

「国内非上場企業の資金調達について」

立命館大学 三谷ゼミ C 班

目次

	はじめに	3
	第 1 章 非上場企業の定義と特徴	
	- 第 1 節 非上場企業の定義と特徴	5
5	- 第 2 節 ベンチャー企業の定義と特徴	9
	第 2 章 資金調達的手段と現状、課題について	
	- 第 1 節 資金調達手段	
	- 第 1 項 直接金融による資金調達	11
	- 第 2 項 間接金融による資金調達	17
10	- 第 3 項 公的金融・制度融資による資金調達	20
	- 第 2 節 中小企業の資金調達の現状と課題	
	- 第 1 項 中小企業の資金調達の現状	24
	- 第 2 項 中小企業の資金調達の課題	25
	- 第 3 節 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題	
15	- 第 1 項 ベンチャー企業の資金調達の現状	26
	- 第 2 項 ベンチャー企業の資金調達の課題	28
	第 3 章 非上場企業の資金調達手段の更なる改善に向けて	
	- 第 1 節 EU の資金調達の改善例	29
	- 第 2 節 ABCP 市場の整備	31
20	- 第 3 節 CRD について	38
	おわりに	42
	参考文献	43

はじめに

我が国ではすべての企業数のうち9割以上を中小企業が占めており、日本経済を支える重要な役割を担っている。しかし、1990年以降から本格化した経済のグローバル化、IT化によって中小企業のビジネスモデルが陳腐化し、経営が困難な状況が続いている。日本の労働者の半数以上が中小企業に勤めていることを考えると、中小企業の経営が困難になれば当然労働者の賃金は上がらず、地域経済の活性化も望めない。これは日本経済の破綻に繋がることであり、避けなければならないことである。

5
10
15
また、リーマンショック以降投資額が低迷していたベンチャー企業についても、緩やかに上昇傾向にあるが、ピークであった2000年~2007年頃にはまだ遠く及んでいない。IT事業が伸びつつある今、より担保の少ないベンチャー企業が増えていくことが考えられる。よって無担保または少ない担保で十分な資金を調達する必要があると考えられる。これは中小企業も同様の問題を抱えており、担保問題は検討され続けている問題でもある。

20
25
以上のような問題点を解決することを目的として、本論文では中小企業とベンチャー企業の資金調達を見直し、より有効と考えられる方法や現在薦められている金融政策の改善方法を発見する。加えて、動産を担保として扱うことを可能とする資金調達方法を新たに提案する。われわれはこの提案を行うために、現状とそれらの課題点を検証する。その検証をふまえて、現存するデータや制度、金融システムを改善するような形で、有効と考えられる資金調達の手法を提案する。

第1章では非上場企業とベンチャー企業の定義を確認するとともに、中小企業に足りないものを「ヒト」「モノ」「カネ」の観点で考察する。その考察結果から判明したことは、規模の小さい企業はどの観点からであっても資金不足によって十分な補充を行うことができないということが判明した。一方、非上場企業の中でもベンチャー企業に関しては、成長段階によって資金調達方法を変えていかなければならないことが明らかになっている。

第2章では、資金調達手法を確認する。加えて、それらの方法や制度がどの

程度非上場企業に利用されているか。また、非上場企業の経営者に認識されているのかということを検証している。さらに、それらの資金調達方法の課題を考察しまとめている。特に、中小企業は資金調達に必要不可欠となる担保を十分に保有していない。このような現状からして、われわれは中小企業に対して
5 リレーションシップバンキングや公的金融、制度融資や ABL などの手法の活用を提言する。

第 3 章 1 節では非上場企業の資金調達方法の改善に向けて EU の例を提言する。われわれはこの例をもとに日本でも活用できそうな手法を検討し提言する。具体的には VC やクラウドファンディング、私募債の活性化などである。2 節
10 では ABCP 市場について述べている。これは銀行からの融資(間接金融)に依存せざるを得ない状態にある中小企業に対して直接金融としての資金調達手法を提案するものである。ABCP の手法としては証券化に似ているといえる。ABCP 市場を考えていくうえでのモデルケースとしてはアレンジャーの違いから 2 つ
15 あり、銀行がアレンジャーとなる場合と、ファクタリング会社がアレンジャーとなるケースである。第 3 節では CRD について考察している。CRD は銀行や信用保証協会、格付機関など 2019 年時点で 171 の会員が属している中小企業の財務データや非財務データを閲覧できるデータベースのことであり、これらのデータを利用することでデフォルト率の計算が可能になり、情報の非対称性が緩和されると考察した。本論文では ABCP 市場と CRD の利用によって中小
20 企業の資金調達が円滑になると考えている。

第1章 非上場企業の定義と特徴

第1節 非上場企業の定義と特徴

本節では、日本における非上場企業、特に中小・ベンチャー企業の定義や特徴について述べ、それらの企業が持つ特徴と現状の課題について考察していく。

5 非上場企業とは証券取引所に上場していない企業を指す。日本の企業数は約360万社あるが、JPXの上場会社数・上場株式数によると東証一部・二部、マザーズ、JASDAQスタンダード・グロース、Tokyo Pro Marketに上場している企業の合計は約3,680社であり、全体の0.1%程しかない。そのため、残りの約99%を占める日本の非上場企業は経済に大きく関わっていることが分かる。

10 非上場企業の持つ特徴について3つ挙げる。1つ目は、非上場企業は上場企業と比べて、株主が存在しないため株主の意見に左右されずに経営を行いやすいので、自由な事業展開を行うことが出来る。2つ目は、株式を発行していないので第三者に買収される恐れがない。3つ目は、財務状況を報告する義務がないことである。貸借対照表や損益計算書などから構成される財務諸表を作り
15 出すには大きな費用が発生するが、それらのコストを削減することが出来る。

中小企業は国内の全企業数に対し中小企業の数が99.7%(約357.8万社)となっており、常用雇用者数に関しても国内労働者人口の6割を超えている。このように中小企業は日本経済を支える担い手として重要なポジションに位置付けられている。以下の【表1】は中小企業庁が発表している中小企業の定義である。
20

25

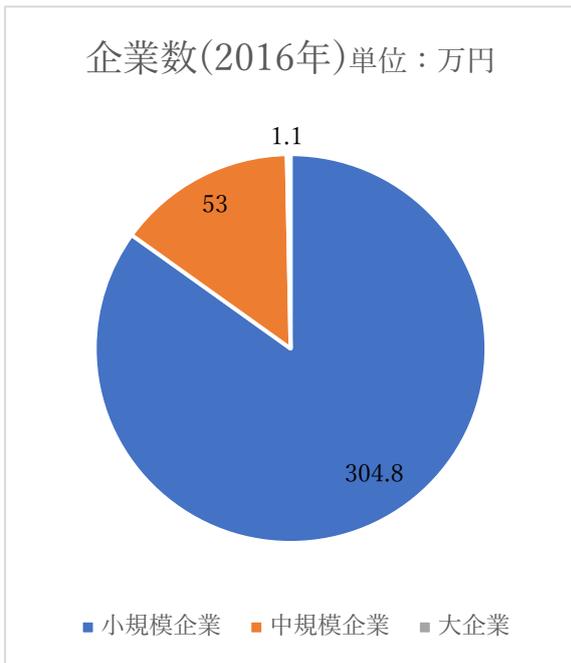
【表 1】 中規模企業と小規模企業の定義

業種	中小企業基本法の定義		
	中規模企業	小規模企業	
	資本金、または 常時雇用する従 業員	常時雇用する従業員	
製造業、建設業、 運輸業、その他の 業種	3 億円以下	300 人以下	20 人以下
卸売業	1 億円以下	100 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
小売業	5 千万円以下	50 人以下	5 人以下
*右記の業種につ いては中小企業関 連立法における政 令に基づき、右記 の通り定めてい る。(政令特殊業 種)	<p>【中規模企業】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・製造業 ゴム製品製造業…資本金 3 億円以下または常時雇用す る従業員 900 人以下 ・サービス業 ソフトウェア業、情報サービス業…資本金 3 億円以下ま たは常時雇用する従業員 300 人以下 旅館業…資本金 5 千万円以下または常時雇用する従業 員 200 人以下 <p>【小規模企業】</p> <ul style="list-style-type: none"> 宿泊・娯楽業…常時雇用する従業員 20 人以下 		

出所：中小企業白書より筆者作成

【表 1】 から、中小企業は国内企業数・雇用者数ともに大企業を大きく上回
るため、日本経済に大きな影響力を持っている。以下の【図 1】と【図 2】は大
5 規模企業、小規模企業の数と従業員数を表したものである。

【図1】「企業規模別企業数割合」



【図2】「企業規模別従業員数割合」



これらの図から分かるように大企業よりも中小企業の方が企業数も労働者数も多いということがわかる。そのため、中小企業は日本において経済を支え、様々な役割を担っていると言える。『中小企業白書』ではその役割として、以下の4つを挙げている。①「市場競争の苗床」②「イノベーションの担い手」③「魅力ある就業機会創出の担い手」④「地域経済社会発展の担い手」と役割を4つ述べている。

10 ① 市場競争の苗床

中小企業は企業数が多いため、同じ商品を扱っていても多様な技術・アプローチが存在する、圧倒的数を占める中小企業が新たな市場を開拓し、市場競争の活性化を担っている。

② イノベーションの担い手

15 中小企業が市場経済の需要と供給に応じて多種多様な商品を提供し、前時代的な下請制度とは異なる新しい分業体制を作り上げていくことが求められる。そのため不可欠なのは、中小企業と大企業の関係が「イコールパートナー」であることだ。

③ 魅力ある就業機会創出の担い手

新社会人の就業機会のほとんどは中小企業への就職である。これは前節でも述べたように中小企業の企業数と従業員数が全体に閉める割合は大企業に比べて大幅に大きいためである。

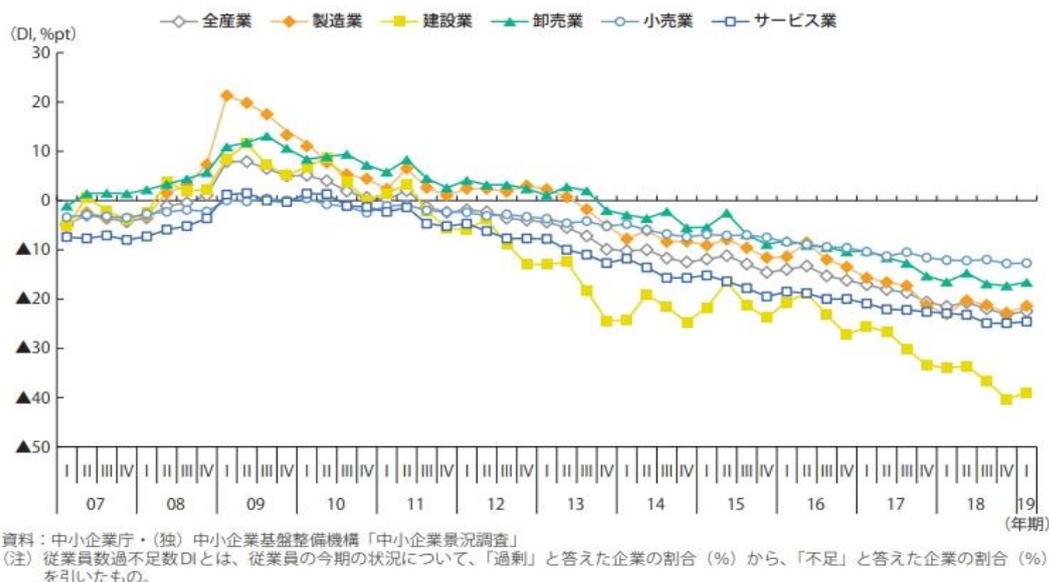
④ 地域経済社会発展の担い手

中小企業は日本産業の中核をなしていることが多く、地域経済に対して大きな影響力を持っている。

次に、現在多くの中小企業が抱える課題について述べる。企業には「ヒト」「モノ」「カネ」「情報」という4つの経営資源が要素として存在する。中小企業は大企業と違いこれら4要素が不足する場合がある。本節では「カネ」以外の3要素について着目する。

まず、「ヒト」の点に着目すると、中小企業はその規模の小ささから人手不足や賃金の企業との間で格差が生じている。また、経営者の高齢化と後継者不足などの問題が存在する。中小企業の経営者は特に、従業員の不足を不安要素として捉えている。理由として、近年の少子高齢化や、若者の大企業志向に知名度の低さからくるネームバリューの無さが挙げられる。

【図3】業種別従業員数過不足DIの推移



20 出典：中小企業白書 50p 第 1-4-7 図から引用

【図 3】は業種別にみた従業員数の過不足をみたもので、2011 年ではほとんどの業種で従業員数が足りていたと感じているのに対し、2013 年以降には全ての業種が・従業員が足りていないと感じる状況が続いている。また、経営者の高齢化や後継者不足は業績の悪化、倒産に繋がる問題でもある。昨今ではベンチャー企業など新市場の開拓が進んでいるため、市場の需要は激しく変動し、経営ノウハウも高度化している。個人で経営している事業所などではこの環境の変化に対応しきれないところも多く存在する。また、前時代までは親の経営を子が承継していたが、大学への進学がほとんど当たり前になってきた現在、親の経営を承継することに対して魅力を感じるということは少なくなっている。したがって、中小企業では後継者が不足してきている。

次に「モノ」の点に着眼していく。中小企業は大企業の下請企業として機能していた側面が強かったことから、機械部品など精巧さを要求される事業が多い。こういった面から中小企業の「モノ」に対する投資は非常に重要であり、設備の老朽化や陳腐化などは必ず避けねばならないことである。新しい設備を投入するのか、今の設備を補強するのかなど、資金が少ない中小企業だからこそ慎重に選択していかねばならない。さらに、その資金をどこから調達していくのかといった課題が存在する。

最後に「情報」の点に着目していく。近年では ICT 化が大幅に進み、中小企業のパソコンの導入やインターネット環境の向上によってインフラ整備は整いつつある。しかし、導入数の少なさや新型パソコンの開発速度の上昇により、いつまでも型落ちのパソコンを使用している状況が続いている。こういった問題から、さらなる ICT の普及が今後の課題になると考えられる。

第 2 節 ベンチャー企業の定義

ベンチャー企業には中小企業のような明確な定義は存在しておらず、一般的には「設立から 5 年程度と比較的若い会社であること」、「IT 事業など新しいビジネス領域を手掛けている会社であること」などがベンチャー企業と中小企業とを見分けるポイントとして挙げられる。本稿においては、「設立からあまり時間がたっておらず、新商品や新サービスなど新しいビジネス領域を拡大しよう

とする意欲のある企業」とする。

ベンチャー企業には成長段階に応じて資金調達の方法を変えるのが望ましいとされており、主に①「シード期」②「アーリー期」③「エクспанション期」④「レーター期」に分かれている。

5 ① シード期

シード期は、研究や製品開発を継続しており、まだ商業的事業が立ち上がっていない時期を指す。商業的事業が始まっていないことから資産が乏しく、また実績もほとんどないため銀行などの民間金融からの融資も非常に受け入れ口が少なくなっている。また、個人事業などでは高額融資を受ける場合があると優位とされる十分な担保がない場合が多い。主な資金調達としては自己資金や親族からの調達、エンジェル投資家からの調達が望ましいとされる。

② アーリー期

アーリー期は初期の企業活動が安定するまでの期間である。この時期の企業業績は基本的には赤字であるが、成長に向けた設備投資のためにさらなる資金調達が必要な時期でもある。この時期の主な資金調達方法としてエンジェル投資家、ベンチャーキャピタル等が上げられる。この時期では「死の谷」という必要な資金と実際に所有している資金の格差が生じ、多くのベンチャー企業にとってこの期間をいかに安定して資金調達していくかが重要である。

③ エクспанション期

エクспанション期とは商材の生産、出荷が開始すると共にそれによって事業の規模が急激に拡大する時期を指す。商業的事業が開始したことにより実績を積みやすくなったため、ベンチャーキャピタルへのアピールがしやすくなる時期である。しかし、商材の出荷までの一般管理費や販売費などアーリー期までには発生しなかった費用が発生するため、この時期もまた多くの資金を必要とする。この時期は先述したように実績が表れるじきであるため、コーポレートベンチャーキャピタル(CVC)からの投資を期待できる。CVCは大企業が事業の一環として大企業と同じ市場にいるベンチャー企業と技術提携などを結び共同開発を進めていく事業である。ベンチャー企業は大企業の後ろ盾と豊富な資金やノウハウを得ることができ、大企業は新技術を実践するフットワークの軽さを

ベンチャー企業に対し期待することができる。

④ レーター期

5 レーター期は持続的なキャッシュフローが安定し、新規株式公開（IPO）や M&A に向けての出口戦略を始める期間である。この時期には大きな資金が必要な場面は減り、IPO をすることで株式会社へと変わるのか、または M&A によって大企業と共に成長していくのかの選択が必要となる。日本ではほとんどの場合 IPO が多く、M&A をするベンチャー企業は非常に少ない。

第 2 章 資金調達的手段と現状、課題について

10 第 1 節 直接金融・間接金融・公的金融の手段について

本節では従来行われてきた資金調達方法、近年において注目されている資金調達手法とそれらが抱えている問題について考察する。

第 1 項 直接金融による資金調達

15 直接金融は、借り手が貸し手から第三者を介さず資金を調達する方法で債券や株式などの有価証券を発行して、経済主体が購入するというものである。金融機関を介さずに、証券市場を通じて直接資金を調達するので借り手が債務を返さないリスクは貸し手が直接負うことになる。ここで直接金融の例を挙げていく。

20 ・自己資金

自己資金は 3 F（Founder, Friends, Family）と呼ばれる。近親者から集めるため資金調達量が限られるが、ベンチャー企業創業当初の信用力や実績のない時に 1 つの方法として使われる。

25 ・個人投資家

個人投資家は個人の資産を、証券や投資信託、外貨など金融資産などに投資する人である。個人投資家の中にエンジェル投資家と呼ばれ、家族友人間の融資と、金融機関の融資の中間にある存在であり、創業間もない企業に対して、500 万～2000 万円程の少額の融資を行う存在である。エンジェル投資家の多く

は引退した起業家や経営者のため、起業家の事業が成功を収めるためのサポートを行ってくれる。

また、日本ではエンジェル投資家を増やすためにエンジェル税制という優遇措置がある。エンジェル税制は、投資家がベンチャー企業に投資した時点と、株式を売却した時点の2つのタイミングで優遇措置を受けることができる制度である。優遇措置は2種類存在し、片方を選択することができる。1つ目は（ベンチャー企業への投資額－2,000円）を、その年の総所得金額（控除対象となる投資額の上限は、総所得金額×40%と1,000万円のいずれか低い方）から控除する措置で、2つ目はベンチャー企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益から控除する措置である。以下の【表2】はこれをまとめたものである。

【表2】エンジェル税制の2つの優遇措置

エンジェル税制の2つの優遇措置	
特徴	投資家がベンチャー企業に投資した時点と株式を売却した時点に発生し、下の2つから片方を選択できる。
・（ベンチャー企業への投資額-2,000円）をその年の総所得金額から控除できる。 *控除対象となる投資額の上限は、総所得金額×40%と1,000万円のいずれか低い方	・ベンチャー企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益から控除できる。 *控除対象となる投資額の上限なし。

出典：中小企業庁：エンジェル税制の仕組みより筆者作成

次のページにある【図4】は平成28年3月31日時点でのベンチャー企業への投資額の推移である。平成9年度は79（百万円）だったのが、平成28年度には2,508（百万円）となり増加傾向があることが分かる。

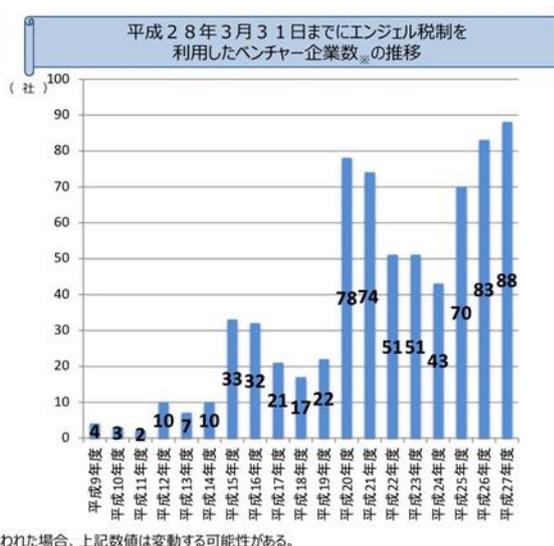
【図4】の隣にある【図5】はエンジェル税制を利用した企業数の推移を表している。利用者数の増加には波があるが、平成20年には前年の約3.5倍、平成27年度にはこれまでの最大となる88件がエンジェル税制を利用したことが分

かる。これらからベンチャー企業への投資やエンジェル税制への関心が高まっていることが考えられる。

【図 4】ベンチャー企業への投資額の推移



【図 5】エンジェル税制を利用した企業数の推移



出典：「経済産業省におけるベンチャー政策について」から引用

5

・ VC (ベンチャーキャピタル) ・ CVC (コーポレートベンチャーキャピタル)

VC は大きい見返りを求めてベンチャー企業に他者から集めたお金を用いて積極的な投資を行う機関であり、高いリターンの獲得を目指している。VC は成長志向であり、リスクがあっても成長性が高い案件に投資を行い、投資先とのコミュニケーションやネットワーク作り、面談などにも時間が費やされる。また VC で資金調達することで、VC に評価されたとみなされるため他の手段での資金調達がしやすくなる。

10

下の【図 6】は国内外向け投資金額と投資件数の推移を示している。国内向けの投資の件数は、2017 年は 1,344 件だったのが、2018 年には 1,388 件と増加している。投資金額は、2017 年は 614 (億円) だったのが、2018 年には 1,066 (億円) とこちらも増加していることが分かる。国外向けの投資の件数は、2017 年は 1,362 件だったのが、2018 年には 1,640 件と増加している。投資金額は、2017 年は 1,362 (億円) だったのが、2018 年には 1,640 (億円) とこちらも増加していることが分かる。2014 年から 2018 年を比較すると年々増加している

15

ことから、これから先の投資件数や金額が増加していくことが考えられる。

【図 6】 国内外向け投資金額と投資件数の推移



5 出典：ベンチャーキャピタル等投資動向調査（2018年度速報）から引用

CVC は事業会社が自己資金でファンドを組成し、自社の事業内容と関連性があり本業の収益につながるとされるベンチャー企業に出資や支援を行って、本業との相乗効果を得ることを目的としている。CVC は事業会社側が低いリスクや低いコストで新規事業に参入することが出来て、ベンチャー企業側は資金を手に入れるだけでなく事業会社との繋がりを作ることが出来るなどのメリットがある。

・クラウドファンディング

15 クラウドファンディングは不特定多数の人がインターネット経由でプロジェクトや事業に資金提供や協力をしてもらうことを指す。クラウドファンディングは出資額に応じて出資者へのリターンがあることが多い。クラウドファンディングは大きく分けて「購入型」「寄付型」「ファンド型」「貸付型（融資型）」「株式型」といった5つの種類がある。

20 「購入型」は資金提供者が何らかの物を購入して支援をする。見返りとしてプロジェクトが成功した後の物やサービスを特別に受け取ることや、購入する

ことが出来る。

「寄付型」は資金提供者に対して見返りがないものである。震災や海外の発展途上国への募金などが主に該当する。日本で展開される JustGiving の寄付サイトは自分の目標をプロジェクト化して、自分の周りの人からお金を集め、
5 指定した NPO や NGO への慈善活動に寄付するという仕組みがある。

「ファンド型」は資金提供者に商品やサービスと分配金が見返りとして受け取ることが出来る。また、資金提供者は出資する企業先を知ることが出来るため、投資先の企業情報を知ることが出来る。

「貸付型（融資型）」は資金提供者から小口の資金を集めて、資金を必要としている者と資産運用したい個人投資家をウェブ上でマッチングさせて企業等に融資する。見返りとして元本+金利が出資者に支払われる。
10

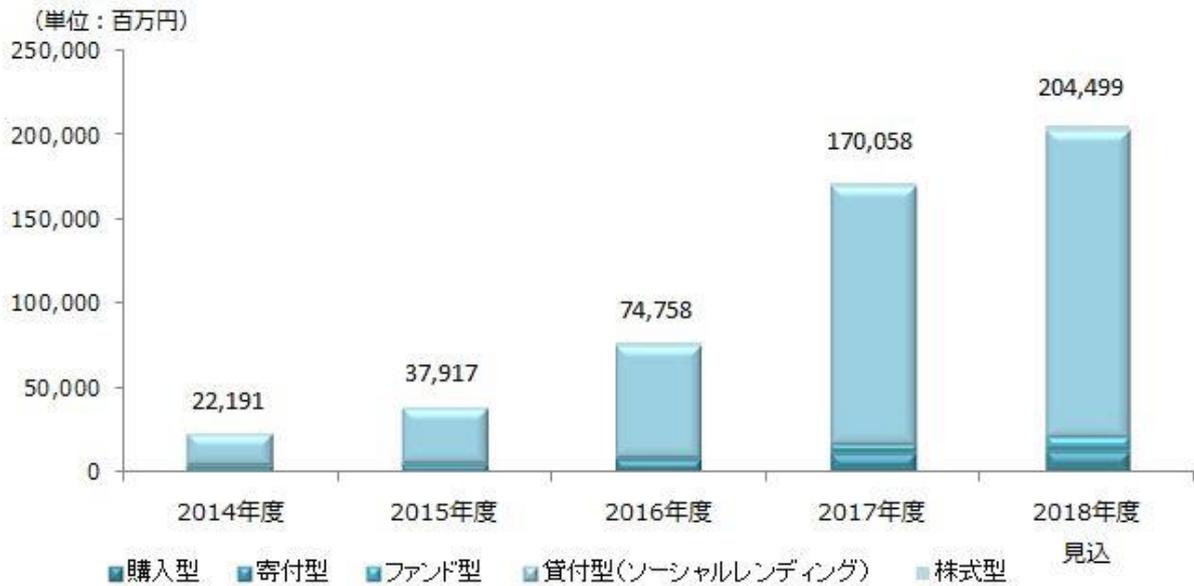
「株式型」は資金提供者に見返りとして、株式や配当を受け取る仕組みである。

また、【図 7】から日本のクラウドファンディングの額は 2014 年では 22,191
15 （百万円）だったのが年々増加しており、2018 年には 204,499(百万円)に見込まれていることが分かる。5 つの種類の割合を見ると、最も規模が大きいクラウドファンディングは「貸付型」になっており、今の主流になっていることが分かる。

20

25

【図 7】 国内クラウドファンディング額の推移



注1.年間の新規プロジェクト支援額ベース

矢野経済研究所調べ

注2.2018年度は見込値

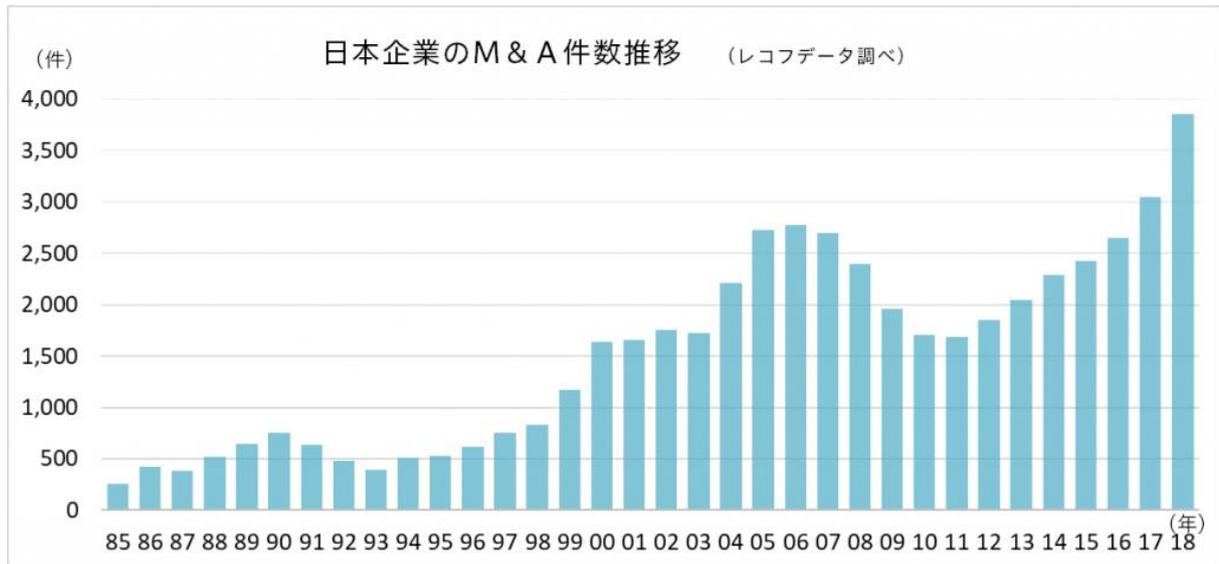
注3.クラウドファンディング運営企業の扱い分野を見直したため、2016年度の全体および類型別の新規プロジェクト支援額を再算出した。

出典：「国内クラウドファンディング市場の調査」を実施から引用

5 ・ M&A

M&A は、企業の合併買収のことで、複数の会社が一つになる合併、ある会社が他の会社を買う買収、提携のことを指す。買収することで事業規模の拡大や相乗効果、新規の技術を獲得することが出来る。【図 8】から日本企業では 1985 年から増加傾向にあり 2011 年の約 1,700 件から減ることがなく増加しており、2018 年には約 3,800 件まで増えている。そのため M&A は事業拡大に向けて、これからも活発に行われていくことが予想される。

【図 8】 日本企業の M&A 件数推移



出典：日本 M&A センターより引用

5 第 2 項 間接金融による資金調達

間接金融は直接金融とは対比的な取引で、貸し手と借り手の間に金融機関が仲介する取引である。

・リレーションシップバンキング

10 リレーションシップバンキング（以下リレバンと表す）は金融機関と企業との長期継続的な取引で、頻繁な接触を通して得られるインフォーマルな情報に基づいて評価して金融サービスの提供をすることを指す。継続的な関係を築くことで情報の非対称性を避けることが出来る。

15 リレバンには問題点がある。それは銀行側にスクリーニングコストやモニタリングコストが生じ、フリーライダー問題が発生する可能性があることだ。スクリーニングコストは銀行が行う融資審査で、リスクの高い相手を事前に振り分け
20 けることで融資すべきでない相手に多く融資をして損失を被る逆選択を避けるためにかかる費用である。モニタリングコストは銀行が日常的に借り手企業と接触し、相手を監視し情報を集めるために費用である。フリーライダー問題は金融機関が複数ある場合、当該銀行がコストをかけて情報生産を行っても、

別の銀行に融資を奪われることである。

・トランザクションバンキング

トランザクションバンキング（以下トラバンと表す）は銀行などの金融仲介機関が財務諸表などの、比較的簡単に収集できるフォーマルな情報に基づいて

5 評価して金融サービスの提供をすることを指す。

トラバンには主流な融資手法としてクレジットスコアリングと ABL（資産担保融資）が存在する。

クレジットスコアリングは定型的な情報を用いて借り手の信用度を点数化する。日本ではビジネスローンやクイックローンの融資がある。

10 ABL は在庫の原材料や商品、機械設備、売掛債権、特許権、著作権など知的財産権を担保にとり、その範囲内で融資することである。信用力より担保の価値が重視されるため、情報の非対称性やリスクの大きい企業も融資を受けることが出来る。

15 下の【図 9】は ABL の実行件数と金額の推移を示している。2011 年には実行件数が 3,371、金額が 187.532(百万円)だったのが 2015 年には件数が 12,302、金額が 996,323（百万円）まで増加した。しかし、2016 年と 2017 年は 2015 年と比べると件数や金額が減少している。

20

25

【図 9】 ABL の推移



出典：「企業の多様な資金調達手法に関する実態調査」から引用

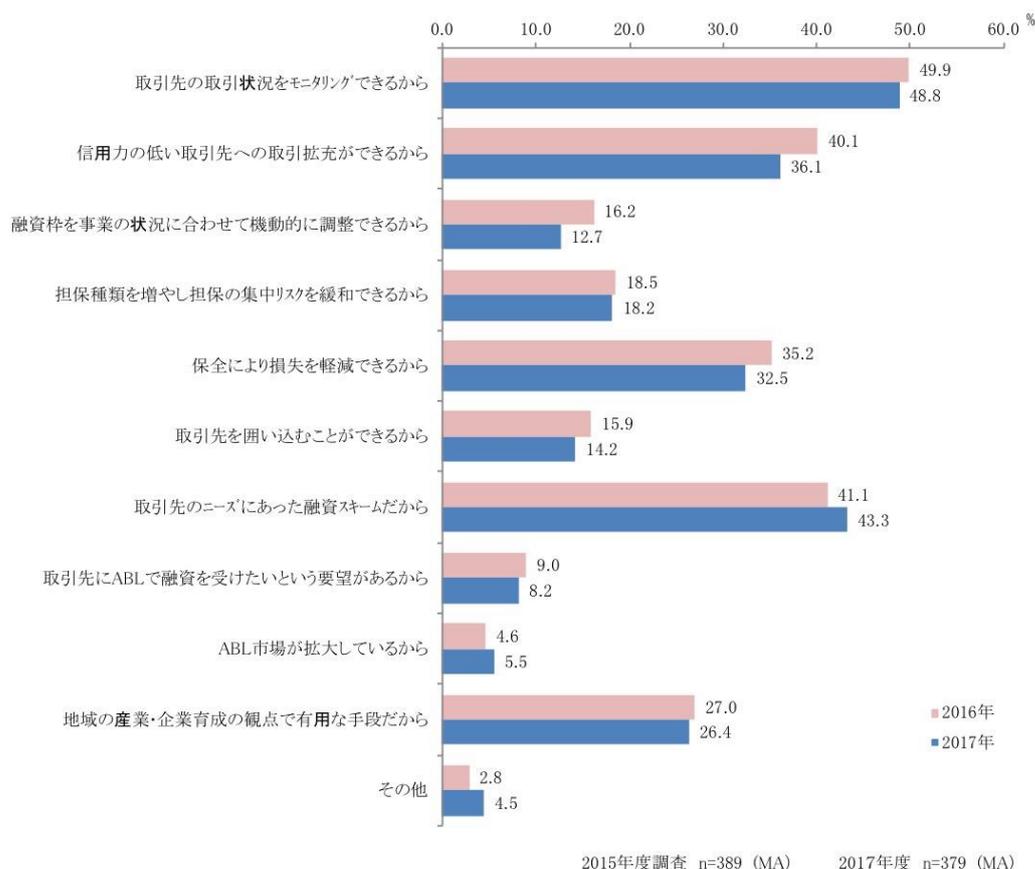
5

また次の【図 10】は ABL の取り組みや強化の方針を取っている理由を示している。一番の理由として取引先の企業をモニタリング出来ることが挙げられている。他の大きな理由として、信用力の低い取引先のへの取引拡充が出来ることや、取引先のニーズに合った融資スキームだからなどが分かる。これらの ABL の良い部分を知ってもらうことで、より多くの企業が ABL を活用出来ると思

10

15

【図 10】 ABL の取り組みや強化の方針を取る理由



出典：「企業の多様な資金調達手法に関する実態調査」から引用

5 ・貸出債権の証券化

金融機関の貸出債権を多数集めて、有価証券に代えて投資家に販売している。デフォルト率の高い債券でも多く集めることで、プール全体としてのデフォルト率を下げる事が出来る。

10 第3項 公的金融・制度融資による資金調達

公的金融は、情報の非対称性情報の非対称性による逆選択や規模の経済性による不完備市場による市場の失敗で経済に悪影響を与えるため公的金融による支援が必要となる。金融危機時には、平時よりも公的金融の役割が強く求められ、重要性が増す。そのため状況に応じた適時・適切な規模で実行される必要がある。これらの役割は公的金融機関が担っており、民間金融機関より

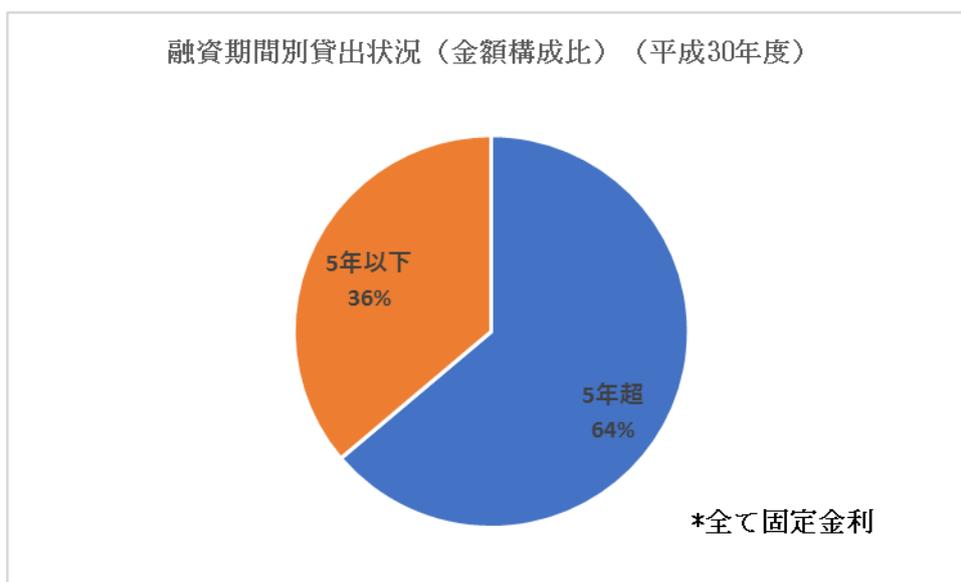
も低い金利での融資を行っている。

公的金融の政府系金融機関としては日本政策金融公庫、日本政策投資銀行、
商工組合中央金庫、国際協力銀行が挙げられる。

5 日本政策金融公庫は 2008 年 10 月に設立され、一般の金融機関が行う金融を
補完することを旨として、自然災害からの復興支援、セーフティネット機能の
発揮のための取り組み、成長戦略分野等への支援を行っている。中小企業事業
では、長期資金を専門に取り扱っており、融資の過半が期間 5 年超の長期資金
で、償還計画が立てやすい固定金利となっている。

10 下の【図 11】は企業への融資期間を 5 年で区切りに分けたもので、平成 30
年度は 5 年を超えた融資が 64%、5 年以下の融資が 36%と長期の融資の割合が
多くなっていることが分かる。

【図 11】 融資期間別貸出状況



15 出典：日本政策金融公庫 中小企業事業のご案内 2019 から筆者作成

日本政策投資銀行は 1999 年に日本開発銀行と北海道東北開発公庫を統合し、
発足した金融機関である。一般の金融機関が行う金融などを補完・奨励し、長
期資金の供給などを行い、経済社会政策に貢献する。具体的には事業再生、ベ
ンチャー、「産・学・官」連携、国際協力や社会・環境活動など政策性が高いプ
20

プロジェクトを支援するための融資や投資を行なっている。

5 商工組合中金は 1936 年に設立された政府と民間が共同で出資する機関であり、低い生産性や事業再生、事業承継等を必要としている中小企業の経営課題に取り組んでいる。長期安定取引と、問題解決に資するサービスを提供し、企業間連携・地域連携を促進して、新たなビジネス機会を創出するなどの長期的な企業価値向上を目指している。

10 国際協力銀行は 2012 年 4 月に設立された日本政策金融公庫（日本公庫）の国際金融部門である。中堅・中小企業の海外事業における資金ニーズの多様化に応えるため、数千万円規模の少額融資や投資金融や輸出金融などを通じて、日本企業の海外投資や製品輸出などに必要な長期資金を、民間金融機関との協調融資等で支援している。

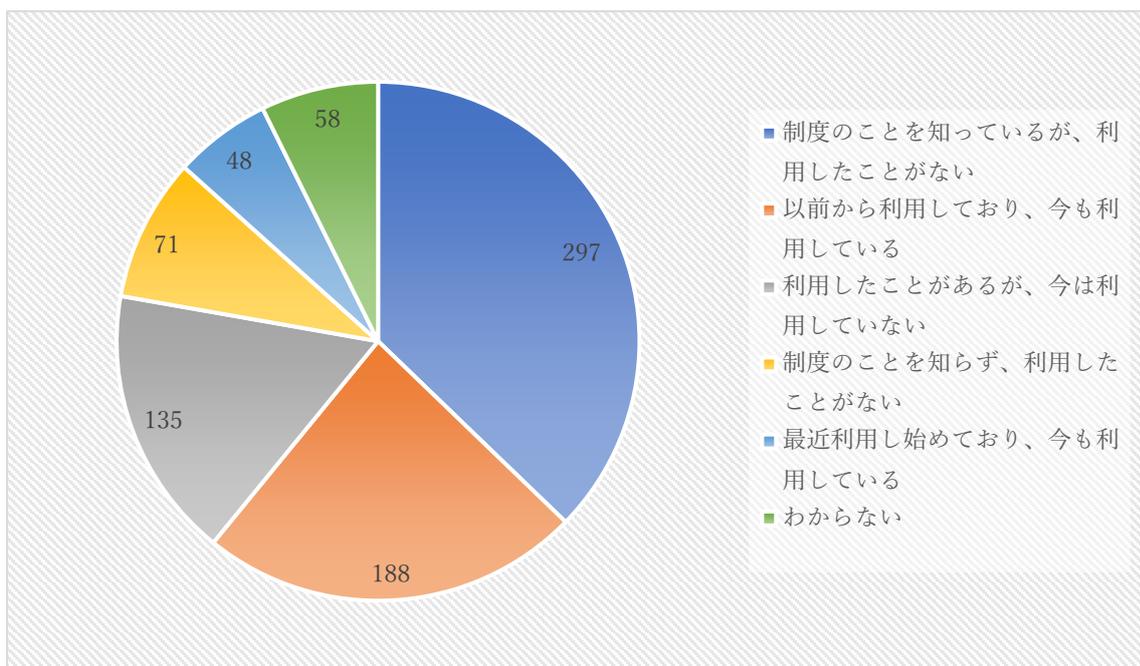
15 中小企業は補助金や助成金を利用することで資金調達を行うことができる。補助金と助成金はどちらも返済の義務がなく給付されるため中小企業にとっては非常に利点の大きな資金調達方法である。助成金は受給のための資格要項を満たすともらえるのに対して補助金は資格要項を満たしていてももらえるものとは限らないものである。しかしながら補助金も助成金も前払いではなく後払いとなるため事業に用いる際はいったん融資などで資金を調達しなくてはならなくなってしまうという問題を抱えている。

20 信用保証とは、信用保証協会が中小企業の円滑な資金調達を助けるために保証人の役割を果たしてくれる制度である。中小企業は融資を受ける際、その規模や将来性に関する不透明さから、返済できないときのために担保を取ること
25 で融資を受ける。しかしながら、中小企業はそのような担保が十分ではない、もしくは、ローンで購入した不動産が多いため、担保にすることができない状態が多いという問題を抱えている。信用保証により、中小企業は担保不足の問題を解決できる。しかしながら、信用保証協会による保証を受けるために、中小企業は保証料がかかってしまうことになる。しかしながら、無担保で借入れが行えたとしても、その分の金利が上乗せされることを考えると保証料の方が安くつく場合が多いためコストをそれほど気にする必要はないと考えられる。しかしながら銀行側が信用保証協会の保証がついていると資金は返ってくるの

で信用能力のない企業にも融資を行うなどのモニタリングを怠る危険性がある。

5 制度融資とは、中小企業の資金調達を支援するために各地方自治体が信用保証協会や金融機関と連携して設けられた制度である。特徴として、低金利で措置期間が短く、利子補給や保証料の補助が設けられるなど、起業間もない事業者でも融資を受けやすくなっている。しかし、実際には若い企業より社齢の長い企業の方が利用傾向にあり、利用者の約二割は倒産回避のためや負債の返済のために利用されている。(家森,2014)以下のグラフは日本の中小企業 797 社に聞いた制度融資の利用状況をまとめたものである。

【図 12】 地方自治の実施する制度融資の利用状況



10

地域連携と中小企業の競争力~地域金融機関と自治体の役割を探る~,p.56を参考に作成

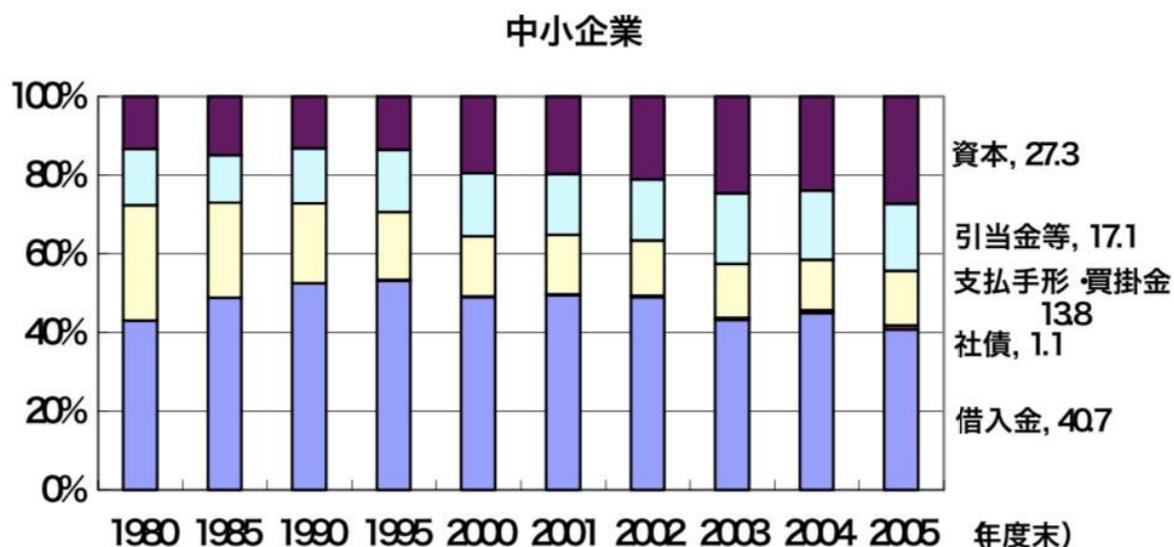
15 グラフを見ると約3割の中小企業が制度金融を利用したことがあると回答しており、この制度が広く利用されているのがわかるが、同時に「制度のことを知らず、利用したことがない」層がいることにも注目しなければならない。制度融資は上記で述べたように倒産回避や不渡り回避に利用できるほか、新規設備や事業拡大の資金として民間金融からの融資が難しい中小企業にとって強力な味方となるため、中小企業経営者には周知であるのが望ましい。

第2節 中小企業の資金調達の現状と課題

第1項 中小企業の資金調達現状

中小企業の資金調達は金融機関の依存度が高く、90年代後半から企業の自己資本比率が上昇し、金融機関貸出率が低下してきた今でも大きな割合を占めている。

5 【図13】 中小企業の資金調達構造



出典：「中小企業における資金調達の課題」から引用

10 銀行側からすると規模の経済が働くので、融資金額が多いほど融資を実行する際にかかる単位当たりの審査コストが少なくなる。その為1件あたりの融資金額が大きい企業を優先する傾向がある。都市銀行が優良な中小企業への融資に乗り出すなど、金融機関の優良企業の囲い込み競争は激しくなっている¹。

15 また、情報の非対称性の問題が発生し、貸し手が借り手の情報を借り手と同レベルに把握することが難しくなる問題もある。大企業の場合、企業情報を広く開示しているため、金融機関が融資判断するに際して情報が入手しやすく、財務状況の把握が比較的容易である。しかし、中小企業の場合、一般的に企業情報があまり開示されておらず、財務データを整備していない企業もあり、企業の状態が不透明でリスクが高いとみなされがちである²。

¹ 中小企業の新事業資金調達における新しい手法の提案とその課題

² 中小企業における資金調達の課題

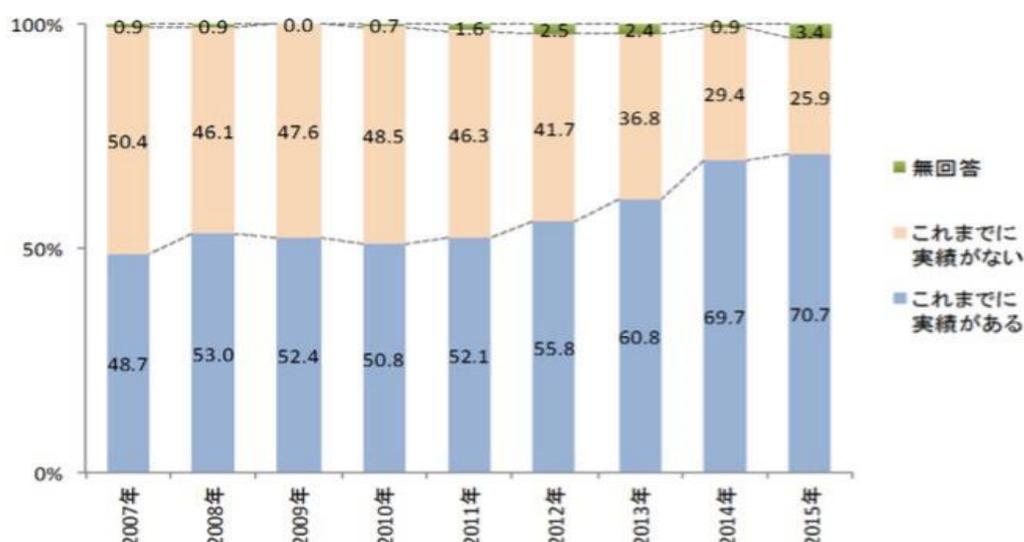
そのため、銀行が貸し出しを行う際に情報の非対称性や事業上のリスクを回避するために土地や建物などの担保を必要とすることが多い。そのため、担保を用意できない中小企業の為に、担保や保証に依存しない ABL の資金調達が増えている。

5

第 2 項 中小企業の資金調達の課題

第 2 節で ABL について触れたが、【図 14】は ABL 融資実施率を示しており、「2015 年度までに ABL の融資実績がある」と回答した機関は全体の 70.7%となり、年々上昇傾向にあるが、これまでに実績がない割合も 25%以上ある。

10 【図 14】 ABL 融資実施率の経年変化

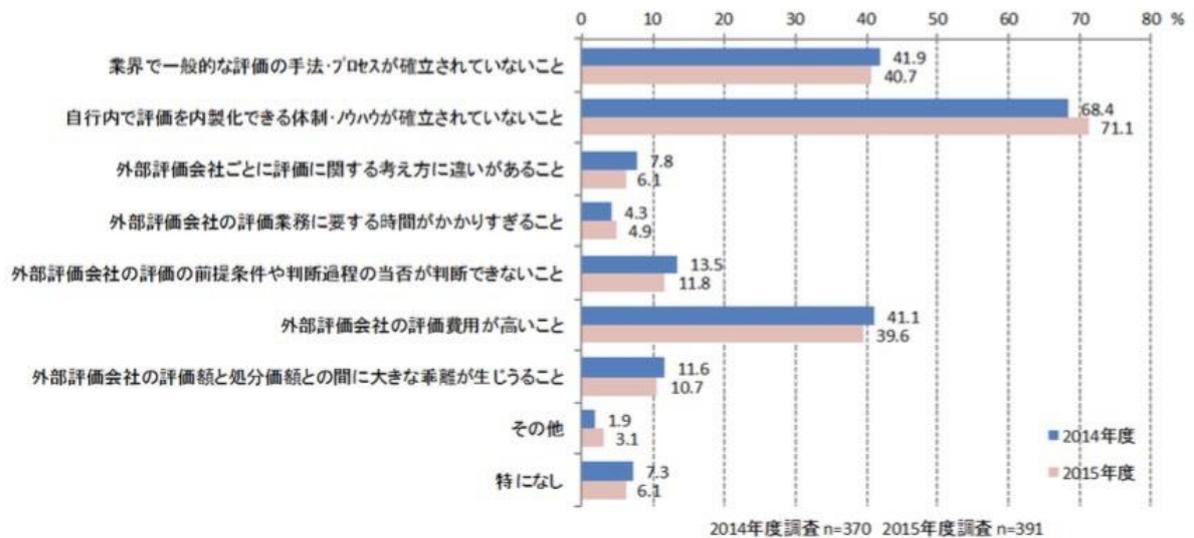


出典：「ABL の課題に関する実態調査」から引用

15 また【図 15】は、担保価値評価時の課題である。1 番の課題として「自行(庫・社)内で評価を内製化できる体制・ノウハウが確立されていないこと」(71.1%)を挙げている。また、「業界で一般的な評価の手法・プロセスが確立されていないこと」(40.7%)、「外部評価会社の依頼費用が高いこと」(39.6%)が上位に挙げられている³。

³ ABL の課題に関する実態調査

【図 15】 担保価値評価額の課題



出典：「ABL の課題に関する実態調査」から引用

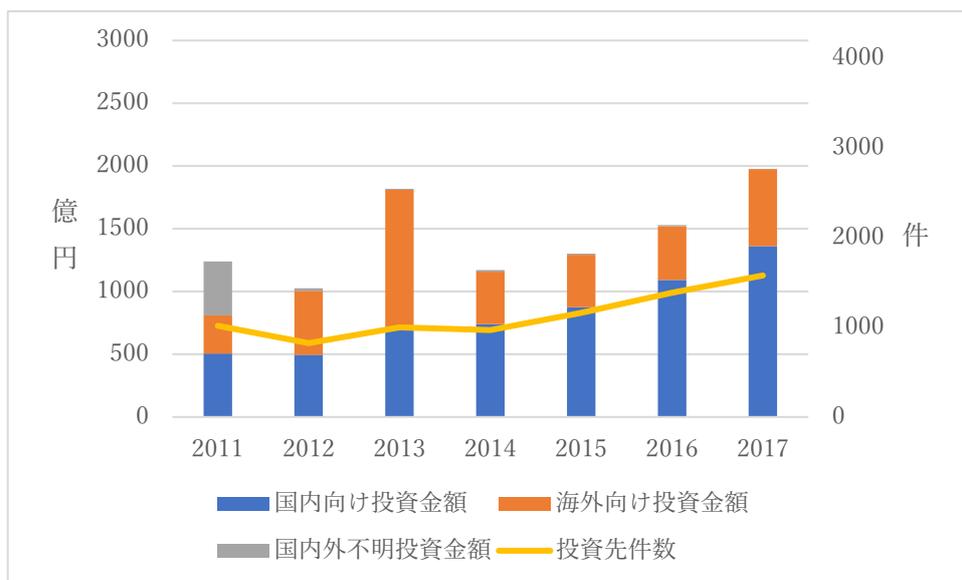
5 他の課題として ABL の件数や金額が 2016 年、2017 年に下がっていることが挙げられる。これらの課題に取り組む、多種多様な中小企業に個々に対応していくためには既存の資金調達手法だけでなく、新たな手法も次々と創造していく必要がある。

10 第 3 節 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題

第 1 項 ベンチャー企業の資金調達の現状

ベンチャー企業にとって多額の資金源となる日本の VC 等による年間投資の推移は【図 16】の 2014 年～2017 年のデータから上昇傾向にあると分かる。2017 年に 1,976 億円となり、これはリーマンショック以降では最高の数値となっている。国内向けの投資額に着目すると 2012 年に一度下がりはしたが、2013 年以降は増え続けていることが分かる。

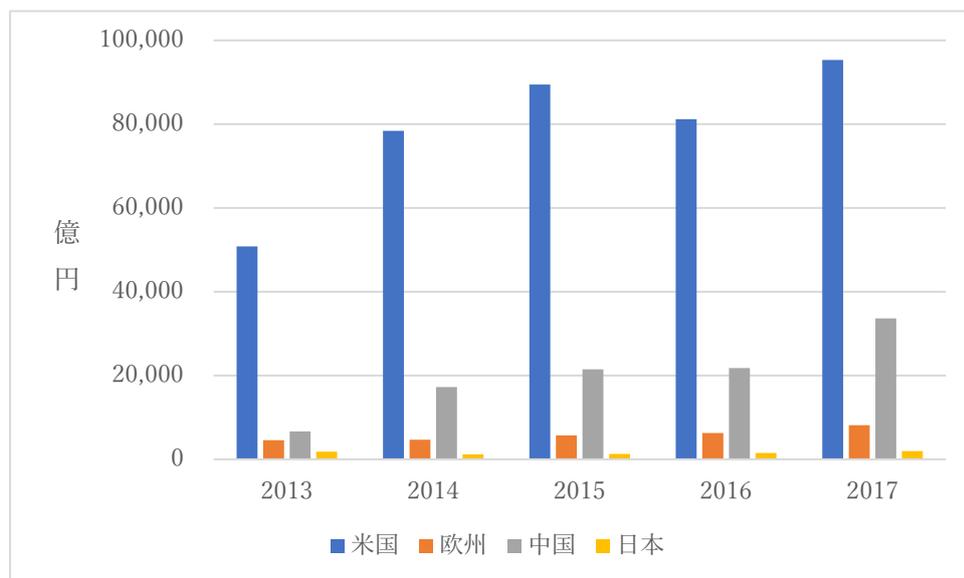
【図 16】 日本の VC 等における年間投資の推移



出典：「ベンチャー白書 2018」から筆者作成

- 5 ベンチャー投資の国際比較を米国・欧州・中国・日本を比較してみていく。
 【図 17】から、4つの国が 2017 年に共通して、前年度よりも増加しており、直近 5 年間の中でも 1 番高い値になっていることが分かる。

【図 17】 2011 ベンチャー投資の国際比較 (金額: 米国・欧州・中国・日本)



- 10 出典：「ベンチャー白書 2018」から筆者作成

これらのデータからベンチャー企業に投資される金額や件数は、近年では増加傾向にあることが分かる。

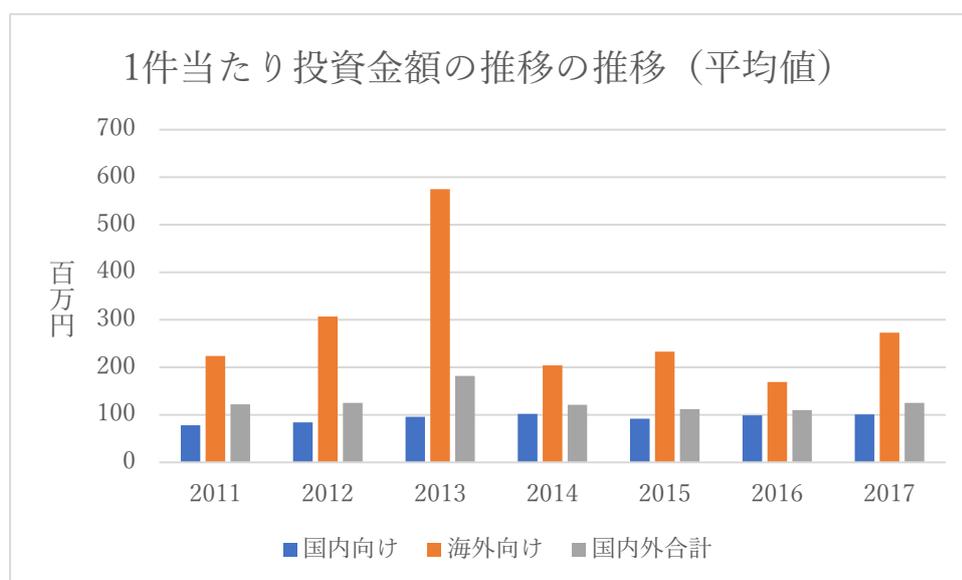
第2項 ベンチャー企業の資金調達の課題

5

1 件当たりの投資金額の平均値の推移をみる。下の図から全体の平均値は 125 百万円で、前年度と 110 百万円と比較して 13.6% 増加している。国内向けの投資と比べて海外向けの投資の変動が大きい理由として、海外向けの投資を行っている VC は、一部の大手 VC に限られるため、特定数社の投資金額の増減、大口案件の多寡が、1 件当たりの投資金額に対しても大きく影響していると考えられる⁴とある。そのため、海外向けのベンチャー企業にとっては投資してもらう金額が不安定になってしまうリスクがある。

10

図 17



15 出典：「ベンチャー白書 2018」から筆者作成

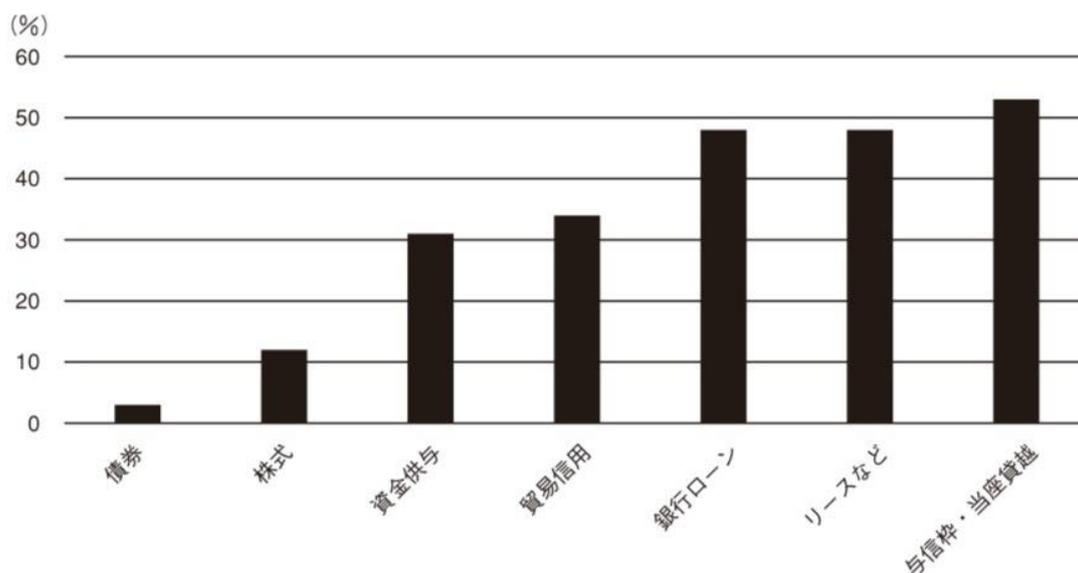
⁴ ベンチャー白書 2018

第3章 非上場企業の資金調達手段の更なる改善に向けて

第1節 EUの資金調達の改善例

EUでの資金調達と改善策についてみていく。EUにおいて、中小企業（従業員数250名未満、売上高5,000ユーロ未満、総資産4,300万ユーロ未満と定義）は、17年6月末時点で約2,400万社に上り、金融分野を除く全企業数の99.8%を占めている。このほか、従業員数で同66.6%、付加価値ベースで同56.8%と、EU経済に占める存在感は極めて大きい⁵。EUは中小企業等の状況把握を目的として、欧州委員会とECBがSAFEを定期的実施し、報告書を公表している。

【図18】 資金調達手段(中小企業全体に占める利用企業の割合)



出典：「欧州委員会（2017年版SAFE報告書）」から引用

また、EUでは、資本市場の流動性が小さく、株式上場や社債発行にかかるコストが多く発生するため、銀行を通じた間接金融への依存度が高くなっている。現在は欧州中央銀行（ECB）の緩和的な金融政策によって、中小企業の借入金利が低く抑えられているが中小企業の資金調達手段を多様化して、低コスト

⁵ 中小企業に対するEUの資金調達支援策

で安定した環境を作り出していくことが課題となっている。

問題解決として EU ではベンチャーキャピタルの育成、クラウドファンディングの促進、私募債の普及、企業と投資家のマッチングの 4 つに取り組んでいる。

5

・ベンチャーキャピタルの育成

EU のベンチャーキャピタル市場は不活発である。原因として機関投資家がファンドへの資金提供の調査や投資判断に長い時間をかけ、慎重になっていることが挙げられる。そのため、EU のベンチャーキャピタルでは、公的資金の占める割合が大幅に高くなっている。こうした中、欧州委員会は、ベンチャーキャピタルに対する資金増強や複数加盟国を跨った活動の増加を企図して、2 つの対応を行っている。

1 つ目はファンドオブファンズの設定である。これはベンチャーキャピタルのファンドの規模が小さいために、民間投資家の出資を資金的にサポートするものであり、欧州委員会と欧州投資基金（EIF）が機関投資家に対し、案件毎に最大 25% までの資金を補助できる制度である。対象となるのは、基金の半分以上を EU 域内の企業に投資すること、最低でも 5 つの加盟国で活動することなどが規定されている。

2 つ目は、欧州ベンチャーキャピタル規則の改正である。今まで、欧州ベンチャーキャピタル（EuVECA）としての認可対象を運用資産額 5 億ユーロ以内のベンチャーキャピタルに限定していたが、登録事業者数が伸びず、期待されていた効果が十分生じなかったため、EuVECA 規則に、運用資産額が 5 億ユーロを超えるベンチャーキャピタルを認可対象に加えるように見直された。

25 ・クラウドファンディングの促進

主にインターネットを介して、中小企業等が不特定多数の投資家から比較的小額の資金を集めるクラウドファンディングは、特に重要かつ有効な資金調達手段と考えられている。EU において、クラウドファンディング市場は、近年急速に成長している。EU では、クラウドファンディングの基本的なルールや仕組

5 みが加盟国毎に異なるため、同じ EU 内であってもクロスボーダーの資金募集が難しい。そのため、欧州委員会は 100 万ユーロ以内の投資型もしくは融資型のクラウドファンディング案件を対象に単一パスポート制度を適用して、欧州証券市場機構（ESMA）の認可を受けた事業者に域内全体でのサービス提供を認める立法提案を公表した。また、投資家保護の観点から、ガバナンス、案件の情報開示、リスク管理等に関する要件を定めている。

・ 私募債の普及

10 ある程度成熟した中小企業にとっては、社債の発行も重要な資金調達手段となるが、EU では私募債の発行を通じた資金調達もまだ浸透していない。一つの原因として国ごとの制度の違いが挙げられる。ドイツやフランスは相対的に先進的な制度を有しているものの、ドイツは発行等の対象を原則として資本金 10 億ユーロ以上の大企業に限定されているが、フランスの主な対象は中小企業となっている。欧州委員会は、両制度はそれぞれの国の事情に合わせて機能して
15 いると公表した。その上で、EU 内国の私募債市場を新たな EU ルールに則って決めるのではなく、加盟国が互いの制度の良さを学ぶことにより、自ずと EU の私募債市場が育っていくように促すという方針を示している。

・ 企業と投資家のマッチング

20 EU は、中小企業等と投資家を結びつけるためのプラットフォームを運営している。EU 内の中小企業と EU 内外の投資家をマッチングするように、European Investment Project Portal (EIPP) というインターネット上の場を作りあげた。欧州委員会の運営する専用ポータルに登録すれば、投資家がデータベースにアクセスし潜在的な有望な案件を検索したり、中小企業が自らのプロジェクトに関する情報を発信したりすることが無料で可能になる。

25

第 2 節 ABCP 市場の整備

中小企業の資金調達の多くは金融機関からの借入に依存している。その理由としては、中小企業の場合、株式公開や公募債発行を行うために必要となる情報開示が不足していることや、1 件当たりの資金調達規模が小さいことなどが

挙げられる。しかし、金融機関借入への依存度が高いにもかかわらず、金融機関からの資金調達力が低下している中小企業に対し、超緩和政策の下で金融市場に滞留している投資家資金を、直接振り向けるチャネルの整備をすることが金融市場にとって有益となると考える。企業が金融市場から直接資金を調達する方法としては、株式公開や公募社債の発行といった手段があるが、中小企業の多くは上場していないこともあり、この方法で資金調達をすることは困難である。そこで考えられるのが、中小企業が保有する企業活動の成果となる売掛債権を裏付けに証券（ABCP＜Asset Backed Commercial Paper＞）を発行することである。我々の提言はこの ABCP 市場を整備することである。これによりこれまで間接金融依存度が高かった中小企業が、証券化技術を活用し、市場から資金を調達することが可能となる。中小企業に証券化技術を通じた資金調達方法が与えられることは、企業の資金調達チャネルの多様化だけでなく、経済活動を支えるリスク性資金を広く投資家から集めることが可能となる。これにより、間接金融に依存していた従来のように金融機関にリスクが集中することなくより広範囲の主体にリスクを分散することが可能となり、経済全体としてストレスに対する耐性が高まると考えられる。

これまで証券化ビジネスは主に大企業が行っておりメリットもそこに集中しており中小企業はメリットを受けられなかった。その理由として次のようなものが挙げられる。一つ目は証券化の裏付となる対象資産である不動産に乏しく、個々の資産のロットも小さいことである。二つ目は証券化商品のリスクを第三者が評価するために不可欠な、中小企業自身に関する情報開示が十分でないことである。三つめは従来 of 商慣習の下では、中小企業による資産流動化は資金繰りの行き詰まりを示唆すると受け止められる傾向があったことである。そこでまずは中小企業売掛債権を裏付とする ABCP の具体的なスキームを提示し、次に法律・手続き面での課題を整理する。さらに、中小企業向け証券化スキームを実現するための公的補完のあり方についての考察を行う。

1. 中小企業売掛債権を裏付とする ABCP のスキーム

中小企業は以下の証券化技術を用いることにより、市場から資金を調達するこ

とが可能となる。また、ポイントとなる仕組みとして、「プール効果」、「信用補完」、「優先劣後構造」、「流動性補完」といったものが挙げられる。

・プール効果

1 5 1 件毎には精々数百万円程度の売掛債権でも 100 件束ねれば数億円となり、証券化商品の裏付資産として十分な規模になる。このように複数の債権でプールを構成することにより、ボリュームを確保できるとともにリスク分散効果を得ることもできる。

・信用補完

10 証券化商品においてはさまざまなリスクが存在する。そのリスクは原債権者（以下セラー）に関わるもの、原債務者に関わるもの、その他のリスクの三つに分けられる。セラーに関わるリスクとして相殺リスク、ダイリューションリスク、フロードリスクが挙げられる。相殺リスクとは流動化対象の原債権に関し、債務者がセラーに対して有する反対債権との相殺により、原債権が減耗するリスクのことである。ダイリューションリスクとは債権債務者間の契約について、15 商品の返品や事後の単価調整等により、当初予定していたキャッシュ・フローが減少するリスクのことである。フロードリスクとは原債権が実際には存在しない、または、原債権があったとしても既に他の主体に譲渡されている等の不正行為のリスクのことである。次に原債務者に関わるリスクとして債務者の経営破綻等の債務不履行が発生するリスクであるデフォルトリスクが存在する。20 その他のリスクとしてサービサー（債権回収受託者）の回収能力が低下する等のリスクであるサービサーリスクが存在する。

25 証券化商品におけるリスクに対して商品の信用能力を高めるために、各種の信用補完がなされる。信用リスクをセラーなどが負うものは内部信用補完、アレンジャーや保険会社、公的主体などの第三者が負うものは外部信用補完と呼ばれる。

内部信用補完とはセラーによる劣後債引受、超過譲渡等により信用補完が行われることが多い。

外部信用補完とは一方、外部信用補完の場合、デフォルト時における支払保証、劣後債引受を通じて信用補完がなされることが多い。

5 一般に、まず SPC(特別目的会社) に債権譲渡をする前の段階で、内部信用補完(セラー負担による信用補完)が行われる。その上で、プログラム全体に対し、外部信用補完(第三者による信用補完)が行われる場合が多い。このように複数レベルの信用補完が存在することで一部の原債権の信用度が、目標とする格付に達しなくとも、プログラム全体の信用補完でカバーすることで ABCP プログラムとしての信用度を十分に高いものとすることができる。

・優先劣後構造

10 これは証券化を行う際に一般的に行われる方法である。裏付資産からのキャッシュ・フローをもとに優先的に元本が償還されるものを優先証券、償還順位が優先証券より後であるものを劣後証券とする。ABCP スキームにおいても優先劣後構造を使って、セラーもしくは債務者のリスクをセラー自身もしくはアレンジャーが劣後部分として保有し、優先部分を一般投資家向けに発行することで一般投資家が背負うリスクを軽減する。

・流動性補完

15 流動性補完とは信用リスクの補完とは別に、裏付資産からの回収金と証券の利子・償還金の支払との間に予期せぬミスマッチが生じた場合に、一時的な立替払いを行う仕組みである。

ABCP プログラムのモデルケース

20 ・銀行などの金融機関がアレンジャーとなるケース

日本においては間接金融への依存度が高いため銀行がアレンジャーとして証券化プログラムを作るのが一般的と考えられる。その場合は以下のようなスキームが考えられる。

25 ① セラー毎に保有する売掛債権、または売掛債権のプールが SPC に譲渡される。

② SPC がこれを裏付けに ABCP を投資家に対して発行することで、セラーは発行代金を源泉とした調達資金を得る。このとき、原債務者の倒産時に支払が優先する部分と劣後する部分とに分け、優先部分にさらに信用補完及び流動性補完を施すことで、ABCP の信用力を高める。

③一方、投資家は、ABCPの元利払いを通じて、売掛債権から生ずるキャッシュ・フローを取得する。なおその際の売掛債権の回収は一般的にはセラーが行う。
・ファクタリング会社が仲介するケース

5 中小企業が保有する納入先の売掛債権を早期資金化するもう一つの方法として、ファクタリング会社による債権買取が存在する。現在、ファクタリング会社は、買取に要する資金調達の大部分を銀行借入に依存しているが、近年の取扱高の増加、ファクタリング会社自体の借入依存解消のためにもファクタリング会社が仲介する ABCP プログラムが考えられる。その手順は以下の通りである。

10 ①売掛債権を保有する企業は。ファクタリング会社との間で、ファクタリング契約を締結。

②企業はファクタリング会社に売掛債権を譲渡し、ファクタリング会社はセラーに前払金を支払う。

③ファクタリング会社は、支払期日が到来したら債務者から売掛金を回収する。

15 ⑤ ファクタリング会社は、銀行借入以外に、SPC 等を通じて買取債権を ABCP 化する。

ファクタリング方式では、債務者のデフォルトリスクやセラーリスク等に対処するため、セラーや債務者に関する審査や買取債権の適格要件を厳正化するなど、いわば原債権プールの組成時に入念な与信審査を行う。

20 また売掛債権をファクタリング会社が買取の際に損害保険会社の取引信用保険を付けることで原債務者が倒産した場合にファクタリング会社は保険金で損失をカバーできることに加え、SPC を通じて証券化し投資家に売っているのでリスクを分散することができる。

25 2. 法律面や手続き面での問題

①二重譲渡の問題

動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律により、債権譲渡の第三者に対する対抗要件の確保に関し、債権の譲渡人と債権の譲受人が共同登記を行うという簡便かつ公示性の高い手段が整備された。これによ

り、二重譲渡時における譲受人相互の間の優劣は、譲渡登記の先後により決定されることとなるが、登記官には提出書類等のチェックをする形式的審査権しか有しないため、譲受人は先登記がないかを確認する必要がある。この先登記がないかをチェックするコストが大きくなってしまいうという問題がある。

5 ②譲渡禁止特約の問題

債権譲渡禁止特約を設定されている場合にセラーからの債権譲渡を無効とされてしまう場合が存在していた。これが ABCP プログラムを行っていく上で大きな懸念材料となっていた。しかしながら 2017 年の民法改正が行われ、債券に債権譲渡禁止特約が設定されていても債権譲渡が無効とされることはなくなった。この法律は 2020 年 4 月から施行されるため 2020 年 4 月以降ならこの問題は解決されることとなる。

④売掛債権の不存在（フロードリスク）の問題

売掛債権の場合、リース料・クレジット債権・証貸債権（債権毎に契約書が存在し特定が容易）と比較して、債権特定が困難なため、フロードリスクが無視できないという問題がある。

商慣行上の支払請求書や支払通知書は、当事者の一方が任意に作成したものであり、売掛債権の存在について当事者双方が合意した書面ではないため、こうしたフロードリスクは残存してしまう。

⑤譲渡手続きの煩雑さに関する問題

売掛債権の証券化の障害として、売掛債権の譲渡に係る手続きが煩雑なため、セラー及びアレンジを行う仲介機関の双方に生じるコストが大きくなってしまいう。売掛債権を SPC やファクタリング会社に譲渡する場合、アレンジャーは譲渡可能な売掛債権の抽出作業、対抗要件取得に必要な登記用電子ファイルの作成等を行う必要がある。中小企業の売掛債権は、契約書等が存在しないケースも多く、異なる仕様の情報を個別に電子化する手間は無視できなくなる。そこで、こうした譲渡手続きに係るコストを削減するためには、統一的な契約フォーム等を用意するとともに、証券化する債権の抽出から譲渡登記のファイル作成手続きまで、一貫したシステム対応を行うべきと考えられる。今後、中小企業の売掛債権について、譲渡を前提とした標準的契約書が電子ベースで入

5 手可能な環境が整えば ABCP プログラムの組成コストは大幅に削減されると期待される。実際に米国の中小企業庁にあたる SBA (Small Business Administration) が提供するローン証券化プログラムでは、「SBA Form1086」と呼ばれる標準契約書が、インターネットを通じて入手可能となっている。このようなものが日本でも作られれば ABCP プログラムの整備が大きく進むと考えられる。

3. ABCP プログラムにおける公的補完のあり方

10 債権を証券化する場合、原債権の信用力が高い場合でも、信用補完や流動性補完といったリスクに対する補完措置を講じることが一般的である。それによりリスクに対する許容が小さい投資家でも証券化商品を購入し証券化商品の発行と円滑な流通の手助けとなる。

15 中小企業債権の証券化にあたっては、原債権者である中小企業についてリスクの判断が容易でない、中小企業債権はロットが小さいため、大企業債権と比べて取引コストが嵩む、債権を裏付資産とした資金調達に対する社会的な理解が必ずしも浸透していない、などの問題が存在する。そこでこのような問題による影響を緩和するために公的補完が必要となる。

① 中小企業向け貸付債権に対する信用保証

20 中小企業へ与信する側の資金調達を拡大することは、間接的に中小企業の資金調達チャネルの円滑化に繋がるため現行の公的信用保証制度を利用し、個々の中小企業向け貸付債権に対して信用保証を行い、CLO による証券化を支援する仕組みを作ることが有益と考えられる。

② 債権買取に際する支払保証等

25 ファクタリング会社等が行う中小企業の有する債権の買取に際して、債権が回収不能となった場合に支払保証を行うことにより証券化を支援するスキーム。類似のものとして、ファクタリング会社が被保険者となる取引信用保険に対して再保険を付すスキームが挙げられる。しかしながら現行の公的信用補完制度の枠組みにおいてはこれらのスキームが実現不可能となっている。ファクタリング会社の取組みを助けることが ABCP 市場の整備においては重要な役割を持

つためこうした公的補完は必要だと考える。

③証券化商品に対する保証・保険

5 中小企業債権を裏付資産として発行された証券化商品に対して保証・保険 44
を付すことにより、証券化を支援するスキーム。現行の公的信用保証制度の枠
組みでは、中小企業が発行する私募債に対して信用保証協会が保証を行うこと
は認められているものの、証券化商品に対して保証を行うスキームは存在しな
い。そのためこの証券化商品に対しての保証を行う制度を制定することが望ま
しい。

④証券化商品の一部引受

10 中小企業債権を裏付資産として発行された証券化商品の一部を引受けること
により証券化を支援するスキーム。「直接方式」による公的補完の 1 形態である。
証券化ビジネスにおいて一般的に保障に用いられる劣後債を引き受けるスキ
ームを公的補完として行う。現在劣後債をセラーが保有するケースが多いため公
的補完で劣後債を引き受けると ABCP プログラムがより浸透していくのではな
15 いかと考える。しかし行き過ぎた公的補完はプログラムの腐敗を招くため浸透
後にはこのような公的補完はなくすことが望ましいと考える。

第 3 節 CRD について

中小企業の資金調達における問題の一つとして情報の非対称性が挙げられる。
20 中小企業は大企業と比べると情報開示義務がないことや業務活動が知られにく
いことが原因でこの情報の非対称性が生まれる。こうした課題を克服する試
みとして、中小企業庁のイニシアティブでスタートした中小企業信用リスク情
報データベース（CRD）の活用可能性が注目されている。CRD 協会は国からの
政策協力要請を受けて、中小企業に対する資金供給の円滑化に貢献するとの目
25 的を実現するための事業を展開してきた組織である。2019 年 4 月 1 日段階にお
ける会員数は 171 となっており信用保証協会が 51、政府系金融機関が 3、民間
金融機関が 103、格付機関などが 14 で構成されている。会員であれば情報にア
クセスすることができる。

CRD データの概要

CRD に納められているデータは、中小企業基本法に基づく法定中小企業についての財務データ、非財務データ、デフォルトに関するデータから成っている。財務データについては、法人が 91 項目（うち 39 項目が必須項目）、事業性個人が 69 項目（うち 20 項目が必須項目）から構成されている。また、非財務

5 データについては、属性項目として「会社区分」「業種 26」「設立年」「都道府県区分」、定性項目として「所有不動産の有無」「代表者生年」「後継者の有無」が格納されている。なお、デフォルト項目は、延滞先（原則 3 ヶ月以上）、実質破綻先、破綻先、（協会のみ）代位弁済先の各区分 27 と発生年月が格納されている。1995 年決算以降、2019 年 3 月末現在までのデータ蓄積状況は、

10 債務者数：3,782 千件（決算書数：27,027 千件）、うちデフォルトデータは、債務者数：584 千件（決算書数：4,038 千件）となっている。また法人、個人事業主別で見ると以下の通りである。

① 法人

債務者数 2,529 千件（決算書数 21,362 千件）うちデフォルトデータ 397

15 千件（決算書数 3,165 千件）

② 個人事業主

債務者数 1,253 千件（決算書数 5,665 千件）
うちデフォルトデータ 187 千件（決算書数 873 千件）

CRD データを用いた情報の非対称性の緩和

20 前述したように CRD データにはかなり精細な情報が載っている。そのため大企業が作成することを義務付けられている財務諸表と同等かそれ以上の情報を金融機関にもたらしものとなる。それにより融資に際する情報の非対称性に関しては大きく緩和されると考えられる。

25 CRD データを用いたデフォルト率の推計

融資の際に中小企業についてきてしまうリスクとして倒産のリスクが挙げられるが、CRD データを用いることでデフォルト率の推計を行うことができる。これは 2002 年の日本銀行が行った中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会報告書のなかで述べられている。CRD データに含まれる企業について、1 年～3

年前の財務指標をリスク・ファクターとして用いてデフォルト確率を推計するというものである。モデルは二項ロジットモデルを用い、サンプルについては、以下の手順で選択を行う。

5 ①まず、CRD データを用いて説明変数の候補となる財務指標（図表 8）を作成し、2 期連続欠損値が存在する企業 28 を除外。

②2001 年にデフォルトした企業について、2000 年、1999 年、1998 年のそれぞれの年について対応する財務指標が揃う企業を抽出。

10 ③非デフォルト企業については、2000 年、1999 年、1998 年のそれぞれの年について業種別にランダム・サンプリングを行い、デフォルト企業数と同数の企業を抽出し、それぞれの年について対応する財務指標が揃う企業を選択。

④データ数が少ない農林業及び鉱業、不動産、飲食業、運輸・通信業及び分析の目的上除外することが適当と考えられる金融・保険業及び公務、業種分類不能の企業を除外

15 次にリスク・ファクターの選択については、樹形モデル（Tree based Model）によりデフォルト判別の寄与率が高い財務指標を識別して候補を絞った上で、経済的意味において明らかに重複する変数や変数同士で強い相関が認められる変数を候補から落として説明変数とする。これらの統計結果をもとに、以下の手順でブートストラップ・シミュレーションを行う。

20 ①デフォルト・非デフォルトを含むデータセットから、ランダム・サンプリングで半数の企業をピックアップし、当該企業を対象に上記で定式化したロジット・モデルの推計を実行

②推定した係数を基に、残りの企業に関しデフォルト確率を求めて、その的中したデフォルト企業・非デフォルト企業数を算定（デフォルト・非デフォルト判別に関する確率の閾値として、45%、40%、35%を設定）

25 ③こうした作業をデフォルト 3 年前から 1 年前までのデータセット毎に各 100 回繰返し、平均的なデフォルト的中率及び非デフォルト的中率を算出する
これにより同モデルのデフォルト・非デフォルトの捕捉力が高い、的中率が 80%以上に達する、結果を得ることができる。

この日本銀行が用いた推計方法を参考にすることで融資を行う金融機関は融資

先の中小企業のデフォルト率を推計することができ、より融資の際の情報を得ることができる。

以上により中小企業への融資における情報の非対称性は CRD データを用いることで緩和されると考える。

おわりに

冒頭において論じたように、我が国では中小企業が日本経済の重要な支えとなっており、多くの労働者、地域経済のため中小企業の収益力を上げる必要がある。中小企業の抱える問題として保有担保の少なさや銀行側の見極めの困難さにより正確な評価を受けられず十分な融資を受けられないことが上がった。これらの改善案として ABCP 市場や CRD である。もともとビッグデータを利用した中小企業の評価というのは検討されていたが、そのもととなる膨大な量のデータをどこから集めるのかといった問題が存在していた。それらの問題をすでにあるデータを利用することによって比較的早い段階でシステムの構築が可能であると考えた。また、ABCP 市場を利用することによって間接金融に依存しがちな中方企業・ベンチャー企業の資金調達方法を見直すことが可能である。

本論文を書くにあたり、日本銀行の政策を検証し、知見を得ることができた。冒頭で述べたように、中小企業は 1990 年頃から始まった IT 化に乗り遅れてしまったことにより機械設備や情報管理に関して遅れてしまい、経営困難な状況に陥っている。この問題を解決するためにわれわれは、財政情報に関して CRD などを活用することが重要であると考えている。そうすることによって「情報の非対称性」を軽減することができるとともに、「中小企業のデフォルト率」を計算することを可能にすると考えている。

20

参考文献

書籍

- ・地域連携と中小企業の競争力～地域金融機関と自治体の役割を探る～,2014, 家森信善,(株)中央経済社

5 資料集

- ・小企業読本,日本政策金融公庫
- ・ベンチャー白書 2018_ベンチャービジネスにおける年次報告,一般財団法人ベンチャープライズセンター

Web ページ

- 10
- ・株式会社国際協力銀行 <https://www.jbic.go.jp/ja/> 2019年10月13日アクセス
 - ・クラウドファンディング: ウェブ上の新しいコミュニティの形, 稲蔭 正彦 (2011) <http://ymatsuo.com/papers/jsaillcrowdfunding.pdf> 2019年10月13日アクセス
- 15
- ・経済産業省におけるベンチャー政策について <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraito...> 2019年10月13日アクセス
 - ・商工中金 <https://www.shokochukin.co.jp/about/company/introduction/> 2019年10月13日アクセス
- 20
- ・企業の多様な資金調達手法に関する実態調査 https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/... 2019年10月13日アクセス
 - ・中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会報告書, 日本銀行金融市場局金融市場課 https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2002/kwp02j06.htm 2019年10月13日アクセス
- 25
- ・中小企業における資金調達の課題～売掛債権及び動産担保の活用に向けて～, 経済産業委員会調査室, 上原啓一 www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/... 2019年10月13日アクセス
- 30
- ・中小企業の新事業資金調達における新しい手法の提案とその課題, 金城明子 <https://www.shokosoken.or.jp/jyosei/kenshou/r19nen/r19-03.pdf> 2019年

10月13日アクセス

- ・中小企業に対するEUの資金調達支援策, 資本市場研究会

www.camri.or.jp/files/libs/1097/201806041717341382.pdf 2019年10月13日アクセス

- 5
- ・中小企業庁: エンジェル税制の仕組み

<https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/chiiki/angel/structure/index.html>

2019年10月13日アクセス

- ・日本におけるクラウドファンディング普及に向けて, 前田和宏、青木佳祐、岡田瑛里子、早川琢雄 (2014) <http://www.isfj.net/articles/2014/金融①/>

10 日本におけるクラウドファンディング普及にむけて.pdf 2019年10月13日アクセス

- ・日本政策金融公庫 <https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/part.html> 2019年10月13日アクセス

- ・日本政策投資銀行 <https://www.dbj.jp/> 2019年10月13日アクセス

- 15
- ・ベンチャー企業と資金調達, 東京富士大学

https://www.fuji.ac.jp/strength/jitumu_curriculum 2019年10月13日アクセス

- ・ベンチャーキャピタル等投資動向調査 (2018年度速報)

<http://www.vec.or.jp/2019/08/16/nendosokuho2018/> 2019年10月13日ア

20 クセス

- ・ABLの課題に関する実態調査調査報告書, 経済産業省

<https://www.meti.go.jp/.../sangyokinyu/ABL/12.pdf> 2019年10月13日アクセス

- ・M&Aとは/M&A成功のために <https://www.nihon-ma.co.jp/service/aboutma/>

25 2019年10月13日アクセス

- ・2018年度(平成30年度)事業報告書, 一般社団法人CRD協会

https://www.crd-office.net/CRD/about/2018_houkoku.pdf 2019年10月13日アクセス

・ 2019 年版 中小企業白書, 財務省

https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2019/PDF/..._2019年10月
13日アクセス

・ 2019 年版 ものづくり白書, METI/経済産業省

5 <https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/mono/2019/...> 2019年10月13
日アクセス