

令和 1 年度 「証券ゼミナール大会」

第 1 テーマ

5 「国内非上場企業の資金調達について」

10

15

20

25

下関市立大学 西戸ゼミナール 中里班

30

目次

序章	p 3
5 第1章 非上場企業とは	p 3
1-1 非上場企業の定義	
1-2 日本の中小企業の現状	
1-3 企業の資金調達	
10 1-4 中小企業の役割	
1-5 ベンチャー企業の立ち位置	
1-6 ベンチャー・ブーム	
第2章 中小企業における資金調達	p 10
15 2-1 企業規模ごとの資金調達手段	
2-2 直接金融	
2-3 間接金融	
第3章 これからの非上場企業の資金調達	p 20
20 3-1 担保価値の見極めに重点を置く ABL	
3-2 ABL の認知度	
3-3 「アセット」の活用法	
3-4 「アセット」活用の意義	
3-5 ABL の実践	
25 3-6 ABL の基本的な仕組み	
第4章 これからの新たな資金調達 Fintech	
30 終章	p 37

序論

日本には約 400 万以上の企業があり、そのうちの約 3,600 社が株式市場に上場している。多くの有名企業が上場企業として知られているが、全体の割合の
5 99.9%は非上場企業であり日本では非上場企業が日本経済全体の大半を占めている。このように、非上場企業は日本の経済活動の骨子となっている。

我が国の景気は全体としては回復傾向にあり、企業を取り巻く金融環境も改善が続いている。しかし、すべての企業で資金繰りか同程度に改善しているのではなく、株式上場を推し進めている大企業に比べて非上場企業は厳しいのが
10 実情である。したがって、本格的な景気回復を実現するには、非上場企業の資金繰りの改善が必要である。

このような問題意識のもと、本稿では非上場企業の式調達について考察する。第 1 章では、非上場企業の定義・現状を説明し、企業の特性に応じた資金調達について検討する。第 2 章では、非上場企業の資金調達の現状について考察す
15 る。そして第 3 章では、非上場企業の課題を指摘し、第 4 章でそれらの課題を解決するための方策を提言する。

第 1 章 非上場企業とは

本章では非上場企業の定義及び現状を確認し、非上場企業が現代の日本で
20 どのような役割を果たしているのかを検討する。また、現代経済において非上場企業の重要性を述べたうえで資金調達について考察していく。

1-1 非上場企業の定義

非上場企業のほとんどが中小企業であるので、本稿では非上場企業と中小
25 企業を同義とする。非上場企業とは株式を証券取引場に上場していないということである。上場とは、株式や債券などの有価証券や商品先物取引の対象となる商品を取引所において売買可能にすることである。したがって上場企業とは、証券取引所で株式が自由に売買される企業であり、非上場企業とは公開市場で株式の売買が行われない企業である。

上場企業	非上場企業
・株式を公開している。 ・証券取引所で株式が買える。 ・経営が株主の意見に左右される。	・株式を公開していない。（未公開） ・証券取引所で株式が買えない。 ・経営が株主に左右されない。

1－2 日本の中小企業の現状

5 我が国の経済は、2012 年末を境に持ち直しの動きに転じ、緩やかな回復基調が続いた。結果、現在の景気回復の長さはいざなぎ景気（1965 年 11 月～1970 年 7 月）を超え、さらに戦後最長の景気拡張期となった。企業収益の拡大や倒産件数の減少が続き、経済の好循環が浸透する一方、2018 年は度重なる災害をはじめ、人手不足の深刻化、労働生産性の伸び悩みなど、中小企業にとっては懸念点も浮き彫りになる年となった。以下では、近年の中小企業の経済動向について概観していく。

我が国経済の動向についてみると、実質 GDP 成長率の推移を確認すると、2018 年の実質 GDP の年間成長率は 0.8%であり、2017 年を下回った。2018 年の動きについて四半期別に見ると、第 3 四半期には平成 30 年 7 月豪雨など自然災害による押下げがあったが、第 4 四半期には個人消費と設備投資が増加し、15 民需に支えられた成長となっている。ただし、情報関連財を中心とした中国向けの輸出の弱含みもあり、外需寄与度がマイナスとなっていることが分かる。

中小企業を取り巻く環境は改善傾向にある。業況、収益、投資、資金繰り、倒産状況、取引関係といった中小企業を取り巻く状況について、大企業との比較も交えながら近年の動きを確認していく。資料として調査対象の 8 割が小規模企業である、中小企業庁・（独）中小企業基盤整備機構「中小企業景況調査」（以下、「景況調査」）を利用する。

中小企業の業況はリーマン・ショックの直後に大きく落ち込み、その後東日本大震災や消費税率引上げの影響で断続的な落ち込みはあるものの、2013 年以降は総じて緩やかな回復基調にある。2018 年の動きについては相次ぐ災害の影響もあり、第 3 四半期に一度落ち込んでいるものの、その後は回復基調に戻っ

ている。2018年についていえば、我が国経済はそれまでの緩やかな回復基調を維持し、中小企業、小規模事業者についても業況、資金繰りは回復傾向にあり、また経常利益については過去最高水準を維持している。さらに倒産件数については10年連続で減少を続け、1990年以来28年ぶりの低水準にあるなど

5 中小企業、小規模事業者を取り巻く状況は改善傾向にある。

他方で設備投資額が伸び悩み、製造業・非製造業ともに設備の不足感が増大している。大企業に比べ中小企業が仕入価格を販売価格に転嫁しきれていない状況を見ると、これらの課題に向き合い、中小企業、小規模事業者の更なる成長のための設備投資推進施策、取引条件の改善施策を行うことが引き続き重要

10 であると考えられる。

1-3 企業の資金調達

企業の資金調達（企業金融）はバランスシート上のどの部分（資本の部、負債の部、資産の部）での調達であるかによって、次のように分類される。第一

15 は資本の部である。これには自己資本として株式による調達（増資）や利益の内部保留といった返済の必要のない自己資金が含まれる。第二に負債の部である。これには他人資本である社債や借入金のほか、企業間信用（買掛金や支払手形）といった返済する必要がある資金が含まれる。さらに企業金融の第三手段として資産の部がある。これは資本や負債ではなく資産による資金調達である。

20 具体的には企業が保有する債権や不動産などの資産を流動化することなどにより資金を調達するものである。

企業の資金調達については、自己資本（資本の部）や他人資本（負債の部）といった分類以外にも、内部資金と外部資金といった分類、直接金融と間接金融という分類もある。内部資金とは上記の自己資金のうち企業自身の利益を蓄

25 積した内部保留である。一方、外部資金とは返済の要否にかかわらず外部からの資金調達になるものであり、自己資本のうちの株式や、他人資本（借入金、社債、企業間信用）が該当する。この外部資金は直接金融と間接金融と企業間信用に分けられる。直接金融は、企業が証券を発行して金融市場から直接資金を調達するもので、株式や社債、CP（コマーシャルペーパー）が該当する。間

30 接金融は、金融機関や事業会社から借入金として資金を調達する形態である。

なお、他人資本のうち企業間信用も広義の資金調達手段であるが、近年その利用は縮小傾向が続いている。以上が企業金融の内容であるが、こうした企業金融のなかで中小企業は負債調達が中心である。また、負債の中でも金融機関への依存度が高い。ただし、近年の動向をみると、自己資本による調達割合が上昇してきている点が特徴的である。それ以外では、個人保証が多いこと、中小企業専門の金融機関が存在し、中小企業金融の一翼を担っていることなどが指摘されている。

1-4 中小企業の役割

- 10 現在の非上場企業のバランスシートは、純資産・負債サイドと資産サイドの両面で特徴的な動きを見せている。非上場企業では、純資産・負債サイドで純資産の比率が高まっており、資産サイドで株式の比率が上昇する一方、流動資産と有形・無形固定資産の比率が低下している。こうした中で、日本経済はバブル崩壊後停滞を続けている。これから日本経済を活性化していくうえで主軸
- 15 となるのが非上場企業の更なる発展である。しかし、一口に非上場企業といってもその形態は非常に多様であり、それぞれが独立した企業である。長期不況やグローバル化、産業構造の転換など日本経済を取り巻く環境は大きく変容してきており、そのため中小企業も大きな転換期を迎えている。その大きな転換の要因に中小企業法の改正があげられる。
- 20 中小企業基本法の改正を受けて、翌年の『中小企業白書』は、21世紀の中小企業の役割を次のように指摘している。まず第1に「市場競争の苗床」としての役割である。多様な中小企業が市場の圧倒的多数を占めるプレイヤーとして新たな市場を創造し、市場競争の活性化を促すことを期待している。第2に「イノベーションの担い手」をあげている。中小企業が市場のニーズに応じて
- 25 多様な財・サービスを提供し、また従来の下請制度に変わる新たな分業体制を形成していくことである。その際、大企業との関係は「イコールパートナー」であることが求められる。第3の役割は「魅力ある就業機会創出の担い手」である。新たな雇用機会の多くは中小企業の創業や成長によってもたらされるとしている。4つ目の役割として「地域経済社会発展の担い手」があげられている。
- 30 中小企業は産業集積の中核をなしており、地域経済活性化の牽引力となる

ことが求められている。中小企業基本法の改正は日本経済における中小企業の位置づけに対する認識の見直しを示しており、旧基本法における中小企業は大企業と比して弱者であるという認識を改め、日本経済を活性化させる重要な切り札であるという認識を示したといえるだろう。こうした不況期において

5 中小企業を重要視するという政策は欧米においてもみられる。1970年代末から、アメリカやイギリスは10%の物価上昇と失業率を体験し、スタグフレーションに悩まされた。こうした危機に対して、政府が経済の復活の鍵として期待をかけたのは中小企業であった。イギリスではサッチャー政権が、中小企業を、硬直的な国有大企業に代わる次世代の経済の動力源としてとらえ、中小企業

10 業支援策を大幅に拡張した。1960年代、中小企業担当部局すらなかったイギリスにおいてこのとき初めて信用保証制度が設置され、創業施策が着手された。また、アメリカでもレーガン政権のもと、「米国中小企業白書」が初めて1981年に議会に報告され、その後の中小企業政策の柱の一つとなる「中小企業技術革新制度（Small Business Innovation Research：SBIR）」が1982年、創設

15 された（中小企業庁2000年 第三部2-1）。こうした事例と同じく、中小企業基本法の改正は不況に陥った日本経済を立て直す軸として中小企業を位置づけたといえることができるだろう。

1-5 ベンチャー企業の立ち位置

20 前節では中小企業を日本経済を立て直す軸と述べたが、それをさらに推し進める存在であるのがベンチャー企業の存在である。ベンチャー企業とは、創業からあまり時間が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長、拡大をしようとする意欲のある企業を指す、現在の日本では主に非上場の中小企業の成長がこれからの日本経済の活性化を担っていくと言える。その中で日本経済

25 経済のイノベーションの担い手としてベンチャー企業の存在感が増してきた。若者の雇用を生み、既存産業に新風を吹き込む新たなエコシステムの構築が期待される。

1-6 ベンチャー・ブーム

30 第一次ベンチャー・ブームは、外国の技術導入に依存しない独自技術による

企業化への社会的要因と、「脱サラ」ブームによる独立開業の増加、インフレ沈静化による金融引き締め政策の緩和、列島改善ブームによる建設・不動産関連への投資意欲の高さを要因として、1970年から1973年まで生じた。この時、ベンチャー・ビジネス（以下 VB）は、技術の海外依存や輸出主導型経済からの脱却が期待された。しかし、実態は、高度経済成長を背景としたムードの先行であった。そして、得られた成果は、VBの社会的認知と一部中堅企業の株式公開、ベンチャー・キャピタルの創設（1972年）である。衰退の原因としては、第一次石油ショック（1973年）を契機とする不況の到来である。このブームでの開業率は、7.0%であり、廃業率は3.8%である。

- 10 第二次ベンチャー・ブームは、1983年から1986年までである。1983年の株式店頭市場等の改善による公開基準の緩和、2度の石油ショックによる省エネルギーや生産の一層の効率化の要請、エレクトロニクス、新素材、バイオテクノロジーなどの技術革新およびその企業化への期待、そして消費者ニーズと価値観の多様化などが原因で発生した。ここでのVBへの期待は、ハイテク分野などにおける先端技術の創造と革新である。しかし、成果は、VBの支援体制の大枠が確立したこと、投資事業組合の組織が成立したこと、および店頭株式市場の公開基準が緩和されたこと（1986年）である。1986年の円高不況によるVBの倒産多発が原因で衰退した。このブームでの開業率は、4.7%であり、廃業率は4.0%である。第三次ベンチャー・ブームは、バブル崩壊後の長期にわたる景気の低迷、経済のグローバル化の進展による産業構造高度化の緊急性、アメリカの経済の好況、そしてVBの役割と評価の認識などを背景に、1993年から現在に至るまで続いている。このブームでは、産業の空洞化の回避と国内雇用の増大、新たな成長の原動力の追求がVBへ期待されている。VBの実態は、「空洞化」や「産業構造の高度化」論議に密接に関連付けられるといわれている。
- 25 現在のブームは、過去のブームと大きく異なる点が2つあると考えられる。第一は、今回のブームがバブル崩壊後の不況の中で始まり、長期間にわたっている点である。過去のブームは、好況期とともに発生し不況期の到来により、短期間で収束している。また、過去のブームでは開業率が廃業率を大きく上回っていたが、現在のブームでは開業率が廃業率を下回っている。第二に、過去の
- 30 ブームに比べて多様なベンチャー支援体制が国や自治体を中心に積極的に整備

されている点である。過去のブームは、自然に発生していたと言えるが、現在のブームは意図的に発生したものと言え、人々の、ベンチャー企業への関心が高まっていることは言うまでもない。

5

第2章 中小企業における資金調達

2-1 企業規模ごとの資金調達手段

10 Beger and Ude11(1998)を参照して、企業の成長段階に応じた資金調達手段を概略する。

企業の成長段階を次のように4つに分類する。企業規模が極めて小規模で、担保もなく、事業の債務履歴もない第1段階、企業規模は依然として小規模で高い成長可能性は持ち合わせているが、事業の債務履歴が限定されている第2段階、中規模であり事業の債務履歴もある程度蓄積され必要に応じて担保も利用可能な第3段階、大規模であり、リスクの状況も公開情報となっており事業の債務履歴も十分に蓄積された第4段階である。

15 本章では、資金調達に関して創業者の内部資金、ビジネスエンジェル、ベンチャーキャピタル、新株式公開(IPO)、企業間信用、コマーシャルペーパー(CP)、私募債、公募債を直接金融、金融機関からの借入を間接金融に分類して考察する。また、公的機関からの資金調達手段として信用保証制度に関して考察する。

2-2 直接金融

(1) 創業者の内部資金

25 主に自己資金や身内・関係者などからの出資や借入をいう。事業の蓄積がない第1段階企業は外部から信用を得て借入することは困難であるのでこれに依存せざるを得ない。

(2) ビジネスエンジェル

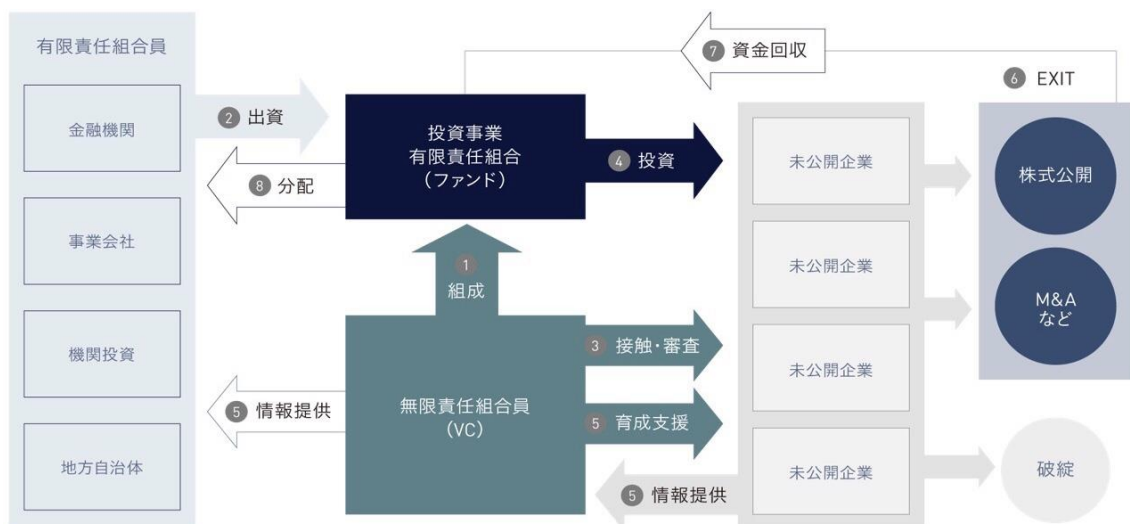
30 ビジネスエンジェルとは、創業前または創業初期のベンチャー企業に対し

て資金提供と経営アドバイスを行う個人投資家のことをいう。投資家は成長した企業が株式上場する際のキャピタルゲインによって利益を得る。エンジェルは自分の判断で投資を行い、投資期間も限られていない点がベンチャーキャピタルと異なっており、個人のポケットマネーから投資を行うので金額も少なめである。

(3) ベンチャーキャピタル

ベンチャーキャピタルとは、ベンチャー企業などの非上場企業に対してハイリターンを狙ったアグレッシブな投資を行い、資本を供給する組織・会社をいう。非上場時に株式を引き受け、上場後に株式を売却することでキャピタルゲインを獲得するか、事業を売却して利益を得ることを目的とする。そのために多くの場合、機関投資家や富裕層から集めた資金を運用するためのファンド（投資事業有限責任組合）を組成し、ゼネラルパートナー（無限責任組合員）となって、株式上場を目指す有望な企業に投資し、資金の回収を担う。下記の図の 8 つのプロセスにより投資が行われる。

図表 1-1 ベンチャーキャピタルの構造

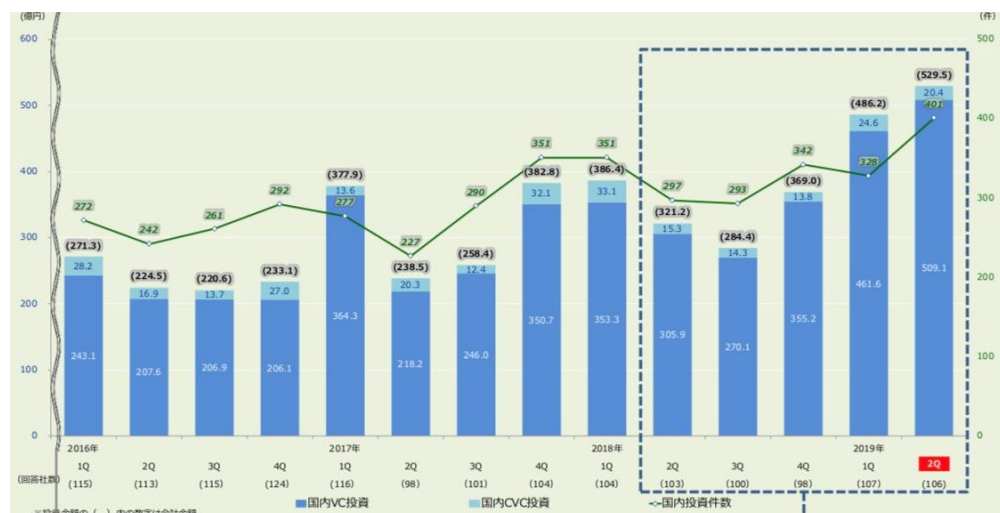


出所:Future Venture capital より引用

VEC2019 年第 2 四半期投資動向調査によると 2019 年 2Q 時点での国内投資総数は 529.5 億円となっており、対前期比で 43.3 億円の増加、対前年比で 208.3

億円の増加と国内ベンチャーキャピタル投資額は増加傾向にある。それに伴って投資件数も増加傾向にある。これにより機関投資家や富裕層のベンチャーキャピタルおよびベンチャー企業への関心が高まっていると推測できる。

5 図表 1-2 ベンチャーキャピタル市場動向



出所:VEC 2019 年第 2 四半期投資動向調査 p3 より引用

(4) 新規株式公開 (IPO)

- 10 未上場企業が新規に株式を証券取引所に上場し、投資家に株式を取得させることを言う。企業にとっては上場することにより、直接金融市場から資金調達をすることが可能となり、また上場することにより知名度があがり、社会的な信用を高めるといったメリットもある。2018 年の IPO 社数は、90 社（東証一部 7 社、東証二部 5 社、マザーズ 63 社、ジャスダック 14 社、札証アンビシャス 1 社）となった。2015 年に年間 90 社を超えて以来、横ばいで推移している。企業業績（景気）が IPO 社数に影響を与えるため、景気は安定している一方で力強く上昇しているとはいえないこと、等が上場企業数の伸び悩みの要因として考えられる。株式公開を行う過程での準備費用費用、また上場後の管理費用など多額のコストが必要になることも、新規株式公開のネックとなっている。
- 15
- 20

(5) 企業間信用

企業間信用とは、金融機関以外の事業会社相互間の商品・サービスの取引において現金による即時決済ではなく、掛売り、手形決済などの手段で買い手企業の代金支払いを一時的に繰り延べて一定期間後に代金の支払いが行われ、その間は企業相互間で信用が授受される金融取引を言う。買い手企業にとって買掛金、支払手形の形をとり、売り手企業では売掛金、受取手形となる。売り手企業は金融機関より取引先について精度の高い信用情報や在庫処理能力、返済能力をもち、与信を通じて信用リスクは高いが大きな需要をもつ取引先への販売を拡大し、支払いの取引費用を削減できる。大企業と比べて財務内容が脆弱で代替的な資金調達が非常に限られている中小企業にとって、金融機関借入れと並ぶきわめて重要な短期の資金調達方法であり、金融機関から円滑な借入れができない場合、企業間信用は銀行借入の代替的かつ有力な資金調達手段となる。金融機関借入れが少ない企業や手元流動性が低くて短期資金に余裕がない企業ほどこの利用が多い。景気が悪化して資金不足になると手形の支払期限が長くなるので、企業間信用は増大する。その結果、これは景気の一つのバロメーターとなる。

(6) コマーシャルペーパー (CP)

コマーシャルペーパー (CP) は、企業が短期資金調達の目的で、公開市場で割引形式で発行する無担保の約束手形のことを言う。企業が直接金融により資金を調達する点で社債と類似するが、社債の償還期間は 1 年以上であるが、CP は通常 1 年未満で 1 ヶ月～3 ヶ月が多い。CP の券面作成コストや受け渡しリスク等により日常的な資金調達手段として定着していなかったことを受け、2002 年 4 月、CP のペーパーレス化・電子化を実現する法律が施行され、従来の約束手形方式と合わせ、両方式による (電子?) CP の発行が可能となった。05 年の税制改正で、約束手形方式で発行される CP に対する印紙税の軽減措置が廃止されたこともあり、電子 CP が主流となっている。企業の信用力によって CP 発行を行うので中小企業の資金調達手段としては見込めない。

(7) 私募債・公募債

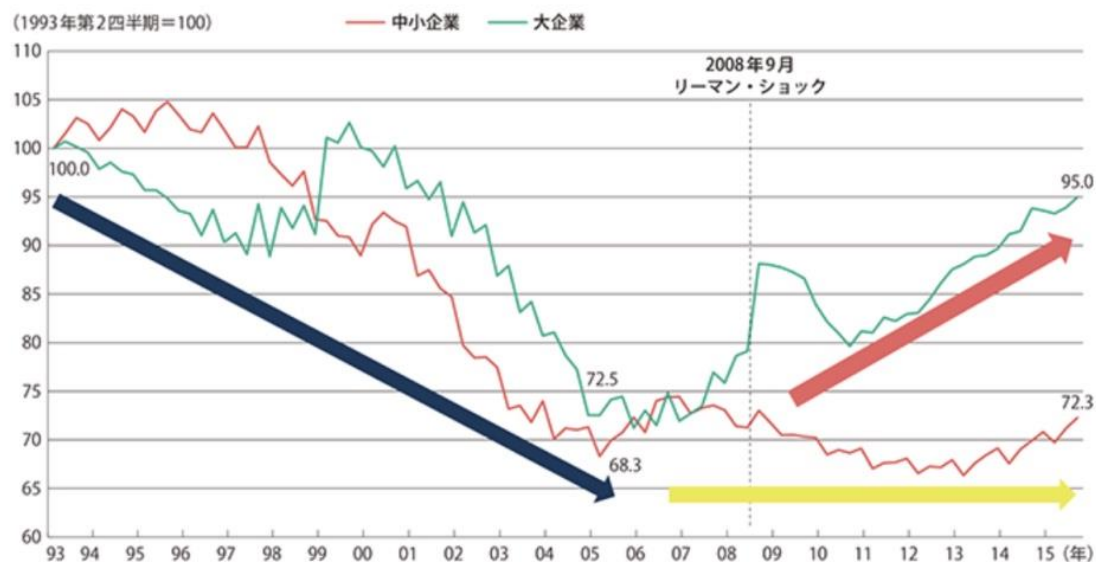
公募債は不特定多数(50人以上)の投資家を募り有価証券の発行を行うことである。不特定多数の投資家を公募するためには企業の知名度が必要であり、また幹事証券会社の引き受けを要し、そして有価証券届出書の提出・縦覧に約1ヶ月ほど必要である点から見て、公募債は中小企業の資金調達手段としては見込めない。よって私募債に関して考察していく。私募債とは50人未満の特定の少数投資家に債券を発行して資金を調達することである(少人数私募債)。もう一つのやり方は、金融機関に所属するプロの機関投資家のみ限定して発行することである(銀行引き受け私募債)。後者の場合は人数が50人を超えてもかまわない。私募債には、①金利を抑えられる、②毎月の返済がない、③経営権の保持可能の3点の特徴を持つ。①に関して銀行などの金融機関から融資を受けた場合、借入の利率は金融機関が設定する。しかし、社債は企業が発行する債券である。企業が自ら債券を発行するため、社債の利率を企業側で設定することができる。社債は企業が任意で利率を設定できるため、通常金融機関から融資を受ける場合の利率よりも低い利率で社債を発行すると、その分利息の支払いを抑えられる。また保証人や担保の必要はなく、公募債の発行に必要な有価証券届出書の提出も必要ないのでコストを抑えられる。②に関して社債は償還日が決まっており、償還日の日まで元本の支払いがない。金融機関からの融資であれば毎月の元本の返済、利息の支払いが発生する。資金力に乏しい企業によっては毎月の返済によって資金繰りの圧迫になる場合もあるが、毎月の返済でないために資金繰りが可能となる。③に関して株式での資金調達を行うと経営権が株主に移行する可能性がある。しかし社債による資金調達によって経営権が移行することはないので経営者独自の経営が可能となる。以上の3点により中小企業にとって有用な資金調達手段であると言える。しかし景気変動による影響を受け常に安定した資金調達となるとは言えず、また信用力の低い企業を補完するための金融機関・保証協会保証付私募債を利用する際には、審査基準が厳しくまた手数料がかかるために、私募債の発行は限定的となってしまう。

2-3 間接金融

次に間接金融による資金調達に関して、大企業と比較しながら中小企業の資金調達における課題点を挙げながら考察する。

間接金融とは資金の貸手と借手の間に、金融機関などの仲介業者が存在し、間接的に資金を融通する仕組みのことである。短期借入間接金融の現状に関して平成 28 年中小企業白書を参考に考察していく。図 1-3 は企業の借入状況を、1993 年第 2 四半期を 100 として指数化したものを示したものである。バブル崩壊後大企業・中小企業共に 30%の減少を見せている。2008 年 9 月のリーマンショック後に、大企業は大規模な借入を行っており、その後も増大傾向にあるが、中小企業は横ばいの状況が続いている。

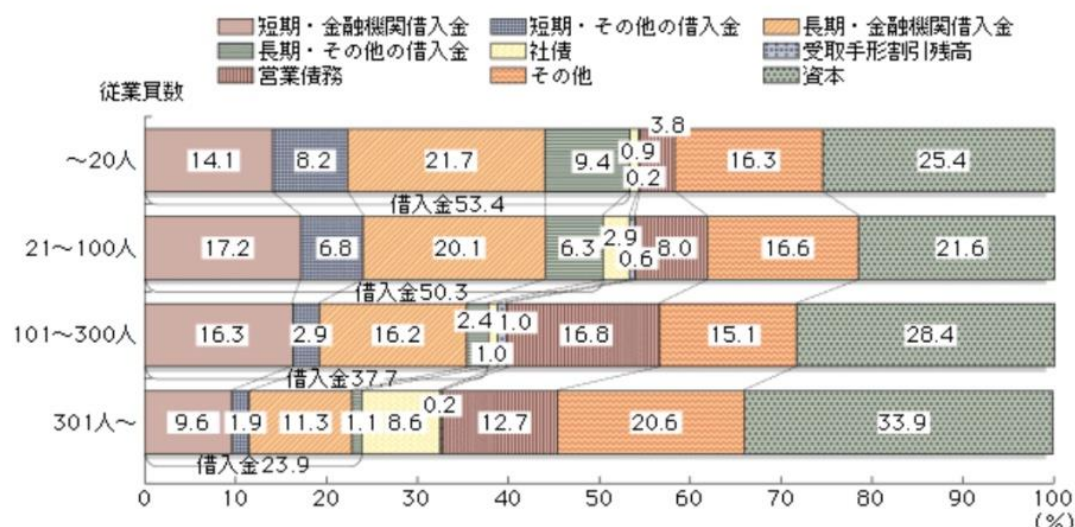
10 図表 1-3 金融機関からの借入状況



出所：平成 28 年中小企業白書より引用

次に従業員数によって分類した企業規模ごとの借入を財務省「法人企業統計年報」によって考察する。301 人以上の企業は借入は全体の 23.9%であるが、100 人未満の企業になると借入の割合が全体の 50%以上となっている。

図表 1-4 企業規模による借入内容



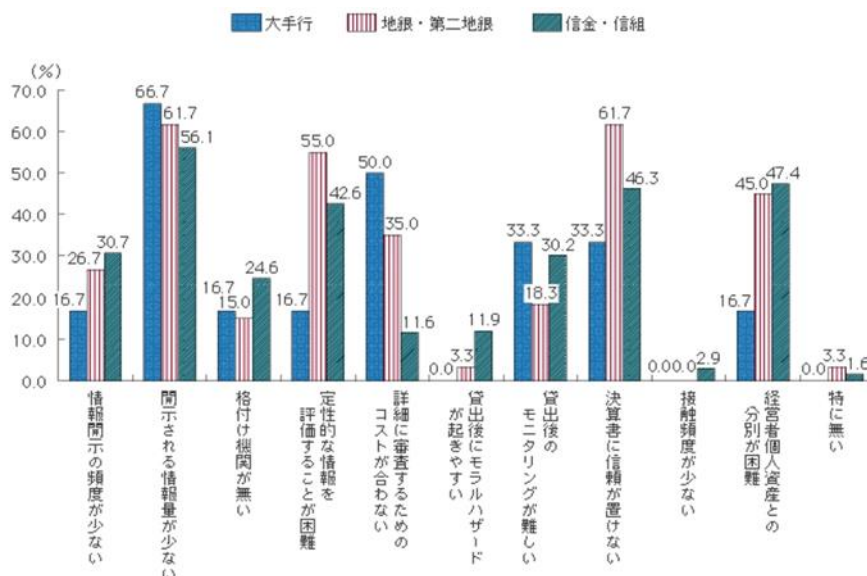
出所:財務省「法人企業統計年報」より引用

借入金には 2 つの種類があり、一般に返済期日が 1 年以内に来るものを短期借入金、年以上を長期借入金と呼ぶ。短期借入金は利率が低く、また審査基準が比較的容易であるため中小企業の運転資金に利用される。対して長期資金は返済までの期日が 1 年以上あるので、長期間借り続ければ続けるほど利息が蓄積していき、最終的に支払う返済額が多くなってしまうため、店舗・オフィスの増設・開設、新事業立ち上げに伴う新しい設備・機器の購入など、一度にまとまった資金が必要で、それを回収するまでに時間がかかるケースで使用する。上図から見てもわかるように中小企業の資金調達における借入金の依存度は高い。これは中小企業が直接金融を利用できないという現状があるためである。中小企業の資金調達の特徴として情報の非対称性というものがある。

情報の非対称性とは資金の借り手と貸し手が互いに持っている情報が対称ではなく、借りて側が貸し手側より収益性やリスク、財務状況や経営能力などについてより多くの情報を持っていることを指す。これは一般的に大企業に比べて中小企業は貸出額が小さいために、情報を入手するための審査や貸出後のモニタリングを行うのに費用が相対的に大きくなること、また審査を行う格付け機関、アナリスト等が存在しないので借り手の質、借りた後の行動を正確に把握することが困難であることに起因している。これにより金融機関はリスクが不確で情報生産コストが大きくなる非上場企業への貸出を控え、貸し出す場合

でもその条件を厳しくしていると考えられる。

図表 1-5 資金調達時の問題点



5 出所：2003 年中小企業白書第 2 部第-第 3 章-第 1 節-p2 より引用

2003 年中小企業白書によると、中小企業の信用リスクを把握する上で問題が「特にない」とする金融機関はわずかであり、金融機関の保有する情報量が不足しており、中小企業金融の円滑化が阻害されている様子がうかがえる（図表 1-5）。また、中小企業の信用リスクを把握する上では、「開示される情報量が少ない」「決算書に信頼が置けない」「定性的な情報を評価することが困難」というのが問題になっている。また、信用リスクを把握することが難しい場合において、「更なる調査を行う」（45.1%）以外には、「信用保証協会を積極的に活用する」（57.3%）、「物的担保を徴求する」（29.5%）「貸出を拒絶する」（26.7%）といった対応をとっている。また契約の不完備性、規模の不経済という課題もで

てくる。

契約の不完備性とは将来起こりうるあらゆる状況を予見することは不可能であり、また仮に予見できたとしても、それらをすべて細かく記述することは非現実的である。その意味で、現実存在する契約やルールは大なり小なり不完備だと言える。ただし、こうした契約の不完備性は立証不可能の度合いに応じ

て異なると考えられる。これは契約を取り交わした当事者間で解釈をめくわり争いが生じた場合、どちらが正しいかを第3者が立証できず、そのために契約が履行不可能な状態を指す。

- 5 規模の不経済とは情報の非対称性や契約の不完備性に伴う金融取引上の困難を解消するために審査・モニタリング等の情報生産活動を行っているが、情報生産活動のコストは固定費的な側面が強い。審査や契約にかかる書類の作成費用、担当者の人件費、審査・モニタリングを行うためのシステム費用等が主な活動費である。融資額が概して小さい中小企業向け貸出の場合、情報生産コストが割高になり、金融機関が情報の非対称性を緩和することから得られる利益
- 10 がコストを下回っていると、金融取引が成立しないことになる。借り手にとってとっても問題である。借入に際して金融機関に提出する書類を作成したり、事業内容や資金用途の説明をしたりしなくてはならないがこうした費用も固定費的な側面が強い。

- 15 これらの中小企業金融における課題を解消する方法としてリレーションシップバンキングが挙げられる。リレーションシップバンキングとは「金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより顧客の情報を蓄積し、この情報をもとに貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデル」と、2003年3月に金融審議会が公表したリレーションシップバンキングの機能強化に向けてという報告書(RB報告書)によって定義されている。またその
- 20 本質は貸し手と借り手の長期的な関係を通じて、外部からは通常入手しにくい借り手の信用情報が得られることにより、貸し手が借りてに関する情報を当初十分にもってないことにより発生するエージェンシー・コストを軽減することにある。

25 (1)信用保証制度

信用保証制度とは、中小企業が金融機関から円滑に資金を借りられるよう、公的機関である信用保証協会が保証を行う仕組みであり、一般にマル保と呼ばれる。中小企業は担保が不十分のために金融機関からの借入が困難になることがある。公的機関が保証を提供することによって信用を補完し、中小企業は金融機関から資金が借り易くなる。制度の流れは申込みを受けた信用保証協会が経営意欲、事業への取組み姿勢、事業経歴、資金の用途、返済能力を総合的に検討し保証を提供するか審査を行う。審査の結果保証を行うと判断した場合には、承諾を意味する信用保証書を発行し、これに基づき融資が実行される。借入を行った企業では、保証を受けた対価として信用保証協会に対して信用保証料を支払う。信用保証料は財務内容等に応じて、原則として9段階の料率体系(年0.45～1.9%)となっている。また原則として経営者以外の第三者保証人は不要とし経営者本人のみが連帯保証人となる。



図表 1-6 信用保証制度の構造

出所:全国信用保証協会統計

万が一企業が信用保証協会の保証がついた借入を返済できなくなった場合には、信用保証協会が借入企業に代わって、金融機関への返済を行う。これを代位弁済と呼ぶ。信用保証協会の保証は保険ではないため返済を前端的に肩代わりしてくれるものではない。この代位弁済はあくまでも融資を行った金融機関に対する一時的な立替払いの性質を持つ。

原則として中小企業を制度の対象としており、業種ごとに定められている資本金または従業員数のいずれかが図に該当している規模の企業であれば利用可

能である。また中小企業であっても農林漁業、遊興娯楽業（パチンコ店等）、風俗業、金融業、学校法人、宗教法人、非営利団体（NPO 法人を除く）、LLP（有限責任事業組合）は制度の対象外となっている。

図表 1-7 信用保証制度の対象

業 種	資本金	従業員数 (小規模企業者)
製造業等(建設業、運送業、不動産業を含む)	3億円以下	300人以下 (20人以下)
ゴム製品製造業 (自動車又は航空機用タイヤ及びチューブ製造業並びに工業用 ベルト製造業を除く)	3億円以下	900人以下 (20人以下)
卸売業	1億円以下	100人以下 (5人以下)
小売業・飲食業	5千万円以下	50人以下 (5人以下)
サービス業	5千万円以下	100人以下 (5人以下)
ソフトウェア業 情報処理サービス業	3億円以下	300人以下 (20人以下)
旅館業	5千万円以下	200人以下 (20人以下)
医業を主たる事業とする法人	—	300人以下 (20人以下)

5 出所：全国信用保証協会統計より作成

3 章 これからの非上場企業の資金調達

本章では、ABL と Fintech に関して考察していく。

アセット・ベースド・レンディング（ABL）は、企業が保有する在庫や機械設備、売掛債権など、事業と密接に関連した資産を担保とする、比較的新しい融資手法である。従来型の融資と比較すると、事業資産の産み出すキャッシュフローに着目し、その変化を継続的にモニタリングすることが不可欠な点に特徴がある。それ故、貸し手・借り手の双方に相応のコストが必要となる反面、不動産担保や個人保証に過度に依存することがなく、貸し手・借り手の関係強化にも繋がるため、企業の借入余地の拡大や資産の有効活用、金融機関の「目利き力」の向上を促し、企業のライフサイクルに応じた柔軟な資金供給の実現に資すると考えられている。わが国の ABL の規模は未だ小さいが、一段の拡大を通じて、ABL の持つ機能が十分に発揮されるようになれば、わが国経済の成長に貢献していくものと期待される

3-1 担保価値の見極めに重点を置く ABL

ABL は、これまでの中小企業金融で主流であった不動産担保を用いた貸付とは 2 つの点で異なっている。

第 1 に、土地や建物といった不動産ではなく、むしろ、売掛金や在庫、機械

設備といった資産を担保にした貸付という点である。中小企業庁による調査を再集計した表 1 を見ると、担保貸付を行う場合、不動産が 95%以上の割合で担保として提供されていた。売掛金や機械が利用されることは、企業の信用リスク度合いを問わず非常に少なかった。

5

表 1 担保の提供状況

担保提供企業の比率		77.4%
うち	不動産	95.9%
	預金	22.8%
	株券	9.2%
	手形	6.9%
	機械	5.4%
	売掛金	0.8%
	知的財産	0.1%

出所：2007 年版 中小企業白書

しかしながら、バブル崩壊後、近年まで不動産価格は下落を続け、その価値に依存して行われた貸付の多くが不良債権化したのは記憶に新しい。また、設立後間もない新興企業が担保となる不動産を持たないために、金融機関からの貸付を受けられないといった事態も問題視されてきた。こうした中で、ABL は、不動産以外の資産を担保として扱う点で新規性がある。

第 2 に、貸付先企業全体の信用リスクよりも、企業が持っている売掛金や在庫自体の価値に重きを置く点である。これまでの不動産担保を用いた貸付においても、不動産の価値がどの程度のものか、その価値が今後上昇するかが、与信判断に影響していた。しかし、こうした貸付では、負債比率、インタレストカバレッジ、利益率などを見た上で、企業がキャッシュフローを生み続け、存続し続けるかが最終的な与信判断の基準であった。企業全体の信用リスクが最も重要視されていたのである。

これに対して、ABL では、企業の存続可能性よりも、担保となる資産自体の価値が、与信判断の基準となる。ABL の実行に当たっては、売掛金は期限通りに回収できるのか、倉庫にある在庫にはどの程度の市場価値があるのか、とい

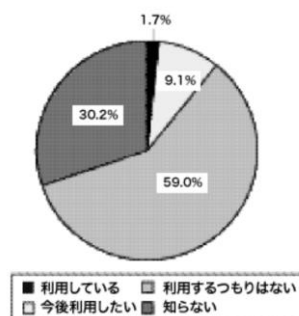
う事前のチェックが必須である。

もちろん、売掛金や在庫の価値は、企業が生み出すものであり、担保となる資産の価値と企業の存続可能性は密接に結びついている。しかし、ABL を実施する機関では、担保価値を最終的な拠りどころとしている。「我々は、担保価値を十分な労力をかけて頻繁に評価する。だから、貸付先企業のいずれについても、デフォルトして良いという前提で貸付を行っているのだ」と言い切る米国のファイナンスカンパニーも存在する。

3-2 ABL の認知度

07 年の中小企業白書では、昨年 10 月の段階で、ABL の利用度・認知度を中小企業約 7500 社に尋ねた結果を、図 1 のように載せている。現在「利用している」と答えた企業の比率は 1.7%に過ぎず、「今後利用したい」とする企業を合わせても 1 割にとどまっている。一方で、ABL を「知らない」とする企業の比率は 3 割に上る。特に、従業員 20 人以下の小規模企業においては、「知らない」とする企業の比率が半数近くに及んでいる。関心・認知度の高まりはまだまだこれからということだろう。

図 1 ABLの利用度・認知度



出所：2007 年版 中小企業白書

しかし、現時点での認知度は低いものの、ABL は今後の中小企業金融にとって重要な存在になり得る。すなわち、不況期における資金繰り、金融機関と企業との関係の希薄化など、現在の中小企業を取り巻く課題を解決する上で、ABL が役に立つ可能性がある。

ABL の理論の解説にあたり、そもそも企業金融において、「アセット」すなわ

ち「企業の保有する資産」を活用することにどのような意義を見出すかをみていく。

3-3 アセットの活用法

信用供与のよりどころ企業金融において金融機関が信用供与のよりどころにするのは、企業の信用力である。そして、その企業の信用力を支えるのは、まずもって財務内容の健全性である。企業の財務内容は財務データに基づいて定量的に分析される。ここでは、自己資本の充実度やキャッシュフローの安定性が重要な確認事項となる。さらに、保有する資産、事業から生み出される収益、取り扱う製品・サービスの競争力や優位性、経営者や従業員の質など定期的な分析を加えて、企業の総合的な信用力が判断される。

金融機関は、企業に与信を行うに足る信用力があると判断すれば、その企業に対して無担保で信用供与を行う。銀行が行う「信用貸し」はその典型例である。しかし、企業の信用力が十分でないと判断すれば、企業の保有するさまざまな「アセット」を担保として活用したり、代表者の個人保証をとったりすることで信用補完を行うことになる。この担保や保証は金融機関からみると、将来、返済不可能や損失発生といった不測の事態に備えて返済や損失補填の原資をあらかじめ確保する手段である。

(1) 担保活用の基本原則

そして、担保のなかでも、日本で最も一般的に活用される「アセット」は不動産である。金融機関は企業の総合的な信用力を判断する際に、当然ながらその企業の保有する不動産の価値も織り込んでいる。そのうえで、金融機関が不動産を担保として取得する理由は、将来の不確実性に備え、債権者として返済原資を優先的に確保しておきたいからである。別の言い方をすれば、担保として活用される不動産は貸出の期限に換価されて返済に充当することが想定されているわけではなく、あくまで非常時の返済や損失補填の原資を確保するためのものである。

(2) 過度の担保依存への反省

1980年代後半から、このような企業金融における担保活用の基本原則に反し、企業の信用力を十分に見極めず、不動産担保に過度に依存して貸出が行われた。そして、不動産バブル崩壊により、不動産価格が急落、その結果、担保価値が

大幅に下落したため、担保からの回収額は大幅に減少し、金融機関は多大な損失を被った。これは企業金融において企業の保有する「アセット」を担保として活用するそもそもの目的を忘れてしまった当然の帰結であると言えるだろう。

すなわち、企業の保有する価値のある「アセット」により、その企業の信用力を補完することに、企業金融における本来の「アセット」活用の意義を見出すということである。

(3) 流動化

このように、担保として活用される「アセット」はあくまで企業の一構成要素としてその活用の意義が見出されるのに対し、企業金融における「アセット」の活用には、別の意義を見出すことができる。それは価値のある「アセット」を企業が切り離し、その「アセット」

をかつようするというアプローチにより、企業の一構成要素としてではなく切り離された「アセット」の価値そのものに活用の意義を見出すことである。したがって、このアプローチでは、「アセット」は企業の信用力とは無関係な存在になる。

企業の保有する「アセット」にこのような意義を見出すのが、伝統的な貸出とは異なる企業金融のもう一つの潮流である「流動化」の方法である。例えば、売掛金の流動化では、売掛金がSPC(特別目的外会社)などへ売却されることで企業から切り離される。そして、企業は売却した売掛金の価値に相応する代金を受け取ることで、実質的には貸出を受けるのと同様の効果を得る。つまり、流動化の手法では、企業が保有するアセットを切り離すことで「アセット」そのものの活用することに意義を見出すのである。そして、ここで切り離された「アセット」は基本的に企業の信用力とは関係なくその価値が判断される。一般の個人の場合でいえば、ちょうど質屋金融と同じである。質屋は貸出を行うときに(=アセット)を持ち込んだ人(=貸出を受ける人)の信用力は見ない。あくまでもそのものの価値のみを見て貸出を行う。

3-4 「アセット」活用の意義

このように、企業金融における「アセット」の活用は大きく二つの意義を見出すことができる。まず、企業の保有する価値のある「アセット」を企業から

切り離すことなく担保などで活用することで「アセット」を企業の信用力の補完に役立てることに意義を見出し、そして企業の価値のある「アセット」を実際に切り離すことで「アセット」の価値そのものの活用を図ることに意義を見出す。すなわち、「アセット」を担保として活用するが、あくまで「アセット」は企業の一部であるという見方で企業の総合的な信用力を判断する視点、そして「アセット」を企業とは切り離して企業の信用力から独立したものとしてその価値を判断する視点である。

(1) 活用の限界

しかし、ここで考えなければならないのは、一つ目の意義のように「アセット」を担保として活用するとしても、それはあくまでも企業の一部として、最終的に企業の総合的な信用力が判断されるので、企業金融の現場では往々にして次のような状況が発生する。すなわち、企業の信用力と「アセット」の価値とにギャップが生じることがある。たとえば、信用力はやや劣るが価値のある「アセット」を保有している企業があり、金融機関がその「アセット」を担保に取得して貸出を行うケースである。担保とする「アセット」はその企業の信用力を補完する手段といっても、担保である以上、あくまで不測の事態に備えるためのものであるため、企業の総合的な信用力そのものには影響がない。つまり、「アセット」の価値を活用するといっても、担保による返済を前提とした貸出ではないので、与信判断では企業全体の信用力が前提となるということである。このような状況では、「アセット」の価値が企業の信用力に適切に反映されないことが起こりうる。

(2) 「アセット」の新たな意義

そこで、この問題を解決するには、企業金融でさらにもう一つの「アセット」活用の意義を見出すことを考える必要がある。

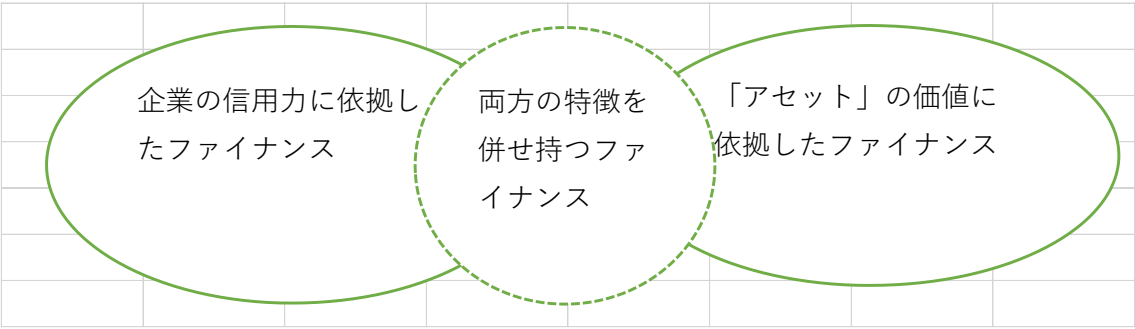
その意義とは、企業が保有する「アセット」を単にその企業の一部にとらえるのではなく、あたかも流動化のように企業から切り離したようにみなすことでその価値を見極め、それを適切に企業の総合的な信用力に反映させていくというものである。すなわち、企業の保有する活用可能な「アセット」を引き続きその企業の一部としながらも、その「アセット」の信用力を見極めて適切に企業の総合的な信用力に反映させていく工夫をすることに意義を見出すという

ことである。そのような工夫を行うことで、企業の信用力と「アセット」の価値とのギャップを埋めることができる。

3-5 企業の信用力と「アセット」の価値とのバランスを考える手法

前節の通り、企業の保有する価値のある「アセット」に対しての第三の価値を見出すことで、あらたなファイナンス手法の展開が可能になる。その手法は、図1-3のように企業の信用力に依拠したファイナンスの両方の特徴を併せ持つ。

図1-3 アセットの特性



出所：トゥルーバグループ HD 編（2008）第1章 p. 10より筆者作成

つまり、この新たなファイナンスの手法では、信用供与を行う際、基本的に企業の信用力に依拠しながらも「アセット」の価値を見極め、それを積極的に活用することで、これまで行われてきた企業金融の手法ではカバーできなかった企業の信用力と「アセット」の価値とのギャップを埋めることが可能になるのである。

つまり ABL は金融機関が企業の保有する「アセット」の価値を見極めて、企業の総合的な信用力に適切に反映させていく工夫がされたファイナンスの手法である。

我々はこの ABL がこれからの中小企業の資金調達にとって非常に重要な手段となりうると考える。ここで以下ではより実践的な観点から ABL について詳細に検討していく。

3-6 ABL の実践

これまで説明したとおり、ABL は企業の保有する「アセット」の価値を見極め、

それを信用補完に活用して行う貸出手法であり、ABFの一形態である。

このような ABF の一形態としての貸出手法である ABL を「アセット・ベースト・レンディング入門」(ドゥルーバグループホールディングス株式会社)では、次のように定義している。従来型の不動産担保や有価証券を担保とした貸出と

5 区分するため、アセット・ベースト・レンディングを狭義のアセット・ベースト・レンディングの意味で用い、「売掛金や在庫など企業の保有する流動性の高い資産を担保にした貸出」と定義することにする。つまり、広義の ABL、すなわち ABF との対比において、ABL は企業の「アセット」の中でも流動資産に着目して、貸出を行うという意味での狭義の ABL として定義している。

- 10 ABF を「企業の保有するアセット（資産）の価値によりその企業の信用リスクを補完して行う信用供与」と定義したがそれによって ABL を定義すると次のようになる。「企業の保有する売掛金や在庫などの流動性の高い事業収益資産の価値によりその企業の信用リスクを補完して行う貸出」そして、ABL に対して先進的な金融機関はこのような ABL の定義をふまえ、さまざまな ABL の仕組み
- 15 に取り組んでいる。

たとえば、ある大手銀行では ABL を「売掛金や在庫、動産などの事業収益資産を担保として徴求し、担保資産の内容を精査・常時モニタリングしつつ、担保資産の一定割合を上限に貸出を行う手法」として取り組んでいる。

- また、ある地方銀行では、ABL を「管理システム評価、在庫評価・処分業務
- 20 を行う外部専門会社と連携し、従来困難であった在庫などの適正な評価を行うことにより、企業の保有する営業資産を担保とした融資手法」として、取り組んでいる。政府系金融機関では、ABL を「在庫が販売され売掛金となり、売掛金が回収され流動預金を一体として担保取得するとともに一定の極度融資枠を設定するスキーム」として取り組んでいるケースもある。また、ABL の推進を
- 25 積極的に後押ししている経済産業省は、ABL の仕組みを「企業の事業そのものに着目し、事業に基づくさまざまな資産の価値を見極めて行う貸出」としている。

- このように、金融機関は ABL を売掛金などの債権、在庫などの動産を担保にした貸出をベースにした手法ととらえながらも、それぞれ独自の仕組みを構築し、
- 30 取り組んでいると言える。しかし、ABL をどのような仕組みにするとしても、

企業の保有する価値のある「アセット」を活用することで企業の信用力を補完するという ABL の本質は、レベルの差はあるにしても、忘れてはならない。

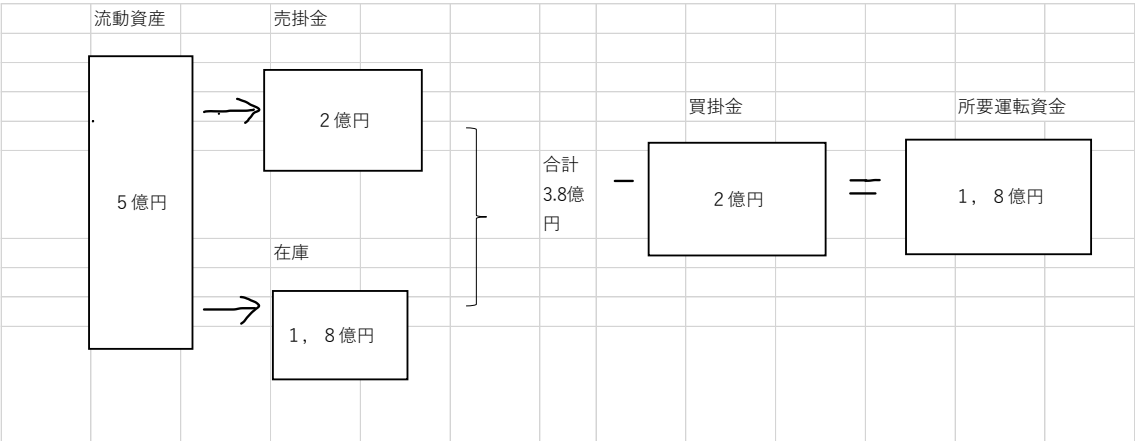
3-6 ABL の基本的な仕組み

(1) 従来の運転資金貸出

5 ABL の仕組みとは、一言で言えば ABL の定義を実際に機能させる方法である。

ABL は、先述の定義のとおり、「企業の保有する売掛金や在庫などの流動性の高い事業収益資産の価値により、その企業の信用リスクを補完して行う貸出」であり、主に企業の運転資金の貸出はこれまでに以下の図のように行われてきた。

10 図 2



すなわち、金融機関が企業へ運転資金を貸し出す場合、当該企業の決算期バランスシートにある売掛金、在庫、買掛金などの残高をベースに所要運転資金額を計算して貸し出しを行う手法である。

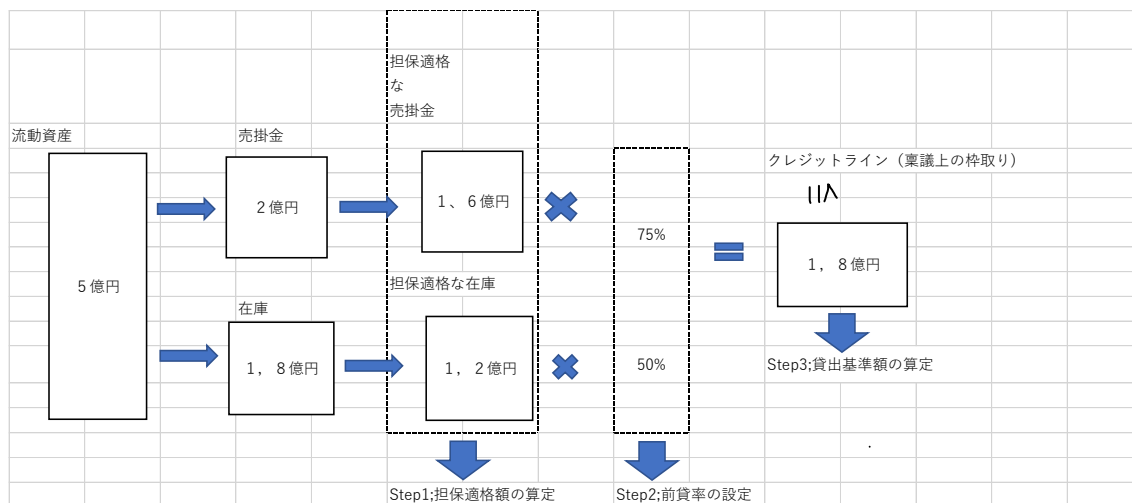
15 そして、金融機関は当該企業の信用力が十分であれば無担保での信用供与を行うが、信用力が足りないと判断すれば不動産担保や代表者の個人保証などを取得して対応する。すなわち、不動産担保や個人保証で当該企業の信用力を補完しながら運転資金を貸し出すことになる。

さらにいうと図 2 のプロセスのなかで、金融機関は所要運転資金の算出のベースとなる売掛け金 2 億円、在庫 1.8 億円な内訳などの詳細な検証を行うことはない。すなわち、当該企業が不動産担保や個人保証によって信用補完が必要な状況であっても、それらの担保・保証が取得できれば、当該企業の重要な事業収益資産である売掛金や在庫の中身の詳細な検証は省略されてしまう。

(2) ABL による運転資金貸出

図表 2－1 ABL による運転資金の貸出

5 (ある時点の売掛金と在庫の残高とをベースに ABL により貸出可能な金額を算出した例)



出所：トゥルーバグループ HD 編（2008）第 2 章 p. 30 より筆者作成

このような通常の運転資金貸出の手法と比べて、ABL の手法は次の点で大きく異なる。すなわち、ABL も主に企業の運転資金のニーズに対応するものであるが図表 2－1 にあるとおり、売掛金や在庫の活用の視点が大きく異なる。ABL の手法においては、担保として適格な売掛金、在庫の内容を見極め、以下の 3 つのステップにより貸出可能な運転資金を算出することになる。

(3) ABL における貸出可能額の算出

15 ABL では図表 2－1 にある 3 つのステップにより貸出可能な金額が算出される。

3 つのステップとは、①売掛金・在庫の担保適格額の算定「Step1」、②前貸率（アドバンスレート）の設定「Step2」、③貸出基準額（BORROWING BASE）の算定「Step3」である。貸出可能な金額の計算式は「①担保適格額×②前貸率＝③貸出基準額」である。この三つのステップをふむことにより、金融機関は貸出基準額を算定しその範囲内で貸出を行う。

実務の流れとして、まず、ABL の借り手となる企業のある時点（決算期に限

らない)の売掛金、在庫の残高と内容を精査し、その中で貸出の担保として適格でないもの、すなわち担保不適格な売掛金・在庫を見極め、それを当初残高から差し引く。図表2-1の例では、売掛金2億円のうち0.4億円が、在庫1.8億円のうち0.6億円が担保として不適格と判定されたということである。つぎに、売掛金の回収可能性、在庫の換価性などをふまえて、売掛金・在庫に対して、それぞれ異なる前貸率と呼ばれる担保掛け目を設定する。例では、売掛金には75%、在庫には50%の前貸率を設定している。売掛金と在庫との前貸率が異なるのはその回収可能性、換価性が通常異なることによる。売掛金は値引きや返品などにより回収額が減少する可能性はあるが、通常の商売では多くても2、3割の減額にとどまるはずである。一方、在庫は、種類や内容にもよるが、実際に換価処分する際はディスカウントが必要になることが多いため、売掛金よりも前貸率を低く設定するのが通例である。

そして、売掛金・在庫それぞれの担保適格額に異なる前貸率を掛けた金額を合算して貸出基準額を算定する。例では、担保適格な売掛金から1.2億円、担保適格な在庫から0.6億円、合計で1.8億円が貸出基準額となる。

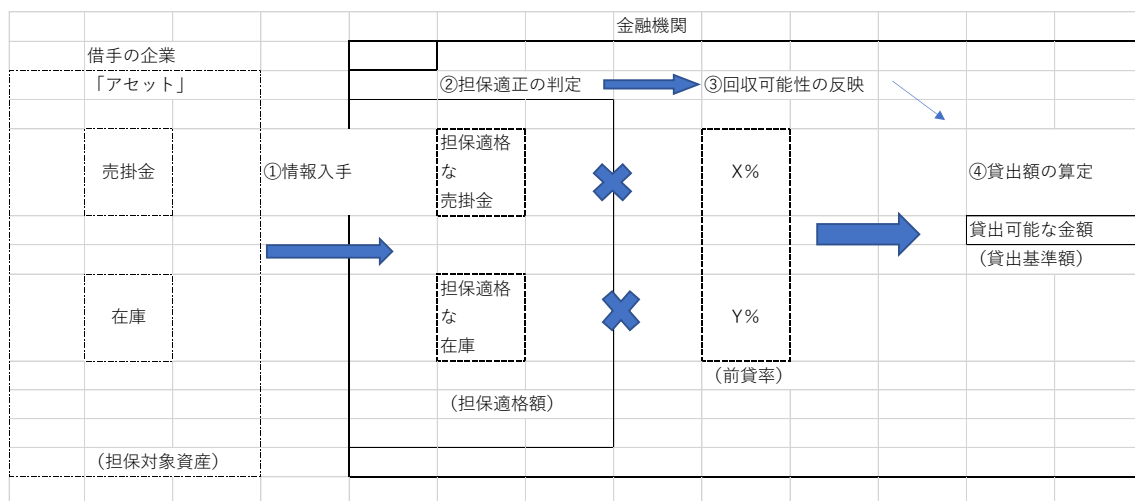
また、金融機関はこのように算定した貸出基準額と借手となる企業の総合的な信用力を審査して、稟議決裁上の枠取り、すなわちクレジットラインの設定を行う。このクレジットラインの金額は貸出の上限額の変動を考慮して通常大きめに設定される。

このように、ABLは図表2-1のようなプロセスによって「企業の保有する売掛金や在庫などの流動性の高い事業収益資産の価値によりその企業の信用リスクを補完して行う貸出」を実際に機能させることができるのである。

(4)ABLの基本的な仕組み

次に、借手の企業との関係を含めたABLの基本的な仕組みは図表2-2のようになる。

図表2-2



ABL に取り組む金融機関は借手となる企業の売掛金や在庫に関する情報を入手（同図表の①）、その内容を分析し、担保適正を見極める（同図表中の②）。売掛金や、在庫は変動するので、金融機関はそれに合わせて担保適格な金額をタイムリーに把握できる体制をつくっておく必要がある。そして、担保の回収可能性あるいは、換価性を踏まえて適切な担保掛け目を設定し、（同図表中の③）、貸出可能な金額を算定する。同図表中の④）。この金額がクレジット・ラインの範囲に収まるようにする。

- 10 この①から④の一連のプロセスにより売掛金や在庫の担保価値を貸出に反映させていくことが可能になる。また、ABL は同図表中の①から④のプロセスを定期的に繰り返し行うことで、担保の内容を適切かつタイムリーに把握して貸出額に反映させていくことができる。これが ABL の基本的な仕組みである。

- 15 このような ABL の仕組みを構築することで金融機関は売掛金や在庫の情報を借手企業からタイムリーに入手することが可能になり、その情報をもとに担保として適格とされる金額を把握し、常時適正なレベルの貸出を行うことができる。これが ABL のエッセンスである。

- 20 そして、この仕組みは企業金融において「アセット」を活用する意義を反映させたものに他ならない。つまり、活用する「アセット」の担保価値を把握する体制を構築することで、その価値を企業の信用力の補完に役立てることが可能になる。

前節のとおり、ABL は金融機関が企業の保有する売掛金や在庫の担保適性を見

極め、貸出基準額を算定し、その範囲内で貸出を行う仕組みである。ABL の先進国である米国でも、ABL といえば、通常このような仕組みによる貸出のことをいう。

一方、日本では、企業の保有する資産のなかでも伝統的に不動産担保や個人保証が活用されてきたことから、売掛金や在庫の担保活用は一般的ではなかった。したがって、金融機関も売掛金や在庫に関する担保活用のノウハウや経験が必ずしも十分でないため、前節で示したような ABL の基本的な仕組みを理解できても、すぐに取り扱いができない場合も多い。すなわち、ABL の「本来的手法」をすぐに実践する段階にない金融機関もあるということである。

実際、貸出の現場では、引き続き不動産や預金などの従来型担保を貸出の引当てにしつつも、追加的な担保として売掛金や在庫を担保取得することで、貸出の増額や保全の強化に活用していく動きも多く見られる。そして、このような対応をもって ABL としている金融機関も多い。

ABL は、売掛金や在庫などの担保を頻繁にモニタリングし、一時的な業績悪化時や事業拡張時の資金供給を可能にする。中小企業と金融機関の関係が希薄化し、不況期の資金繰りが難しくなる中で、その積極的な利用が期待される。信用保証制度の適用よりもモニタリングに係る固定費の引き下げにより、より多くの中小企業が利用できることが望ましい。近年の中小企業金融は、貸し渋りというよりも、資金需要が増加しない中で、金融機関が貸付先を開拓するのに苦労している面が強い。このような中で導入される ABL により、80 兆円弱とも推計される市場が、従来の市場にそのまま上乗せされ、全体が拡大するとは考えにくい。

しかし、ABL の貸付手法は、企業全体の信用リスクではなく、担保価値に注目する点で新しい。これにより、企業が金融機関に緊密な情報提供を行うことで、成長途上にある企業、一時的に業績不振に陥った企業に対する資金制約を緩和する役割が期待される。今後の展開に期待したい。

4 章 これからの新たな資金調達 Fintech

Fintech とは金融 (finance) と技術 (technology) を組み合わせた造語で、金

融サービスと情報技術を結びつけた様々な革新的な動きをいう。Fintech によるサービスは大きく分類して 5 つあり、①スマートフォンと銀行口座を連携させることでショッピングの際現金を使用する必要の無くなる、またオンライン上で送金を行うことができる決済・送金サービス。例として LINE Pay や楽天ペイがある。②法人向けの会計・経理をクラウド化することによりインターネット環境さえ整えば端末の種類や場所を問わず自動化する会計・経理サービス。これは銀行口座やクレジットカードを登録すると、AI により自動的に勘定科目を仕分けされる機能が一般的で、専門知識のない担当者でも利用することができる。③個人向けの資産管理を目的とした家計簿・貯蓄サービス。法人と同様銀行口座情報やクレジットカードを登録することで収支の管理ができる。また、レシートを写真撮影するだけで家計簿が付けられるサービスなどもある。④AI（人工知能）に任せることで自動で資産運用を行ってくれる投資・資産運用サービス。ロボアドバイザーと呼ばれており、自動的に分散投資を行ってくれるのが特徴。これにより投資の知識が無くても少額から投資を行うことが可能となる。⑤ブロックチェーンを技術基盤としドルや円等の通貨を使用しなくとも金銭のやり取りのできるビットコインなどを代表する仮想通貨サービス。フィンテックのサービスの多くが決済インフラであるのに対し、ビットコインは投資・運用できる金融商品であるというのが大きな違いである。

Fintech が急速に発展を見せた要因の一つにリーマンショックがある。リーマンショックにより世間に銀行に対する不信感が高まり新たな金融サービスを求める声が高まった。人材の面でも従来金融で働いていた優秀な人材が IT 産業に流れていったことにより、新しいサービスやビジネスモデルを創出する 100 社以上のフィンテックベンチャーと呼ばれる企業が誕生した。また iphone を始めとするスマートフォンの急速な普及により、個人が容易にインターネットを使用できるようになったことも要因である。

矢野経済研究所を参照し Fintech の市場規模の現状そして今後の展望を考察していく。2018 年度時点での市場規模（FinTech 系ベンチャー企業売上高ベース）は、前年度比 42.7% 増の 2,145 億円であった。金融庁により銀行法が改正されたことにより、全金融機関が 2018 年 3 月までに「電子決済等代行業者との連携及び協働に係る方針」を打ち出し、現在各金融機関が API（Application

Programming Interface) の公開に向けた整備を進めている。また、革新的な FinTech サービスの創出を後押しすべく、経済産業省の生産性向上特別措置法に基づき、「新技術等実証制度」が設置されている。API の整備はベンチャー企業などとの協業を促進するための金融インフラであるため、整備のための先行投資は重要である。特に更新系（資金移動系）API の整備には相応の IT 投資が必要であることため、今後のベンチャー企業などとの協業を見据えた各金融機関における積極的な先行投資が期待され、ますます市場規模は拡大していくと考察できる。

10 図表 4-1 Fintech の市場規模に関して



出所: 矢野経済研究所「国内クラウドファンディング市場調査 2018」より引用
次に Fintech を活用した中小企業における資金調達手段を提案していく。本項では(1)トランザクションレンディング、(2)ソーシャルレンディングの2つの手段に分類して考察を行う。

15 (1) トランザクションレンディング

トランザクションとは取引履歴を意味する。トランザクションという言葉自体が IT 業界で使われる用語であり、主にネット通販や EC サイトのネットでの取引履歴という認識の方が近い。またレンディングとは融資を意味するので、ネットの取引履歴(売上実績)を根拠とした融資サービスであることを指す。従来、銀行より融資を受ける際のデメリットとして、銀行に本来の実績を評価し

- でもらえず融資が受けられない。審査期間が長く融資までに時間を要する。決算書過去3期分と提出する書類の多さが指摘される。トランザクションレンディングはこれらの問題点を解決する新しい手段として急速に普及を始めている。
- トランザクションレンディングの特徴のひとつが、ECサイトによって日々信頼性の高い売上データを管理しており、その売上データを元にして利率・貸出限度額を判断することである。自営業者が融資の申込をする前から常に売上データが蓄積されているので、審査期間は短い。また決算書を提出しなくてもリアルタイムの売上実績が把握できていることにより、書類の用意も不要。さらに日々のデータは信頼性が高いものなので、融資対象となる企業の正当な評価・
- 5 融資後のモニタリングができるわけである。もう一つの特徴として無担保、無保証で融資が受けられる点である。また貸し手側の視点から見ても日々蓄積されていく取引データが実質的な担保となり、日々の売上から融資額の返済が行われるので、常に融資先の売上をモニタリングできるため、返済遅延が発生した場合、売上から回収する事ができるので、回収不能になる恐れが非常に低い。
- 10 課題は銀行や政府系金融機関と比べると若干金利が高い点。またプラットフォームを利用していないとトランザクションレンディングは申し込めない。そのため、プラットフォームを利用せず、集客からシステム構築まで全て自社で行なっているような企業は、プラットフォームへの参加・利用を検討する必要がある。下図は筆者により作成した主要銘柄の比較図である。どの銘柄も決算書、
- 20 担保・保証人は必要なく審査期間も短期であることがわかる。中でも住信 SBI ネット銀行が展開する dayta は。最短即日融資、最大 3000 万円、年率 1.999%～7.999%と高いスペックを提供しており、またメールにより貸出限度額を定期的に送信するというサービスも提供している。現在の融資額は比較的少額であるが、今後さらなる発展により高額融資も可能となるだろうと予想される。また審査基準や融資の際のコスト面でも中小企業にとって有用な資金調達手段であると考察できる。
- 25

図表 4-2 各銘柄の融資条件

サービス名	融資限度額	借入利率	審査期間	決算書	担保・保証人
dayta(ダイタ)	最大 3,000 万円	年率 1.999%～	最短当日	不要	不要

		7.999%			
Amazon レンディング	最大 5,000 万円	年 率 8.9 % ~ 13.9%	最短 5 営業日	不要	不要
GM0 イブシロン トランザクショ ンレンディング	最大 5,000 万円	年 率 6.0 % ~ 13.5%	最短 5 営業日	不要	不要
楽天スーパービ ジネスローン エクスプレス	最大 1,5000 万円	年 率 3.0 % ~ 14.5%	最短翌営業日	不要	不要

出所:諸資料を筆者作成

(2) ソーシャルレンディング

- 5 ソーシャルレンディングとは融資先の企業と投資家をマッチングするサービスをいう。これまで金融機関が担ってきた間接金融とは異なり、より直接金融に近い形態をとる。ソーシャルレンディングの事業者がインターネットを通じてファンドの募集を行い、投資家から出資を募り、その過程で集まった資金を企業等に融資し、利息を含めた融資額の返済を経て、最終的な利益を投資家へ分配・償還する形態。その仕組み上、「融資型クラウドファンディング」や「貸
- 10 付型クラウドファンディング」などと呼ばれることもある。矢野経済研究所を参照してソーシャルレンディングの市場規模について考察する。2017 年度（2017 年 4 月～2018 年 3 月）の国内クラウドファンディング市場規模は、新規プロジェクト支援額ベースで前年度比 127.5%増の 1,700 億円と推計されており、かつ、2018 年度の見込み額については、2,000 億円を超えるものと推計
- 15 されていることが分かる。

図表 4-3 国内クラウドファンディングの市場規模



出所：矢野経済研究所「国内クラウドファンディング市場調査 2018」より引用

ソーシャルレンディングの特徴は投資家の支援を受けることができる点である。特に、短期間で高額の資金調達をしたい場合、かなり有効な手段と言える。

- 5 一般的に金融機関から融資を受けにくいとされる、創業年数が浅い企業への資金調達、小額の資金調達、借入期間の短い資金調達にも有効です。また、借入期間の決められた期日に一括して元金を支払う「期日一括返済(元金一括返済)」方式で、資金調達できることも大きな魅力と言える。課題として金融商品ならではのデフォルトリスクに加えて、クラウドサービス特有の未知のリスクが存在する。
- 10 ソーシャルレンディングを提供するクラウドサービスがハッキングやクラッキングを受けないか、という情報セキュリティに関するリスクである。国によって異なる法律がクラウドサービスにどう適用されるか、という法解釈や規制に関するリスクを解消するため「クラウドのデータサーバーがどこの国にあるか、運営会社がどこの国にあるかといったサービスを支える根幹を見極め、リスクヘッジする必要がある。資金調達において情報の非対称性はソーシャルレンディングに限った課題ではないが情報化社会において、透明性を担保できない企業はいずれ淘汰されていく可能性がある。故に企業には事業内容、資金の用途の透明化が必要であると考察する。
- 15

20 終章

本稿では、非上場企業の定義や現状を確認した上で日本経済において非上場企

業すなわち、中小企業が日本経済において重要な役割を担っていることを述べた。そこから日本経済で重要な役割を果たしている非上場企業の資金調達における伝統的な手法であるリレーションシップバンキングとトランザクションバンキングについて述べ、これについてのメリット・デメリットを検討した。そこから現在の非上場企業の資金調達の課題を考察し、我々は解決策として ABL を積極的に推し進めることおよび、新たな資金調達方法として Fintech を提案した。本稿の考察が、日本の中小企業の更なる発展のために役立つものであると期待したい。

10 参考文献

安田武彦, 惣那憲治, 高橋徳行『ライフサイクルからみた中小企業論』 同友館
2007 年

15 商工組合中央金庫『中小企業の経済学』 千倉書房 2016 年

小野有人 『新時代の中小企業金融』 東洋経済新報社 2007 年

20 「中小企業白書」 中小企業庁

<https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/>

『リレーションシップバンキングと知的財産』 金融財政事情研究会 2010 年

25 RIETI -中小企業金融における ABL の可能性

<https://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/uesugi/03.html>

ABL とは何か

<http://www.kinzai.jp/uploads/sample1.pdf>

(株)矢野経済研究所 2019 Fintech 市場の実態と展望

関沢正彦・江口紘一郎『信用保証協会の保証第3版』2007年

- 5 Berger, Allen N. and Gregory F. Udell 『The economic of small business finance :The role of private equity and debt markets in the financial growth cycle』 1998