市場についても、上場株式の流動性向上策が喫緊の課題として意識されている。このため、市場関係者の間では、取引株式数増加の方策の一つである株式分割を困難にしている商法上の規定²¹や運用を見直すべきとの意見が強まっている。また、この他にも、流通株式数を増やす（理論株価を下げる）ため無額面株も増えている模様であり、ごく最近も米系インベストメントバンクと日系ネット証券会社との間でこうした方策のアドバイス業務を行う動きもみられ始めている。こうした市場流動性を高めるための方策を講じていくことが、投資家層の広がりにも繋がり²²、結果として中堅・中小企

¹⁸ International Financial Review 誌による国際的なシンジケートローン等に関する調査をベースに試算。

¹⁹ シンジケートローンとは、1行ないし数行の銀行や金融機関の幹事のもとに、複数の金融機関が協調して融資団を組成して、貸付や保証（コミットメント・ライン＜企業が金融機関に手数料を支払っておくことによって、借入枠を確保する契約＞）等の大型信用供与を行うこと。

²⁰ 海外の債権流通市場 e-commerce 化の事例としては Ereorg 等があり、また我が国において社債等の電子取引プラットフォームとして設立された国内証券会社が将来的に債権流通市場の取り扱いを企図しているといった例も存在する。また、従来は商業取引当事者間に閉じがちであった企業間信用についても、e-commerce 化によって銀行、リース会社等その他の信用供与主体が自由に参加できる市場に発展させようという試みも見られる。

²¹ 商法の218条第2項では、株式分割後の1株あたり純資産額が5万円以上でなければならないと規定しており、純資産額が乏しい新興企業にとっては株式分割による株式数増加が難しいとされている。

²² 全国証券取引所協議会の調査によれば、98年度に投資単位の引下げを実施した企業42社のうち41社で個人株主数が増加しており（26社で2倍以上に増加）、投資家の裾野拡大にも寄与することが示されている。

業ファイナンス市場の機能向上に繋がることは間違いない。

3.3 公的金融・当局の役割

マクロデータで確認すると、中小企業ファイナンス市場における公的金融のウエイトは、直接融資分で約1割、信用保証も合わせると25%に達している(図表17)。時系列的推移を公的金融機関の貸出と信用保証の合算値(残高)の前年比でみると(図表18)、民間金融機関貸出の伸びが鈍化する時や、企業からみた金融機関等の貸出態度が厳しい方向に振れるときに公的金融の伸びが高まっており、その意味では民間与信の補完の機能を果たしているように見える。特に、98年10月に導入された特別信用保証制度は、経済全体のパニック状態の沈静化という意味で有効、かつ有意義であったと評価できよう。また与信条件面では、民間が容易に実行できない長期性の資金貸出を実施することで、民間の補完を企図している。ファイナンス・チャネルの多様化という面では、2.3でみたように、民間保険・保証会社の信用補完(credit enhancement)市場参入が未だ見られていない中、社債市場へのアクセスを確保するという面で一定の役割を果たしていると考えられる。

しかしながら、2.1節でみたように資金不足感が後退していく中では、公的金融の補完的役割もできるだけ速やかに調整されることが望ましい。昨年後半に信用保証制度の対象先企業が全般に拡充されたわけだが、こうした措置が必要であったかどうかは慎重に評価する必要があるだろう。むしろ、セグメント別に資金不足に陥っている先に対して、必要な資金が流れるようなスキームを考えることが重要との考え方もとり得よう。その際、公的金融機関や制度に縛られることなくより機動的な運営を行うという意味でも、また極力市場メカニズムを損なわないという意味でも、利子補給形態(市場によって要求されるリスクプレミアムの一部のみを公的セクターが負担する形)による公的サポートのスキームについて真剣に検討する必要があるのではないかと思われる。長期性資金の供与についても、健全な社債市場の発達を阻害しないような形で運営される必要がある。また、公的金融や信用保証のクレジットリスクに対する評価が、極端に実勢と乖離し緩に流れる場合には、予想以上の不良資産を残すことになり、将来発動が必要な場合の公的金融の機動的な運営の自由度を縛ることにもなりかねないという点は常に認識し、政策の妥当性を評価する必要があるだろう。

このほか、中堅・中小企業ファイナンス市場に対しインプリケーションを持

つ事柄としては、経営健全化計画における中小企業向けの貸出増加額目標の設定がある。増加額目標の設定については、金融機関のリスクテイク姿勢が過度に慎重となっている場合には、一定の意味合いがあると考えられるが、この点は資金需給の動向等を基に慎重に評価する必要がある。また、貸出目標額の設定は、貸出市場における信用リスク評価に対する規律が弱まる、貸出以外の資本市場の発展を阻害し、ファイナンス・チャネルの多様化を妨げる、といった副作用をもたらす可能性も排除できない。従って、こうした目標設定にあたっては、論点を総合的に勘案して得失を論じていくことが必要と考えられる。

4．結びに代えて

本稿では、中堅・中小企業ファイナンス市場について現状評価を行うと同時に、市場機能上の幾つかの問題点に焦点をあてて考察し、改善の方途を模索した。

中堅・中小企業は、雇用、設備投資、技術革新等様々な側面で日本経済のダイナミズムを支えている。このため、今後も中堅・中小企業ファイナンス市場の動向についてできるだけ客観的なデータを用いて、定期的に包括的点検を行うと同時に、市場機能の改善策を模索していく努力を積み重ねていく必要があると考える。内外の金融情勢は刻一刻と変化しているが、特に国内金融市場では金融再編が急速に進んでおり、こうした金融市場全体に影響を及ぼす構造変化が、今後中堅・中小企業ファイナンス市場にどのような影響を及ぼすかといった点についても常にチェックしていく必要がある²³。

以 上

²³ 英国では、商業銀行による寡占度が高いことから、金融機関間の競争が抑制され、個人や中小企業が公正な恩恵を受けていないという点が問題となっている（Cruickshank レポート<2000>、www.bankreview.org.uk）。一方、米国においては、信用リスク・プライシング技術の急速な技術進歩による与信実行コストの低減やノンバンク等他業種のみドルマーケットへの参入を背景に、金融再編は中堅・中小企業ファイナンスに然程大きな影響を及ぼさなかったとの見方が多いようである（Berger, Demsetz, Strahan<1999>、Mester<1999>を参照）。

(参考文献)

- 大久保豊、「日本リスクデータバンク設立」、金融財政事情、2000.4.17
- 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月
- 経済企画庁編、「平成11年版経済白書」、大蔵省印刷局、1997年7月
- 国民金融公庫総合研究所編、「平成11年新規開業白書」、中小企業リサーチセンター、1999年7月
- 、「ポストビッグバンの中小企業金融」、中小企業リサーチセンター、1999年9月
- 越純一郎、「プライベート・エクイティ」、日本経済新聞社、2000年3月
- 塩澤修平、「中堅中小企業ファイナンスに関する理論的分析の視点」、日本銀行金融市場局金融市場局ワーキングペーパーシリーズ、2000年7月
- 清水啓典、「日本の金融と市場メカニズム」、東洋経済新報社、1997年6月
- 中小企業庁計画部金融課、「第二フェーズを迎えたCRD構想」、金融財政事情2000.5.29
- 中小企業庁編、「平成10年版中小企業白書」、大蔵省印刷局、1998年
- 、「2000年版中小企業白書」、大蔵省印刷局、2000年
- 、「中小企業政策の新たな展開」、同友館、1999年
- 、「平成11年度版中小企業施策総覧本編」、中小企業総合研究機構、1999年
- 日本銀行金融研究所、「わが国の金融制度」、日本信用調査出版社、1995年4月
- 野田彰彦、「中堅・中小企業による社債発行の現状と課題」、富士総研論集2000年号
- 秦信行・上條正夫、「ベンチャーファイナンスの多様化」、日本経済新聞社、1996年7月
- 八田達夫・八代尚宏、「弱者保護政策の経済分析」、日本経済新聞社、1995年
- 廣島 鉄也、「中小企業向け貸出と実体経済活動について」、日本銀行調査統計局、Working Paper Series No.97-4、1997年7月
- 、「英国におけるベンチャー・キャピタル市場の現状について」、日本銀行ロンドン事務所ディスカッションペーパーシリーズ、1999年12月
- 宮澤秀臣・田中秀明、「資産担保債券市場の現状」、日本銀行月報、1999年12月
- Berger,A. Demsetz,R, and Strahan,P. “The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implication for the Future”Journal of Banking and Finance Vol23. [1999]
- Mester,L. “Banking Industry Consolidation: What’s a Small Business to do” Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review,January/February [1999]

(別紙)

中堅中小・新興企業ファイナンスに関する勉強会
各勉強会のタイトル、報告者、参加者リスト

1. 主要銀行の中堅中小・新興企業向け戦略と市場の変化(2000/1/28)

基調報告：日本銀行 金融市場課 足立正道

(参加者)

東京三菱銀行 業務企画部、明田次長
第一勧業銀行 融資企画室、本田企画調査役
さくら銀行 リスク統括部 西口次長
千葉銀行 審査部兼経営企画部 市橋副調査役
三和銀行 法人統括部 田代部長代理
あさひ銀行 支店統括部 山崎次長
富士銀行 財務企画部 望月調査役
慶應義塾大学経済学部 塩澤教授

2. 信用リスクの管理と収益機会の拡大に向けて(2/4)

基調報告：さくら銀行 リスク統括部 西口グループ長

(参加者)

千葉銀行 審査部兼経営企画部 市橋副調査役
三和銀行 与信企画部 山本部長代理
東京三菱銀行 業務企画部、明田次長
第一勧業銀行 融資企画室、中村部長代理
あさひ銀行 融資企画部 平山次長
富士銀行 財務企画部 望月調査役
慶應義塾大学経済学部 塩澤教授

3. 新興企業ファイナンスと銀行の役割(2/18)

基調報告：富士銀行法人開発部 富田調査役

(参加者)

あさひ銀行 法人事業第一部 山口次長
さくら銀行 支店統括部 中村総括室長
東京三菱銀行 業務企画部、明田次長
第一勧業銀行 融資企画室、本田企画調査役
三和銀行 法人統括部 小川部長代理
千葉銀行 法人部 西村副調査役
慶應義塾大学経済学部 塩澤教授

4. 中堅中小・新興企業にとっての資本市場に関する勉強会(2/25)

基調報告：JAFCO 経営企画グループ 高島シニアマネージャー

(参加者)

日本証券業協会 業務部 小林部長
三菱商事 企業投資部 小宮部長
未来証券 企画総務本部 酒井本部長
三和証券 債券営業第一部 佐志田部長
東京証券取引所 上場審査部 清水主任上場審査役
野村證券 公開引受部 早川次長
慶應義塾大学経済学部 塩澤教授

5. 中堅中小企業ファイナンスにおける新しい形態（3/3）

基調報告：三和証券 債券営業第一部 佐志田部長、東京海上火災 金融開発グループ 星野グループリーダー
（参加者）

メリルリンチ証券 島クレジットアナリスト

東京都労働経済局産業政策室 坪山副参事

R & Iストラクチャードファイナンス部 北原シニアアナリスト

日本生命 資金証券部 債券投資グループ 佐々木課長代理

農中開発投資部クレジット投資一斑 金丸副主事

三和証券 商品開発部 奥崎次長

東京海上火災 金融開発グループ 守谷課長代理

慶應義塾大学経済学部 塩澤教授

6. 中堅中小・新興企業ファイナンスにおける公的金融の役割（3/17）

（参加者）

国民生活金融公庫総合研究所 村上主任研究員

全国信用保証協会連合会 業務企画部 堀野副部長

東京三菱銀行 業務企画部、明田次長

千葉銀行 審査部 望月副調査役

東京中小企業投資育成株式会社創業期投資支援室 田中調査役

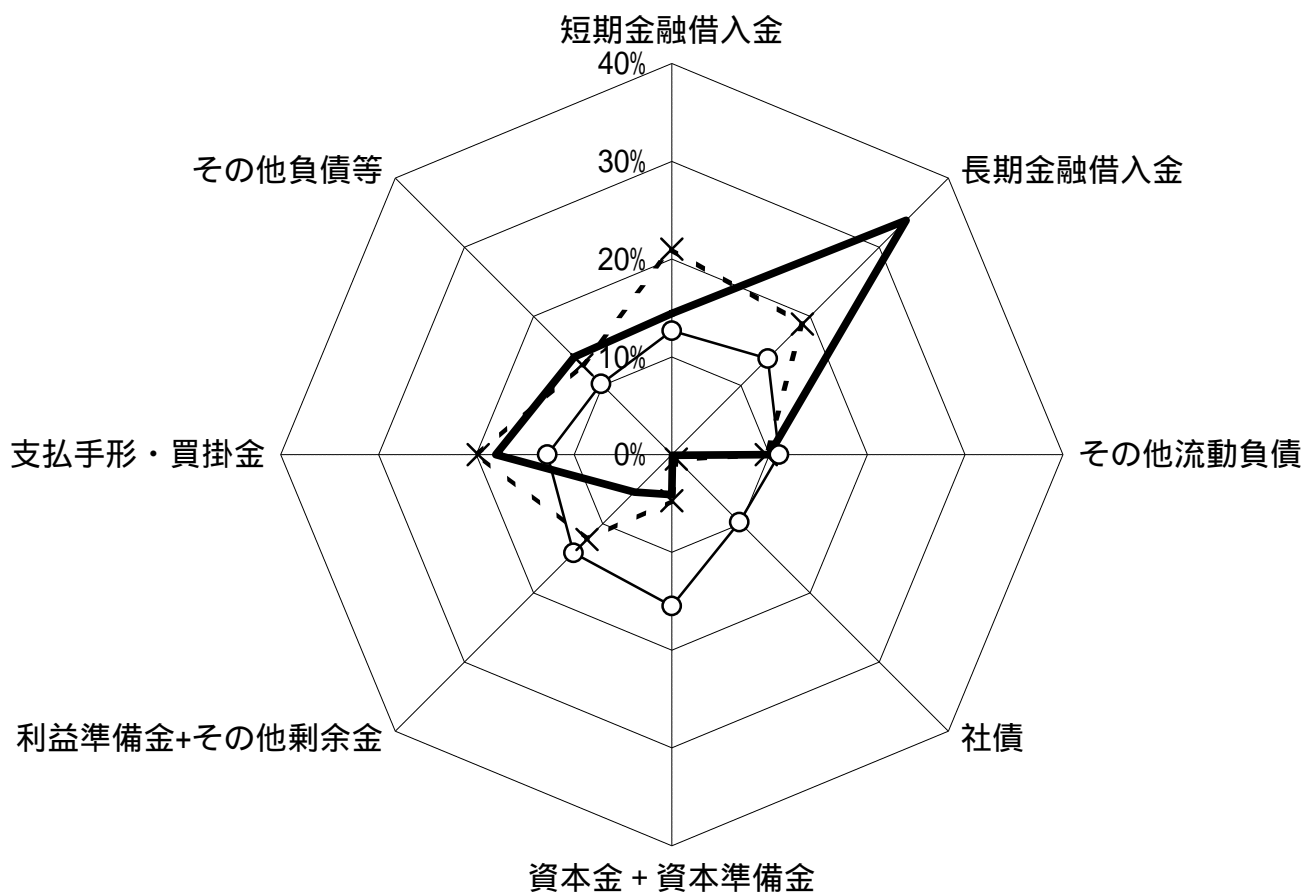
JAFCO 経営企画グループ 高島シニアマネージャー

順不同、敬称略
役職は当時

総資産に占める負債、自己資本のウエイト

日本・全産業

98年度

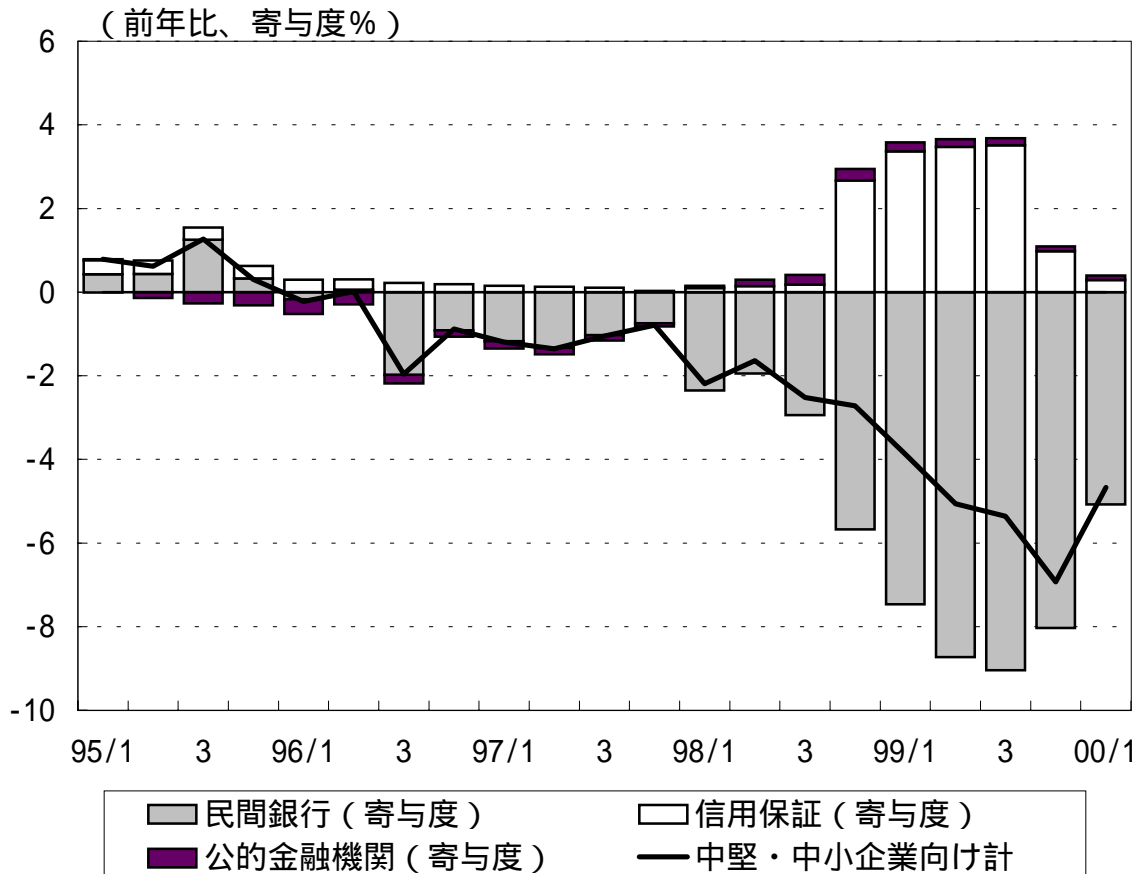


—○— 大企業 - × - 中堅企業 — 中小零細企業

注 ・ 年度初と年度末の平均値を利用。
・ 大企業は資本金10億円以上、中堅企業は資本金1～10億円、
中小零細は資本金1億円未満。

(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

中堅・中小企業の借入残高（末残前年比）

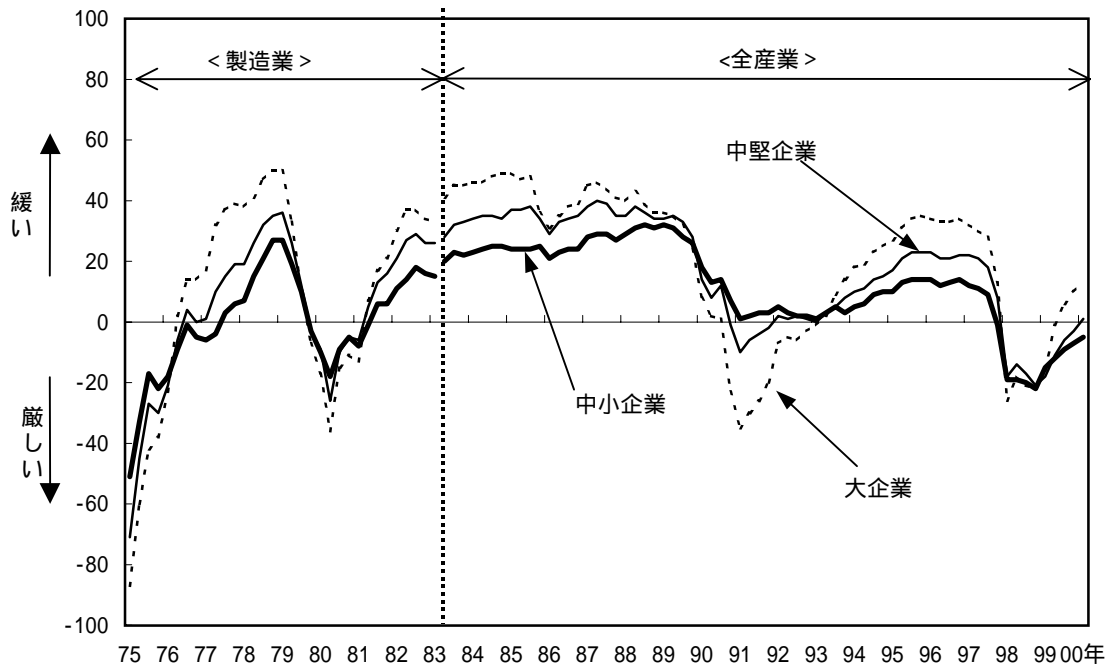


- (注)
- ・民間銀行は全国銀行の中堅・中小企業向け、ならびに信金の除く個人。
 - ・政府系・信用保証は中小公庫、国民生活公庫、信用保証債務残高の合計。
 - ・ユーロ円インパクト・ローンは含まれていない。
 - ・償却等の特殊要因の調整はしていない。

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」

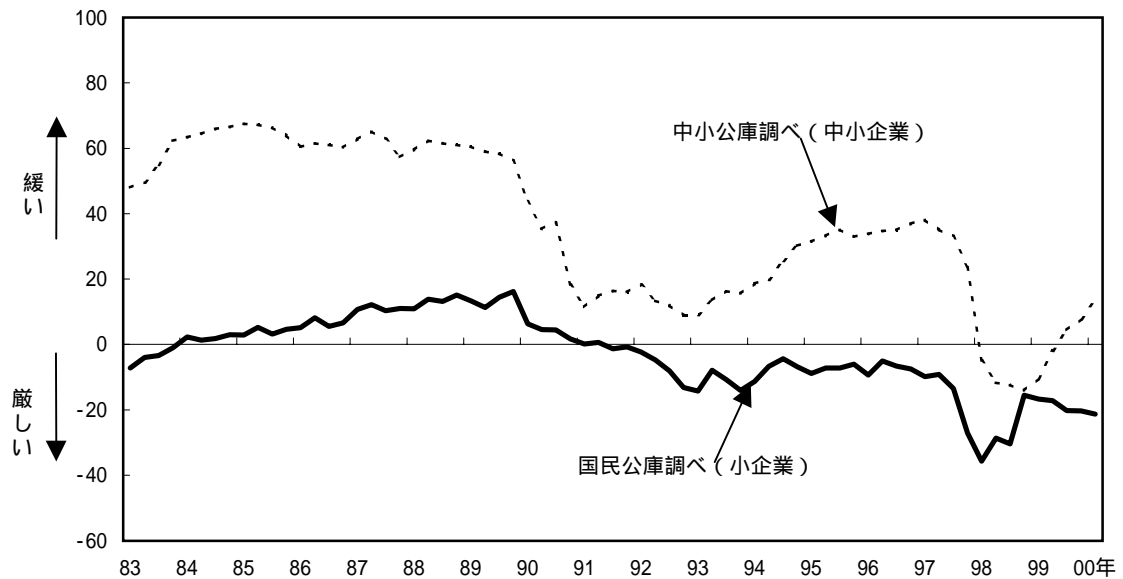
貸出態度判断D I

(1) 全国短観



(注) 83/ 1 Q まで製造業、83/2 Q からは全産業ベース

(2) 政府系金融機関調べ

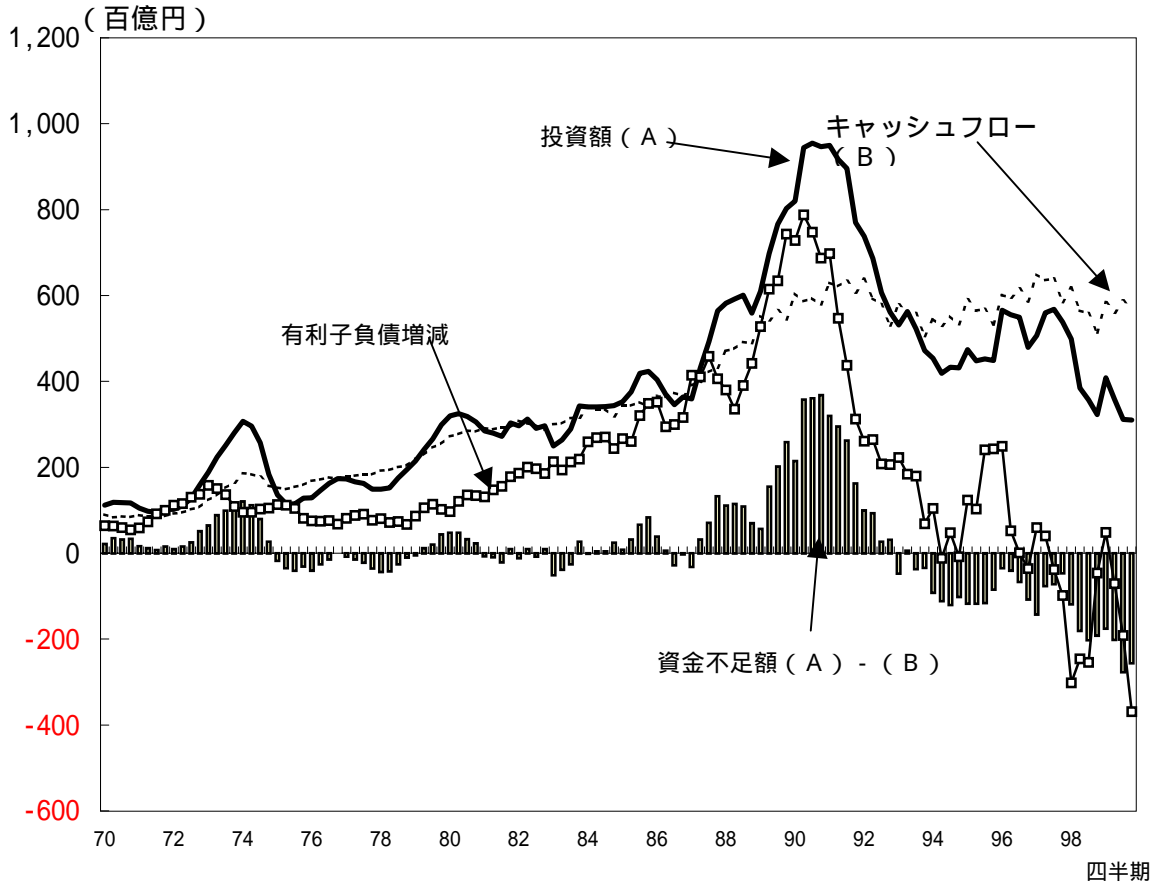


(注) 中小公庫調べは月次の平均値。

(資料) 中小企業金融公庫「中小企業景況調査」、国民生活金融公庫「全国小企業動向調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表 4)

中堅・中小企業の有利子負債と資金過不足

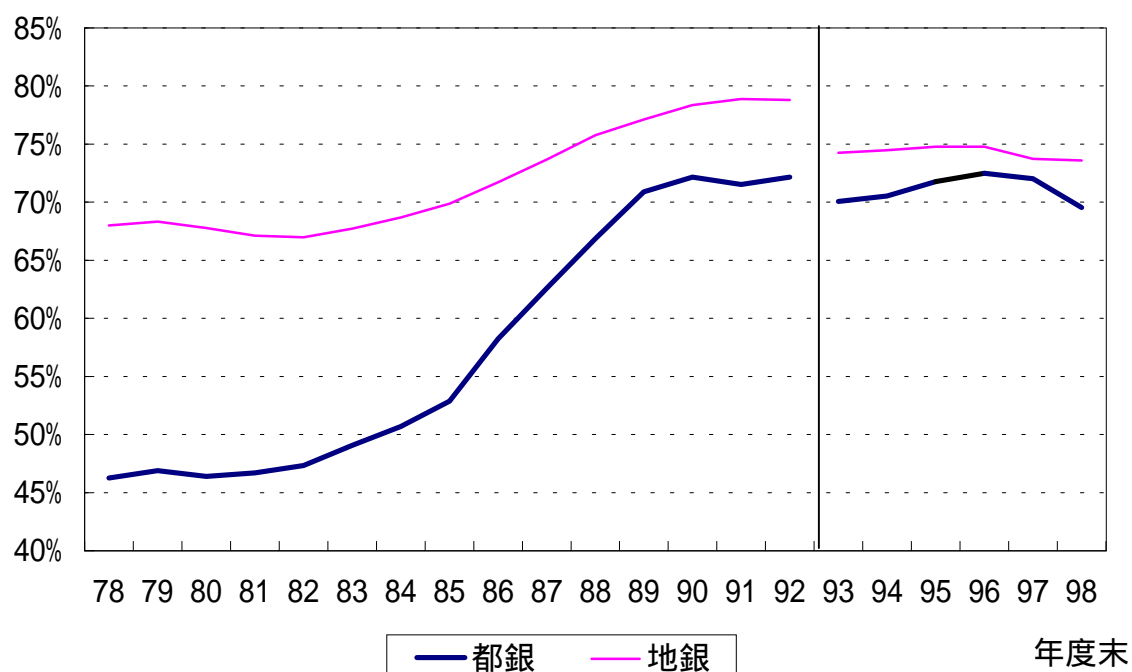


- (注) ・全て季節調整値 (x-11) の後方 3 期移動平均値 (資本金1千万円以上-資本金10億円以上)。
・投資額は設備投資と在庫投資の合計。
・キャッシュフローは減価償却費と営業利益 / 2 (= 税引き後) の合計。
・有利子負債は金融短期・長期借入金、社債の合計の増減。
・対象は資本金 1 千万円以上10億円未満の全産業ベース (除く金融機関)。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

(図表 5)

貸出全体に占める中小企業向けの割合



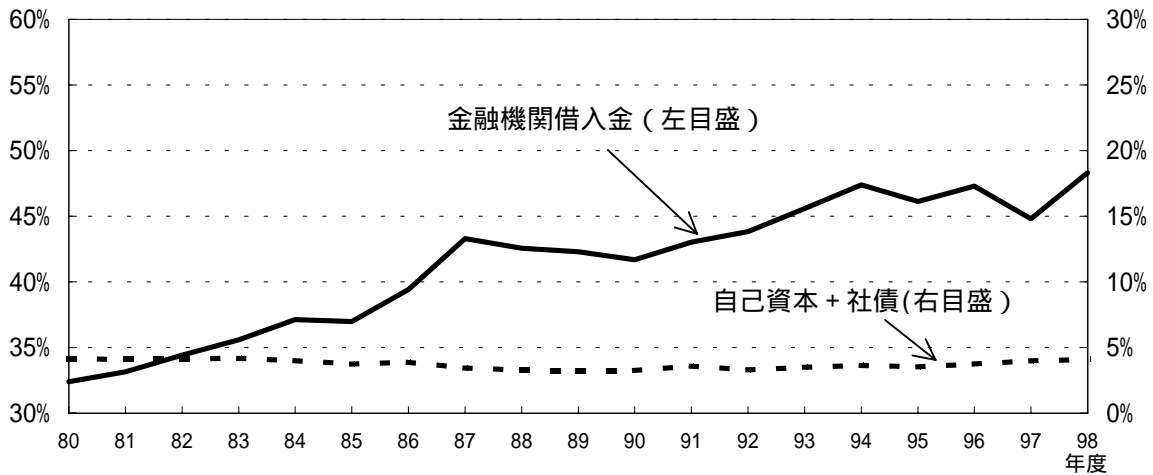
(注) ・ 92年度以前は当座貸越を除く。
・ 中小企業には個人も含む。

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」業種別貸出統計

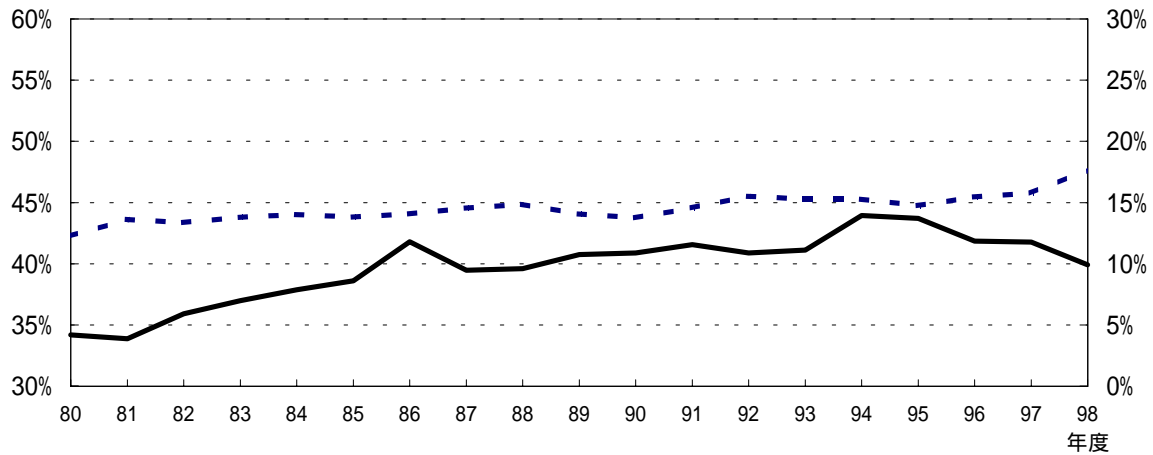
(図表 6)

総資産に占める負債、自己資本のウエイト

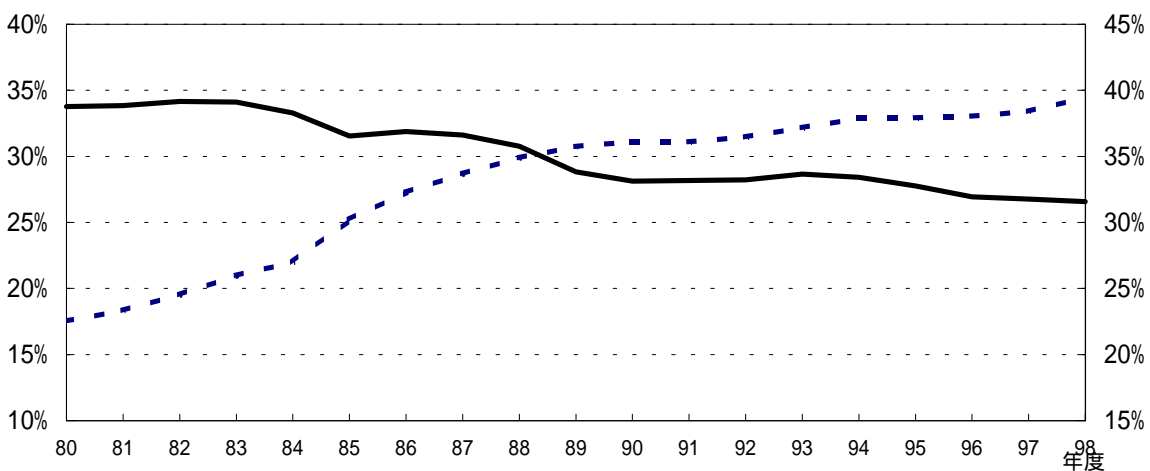
(1) 中小企業



(2) 中堅企業



(3) 大企業

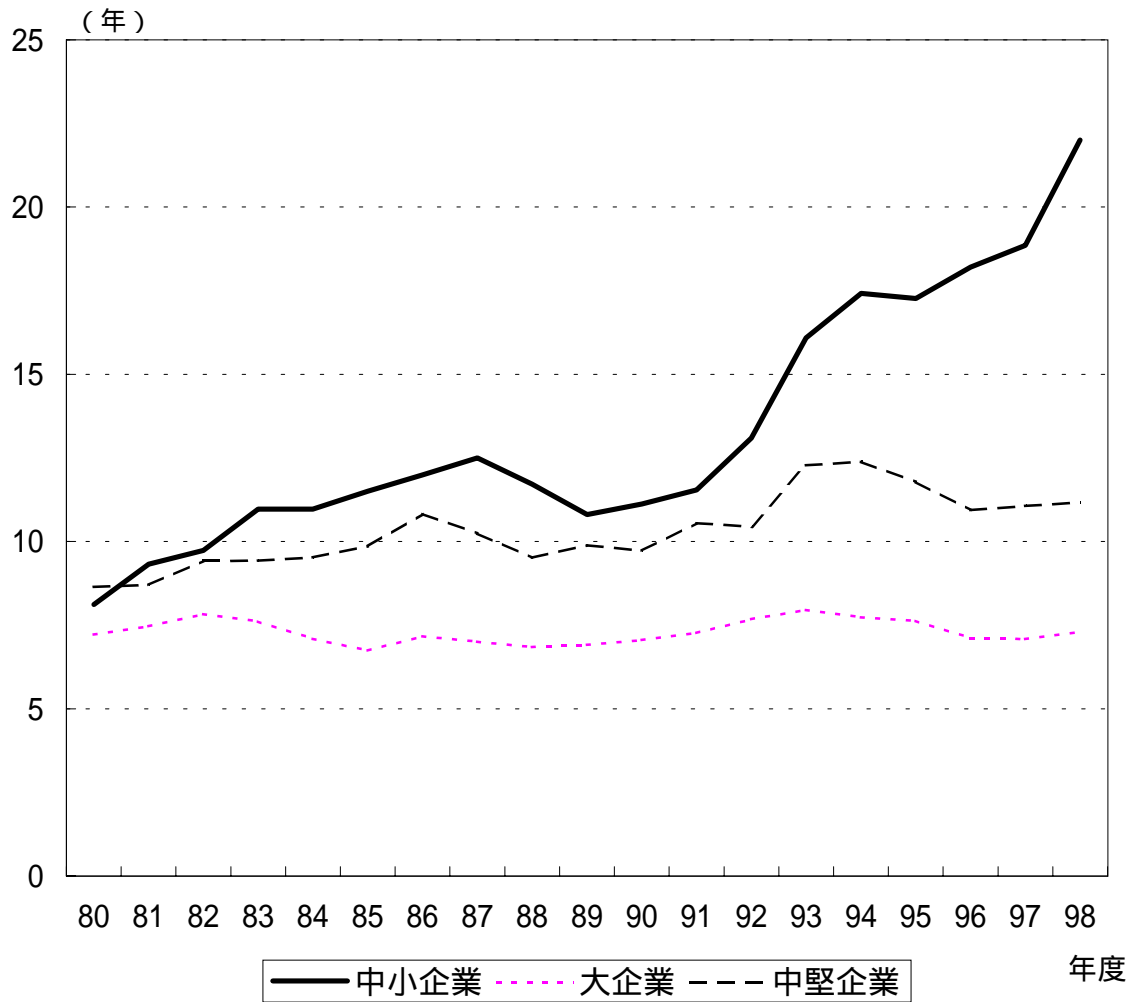


- (注) ・金融機関借入金は短期、長期の合計。
・自己資本は資本金、資本準備金、利益準備金、その他剰余金の合計。
・各年度計数は、年度初と年度末の平均値を利用。
・中堅企業は資本金1～10億円、中小企業は資本金1億円未満。

(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

(図表7)

有利子債務 / キャッシュフロー (要返済期間)

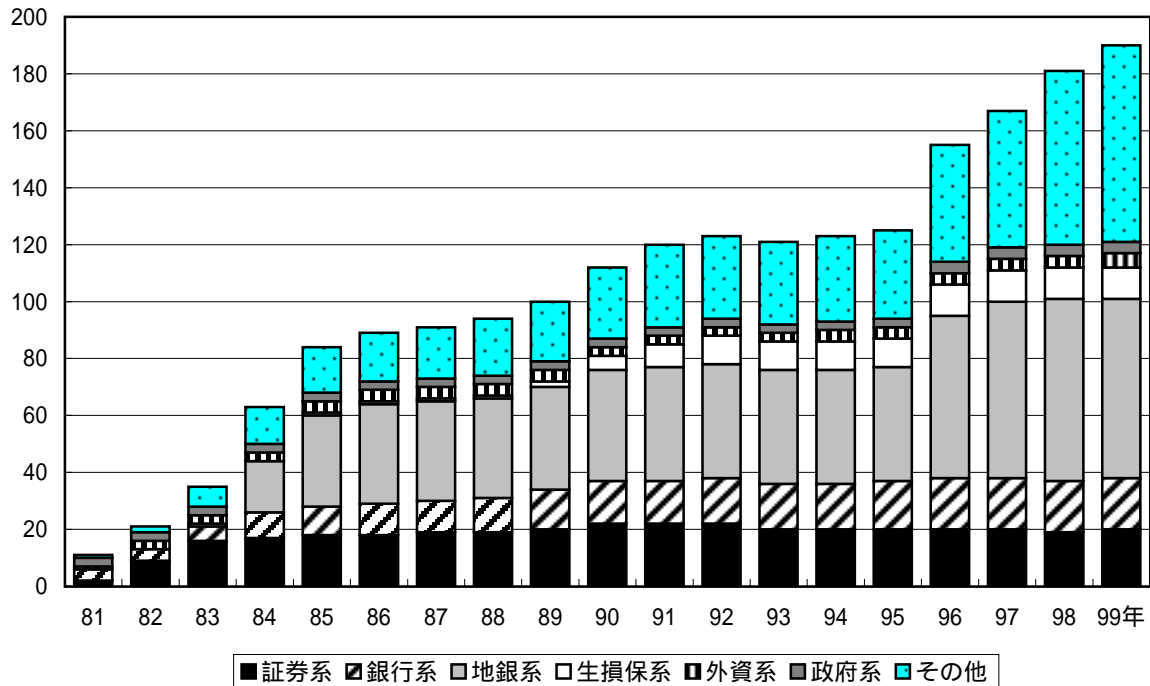


(注) キャッシュフロー = 営業利益 / 2 + 減価償却費

(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

(図表 8)

日本のベンチャーキャピタル会社数



投資事業組合の設立累計

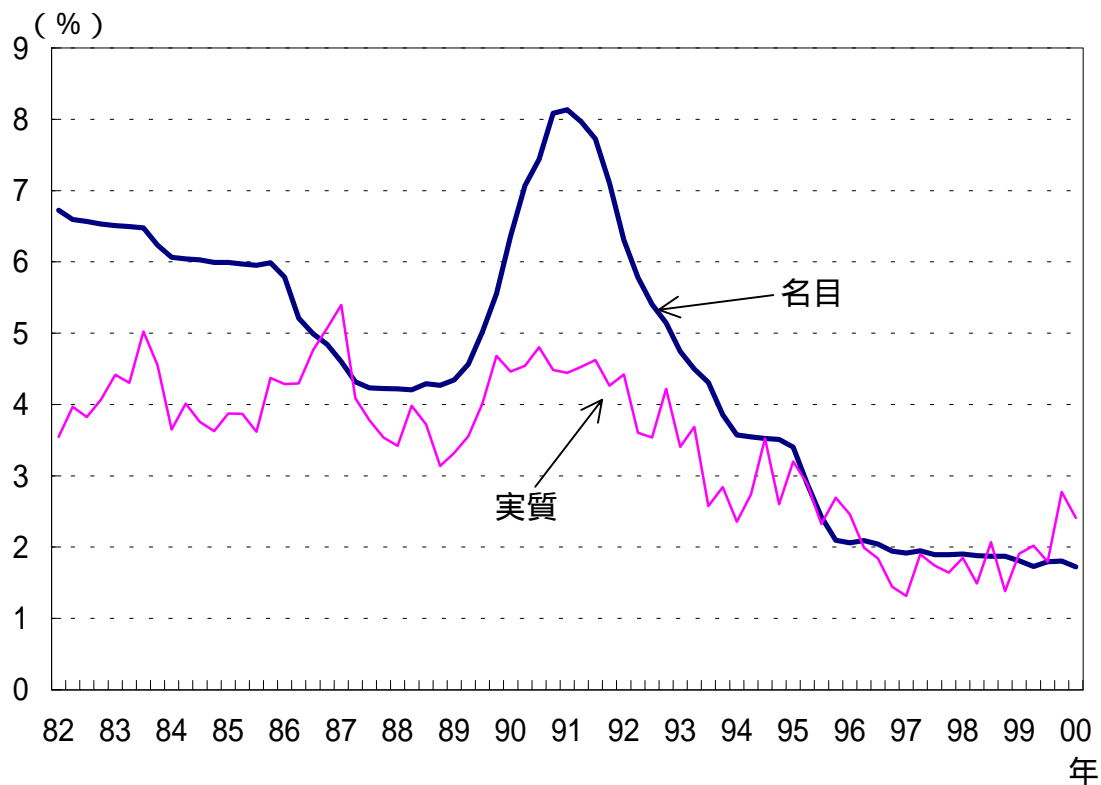
	会社名	組合数	出資総額(億円)
1	(株) ジャフコ	55	2,964
2	日本インベストメント・ファイナンス(株)	36	1,363
3	日本アジア投資(株)	30	1,259
4	日興キャピタル(株)	16	605
5	富士銀行	1	500
6	ユニゾン・キャピタル	1	400
7	国際ファイナンス(株)	16	389
8	光通信キャピタル	1	332
9	(株) アドバンテッジ・パートナーズ	2	330
10	シュローダー・PTV・パートナーズ(株)	5	304
11	日本ベンチャーキャピタル(株)	4	255
12	ソフトベンチャキャピタル(株)	3	255
13	エイパックス・グロービス・パートナーズ	2	210
14	スリーアイ興銀バイアウト	1	200
	その他	132	2,882
	合計	305	12,247

(注) データは99/12月末現在。新聞報道等より。

(資料) ジャフコの資料等

貸出金利

全国銀行新規実行分(総合)



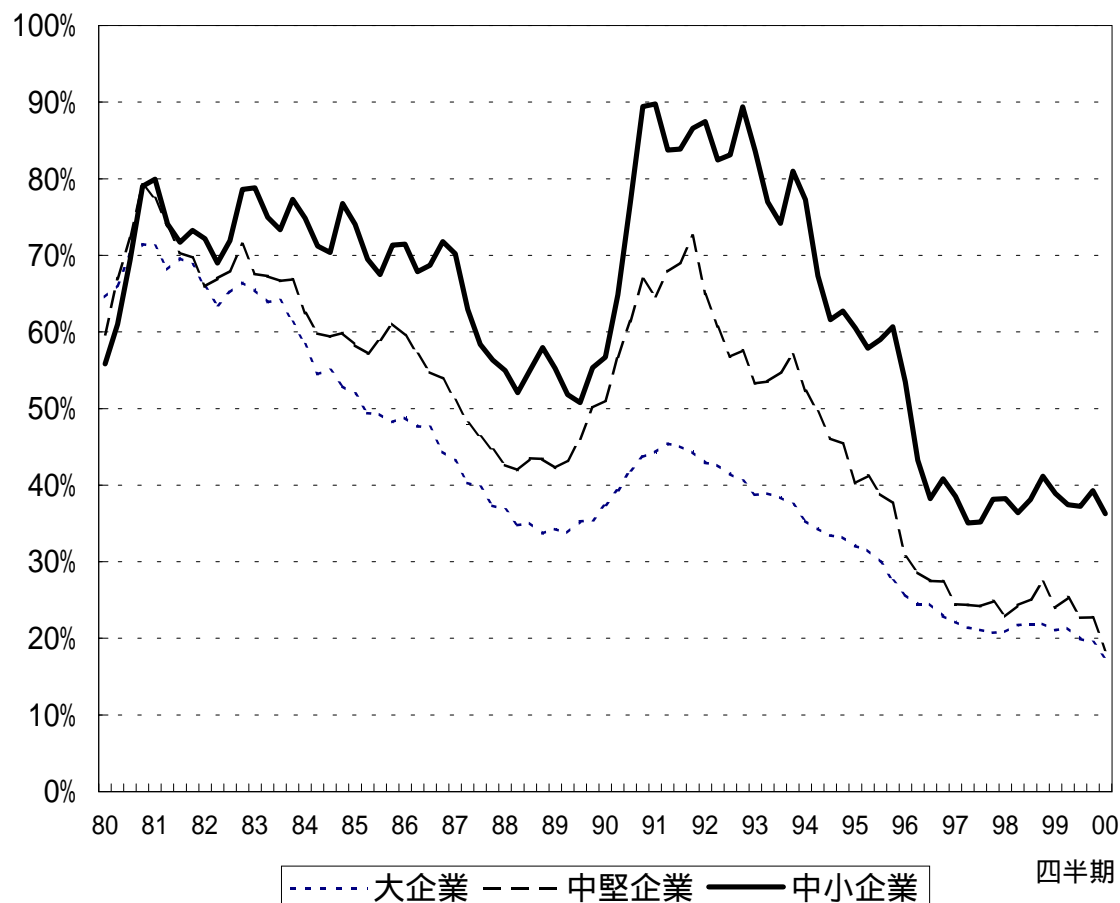
(注) 実質は総合CPI(95年基準)にて実質化。ただし、消費税導入時(89年)、引き上げ時(97年)は調整済み。

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」

(図表10)

支払利息負担

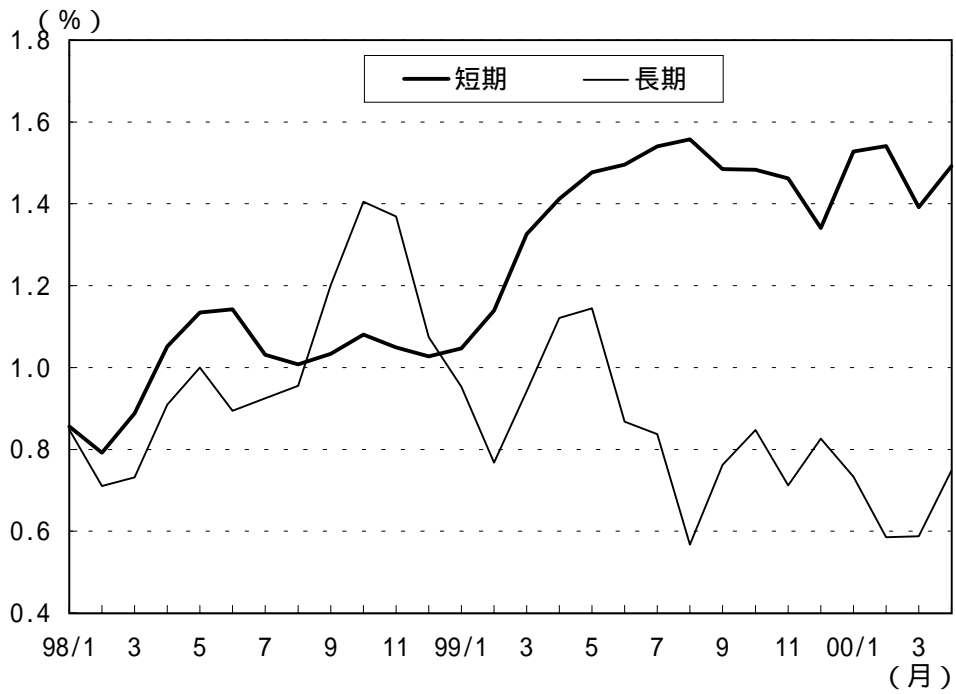
支払利息 / キャッシュフロー



- (注) ・キャッシュフロー = 営業利益 / 2 + 減価償却費
・中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。
・すべて3期後方移動平均値。

(資料) 大蔵省「法人企業統計季報」

国内銀行の総貸出スプレッドの推移



- (注) ・総貸出スプレッドは、短期については「新規約定平均金利(短期) - TIBOR(短期)」、長期については「新規約定平均金利(長期) - スワップ(長期)」で試算。
・TIBOR(短期)は、日本円および1-0円TIBOR1M、3M、6Mの単純平均値。
・スワップ(長期)は、スワップ2Y、3Y、4Y、5Y、7Y、10Yの単純平均値。

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」ほか

主要銀行貸出動向アンケート調査集計結果(2000年4月)

(1) 利鞘設定

上段は1～3月、()内は4～6月見込み

	1.縮小	2.横這い	3.拡大	合計	平均値
上位格付	15 (12)	32 (33)	2 (4)	49 (49)	1.73 (1.84)
中位格付	3 (3)	41 (33)	5 (13)	49 (49)	2.04 (2.20)
下位格付	0 (0)	33 (21)	16 (28)	49 (49)	2.33 (2.57)

(2) 貸出条件

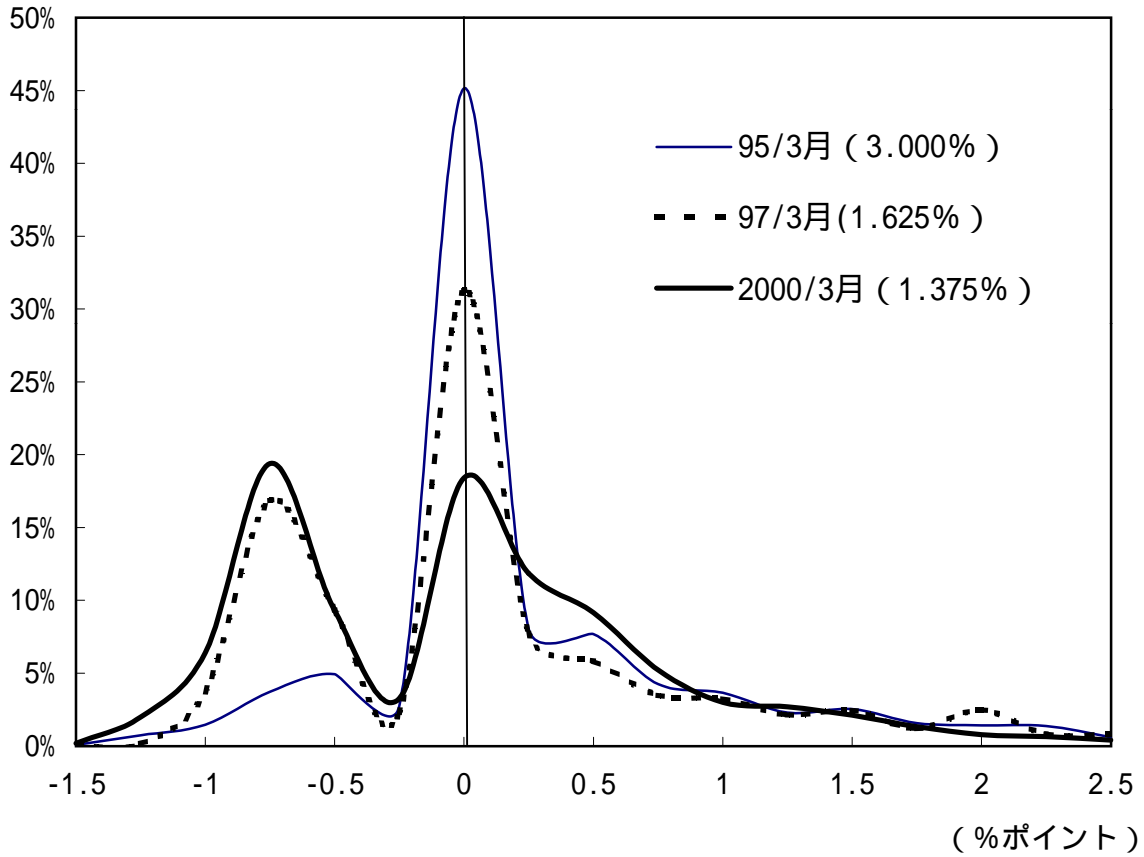
上段は1～3月、()内は4～6月見込み

	大企業	中堅企業	中小企業
信用枠	3.10 (3.02)	3.22 (3.23)	3.29 (3.29)
利鞘設定	3.04 (2.96)	2.96 (2.86)	2.96 (2.80)
信用リスク評価	2.92 (2.77)	2.92 (2.77)	2.90 (2.69)
担保設定	2.98 (2.92)	2.96 (2.88)	2.94 (2.81)

(注)
指数の意味は、
5 . 緩和
4 . やや緩和
3 . ほぼ不変
2 . やや厳格化
1 . 厳格化

短期貸出残高の利率別シェア分布

国内銀行



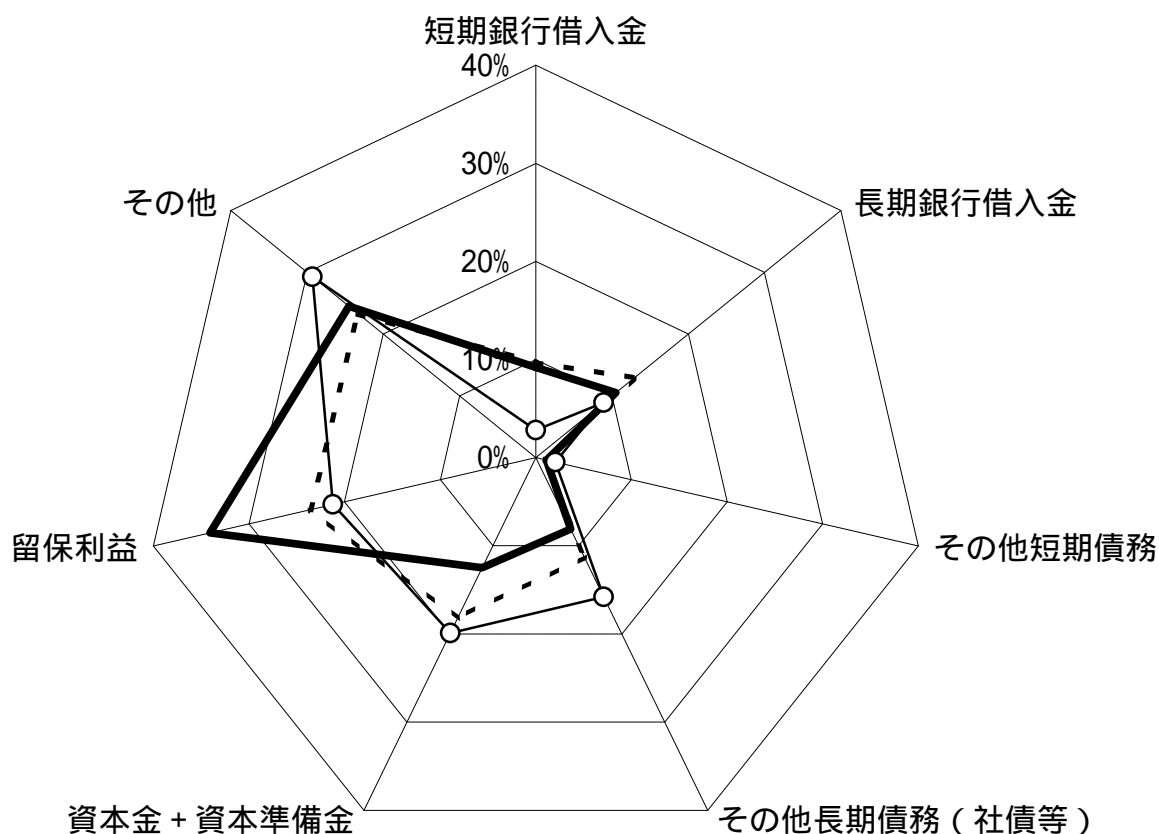
- (注) 1. 短期貸出は、総合から手形・証書貸付を控除したもの。
2. 横軸は各時点の短期プライムレートからの乖離幅(0.25%ポイント刻み)。
3. 縦軸は各利率における貸出残高の全体に占める割合。
4. ()内はその時点の短期プライムレート。

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」 国内銀行銀行勘定利率別貸出残高

総資産に占める負債、自己資本のウエイト

米国・製造業

92年末



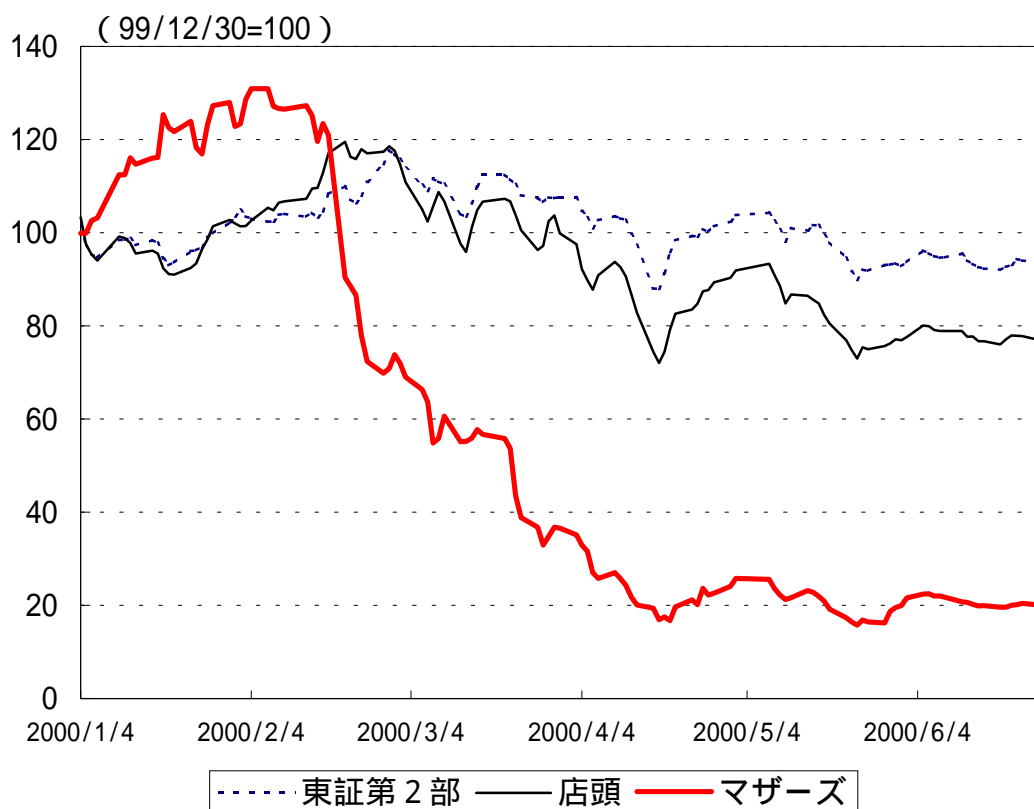
—○— 大企業 - - - 中堅企業 — 中小零細企業

(注) ・大企業は資産5000万ドル以上、中堅企業は資産2500万～5000万ドル、
中小零細は資産2500万ドル未満。
・その他短期債務にCPを含む。

(資料) 忽那「中小企業金融とベンチャーファイナンス」[1997]、表 序 - 2 を筆者が加工。
(原資料) US Department of Commerce, Quarterly Report for Manufacturing, Mining, and Trade Corporations

(図表15)

新興企業等の株価

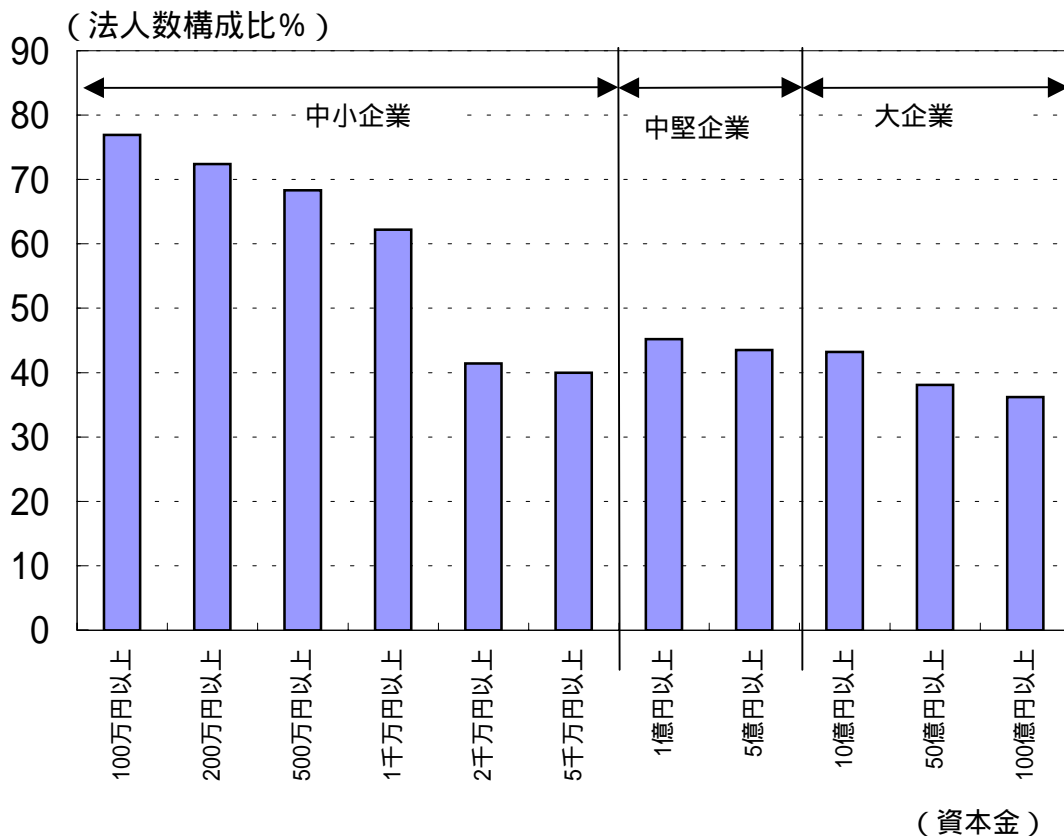


- (注) 1. マザーズは各社の株価を公開価格で基準化した後平均して算出。
なお、取り引きが成立しなかった日の株価は前日と同じとしている。
2. 東証2部、店頭はIndex。

(出所) Bloomberg

欠損企業の割合

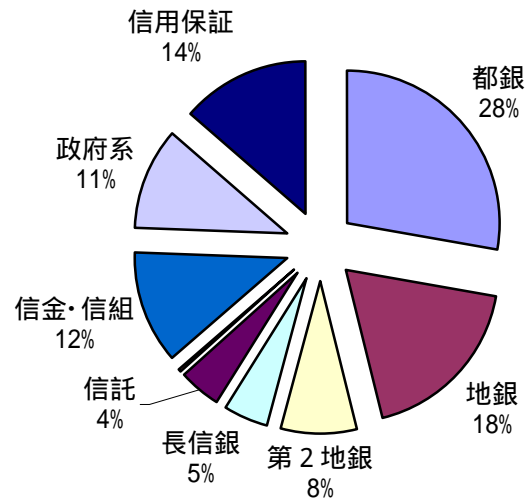
欠損企業とは、所得金額が負または0及び繰越欠損金を控除した結果、所得金額が0となった法人。



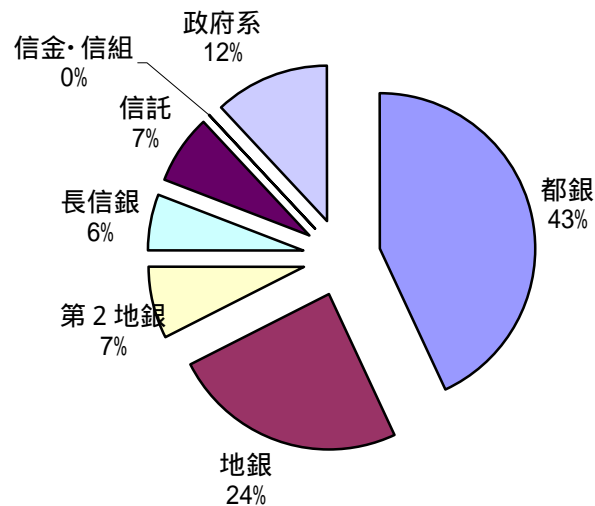
(資料) 国税庁「平成9年分税務統計からみた法人企業の実態」

金融機関業態別シェア (99/9月末時点)

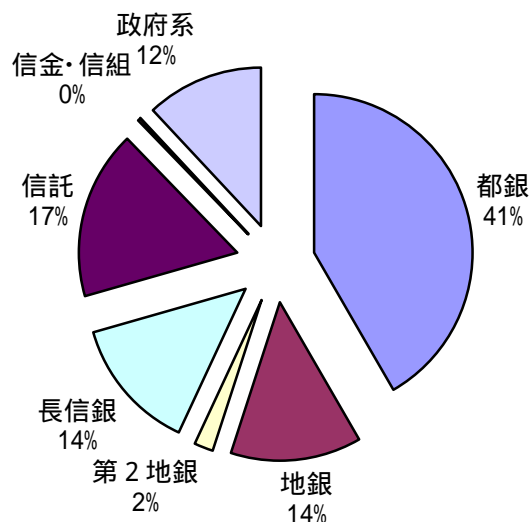
(1) 中小企業 (330兆円)



(2) 中堅企業 (57兆円)



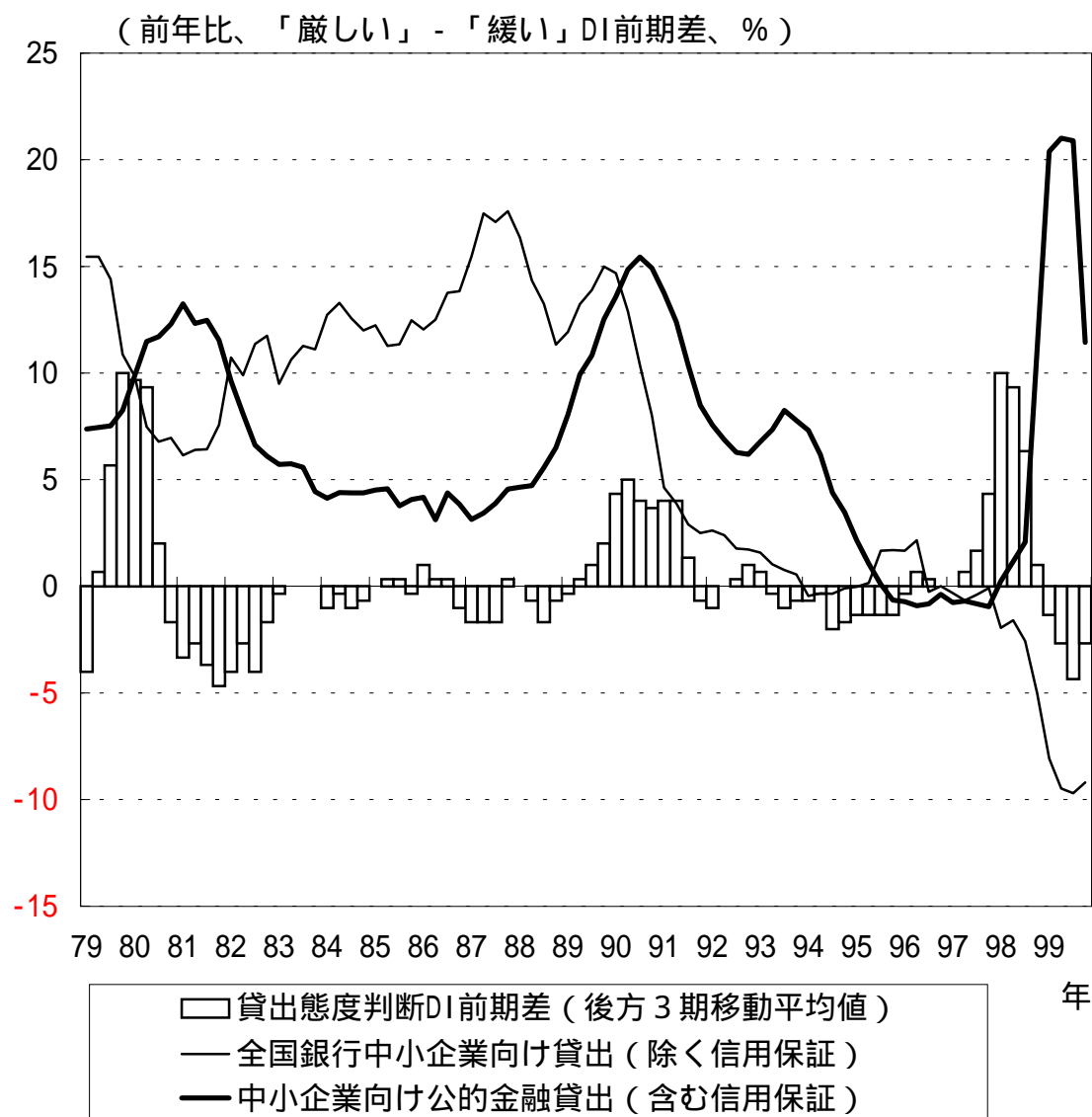
(3) 大企業 (115兆円)



- (注) ・ 企業規模別は、原則として旧中小企業基本法に基づく。
 ・ 政府系は明らかに中小企業向け以外は大企業と中堅企業を民間のウエイトで按分。
 ・ 中小企業向けは、国民・環境衛生・中小・農林漁業公庫、中小事業団、商工中金。
 ・ 信用金庫は70%を中小企業、残りを大・中堅で按分。信用組合は100%中小企業と仮定。
 ・ 海外店勘定はすべて都銀に組み入れ。
 (資料) 日本銀行「金融経済統計月報」

(図表18)

中小企業向け公的金融貸出

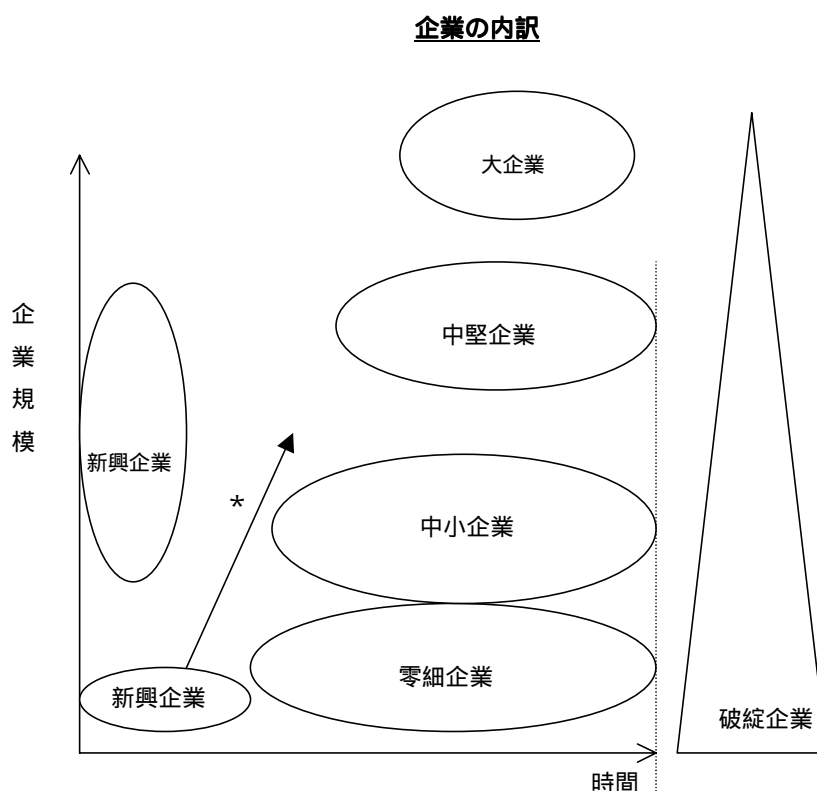


- (注) ・ 中小企業向け公的金融は図表17と同じ。
・ 全国銀行は個人向けを含む。
・ 全国銀行の93/1Qまでは当座貸越を除くベース。
・ 貸出態度判断DIの84年以前は製造業のみ。
・ 信用保証は、信金等分もあるが、ここでは全国銀行から全額控除。

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」

[BOX 1] 中堅・中小企業の内訳に関する概念整理

一概に中堅・中小企業といっても、ごく最近起業したベンチャー企業から、駅前商店街の個人商店、世界市場で圧倒的シェアを誇る大企業の関連会社まで千差万別である。このため、これらの平均像を纏めて検討するだけでは、各中堅・中小企業のファイナンス市場を理解する上で不十分である。そこで、以下では、中堅・中小企業の内訳についての概念を下図のように簡単に整理し、それぞれのファイナンス市場を理論的な側面も考慮して検討していくこととする。



時間軸に焦点を当てると、新規開業時ならびに開業直後の企業が新興企業となり、その中でも規模が小さく独立系の企業を「新興・ベンチャー企業」、規模が相対的に大きく大企業からの分離した先等を「親会社からの独立・分離等」とする。次に、ある程度業歴が長い企業については、相対的に小規模な先を「零細企業」、ある程度の規模がある先を「中小企業」、社会的に広く認知された大企業ではないが、相応な規模がある先を「中堅企業」とみる。なお、時間軸や規模に関係なく、実質的な破綻も含めて経営に行き詰まっている企業を「実質破綻企業」と定義した。以下では、それぞれの特徴やファイナンス市場を整理してみる。

新興・ベンチャー企業

具体的なイメージとして、インターネット関連の所謂ベンチャー企業¹から、駅前商店街に新規オープンする飲食店等がこの範疇に入る。前者は、概念図における矢印の*のような急成長が期待される一方、後者はさほど急成長をそもそも期待されていない企業である。もっとも、いずれにせよ必ずしも事業が成功裡に立ち上がる訳ではなく、創業後間もなく破綻することも多い（不確実性が高い）ため、資金提供者にとっては業歴の長い企業への投融資に比べて相対的にリスクが大きい。

こうした企業の数をつえるマクロの統計としては、総務庁「事業所・企業統計調査」がある。直近のデータである94～96年をみると、開業率（年率）は全事業所数の3.5%となっており、下表のとおり、過去に比べて低い水準となっている²。

事業所の開業率と廃業率 (%)

年	72-75	75-78	78-81	81-86	86-89	89-91	91-94	94-96
開業率	6.1	6.2	6.1	4.7	4.2	4.1	4.6	3.5
廃業率	4.1	3.4	3.8	4.0	3.6	4.7	4.7	3.7

(資料) 国民金融公庫総合研究所「平成11年版新規開業白書」

新興企業のファイナンスについて、旧国民金融公庫（現国民生活金融公庫）のアンケート調査（98年度新規開業実態調査、対象：開業前も含む開業後1年以内の先1,641社）をみると³、開業資金の調達手段で最も高い構成比を占めるのは、金融機関からの調達（48%）である。しかしながら、この調査の母集団が国民金融公庫を利用した先であることを踏まえると、この公的金融機関を含む金融機関の構成比は、平均的な新規企業対比では高くなっている可能性がある。事実、神戸商工会議所の調査では、民間・公的借入の調達額構成比は35%に止まっており、「自己資金」、「家族等」、「賛同者」が約5割を占めている。

¹ ベンチャー企業の定義は特に定まったものがないが、平成11年度の経済白書では、「極めて高い成長を達成する可能性を有するものの、その実現には不確実な要素が多く、事業に失敗する可能性も高い企業」としており、研究開発優先型で、設立間もない中堅・中小企業を意味することが多い。なお、ベンチャー企業は、わが国でも70年代から既に注目を浴びており、94年からは第3次ベンチャービジネスブーム（第1次：70～73年、第2次：83～86年）と言われている。

² 因みに、米国では、開業率13.7%（95年）、廃業率12.6%とともに高い。

³ アンケート先の開業企業を業種別にみると、飲食・小売（31%）、個人向けサービス（21%）、事業者向けサービス（12%）が主な業種となっており、所謂ベンチャー企業のウエイトが高い訳ではない。もっとも、ごく最近ではIT関連企業を中心に起業が増加している可能性はある（後述）。

先述のとおり、新興企業については、起業後の成長や存続に関して不確実性が高い。このため、資金供給者からみた場合、一般的には企業が成功した場合のリターンが成功の度合いに合わせて増減するエクイティ（資本）の方が、リターンが固定的で成功報酬が得られないデット（債務）より望ましいとされる。一方、資金調達者にとっては、エクイティによるファイナンスでは、資金繰り悪化に伴う倒産を回避できるとしても、企業の所有や経営権を奪われるリスクが高くなる（コーポレート・ガバナンスの問題）。このため、新興企業のファイナンスに関しては、両者のバランスが重要と言えよう。

なお、最近注目を浴びているエンジェルといった個人資産家、ベンチャーキャピタル等からのファイナンス（未公開株の売却等）は、上記統計では把握できないが、最近では、本文で指摘したとおり、こうした資金の流れも拡大しているようであり、開業自体も IT 関連を中心に増加しているように窺われる。

親会社からの独立・分離等

新興企業でも、開業時点ですでにある程度の信用や規模が確保できている企業も存在する。具体的には、大企業関連会社の新設や事業分離がこの範疇に入り、資本金等で規定されるマクロ統計では中堅・中小企業に該当しつつも、独立系の企業とは一線を画している。概念上は、定義により先述の新興企業に含まれるが、統計としてこうした企業群の数や規模は把握できない。

当該企業群では、基本的には親会社からのファイナンスが可能であるため、事業開設資金や、成長資金の外部調達への依存度は小さいと考えられる。もっとも、最近では、MBO⁴等の手法で外部資金を活用しつつ事業を分離する場合もみられ始めているようであり、こうしたファイナンス市場も大企業のリストラチャリングが進む過程で増加していく可能性がある。

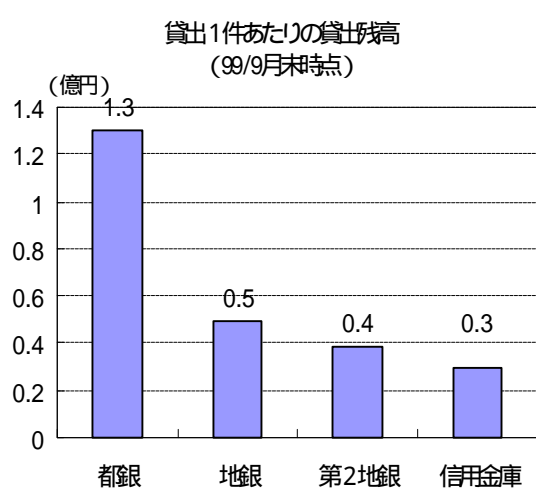
零細企業・ 中小企業

事業が成功裡に立ち上がり、ある程度の企業規模まで発展した先は、その規模から「零細企業」と「中小企業」に概念上は区別できる。ファイナンス市場を検討する上では、マクロ統計等で両者を区別できないことから併せて議論せざるを得ない。ただし、地域密着度が高く個人企業とほぼ同義である「零細企業」と、大企業関連の「中小企業」では経営環境が大きく異なるため、少なくとも概念上は区別して検討することが望ましいと思われる。

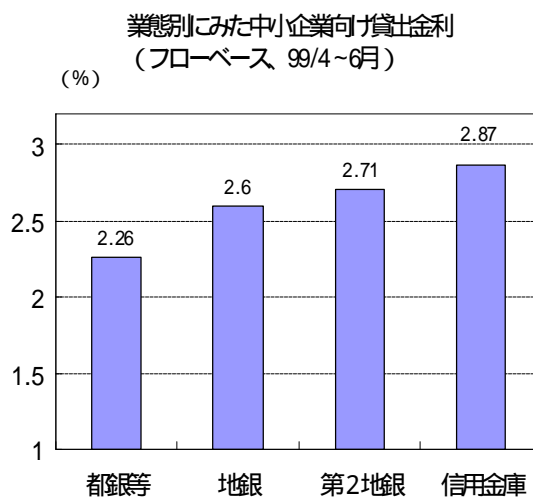
⁴ MBO（Management Buy-out）とは、子会社、企業の事業部門等において、それらの行っている現在の事業の継承を前提として、現在の経営者・事業部門責任者および外部の投資家（プライベート・エクイティ・ファンド、ベンチャーキャピタル、エンジェル等）により構成されるグループが、株式を買い取ること等により、経営権を取得することをいう。

零細・中小企業のファイナンスについては、民間金融機関からの借入のウェイトが高いことがよく知られており、貸出市場の考察が中心テーマとなる。理論的に考えると、一般的によく言われる通り、零細・中小企業においては、上場している大企業に比べて信頼のおける経営情報の開示が乏しく、資金の出し手との間にある情報の非対称性が大きい。このため、機関投資家等の公募市場における資金供給者に比べて、相対の預金取引等を通じて企業に対するモニタリング（企業経営の善し悪しに対する判断）能力に優位性を持つと考えられる銀行が、中小企業への主たる資金供給者になることは合理的な帰結と言われている。

なお、零細・中小企業の貸出市場内でも、市場は明確ではないにせよある程度分断している可能性が高い。まず、金融機関業態別に1件あたりの貸出残高、ならびに貸出金利を比べてみると、金融機関の規模が小さいほど1件あたり貸出残高が少ない一方、貸出金利は高い（下図）。また、主要銀行の組織別業務をみると、企業の規模によってセグメンテーションが進んでおり、小規模な取引企業（売上高が5～10億円以内）はリテール部門が、それ以上は法人部門が管理するといった区分がみられ、中小企業の中でも売上げ規模の大きさ等によって銀行との取引内容は異なっている。このため、マクロ統計で観察できない企業規模等の違いでファイナンス市場は異なるとの認識が必要であろう。



(資料) 日本銀行「業態別貸出統計」



(資料) 中小企業総合事業団「信用保険月報」

中堅企業

中堅企業については、大企業と中小企業の中間に当たり、資本金の基準では

原則として3億円と10億円の間にある企業である。もっとも、業種によっては資本金の基準が規模を規定する上で適当ではない場合もあることから、漠たる定義としては、中小企業ほど小さくないが、かと言って大企業にも当たらない企業ということになる。

こうした企業のファイナンスについても、基本的には借入が大きなウエイトを占めている。ただし、一部では、店頭市場や私募債市場を利用して市場性資金を調達している。中堅企業の中には、情報開示等に関して大企業に劣らないレベルの先も存在するため、直接金融市場へのアクセスが閉ざされている訳ではない。このため、今後直接金融市場の拡大はこうした企業が中心になると考えるのが自然であろう。

実質破綻企業等

経営環境の循環・構造的な悪化や経営者の無謀な行為等に伴い実質的に破綻した企業については、本来であれば市場から淘汰されるべきところを、何らかの理由で延命されている場合も存在する。銀行サイドからみれば、不良債権であるが、景気回復に伴い経営環境が好転すれば、通常の企業として復帰できる場合もあると考えられる。また、経営者や所有者が交代することによって、「親会社からの独立・分離等」に繋がる場合も想定できる。

こうした企業群のファイナンスについては、基本的には民間金融機関の借入への依存が強いと思われるが、民間金融機関では採算が合わなくとも、政策的観点において公的金融（信用保証も含む）の役割も大きいと思われる。

[BOX 2] 株式市場改革の具体的な動き¹

1. 東京証券取引所の新興企業向け市場「マザーズ(Mothers²)」 (99年11月11日開設)

(1) 上場対象：高い成長可能性を有していると考えられる企業（大小を問わず）

利益額など企業の過去の実績を問う財務数値基準や設立後経過年数基準は設けず、実現可能な事業計画を有し今後の成長が見込まれる企業の早期上場を可能にする。

(2) 上場審査：開示に係る審査を重点項目とし、審査期間短縮を図る

上場時の公募株式数については既存市場と同様の水準を求めるなど流動性の確保にも配慮。

市場の透明性を確保するため、既存市場と同様のディスクロージャーを求めるほか、四半期業績概況開示（公認会計士等による意見表明<レビュー>手続きを導入）等、より一層の情報提供を求める。

投資情報充実が図られる中、投資者は自らの責任の下、企業の成長過程の早い段階から投資を行うことが可能となる。

(3) 売買方式：東証1・2部市場同様、オーダー・ドリブン方式³。

2. ナスダック・ジャパン市場（00年5月8日開設）

(1) 上場対象：当面ナスダック・ジャパン上場の本邦企業

将来的には米国ナスダック上場銘柄や、現在計画中の欧州ナスダック銘柄

¹ 白橋弘安・東京証券取引所上場部課長「新興企業向け新市場「マザーズ」の創設」（『商事法務 No.1545』1999.12.5）、林英生・大阪証券取引所上場部証券管理課課長代理「ナスダック・ジャパン市場の創設」（『商事法務 No.1562』2000.6.15）、日本証券業協会「市場改革の行動計画 - 21世紀の市場を目指して -」（2000.4.12）等を基に日本銀行金融市場局金融市場課 杉山修司が作成。

² Market of the high-growth and emerging stocks の頭文字をとったもの。

³ オーダー・ドリブン方式（注文駆動型）では、市場参加者からの注文は取引所の板に集められてマッチングが行われる。なお、これに対し、クオート・ドリブン方式（呼値駆動型）では、市場参加者がビット価格とアスク価格を取引相手に提示し、取引相手はその値段で売買するか否かを選択する。

も上場し、24 時間トレーディングを目指す（グローバル・ネットワークによる取引のグローバル化に対応）。

（ 2 ）上場基準：「米国ナスダックの上場基準と同等」⁴の基準を採用

2 つの基準を設定。

スタンダード基準：質的に優れた高成長企業（更に 1 ～ 3 号基準に細分化）。

グロース基準：事業規模は小さいものの潜在的な成長性に富んだ企業（ベンチャー企業等）。

既存市場で求められる開示に加え、四半期毎の企業業績概況の開示（公認会計士等による意見表明<レビュー>は求めない）等、ディスクロージャーにも配慮。

（ 3 ）売買方式：当面、現行大証市場に合せオーダー・ドリブン方式を採用。

2001 年には、米国ナスダックが開発中の新取引システムを導入し、オーダー・ドリブン方式とクォート・ドリブン方式の両方に対応可能なハイブリッド・システムとする予定。

3 . 店頭登録市場の主な改革⁵

（ 1 ）売買システム拡充等を通じた流動性の確保

クォート・ドリブン方式のマーケット・メイク・システム稼動（00 / 3 月）。

JASDAQ システムの更新（2001 年初頭次期システム稼動予定）。

（ 2 ）ディスクロージャーの強化

従来の半期報告、および新たに導入する四半期報告、月次報告を選択的に採用可能とする（00/4 月以降開始する事業年度から実施）。四半期報告書の財務諸表等は公認会計士のレビュー等が必要。

⁴ 「上場基準に関する大綱」（日本ナスダック協会 2000.3.15 公表）参照。

⁵ 日証協は証券取引審議会答申（97/6 月）を受けて、『株式店頭市場改革の方向性について』（98/7 月）、『株式店頭市場の改革に向けて（報告書）』（98/11 月）、『市場改革の行動計画』（99/8 月）、『市場改革の行動計画』（00/4 月）を相次ぎ公表。

(3) 登録基準整備による公開企業の質の維持・向上

店頭取消基準を流動性基準中心に強化(例えば月平均売買高基準に加え、月平均値付率 \leq 取引のあった日数 \div 月間営業日数 $>$ 基準を導入。更に現行値付率 20%を 2001 年以降 30%へ引上げ予定)。

4 . 未公開株式市場(通称:グリーンシート市場)⁶の整備

・ 97 年 7 月:未公開株式の一般投資勧誘解禁(=市場創設)。

・ 99 年 7 月:

気配の継続開示強化(月 1 回更新 月 2 回以上更新)。

該当企業情報の協会経由の公衆縦覧(従来は会員からの縦覧のみ)。

店頭取引実績の協会報告頻度引上げ(月 1 回 月 2 回)。

・ 2000 年 7 月(予定):気配の継続開示(上記)および取引実績の協会報告(同)頻度引上げ(月 2 回 週 1 回以上)。

⁶ 特定の未上場・未登録株式の銘柄を「気配公表銘柄」として日証協に届出ることにより、当該銘柄について、証券会社が気配を提示し投資勧誘を行なうことを可能とする制度。対象業種や企業規模・利益基準等についての制限はない。