

平成 27 年度
証券ゼミナール大会

第 3 テーマ D ブロック
中小企業における資金調達について

関西学院大学 寺地ゼミナール

平成 27 年度 証券ゼミナール大会

第 3 テーマ D ブロック

「中小企業における資金調達について」

目次

序章	…p.3
第 I 章 中小企業について	…p.4
第 1 節 中小企業とは	
第 2 節 中小企業金融の環境の変化と諸外国の仕組み	
第 3 節 中小企業金融が抱える問題点	
第 II 章 中小企業の主な資金調達方法	…p.9
第 1 節 中小企業における公的金融	
第 2 節 中小企業における間接金融	
第 3 節 中小企業における直接金融	
第 III 章 中小企業の資金調達方法の課題と今後のあり方	…p.32
第 1 節 肥大化した公的金融の適正化	
第 2 節 金融機関との適切な関係	
第 3 節 法改正に伴う直接金融の促進	
終章	…p.45

序章

中小企業は単体で見れば規模や影響力が小さいかもしれない。しかし、中小企業全体で見れば、企業数は全体の99.7%、従業員数は69.7%と、日本経済への影響力は大きく、大企業に劣らないほど重要な存在である。これまで、中小企業は保護する対象として捉えられてきた。だが、中小企業は、雇用を支え、技術を磨き、地域経済を担い、そして日本を縁の下で支えてきた。現在、我が国では長引く不況の後遺症や少子高齢化などの深刻な問題に直面している。このような状況であるからこそ、多種多様な中小企業を重んじ、中小企業の持続的な発展・成長を目指すことによって、日本経済に活気をもたらすことが急務となっている。

中小企業が持続的に発展・成長するためには、様々な課題が存在する。その中の1つが円滑な資金調達である。1980年代以降、中小企業の主な資金調達方法は金融機関からの借入であるが、この金融機関への依存は、規模の経済や情報の非対称性といった問題をはらんでおり、実際にすべての中小企業が円滑に資金調達を行えているわけではない。また、中小企業金融の取り巻く環境は常に変化しており、リーマンショックや東日本大震災後の中小企業への支援や金融商品取引法の改正等を経て、資金調達は多様化しているにもかかわらず、本当に必要な企業に資金が行き届き、円滑に資金調達が行われているとはいえない。そのため、中小企業に適した資金調達手段の拡充や中小企業金融の根本的な問題を解決する必要がある。

本稿では、まず第Ⅰ章において、中小企業について定義した後、中小企業を取り巻く環境の変化を加味しつつ、中小企業金融の問題点について述べる。次に第Ⅱ章では、中小企業の資金繰りについて様々な分野から考察する。中小企業の資金繰りには運転資金と成長資金があるが、本稿においては、成長資金に着目して述べる。企業の各成長段階における資金調達方法について、特徴および課題を踏まえながら、公的金融、間接金融、直接金融と、順に述べていく。そして、そこで残された問題点等を踏まえた上で、第Ⅲ章では、公的金融、間接金融、直接金融、それぞれの解決策および今後のあり方について提言していきたい。

第 I 章 中小企業について

本章では、中小企業の意義や定義を述べた後に、中小企業を取り巻く環境の変化と諸外国における中小企業金融の仕組みや、それによる問題点について述べる。

5

第 1 節 中小企業とは

本節では、中小企業の定義、および企業数、従業者数、そして、中小企業の意義について述べていく。

(1) 中小企業の定義

10 日本において、中小企業には、中小企業基本法第 2 条第 1 項における定義と、法人税法における定義の 2 つがある。本稿では、前者に則り中小企業の定義とする。

【図表 1】 中小企業の定義

業種分類	中小企業基本法の定義
製造業その他	資本金の額又は出資の総額が 3 億円以下の会社又は常時使用する従業員の数が 300 人以下の会社及び個人
卸売業	資本金の額又は出資の総額が 1 億円以下の会社又は常時使用する従業員の数が 100 人以下の会社及び個人
小売業	資本金の額又は出資の総額が 5 千万円以下の会社又は常時使用する従業員の数が 50 人以下の会社及び個人
サービス業	資本金の額又は出資の総額が 5 千万円以下の会社又は常時使用する従業員の数が 100 人以下の会社及び個人

15

20

出所) 中小企業庁 HP

(2) 中小企業の企業数と従業者数

25 中小企業の企業数は、企業全体に占める割合が 99.7% と非常に高いことがわかる。このことから、中小企業がいかに日本にとって重要な役割を担っているかは明白である。さらに、従業員数を見ても、69.7% と高い割合を占めている。このことから、中小企業は日本を支える家計の雇用にも、極めて大きな影響力を持つことがわかる。

30

【図表 2】 企業数と従業者数

	企業数 (企業全体に占める割合)	従業者数 (企業全体に占める割合)
大企業	1.1 万者 (0.3%)	1,397 万人 (30.3%)
5 中小企業	385.3 万者 (99.7%)	3,217 万人 (69.7%)

出所)「2015年版中小企業白書について(概要)」・中小企業庁・2015・p.1

(3) 中小企業の意義

10 これまで、日本では大企業が経済の中心であり、日本特有の二重構造から中小企業は大企業の下請企業として捉えられてきた。しかし、グローバル化や長引く不況に伴い、大企業と比べて小回りが利き、多種多様である中小企業は単なる大企業の下請企業にとどまらず、それ以上の活躍が期待されている。

15 中小企業は様々な役割を担っており、日本経済にとって必要不可欠な存在である。まず、中小企業は企業数の多さから雇用の担い手とされている。とりわけ、中小企業の利益は地域経済に還元され、地域雇用の創出や地域活性化への効果が大きいと期待されている。また、中小企業は大企業と比べて、経営の意思決定のスピードが速く、経営方針の舵取りも容易であり、多様化する消費者ニーズにきめ細やかに対応できる。さらに、大企業が海外進出していくなかで、
20 下請であった中小企業が商品開発から市場開拓まで一貫して行う必要性もでてきた。特に医療・福祉や環境・エネルギーなどの成長分野においては、参入障壁を取り除く制度等も充実しており、消費者ニーズにすばやく対応できる中小企業の活躍が期待される¹⁾。

25 このように、グローバル化などのマクロ的視点と、地域経済活性化などのミクロ的視点の双方向から見ても明らかのように、中小企業の存在意義はますます高まっており、日本経済活性化の重要な担い手といえる。

第 2 節 中小企業金融の環境の変化と諸外国の仕組み

30 本節では、中小企業金融の環境の変化と諸外国の中小企業金融の仕組みについて述べる。

(1) 中小企業金融の取り巻く環境の変化

1980年代における中小企業の資金調達手段は短期借入および企業間信用が中心であった。これは、戦後復興期や高度経済成長期における資金需要が盛んであったことから、金融機関の長期融資が中小企業よりも貸出額の多い大企業中心に行われていたことが背景にある²。

その後、1985年のプラザ合意以降の円高を受けて、日本では長期にわたる金融緩和政策が実施された。その結果、1980年代後半において市場には大量の資金が供給されたため、大企業は資金調達コストの低減や財務体質の改善を目的に、増資や社債の発行などといった直接金融に資金調達手段をシフトさせていった。これに伴い、金融機関の融資の対象は大企業から中小企業へと向かうことになった³。金融機関が中小企業向けの融資を積極化したことにより、これまで生じていた設備投資資金を短期借入や企業間信用で調達しなければならないといった長短ギャップは解消したが、中小企業の金融機関への依存度は高まり、さらに大企業と中小企業で自己資本比率格差が拡大していった。

1990年代ではバブル崩壊に伴い、株式や不動産などの資産価値が急速に下落したことにより、企業が金融機関から融資を受ける際に必要とされる担保価値も下落したため、金融機関の与信枠は縮小した。当時、金融機関も大量の不良債権を抱えていたこと、金融システム改革が本格化する中で自己資本比率の維持・向上を図らなくてはならなかったこと、この2つの背景から金融機関の企業に対する貸し渋りや貸し剥がしを招いたのである。そのため、政府は40兆円を超える規模の支援措置を講じ、中小企業向けの信用保証承諾額が前年度より9割も多い29兆円に上った⁴。

また、2000年代に入ると金融機関の不良債権処理は進行したが、中小企業金融は情報の非対称性の問題を抱えていた。一般的に中小企業は貸出額が大企業に比べて小さいため、金融機関が情報を入手するための審査や貸出後のモニタリングを十分に行うことが困難であり、また開示されている情報量が少なかつたためである⁵。このため、中小企業の資金繰りは困難な状況であった。そこでリレーションシップバンキングが推進され、地域密着型金融の機能強化が図られた。地域の再生・活性化と中小企業金融の円滑化の強化とともに、担保・保証に依存しない融資が推進され、中小企業の資金調達方法は多様化していった。

リーマンショック後は、大企業が証券市場の混乱により金融機関からの借入を増加させたため中小企業の資金繰りは再び悪化した⁶。政府は中小企業金融円滑化法等により中小企業の資金繰りの改善を図り、またアベノミクスによって、創業やベンチャー企業の支援、地域のサービス向上に向けた融資等も行われている。近年、地域活性化のため中小企業の成長が必要とされており、多様な資金調達方法や政府の支援を有効に活用することが必要であろう。

(2) 諸外国における中小企業金融の仕組み

これまでは、日本における中小企業金融の環境の変化について、時間軸に沿って述べてきた。ここでは視点を変えて、海外の中小企業金融について、資金調達方法の先駆者的存在であるアメリカと、日本と類似した体制を持つドイツの中小企業金融の仕組みについて概観していく。

① アメリカ

アメリカの中小企業にとって主な資金調達手段は間接金融であり、直接金融や政府系金融機関の役割は限定的である。アメリカの政府系金融としては米国中小企業庁(SBA)が挙げられるが、信用保証が中心となっており、災害援助等の場合を除いて企業への直接貸出や助成は行われていない⁷。アメリカの主な資金調達手段である間接金融の特徴は大きく2つある。

1つ目に企業が銀行1行のみと取引する一行取引が一般的であることが挙げられる⁸。この理由としては、アメリカがリレーションシップバンキングを重視しており、また歴史的背景から見ると、州をまたぐ店舗展開が長く規制されていたことから小規模な銀行が多く、薄利多売型の貸出戦略は取れなかったことなどが原因であると考えられる⁹。

2つ目として、企業向け貸出全体に占める中小企業向け貸出の割合を銀行の規模別に見ると、大手銀行では2割強であり、銀行資産規模が小さくなるほどその割合は高まる。1つ目で述べた一行取引を合わせて考えると資産規模の小さい中小規模の銀行と中小企業には相互に強い依存関係があると推察される¹⁰。

② ドイツ

ドイツにおける中小企業は、伝統的に内部金融と銀行信用(融資)の2つを基本としており、内部資金をもって計画した設備投資がこれを上回る際に外部か

らの資金を要求する¹¹。

5 欧州では、中小企業は企業規模が小さいほど一行取引の割合が高まるものの、2～3行の複数行取引の割合も高い。その中でドイツは伝統的に1つの地域金融機関がメインバンクとして緊密なリレーションシップバンキングを築いている¹²。企業と銀行の関係は深く、顧客の日常の財務活動をサポートするとともに、格付やコンサルティング、公的資金の取り付けの支援やその推移の確認を行う。これにより、企業はより良いサービスを受けることができ、同時に金融機関は企業に対するモニタリング機能の発揮が可能になることになる。

10 つまり多少の相違点があるにせよ、アメリカもドイツも日本も間接金融が中心であり、リレーションシップバンキングが重視されている。これは中小企業にとって有効な方策であるからに他ならない。

15 しかし、第I章第3節で述べるように間接金融中心の資金調達の問題点もあり、更に中小企業を活性化させるためにはその問題点を克服し、最適な資金調達を探すことが必要である。

第3節 中小企業金融が抱える問題点

本節では、中小企業が間接金融に依存にしていることによって抱える主な問題点について3点述べる。

20 ①規模の経済による問題

一般的に、間接金融における銀行融資は、融資金額が大きくなればなるほど、融資を実行するために必要な審査費用などの単位当たりの貸出コストは低下する。これを規模の経済といい、このことから、貸し手は融資金額が大口の借り手である大企業を優先するため、中小企業は規模の経済の面で不利になってしまう。また、財務諸表や事業計画書等の作成においても同様である。

25 ②情報の非対称性による問題

30 中小企業は会計監査が会社法上義務付けられていないため、一般的に企業情報があまり開示されておらず事業内容や財務状況の把握が難しい¹³。その結果、積極的に情報開示が行われる大企業よりも企業の状態が不透明でリスクが高いと見なされがちであり、そのリスクの分だけ利子を上乘せされてしまう。この

ように、借り手と貸し手の情報の認知度の差が情報の非対称性を生むのである。

③信用力不足による問題

5 中小企業では、情報の非対称性や資金体力の弱さ、知名度の低さから、融資をうけるにあたって、不足する信用力を補うための担保が必要になる。銀行融資は不動産を担保とすることが一般的であるが、不動産を十分に保有する中小企業は少ないのが現状であり、また、不動産を保有している場合であっても、地価が地方を中心に低迷しているため、地方に多く存在する中小企業は厳しい状況に置かれている¹⁴。

10 そのため、銀行が中小企業に対して融資を行う場合、中小企業の代表者やその親族・知人等に個人保証を求めることが多い。企業が債務を返済できない場合、個人保証により保証人個人が返済を迫られるため、中小企業代表者等が返済のために、保証人が所有する財産である不動産や現預金等を失い、再起が困難になってしまう。中小企業の代表者等が担保や保証で過度に責任を負うことは、中小企業に対する円滑な資金調達を阻害している大きな要因となっている。

15

ここまで中小企業の資金調達の問題点について述べてきたが、規模の小ささや不十分な情報開示等から、総じて中小企業は貸し手からの信用を得にくい性質がある。この根本的な性質を緩和するのも重要だが、その信用力を補う担保や保証を充実させることもまた不可欠だろう。

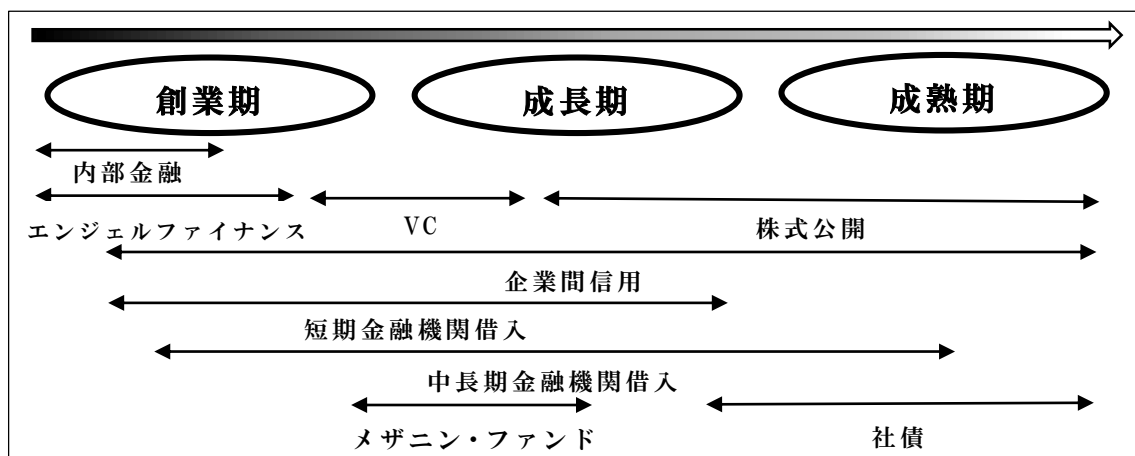
20

第Ⅱ章 中小企業の主な資金調達方法

本章では、中小企業の主な資金調達方法と課題について述べていく。企業はその成長段階に沿って、資金調達方法が変わってくる。企業の成長段階を3つに分類すると、創業期・成長期・成熟期に分けられる。資金力がない創業期では公的金融において、融資や信用保証によって資金調達を行う。事業が軌道に乗り出しているが、資金力に乏しい成長期では、間接金融において、金融機関と信用関係を築き、資金調達を行う。最後に成熟期において直接金融を利用できるようになるのが、中小企業の資金調達における理想形である。企業の業績とそれに伴う信用力で、市場の投資家から広く資金を調達できるからである。

30 したがって、ここでは公的金融、間接金融、直接金融の順に述べていく。

【図表 3】 中小企業の成長段階



5
10 出所)『中小企業支援・政策システム—金融を中心とした体系化—』・村本孜・
2015・p.193

第 1 節 中小企業における公的金融

(1) 中小企業における公的金融とは

15 本節においては公的金融について述べる。公的金融では、金融・資本市場の
適切な資源配分を歪めることなく、政策目的に沿って必要な場合に十分な機能
を發揮することが求められている。必要な場合というのは、民間金融では回避
できない、もしくはとることができないリスクの負担、市場の失敗への対応、
20 新たな市場の創出等である。これにより、資金繰りが厳しかったり、信用力等
が不足したりしている創業期の中小企業に融資を行うことができる。これは公
的金融の大きな意義である。

しかし、その機能を全うしようと事業範囲を拡大すれば、民業圧迫の問題や、
民間金融機関のように株主による監視機能が十分にはたらいっていないため、公
的金融機関のガバナンスに留意しなければならないことや、競争原理がはたら
25 きにくいことから、業務の効率化が行われないなどの問題点も存在する。

また、平時には民間金融の補完をする役割が求められるが、中小企業は景気
に左右されやすいため、それを補完する役割として、危機時には状況に応じて
公的金融が中心的役割を担うことが重要となるなど、難しい立ち位置である。

30 これらのことを踏まえて、公的金融の主な役割、公的金融を行う主な金融機
関、主な公的支援政策について述べる。そして、制度や財政上の問題より改革

が必要だと考えられる信用保証制度について、国際比較を用いながら述べた後に同じく 2001 年から行われている公的金融改革の流れと現状について述べる。

(2)公的金融の主な役割

5 公的金融の主な役割は 4 つある。

①直接融資

リスクが大きく、民間金融では十分な対応が困難な分野を中心に、低利・固定金利・長期の融資を行う。運転資金や設備投資資金等、目的に応じて様々な融資が行われており、条件も様々である。

10 ②信用補完制度

全国各地にある信用保証協会が金融機関の中小企業への融資保証を担う信用保証制度、日本政策金融公庫(以下、日本公庫)が中小企業の信用保証協会への返済を再保険する信用保険制度の 2 つに分類することができ、中小企業の資金調達を円滑化している。信用保証協会の活動だけに注目すれば地方ごとであるといえるが、日本公庫による再保険の機能も視野に入れると全国レベルの枠組みとなっている。

15

③補助金・助成金

自治体や財団法人、厚生労働省を中心に、雇用促進や地域活性化、創業支援、研究開発の促進、環境対策等を目的に行われることが多い。また、補助金・助成金の金額は規模が小さく、目的も明確となっているが、その分、恣意的な資金配分がなされていないかについては検討が必要となる。また、補助金・助成金の場合、データとして明確に現れていないことや波及効果が大きいことから、公的金融支援としての規模や効果は曖昧であり、評価が困難となっている。

20

④危機対応策

日本公庫を中心に商工組合中央金庫(以下、商工中金)、日本政策投資銀行、民間金融機関と共に行われており、政府から日本公庫に資金の貸付、出資、利子補給交付が行われ、日本公庫は協定を結ぶ指定金融機関に対し、資金の貸付、利子補給を行い、このような指定金融機関によって中小企業に貸付が行われる仕組みとなっている。これについては第三章第 1 節で詳しく述べる。

30

(3) 公的金融を行う主な機関

中小企業向けの公的金融を行う主な機関は以下の3つである。

① 日本政策金融公庫(日本公庫)

5 主な中小企業向け事業としては、融資を通しての創業支援、新事業育成支援等
等を行うことである。創業支援分野では毎年約2万社に融資を実行しており¹⁵、
一定条件を満たす場合は無担保で利用できるものがある。民間金融からは融資
を受けられない創業時に支援することは、公的金融としての役割を果たしてお
り、対象は7年未満であったり海外進出をする企業であったりと様々である。
10 新事業育成支援では、新事業育成資金や資本金ローン、新株予約権付き融資制
度等が挙げられ、創業時などの比較的早い段階から活用することができる。

② 商工組合中央金庫(商工中金)

15 中小企業金融の円滑化を目的としており、業務内容は、危機対応業務(融資、
利子補給等)、地域活性支援プログラム、成長創業支援プログラム、海外展開支
援、企業間連携支援、再生支援、地域金融機関との連携促進等、多岐にわたっ
ている。

③ 信用保証協会

信用保証協会は、地域ごとに、保証を受ける中小企業から信用保証料を徴収
し、該当の借入を保証している。その借入にデフォルトが発生した場合、信用
保証協会は債権者である金融機関に対して、当該企業に代わり保証債務を弁済
20 する(代位弁済)。また、信用保証協会は全国レベルの信用保険に加入しており、
中小企業から受け入れた信用保証料の中から日本公庫に信用保険料を支払う。
代位弁済を行った信用保証協会には、日本公庫から代位弁済額の一定割合をカ
バーする保険金が支払われる。信用保険から保険金を受け取った信用保証協会
は、デフォルトを起こした中小企業に対する回収に取り組み、その結果、得ら
25 れる回収金を日本公庫に納付しなければならない。代位弁済額のうち保険金で
カバーされない部分は、信用保証協会自身の負担になる。

(4) 主な公的支援政策

30 日本における公的支援政策は極めて広く多岐にわたっている。以下が日本に
おける主な支援政策である。資金繰りが厳しい中小企業を助けるはたらきや、

後継者不足問題の解決サポートなど、中小企業特有の問題を緩和することを目的としている。

①証券化支援業務

- 5 民間金融機関が中小企業に貸付を行っている債権を証券化するものであり、日本公庫等が行っている。買取方式や保証方式、売掛債権証券化等の様々なスキームがあるが、証券化を促進することで流通速度が向上し、民間金融を活性化させる効果がある。

②電子記録債権

- 10 中小企業の資金調達を円滑化することを目的として、企業が保有する手形や負債の電子化を促進している。それにより電子データによる処理や決算、印紙税が発生しない、支払い手段の一本化による効率化、管理コストの削減、譲渡・分割が可能になる、自動送信のために取り立て手続きが不要であるなど、メリットが多く挙げられる。電子記録債権が広く普及すれば¹⁶、資金繰りが厳しい中小企業の資金循環を効率化する。

15 ③中小機構ベンチャーファンド

ベンチャーファンドは民間も多数存在するが、ここでは中小企業基盤整備機構の支援について述べる。設立7年未満の創業期にあるベンチャー企業に投資するファンドに対して出資し¹⁷、間接的にベンチャー企業を支援するものである。

20 ④中小企業会計

- 中小企業の会計制度は上場企業ほどでなくとも経営する上で会計は必要である。2005年に「中小企業の会計に関する指針」が策定され、これにより一定水準の会計処理が示された。また、2012年に「中小企業の会計に関する基本要領」が策定され、これは中小企業が経理にさける人材がいないことや、ステークホルダーが限定されていることなど中小企業の実態に配慮したものとなっており、
25 中小企業に沿った会計制度ができることにより、融資が受けやすくなることや、資金繰りが明確化するなどのメリットがある。

⑤中小企業金融円滑化法

- リーマンショックの対応策の時限立法として二度の期限延長をしながら
30 2013年3月末まで施行された。内容としては、中小企業が金融機関に貸付条件

の変更などを求めた際には出来る限り対応することなどである。

この法律には賛否があり、中小企業の資金繰りを助けたという見方もあれば、倒産件数が法律の期限が切れた後に増えたことから、ゾンビ企業を増やし、先延ばしにただけで、意味はなかったという意見もある¹⁸。

5 ⑥事業継承支援

高齢化の波は中小企業の経営者にも当てはまり、後継ぎが見つからないことなどを理由に黒字であっても廃業する企業が存在する¹⁹。今後、中小企業を活性化するために事業継承は大きな課題である。

10 政府は事業引継ぎ支援センターを設置、人材マッチング支援、経営継承円滑化法、事業継承税制の策定、M&Aの促進等、様々な方面より支援を行っている。

⑦事業再生支援

事業再生とは、債務超過等により経営が立ち行かなくなった場合に早期に対処し事業を再生するものである。

15 1999年の「産業活力再生特別措置法」から2014年の「産業競争力強化法」に引き継がれたが、中小企業支援協議会は再生支援のノウハウをもって支援するために各都道府県で設置された。再生計画策定支援件数は累計約10,000件あり、資金調達とコンサルティング機能により支えられている²⁰。また、官民ファンドとして企業再生支援機構や、再生ファンド等が存在する。

20 上記以外にも中小企業を支援する政策は多岐に渡る。中小企業基盤整備機構の「J-net21」や中小企業庁の「ミラサポ」等、インターネット上で様々な施策を紹介しており、電話相談窓口「がんばる中小企業『経営相談ホットライン』」や都道府県等中小企業支援センター等もあるので、情報収集をして活用することが大切である。

25

(5)信用保証制度の国際比較

ここまでは、公的金融とは何かということを中心に述べてきた。今後は中小企業にとって本当に必要な施策となっているのか、日本の経済状況に適応したものとなっているのか等を検証し公的金融における問題点や行われている改革
30 について述べる。

信用保証制度とは、中小企業への融資を保証することで、資金調達を円滑化するものである。大企業に比べ信用力が低く、金融機関による融資を受けにくい中小企業を助けるとともに、金融機関への代位弁済によって金融機関のリスクを軽減している。これは、現在日本の中小企業を支えている間接金融を補助する上で大変重要な制度である。特に、信用力の低い創業期において中小企業を助けるものである。世界的に見ても信用保証制度は、様々な国においてしばしば活用されている中小企業向け金融支援策である。しかし、日本の信用保証制度には、2つの問題点がある。それを、国際比較を通じて明らかにしていく。

10 【図表 4】各国の信用保証制度の概要

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
実施機関	信用保証協会	中小企業庁 (SBA)	ビジネス・イノベーション・技能省 (BIS)	保証銀行	全国保証基金 地方保証基金
保証限度額	2 億円 (普通保証)	500 万ドル	100 万ポンド	100 万ユーロ	150 万ユーロ
保証割合	80~100%	75~85%	75%	50~80%	40~70%
保証料率	0.45~1.9% (信用リスクに応じて 9 段階)	2~3.75% (融資額によって異なる)	2.0%	0.8~1.5% (州によって異なる)	0.6~0.9% (資金用途・業種によって異なる)
保証承諾実績 (フロー)	[2011 年度] 約 11.6 兆円 869,972 件	[2011 年] 約 197 億ドル (約 1.58 兆円) 53,688 件	[2011 年] 約 3.6 億ポンド (約 461 億円) 3,602 件	[2011 年] 約 16.7 億ユーロ (約 1,854 億円) 7,282 件	[2011 年] 約 88.3 億ユーロ (約 9,801 億円) 89,012 件

(注)1 ドル=80 円、1 ポンド=128 円、1 ユーロ=111 円で計算。

20 出所)「信用保証制度をめぐる現状と課題」・岡田悟・2013・p.6

1つ目の問題として過度な保証割合が挙げられる。【図表 4】からわかるように、日本以外の国においては、保証割合が 40%~80%程度と、融資元本の一部のみを保証する、部分保証形式が採用されている。このように、保証割合は、【図表 4】に掲載していない国の制度も含め、融資元本の一定割合を保証するという部分保証形式が世界の大多数である²¹。これは、金融機関および借り手企業のモラルハザードを防ぎ、制度の運営・収支を安定させる意味で、重要な要素である。日本においても、2007 年に部分保証形式である責任共有制度が導入されたものの、その一方で、東日本大震災復興緊急保証やセーフティネット保証など全額保証が併存しており依然として保証割合は高い。

2 つ目の問題として、信用保証承諾額の大きさが挙げられる。国によって中小企業金融の性質が異なるため、一概に日本の保証審査が緩いとは言えないが、「日本の保証規模は世界でも類を見ない大きさとなっている²²⁾」(「信用保証制度をめぐる現状と課題」・岡田悟・2013・p.7)のである。比較的保証規模の大きいアメリカと比べても、7 倍以上の規模である。信用保証協会の赤字は公的資金で賄われており、財政コストの観点から見ても再検討を要する課題である。

(6)公的金融の改革

信用保証承諾額の大きさでも述べたが、日本の公的債務残高の巨大化は、経済の安定化という財政の機能を発揮することを難しくしており、経済全体に悪影響を及ぼしかねない。この対処法の 1 つとして、2001 年より財政投融资改革が進められている。これらは、制度の明確化と政策コストの最小化等に努めるものであり、公的金融として必要な機能に限定し、これを残した上で公的金融機関を再編し、公的金融機関の貸付残高の対 GDP 比を半減することを目標とした。

【図表 5】公的金融の改革

2007 年度の法律に基づく政策金融機関の再編とその後	
国際協力銀行 中小企業金融公庫 農業金融公庫 国民生活金融公庫 沖縄振興開発金融公庫	2008 年 10 月発足 株式会社日本政策金融公庫
商工組合中央金庫 → 株式会社商工組合中央金庫 → 2013~15 年を目途に政府保有株式のすべてを処分。→ 2025 年までは 1/2 以上を政府が保有。その後は当面 1/3 超保有。	
日本政策投資銀行 → 株式会社日本政策投資銀行 → 2013~15 年を目途に政府保有株式のすべてを処分。→ 当面は政府が必要な株式を保有。	
公営企業金融公庫 → 地方公営企業等金融機構 → 地方公共団体金融機構	

出所)「政策金融機関の設立、改革、見直し、その狙い」・中里幸聖・2015・p.16

しかし、2008 年のリーマンショックや 2011 年の東日本大震災の発生を受け、商工中金や日本政策投資銀行は株式会社となったものの、政府が株式を保有し

ている状態であり、改革は先延ばしにされている。その理由は、大きな危機を経験したことにより、公的金融の必要性が顕在化し、改めて公的金融の重要性が認識されたからである。ただし、改革をめぐるこれまでの経緯や厳しい財政状況を考えると、結果として新たな財政負担をもたらすことは避けたい。そのため、今後の公的金融のあり方を考える必要があるだろう。

以上より公的金融は、創業時や成長時における資金が必要な中小企業を支える重要な役割を果たしていることがわかる。今後の日本経済を支える利益を確保し持続発展する中小企業を支援すること、景気に資金繰りが左右されやすい中小企業金融を支援することは公的金融の意義である。しかし、公的金融は規模が大きくなり審査基準が甘くなると、民業や財政を圧迫する危険性も秘めている。信用保証制度の問題や、リーマンショック等の危機後の対応を踏まえた上で、今後の公的金融の改革の方向性を第Ⅲ章第1節で述べる。

15 第2節 中小企業における間接金融

(1) 中小企業における間接金融とは

中小企業の資金調達手法のほとんどは金融機関等からの借入である。間接金融を中心とした資金調達は戦後の日本経済復興に大きく寄与したと評価されており、日本型経営の特徴の1つでもある。しかし、過度に金融機関に依存することは、企業が債務超過に陥りやすくなったり、金融システム不安や景気が急激に悪化すると資金繰りが滞ったりして、最悪の場合、倒産にまで追いやられてしまう可能性をはらんでいる。

主に、間接金融は企業規模が拡大していき、内部資金等だけでは立ち行かなくなると利用されるが、資金を借りるにはそれ相応の担保や保証が必要となってくる。また、第Ⅰ章第3節で述べたように、規模の経済の問題によって借入金額が少額であればあるほど金融機関にとって審査などのコストが相対的に高く、融資に消極的になるため、間接金融を利用する場合、ある程度の金額の借入が必要である。これを踏まえると、間接金融は主に成長期以降の企業が利用する資金調達手段だといえる。

本節では間接金融の主な方策として、リレーションシップバンキング、トラ

ンザクションバンキング、ABL、資本性借入金を紹介し、そのメリットおよび問題点について述べる。

(2)リレーションシップバンキング

5 リレーションシップバンキングとは金融機関と借り手との間で親密な関係を長期的に維持する中で、審査・モニタリングを通じて借り手に関する定性情報を蓄積し、その情報をもとに融資等の金融取引を行うビジネスモデルのことである²³。金融機関と企業が長期的取引を行うことで、金融機関は決算書だけでは限界のある借り手の経営実態や返済能力に関する情報、経営者個人の情報などといった数値化しにくく、外部者が入手困難である情報を入手することができる。その結果、中小企業金融の問題の1つでもある情報の非対称性を緩和することができ、また、定性情報によって融資が行われることで担保や保証に依存した融資からも脱却ができる。これら2つがリレーションシップバンキングにおける大きなメリットといえよう。

15 しかし、リレーションシップバンキングには「ホールドアップ問題」と「ソフトバジェット問題」の2つの問題が存在する。ホールドアップ問題とはリレーションシップの構築によって金融機関が借り手の情報を独占し、借り手がリレーションシップを構築した金融機関以外からの資金調達が困難な場合、金融機関が高い金利を課したり、優越的地位を利用して自己に有利な条件を強要したりする懸念から、企業は銀行借入を躊躇するようになり、ソフトバジェット問題とは、複数行取引を行うことでこの問題を解決することは可能であるが、金融機関と企業との親密性は薄くなり、リレーションシップの構築による利点の効果を低下させてしまう。契約終了条項を持つ長期的取引であればホールドアップ問題の発生をなくすことはできないが、貸出の契約継続のため、金融機関の交渉力は制限されると考えられる²⁴。

25 もう1つの問題であるソフトバジェット問題とは、借り手の企業経営に問題が発生した際に金融機関は追加融資の要請を拒否できるかどうかという問題である。金融機関は少しでも利益があるのであれば損失を取り戻そうと、不調な企業でも追い貸しを行う可能性がある。一時的な業績の悪化であれば、この追い貸しは企業の経営回復に寄与するが、企業はリレーションシップの構築によ

り、追加融資の契約が他の金融機関よりも容易となることから、十分に経営努力をしないというモラルハザードが起これ、再建努力を怠るという問題が発生する可能性がある。この問題の対応としては、追加融資の際は金融機関が当初の契約よりも多い担保を要求したり、当該企業の債務の中での金融機関の債権の法的優先性を確保したりすることが必要であろう²⁵。

リレーションシップバンキングは金融庁が 2003 年に「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」の取り組みを開始して以降、現在も定着に向けて強化が行われている。しかし、本来のリレーションシップバンキングの役割が金融機関と企業間で果たされるには依然として大きな課題がある。それは金融機関の不十分な「目利きの力」である。定性情報は決まった指標がないため、判断は担当者の裁量に左右されがちである。そのため融資を行うプロジェクトは成功するのか、企業経営が安定しているのかなどを見抜く力が必要とされるが、金融機関には各業界業種の専門家が不足しているため、経営指導・支援等も困難な状況である²⁶。リレーションシップバンキングを有効なものにするためには、目利きの力の向上策が必要となってくるであろう。

(3) 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とは個々の取引ごとの採算性を重視して、財務指標等の定量情報に基づいて融資実行の可否や融資条件を判断し貸出を行う手法である²⁷。トランザクションバンキングは主に財務諸表貸出、動産担保貸出、クレジットスコアリング貸出がある。財務諸表貸出は第 4 節のシンジケートローン、動産担保貸出は次項の ABL で詳しく述べるため、ここではクレジットスコアリング貸出を述べる。

クレジットスコアリング貸出は財務諸表等を用いて多数の小口貸出からポートフォリオを形成し、その統計モデルによって企業の信用度を数値化し、この点数に基づいて融資の可否や貸出金利を決定する手法である²⁸。日本ではクイックローンあるいはビジネスローンと称されることもある。この手法は米国において消費者ローンを対象として開発され、後に小規模企業向け貸出の中心的な手法として定着していき、日本では 1990 年代末から本格的に導入されてき

た。これにより金融機関は審査の多くを自動的に行い、審査コストを削減できる。企業側にとっては、迅速に融資を受けることができ、担保や第三者保証が不要であるというメリットがある。

しかし、2005年のアンケートにおいて日本には、クレジットスコアリング貸出を利用している銀行の90%は代表者保証が求められている²⁹。貸出額の上限が数千万円程度であることから担保額は少ないとは限らない。また、信用リスクに応じて金利が設定されるため、企業側にとっては他の借入よりも金利や手数料が高くなる可能性がある。金融機関側から見ると、貸出金利が適正化されたり、審査コストが削減できたりするものの、中小企業の表面的な財務データのみで判断するのは難しく、新銀行東京のようにクレジットスコアリング貸出に依存した経営で不良債権を抱えたケースもあり、貸出リスクは大きくなる³⁰。また、この手法は審査に財務諸表等を用いるため、情報開示が不十分で信頼性の低い中小企業は利用が難しいことは留意しなければならない。これらの問題を解決していくためには、この手法におけるノウハウを持った人材を教育することや、定量情報のみではなくあくまでもリレーションシップバンキングの補完として定性情報と合わせて利用していくことが必要である。

(4)ABL(動産・債権担保融資)

ABLとは企業のもつ在庫や売掛債権、機械設備などの資産を担保として資金調達を行う手法である³¹。中小企業は主に不動産を担保として資金調達を行っているが、ABLによって正常運転資金額に応じた借入が可能となるため、事業の拡大縮小に対応した資金枠を調達することができ、どの成長段階の企業でも利用可能である³²。しかし、現実的に考えると、金融機関は、融資後に頻繁にモニタリングを行わなければならない、モニタリング費用が高くなり、規模の経済がはたらくため、成長期以降の企業に適している手法だといえる。融資後、借り手企業の事業内容や財務状況を頻繁に把握・評価することによって、金融機関と企業とのリレーションシップの構築が期待でき、金融機関が企業の経営状態を常に把握することによって、コンサルティング機能の向上も期待できる。そのため、一般的にABLはトランザクションバンキングに分類されることが多いが、リレーションシップ強化の1つとして考えられる³³。

しかし、問題点も存在する。企業側から見ると、担保は不動産が主流であるため、動産・債権の担保しか担保物がないと取引先等に見なされ、信用不安を引き起こす可能性がある。また、金融機関側から見ると、ABL 実行後は定期的に在庫、売掛債権をモニタリングする必要がある、人員やコストが必要になったり、担保評価に関するノウハウや人員が不足していたりと、担保処分における市場の整備が整っていないなどの課題がある。上記の問題点に加え、ABL 融資対象の取引先企業を見つけることが困難であることなどから金融機関の実施状況は約半分程度にとどまっている³⁴。これから ABL が普及していくためには、担保の譲渡や処分の法整備、各金融機関の管理手法の確立、専門知識を持つ外部への委託の環境整備等をしていく必要がある。

(5)資本性借入金

金融機関から借入を行った場合、その資金は財務上負債として計上される。しかし、資本性借入金は金融機関の中小企業等向け貸付金のうち十分な資本性が認められるものについて、資本として計上される借入金であり、2004 年の金融検査マニュアルの改訂において導入された。当初は中小・零細企業向けの要
15 注意先債権にのみ利用可能であったが、現在は債権者区分を問わず、また経営改善計画の策定を必ずしも要求されなくなったため、幅広い企業で利用可能である³⁵。資本性借入金の利用によって企業側は資産と見なされる資金が増加する
20 ため、中小企業の自己資本が増加し、実施前より金融機関からの追加融資等を円滑に受けることができるようになる。また、返済期間が長期、金利設定が業績連動型、原則無担保という条件で利用することができるため、一定期間ではあるものの資金繰りが改善され、財務体質の改善を行う猶予が与えられる。金融機関側にとっては、不良債権などの額を減少させる手段となりうるが、
25 もその貸付条件が不利であるため金融機関側のメリットは小さい。

問題点としては、企業側は低金利・無担保であることに加えて、経営改善計画が必ずしも必要とされないなどといった体制からモラルハザードが発生や、業績回復見込みのない企業が利用できてしまう可能性がある。金融機関側においては、資本性借入金の利用は融資先の債権者区分を格上げさせることができるため、企業の経営が本当に改善されるのか見極めずに安易に融資をしたり、
30

返済条件の変更に応じたりと、逆に不良債権を増加させてしまう可能性がある。企業と金融機関は、資本性借入金は金融検査上資本と見なすだけの資金であり、財務状況が本質的に改善されるわけではないということを留意しなければならないのである。今後は容易に資本性借入金を利用せず、経営改善のための資金調達法として利用していくことが重要である。

【図表 6】 十分な資本的性質が認められるための条件

項目	条件の概要	具体的内容
償還条件	長期間償還不要な状態	・ 5 年超 ・ 期限一括償還
金利設定	配当可能利益に応じた金利設定	・ 業績歴連動型(赤字の場合も事務コスト相当であれば金利設定可)
劣後性	法的破綻時の劣後性を確保	・ 無担保(既存の担保付借入金から転換する場合は必ずしも担保の解除は要しない)

出所)「資本性借入金の効果と副作用」・太田珠美・2013・p.2

15 (6)市場型間接金融

直接金融を由来とし、直接金融と間接金融の中間とされる資金調達方法が市場型間接金融である。直接金融を由来とするが、本稿では問題点が間接金融と類似しているため、間接金融に分類することにする。市場型間接金融とは、金融機関が企業に貸付けた貸出債権を裏付けとした証券を発行し、投資家がそれを購入することで、金融機関が負っていた貸出債権のリスクを投資家へ移転するものである³⁶。市場型間接金融によって得られるメリットは 2 つある。

1 つ目は「リスク分散の効果」である。投資家側は多くの資産を束ねてポートフォリオ化することによって、リスク分散することができる。また資金調達側は、さらにそれを組み替えて流動化・証券化することによって投資家のリスク選好に適した商品を提供できる。

2 つ目は「小口投資家の投資機会の拡大」である。投資家向けの受益権、または証券を小口化することで、小口投資家も不動産のような大きな資産にも投資できる。資金調達側にとっては、保有資産の流動化・証券化により、有効な資金調達が可能となる。

30 市場型間接金融は金融システムに市場メカニズムを活用することで、金融機

関にリスクが集中するという日本独自の金融システムの問題を解決することができる³⁷。ここではシンジケートローンと CDO について述べる。

①シンジケートローン

5 シンジケートローンとは、複数の金融機関がシンジケート団(協調融資団)を組成し、同一の融資契約書に基づいて、同一の約定条件(貸出金利、期間等)で行われる融資のことである³⁸。

特徴として、地域にとらわれない多数の投資家の参加、主幹事金融機関と投資家の機能分化、契約書上での投資家と借入人の権利義務関係の明確化、将来のローン債権の流通性が前提の4点が挙げられる³⁹。

10 取引において中核的な役割を担うのが主幹事金融機関である。主幹事金融機関は、借入企業とシンジケート団に参加する金融機関双方のニーズを見極め、約定条件の設定や、契約書の作成、調印までの取りまとめを行う。主幹事金融機関が審査・モニタリングを行う点はリレーショナルシップバンキングと似ており、一方で、融資の際に他の金融機関の参加を募るなどしてリスク分散を行っている点ではブローカーのような要素が強い社債発行主幹事と類似している。

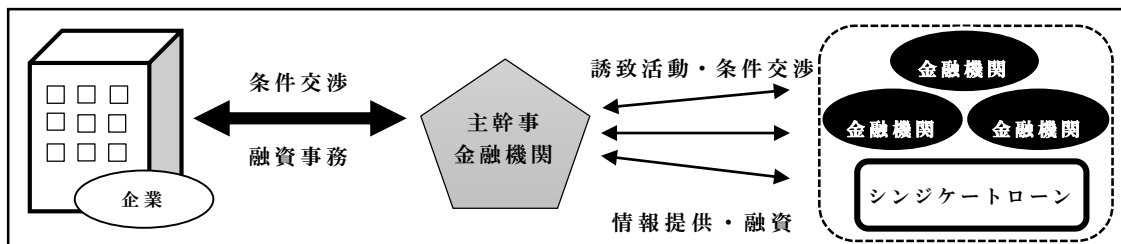
15 個々の借入企業、参加金融機関のニーズに合わせて組成されるため、取引形態は様々であるが、大きく分けて融資形態は2つある。「コミットメントライン」と「タームローン」である。コミットメントラインとは、1年未満の運転資金中心の短期目的の借入が対象であり、定められた期間、および限度額内で自由に借入・返済を行う。安定的な運転資金枠や緊急時の保険的な資金枠として利用される取引である。流動性を確保しつつ、手元現金を圧縮する、バランスシートをスリム化できるなどといったメリットがある。一方、タームローンは3年から10年程度の中長期を目的とした借入であり、契約後に融資の実行を行う⁴⁰。主に長期的な運転資金、設備資金、リファイナンス資金として利用される取引である⁴¹。

25 シンジケートローンの融資においては、参加する全ての金融機関の合意を必要とする。審査の際には全ての債権者が与信審査・モニタリングを行うため、共通の尺度である財務データや格付けが重要となり、融資契約に遵守条項を設け、借り手に対して特定の財務比率維持を求められることが一般的である。遵守条項はシンジケートローン団に参加する全ての金融機関(債権者)に共通する

権利であり、権利行使の際に金融機関間(債権者)に不平等が生じないように設けられる。したがって、シンジケートローンは信頼性の高い財務諸表を完備し、財務内容が一定以上の水準を維持する企業に適した貸出方法といえる。つまり、シンジケートローンを活用するには十分な情報開示や積極的な IR 活動が求められるのである。主幹事金融機関との交渉のみで多額の融資を受けることができる、多くの金融機関が参加するため新しい取引先金融機関が増加するというメリットがある⁴²。その一方で、一度融資が引きあげられると、多額の資金と取引先を失うことになるというデメリットも存在する。

もともと日本では、シンジケートローンは大企業においてもなじみが少なかった。しかし、コミットメントラインの手数料が利息制限法に当たらないことを明確化した特定融資枠契約法が施行された 1999 年以降、シンジケートローン市場は急速に拡大した。また、ローン 1 件当たりの組成金額も小口化してきていることから、当初は大企業中心であったが、中堅・中小企業にも浸透しつつあるといえる⁴³。また、金融機関側においても、地域金融機関が低リスクで地域の中小企業への融資を増加させ、地域経済の活性化を促すことで、競争力の強化を目的として、シンジケートローンや証券化といった手法を活用しつつある。今後、さらに、中小企業にも活用の幅が広がるだろう。そのためにも中小企業は情報開示が重要となる⁴⁴。

20 【図表 7】シンジケートローンの仕組み



25 出所)みずほ銀行 HP

② CDO(債務担保証券)

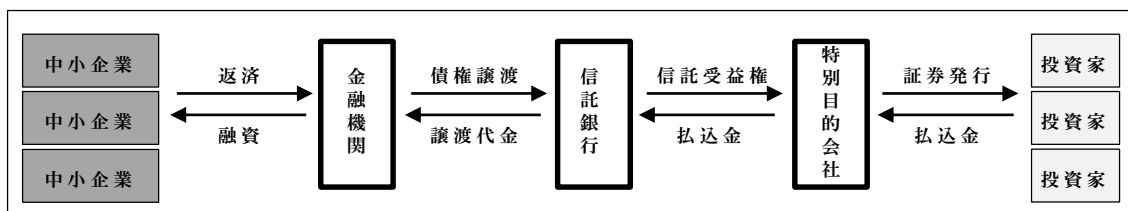
CLO(ローン担保証券)、CBO(社債担保証券)は合わせて CDO と総称される。CDO とは、複数の金融債権をひとまとめにし、そこから得られる元利金収入を裏付けに発行される証券のことで、現債権が貸出の場合が CLO、社債の場合が

CBO である⁴⁵。CLO・CBO では現債権を組成した金融機関が特別目的会社等を通じて最終的に証券を購入した投資家にリスクを移転するため、シンジケートローンと同様に、現債権の透明性が必要とされる。したがって、借入や社債発行を募る際に、企業の財務情報における一定の基準が利用要件として示されるのが一般的である。しかし、CLO・CBO は多数の小口債権をポートフォリオとして束ね、ポートフォリオ全体の平均的なパフォーマンスをもとに財務基準が設定される点においては、クレジットスコアリング貸出と似ている。したがって CLO・CBO の場合、投資家が最終的に必要とする与信情報は個々の現債権に関するものよりも、ポートフォリオの特性に関する情報といえる⁴⁶。

10 CLO・CBO はともに金融機関が保有している中小企業に対する債権を数多く集めること、および証券化することで投資家に販売することがポイントである。企業側にとってのメリットとして、CLO・CBO を利用することで、無担保かつ比較的長期の資金調達が可能となる場合もある。これは、中小企業向け債権を数多く集めることにより、個別企業に対する融資や投資よりもリスク分散させるため、集めた債権全体では金融機関、投資家にとって低リスクとなることが要因である。しかし、CLO・CBO には信用保証協会の保証をつけることが前提となっている融資方式もあり、この融資方式を利用した場合は通常融資の保証枠が小さくなることや融資の金利に加えて保証料も負担する必要がある。金融機関側のメリットとしては、証券化の過程において中小企業向け債権を外部機
15 関に譲渡するため、貸倒れリスクを軽減でき、貸出債権をオフバランス化できることもある。また、投資家にとってのメリットは、発行される証券が多数の企業の債権を集めたものを裏付けとしているため、リスク分散された商品が提供されることである⁴⁷。

問題点としては、企業側にとってはコストが高いことや、仕組みが複雑であることが挙げられる。特に中小企業の 4 割が CLO・CBO において仕組みがよく理解できないことを挙げており⁴⁸、CLO・CBO の普及を目指すには、まず、仕組みを理解することと、情報収集・情報開示が求められる。個々の債権をポートフォリオとして束ねているため、中小企業における情報の非対称性や規模の経済の問題を緩和するとはいえ、企業の情報収集力と情報開示の改善は必要であ
25 ろう。
30

【図表 8】 CLO・CBO の仕組み



5

出所)東京都産業労働局 HP

これまで様々な間接金融の資金調達方法を述べてきたが、中小企業の資金調
 達を円滑化させようと間接金融 1 つとっても方法は多様化している。しかし依
 10 然として中小企業の資金繰りは良好とはいえない。なぜなら、中小企業の情報
 開示、そして金融機関の目利きの力が不足しているからである。やはり中小企
 業は、決算報告等を委託している税理士や会計士に任せきりで、金融機関から
 の質問に答えられないことも多く取引が円滑に行われていない。また、財務報
 告・決算書も金融機関が求めるレベルに達していないため、まだまだ信頼が低
 15 く、財務諸表等のみの貸出は困難である⁴⁹。中小企業は中小企業の会計に関す
 る指針に沿った財務報告・決算書を徹底し、金融機関は経営者の素質や事業の
 成功性といった定性情報から融資の判断する能力を向上させることが、間接金
 融における資金調達手段を利用しやすくなる一番の近道だといえる。この問題
 について第Ⅲ章第 2 節で後述する。

20

第 3 節 中小企業における直接金融

(1) 中小企業における直接金融とは

直接金融では、不特定多数の投資家が資金提供者になるが、投資家は配当や
 利子、キャピタルゲインを期待して投資するため、投資家の利益につながると
 25 期待される特定の企業でなければ直接金融で資金を調達することは難しい。ま
 た、直接金融の場合には企業の財務情報開示のための資料作成や株式公開のた
 めに専門的な知識や人材が必要となるが、中小企業ではそのような余裕がなく、
 直接金融で資金を調達できるのはごく一部の企業に限られるのが実情である。

中小企業は規模の経済や信用力に関する課題を抱えており、基本的には企業
 30 の規模拡大や信用力の向上に比例して直接金融の比率は上昇していくものであ

る。しかし、成熟期の中小企業でなくても、創業期や成長期の中小企業にとって直接金融は1つの資金調達手段の選択肢となっており、その利用は年々増加している。

5 本節では、中小企業の各成長段階において、多岐にわたって利用される直接金融の分類に加え、それぞれのメリットおよび問題点について述べていく。

(2)社債

社債とは、企業が投資家から資金を調達するために発行する有価証券のことを指し、これを投資家に対して発行し、元本に利子をつけ、満期に返還することが基本的な社債の利用方法である⁵⁰。社債はその対象や目的に応じて分類がなされており、最も基本的な社債を普通社債と呼ぶ。

15 普通社債には、大きく区分すると、公募債と私募債が存在しており、公募債は、50人以上の不特定多数の投資家を対象に発行する⁵¹。公募債は、一般的に格付け会社による格付けを受け、それをもって不特定多数の投資家から直接資金を調達することになるため、信用力が乏しい中小企業は高い格付けを受けることができず、利用することが非常に難しい。そのため、縁故者や金融機関等、対象者を限って発行する社債である私募債を利用することが中小企業にとっては現実的な選択肢であるといえるだろう。

20 私募債は、「少人数私募債」と「銀行引受私募債(以下、プロ私募債)」に大きく二分され、少人数私募債は50人未満の縁故者を対象に発行する⁵²私募債のことを指す。少人数私募債は手続きが簡素であり、縁故者と発行者の信用関係を基に資金調達を行うことが大きな特徴である。メリットとしては、銀行や引受証券会社等が発行に際して契約することがなく、自力で縁故者を募集するため、銀行による評価に影響されない点が多い。また、担保が必要なく、償還期間や利率も自由に決めることができることも大きな特徴である。自力で資金提供者を募らなければならないため、そもそも資金提供者を集めることが難しいという問題点も抱えてはいるが、規模の経済や情報の非対称性の問題を抱える中小企業にとって、比較的利用しやすい資金調達手段であるといえる。

30 もう一方のプロ私募債は、適格機関投資家のみを対象とした私募債のことで、これを引受けるのは、適格機関投資家の中でも特に銀行が多い。従来は担保付

5 きのものが一般的であったが、現在では、信用保証協会や銀行による保証付私
募債が主流になっている。プロ私募債のメリットとして、企業側からすると、
自社の財務の健全性をアピールすることができ信用力が向上すること、少人数
10 15 10 15 20 25 30 35 40 45 50 55 60 65 70 75 80 85 90 95 100
私募債より比較的多額の資金を調達出来ること、無担保で保証を受けられる場
合が多いことが挙げられる。適格機関投資家側からすると手数料収入の増強や
長期にわたって優良資産を維持できることが挙げられる⁵³。問題点としては、
保証付私募債を発行する際に、保証料や各種手数料を支払う必要があり、必ず
しも安価な資金調達手段であるとはかぎらないことが挙げられる。また、適格
機関投資家側では信用保証協会との連携や、審査においてコストがかかること
が挙げられる。

中小企業における社債の利用状況は、全体の 4.66%にあたる 18,951 社にとど
まっている⁵⁴ことから、現状では限定的な手段となっていることが推測される。

(3)株式

15 株式による調達とは、企業が株式を介して投資家から資金調達を行うことで
ある⁵⁵。これは、新株の引受けを 50 名以上の不特定多数の投資家に募るもので
ある。そのため、新規公開株式(IPO)によって市場に上場することが前提となり、
上場時に必要となる株式公開審査を通過することのできない多くの中小企業は
株式によって資金調達をすることはできない。

20 株式による資金調達のメリットとして、資金提供者である株主に対しての資
金の返還義務がないことが大きな特徴として挙げられる。また、社債をもつ債
権者とは違い、株式を持つ株主には、株主総会議決権・配当金分配請求権・残
余財産分配請求権が生じることも特筆すべき点であろう。株式による資金調達
を積極的に活用することによって、間接金融に依存している中小企業の銀行借
25 入依存体質からの脱却、また、信用度や知名度の向上が期待される。一方、問
題点としては、株主が経営に関与できることから、敵対的 TOB による企業経営
の喪失や、上場企業に対して促される情報開示の履行義務が生じることが挙げ
られる。

30 以上のことから、株式による資金調達は、企業の成長段階において成長期も
しくは成熟期に主に行われると考えられる。しかし、法改正による規制緩和や

後述する VC やエンジェル投資家、クラウドファンディング等の資金調達手段の発達によって、今後直接金融の幅が広がり、中小企業にとってもより魅力的な資金調達方法となる可能性を秘めている。

5 (4)VC(ベンチャーキャピタル)

VC とは、高い成長が見込まれるベンチャー企業などの未公開企業に投資を行う投資会社(投資ファンド)を指す⁵⁶。VC は出資の代わりに中小企業の株を取得し、将来の IPO によってキャピタルゲインを得ることを目的としている。また、株式の取得と同時に経営コンサルティングも行い、上場が実現されるまで

10 企業を成長させることも大きな特徴である。VC の投資対象は創業期から上場間近まで幅広く、あらゆる成長段階における中小企業に出資を行っている。そのため、中小企業は、成長初期段階においては株式による調達はほぼ不可能に近いことに対し、VC からの出資によって、創業期段階においても、将来の上場を条件に株式による資金調達が可能となる。

15 VC による資金調達のメリットとして、株式によって資金調達できることから自己資本を充実させられることや、銀行等の間接金融と比較してリスク許容度が高いこと、そして返済義務がないことが挙げられる。しかし、問題点としては、株式上場が出資の前提条件となっていることなどが挙げられる。

さらに、日本と米国の VC を比較した際、米国の VC では、金融機関等の系列

20 に属さない独立系の VC が多く、専門的な知識をもとに投資を行っていたり、創業段階の企業への投資や経営に積極的に関与するハンズオン型投資が多い⁵⁷。しかし、日本の VC の特徴として、創業期段階の企業への投資が少なく、IPO 間近の企業への投資が多い、的確に判断できるベンチャーキャピタリストが少ない、海外と比較して経営に積極的に関与しないハンズオフ型投資が多い⁵⁸など

25 が挙げられ、本物の目利きがプロのノウハウをもってベンチャー企業を育てていく環境が整っていないことが現状である。

以上のことから、様々な成長段階で中小企業の主要な資金調達先としての可能性を秘めている VC ではあるが、日本では現状は中小企業の資金調達手段としては不十分なものであるといえるだろう。

(5)エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、成長段階における創業時もしくは創業間もない時期に資金の提供や事業を支援する個人投資家のことである⁵⁹。一般的に、エンジェル投資家は投資のリターンとして株式や転換社債を受けとることを目的としている。日本におけるエンジェル投資件数は、2011年度時点で45件、投資額は約9.9億円と非常に規模が小さい。一方で、米国におけるエンジェル投資件数は67,000件、投資額は229億ドルと規模が非常に大きい⁶⁰。こういった、日本において少なすぎるエンジェル投資家の現状を踏まえ、政府がエンジェル投資家の増加を促進するため、エンジェル税制という税制優遇制度を創設している。エンジェル税制というのは、ベンチャー企業に対して、個人投資家が投資を行った場合、税制上の優遇措置を受けることができる制度である⁶¹。

しかし、エンジェル税制はあるものの、エンジェル投資家の規模は非常に小さく、不十分であることから、エンジェル税制がエンジェル投資家の増加を促進できていない。具体的には、エンジェル税制の対象となる企業が、創業3年以内、かつ赤字要件という基準が厳しいのではないかという指摘もされている⁶²。エンジェル投資家の増加は中小企業にとって、資金調達手段が増加することにつながるため、エンジェル税制のさらなる改正によって基準を下げる必要があるだろう。エンジェル投資家は経営経験を持つ人や事業に共感を持つ人が投資家になることが多く、社会貢献や企業の成長を見届けるといった精神的な満足を得ることが主な動機となっている⁶³。前述したVCは企業の上場時などの利益を追求することが目的であることに対し、エンジェル投資家は企業の成長を目的とするものが多く、日本でも今後増えていけば中小企業の成長に貢献するだろう。

(6)クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、インターネットを經由して不特定多数の人から資金を募る資金調達方法である⁶⁴。銀行や投資家などの専門家ではなく不特定多数の一般の人から資金を集めるため、500円程度の少額からの支援が可能になるところが特徴である。支援金に対し物品やサービスでリターンされる「非投資型」と金銭でリターンされる「投資型」があり、非投資型は寄付型、購入

型、投資タイプは融資型、ファンド型、株式型の計 5 つに分けることができる。

① 寄付型

インターネット上のプロジェクトに対して出資を行うが、あくまでも「寄付」であるためリターンは発生しない。

5 ② 購入型

購入者から前払いで集めた代金を元手に製品やサービスを開発し、リターンとして購入者に完成した製品やサービスを提供する。

③ 融資型

10 投資家から集めた資金で、資金調達ニーズのある企業に対して融資を行うもの。小口の資金を集めて大口化することにより、これまで個人にはハードルの高かった不動産投資や海外投資などの好条件な投資案件に参加できるようになる。また、リターンとしては返済金利の一部が分配される。

④ ファンド型

15 応援したい事業者に対して、匿名組合を通じて投資をすることができる。また、リターンとしては、契約期間中の売上の一部を分配金として受け取ることができる。さらに、投資家特典として、投資先の企業の商品やサービスがもらえる場合もある。

⑤ 株式型

20 世界各国で株式に厳しい規制がかけられていることもあり、最も市場規模が小さいクラウドファンディングの種類である。投資に対し、株式を受け取ることができる。日本では、2014 年 5 月に金融商品取引法が改正されたことで株式型クラウドファンディングの制度が整備された⁶⁵。

25 クラウドファンディング全体の特徴としては、銀行融資やベンチャーキャピタルでは強い信頼関係が築かれ、資金調達が行われることに対して、クラウドファンディングは、ほぼ見ず知らずの多くの支援者から投資してもらうため、適格審査はほとんどないに等しく、成長段階において、どの時期においても活用することができる。ここで、いくつかの類型の特徴を述べると、寄付型に関しては、リターンが存在しないことから多くの人々から共感を呼ぶプロジェクトで多く利用される。また投資型に関しては、企業側は、全く新しい資金調達
30 手段の確保、出資者との新しい関係の構築、PR 効果などが挙げられ、投資家側

は、自分のお金を主体的に活用できる、既存の金融サービスにはない共感や関わり、配当といった魅力がある、小口現金でも大きな関わりをもつことができるなどが挙げられる。これらのメリットがある一方で、問題点としては、企業側は、株主管理コスト、資本コスト、ディスクロージャーコストがかかってしまふことが挙げられ、資金提供者である投資家側にとっては限られた情報であることや、流動性が少ない、仲介業者のリスクがあることなどが挙げられる⁶⁶。

以上のことから、クラウドファンディングは、現状は未成熟な資金調達手段であるが、中小企業の成長段階にかかわらず利用できることから、今後の中小企業における資金調達手段として大いに期待できるものであるといえる。

10

このように、直接金融には様々な種類の資金調達手段が存在し、成長段階においてそれらをうまく使い分けることが、企業の成長に貢献するのである。また、負債に依存する中小企業の資金調達の選択肢を増やすためにも、直接金融は重要な役割を担っており、今後直接金融が中小企業にとって有効な資金調達手段となっていくことが望まれる。

15

第三章 中小企業の資金調達方法の課題と今後のあり方

これまで中小企業の資金調達について公的金融、間接金融、直接金融について述べた。本章では、現在ある課題とその解決策を述べ、中小企業にとって最適な資金調達方法のあり方について述べる。

20

第1節 肥大化した公的金融の適正化

(1) 公的金融のあり方

公的金融については第II章第1節において仕組みや概要および問題点を述べた。本節では公的金融の問題点を再度述べた後、解決策について述べる。論点は大きく2点ある。1つ目は、日本の信用保証制度について、国際比較を通して今後の適切なあり方を考える。2つ目は、民業圧迫と言われる肥大化した公的金融の改革が行われているが、リーマンショック等の影響を受けたことにより、公的金融のあり方が見直されている。リーマンショックで行われた危機時の対応が適切であったのかも含め、今後の公的金融のあり方を考える。

30

(2)責任共有制度の拡充と事業計画策定

第Ⅱ章第1節において述べたように、信用保証制度の問題点は2つある。ここでは、改めて信用保証制度の2つの問題点の詳細と、それに対する解決策について述べていく。

- 5 1つ目の問題点は、モラルハザード発生の発生である。責任共有制度が導入されたものの、高い代位弁済率が期待されるため、金融機関側からすると、融資金がデフォルトになるというリスクを回避することができ、リスクが少ない。その結果、貸出先の中小企業へのスクリーニングや継続したモニタリングを怠ると考えられる。
- 10 2つ目は、信用保証承諾額の大きさによる、財政コストの増大である。日本の保証件数が他国と比べても圧倒的に多く、信用保証承諾額は巨大なものとなっている。日本の資金調達方法が間接金融中心であることも要因の1つであるが、過度な保証は企業の新陳代謝を阻害する。また信用保証協会の赤字は公的資金によって賄われており、信用保証承諾額が巨額であるということは、国の
- 15 財政を逼迫させることにつながる。

ここで我々は解決策として、金融機関の負担割合の増加が必要であると考える。現行の責任共有制度では、基本的に金融機関の負担割合は2割である⁶⁷が、この負担割合を引き上げることによって、金融機関によるスクリーニングやモニタリングが強化されると考える。また収益性の見込めない企業への融資が厳

20 しくなるため、企業の新陳代謝にもつながる。金融機関の負担が多いと、創業期などの企業への融資が厳しくなってしまうことが懸念されるが、成長段階ごとに金融機関の負担割合を変化させれば、その問題の解決への糸口になるだろう。

また、企業に事業計画策定を行わせるのも有効であると考える。責任共有制

25 度がある一方で、全額保証の東日本大震災復興緊急保証制度やセーフティネット保証制度などが併存している。特に、セーフティネット保証制度に関しては、特定の中小企業者に対して適用される⁶⁸と銘打っているにもかかわらず、8つの規定されている適用対象の中に「業況の悪化している業種(全国的)」という

30 ものがあり、全国で一時ほぼ全業種が適用対象になっていた⁶⁹。依然として、全額保証の債務残高は減少することなく一定であり、信用保証債務残高の半数以

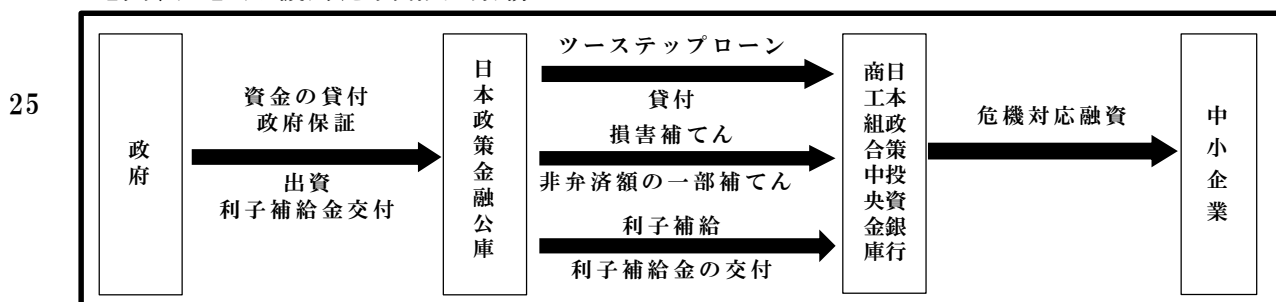
上を全額保証が占めている⁷⁰。危機時において、全額保証を行うのは景気に左右されやすい中小企業の資金調達を補完する意味で必要である。そのため、金融機関に対し、中小企業の事業計画策定を支援し、実施に関する指導・助言を
 5 ことによって、金融機関がきちんとモニタリングする必要性が生まれ、モラルハザードの発生の問題は改善されるだろう。

確かに、信用保証制度によって信用力や実績のない企業が融資を受けられるようになり、資金調達の円滑化という大きな役割を果たしているのは紛れもない事実である。しかし、金融機関のモラルハザードや国の財政の圧迫など問題
 10 も多くはらんでいる。資金調達の円滑化という役割を残しつつ、これからの公的金融のあり方として、上述の問題点を解決することが望まれる。

(3)危機対応とその評価

内外の金融秩序の混乱や大規模災害等が生じ、大臣により危機認定が行われた場合、対象とする事案や機関が決定し、危機対応融資が行われる。具体的な
 15 内容としてはツーステップローン(日本公庫が財政投融资資金等をもとに商工中金などの指定金融機関に貸付を行いその後中小企業等に融資をするもの)や、損害補てん(補償契約を結び、日本公庫に補償料を支払う代わりに指定金融機関が貸付によって生じた損害の一部を補てんするもの)や、利子補給(日本公庫の
 20 融資をもって指定金融機関が企業に貸付を行った場合の利子補給を行うこと)等がある。

【図表 9】 危機対応円滑化業務



出所)「金融危機と政策金融」・中里透・2013・p.68

2008年12月にリーマンショックが危機認定され、融資が実行された。GDP成長率が2桁のマイナスになるなど急速な経済の落ち込みがあったため、危機認定され、融資が実行されたことは正しかったと考えられる。

5 しかし、商工中金と日本政策投資銀行の新規融資件数と融資額等を見ると次の2つのようなことが見て取れる⁷¹。

1つ目は、中小企業向け融資はGDPが回復した2012年には低下しているが、その他規模の大きい会社向け融資はあまり変化がなく続けられていた。また、1件当たりの融資規模が危機沈静化した後も増加傾向にあった。

10 2つ目は、危機対策の貸付期間が運転資金は15年以内、設備投資資金は20年以内などとかなり長期であった⁷²。本来なら危機から脱する数年程度で十分であったと考えられる。

15 以上のことから、融資額のみで判断することは難しいが、危機時に資金繰りが厳しい中小企業に資金が適切に配分されたのか、また、公的金融として必要な額のみが融資されていたのか疑問である。危機対応というのは俊敏な対応が必要であるが、明確な判断基準や条件は危機によって違うため設けにくい。しかし、とりあえず借りたが目的はないなど、意義を見出せない融資は民業圧迫や経済回復の鈍化につながるため、避けなければならない。

20 これを踏まえ、改めて公的金融の改革を考えたい。近年の金融政策は改革によって融資額が減少しているどころかむしろ増加傾向であった⁷³。現在は第二章第1節で述べた通り、対象となった8機関を民営化の方針は維持としつつも、当分の間先送りをして少なくとも2分の1、その後も3分の1の株式を政府が保有するとしている。理由としては、アベノミクス効果を波及させるためには政策を総動員する必要があるなどとされている。

25 財政が厳しい日本において、公的金融の改革は必要である。すべてを民営化するわけではなく、商工中金や日本政策投資銀行が行う危機対応策における指定金融機関は制度上において民間金融機関ができることとなっていることを踏まえ、そのような業務は早期に民間に手渡すべきである。また、政府の危機対応資金を加減することが必要であり、危機がある程度沈静化した後は出資額を減らすことが重要である。現在の半民半官状態では、利益追求も公的側面もあるため、非常に難しい立ち位置である。民営化した際には、ガバナンス体制が

30

重要であり、利益追求のみにならない体制が必要である。

5 以上より、信用保証においても危機対応融資に関しても必要以上の手助けをしないことが中小企業の活性化において重要であると考えられる。その見極めを政府主導で行い、今後の日本経済を活性化させるためにも、第Ⅱ章第1節で述べた創業、成長支援を行うことに注力することが必要である。

第2節 金融機関との適切な関係

(1) 間接金融のあり方

10 第Ⅱ章の第2節で、間接金融において担保や保証に依存した資金調達から脱却した手法で中小企業の資金繰りを円滑化させるためには、中小企業側においては、情報開示が必要であることを挙げた。また、金融機関側は目利きの力を向上させる必要があることを挙げた。本節では、これら問題点の解決策を述べた上で、今後の間接金融のあり方について述べる。

15

(2) 中小企業の情報開示の強化

第Ⅱ章第2節で述べたように中小企業は大企業と比べて情報の非対称性が大きく、信用力が乏しい。したがって、中小企業は資金調達をより円滑に行うには、情報開示を積極的に行う必要がある。以下では中小企業の会計の制度と現状を挙げ、解決策について述べる。

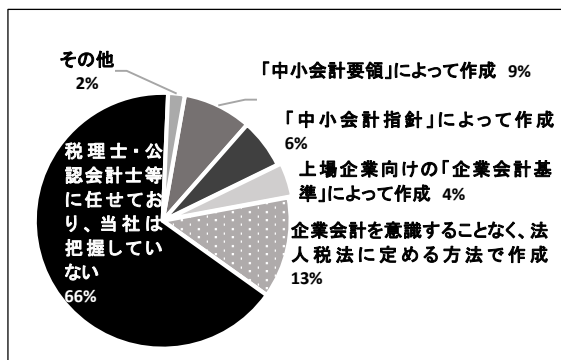
20

旧商法では、中小企業が適用することができる「公正ナル会計慣行」とは何かが明確でなかった。中小企業が資金調達先の多様化や取引先の拡大等も見据えて、会計の質の向上を図る取組みを促進するため、「中小企業の会計に関する指針」が2005年8月に公表された。また、会社法においても、取締役と共同して計算書類の作成を行う「会計参与制度」が導入された⁷⁴。「会計参与」とは会計に関する専門家(税理士・公認会計士)が取締役と共同して計算関係書類を作成するとともに、その計算関係書類を会社とは別に備え置き、会社の株主・債権者の求めに応じて開示することなどを職務とする⁷⁵。本指針は、特に会計参与が取締役と共同して計算書類を作成するにあたって、適当な会計のあり方を示している⁷⁶。

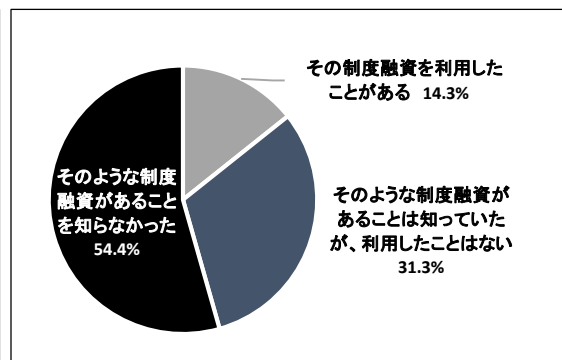
30

しかし、中小企業は「中小企業の会計に関する指針」に沿わない財務報告を金融機関に提出し、その情報開示も自社ではなく、リレーションシップバンキングの方針に従っているだけである⁷⁷。実際に【図表 10】、【図表 11】より中小企業は決算書の作成に関して経営者が把握していない企業が約 6 割にもおよび⁷⁸、中小企業要領や中小会計指針によって決算書を作成する中小企業に対して優遇金利を適応する制度融資についても知らない企業の割合が高い⁷⁹ことがわかる。

【図表 10】 決算書作成について



【図表 11】 優遇金利の制度融資について



出所)「平成 24 年度中小企業における会計の実態調査事業」・帝国データバンク・2013・p.22

出所)「平成 24 年度中小企業における会計の実態調査事業」・帝国データバンク・2013・p.44

中小企業金融を発達させていくには、まず、中小企業がこのような制度を積極的に知り、活用する努力を行わなくてはならない。帝国データバンクが行った中小企業に対するアンケートにおいても、中小会計要領について知った経緯として最も多かったのが「税理士・公認会計士を通じて」であり、次に多かったのは中小企業庁が作成したリーフレットやパンフレット「中小会計要領の手引き」である⁸⁰。つまり、これらの問題を解決するには、まず、会計参与を導入し税理士・公認会計士等の財務会計の専門家を通しての資金調達や会計方法に関する有用な情報を常に把握した上で、会計参与とともに自社の財務内容を把握することが最善の解決策といえる。しかし、実際、中小企業の規模は様々であり、会計参与を導入できるのは資金力のある企業に限られると考える。したがって、大半の中小企業はまず、各商工会議所および商工会、全国中小企業団

体中央会・都道府県中小企業団体中央会で実施されている「中小企業の会計」に沿った財務諸表の作成指導や相談・助言などの支援⁸¹を積極的に活用し、自助努力により「中小企業の会計に関する指針」や「中小会計要領」に沿った財務諸表を作成する努力を行うべきである。徹底した財務管理のもと、それを金融機関に対して積極的に開示することで、情報の非対称性が緩和され、金融機関の企業への信頼が高まり、資金調達も円滑に進むと考える。

(3)金融機関の目利きの力の向上

目利きの力とは企業の将来性や成長が期待できることを見出したり、一方で経営が傾き、存続が怪しくなっている企業を見抜いたりする力のことである⁸²。近年、担保や保証に依存しない資金調達方法が推進され、経営者の資質などから融資判断を行うことが求められている。しかし、金融機関は目利きの力が不足しており⁸³、なかなか向上されない。その要因として2つ挙げられる。

1つ目は中小企業の技術や事業内容は千差万別で、評価が困難であるにもかかわらず、金融機関はモニタリング・評価を行う人物がその技術や事業に関する専門知識を十分に有していないことが挙げられる⁸⁴。さらに、金融機関の目利きの力は既に一定の実績を上げた企業の事業価値や将来の見極めだけでなく、新技術の事業化の可能性など、幅広い要請に答えていかなければならないため、金融機関のみで行っていくには限界がある。

2つ目は企業と金融機関の取引関係の希薄化である⁸⁵。政府によってリレーションシップバンキングが推進されている一方で、経営指標をもとにシステムで分析・評価する手法が広がり、数字の意味を考えなくても審査できてしまうため、目利きのノウハウを学ぶ機会が減っているのだ。

以上2点を踏まえた上で、我々はまず、リレーションシップバンキングの強化が必要であると考え。中小企業への融資判断を行う際、財務諸表などの数値のみでは判断しきれず、企業の成長には経営者の素質などの定性情報も重要となってくる。そのため、企業と密接な関係を築き、企業の定量情報と定性情報を合わせて蓄積していくことが必要だと考える。ただし、リレーションシップバンキングは人員や時間も必要であるためコストなどがかかってしまうというデメリットも存在することは留意しなければならない。これを前提として

我々は2つの解決策を述べる。

1つ目は「外部機関との提携」である。前述の通り、金融機関のみでは目利きの力向上は限界がある。そのため、中小企業基盤整備機構や大学・研究開発機構などと提携することで、専門知識を持つ人から目利きのノウハウを伝授することができる。実際に広島銀行では、コンサルティング会社と事業性評価における評価シートを共同で作成し、企業実態の現状分析や今後の方向性策定の能力養成に取り組んでいる。また、中小企業基盤整備機構や財務局でも技術に詳しい人材を金融機関の職員とともに営業現場に訪れる支援が行われている。

2つ目は「中小企業の経営支援」である。金融機関が経営支援を行っていく上で、取引企業の定量面・定性面の実態や、その業界の将来性などを詳細に分析・検討していく必要があるため、目利きを向上させる機会が増え、目利き向上にもつながるのである。

そもそも、中小企業経営は問題を抱えており、的確かつ実務的な計画を策定するためには、コストがかかるにも関わらず、外部の支援を必要とする中小企業は少なくない。しかし、金銭的余裕のない大半の中小企業は外部の支援を利用することは難しいため、金融機関の企業情報と顧客ネットワークを活かした経営支援が求められている。

実際に、金融機関が取引先の中からその希望に見合った企業を紹介するビジネスマッチングが行われており、2010年度には地域金融機関全体で成約件数は3万件超に達している⁸⁶。地方のネットワークを活かしたビジネスマッチングが促進されれば、地方経済の活性化にもつながるだろう。

中小企業の資金繰りを円滑化し、成長を促すには中小企業側は情報開示、金融機関側は目利きの力の向上が不可欠だ。金融機関は非資金面に関するニーズについての対応は融資取引に結び付くとは限らないため、必要性を感じにくい面はあるが、新たなビジネスモデルの1つとして取引先との基盤を強化することができるだろう。中小企業金融円滑化法の返済猶予等によって資金繰りが回復してきている現在、間接金融のあり方は資金調達だけでなく、金融機関と企業が共に持続的に成長するための新たなネットワークとして変化する必要があるだろう。

第3節 法改正に伴う直接金融の促進

(1)直接金融のあり方

第II章において述べたように、直接金融というのは、企業が自己資本を増やすことによって資金を調達し、その資金の返済義務がないというもので、成熟期の企業では利用しやすい資金調達方法である。しかし、創業期段階や成長期段階に多く存在する中小企業は情報の非対称性や信用の問題があることから、直接金融の利用が難しい。

本節においては、中小企業にとって直接金融を利用しやすくするために行われている方策について、新たな非上場株式取引制度、株式投資型クラウドファンディングの2つの観点に関して述べていく。

(2)金融商品取引法改正に伴う新たな非上場株式取引制度

直接金融は、企業の信用力や資金力が向上する、すなわち成長段階が発展すれば自然と利用することができるようになる。つまり、中小企業が直接金融において抱える課題として最も大きいのは、創業期における利用である。

第II章では、情報の非対称性の問題や信用の問題から、社債、株式、VCによる資金調達は、創業段階の中小企業にとって非常に難しいということを明らかにした。このうち、株式による調達は、株式公開審査を通過することができないため、そもそも利用することができないと述べた。そこで、中小企業が創業期においても株式による調達を可能にするためには、株式公開審査を介さない取引制度、つまり非上場企業の株式を取引できる制度を整備することが必要である。

これまで、非上場株式は、一部の例外を除き、金融商品取引法に基づくディスクロージャーおよび会計監査が求められておらず、投資判断に必要な情報が適切に開示されているとは言い難いことから、日本証券業協会の自主規制規則において、証券会社が投資者に対して非上場株式の投資勧誘を行ってはならないこととしてきた(適格機関投資家を対象にするものは除く)⁸⁷。

しかし、非上場株式の取引が完全に禁止されていたわけではなく、グリーンシート銘柄を利用すれば、非上場企業でも株式を市場に登録することができ、証券会社も投資家に非上場株式の投資勧誘を行うことができる。なぜそれが可

能であるかという点、グリーンシート銘柄に登録している企業の株式は公開市場のような高度な流通性をもっており、また、上場企業とほぼ同じレベルのディスクロージャーを行っているためである。

ところが近年グリーンシート銘柄制度の利用企業は減少し、売買も大幅に低迷している。その要因として、新興市場における上場基準の引下げにより上場市場の補完的役割としての存在意義が見出しにくくなってきていることに加え、銘柄登録企業に対して上場企業と大差ない負担(インサイダー取引規制およびそれに伴う適時開示義務や、会社内容説明書等による上場企業に準じた開示義務)が課されていることが指摘されている。一方で、地域に根差した企業などの非上場株式については、一定の取引・換金のニーズが存在しているものの、現状、自主規制規則において、非上場株式については、グリーンシート銘柄でない場合には原則として証券会社による投資勧誘が行えないとされており、こうしたニーズに的確に応えられていないのが実情である⁸⁸。

そこで、2015年5月から改正金融商品取引法が施行され、新たな非上場株式取引制度である株主コミュニティ制度が整備された。この制度では、従来の非上場株式の取引制度である、グリーンシート銘柄制度における問題点を解消したものとなっている。なお、これに伴ってグリーンシート銘柄制度は2018年3月に廃止されることが決まった。

株主コミュニティ制度では、証券会社が非上場株式に関して銘柄ごとに「株主コミュニティ」を組成し、これに自己申告で参加する投資家に限って、証券会社による非上場株式の投資勧誘が可能となる。株主コミュニティの参加者としては、その会社の役員、従業員、その親族、株主、継続的な取引先といった会社関係者のほか、新規成長企業などへの資金供給により成長を支援する意向のある投資家や、地域に根差した企業の財・サービスの提供を受けている(または受けようとする)ことから株主優待を期待する人などの非上場株式の取引意向のある投資家などが想定されている⁸⁹。

つまり、新制度は非上場株式の投資勧誘に際して、投資勧誘の対象者を限定することによって流通性を低くし、企業側に求められていた上場企業と大差ない情報開示負担を軽減したのである。これにより、グリーンシート銘柄において問題であった情報開示負担は解消され、中小企業にとっても利用しやすい制

度となることが推測される。

2015年5月から始まった制度であることから、その利用はまだ発展段階ではあるが、2015年10月現在において、この制度を利用して非上場株式を取り扱っている地方証券会社1社においては、既に16,180株、約定金額にして約2,993万円が取引されている⁹⁰。

この制度が広く普及すれば、多くの投資家によって、成長が見込める中小企業への積極投資が行われていくことが期待され、中小企業は成長段階における創業期においても、直接金融によって資金調達を行うことが可能になると考えられる。また、それに加え、これまで述べてきた「新たな非上場株式取引制度」と、後述する「株式投資型クラウドファンディング」が組み合わせれば、非上場株式の取引が活発化していくことも期待される。

(3)株式投資型クラウドファンディング

直接金融による資金調達手段の1つであるクラウドファンディングは中小企業にとって、小口単位の投資を個人から低コストで集めて調達できるメリットがある一方、デフォルト、詐欺、流動性、サイバー・アタックなどの投資家保護上のリスクも存在する⁹¹。また、第II章第3節で述べたように、クラウドファンディングには5類型があり、寄付型はその名の通り寄付の性質があり共感を得るような事業でないと成立しにくいという難点がある。購入型はそのリターンとなる物品等が必ずしも投資家が求めているものと一致するとは限らない。このように非投資型クラウドファンディングの効果は限定的であることに対して、投資型クラウドファンディングはリターンが金銭や株式等であるため、より幅広い投資家を引きつけることができる。中でも、株式投資型は株式で投資を行うため、企業の成長に比例してキャピタルゲインが膨らむことから、投資家もその投資した企業の成長に貢献したインセンティブがはたらき、当該企業の成長を促進することが期待できる。

ここで、株式投資型クラウドファンディングに関する先行事例である米国や英国について述べていく。米国における株式投資型クラウドファンディングは、ブローカーやディーラーに対する規制や情報開示を求める規制がかけられるため、それらを遵守する負担的に、インターネットを通じて低コストで資金

調達できるという利点を活かせず、それほど魅力的ではなかった。

ところが、2012年4月に、小規模の成長企業が資金調達を容易に行えるようにすることが目的で制定されたJOBS法(Jumpstart Our Business Startups Act)によってその状況は一変した。具体的には、法制定によって米国証券取引委員会(SEC)の登録を受けたファンディング・ポータルを通じて募集が行われる場合には、募集の届出が免除されることとなった。これにより、これまで寄付型、購入型といった非投資型クラウドファンディングを取り扱ってきた業者が、株式投資型クラウドファンディングにも参入することが見込まれている。さらに、2013年10月にSECが提案した規則案によると、ファンディング・ポータルはSECによる登録を受けるとともに、最低10万ドルの補償基金の維持およびクラウドファンディングの仕組みやリスクを投資家に説明することなどが求められている。

また、英国においては、金融行為規制機構(FCA)の認可を受けずとも、富裕層や投資経験の豊富な投資家層に限定した投資勧誘については、株式の投資勧誘を行うことができたため、既に株式投資型クラウドファンディングが一定程度⁹²活用されてきている。その一方で、クラウドファンディングにおける投資家保護を図る必要性が認識され、株式投資型クラウドファンディングのポータルサイト運営会社が自主規制機関「UK Crowdfunding Association」を設立し、2013年2月にはメンバー会社が守るべき行動規範を策定している。また、FCAは、2014年3月に「Policy Statement」を発表し、同年4月1日から新たな規則を施行している。ここでは、株式投資型クラウドファンディングについての規制を明確化するとともに、投資家に対して提供すべき情報や仲介者が最低限備えるべき財産規制などについて規定している⁹³。

そして、日本では2015年5月の改正金融商品取引法の施行によって株式投資型クラウドファンディングに関しての規定が2点新たに定められている。1つ目は取扱業者の参入要件の緩和である。これまでは有価証券を勧誘するためには金融商品取引業者としての登録が必要であったものが、少額⁹⁴のもののみを扱う業者については、兼業規制などを課さないとするとともに、登録に必要な最低資本金基準を引き下げた。さらに、非上場株式の投資勧誘については、日本証券業協会の自主規制によって原則禁止であったところを、少額のク

クラウドファンディングに限って解禁することになった(自主規制規則)。

2つ目は投資家保護への注力である。インターネットを通じた投資勧誘において詐欺的行為などが行われることを排除するための行為規制として、クラウドファンディング業者に対して、「インターネットを通じた適切な情報提供」
5 や「ベンチャー企業の事業内容のチェック」を義務付けることが取り決められた。また、法改正による規制緩和の対象が「少額」のものを扱う場合に限っていることから考えても、投資家保護上のリスク制御はなされているといえるだろう。

また、昨今、少額投資非課税制度(NISA)が新たに導入されるなど、個人の所有する現預金を投資に回そうとする国の大きな動きがある中で、将来的に大きなリターンの見込める中小企業に対し、小口から投資ができることは、リスク・リターンを考慮すると投資家にとって魅力的であると考えられる。また、成長を志す中小企業にとっても、投資家からリスクマネーを豊富に調達することができることは望ましいことである。

15 以上より、法改正によって株式投資型クラウドファンディングは企業側、投資家側、双方にとって、ますます魅力的となっている。

中小企業が地方経済の担い手であることは既に第I章において述べた。そこで、地方証券会社などが、前述した「株主コミュニティ」の中心となって、中小企業の非上場株式の取引を活発にする環境を整えることや、クラウドファンディングのサイトなどを立ち上げ、「株式投資型クラウドファンディング」の仲介業者になることによって、その仲介業者は新たな手数料ビジネスを展開でき、また、地域のコミュニティを活かした投資活動を行うことも促進され、地方経済の活性化につながる。

25 これから成長していくと期待されるロボット産業、再生医療、バイオテクノロジーなどの新たな産業部門における中小企業を育成・発展させるにあたって、株主コミュニティ制度や、株式投資型クラウドファンディングは、中小企業にあまり縁のない直接金融の中でも、1つの選択肢と捉えることができる有効な資金調達手段といえるだろう。

終章

中小企業の資金調達において、我々は中小企業を取り巻く環境の変化を踏まえつつ、中小企業の発展・成長に焦点を当てて考察してきた。まず、成長段階における創業期においては、中小企業は資金調達に苦勞するため、公的機関の補助を受けることが多い。しかし、我が国では信用保証承諾の件数が他国と比較しても圧倒的に多く、危機時においても政府の過剰な中小企業保護によって、金融機関は負担が軽いことからモラルハザードが起これ、また企業の新陳代謝も悪くなる。政府は適切な創業、成長支援を行い、あくまで民間の補完的な役割にとどまることが本来の公的金融のあり方である。

次に、中小企業が少し軌道に乗り始めると、間接金融が主な資金調達手段となり、その種類は多岐にわたっている。その間接金融の主たる問題の1つとして、情報の非対称性が挙げられ、中小企業は会計基準に沿わない財務報告など、不十分な情報開示を行っていることに加え、金融機関側は企業に対する目利きの力が問われており、双方の歩み寄りが重要である。また金融機関と企業が密接に関わり、定量面・定性面の両方から企業を審査し、外部との提携を有効的に行っていくことが必要である。双方の間の情報のギャップを埋めて、適切に融資を受けることによって中小企業の成長が期待できる。

直接金融はその性格上、中小企業にとって利用するのが比較的難しい。しかし、法改正によって株主コミュニティ制度や株式投資型クラウドファンディングが推進されることとなり、株主コミュニティ制度により、非上場株式の取引の活発化が予想されると同時に、少額ずつ多数の人々から資金を募ることが可能な株式投資型クラウドファンディングは近年のインターネットの発達も追い風となり、ますます期待がかかっている。中小企業に直接金融の選択肢を与えた点においても注目すべき資金調達手段といえるだろう。

中小企業はその多様性と柔軟性で今や日本経済の重要な担い手となっている。日本経済のベースアップをはかるには、その中核を成す中小企業の活発な事業展開や、新たなイノベーション等を生み出すようなベンチャー企業の育成も怠ってはならない。これら中小企業の発展・成長にはそれを支える資金調達が必要不可欠であり、調達面からのアプローチで中小企業に活力を、ひいては日本経済に活気をもたらされることを願い、これを結びとする。

【脚注】

- 1 経済産業省 HP を参照。
- 2 太田(2013b)p.23 を参照。
- 3 太田(2013b)p.23 を参照。
- 4 藤井(2015)p.28 を参照。
- 5 中小企業庁(2003)p.142 を参照。
- 6 日本銀行 HP を参照。
- 7 西川(2010)p.113 を参照。
- 8 日本政策金融公庫総合研究所・みずほ総合研究所(2014)p.98 を参照。
- 9 竹内(2007)p.41 を参照。
- 10 日本政策金融公庫総合研究所・みずほ総合研究所(2014)p.4 を参照。
- 11 坂本(2012)p.4 を参照。
- 12 日本政策金融公庫総合研究所・みずほ総合研究所(2014)p.13 を参照。
- 13 上原(2007)pp.3-4 を参照。
- 14 上原(2007) p.4 を参照。
- 15 日本政策金融公庫(2015)pp.17-18 を参照。
- 16 でんさいネット HP を参照。
- 17 中小企業基盤整備機構 HP を参照。
- 18 帝国データバンク(2014a)p.2 を参照。
- 19 帝国データバンク(2014b)p.2 を参照。
- 20 中小企業庁(2015a)p.5 を参照。
- 21 岡田(2013)pp.6-7 を参照。
- 22 岡田(2013)p.7 を引用。
- 23 中島(2015)p.135 を参照。
- 24 村本(2005)pp.21-22 を参照。
- 25 村本(2005)p.20 を参照。
- 26 「中小企業金融の向上」作業部会(2013)pp.3-4 を参照。
- 27 中島(2015)pp.135-136 を参照。
- 28 小野(2011)pp.119-120 を参照。
- 29 秋山(2014)p.5 を参照。
- 30 経済産業研究所 HP を参照。
- 31 中島(2015)p.154 を参照
- 32 経済産業省(2011)p.8 を参照。
- 33 事業再生研究機構(2007)pp.30-32 を参照。
- 34 経済産業省(2011)p.20 を参照。
- 35 太田(2013a)p.5 を参照。
- 36 中小企業庁(2005)p.112 を参照。
- 37 可児(2008)pp.239-240 を参照。
- 38 みずほ総合研究所(2006)p.26 を参照。
- 39 小谷(2009)p.4 を参照。
- 40 みずほ総合研究所(2006)p.26 を参照。
- 41 三井住友銀行 HP を参照。
- 42 三井住友銀行 HP を参照。
- 43 みずほ総合研究所(2006)p.26 を参照。
- 44 経済産業省(2004c)p.23 を参照。
- 45 みずほ総合研究所(2006)p.35 を参照。
- 46 太田・小野・野田(2007)pp.8-9 を参照。

-
- 47 経済産業省(2004c)p.34 を参照。
- 48 みずほ総合研究所(2006)pp.40-41 を参照。
- 49 清水・中村・久保田・新井(2009)pp.13-14 を参照。
- 50 中島(2015)p.180 を参照。
- 51 中島(2015)p.198 を参照。
- 52 中島(2015)p.198 を参照。
- 53 中島(2015)p.204 を参照。
- 54 帝国データバンク(2013a)p.1 を参照。
- 55 経済産業省(2004a)p.8 を参照。
- 56 中島(2015)p.302 を参照。
- 57 中島(2015)p.308 を参照。
- 58 中島(2015)p.309 を参照。
- 59 中島(2015)p.312 を参照。
- 60 野村総合研究所(2015)p.20 を参照。
- 61 中島(2015)p.314 を参照。
- 62 野村総合研究所(2015)p.31 を参照。
- 63 東洋経済 ONLINE HP を参照。
- 64 東洋経済 ONLINE HP を参照。
- 65 横山(2015)p.4 を参照。
- 66 大前(2014)p.18 を参照。
- 67 中小企業庁 HP を参照。
- 68 中小企業庁 HP を参照。
- 69 村本(2014)p.182 を参照。
- 70 太田(2012)p.4 を参照。
- 71 金融調査研究会(2013)pp.35-37 を参照。
- 72 商工組合中央金庫(2015)p.8 を参照。
- 73 財務省理財局(2015)p.17 を参照。
- 74 日本税理士会連合会・日本公認会計士協会・日本商工会議所・企業会計基準委員会(2015)pp.1-2 を参照。
- 75 日本税理士会連合会 HP を参照。
- 76 日本税理士会連合会・日本公認会計士協会・日本商工会議所・企業会計基準委員会(2015)pp.1-2 を参照。
- 77 清水・中村・久保田・新井(2009)p.33 を参照。
- 78 帝国データバンク(2013b)p.22 を参照。
- 79 帝国データバンク(2013b)pp.44-45 を参照。
- 80 帝国データバンク(2013b)p.22 を参照。
- 81 中小企業政策審議会企業制度部会(2005)p.17 を参照。
- 82 現代ビジネス HP を参照。
- 83 中小企業庁(2008)p.178 を参照。
- 84 「中小企業金融の向上」作業部会(2013)p.3 を参照。
- 85 中小企業庁(2007)p.137 を参照。
- 86 石川・土屋・西岡(2012)p.2 を参照。
- 87 非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ(2014)p.6 を参照。
- 88 非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ(2014)p.21 を参照。
- 89 日本証券業協会 HP を参照。
- 90 日本証券業協会 HP を参照。
- 91 非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ(2014)p.8 を参照。

⁹² crowdcube HP を参照。

⁹³ 非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ(2014)pp.8-9 を参照。

⁹⁴ 金融庁(2014)p.6 を参照。

【参考文献】

- 秋山太郎(2014)「トランザクションバンキングの問題点およびリレーションシップバンキングの有意性についての一考察」(PDF)名古屋学院大学総合研究所
- 秋山祐介(2015)『地域金融機関の再生支援の実際』経済法令研究会
- 石川篤史・土屋幸貴・西岡慎一(2012)「金融機関による中小企業経営を支援する取り組み」(PDF)日本銀行
- 上原啓一(2007)「中小企業における資金調達の問題」(PDF)参議院
- 太田珠美(2012)「中小企業金融支援策の縮小とその影響」(PDF)大和総研
- 太田珠美(2013a)「資本性借入金の効果と副作用」(PDF)大和総研
- 太田珠美(2013b)「中小企業金融のリスク偏在を考える」(PDF)大和総研
- 太田智之・小野有人・野田彰彦(2007)「中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の決定要因」(PDF)みずほ総合研究所
- 大前和徳(2014)「クラウドファンディングのご紹介」(PDF)日本クラウド証券
- 岡田悟(2013)「信用保証制度をめぐる現状と課題」(PDF)国立国会図書館デジタルコレクション
- 翁百合(2008)「政策金融改革ワーキングチームにおけるこれまでの議論について」(PDF)政策金融改革ワーキングチーム
- 小野有人(2011)「中小企業向け貸出をめぐる実証分析：現状と展望」(PDF)日本銀行金融研究所
- 小野有人(2013)「中小企業の成長に向けた金融戦略」(PDF)みずほ総合研究所
- 可児滋(2008)『資産証券化と投資ファンド』日本評論社
- 金融庁(2014)「金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成 26 年法律第 44 号)に係る説明資料」(PDF)
- 金融調査研究会(2009)『公的金融の現代的役割』金融調査研究会
- 金融調査研究会(2013)『財政制約下の公的金融・民間金融の役割分担と社会資本整備における民間資金等の活用』金融調査研究会
- 久保田博三(2015)『廃業支援に携わる外部専門家の現場から』経済法令研究会
- 熊倉修一(2005)『わが国金融機関の中小企業向け貸出ビジネスモデルの変換』東京外国語大学海外事業研究所
- 経済産業省(2004a)「株式の活用」(PDF)
- 経済産業省(2004b)「社債の活用」(PDF)
- 経済産業省(2004c)「地域金融の活用」(PDF)
- 経済産業省(2011)「ABL の概要と課題」(PDF)
- 小谷範人(2009)『シンジケートローン市場構造と市場型間接金融』溪水社
- 財務省(2011)「リーマン・ショック後の経済金融危機における財政投融資の対応」(PDF)
- 財務省理財局(2015)「財政投融資レポート 2015」(PDF)
- 坂本孝司(2012)『ドイツにおける中小企業金融と税理士の役割』中央経済社
- 事業再生研究機構(2007)『ABL の理論と実践』商事法務
- 清水武信・中村中・久保田博三・新井信裕(2009)『こう変わる！中小企業の資金調達』ダイヤモンド社
- 商工組合中央金庫(2015)「ディスクロージャー誌 2015 年 3 月期商工中金」(PDF)

商工総合研究所(2015)『金融環境の変化と中小企業』商工総合研究所
杉山敏啓(2009)「世界的金融危機から見つめ直す日本型金融」(PDF)三菱 UFJ
リサーチ&コンサルティング
滝川好夫(2007)『リレーションシップ・バンキングの経済分析』税務経理協会
竹内英二(2007)『米国における中小企業金融の実態』国民生活金融公庫総合研
究所
田淵進(2004)『中小企業の金融環境』大阪経大会
「中小企業金融の向上」作業部会(2013)「金融機関によるリスクマネー供給力
の強化等を通じた創業・新規事業支援の促進にむけて」(PDF)官民ラウンドテ
ーブル
中小企業政策審議会企業制度部会(2005)「中小企業の会計の質の向上に向けた
推進計画」(PDF)中小企業庁
中小企業庁(2003)『中小企業白書 2003 年版』ぎょうせい
中小企業庁(2005)『中小企業白書 2005 年版』ぎょうせい
中小企業庁(2007)『中小企業白書 2007 年版』ぎょうせい
中小企業庁(2008)『中小企業白書 2008 年版』ぎょうせい
中小企業庁(2009)『中小企業白書 2009 年版』経済産業調査会
中小企業庁(2015a)「中小企業再生支援協議会の活動状況について」(PDF)
中小企業庁(2015b)「2015 年版中小企業白書について(概要)」(PDF)
帝国データバンク(2013a)「中小企業の資金調達構造と社債利用」(PDF)
帝国データバンク(2013b)「平成 24 年度中小企業における会計の実態調査事
業」(PDF)
帝国データバンク(2014a)「金融円滑化法利用後倒産」の動向調査」(PDF)
帝国データバンク(2014b)「後継者問題に関する企業の実態調査」(PDF)
中里幸聖(2015)「政策金融機関の設立、改革、見直し、その狙い」(PDF)金融
中里透(2013)「金融危機と政策金融」(PDF)金融調査研究会
中島真志(2015)『入門企業金融論』東洋経済新報社
西川珠子(2010)『金融危機と米国の中小企業金融』みずほ総合研究所
日本政策金融公庫(2015)「日本政策金融公庫ディスクロージャー誌 2015」
(PDF)
日本政策金融公庫総合研究所・みずほ総合研究所(2014)『米国銀行における中
小企業金融の実態』日本政策金融公庫総合研究所
『日本経済新聞』2011 年 8 月 12 日朝刊四面「地域金融利用者アンケート、
「目利き力」に低評価、新規事業の価値判断など。」
日本税理士会連合会・日本公認会計士協会・日本商工会議所・企業会計基準委
員会(2015)「中小企業の会計に関する指針」(PDF)
野田勝也(2015)『再生支援協議会と地域金融機関が再生支援に果たす役割』経
済法令研究会
野村総合研究所(2009)「ABL の普及・活用に関する調査研究」(PDF)
野村総合研究所(2015)「エンジェル投資家等を中心としたベンチャーエコシ
テムについて」(PDF)
林幸治(2013)「中小企業の資金調達構造と社債利用」(PDF)帝国データバンク
林幸治(2014)「クラウドファンディングの課題と中小企業の社債活用への含
意」(PDF)日本経営財務研究学会
非上場株式の取引制度等に関するワーキング・グループ(2014)「株式投資型ク
ラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度等に代わる新たな非上場株
式の取引制度のあり方について」(PDF)日本証券業協会
藤井一郎(2015)『金融環境の変化と中小企業』商工総合研究所

藤原敬三(2012)「資本性借入金について」(PDF)中小企業再生支援全国本部
みずほ総合研究所(2005)「クレジット・スコアリングの現状と定着に向けた課題」(PDF)
みずほ総合研究所(2006)「多様化が進みつつある中堅・中小企業の資金調達」(PDF)
三好元(2008)『政府系中小企業金融機関の創成 日・英・米・独の比較研究』北海道大学出版会
村本孜(2005)『リレーションシップ・バンキングと金融システム』東洋経済新報社
村本孜(2014)「日本型モデルとしての中小企業支援・政策システム－中小企業金融を中心とした体系化－」(PDF)経済研究所年報
村本孜(2015)『中小企業支援・政策システム－金融を中心とした体系化－』蒼天社出版
横山淳(2015)「投資型クラウドファンディング」(PDF)大和総研

【参考資料】

金融庁 HP	http://www.fsa.go.jp/
経済産業研究所 HP	http://www.rieti.go.jp/jp/
経済産業省 HP	http://www.meti.go.jp/
現代ビジネス HP	http://gendai.ismedia.jp/list/welcome
神戸大学大学院経営学研究科 HP	http://www.b.kobe-u.ac.jp/
国立国会図書館デジタルコレクション HP	http://dl.ndl.go.jp/
財務省 HP	https://www.mof.go.jp/
参議院 HP	http://www.sangiin.go.jp/
商工中金 HP	http://www.shokochukin.co.jp/
成城大学 HP	http://www.seijo.ac.jp/
全国信用保証協会連合会 HP	http://www.zenshinhoren.or.jp/
大和総研グループ HP グループ	http://www.dir.co.jp/
中小企業基盤整備機構 HP	http://www.smrj.go.jp/index.html
中小企業庁 HP	http://www.chusho.meti.go.jp/
帝国データバンク HP	http://www.tdb.co.jp/index.html
でんさいネット HP	https://www.densai.net/
東京都産業労働局 HP	http://www.sangyo-rodou.metro.tokyo.jp/
東洋経済 ONLINE HP	http://toyokeizai.net/
内閣官房行政改革推進室 HP	http://www.gyokaku.go.jp/
名古屋学院大学 HP	http://www.ngu.jp/
日本銀行 HP	http://www.boj.or.jp/
日本銀行金融研究所 HP	http://www.imes.boj.or.jp/
日本政策金融公庫 HP	http://www.jfc.go.jp/
日本政策投資銀行 HP	http://www.dbj.jp/
日本証券業協会 HP	http://www.jsda.or.jp/
日本税理士会連合会 HP	http://www.nichizeiren.or.jp/
福島県信用保証協会 HP	http://www.fukushima-cgc.or.jp/
みずほ銀行 HP	http://www.mizuho-bank.co.jp/index.html
みずほ総合研究所 HP	http://www.mizuho-ri.co.jp/index.html
三井住友銀行 HP	http://www.smbc.co.jp/
三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング HP	http://www.murc.jp/
crowdcube HP	https://www.crowdcube.com/