

中小企業における財務構造の自立化に関する研究： 特に社債を中心にして

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2011-04-15 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 林, 幸治 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/11080

2008年3月26日

博士学位請求論文

判定合格

明治大学大学院

正

明治大学大学院経営学研究科

2007年度

博士学位請求論文

『中小企業における財務構造の
自立化に関する研究』

- 特に社債を中心にして -

A Study on the Development
of Financial Autonomy in SMEs
: Focusing on Private Placement Bond

学位請求者 経営学専攻

林 幸治 (HAYASHI Koji)

【 目 次 】

・目次・・・・・・・・・・i

・附記・・・・・・・・・・vi

はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・1

第1部 本論文の目的と方法・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・4

第1章 本論文の目的と分析の手法・・・・・・・・・・5

第1節 本論文の課題・・・・・・・・・・5

第2節 本論文の分析視点・・・・・・・・・・6

第3節 本論文の分析の対象・・・・・・・・・・8

(1) 分析対象の中小企業の定義・・・・・・・・・・8

(2) 社債と私募債という用語・・・・・・・・・・9

(3) 金融機関という用語・・・・・・・・・・9

(4) 分析対象を日本の中小企業に限定する理由・・・・・・・・10

(5) 歴史的検証という手法を用いない理由・・・・・・・・13

第4節 中小企業財務に関する先行研究の特徴と本論文の位置づけ・・・・・・・・14

(1) 中小企業研究における本論文の立場・・・・・・・・14

(2) 中小企業の財務に関する研究・・・・・・・・16

(a) 間接金融を対象とした研究の特徴・・・・・・・・17

(b) 直接金融を対象とした研究の特徴・・・・・・・・19

(c) 市場型間接金融を対象とした研究の特徴・・・・・・・・19

(d) 一般的な社債財務に関する研究の特徴・・・・・・・・20

(e) 中小企業の社債財務に関する研究の特徴・・・・・・・・22

第5節 本論文の構成・・・・・・・・・・23

第2章 中小企業財務の日本的特徴・・・・・・・・・・33

第1節	本章の目的	33
第2節	企業の資金調達の一般的な手法	33
第3節	大企業との比較による中小企業財務の把握	34
第4節	金融機関に依存した中小企業財務	39
第5節	中小企業の金融機関からの資金調達の状況	40
第6節	中小企業財務の問題点	45
第2部 金融機関依存型財務の構造と問題点		49
第3章 中小企業向け融資と中小企業の「収益性」の低下		50
第1節	本章の目的	50
第2節	先行研究と本章の位置づけ	51
第3節	中小企業の資金調達の現状	52
第4節	中小企業の資金調達の多様化と中小企業向けローンの実態	56
第5節	中小企業内における資金調達の進展	60
第4章 中小企業専門金融機関の役割の低下と 中小企業の「利用可能性」の低下		68
第1節	本章の目的	68
第2節	信用金庫に関する先行研究および本章の位置づけ	69
第3節	一般的な企業の倒産予測モデルと信用金庫への適用の限界	71
第4節	信用金庫の破綻に関する予測モデルの先行研究とその限界	72
第5節	信用金庫の破たんした要因の 一般的な視点からの検証 - 自己資本比率	75
第6節	線形判別関数による信用金庫の破たん要因分析の試み	79
第7節	中小企業専門金融機関の役割の低下と「利用可能性」の低下	83
第5章 金融機関依存型資金調達の問題点		93

第1節	本章の目的	93
第2節	商工ローン問題の再考	93
第3節	金融機関からの資金調達の実態	95
第4節	中小企業向けノンバンクの動向	98
第5節	中小企業財務におけるノンバンク利用の真意	102
第6節	新たな資金調達手法の意味	106
	(1) 売掛債権担保融資	106
	(2) 中小企業再生ファンド	109
第7節	金融機関依存型の資金調達構造からの自立の必要性	111

第3部 中小企業財務の自立化と社債利用の意義

第6章	中小企業の私募債の金利への金融機関の影響	122
第1節	中小企業財務における社債の意義	122
第2節	本章の目的	124
第3節	分析の方法	124
第4節	中小企業の私募債の概況(2000～2004年度)	126
	(1) 年度別比較	126
	(2) 引受金融機関別比較	127
	(a) 引受銘柄数	127
	(b) 引受金額	129
	(c) 発行金利	129
	(d) 償還期間	130
	(e) 発行回数	131
	(3) 都道府県別比較	133
	(4) 業種別比較	135
第5節	中小企業財務における社債への金融機関の影響	136

第7章 私募債を発行した中小企業の財務的特徴・・・・・・・・141

第1節 本章の目的・・・・・・・・141

第2節 本章の対象とする私募債の選定・・・・・・・・141

第3節 本章の位置づけと分析方法・・・・・・・・142

第4節 全国・長野県・諏訪地方の私募債の概況・・・・・・・・142

第5節 私募債発行企業の概要・・・・・・・・147

第6節 私募債発行企業の財務分析・・・・・・・・149

第7節 私募債発行前後の企業業績・・・・・・・・151

第8章 中小企業財務における社債の問題点・・・・・・・・161

第1節 本章の目的・・・・・・・・161

第2節 私募債の手数料に関する先行研究と本章の位置づけ・・・・・・・・161

(1) 一般的な社債に関する手数料の先行研究・・・・・・・・162

(2) 中小企業の社債に関する手数料の先行研究・・・・・・・・166

第3節 社債を発行した企業へのヒアリングに基づく手数料の実態・・・・・・・・168

第4節 手数料率を加味した発行者利回りの現状・・・・・・・・175

第5節 一般的な借入と手数料率を加味した社債の発行利回りとの比較・・・・・・・・176

第6節 中小企業財務における社債の問題点・・・・・・・・177

第7節 金融機関依存型の社債財務からの自立の必要性・・・・・・・・181

第4部 社債市場の創設と今後の研究課題・・・・・・・・186

第9章 中小企業財務における社債の有効性と地域活性化・・・・・・・・187

第1節 本章の目的・・・・・・・・187

第2節 地方経済における中小企業への制約・・・・・・・・188

(1) 地方経済における人口減少と中小企業への影響・・・・・・・・188

(2) 中小企業の資金調達の制約・・・・・・・・190

第3節 中小企業の社債利用の実態・・・・・・・・192

第4節 金融機関を介さない社債による資金調達の試み・・・・・・・・194

第5節	地域限定の社債市場の創設による地域活性化	198
第10章	本論文のまとめと今後の研究課題	202
第1節	本論文のまとめ	202
第2節	中小企業の財務研究へのインプリケーション	204
第3節	本論文の研究課題	205
おわりに		208
参考文献		210
図表一覧		224

附 記

本論をまとめるにあたっては、筆者がこれまで発表してきた論文を基礎にした。部分的に削除したり、書き改めたり、補足、追加したりした。それらの論文は下記のとおりである。

- ・「中小企業向け融資の U 字型構造とその改善の必要性」明治大学『経営学研究論集』第 17 号、2002 年。
- ・「中小企業における収益性重視経営の必要性」『経営学研究論集』第 18 号、2003 年。
- ・「2002 年度中小企業の現状と課題」中小企業・ベンチャービジネスコンソーシアム『年報中小企業・ベンチャービジネスコンソーシアム』第 1 号、2003 年。
- ・「破綻要因からみる信用金庫の今後の方向性」明治大学大学院『経営学研究論集』第 19 号、2003 年。
- ・「中小企業の私募債の現状とその利用拡大の可能性」日本証券経済学会『証券経済学会年報』第 39 号、2004 年。
- ・「特定社債保証制度からみた中小企業の私募債の現状と課題」明治大学経営学研究所『経営論集』第 52 巻 1・2 号、2004 年。
- ・「銀行の中小企業向けビジネスにみる中小企業の資金調達の二極化」日本財務管理学会『財務管理研究』第 16 号、2005 年。
- ・「中小企業の私募債の実態と金利への影響要因の分析」明治大学大学院『経営学研究論集』第 25 号、2006 年。
- ・「長野県諏訪地方における企業業績と私募債について」『年報経営分析研究』第 23 号、2007 年。
- ・「中小企業の社債による資金調達の実態と問題点」中小企業・ベンチャービジネスコンソーシアム『年報中小企業ベンチャービジネスコンソーシアム』第 5 号、2007 年。

以上

はじめに

中小企業を論じる際に、これまでは経済の中での中小企業の位置づけや役割という観点から主に論じられていた。しかし中小企業の経営を考える際に重要なのは、中小企業を取り巻く環境と中小企業内部の問題の二点からみることではないだろうか。

経済において中小企業を活力ある多数と捉えたり、問題を抱える弱者として捉えたりと、これまでの研究では中小企業の位置づけについて大いに議論がなされてきた。これは、中小企業を経済学的視点に立って議論を展開している研究が主流だったと言い換えることもできる。しかし、経済学的視点ではなく経営学的視点から中小企業を研究すると、中小企業を取り巻く環境がどう変化し、それにいかに対応していくかという点が重要となってくる。総体としての中小企業ではなく、個々の中小企業レベルを反映するような経営学的な分析が必要なのである。

そこで、中小企業が直面している経営課題を検証すると、財務分野が特に関心を集めている。中小企業財務、特に金融機関の変化は中小企業を取り巻く環境の変化の中でも中小企業経営に影響を及ぼしている。これまで中小企業は「経済的な弱者」として把握されてきたが、1999年の中小企業基本法の改正を代表とするように、積極的な経営姿勢の中小企業が評価され、そして支援や育成の対象となった。その結果として、成長の見込みのない中小企業は支援や取引（主に金融機関）の対象から除外されることとなり、経営環境は一段と悪化してきている。その現象が顕著に現れているのが財務分野なのである。特に90年代後半の「貸し渋り・貸しはがし問題」が生じたとき、中小企業の資金繰りが大幅に悪化した。金融機関自身の経営環境の変化により、その取引先である中小企業は資金調達を逸することになったのである。中小企業の資金調達が金融機関の借入に過度に依存しているために、中小企業の資金繰りが金融機関の貸出態度次第で決定されてしまうのが現状なのである。

中小企業財務の研究を進めるに従い、大企業と中小企業との間に格差があるとすれば、その格差の指摘だけに終わらずに、格差を是正する点について研究しなければならないという問題意識が芽生えたのである。

このような金融機関の中小企業への貸出態度が悪化している中、“ベンチャー企業”とい

うものに注目が集まるという現象も起きていた。このような“ベンチャー企業”として注目されている企業群は、必要な資金の急激な増加分を自己資金や金融機関からの借入だけでなく、外部資金、特にベンチャーキャピタルを代表とする投資家から調達しようとしている。こういった“ベンチャー企業”を対象としたとされる新興市場が次々に設立された。1999年に東証マザーズ、2000年にナスダック・ジャパン（現大証ヘラクレス）、2004年にジャスダックが開設された。各市場の上場数をみると、東証マザーズが200社、大証ヘラクレスが170社、ジャスダックが970社、計1,340社である(2007年10月15日現在)。一方、日本の中小企業数（会社ベース）を中小企業庁編『中小企業白書2007』を用いて調べると1,508,194社であり、企業数における中小企業の割合は99.2%となっている（2004年調査）。これにより、中小企業1,508,194社のうち、市場を利用して資金調達を行っている中小企業は0.09%と計算できる。つまり、中小企業の中でこのような新興市場での資金調達は一部の企業の資金調達手法に過ぎず、その他の企業は株式市場を利用していないのである。

また、中小企業経営者と懇談すると、増資という手法を敬遠している。なぜならば、経営者や親族からの増資ならば問題はないが、広範に資金を調達するということは株主も広範に広まり、経営者の支配権が相対的に弱体化し、結果として経営権を奪われる懸念が生じてくるためである。こういった背景から中小企業は直接金融である株式発行による資金調達へのインセンティブが高まらないといえる。

ただし、新興市場に上場を目指している中小企業に注目すると、収益性や成長性、IPO志向というものを重視していることに気がつく。例えば、Lussier & Pfeiferの研究によれば、“ベンチャー企業”の成長要因として財務に関するマネジメントの重要性を指摘している。つまり、中小企業が成長するためには“財務”が重要な要因ではないかと考えたのである。

しかし、先ほども述べたように、中小企業財務が金融機関に依存している現状では、金融機関の経営環境によってその貸出態度が変化してしまう点が課題である。中小企業の金融や財務に関する議論は、そのような事実があるにもかかわらず、中小企業は金融機関から資金を調達することを前提に研究しているものが多い。確かに、日本においては中小企業向けの金融制度が確立されており、金融機関からの資金供給が効率性および有効性の面

で優位であるため、その利用度を高めるような議論が進展する点を否定はしない。金融機関から中小企業への資金を供給するシステムは重要であるし、今後もその役割が大きなウエイトを占めることは間違いないだろう。しかし、そのようなシステムと並行して、中小企業が金融機関に依存しない資金調達手法の確立も必要であると考え、株式会社ではない直接金融による資金調達、すなわち社債が中小企業の自立した資金調達を可能にするという立場をとり、研究を進めていく。

社債という資金調達手法を中小企業でも選択ができるようになって10年以上経過するが、中小企業の社債に関する研究はほとんどされていない。そういった中で、本論文が中小企業財務、特に社債を利用した中小企業財務の研究に貢献できることを期待し、議論を展開していく。

第1部 本論文の目的と方法

第1章 本論文の目的と分析の方法

第1節 本論文の課題

本論文では中小企業財務が金融機関依存型である点に問題性を見出し、この構造から自立するには直接金融による財務、すなわち社債財務が有効であることについて議論する。

日本における中小企業財務は金融機関依存型の構造である。金融機関に依存した中小企業財務では金融機関の動向に左右されるため、金融機関からの財務に注視した議論だけでは、中小企業財務の課題の根本的な改善にはつながらないと考える。中小企業財務を改善するためには金融機関に依存した資金調達構造からの自立が必要であると、本論文では中小企業財務における社債利用が有効な方策の一つであると論じる。

日本の中小企業が金融機関依存型の資金調達構造から自立することを実現するために、中小企業が社債を利用した資金調達を推進することで、中小企業の資金調達構造の多様化と中小企業自身の成長、さらには地域の活性化につながる可能性を有している¹。現在の金融機関依存型の資金調達構造では中小企業は金融機関の経営環境の変化による間接的な影響を受ける。中小企業の資金調達手法は多様化しているが、その実態は金融機関からの資金供給システムにおける手法の多様化である。このような状況下では中小企業向けの資金供給側（金融機関）の事情で中小企業の資金調達環境が変化し、結果として中小企業の資金調達の利用可能性が低下する。本論文では、中小企業の資金調達問題を「放置しておいたのでは中小企業がその役割を發揮できない問題」として捉え、中小企業の資金調達構造の多様化による問題の解消について議論する²。

中小企業の財務問題は、「金融の二重構造」や「資本へのアクセスの困難性」として認識されている。そこで、まず、中小企業財務における主要な資金提供源である金融機関の対応の変化を把握すること、そして中小企業財務の手法が多様化しているが、「財務の機能」から見たときにそれが中小企業財務にとって意義があるのか、これらを明らかにすることが第1の課題である。

次に、中小企業の金融機関依存型の資金調達構造からの自立に際し重要であると主張する社債について、現在の中小企業財務において社債が内包する問題を明らかにすること、これが第2の課題である。

最後に、中小企業財務において社債が有効となるためにはどのような方策があるのか検討すること、これが第3の課題となる。

以上、3つの課題を明らかにすることで日本における中小企業財務の問題把握が可能となり、なおかつ「中小企業財務の問題」の解消に接近するものと考ええる。

第2節 本論文の分析視点

本論文では財務論的視点に立って分析を行う。中小企業の資金調達に関する研究においては金融論の立場に立った研究があるが、本論文では財務論的な立場に立って中小企業の資金調達について論じることとする。これは中小企業財務において、資金を確保するという点に重点を置いて議論をしていく立場にあるからである。もちろん、議論の中で金融機関について検証をしていくが、それは中小企業財務における資金調達先という観点からの分析に他ならない。本論文では金融機関が中小企業財務における問題の一因であると主張している。このように本論文は金融論的分析ではなく中小企業の立場になった財務論的分析視点を有していることが特徴となる。

それでは、財務とはどのようなことを意味するのであろうか。一般的に財務には「資金調達」と「資金運用」および「管理（計画と統制）」という側面を有している。財務の目的は資金の「効率的な調達と運用およびこれの有効適切な管理を通して企業目的を達成すること」である³。この場合の企業目的は「企業利益の長期極大化」である。そして、本論文ではこの3つの財務の側面のうち、「資金調達」という側面に限定して議論を進めていく。企業において必要資金の源泉は、基本的には利益剰余金や減価償却費など内部資金（自己金融）を利用する。しかし、普通は企業が必要な資金とその内部資金との間にはギャップが存在しており、このギャップが“資金不足額”となる。この不足額を充当するには、企業は新株を発行するか、あるいは外部から借入をするなどして資金を確保する必要がある⁴。この不足している資金をいつ、どこから、どれだけ、どういう条件、どういった形で調達し充足させるか、これが資金調達における重要な目標といえる。もちろん、「資金運用」や「管理」は重要な側面であり、研究対象として多くの議論がなされていることは事実である。しかし、企業内において有用な運用先があつたり十分な資金の管理が可能であるとしても、その根源となる資金の確保が不十分であるならば、「資金運用」や「管理」

は結果として実行不可能なのである。そのような意味においても中小企業の財務における最大関心事は「資金調達」であると位置付け、本論文ではこの側面に焦点を当てて議論をすることが妥当であると考える。

さらに財務については4つの機能があり、これらは企業目標を達成するための財務的尺度であるともいえる。水越(1983)や片山・後藤(1987)などはこれを「財務の機能」と称している(表1-1)。たとえば、水越(1983)では、①投下資本量の確保、②財務流動性の確保、③財務収益性の確保、④支配の確保とに分類し、また片山・後藤(1987)では、①所要投下資本量の充足、②財務流動の維持、③財務収益性の向上、④経営権(支配権)の効果的保持、以上4つを財務の機能としてあげている⁵。

表 1-1 片山・後藤(1987)による財務の機能

①	所要投資資本量の充足	企業成長の達成
②	財務流動性の維持	資金収支の金額的・時間的適合、適正運転資本量の保持、資本運動の円滑な維持、長期的には財務構成の健全化
③	財務収益性の向上	低コスト資本の調達と遊休貨幣資本の排除、貨幣資本の効率的な調達運用
④	経営権(支配権)の効果的保持	支配所要資本量の節約、一般出資者の無機能化、経営参加権なき資本の調達

さらに水越(1983)や片山・後藤(1987)の4つの「財務の機能」を分析ツールとし、現実に即した解釈をして応用したものが、坂本(1990)の「財務の機能」であるといえよう。坂本(1990)では、財務機能とは「投下資本量の確保」、「財務流動性の確保」、「財務収益性の確保」、「支配の確保」としている⁶。「投下資本量の確保」とは、企業にとっての必要資本量をどのように調達してくるかという問題に対処する機能である。「財務流動性の確保」とは、支払能力の維持に対処する機能である。「財務収益性の確保」とは、低コストで資金調達が可能かという問題に対処する機能である。「支配の確保」とは、経営権を確保できるかという問題に対処する機能である。

本論文では以上の4つの「財務の機能」を基本におき、さらに4つの機能を①利用可能

性、②流動性、③収益性、④経営権と簡略化して用いて、中小企業財務に関して議論する。

①利用可能性とは資金調達自体が可能かどうかの側面、②流動性とはすなわち長期で安定的な資金が調達可能かどうかの側面、③収益性とは資本コストが低く調達可能かどうかの側面、④経営権は独立した経営を確保できるかどうかの側面として扱う。このような財務機能を分析視点として有する研究は、これまでの中小企業財務に関する研究においては行われておらず、よって本論文により中小企業財務の問題点を明確に指摘できることとなる。

第3節 本論文の分析の対象

(1)分析対象の中小企業の定義

中小企業が有している経営的な問題の中でも本論文では中小企業の財務的問題、資金調達に関する問題に焦点を当て論じていくとすでに述べた。よって、議論の対象の中心となる企業は中小企業である。本論文では中小企業という用語を使用することになるが、中小企業基本法に準拠した企業のことを中小企業と指すことにする。

一般的に中小企業の範囲や区分を規定するには二つの基準が用いられる。一つは、量的基準⁷による区分、もう一つは質的基準⁸による区分である。日本においては資本金と従業員数の量的基準に基づいて分類がされている。その一方でアメリカにおいては、量的基準に加えて質的基準があり、産業の特徴などが考慮され決められているなど、中小企業の定義は各国によって様々である。日本においては大企業と中小企業の区分を考える場合、一般的に用いられる概念は中小企業基本法に定められた基準であり、本論文でも原則これに従うことにする⁹。

中小企業基本法において中小企業とは、資本金3億円以下または常時雇用する従業者数300人以下の会社および個人企業を指す(表1-2)¹⁰。ただし、卸売業の場合は、資本金1億円以下又は従業者数100人以下、小売業の場合は、資本金が5000万円以下又は従業者数50人以下、サービス業の場合は、資本金5000万円以下又は従業者数100人以下のものとなっており、このどちらかの基準に当てはまる企業が中小企業ということになる。そして、この定義に基づくと日本の企業の約99.7%が中小企業となる。また、本論文ではこのような定義に属した企業に該当しない企業、すなわち中小企業ではない企業を大企業と呼ぶことにする¹¹。

表 1-2 中小企業基本法による中小企業の範囲

上段資本金・下段従業員数

業種	1963 年	1973 年改正	1999 年改正
製造・その他の業種	5000 万円以下 300 人以下	1 億円以下 300 人以下	3 億円以下 300 人以下
卸売業	1000 万円以下 50 人以下	3000 万円以下 100 人以下	1 億円以下 100 人以下
小売業	1000 万円以下 50 人以下		5000 万円以下 50 人以下
サービス業			5000 万円以下 100 人以下

(出所) 中小企業基本法各年より作成

(2) 社債と私募債という用語

本論文では後に中小企業の社債について議論することになる。文中に社債という用語を使用するが、この場合は一般的な資金調達手法としての社債とする。また、中小企業の場合は「私募」によるものがほとんどである。「私募」と「公募」の区分は金融商品取引法の「有価証券の私募」に該当するかどうかで決定する。本文中で私募債という用語を用いるときは、狭義の社債の意味で用いる。

(3) 金融機関という用語

本論文では中小企業の資金調達に焦点を当てて議論するために、主要な資金供給源である“金融機関”という用語を用いる。金融機関とは広義でとらえるならば、民間金融機関と公的金融機関に区分ができ、民間金融機関には証券会社や保険会社などが含まれる。本論文では、中小企業が資金調達を行う上で重要な関係を持つ、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合、政府系金融機関（中小企業金融公庫、国民生活金融公庫、

商工組合中央金庫)に限定して「金融機関」という用語を用いることにする。

(4)分析対象を日本の中小企業に限定する理由

本論文では日本に限定したうえで中小企業の財務構造に焦点をあて、現在の中小企業の社債利用の現状と問題点、そして最後には中小企業の金融機関依存型の資金調達構造だけではなく、直接、投資家から資金を調達し、中小企業が経営的に改善できるシステムの構築を提言する。日本以外の国の中小企業の社債に関しては詳細には検証していない。

日本に限定して議論する理由としては、まず、中小企業に関する議論においては定義だけをとっても、世界各国で中小企業がどのようなものかは統一されていない。このような状況下で中小企業の社債を取り上げてもデータの統一性は図られない。たとえば、アメリカの中小企業の定義を見てみよう。これは NAICS(North American Industry Classification System)によって規定されている¹²。アメリカの中小企業の定義はまず、中小企業基本法(1951年)により「独立して所有および経営されその属する業界において支配的で地位を占めていないもの」と定義されている¹³。その上でNAICSにより非常に細かく分類されており、日本でいう日本標準産業分類の小分類に該当するような区分で中小企業の定義がなされている(表1-3)。日本における中小企業基本法では上記で見たように

表1-3 アメリカの中小企業の定義(抜粋)

業種	売上高	従業員数
農業	75万ドル以下	—
建設業	650万ドル~3,100万ドル以下	—
鉱業	—	500人以下
製造業	—	500人~1,500人以下
卸売業	—	100人以下
小売業	650万ドル~2,650万ドル以下	500人~1,500人以下
運輸	650万ドル~2,550万ドル	—

(出所) SBA(2006)の資料をもとに抜粋し作成した。

資本金基準と従業員基準で区分されているが、アメリカでは売上高もしくは従業員数で規定されている点が異なっている。また、後ほど触れるが、たとえばアメリカにおける社債の状況を得るために統計データを用いるが、このデータの基準はアメリカの中小企業基本法と同一の基準ではなく総資産額で区分したものである¹⁴。また、EUの基準は従業員基準かつ売上高基準もしくは純資産基準をクリアしたものが中小企業であるし、ドイツでは従業員数基準と年間売上高の基準双方をクリアしたものが中小企業と規定される。中小規模の企業において財務の困難性が存在していることは事実であるが、このように各国で基準が異なっている現状から、そもそも海外の中小企業との財務の単純な比較は困難であると考えらる。

次にアメリカでは社債市場が普及し中小企業も社債を発行しており、それとは比較しなくていいのかという問題が生じる。確かに、藪下・武士俣(2002)や小野(2003)が指摘しているように、アメリカでは中小企業が社債を利用していると指摘されるケースがある¹⁵。しかし、日本の国以外、たとえばアメリカでも中小企業の資金調達は、社債よりも「民間金融機関、とりわけ商業銀行等からの借入が中心」である¹⁶。この事実の裏付けとして、例えば、中小企業金融公庫総合研究所(2005)で用いている資料にはそもそも純資産額 500 万ドル以下の企業では社債の残高が分類されておらず、また藪下・武士俣 (2002)、小野 (2003) において使用されている出典の U.S. Department of Commerce(2006)では、純資産額 2,500 万ドル以上の企業では負債の構成の中に「社債」が使用されているが、純資産額が 2,500 万ドル未満の企業のデータには社債の項目がなく、そこには「金融機関からの借入」と「金融機関以外の借入」に分類されているのみである。

それでは、具体的にアメリカの企業の資産額区分による社債の発行残高を見てみよう(表 1-4)。先ほども指摘したように、この統計データはアメリカの中小企業の定義と同一ではない区分であるので、この区分が中小企業として適切であるかは検討が必要である。日本の中小企業の社債比率を算出すると 2005 年度で 0.79%である¹⁷。一方、アメリカには 2500 万ドル下では前述したように社債により調達したかのデータがなく判断ができないため、2500 万~5000 万ドルの区分で見ると社債比率 0.10%となっており、日本の中小企業よりも社債利用が度合いが低いと指摘できる。

また、日本の中小企業の平均資産規模は、国民生活金融公庫 (2006) によれば 227,358

千円である。アメリカの 2,500 万～5,000 万ドルを日本円（1 ドル 120 円換算）にすると 30 億円から 60 億円の資産規模の企業となっており、単純に比較はできないが、日本の平均的な企業よりも規模が大きく、このような企業の社債利用を見て、アメリカの中小企業

表 1-4 アメリカの企業の負債および総資産における社債比率（製造業）

(2005Q4)

資産規模	1\$=120 円で換算	社債合計 (百万\$)	負債合計 (百万\$)	総資産 (百万\$)	社債 /負債	社債 /総資産
2500 万\$以上	30 億円以上	377,922	3,209,294	5,558,906	11.78%	6.80%
2500 万～5000 万\$	30 億～60 億円	68	22,374	69,575	0.30%	0.10%
5000 万～1 億\$	60 億～120 億円	1,300	27,528	89,409	4.72%	1.45%
1 億～2.5 億万\$	120 億～300 億円	3,262	76,910	141,897	4.24%	2.30%
2.5 億～10 億\$	300 億～1200 億円	26,597	233,874	420,815	11.37%	6.32%
10 億\$以上	1200 億円以上	346,426	2,812,200	4,837,210	12.32%	7.16%

(出所) U. S. Department of Commerce(2006)p.144-164 をもとに筆者が作成

では社債が利用されているといえるのかは疑問である。

根本(2005)が「銀行からの借入が最も重要な資金調達手段であること、直接金融、とりわけ外部投資家からの調達はほとんどないという 2 つの特徴はすべての国に共通している」と述べ、また竹内(2007)は「米国の中小企業金融でも直接金融は例外であり、直接金融が中心だなどということは明らかに誤りである」と指摘しており、本論文でも上記のデータの数値から早急に「アメリカでは中小企業の社債利用が多い」と判断するのは妥当ではないと考える。

このほかに、アメリカにはルール 144A に基づき機関投資家向けの流通可能な私募債も存在していると指摘している先行研究もある¹⁸。しかし、それらは中小企業が利用する社債ではない可能性がある。ギットラ(1997)によれば、アメリカの私募債は通常の私募債では 1,000 万ドル以上で平均 3,000～4,000 万ドル、ルール 144A 債では 1 億～10 億ドル以上となっており、日本同様、これらの社債は大企業向けの社債という位置づけと認識できる¹⁹。さらにジャンク債の議論があるが、島(2003)では「ジャンク債が関係するのは中小

企業金融ではなく、資産規模でいえば 100 億円以上を超えるような大企業金融」としていくようにこれも中小企業財務の対象ではないものとする²⁰。

以上のような理由から本論文では、特に各国によって中小企業の認識が異なっていることを鑑み、海外の中小企業の社債と日本の中小企業の社債とを比較しないで検証していくことにした²¹。

(5) 歴史的検証という手法を用いない理由

本論文では歴史的な検証という方法をとらない。それは本論文の対象が中小企業の財務、特に社債利用について検討しており、その中小企業財務において社債利用が最近のことである点が理由である。1996 年の社債制度の改正までは、適債基準、有担保原則、起債会による統制などにより社債を利用できる企業は一部に限定されていたのである。

それまで社債は大企業に限定された財務であった。三浦(1992)では「日本の社債財務は歴史的にその時代の大会社だけが「独占的」に利用してきた」とし、1890 年の大阪鉄道会社が日本第 1 号普通社債を発行して以来、「社債財務と企業規模は密接な関連性」があり、その理由として、「社債が国家の政策的な指導による認可制のため」であり、そのため「社債財務は大会社だけに優位」であると指摘している²²。社債を発行する業種はその時代の主要な産業に絞られ、さらにその中でも規模の大きい企業に限定されていた。明治期には鉄道、紡績、海運などが中心で、昭和初期には鉄道や電燈、電力に加えて化学工業が加わり、戦時下では重化学工業を中心とした企業で、かつ規模の大きい企業が発行していたのである。戦後は間接金融主導の金融構造になったが、そのような状況でも起債会（起債打合せ会）主導のもと適債基準や格付基準を通じて発行量や条件といった面での実質的な起債統制を継続し、それは 1990 年ごろまで続いていた。これは、「質的規制すなわち発行銘柄を選別し、財務体質・信用力の優れた会社のみならず社債発行を限定すること」が戦時中より継続的に行われてきたことを意味するのである²³。そして、適債基準、無担保基準、財務制限条項のすべてが撤廃され、企業規模等に関係なく社債を利用できるようになったのが 1996 年なのである。上記のよう社債財務の歴史を見ても、社債は大企業にとって産業政策が絡んだ重点産業・基幹産業の資金調達システム、すなわち、銀行の借入財務の限界補完的な手段という位置づけだった²⁴。つまり、「社債発行の適格性から、社債発行企業が主

として大企業であったのはいわば当然のこと」と指摘され、社債は大企業に限定されたものであったことが理解できよう²⁵。

このように、1890年の商法制定から社債に関する様々な規制が撤廃される1996年まで社債は大企業に限定的な手段であり、中小企業は用いることが不可能であった。そして、1996年以降、社債が自由に発行できるようになってから、中小企業も実質的に利用可能となったのである。このような背景を鑑みて、歴史的に中小企業の社債財務を検討することはほとんどその意味をなさないと判断した。よって、本論文では中小企業財務、特に社債に関しては歴史的な検証を行わないものとした。

第4節 中小企業の財務に関する先行研究の特徴と本論文の位置づけ

(1) 中小企業研究における本論文の立場

ここでは中小企業研究において本論文がどのような立場にあるかを確認する。1999年に中小企業基本法が改正され、政策対象の中小企業の範囲も大幅に改正された。中小企業基本法は1963年に制定され²⁶、1973年と1999年に改正され、資本金および従業員の上限が上方修正され、改正ごとに政策対象としての中小企業の範囲が広がった。

しかし、1999年の改正では中小企業の範囲が拡大されたわけであるが、このこと以上に中小企業への認識が大幅に改編された点を注目すべきである。それまでは「経済的弱者」として認識されていた中小企業が、一般的に「経済発展の担い手」として認識されるようになった。これは中小企業研究でも同じように認識の変化が生じ、その流れが中小企業基本法の改正への反映されており、この点は大きな転換といえよう。

このような動向は1980年代半ばを契機とした中小企業への認識の再考から端を発している。1980年代前半までは中小企業は大企業と比べた場合、経済的な「弱者」として認識され、「二重構造問題」²⁷といったように大企業との関係における問題性として中小企業の本質を把握されてきた。しかし、1980年代に中小企業の問題性ではなく成長性や発展性を評価する動きが活発化した。

小林・瀧澤(1996)は大正時代から1990年代までの時代において、主流となった中小企業研究の流れをまとめた。それによると、中小企業基本法が制定された1960年代は問題性型中小企業本質論、つまり「問題を持たない中小企業はない」という考えが主流であっ

た。それと同様に大企業との格差是正、二重構造の解消が当時の中小企業基本法の理念に盛り込まれていた。

しかし 1980 年代からは積極評価型中小企業本質論が影響力を持つようになった。これは中村秀一郎や清成忠男に代表される「中堅企業」や「ベンチャー企業」を中心に扱った研究であり、中小企業が拡大、発展をしていく存在だとするものである²⁸。このような中小企業評価型の研究が影響力を持つようになり、中小企業庁が 10 年ごとに発行する『中小企業ビジョン』の中でそれが如実となっている。『70 年代の中小企業ビジョン』ではそれまでの中小企業基本法の基調にあるように、中小企業を「経済的弱者」として位置づけていた。しかし、『80 年代の中小企業ビジョン』になるとその方向性は修正され、問題性型の中小企業という認識が主流であるものの、次第に積極評価型中小企業本質論の影響が高まっていたことが見受けられる。そして、『90 年代の中小企業ビジョン』においては、中小企業を「創造の母体」として位置づけ、中小企業のマイナスイメージは払拭される方向性が示されたのである。

そして、こういった中小企業の認識が変化する中で行われた 1999 年の中小企業基本法の改正では、これまでの政策理念であった「大企業との格差是正」を修正し、「独立した中小企業の多様で活力ある成長・発展」へと転換したのである。これは先ほど指摘したように、積極評価型中小企業本質論の台頭の影響があったと考えることは妥当であろう。そしてこのことは、これまで中小企業が「総体」で保護育成の対象であったものが、中小企業の中で“意欲と独立”を有しているという範疇に属する「個別」の中小企業を主な育成対象とすることになったといえよう。

このように研究の流れや中小企業への評価が変化してきたが、そもそも大企業と区別した上で、中小企業というものに関心を持ち、われわれは研究をしている。中小企業を区別しないでよければ、そもそも大企業という言葉も存在せずに、単に企業という研究対象であればよいのである。しかし、あえて中小企業という研究対象を設定して議論するには、やはりそこには社会科学的に研究対象とする意義と必要性があるからである。

こういった中小企業を区別してその問題を扱う行為こそが「認識型中小企業本質論」であるとしている²⁹。小林・瀧澤(1996)はこの認識型中小企業本質論を「問題型中小企業認識論」と「貢献型中小企業認識論」の 2 つに区分している。問題型中小企業認識論は、「中

小企業が「大企業でないために生じる問題」を持つことに着目し、そのような問題を持つからこそ、大企業と区別して「中小企業」を認識し、研究し、政策を考える必要があると強調する」ものとしている³⁰。さらに問題型中小企業認識論を①淘汰問題型中小企業認識論、②残存問題型中小企業認識論、③格差問題型中小企業認識論の3つに分けている。

本論文では中小企業財務に観点を置き分析を行うが、大企業と比較した場合、中小企業財務においては金利や手法などといった面で様々な格差があることを認識している。これはすなわち、小林・瀧澤(1996)の分類でいうなれば本論文は格差問題型中小企業認識論という立場に該当することになる。

(2)中小企業の財務に関する研究

中小企業の資金調達に関する研究は、中小企業が資金調達を行う際の制約をいかに軽減するかという点を中心に議論されている。特に金融制度、金融機関の変遷に焦点を当てて研究しているものが多い。このような議論が行われてきた要因として、「中小企業金融における二重構造問題」があげられる³¹。

日本においても「中小企業における金融の二重構造」は数多く指摘されている。たとえば、篠原(1961、1966)では、大企業と中小企業との間には「賃金格差」があり、この原因を遡ると「生産性の較差」、「資本集約度の較差(資本・労働力比率の差)」に行きつく。そしてこの「資本集約度の較差」は「大企業への融資集中」に起因すると指摘し、系列を基盤とする優先的な設備資金融資により、大企業と中小企業との間に二重構造が生じる原因となるもとした³²。

また、川口・川合(1965)では「借り手の二重構造」として大企業と中小企業の資金調達における格差を指摘し、自己資本蓄積の大小によって“資金調達力”の差が生じ、それは資金調達ルート、借入金利、利用資金の質および信用制限の側面での格差であると分析している。この二重構造問題は「戦後の経済復興、高度成長過程における大企業と中小企業の間において生じた資金調達面の格差を認識したものであり、選別融資、担保・保証への依存、自己資本不足、借入金利の問題など、中小企業が大企業に比べて不利な状況であることへの認識とその対応の視点」から議論が行われてきた³³。

また、日本以外でも大企業に比して中小企業が資金調達の面での格差の存在は指摘され

ている。たとえば 1931 年イギリスのマクミラン報告書である。報告書の中では「財務の健全性が保証された企業であっても、中堅規模の企業も含めていわゆる中小企業では資本調達に際し、多大な困難が数多く認められている」とし、これはマクミランギャップと称されている。

このような中小企業の資金調達の困難さの要因として考えられていることは、中小企業分野において情報の非対称性の存在により逆選択の問題が生じることがあげられる。中小企業は大企業と比してその情報の偏在が著しく、外部からその情報を入手するためのコストがかかり、そのコストの分だけ格差が生じることになる。この中小企業の情報の非対称性の度合いをいかに軽減するかについての研究は日本だけではなく各国で盛んである。Diamond(1984)を中心に間接金融における情報の非対称性の議論の契機とし、たとえば Boot(2000)ではリレーションシップ・バンキングが情報の非対称性を解決するためには有効であると指摘している³⁴。

しかし、これらの議論は中小企業からの視点ではなく、金融機関からの視点で研究されていることに注視しなくてはならない。金融機関から中小企業への円滑な資金供給、すなわち金融機関主流の資金供給、中小企業の視点でいえば、金融機関に依存した資金調達構造を前提としているのである。このような中小企業の金融、資金調達に関する先行研究の特徴を次に確認していく。

(a) 間接金融を対象とした研究の特徴

中小企業の資金調達は間接金融に依存しているため、中小企業の資金調達に関する研究もまた間接金融主体の研究が中心となっている³⁵。間接金融が中小企業金融において有効とする要因は、金融仲介機能の重要性、金融機関が金融取引における取引費用の軽減をすることなどがあげられる³⁶。間接金融を主眼とした研究では、中小企業金融における情報の非対称性の軽減をいかにするかを議論することに集中している。これは、中小企業は大企業に比して情報の非対称性の度合いが強い分野であり、この分野では金融機関による情報生産機能が重要であるためである³⁷。

間接金融を対象とした研究の中において、現在主流である研究はリレーションシップ・バンキングに関する研究である³⁸。リレーションシップ・バンキングとは、金融審議会

(2003)によれば「貸し手と借り手の長期的に継続する関係の中から、外部からは通常は入手しにくい借り手の信用情報が得られることにより、貸出に伴う貸し手、借り手双方のコストが軽減されることにある」という理論をもとにし、「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に関する情報を蓄積し、この情報を基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」である³⁹。また、リレーションシップ・バンキングを推進することで情報の非対称性が軽減し、その結果、貸出の際の審査コスト等が軽減されることによる金融の円滑化、信用リスクを適切に反映した貸出、借り手の業績が悪化した場合の適切な再生支援等による貸し手・借り手双方の健全性の確保が図られるといったメリット、すなわちエージェンシーコストの削減によるメリットを金融機関および中小企業双方が享受できるとされている。たとえば、金融機関との取引が長くなるにつれ、つまり関係が強化されることにより担保設定の緩和が行われる、金利が軽減される、融資額が大きくなるなどの研究がある(たとえば、Boot & Thakor(1994)、Peterson & Rajan(1994)、Berger & Udell(1995)など)⁴⁰。こういった研究に依拠し、特に中小・地域金融機関(地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合)がこのリレーションシップ・バンキングの担い手として重要な役割を果たすべきであると指摘している⁴¹。このようにリレーションシップ・バンキングに関する研究は、中小企業向けの金融機関の存在を前提とし、金融機関から資金調達を円滑にするために既存の金融システムを有効に活用する方法を検討している点が特徴である。

また間接金融において資金調達の手法が多様化しており研究も進展している。たとえば従前の不動産以外を担保としたABL(Asset Based Lending : 動産・売掛債権担保融資)、CRD(Credit Risk Database)を利用したクレジットスコアリングによるビジネスローンといったトランザクション・バンキング(Transactions-based Banking)に関する研究などがある⁴²。しかし、これらはすべて金融機関が介在する資金供給システムを前提とした研究である。

このように見るとリレーションシップ・バンキングに関する研究は中小企業の視点に立った研究ではなく、むしろ中小企業をその取引対象とする金融機関、すなわち地方銀行や信用金庫などの視点に立った研究といえる。リレーションシップ・バンキングを推進することはこのような金融機関の存在意義を主張し、その役割の重要性を唱えているものであ

り、中小企業の財務という観点に立った研究ではないのである。

(b) 直接金融を対象とした研究の特徴

中小企業の直接金融による資金調達に関する研究は、株式による調達に関する研究が主流となっている。投資ファンドやベンチャーキャピタル等からの出資による資金調達に関連した研究が進展しており、特に“ベンチャービジネス”やベンチャーキャピタル、株式市場などを対象とした研究が中心である。たとえば Timmons(1994)、Pfirrmann & Wupperfeld & Lerner(1997)、忽那(1999)など、“ベンチャービジネス”やベンチャーキャピタルなど資金調達に関する研究などがある。

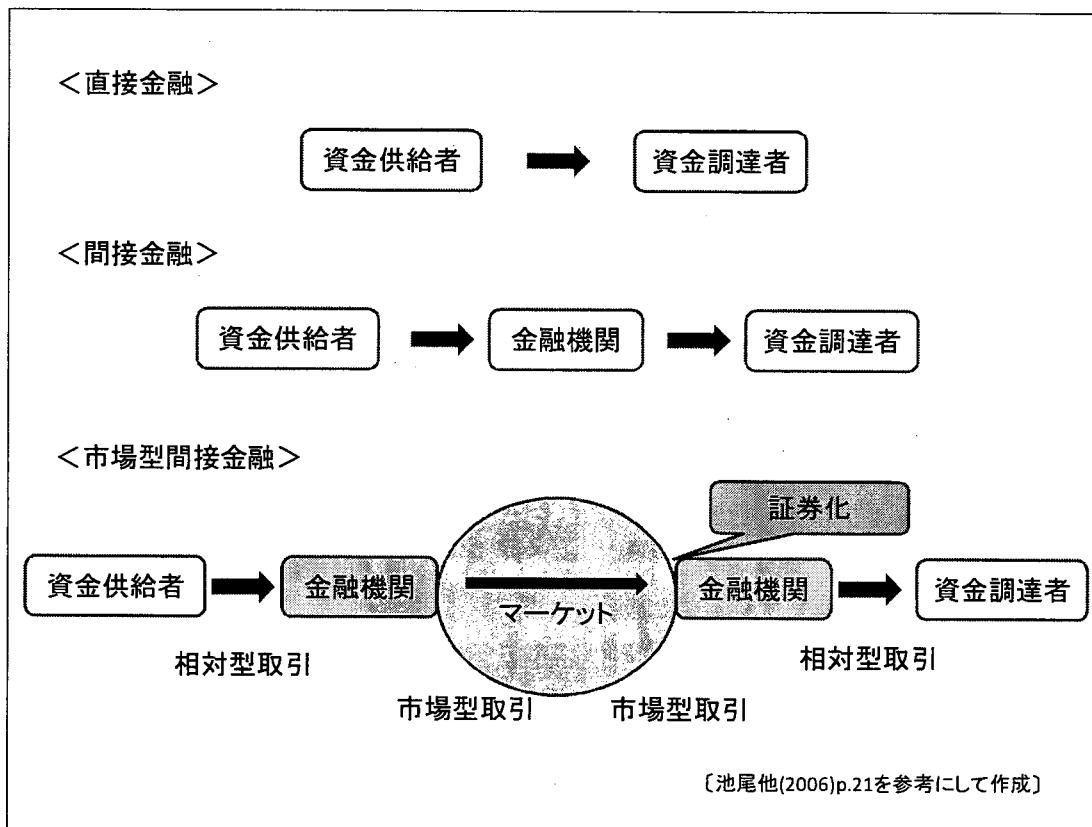
このような株式発行による資金調達を行う企業の前提として、その企業が将来 IPO(Initial Public Offering：新規株式公開)や M&A を視野にいれた戦略を有していることがあげられる。確かに IPO や中小企業における M&A が行われていることも事実である⁴³。しかし、中小企業分野において市場が未成熟なため株式の流動性は低い。一般的な中小企業では資本政策上、株主を広範囲に拡大する意思がない企業が多いため IPO や M&A を視野に入れてはいない。株式を発行し外部から資金調達を行うことは株主を増加させ、結果的にそれは経営権をも分散させる可能性を内在していることになる。実際には株式発行によりファンドやベンチャーキャピタルといった投資家からの資金調達手法は上場志向のある企業のための限定的な資金調達であり、流動性のない中小企業の株式の特徴を考慮すると、中小企業が通常利用する資金調達手法ではない。

(c) 市場型間接金融に関する研究の特徴

直接金融と間接金融の中間的な位置づけとして市場型間接金融というものがある(図 1-1)。市場型間接金融とは「広い意味での証券市場が金融の中枢に大きく存在し、一方では、そこに間接的に専門的金融サービスが付加された資金が投資家から流れ込む。さらに他方では、間接的にコーポレート・ファイナンス・サービスを伴った資金が借り手に流れて行く。これからはこうした広義の証券市場を中心としたシステムが大きくなる必要がある。こうした資金の流れを可能にする金融」とされている⁴⁴。具体的には「金融機関がローンなどの原債権をオリジネートし、資産証券化などの流動化市場を通じて投資家などに

転売する」ことなどを想定できる⁴⁵。これらはCDO(Collateralized Debt Obligation)といった証券化の手法を利用した市場型間接金融手法として注目されている。しかし、市場型間接金融の議論は金融機関に視点を置き、金融機関のリスク分散に焦点を当てた議論といえる。市場型間接金融が進展し、「市場型間接金融チャネルが拡大しても、最終的な資金調達者である中小企業にとっては直接的には基本的な変化が生じるわけではない」のである⁴⁶。つまり、中小企業の視点から見た場合、市場型間接金融の進展により資金調達ができたとしても、中小企業が資金調達する場面では従前からの金融機関からの資金調達と変わらないのである。

図 1-1 直接金融・間接金融・市場型間接金融



(d) 一般的な社債財務に関する研究の特徴

上記では中小企業財務において間接金融および直接金融に関する研究の特徴を見てきた。

直接金融に関する中小企業の資金調達の研究は株式に関連する研究が主流となっていたが、直接金融の1つである社債を利用した資金調達に関する研究をここでは見ていく。

一般的な社債、つまり大企業が利用してきた社債に関する研究は数多く存在し社債財務研究に貢献している。たとえば、社債市場に関する研究は志村(1978、1980、1986)、船橋(1991)、公社債引受協会(1996)、松尾(1996、1999(a),1996(b))、丸(1996)、後藤(2001)、岡村(2002)、岡東・松尾(2003)、資本市場研究会(2003)、などがある。これらの先行研究は大企業の社債市場に関して歴史的、実証的に分析している。また、社債に関連した「格付」に関する研究としては、岡東(1998、2004)、三浦(2002)、勝田(2003)などがある。これらは社債制度の改革に伴い、格付の必要性が増加している実態に即して研究が進められている。これら以外の社債に関する研究としては、三浦(2001)では大企業の社債利用は転換社債および新株引受権付社債を中心に行われてきたと述べ、海外(アメリカ)の社債との比較をした研究では新井(1991)や岡東(2001)などがある。

また社債のうち私募債に関する先行研究は、まず三浦(1993)がある。その中で三浦は1990年当時の私募債の発行額が増加していることに触れ、「中堅会社による財務の証券化(直接金融化)」の増加を一因とし、「中堅会社は、在来型(小型)私募債を「担保付・長期固定金利・借入財務の変形」として利用」、つまり既存の借入と変わらないものと私募債を位置づけている⁴⁷。また、「大銀行」と「大会社」との関係において銀行が優位であることも指摘している⁴⁸。しかし、発行基準が当時のものであり現在とでは状況が乖離している点、中小企業に関する議論が制度上なされていない点が指摘できる。

磯谷(1998)では、アメリカの私募債の特徴について論じており、私募債を発行する条件および規模の小さい私募債の発行が少ない要因について述べている。私募債を発行することを選択するケースは、「情報問題」を抱えている企業もしくは「情報集約的」な投資家しか買えない複雑な事情を有する企業が発行する場合であるとしている⁴⁹。また、金額の少ない私募債(1,000万ドル以下)の発行が少ない理由として、私募債の発行に必要なコストが割高である、買い手がデューデリジェンスおよびモニタリングを行う際のコストを利子に上乘せられる、発行額が小さい私募債の場合、発行企業自体が小規模であり、情報の非対称性の問題が存在する、といった点をあげている⁵⁰。このように、発行額の小さな社債の発行が少ない点や私募債の発行を選択する動因は日本にも当てはまると考えられるが、

この研究の中では日本については触れられていない。

このように、社債に関する研究は、日本において社債財務が利用されるようになった明治期までさかのぼり、市場や制度を対象とした歴史的研究が多く行われてきている。そして、社債を利用する企業は大企業に限定されていたために、研究の対象が自ずと大企業となった研究がほとんどで、中小企業の社債財務の研究は 1990 年代後半になってからようやく行われてきたのである。

(e) 中小企業の社債財務に関する先行研究の特徴

このような背景のため、中小企業の社債財務に関する研究は少ないが、たとえば、篠原(1992)、野田(2000)、柴田(2002、2003)、本間(2002)、小野(2003)などである。

篠原(1992) が、当時の中小企業庁が行ったアンケート「中小企業等の私募債に関する調査」をもとに中小企業の視点からの私募債への認識、メリット、デメリットをまとめている。メリットとしては、①長期固定金利資金の確保が望める、②資金調達手段の多様化が図れる、③取引金融機関との関係緊密化が期待できる、といった点を列挙している。デメリットとしては、①手数料まで含めるとコストが高い、②発行手続が繁雑となってしまう、③金融機関の実績つくり利用されてしまっている、などがあげられている。また、私募債発行の増加要因としては、①私募債に対する認知度の高まったこと、②銀行の勧誘、③発行限度額の上昇が行われたこと、などを指摘している⁵¹。このように、私募債に対する中小企業の評価は現在と変わらないが、この論文ではアンケートの紹介が中心であり、データ等が少なく、また、11 年前のため、当時の制度での分析になっている⁵²。

野田(2000)では、1999 年に行われたアンケートにより現状を分析し、有担保原則、市場が未整備、コスト高といった点を私募債の有する問題点として指摘している。しかし、中堅・中小企業というより一般的な私募債に関する問題把握に留まっている。また、特定社債保証制度に関しては若干触れてはいるが、評価に値しないものと述べ、具体的な分析はなされていない。

本間(2002)では、中小企業の直接金融の多様化の一手段として東京都の CLO 構想を検証している。その中で、私募債に関して「間接金融の性質が強い」と指摘するに留まっております。また特定社債保証制度に関しても若干触れてはいるが、詳細に検証はされていない。

柴田(2003)でも、東京都の債券市場構想(CLO、CBO (社債担保証券: Collateralized Bond Obligation)を中心にその概略をレビューしている。その中で特定社債保証制度にも触れており、中小企業、金融機関双方の私募債に対する動向を中小企業事業団の行った調査データを紹介する形で論じている。この論文の中で、会社制度の視点から見た場合、特定社債保証制度による無担保による資金調達を評価している点が特徴である。中小企業の場合、株式会社という有限責任制度を享受できる形態を採用していても、経営者が実質、無限責任を負わざるを得ない点に問題があるとしており、無担保で資金調達できる点が重要であるとし、特定社債保証制度を評価している。

以上のように、先行研究のレビューをまとめると、①中小企業に関する私募債の研究数が少なく、1996年以前の旧制度のもとでの研究が存在している、②一般的な私募債や制度の解説に留まっており、中小企業の私募債の現状を分析していない、という点を指摘できる。

また、中小企業財務における社債の研究は制度の分析が中心となっており、中小企業財務の視点に立った研究は行われていない。そこで、本論文では中小企業財務という視点に立ち、社債を利用した資金調達について論じることが特徴となる。社債による資金調達は直接金融に区分されるが、前述したようにこれまで制度面の規制があり中小企業が社債を利用して資金調達することは少なかった。しかし、1996年までにそれまで存在していた社債の様々な規制が撤廃されたことで、中小企業も社債を利用した資金調達が可能となったのである。このような経緯のため中小企業が社債を利用した歴史が短いゆえに中小企業財務における社債に関する研究は少ないが、中小企業にとって社債は財務機能の視点から鑑みて有効な資金調達手法であると考え、本論文では中小企業財務の有効な手段として議論を進める。

第5節 本論文の構成

まず、第1部では本章と2章で構成し、本論文での課題や分析の方法、中小企業財務の特徴など基本的なことを論じる。ここでは金融機関からの借入が主流である中小企業財務の現状をデータを使用して把握する。金融機関の融資残高や中小企業の財務構造などを把握することで、中小企業が金融機関依存型財務構造であることが明確となる。金融機

関依存型資金調達構造において「財務の機能」の視点により中小企業財務の特徴が明らかになる。

続いての第2部では金融機関依存型財務の構造と問題点を明らかにするため、従前からある中小企業の金融機関依存型の資金調達構造とその実態および変化について論じる。中小企業の資金調達は金融機関からによるものが大きい。その金融機関の動向を分析することで、いかに中小企業の資金調達システムが金融機関中心で動いていることが明らかとなる。また、そのような資金調達システムを利用する中小企業の視点に立って分析を行うことで、中小企業を取り巻く資金調達環境を明確にすることができる。

3章では、都市銀行の中小企業向けの対応の変化について論じる。都市銀行が中小企業向け融資に表面上は積極的な戦略を採用しているが、その実態を検証すると、金融機関自身が迫られている収益性向上という目標と関連していることがわかる。現在の金融機関における中小企業向けビジネスへの関心の高まりは、かつての大企業の銀行離れによる代替的な中小企業向け融資残高の増加というよりも、収益を得られるという観点から中小企業をターゲットとしたビジネスの拡大として把握することが可能である。これは中小企業財務における「収益性」の側面で影響があると論じる。

4章では、中小企業向け金融機関である信用金庫に焦点をあて、特に信用金庫が破たんし合併が行われた時期に限定して議論する。当時の信用金庫の破綻要因を、財務的アプローチによって検証し、破綻信用金庫と非破綻信用金庫との比較から、信用金庫が採用している収益性および健全性の追求には、中小企業向け専門金融機関というその本来の役割からすれば問題があり、中小企業財務には「利用可能性」の側面で影響があると論じる。

5章では、なぜ金融機関依存型の資金調達構造が問題なのかを論じる。ここでは金融機関からの資金調達ができない中小企業はその資金調達を金融機関以外、すなわちノンバンクを利用することになる。このような現状を「流動性」と「経営権」の側面からも中小企業財務の現状での問題を指摘する。

第3部では本論文の中心的な議論である中小企業財務における社債について論じる。本論文では中小企業が社債により資金調達を行うことに注視する。そこでなぜ中小企業が社債を利用することが望ましいのか、中小企業の社債利用の現状がどうなっているかを実証的に論じる。中小企業でも社債を利用した資金調達を行っている企業が増加しているが、

これは 2000 年に施行された「中小企業者に対する直接金融の途を開き、資金調達の多様化・円滑化を図るために、信用保証協会が中小企業者の発行する社債（私募債）に信用保証を付与する制度」（以下、特定社債保証制度）を背景とした増加である。その制度のもと中小企業の私募債発行は増加しているが、同制度が内在する問題点を指摘する。中小企業が発行する私募債は金融機関を仲介して資金が供給される形態をとっており、従来からの金融機関依存型の資金調達手法と同等の性格を有していることは否定できない。これは、企業主体の直接金融というよりも金融機関からの融資という性格が残存している資金調達手法であると指摘する。

6 章では、中小企業の私募債の現状について検証する。中小企業の私募債の実態を把握することに加え、年度、引受金融機関、地域および業種ごとにその私募債に特徴、特に金利面での差異があるかを検証する。そして、中小企業の私募債と金融機関との関係を検証する。

7 章では、私募債を発行した中小企業の財務的な特徴を把握する。特定社債保証制度に基づいて発行された私募債のうち、長野県諏訪地方 6 市町村（岡谷市、諏訪市、茅野市、下諏訪町、原村、富士見町）において発行された私募債を対象として、発行した中小企業の業績と私募債発行との関連性を把握することに主眼を置く。ここでは、私募債を発行している中小企業の実態を把握すること、中小企業の業績と私募債発行との関連性を検証することを目的とする。

8 章では、中小企業の私募債発行コストの実態を把握する。中小企業が発行した私募債において、金利以外のコスト（手数料など）にどのようなものがあるのか、また中小企業がそれをどの程度負担しているかを把握することを目的とする。そのような手数料などを負担するために、一般的な借入よりも私募債による調達はコストが高いと言われている。ここではこれらの事項を明らかにするために、私募債を発行した中小企業にヒアリングを実施し、その実態を把握することを試みた。中小企業財務において私募債という直接金融の資金調達チャンネルが増加したことは、一部の上位中小企業にとっては利用可能性および資金の流動性が増加し有益となったという側面を有している。しかし、その実態は、①私募債という資金調達のチャンネルは増加したが、金額も件数もまだ少なく、実質は金融機関が引受けるという金融機関依存型の資金調達（金融機関優位の関係）に他ならないこと、

②スキーム上は機関投資家等に譲渡することになっているが、実際は金融機関が私募債を引受け所有し、様々な役割を金融機関が担当し関与するという“金融機関への利益集中構造”であることがわかった。よって、中小企業は依然として間接金融依存、つまり金融機関依存の資金調達体制から脱却できていないと結論付けた。また、そのような金融機関依存体制から脱却するためには、金融機関以外から資金が中小企業に流入するシステムを構築する必要があることを指摘する。

第4部では、金融機関を介さずに私募債を発行し投資家から直接、資金を調達している中小企業の事例を紹介する。これらの事例では中小企業の経営者以外に従業員や地域の住民、取引先が私募債を購入して社債権者となっている点に注目すべきである。金融機関を介さないこと、さらに社債という資金調達手法を中小企業が導入することにより、中小企業の資金調達手法の多様化という側面と、地域が企業を育成する意識や地域に企業の利潤を反映させるという意識、地域からのモニタリングによる中小企業経営の意識改革を促す側面を有することを指摘する。中小企業が社債を利用した資金調達を行うことで、中小企業自身の成長とその企業が存立する地域の活性化を同時に実現する可能性について示唆することにする。金融機関を介さない私募債による資金調達手法を中小企業に導入することは、①中小企業財務構造の多様化という側面、②地域からのモニタリングによる企業経営の意識改善を促す側面、③地域が企業をチェックする意識や中小企業に地域へ企業利潤を反映させるという意識を根付かせる側面という3つの点により、現在疲弊している地方経済（地域）の活性化を促進する方策の一つとして位置づけられるものと論じる。さらに、中小企業の私募債による資金調達がより活発なものとするために地域限定の中小企業向け“社債市場”を創設し、地域に基盤を置く中小企業の成長を資金調達の面から促進させ、企業利潤を投資家である住民へ還元できるシステムの構築が必要である。本論文では、この中小企業向け社債市場創設により中小企業の資金調達環境の改善と同時に中小企業の成長および地域の活性化を推進できるものと結論づける。

9章では本来の意味において直接金融である社債を中小企業が発行し、地域から資金調達を行うことで、中小企業の財務内容の改善・成長と中小企業が存立する地域経済の活性化の双方の実現可能性について論じる。金融機関を介さないで社債を発行し地域住民が社債権者となり資金調達を行った中小企業のケースを取り上げ、その財務内容を検討する。

最後に中小企業向けの地域限定の社債発行市場の創設を提言し、中小企業が発行する“地域募集債”による中小企業の成長と地域活性化の可能性について述べる。そして、10章で本論文のまとめと残された研究課題について述べることになる。

以上のような構成で中小企業財務の自立化について本論文は展開していくことにする。

¹ 後藤・田淵(1992)では「資本」と「資金」を明確に区別する必要があると述べ、貨幣および信用の「調達源泉」を資本 (capital) とし、「運用」ないし「使途」を意味するとしている。しかし、本論文においては後藤・田淵(1992)の「資本」の調達という意味で「資金調達」という用語を用いることにする。

² 小林・瀧澤(1996)p.33。「放置しておいたのでは中小企業がその役割・貢献を十分に実現できないという問題が、現在の日本における中小企業問題」としている。

³ 前掲、後藤・田淵(1992)、P.9。

⁴ Brealey & Myers(2002)p.406 では、資金のギャップを解消することが資金調達の意義であるとしている。

⁵ 片山・後藤(1987)pp.27-28、水越(1983)p.135-138 また、水越 (1992) p.156-157などを参照。

⁶ 坂本(1990)p.121。坂本 (1990) ではこの「財務の機能」を用いて、日本における大企業を企業集団という枠組みから「系列融資の存続意義」を分析している。

⁷ 量的基準とは、資本金、売上高、従業員数、試算額、市場占有率等などによって大企業と中小企業を区分するものである。

⁸ 質的基準とは独立性、市場支配力、所有と経営分離などによって大企業と中小企業を区分するものである。

⁹ 中小企業を定義することは難しく、明確なものとしては統一されておらず、法律によって定義や基準も様々である。たとえば、法人税法、中小企業経営革新新法、下請中小企業振興法などでも異なっている。また統計データの中には中小企業基本法に準拠していないケースもあり、本論文でもそのようなデータを使用する際には注記することにする。

¹⁰ 中小企業基本法は 1964 年に公布され、1999 年に大幅に改正された。第 2 条において

あくまで政策対象としての中小企業の定義が示されている。この結果、以前よりも中小企業の範囲が広がられた。

また、会社法第2条6号による。2006年から施行された会社法においては大会社のみの規定となった。それ以前は大会社、中会社、小会社という区分がされていた。会社法においては、貸借対照表における資本金の額と負債の額によって、株式会社のうち次の要件にあてはまる会社を大会社として規定している。その要件は、資本額が5億円以上の株式会社、もしくは負債額が200億円以上の株式会社、このどちらかの要件を満たしていれば大会社としている。会社法では、中小企業といった表現はなく、大会社と大会社以外の会社という区分になる。

¹¹ 総務省「事業所・企業統計調査」によれば、2001年には全国の企業数470万社のうち約469万社が中小企業である（『2005年版中小企業白書』p.383参照）。中小企業の定義に関するは数多く繰り返されており、小林・瀧澤によれば「中小企業とは何かという設問に答えることは、中小企業研究の「入り口」であると同時にその「到達目標である」としている（小林・瀧澤(1996)p.3）。このような政策対象としての定義に基づく企業群を中小企業として扱うことに対して批判的意見があるものとする。しかし、財務の問題に関する議論を進展させるためにもこの企業群を中小企業として本論文では扱う。

¹² SBA(U.S. Small Business Administration)のサイトを参照のこと。

(http://www.sba.gov/idc/groups/public/documents/sba_homepage/serv_sstd_tablepdf.pdf、2007年9月26日アクセス)。

¹³ 中小企業金融公庫総合研究所(2005)p.52。

¹⁴ 藪下・武士俣(2002)p.199では「SBAが規模基準に用いている従業員数や売上高の規模別に企業のバランスシートをとらえた統計はない」としている。

¹⁵ 藪下・武士俣(2002)では「米国の中小企業では社債による資金調達が進んでいる」(p.201)、小野(2003)では「米国では中堅クラスの企業の資金調達手段として社債」と述べられているが、中堅クラスがどの程度の企業なのかは不明である。(p.12)。

¹⁶ 中小企業金融公庫総合研究所(2005)p.54。一般的な借入なのか社債のかなど手法は不明であるが、アメリカの中小企業の資金調達（他人資本、残高ベース）では商業銀行が

65%、貯蓄金融機関 4%、ファイナンスカンパニー23%、事業会社・公的機関 3%、個人 5%となっている。また、フランス、ドイツでも中小企業の資金調達は「銀行からの借入」が中心となっており、フランスにおいては「中小企業融資においては以前のように金利の高さよりも資金へのアクセスの問題」が問題となっている（同、p.4 および p.26）。

17 『中小企業白書 2006 年度』、p.54、p.335 および財務省「法人企業統計調査自系列データ(<http://www.mof.go.jp/1c002.htm>)」を元にして算出。

18 たとえば、磯谷(1996a)、磯谷(1996b)、小野(2003)など。

19 ギッドラ(1997)p.16。

20 島 (2003) p.199。ジャンク債とは「ムーディーズやS & Pのようなグローバル格付け機関の格付け体系で Ba/BB 格以下の社債」としている(同 p.192)。

21 今後は海外の中小企業の社債利用の比較を行うことが課題となるが、中小企業の定義の統一、研究の対象をどう明確にするかなど検討の余地は残る。

22 三浦(1992)pp.13-21。

23 岡東・松尾(2003)p.94。

24 前掲、三浦(1992)p.3 および岡東・松尾(2003)p.132。

25 公社債引受協会(1996)p.67。

26 中小企業基本法は「経済成長を実現していくため、経済効率達成という視点からも二重構造を解消することが基本課題とされ、中小企業における生産性向上と適正生産規模の追求が必要とされた。この観点から中小企業の自主的な努力を支援し、その成長、発展を図ることを目的とし」制定された。(中小企業事業団中小企業研究所(1985)p.53)

27 日本の二重構造問題は有沢広巳によって指摘された。有沢によれば、日本の経済構造は近代化した分野と、まだ近代化していない分野とに別れており、その二分野間に、大きな格差が存在しているとした(森本(1997)p.81~82)。

28 例えば、清成(1990)p.3 では「中小企業こそが経済活力の源泉」であるとしている。

29 前掲、小林・瀧澤(1996)p.15。

30 同上、p.16。

31 村本(2002)p.34。また、「二重構造」という用語は有沢広巳氏によって 1957 年に用い

られ、1957年度の経済白書でも使用された（篠原(1966)p.61)

3² 前掲、篠原(1966)pp.69-70、篠原(1961)pp.105-106。

3³ 前掲、村本(2002)、p.34。

3⁴ Boot(2000)、P8。

3⁵ ここでいう間接金融、直接金融の違いを明確にしておく。間接金融は金融仲介機関が独自に発行する「間接証券」を最終的貸手（預金者等）に売却し資金を調達し、その資金で最終的借手から本源的証券（最終的借り手が発行する債券）を購入することで資金が流れることを指す。また、直接金融は本源的証券が最終的借手から最終的貸手に直接移転され資金が移動する場合を指す（堀内(1990)pp.52-53）。間接金融とは資金の供給と調達において金融機関が資金の仲介者として機能するものであり、資金供給者である預金者と資金の調達者（需要者）を金融機関が間接的に結び付ける金融のことをいう。直接金融は資金の調達者が株式や債券等を発行し資金供給者（投資家など）から直接資金を調達することをいう。我が国においては中小企業に限らず企業の資金調達において銀行借入の依存度が高く、間接金融優位であったことが特徴とされている（日本銀行金融研究所(1995)p.33 参照）。

3⁶ 池尾・岩佐・黒田・古川(1993)pp.126-127。

3⁷ 前掲、村本(2003)p.15。中小企業分野における金融機関からの資金調達の優位性をまとめる必要がある。

3⁸ 同上、p.15。村本(2003)によれば、リレーションシップ・バンキングとは「長期継続的な種々の取引（貸出、預金、その他取引）ないし顧客との密着した相対取引を通じて、当該企業およびその所有者について蓄積された情報を活用した取引（貸出）で、外部からは入手しにくい情報を活用したもの」としている。

3⁹ 平成15年3月27日に発表された金融審議会金融分科会第二部会による「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」のp.3を参照。

4⁰ これらは金融機関と企業との取引関係に注目し、リレーションシップが深化すると中小企業に資金供給がしやすくなるという議論である。しかし、このような結果とは逆に、取引金融機関との関係が深化すると、担保を課せられることが起こりうる研究結果もある。

たとえば、Sharpe(1990)や小野・植杉(2006)などである。

⁴¹ 前掲、村本(2003)、p.3 および p.6。

⁴² CDO とは社債や貸出債権等の資産を担保として発行される資産担保証券のことである。CDO において、原資産が社債の場合を CBO(Collateralized Bond Obligations)、原資産が貸出債権の場合 CLO(Collateralized Loan Obligations) という。ABL とは企業が不動産以外の動産(商品や設備等)・債権(売掛金等)などの流動性の高い資産を担保として借入れを行うものである。

CRD とは、「中小企業の経営データ(財務・非財務データ及びデフォルト情報)を集積する機関として、当初全国 52 の信用保証協会を中心に任意団体 CRD 運営協議会として 2001 年 3 月に設立された有限責任中間法人である。

トランザクション・バンキングは固有に蓄積された情報を重視するリレーションシップ・バンキングに対して、財務情報等広くに共有された定量情報に基づいて一回一回の取引の採算性を考慮し融資する取引のことを指す。小野・西川(2004)p.3 や中小企業庁編(2006)p.101 を参照されたい。

⁴³ 東証マザーズ、大証ヘラクレス、アンビシャス、セントレックス、Q ボード、JASDAQ の上場企業数の合計推移は 2000 年 164 社、2001 年 150 社、2002 年 102 社、2003 年 108 社、2004 年 153 社、2005 年 143 社と推移している(中小企業庁編(2006)p.55 参照)。また、中小企業の M&A の件数ではないが未上場企業が絡んだ M&A の件数は 2004 年では 2,211 件となっている(坂本・文堂編(2006)pp154-155 参照のこと)。

⁴⁴ 蠟山(2001)p.2。

⁴⁵ 小野(2007)p.139。

⁴⁶ 池尾(2006)p.21。

⁴⁷ 三浦(1993) p.207。

⁴⁸ 同上、p.210。

⁴⁹ 磯谷(1998)p.108。

⁵⁰ 同上、p.109

⁵¹ 私募債発行限度額が「資本金+法廷準備金もしくは純資産のいずれか大きいほう」から「純資産額」へと統一された(のちに 1993 年商法改正により撤廃)。

⁵² たとえば、適債基準が「15億円以上の純資産額」という基準のもとで議論されている。

第2章 中小企業財務の日本的特徴

第1節 本章の目的

本章では中小企業財務の日本的特徴を論じる。日本における中小企業財務において主要な手法は何であるか、また、中小企業財務ではどこから資金調達を行っているのか、これらを明らかにすることが本章の目的である。本章では中小企業財務の実態を把握するために、統計データを用いて論じていく。このような分析を通じて、日本における中小企業財務の特徴が明らかになる。

第2節 企業の資金調達の一般的な手法

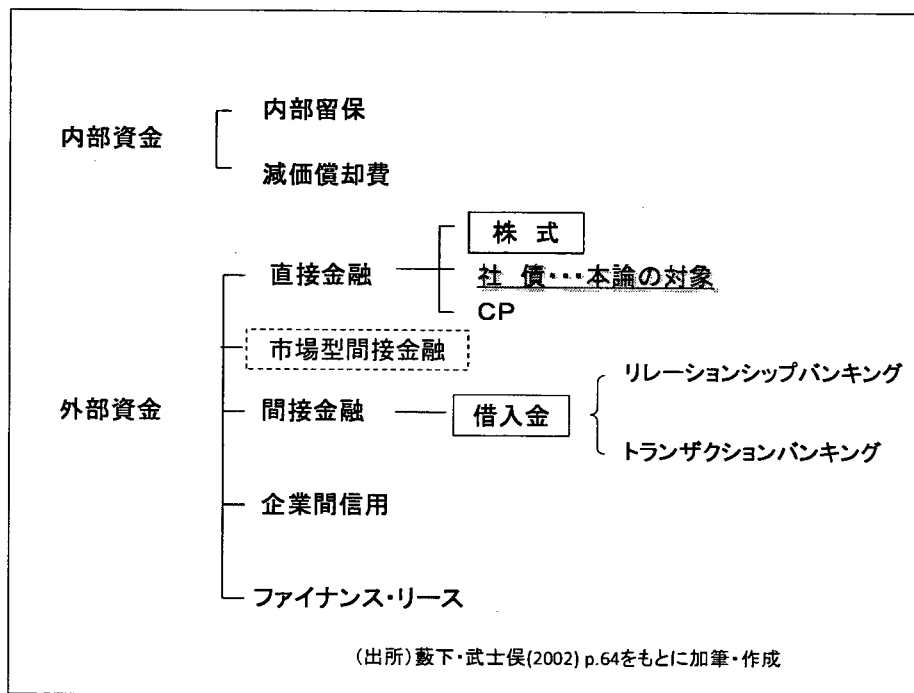
一般的に企業の資金調達の方法としては、まず大別して内部資金と外部資金とに分けられる。企業は必要な資金を内部資金から基本的に充当するが、実際には必要な資金とその内部資金との間にはギャップが存在しており、結果として資金不足が生じている。このような場合、企業は外部から資金を調達することによりこのギャップを解消することになりこれを外部資金という。

図 2-1 では企業の資金調達手法のうち主要なものを示した。内部資金には内部留保と減価償却があげられる。内部留保とは、会計上、企業の当期の税引後未処分利益から、税金や株主への配当金、さらには役員賞与など社外流出分を控除した残りの部分のことをいう。減価償却費とは「有形固定資産の取得原価をその耐用年数にわたり一定の方法で配分する手続き」¹であり、「期間配分された減価償却費自体が現金支出を伴わない費用のために、当該償却費の計上分だけ売却資産に投下された貨幣資本が企業内に留保され、その結果、投下貨幣資本が回収される効果」を有している²。

一方の外部資金の調達手法には、直接金融では、株式発行による調達、債券を発行し長期資金を調達するために用いられる社債、短期資金を得るために債券を発行して調達するCP(Commercial Paper)などがある。そして、間接金融はいわゆる金融機関等からの借入である。また、資金を現金で調達する手法とは異なるが、結果的に現金で資金調達をしたことと同じ効果を持つものとして企業間信用とファイナンス・リース(Finance Lease)などがある。企業間信用は企業間取引における売上や仕入に対して設定される債権や債務のこと

である。たとえば、売上債権としての売掛金や受取手形、買入債務としての買掛金や支払手形などがこれに該当する。これらのうち企業が買掛金や支払手形を用いることで、現金の流出(Cash Out)の繰延効果が期待できる。ファイナンス・リースは機器や備品を購入するのではなくリース会社と長期間賃貸する取引であり、これは固定費の変動費化を可能せしめる機能がある。また、株式による資金調達は今ではいろいろな性格を有した株式が発行可能であるし、金融機関の借入金にしてもその詳細な手法は多様化している³。このように企業が外部資金を調達するためには多様な手法が存在していると理解できよう。

図 2-1 企業の一般的な資金調達手法



第3節 大企業との比較による中小企業財務の把握

ここでは中小企業財務がどのような手法で行われているのかを把握する。先ほど見たように企業の資金調達手法は様々あるが、ここでは中小企業財務の実態について検証する。

まず、中小企業財務の特徴を把握するために大企業の資金調達構造と中小企業の資金調達構造とを比較する(図 2-2)⁴。1999 年度調査では大企業の資金調達構造では自己資本が 28.6%、短期借入金が 15.1%、長期借入金 16.0%、割引手形 0.6%、営業債務 13.9%、社

債 7.7%、その他 18.1%となっており、自己資本の比率が最も高くなっている。一方、中小企業の資金調達構造を見ると、自己資本 13.1%、短期借入金 18.7%、長期借入金 33.1%、割引手形 2.3%、営業債務 14.1%、社債 0.1%、その他 18.6%となっており、長期借入金および短期借入金を合算すると 51.8%となる。1999 年度には大企業に比して中小企業は自己資本による調達が少なく、借入金に依存していることが理解できる。また、社債が中小企業においては 0.1%となっており、社債が利用されていない点がこの数値から推察できる。

次に 2006 年度のデータを用いて作成したのが図 2-3 である。こちらは図 2-2 と比較するために筆者が同じ算出方法を用いて、大企業と中小企業の資金調達構造を算出した。2006 年度では、大企業は自己資本が 36.9%、短期借入金 10.2%、長期借入金 12.8%、割引手形 0.2%、営業債務 14.4%、社債 5.3%、その他 20.3%となっている。一方、中小企業は自己資本が 25.8%、短期借入金 13.8%、長期借入金 28.0%、割引手形 1.1%、営業債務 14.0%、社債 1.1%、その他 16.2%となっている。2006 年度においても中小企業は大企業に比して自己資本の割合が低く、また大企業が短期借入金と長期借入金を合算すると 23.0%であるのに対して、中小企業のその値は 41.8%となり、中小企業は大企業に比べて借入金で調達している点が特徴となっている。

さらに、1999 年度と 2006 年度との増減を示したものが表 2-1 となる。これを見ると大企業においては、増加した項目が自己資本、営業債務、その他の 3 項目となっており、中小企業において増加した項目は、自己資本と社債の 2 項目となっている。1999 年度と 2006 年度を比較すると、特徴的な点は大企業と中小企業ともに自己資本が伸びているが借入金は減少している点であろう。自己資本は大企業では 8.3%、中小企業では 12.7%も増加しているが、短期借入金および長期借入金は減少しているのである。大企業では短期借入金がマイナス 4.9%、長期借入金がマイナス 3.2%となっており、中小企業では短期借入金がマイナス 4.9%、長期借入金がマイナス 5.1%となっている。このように、大企業、中小企業ともに、借入金を減少させ自己資本を増加させたがこの表では見て取れる。しかし、注意しなくてはならない点は、あくまでもこの計算は比率を算出したに過ぎないことである。たとえば先ほど用いた資料のデータによると、1999 年度における中小企業の負債の総額は 476 兆円であったものが、2006 年度には 398 兆円となっており、78 兆円、16.3%も減少していることになる。直接的な要因とはいえないまでも、相対的な負債額の減少が自己資本

図 2-2 中小企業と大企業の資金調達構造比較（1999 年）

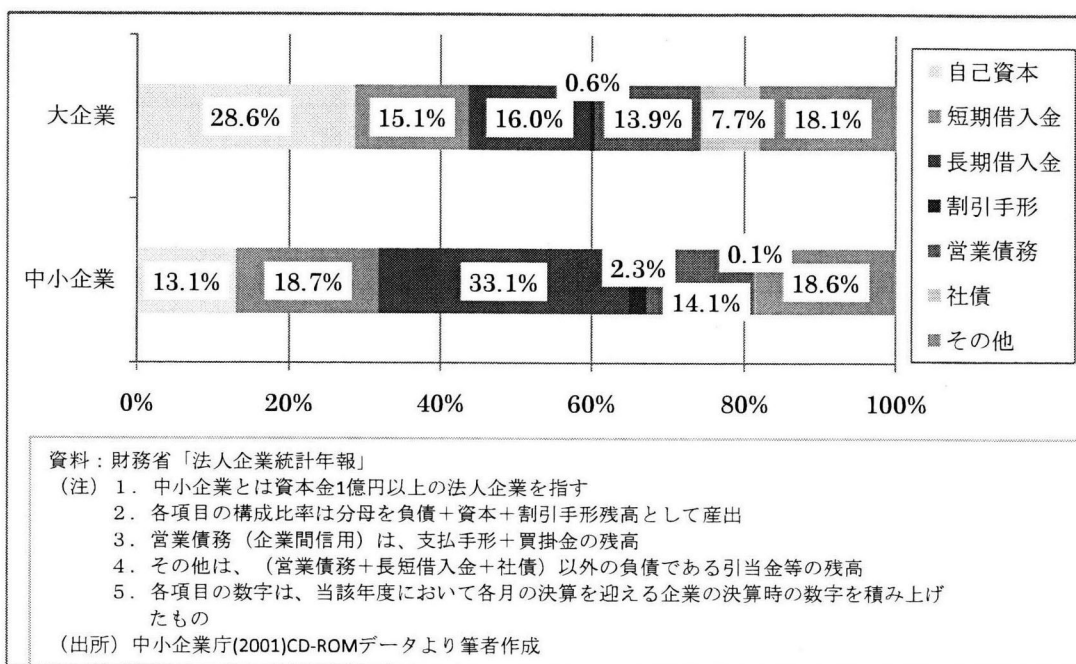


図 2-3 中小企業と大企業の資金調達構造比較（2006 年）

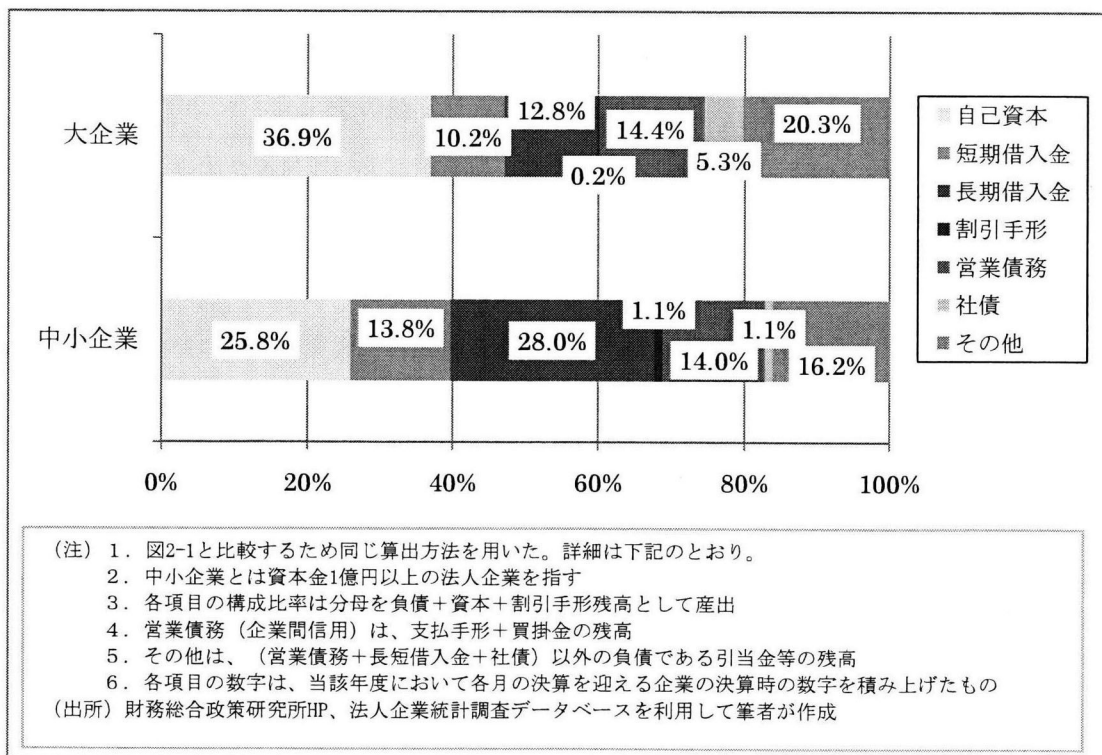


表 2-1 1999 年度と 2006 年度の資金調達構造の増減

(%)

	項目	1999 年度	2006 年度	増減
大企業	自己資本	28.6	36.9	8.3
	短期借入金	15.1	10.2	-4.9
	長期借入金	16	12.8	-3.2
	割引手形	0.6	0.2	-0.4
	営業債務	13.9	14.4	0.5
	社債	7.7	5.3	-2.4
	その他	18.1	20.3	2.2
中小企業	自己資本	13.1	25.8	12.7
	短期借入金	18.7	13.8	-4.9
	長期借入金	33.1	28	-5.1
	割引手形	2.3	1.1	-1.2
	営業債務	14.1	14	-0.1
	社債	0.1	1.1	1.0
	その他	18.6	16.2	-2.4

(出所) 図 2-2 および図 2-3 と同じ

の値の上昇に寄与している可能性がある」と指摘でき、こういった背景を考慮して、自己資本の増加や負債の減少の要因を検討する必要がある。

以上の分析をまとめると、1999 年度と 2006 年度を比較すると大企業と中小企業ともに自己資本を上昇させる一方で借入金を減少させている。しかし、大企業と中小企業との財務構造を比較すると、中小企業は依然として借入金に依存している傾向であるといえる。また、大企業では社債利用が減少しているが、中小企業では社債利用の割合が増加傾向にあるといえよう。

さらに、大企業と中小企業という区分ではなく従業員規模別により細分化して財務構

表 2-2 従業員規模別資金調達状況(2005 年度)

(従業員数)	(%)				
	～5人	6～20人	21～100人	101～300人	301人～
短期・金融機関借入金	9.9	11.1	11.1	10.4	8.8
短期・金融機関以外借入金	9.5	4.0	2.4	1.7	1.5
長期・金融機関借入金	28.2	24.8	21.3	18.4	17.5
長期・金融機関以外借入金	11.7	4.8	2.0	2.2	1.3
社債	0.3	0.6	1.5	1.9	1.7
営業債務	8.4	13.4	18.5	17.7	16.0
その他	15.2	13.1	13.3	13.4	16.7
資本	16.8	28.2	29.8	34.4	36.4

資料：中小企業庁「中小企業実態基本調査」（2006 年）再編加工

(注) 1. 各項目の構成比率は分母を負債＋資本として算出。

2. 営業債務（企業間信用）は支払手形＋買掛金、その他はその他流負債、その他固定負債等の残高。

3. 法人企業のみ集計している。

(出所) 中小企業庁編(2007) p. 335 をもとに筆者が作成

造を示したものが表 2-2 となる。「5 人以下」、「6 人以上 20 人未満」、「21 人以上 100 人未満」、「101 人以上 300 人未満」、「301 人以上」に分類し、それぞれの財務構造を示したものである。従業員数が少なくなるにつれて、資本が減少し借入金が増加している。特に「5 人以下」の区分では長期・金融機関借入金が 28.2%となっているが、資本が 16.8%と低くなっており、この図からは従業員数が小規模になるにつれて、借入金による資金調達、特に金融機関からの調達が行われていると理解できよう。

以上のような検証から、大企業に比して中小企業財務は借入金に依存しており、特に規模が小さくなるにつれその依存度は増し、さらには金融機関への依存度も増していることがわかった。先ほどの分析に加えて上記の従業員規模別資金調達状況からわかるように、

金融機関からの借入金が大きな比重を占めている点が中小企業財務の特徴と言える。

第4節 金融機関に依存した中小企業財務

一般的に大企業においては、株式や社債の発行といった直接金融による資金調達という選択肢が可能である。しかし、中小企業の多くは、株式や社債の発行といった証券市場において、コストが低く広い範囲から資金を調達する手段を用いることは困難である。そのため、上記で見たように借入金、特に金融機関からの借入金といった間接金融による資金調達の割合が大きいものとなっている。表 2-3 は大企業と中小企業の負債における金融機関借入金の比率を算出したものである。大企業の負債における借入金の比率は 36.51%で、さらに金融機関からの借入金の比率が 27.38%となっている。一方、中小企業の負債における借入金の比率は 57.30%で、負債に占める金融機関からの借入金の割合は 42.51%となっており、大企業に比して金融機関からの借入金に依存している点が特徴となっている。

しかし、大企業でも借入金の比率が高く数値を示している。なぜ日本の企業は借入金による資金調達が主流になったのであろうか。これは日本においては大企業も金融機関から

表 2-3 負債における金融機関借入金の比率 (2006)

単位：百万円

項目	大企業	負債合計に 占める比率	中小企業	負債合計に 占める比率
短期借入金	86,925,974	16.21%	75,438,100	18.93%
<金融機関借入金(流動)>	61,567,650	11.48%	48,383,682	12.14%
長期借入金	108,866,704	20.30%	152,886,632	38.37%
<金融機関借入金(固定)>	85,262,918	15.90%	121,010,587	30.37%
借入金合計	195,792,678	36.51%	228,324,732	57.30%
<金融機関借入金(合計)>	146,830,568	27.38%	169,394,269	42.51%
負債合計	536,333,814	-	398,485,557	-

(注) 財務総合政策研究所 HP、法人企業統計調査データベースを利用して筆者が作成

の借入金の比率が高い性格を有しており、これは、いわゆる「融資集中機構」に起因する⁵。融資集中機構とは「大企業部門に対して集中的に資金を投入し、その結果として中小企業部門（並びに農業部門）に対して相対的に資金供給が制限されることになるような金融機構」である⁶。日本では戦後復興期に、都市銀行を中心として基幹産業である大企業に融資を集中するシステムが確立した。大企業でさえ証券市場から資金調達をするのではなく取引銀行からの資金供給に依存し、またそれに耐えうるシステムであった。いわゆる「系列融資」である⁷。「都市銀行が資金を大量集中して大企業に集中融資をするということは中小企業に資金が回らないこと」を意味していた⁸。このようなシステムにおいて、大企業に優先的に資金が供給される一方で、中小企業は資金不足に陥り、中小企業財務の問題として認識された。そして、「企業による低コストかつ大量の資金調達要求は、証券市場にそれを満たす条件が存在しなかった」ために、中小企業分野では中小企業専門の金融機関制度を設立することになった⁹。そこで誕生したものが相互銀行、信用金庫、信用組合、政府系金融機関といった中小企業専門金融機関である¹⁰。「都市銀行＝大企業」、「中小企業専門金融機関＝中小企業」といった役割が確立し、すなわち日本における金融機関依存型財務が確立したともいえよう¹¹。中小企業財務分野においてこのように確立した中小企業専門金融機関制度は今日もなお残存しており大きな比率を占めているが、今日でも間接金融主体の中小企業財務の一因となっているのである。

第5節 中小企業の金融機関からの資金調達の状況

これまでの議論で中小企業財務においては外部資金による調達が主流であり、とりわけ金融機関からの調達の比率が高いことが理解できた。そこで、中小企業財務における金融機関からの資金調達状況をここでは把握する。

中小企業の資金調達は金融機関からの借入金が大きな割合を占めており、中小企業の借入れ先の金融機関は民間金融機関と政府系金融機関とに分類できる。民間金融機関には、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合があり、政府系金融機関には、中小企業金融公庫、国民生活金融公庫、商工組合中央金庫がある。このうち、信用金庫、信用組合、政府系金融機関の3つを特に中小企業専門金融機関と呼んでいる。

表 2-4 は金融機関業態別に中小企業向け貸出額の推移を示したものである。中小企業向

表 2-4 金融機関別中小企業向け貸出残高の推移

(兆円)

金融機関 (12月末)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
都市銀行	109.4	103.0	95.6	101.2	93.9	90.0	79.2	-	-	-
地方銀行	77.4	76.4	72.8	76.5	72.9	68.8	66.8	-	-	-
第二地方銀行	33.5	33.2	31.2	30.8	27.2	25.5	23.7	-	-	-
その他	32.2	29.8	22.9	21.9	20.3	12.7	10.7	-	-	-
国内銀行勘定合計	252.5	242.3	222.6	230.4	214.3	197.0	180.5	175.6	174.7	180.3
国内銀行信託勘定他	7.2	5.5	8.1	4.4	2.9	2.4	1.9	1.7	1.9	1.6
信用金庫	50.7	51.9	50.3	47.6	45.2	43.0	41.8	41.1	41.5	42.1
信用組合	17.1	16.1	14.6	13.8	12.4	9.7	9.2	9.2	9.3	9.4
民間金融機関合計	327.4	315.9	295.5	296.2	274.9	251.6	233.4	227.7	227.4	233.4
商工組合中央金庫	11.4	11.5	11.3	10.9	10.6	10.3	10.0	9.8	9.6	9.4
中小企業金融公庫	7	7.4	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.2	6.7
国民生活金融公庫	9.5	10.1	10.2	10.1	9.9	9.5	9.2	8.8	8.2	7.5
政府系金融機関合計	27.9	29.0	29.1	28.6	28.1	27.3	26.8	26.1	24.9	23.5
中小企業向け総貸出残高	355.3	344.9	324.6	324.8	302.9	279.0	260.2	253.9	252.3	256.9

- (注) 1. 中小企業とは中小企業基本法の定義に従う。尚、1999年以前は旧定義である。
2. 国民生活金融公庫は99年10月に国民金融公庫と環境衛生金融公庫が統合しており、99年までは国民金融公庫の残高。
3. その他には信託銀行、長期信用銀行が含まれる。
4. 2004年以降については国内銀行の業態別の係数の公表が行われていない。

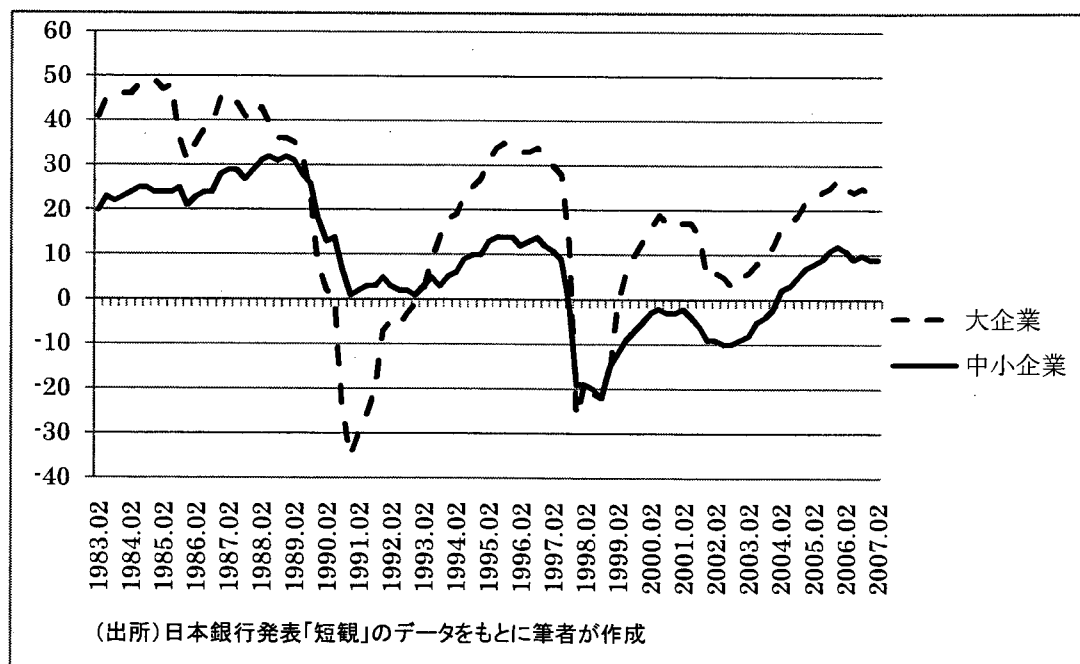
(出所) 中小企業庁編『中小企業白書』各年版のデータをもとに筆者が作成

け総貸出残高をみると、1997年には355.3兆円の残高であったが、2006年には256.9兆円となり、10年間で98.4兆円、27.69%の減少となった。特に、民間金融機関で94兆円の減少となっている。また、民間金融機関と政府系金融機関の割合をみると、1997年には民間

金融機関 92.15%、政府系金融機関 7.85%だったが、2006 年には民間金融機関 90.85%、政府系金融機関 9.15%となり、わずかではあるが政府系の割合が伸びた。しかし、中小企業財務の主要な調達先である金融機関の 100 兆円もの中小企業向け貸出の減少は、景気後退局面における中小企業側の資金需要減退の可能性もあるが、いわゆる「貸し渋り」、「貸しはがし」の影響であると考察できる。そして、中小企業財務における主要な調達先である金融機関の貸出状況がこのような状況では中小企業に影響があったことは疑いの余地はない。

さらに図 2-4 は日本銀行発表の短観（全国企業短期経済観測調査）「金融機関の貸出態度 D.I.」の数値をグラフ化したものである¹²。この図を見ると貸出態度の大幅な下落が大企業では 1991 年と 1998 年に、中小企業では 1998 年と 2002 年に発生しているのがわかる。これは、1991 年がいわゆる「バブルの崩壊」、1998 年は BIS 規制などの影響を受けた「貸し渋り問題」、2002 年は「ペイオフ解禁」に向けた金融再編が行われた時期でありこの影響があったと考えられる。特に中小企業への貸出態度が悪化したのは 1998 年の「貸し渋り問題」の時期だと理解できよう。このような点から推察するに、中小企業財務のうちで大きな割

図 2-4 日銀短観「金融機関の貸出態度 D.I.」の推移

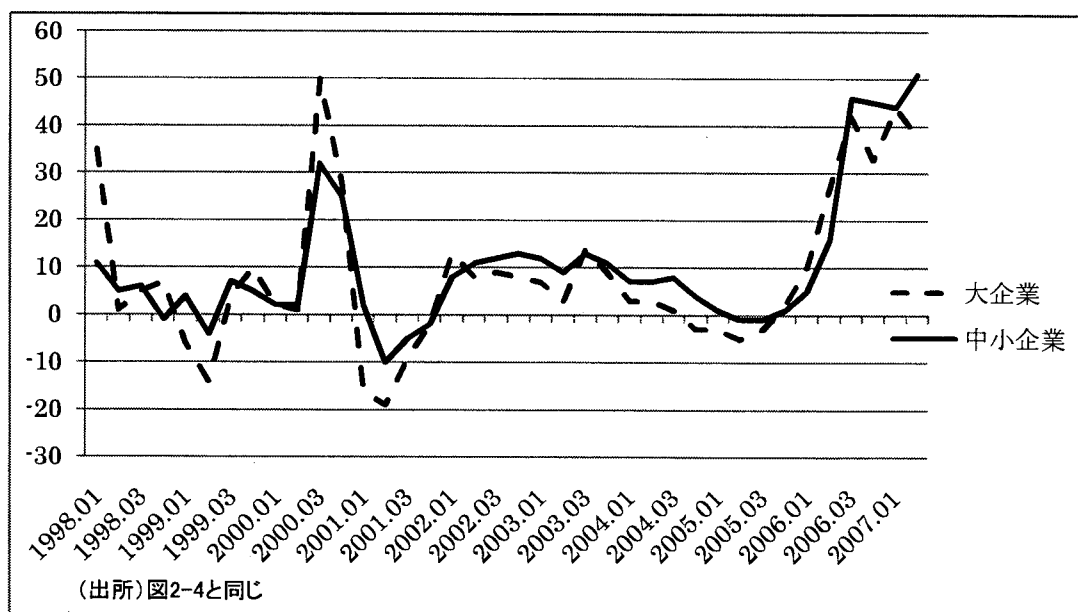


合を占める金融機関からの調達可否、難易度や条件は、金融機関の置かれた環境に影響を受ける可能性があるということを示唆する。そしてそれは中小企業財務における「財務の機能」のうち「利用可能性」の低下をもたらすものと判断できる。

また、この図によれば一見すると 2004 年以降は貸出態度が改善され、中小企業財務においてその「利用可能性」が回復するという兆候があらわれているようにも見て取れる。しかし、それは一面的な見解に過ぎず、次に示す図 2-5 日本銀行発表の短観「借入金利水準 D.I.」を見ると、ここ最近の動向においては中小企業財務の改善にはなっていないことが理解できる¹³。この図では 2001 年以降中小企業ではほとんどが 0%ポイントの水準より上位に位置しており、これは「金利上昇」と回答している企業が「金利下降」と回答している企業の割合を上回っていることを示している。特に 2006 年以降はその値が上昇しており、2007 年第 3 四半期ではここ 10 年のうちで最高値（51%ポイント）を示している。これは中小企業財務における「収益性」の低下につながるものと推察する。

このような動きをしているのは中小企業だけではなく、確かに大企業も同じような動きをしていることが見て取れる。ただ、大企業と中小企業を比較し場合、金融機関からの調達以外の選択肢の有無が重要となる。金融機関からの調達が困難であったり条件が悪化し

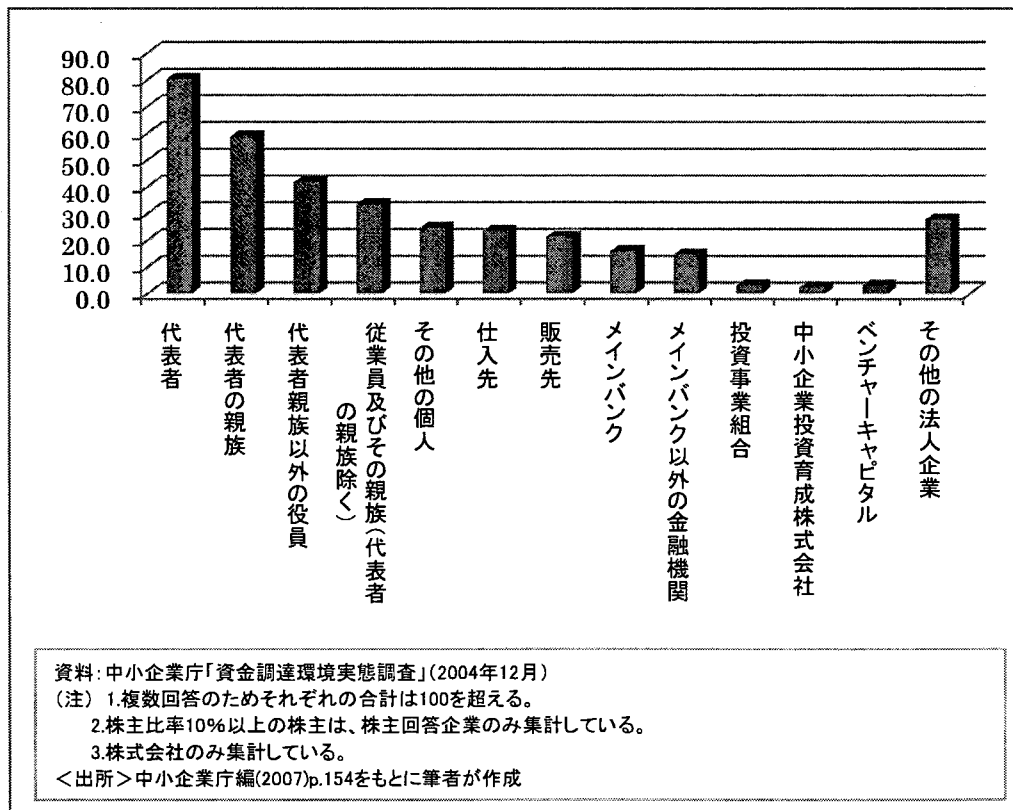
図 2-5 日銀短観「借入金利水準 D.I.」の四半期ごとの推移



ている場合には、代替的な手法を用いて資金調達を行えばよい。しかし、中小企業の場合には、外部資金の調達を金融機関からの借入金で対応しており、それ以外の代替手段がなく、すなわち、金融機関の意向を許諾し受け入れる以外に選択肢がないのである。このように、中小企業財務においてはその資金調達先として金融機関に過度に依存しかつ限定されており、金融機関の経営状況によって中小企業財務に影響を受ける構図になっている点がある特徴なのである。現段階で中小企業財務が依存している金融機関からの借入に際しては、物的担保の不足や経営の不安定性、規模の格差による金利負担が大きいなど様々な問題性を有しており、資金調達が困難であるケースもある。このような中小企業の金融機関から借入金に依存した財務体質では、金融機関の経営状況や融資姿勢次第で中小企業は影響を受けることになり、資金繰りが悪化し経営を圧迫させ、長期的な戦略を立てることが困難となりうる。

中小企業が負債ではなく株式資本による調達の可能性を若干検討してみよう。中小企業

図 2-6 中小企業の株主の構成



の場合、株式の大部分が家族や親族、血縁者からの出資であるという同族経営の体質となっている（図 2-6）。つまり中小企業の場合、出資者として株主になり得る先は親族などに限定されているために、自ずと資本集中の限界性も明らかである。その結果として自己資本比率が大企業に比べると低くなっておりその点も特徴である。2006年における自己資本比率は、全産業で見ると大企業が32.1%であるのに対し、中小企業は20.8%となっている¹⁴。これらの要因に加えて中小企業向けの直接金融市場がまだ整備されておらず、これまで直接・間接金融市場の競争がなかった点も要因となっている。新興市場が設立され上場の可能性が高まってはいるものの、中小企業すべてにその機会は供与されてはいない。このために中小企業財務は金融機関からの資金調達中心の財務であり、そして自己資本の充実が容易ではない。つまり、中小企業財務は依然として金融機関からの借入金に依存している点が問題といえよう。

第6節 中小企業財務の問題点

これまで見てきたように、中小企業専門金融機関の設立は、高度成長期における民間金融機関の大企業への集中的な融資により、中小企業への融資が行なわれなくなり、多くの中小企業が資金難に陥ったことが要因となった。その後、中小企業専門金融機関の整備や政府系金融機関の融資の増加、大企業の直接金融による資金調達への移行による都市銀行などの中小企業への融資の増加などにより、中小企業の金融・資金難は一時期には緩和された。しかし実質金利負担など貸出の条件において、大企業に比べて中小企業は依然として厳しいものがある。これが中小企業財務の問題なのである。

なぜこのようなことが生じるかという点、中小企業の経営は小規模ゆえ経営が不安定であり、倒産や業績不振により返済ができなくなるなどのリスクが大きいこと、不動産など担保が少ないこと、一回当たりの融資額が少額のため、金融機関における審査や融資を行なうまでの間に相対的にコストがかかることなどが原因としてあげられ、これらが要因となって大企業との財務面での格差につながるのである。このような問題の要因としてあげられるのが情報の非対称性に基づくモニタリングコストである。大企業に比べて中小企業はリスクが高く、個々の企業の業績や実態を把握するのが困難であり、コストが高くなる。その結果、大企業よりも借入時の金利が高くなったり、もしくは、借入自体が困難なもの

となる。

不良債権問題以降、金融機関が貸出先を選別する動きが強まっており、中小企業の中でも経営が安定した企業だけが融資を受けられるなど、中小企業間においても格差が生じてきている。その結果、金融機関から融資を受けられない中小企業は資金不足の解消のため、金融機関以外から資金を調達することになる。このような金融機関からの資金調達という手段が閉ざされ、財務が不可能になった企業はどのようにして資金調達を行っているのかは後の第3部で検証することになる。1990年代には「貸し渋り・貸しはがし」という問題が生じたりしたが、そのような問題があったにも関わらず現在も金融機関からの借入に依存しているという中小企業財務の特徴に変化はない。中小企業財務はそのほとんどが金融機関から資金を調達しているため、その供給源たる金融機関の経営環境の動向によって、中小企業財務における「財務の機能」の「利用可能性」や「収益性」は影響を受ける。中小企業財務の問題は、その調達先を金融機関に依存していること、さらに資金調達先が金融機関に限定されているが故に、選択肢が限られているという点において、中小企業の「財務の機能」の低下が起きていると指摘できる。

1 広瀬(2006)p.263。

2 同上、p.249。

3 さまざまな資金調達手法としては、たとえば坂本・大坂(2007)などを参照されたい。また、中小企業財務における新たな資金調達手法は後で検証する。

4 ここでいう大企業と中小企業の区別は統計資料の制約上、資本金1億円以上を大企業、1億円以下を中小企業として分類されている。

5 斎藤(2003)p.35。

6 同上、p.35。

7 系列融資に関する議論は坂本(1990)において詳細に分析されている。特に本論で用いている「財務の機能」の側面から系列融資を把握している(pp.121-126)。

8 坂本(2000)p.2。

9 前出、斎藤(2003)p.34。

10 日本銀行金融研究所(1995)によれば中小企業専門金融機関の特色は下記のとおりであ

る。

・相互銀行

1951年に制定された「相互銀行法」に基づき、我が国伝統的庶民金融機関である無尽会社から相互銀行へ転換、発展し中小企業の育成・発展に貢献した。さらに「金融機関の合併及び転換に関する法律」（1968年6月施行）により、1989年2月以降相互銀行から普通銀行へと転化した銀行。現在は第二地方銀行と分類される。

・信用金庫

1951年の信用金庫法により設立されたもので、信用協同組合が発達した金融機関である。預金は誰からでも受入可能であるが、貸出に関しては会員である中小企業や個人を対象とし、同一人に対する貸出の制限がある。従業員が300人以下、資本金9億円以下など会員になるための条件がある。

・信用組合

1949年の中小企業等協同組合法により設立されたもので貸出は組合員である中小企業が対象であり、同一人に対する貸出には制限がある。また預金の受入も組合員限定となっている。組合員になる条件としては、従業員300人以下または資本金3億円以下の事業者などがある。

・政府系金融機関

中小企業の保護、育成など政策を遂行するために設立された金融機関である。民間金融機関では採算上融資が困難な中小企業に対する設備投資などの長期資金の供給を行い、民間金融機関の補完機能を持っている。国民生活金融公庫は中小企業の中でも零細企業を対象とし、中小企業金融公庫は比較的規模の大きな中小企業を、そして、商工組合中央金庫は中小企業等協同組合及びその構成員等を対象として業務を行っている。

¹¹ 前出、斎藤(2003)p.35 では、この構図が確立した故に金融の二重構造が生じたと述べている。

¹² 日本銀行が公表している短観のうち「金融機関の貸出態度」について回答社数の百分比で「緩い」－「厳しい」を計算した値である。

¹³ 日本銀行が公表している短観のうち「借入金利水準」について回答社数の百分比で「上昇」－「低下」を計算した値である。

¹⁴ 中小企業庁編(2007)p.334。この場合の自己資本比率は、自己資本÷総資本×100として算出している。

第 2 部 金融機関依存型財務の構造と問題点

第3章 中小企業向け融資と中小企業の「収益性」の低下

第1節 本章の目的

日本における中小企業の資金調達は、現在もお金融機関からの借入が主流であり、金融機関に依存したものである。いわゆる間接金融主体の資金調達方法であり、その状況は現在も継続している。その一方で大企業においては、これまで市場における株式発行による調達をはじめとした様々な資金調達手法が発展してきている。このような大企業と中小企業との資金調達の選択肢の有無という面での格差は、選択肢の増加という面では解消する方向性に向かっているものの、依然として中小企業の資金調達問題とし認識できるものである。

大企業は資金調達手法が多様化しており、選択可能である。たとえば、金融機関からの借入か株式による資金調達か社債かなど、その企業の状況に見合った資金調達を選択可能である。その中で何が一番コスト面で有利か、すなわち財務の機能の「収益性」を「利用可能性」が保証された上で検討することができる。資金調達が多様化しているということは、資金調達におけるポートフォリオの構築が可能なのである。また、坂本（1990）が指摘しているように、大企業と資金供給先である金融機関を企業集団としてとらえるならば、個別の企業の財務の評価ではなく企業集団全体の財務評価を行うことも必要となってくる。このように大企業の場合は資金調達の選択肢があること、また多くの場合、金融機関との密接な関係から資金供給が保証されていることが特徴であるといえよう。

しかし、一般的に中小企業は独立した企業であり企業集団の一員でもないため、金融機関の資金供給が保証されてはいない。そのために中小企業は金利といった調達コストの最小化よりも、資金調達の可能性を基準に行動する傾向にある。つまり金利コストの高低ではなく、借入の可否に重点を置かざるを得ない。これは中小企業の資金調達の選択肢が金融機関からの借入に限定されており、かつ金融機関にその資金を大部分依存していることが要因である。その結果、中小企業においては金融機関に依存した資金調達が主流となり、それと同時に金融機関は中小企業に対して優位な関係を形成してきたのである。このような金融機関優位な関係のもと、金利コストの上昇は「財務の機能」の「収益性」の低下につながる可能性がある。

そのような状況下で、中小企業の資金調達において直接金融の選択肢が多様化してきている。例えば、新興市場や未公開株市場といった株式による資金調達、東京都や大阪府などにおいて行われている CLO(ローン担保証券: Collateralized Loan Obligation)による資金を供給する方策などがその一例である。また、金融機関の中には無担保無保証のビジネスローンを積極的に展開している現状もある。

このように表面的には中小企業の資金調達の手法が多様化し、中小企業には円滑に資金が回っているかのように見える。しかし、そのような中で大企業との比較ではなく、中小企業の内での二極化が生じてきている。中小企業が金融機関から借入れる際に、借入の可否はもちろん、金利の設定など条件面にも格差を設定する傾向が見られる。つまり資金調達が多様化している中小企業群とそうではない中小企業群が存在し、それは中小企業の資金調達における新たな問題であると指摘できる。

また金融機関は中小企業向け融資に表面上は積極的であるが、その実態を検証すると、金融機関が迫られている収益性向上という目標と関連している。中小企業向け融資の残高は減少傾向にあることも事実である。現在の金融機関における中小企業向けビジネスへの関心の高まりは、かつて見られた企業の金融機関離れによる代替的な中小企業向け融資残高の増加とは異なっていると考えられる。これは金融機関を取り巻く環境が収益性追求という動きと重なり、それに対応し収益を得られる可能性が高いという観点から、中小企業をターゲットとしたビジネスの拡大として把握することが可能である。

以上のような点を鑑み、本章では仮説を「中小企業の資金調達環境は悪化している」と設定し、金融機関における中小企業向け融資を中心に、金融機関（特に都市銀行）の中小企業向けビジネスの実態を把握する。そして中小企業の資金調達環境を把握した上で中小企業が今後取り得る方向性を示唆することを目的とし、資金調達において、中小企業群の中でその可能性が二極化していると結論付けるものである。

第2節 先行研究と本章の位置づけ

中小企業の資金調達に関する研究は数多く存在するが、ここでは代表的なものを例示する¹。村本（2000、2001a および 2001b）は、中小企業金融という分野を金融仲介機関による情報の非対称性を克服するためにもっとも適合する分野と指摘している。IT 技術の進

展により、スクリーニング、コントラクティング、モニタリングといった情報生産機能を活用することが可能となった。スコアリングという技術が確立されることになり、中小企業向け金融でも利用されるようになった²。その結果として、金融機関から中小企業に資金が円滑に供給されるようになったと指摘している³。

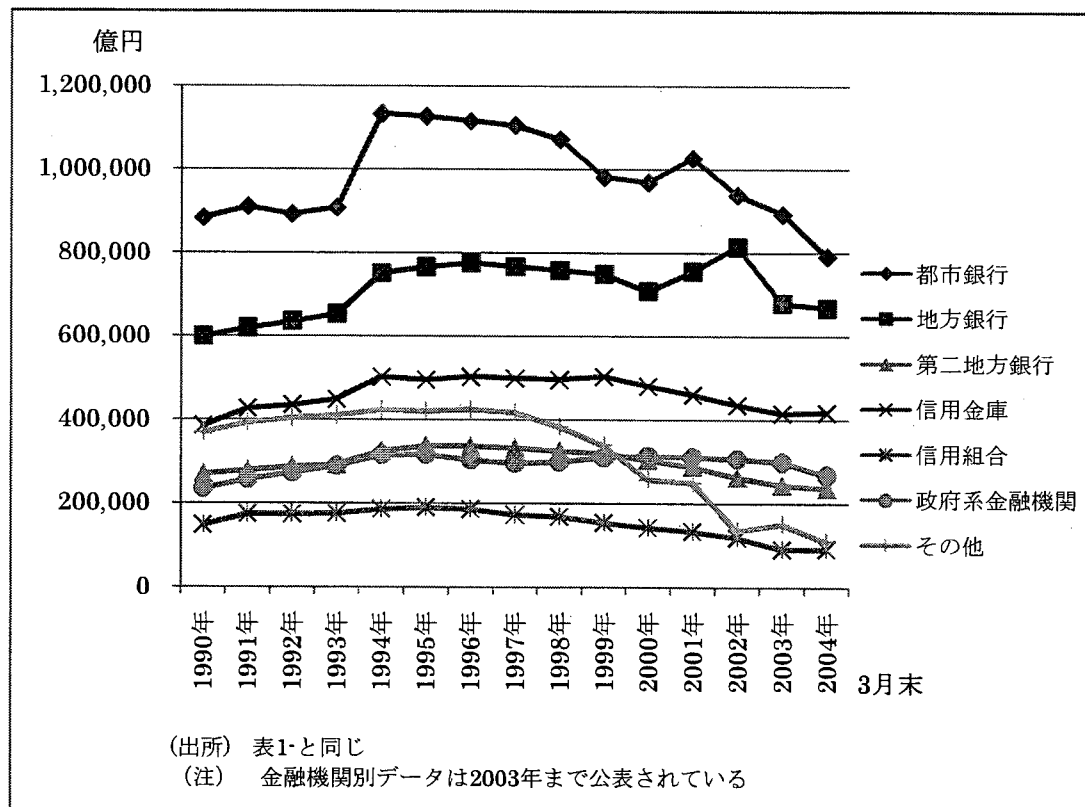
佐藤（2003）によれば、BIS 規制および金融検査マニュアルの弊害を指摘している⁴。BIS 規制には、海外業務を行う金融機関とその業務を国内業務に限定している金融機関とに対してそれぞれ異なった基準を適応している。海外業務を行う金融機関には自己資本比率が 8%以上あることを要求し、その一方で業務を国内に限定している金融機関には自己資本比率が 4%以上であることを要求している。この二つの基準の存在、いわゆるダブルスタンダードが問題を内在しているとし、都市銀行の多くはこの BIS 規制によって中小企業向けの貸出を抑制し、その結果として“貸し渋り”、“貸しはがし”と言った状況へと結びついていると指摘している。また、金融検査マニュアルに関しては、先ほどの BIS 規制とは反対に、金融機関の大企業向けおよび中小企業向け貸出に対して同じ基準で判断している点が問題であるとしている。大企業と中小企業向け融資とが同じ基準で判断されるため、特に中小企業に対する貸出の検査が厳しくなっており、これが“貸し渋り”、“貸しはがし”の温床となっていると述べている⁵。

このように先行研究をレビューすると、中小企業向けの資金調達は改善されていると指摘しているものと、厳しくなっていると指摘するものと大きく分けて二つに分類できる。しかし、中小企業の資金調達の現状を観察すると、金融機関（ここでは特に都市銀行）の中小企業向けビジネスの拡大という実態を把握することができる。こういった現象を勘案すると、スコアリングの技術の向上により中小企業に円滑に資金供給されていると把握して良いのか、“貸し渋り”という状況のなか、金融機関は中小企業向け貸出に積極的に行動している側面も存在しているのではないかと、といった点の検証が不十分であり、これを検証する必要があると考える。本章では金融機関の中小企業向けビジネスを中心に検証することとして、金融機関が今日中小企業向けビジネスを拡大している要因を分析する。それにより中小企業の資金調達の現状を把握し、その実態を考察することにする。

第 3 節 中小企業の資金調達の現状

第2章でみたように金融機関全体の中小企業向け貸出の残高は減少傾向にあるが、ここではより詳細に都市銀行に焦点を当てて中小企業向けの貸出状況を分析する。図3-1は金融機関の業態別に1990年3月末から2004年3月末までの中小企業向け貸出金の残高の推移をグラフ化したものである。これによると、金融機関全体では1995年3月には365兆1,553億円とピークになっており、都市銀行は1994年3月末に113兆3,475億円でピークとなっている⁶。しかし2001年3月に回復はするものの減少傾向にあることがうかがえる。他の業態では地方銀行、第二地方銀行および信用金庫は1996年3月に、また信用

図3-1 金融機関別中小企業向け貸出推移（グラフ）



組合と政府系金融機関は1995年3月にそれぞれピークを迎え減少傾向にある。

次に国内銀行（都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行、長期信用銀行を含む）の数値を利用して規模別貸出残高、貸出平均、比率をしてみる（表3-1）⁷。これによると国内銀行の中小企業への貸出残高は1996年度末の255兆4,223億円がピークとなってい

るが、2004年度末には186兆7,739億円と、ピーク時からおよそ69兆円減少し、ピーク時の72%ほどになっている。

また1件あたりの貸出額の平均を算出してみると、すべての規模において2001年度末がピークとなっており、それぞれを見ると大企業が30億1,031万円、中堅企業が7億9,403万円、中小企業が8,190万円となっている。中小企業だけをみると、1991年が6,973万円となっていて、2004年には7,730万円となっている。

また、貸出における規模別企業の割合を見てみると、大企業では20%前後を推移していて2001年度末がピーク、中堅企業は6%前後で推移していて2000年度末に9.22%とピークを迎えるもその後は5%を切るまでに減少している⁸。中小企業は50%を超える割合を占めていたが、1999年には50%を切り、一時期50%を超えるも低下傾向にあることが表からわかる⁹。これを見ると、中小企業、中堅企業の割合が減少し、大企業の割合が増加していることがわかり、金融機関は大企業への融資を再び増加させている傾向にあると指摘できる。

表3-1 国内銀行の企業規模別貸出残高・平均貸出額・貸出比率

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
残高 (億円)	大企業	716,256	732,653	731,177	952,123	928,826	900,857	880,582	869,356	899,604	1,039,482	1,031,634	959,666	915,469	845,510
	中堅企業	340,331	333,196	328,395	407,288	400,830	384,115	378,695	373,218	353,623	425,721	241,537	225,552	198,532	174,844
	中小企業	2,062,073	2,079,695	2,130,178	2,511,796	2,544,195	2,554,223	2,538,160	2,470,848	2,338,728	2,234,690	2,327,610	2,190,145	1,997,286	1,867,739
平均 貸出 金額 (億円)	大企業	21.76	22.68	23.31	23.42	23.14	22.98	23.17	23.97	25.25	29.56	30.10	28.30	30.07	28.88
	中堅企業	5.96	5.88	5.95	6.43	6.17	5.97	5.85	5.79	5.74	6.61	7.94	7.73	7.81	7.15
	中小企業	0.6973	0.7020	0.7256	0.7341	0.7431	0.7472	0.7458	0.7520	0.7532	0.7691	0.8190	0.8145	0.7800	0.7730
貸出比率	大企業	18.89%	18.98%	18.63%	20.05%	19.52%	18.74%	18.32%	18.24%	19.21%	22.52%	22.75%	21.49%	21.55%	20.67%
	中堅企業	8.98%	8.63%	8.37%	8.58%	8.42%	7.99%	7.88%	7.83%	7.55%	9.22%	5.33%	5.05%	4.67%	4.27%
	中小企業	54.39%	53.87%	54.28%	52.90%	53.46%	53.12%	52.80%	51.85%	49.93%	48.40%	51.32%	49.04%	47.01%	45.66%

(出所) 1. 1991年から1999年までは経済統計月報、2000年から2004年までは金融経済統計月報を参照し作成。

2. 残高および平均の単位は億円である。平均は金額を件数で除したものである。

また、国内銀行の規模別貸出件数のデータを1991年から2004年までまとめたものが表3-2である¹⁰。中小企業の貸出件数が最も多かったのは1995年の3,423,796件で、これが2004年には2,416,305件とマイナス29.43%となっている。一方、大企業を見てみると1994年には40,654件あったが2004年には29,277件とマイナス27.98%とこちらも減少している。この図によるとどの規模においても件数が減少している事がわかる。言い換えるならば、企業向け貸出件数は規模に関係なく相対的に減少していることが理解できる。これは金融機関が貸出件数を全体的に減少させているのであり、貸出を行う際には選別を強化していると予想できる。

また、とりわけ中堅企業の比率が著しく低下していることが見て取れる。これはベンチャー企業、中堅企業などが上場する新興市場が整備された影響があるものと考えられる。因果関係は不明であるが、金融機関からの借入以外の資金調達が可能となっている中堅企業は、金融機関との取引を減少させていると推測することもできよう。このように見てみると、中小企業だけが貸出件数の減少が際立っているわけではないことが指摘できる。

中小企業向けの貸出残高は減少傾向にあることは事実である。しかし、規模に関係なく貸出残高は減少しており中小企業だけがその残高を減少させているわけではない。また、

表3-2 国内銀行の貸出件数と比率の推移

年		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
件数	大企業	32,915	32,306	31,367	40,654	40,146	39,198	38,002
	中堅企業	57,148	56,702	55,155	63,324	65,012	64,324	64,747
	中小企業	2,957,353	2,962,700	2,935,738	3,421,663	3,423,796	3,418,374	3,403,099
比率	大企業	0.27%	0.27%	0.27%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
	中堅企業	0.47%	0.47%	0.48%	0.24%	0.27%	0.27%	0.27%
	中小企業	24.44%	24.53%	25.43%	13.13%	14.04%	14.31%	14.35%

年		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
件数	大企業	36,261	35,629	35,160	34,270	33,915	30,443	29,277
	中堅企業	64,455	61,567	64,369	30,419	29,189	25,430	24,467
	中小企業	3,285,664	3,104,940	2,905,412	2,842,179	2,689,025	2,560,749	2,416,305
比率	大企業	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.14%	0.14%
	中堅企業	0.28%	0.27%	0.29%	0.14%	0.14%	0.12%	0.12%
	中小企業	14.26%	13.79%	13.23%	13.20%	12.56%	12.08%	11.48%

(出所)表3-1に同じ

貸出件数の減少も貸出残高同様、中小企業だけに見られる傾向ではなく、全体的に金融機関の企業向けの貸出件数は減少傾向にある。しかし、企業向け貸出のそれぞれの比率は変化しており、数値を見ると金融機関の大企業への貸出の増加が見られ、かつて大企業の銀行離れが発生したが、現時点では大企業と都市銀行の関係回帰の傾向が伺える。1件あたりの貸出金額は各規模においても2001年がピークとなっている。そして、注目しなくてはならない点は、すべての規模の貸出件数および額が減少しているとはいえ、2004年には中小企業向けの貸出件数が100万件、貸出額が約70兆円、30%も減少していることである。この事実を見るならば、“貸し渋り”や“貸しはがし”という現実が数値の上からも認識できる。

第4節 中小企業の資金調達の多様化と中小企業向けローンの実態

先ほど見たように、中小企業の貸出件数や貸出残高は減少しており厳しいものであることがわかった。中小企業の貸出残高が減少する中で、中小企業の資金調達手法そのものも多様化してきているのである。たとえば、CLOやCBO、私募社債などがあげられる¹¹。このように資金調達の手法が様々登場してきている中で、都市銀行は従来の間接金融、いわゆる貸出も継続して行っているのである。特に都市銀行が注視しているのが「ビジネスローン」と呼ばれる形式で提供されている。各都市銀行のホームページをもとに中小企業向けに提供している商品をまとめたものが次の表である(表3-3)。各銀行とも資金使途、金額、期間、金利、貸出条件が設定されており、たとえば三井住友銀行をみると、資金使途は運転資金、設備資金、決算資金であること、金額の上限は5000万円、期間は5年以内、貸出金利は2.75%以上、条件としては、業歴が2年以上であること、直近の決算で債務超過ではないこと、税金の未納がないことがある。三井住友銀行は2001年よりこのビジネスローンセレクトを開始し、2004年6月までには1兆4000億円の貸出があった。

このような中小企業向けのローンは地方銀行などでは既に取り組みされており、後発した都市銀行が最近になって積極的に扱うようになった¹²。中小企業向けビジネスローンが増加した要因としては、スコアリングの技術が確立された事が大きく影響している。スコアリングの技術の進展により、貸出審査時におけるコストの削減が可能となった。また、スコアリングにより企業ごとに金利を変化させることが可能となり、リスクの高い企業には

表 3-3 各都市銀行の中小企業向けビジネスローン（2004 年）

銀行	三井住友	みずほ	東京三菱	UFJ
名称	ビジネスローンセレクト	みずほアドバンス・パートナー	融活力	UFJビジネスローン
使途	運転資金・設備資金・決算資金	運転資金・決算資金・納税資金	運転資金等	運転資金・決算・賞与資金・設備資金
金額	5000万円以内	100万/5000万	500万/3000万円以内	5000万円以内
期間	5年	1ヵ月以上3年以内	1ヵ月以上3年以内	3年以内
金利	2.75%~	2.5~9.0%	2.0%~	2.25%~
条件	業歴2年以上	直近の決算の売上げが10億円未満	業歴2年以上	業歴3年以上
	直近の決算で債務超過ではない	直近の決算において債務超過ではない	直近の決算で債務超過ではない	最新決算期において債務超過ではない
	税金の未納がない	営業開始後2年経過	直近の決算で少なくとも1期が経常利益が黒字	納税の未納がない
			税金が未納ではないこと	
備考	2001年3月より1兆4000億			2003年5月より

（出所）各行HPを参照して作成

高い金利を設定でき、その結果として利鞘を確保する事ができるようになった。そして、スコアリングにより信用リスクを定量化し把握する事が可能となった。これらスコアリングによってもたらされたメリットにより、金融機関は中小企業に対して以前に比べてリスクおよびコストに見合った金利設定をした貸出が可能となったのである。そこで金融機関は優良企業の囲い込みを行うと同時に、収益源となる中小企業を取引の対象としているのである。

ここで重要なのが「金融機関の収益性」である¹³。金融機関を取り巻く環境は大きく変化しており、市場からの評価やBIS規制、金融検査など外部からの影響が大きくなっている。こういった外部からの評価を意識した経営を求められている金融機関は、利益の期待できる取引、収益性向上につながる業務に集中する方向を取っているのである。このような流れの一環として、低コスト・利鞘の確保が期待できる中小企業向けのローンに金融機関は着目したと認識すべきであろう。

さらに金融機関の収益性追及の動きをその収益構造の変化から詳細に分析する事にする。図3-2、3-3、3-4、3-5は4大銀行の収益構造の変化を、各決算資料をもとにグラフ化したものである¹⁴。各銀行とも運用収益および貸出金利息は年々減少していることがわかる。その一方で、役務取引等による収益は増加傾向にあることが見て取れる。たとえば、東京三菱FGを見てみると、運用収益は1999年3月末には2兆7,901億円あったものが2004年4月末には1兆4177億円にまで、貸出金利息は1兆4,926億円あったものが2004年3月末には8,734億円にまで減少している。しかし、役務取引等による収益は1999年3月末で2,454億円だったものが2004年3月末には4,877億円と約2倍にまで増加している¹⁵。

このような運用収益の減少、貸出金利息の減少、役務取引等による収益の増加といった動きは、貸出先の選別を強化してリスクと利鞘を勘案し、金融機関にとって収益のあがる企業に融資し、それ以外は役務取引等による収益を確保しようとしているのである。つまり、スコアリングの技術の発展によりビジネスローンが機能し、貸出先を選別し金融機関にとって“メリット”を享受できる企業には取引を進展させ、それ以外は手数料等の収入

図3-2 運用収益・貸出利息・役務取引等収益（三菱東京FG 2004年当時）

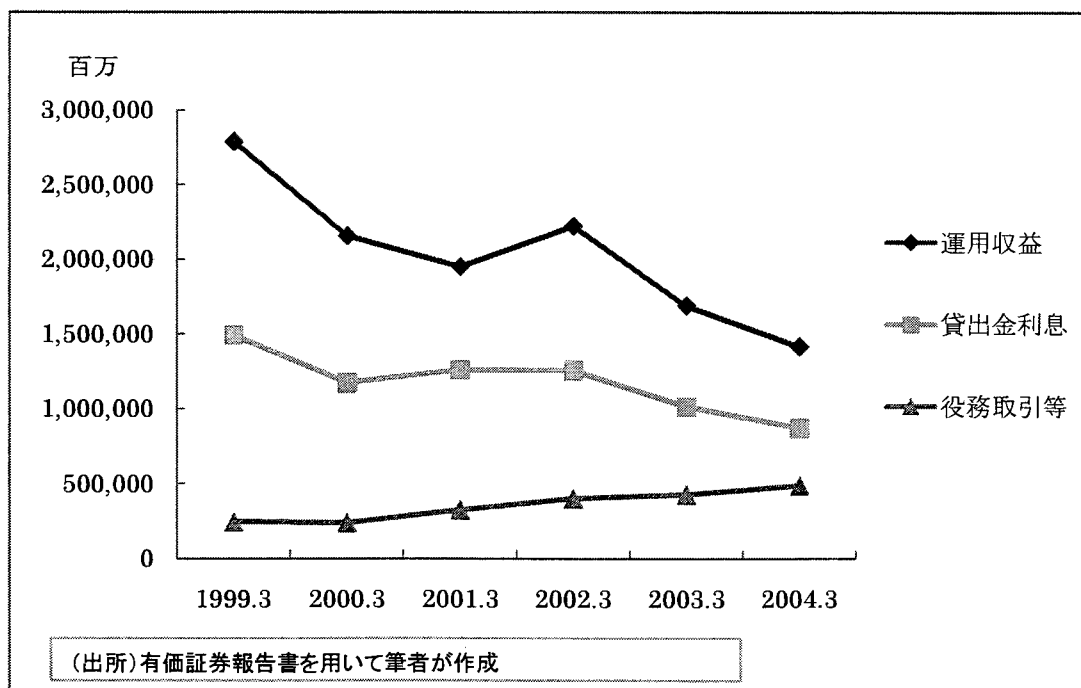


図 3-3 運用収益・貸出利息・役務取引等収益（三井住友 FG 2004 年当時）

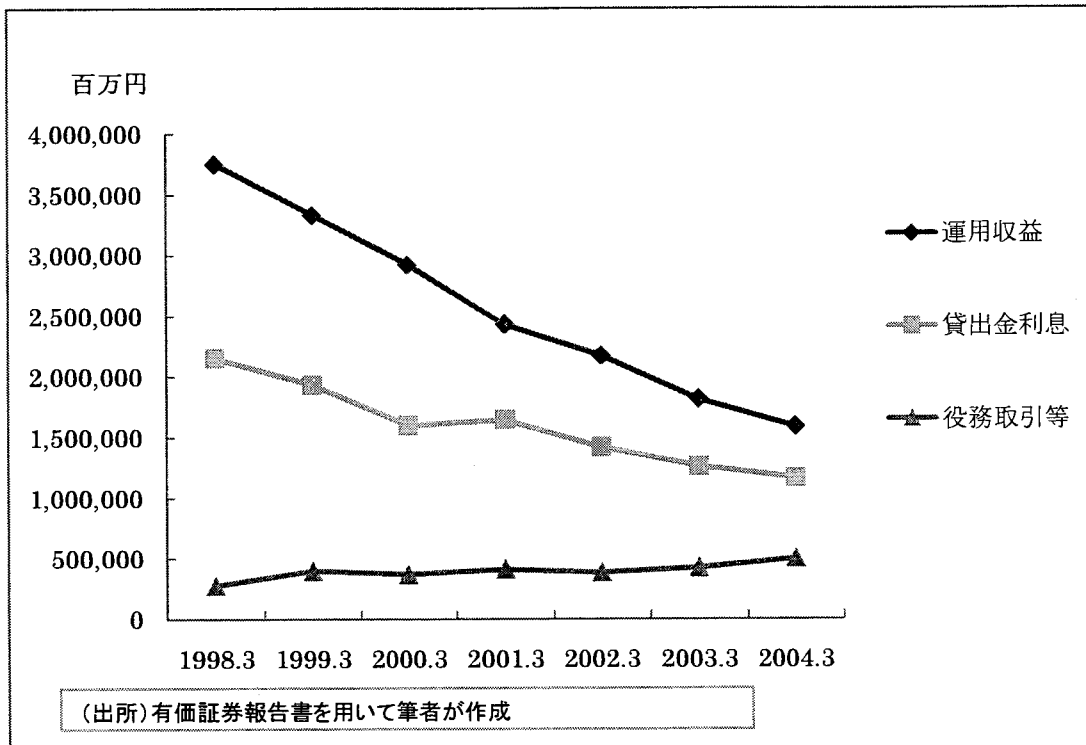


図 3-4 運用収益・貸出利息・役務取引等収益（みずほ FG 2004 年当時）

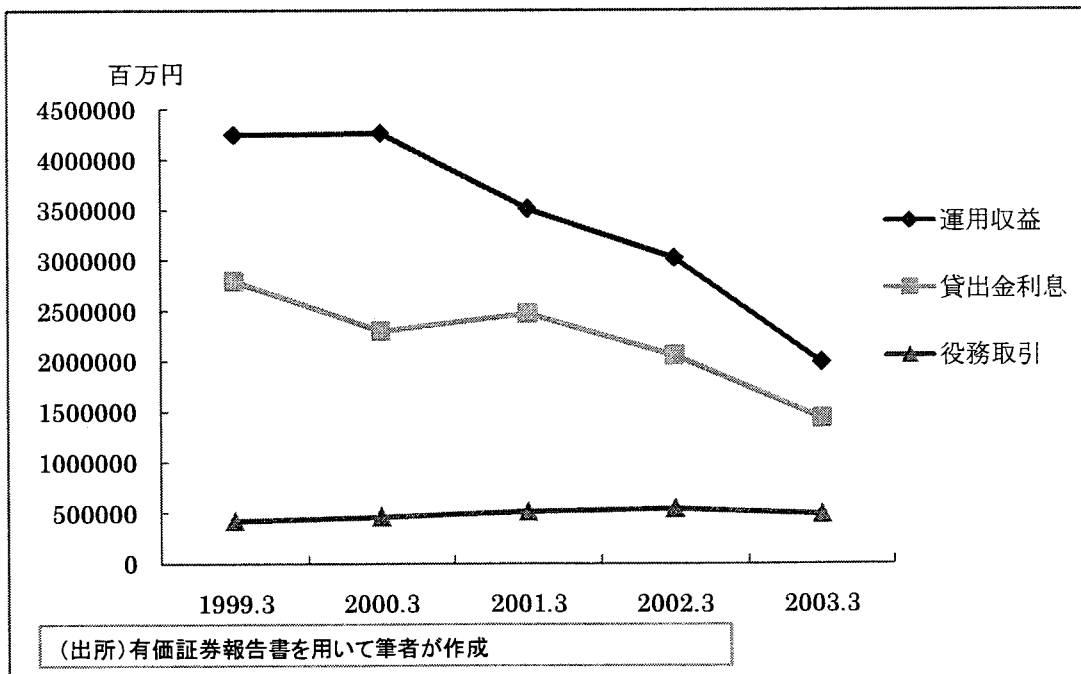
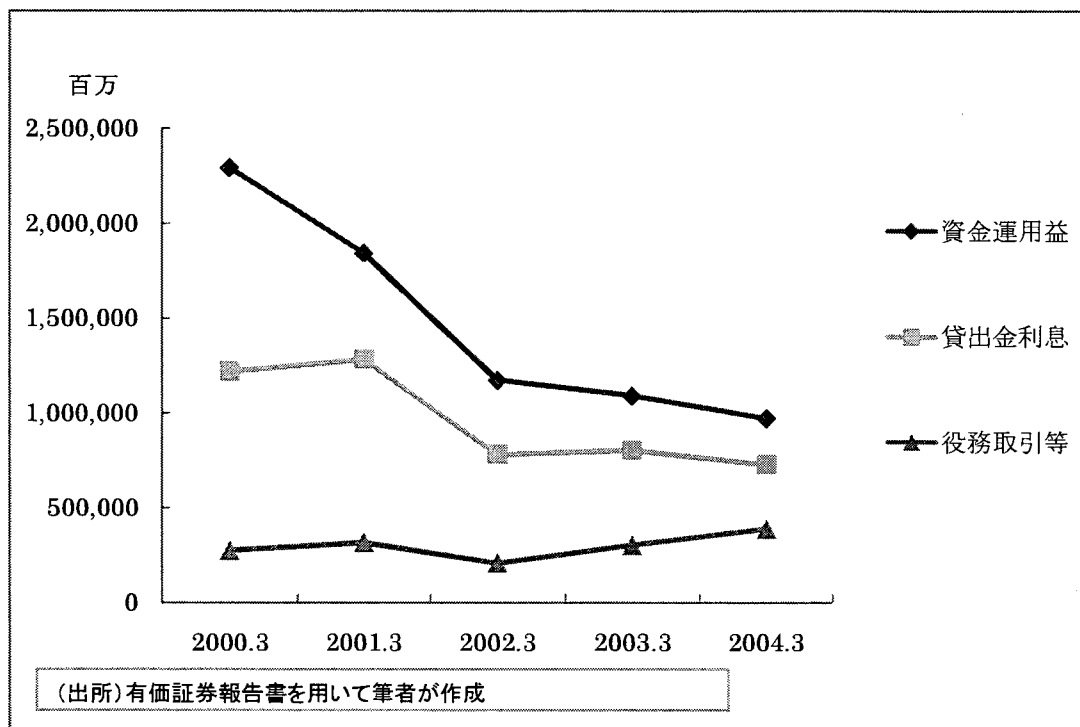


図 3-5 運用収益・貸出利息・役務取引等収益 (UFJ 銀行 2004 年当時)



により収益性の向上を図り、この結果として信用リスクの軽減にもつながるのである。

1970 年代後半は大企業の銀行離れに起因する代替的なターゲットとして中小企業を選択し、その結果、中小企業向けの貸出は増加した。しかし、最近の金融機関の中小企業向けローンへの積極的な動きは以前とは異なり、金融機関の収益性向上のためのターゲットとして中小企業に注視し選別してきている動きなのである。こういった動きは、先ほども述べたように、金融機関を取り巻く環境の変化と対応して把握することにより、本質が明確となってくる。金融機関の中小企業への貸出の動きは、かつての量的拡大とは異なった金融機関による中小企業の質的な選別も伴う動きとして捉えることが妥当であると考えられる。

第5節 中小企業内における資金調達の一極化の進展

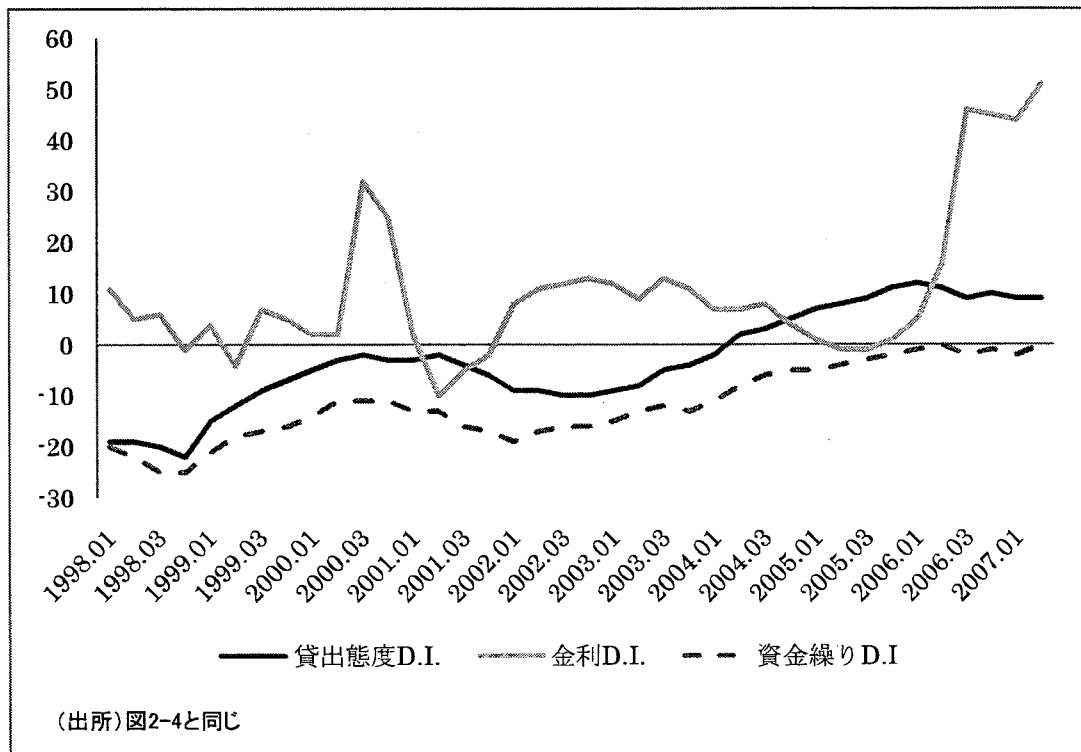
金融機関は収益性向上の源泉として中小企業を認識し、その派生として中小企業向けビジネスローンの拡充を図っている。一見、中小企業向けの貸出の強化のように見て取れるが、その実態は、スコアリング技術の進展による金融機関の優良な中小企業の囲い込みと

いう側面も有している。金融機関は収益が確保できる利息を設定する事が可能な比較的優良な中小企業に貸出を行い、その他の収益は役務取引等収入に移行してきている。これはすなわち中小企業との取引拡大によって収益を確保するという戦略であり、中小企業から見ればビジネスローンを利用することは金利負担の増大につながる。さらには手数料などを徴収されることによるコストの増加にもなるのである。これは中小企業財務において、「財務の機能」の「収益性」の低下に他ならない。

中小企業の資金調達における「利用可能性」と「収益性」について、中小企業は資金調達の際において金利はもちろん重要な項目になるが、それ以上に資金調達が可能かどうか重要な項目になっている。中小企業白書（2007）によれば、中小企業が金融機関（メインバンク）からの資金調達の際に重要視する項目は、「安定した資金供給」81.5%、「金利」が59.8%となっており、資金調達の可否を重要視している¹⁶。そして、この調査ではメインバンク以外の金融機関に「金利」を要望するという結果になっており、メインバンクには「金利」を要望せずに安定的な資金供給を要望しているものと推察できる。しかし、その一方で中小企業が「金利が上昇している」と認識している側面もある。日本銀行が公表している「貸出態度 D.I.」と「金利 D.I.」によると、金融機関の貸出態度が良化する局面と金利が上昇局面する局面とに正の相関がある（図 3-6）¹⁷。これは金融機関の貸出態度は軟化しているが、それと同時に貸出金利も上昇している傾向があるのだ。このような 2 つのデータから、中小企業は取引金融機関に資金調達先を依存しているために、借入を行う際の金利よりも資金調達先として金融機関を確保するため、そして取引維持を図るために、資金調達の可否を優先的に考慮しなくてはならないのである。すなわち「収益性」と「利用可能性」とのトレードオフが生じるのである。

また、業績の良い中小企業は金融機関からの借入だけではなく、私募社債や CLO、CBO というスキームに参加するなど、資金調達の手法が多様化している。中小企業の中でも上位に位置する中小企業はその多様化の恩恵を享受しているのである。そして、ここで注意しなくてはならないのが、資金調達が多様化しているとはいうものの、これは金融機関が介在しているのであり、以前として本来の資金調達の多様化という側面ではなんら変化がないのである。さらに金融機関の収益確保のためにスコアリングを導入することで金融機関自身の収益にはつながるが、資金調達する中小企業から見れば、まさに中小企業財務に

図 3-6 中小企業の「貸出態度」、「金利」「資金繰り」D.I.の推移



においては資金調達コストが上昇する可能性を意味しており、中小企業は「財務の機能」の「収益性」を犠牲にし「利用可能性」を選択した形となっているのである。

さらに、上記に該当しない中小企業は、中小企業向け貸出残高および件数の減少に裏づけられるように厳しい資金調達の現状となっていることが予測できる。その要因としては、BIS 規制、不良債権となる可能性の高さ、貸倒引当金の計上リスクといった存在、財務内容の問題性があげられる。金融機関の中小企業向けビジネスは量的な拡大が目的ではなく、また、全ての中小企業を対象としておらず、優良な中小企業群をターゲットとする戦略であり、多くの中小企業は対象外であることが指摘できる。

表 3-4 は欠損企業および利益計上企業の推移をまとめたものである。これによると、欠損企業、つまり利益を計上していない企業の割合が年々増加し、2002年には68.92%に上っているのである。これは金融機関が展開する中小企業向けビジネスローンの対象にならない中小企業が多数存在していることを示唆している。このような中小企業は、ビジネスローンはもちろん、私募社債やCLOといった資金調達手法を利用する事は不可能である。

表 3-4 利益計上法人数と欠損法人数

年度	利益計上法人	欠損法人	合計	欠損法人割合
1988	900,973	950,700	1,851,673	51.34%
1989	988,025	974,001	1,962,026	49.64%
1990	1,072,334	1,005,936	2,078,270	48.40%
1991	1,114,191	1,102,689	2,216,880	49.74%
1992	1,075,728	1,215,647	2,291,375	53.05%
1993	958,640	1,385,491	2,344,131	59.10%
1994	882,713	1,486,569	2,369,282	62.74%
1995	853,980	1,550,047	2,404,027	64.48%
1996	859,639	1,576,110	2,435,749	64.71%
1997	867,184	1,598,163	2,465,347	64.83%
1998	820,302	1,688,550	2,508,852	67.30%
1999	760,187	1,767,037	2,527,224	69.92%
2000	802,434	1,734,444	2,536,878	68.37%
2001	806,867	1,742,136	2,549,003	68.35%
2002	792,626	1,757,461	2,550,087	68.92%

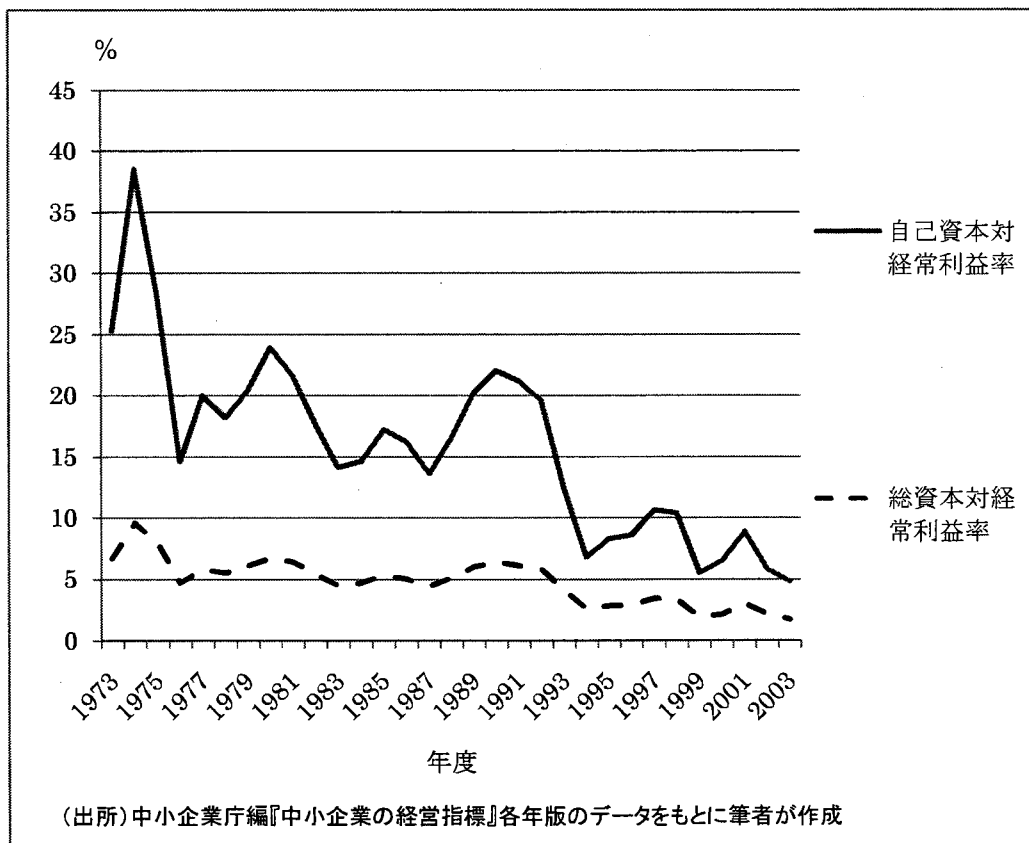
注：国税庁(1998)および(2002)をもとに筆者が作成

つまり、多くの中小企業は、資金調達問題が深刻化していると認識できる。

中小企業の資金調達に関する問題は、かつては大企業に比して金利やアベイラビリティにおいて格差が存在する点が指摘されていた。しかし、上記のような現状を見ると、現在は中小企業群の内部において資金調達が二極化している可能性を指摘できる。これは“中小企業内における資金調達の二重構造もしくは階層的構造”といえる。言い換えるならば、中小企業の中でも業績が上位の企業群は資金調達環境が好転しているが、それ以外の企業はさらに悪化していると推察する

現在、一般的に企業は収益性を追求する事が必要とされている。しかし、多くの中小企業は自己資本対経常利益率や総資本対経常利益率の改善は見られず、むしろその値は減少傾向にある。図 3-7 は中小企業の自己資本対経常利益率および総資本対経常利益率を 1973 年度～2003 年度までの 31 年度分の推移を示したものである。これによる 1973 年の自己資本対経常利益率は 25.3%、総資本対経常利益率が 6.7%だったものが、2003 年度にはそれぞれ 4.8%、1.7%となり年々低下している。中小企業は短期成長志向ではなく安定志向もしくは現状維持的な経営を行い、いわゆる収益性重視の経営とは逆行している点も影響していると推察できる。だが、中小企業が資金調達を行う上で、外部、特に金融機関から要求されることは財務内容の改善なのである。先ほど示したように法人のうち 7 割近くが利益を計上しておらず、利益を計上していない企業は、金融庁の検査の際に「要注意先」

図 3-7 中小企業の自己資本対経常利益率・総資本対経常利益率の推移



に分類されるために金融機関からの借入が困難なものとなる。

金融機関の中小企業向けビジネスは拡大しているが、それは金融機関自身の収益性向上を推進するために有効な手段として採用しているのである。一見、中小企業の資金調達は多様化しているように見えるが、それは一部の中小企業にとってだけであり、その多様化している資金調達手段を利用するためには、中小企業自身も財務内容の改善などを図る必要がある。金融機関の融資姿勢を含めて中小企業の資金調達環境は改善はしているものの、多くの中小企業にとって依然として厳しい状況である。しかし、そのような厳しい資金調達環境を打開するには中小企業の経営改善も要求されるのである。

ただし、中小企業財務において金融機関からの借入は、先ほど指摘したように「財務の機能」の「利用可能性」と「収益性」との側面においてトレードオフがあると言える。中小企業は資金調達可能であるが「ビジネスローン」という高金利による調達では「収益性」は低下するし、さらには利益の減少に結果としてつながる。金融機関、特に都市銀行が中小企業向けビジネスに積極的となっている側面のみにて評価するのではなく、その背景を踏まえ、「財務の機能」から評価をしなければならぬ。そもそも都市銀行は中小企業向けの専門金融機関としてこれまで役割を担ってきておらず、今日の都市銀行における中小企業向け融資の拡大は、収益源の対象として中小企業が位置づけられたためである。つまり、金融機関が収益を追求して中小企業向けビジネスをその対象として位置づけている真意は、その対象たる中小企業が金融機関にとっていわゆる「収奪」の対象なのである。これは中小企業財務においてはまさに「収益性」の低下といえよう。

本章では都市銀行の一部を取り上げて検証しており、地方銀行や第二地方銀行などその他の業態での中小企業向けビジネスローンを検証していない。地方銀行のビジネスローンと都市銀行が提供しているビジネスローンでは、たとえば金利にも差異が存在している。金融機関の業態や存立基盤によってターゲットとなる中小企業も変化していることが予想される。この点に関しては今後の課題とし詳細に分析することにした。

1 今回取り上げたほかには、齋藤（2003）は戦後からの中小企業の資金調達に関して、二重構造論的な視点から分析しており参照されたい。

2 スコアリングは、企業の財務データや経営者の属性などをもとに当該企業をポイント化し貸出の審査時に金融機関が利用するシステムである。

3 ただし、スコアリングによって金融機関による貸出をする中小企業の選別が生じる可能性を示唆はしているものの、それにとどまっている。

4 佐藤（2003）pp.44～46 および 50～51 参照。

5 金融検査マニュアルに関しては、現在中小企業向け貸出のマニュアルもできている。

6 図1の数値は文末に参考資料として掲載したので参照されたい。

7 大企業、中堅企業および中小企業の区分は『金融経済統計月報』による。この場合の中小企業とは、資本金3億円以下または常用従業員300人以下（卸売業は資本金1億円以下または常用従業員100人以下、小売業、飲食店は資本金5000万円以下または常用従業員50人以下、各種サービス（飲食店は除く）は資本金5000万円以下または常用従業員100人以下）の企業である。

また、この場合の中堅企業とは、資本金3億円超10億円未満かつ常用従業員300人超（卸売業は資本金1億円超10億円未満かつ常用従業員100人超、小売業、飲食店は資本金5000万円超10億円未満かつ常用従業員50人超、各種サービス（飲食店を除く）は資本金5000万円超10億円未満かつ常用従業員100人以上）の企業である。

そして、これらの基準以外の企業が大企業となる。統計の便宜上、中堅企業という言葉をここでは用いることにする。

8 本章では検証していないので詳細な要因は不明であるが、中堅企業に関しては、資金調達の手法が多様化していることから金融機関からの借入が減少していると予想できる。

9 この数値は貸出件数の合計は住宅ローン、個人ローンなども含まれており、その総件数でそれぞれ大企業、中堅企業、中小企業の件数を除いたものである。よって3つの比率の合計は100%にはならない。

10 中小企業の件数が他の件数よりも数値がかけ離れて大きかったために、自然対数を用いてグラフ化し、それぞれの動きを把握することにした。

11 中小企業の社債・私募債利用については第3部で論じる

12 たとえば東京都民銀行などは早くからスモールビジネスローンを展開していた。

13 本論で唱えている「財務の機能」の「収益性」ではなく、いわゆる利益率等の意味で

の収益性である。

14 2004年当時のもので合併前のもは合併前の銀行の数値を単純に合算した。

15 役務取引等による収益の例としては、私募社債における金融機関の手数料の確保があげられる。これについては第8章について議論する。

16 中小企業庁(2007)p.145。

17 日本銀行HP(<http://www.boj.or.jp/theme/research/stat/tk/index.htm> 2007年11月28日アクセス)

第4章 中小企業専門金融機関の役割の低下と中小企業の「利用可能性」の低下

第1節 本章の目的

本章の目的は、信用金庫の破綻要因を、財務的アプローチによって検証し、破綻信用金庫と非破綻信用金庫との比較から、信用金庫が現在採用している収益性および健全性の追求には、その本来の役割からすれば問題があると指摘することである。

本章では“中小企業専門”金融機関かつ民間金融機関として分類されている信用金庫に注目した。1951年に制定の信用金庫法に基づいて設立された信用金庫は、「一定の地域内に居住する中小企業者や個人を会員とする相互扶助的な協同組織金融機関」として位置づけられる。2001年度に信用金庫は、宇都宮、大阪第一、沖縄、中津、臼杵、佐賀関、関西西宮、長島、佐伯以上9つの信用金庫が破綻し、2002年になつては神栄、大阪相互、船橋、石岡の4つの信用金庫が破綻している。

まず、間接金融に依存している中小企業とその依存先である“中小企業専門”金融機関とされている信用金庫との関係を再検討する時期であると考え。そして信用金庫自身も経営破綻をしている現状とその原因を検証することで、信用金庫と中小企業の間関係を把握することができる。BIS規制のもと、国内に基盤をおく信用金庫は自己資本比率4%基準が目安とされているが、9%の自己資本比率を有する信用金庫が破綻している。また、金融検査マニュアルにおいて、信用金庫が銀行と同じ尺度や指標で評価されている状況がどのような影響を信用金庫の経営に与えているかを分析する。中小企業へ円滑に資金供給するという“中小企業専門性”、協同組織としての役割、そして金融機関であるがための健全性とのジレンマを指摘し、今後の信用金庫の方向性に関して検討する。

本章では、まず信用金庫に関する研究のレビューを行い、本研究の位置づけを明らかにする。次に、信用金庫の破綻に関する要因を、自己資本比率といった単独指標で判断することの限界を述べる。次に先行研究を踏まえ線形判別関数による2群の判別を行うことにより、信用金庫の破綻要因と今後の動向を把握することを試みる。最後に、信用金庫の有する三つの性格のうち、中小企業専門金融機関というよりも地域金融機関という特性に傾倒している事実を取り上げ、中小企業財務において「利用可能性」の低下という観点から

信用金庫の根本的役割の再検討が必要であることを論じる。

第2節 信用金庫に関する先行研究および本章の位置づけ

本章を進めるに当たり、信用金庫に関する先行研究についてレビューを行う。最近の信用金庫に関する研究は、①伝統的中小企業金融研究、②地域金融機関およびリレーションシップ・バンキングを基にした研究、③協同組織機関に関する研究、④収益・費用分析研究、⑤合併に関する研究、⑥破綻に関する研究、以上6つに分類できる。

①伝統的中小企業金融に関する研究では、他の業態との比較や中小企業の位置づけと中小企業の資金調達の困難さを主に論じている。例えば、森(1991)や吉野(1989)は日本の中小企業の問題性と中小企業金融という観点から論じ、その中での信用金庫の位置づけを規定している。この分野の研究では信用金庫をその有する性格、いわゆる中小企業専門金融機関、地域金融機関、協同組織金融機関の面から扱い、その中で特に中小企業専門金融機関たる点を強調していることが特徴である¹。

②地域金融機関およびリレーションシップ・バンキングに関する研究は、地域経済における金融機関として信用金庫を把握し、特に中小企業向けの金融機関的性格だけを強調してはいない。地域金融機関として地元に着し、住民や企業と密接な関係(Relationship)を構築することで、その役割を遂行する点を信用金庫の役割として位置づけている。

例えば村本(2002)では中小企業金融は大企業に比べて情報の非対称性の度合いが強い分野であり、金融仲介機関による情報生産機能が重要となる分野として位置づけられる。そして、中小企業向けの金融機関が中小企業との関係を通じてそれまで蓄積してきた情報を活用することで、中小企業金融に関する情報問題を克服し融資等が可能となる。つまり「中小企業金融はリレーションシップ・バンキングの典型」としている²。この概念を根底に、地域金融機関に関する研究が多く行われており、例えば、宮村(2000)、清水(2002)がある。もちろん、地域金融機関の概念規定だけをしている研究ばかりではなく、直接個々の金融機関の戦略等に焦点をあてた研究もあり、それには鈴木・室屋・萩尾(2001)がある³。

③協同組織機関に関する研究では、信用金庫の設立主旨である「相互扶助」および「非営利組織」という概念を中心に論じられている。例えば、齋藤(1992)では、信用金庫の設立

主旨や当初の意義を現状に照らし合わせ、その変化を指摘している。中でも、「信用金庫の存在感が希薄化している」とする点は、時代を超え現在の状況にも当てはまるものである⁴。この論文は1992年と10年以上も前のものであり、バブル崩壊後の状況から信用金庫の批判をしている。しかし、現在と当時とでは状況が違うとはいえ、信用金庫の役割の希薄化を批判している点は評価できる⁵。そして、若菜(2000)では、信用金庫の社会的使命として、協同組織体である点を株式会社組織と比較して強調している。また、経済的弱い立場の中小企業者や勤労者等の金融の円滑化と貯蓄の増強こそが信用金庫の役割であると、それを実現するために協同組織という経営形態が採用されていると論じている。

④収益・費用分析からの研究では、信用金庫の収益源や規模の経済性による費用逓減に関して論じられている。例えば、堀江(2001a)では、信用金庫と存立基盤である地域（営業地盤と呼んでいる）との関連性に注目し、メッシュ分析により支店配置や競合店数、顧客である事業所等を変数として収益性を分析している。さらに、組織力として信用金庫の本部組織の効率性や役員数といった独自の変数を採用することにより、信用金庫の経営を把握している⁶。また、宮村(1992)では合併における費用逓減に関する研究を行っている⁷。この研究では、信用金庫の費用関数を導き出すことにより、同業界において規模の経済性は存在するかという点を検証している。規模の経済性による費用逓減効果は地方の信用金庫では存在するが、都市部では存在しないとしている⁸。このような信用金庫の収益や費用に関する研究は、数阪・成瀬(2003)があるが、信用金庫全体を対象としたものが多い。

⑤合併に関する研究は、後藤(1995、1996、1998)が詳しい。戦後信用金庫法が成立してから1997年までの信用金庫の合併（破綻による合併も含む）を、具体的に吸収・非吸収先を時系列的に検証している。同業種、異業種、他業種との合併というように分類し、また時代ごとにその特徴や背景を論じている。井上(2003)は信用金庫の合併を財務データを用い、その効果を検証している。収益および費用の研究で分類した宮村(2000)の研究結果とは異なり、規模の経済性が認められるとしている⁹。

⑥破綻に関する研究は、生澤(2001a、2001b)と堀江(2000、2001)がある。生澤には、京都市南信用金庫および京都みやこ信用金庫、西相信用金庫の破綻を事例とする研究と¹⁰、東京信用金庫協会が行った破綻した25信用金庫の要因分析を紹介する研究がある¹¹。堀江

は破綻した信用金庫とそれを吸収した信用金庫との収益性分析を行っている。それによると、「自己資本比率が低いと経営破綻となり、規模が大きいと経営破綻処理となりがたく、経営破綻先は役員数が多い」としている¹²。ただ、信用金庫の破綻に関する研究は少なく、この要因として考えられるのは、信用金庫の破綻自体、過去において大蔵省（現財務省）の指導の下ではほとんど起こりえず、研究の対象となっていなかったという点である。そのため合併に関する研究に比して、破綻要因に関する研究、特に財務的なアプローチは少なくなっていると考えられる。信用金庫の財務的なアプローチでの研究は後ほど検証する。

以上のように、信用金庫に関する研究を6つに分類した。もちろん、それぞれが独立しているわけではなく、複雑に絡み合っていると考えられる。分類を総括してみると、2つの特徴が上げられる。1つは、信用金庫の特徴や意義というものが、かつては、中小企業専門金融機関、地域金融機関、協同組織金融機関と三本柱で把握されてきた。しかし、最近の研究では、協同組織的性格はもちろん、中小企業専門という性格が希薄化されてきている。信用金庫を地域金融機関の担い手として位置づけ、地域の活性化を推進する機能を有しているものとする研究が多くなっている。

2つ目は、信用金庫を総体で把握している研究が多いということである。もちろん、信用金庫の役割や意義を論じるのであるから、大局的な視点からそれを把握することは当然である。しかし、一步踏み込んで、個々の信用金庫の状態や財務内容を取り上げ吟味することが必要であると考え。「信用金庫」として取り上げるのではなく、個々の信用金庫の現状を視野に置きながら総体を見ていくことも重要であろう。

そこで、本章は、信用金庫の研究において、先に分類した中で⑥破綻に関する研究にグループに属するものとする。そして、現在において研究が不十分である「破綻信用金庫」を対象とし、財務的なアプローチでその要因を検証することにする。個々の信用金庫の財務データを収集し、破綻信用金庫と非破綻信用金庫との比較を行い、特徴を把握する。また、財務データから信用金庫の役割を示唆することを試みる¹³。

第3節 一般的な企業の倒産予測モデルと信用金庫への適用の限界

上記で述べたように、本章は信用金庫の破綻に関する研究に位置するが、ここでは一般

的な企業の倒産予測に関する研究について検討し、後ほど行うこととなる信用金庫の破綻に関する研究を検証する際のステップとする。

一般に企業の破産を予測する研究においては企業倒産予測モデルが利用されている。これは、Altman の Z スコアに代表されるように、企業の財務指標を統計的に処理し、企業倒産のモデルを定型化することを目的としている¹⁴。また、一方では財務データを使わない、定性的なデータを用いた非財務的モデルの研究がある¹⁵。定量的なデータ、つまり財務指標を用いた分析では不十分な点も指摘されており、定量的なデータおよび定性的なデータを組み合わせた分析がより確実性が高まる。しかし、今回の研究では、破綻信用金庫に関する定性的なデータを収集するのが困難であるため、定量的なデータを利用し分析することにする。

次に上記のような一般的な企業倒産予測モデルの利用が、信用金庫にも適応可能かどうかを検証する。企業倒産予測モデルの先行研究で利用されている財務指標を表 4-1 で示した。これら先行研究で利用されているものは、主に一般の企業を対象とした財務指標と考えられる。このような指標を信用金庫の財務データから抽出することは困難である¹⁶。例えば、白田(1999)で利用されている買入債務回転期間や白田(2003)の棚卸資産回転期間を信用金庫の財務データの中で見出すことは不可能である。よって、一般的な倒産予測モデルの判別式は用いる変数の違いから、そのまま信用金庫に適用することは難しいと判断できる。

第 4 節 信用金庫の破綻に関する予測モデルの先行研究とその限界

そこで次に、信用金庫の財務データを使った破綻の要因分析に関する先行研究を検証してみる。信用金庫の財務的アプローチによる破綻分析は、堀江(2001b)と国立(2002)がある¹⁷ (表 4-2)。堀江の研究で利用された変数は、自己資本比率、不良債権比率、資本規模 (対数変換値)、従業員の過剰度合い、本部組織の効率性、店舗あたりの競争性、店舗あたりの企業数の 7 項目である。この変数を用い、破綻先と吸収先という二つのグループに分け、線形回帰判別分析を行っている。この結果、有意な指標としては自己資本比率、資産規模、

表 4-1 代表的な倒産予測モデルの研究において使用された財務データ及び指標

Altman(1967/1968)	運転資本/総資産 留保利益/総資産 利息・税引前利益/総資産 自己資本時価/総負債 売上/総資産
高橋・黒川・渡瀬(1979)	自己資本/総資本 (流動資産-流動負債)/総資本 (支払利息割引料+社債発行差金・発行費償却)/売上 修正分配付加価値/期首総資産 (経常収入-経常支出)/期首総資産 (運転経常収入-運転経常支出)/期首総資産
戸田(1984)	純利益/売上高 留保利益/総資産 当座資本/流動資産 利子割引料/売上高 自己資本時価/総負債
後藤(1989)	営業外費用 当座資産 流動負債 支払勘定 総資産・総負債(絶対値)
白田(1999)	総資本留保利益率 総資本増加率 有利子負債平均金利負担率 買入債務回転期間
白田(2003)	総資本留保利益率 総資本税引前当期利益率 棚卸資産回転期間 売上高金利負担率
田尾(2003)	ROE 売上高営業利益率 現金預金回転期間 総資本回転率 保証債務対自己資本 剰余金投下資本構成比率 デッドキャパシティレシオ

出所) 白田(1999)55~56ページ、148ページおよび白田(2003)206ページ、田尾(2003)16ページを参照

表 4-2 信用金庫の破綻要因に関する先行研究に用いられている指標

堀江 (2001)	自己資本比率 不良債権比率 資産規模 (対数変換値) その他 4 項目は財務指標以外
國立 (2002)	ネットリスク管理債権比率 対 Tier1 株式保有割合 Tier1 対数値

役員の過剰度合いの 3 つを上げており、自己資本比率が低い、役員数が多いと破綻となる傾向にあり、資産規模が大きいと破綻しない傾向になるとしている¹⁸。この研究では財務指標と非財務的なデータを併用している点が非常に興味深い、財務データが乏しく検証結果に不明瞭な点がある。

國立の研究では、2001 年 4 月から 2002 年 3 月において破綻した信用金庫 (破綻 9、非破綻 367) および信用組合 (破綻 29、非破綻 367) のあわせて 772 サンプルを用い、2 値ロジスティック分析による判別を行っている。その際使用した変数は、ネットリスク管理債権比率、対 Tier1 株式保有割合、Tier1 対数値の 3 つである。ネットリスク管理債権比率と対 Tier1 株式保有割合が高ければ破綻の危険性が増し、Tier1 対数値が高いと破綻の危険性が減少するものとしている。この研究では、サンプル数が破綻 38、非破綻 734 という多さから判別式を導きだしている点が特徴である¹⁹。しかし、変数のうち対 Tier1 株式保有割合を用いているが、信用金庫が保有している有価証券のうち株式は 2001 年 3 月で 2.85%、2002 年 3 月で 2.11%と、その割合が低い。確かに、資金運用先として有価証券、特に株式を選択した場合、株価低下の影響を受けるものと考えられるが、Tier1 との割合を利用する点が妥当かどうかの検討が必要である。

以上のように、信用金庫の破綻に関する研究は、数的にも少なく、また内容的に吟味する余地があると判断できる。よって、次に具体的に信用金庫の破綻要因について検討していくこととする。

第5節 信用金庫の破綻した要因の一般的な視点からの検証—自己資本比率²⁰

信用金庫法が1951年に制定されて以来、2003年までに破綻および解散した信用金庫は29ある(表4-3)²¹。年度別に見てみると、1963年度が1件、1970年度が1件、1992年度1件、1993年度1件、1999年度10件、2000年度2件、そして2001年度が13件となり、2001年4月のペイオフ解禁が近づくとつれ増加した。このうち、解散したのは1964年不動信用金庫、1971年川崎信用金庫、1993年釜石信用金庫であり、残りは他の金融機関へ事業譲渡もしくは救済合併されている²²。

本章ではこの29の破綻信用金庫のうち、2001年度に破綻した信用金庫をサンプルとして採用した。その理由としては二つあげられる。一つ目は、同時期の破綻の方が地域差はあるが、信用金庫を取り巻く経済状況にはそれほど差がないと判断したためである。二つ目は財務的アプローチを試みるためには、入手可能な財務データが同時期の方が、公表基準等が統一されていて比較する上で妥当性があると判断したためである。以上の理由により、2001年10月に破綻した宇都宮信用金庫から2002年3月破綻の石岡信用金庫までを対象とすることにする²³。尚、佐伯信用金庫(大分県)に関しては、財務データを入手できないため、利用可能な範囲で分析を行った²⁴(以下、破綻信用金庫とした場合、断りが無い限り上記の13信用金庫を指す)。そこでここでは、信用金庫の破綻する要因を、一般的に言われている健全性の尺度である自己資本比率という視点から破綻信用金庫と全国信用金庫を比較し検証する²⁵。

金融機関の健全性を判断する指標として自己資本比率が近年注目されている²⁶。国際業務を行う金融機関は自己資本比率8%以上、国内業務のみの金融機関は4%が望ましいとされている。信用金庫は国内業務のみであり、4%基準をクリアすれば健全性を有していると考えられる。しかし、破綻した信用金庫の自己資本比率を検証すると、4%水準を下回っていた破綻信用金庫は13信用金庫のうち、宇都宮信用金庫3.95%、沖縄信用金庫2.13%の2つであった。

2001年3月期における全国信用金庫の自己資本比率をさらに検証してみる。図4-1は2001年3月期のデータをもとに、全国371信用金庫の自己資本比率を各階級2%でヒスト

表 4-3(1) 破綻信用金庫と受け皿金融機関(1964～2002 年)

信用金庫名	本店所在地	破綻公表日	受け皿金融機関	方式
不動	東京都新宿区	1964 年 3 月	解散	
川崎	福岡県田川郡	1971 年 1 月	解散	
東洋	大阪府大阪市	1992 年 10 月	三和銀行(当時)その他 18 信金	合併
釜石	宮城県釜石市	1993 年 10 月	解散/岩手銀行	事業譲渡
不動	大阪府大阪市	1999 年 4 月 21 日	大阪、大阪厚生、大阪市、永和、泉陽、阪奈、枚方、摂津信用金庫	事業譲渡
玉野	岡山県玉野市	1999 年 4 月 23 日	岡山相互信用金庫、岡山信用金庫	合併
神田	東京都千代田区	1999 年 4 月 23 日	興産信用金庫	合併
龍ヶ崎	茨城県龍ヶ崎市	1999 年 6 月 4 日	水戸信用金庫	合併
小川	埼玉県小川町	1999 年 11 月 12 日	埼玉懸信用金庫	事業譲渡
日南	宮崎県日南市	1999 年 11 月 19 日	南郷信用金庫	事業譲渡
松沢	東京都世田谷区	1999 年 12 月 10 日	昭和信用金庫	事業譲渡
京都みやこ	京都府京都市	2000 年 1 月 14 日	京都中央信用金庫	事業譲渡
南京都	京都府京都市	2000 年 1 月 14 日	京都中央信用金庫	事業譲渡
西相	神奈川県足柄郡	2000 年 1 月 28 日	さがみ信用金庫	事業譲渡
岡山市民	岡山県岡山市	2000 年 4 月 14 日	おかやま信用金庫	事業譲渡
わかば	東京都中央区	2000 年 4 月 21 日	太陽、朝日、同栄、芝、昭和、目黒、東調布、王子、多摩中央信用金庫	事業譲渡
宇都宮	栃木県宇都宮市	2001 年 10 月 19 日	栃木・烏山・鹿沼相互 ・小山・大田原信金	事業譲渡
大阪第一	大阪府大阪市	2001 年 10 月 19 日	大阪信用金庫	事業譲渡
沖縄	沖縄県那覇市	2001 年 10 月 26 日	コザ信用金庫	合併
中津	大分県中津市	2001 年 11 月 16 日	大分みらい信用金庫	事業譲渡
佐賀関	大分県北海部郡	2001 年 11 月 16 日	大分信用金庫	事業譲渡

表 4-3(2) 破綻信用金庫と受け皿金融機関(1964～2002 年)

信用金庫名	本店所在地	破綻公表日	受け皿金融機関	方式
臼杵	大分県臼杵市	2001 年 11 月 16 日	大分みらい信用金庫	事業譲渡
関西西宮	兵庫県神戸市	2001 年 11 月 22 日	神戸・姫路・兵庫・尼崎信用金庫	事業譲渡
長島	三重県北牟婁郡	2001 年 12 月 28 日	紀北信用金庫	事業譲渡
佐伯	大分県佐伯市	2001 年 12 月 28 日	大分信用金庫	事業譲渡
神栄	兵庫県神戸市	2002 年 1 月 18 日	日新信用金庫	事業譲渡
船橋	千葉県船橋市	2002 年 1 月 25 日	東京東信用金庫	事業譲渡
相互	大阪府大阪市	2002 年 1 月 25 日	大阪信用金庫	事業譲渡
石岡	茨城県石岡市	2002 年 3 月 1 日	水戸信用金庫	事業譲渡

(出所)預金保険機構および金融庁の発表資料をもとに作成

グラムを作成した²⁷。最も多いのは階級 5 (8%以上 10%未満) で 76 信用金庫である。また 8%以上の自己資本比率を有する信用金庫は 271 信用金庫にのぼり、信用金庫全体の 73.05%に相当する。これは、国内基準 4%はもちろん国際基準 8%をも超えており、信用金庫が他の業態、特に国際基準適用の銀行と健全性の面で比較されている点を反映しているものと思われる²⁸。

表 4-4 を見ると破綻信用金庫群の中で、最大の自己資本比率は 9.64% (長島信用金庫<三重県>) で平均が 5.80%である。一方の非破綻信用金庫群の自己資本比率において、最大は 36.77% (稚内信用金庫、北海道)、最小が 2.44% (大田信用金庫、群馬県)、平均は 10.90%となる²⁹。非破綻信用金庫の中にも 4%以下の信用金庫は、先の大田信用金庫と富良野信用金庫の 2 金庫存在している³⁰。以上のことから、自己資本比率が 4%以上の信用金庫でも破綻しており、現存する信用金庫は 4%基準をクリアしているが、その 4%という基準が安全性に対する絶対的な指標とはならない。

上記のように、BIS 規制の 4%基準で信用金庫の健全性を判断するのは困難である。確かに、全国的に破綻した信用金庫の自己資本比率の順位を見てみると、350 位よりも下位に集

中している（表 4-5）。これは自己資本比率が低いほうが破綻の可能性が高いとは論じられ

図 4-1 全国の信用金庫の自己資本比率度数分布図(2001 年)

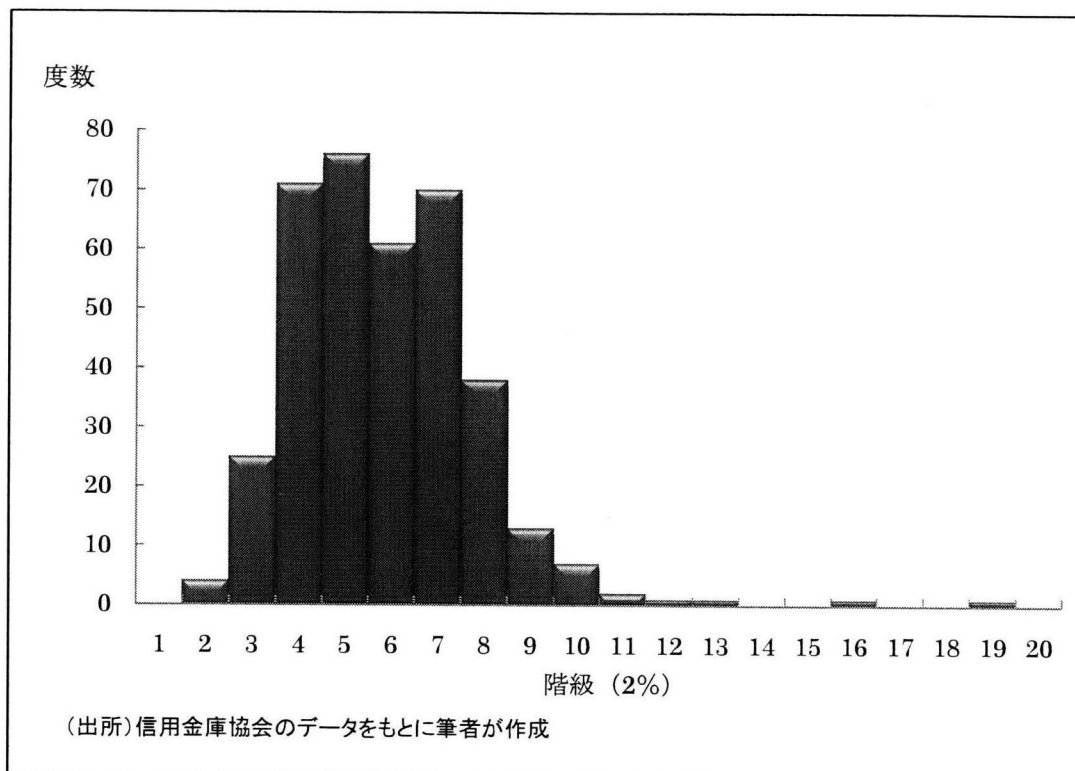


表 4-4 破綻・非破綻信用金庫自己資本比率比較 (2001 年 3 月)

	破綻(%)	非破綻(%)
最大値	9.64	36.77
最小値	2.13	2.44
平均	5.80	10.90
中央値	6.00	10.43

るが、4%基準の妥当性は証明できない。まして、8%基準にしたとしても、それ以上自己資本比率を有している 3 信用金庫が破綻しているの、水準の設定にはさらなる検討が必要であろう。破綻した信用金庫の中で最大の自己資本比率である長島信用金庫の 9.64%を

基準として仮定した場合、全国の信用金庫の約半分、160の信用金庫が健全性に疑問があることになってしまう³¹⁾。

以上のことから、信用金庫の健全性を議論するには自己資本比率単独では十分でないと推測できる。そこで自己資本比率に加えて、いかなる財務指標が信用金庫の健全性や破綻の危険性を把握しうるかを検討することにする。

表 4-5 破綻した信用金庫の2001年3月期における自己資本比率と順位

破綻信用金庫	自己資本比率(%)	全国順位(371金庫)
長島	9.64	211
石岡	8.35	262
臼杵	8.00	276
大阪第一	6.71	321
相互	6.21	338
佐賀関	6.00	343
佐伯	6.00	348
中津	5.00	360
神栄	4.48	363
船橋	4.46	364
関西西宮	4.42	366
宇都宮	3.95	368
沖縄	2.13	371

(出所) 図 4-1 と同じ

第 6 節 線形判別関数による信用金庫の破綻要因分析の試み

自己資本比率単独で、信用金庫の破綻要因を把握することは困難であることが分かった。そこで、信用金庫の破綻要因を検討するに当たり、複数の財務指標を用いることにする。

先の先行研究のレビューでも述べたように、複数の財務指標から要因を検証するには判別分析による方法がある。一般企業の倒産予測モデルは様々存在しているが、信用金庫にそのまま適用することは困難であった。また、信用金庫の破綻に関する先行研究は数が少なく、使用している変数に検討の余地が残る。よって、ここでは信用金庫の破綻要因を財務アプローチによって検証し、線形回帰による判別モデルを採用することにする³²。そして、どのような財務指標が破綻と関係があるのかを検討し、線形回帰の判別関数を提示することにする。

線形回帰による判別関数を導くに当たり、破綻信用金庫群と非破綻信用金庫群を設定した。破綻信用金庫群には、2001年度に破綻した13信用金庫のうち、佐伯信用金庫を除く財務データを公表している12信用金庫を採用した。また、非破綻信用金庫群のサンプルは、破綻した信用金庫があった都道府県（栃木県、茨城県、千葉県、三重県、大阪府、兵庫県、大分県、沖縄県）に本店を有する56の信用金庫を採用した。使用した財務データは2001年3月期であり、また、非破綻群で採用した信用金庫も、2001年3月の段階で存在している信用金庫を抽出した³³。

抽出した説明変数は13で、表4-6の通りで説明変数の算出方法、平均値、標準偏差および平均の差の検定を示している³⁴。また表4-7では抽出した5つの説明変数の相関行列を示してある。説明変数は全て公表財務データを用い計算し使用した（自己資本比率のみ公表データをそのまま使用）。なお、判別式を用いるため破綻信用金庫群と非破綻信用金庫群はダミー変数を用い、破綻群を“1”、非破綻群を“0”という被説明変数として使用した³⁵。

説明変数の選択に当たっては、相関行列を算出し相関の高い変数を除去した。次に変数減少法により統計的に有意でない変数を除去し、最終的に総資金利鞘、リスク管理債権比率、貸倒引当金カバー率、業務純益／（預金積金および出資金の期首期末平均）、個人ローン／貸出金残高といった5つの説明変数を用いて線形判別関数を求めた³⁶。最終的に使用した説明変数のうち、破綻へのプラス要因（増加すれば破綻する要因）と予想したものは、リスク管理債権のみで、それ以外は破綻へのマイナス要因（増加すれば破綻しない要因）と想定した。

なお、説明変数の選択段階において、計算上自己資本比率が除外された。これは上記で検

表 4-6 使用した説明変数の算出方法、平均値、標準偏差および平均の差の検定結果

説明変数	計算式	平均値		標準偏差		差の検定 (P値)
		破綻	非破綻	破綻	非破綻	
預貸率	公表データを使用	0.644	0.611	0.087	0.109	0.323
預証率	公表データを使用	0.171	0.224	0.082	0.108	0.113
OHR	(人件費+物件費+税金)/業務粗利益	0.914	0.711	0.399	0.089	0.106
自己資本比率	公表データを使用	0.058	0.103	0.021	0.036	0.000 **
総資金利鞘	資金運用利回-資金調達原価率	0.003	0.004	0.003	0.003	0.061
預金貸出金利鞘	貸出金利回-預金原価率	0.011	0.011	0.004	0.003	0.928
リスク管理債権比率	リスク管理債権等合計額/貸出金残高	0.194	0.118	0.063	0.056	0.000 **
貸倒引当金カバー率	貸倒引当金/リスク管理債権等合計額	0.341	0.240	0.178	0.103	0.079
業務粗利益/(預金積金+出資金)	左記どおり。尚、分母は期首・期末の平均	0.022	0.024	0.005	0.004	0.223
業務純益/(預金積金+出資金)	左記どおり。尚、分母は期首・期末の平均	0.001	0.007	0.009	0.003	0.037 *
経常利益/(預金積金+出資金)	左記どおり。尚、分母は期首・期末の平均	-0.007	0.003	0.011	0.005	0.013 *
当期利益/(預金積金+出資金)	左記どおり。尚、分母は期首・期末の平均	0.001	0.007	0.005	0.007	0.066
個人ローン/貸出金	個人ローン残高/貸出金残高	0.232	0.273	0.094	0.085	0.176

(注)財務データは、『全国信用金庫財務諸表』および『ニッキン資料年報』を参考

表4-7 5変数の相関行列

	総資金利鞘	リスク管理債 権比率	貸倒引当金カ バー率	業務純益/預金 積金・出資金	個人ローン/貸 出金
総資金利鞘	1.0000	-0.1129	0.1354	0.3009	0.1501
リスク管理債権比率	-0.1129	1.0000	0.0757	-0.2563	-0.0282
貸倒引当金カバー率	0.1354	0.0757	1.0000	0.0308	0.0411
業務純益/預金積金・出資金	0.3009	-0.2563	0.0308	1.0000	0.0921
個人ローン/貸出金	0.1501	-0.0282	0.0411	0.0921	1.0000

討したように、自己資本比率が破綻・非破綻の分類を行う上で判別上は利用価値の低いものであると考えられる。また、OHRに関しては、信用金庫のコスト削減を知る上で有効な指標と考えたが、相関行列を算出した際、他の説明変数との相関が高く、多重共線性の懸念があるため除外した。以上のことを踏まえ、各指標がどのくらいの影響度を有するかを検証するために標準化した判別係数を算出した（表 4-8）³⁷。

表 4-8 標準化判別係数および相関係数

	標準化判別係数	t 値		相関係数
総資金利鞘	-0.0447	-1.1406		-0.2319
リスク管理債権比率	0.1301	3.4128	**	0.4627
貸倒引当金カバー率	0.1254	3.3737	**	0.3163
業務純益/（預金積金+出資金）	-0.1312	-3.3122	**	-0.4585
個人ローン/貸出金	-0.0553	-1.4879		-0.1867

**P<0.01

表 4-8 の標準化判別係数によると、リスク管理債権、貸倒引当金カバー率が高いと破綻の危険が高まり、総資金利鞘、業務純益/（預金積金および出資金期首・期末平均）、個人ローン/貸出金が高いと破綻の危険性が減少することがわかった。この収益性が高いことが望ましいという結果は、非営利組織たる信用金庫の性格との矛盾をきたすこととなった。また、当初の予測とは異なり、貸倒引当金カバー率の符号が逆になっている。これは、リスク管理債権等合計額に対し貸倒引当金が多く計上されていると破綻の危険性があるということを示している。本章では貸倒引当金とリスク管理債権等の関連性を詳細に分析しなかったが、破綻債権や延滞債権に対する貸倒引当金は掛け目を高く設定しており、そのため破綻懸念先が多いほど個別貸倒引当金の額が上昇していると予想できる。それと同時に、貸倒引当金が多いということは債権に関して担保不足であることを示唆していることになる。これは融資に際して適切な審査が行われていないもしくは審査手法に問題があり、その結果破綻もしくは破綻に近い状況の債権が増加し、副次的に貸倒引当金の増加につなが

っているものと推測できる。また、個人ローン／貸出金という変数に関しては、個人ローンの割合が高いと信用金庫が破綻する危険性が低下するという結果である。これは、信用金庫が中小企業向け融資ではなく、保証会社などの保証があり金利も高く長期間安定的に収益を上げられる個人ローンを多く取り扱うようになっている現象を裏付けるものである。

第7節 中小企業専門金融機関の役割の低下と「利用可能性」の低下

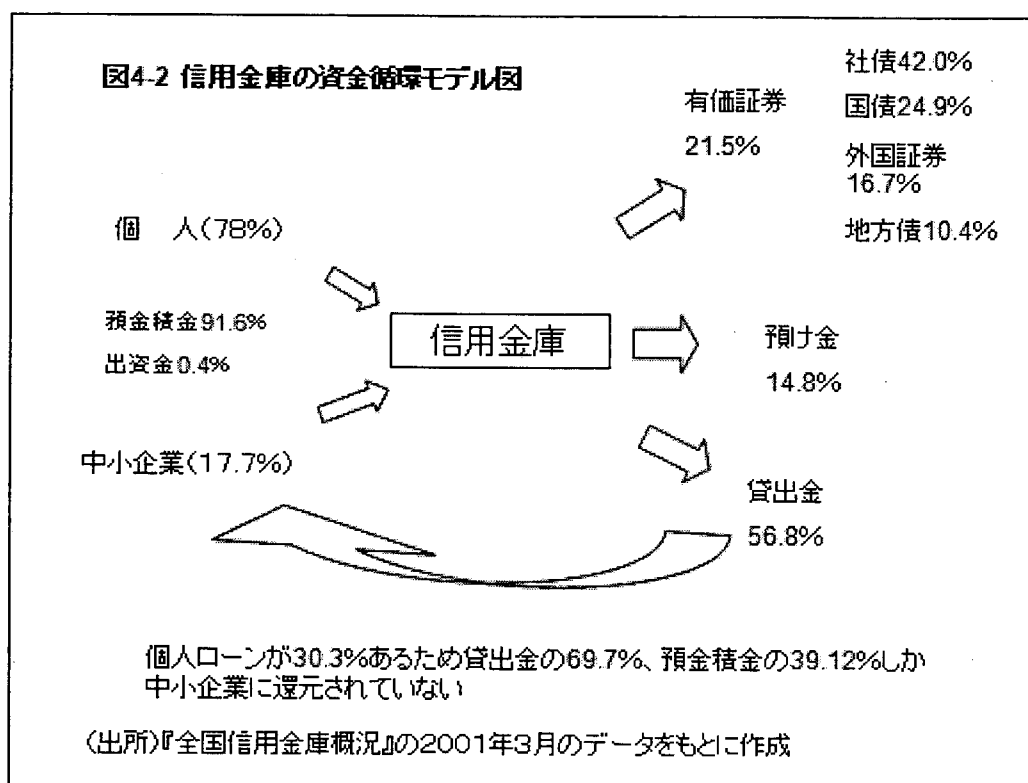
以上の検証で明らかになった点は、

- ①自己資本比率は破綻要因の指標にはなり難く、また信用金庫の取引先である中小企業の増減よりも、信用金庫内部の変化が破綻への影響度が高いこと。
- ②線形判別関数による2群の判別では、総資金利鞘、業務純益／預金積金および出資金、個人ローン／貸出金は破綻へマイナス要因、リスク管理債権の増加および貸倒引当金の増加は破綻へプラスの要因となること。

である。

特に注視したいのが個人ローンに関する問題である。個人ローンの増加は信用金庫にとって破綻要因を減少する方向に向かわせるものであることが判明した。このような現象は実際にも顕著になっている。図4-2を見ると分かるように、信用金庫は調達した資金を貸出金としている比率は58.00%である。そのうち個人向けが28.82%あり中小企業へは71.18%となっている。これを踏まえて預金、積金および出資金のうち、中小企業への融資に向けられているのかを計算すると41.28%である。さらに、今後は中小企業向け融資と個人向け融資の比率の差が縮小する傾向にある。例えば、京都中央信用金庫では、今後の健全性を維持するために個人向けローンへのシフトを明言している。信用金庫が個人向けローンを推進する利点は、住宅ローンや個人ローンは保証付き融資なため不良債権化することなく、またリスクセットの比率が低く自己資本比率の算定に有利ということである。さらに、住宅ローンは事業性融資に比べ長期であるため、収益が安定的であることなどがあげられる。

こういった動向は、信用金庫の役割を“中小企業専門”金融機関や協同組織金融機関といった面ではなく、地域金融機関ということに重点を置くようになってきていると把握する。つまり、信用金庫が破綻を避けるためには、中小企業等への融資を減少させ、安全な



個人ローンを増加させることが有効な手段であることを意味する。すなわちこれは、中小企業財務における「利用可能性」の低下になるのである。

確かに、信用金庫の歴史の中で、一般からの預金を受け入れることでその役割を拡大し、“中小企業専門”金融機関的側面に加え地域金融機関的側面を強めてきた。そして、信用金庫を取り巻く環境が、銀行と同じ尺度、つまり健全性と収益性で評価するように変化してきた。今回の破綻要因分析でも推察できるように、中小企業向け融資よりも個人向け融資を行うことによって健全性や収益性を高め、リスク管理債権の増加を防ぐことで信用金庫は破綻を避けられるかもしれない。しかし、信用金庫の有するもう一つの側面、大企業への融資集中が行われていた中での中小企業の資金供給源であったという役割を想起する必要がある。

中小企業はリスクの高い企業群であるがために資金不足になる。その状況を打開するために信用金庫制度は確立されてきた。このようなことから、今回行った信用金庫自身の収益性や健全性だけを追求することは信用金庫の本質ではなく、またそのような尺度だけ

では信用金庫を分析することは不完全である。換言すれば、いかに地域の中小企業に貢献しているかを示す指標の構築が必要なものであり、都市銀行などとは異なり収益性や健全性だけではなく、貢献度を用いることによって議論することが望ましい³⁸。そして、信用金庫の有する役割とその財務指標を併せて分析することで、信用金庫の存在意義が判断できうると考える。

今回の分析では信用金庫の破綻要因の検証を試みた。信用金庫が破綻を避けるためにとり得る行動は、信用金庫自身の収益性を高めることや、中小企業向け融資から個人向け融資へのシフトという、信用金庫の本来の意義に反するものであることが明らかになった。中小企業専門金融機関という言葉は、信用金庫にとって法人の取引対象が中小企業のみという点を表現しているに過ぎない。“中小企業専門”を明記するのであれば、中小企業金融への貢献度を鮮明にする必要があり、また中小企業専門から由来する他業態との差をも明らかにする必要がある。

中小企業から見れば、融資の選択肢は都市銀行、地方銀行、信用組合など多く存在している。銀行が大企業への融資を中心に行っていたことで中小企業金融の担い手として信用金庫の存在意義があったが、これは銀行の“補完的機能の側面”と言える。またその一方で銀行と同じ担保主義という手法で融資を行ってきたという銀行との“同質的側面”も存在する。これを極論すれば、融資対象は異なるが融資手法は変わらないということであり、事業性融資先が中小企業である点にしかその差異を見出せない。競合する金融機関の中で、他業態とは違う信用金庫の存在意義を再び構築することが必要なものであり、現在になって地域金融機関の役割を強調するといったレトリックは必要ではない。信用金庫を取り巻く環境が変化し、金融機関として収益性や健全性が要求されている事実と、信用金庫が持つ中小企業金融の役割との間にジレンマが存在しており、もし後者を放棄するのであれば信用金庫の存在意義が問われる。

信用金庫の役割を考えるならば、その1つは中小企業への円滑な資金供給である。健全性や収益性追求という行動を採用するのではなく、積極的に中小企業への資金供給を行うことが信用金庫の役割である。そこで貸出金利を低位に維持するのではなく、安定的に資金供給できるモデル構築が必要なものである³⁹。これが中小企業財務の「利用可能性」を高

めることにつながるのである。

また信用金庫が預金を高利で貸付する点に問題があるのであれば、信用金庫がファンドや基金を創設し、リスクマネーを中小企業に分配できるような中小企業と投資家との仲介機能を担うシステムの開発や、後に議論する社債市場における信用金庫の役割などを検討するべきであろう。形式だけの“銀行の補完的機能”を維持し、中小企業財務においてその積極的な役割を信用金庫が担わないのであれば、「利用可能性」を高める本当の意味での中小企業に資金供給ができるシステムを新設しなくてはならない。

尚、本章ではいくつかの課題がある。まず、線形判別関数による 2 群の判別に際してであるが、抽出した説明変数の吟味がより必要である。変数を増やし、また信用金庫という特殊な業態であるため、その役割を明確にすることが可能な変数を用いることも必要となる。また、今回は破綻を予測するのではなく要因分析を試みたので本章では記載しなかったが、算出した判別式を用いて全国の信用金庫に当てはめ調査する必要もある。そして、破綻した信用金庫が本業を遵守して破綻に陥ったのか、本業以外に投機的な行動で破綻に陥ったのかは現段階の財務指標だけでは判断が困難である。このような点を把握するには定量的分析だけではなく、各破綻信用金庫の状況を含めた定性的な分析が必要となる。以上のようなことを、信用金庫の収益性の意義に関する議論を含め今後の研究課題とする。

1 中小企業専門金融機関のほかに、中小金融機関などという用語も存在している。例えば村本(1991)では、中小金融機関と中小企業専門金融機関、また、地域金融機関の概念規定を試みており、中小企業金融に関する用語を整理している。そもそも、中小企業金融の議論においては、信用金庫は中小企業“専門”金融機関として現在も扱われており、例えば、中小企業白書の中でも中小企業専門金融機関として、信用金庫、信用組合が位置づけられている。しかし、この“専門”とは、信用金庫や信用組合の立場からして、事業性融資先が中小企業に限られているという意味での“専門”であって、融資先の選択肢としては個人もあるので、純粋な意味での中小企業“専門”ではないということを指摘したい。つまり、日本には純粋に中小企業だけを対象とする民間金融機関は実際には存在しない（政府

系金融機関では中小企業金融公庫が中小企業専門金融機関に該当するものと思われる)。

² 村本(2002) p.17。村本によれば、「リレーションシップ・バンキングの重要性は広く知られているものの、研究の蓄積はほとんどない」としている。

³ 尚、金融審議会が2003年3月に提出した報告書は「リレーションシップ・バンキングの機能強化にむけて」であり、地域金融機関の存在意義をリレーションシップ・バンキングの概念に依拠している。特に、協同組織金融機関(この場合信用金庫・信用組合を示すとされる)をリレーションシップ・バンキングのビジネスモデルに合致していると指摘している。

⁴ 齋藤(1992)p.33。齋藤の主張は、信用金庫の擁護の姿勢ではなく、むしろ現状の信用金庫を批判している点が特徴である。

⁵ 信用金庫の役割の形骸化という問題を遡れば1966年になる。森(1972)によれば、信用金庫不要の立場をとる滝口、信用金庫や相互銀行を一本化して中小企業銀行の設立を唱えた名古屋大学の末松、信用金庫(相互銀行、信用組合)が機能しているのであるから現状維持を唱えた中央大学の川口の三者が議論し、結局信用金庫は継続することとなった。

⁶ 例えば、堀江(2001b)p.15。「役員陣の纏まり、ないし意思決定の迅速性、本部組織の効率性、営業店段階の効率性」を組織の変数としてあげている。さらに詳細な記述は、堀江・川向(1999)pp.206-209を参照されたい。

⁷ 宮村(1992)では合併した信用金庫を対象とした研究であり、合併に関する研究に分類することが妥当であるかも知れないが、合併によって規模の経済性追求による費用逓減を主とした研究であるため、収益および費用に関する研究に分類した。また、宮村の議論の中に、収益性を向上させるには「手数料収入を増強すべき」(同81ページ)であるという内容もあり、この分類で問題はないと判断した。

⁸ 同上、p.81。

⁹ 井上(2003)p.1。

¹⁰ 生澤(2001a)pp.5-8。京都みやこ信用金庫の破綻要因としては、バブル時の不動産融資の不良債権化や情実による融資の慣習などがあげられている。

¹¹ 生澤(2001b)pp.2-26。破綻の主な要因としては、「地場産業などの特定業種偏重融資

(不動産業および建設業)、大口融資偏重、有価証券の運用失敗、経営陣の放漫経営」があげられており、これから複合的に作用しあっていたとしている。

¹² 堀江(2001b)p.22。

¹³本章では、信用金庫の役割を、以前から存在している中小企業専門金融機関、地域金融機関、協同組織金融機関の3つであると仮定し、その中でも、中小企業専門金融機関および協同組織金融機関の機能を特徴としたものとして議論を進めていく。また中小企業専門金融機関とは、中小企業に円滑に資金供給する機関、地域金融機関とは地域の発展に貢献する機関、協同組織金融機関とは相互扶助に理念を根底に非営利組織たる機関とする。

¹⁴ 企業倒産予測モデルに関する先行研究のレビューは白田(1997)33~55ページが詳しい。

¹⁵ Lussier and Pfeifer(2001)p.239。企業が存続および破産を分析する際に、財務データを用いた予測モデルでは予測は難しいとしている。特に、中小規模の企業に関しては、大企業に比べ財務データの信頼性や利用可能性が低いので、財務比率での分析は難しい。この研究で用いられている定性的なデータとしては、”capital, record keeping and financial control, industry experience, management experience, planning, professional advisor, education, staffing, product/service timing, economy timing, age, partners, parents, minority, marketing” の15項目が採用されている(230ページ参照)

¹⁶ 先行研究で使われている指標と近似している財務指標を探索すれば発見可能であるかもしれないが、その指標で置換することが妥当であるか判断は困難である。

¹⁷この2つの研究のほかに森平「信用金庫・信用組合の信用リスクモデル：その倒産確率の推定とリスク管理」(1996)や森平・森「倒産確率」が示す銀行の真実」(2001)がある。前者は資料データがなく詳細は不明であるが、1996年段階で信用金庫の破綻件数は4件のみであり、信用組合の破綻を中心にしているものと予想する。後者もやはり信用組合の破綻を取り上げ、倒産信用組合17、非倒産信用組合56としてロジット分析による倒産確率モデルを構築している。この研究は信用組合という信用金庫に近い業態であるため、本研究にとって参考になると予想されるが、使用した財務指標および判別関数の係数といった詳細が不明なため利用できない。

18 前出、堀江(2001b)pp.21-22。

19 たとえば国立(2002)など参照されたい。尚、筆者がインターネット上で閲覧した当時は可能であったが、現在は閲覧不可能である。筆者がノートにまとめた資料を参照している
のでページ数は不明である。

20 本章では、破綻を預金保険法第2条の4を破綻として扱う。

(参考) 預金保険法第2条の4

「この法律において「破綻金融機関」とは、業務若しくは財産の状況に照らし預金等の
払戻し（現金等に係る債務の弁済を言う。）を停止するおそれのある金融機関又は預金等の
払戻しを停止した金融機関をいう。」

21 29 信用金庫以外にも、実質上破綻しそうな信用金庫も数多く存在した。しかし、大蔵
省（当時）の指導の下、破綻する前に他の信用金庫や金融機関に合併、もしくは事業譲渡
させるケースがあった。例えば、1997年の武蔵野信用金庫（東京都）はバブル時の多額の
融資が不良債権化し、預金の流出も生じた。その結果、城南信用金庫に当初は救済合併を
諮ったが断れられ、結局、王子信用金庫、西京信用金庫、多摩中央信用金庫、平成信用金
庫、芝信用金庫、東京信用金庫に分割譲渡された（後藤(1998)pp.41-42）。このようなケー
スは多く、事例研究として後藤(1995a、1995b、1995c、1998)が詳しい。

22 この場合、事業譲渡とは、破綻金融機関の不良債権等を整理回収機構が買い取り、残り
の健全な債権等を受け皿金融機関が預金の払戻しを含めて引き継ぐことを言う。信用金庫
に限らず金融機関の破綻処理に関しては佐藤(2000)が詳しい。預金保険制度の変遷や役割を
論じている。

23 本論では、各破綻信用金庫の具体的要因には触れなかった。各信金の金融整理管財人の
報告書を見ると、破綻の要因としては外部要因と内部要因を挙げている。外部要因として
は、景気の変化に伴う融資先の倒産や業況悪化であり、内部要因としては、審査・管理体
制の不備や資産運用の失敗となっている。今後詳細に検証する。

24 本章の財務データは2001年3月期を使用しており、各信用金庫ディスクロージャー誌、
『ニッキン資料年報』、『全国信用金庫財務諸表』を随時参照した。これは破綻した信用金

庫群が最後に決算をしているのが 2001 年 3 月期であるためである。尚、破綻した信用金庫に関しては、ディスクロージャー誌を入手不可能なため、ニッキンおよび全国信用金庫財務諸表のデータに頼らざるを得なかった。

²⁵ 尚、各都道府県の事業所数の変化と信用金庫の破綻についても検証したが、大分県では 8 信用金庫あるうちの 4 信用金庫が破綻したのだが、平成 8 年から 13 年までの 5 年間で減少した事業所数が全国で最も少ない。逆に、2 信用金庫が破綻した大阪府は全国で最も事業所数が減少した都道府県であった。都道府県レベルではなく市町村レベルでの事業所数の変化を検証する必要がある。

²⁶ 自己資本比率は一般的に次のような式で算出されている。

$$\text{自己資本比率} = \frac{\text{自己資本の額(基本的項目+補完的項目-控除項目)}}{\text{各資産項目} \times \text{リスクウェイト} + \text{各オフバランス取引の与信相当額} \times \text{リスクウェイト}}$$

²⁷ 例えば階級 4 は 6%以上 8%未満の自己資本比率を有する信用金庫数を示している。

²⁸ これから判断するに、国内基準、国際基準それぞれ設定が存在していても、金融機関である以上、各信用金庫は上位の基準、つまり 8%を目標にしていることを示唆していると思われる。預金者の立場からすれば、健全性という尺度は、その事業内容が国内・国際に別れていたとしても、高いほうを選択すると予想される。

²⁹ 大田信用金庫は 2002 年 1 月に伊勢崎信用金庫 (12.82%、2001 年 3 月期) と合併し、伊勢崎大田信用金庫となり、自己資本比率は 10.39%となった (2002 年 3 月期)。

³⁰ 富良野信用金庫は 2002 年 1 月、旭川信用金庫 (自己資本比率 12.48%、2001 年 3 月期) と合併、旭川信用金庫となり自己資本比率は 11.38%となった。

³¹ 2002 年 3 月期の決算においては、国内基準である自己資本比率 4%以下の信用金庫はなくなり、すべて 4%以上となった。

³² 前掲、堀江 (2001 b) において線形回帰による判別モデルを利用している点、白田 (2003) pp.63-64 において、線形判別モデルが十分機能すると論じられている点に依拠し、本章でも線形回帰による判別式を採用することにした。

³³ 非破綻群の信用金庫に関しては 2002 年 3 月期のデータも存在するが、破綻信用金庫群

の最終的に公表している決算が2001年3月期のものであるため、非破綻群の財務データもそれと合致させた。その結果、2001年3月以降に合併して、現在は存在していない信用金庫がサンプルとして採用されている。現在は異動により存在していない信用金庫は、次の通りである。

泉陽信用金庫・泉州信用金庫 ⇒ 南大阪信用金庫（大阪府）

千葉信用金庫・木更津信用金庫・成田信用金庫 ⇒ 千葉信用金庫（千葉県）

銚子信用金庫・旭信用金庫 ⇒ 銚子信用金庫（千葉県）

摂津信用金庫・水都信用金庫 ⇒ 摂津水都信用金庫（大阪府）

34 説明変数が13しかない点は、これは今後の課題である。また、業務粗利益、業務純益、経常利益、当期利益を預金残高と出資金との合計で除した指標を用いた。これは信用金庫の当初の設立主旨である“相互扶助”から鑑み、出資者および預金者が委託したものがどれくらいの収益を上げているかを算出したほうが信用金庫の役割を判断する上で有効であると判断し、筆者が本章のみで用いた。

35 線形判別関数による2群の判別の方法は古谷野(1998)pp.76-90に基づいて行った。また、エクセルによって計算は行ったが、その具体的な方法や判別方法は内田(2002)を参考にした。ダミー変数の設定の仕方によっては、判定基準を正か負かで判定できるが、今回は破綻を“1”、非破綻“0”とし被説明変数として用いた。

36 本来であれば、変数増減法や変数減増法が望ましい。

37 ここでは回帰式を $Y = \beta_0 + \beta_1x_1 + \beta_2x_2 + \beta_3x_3 + \beta_4x_4 + \beta_5x_5$ とした。なお、Yは非説明変数であるが、ダミー変数として破綻を1、非破綻を0である。

帰無仮説 H_0 は $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0$

対立仮説 H_1 は $\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq \beta_5 \neq 0$ とした。

$$\text{有意確率} = 2.9897 \times 10^{-7} \leq 0.05$$

よって、 H_0 を棄却し、回帰式には意味があるとする。

38 例えば、信用金庫の規模別で上位10信用金庫のディスクロージャー誌をみると、中小企業向け融資残高は記載されているが、融資件数が記載されていない信用金庫が7つあった。融資件数を記載するだけでも信用金庫の動向を分析しやすくなる。

³⁹ 林(2002)では中小企業向けの貸出金利の現状を分析し、貸出金利の幅を付す点を検証している。

第5章 金融機関依存型資金調達の問題点

第1節 本章の目的

本章の目的は中小企業財務の金融機関依存型の資金調達の問題点を総括することにある。前章までで、金融機関にその資金調達を依存している点が中小企業財務の特徴であるということが理解できた。都市銀行は自社の収益獲得のためにビジネスローンにその戦略を展開し、中小企業専門金融機関である信用金庫は中小企業向けの貸出を減少するような動きに出ていることがわかった。これは中小企業財務における「収益性」の低下と「利用可能性」の低下となると指摘してきた。

そして本章では、そのような金融機関依存型の資金調達を行っている中小企業のうち、いわゆる金融機関から資金調達が不可能となった企業の調達先を把握することにする。中小企業向け融資構造はU字型をしていると考えられる¹。横軸に金利をとり、縦軸に商品数もしくは融資残高をとると図 5-1 のようなU字型となる。曲線の頂点を中心に、左側の比較的低金利なゾーンを銀行や信用金庫などが占め、右側の高金利なゾーンはいわゆるノンバンクが占めている。本章の目的は、中小企業向け融資の商品がU字型の構造になった要因が金融機関の貸出行動と、一方では上限金利で貸出をするノンバンク行動の結果、二極分化したものだとして認識する。金融機関からの資金調達が不可能となった企業、すなわち「利用可能性」が喪失した企業が「収益性」を放棄する代替として資金調達をする場としてノンバンクが存在している。金融機関からの資金調達の代替策として高金利のノンバンクを使用せざるを得ない中小企業財務の問題点を指摘する。

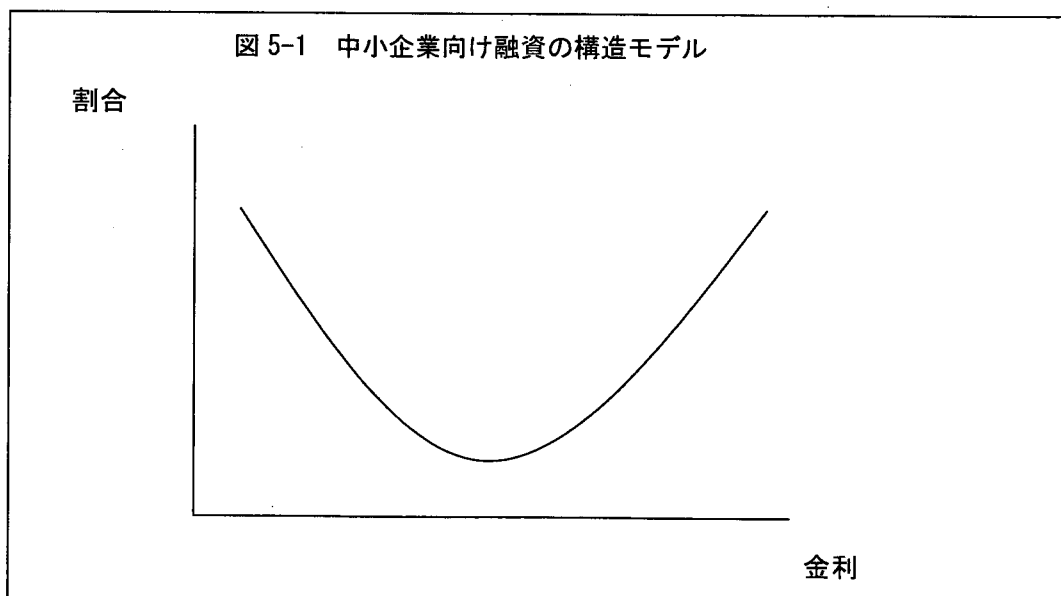
第2節 商工ローン問題の再考

中小企業の資金調達は、長年大企業に比べて困難であることが問題とされてきた。2章で示したように全国の銀行の中小企業貸出残高推移を見ても明らかなように、都市銀行をはじめ、中小企業専門金融機関とされている信用金庫や政府系金融機関の貸出残高も減少している。1998年から1999年にかけては、国の特別制度融資が行われたため、信用保証協会の保証付き融資によって各金融機関の残高が増えた。しかし、制度融資終了後には貸出残高は伸びず、多くの中小企業が資金繰りに困っている状況となった。また前章でみたよ

うに、信用金庫や信用組合など中小規模の金融機関自体が破綻しており、中小企業を取り巻く資金調達環境は悪化した²。

そのような状況下で、商工ローン問題で注目された中小企業向けノンバンクの役割も検討する必要がある³。1999年の商工ローン問題以降、中小企業向けノンバンクの融資残高は減少しているものの、当時は経常利益をあげているなどノンバンクの業績は良好であり、いかに中小企業が資金繰りに困窮しニーズがあるのかが伺えた。ここ数年の動向としては、マザーズやナスダック・ジャパン（現ヘラクレス）を中心としたいわゆる“ベンチャービジネスブーム”とは違った局面において、多くの中小企業は資金調達を間接金融に依存している構造に変化はなかった。

本章では、銀行・信用金庫などの金融機関と中小企業向けノンバンクとの比較検証を行う。これまでの先行研究では、ノンバンクと金融機関の関係を中心に着目し議論されてきた。たとえば晝間(1992)によればノンバンクの存在理由を「ノンバンクがその規制の少ない立場から銀行がカバーしてこなかった隙間部分（ニッチ）を手掛けるか、または新たなニッチを掘り起こすことを通して顧客のニーズを満たしてきたという積極的な、あるいは本来的な理由と、銀行が規制等によって参入できないため迂回融資機関として関連会社（系列ノンバンク）を利用するといった消極的な理由」の二つをあげている⁴。本章では、先行研究のなかで「規制と迂回融資」という念頭に置き、中小企業財務におけるノンバンクの行動



の分析を行い、その問題性を指摘する。

その中で、金融機関およびノンバンクの中小企業向け融資商品の金利を基にした構造を「U字型」構造としてとらえた。そのU字型構造が成立するには、金融機関、ノンバンク双方の行動が重要と考え、ノンバンクの存立形態や融資状態を中心に中小企業への資金供給の現状を分析した。その結果、ノンバンクの役割と金融機関との関係や問題性、中小企業への資金供給のU字型構造の解消への動きの必要性を検証することにする。最後に、新たな資金調達手法の導入がこのような現状に変化をもたらしたかを検証していく。

第3節 金融機関からの資金調達の金利の実態

これまでの章で検証してきた中小企業の資金調達の特徴をまとめると、大企業と比べて、①金融機関に依存している、②金利が相対的に高い（「収益性」が低い）、③「利用可能性」が相対的に低い、の3つに絞ることができる。

これらの特徴はつまり直接金融を利用できていないことを表しており、1930年にイギリスにおいて委員会が発表したマクミラン報告書の中で指摘されている中小企業問題そのものである。前述したようにこれは中小企業は長期安定的資金を調達するために大企業に比して、資本市場を利用できない傾向にあるというもので、マクミランギャップといわれている。

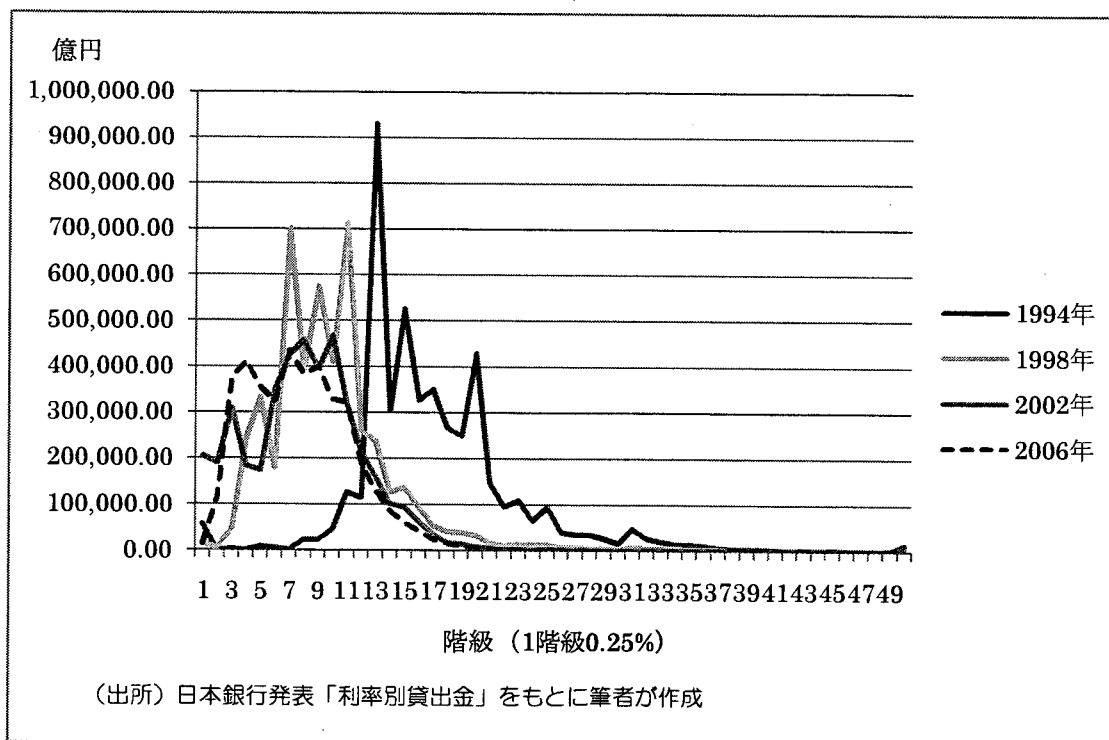
従来から中小企業は大企業に比べ借入れの難易度、安定性、実質金利等の面での格差、いわゆる「二重構造の金融的側面」があり、それが中小企業金融の問題の本質であるとされている。ここ数年では、大企業が直接金融へと資金調達をシフトさせる中で、都市銀行などは収益確保のため中小企業へ対応を増加させてはいるものの、現状は依然厳しいものがある。大企業と中小企業との間に金利格差など財務の面で格差が生じるのかは、一般にエージェンシー理論を基にした情報の非対称性で説明される機会が多い⁵。さらに、融資の小口性から由来するコスト高および中小規模性に起因する不安定な点を金利に反映させられるため、大企業に比して金利格差が生じていると論じる場合もある⁶。

そこで、さらに中小企業向け融資を詳細に検証してみることにする。上記のように大企業と比して中小企業は資金調達の面、特に金利面での格差があると論じた。しかし、対大企業だけではなく中小企業間でも金利の格差が存在している。まず日本銀行調査統計局の

『金融経済統計月報』のデータをもとにグラフにしたのが図5になる。このグラフでは1994年、1998年、2002年、2006年の各年の企業向けの貸出金利およびそれに対応する融資残高の推移がわかる。X軸の利率は最低が0.25%未満でそれから0.25%ずつ階級がとられ、12.25%以上が最高位の階級である⁷。なお、現在、銀行等の金融機関の貸出に際しての上限金利は臨時金利調整法に基づいて公布されている「金融機関の金利の最高限度に関する件」によって15%と決められている⁸。よって図5におけるグラフの右端は15%未満が最高である。

1994年には、最も融資残高が多かった階級は3.00%～3.25%未満で930,322億円（1994年残高合計に対して20.03%）となる。1998年の最も残高が多かった階級は2.50%～2.75%で712,078億円（1998年残高合計に対して14.87%）、2002年は2.25%～2.50%の階級で506,098億円（2002年残高合計に対して11.62%）、2006年は0.75%～1.00%の階級で41兆1,887億円（2006年残高合計に対して10.01%）となる。グラフの形状から判断すると、1994年から1998年にかけてはグラフが左方にシフトし、1998年から2002年にかけては

図5-2 金利別貸出残高の推移



下方にシフトし、2002年から2006年にかけてはより金利が低位している。この変化によって、資金調達は金利がここ8年の間で低くなる一方で、貸出総量も減少しているのが指摘できる⁹。

また、金融機関の形態別による貸出金利を調べてみると、都市銀行の貸出金利が最も低く、順に地方銀行、第二地方銀行、信用金庫で貸出金利は高くなっていく¹⁰。具体的な数値を見ると、2000年10月－12月にかけての中小企業向け貸出平均金利は、都市銀行2.29%、地方銀行2.50%、第二地方銀行2.60%、信用金庫2.84%となっており、金融機関の形態によっても貸出金利が異なることがわかる¹¹。以上のことから、資金調達する商品の利用範囲は金融機関全体で0.25%未満から15%以下の幅があり、なおかつ中小企業が利用する際に金融機関の形態によって少なくとも0.5%以上の差が存在している。このように中小企業の間においても金利格差が存在していることが明らかとなるが、ある一定の金利層に集中していること点に注目すべきであろう。

中小企業向けの金融機関の成立過程を振り返ると、都市銀行の大企業への集中的な融資が行われる中で、資金不足に陥っていた中小企業へ円滑な資金の提供を目的として第二地方銀行や信用金庫が誕生してきた¹²。しかし、中小企業専門金融機関である信用金庫でさえも貸し渋りの兆候が伺え、さらには信用金庫が金融再編のなかで淘汰されている事実も存在する。信用金庫数の推移を見れば1992年9月において全国に451あったものが¹³、2002年2月末現在では354と約10年で97減少している¹⁴。これは中小企業が資金調達を行う機会、チャネルの減少にもつながっていると考えられる。つまり資金を円滑に供給するシステムが現在は滞っており、それは上記で見たように融資残高、中小企業向け金融機関の減少によって如実に提示されている。

さらに図5-2から明らかになる問題点は、2002年のグラフを見た場合、最も融資残高の多い2.25～2.50%を超えた金利の商品が急激に減少するという点である。比率で言えば、2.50%未満の残高は73.61%、2.50%を超えるものの残高が26.39%となる。資金繰り判断DIとあわせて仮定するならば、2.50%以上の金利融資商品が中小企業の資金需要を満たしていないのではないだろうか。いわゆる従前の融資の典型である不動産等の有担保で返済見込みのある中小企業は2.5%以下で資金調達が可能で、その条件に適さない企業は融資を極端に受けづらくなるのが仮定できる。金利の上限が15%と幅が設定されているにもか

かわらず、金融機関は貸倒れリスク等を上乗せした形での金利設定をした融資というものを行って来ていなかったのである¹⁵。その結果、金融機関から融資を受けることができない、つまりそれら金融機関の主力商品である 2%~3%の融資によつての資金調達が可能でなな中小企業は、極端に金利が高くなり 20%を超える商品を有する中小企業向けノンバンクの貸付に需要を依存することとなる。以上のことから、金融機関の中小企業向け融資は低金利で供給されているが、その供給量は中小企業の需要を十分には満たしていないと理解できる。

第 4 節 中小企業向けノンバンクの動向

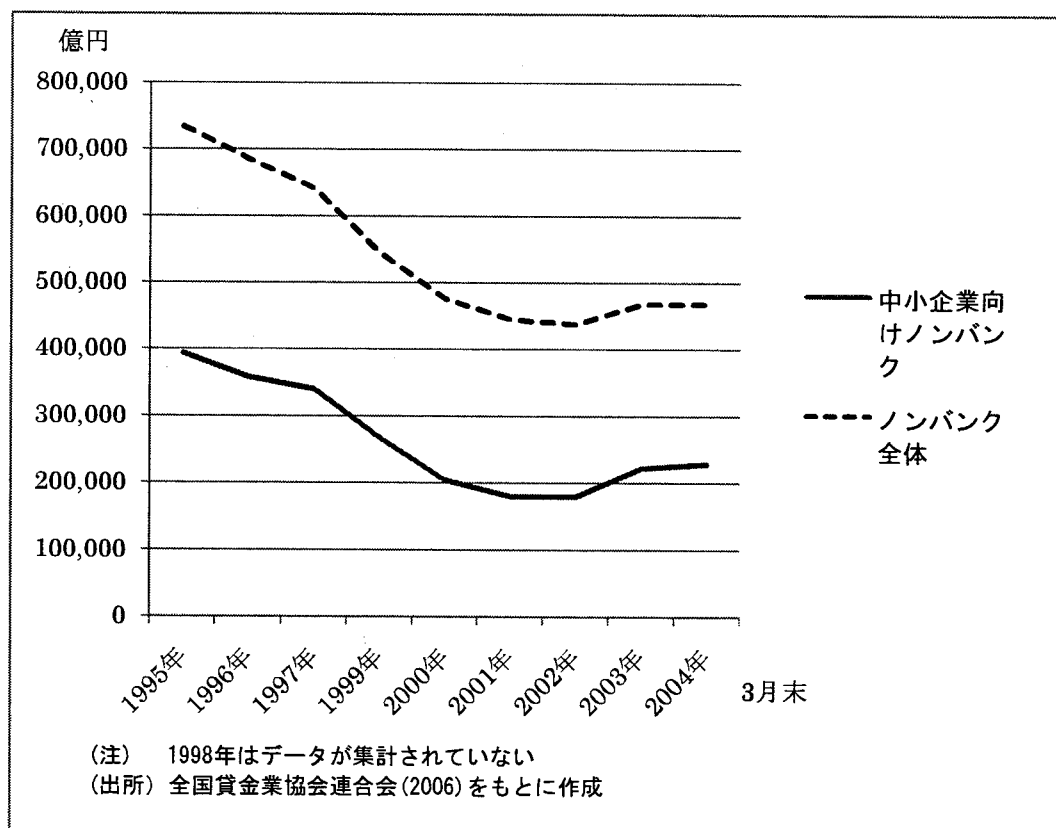
1999 年、大手中小企業向けノンバンクの日栄（現ロプロ）と商工ファンド（現 SFCG）が、債権の取立てや融資の際の方法、金利などで社会問題となった¹⁶。しかし、その問題性はともかく、中小企業への資金供給源という中小企業向けノンバンクとしての役割や存在意義は大きい。なぜなら、中小企業は都市銀行などや中小企業専門金融機関からの資金供給のみでは必要な運転資金などを十分に賄えきれず、中小企業向けノンバンクを利用せざるをえない状況にあるためである。

しかし、商工ローン問題以降、中小企業向けノンバンク業界も事業者数が年々減少傾向にある。中小企業向けノンバンク¹⁷は、1993 年 5,382 社、1996 年 3 月末 4,839 社、1999 年 3 月末には 3,588 社、2002 年 3 月末 3,158 社、2004 年 3 月末には 2,614 社と 48.57%にまで減少している。また、貸付残高は 1993 年 3 月末 43 兆 8020 億円、1996 年 3 月末 39 兆 3910 億円、1999 年 3 月末 26 兆 7382 億円、2002 年 3 月末 17 兆 8,909 億円と減少していたが、2004 年 3 月末には 22 兆 8,062 億円となっている¹⁸(図 5-3)。しかし、中小企業向けノンバンクの貸付残高および事業者数は減少しているとは言うものの、約 23 兆円という残高の規模は、2003 年当時の第二地方銀行の中小企業向け貸出残高に匹敵しており、看過するには規模が大きいと考える。

また、中小企業向けノンバンクの貸付平均金利の推移をみると、「出資の受け入れ、預り金および金利等の取締りに関する法律（以下出資法）」および利息制限法の改正にともない、各ノンバンクの上限金利が下方にシフトしている。出資法および利息制限法は 1999 年 12 月に改正、2000 年 6 月より施行されたが、その前後で約 92%の中小企業向けノンバ

ンクが出資法で制定された金利 29.2%以下へと商品の金利を変更した¹⁹。しかし、ここにはグレーゾーン問題が依然として存在する。利息制限法では貸付金の金利は元本 10 万円未満で 20%、10 万以上 100 万円未満で 18%、100 万円以上で 15%と決められている。しかし、一方で出資法によれば 29.2%と定められており、この二つの法律によって規定されている金利には幅が生じている点がグレーゾーン問題なのである。利息制限法を越えた金利は民事上無効ではあるが、債権者が任意で支払う場合は有効な弁済となる。任意とはこの場合、借り入れの際に十分な説明と文書の交付によるものと考えられ、借り入れる側としてはそのような事項を承知済みで借り入れていることになる。借り入れ側、つまり中小企業は 15%以上の金利のため借り入れを拒否するのではなく、金利負担が増えても借り入れる選択をするであろう。このようなグレーゾーンの存在は中小企業の資金調達にとって深刻な問題の一因となっており、これは融通性と高金利、二者択一の問題として存在している²⁰。

図 5-3 中小企業向けノンバンクの貸出残高推移



次に具体的な中小企業向けノンバンクを検証してみる。2002年当時の主要な中小企業向けノンバンクとしては、既出の日栄（東証1部）、商工ファンド（東証1部）があげられるが、本章で研究の対象とするのは、それらに加えてシンキ（東証1部）、ニッシン（東証1部）、クレディア（東証1部）、イッコー（大阪2部）、インター（大阪2部）の計7社とする（名称や上場市場などは2002年当時のもの。本章中では当時の分析を行うため名称も当時のものを使用する）²¹。

表 5-1 ノンバンク 7社貸出残高の推移

	億円							
	商工ファンド	日栄	シンキ	クレディア	ニッシン	インター	イッコー	合計
1994年	1,008	2,735	NA	NA	123	NA	NA	NA
1995年	1,187	3,173	NA	387	130	NA	NA	NA
1996年	1,635	3,560	NA	486	129	194	NA	NA
1997年	2,261	4,145	NA	594	125	226	NA	NA
1998年	3,005	4,516	1,358	580	146	279	NA	NA
1999年	4,082	4,759	1,323	623	179	304	467	11,270
2000年	3,326	3,221	1,000	646	260	425	485	8,878
2001年	2,959	2,469	1,015	860	371	486	406	8,160

（出所）各社有価証券報告書より筆者が作成

注： 1.商工ファンドは99年まで1月末、それ以降は7月末の残高、それ以外の企業は3月末

2.クレディアの残高は消費者向け融資も含む

3.残高は営業貸付金と商業手形残高計で計算

中小企業向けノンバンクは、その現在行っている業務内容によって大きく三形態に分けることができる。それは、中小企業向け融資専門型、消費者および中小企業向け融資兼業型、銀行ローン提携保証業務型である²²。中小企業向け融資専門型に属するのは、商工ファンド、日栄、インター、イッコーなどであり、中小企業向けの手形貸付、証書貸付、リボルビングローン、商業手形割引をメインに行っている。消費者および中小企業融資兼業

型は、消費者への貸出に加えて中小企業向け融資型と同様の業務を行っており、この類型に属するのがニッシン、シンキである。銀行ローン提携保証業務型は、銀行が行う融資に際して、ノンバンクが自社で有する与信システムによって審査し保証を行うものである。これに属するのがクレディアであり、クレディアの融資対象は、本来は消費者向けの融資であったが、現在は中小企業向けローンの保証業務も行うようになってきている²³。

創業当時の業務をみると、商工ファンド、日栄、ニッシン、イッコーは商業手形割引を主としていた。また、クレディアは質屋、シンキおよびインターは当初から貸金全般を行っていた。各社とも創業当時の業務に加えて手形貸付、証書貸付など融資商品を広げ、消費者向けにシフトしていく企業、中小企業向けにシフトしていく企業、両者を対象にしたものなどに分かれていった。そして、資金需要や業績の変化によって商品構成や消費者か事業者かといった対象の割合などを変化させ対応してきている。

また当初の開業地を見てみると、地方都市から成長してきたものが多い。日栄は京都府、クレディアは静岡県、シンキ、インターは兵庫県、ニッシンは愛媛県、イッコーは大阪府、商工ファンドが東京都となっている。これは、中小企業が全国各地に存在しているため、市場が一極集中していなく各地で需要が存在していたためと考えられる²⁴。

前述の7社のノンバンクの融資残高推移を見ると1999年と2000年を境にして、貸付残高が減少している企業とそのまま増加している企業とに分かれる。これは1999年のいわゆる商工ローン問題と、利息制限法および出資法の改正による上限金利が下方修正されたことによる貸出の手控えが要因ではないかと推測する。特に大手2社の商工ファンドと日栄は大幅に減少しており、業界1位2位の順位が変動することになった。

各社の戦略を検証すると、まず1999年から大幅に下落した商工ファンドと日栄を見ることにする。商工ファンドは以前と変わらず商工リボルビングローン²⁵を取扱方法の修正をしながら主力商品として維持しているが、総貸付残高は減少傾向にある。また、日栄に関しては手形貸付を主力としてきたが、現在は商業手形割引にシフトしており、総貸付残高の減少へとつながった。

これに対して貸付残高もしくは業績を伸ばしているクレディア、ニッシン、インターの3社の戦略を検証する。クレディアはこれまで消費者向け貸付をメインにしてきたが、最近になって地方銀行との連携でビジネスローンの保証業務を展開していた。これは、消費者

向け貸付で蓄積した与信システムを応用し独自の保証システムを構築して、地方銀行の中小企業向けローンの保証業務を受託するものである。クレディアの金融機関等の保証業務受託は33行にのぼっており、フィービジネスへと戦略を転換しつつあった。

また、借り易さとしての差別化戦略を展開しているのがニッシンとインターである。ニッシンは「ビジネスローン」という新商品を開発した。いわゆる中小企業向けカードローンで上限200万円までの保証人不要のリボルビングローンであり、この導入により、消費者向けの貸出残高と中小企業向けの貸出残高の構成比が逆転した。インターは無保証・無担保の商工ローンが主力商品であり、200万円までの信用貸付を行っている。貸付残高に占めるこの商品の割合は76.99%にも上っており、残高は上昇している。両社に共通な点は、保証人や担保が必要ない代わりに金利が出資法の上限であるということである²⁶。これは、先にも論じたように借手である中小企業は金利の高低だけではなく借り入れ難易度、融通性を選択基準として借り入れ先を決定する傾向もしくは、選択せざるを得ない状況にあると推測できる。

第5節 中小企業財務におけるノンバンク利用の真意

以上のように、金融機関と中小企業向けノンバンクの貸出の状況を検証した。双方の貸出の状況を利率と割合でグラフ化してみると先ほど述べたようにU字型になる。厳密に言えば金利が0%のときは貸出は0になるためM字型であるが、0%を含めた階級として考え、さらにU字の底辺の箇所を強調したいためU字型とする。底を中心に左側の部分を占めている金融機関は、横並びの性格が残存しているため平均的な金利2%台に集まり、15%の金利上限に近づくほど0に漸近し、規制のある15%では0になる。逆にノンバンクは理論上調達金利より上位の金利で商品は開発可能であるが、金融機関が参入できず、利息制限法には抵触するが出資法の罰則規定には抵触しない15%を超え29.2%までの層での金利を設定することになる。そして、規制上限の29.2%に近く収束して金利設定をし、調達コストと運用コストの利鞘を確保しようと行動する。

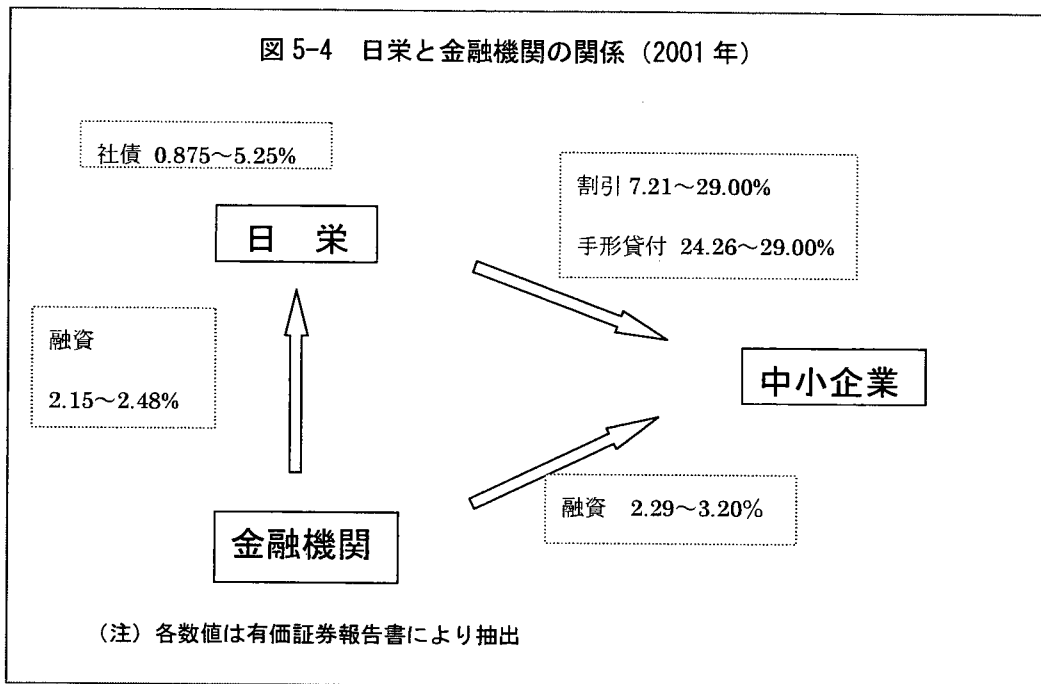
ここで一般的に問題になるのは、前記した出資法と利息制限法の金利設定の乖離、いわゆるグレーゾーンであるが、もうひとつ重要な問題が存在する。それは、金融機関の金利が低位に集中していることである。これまでの金利設定はフルコスト原理や横並び戦略、

不動産担保重視などの結果、ほぼ各金融機関とも類似した金利となっていた。図 5-2 で見たように金融機関の形態の差によって多少の金利差はあるものの、0%~15%の金利設定の自由度を有しているながら、ほとんどの金融機関が 2%に近似して金利を設定しているのである。第 3 章で検証したように都市銀行がビジネスローンに進出してはいるが、このグラフの形状を変えるまでには至っていないのである。これまで中小企業向けの融資に際しては担保評価重視であり、その結果都市銀行をはじめ金融機関の審査能力が低水準に留まり、審査を反映した金利設定ができなかったのである²⁷。

そして 2%を超えた金利の融資は極度に少数であり、その金利層での融資を受けることが不可能な中小企業は、15%以上で主に金利を設定している中小企業向けノンバンクを選択しなければならないのである。ノンバンクの主要な対象市場は 15%~29.2%範囲での貸付であるが、金融機関とは反対により 29.2%に近い層に商品が多く存在しているのである。これは低金利での資金調達が不可能な中小企業、それは 10%前後での資金調達が本来であれば可能な企業の調達機会を喪失していることを示している。金融機関からの資金調達が困難な企業は「利用可能性」を追求するために、15%以上の金利での資金調達を選択しなくてはならないという実態がここでも明らかとなったのである。

また、金融機関とノンバンクの関係は迂回融資といえる。ノンバンクの資金調達の方法が出資もしくは銀行からの借入だけに限定された時期とは違い、社債やCPの発行、債権の証券化などによる調達も可能となった²⁸。しかし、社債やCP、証券化された債権を引き受けているのは主に金融機関である。保有している形式には変化はあるが、金融機関としてみればノンバンクは資金の有用な運用先には変わらないのである²⁹。

日栄を参考にしてみると、金融機関から 2.15~2.48%で 1076 億 3470 万円資金調達をしている³⁰(図 5-4)。また中小企業には割引手形で 7.21~29.00%、手形貸付で 24.26~29.00%で資金を貸付けている³¹。これは金融機関がリスクを負担できない中小企業に対する審査や利益機会をノンバンクに譲渡していることを示している。金融機関にとっては、中小企業への融資の小口性から由来するコストも回避することができ、貸出先であるノンバンクが債務不履行にならないかを審査するだけとなる。



また、金融機関が所与の金利設定の自由度を放棄することによって、ノンバンクの市場や収益構造を存立させている³²。これまでの金融機関はいわゆる横並びであり、貸出金利に対してもいわゆるガイドラインによる貸出規制が存在していた。金利設定の方法は、基準となる短期プライムレートや長期プライムレートにコストを上乗せして決定されていた。

金融機関が参入しない 5%~15%の層を超え、ノンバンクは上限金利 29.2%に集中するような層で商品を開発しているのである。図 5-5 を見ると、中小企業向けの貸出市場はリスクに応じて市場が分かれており、債務不履行になる確率（デフォルト確率）が低い、いわゆるリスクの低い企業層は銀行や信用金庫の融資対象先となっているのがわかる。一方で債務不履行になる確率が高く、担保等がなく返済リスクが高い企業層はノンバンクが融資対象となる。

さらに、この図で注目すべきは、金融機関やノンバンクを資金調達先とする間接金融において、金利が 5%を超えた部分の資金を提供する貸手が存在していないことである。これは先にも見てきたように、ちょうど中小企業向けの金利と貸出量から示したグラフの底の部分に該当するのである。金融機関からの資金調達が困難な中小企業は、現状ではノンバンクからの資金調達をすることになる。

図 5-5 中小企業向け貸付市場の構造

	借り手	貸し手	上限融資額	金利
小 ↑ 信用リスク	優良な中堅中小企業	銀行・信金	数千万円～数億円	2%～5%
	* この付近のリスクで1000万円単位で資金を供給する貸し手がない			
	中小零細企業	商工ローン会社	一千万円 数百万円	20%～29%
↓ 大	個人事業主	消費者金融	五十万～百万円	29%～

出所：『週刊ダイヤモンド』2001年8月25日121頁を参考

以上のように金融機関と中小企業向けノンバンクの関係は、互いに競合するものではなく、むしろ相互に依存している関係として捉えることが可能である。さらには、ダリスタ & シュレジンガーによれば、ノンバンクは「資金コスト、貸出金利、あるいは成長や利益機会という点で、銀行よりも大きな利点を持っている」としている³³。市場に関して自ら金融機関が対象としない中小企業、つまりノンバンクの市場を作り出しており、またノンバンクの資金調達の間から見た場合、資金の供給源の50%近くが金融機関であり、結びつきは強いと考えるのが妥当である。

中小企業財務におけるノンバンクの利用を「財務の機能」の側面から分析すると、金融

機関からの調達においては「利用可能性」を確保するために「収益性」を放棄しているが、ノンバンクからの調達では「流動性」をも放棄することになる。これは高い金利での調達であるが故に返済額の負担が増加し、企業経営に大きな影響をもたらすことを示唆する。中小企業財務における金融機関依存型資金調達構造では、金融機関をその調達先として独占的に利用していたため、金融機関から調達不可能となった場合には、中小企業は「利用可能性」を追求するがために「収益性」のみならず「流動性」までも低下することになるのである。

第6節 新たな資金調達手法の意味

(1) 売掛債権担保融資

中小企業の資金調達は、金融機関からの借入が主流である。しかし、これまでは主に不動産担保付保による借入が多かったが、不動産価値の下落といった資産デフレに加え、金融機関を取り巻く環境が変化したため、貸出動向は変動してきている。バブル崩壊後、金融機関の不良債権の増加や金融機関への BIS 規制による自己資本の充実などによる健全性の要求などによって、貸付先を選別することが行われ、間接金融といえどもいわゆる優良中小企業とそれ以外の中小企業との間で格差が生じている³⁴。

今後の中小企業への貸出に際しては、不動産担保重視より無形資産や収益性・成長性重視という金融機関のスタンスの変更が行われている³⁵。金融機関自身の収益性はもちろん、貸出先である中小企業が返済可能であるか、リスクがどの程度あるのか、といった企業の業績が重要視されており、このことから中小企業の財務内容の改善が迫られている³⁶。

ただ、担保重視主義は依然として存在しており、また既存の担保の価値が減少してきているこのような中で注目されているのが売掛債権担保融資³⁷である。例えば売掛債権担保融資は新しい手法ではなく、ファクタリング³⁸という手法で以前から行われてきた。中小企業の有する不動産は、金融機関に既に担保設定されているケースが多く、商社やノンバンクが、取引先の中小企業向けの与信の裏付けとして、中小企業の売掛債権等を譲渡担保という形で取得する方法が、1975年ごろから行われてきた³⁹。ここにきて売掛債権担保融資が注目を集めている背景としては、①手形の減少、②相手先の信用リスクを利用した手法、③金融環境の変化、以上の三つがあげられる。つまり、手形割引の代替という位置づ

けとってよい

しかし、売掛債権担保融資（ファクタリングを含む）は、取引先の信用での借入であり、取引先の財務内容によって借入の際の条件が変わってくる。例えば、売掛債権を担保に付した場合、満額の借入をできるのではなく、借入先および取引先の財務内容によって掛け目が50%から90%の範囲で設定されることとなる。

表 5-2 売掛債権担保融資保証制度の金融機関別取組状況（2002年9月27日）

	許諾件数	取扱数上位5金融機関
都市銀行	139	三井住友(77)、あさひ(29)、みずほ(21)、大和(6)、UFJ(3)、東京三菱(3)
地方銀行	837	静岡(81)、足利(62)、十六(52)、紀陽(43)、親和(37)
第二地方銀行	366	愛知(56)、みなと(36)、名古屋(34)、第三(26)、熊本ファミリー(21)
信用金庫	575	姫路(47)、浜松(36)、岐阜(27)、みのくに(25)、神戸(22)
信用組合	127	釧路(36)、北央(28)、長野県(14)、兵庫県(8)、大東京(8)
商工中金	646	—
その他	3	—
計	2,693	—

（出所）http://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/urikake_torikumi.htm, 2002年9月30日をもとに筆者が作成

売掛債権担保融資は資産の流動化による資金調達としては有効であるが、中小企業自身の財務内容の根本的な改善とはならない。これは、取引先信用利用という点で、なんら手形割引と変わっていないのであり、中小企業自身が成長した結果として、もしくは企業の有している技術や能力を評価されての資金調達の多様化ではない。収益性を上げるためには、確かにキャッシュフローの改善が必要である。ただ、表面的な改善だけではなく、根

本的な企業としての経営基盤を強化した上での資金調達の多様化が中小企業には必要とされているのである。

ただ、売掛債権担保融資が脚光を浴びているもう一つの要因として、中小企業施策の一環として信用保証協会を通じた「売掛債権担保融資保証制度」が2001年12月より導入されたこともあげられる。これは中小企業者が売掛先に対して保有している売掛債権を担保として金融機関が融資を行う場合に、信用保証協会が保証を行う制度であり、2002年9月20日現在で2356件の信用保証許諾があり、1,085億円実行されている⁴⁰。これを取り扱っている機関は、信用保証協会の許諾ベースで地方銀行が最も多く837件、商工組合中央金庫の646件、次いで信用金庫の575件である(表5-2)。

売掛債権担保融資保証制度が中小企業にとって資金調達の多様化と評されているが、金融機関にとってもメリットとなる。BIS規制による自己資本比率の算定には、保証協会付保の融資は10%のリスクアセットの計上で可となっており、売掛債権担保融資も保証協会の保証が付与であれば金融機関にとっては一般貸付の100%リスクアセット計上よりは軽減される。保証協会付保の融資は債務不履行になった場合90%が代位弁済される形となり

表 5-3 売掛債権担保融資保証制度の事例

	資本金	従業員	業種	売上	借入金	売掛先
A	2000万円	25名	機械プラント工事	9億円	個別200万円	大証2部上場企業
B	9000万円	40名	診療所	10億円	根保3000万円	某基金
C	4000万円	45名	建築材料販売	30億円	個別2000万円	建設業者
D	5000万円	40名	土木工事	30億円	個別3000万円	地方自治体
E	1000万円	10名	雑貨品販売	3億円	根保2000万円	東証1部上場企業
F	4000万円	52名	道路貨物運送	5億円	個別300万円	貨物運送業者
G	2000万円	50名	運送業	8億円	根保9000万円	住宅健在メーカー

H	1000万円	1500名	医薬品販売等	100億円	根保1億円	医療機関
I	1000万円	36名	コンピューター関連機器製造	5億円	根保1000万円	電子部品製造業者
J	1000万円	25名	広告	7億円	根保2000万円	広告業者

(出所) http://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/urikake_jirei.htm をもとに筆者

が作成

本質的にも10%のリスクということなのである。このような背景として、売掛債権担保融資は増加しているが、信用保証協会によるリスクヘッジである点で、金融機関自身の依然として審査能力の改善には繋がらないことも予想される⁴¹。

以上のように、売掛債権担保融資が増加していくなかで中小企業が財務内容を改善するメリットは、取引先に信用を与えるということである。取引先が売掛金を担保に入れ融資を受ける際には、自社が審査対象にもなる。その際、財務内容がよく相手先が相対的に低位で融資可能であれば今後の取引増加につながる。これは、間接的ではあるが、財務内容を向上させる副次的効果と認識できる。ただ現状では、取引先の信用が大きいケースでの利用が多く、売掛先が東証1部、大証2部上場企業であるものが見受けられる(表5-3)⁴²。よって売掛金の相手先が中小企業の場合はどうなっているのか、今後は現状を検証しなくてはならない。

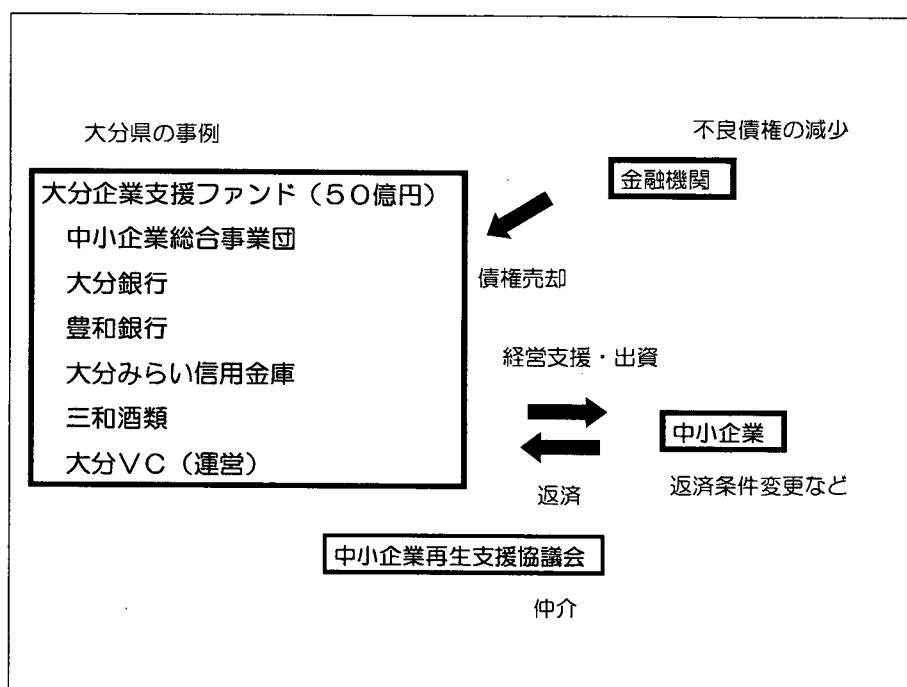
(2) 中小企業再生ファンド

中小企業再生ファンドとは、金融機関から資金を借り入れている中小企業で、金融機関が債務者区分を破綻懸念先や要管理先にしている企業に、資金及び経営的なアドバイスを提供するものである。中小企業は、金融機関から破綻懸念先や要管理先に区分されてしまうと、それ以後の資金調達、いわゆる借入が困難となる。たとえその企業は成長の見込みがあっても、資金調達が立たれると再生すら難しいものになってしまう。そこで、資金繰りが回復すれば再生の見込みがある企業の債権をファンドが金融機関から買取、再生を図ることが目的となる。ファンドでは出資という形で資金供給者という役割のほかに経営支援や経営助言を行い、再生を図る企業に積極的に経営参加をすることもポイントである。

それによって、企業価値を高め、債権の回収を進めたり、株式の売却時にリターンを大きくしたりすることが可能なのである。

中小企業再生ファンドのその出資によって大きくわけて 3 種類存在している。国、地方自治体、民間が連携するパターン、地方自治体と民間が連携するパターン、民間主導のパターンである。国、地方自治体、民間が連携するパターンを大分県の例で見てみる（図 5-6）⁴³。

図 5-6 中小企業再生ファンドの例（国・民間・地方自治体が連携するパターン）



ファンドは金融機関から支援対象企業の債権を買取ることになる。これにより、金融機関は不良債権の削減を図れることになる。当該企業は、ファンドに委譲された借入金の返済を引き続き行う一方で、ファンドからの経営支援により再生を図る。再生の過程で DIP ファイナンスを受けたりして資金繰りの改善も図る。再生が軌道に乗ったところで、ファンドはその企業の債権、もしくは出資した場合には株式を他者に売却しリターンを得ることになる。この形態では静岡県（40 億円：中小企業事業団（当時）、静岡銀行、清水銀行、

スルガ銀行、静岡中央銀行、三島信用金庫、しずおか信用金庫、静岡信用金庫、焼津信用金庫、磐田信用金庫、浜松信用金庫、沼津信用金庫、富士宮信用金庫、富士信用金庫、静岡キャピタル（運営）や茨城県（30億円：中小企業総合事業団（当時）、茨城県、常陽銀行、関東つくば銀行、茨城銀行、水戸信用金庫、結城信用金庫、茨城県信用組合、いばらきクリエイト（運営）などがある。

地方自治体と民間の連携のパターンでは、北海道企業再生ファンド（100億円、日本政策投資銀行、大和証券SMB Cプリンシパル・インベストメンツなども参加）、すぐだせ信州元気ファンド（30億円、八十二銀行、長野県）などがある。

民間主導のケースでは、十八銀行・シティグループなどのながさき企業再生ファンド（50億円）、BNPパリバグループのルネッサンスファンドⅡ（350億円）、佐賀銀行・オリックスなどのさが企業再生ファンド（50億円）、福岡銀行・生損保などファンド（数十億円）と言ったものがある。

このようにファンドが注目され増加している一方で、同スキームが抱えている課題もいくつか存在している。たとえば、金融機関の不良債権処理の一手段に陥っているのではないかといった批判、企業が再生後はファンドが所有する株式をどのように売却するのかといったEXITの問題、ファンドの利回り10%前後を目標としているがその実現可能性、再生企業に対するコベナント設定の有無（いわゆる数値目標）といったものである。このような課題を改善しなければ、本当の意味での企業再生にはならず、金融機関再生という評価にしかならない。中小企業再生ファンドという名称ではあるが、その実態は現状では金融機関救済型の施策であり、中小企業の資金調達の多様化とはいえない。

このように金融機関からの資金調達手法が導入されてはいるが、結局これらはすべて金融機関の介在した中小企業財務に過ぎず、金融機関依存型の資金調達の改善にはならない。

第7節 金融機関依存型の資金調達構造から自立の必要性

第3章、第4章では、中小企業財務におけるいわゆる間接金融としての資金調達先を分析してきた。都市銀行が自社の収益確保のためビジネスローンを展開し、中小企業専門金融機関である信用金庫は中小企業向けの貸出を減少させていた。そして本章では、金融機関は金利を比較的低位で維持しながら資金を供給する中で、金融機関からの資金調達が不

可能な企業がノンバンクを利用し、上限金利近辺で資金調達をせざるを得ない二極化の状態であることを指摘した。また、新たな資金調達手法が中小企業財務において導入されてはいるが、あくまでも金融機関依存型の資金調達構造に過ぎないとも指摘した。

確かに、金融機関が高金利で貸出を行うことには社会的役割への批判もある。しかし、「安定した資金供給」を考慮した場合、本来金利が低いほうが借手である中小企業にとっては有利であるが、多少金利が上昇する可能性はあっても、スムーズな資金調達が可能であるかないかが最大の懸案事項なのではないだろうか。現在の金融機関依存型の資金調達では金利と融資可否の迅速性、これまで再三述べているように「利用可能性」と「収益性」との間にはトレードオフの関係が現在は存在していると仮定できる。

中小企業がノンバンクを利用する理由がこれを端的に示している。なぜ中小企業向けノンバンクを利用するかという問いに対して、「必要なときにすぐに借入れが可能」、「銀行からの借入れが困難」、「無担保の融資が多い」、「借入れ手続きが容易で早い」、「担保や保証の条件が緩い」などがあげられており、「利用可能性」を提供するという金融機関が放棄したことをノンバンクが差別化戦略として実行し構築したといえるのである⁴⁴。

しかし、この U 字型構造の底を境に、2 つの現象が起きている。まず左方であるが、3 章で述べたように金融機関の金利に幅を付した貸出商品の多様化が進もうとしている点である。低位の金利設定だけではなく、借手のリスクや収益性などを勘案して金利設定を行うスコアリングによりプライシングを実行し、企業ごとによって金利が変更することが必要になってくる⁴⁵。その上で、金融機関が規制である 15% を超えなければ採算が合わないと判断した場合は、中小企業はノンバンクへ向かうことになるだろう。企業業績やリスクに伴って金利負担が増減することは当然のことである。しかし、そのような点が正当に考慮されずに金融機関からの融資を断られ、20% 以上も格差のある高金利のノンバンクへ頼らざるを得ない状況が現在の課題なのである。このような動きが起きた要因としては、金融機関自身の収益性重視の経営が意識され始めた点にある。債権の担保重視から収益性重視へと変化することにより、金融機関は利鞘を意識した貸付を行い始めたのだ⁴⁶。

ただ、スコアリングにはデフォルト率を統計的に算出しなくてはならないが、貸付先企業のデフォルト率の集計というものをこれまで金融機関は行ってきておらず、そのため日本リスクデータバンク (RDB) や中小企業信用リスク情報データベース (CRD) ⁴⁷ を設立し、

スコアリングによるプライシングシステムの構築を図っている。その結果、今後は15%未満での金利の幅がこれまでよりは広まる可能性がある。

また、U字型構造の底として右方の15%以上のゾーンでは、出資法の改正に伴い上限金利が29.2%となったものの平均貸出金利は24%付近にあり、依然高いものがある。さらに、金融機関の収益性追及の動きの結果として、銀行は既存の大手ノンバンクとともに出資して消費者向けノンバンクを関連会社として設立し15%~18%の金利設定で参入してきた。金融機関は規制のため貸付できない層を規制外でのノンバンク形態で取り込みを図るものと思われる。このような動きは中小企業を対象としたノンバンクにも生じることが予想される。

しかし、このような左右両面での変化は生じてはいるものの、先ほど述べた新たな資金調達手法同様、その本質は金融機関依存型の資金調達構造には変わらないのである。金融機関依存型の資金調達では、資金調達先が金融機関に限定されている点が問題なのである。これは金融機関から資金調達が困難になった場合には資金調達が不可能となり、高いコストのノンバンクへその先を変更しなくてはいけないシステムなのである。これは、「財務の機能」から言えば、「経営権」の側面の低下とは呼べないまでも、“金融機関による財務面での中小企業の支配”と呼ぶべき状況が存在している可能性を指摘できる。これは資金調達の選択肢が限定されているが故に調達先、すなわち金融機関の意向に従わなくてはいけないという意識が働くという可能性である。このことにより中小企業は金融機関から見放されることを警戒し金融機関の指示に従う可能性があるのだ。すなわち「ホールドアップ問題」である。金融機関と中小企業とのホールドアップ問題は、資金調達先として中小企業が過度に金融機関に依存するが故に金融機関が借り手である中小企業の情報を独占することになってしまい、中小企業に対する資金提供を無条件に拒否できる交渉権を有してしまうという問題であり、これはリレーションシップ・バンキングが内在する問題なのである⁴⁸。そしてこれは中小企業財務の金融機関依存型構造の問題であるとも指摘できる。

資金調達先を金融機関に限定されているとはいえ、確かに複数の金融機関と取引をしている中小企業が多い点は日本の中小企業財務の特徴である。しかし、先ほどの資金調達手法の多様化が間接金融内での議論に過ぎなかったのと同様に、本当の意味での資金調達の多様化にはならない。Ongena & Smith(2000)が指摘するように複数の金融機関から資金調

達を行う場合、資金調達額が減少してしまい資金需要を充足できない懸念が生じ、「財務の機能」における「利用可能性」の低下につながるのである。

さらに「財務の機能」の「流動性」について言及すれば、金融機関からの資金調達は分割返済型の借入が主流であり、これは「流動性」の低下に直結するのである。ましてノンバンクからの資金調達では高い金利であるがために各回の返済額が増加してしまい、「流動性」に大きく影響することは予想できる。

このような現状を中小企業の「財務の機能」の側面から判断すると、金融機関依存型の資金調達では内包する問題点が山積されているといえる。このような金融機関からの資金調達の有用性は全く否定しないが、間接金融内での議論だけではなくこのシステムに加えて直接金融にその途を開放することが重要であると考え。そして、中小企業が社債を利用する割合も増加しており、この問題性を解消するための手法が「社債」であるとして本論では位置づけている。この議論は次章以降で行う。

¹ U字型構造という言葉は今回執筆に際して用いた言葉である。これまで、中小企業白書でノンバンクと金融機関の貸出金利の差は指摘されているが、本章ではU字型構造と金利差が生じる要因を分析している。

² 第4章で検証したが2001年には第2地方銀行1行、9つの信用金庫、37信用組合が破綻した。信用金庫では、宇都宮、大阪第一、沖縄、中津、臼杵、佐賀関、関西西宮、長島、佐伯以上9つの信用金庫が破綻。2002年になっては大阪相互信用金庫、船橋信用金庫が破綻している。

³ ノンバンクとは、「預金等を受け入れないで与信業務を営む会社」とされる。「住宅金融会社、消費者信用会社（信販、クレジット会社など）、事業者信用会社（リース会社、ファクタリング会社、ベンチャーキャピタルなど）、抵当証券会社など、金融業に分類される銀行、協同組織金融機関、証券会社、保険会社以外の与信業務を営む会社がノンバンク」と定義している（日本銀行金融研究所(1995)p.387）。

また、阿達哲雄によれば、「金融仲介機関はその負債（間接証券）が預金であるか否かによって、「預金取扱機関(depositary institutions)と「非預金取扱機関」(non-depositary

institutions)に分けられる」とし、後者をノンバンクとしている（阿達哲夫(1997)p.95）。尚、本章では、特に断りの無い限りノンバンクを中小企業向けの事業性融資を行う会社に限定して議論を進めていくことにする。

4 晝間文彦（1992） p.25。中小企業の資金調達に関して多くの研究では銀行など金融機関を中心とした研究であった（例えば忽那(1994)や中垣(2001)など）。また、ノンバンクの研究においては消費者金融や住宅専門会社の議論が多かった(例えば吉田(1991)、吉野(1997)など)。そのような中で「平成 12 年中小企業白書」で商工ローン問題が取り上げられたのを始めとし、商工ローンの問題性の議論は多く行われている。(例えば、菊森(2001)は消費者金融と中小企業向けローン市場の将来像を概観し、金融機関の対応を検証している。また塩澤(2000)は金融機関の視点から費用とリスクに応じた金利設定の妥当性を数学的に実証している)。中小企業金融に関しては間接金融という点に関しての議論はされてきたのだが、中小企業向けノンバンクの議論は最近になって注目されてきた。要因としては、金融機関の貸し渋り、商工ローン問題、収益確保のための金利設定などあげられる。

このような中で本章では、特に金融機関と中小企業向けノンバンクとの関係に着目した。これはノンバンクが金融機関の補完的機能を有するという概念に立っているものである。本章の位置づけとして、これまでの金融機関とノンバンクの関係を金融機関と中小企業向けノンバンクに限定し、金利による比較や中小企業向けノンバンクの類型化など現状を中心に分析した。それによって、これまで金融機関対中小企業といった見方が主流であったのを、中小企業の資金調達のチャネル全体で見る視点が必要であることを指摘できた。

5 このような説明は、例えば、吉野昌甫(2001)pp.6-11 を参照。一般に、資金の借手である中小企業の経営者は、貸手である銀行よりも企業の業績などに関して詳細な情報を有し、その成果等についても予測可能である。しかし、銀行はそのような情報は有しておらず、よって貸手と借手に情報の非対称性が生じ、結果として金利が上乗せされるというものである。

ただ、中小企業の金融問題を情報の非対称性だけで論じることには疑問を抱く。企業対金融機関との関係において、情報の非対称性は企業規模には関係なく存在すると考える。

6 大企業と中小企業を比較すれば、中小企業は担保力も乏しく、貸出の小口性によって相

対的にコストが高まり、その結果として金利格差が生じるとされる。これは、中小企業の経営が不安定でリスクが高いこと、中小企業には担保が無いこと、中小企業の資金需要が小口で取扱数が多いため、単位当たりの融資コストが高いこと等によって大企業との金利格差が生じたと説明される。

7 なお、このデータは貸出先が中小企業だけではなく大企業なども含まれているため、正確な論拠にはならない。ただ、貸出利率の形態が分かりやすく把握できると考え提示することにした。

8 「金融機関の金利の最高限度に関する件」は昭和23年1月10日大蔵省告示第4号、最終改正平成6年10月11日となっており、以下のような内容である。(金融法規研究会編(2000)pp.1357-1358)

1. 銀行、信用金庫、労働金庫、信用協同組合、農業協同組合、農業協同組合連合会および水産業協同組合の当座預金又は当座貯金（外国政府、外国中央銀行および国際機関の非居住者円勘定の預金および貯金並びに外国通貨建ての預金および貯金を除く。）の利率の最高限度 無利息

ただし、信用金庫、労働金庫、信用協同組合、農業協同組合連合会、漁業協同組合連合会および水産加工業協同組合連合会のそれぞれの系統機関相互間の預金の利率については、当分の間、これを適用しない。

2. 銀行の貸付の利率、手形の割引率および当座貸し越しの利率の最高限度年15.0パーセント。ただし、返済期限一年以上又は一件の金額百万円以下の貸付および手形の割引、特別国債金融取引勘定において経理される貸付並びに外国通貨建ての貸出については適用しない。

3. 信託会社（指定金銭信託資金）、保険会社（保険約款による契約者に対する貸付を除く。）の貸付の利率および手形の割引率については、前項の規定を準用する。

9 参考までに同時期の短期プライムレートは3.00%、1.583%、1.375%と推移している。
(日本銀行(<http://www.boj.or.jp/siryosiryof.htm> 2002.4.24.1:35am) 参照。)

10 日本銀行発表金融経済統計資料貸出約定平均金利のデータを参考にした。

11 「信用保険月報」2001年3月、p.29頁参照。

-
- 12 伊藤忠治(2002)pp. 165～168
- 13 鈴木利徳、室屋有宏、萩尾美帆(2001)「地域金融機関の生き残り戦略」『農林金融』2001年 11 月、<http://www.nochuri.co.jp/report/pdf/n0111re3.pdf>、2002.4.24.2:37am。信用金庫の歴史や実在の全国 10 信用金庫の聞き取り調査を行った結果などがある。
- 14 信金中央金庫信用金庫部「全国信用金庫主要勘定」2002年 3 月 29 日発表参照。
- 15 橋木俊詔、野口卓(1998)p.1によると、「実際の貸出条件決定に際しても、平均資金調達コストを基にした本支店レートと呼ばれる内部資金貸借レートに利鞘を付加する形で貸出金利が決定されることが多く、フルコスト原理はこうした銀行実務に即した価格付けの原理であると考えられる。」としており、本章ではこの認識に依拠することにする。なお最近の研究では、融資に際してプライシングを行い、融資案件ごとにもしくは企業ごとに金利を設定する理論が展開されている。
- 16 日栄は 2002 年にロプロに名称変更、商工ファンドは 2002 年に SFCG 名称変更。
- 17 本章で中小企業向けノンバンクと認識しているものと同様のものと考えられる形態。
- 18 全国貸金業協会連合会(2001)p.17。
- 19 改正以前は、出資法の上限金利は 40.004%で、商工ローン問題が契機となり改正された。
- 20 グレーゾーン問題は、2007 年現在も法的な議論が進められているが解消に至っていない。
- 21 クレディアは 2007 年 9 月に民事再生法を申請している。
- 22 本章では、消費者向けノンバンクと中小企業向けノンバンクを分けて検証している。しかし、実際には個人事業主は消費者向けノンバンクから借り入れており、その区分が困難である。そのような現状がある中で、中小企業向けに事業を行っている企業もあり、その点に注目してそれらと区別するために、今回は業務の形態から消費者および中小企業向け兼業型として分類することとした。
- 23 クレディアは銀行のビジネスローン保証を行い、保証金額に対して 7%の保証料を取るシステムである。
- 24 中小企業向けノンバンクと地域特性との関係は今後の研究課題としたい。

25 リボルビングローンとは根保証のことで、当初設定された根保証枠内ならば限度を超えない限り融資可能な商品である。商工ローンで問題となったのは、第三者保証人を設定しながら新規融資の際に連絡をしていなかった点など、説明不足や取立ての悪質性が問題となった。そのような問題のため、貸金業の規制に関する法律（貸金業法）が2000年に改正され、規制を強化している。

26 ニッシンの貸出金利は27.01%、インターは24.2~29.20%である。

27 山中宏(1997)p.149によれば「企業経営力よりも不動産担保を重視して貸出を行った」結果、中小企業向けの金融機関である信用金庫等の審査能力も低水準であったとしている。

28 1999年に「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律」が施行された。また、証券化等の資金調達も可能になっており、ノンバンクの調達手法は多様化している。

29 深浦厚之(2000)は、ノンバンクの資金調達の手法が多様化し、融資から投資家からの直接金融へと移行したことを主眼に議論している。しかし、ノンバンクへの主要投資家は銀行であり、融資ではなく投資による資金の運用へと変化したと把握できる。

30 社債では、0.875%~5.25%の金利で79億6300万円調達しているが（平成13年度3月期有価証券報告書）、調達先が不明確なため、金融機関からの調達とは別とした。

31 この貸付金利には日栄の100%子会社日本信用保証㈱の保証料も上乗せした実質金利である。日栄はリスクを保証会社の保証で回避するシステムである。

32 池尾和人(2001)p.8頁によれば、かつては貸出金利について一年未満の短期に関して貸出金利規制はあったものの、実効性はなかったとしている。表面金利は低位であったが歩積み両建て預金によって実質金利を調整する機能があり、表面金利ほど低位ではないと指摘している。一方、長期貸出金利は法的な貸出規制は無かった。しかし、金利自由化に伴い、臨時金利調整法の制限15%以内であれば、各金融機関は金利を自由に設定できるはずである。また、他行と協議の上決定しているのであれば、独占禁止法違反の疑いも考えられる。

33 Dymski, Epstein and Pollin(1993)p. 190.

34 特に金利格差が設定され、新規貸出だけではなく既存の貸出案件に対しての金利の見直しを行っているケースもある。

35 たとえば、中小企業債権流動化研究会の最終報告（2001）によれば、「今後の中小企業の健全な発展のためには、多様な資金調達の実現が不可欠」であるとし、「具体的には、リスクマネーの供給拡大、物的担保に制約されない与信の確保、人的保証によらない融資、資本市場からの調達の拡大」をあげている。また、金融技術の発展に伴い、「中小企業分野においても、事業リスクや与信の引当を適切に評価した多様な資金供給が展開されることが望ましい」となっている。

36 日本経済新聞 2002 年 7 月 30 日によれば、金融機関から提示される貸出金利は財務内容によって異なるが、高いところでは 10%の金利を提示される。既存の貸出先に対しても財務内容を分析し、金利交渉を行っており、融資打ち切りのケースもある。

37 中小企業が売掛債権を担保として金融機関から借入を行うものである。この場合の売掛債権とは、売掛金債権（事業者に対する売掛金）、割賦販売代金債権、運送料債権、診療報酬債権、工事請負代金債権などである。

38 ファクタリングとは、保有する売掛債権を、ファクタリング会社（一般的には、銀行関連会社）に売却することによって資金調達することをいう。その際に、ファクタリング会社によって売掛先のリスクに応じた手数料が差し引かる。

39 池田真朗(2002a)3 ページ。法律的な観点から譲渡に関する問題を分析している。

40 http://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/urikake_zisseki.htm, (2002 年 9 月 24 日アクセス) これによると、保証協会でも最も許諾をしているのが東京信用保証協会 236 件で続いて兵庫県信用保証協会 206 件、静岡県信用保証協会 191 件となる。積極的に保証申請を行っている金融機関は、三井住友銀行と静岡銀行の 76 件、足利銀行の 61 件となる。

41 これまでの 100%保証が通例だった保証制度からしてみれば 90%という部分保証となったことで、モラルハザードを避け、適正な競争を金融機関において実現するという意見もある（前掲、池田真朗(2002a)7 ページ）。

42 また、このほか売掛債権に関する資金調達の手法としては、金融機関側のリスク軽減の手法として中小企業が保有する売掛債権を裏付けに証券 ABCP<Asset Backed Commercial Paper>発行するという手法が考えられる。

43 図には中小企業総合事業団と名称があるが、これは 2004 年 4 月当時のものである。尚、

中小企業総合事業団は、地域振興整備公団および産業基盤整備基金の業務を統合し、2004年7月1日に「独立行政法人中小企業基盤整備機構」となった。

⁴⁴ 中小企業庁編(2000)p.81。

⁴⁵ ただ、スコアリングの議論については賛否があり、完全な手法ではなく補完的な役割に過ぎないと考えられる。金利の設定方法について今回は議論していない。

⁴⁶ この影響は金融検査マニュアルにも出ている。それはこれまでは債権の担保の価値を主体とした検査であったのが、債権の収益性に着目した検査となった。その結果、不動産価値ではなくその企業がどのくらいの収益性を有しているかが金融機関が融資の際の判断材料となり、信用リスクによるプライシングも導入され金利の幅が広がることが予想される。

⁴⁷ CRD は中小企業庁が主導となり信用保証協会や政府系中小企業金融機関から情報を蓄積し与信審査の際のスコアリングのデータベースである。RDB は地方銀行が主体となって構築しているデータベースである。

⁴⁸ 村本(2005)pp.21-22。

第3部 中小企業財務の自立化と

社債利用の意義

第6章 中小企業の私募債の金利への金融機関の影響

第1節 中小企業財務における社債の意義

これまで中小企業財務における金融機関依存型の資金調達構造を分析し、「財務の機能」の側面からその問題性を指摘した。金融機関に依存した資金調達では「利用可能性」を確保するために、「収益性」・「流動性」とのトレードオフを実行することで、中小企業は資金調達を行っていることが明らかになった。そして第5章の最後では、そのような金融機関依存型の資金調達構造から自立するには、中小企業財務において「社債」を利用することでその可能性があるのではないかと示唆した。そこで第3部では中小企業財務において社債の有効性を論じ、続いて中小企業の社債の実態を明らかにしていく。

まず、社債が中小企業にとって有効なものであるかという点について議論する。そのために社債と株式の相違点を把握してみよう。株式はその性質が資本に分類されるが、社債は債務、つまり借入金となる。そのため、株式は返済が不要であるが、社債は債権者に対して期日に返済をしなければならない¹。また、株式の場合は基本的に、利益に応じて株主に配当を支払うが、社債は利益の有無に関係なく、社債権者に利子を支払わなければならない。しかし、社債を購入した社債権者には議決権はなく、株主と違い経営に参加することはできない。社債はこのような性格を有しているのである。

この社債の性格を踏まえて、株式による調達や金融機関からの調達と比較して中小企業の社債利用の有効性を考えると、①投資家からの資金調達が可能となること。これは金融機関に依存してきた資金調達が金融機関以外からの直接金融による調達が可能となることを意味している。金融機関に限定された資金調達先から自立できる。②株式とは異なり経営に関与されないこと。中小企業の株主は経営者である場合が多い。株式発行により経営者以外から資金調達を行うことは株主を広範に広めることになり、結果的に議決権が分散されることにより経営権の掌握が困難になることが懸念される。一方、社債には議決権がないため上記のような懸念がないことは中小企業が社債を利用する誘因となる。③償還日まで返済が繰り延べられることによる計画的なキャッシュフローの確保が可能となる。社債は債務に分類されるため株式とは異なり元本返済の義務がある。しかし一般的な債務(銀行からの借入など)の返済は翌月から始まる点と異なり、社債は償還日に満期一括返済す

るものが多い。償還日までにキャッシュアウトがない分、計画的に社債償還までの資金計画が可能となる点は中小企業にとって社債利用の誘因となる。

これを「財務の機能」に即して読み替えると、「利用可能性」としては投資家から資金調達が可能となり資金調達の多様化を享受できることになり向上する。「流動性」としては、社債は償還日に一括償還することが選択できるため、返済が繰り延べられることになるので向上する。「収益性」については、社債は市場型の取引となるため広範な投資家と交渉可能となるため金利を低く抑えられる可能性が生じるために向上する。「経営権」については、社債は議決権を有していないため経営に関与される懸念が少ないために経営権の問題は生じる可能性が少ない（表 6-1）。以上のように、中小企業財務において社債を利用することは有効な手段であると指摘可能なのである。

表 6-1 「財務の機能」から見た社債の有効性

財務の機能	社債の有効性
利用可能性	投資家からの直接資金調達をするために向上
流動性	償還日まで繰り延べら得るので向上
収益性	直接金融であるために仲介する機関がないためにその分向上
経営権	株式と違い議決権がないため独立性維持

また、大企業の社債と中小企業の社債との際は何であるかという、大企業の社債は「転換社債」および「新株引受権付社債」であったことがあげられる²。これは新株すなわち証券市場で将来“株”を取得する権利が付されたものであり、株式市場が存在していることが前提となる。三浦（1992）が指摘しているように「転換社債を利用して低コストかつ大量の調達額の確保が可能であったのは、上場会社の中でも優良な大会社（200社前後）に限られており、社債財務においてはこのような転換社債を用いた資金調達が大企業の特徴であった。しかし、中小企業の場合、そもそも株式市場が存在しておらず、現在の新株予約権付社債を発行しても、投資家の立場からすれば投資する誘因がなく、調達する企業の立場からも選択する意義がない。よって、中小企業の社債財務は普通社債によるものが主流となり、この点が大企業との違いといえよう。

このように中小企業財務において社債を利用することの有効性が明らかとなった。そこでここからは、そのような有効性を有した社債が実際に中小企業ではどのような現状になっているかを把握していくことにする。本章では中小企業の社債財務における金融機関の関与を提示し、第7章では私募債を利用している中小企業の財務的側面を把握し、第8章では中小企業財務における社債利用の課題を提示していく。

第2節 本章の目的

本章の目的は、2000年に施行された「中小企業者に対する直接金融の途を開き、資金調達の多様化・円滑化を図るために、信用保証協会が中小企業者の発行する社債（私募債）に信用保証を付与する制度（以下、特定社債保証制度）」に基づいて発行された社債を対象とした。中小企業の私募債の実態を把握することに加え、制度の特性上、年度、引受金融機関、地域および業種ごとにその私募債に特徴、特に金利面での差異があるかを検証することを本章の目的とした。本章では分析にあたり利用した社債のサンプルは、特定社債保証制度に基づいて中小企業が発行した私募債のうち2000年度～2005年度までに発行された私募債とした（表6-2）³。

第3節 分析の方法

本章においては次の2つの点を検証することにする。

- ① 引受金融機関ごとに私募債の金利には差が存在し、一般的な貸出金利同様に都市銀行が引受けている私募債の金利は低いか。
- ② 企業数の多い関東や近畿地方で発行される私募債の金利は低くなるか。

①に関して、一般的な貸出については金融機関の業態別に見ると都市銀行の貸出金利が最も低く、信用金庫の貸出金利が最も高くなっている。このような傾向が中小企業の私募債にも当てはまるかを検証することにした⁴。②に関しては、企業数の多い地区では金融機関同士の競争も激しく、金利面での競争が予想される。よって企業数の多い関東や近畿では私募債の金利に影響があるのではないかと想定した。

上記の項目を明らかにするために、発行された私募債を年度別、引受金融機関別、地域別、業種別に検証することにする。

表 6-2 中小企業特定社債保証制度の申込要件（2005 年度改正、要件③設定）

項 目		要件 ①	要件 ②	要件 ③
A	純資産額	5億円以上	3億円以上 5億円以内	1億円以上 3億円未満
財務 指標	B 自己資本比率	15%以上	20%以上	20%以上
	C 純資産倍率	1.5倍以上	1.5倍以上	2.0倍以上
収益 指標	D 使用総資本事業利益率	5%以上	10%以上	10%以上
	E インタレスト・カバレッジ ・レーシオ	1.0倍以上	1.5倍以上	2.0倍以上

(注1)上記のAを満たし、BまたはCのいずれか1項目及びDまたはEのいずれか1項目を充足する中小企業者(株式会社)。

(注2)2002 年度改正で要件②が新要件として設定

(注3)2005 年度改正(2006 年 1 月 10 日施行)で要件③が新要件として設定、さらに下記の改正も行われた

- ・最低発行額 5000 万円→3000 万円に減額
- ・期限一括償還のみであったが、定時償還(分割償還)も可能となる

<各指標>

- ・純資産額＝資本の額(資本金を含む)
- ・自己資本比率＝資本の額(資本金を含む)÷純資産×100
- ・純資産倍率＝資本の額(資本金を含む)÷資本金
- ・使用総資本事業利益率＝(営業利益＋受取利息・受取配当金)÷資産の額×100
- ・インタレスト・カバレッジ・レーシオ＝(営業利益＋受取利息・受取配当金)÷(支払利息＋割引料)

本章では、日本証券業協会発行の『私募社債便覧』を利用し、2000 年 4 月より 2005 年 3 月までの期間で信用保証協会の保証を付した銘柄を抽出し中小企業が発行した社債であると認識しサンプルとして扱う。同制度は 2000 年より施行されているため、2005 年 3 月

未だけの資料では既に償還済みの社債が把握できない可能性があるため、2003年、2004年、2005年の資料を用いて、重複したものを除外することにした。以上の作業を通じて抽出したサンプルは10,032銘柄となり、これまでの保証承諾実績（信用保証協会連合会調べ）に対し95.42%をカバーするものである。

これからの分析の進め方としては、まず中小企業が私募債を発行した銘柄を制度の特性上、年度別、その社債を引受けた金融機関の業態別（都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、その他）、地域別、業種別にそれぞれ分類し、私募債の金利や発行額など現状分析し特性の把握を試みる。

第4節 中小企業の私募債の概況（2000年度～2004年度）

（1）年度別比較

今回利用したサンプルを発行年度別に分類し、金利に関して基本統計量、平均発行額、平均償還期間、平均発行回数を算出した（表6-3）。まず発行数について見ると、最も発行銘柄数が多かったのは2002年度の2996銘柄でありその後減少傾向にある。2002年度に一時的に銘柄が増加している要因としては、同制度の要件基準が緩和されたため、私募債を発行可能な企業が増加したからであると予想される。しかし、全体的には発行数の総数が減少していることが見て取れる。

次に金利に関しては、平均金利が最も高かったのは2000年度、平均金利が最も低かったのは2002年度で、その後は上昇傾向にある。2002年度以降、金融機関の一般的な貸出金利は下降傾向にあることから考えると、私募債を発行する企業の中でも、比較的金利が高くなるようなリスクの高い企業が発行するようになってきたと予想される⁵。

また、平均発行金額を見ると2000年度が最も高く、2002年度が最も低くなっている。平均償還期間は年々減少しており、短めの償還期間を設定する傾向にあることがわかる。平均発行回数は2002年が最も低く、2004年度が最も高くなっている。これは、2000年度より開始された同制度であるが、1回目の償還期間が終り2回目以降の募集を行っている企業、つまり私募債の発行経験のある企業が再度発行しているケースが増えているものと予想される。

表 6-3 年度別の私募債の主な数値

		2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	全体
発行銘柄数		2,682	1,274	2,996	1,859	1,221	10,032
金利 (%)	平均	1.54	0.92	0.76	0.95	1.04	1.06
	最高	3.23	2.00	2.35	3.40	2.52	3.40
	最低	0.54	0.22	0.19	0.18	0.33	0.18
	中央値	1.55	0.89	0.72	0.90	1.04	0.97
	最頻値	1.71	0.79	0.63	0.70	1.04	1.00
	標準偏差	0.40	0.29	0.25	0.36	0.35	0.45
平均発行額(千円)		107,438.48	101,475.67	90,450.60	93,265.20	97,108.93	97,724.28
平均償還期間(年)		5.07	4.76	4.64	4.58	4.28	4.72
平均発行回数(回)		1.70	1.61	1.52	1.83	2.35	1.74

(出所) 日本証券業協会『私募社債便覧』各年度版のデータを用いて筆者が集計し作成

(2) 引受金融機関別比較

私募債の全銘柄を「都市銀行」、「地方銀行」、「第二地方銀行」、「信用金庫」、「商工組合中央金庫(以下、商工中金)」、「その他」の引受金融機関別に分類して、銘柄数、金利、発行金額、償還期間、発行回数について比較を行うことにする(表 6-4)⁶。なお、引受金融機関別に分析を行うにあたり、各金融機関を上記の業態ごとにグループにわけ金利・引受金額・償還期間・回数について分散分析を行ってみると、各グループの平均には差があるという結果となり検証を進めていくことに意義があると認識した⁷。ここではサンプル数が少ないため「その他」のグループは基本的に除外する。

(a) 引受銘柄数

引受銘柄数の合計をみると、都市銀行が 4,575 銘柄、地方銀行が 3,339 銘柄、第二地方銀行が 844 銘柄、信用金庫が 295 銘柄、商工中金が 971 銘柄、その他が 8 銘柄となっている。引受銘柄数の割合を算出すると、総数では都市銀行が 45.60%、地方銀行が 33.28%、第二地方銀行が 8.41%、信用金庫が 2.94%、商工中金が 9.68%、その他が 0.08%となる。このように都市銀行が最も多く引受けており、それに続いて地方銀行、商工中金の順となり、商工中金が私募債引受に積極的な姿勢であることが見て取れる。

表 6-4 引受金融機関別の私募債の状況推移

都市銀行							
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全体	
引受銘柄数	1,626	629	1,374	584	362	4,575	
金利 (%)	平均	1.55	0.91	0.75	0.99	1.05	1.11
	最高	3.23	1.96	2.05	2.81	2.52	3.23
	最低	0.54	0.39	0.32	0.38	0.47	0.32
	中央値	1.58	0.87	0.69	0.91	1.03	1.00
	最頻値	1.71	0.79	0.63	0.70	1.08	1.71
	標準偏差	0.42	0.28	0.27	0.40	0.38	0.49
引受額合計(百万円)	175,850	62,340	117,090	53,370	37,570	446,220	
平均引受額(千円)	108,148.83	99,109.70	85,218.34	91,386.99	103,784.53	97,534.43	
平均償還期間(年)	5.12	4.91	4.64	4.49	4.17	4.79	
平均発行回数(回)	1.85	1.70	1.56	2.04	2.91	1.85	
地方銀行							
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全体	
引受銘柄数	598	419	1,044	775	503	3,339	
金利 (%)	平均	1.54	0.94	0.78	0.95	1.04	1.02
	最高	2.56	2	1.70	3.40	2.05	3.40
	最低	0.64	0.37	0.20	0.2	0.33	0.20
	中央値	1.54	0.92	0.75	0.90	1.05	0.95
	最頻値	1.60	1.00	0.90	0.55	1.12	1.00
	標準偏差	0.35	0.31	0.24	0.36	0.34	0.41
引受額合計(百万円)	68,330	46,550	104,400	78,360	52,150	349,790	
平均引受額(千円)	114,264.21	111,097.85	100,000.00	101,109.68	103,677.93	104,758.91	
平均償還期間(年)	4.97	4.56	4.62	4.62	4.27	4.62	
平均発行回数(回)	1.36	1.43	1.41	1.66	1.98	1.55	
第二地方銀行							
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全体	
引受銘柄数	126	75	274	222	147	844	
金利 (%)	平均	1.50	0.96	0.77	0.85	1.00	0.96
	最高	2.40	2.00	1.68	2.00	1.94	2.40
	最低	0.65	0.22	0.19	0.18	0.36	0.18
	中央値	1.51	0.91	0.75	0.85	0.99	0.88
	最頻値	1.50	0.90	0.79	0.85	1.04	0.85
	標準偏差	0.41	0.34	0.26	0.32	0.35	0.41
引受額合計(百万円)	12,510	6,950	23,750	18,900	11,830	73,940	
平均引受額(千円)	99,285.71	92,666.67	86,678.83	85,135.14	80,476.19	87,606.64	
平均償還期間(年)	5.02	4.69	4.79	4.49	4.48	4.68	
平均発行回数(回)	1.69	1.93	1.61	1.77	1.93	1.75	
信用金庫引受							
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全体	
引受銘柄数	64	33	80	67	51	295	
金利 (%)	平均	1.59	1.05	0.72	0.92	0.98	1.03
	最高	2.33	1.69	1.50	2.00	1.58	2.33
	最低	0.61	0.47	0.38	0.31	0.45	0.31
	中央値	1.66	1.13	0.62	0.88	1.00	0.97
	最頻値	2.00	1.20	0.62	0.57	1.30	1.10
	標準偏差	0.41	0.34	0.26	0.34	0.30	0.45
引受額合計(百万円)	5,620	3,170	6,760	5,730	4,310	25,590	
平均引受額(千円)	87,812.50	96,060.61	84,500.00	85,522.39	84,509.80	86,745.76	
平均償還期間(年)	5.25	5.24	4.74	4.94	4.45	4.90	
平均発行回数(回)	1.91	1.55	1.65	1.78	2.71	1.91	
商工組合中央金庫							
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全体	
引受銘柄数	262	118	223	210	158	971	
金利 (%)	平均	1.44	0.84	0.77	0.92	1.05	1.04
	最高	2.36	1.63	1.47	1.75	1.81	2.36
	最低	0.63	0.38	0.37	0.39	0.4	0.37
	中央値	1.40	0.84	0.75	0.91	1.04	0.97
	最頻値	1.55	0.79	0.77	0.93	1.04	0.93
	標準偏差	0.36	0.24	0.20	0.25	0.29	0.38
引受額合計(百万円)	25,230	10,270	18,890	16,920	12,710	84,020	
平均引受額(千円)	96,297.71	87,033.90	84,708.52	80,571.43	80,443.04	86,529.35	
平均償還期間(年)	4.95	4.60	4.52	4.67	4.34	4.65	
平均発行回数(回)	1.50	1.54	1.55	1.98	2.56	1.79	
その他引受							
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全体	
引受銘柄数	6	0	1	1	0	8	
金利 (%)	平均	1.61	-	2.35	0.7	-	1.59
	最高	2.15	-	-	-	-	2.35
	最低	1.00	-	-	-	-	0.7
	中央値	1.65	-	-	-	-	1.65
	最頻値	-	-	-	-	-	-
	標準偏差	0.42	-	-	-	-	0.57
引受額合計(百万円)	610	-	100	100	-	810	
平均引受額(千円)	101,666.67	-	100,000.00	100,000.00	-	101,250.00	
平均償還期間(年)	5.17	-	7.00	5.00	-	5.38	
平均発行回数(回)	2.33	-	7.00	1.00	-	2.75	

(出所) 表 6-3 に同じ

しかし、引受銘柄数を引受金融機関ごとに年度別に分析すると、当初は銘柄数全体の60%以上を都市銀行が引受けていたが、2003年度より都市銀行と地方銀行の引受割合が逆転し、2004年度には都市銀行が29.65%、地方銀行が41.20%となっている。一方、第二地方銀行、信用金庫、商工中金もその割合を伸ばしているが、総数そのものが2004年度では1,221銘柄と当初の半分になっており、実数ベースで見るとすべての金融機関が引き受け数を減少させている。このことから、実数は減少しているものの、都市銀行以外の金融機関、特に地方銀行が私募債引受に積極的になっていると理解できる。

(b) 引受金額

引受金額を見ると2000年度から2004年度までの総額は銘柄数と比例しており、都市銀行が4,462億2,200万円、地方銀行が3,497億9,000万円、第二地方銀行が739億4,000万円、信用金庫が255億9,000万円、商工中金が840億2,000万円となっている。

しかし、平均引受金額を2000年度から2004年度までで算出すると、最も金額が大きかったのが地方銀行の1億475万円となり、都市銀行の9,753万を超えている。引受銘柄数とは異なり、すべての年度において平均引受金額が最も大きいのは都市銀行ではなく地方銀行であった。引受銘柄数では都市銀行に劣るものの、一件あたりの引受金額は地方銀行のほうが大きいと判断できる。

また、平均引受金額の年度の推移を見ると2000年度に比べすべての金融機関で減少しているものの、2003年度を境に二極化しており、都市銀行、地方銀行は2003年度より上昇し、第二地方銀行、信用金庫、商工中金はなおも低下傾向にある。都市銀行、地方銀行は一件あたりの引受金額の拡大路線をとり、逆に第二地方銀行、信用金庫、商工中金は一件あたりの引受規模を縮小していることが伺える。

(c) 発行金利

金利を引受金融機関別に見ていくと、金利の推移はどの金融機関も同じような動きをしており、2002年度を境に上昇傾向にある。

平均金利では、2000年度から2004年度までのすべての銘柄の金利の平均を算出すると、最も高い金融機関は都市銀行の1.11%となり、最も低い金融機関は第二地方銀行の0.96%

となる。同制度の初年度では信用金庫が引受けた私募債の平均金利が最も高く 1.59%であったが、2004 年度では信用金庫が最も低い 0.98%となっている。最高金利は 2003 年度の地方銀行の 3.40%、最低金利は 2003 年度の第二地方銀行の 0.18%となる。

金利のレンジを見ると、都市銀行が 2.91%、地方銀行が 3.20%、第二地方銀行が 2.22%、信用金庫が 2.02%、商工中金が 1.99%となっており、地方銀行が広く、商工中金は狭く金利を設定していることがわかる。また、標準偏差は、都市銀行 0.49%、地方銀行と第二地方銀行が 0.41%、信用金庫 0.45%、商工中金 0.38%となっており、都市銀行の値が大きく、商工中金が小さい値となっている。

このことから、都市銀行が引受けた私募債は必ずしも金利が低いとは言えず、むしろ地方銀行の方が幅広く金利を設定している。また信用金庫や商工中金は金利が低くかつ全体的に狭い範囲で金利を設定していることがわかる。一般的な貸出金利は、年度によって多少の上下はあるものの、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫の順で高くなっているが、私募債の場合では一般的な貸出金利とは異なり、信用金庫や第二地方銀行が引受けた私募債の金利のほうが、都市銀行や地方銀行が引受けた私募債の金利よりも低い傾向にあると指摘できる⁸。

(d) 償還期間

償還期間を金融機関別に見ると、すべての金融機関が償還期間 5 年という私募債を引受けている数が多く、約半分の銘柄が 5 年の償還期間であり、続いて 3 年、7 年という償還期間の私募債という順になる (表 6-5)。また、償還期間が長い私募債を引受けているのが信用金庫の 4.90 年で、逆に短い償還期間の私募債を引受けているのが地方銀行の 4.62 年となっている。

次に、償還期間について私募債を引受けた年度ごとに見ていくと、すべての金融機関において引受ける私募債の償還期間が年々短くなってきており、特に都市銀行は 2000 年度に引受けた私募債の償還期間の平均年数は 5.12 年だったが、2004 年度には 4.17 年と約 1 年も短くなっている⁹。

表 6-5 引受金融機関と償還期間のクロス集計表

	償還期間（年）						合計
	2	3	4	5	6	7	
都市銀行	98	932	280	2,464	110	691	4,575
地方銀行	182	710	253	1,668	88	438	3,339
第二地方銀行	46	179	53	410	29	127	844
信用金庫	18	40	34	128	11	64	295
商工組合中央金庫	35	165	154	482	20	115	971
その他	0	1	1	3	0	3	8
合計	379	2,027	775	5,155	258	1,438	10,032

(出所) 表 6-3 に同じ

(e)発行回数

企業は私募債を含め発行した社債に対して番号を付することになっており、これを回号という。回号を見れば、その企業が何回目の社債を発行したのかを理解できる。そこで、ここでは金融機関が私募債を引受けるにあたり、社債の発行経験のある企業の私募債を引受けるのか、もしくは社債の発行経験のない企業の私募債を引受けるのか、それぞれの傾向を把握するために分析を行った。

発行回数を金融機関別に見ていくと、すべての金融機関が1回の私募債を引受けているケースが多いことがわかり、特に地方銀行は67.68%が1回の私募債を引受けている(表6-6)。また、信用金庫は他の金融機関と比べて2回の私募債を引受けているケースが多いことが見て取れる。このことから、地方銀行は社債の発行経験のない企業が私募債を発行する際に引受ける傾向にあり、信用金庫は既に社債の発行経験のある企業の私募債を引受ける傾向にあることがわかる。さらに、信用金庫に限らず、第二地方銀行や商工中金も都

表 6-6 引受金融機関と回号のクロス集計表

		回号										合計
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10以上	
都市銀行	実数	2,752	1,004	370	174	96	64	37	24	16	38	4,575
	割合	60.15%	21.95%	8.09%	3.80%	2.10%	1.40%	0.81%	0.52%	0.35%	0.83%	100.00%
地方銀行	実数	2,260	704	211	82	35	17	9	4	8	9	3,339
	割合	67.68%	21.08%	6.32%	2.46%	1.05%	0.51%	0.27%	0.12%	0.24%	0.27%	100.00%
第二地銀	実数	509	216	63	28	10	3	2	3	2	8	844
	割合	60.31%	25.59%	7.46%	3.32%	1.18%	0.36%	0.24%	0.36%	0.24%	0.95%	100.00%
信用金庫	実数	149	95	26	12	3	2	2	3	2	1	295
	割合	50.51%	32.20%	8.81%	4.07%	1.02%	0.68%	0.68%	1.02%	0.68%	0.34%	100.00%
商工中金	実数	532	272	96	34	10	12	8	3	1	3	971
	割合	54.79%	28.01%	9.89%	3.50%	1.03%	1.24%	0.82%	0.31%	0.10%	0.31%	100.00%
その他	実数	3	2	1	0	1	0	1	0	0	0	8
	割合	37.50%	25.00%	12.50%	0.00%	12.50%	0.00%	12.50%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
合計		6,205	2,293	767	330	155	98	59	37	29	59	10,032

(出所) 表 6-3 に同じ

表 6-7 金融機関別回号の推移

平均発行回号(回)	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	全体平均
都市銀行	1.85	1.70	1.56	2.04	2.91	1.85
地方銀行	1.36	1.43	1.41	1.66	1.98	1.55
第二地方銀行	1.69	1.93	1.61	1.77	1.93	1.75
信用金庫	1.91	1.55	1.65	1.78	2.71	1.91
商工組合中央公庫	1.50	1.54	1.55	1.98	2.56	1.79

(出所) 表 6-3 に同じ

市銀行や地方銀行に比べて社債の発行経験のある企業、もしくは再度社債を発行するといった同じ企業の私募債を引受ける傾向にあることが数字から推測できる。

また、年度ごとに引受けた私募債の回数の平均を算出してみると、年々その値は上昇しており、発行経験のある企業が再度発行し、金融機関がそれを引受けていることがわかる。特に都市銀行は年度が進むにつれて回数の平均値は上昇し、2004年度では2.91回となっている（表6-7）。その一方で、地方銀行や第二地方銀行は回数の平均値は上昇傾向にあるものの、2004年度ではそれぞれ1.98回、1.93回となっている。このことから、地方銀行や第二地方銀行は社債の発行経験のない企業に対して積極的に引受を行う傾向にあると推察できる。

(3) 都道府県別比較

これまで引受金融機関別に見てきたが、ここでは私募債を発行した企業の所在地を基準として都道府県別に分類し分析することにする（表6-8）¹⁰。

最も発行銘柄が多い都道府県は東京都の2,391銘柄であり、続いて大阪府1,219銘柄、愛知県1,030銘柄となり、発行企業数の実数を見ると、発行銘柄数と同様に東京都1,708社、2位大阪府883社、愛知県652社となる。しかし、都道府県の企業数をベースに発行経験のある企業の割合を算出してみると、私募債の発行経験のある企業の割合が高かったのは三重県2.19%、和歌山県1.86%、富山県1.64%の順になり、逆に低いのは鹿児島県0.26%、千葉県0.28%、宮崎0.30%となる¹¹。

次に発行金額を見ていくことにしよう。一件あたりの平均発行金額が大きい都道府県は山梨県141.70百万円、青森県132.38百万円、愛媛県127.78百万円と続き、逆に平均発行額が小さい都道府県は鹿児島県70.00百万円、香川県75.81百万円、岩手県76.97百万円となっている。そして金利を見ていくと、私募債の平均発行金利が低い都道府県は愛媛県0.82%、長野県0.92%、山口県0.92%となり、逆に高い都道府県は鹿児島県1.41%、秋田県1.26%、山梨県1.26%となる。

また、平均の発行回数は、大阪府2.04回、愛知県2.02回、東京都1.87回の順で値が高く、逆に低い値の都道府県は佐賀県1.11回、鹿児島県1.13回、長崎県1.17回の順である。さらに平均償還期間が短い都道府県は、愛媛県3.76年、石川県3.93年、埼玉県3.97年で

表 6-8 都道府県別私募債の状況 (2000 年度～2005 年度まで)

	企業数 (2004.6)	私募債発 行企業数	発行企業 割合	銘柄数	発行総額 (百万円)	平均金額 (百万円)	平均金利 (%)	平均回号 (回)	平均償還 期間(年)
北海道	31,127	246	0.79%	298	27,250	91.44	0.94	1.25	4.71
青森県	5,030	65	1.29%	84	11,120	132.38	0.93	1.29	4.75
岩手県	4,362	51	1.17%	76	5,850	76.97	1.24	1.45	5.28
宮城県	10,163	48	0.47%	59	6,410	108.64	1.08	1.41	5.47
秋田県	4,310	28	0.65%	39	4,950	126.92	1.26	1.64	5.64
山形県	5,980	83	1.39%	117	12,920	110.43	1.18	1.49	4.90
福島県	8,121	51	0.63%	76	8,540	112.37	1.13	1.51	4.93
茨城県	11,372	75	0.66%	96	11,530	120.10	1.08	1.31	5.24
栃木県	8,226	65	0.79%	92	8,680	94.35	1.13	1.42	5.00
群馬県	10,404	49	0.47%	64	7,560	118.13	1.20	1.45	4.66
埼玉県	25,298	241	0.95%	334	38,420	115.03	0.97	1.79	3.97
千葉県	18,515	51	0.28%	67	7,670	114.48	1.08	1.54	4.25
東京都	140,289	1,708	1.22%	2,391	210,960	88.23	1.05	1.87	4.43
神奈川県	34,086	435	1.28%	633	69,140	109.23	1.10	1.86	4.88
新潟県	13,174	93	0.71%	118	12,750	108.05	1.05	1.69	4.52
富山県	6,519	107	1.64%	132	12,940	98.03	1.02	1.30	4.44
石川県	8,158	124	1.52%	160	17,020	106.38	0.95	1.36	3.93
福井県	6,157	98	1.59%	139	15,140	108.92	1.15	1.38	4.67
山梨県	4,422	34	0.77%	47	6,660	141.70	1.26	1.36	5.62
長野県	11,280	158	1.40%	233	23,770	102.02	0.92	1.56	4.36
岐阜県	12,405	186	1.50%	277	26,950	97.29	0.97	1.79	4.84
静岡県	20,159	173	0.86%	245	27,570	112.53	0.98	1.50	4.94
愛知県	44,012	652	1.48%	1,030	88,900	86.31	1.04	2.02	4.88
三重県	7,176	157	2.19%	233	23,800	102.15	0.99	1.52	4.94
滋賀県	6,002	75	1.25%	98	10,790	110.10	1.13	1.37	4.90
京都府	17,701	133	0.75%	175	19,350	110.57	1.01	1.51	4.49
大阪府	78,385	883	1.13%	1,219	111,830	91.74	1.14	2.04	5.04
兵庫県	29,057	236	0.81%	319	30,880	96.80	1.05	1.82	5.31
奈良県	5,566	51	0.92%	69	7,050	102.17	1.17	1.72	4.97
和歌山県	4,573	85	1.86%	133	14,040	105.56	1.18	1.47	5.82
鳥取県	1,863	29	1.56%	37	3,820	103.24	0.93	1.24	4.78
島根県	2,127	20	0.94%	28	2,720	97.14	0.97	1.39	4.79
岡山県	9,214	61	0.66%	78	8,460	108.46	1.08	1.38	4.83
広島県	15,252	108	0.71%	149	13,410	90.00	0.97	1.50	4.10
山口県	5,865	31	0.53%	44	3,720	84.55	0.92	1.50	4.91
徳島県	3,090	20	0.65%	32	3,890	121.56	1.13	1.66	4.88
香川県	5,408	34	0.63%	43	3,260	75.81	1.01	1.49	4.88
愛媛県	6,673	51	0.76%	63	8,050	127.78	0.82	1.37	3.76
高知県	2,439	23	0.94%	33	3,970	120.30	1.13	1.42	4.67
福岡県	22,036	137	0.62%	191	20,290	106.23	1.09	1.49	4.88
佐賀県	2,660	9	0.34%	9	1,050	116.67	0.95	1.11	5.22
長崎県	4,122	50	1.21%	60	6,510	108.50	0.99	1.17	4.37
熊本県	5,340	78	1.46%	123	12,650	102.85	1.14	1.69	4.33
大分県	4,161	22	0.53%	34	2,850	83.82	1.02	1.62	4.26
宮崎県	3,632	11	0.30%	13	1,410	108.46	1.01	1.23	4.31
鹿児島県	5,286	14	0.26%	15	1,050	70.00	1.41	1.13	5.40
沖縄県	3,075	21	0.68%	27	2,820	104.44	1.12	1.26	4.52

(出所) 表 6-3 に同じ

あり、償還期間が長い傾向になる都道府県は和歌山県 5.82 年、秋田県 5.64 年、山梨県 5.62 年の順である。

このように都道府県別に分類して分析してみると、確かに東京都や大阪府、愛知県といった企業が多い都道府県では私募債の銘柄数や発行企業数は多かった。しかし、金利の値に関しては、地方の都道府県のほうが低く設定しており、必ずしも企業数が多い都道府県が金利が低いとはいえないことが明らかになった¹²。このことにより、前記した仮説②「企業数の多い関東や近畿地方で発行される私募債の金利は低くなる」に関しては棄却されることになった。

(4) 業種別比較

ここでは私募債を発行した企業を、製造業、小売業、卸売業、サービス業、建設業、不動産業、水産農林・鉱業に分類して分析を行う（表 6-9）。

最も多く私募債を発行している業種を見ていくと、製造業 4,046 銘柄（40.3%）であり、続いて卸売業 17.8%、建設業 15.2%、サービス業 14.3%と続いていく。平均発行金額が最も大きい業種は不動産業で 1 億 673 万円となり、逆に平均発行金額が小さい業種は卸売業の 9,021 万円となっている。金利に関しては、最も平均金利が高い業種は製造業と小売業の 1.08%、最も低い業種が水産農林・鉱業の 0.97%となっている。回数に関しては、最も回数が多い業種は不動産業の 1.91 回、最も回数が少ない業種が水産農林・鉱業の 1.57 回である。償還期間は、最も長いのが小売業の 4.92 年、最も短いのが不動産業の 4.28 年である。

表 6-9 業種別私募債の状況

	銘柄数	発行総額 (百万円)	平均金額 (百万円)	平均金利 (%)	平均回数 (回)	平均償還 期間(年)
製造業	4046	397,460	98.24	1.08	1.77	4.84
小売業	672	67,710	100.76	1.08	1.65	4.92
卸売業	1782	160,750	90.21	1.05	1.73	4.69
サービス業	1438	140,610	97.78	1.03	1.65	4.78
建設	1521	153,100	100.66	1.03	1.73	4.42
不動産	508	54,220	106.73	1.02	1.91	4.28
水産農林・鉱業	65	6,520	100.31	0.97	1.57	4.65

(出所) 表 6-3 に同じ

以上のことから、業種に関して見て取れる特徴は、発行数が多い業種は製造業であること、不動産業が私募債を複数回発行し、発行金額も相対的に大きな額であり、また金利は低く償還期間は短めの傾向であることが推察できる。

第5節 中小企業財務における社債への金融機関の影響

本章では、中小企業の私募債を年度ごと、引受金融機関ごと、都道府県ごと、業種ごとに分析を行い、私募債の現状を詳細に把握した。次にそれらの項目を用いて重回帰分析を行い、金利にどの程度影響しているかを検証した。

結果としては、引受金融機関を見ると、必ずしも都市銀行が引き受けた私募債の金利が低くなるとは限らず、むしろ高くなる傾向にあることが指摘できた。これは一般の貸出とは異なっている点に注目すべきである¹³。また、企業の所在地（都道府県）および業種に関しては今回の検証では金利への影響は小さいことがわかった。さらに、中小企業の私募債に影響を与える要因については、償還期間と発行年度が大きいものと理解することができた。

次に社債の金利に何が影響しているのかを考察してみよう。本来であれば私募債の金利と因果関係があるものを検証すべきではあるが、データの限界から金利といくつかの項目の相関関係を算出した（表6-10）。発行金額（対数）、償還期間、都市銀行引受、地方銀行引受、その他引受、発行年度、業種と金利との相関係数を参考に見てみよう。この中で注目すべき項目は、償還期間が“正”、2000年度発行が“正”、2002年年度発行が“負”の相関があることである。これはあくまでも相関に過ぎない点は留意すべきであるが、償還期間が長ければ金利が上昇し、発行年度によって金利への影響があることが推察できる。この結果から考察すると、金融機関は私募債の金利を決定する要因として企業の業績を反映していない可能性もあり得る。もし、金融機関が私募債を発行する企業の業績を反映していないとするならば、企業の経営努力による財務内容の改善は金利には反映されないことになり、“リレーションシップバンキング”と謳われている中小企業金融において、企業と金融機関との取引の深耕度も影響が少ないという懸念が生じる。

もう1つ推察できる可能性としては、私募債の発行をする際に金融機関が申込用件を設

表 6-10 私募債の金利と各項目の相関係数

		金利	金額対数	償還期間	都市銀行	地方銀行	その他	2000年	2001年	2002年	2003年	建設	不動産
金利	相関係数	1.00	0.18	0.59	0.11	-0.07	0.03	0.64	-0.12	-0.42	-0.12	-0.02	-0.02
	有意確率		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.05
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
発行金額	相関係数	0.18	1.00	0.15	0.00	0.09	0.00	0.12	0.03	-0.10	-0.05	0.03	0.04
	有意確率	0.00		0.00	0.85	0.00	0.81	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
償還期間	相関係数	0.59	0.15	1.00	0.05	-0.05	0.01	0.16	0.01	-0.04	-0.05	-0.10	-0.08
	有意確率	0.00	0.00		0.00	0.00	0.16	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00	0.00
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
都市銀行	相関係数	0.11	0.00	0.05	1.00	-0.65	-0.03	0.18	0.03	0.00	-0.14	-0.10	0.04
	有意確率	0.00	0.85	0.00		0.00	0.01	0.00	0.00	0.74	0.00	0.00	0.00
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
地方銀行	相関係数	-0.07	0.09	-0.05	-0.65	1.00	-0.02	-0.14	0.00	0.02	0.09	0.12	-0.02
	有意確率	0.00	0.00	0.00	0.00		0.05	0.00	0.75	0.03	0.00	0.00	0.02
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
その他	相関係数	0.03	0.00	0.01	-0.03	-0.02	1.00	0.03	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.01
	有意確率	0.00	0.81	0.16	0.01	0.05		0.00	0.28	0.28	0.66	0.83	0.34
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
2000年	相関係数	0.64	0.12	0.16	0.18	-0.14	0.03	1.00	-0.23	-0.39	-0.29	0.00	-0.02
	有意確率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	0.97	0.07
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
2001年	相関係数	-0.12	0.03	0.01	0.03	0.00	-0.01	-0.23	1.00	-0.25	-0.18	-0.03	-0.03
	有意確率	0.00	0.00	0.19	0.00	0.75	0.28	0.00		0.00	0.00	0.00	0.01
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
2002年	相関係数	-0.42	-0.10	-0.04	0.00	0.02	-0.01	-0.39	-0.25	1.00	-0.31	-0.01	-0.04
	有意確率	0.00	0.00	0.00	0.74	0.03	0.28	0.00	0.00		0.00	0.53	0.00
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
2003年	相関係数	-0.12	-0.05	-0.05	-0.14	0.09	0.00	-0.29	-0.18	-0.31	1.00	0.02	0.01
	有意確率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.66	0.00	0.00	0.00		0.11	0.57
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
建設	相関係数	-0.02	0.03	-0.10	-0.10	0.12	0.00	0.00	-0.03	-0.01	0.02	1.00	-0.10
	有意確率	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.83	0.97	0.00	0.53	0.11		0.00
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
不動産	相関係数	-0.02	0.04	-0.08	0.04	-0.02	0.01	-0.02	-0.03	-0.04	0.01	-0.10	1.00
	有意確率	0.05	0.00	0.00	0.00	0.02	0.34	0.07	0.01	0.00	0.57	0.00	
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032

定することで企業の選別を既に行っており、そもそもリスクの低い企業が私募債を発行するため金利への影響が少ないということが想定される。このような状態であれば、中小企業のうち限定された企業のみが私募債の利用が可能であり、中小企業全体としての資金調達の多様化とはいえないのではないだろうかという点も指摘できる。これは中小企業に選択権はなく金融機関側の判断で私募債発行の可否が決定されてしまうということなのであり、従前の金融機関依存型の資金調達となんら変化がないのである。これは社債の意義において重要な項目であった財務の機能の「利用可能性」が高まっていないということであり、従前の金融機関からの資金調達と同質である点からこれまでの関係が継続しているのである。

特定社債保証制度を利用した私募債の発行数は減少している。この原因は上記で分析したように限定された企業のみが利用可能である仕組みであるならば、その制度を利用できる企業が一巡してニーズが飽和状態に達したからである。また、同制度の「融資の代替的側面」の終焉という状態であることも指摘できる。同制度は中小企業への貸し渋り対策という性格と共に、金融機関への救済措置的な性格も有していた。金融機関は自身の業績が回復し、さらに収益性の高いビジネスローンへと事業を移行しており、私募債を引き受ける側の金融機関の姿勢が変化してきている可能性がある。中小企業にとって私募債という手法は、直接金融という資金調達チャネルの増加になるという契機だった。しかし、その実態は旧態依然の金融機関からの融資と変わらず、私募債を金融機関が引き受けるという金融機関依存型の資金調達という現状であった。今回の分析により私募債の金利は企業の業績よりも単に償還期間や発行年度が影響しており、また金融機関によりその発行を許される企業が限定されているのならば、社債の利用可能性が高まることは現状では困難であると結論付けた。

1 償還とは、社債を所有している投資家に対し証券の額面金額の支払いと利払いをして証券を回収することをいう。

2 転換社債および新株引受権付社債（非分離型）は 2002 年より新株予約権付社債に一本化された。

3 特定社債保証制度は 2000 年 5 月より施行された制度であり、間接金融に依存していた中小企業の資金調達を、資本市場から直接金融でも資金調達が可能とするために、信用保証協会の保証制度を利用し、信用保証協会が社債の保証をする形で中小企業の私募債発行を円滑にする制度である。同制度は 2002 年度に改正され適用条件が増やされ、さらに 2005 年度にも改正された。

これまでは社債を発行する企業の純資産額が 3 億円以上の企業に限定されていたが、2005 年度の改正では、発行要件の純資産額が 1 億円以上にまで緩和されたことで起債できる企業が増加し、同制度の利用可能性が高まった。さらに、社債の最低発行金額が 5000 万円だったものが 3000 万円にまで引き下げられ、さらには期限一括償還であったものが、定時償還（分割償還）を選択することが可能となった。新基準は 2006 年 1 月 10 日より適

用されている。

なお、本章ではこの制度に基づいて発行された社債を私募債と呼ぶことにし、2005年度改正前の条件で発行された社債を扱っている。

⁴ 日本銀行の貸出約定平均金利については (<http://www.boj.or.jp/theme/research/stat/dl/kinri/yaku/index.htm>) 参照。

⁵ 前出、日本銀行の貸出平均金利により金融機関全体の貸出約定平均金利を算出すると、2002年度 1.80%、2001年度 1.62%、2002年度 1.61%、2003年度 1.58%、2004年度 1.51%と年々低くなっている。

⁶ 地方銀行は地方銀行協会加盟の銀行、第二地方銀行は第二地方銀行協会加盟の銀行とする。その他には、新生銀行、三菱信託銀行、中央三井信託銀行、あおぞら銀行、信用組合を含む。

⁷ 分散分析の結果、帰無仮説（各グループの平均は等しい）がすべての項目において有意確率 0.00 で棄却され、それぞれのグループには差があるという結果になった。

⁸ 日本銀行の貸出金利のデータ (http://www.boj.or.jp/type/stat/dlong/fin_stat/rate/index.htm#lrate 2006年5月3日アクセス) をもとに、金融機関ごとに貸出平均金利を本研究の私募債の対象年度に合わせて算出すると、下記のように都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫の順におおむねなる。この数値は中小企業向けの貸出金利ではなくそれ以外の貸出金利を含んでいるが、傾向を把握するために利用した。なお、この数値からみると、全体的に一般的長期貸出金利よりも私募債の金利のほうが、0.5%~1.4%も低い設定であることがわかる。しかし、野田(2000 p.14)が指摘しているように、私募債発行には金利以外にプラス1%前後の手数料がかかるとされている。

⁹ これが私募債を発行する企業側の意図なのか、引受ける金融機関の要請なのかは不明である。

¹⁰ 企業数は総務省「事業所・企業統計調査」を参照し株式会社数で算出してある。

¹¹ 私募再を発行したことがあるかないかを回号で集計し、複数回発行した企業も1回以上発行経験のある企業とした分類した。

¹² 金利は後にも述べるが、地域間の格差よりも私募債を発行した年度に影響されるケー

スが多く、都道府県ごとにさらに年度別に分類する必要がある。

¹³ 都市銀行、地方銀行が引き受けている銘柄数が全体の約 80%となっており、企業を囲い込みをしている可能性もある。これに対処するため他の金融機関は金利を低くする、もしくは低くなるような企業を選別している結果、相対的に都市銀行の引受金利が高くなっていると推察する。

第7章 私募債を発行した中小企業の財務分析

第1節 本章の目的

中小企業の社債による資金調達状況を見てみると、前述したように中小企業でも社債を発行して資金調達をしているケースが増加している。特に2000年より施行された特定社債制度の影響が大きいと指摘できるものの、同制度の実態を分析すると、社債を引受けている投資家が多くの場合は金融機関である。中小企業が社債を発行するには私募債を選択することが多く、その私募債を金融機関や信用保証協会が保全し、金融機関が引受ける手法が主流となっている。このような形態で社債を発行する場合には金融機関との取引関係が前提となっており、社債を発行する以前の段階で金融機関の意思が反映されることが想定される。つまり、直接金融というよりも金融機関からの融資という性格を色濃く有した資金調達と指摘できる。このような背景がある中で、社債を利用して資金調達を行った中小企業の業績はどのようになっているのかという疑問が生じる。そこで、本章では私募債を発行した中小企業の業績について、発行前後の変化の把握を試みた。

本章では2000年に施行された特定社債保証制度に基づいて発行された私募債のうち、長野県諏訪地方6市町村（岡谷市、諏訪市、茅野市、下諏訪町、原村、富士見町）において発行された私募債を対象として分析し、中小企業の業績と私募債発行との関連性を把握することに主眼を置く。中小企業の社債による資金調達は限定的であるため、中小企業の私募債に関する研究は他の研究に比べて少ない。本章では中小企業の私募債の実態を把握すること、私募債を発行している中小企業の実態を把握すること、中小企業の業績と私募債発行との関連性を検証すること、以上3点を目的とする。

第2節 本章の対象とする私募債の選定

私募債には、保全による分類では担保付私募債、保証付私募債（銀行保証付私募債、信用保証協会保証付私募債）、無担保私募債があり、社債権者による分類では適格機関投資家限定の私募債、特定の投資家に限定された私募債（少人数私募債）がある。本章では信用保証協会保証付私募債を分析対象とする。そして、この信用保証協会保証付私募債が特定社債保証制度に基づいて発行された私募債であり、本章で扱う私募債とする。当該私募債

を分析対象とした理由は、本章の研究対象とする企業が中小企業であることが大きな要因である。本章では中小企業を中小企業基本法の定義に準拠する企業とした。特定社債保証制度は中小企業に利用が限定されているため、同制度を利用して発行された私募債は中小企業が発行した私募債と見なすことができる。よって、本章においては同制度に基づいて発行された私募債が、中小企業の私募債を把握する上で適当な対象であると考えた。

第3節 本章の位置づけと分析方法

本章でも前述したように特定社債保証制度に基づいて発行された私募債を対象とする。同制度に基づいて発行された社債のうち長野県諏訪地方6市町村（岡谷市、諏訪市、茅野市、下諏訪町、原村、富士見町）に限定し発行された私募債を対象として分析し、中小企業の業績と私募債発行との関連性を把握することに主眼を置く。そして、私募債を発行している中小企業の実態を把握すること、中小企業の業績と私募債発行との関連性を検証すること、を本章の目的とする。

本章では中小企業の業績という視点から私募債発行との関連性を把握することにする。そこで「中小企業が私募債により資金調達を行う場合、中小企業の中でも業績の良好な企業が私募債を利用する」という点を明らかにすることを目的とし、中小企業の私募債利用の実態について、そして中小企業の業績と私募債発行との関連性について検証をする。

分析方法は日本証券業協会発行の『私募社債便覧』各年度版を使用し、信用保証協会保証付私募債を抽出して、これを中小企業が発行した私募債とみなし分析を行う。この方法で抽出した中小企業の私募債は 11,627 銘柄となる。次に中小企業の私募債の概況を把握するため、抽出した私募債を全国、長野県、諏訪地方の順でその特徴を把握する。さらに、諏訪地方において私募債を発行した企業と発行していない企業の業績を比較することで、私募債を発行している企業の実態を把握する。本章では特に諏訪地方に限定して個別企業を分析することにする。諏訪地方に限定した理由は、諏訪地方が中小企業の集積地であり中小企業が多いこと、地域を限定することによって地域間の差が生じないこと等を考慮し選定した¹⁾。

第4節 全国・長野県・諏訪地方の私募債の概況

前述しているように特定社債保証制度の実績は全国信用保証協会連合会によると、2000年度が2,967件285億3,300万円、2001年度は1,311件1,197億2,700万円、2002年度は3,081件2,508億6,800万円、2003年度は1,896件1,591億200万円、2004年度は1,259件1,101億9,600万円、2005年度は1,677件1,419億8,400万円と推移し、2000年度から2005年度末までの累計で12,191銘柄、1兆675億1,000万円となっている²。発行の動きを見ると、2002年度に件数がピークを迎えその後は下降傾向にあったが、2005年度には増加している。この動きは同制度の適債基準の緩和が影響しており、これまで適債基準をクリアできず私募債発行が不可能であった企業が、基準緩和のため発行可能となり発行数が増加したものと推察する³。ただ、連合会発表のデータでは個別銘柄の金利や償還期間等のデータが得られないため、ここからは本章の分析対象とした11,627銘柄を項目ごとに分類し分析を続ける⁴。

表 7-1 私募債の年度別概況(2000年度～2005年度)

		2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	全体
発行銘柄数		2,682	1,274	2,996	1,859	1,221	1,595	11,627
金利(%)	平均	1.54	0.92	0.76	0.95	1.04	1.20	1.08
	最高	3.23	2.00	2.35	3.40	2.52	2.67	3.40
	最低	0.54	0.22	0.19	0.18	0.33	0.33	0.18
	中央値	1.55	0.89	0.72	0.90	1.04	1.19	1.00
	最頻値	1.71	0.79	0.63	0.70	1.04	1.63	1.00
	標準偏差	0.40	0.29	0.25	0.36	0.35	0.37	0.44
平均発行額(千円)		107,438.48	101,475.67	90,450.60	93,265.20	97,108.93	94,175.55	97,237.46
平均償還期間(年)		5.07	4.76	4.64	4.58	4.28	4.50	4.69
平均発行回数(回)		1.70	1.61	1.52	1.83	2.35	2.90	1.90
発行総額(百万円)		288,150	129,280	270,990	173,380	118,570	150,210	1,130,580

(出所) 日本証券業協会『私募社債便覧』各年度版のデータを用いて筆者が集計し計算

年度別に私募債平均金利の推移を見ていくと 2000 年度は 1.54%であったものが下降し、2002 年度の 0.76%を底にして上昇して 2005 年度には 1.20%となる（表 7-1）⁵。また、社債を発行する際に銘柄ごとに付される回号の状況を見ると 2002 年度を底にして上昇傾向にあり、2005 年度には 2.90 回となっている。これは、既に発行経験のある企業が 2 回目・3 回目と私募債を発行したため値が上昇したと推察する。

次に長野県の私募債の状況を見ることにする（表 7-2）。長野県では 2000 年度から 2005 年度までの累計（重複は除外）で 208 社の中小企業が私募債を発行している。銘柄数は 305 銘柄で発行総額は 307 億 8,000 万円となり、最も多く発行された年度は 2005 年度で 72 銘柄 70 億 1,000 万円であった。全年度合計で 1 銘柄あたりの平均をそれぞれの項目別に見ると、平均発行額は 1 億 92 万円である。平均金利は 0.97%となっており、2002 年度を底にして上昇し 2005 年度では 1.15%となった。また、平均償還期間は 4.27 年で、2000 年度が最も高く、それ以降減少傾向にあり、2005 年度には 3.96 年となっている。平均回号は 1.62 回であり、2004 年度が 2.00 回と最も高い数値である。

次に諏訪地方で発行された私募債の推移を見ていくことにする。2000 年度から 2005 年度までの累計は 71 銘柄 68 億 3,000 万円の私募債が発行されている。発行企業数は重複を除外すると 39 社の中小企業が私募債を発行している。平均発行額は全年度平均で 9,620 万円となり全国平均や長野県の平均よりも小さい額となっている。全年度の平均金利は 1.00%と全国平均よりは低い長野県の平均値よりも高い値である。平均償還期間は全年度平均 4.49 年で、これは全国平均よりも小さく長野県平均よりも高い値となっている。全年度の平均回号は 1.92 回と全国平均および長野県平均よりも高い値である。諏訪地方における私募債発行企業は、エグロ、太田屋、共栄工業、共栄電工、興和工業、小松プレジジョン、スワスイミングセンター、中央印刷、ティディエス、マルヤス機械、山岸建設、アスリートエフエー、上原製作所、加賀屋、共進、シントク、高島産業、高山製粉、チノンテック、林金属工業、マイクロ発條、飯沼ゲージ製作所、イトー電子工業、太陽精工、タクト、トクソー理研、長野精工、野村ユニソン、ホムズ技研、ヤハタ精工、リョウワ、渡辺製麺、スタンダード、創和、南信貨物自動車、ひかり味噌、富士精機製作所、大和電機工業、六協の 39 社である（表 7-3）。

表 7-2 長野県と諏訪地方の私募債の概況

長野県							
年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	平均・合計
発行企業数	41	28	46	55	18	66	254*
銘柄数	50	38	59	65	21	72	305
発行総額(百万)	5,330	4,100	5,490	6,950	1,900	7,010	30,780
平均発行額(千円)	106,600.00	107,894.74	93,050.85	106,923.08	90,476.19	97,361.11	100,918.03
平均発行額(百万)	106.60	107.89	93.05	106.92	90.48	97.36	100.92
平均発行利率(%)	1.48	0.83	0.64	0.81	0.85	1.15	0.97
平均償還期間(年)	4.88	4.50	4.44	4.08	3.52	3.96	4.27
平均回号(回)	1.32	1.61	1.51	1.62	2.00	1.82	1.62
諏訪地方							
年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	平均・合計
発行企業数	10	3	6	16	6	12	53**
銘柄数	11	7	8	22	7	16	71
発行総額(百万)	1,210	520	770	2,170	650	1,510	6,830
平均発行額(千円)	110,000.00	74,285.71	96,250.00	98,636.36	92,857.14	94,375.00	96,197.18
平均発行額(百万)	110.00	74.29	96.25	98.64	92.86	94.38	96.20
平均発行利率(%)	1.46	1.00	0.57	0.84	0.94	1.15	1.00
平均償還期間(年)	5.18	5.29	3.88	4.41	4.43	4.13	4.49
平均回号(回)	1.36	2.00	1.75	1.64	2.14	2.63	1.92

*重複を除外して発行実績のある企業数は 208 社

**重複を除外して発行実績のある企業数は 39 社

(出所) 表 7-1 と同じ

表 7-3 諏訪地方で私募債を発行している企業リスト

岡谷市	諏訪市
株式会社 エグロ	アスリートエフエー 株式会社
株式会社 太田屋	株式会社 上原製作所
共栄工業 株式会社	株式会社 加賀屋
共栄電工 株式会社	株式会社 共進
興和工業 株式会社	シントク 株式会社
株式会社 小松プレシジョン	高島産業 株式会社
株式会社 スワスイミングセンター	株式会社 高山製粉
中央印刷 株式会社	チノンテック 株式会社
ティディエス 株式会社	林金属工業 株式会社
マルヤス機械 株式会社	株式会社 ミクロ発條
山岸建設 株式会社	
茅野市	諏訪郡
株式会社 飯沼ゲージ製作所	スタンダード 株式会社
イトー電子工業 株式会社	株式会社 創和
太陽精工 株式会社	南信貨物自動車 株式会社
株式会社 タクト	ひかり味噌 株式会社
株式会社 トクソー理研	株式会社 富士精機製作所
長野精工 株式会社	大和電機工業 株式会社
野村ユニソン 株式会社	株式会社 六協
株式会社 ホムズ技研	
ヤハタ精工 株式会社	
株式会社 リョウワ	
株式会社 渡辺製麵	

第5節 私募債発行企業の概要

ここでは、諏訪地方で私募債を発行した企業の業績と私募債を発行していない企業の業績とを比較する。諏訪地方の企業を把握するために帝国データバンク(2005)を利用した。帝国データバンク(2005)に掲載されている諏訪地方の企業を抽出すると283社となった⁶。前出の私募債発行企業39社のうち2社はデータが得られず除外し37社とすると、私募債発行企業が37社、私募債非発行会社が246社、合計283社を対象とすることにした。

前述の帝国データバンク(2005)で把握できる企業データのうち設立経過年数、資本金、株主数、従業員数を私募債発行企業(N=37)と非発行企業(N=246)とのグループに分け比較を行った(表7-4)⁷。設立経過年数は私募債発行企業が42.16年、非発行企業が37.27年で、発行企業の方が設立経過年数は長くなっている。資本金は私募債発行企業が7,191.22万円、非発行企業は4,703.41万円と発行企業の方がその額は大きい。株主数は私募債発行企業が27.30人、非発行企業(N=241)が17.68人と私募債発行企業の方が多い。従業員数は私募債発行企業が120.73人、非発行企業(N=245)が51.70人と発行企業の方が多い。このように比較すると私募債発行企業の方が非発行企業よりどの項目においても数値が大きくなっていると理解できる。

次に売上高と純利益について私募債発行企業と非発行企業とを比較する。2002年から2005年まで各年に決算を迎えた企業の売上高および純利益の平均値を使用する⁸。まず売上高の平均値は、2002年では私募債発行企業(N=36)が28億9,136万円、非発行企業(N=150)が15億657万円、2003年では発行企業(N=36)が32億2,203万円、非発行企業(N=245)は14億6,521万円、2004年では発行企業(N=37)が38億4,303万円、非発行企業(N=246)が17億6,324万円、2005年では発行企業(N=31)が40億4,371万円、非発行企業(N=95)が21億7,632万円となっている。

一方、純利益の平均値について見ると、2002年では私募債発行企業(N=35)は4,579万円、私募債非発行企業(N=138)は1,948万円、2003年は発行企業(N=35)が6,612万円、非発行企業(N=224)が2,839万円、2004年は発行企業(N=36)が1億86万円、非発行企業(N=218)が4,140万円、2005年は発行企業(N=29)が1億865万円、非発行企業(N=77)が5,076万円となり、すべての年において私募債発行企業の方が売上・純利益共に上回っている。

上記のように私募債発行企業の方が設立経過年数は長く、また資本金額や株主数、従業員数も多いことがわかり、さらには売上高および純利益の値も私募債発行企業が私募債非発行企業の値を上回っていることがわかった。

表 7-4 私募債発行企業と非発行企業の比較

	経過年数(年)	資本金(万円)	株主数(人)	従業員数(人)
諏訪地方平均	37.84	5,031.50	18.99	60.70
私募債非発行 企業平均	37.27	4,703.41	17.68	51.70
私募債発行 企業平均	42.16	7,191.22	27.97	120.73
(百万円)	2002年 決算売上	2003年 決算売上	2004年 決算売上	2005年 決算売上
諏訪地方平均	1,580.50	1,684.97	2,042.36	2,608.09
私募債非発行 企業平均	1,506.57	1,465.21	1,763.24	2,176.32
私募債発行 企業平均	2,891.36	3,222.03	3,843.03	4,043.71
(千円)	2002年 決算純利益	2003年 決算純利益	2004年 決算純利益	2005年 決算純利益
諏訪地方平均	18,554.26	32,917.01	49,129.01	62,908.39
私募債非発行 企業平均	19,482.80	28,388.18	41,401.42	50,761.40
私募債発行 企業平均	45,793.91	66,118.46	100,855.72	108,652.86

(出所) 帝国データバンク(2003)、(2006)のデータをもとに筆者が集計し作成

第6節 私募債発行企業の財務指標分析

次に諏訪地方における私募債発行企業の財務指標を分析する。中小企業に関しては詳細な財務データが公表されていないことが一般的であるが、先の諏訪地方私募債発行企業 39 社のうち詳細な財務データが入手可能な 5 社（A～E 社、すべて製造業）をここでの分析の対象とする⁹。また、分析にあたり、全国の中小企業製造業のデータ、中小企業庁編(2006)の中部ブロック製造業のデータを用いて上記 5 社と比較することにする（個別の詳細な財務データは本書の最後に記載した）¹⁰。中小企業庁編(2006)では中部ブロックに長野県が属していることを踏まえ、中部ブロック製造業の数値を平均的な企業の数値として用いて私募債発行企業と比較する。全国の中小企業製造業のデータ、まず、特定社債保証制度で設定されている適債基準項目について中部ブロック製造業と私募債発行企業 5 社とを比較する（表 7-5）¹¹。

表 7-5 全国・中部ブロック製造業と諏訪地方私募債発行企業の適債基準項目比較（2004 年）

適債基準項目 (抜粋)	全国	中部	私募債発行企業				
	製造業	製造業	A	B	C	D	E
純資産額（億円）	3.70	4.17	5.23	8.99	7.31	28.32	43.63
自己資本比率	28.16%	30.23%	38.77%	30.80%	27.48%	27.10%	47.67%
純資産倍率（倍）	8.61	10.22	17.45	4.00	38.47	23.27	48.48
営業利益/資産*	3.82%	3.88%	14.36%	5.57%	1.43%	6.10%	19.64%

* 「営業利益/資産」の項目は本来であれば使用総資本事業利益率であるが、使用する費目が不明なため概算を行った

**インタレスト・カバレッジ・レーシオは算出不可能なため除外した

（出所） 全国および中部ブロックの製造業のデータは『中小企業の財務指標平成 18 年発行』の実数データをもとにして算出した私募債発行企業は帝国データバンク「TDB企業リサーチ」サービス、日経テレコン 21「企業検索」サービスによりデータを集めた。

純資産額では中部ブロック製造業が 4.17 億円であるが、私募債発行企業 5 社はそれよりもすべて値が大きく、E 社にいたっては 43 億 6,300 万円の純資産額である。このこと

から、先に検証した資本金と同様、私募債発行企業の資産額も相対的に大きいことがわかる。次に、自己資本比率については中部ブロック製造業が 30.23%であるのに対し、私募債発行企業のうちA社 (38.77%)・B社(30.80%)・E社(47.67%)はその値を上回っているが、C社 (27.48%)、D社 (27.10%) は下回っている。また、純資産倍率は中部ブロック製造業が 10.22 倍であるのに対して諏訪地方私募債発行企業の値はB社だけが 4.00 倍と下回っているが、その他の 4 社はその値を上回っている。ただ、B社は他の 4 社に比べ資本金の額が大きく (2 億 2500 万円)、むしろ他の 4 社の資本金額が小さいために純資産倍率が大きくなっている点に留意する必要がある。そして<営業利益/総資産>については、中部ブロック製造業が 3.88%であるのに対し、私募債発行企業ではC社 (1.43%) 以外の 4 社はその値を上回っている。

このように平均的な中小企業と比べた場合、資産規模は相対的に大きく純資産倍率も高い企業が私募債を発行するケースが多いと言える。またこの結果から、適債基準の数値を僅かに超えるというより、大きく超える企業に集中して私募債が利用される傾向にあると推察できる。

さらに、使用可能な項目が限られていることを前提の上で、先ほどの 5 社を対象として主要な収益性を示す指標の分析を行うこととし、各比率を算出したのが表 7-6 である。まず全国と中部ブロック製造業との比較を行うと、売上高総利益率の値以外は中部ブロック製造業の方がどれも高い数値である。よって、中部ブロック製造業は利益率が高い傾向にあることが伺える。次にその中部ブロック製造業と先の私募債発行企業 5 社との比較をする。総資本営業利益率および総資本経常利益率は、中部ブロック製造業の値はそれぞれ 3.88%、3.82%であるが、私募債発行企業 5 社の両指標はすべてがその値を上回っている。データが得られない D 社を除外して売上高総利益率についてみると、4 社すべてが中部ブロック製造業よりも高い数値となっている。また、売上高営業利益率および売上高経常利益率については、C社はどちらの比率も中部ブロック製造業より低い数値となっているが、それ以外の 4 社については中部ブロック製造業より高い数値となっており、特に A 社、E 社は売上高営業利益率および経常利益率においても高い数値を維持している。この結果、平均として位置づけた中部ブロック製造業よりも私募債発行企業のうちC社を除く 4 社の数値が高いことがわかった。これにより、「中小企業が私募債により資金調達を行う場合、

業績の良好な企業が利用しているか」という本論の目的に対し、「平均的な中小企業よりも規模が大きく業績も良い企業が私募債を利用する傾向にある」と結論付けた。

表 7-6 全国・中部ブロック製造業と諏訪地方私募債発行企業の財務比率比較（2004年）

分析項目	全国	中部	私募債発行企業				
	製造業	製造業	A	B	C	D	E
総資本営業利益率	3.82%	3.88%	14.36%	5.57%	1.43%	6.10%	19.64%
総資本経常利益率	3.54%	3.82%	13.46%	14.59%	1.61%	6.23%	14.94%
総資本当期純利益率	1.63%	1.92%	9.66%	8.74%	0.57%	1.48%	7.89%
自己資本当期純利益率	5.79%	6.36%	24.92%	28.38%	2.08%	5.46%	16.55%
売上高売上総利益率	20.96%	19.57%	23.68%	25.13%	29.57%	-	23.95%
売上高営業利益率	3.56%	3.64%	15.06%	4.76%	1.80%	6.33%	17.81%
売上高経常利益率	3.31%	3.58%	14.11%	12.46%	2.03%	6.46%	13.56%
売上高当期純利益率	1.52%	1.80%	10.13%	7.46%	0.72%	1.54%	7.16%
流動比率	142.21%	131.45%	258.09%	149.58%	97.90%	216.62%	209.13%
自己資本比率	28.16%	30.23%	38.77%	30.80%	27.48%	27.10%	47.67%
固定長期適合率	76.47%	79.83%	54.58%	79.59%	101.13%	49.40%	70.57%

（出所）全国および中部ブロック製造業のデータは中小企業庁編『中小企業の財務指標平成18年発行』の実数データを使用し筆者が算出した。

第7節 私募債発行前後の企業業績

ここではさらに一步踏み込み、私募債発行企業群の業績の変化について分析を行う。中小企業の中でも比較的業績の良い企業が私募債を発行していることがわかったが、私募債発行企業に限定した場合、私募債発行前後にその業績がどのように変化するかを検証する。前出の財務データ入手可能な企業 37社を対象として、私募債を発行した期をt期とし、その前後2期の決算の売上高および純利益の実数の増減を算出し、マトリクスを作成して分類した。ただ、企業によっては決算を公表している期と公表していない期があるために

サンプルは連続しておらず、期によってサンプル数が異なっている。また、同一企業で複数の私募債を発行しているケースがあるため決算期が重複する場合もあるが、ここではそれぞれ1サンプルとして扱った。マトリクスはX軸に純利益、Y軸に売上高をとり、売上増・純利益増の象限を第1象限、売上増・純利益減の象限を第2象限、売上高減・純利益減の象限を第3象限、売上高減・純利益増の象限を第4象限として設定した¹²。マトリクスに従い分類すると、その結果は図7-1になる。

図7-1 私募債発行期とその前後の売上高および純利益の推移の比較

		(t-1期)-(t-2期)				t期-(t-1期)	
		N=48				N=44	
売上	増	8	23	9	15	14	6
	減	8	9	14	6	5	2
		減	増	減	増	減	増
		純利益		純利益		純利益	

		(t+1期)-t期				(t+2期)- (t+1期)	
		N=34				N=17	
売上	増	8	7	0	10	5	2
	減	14	5	5	2	14	2
		減	増	減	増	減	増
		純利益		純利益		純利益	

(t-1) - (t-2)期では第1象限にあるサンプル数が23と47.92%を占め、売上・純利益が共に減少する第3象限はサンプル数が8となり、割合は16.67%と業績が良い企業の割合が大きい。t - (t-1)期では第1象限のサンプル数が15、割合が34.09%となるが、第3象限のサンプル数は14とその割合を31.81%にまで増加させ、業績が良い企業の割合が減少する傾向となる。さらに(t+1) - t期においては第1象限のサンプル数が7、割合が20.59%であるのに対して、第3象限が14、割合は41.18%となり、割合の大きさが第1象限と逆転している。集計可能なサンプル数が少ないが参考までに(t+2) - (t+1)期を見ると、

第1象限が10、割合は58.83%となる。このように私募債発行2期前は業績の良い企業が相対的に多いが、私募債を発行した期から翌期にかけ業績が一時的に悪化する企業が増加する傾向にあるといえよう¹³。

さらに先ほどのデータ入手可能な37社を対象とし、同一企業で私募債発行期を基準として前後1期ずつ3期連続で財務データが把握できるものを抽出すると、30のサンプルが収集できた(表7-7)。このように同一企業において私募債発行前後の動向を見た場合、当初属していた象限よりも私募債発行後に業績が悪化したと判断できるサンプルが13となった¹⁴。

表 7-7 私募債発行前後の象限の3期分の推移

No	(t-1期)- (t-2期)	t期 -(t-1期)	(t+1期) -t期	No	(t-1期) -(t-2期)	t期-(t-1 期)	(t+1期) -t期
1	1	1	3	16	4	2	4
2	2	2	2	17	2	1	2
3	1	4	3	18	3	3	3
4	1	2	3	19	4	1	2
5	1	2	2	20	1	2	2
6	1	2	2	21	2	3	3
7	3	3	1	22	2	1	1
8	1	1	3	23	1	3	4
9	3	4	3	24	1	1	3
10	1	1	1	25	3	3	3
11	4	4	3	26	4	4	1
12	4	3	2	27	3	3	4
13	1	1	3	28	1	1	4
14	4	1	1	29	4	2	3
15	1	1	3	30	1	3	1

* 灰色は業績が悪化したと判断したサンプル

データの期間が3期と短いこと、また私募債発行との因果関係は明確ではない点を留意する必要はあるが、私募債発行期を境にして発行企業の業績が一時的に悪化する傾向があることがこの結果からも指摘できる。

これらの要因の可能性として、まず私募債発行前の局面では、そもそも引受金融機関によって優良な発行企業が選択されている結果、業績の良い企業が集中している、もしくは中小企業が私募債発行条件をクリアするために業績を良化させる意識を働かせること等があげられる。一方、発行および発行後の期の業績が悪化する局面においては、売上減は私募債発行により行った設備投資の効果が実現化していないことが可能性として、また純利益減については私募債発行時の金利以外の手数料等がコストとして負担となっている可能性があるかと推察する。ただし、この分析では私募債発行期および発行後に一時的に業績が悪化する傾向があると指摘できるに留まる。

第8節 限定的な中小企業の社債利用

本章では長野県諏訪地方の私募債発行企業を対象として、中小企業の私募債の実態、私募債を発行している中小企業の実態、中小企業の業績と私募債発行との関連性を検証した。その結果、平均的な中小企業と比較すると、私募債発行企業は主要な財務指標の数値が相対的に大きい企業であることが確認できた。そして、本論の目的に対しては「平均的な中小企業よりも規模が大きく業績も良い企業が私募債を利用する傾向にある」と結論付けた。今回分析の対象とした私募債は特定社債制度に基づいた私募債のため適債基準が設定されているが、今回の検証では適債基準よりも数値が大きく超えた企業が私募債を発行していることが明らかとなり、たとえ適債基準を超えているとしても、中小企業の私募債による資金調達は依然として一部の企業に限定的なものであることが実証できた。このことにより中小企業財務における社債利用は依然として規模の大きな企業における手法という位置づけであると理解できよう。

さらに、私募債発行前に業績が良かった企業が、私募債を発行した後も売上および純利益が増加している企業が多い傾向にあるとは言えず、むしろ一時的にはあるが、売上および純利益が減少する企業が増加傾向にあることを今回新たに指摘できた¹⁵。特に純利益

が減少しているケースが多かった要因として、以前から議論されている社債発行時の高コスト負担の影響（手数料・保証料等）や過剰投資等が考えられるが、今回の分析では検証できていない。社債発行時の金利以外のコストについては第 8 章にて議論をする。また、本章では私募債発行を機に業績が悪化する傾向を指摘できたが、私募債発行と業績悪化に関する因果関係は検証されていない。

上記のことを踏まえると本章には次の 3 点の問題点および今後の研究課題があると考えられる。まず、本章では中小企業の業績と私募債発行の関連性を分析したが、中小企業の財務データに関して把握できる項目が少なく不十分な点が課題である。今回、詳細なデータを入手できた企業は 5 社あったが、それでも十分なデータとは言えない。今後はより精度が高く詳細な財務データを入手する方法を検討する必要がある。

次に、私募債発行企業の財務データと私募債発行時期の業績を分析した際のサンプル数が少なく、また収集した期間も短い点が課題であり、業績の動向を把握するには不十分である。今後は長野県・諏訪地方のみではなく全国レベルで私募債発行・非発行双方の中小企業の業績を長期間で入手し、私募債発行と非発行中小企業との業績比較や業績と私募債発行の関連性を詳細に分析する必要がある。

最後に、私募債発行と中小企業の業績について発行前には業績が良かった企業が発行後に悪化する傾向にあると指摘したが、その要因の一つとして私募債発行時のコストが高いことがあると推察した。この点を実証するためには表面金利以外のコストを把握する必要がある。それには中小企業が私募債発行を選択する理由等を把握するためにも実際に中小企業にヒアリングを行う必要がある。

付表 7-1 全国・中部製造業および諏訪地方私募債発行企業の財務データ

	決算月	中部		全国
		製造業		製造業
		H15 年平均	H16 年平均	H16 年平均
貸借対照表	流動資産	859,606	702,140	694,872
	固定資産	855,030	674,559	615,970
	繰延資産	3,111	2,478	2,629
	合計	1,717,747	1,379,177	1,313,471
	流動負債	672,357	534,143	507,951
	固定負債	573,488	428,115	435,620
	資本	471,902	416,919	369,900
	(資本金)	52,039	40,800	429,79
	合計	1,717,747	1,379,177	1,313,471
損益計算書	売上高	1,798,002	1,472,907	1,406,463
	売上原価	1,467,278	1,184,654	1,111,634
	売上総利益	330,724	288,253	294,829
	販売費管理費	278,752	234,675	244,700
	営業利益	51,972	53,578	50,129
	営業外収益	23,770	19,185	17,918
	営業外費用	25,822	20,068	21,488
	経常利益	49,920	52,695	46,559
	特別利益	11,410	10,670	11,862
	特別損失	22,447	18,605	20,713
	税引き前利益	38,883	44,760	37,708
	法人税等	19,548	18,256	16,291
	当期利益	19,335	26,504	21,417

注) 中部・製造業のデータは中小企業庁編『中小企業の財務指標平成17年発行』のデータを使用

		私募債発行企業					(千円)
		A	B	C	D	E	
	決算月	H16年4月	H16年9月	H16年8月	H16年12月	H16年3月	
貸借対照表	流動資産	776,455	1,273,456	934,288	6,847,757	4,065,835	
	固定資産	572,826	1,646,125	1,725,065	3,600,428	5,087,075	
	繰延資産	1,000	40	798	944	0	
	合計	1,350,281	2,919,621	2,660,151	10,449,129	9,152,910	
	流動負債	300,849	851,358	954,318	3,161,144	1,944,129	
	固定負債	525,994	1,169,087	974,874	4,456,161	2,846,027	
	資本	523,438	899,176	730,958	2,831,824	4,362,754	
	(資本金)	30,000	225,000	19,000	121,680	90,000	
	合計	1,350,281	2,919,621	2,660,150	10,449,129	9,152,910	
損益計算書	売上高	1,287,710	3,420,390	2,115,370	10,072,805	10,089,239	
	売上原価	982,733	2,560,845	1,489,942	9,435,560	7,672,898	
	売上総利益	304,977	859,545	625,428		2,416,341	
	販売費管理費	111,035	696,888	587,409		619,100	
	営業利益	193,942	162,657	38,019	637,245	1,797,240	
	営業外収益	2,463	317,325	56,714	213,894	121,076	
	営業外費用	14,716	53,890	51,859	200,246	550,538	
	経常利益	181,689	426,092	42,874	650,893	1,367,778	
	特別利益	24,361	1,479	7,738	108,142	62,970	
	特別損失	455	9,786	9,043	210,632	183,787	
	税引き前利益	205,595	417,785	41,569	548,403	1,246,961	
	法人税等	75,157	162,577	26,376	393,749	524,977	
	当期利益	130,438	255,208	15,193	154,654	721,983	

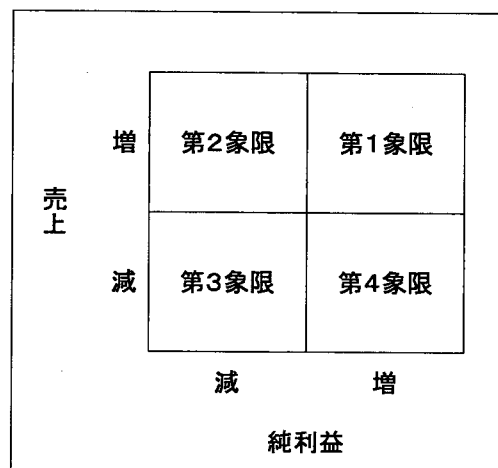
(出所) 私募債発行企業については表 7-6 と同じ

-
- 1 中小企業研究分野において諏訪地方が対象となっているケースも多い。例えば、関・辻田(2001)や西口(2003)を参照されたい。
 - 2 全国信用保証協会連合会への聞取調査による。
 - 3 前述しているように特定社債保証制度の申込用件、すなわち適債基準の改正が2002年と2006年に行われた。2006年改正ではさらに緩和され、最低発行額も5,000万円から3,000万円に引き下げられ、定時償還(分割償還)も認められるようになった。適債基準項目は純資産額、自己資本比率、純資産倍率、使用総資本事業利益率、インタレスト・カバレッジ・レーシオがある。詳細については6章を参照されたい。
 - 4 本章では連合会発表銘柄数の約95.37%を分析対象とすることになる。
 - 5 この動きを日本銀行発表の金融機関の長期貸出約定平均金利の動向と比較すると異なった動きをしている。長期貸出約定平均金利ではどの金融機関の業態でも2000年度から2005年にかけては低下傾向にある。長期貸出約定平均金利は中小企業向け貸出の金利ではない点を考慮する必要あるが、中小企業が私募債を発行する際に参考とする長期貸出金利と私募債の金利は異なった動きをしているのである。
 - 6 中小企業基本法適用外の企業、有限会社、協同組合を除外した。
 - 7 設立経過年数は設立年から2006年までで算出した。なお、各項目で総数の値が異なっているのは、企業によっては把握できない項目があるためである。
 - 8 売上高および純利益について、企業によって公表されていない年度もあるためサンプル数が異なる。
 - 9 入手できた財務指標は2004年に決算を迎えたものの貸借対照表および損益計算書の主要な項目である。よってここでは2004年の数値を使用する。なお、当該データを入手するにあたり、企業へのインタビュー、帝国データバンク「TDB企業サーチ」および日経テレコン21「企業検索」を使用した。
 - 10 このデータは平成16年中に決算を迎えたものを集計した。
 - 11 中部ブロックとは新潟県、富山県、石川県、福井県、山梨県、長野県、岐阜県、静岡県、愛知県である(2006年12月15日中小企業庁調査室に電話にて確認)。各指標の算出方法は同制度で用いられている算出方法を使用している。

12 各象限の名称と位置づけの詳細は下記のとおりである。

付表 7-2 各象限の名称と位置付け

象限名称	売上高	純利益
1	増	増
2	増	減
3	減	減
4	減	増



13 今後は(t+2)–(t+1)期におけるサンプル数を増やして検証する必要がある。

14 抽出した 30 サンプルのうち 13 は、前期に比べ売上及び純利益が両方とも悪化しているもの（第 3 象限に属するもの）である。

15 今回の検証では社債発行後に企業の業績が悪化した傾向にあった。しかし、山本（2002 p.122）が指摘しているように、多角化戦略を採用した場合、「多角化戦略が、実際には、開始直後に企業の収益性を低下させかつ収益性を不安定にし、その後、継続的な多角化投資により多角化設備が蓄積された後になってはじめて、企業に安定した高収益性をもたらす」といった事例があり、社債による設備投資もその効果が上がるまでにはタイムラグが生じている可能性がある。ただ、今回ヒアリングを行った中小企業は多角化戦略ではなく、既存の事業における設備投資および運転資金の調達である。このようなことを考慮して継

続的な検証が必要となろう。

第8章 中小企業財務における社債の問題点

第1節 本章の目的

ここまで中小企業が利用している社債について私募債を中心に検証してきた。これまで明らかになったことは、中小企業の社債財務の現状は金融機関の影響を受けているということ、社債財務を利用できているのは中小企業の中でも比較的規模が大きく業績の良い企業であり、限定的な手法であるということである。「財務の機能」の側面によれば、中小企業が社債を利用することで、社債が有する機能によって返済が繰り延べられるという「流動性」は享受できている。しかし、金融機関の影響がある限り、資金調達が多様化から見た場合、「利用可能性」に関しては向上はしていない。さらにこれまでの金融機関との取引関係を前提にしているということは、既存の金融機関からの資金調達と変わりがなく、これまで内在していた中小企業財務の問題点の改善にはなっていないのである。つまり、金融機関と中小企業とのホールドアップ問題が継続しているということが明らかとなった。

そこで、本章では中小企業が発行した私募債において、金利以外のコスト（手数料など）にはどのようなものがあるのか、また中小企業がそれをどの程度負担しているのかを把握することを目的とし、「財務の機能」のうち残る1つの「収益性」について検証する。一般的な私募債は発行の際に様々な手数料を社債引受会社などに支払う必要がある。この手数料は社債により異なっており、担保を附すもの、保証を付けるもの、無担保無保証なものなど、社債の保証形態によっても異なっている。そのような手数料などを負担するために、一般的な借入よりも社債はコストが高いと言われている。しかし、中小企業が私募債発行時に実際にどの程度の手数料などを負担しているかを検証している研究は少ない。そこで、本章ではこれら事項を明らかにするために、私募債を発行した中小企業にヒアリングを実施し、その実態を把握することを試みた。

第2節 私募債の手数料に関する先行研究と本章の位置づけ

ここでは私募債の手数料についての先行研究および中小企業の私募債に関する先行研究についてレビューを行う。前述しているように中小企業の私募債に関する先行研究は少ない。それら先行研究で手数料にまで言及している研究はさらに数が少なくなる。このよう

な現状の中で、本章では中小企業の私募債の手数料の実態を把握する点に意義があるもの
と考える。

私募債の手数料に触れられている先行研究には、浅岡・野崎(1992)、浅岡・野崎・柳(1995)、
野田(1999)、松尾(1999)、野田(2002)、柴田(2003)、経済産業省(2004)、徳島(2004)などが
ある。そこで、これらを一般的な私募債の手数料に関する先行研究と中小企業の私募債に
関する先行研究とに分類し、それぞれレビューを行う。

(1)一般的な社債に関する手数料の先行研究

初めに一般的な社債の手数料に関する先行研究をレビューする。ここでいう一般的な社
債とは中小企業の社債ではなく上場しているような企業が発行している社債のことである。
これら先行研究は社債の手数料の具体的な数値には触れずにコストの高さを述べているもの
と、社債の手数料に関して具体的な手数料の数値に触れられているものとに分けられる。

まず具体的な手数料の数値に触れずに私募債の金利やコストが高いと指摘している先行
研究としては、例えば野田(1999)や柴田(2003)がある。野田(1999)ではアンケート集計
をもとに社債の「費用の低さなどをメリットと考える企業は少なく、実際には借入がコス
ト面で割安なケースが多いと推察する」と述べているにとどまっている。金利や諸費用を
見ると一般借入の方が安いと指摘しているものの、金利や手数料などのコストを含めた具
体的な数値には触れていない。また、柴田(2003)は、金融機関の視点から「取引先の確保」
という社債のメリットを述べているが、こちらもアンケート集計をもとにして、「金利が安
ければ利用する」とい企業の回答がある一方で、金利負担増となっても中小企業の一部に
は社債を利用するという結果を紹介している。金融機関側の私募債への認識が「取引先の
確保」であることを指摘している点は参考になるが、しかし、その金利がどのくらいなの
か、また手数料などを含んだものなのかなど具体的な金利や手数料に関する記載はない。

次に一般的な社債で手数料について触れている先行研究としては浅岡・野崎(1992)お
よび浅岡・野崎・柳(1995)、松尾(1999)、徳島(2004)がある。まず、浅岡・野崎(1992)
および浅岡・野崎・柳(1995)であるが、これらは私募債に焦点をあてた研究となってい
る点が特徴である。当初費用として投書信託報酬が、「発行金額×0.3%×1.03」、引受手数
料が「発行金額×0.3%×1.03」、抵当権設定手数料が「発行金額×0.4%」、当初登録手数料

が「発行金額×0.1%」、期中費用としては、社債利息が「発行金額×クーポン×平均年限」、期中信託報酬が「発行金額×0.25%×1.03×平均年限」、利金支払手数料が「支払利息額×0.6%×1.03」、元金償還手数料が「発行金額掛×0.4%×1.03」とし、4年債、6年債、7年債、10年債それぞれの手数を算出している（表8-1）。浅岡・野崎（1992）および浅岡・野崎・柳（1995）では、当時はまだ有担保の社債が主流であったために抵当権設定費用が必要であったことが理解できる。ここで興味深いことは、浅岡・野崎（1992）と浅岡・野崎・柳（1995）の間には3年間という年月の推移があるものの、この2つの研究の手数料の料率に変化は生じていないことである。このことから、当時の手数料がいかに固定的であったかを推察できる。また、本研究は本章で扱う対象と同じように研究の対象を私募債に限定しているが、その社債が有担保であること、また中小企業の発行する社債を対象としない点は注意を要する。当時は有担保が主流であり、また中小企業が社債を発行することがなく、これらは制度的な問題所以であると解釈できる。

松尾（1999）では1993年商法改正前後の社債に関する手数料を詳細に分析している（表8-2）。80年代の担保付社債に付随する手数料と1993年商法改正後の社債管理会社設置債無担保社債および社債管理会社不設置債（FA債）の手数料とを比較している¹。松尾（1999）では1993年商法改正後のFA債（社債管理会社不設置債）の導入が手数料の引き下げに影響したと指摘している。発行額100億円、償還期限7年、利率7%という社債を例として想定して試算している。80年代前半では担保付社債を例にしており、当初費用として引受手数料が1円80銭、当初受託手数料が30銭、当初登録手数料が10銭、抵当権設定登録税は25銭がそれぞれ額面100円につき課せられ、合計で5億3,370万円の手数料が必要であった。それが1993年の商法改正以後は、社債管理会社設置・無担保債では、当初費用として額面100円につき引受手数料40銭、当初登録手数料9銭が課せられ、さらに定額で発行事務手数料が500万円必要である。期中費用で額面100円につき管理手数料が2銭（2年間）、利金支払手数料20銭、元金支払手数料10銭がかかり、さらに期中事務代行手数料が420万円必要となり、手数料の合計は9,200万円となる。また、社債管理会社不設置・無担保債では、当初費用として額面100円につき引受手数料40銭、発行事務代行手数料が9銭、さらに財務代理人費用が定額で100万円かかる。また期中費用として額面100円につき、利金支払手数料20銭、元金償還手数料20銭がかかり、さらに期中事務代行手数料

420万円、財務代理人手数料700万円が定額で必要となり、手数料の合計は8,600万円となる。このように1993年商法改正前は有担保の社債で5億3,370万円の費用が必要であったものが、改正後に無担保で社債管理会社設置債は9,200万円、社債管理会社不設置債は8,600万円とそれぞれ減少していると指摘している²。しかし、これらの事例は100億円の資金調達モデルを想定しているように規模が大きい社債であり、当時のいわゆる上場企業が社債を発行する際の手数料を知るためには有効な研究となっている。しかし、中小企業のケースを想定しておらず、中小企業の私募債やその手数料に関しては触れられていない。

また、徳島(2004)では社債に関する各手数料について詳細な説明が行われている(表8-3)。その手数料については金融機関(銀行)間では競争が行われておらず、金融機関の寡占状態を問題視しているのが特徴である。また、この社債の手数料収入が銀行にとっての収益となっていると指摘している点は重要と考える。手数料には主に7種あり、各手数料の料率や金額の記述がある³。引受手数料は「年限が長くなるほど、また格付けが低くなるほど水準は高い」⁴とし額面100円につき17.5銭~1円、当初登録手数料は額面100円につき9~10銭、元金取扱手数料が額面100円につき20銭、利金取扱手数料(償還手数料)が額面100円につき10銭かかり、また社債管理会社設置債には発行事務手数料が定額で500万円、期中事務代行手数料が額面100円につき1~2銭、社債管理会社不設置債には当初財務代理手数料が発行事務手数料と同程度(500万円)、期中財務代理手数料が定額で100万円、が設定されており、これらの手数料を社債発行企業が負担することになる。徳島(2004)の中では手数料について詳細な説明がなされているも、上場企業を対象とした研究になっている。たとえば、引受手数料の項目では東京海上や東京電力の引受手数料のデータとなっている。このように徳島(2004)も中小企業に関する社債私募債の手数料については触れられていない⁵。

このように浅岡・野崎(1992)および浅岡・野崎・柳(1995)、松尾(1999)、徳島(2004)は社債の手数料に関して具体的な数値を例示しているが、一般的な私募債に関する手数料の記述であるといえる。つまり、研究対象を中小企業とはしてはいない研究であり、また、抵当権設定手数料に見られるように有担保原則が主流であった担保付社債に関する研究である。すなわちこれらの研究で取り上げられている手数料に関するデータはそのような中

小企業の発行した社債ではなく、比較的規模の大きな企業が発行した額の大きな社債の手数料であると指摘できる。本研究ではあくまでも中小企業の発行した社債を研究対象としているため、上記の研究は一般的な社債の手数料という位置づけとする。

表 8-1 浅岡・野崎 (1992) および浅岡・野崎・柳 (1995) による手数料および手数料率

	手数料	算定式
当初費用	当初信託報酬	発行金額×0.3%×1.03
	引受手数料	発行金額×0.3%×1.03
	抵当権設定手数料	発行金額×0.4%
	当初登録手数料	発行金額×0.1%
期中費用	社債利息	発行金額×クーポン×平均年限
	期中信託報酬	発行金額×0.25%×1.03×平均年限
	利金支払手数料	支払利息額×0.6%×1.03
	元金償還手数料	発行金額×0.4%×1.03

(出所) 浅岡・野崎(1992) p. 70、浅岡・野崎・柳(1995)p. 73 をもとに作成

表 8-2 松尾(1999)による手数料および手数料率

	80年代前半(担保付き)	93年商法改正後 社債管理会社設置債・無担保	93年商法改正後 社債管理会社不設置債・無担保
	手数料(100円につき)	手数料(100円につき)	手数料(100円につき)
当初費用	引受手数料 1円80銭	引受手数料 40銭	引受手数料 40銭
	当初受託手数料 30銭	発行事務代行手数料 500万円(定額)	財務代理人費用 100万円(定額)
	当初登録手数料 10銭	当初登録手数料 9銭	発行事務代行手数料 9銭
	抵当権設定登録税 25銭		
期中費用	利金支払手数料 1円30銭	管理手数料 2銭(2年間)	期中事務代行手数料 420万円(定額)
	元金償還手数料 50銭	期中事務代行手数料 420万円(定額)	利金支払手数料 20銭
	信託手数料 10銭	利金支払手数料 20銭	元金償還手数料 20銭
		元金支払手数料 10銭	財務代理人手数料 700万円(定額)

(出所) 松尾(1999)pp.44-45を加筆修正し作成

表 8-3 徳島(2004)による手数料および手数料率

当初登録手数料		9~10 銭
社債管理会社設置	発行事務手数料	500 万円 (定額)
	期中事務代行手数料	1~2 銭
社債管理会社不設置	当初財務代理手数料	発行事務手数料と同程度
	期中財務代理手数料	100 万円(定額)
利金取扱い手数料*		20 銭(1996 年 1 月)
元金取扱い手数料*		10 銭 (1996 年 1 月)

(注) この数値は代表的な数値で 1994 年 6 月以降は個別に決定されている。

(出所) 徳島(2004) pp. 203-212 をもとに作成

(2) 中小企業の社債に関する手数料の先行研究

ここでは中小企業が発行した社債の手数料に関して具体的な数値に触れている先行研究をレビューする。中小企業の社債に関する手数料に関する具体的な数値に触れている先行研究には野田(2002)と経済産業省(2004)がある。

まず野田(2002)を見ていこう(表 8-4)。野田(2002)では中堅・中小企業を対象とした研究としている。手数料に関しては、社債発行時には引受手数料が「発行額×0.25%」、信託報酬(当初)が「発行額×0.25%」、当初登録手数料が「発行額×0.10%」、期中には信託報酬が「発行額×0.20%」、利金支払手数料が「支払利息×0.30%」、償還時に元金支払手数料として「発行額×0.20%」を必要としている。野田(2002)では前述の浅岡・野崎・柳(1995)を一部参考にして手数料を記述している。野田(2002)と浅岡・野崎・柳(1995)の手数料を比較してみると、2002年にはすでに無担保社債が主流となっているために抵当権設定手数料の項目は除外され、また各手数料の料率は異なっている。しかし、野田(2000)では、中小企業、中堅企業を対象としている研究であるにも関わらず、手数料に関する部分では上場企業、大企業、中小企業、中堅企業などの区分を明確にせずに記述されており、上記の手数料が中小企業の手数料なのかどうかは明確ではない。また、2002年ごろに中小

企業が信託報酬を払うような規模の私募債を発行していたのかどうか、既に主流である社債はF A債であるにも関わらず、財務代理人手数料等の項目がないなど、この研究では疑問が残る点が多い。

表 8-4 野田 (2002) による手数料および手数料率

	手数料	支払先	手数料
発行時	引受手数料	引受 (買受) 人	発行額 × 0.25%
	信託報酬 (当初)	受託銀行	発行額 × 0.25%
	当初登録手数料	登録機関	発行額 × 0.10%
期中	信託報酬 (期中)	受託銀行	発行額 × 0.20%
	利金支払手数料	利金支払場所	支払利息 × 0.30%
償還時	元金支払手数料	元金支払場所	発行額 × 0.20%

(出所) 野田 (2002) p.14

次に経済産業省 (2004) を見ていくことにしよう (表 8-5) ⁶。この資料によると当初費用には財務代理手数料、当初登録手数料、引受手数料、銀行および信用保証協会の保証料、期中手数料には利金支払手数料、元金償還手数料が必要となっている。各手数料の料率は、財務代理手数料は「発行額 × 料率 × 年数」で 3 年で 0.35%、5 年で 0.31%、当初登録手数料は「発行額 × 料率」で 0.10%、引受手数料は「発行額 × 料率」で 0.20%、保証料は「発行額 × 料率 × 年数」で 0.85%、利金支払手数料は「支払利息金額 × 料率」で 0.20%、元金償還手数料は「償還金額 × 料率」で 0.10%となっている。経済産業省 (2004) では野田 (2002) と異なり財務代理手数料などが記述されており、最近の社債の手数料の実態に近いものと推察する。また、「銀行および信用保証協会の保証料」の記述もあり、本章で検証する社債と同じく特定社債保証制度に基づいて発行された社債であり、中小企業が発行する社債の手数料であると判断可能である。しかし、1996 年以降このような社債の手数料は自由化されており、社債ごとに手数料は異なっているはずである。経済産業省 (2004) では実際に発行した社債によってどの程度異なっているのか、この資料では明確になってはいない。

そこで、この経済産業省（2004）で挙げられている手数料の項目を基準にして、中小企業が発行した社債ごとにどの程度手数料に差異が生じているのか、社債の手数をヒアリングに基づいて検証していくことにする。

表 8-5 経済産業省（2004）による手数料および手数料率

	手数料など	手数料の算出方法	料率例
当初費用	財務代理手数料*	発行額 × 料率 (%) × 年数	3年 0.35% 5年 0.31%
	当初登録手数料	発行額 × 料率 (%)	0.10%
	引受手数料*	発行額 × 料率 (%)	0.20%
	保証料(銀行・信用保証協会)	発行額 × 料率 (%) × 年数	0.85%
期中手数料	利金支払手数料*	支払い利息金額 × 料率 (%)	0.20%
	元金償還手数料*	償還金額 × 料率 (%)	0.10%

原出所注：以上で示した料率はあくまで一例であり、実際は各銀行によって異なる。以上の例の保証料率(0.85%)は、信用保証協会保証付私募債の無担保の場合である

(出所) 経済産業省（2004）p. 17 をもとに筆者が加筆修正し作成

第3節 社債を発行した中小企業へのヒアリングによる手数料の実態

これまでの先行研究のレビューに基づき本章では、社債発行時に中小企業がどの程度のコストを負担しているか、現状を把握することにする。そこで、実際に社債を発行したことのある中小企業にヒアリングを行うことにした。ここでは特定社債保証制度に基づいて発行された社債を対象とし、長野県諏訪地方で 2000 年度～2005 年度までに同制度に基づいて私募債を発行した企業を抽出した。抽出した結果、39 社の中小企業を対象とし、ヒアリングの依頼を郵送、28 社から回答があり 16 社についてヒアリング可能との回答を得て、ヒアリングを実施した⁷。

ヒアリングの結果、10 社 16 銘柄について手数料などのデータを入手することができた。表 8-6 は銘柄ごとに発行企業の資本金、引受金融機関、社債発行額、発行日、社債表面金利、

表 8-6 ヒアリングをした企業の手数料一覧①

企業名		A	A	B	B
資本金(万円)		22,500	22,500	8,580	8,580
引受金融機関		政府系	信用組合	地銀	地銀
発行額(千円)		100,000	100,000	200,000	200,000
発行日		2004/2/25	2004/2/25	2000/11/27	2005/12/26
表面金利		1.11%	0.70%	1.55%	1.19%
償還期間		5	5	5	5
財務代理手数料 (発行金額×利率×税)	利率	0.3%+0.25% ×年限=1.55%	(1.5%+0.25% ×年限)=2.75%	0.3%+0.25×年 限=1.55%	0.3%+0.25×年 限=1.55%
	実数	1,627,500	2,887,500	3,255,000	3,255,000
引受手数料 (発行金額×利率×税)	利率	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
	実数	262,500	262,500	525,000	525,000
登録手数料 (発行金額×利率)	利率	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
	実数	100,000	100,000	200,000	200,000
利金支払手数料 (支払利息×利率×年限×税)	利率	0.20%	0.60%	0.20%	0.20%
	実数	11,650	22,050	32,550	24,990
元金支払手数料 (償還金額×利率×税)	利率	0.10%	0.40%	0.10%	0.10%
	実数	105,000	420,000	210,000	210,000
保証料(保証協会) (発行金額×90%×利率×年限) * 日割計算はしていない	利率	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
	実数	3,825,000	3,825,000	7,650,000	7,650,000
保証料(金融機関) (発行金額×10%×利率×年限) * 日割計算はしていない	利率	0.80%	0.85%	0.85%	0.85%
	実数	400,000	425,000	850,000	850,000
利息(年限分)	実数	5,550,000	3,500,000	15,500,000	11,900,000
支払計		11,881,650	11,442,050	28,222,550	24,614,990
発行者利回り(%)		2.38	2.29	2.82	2.46
発行者利回り—表面金利(%)		1.27%	1.59%	1.27%	1.27%

表 8-6 ヒアリングをした企業の手数料一覧②

C	D	D	E	F	G
9,000	4,000	4,000	7,850	12,168	1,000
都銀	第2地銀	政府系	地銀	地銀	地銀
100,000	50,000	50,000	200,000	220,000	100,000
2000/9/29	2001/4/25	2001/4/25	2006/1/25	2002/9/25	2003/12/25
2.13%	1.33%	1.37%	1.24%	0.66%	1.33%
7	7	7	5	5	7
2.05%	2.05%	2.05%	1.55%	1.55%	2.05%
2,152,500	1,076,250	1,076,250	3,255,000	3,580,500	2,152,500
0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
262,500	131,250	131,250	525,000	577,500	262,500
0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
100,000	50,000	50,000	200,000	220,000	100,000
0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
31,311	9,776	10,070	26,040	15,246	19,551
0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
105,000	52,500	52,500	210,000	231,000	105,000
0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
5,355,000	2,677,500	2,677,500	7,650,000	8,415,000	5,355,000
1.05%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
735,000	297,500	297,500	850,000	935,000	595,000
14,910,000	4,655,000	4,795,000	12,400,000	7,260,000	9,310,000
23,651,311	8,949,776	9,090,070	25,116,040	21,234,246	17,899,551
3.38	2.56	2.60	2.51	1.93	2.56
1.25%	1.23%	1.23%	1.27%	1.27%	1.23%

表 8-6 ヒアリングをした企業の手数料一覧③

G	H	I	I	J	J
1,000	1,500	4,400	4,400	1,900	1,900
信用金庫	政府系	地銀	地銀	地銀	地銀
50,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
2003/12/25	2005/2/25	2003/7/25	2005/10/25	2006/2/27	2006/2/27
1.10%	0.66%	0.63%	0.98%	1.14%	1.34%
5	3	4	4	4	5
1.55%	1.05%	0.3%+0.25×年 限=1.30%	0.3%+0.25×年 限=1.30%	NA	NA
813,750	1,102,500	1,365,000	1,365,000	NA	NA
0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	NA	NA
131,250	262,500	262,500	262,500	NA	NA
0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	NA	NA
50,000	100,000	100,000	100,000	NA	NA
0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
5,775	4,158	5,292	8,232	9,576	14,070
0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
52,500	105,000	105,000	105,000	105,000	105,000
0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	NA	NA
1,912,500	2,295,000	3,060,000	3,060,000	NA	NA
0.85%	0.85%	0.85%	0.85%	NA	NA
212,500	255,000	340,000	340,000	NA	NA
2,750,000	1,980,000	2,520,000	3,920,000	4,560,000	6,700,000
5,928,275	6,104,158	7,757,792	9,160,732	NA	NA
2.37	2.03	1.94	2.29	2.40	2.57
1.27%	1.37%	1.31%	1.31%	1.26%	1.23%

償還期間を掲載した（なお、資金調達という内部機密に関する情報を含んでいるために企業名は匿名とした）。さらに今回のヒアリングでは中小企業が負担する手数料が「財務代理手数料」、「引受手数料」、「登録手数料」、「利金支払手数料」、「元金支払手数料」、「保証協会保証料」、「金融機関保証料」の7項目であることが判明したため各手数料を記載、次に利息を表面金利から算出、手数料および利息の支払計、手数料負担分を含めた発行者利回り、発行者利回り－表面金利を算出し、それぞれ掲載した。

発行した企業はA社～J社の10社、銘柄はA社2銘柄、B社2銘柄、C社1銘柄、D社2銘柄、E社1銘柄、F社1銘柄、G社2銘柄、H社1銘柄、I社2銘柄、J社2銘柄、合計16銘柄である⁸。発行企業の資本金は1,000万円から2億2,500万円の数値となっている。中小企業が発行した社債を引き受けている金融機関の業態別にみると、都市銀行が1銘柄、地方銀行が9銘柄、第2地方銀行1銘柄、信用金庫が1銘柄、信用組合が1銘柄、政府系金融機関が3銘柄となっている⁹。発行金額は5,000万円から2億2,000万円、発行日は2000年から2006年まで、表面金利は0.63%から1.55%、償還期間は3年から7年となっている。

次にそれぞれの手数料についてみていく。まず、財務代理手数料であるが、財務代理手数料とは社債管理者を設置しない社債管理者不設置債で社債を発行した場合に必要な手数料である。社債管理者不設置で社債を発行する企業は、社債管理者の代わりに民法上の委託契約に基づく財務代理人を設置することになる¹⁰。財務代理人は社債発行や元金・利金の支払を行ったり、利金の支払い時における税金の源泉徴収など、社債発行企業が社債の残存している期間中に行う事務の一部を代行することを担当し、これらの業務に対する手数料となる。財務代理手数料の具体的な料率をみると、実数で得られたものと計算式のものがある。特に注目するのが算式で回答を得られた事例である。計算式は2種類あり、①「 $0.3\% + 0.25\% \times \text{償還年限}$ 」と②「 $1.5\% + 0.25\% \times \text{償還年限}$ 」である。計算式②のほうは5銘柄で、地方銀行と政府系金融機関で採用されている。この計算式②をA社発行・信用組合引受の1銘柄およびJ社が発行した2銘柄を除く13銘柄に当てはめ、償還期間を計算式にあてはめると、回答で得られた実数と全て合致する（表8-7）。つまり、財務代理手数料はこの計算式に基づいて償還年数を代入し計算しているものと推察する。ただし、A社発行、信用組合引受の銘柄に用いられている計算式①も存在しているので完全に統一

されているとは言えない¹¹⁾。しかし、多くの金融機関で計算式②を使用している可能性があるといえる。この計算式②をさらに分解すると、「0.3%」の項が当初財務代理手数料となり、「0.25%×償還年限」の項が期中財務代理手数料といえるであろう。経済産業省(2004)や徳島(2004)では発行企業・銘柄によって異なるといわれているが、発行企業や銘柄ではなく単に償還期間により決定されることが実態である可能性が高く、この計算式②によれば償還期間3年で1.05%、7年で2.05%となる。この計算式により財務代理手数料率を計算し、最終的に財務代理手数料は「社債発行金額×料率×税」で算出される。財務代理手数料であるが経済産業省(2004)と本章では表面的には異なって見える。また、経済産業省(2004)では「発行額×料率×年数」となっているが今回の調査では「発行金額×料率×税」となっており、料率を算出する際に先に年限を含めるかどうかの違いとなっている。つまり経済産業省(2004)の料率の算出方法は本章とは異なり年限を後で加味して算出する方法となっておる。ただし、経済産業省(2004)では触れられていない計算方法が他にもあり、また経済産業省(2004)では税が含まれてないが、本章では税金が必要となることもわかった。

表 8-7 ヒアリングにより得られた財務代理手数料の算出式

償還期間(年)	計算式	手数料率(%)
3	0.3+0.25%×3年	1.05
4	0.3+0.25%×4年	1.3
5	0.3+0.25%×5年	1.55
6	0.3+0.25%×6年	1.8
7	0.3+0.25%×7年	2.05

次に引受手数料は、「債券の新規発行時に発行体が引受会社に対して支払うフィー」とし、その性格を「引受とその後の募集(投資家に対するディストリビューション)に必要なドキュメンテーション等の事務経費」、「発行体が引受機関に対して募集に伴うリスクに対して支払う報酬、すなわち、引受全額を売り切れなかった場合のリスクを担保するもの」、「自己ポジションで抱え募集期間終了後に時価で販売することに対する対価」とした¹²⁾。

引受手数料も「年限や格付けによってさまざまな水準となっているのが実態」¹³とされているが、今回行ったヒアリングでは 14 銘柄すべてが 0.25%と同率になっている。この結果からは企業ごとに引受手数料が異なっているとは言えず、同水準で設定されているということがわかった。引受手数料は「発行金額×引受手数料率×税金」で算出される。

登録手数料は、社債等登録法により定められた社債発行企業が登録機関に社債を登録する際に支払う費用である¹⁴。企業が社債を発行する際に、社債券を発行せずに、登録機関に社債の銘柄名・額面・記番号等を登録しなくてはならない。これを登録債といい、これらの手続きの際に発生する手数料のことである¹⁵。今回のヒアリングによると登録手数料に関してはすべての銘柄で 0.10%と同水準であった。登録手数料は「発行金額×登録手数料率」で算出され、この手数料には消費税が加算されない。

元金支払手数料および利金支払手数料は社債権者に社債の利息を支払う時や社債元本を償還する際に社債発行会社はその振り込みの際に金融機関へ代理事務の費用として支払う手数料のことである¹⁶。利金支払手数料は毎年必要となり、元金支払手数料は償還時に必要となる。A社発行、信用組合引受の銘柄は利金支払手数料が 0.60%、元金支払手数料が 0.40%となっているが、そのほかの 15 銘柄については、利金支払手数料が 0.20%、元金支払手数料が 0.10%と同水準となっている。利金支払手数料は「支払利息×料率×税」、元金支払手数料は「償還金額×料率×税」として算出する。なお、利金支払手数料は表では償還時までまとめて算出したが、実際には社債利息を社債権者に払うごとに算出する。

さらに信用保証協会への保証料と金融機関への保証料が必要となる。これは信用保証協会が社債発行金額の 90%までを保全し、残りの 10%を引受金融機関が保全するために、それぞれの保全分の社債額に対して保証料が発生する。信用保証協会の保証料は 2005 年 12 月までは 0.85%に統一されていたのですべて同水準になっている¹⁷。金融機関への保証料は A社発行、政府系金融機関引受の銘柄が 0.80%、C社発行、都市銀行引受の銘柄 1.05%となっており、それ以外（J社除く）の 12 銘柄は 0.85%と信用保証協会の料率と同水準になっている。保証料は「保証金額×保証期間×保証料率」で算出される¹⁸。2006 年度以降は金融機関の信用保証料は金融機関によって差異が生じる可能性が存在するが、本章では明確にはできない。

このように 7 つの手数料の実態を見てきたが、ほとんどの銘柄において引き受けた金融

機関に関わらず、同じ算出方法もしくは同水準で料率が設定されているものと理解することができよう。

第4節 手数料率を加味した発行者利回りの現状

上記では各手数料について詳細に見てきたが、次に発行者利回りを算出してみよう。発行者利回りとは、債券を発行した企業が表面金利だけではなくそれ以外の費用等を含んだどの程度のコスト負担をするかを示す数値である。各銘柄の表面金利と上記の手数料率より負担する金額を算出し、金利および手数料を年限と発行額で除して算出した。さらに発行者利回りから表面金利を引いた数値も算出した(表 8-8)。発行者利回りの平均は 2.44%、最高値が 3.38%、最低値が 1.93%、範囲が 1.45%となっている。発行者利回りから表面金利を引いた数値は、平均が 1.29%、最高値が 1.59%、最低値が 1.23%、範囲が 0.36%となっている。この数値を見ると、表面金利の範囲の数値が 1.50%であり、発行者利回りの範囲も 1.45%とほとんど変わらっておらず、表面金利からそのままスライドして手数料分を上乗せしているのではないかと推察できる。

表 8-8 社債の発行者利回りのまとめ

	平均	最高値	最低値	範囲
表面金利	1.15%	2.13%	0.63%	1.50%
発行者利回り	2.44%	3.38%	1.93%	1.45%
発行者利回り—表面金利 (%)	1.29%	1.59%	1.23%	0.36%

このように見えてくると、社債を発行した企業は表面金利に加えて、平均で 1.29%の手数料など金利以外のコストを負担していることが明らかとなる。そして、手数料に関しては償還期間によって差が生じるものの、社債を引き受ける金融機関や銘柄ごとではそれほど変わらずに設定されていると推察できる。先ほども述べたように手数料設定においては金融機関ではほとんど差がなく、同じ基準で設定している可能性がある。中小企業が発行した社債を金融機関が引き受ける際に、手数料における競争があるかどうかは疑問であり、むしろ寡占状態となっており手数料率において競争はないと考える。

第5節 一般的な借入と手数料込みの社債の発行者利回りとの比較

上記では発行者利回りを算出することで、社債の表面金利に加えて手数料等をどの程度負担しているかを把握してきた。そこで、一般的な借入金利との比較を行いたい。ただし、中小企業の借入金利のデータが現状では収集困難であるため、中小企業白書（2007）の国内銀行の長期貸出約定平均金利のデータを元にして比較することにした（表 8-9）。私募債表面金平均金利は特定社債保証制度に基づき発行された社債のデータである。

表 8-9 貸出約定平均金利と私募債平均表面金利の比較

単位 (%)

	貸出約定平均金利 (民間・長期)	私募債 平均表面金利	差
2000 年度	2.35	1.54	0.81
2001 年度	2.16	0.92	1.24
2002 年度	2.26	0.76	1.50
2003 年度	2.28	0.95	1.33
2004 年度	2.20	1.04	1.16
2005 年度	2.05	1.20	0.85
2006 年度	2.15	1.65	0.50

(出所) 貸出約定平均金利(長期)は中小企業白書(2007)の数値をもとにして筆者が算出した。私募債表面金利は日本証券業協会『私募社債便覧』のデータをもとに筆者が算出した。

このデータによると、貸出約定平均金利よりも私募債平均表面金利は低い数値となっており、2002年度においてはその差が1.50%となっている。しかし、2002年度を頂点としてそれ以降は貸出約定平均金利と私募債平均表面金利との差が小さくなっており、2006年度になると0.50%となっている。上記でみたように、社債を発行する場合、表面金利に加えて平均で1.29%上乗せしてコストが必要となっている。たとえば、2000年度の私募債平

均表面金利に単純に 1.29%を加えると 2.83%となり、一般的な貸出金利よりも高くなるのである。よって 2002 年度および 2003 年度以外は貸出約定平均金利を超えた調達コストが社債を発行する際には必要となってくるのである¹⁹。

さらに重要な点は第 7 章で検証したように社債を発行できる企業は、中小企業の中でも財務内容が優良な企業である。これを考慮すると、そのような企業は表で示した約定平均金利よりも低利で借入をしている可能性が濃厚である。たとえば私募債を発行できるような企業は 2006 年度で考えるならば、2.15%という平均値よりも低い金利で借り入れできると仮定ができ、そうなるに貸出約定平均金利と私募債平均表面金利との差が一段と縮まり、社債を発行した場合のほうが調達コストが高くなるということが推察できよう。

このように、社債は一般的にコストがかかるといわれているが、本章においては上記のデータにより中小企業の場合でも社債を発行した資金調達は一般的な借入よりも現状ではコストがかかると指摘できたことになる²⁰。これにより中小企業財務における社債利用は、「財務の機能」の「収益性」においても、現状ではその本来の意義を享受できていないことになる。つまり、現在の中小企業の社債財務においては、社債を利用することによる「流動性」は高まったものの、「利用可能性」、「収益性」という側面から向上はしていないと結論づけられる。また、金融機関と企業の取引を前提としている今の私募債のシステムでは、これまでの金融機関依存型の資金調達構造から自立できていないのである。

第6節 中小企業財務における社債の問題点

これまで検証してきたことを踏まえ、中小企業の社債利用が増加した要因を検討すると、制度の改革、中小企業の動向、金融機関の行動の変化といった 3 点から考察することが可能である。

まず、制度の改革としては、1996 年の適債基準の撤廃、同年、無担保社債発行基準の撤廃、2000 年の特定社債保証制度の創設が私募債の増加の要因となったと考えられる²¹。これまでは、社債を発行するには、適債基準、社債の発行限度額、有担保原則など様々な規制があった。例えば、社債の発行可能な企業が限定されたのは 1949 年の社債市場の再開時まで遡り、重要産業の育成といった政策的意図のもと日銀が審査するような状況もあった²²。そして何度か改正されたが、1996 年までは格付け基準をもとにしてトリプル B 格以上

の社債のみが発行可能であった。また、無担保社債は 1933 年の「社債浄化運動」を契機に有担保原則が貫かれ、1980 年代に無担保社債が発行可能となった当初は、松下電器産業とトヨタ自動車のみであった²³。このように当初は一部の優良企業にのみ社債の発行が実質上許されていたが、1996 年の適債基準、無担保社債の発行基準の撤廃により発行可能な企業が拡大され、さらに 2000 年の特定社債保証制度の創設によりその範囲が中小企業にまで拡大し利用可能となったのである。

多くの中小企業は担保を有していても金融機関からの融資でその担保を使用している、もしくは十分な担保を有していない場合が多い。一連の社債を取り巻く環境の改正により、中小企業でも社債発行可能な状況が整備され、特定社債保証制度がさらにその後押しをした形となった。その結果、先にも見たように国内私募債市場が 2000 年から発行額および残高は上昇しており、中小企業の私募債の利用によることがその増加の要因の 1 つであるといえる。

次に中小企業の動向からみると、金融機関の貸出動向が厳しい中、新たな資金調達手段として私募債に注目したことが考えられる²⁴。既存の銀行からの借入とは別の手段として活用したのである。私募債は、長期固定金利であり、償還期間まで返済を繰延可能であり、安定的に資金を活用できることがポイントである。また利息の支払も一般の貸出の返済とは異なり、半年後となることから財務面で計画的な経営が可能である。こういった返済の繰延や利子の支払が半年後になったことにより「流動性」が高まったといえる。

また株式とは違い社債権者に経営に関与されない点が重要なポイントである。多くの中小企業は、家族的・同族的な経営を行っている企業が多く、外部からの干渉を好まない企業が多い。その点、社債には経営権への関与可能であるという権利がないため中小企業が私募債の発行を行うインセンティブとなる。さらに前述したように無担保で発行が可能という点が、動産を十分に所有していない中小企業にはインセンティブとなり、私募債発行を行った企業が増加したと考えられる。このように私募債が発行可能となったことは、中小企業にとって資金調達が多様化したこととなり評価に値する。しかし、その実態を詳細に分析する必要があり、それについては後ほど検証することにする。

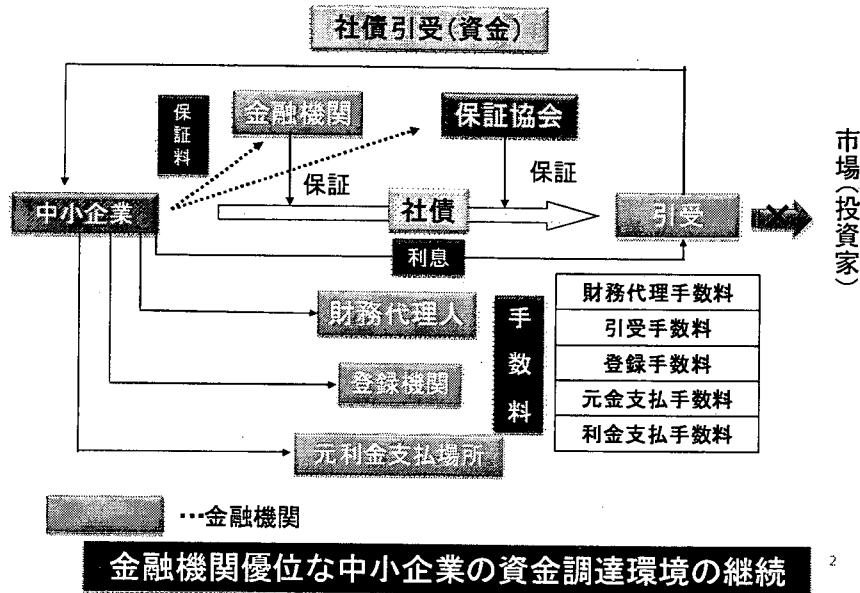
そして、中小企業の私募債が増加した要因を分析する上で重要な点は 3 番目の金融機関の行動であり、金融機関が中小企業私募債の発行に関与するインセンティブを注視する必

要がある。金融機関が私募債に関与するインセンティブは、第一に有力な取引先を確保することがあげられる。日本銀行が行った「主要銀行貸出アンケート 2004 年 4 月」によると、回答金融機関は中小企業向けの貸出および取引を積極化するとしている²⁵。これは優良な取引先を確保しようという金融機関の動向を端的に示しており、私募債の発行の支援を通じて取引の緊密を図り、私募債発行を中小企業に働きかけている可能性がある。

また金融機関の収益性追求の姿勢ということも考えられる。金融機関はB I S規制導入や不良債権処理問題以降、財務体質の改善、特に収益性の向上を迫られている。先ほどだけ検証したように協会保証付き私募債の場合、中小企業が私募債を発行する際には財務代理人、登録機関、元利金支払い場所などを設置しなくてはならず、それを金融機関が担当することになる。よって発行手数料収入といった発行利率以外の保証料や元利金支払い手数料などを金融機関は確保することができ、それによって収益力の向上が図れる。さらに、この制度では、信用保証協会は発行額の 90%を保証し、残りの 10%は引受金融機関が保証し、その際発行企業側から保証料を徴収しているのであり、ここでも手数料収入を得ることが可能なのである。また証券化という手法の発達により私募債を引き受けてもリスクを軽減することが可能となったことも大きい。この制度によって発行される私募債は SPC (特別目的会社 : Special Purpose Company) に譲渡可能であり、つまり証券化可能となる。さらに協会保証付き私募債は信用保証協会の保証がつくため、金融機関の資産を算定する際にその社債を保有していても 10%のリスクアセット (銀行保証の私募債を所有している時は 20%) となり、その結果、資産の上昇を抑制する効果も期待できる。このように、金融機関は私募債に関与することで、取引先の確保、収益力の向上、資産の圧縮といった得られるメリットが大きいものと考えられる。

では、ここで特定社債保証制度のスキームを詳細に検証する。特定社債保証制度は実は金融機関が全てに介在する構造となっていると指摘でき、これを特定社債保証制度に見る“金融機関への利益集中構造”と呼ぶ (図 8-1) この図を見ると分かるように、このスキームにおいて、白抜きしている機能を担当するのは事実上、金融機関なのである。一見、金融機関は投資家への仲介的な役割をしているように見えるが、この投資家、つまり引受を行っているのも金融機関なのである。投資家、財務代理人、登録機関、元利金支払い場所を金融機関が担当しており、中小企業と保証協会以外は金融機関となっている。そして、

図8-1 特定社債保証制度の概観と金融機関の役割



そもそも私募債を引受ける当初から機関投資家等が参加する計画はなく、実質、市場へと開放されていない。

金融機関が私募債を引受けるというこのスキームにおいて、最初の段階でまず金融機関の審査基準で発行の可否が決定されており、その発行条件にも金融機関が何らかの影響を与えていることが予想できる。特定社債保証制度はもちろん、金融機関の起債基準（引受基準）に合致しない企業は発行すら不可能である。またリスクを金融機関が引受け、保持するという投資家が金融機関に限定されるためリスクの移転ができていないという実態であり、ハイリスク・ハイリターン of 私募債は存在しないことになる²⁶。そのような状況下においては、優良取引企業の囲い込みや他行との競争が行われ、それは従来の融資において行われていた金融機関の行動となんら変わらなくなってしまう。つまり、発行の可否が金融機関に委ねられているという現状はこれまでの融資審査と同じであり、金融機関優位な関係であり金融機関依存型そのものであると指摘できる。

この現状をみるならば、実質、貸付と社債という手法が違うだけで金融機関からの資金調達となんら変わらないことになる。これまでどおりの金融機関依存型の資金調達から脱

却できていなく、中小企業の間接金融に依存した資金調達といった性格が残存しているの
である。そしてまた、従前の受託銀行制度における金融機関の既得権益構造が単に名称を
変え、対象を大企業から中小企業の資金調達にその場を移転したともいえる。

さらに、同日に1社の企業が複数の金融機関より同額で私募債を発行しているケースが
ある。このようなことが起きる可能性としては、①1行単独では引受が可能ではないリス
クのある企業が起債している、②金融機関とのいわゆる付き合いでの発行、③企業が意図
的に複数の金融機関との取引を継続するため発行、といったものが考えられるが、このよ
うなケースでは中小企業は金利以外の手数料を複数分負担することとなる²⁷。このように、
私募債を発行しても引受会社が取引金融機関である以上、発行条件等にも金融機関の意向
や影響があると考えられる。

中小企業の私募債をより有効なものにするためには、金融機関への利益集中構造を改善
する必要がある。引受会社が金融機関だけではなく、適格機関投資家等にも広める必要が
ある²⁸。それには、中小企業の情報公開を促進させ、機関投資家等も中小企業の情報にア
クセスが可能な機関を設置する。それによってモニタリングコストやデューデリジェンス
コスト等を減少させ、機関投資家等が資金の供給者となりやすい条件を整えることで、金
融機関への利益集中構造が改善し、中小企業に資金が供給されるシステムとなる。このよ
うなシステムが実現することによって、真の意味での中小企業の調達手段の多様化といえ
るのであり、金融機関依存型の資金調達からの脱却が果たせることになる。

第7節 金融機関依存型の社債財務からの自立の必要性

本論文においては、これまで調査、検証されていなかった中小企業の私募債の現状を、
特定社債保証制度を分析することによって把握することを試みた。その結果、中小企業の
私募債の関しては、大企業に限定されていた私募債の発行が可能となったことによりその
利用性が高まったこと、返済が償還まで繰延になることによって資金の流動性が高まった
こと、などの点が指摘できる。

そして、「私募債という直接金融の資金調達の手法が普及することにより、中小企業は間
接金融依存体制から脱却できた」という仮説の検証としては、私募債という直接金融の資
金調達チャンネルが増加し、一部の上位中小企業にとっては利用可能性および資金の流動性

が増加し有益となったという側面を有している。しかし、その実態は、①私募債という資金調達のチャンネルは増加したが、金額も件数もまだ少なく、実質は金融機関が引受けるといふ金融機関依存型の社債財務（金融機関優位の関係）に他ならないこと、②スキーム上は機関投資家等に譲渡することになっているが、実際は金融機関が私募債を引受け所有し、様々な役割を金融機関が担当し関与するという“金融機関への利益集中構造”であることがわかった。よって、社債利用が増加しているものの、中小企業は依然として金融機関依存の資金調達体制から自立できていないと結論付けた。また、そのような金融機関依存型の体制から自立するためには、金融機関以外から資金が中小企業に流入するシステムを構築する必要があることを指摘した。この点を次章で検討することにする。

1 FA債に関する説明はたとえば三浦(2001)などがある。三浦(2001)によると「1993年改正商法で新設された商法 297 条で、国内の起債では社債管理会社の設置を原則として義務づけている。例外規定として、社債の券面が1億円以上の募集または50人以下を対象とした私募での募集の場合には、必ずしも社債管理会社の設置を必要としない。この例外規定を利用した起債がFA債と呼ばれているものである。FA債は、社債管理会社の代わりに、単に元利払いの事務手続き等を発行体に代行する財務代理人(Fiscal Agent)だけで発行される。国内公募債市場でのFA債の第1号は、1995年10月に発行したソフトバンク債である。社債管理会社制度は、従来の受託会社制度に大幅な改正を加え、1993年商法で新たに導入されたものである」としている(p.69)。なお会社法では社債管理会社ではなく社債管理者となっている。

2 松尾(1999)pp44.-45。

3 手数料の詳細については後述する。

4 徳島(2004)p.205

5 同上、p.203。

6 この資料は経済産業省「創業・起業促進型人材育成システム開発等事業—地域金融人材育成システム開発事業」に用いられているテキストである。この事業は「デフレが継続し従来の融資慣行が成立しなくなりつつある中、新たな金融手法の活用が求められているが、

中堅・中小企業等においては、高度化する金融・財務に関する知識・ノウハウ、それらを担う人材が不足しており、地域金融の機能不全の一因となっている。以上のような認識のもと、平成14年度補正予算事業として、地方の中核企業における財務担当者等向けを念頭に、事業の発展・継続に係る戦略立案や事業計画の策定等を行い、金融機関等に対して的確に交渉できる「中堅・中小企業版 CFO」育成のプログラムを開発した。開発したプログラムを通じて、地域の中堅・中小企業が財務再構築を行うことで、資金調達環境が改善するとともに、地域経済の活性化が期待される。」としている。詳細は経済産業省HP白書・報告書、2004年5月を参照のこと。

⁷ 2006年10月～12月にかけて筆者がヒアリングを実施した。

⁸ なお、J社の2銘柄については個別の手数料のデータは入手できず、利金手数料、元金手数料、利息のみ計算が可能であり、また発行者利回りに関してはヒアリング時に企業がすでに算出していた数値を利用している。

⁹ 金融機関の業態は金融庁の区分 (<http://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyo.html>、2007年8月10日アクセス) にしたがった。なお、この信用組合引き受けの事例は全国で唯一信用組合が引受を行った事例である。

¹⁰ 前掲、徳島(2004)pp.211-212。出所では「社債管理会社」との記述であるが、会社法施行に合わせて「社会管理者」に変更した。

¹¹ A社発行、信用組合引受のこの銘柄は特殊な形式を採用し私募債発行にいたっている。この銘柄は表面上は信用組合が引受を行っているが、さらに都市銀行がアドバイザー的な存在に参加しており、その都市銀行分の手数料も負担しており、結果的に財務代理手数料が他の銘柄に比して高くなっている。

¹² 前掲、徳島(2004) p.202。

¹³ 同上、p.202。

¹⁴ 社債等登録法第十条 「登録機関ハ主務大臣ノ認可ヲ受ケ社債ノ登録、社債登録簿及其ノ附属書類ノ閲覧又ハ社債登録簿ノ謄本若ハ抄本ノ交付ニ付手数料ヲ徴スルコトヲ得」と規定されている。

¹⁵ これらは社債等登録制度に基づいて行われているが、同制度は2008年に廃止され、一

般振替制度に変更され、振替債として扱われることになる。

¹⁶ 前掲、徳島（2004）p.209。

¹⁷ 2006年1月より信用保証協会の信用保証料が9区分され、CRD協会のリスク評価システムにより当該企業のリスクを算出し、その区分の信用保証料率が適用されることになった。区分1は2.20%、区分2は2.00%、区分3は1.80%、区分4は1.60%、区分5は1.35%、区分6は1.10%、区分7は0.90%、区分8は0.70%、区分9は0.50%となっている。

ただし、本研究で取り扱った特定社債保証制度に関しては、さらに各都道府県の信用保証協会ごとに信用保証料が柔軟に設定されている。たとえば、長野県信用保証協会では、特定社債保証制度の料率を0.4%~1.60%と設定し一般的な保証料から最大0.6%割引し、東京信用保証協会は0.50%~北海道信用保証協会では0.40%~1.76%の範囲で設定している。その一方で、愛知県、大阪市、大阪府、神奈川県、滋賀県、山梨県の各信用保証協会は基本的な区分を使用している。2006年1月以降、信用保証協会の保証料率は柔軟に対応するようになったが、特に特定社債保証制度を利用した保証料率は各都道府県の協会ごとにさらに柔軟な対応がされており、今後は保証料率と私募債発行企業数の変化など詳細に検証していく必要があるだろう。

¹⁸ 保証料を算出する際には実際には日割り計算で行われているが、今回は年単位で計算した。

¹⁹ この中小企業白書の貸出約定平均金利はどういった種類の貸出であるかなど詳細は不明であり、これらの数値よりは調達コストは高い可能性もある。しかし、雑多な中小企業の貸出金利の平均であり、優良な中小企業の貸出約定金利はこれらの数値よりも低いものと仮定して差支えがないと考えた。

²⁰ 本来であれば、同一の企業で一般借入と社債による調達コストの比較を行うのが適切であると考えますが、データの制約上本章では行うことができなかった。この点は今後の課題の一つである。

²¹ 現在は、無担保社債の発行が一般的となっている。

²² 後藤(1999)、pp.70-71。

²³ 同上、p.72。

²⁴ 中小企業向け全国の貸出残高は、前出の中小企業総合研究機構によると、全金融機関残高ベースで、2000年12月末230兆4191億円、2001年12月末214兆3495億円、2002年12月末196兆9,606億円となっている。とくに第二地方銀行の対前年の貸出残高減が際立っている。また中小企業向け貸出残高のピークは1995年12月末258兆6,546億円であり、2002年12月末ではマイナス23.9%となっている。

²⁵ 日本銀行「主要銀行貸出動向アンケート2004年4月26日発表」参照 (http://www.boj.or.jp/stat/stat_f.htm 2004年5月4日アクセス)。この中で、大企業、中堅企業、中小企業の中で取引を積極化させるかという貸出運営スタンスに該当する設問で、中小企業を選んだものが最も高いポイントを示している。しかし、その一方で、利鞘の設定をする際に、低位格付企業を対象にして利鞘を確保する動きがある。これは中小企業の中でも資金調達の可能性及び多様性が二極分化していることを表している。

²⁶ 金利を低位に維持することは、確かに企業にとっては優位かもしれないが、投資家の中には金利が高ければ投資意思を有するものもあり、企業・投資家双方の調達・投資機会を喪失してしまっていることになる。金融機関は私募債の利率が低くても、手数料収入でカバーでき、尚且つ保証が付いているので転売しようとするインセンティブは働かないものと考えられる。

²⁷ 例えば、静岡県にあるX社は、2002年3月25日UFJ銀行を財務代理人とし金利0.56%、静岡銀行を財務代理人として金利0.57%、清水銀行を財務代理人として金利0.58%でそれぞれ5,000万円、計1億5,000万円の私募債を発行した。また大分県のB社は大分銀行で1.27%、商工組合中央金庫で1.26%、福岡銀行で1.25%と、各銀行を財務代理人として私募債を5,000万円ずつ計1億5,000万円の私募債を2000年7月19日同日に発行した。この場合、各財務代理人に手数料を支払うこととなり、発行企業の負担が増加することとなる。

²⁸ 大阪府SBE私募債構想の理念はこれに近いものであるが、現状ではこの構想にも金融機関が介入しており、機関投資家には開放されていない。

第4部 社債市場の創設と今後の研究課題

第9章 社債市場創設による中小企業の成長と地域活性化

第1節 本章の目的

本章では中小企業が社債を利用し資金調達をすることで、中小企業自身の成長とその企業が存立する地域の活性化を同時に実現する可能性を有する点について論じる。金融機関を介さない社債による資金調達手法を中小企業に導入することで、①中小企業の資金調達の多様化による「財務の機能」の向上、②地域からのモニタリングによる企業経営の意識改善を促す側面、③地域が企業をチェックする意識や中小企業に地域へ企業利潤を反映させるという意識を根付かせる側面という3つの側面から、疲弊している地方経済(地域)の活性化をも促進するものとする。

ここまで議論してきたように中小企業の資金調達は金融機関からの借入、すなわち間接金融に依存していることが特徴である。金融機関に依存する資金調達構造に依然として変わりはないが、中小企業でも直接金融である社債を資金調達手法として利用する企業が増加している点も事実である。しかし、その社債の多くは金融機関を仲介して資金が供給される形態をとっており、従来からの金融機関依存型の資金調達という性格を有していることは否定できない。

中小企業の社債による資金調達の実態を分析すると、中小企業の社債を引受けているのは金融機関である。中小企業が社債を発行する場合には私募債を選択することが多く、その私募債を金融機関や信用保証協会が保全し、金融機関が引受ける手法が主流となっている(私募については後述する)。このような形で社債を発行する場合には金融機関との取引関係が前提となっており、社債を発行する以前の段階で金融機関による審査が行われ社債発行の可否に金融機関の意思が反映されると推測する。つまり、直接金融というよりも金融機関からの融資という性格が残存している資金調達と指摘できる。

しかし、中小企業が金融機関を介さず投資家から直接資金を調達しているケースがある。たとえば、長野県の協和精工や群馬県の蔵前産業は金融機関を介さずに社債を発行し資金調達を行った。これらのケースでは中小企業の経営者以外に従業員や地域の住民、取引先が社債を購入している点に注目すべきである。金融機関を介さないこと、さらに社債という資金調達手法を中小企業分野に導入することにより、中小企業の資金調達手法の多様化

など「財務の機能」の向上、地域が企業を育成する意識や地域に企業の利潤を反映させるという意識、地域からのモニタリングによる企業経営の意識改革を促す側面を有することになる

そして、中小企業の社債による資金調達をより活発なものとするためには地域限定の中小企業向け“社債市場”を創設し、地域に基盤を置く中小企業の成長を資金調達の面から促進させ、企業利潤を投資家である住民へ還元できるシステムを構築することが必要である。このような中小企業向け“社債市場”創設により地域の活性化を推進できるものと本章では結論付けることにする。

第2節 地方経済における中小企業への制約

中小企業は地方において経済の担い手として重要な役割を担っている。しかし、中小企業が経営基盤をなすその地方経済は疲弊し、大都市と地方との経済格差が拡大している。特に人口の減少はその地方に大きな影響を与える。人口の減少は労働力の減少であり地方経済には痛手となる。ここでは地方経済の疲弊と中小企業の資金調達の現状を検討する。

(1) 地方経済における人口減少と中小企業への影響

2005年通商白書によれば、「我が国経済においては、労働投入よりも、資本や技術進歩等による全要素生産性(TFP：Total Factor Productivity)の増減の方がその経済成長の説明要因としては大きな影響を与えるものであり、労働力の増加よりもむしろ資本蓄積や知的資産の活用等によるTFPの増加によって経済成長がもたらされている」としている。また、「国の経済成長の原動力が何であるかに依存する。例えば、労働集約的な経済であれば少子高齢化・人口減少による労働投入量の減少は、経済成長に大きくマイナスの影響を与え得るし、逆に資本集約的な経済では、労働投入量の減少ではなく資本ストックの形成阻害の影響の方が大きな影響を出すかもしれない」とも指摘している。

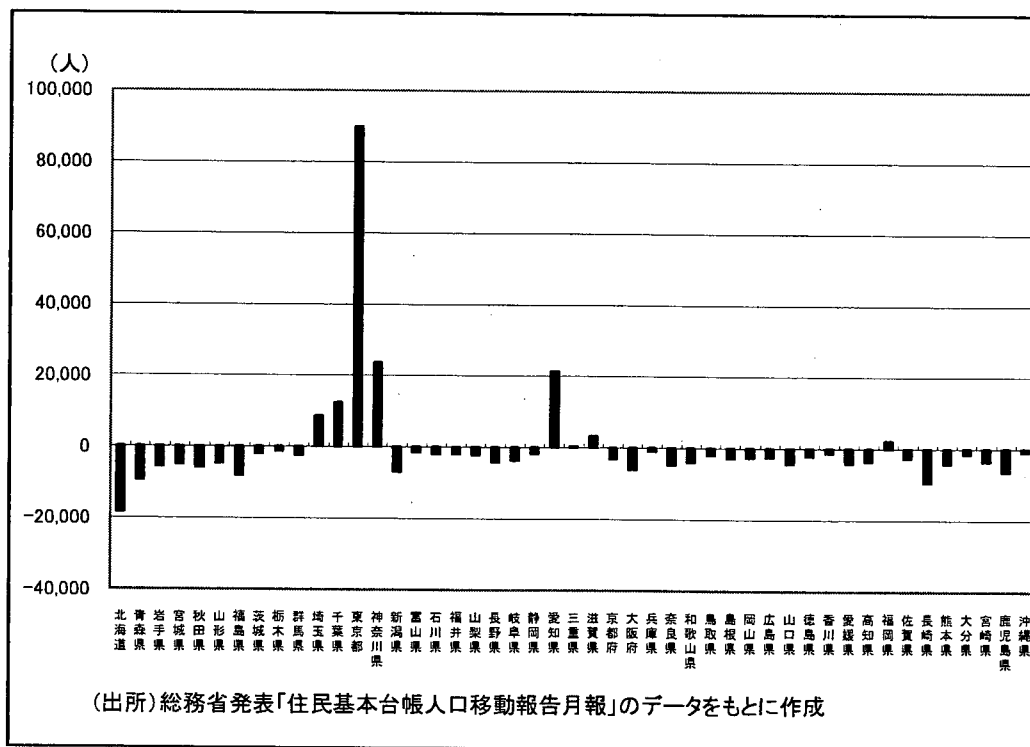
確かに日本全体で考えたときは労働集約的な要素よりも資本やTFPといった要素が重要であろう。では、この「国」を「地方」に置き換えて読んでみよう。地方経済において重要な経済基盤をなすのは中小企業であり、中小企業は労働集約的な性格を有していることが特徴である¹。労働集約的な性格を有する中小企業が影響を受ける要因の一つが“労

働投入量の減少”、すなわち労働人口の減少といえる。つまり、地方経済を論じる場合、中小企業を考慮する必要があり人口の増減も重要な要素となる。

そこで、人口を中心に都道府県の実態をいくつかの統計資料をもとに検証する。まず国勢調査のデータを用いて各都道府県の増減を見てみよう。2000年と2005年の国勢調査のデータをもとに人口の増減を都道府県別にみると、人口が増加している都道府県上位5つは東京、神奈川、愛知、千葉、埼玉となり、一方で減少している都道府県上位5つは北海道、新潟、秋田、青森、長崎となる。

さらに「住民基本台帳移動報告」を用いて、2006年3月～2007年2月までの1年間における都道府県別の人口移動を調査した(図9-1)²。この1年間で都道府県間の移動による人口の増減を多い順に列挙すると、純増した都道府県は東京、神奈川、愛知、千葉、埼玉、滋賀、福岡、三重の8県のみでそれ以外の都道府県は減少した。一方で流出のため人口が減少した残る39都道府県を流出が多い順に列挙すると、北海道、青森、長崎、福島、新潟の順となる³。

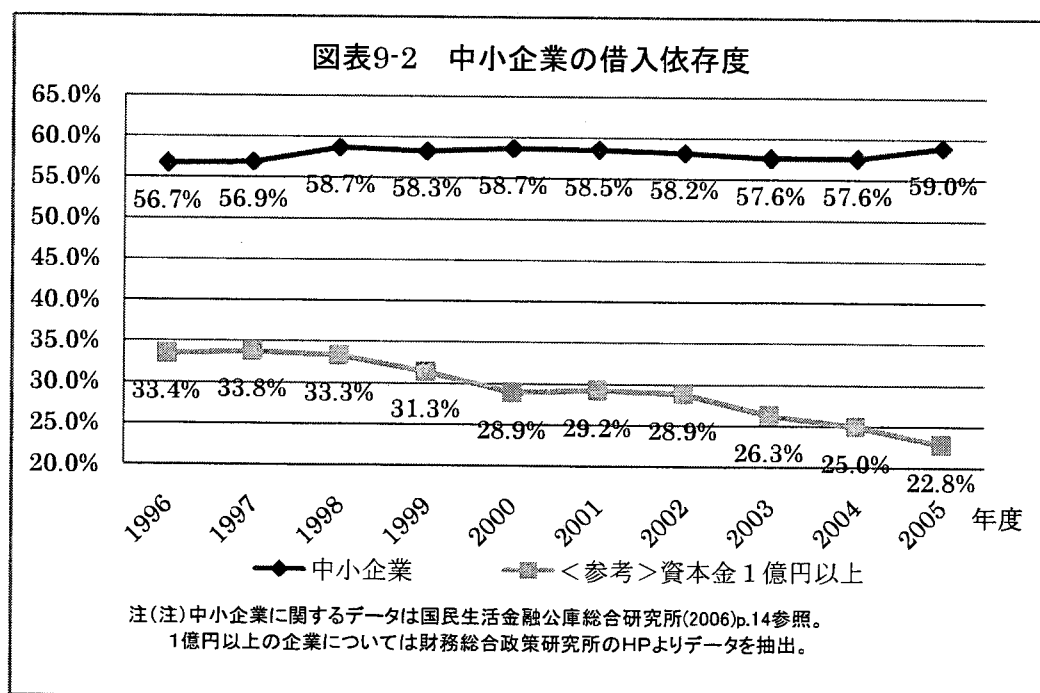
図9-1 都道府県別人口の増減(2006年3月から2007年2月)



人口の減少は地方自治体の財政運営に影響を与えるだけでなく、労働力の減少につながり特に労働集約的な性格を有する中小企業経営には影響を与える。また、人口の減少によって「公共サービスの効率が低下するため生活の利便性が低下し、それによりますます人口が減少すること」になり悪循環となる⁴。もう1つの例として人口の増減と所得の増減との関係を見てみよう。各都道府県の人口の増減と県民所得の増減との相関関係を算出した⁵。すると人口が増加している都道府県では県民所得が増加しているという正の相関関係が見られる。このことから推測するに人口の流出が進んでいる地方（都市圏以外）では逆に経済の疲弊が進行しているものと考えられる。

(2) 中小企業の資金調達への制約

人口・労働力の問題と同様、中小企業の資金調達も重要な問題である。資金調達の制約は地方の中小企業に限定されている問題ではなく日本全体における問題である。中小企業の資金調達において借入依存度が高いことが特徴である。中小企業の借入依存度の推移を見てみると1995年度では57.5%だったものが2005年度では59.0%とこの11年間で最高の数値となっている（図9-2）。また、資本金1億円以上の企業は借入依存度を減少させて



いることも見てとれる。

しかし、その一方で中小企業が資金調達する際に主要な調達先である金融機関の中小企業向け貸出の数值は、2001年度末に貸出残高が233兆3,757億円であったものが2007年2月で185兆74億円となっており、約6年で48兆3,683億円減少した(表9-1)。金融機関の貸出における中小企業向け貸出の割合の推移を見ると、2001年度末に49.73%だったものが2007年2月には45.63%と4.10%減少している。このことから金融機関は貸出総額を減少させているが、その減少率よりも中小企業向けの貸出を減少させている。中小企業が資金調達をする上で主要な調達先である金融機関は中小企業向け貸出を減少させており、このことから中小企業の資金調達における制約は依然として残存していると理解できる。中小企業は外部からの借入金に依存している度合いが大きいにも関わらず、中小企業の資金調達に対する制約は大企業に比して大きいことが中小企業の資金調達における問題点である。

地方経済における労働力の減少問題と日本経済全体に見られる中小企業の資金調達に

表9-1 金融機関の中小企業向け貸出残高

年度末	貸出残高(億円)	金融機関の中小企業向け貸出の割合
2001	2,333,757	49.73%
2002	2,150,826	48.18%
2003	1,966,363	46.29%
2004	1,849,892	45.27%
2005	1,809,768	45.70%
2006	1,835,458	45.72%
2007	1,850,074	45.63%

(出所)日本銀行 HP(<http://www.boj.or.jp/theme/research/stat/dl/zan/loan/index.htm>)「貸出先別貸出金」の数值をもとに算出(2007年6月15日アクセス)

おける制約の問題が生じている中で、中小企業の資金調達の制約を軽減させることと地域を活性化することを同時推進させるものとして、中小企業向け社債市場の創設であると考ええる。

岡田・藤江・塚本（2006）では「地域の活性化を考える際、長期的には、人の定着が必要であり、その定着は経済的基盤なしにありえない」としている⁶。そこで本論では地方における経済的基盤は企業、つまり中小企業であり、中小企業の成長が地方の経済基盤の確立につながるものとする。そして、中小企業の成長を財務面で地域活性化を考える場合には、地域金融機関や政府や地方自治体から補助金、税制面での優遇措置などがあげられる。しかし、本論では中小企業の成長を促進させるものとして社債を利用した資金調達であると考え、中小企業向けの社債市場創設について検討する。中小企業が社債を用いた資金調達を行うことで、企業自身の成長と存立する地域活性化が実現できる可能性について論じる。

第3節 中小企業の社債利用の実態

ここでは中小企業の社債利用の実態を見ていく。1996年以降、中小企業は社債による資金調達が可能となっている。そこで、実際に中小企業が社債をどの程度利用しているかを見てみよう。中小企業の社債発行残高をみると、1995年度では1兆832億87百万円だったものが2005年度では4兆2,581億38百万円と3.93倍に増加している(表9-2)。また、社債比率(社債÷総資産)を見ると、1995年度は0.18%だったものが2005年度には0.79%となり、こちらも上昇した。特に発行額、社債比率ともに2000年度から増加している。大企業と中小企業を比較すると、中小企業の数値は発行残高および社債比率両方とも大企業の数値に及ばないものの、大企業の発行残高および社債比率の数値が減少傾向にある中で、中小企業はその値が増加傾向にある点が特徴である。このように中小企業の社債利用は全体的には高まっているのである⁷。

中小企業の社債利用が特に2000年度から高まった要因は、これまで見てきたように法制度の改正と「特定社債保証制度」という新制度の導入が大きな要因となっている⁸。この制度をもとに中小企業は信用保証協会の保証付きの社債を発行し、その結果、中小企業

の社債発行残高は増加していると考えられる。また、中小企業が利用している社債は私募債によるものが主流である。私募とは金融商品取引法第2条3項に規定されている「有価

表 9-2 大企業と中小企業の社債発行残高と社債比率

年度	社債発行額(百万円)		社債比率(%)	
	大企業	中小企業	大企業	中小企業
1995	55,624,290	1,083,287	7.64	0.18
1996	55,111,590	1,125,439	7.37	0.20
1997	55,529,867	740,650	7.42	0.13
1998	58,569,219	558,568	7.91	0.10
1999	57,725,220	435,214	7.70	0.08
2000	53,638,846	931,517	7.01	0.17
2001	51,292,756	1,144,967	6.82	0.23
2002	49,036,066	1,308,675	6.63	0.26
2003	48,972,021	2,453,285	6.58	0.50
2004	48,652,877	2,621,174	6.24	0.52
2005	46,425,224	4,258,138	5.78	0.79

(注) ・ 資本金 1 億円以上を大企業、1 億円未満を中小企業とした。

・ 社債比率 = 社債 ÷ 総資産

(出所) 中小企業庁編 (2006) p.54、p.335 および財務省「法人企業統計調

査(<http://www.mof.go.jp/lc002.htm>)」を元にして作成

証券の募集」に該当しないものをいう。公募すなわち「有価証券の募集」では有価証券届出書の提出義務があり中小企業にとっては負担となるため、現行法下においては私募で社債を発行することが中小企業には適している⁹。

中小企業の社債利用は一見すると高まってはいるが、その社債を引き受けているのは実は金融機関である点を注視しなくてはならない。中小企業が発行した社債は、以前から取

引している金融機関がその社債を引受けており、調達手法が違うだけで実態は融資と変わらない¹⁰。中小企業の中でも業績のよい企業が、多少コストが高くても社債を発行したという名声を獲得するために発行、もしくは金融機関の依頼により発行し、それを既存の取引金融機関が引受ける構図になっている¹¹。さらに社債を自発的に選択するのではなく、取引金融機関からの勧誘により私募債発行を選択しているケースもある。これは社債という手法を利用はしているものの、その実態はこれまでの金融機関依存型の資金調達が残存しており、間接金融における多様化であり実質的な直接金融とは言えない。金融機関が社債を引き受けている限り、中小企業財務の自立は実現できていないのである。

第4節 金融機関を介さない社債による資金調達の試み

これまで見てきたように中小企業の社債利用は増加しているものの、その実態は金融機関を介している資金調達手法であり間接金融における資金調達手法の多様化であることを指摘した。このように金融機関依存型の社債が増加する中で、金融機関を介さない社債による資金調達を用いている企業がある。こういった企業が用いている手法は一般的には“少数人数私募債”と呼ばれており無担保、無保証の社債である¹²。少数人数私募債は第3部で検討した特定社債保証制度に基づく私募債に比べると、社債権者が親族や従業員、地域住民、取引先であること、手数料が必要ないこと、そして金融機関を介在しないことが特徴である(表9-3)

ここでは長野県協和精工および群馬県蔵前産業を事例としてあげる(表9-4)¹³。この2社は私募債を発行し、私募債発行後にその業績が良化している点に共通項がある。協和精工は資本金3,000万円従業員数75名(帝国データバンク2007調べ)、電磁クッチ製造、精密機械部品加工を主な業容としている。前社長の死去に伴い社員から社長を引き継いだ現社長は、社長引き継ぎ時に同社が債務超過に陥っていること初めて知った。同社は機械の設備(マシニングセンター)購入資金が必要であり、取引金融機関に相談に行き借入の申込をするも債務超過のために借入を断られた。その当時、参加していた商工会主催の勉強会で私募債について勉強しており、商工会のアドバイスを受けながら私募債を利用して資金調達を行うことを決定した。

一方の蔵前産業は資本金4,800万円、従業員27名(帝国データバンク2007調べ)、医

表 9-3 金融機関引受私募債・少数私募債・公募債の特徴比較

	少数私募債	信用保証協会保証・銀行保証私募債	公募債
公募・私募	私募	私募	公募
社債権者	親族、従業員・住民、取引先など50人未満	金融機関	不特定多数の投資家
財務局への届出・提出	必要なし	必要なし	有価証券届出書(1億円以上) または有価証券通知書(1000万円以上1億円未満)
発行金額	数千万円	数千万円～数億円	
手数料	なし	財務代理手数料 登録手数料 引受手数料 元利金支払い手数料 保証料など	事務代行手数料 登録手数料 引受手数料 元利金支払い手数料 格付け取得費用 公認会計士費用 など
償還期間	5年前後	2年から7年	3年から20年
資金ニーズ	銀行借り入れの代替	健全な財務体質をアピールした長期安定資金の調達	
おもな発行企業	未公開企業	未公開企業	公開企業

(出所)経済産業省(2004)をもとに筆者が加筆修正

表 9-4 金融機関を介さない社債を発行した企業

	株式会社 協和精工	蔵前産業 株式会社
発行総額	1000万円、500万円	4000万円
利率	2%+ α (経常利益に応じて)	3% (県からの補助1.5%)
償還期間	3年	5年
一口金額	NA	100万円
引受先	従業員とその家族地域住民 33名	取引先、従業員、親類など 18名が応募
発行時期	2003年8月	2004年1月
資金使途	設備購入資金	財務体質の強化

療機器、金型製造、特殊鋼加工を主な業容としている。2002年に業界の空洞化が進展することにより売上が20%減というように業績が悪化した。さらに他県への進出計画し工場用の土地を購入していたが、業績悪化により工場建設を断念することになった。しかし、既に土地を購入していたため負債は残り財務状況が悪化した。財務内容を改善したい旨取引金融機関に相談するも対応を渋られ、そこで以前より東京の異業種交流会などに参加し勉強していた私募債を活用することを決意し、県や商工会の支援のもと資金調達を試みた。

結果として2社は社債発行後に業績が改善することになった。協和精工、蔵前産業ともに私募債を発行した年度の決算は売上高、当期純利益、売上高当期純利益率が上昇した(表9-5)。また、2社とも業況の悪化に伴い金融機関に相談にいくも財務内容から対応を渋られ、その結果、独自での資金調達を考えて社債を利用したという経緯も共通している。さらに社債発行後は、これまで相談に行っても応じてくれなかった金融機関の対応が変わり、逆に金融機関から取引を持ちかけられるまでになった点も共通している。このように、2社は社債を発行した期を境にして業績が改善し、金融機関の対応にも変化が生じ資金調達環境が好転した。

表 9-5 2社の私募債発行前後の業績推移

業績		1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
協和 精工	売上(百万円)	767	1,063	1,220	882	1,286	1,678	1,499
	当期純利益(千円)	5,715	17,416	18,541	16,137	47,442	93,577	35,748
	売上高当期純利益率(%)	0.75	1.64	1.52	1.83	3.69	5.58	2.38
蔵前 産業	売上(百万円)	625	710	618	477	489	550	542
	当期純利益(千円)	4,400	11,000	7,500	5,200	10,000	26,000	17,000
	売上高当期純利益率(%)	0.70	1.55	1.21	1.09	2.04	4.73	3.14

(出所)各数値は帝国データバンク各年度版を使用

(注) 網掛けは私募債発行年度を示している

2社の業績改善の要因として、社債を発行したことによる経営者の意識改革、従業員の意識改革およびモチベーションの向上、さらには地域住民の意識改革をすることができた

ことがあげられる。社債発行により従業員や地域住民、取引先といった外部から資金調達するため、中小企業では一般的に不十分である経営・財務内容の開示を社債権者に対して経営者は説明責任を果たさなければいけないという意識改革につながった。中小企業は情報の非対称性が強い分野といわれているが、社債を発行することにより中小企業の経営者に自ら情報を公開するという意識、自社内外から評価されるという意識が生じ、結果的にこれが中小企業自ら情報の非対称性を軽減させるような動きとなるものと考えられる。社債権者に自社の内容を公表する責務が生じたことで、いわゆる経営の近代化の推進につながったともいえる。つまり、私募債発行企業の業績の改善は社債権者＝“地域”によるモニタリングの影響による成果である。

また、社債発行の効果は他にもあげられる。社債発行企業の従業員のうち社債を購入する者は社債権者として自社の経営に関心を持ち、またそれ以外の者も地域の住民から投資をされている企業の一員であるという自覚を持つようになり、経営に関心を持つ意識が生じる。さらに、投資する地域住民は企業に関心を持ち投資先を判断する目を有することになり、金融機関の預金金利と比較することで投資という意識が高まることになる。

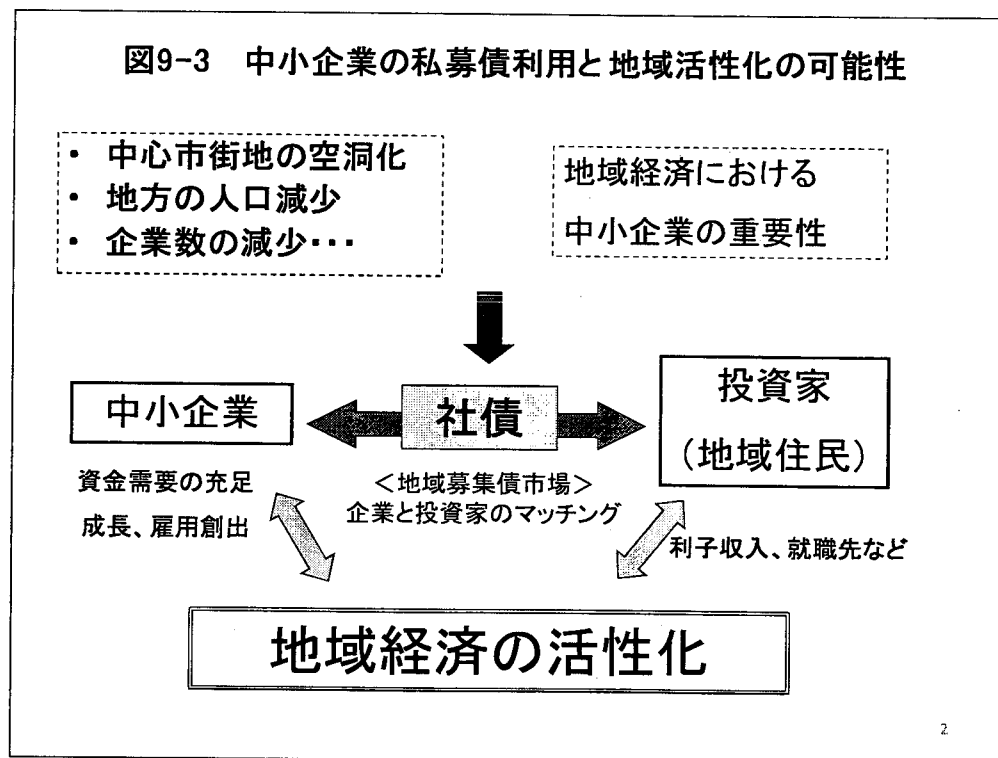
この事例から言えることは、中小企業が金融機関から自立した資金調達を実現したことが評価できるのである。この形式の社債を用いることによって中小企業財務における「財務の機能」の向上が実現できたのである。すなわち、金融機関から資金提供を拒否されたにもかかわらず金融機関以外の投資家から調達できたことは「利用可能性」の向上であり、社債による調達であるため償還日まで返済を繰り延べできたことは「流動性」の向上であり、表面金利以外の手数料等がかからず低コストで資金調達が可能であったことは「収益性」の向上であり、社債であるため経営に関与はされないため「経営権」は確保されたというように、「財務の機能」の4つの側面からもその効果はあったと言える。

また、中小企業が社債を利用することは単に資金調達の手法が多様化し企業の資金需要を満たすといった財務の充実だけではなく、外部の社債権者に企業情報を公開することが要求される。これまで中小企業経営は閉鎖的であり、外部への情報公開は十分であったとはいえない。しかし、社債財務により地域から資金調達することは、外部への情報公開を意図した財務改善や成長志向といった経営が要求されることになり、その先には企業が存立する地域社会への貢献や活性化の進展の可能性を有していると考えられる。つまり、社債利用

は中小企業の成長だけではなく副次的に地域社会の活性化へ貢献する可能性を内在しているのである。

第5節 地域限定の社債市場の創設による地域活性化

中小企業の社債は私募によるものが多数を占めている。前述したように、社債に関しては法的な制限があり中小企業が公募で社債を発行するには依然として制約がある。しかし、私募が主流である中小企業の社債の現状では投資の機会（投資家）と調達（企業）の接点が乏しいのである。法的な制約の存在を認識したうえで、この問題性を解決する手段としてここでは地域を限定した中小企業向けの社債発行市場・地域募集債市場の創設を提言する（図9-3）。



中小企業の経営は地域に基盤を置いており、全国規模の市場よりも地域の一員である企業としての存在、企業をモニタリングできる一定の距離内といった点を重視するために地域限定の市場が必要である。この市場は流通市場という性格よりも社債発行市場という性

格で、投資と調達の間接点という役割を担うことになる。中小企業は地域を限定した「地域募集債」を発行し、地域の住民など債権者から資金を調達するのである。先ほど検討した少人数私募債の有効性は明らかとなったが、資金需要と資金供給を合致させるにはこういった市場が必要なのである。また、この市場を地域限定にすることで投資家（地域住民など）が社債発行企業の情報収集および同企業へのモニタリングの機能を高めることが可能となる。中小企業分野は情報の非対称性の度合いが高い分野であるため、市場と併せて中小企業が自社の情報開示を促すシステムを地域に確立することが必要となり、これにより情報の非対称性を軽減させるのである。

また、地域を限定することで“モラルハザードの軽減”の効果が考えられる。これは、中小企業は地域に経営基盤を置いており、地域内に債権者がいることで債務不履行は地域全体への負担という意識が経営者に生じると考える。一般的に担保や連帯保証人はモラルハザードを軽減させる機能があるが、社債権者を地域に限定することで同様な機能があるものとする。地域を限定せずに広範なエリアに散在する債権者から資金を調達するよりも、社債発行企業が経営基盤を置く地域の人々が債権者になることでその債務に対する責任が可視化でき、住民（社債権者）から社債発行企業をモニタリングすることでモラルハザードの軽減につながる。これが機能すれば、企業が債務不履行に落ちれば地域・住民が負担することになり、逆に企業が成長すれば債権者＝住民・従業員にその利益が還元されるという地域と企業が密接に結びついた地域活性化の新たなモデルの構築となる。

確かに社債権者にとっては金融機関への預金よりもハイリスク・ハイリターンである点も留意しなくてはならない。しかし、社債市場を利用することで中小企業は資金調達の実現と経営の近代化、社債権者は利息獲得と投資の意識改革の向上が期待できる。もちろん既存の金融機関からの資金調達システムは存続し資金供給は行われなければならない。金融機関を中心とした従来の中小企業の資金調達システムに加えて、地域住民から資金を直接調達可能なシステムである社債市場を加えることで、中小企業の資金調達の多様化のみならず中小企業経営にも影響を与えることになる。さらに、社債市場の創設は金融機関のリスク負担を軽減させ、情報生産機能によって蓄積された企業に関する「情報」の売買により金融機関にとっても収益の向上につながる可能性がある¹⁴。

以上のような点から、地域限定中小企業向けの社債市場を創設し中小企業が地域を限定

した社債＝「地域募集債」で資金調達することで、中小企業の財務面での問題の解消と中小企業成長の機会創出、債権者である住民の利益および企業誘致による地域の活性化が図れる。また、中小企業の経営者や従業員の意識向上、動機付けなど経営手法にも影響を及ぼすものとする。中小企業の社債市場の創設実現に向けて法的側面・制度的側面・投資家保護といった観点からの熟考は必要ではある。しかし、格付機関が扱っている「中小企業格付」を導入したり、「経済特区」を利用したりして中小企業向け社債発行市場を創設することで、中小企業の成長と地域活性化を同時に実現することが期待できる¹⁵。企業と投資家の相対での私募債による資金調達から地域限定の中小企業向け社債市場による資金調達（地域募集債）への拡張は、中小企業の成長を資金調達面から促進し、さらには企業利潤を投資家である住民へ還元できるようなシステムであり、結果的に地域活性化を期待できるのである。

¹ たとえば『中小企業白書 2003』p.51 では「中小企業の活躍する分野は供給面で労働集約的であり、需要面では変化が激しく多品種少量ということが特徴である」としている。

² 総務省統計局公表の数値を利用(<http://www.stat.go.jp/data/idou/3.htm> 2007年8月25日アクセス)。住民基本台帳人口移動報告とは、市町村長が作成する住民基本台帳により、人口の移動状況を把握することを目的とした総務省が行う調査である。

³ 増加した都道府県の数値は、東京都 89,943 人、神奈川県 23,700 人、愛知県 21,347 人、千葉県 12,370 人、埼玉県 8,688 人、滋賀県 3,274 人、福岡県 2,248 人、三重 453 人である。一方、減少した都道府県の数値は北海道▲18,379 人、青森▲9,491 人、長崎▲9,487、福島▲8,118 人、新潟▲6,894 人である。

⁴ 2007年4月10日、日本経済新聞 19 ページ参照。

⁵ 相関係数 0.835(有意確率 1%水準)となった。なお県民所得とは、雇用者報酬、財産所得(利子所得・配当所得・賃貸料所得といった金銭・有価証券・土地・建物などの資産を所有したり運用することから得られる所得)、企業所得を合算したものであり、県民経済全体の水準を表す指標である。

⁶ 岡田・藤江・塚本(2006)p.17。

-
- 7 中小企業庁編(2006)p.54によると中小企業の社債比率は1975年度から1991年度までは0.1%以下となっており、社債ほとんど利用されていない。
- 8 特定社債保証制度に関しては詳細は林(2004)を参照されたい。
- 9 中小企業の私募債は保全により①信用保証協会保証付私募債、②金融機関保証付私募債、③担保付私募債に分類できる。
- 10 前出、林(2004)参照。
- 11 林(2007)参照。
- 12 中小企業庁(2003)p.175では「顔の見えるファイナンス」としている。また、縁故債、血縁債、地縁債と呼ぶこともある。
- 13 この2社の社債発行までの経緯および概況は筆者ヒアリングに基づく。
- 14 個人情報保護法、金融機関の守秘義務などの規制、問題はあるがこれについては考慮しない。
- 15 大手格付機関であるS&P社が中小企業を対象とした独自の格付サービスを行っている。これは債権の格付ではなく、企業の格付といった性格を有している。

第10章 本論文のまとめと今後の研究課題

第1節 本論文のまとめ

本論文では中小企業の財務構造が金融機関依存型である点に問題性を見出し、この構造から自立するには直接金融による財務、特に社債財務の有効性について議論してきた。日本における中小企業財務は金融機関依存型の構造であり、金融機関に依存した中小企業財務では金融機関の動向に左右されるため、金融機関からの財務に注視した議論だけでは、中小企業財務の根本的な改善にはつながらないと考えた。そこで、中小企業財務を改善するには金融機関に依存した資金調達構造からの自立が必要であるとし、中小企業財務における社債利用が有効な方策の1つであると議論を展開してきた。

本論文では、議論を展開する上で明らかにすべき課題を3つ提示した。中小企業の財務問題は、「金融の二重構造」や「資本へのアクセスへの困難性」として認識されている。そこで、まず、中小企業財務における主要な資金提供源である金融機関の対応の変化を把握すること、そして中小企業財務の手法が多様化しているが、「財務の機能」から見たときにそれが中小企業財務にとって意義があるのか、これを明らかにすることを第1の課題とした。

次に、中小企業の金融機関依存型の資金調達構造からの自立に際し重要であると主張する社債について、現在の中小企業財務において社債が内包する問題を明らかにすること、これを第2の課題とした。最後に、中小企業財務において社債が有効となるためにはどのような方策があるのかを検討すること、これが第3の課題であった。これら3つの課題を明らかにすることで日本における中小企業財務の問題を把握することが可能となり、「中小企業財務の問題」への解消に接近を試みた。

本論文では設定した課題を明らかにするために、中小企業の財務に視点を置き、「資金調達（資本調達）」、「資金運用」、「管理（計画と統制）」という3つ財務の役割の中でも「資金調達」にその対象を限定し分析を行った。そして、資金需要者たる中小企業と資金供給者（金融機関や投資家など）との関係において中小企業財務について、「財務の機能」である①利用可能性、②流動性、③収益性、④経営権という4つの観点を基本に置き、中小企

業財務が金融機関依存型の構造であることを批判した。さらに、この「財務の機能」という4つの観点から、中小企業財務において社債がその機能の向上させるためには有効であるとして、その上で現在の中小企業財務の課題を提示した。

第1の課題を明らかにするために、中小企業への主要な資金供給源となっている金融機関の行動とその課題、新たな資金調達手法について「財務の機能」に即して検証し、中小企業財務が金融機関に依存している問題点を指摘した。第2の課題を明らかにするために、現在、中小企業が利用している特定社債保証制度に基づいて発行されている社債を分析し、本来の社債において「財務の機能」が発揮できていない点を指摘した。第3の課題を明らかにするために、中小企業が独自に発行した社債を事例として提示し、「財務の機能」の側面から社債の活用可能性を示唆し、地域募集債への発展の必要性を示した。

本論文では中小企業の財務構造が金融機関依存型である点に問題性を見出し、その構造から自立するためには社債財務にその有効性があると議論してきた。

設定した第1の課題に対しては、金融機関の中小企業向け貸出の動向の変化は中小企業財務の「収益性」の側面では低下をもたらし、中小企業専門金融機関である信用金庫の動向は中小企業財務の「利用可能性」の低下につながっていることを明らかにした。また、中小企業の資金調達の手法の多様化は金融機関からの資金供給というルートに変化はなく、その実態は金融機関依存型の資金調達構造の深化にすぎず、金融機関からの資金供給という点において中小企業財務の「利用可能性」は高まってはいないことが明らかになった。

第2の課題に対しては、中小企業財務における現在の社債は、中小企業が発行した社債は取引金融機関がすべて引き受け、満期まで保持するという金融機関からの資金調達に他ならず、金融機関以外からの調達という観点において中小企業財務の「利用可能性」が高まってはいないだけでなく、発行コストなど「収益性」においても問題があることが明らかとなった。このような現状を中小企業の社債における金融機関への利益集中構造と指摘し、社債本来の効果を中小企業が享受できていないことが明らかとなった。

第3の課題に対しては、日本における中小企業の金融機関依存型資金調達からの自立に必要な社債について本来の「財務の機能」の観点から有効にするためには、中小企業が経営基盤を置く地域において「地域募集債」市場を創設することが必要であると主張した。

また、社債を有効に機能させるための市場創設は中小企業財務における問題性の解消だけではなく、中小企業の成長と地域の活性化につながる可能性を有していると提言し本論文を結んだ。

第2節 中小企業の財務研究へのインプリケーション

本論文は中小企業財務に関する研究領域に属する。“中小企業財務論”という分野が確立はされていないが、中小企業が抱えている経営課題のうち財務に関するものが多いことからわかるように、この研究分野の重要性は高いものとする。

一般的な財務論はいわゆる上場企業などの大企業をその対象として扱っている。そして、第1章で述べたように、中小企業を対象とした財務論領域に入る研究では、直接金融に関する議論は“ベンチャー企業”を対象とした資金調達や株式公開といったものであり、また、間接金融においてはリレーションシップ・バンキングを中心とする金融機関の立場からの研究であり、いわゆる本論で扱ってきたような中小企業を対象としたものは少ない。また、中小企業の資金調達の研究分野において社債による資金調達に関する研究も少ないのが現状である。

このような中で本論文は、“中小企業財務論”という分野で社債を取り上げ、中小企業の財務という視点に立ち、社債を利用した資金調達について論じたことが特徴である。そして、本論では4つの財務機能、すなわち、利用可能性、収益性、流動性、経営権という分析視点により中小企業の資金調達の現状を分析した。その結果、中小企業にとって社債を利用することは4つの財務機能の視点から鑑みても有効な資金調達手法であることがわかった。この4つの財務機能を中小企業財務の分析に用いたこと、そして社債を利用することによる金融機関に依存した中小企業の資金調達構造からの自立の可能性を論じることができたことは、財務に関する研究および広義の中小企業の研究分野において本論文の貢献といえよう。

さらに“中小企業財務論”における貢献にとどまらず、本論では社債を利用することによる地域活性化についても論じることで、“地域活性化”に関する研究にも貢献したといえよう。地方の経済が疲弊しているなかで、社債を用いることで地方に基盤をおく中小企業

の財務面からの成長と社債を購入した地域住民の収入の向上などによる地域活性化について論じた。地方における経済的基盤は企業、つまり中小企業がその1つを担っている。地方経済において中小企業は雇用創出の場でもあり、住民たちの経済的基盤となるのである。このような地方の中小企業の成長を促進させるものとして、本論では中小企業の社債を用いた地域活性化策を提言した。このような財務面での地域活性化を考える場合、これまでの研究ではたとえば地域金融機関や政府や地方自治体から補助金、税制面での優遇措置などを検討するものがあつたが、社債市場創設を用いた地域活性化に関する研究はない。既存の資金供給システムの利用は確かに必要かつ重要ではあるが、新たな資金調達システムを創設することで、中小企業の成長と地域の活性化の実現可能性の検討は重要になるものとする。

地方に企業が集まるためには財務的な支援も必要であり、それには金融機関の役割も必要であろう。ただ、地方経済と金融機関の関係はこれまでも継続していたにも関わらず、地方経済の状況は悪化の一途をたどった。既存のシステムでは地域活性化が実現できないという現状を考えるならば、新たな資金供給システム、すなわち社債市場の創設は十分検討する価値があるものとする。

実際に企業の経営者、財務担当者と社債市場創設の話をする、その要望は実に高いことがわかる。中小企業の資金調達先が金融機関に限定されていることを中小企業の経営者は実感し懸念をしてはいるが、その代替策がないのが現状なのである。中小企業向けの社債市場の創設は実務的にもその要望は強く、実現に向けて研究を進めていく必要があるものとする。

このように本論文では「中小企業財務論」に社債を利用した資金調達に関する研究を導入したこと、さらには地域活性化に関する研究領域に中小企業向け社債市場創設という手法を用いて実現可能であると提言したことは、大きな枠組みでの中小企業研究への貢献といえよう。

第3節 本論文の研究課題

しかし、本論文にはいくつかの課題を残している。まず、社債制度の点について中小企

業財務において国際比較を今回は行っていない点である。本論文では、制度の違いなど社債を比較する上での問題点を指摘したが、各国において中小企業がどのような意図で社債を利用しているのか、また社債発行において国ごとに特徴的な課題があるのかをなど検討する必要がある。

さらに社債の歴史的考察が十分でない点も課題である。本論文では戦後は大企業中心の社債財務であったと指摘したが、戦前の時期、特に社債制度が導入された時期に中小規模の社債が発行されたのかどうか吟味が不十分であった。中小規模の企業が社債を利用したかを再度吟味する必要がある。

次に金融機関からの資金調達に関して残された課題を検討してみよう。本論文では社債利用を中心に議論を展開したが、中小企業財務の中心はやはり金融機関からの調達である。金融機関依存型の資金調達構造の問題性をより主張できるために、中小企業金融における最新の都市銀行の動向や信用金の動きはもちろんであるが、地方銀行や第二地方銀行の動向も検討しなくてはならない。たとえば、地方銀行のビジネスローンと都市銀行が提供しているビジネスローンでは、金利に差が存在しており、金融機関の業態や存立基盤によってターゲットとなる中小企業も変化していることが予想される。さらに、リレーションシップ・バンキングが展開されているが、実際の中小企業にヒアリングするとその効果や実態は認識されていない。このようなリレーションシップ・バンキングの課題なども検討が必要であろう。また、中小企業向けノンバンクについて本論文ではふれたが、商工ローン問題以降、中小企業向けノンバンクの業績は悪化している。金融機関からの資金調達が困難になった中小企業の財務手法の再考も必要であろう。

今回、中小企業の私募債に関する分析を行ったがそこにも課題は残された。本論文では中小企業の業績と私募債発行の関連性を分析したが、中小企業の財務データに関して把握できる項目が少なく不十分な点が課題である。今回、詳細なデータを入手できた企業は5社あったがそれでも十分なデータとは言えない。今後はより精度が高く詳細な財務データを入手する方法を検討する必要がある。また、私募債発行企業の財務データと私募債発行時期の業績を分析した際のサンプル数が少なく、また収集した期間も短い点が課題であり、業績の動向を把握するには不十分である。今回は地域を長野県・諏訪地方に限定したが、

この範囲を全国レベルに広げ、私募債発行・非発行双方の中小企業の業績を長期間で入手し、私募債発行と非発行中小企業との業績比較や業績と私募債発行の関連性を詳細に分析する必要がある

今回分析の対象とした社債の種類についても課題が残った。中小企業が利用する社債、特に私募債には協会保証付き私募債、銀行保証付き私募債および担保附私募債があるが、今回は特定社債保証制度による私募債、すなわち協会保証付きの私募債に分析の対象を限定した。今後は銀行保証付き私募債や担保附私募債に関しても入手可能なデータを用いてサンプル数を増やすことが必要である。さらにそのデータを地域間、金融機関の種類などに分類して加工していくことも必要である。

9章では金融機関を介さない社債を用いた企業を2社紹介したが、このサンプルも増やす必要があるだろう。このような社債を発行する中小企業のデータを収集することで、中小企業の社債財務における「財務の機能」の向上をより明確化できるものとする。

また、地域を限定した中小企業向けの“社債市場”を創設することを提言したが、現段階においては解決すべき制度的、法律的な課題が残っている。私募から公募への転換に伴う投資家のリスクが上昇することや、資金需要と資金供給の調整をどのようにするかなど克服しなければならない課題は多い。今回提言した市場の有効性を実証するためには、社債を募集する中小企業と社債を購入する投資家とのマッチングを行う場を実験的に構築し、中小企業の社債市場創設の実現に向けた基盤的な研究が必要となる。こういった制度的、法律的な課題をクリアし地域募集債市場創設が実現できるよう研究が必要である。

以上のように、本論文に残された課題は多い。だが、中小企業財務を対象とした研究領域において、社債利用の意義と問題性、そしてその解消方法を提示した本論文の貢献は評価に値するものであり、一応の成果を残したといえよう。本論文に残された課題の多さは、中小企業財務に関する研究は広がり続けており、またその必要性も増している表れであるとする。今後も中小企業財務の問題性の軽減に向けて、より詳細な研究を進めていこうとする。

おわりに

本論は2001年に明治大学大学院経営学研究科博士後期課程に入学してから7年間の研究成果である。これまで日本経営財務研究学会、日本経営学会、日本証券経済学会、日本経営分析学会、日本財務管理学会、〈中小企業・ベンチャー〉ビジネスコンソーシアムにて研究報告をし、その成果を論文として発表してきた。その成果を再度体系化したものが本論文であり、博士学位請求論文という形で提出できるまでに至った。本論文は中小企業財務における社債利用に関する研究としての成果と、この分野のさらなる発展への契機となるものと位置づけることができよう。この論文が完成するまでにいたったのは多くの方々のご協力があったからに他ならない。

研究生生活の契機は1999年に明治大学大学院経営学研究会博士前期課程の門をたたいた時にさかのぼる。その時、イギリスでの在外研究から戻られたばかりで、面識のない私に対し研究室への入学を快諾してくださった先生が、恩師の坂本恒夫先生である。それまで金融機関に勤めていたものの、財務に関する研究は全くしていなかった私であったが、坂本恒夫先生は親身にご指導してくださった。今現在、このように研究に従事できているのは坂本恒夫先生のおかげであり、改めて感謝を申し上げたい。

また、私が中小企業に関心を抱いたのは明治大学経営学部にて在学している時であった。当時、大企業を中心とした「日本的経営」を学んでいる中で、日本の企業の多くが中小企業であるならば、その中小企業について学んでみたいと思い、中小企業経営論のゼミを志望し、そのゼミの先生が岡田浩一先生でいらっしゃった。岡田浩一先生のもとで中小企業に関して様々なご指導をいただき、その時学んだことが今日の研究における問題意識の礎となっている。お二人の先生にご指導をいただいたことで、中小企業経営論と財務管理論を学ぶことができ、その結果、中小企業財務という研究分野に到達したのである。

また、多くの学会などで報告させていただく機会を得ることができ、コメンテーターをお引き受けいただいた横山史生先生、薄井彰先生、中井透先生、青淵正幸先生、牛丸元先生、市村誠先生、十川廣國先生からは多くのアドバイスをいただいた。特に日本経営学会関東部会においては、牛丸元先生に急きょコメンテーターをご依頼することとなり大変ご迷惑をおかけしたが、当日は貴重なご意見をいただいた。この場をお借りして御礼を申し

上げる。

本論を執筆にするにあたり中小企業の経営者、財務担当者の方々にもご協力も頂いた。中小企業の社債の実態を把握するために、社債を発行している企業の方々にヒアリングのお願いをすると快くお引き受けくださり、大変お忙しい中にも関わらず時間を割いていただき、貴重なお話をうかがうことができた。なかでも株式会社協和精工の堀政則氏と蔵前産業株式会社の橋本勝氏には、金融機関を介さない私募債について大変興味深いお話をうかがうことができ、本論にとって貴重な資料となった。心より御礼を申し上げる。

そして、坂本恒夫研究室の諸先輩方や同士の皆からは、研究会や合宿の場においてたくさんの方のアドバイスや激励をいただいた。改めて感謝を申し上げます。

最後に、研究者生活の道に進むことを認めてくれた両親、諏訪という地で研究する私を支えてくれている妻に感謝を述べたい。

このように多くの方々のご指導、ご協力により論文を完成することができた。今後はこの恩に報いるためにも、中小企業財務という分野においてより一層研究を深め、社会科学という研究の立場から世に貢献して行く所存である。

【参考文献一覧】

- Berger, A.N. and Udell, G.F.(1995), "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance," *Journal of Business*, Vol. 68.
- Berger, A.N. and Udell, G.F.(1998) , "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle," *Journal of Banking & Finance*, Vol.22.
- Boot, A.W.(2000),"Can Relationship Banking: What Do We Know? ," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.9.
- Boot, A.W. and Thakor, A.V.(1994),"Moral Hazard and Secured Lending in an Infinity Repeated Credit Market Game," *International Economic Review*, Vol.35(4)
- Carey,M., Prowse, S., Rea, J. and Udell, D.(1993),"The Economics of the Private Placement Market", FRB Staff study.
- Diamond, D.(1984)"Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *The Review of Economic Studies*, Vol. 51(3).
- Dymski,G.A., Epstein, G., Pollin, R. editors(1993), *Transforming the U.S. financial system : equity and efficiency for the 21st century*, M.E. Sharpe (原田善教監訳(2001)『アメリカ金融システムの転換』、日本経済評論社)
- Federal Reserve Bulletin(2006), *Financial Services Used by Small Businesses:Evidence from the 2003 Survey of Small Business Finances*,(<http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2006/smallbusiness/smallbusiness.pdf> 2007年9月26日アクセス)
- Lussier, R.N. and Pfeifer, S. (2001) "A Crossnational Prediction Model for Business Success," *Journal of Small Business Management*, vol.39(3), the National Council for Small Business Management Development,
(<http://www.federalreserve.gov/staffstudies/1990-99/ss166.pdf> 2003年10月29日参照).
- Ongena, S. and Smith, D.(2000), "What Determines the Number of Bank

- Relationship? Cross Country Evidence", *Journal of Financial Intermediation*, vol.9.
- Petersen, M. and Rajan, G. R.(1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data," *Journal of Finance*, Vol. 49.
 - Pfirrmann, O, Wupperfeld, U. and Lerner, J.(1997), *Venture Capital and New Technology Based Firms*, Springer Verlag(伊東維年、勝部伸夫、荒井勝彦、田中利彦、鈴木茂訳『ベンチャーキャピタルとベンチャービジネス』、日本評論社)
 - SBA(2005), *The Small Business Economy For Date year 2005*, United States Government Printing Office
 - SBA(2006), *The Small Business Economy For Date year 2006*, United States Government Printing Office
 - Sharpe, S.A.(1990), "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships," *Journal of Finance*, Vol.45.
 - Smith, R. and Smith, J. K.(2000), *Entrepreneurial finance*, J. Wiley & Sons, Inc.
 - Storey, D. J.(1994), *Understanding the Small Business Sector*, Intl Thomson Business Pr (忽那憲治・安田武彦・高橋徳行訳『アンレトレプレナーシップ入門』有斐閣)
 - Timmons, J.A.(1994), *New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century*, McGraw-Hill (千本倅生・金井信次訳『ベンチャー創造の理論と戦略』ダイヤモンド社)
 - U.S. Department of Commerce(2006), *Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining, and Trade Corporations : 2005*, U.S. Census Bureau
 - Weinstein, D and Yishay, Y.(1998), "On the Costs of Bank – Centered Financial System: Evidence from the Main Bank Relations in Japan," *Journal of Finance*, Vol.53 no.2.

[日本語文献]

- 青山和正(1999)『解明中小企業論』、同友館
- 阿達哲夫(1997)『ノンバンクその実像と役割』、東洋経済新報社

- ◆ 生澤 博(2001a)「金融再編下の信用金庫の動向と課題」銀行労働研究会『金融労働調査時報』3月4日号
- ◆ 生澤 博(2001b)「経済危機下の信用金庫の役割」銀行労働研究会『金融労働調査時報』10月11日号
- ◆ 池尾和人・岩佐代市・黒田晃生・古川顕(1993)『金融(新版)』、有斐閣
- ◆ 池尾和人(2001)「戦後日本の金融システムの形成と展開、そして劣化」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』54号
- ◆ 池尾和人(2006)『開発主義の暴走と保身』、NTT出版
- ◆ 池尾和人・財務省総合政策研究所編(2006)『市場型間接金融の経済分析』、日本評論社
- ◆ 池島正興(1999)「信用金庫の収益動向の地域的差異」関西大学『関西大学商学論集』第44巻第5号
- ◆ 池田真朗(2002a)「売掛債権担保融資保証制度にみる債権譲渡法制」全国信用保証協議会『信用保証』No.103
- ◆ 池田真朗(2002b)「売掛債権担保融資保証制度の法的論点」金融財政事情研究会『金融法務事情』No.1643
- ◆ 石井淳蔵・奥村昭博・加護野忠男・野中郁次郎(1985)『経営戦略論』、有斐閣
- ◆ 磯谷玲(1996a)「アメリカの私募債市場について(その一)」日本証券経済研究所『証券レビュー』第36号(7)
- ◆ 磯谷玲(1996b)「アメリカの私募債市場について(その二)」日本証券経済研究所『証券レビュー』第36号(9)、日本証券経済研究所
- ◆ 磯谷玲(1998)「アメリカの私募債市場について」『証券経済研究』第16号、日本証券経済研究所
- ◆ 伊藤忠治(2002)「金融制度改革と中小企業の直接金融化」坂本恒夫編著『現代コーポレートファイナンス論』、税務経理協会
- ◆ 井上有弘(2003)「信用金庫の規模の経済性と合併の効果」信金中金総合研究所『信金中金月報』3月
- ◆ 井辺國夫(2002)「売掛債権担保融資制度の設立趣旨」全国信用保証協議会『信用保証』No.103

- ◆ 上田宗次郎(1978) 『現代資本主義と中小企業経営 増補版』、新評論
- ◆ 上田宗次郎(1984) 「経営条件の変化と中小企業問題」 中小企業学会編『中小企業問題 現状と視点』、同友館
- ◆ 宇田川潔(1999) 「公的信用保証付き与による中小企業の直接金融活用を促せ」 金融財政事情研究会『金融財政事情』7月
- ◆ 内田治(2002) 『EXCELによる多変量解析』東京図書
- ◆ 遠藤孝司(2002) 「大阪府中小企業等債券市場」の創設について」 中小企業金融公庫『信用保険月報』9月号
- ◆ 大村洋一(1991) 「信用金庫の経営の問題点」 貨幣経済研究所『金融ジャーナル』6月号
- ◆ 大柳康司(1998) 「倒産診断モデルに関する一試案」 慶応義塾大学商学部『三田商学研究』第41巻第3号
- ◆ 岡田浩一・藤江昌昌嗣・塚本一郎 (2006) 『地域再生と戦略的協働』、ぎょうせい
- ◆ 岡東務(2001) 「日本及び米国の社債市場の比較について」 日本証券経済研究所『証券経済研究』第30号
- ◆ 岡東務・松尾順介編(2003) 『現代社債市場分析』、シグマベイクピタル
- ◆ 岡東務(2004) 『日本の債権格付』、税務経理協会
- ◆ 岡部洋實(1990) 「金融自由化と中小企業金融専門機関制度」 日本証券経済研究所 『証券研究』93号
- ◆ 岡村秀男(2002) 「社債市場改革と日本企業の負債構成」 関西学院大学商学研究会『商学論究』第49巻第2号
- ◆ 小佐野広(2001) 『コーポレート・ガバナンスの経済学』 日本経済新聞社
- ◆ 小野有人(2003) 「中堅・中小企業による私募債発行の現状と今後の課題」、中小企業金融公庫『信用保険月報』11月
- ◆ 小野有人・西川珠子(2004) 「米国におけるリレーションシップバンキング」 みずほ総合研究所『みずほ総研論集』Ⅲ号
- ◆ 小野有人・植杉威一郎(2006) 「リレーションシップ貸出における担保・保証の役割」 みずほ総合研究所『みずほ総研論集』Ⅰ号
- ◆ 小野有人(2007) 『新時代の中小企業金融』、東洋経済新報社

- 数阪孝志・成瀬智（2003）「信用金庫の収益性の動向とその問題点」信金中央金庫『信金中金月報』第2巻第3号
- 片山伍一・後藤泰二（1983）『経営財務論』、ミネルヴァ書房
- 神谷宏（2002）「最近の中小企業向け貸出を巡る諸相」郵政研究所『郵政研究所月報』5月
- 勝田英紀(2003)「我が国の社債市場と格付」大阪市立大学経営学会『経営研究』Vol.54 No.3
- 亀井利明（2001）『危機管理とリスクマネジメント』、同文館
- 川口弘(1997)『金融論』、筑摩書房
- 川口弘・川合一郎(1965)『金融論講座5 日本の金融』、有斐閣
- 菊地慎一郎(2002)「信用リスク検査マニュアルの問題点」『金融ジャーナル』5月号
- 菊森淳文（2001）「個人・中小企業向け市場の将来像」『さくら総研調査報告』
- 岸本光永（2006）『中小企業・ベンチャー企業のファイナンス入門』、中央経済社
- 清成忠男・中村秀一郎・平尾光司(1972)『ベンチャービジネス』、日本経済新聞社
- 清成忠男(1990)『中小企業読本第2版』、東洋経済新報社
- 銀行問題研究会(1986)『現代の銀行独占』、新日本出版社
- 金融審議会(2003)『リレーションシップ・バンキングの機能強化に向けて』
- 金融図書コンサルタント『全国信用金庫財務諸表』各年度、金融図書コンサルタント
- 金融法規研究会編(2000)『金融六法』、学陽書房
- 忽那憲治(1994)「金融機関経営の変化と中小企業金融」証券経済学会『証券経済学会年報』第29号
- 忽那憲治（1997）『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』、東洋経済新報社
- 忽那憲治(2003)「わが国信用保証制度の改革の方向性をめぐって」『信用保険月報』1月号
- 国立教生(2002)「RADAR 等を用いた銀行評価」(株)金融工学研究 5月28日 (<http://www.ri.co.jp/ftri> 2003年3月24日参照)
- 倉田幸信(2001)「商工ローン10兆円市場の争奪戦」ダイヤモンド社『週刊ダイヤモンド』8月25日号

- 黒崎浩(2001)「クレジットスコアリングと中小企業金融」中小企業金融公庫『中小公庫
マンスリー』2月
- 経済産業省(2004)「社債の活用」
(http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/pubs/ji04_07_10.pdf 2007年7月8日
アクセス)
- 公社債引受協会編(1996)『公社債市場の新展開』、東洋経済新報社
- 国税庁(1998)『税務統計からみた法人企業の実態』、国税庁
- 国税庁(2002)『税務統計からみた法人企業の実態』、国税庁
- 国民生活金融公庫総合研究所編(2005)『中小企業経営状況調査』、中小企業リサーチセ
ンター
- 国民生活金融公庫総合研究所編(2006)『中小企業経営状況調査』、中小企業リサーチセ
ンター
- 越坂淳(2003)「東京都債券市場構想」中小企業金融公庫『信用保険月報』3月号
- 後藤實男(1989)「倒産予測モデルとサンプル選択の問題」『彦根論叢』第255・256号
- 後藤新一(1995a)「信用金庫・信用組合の新設—昭和26～32年度」愛知学院大学『経
営学研究』3月
- 後藤新一(1995b)「信用金庫・信用組合の合併—昭和32～42年度」愛知学院大学『経
営学研究』3月
- 後藤新一(1995c)「信用金庫・信用組合の合併—昭和50～平成6年度」愛知学院大学『経
営学研究』10月
- 後藤新一(1998)「1997年以降の金融機関破綻」愛知学院大学『経営管理研究所紀要』
愛知学院大学12月
- 後藤猛(1996)「社債流通市場の歴史的考察」日本証券経済研究所『証券経済研究』第4
号
- 後藤猛(1999)「社債市場の新展開」日本証券経済研究所『証券経済研究』第18号
- 後藤猛(2001)「我が国社債発行市場政策の史的考察」日本証券経済研究所『証券経済研
究』第30号
- 後藤幸雄・田淵進(1994)『新経営財務論講義』、中央経済社

- 小林靖雄・瀧澤菊太郎編（1996）『中小企業とは何か』、有斐閣
- 日本証券経済研究所(2005)『図説イギリスの証券市場 2005 年版』、日本証券経済研究所
- 齋藤一朗(2003)「中小企業金融システムの現状と課題ー北海道のケースを通じた考察ー」
中小企業金融公庫『中小公庫マンスリー』5月号
- 齋藤正(1992)「加速する信用金庫の再編」貨幣経済研究所『金融ジャーナル』4月号
- 齋藤正（2003）『戦後日本の中小企業金融』、ミネルヴァ書房
- 坂本恒夫(1990)『企業集団財務論』、泉文堂
- 坂本恒夫(2000)『成長財務の軌跡』、T&Sビジネス研究所
- 坂本恒夫・文堂弘之編(2006)『M&Aのすべて』、税務経理協会
- 佐藤隆文(2000)「わが国における金融破綻処理制度の変遷」大蔵省財政金融研究所研究部『ディスカッションペーパー』3月
- 佐藤英雄（2001）「地域活性化に果たす地域金融機関の役割」商工総合研究所『商工金融』3月号
- 佐藤英雄（2003）「金融ビッグバンの進展と地域金融の課題」福島大学経済学会『商学論集』第71巻4号
- 澤山弘(2002)「健全信金からも預金が流出する現実」毎日新聞社『エコノミスト』10月15日号
- 塩澤修平(2000)「中堅中小企業ファイナンスに関する理論的分析の視点」日本銀行金融市場局『日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』
- 鹿野嘉明(2006)『日本の金融制度第2版』、東洋経済新報社
- 篠原徹(1992)「私募債市場の拡大と中小企業」商工総合研究所『商工金融』9月号
- 篠原三代平（1961）『日本経済の成長と循環』創文社
- 篠原三代平（1966）『産業構造論』、筑摩書房
- 柴田武男(2002)「東京都の債券市場構想について」聖学院大学『聖学院大学論叢』第15巻1号
- 柴田武男(2003)「中小企業と債券市場」日本証券経済研究所『証券経済研究』第41号
- 資本市場研究会編(2003)『現代社債市場』、財経詳報社

- 島義夫(2003)「国内「ジャンク債」市場の必要性と課題」、資本市場研究会編『現代社債市場』財経詳報社
- 清水啓典(2002)「中小企業金融と地域金融機関の競争力」商工総合研究所『商工金融』9月。
- 志村嘉一(1978)『現代日本公社債論』、東京大学出版会
- 志村嘉一監修(1980)『日本公社債市場史』、東京大学出版会
- 志村嘉一監修(1986)『現代日本の公社債市場』、公社債引受協会
- 下吹越一孝(2003)『中小企業のための少人数私募債』、法令
- 白田佳子(1999)『企業倒産予知情報の形成』、中央経済社
- 白田佳子(2003)『企業倒産予知モデル』、中央経済社
- 信用金庫研究会『信用金庫便覧』各年度
- 信用金庫長期ビジョン研究会(2000)『2010年信用金庫ビジョン』
- 信金中央金庫信用金庫部「全国信用金庫主要勘定」2002年3月29日発表、
<http://www.shinkin.co.jp/scb/info/news/kanjyo0202.pdf> 2002/4/2,4.21pm.
- 末松玄六(1961)『中小企業成長論：中小企業の成長に関する経営経済学的研究』、ダイヤモンド社
- 鈴木利徳・室屋有宏・萩尾美帆(2001)「地域金融機関の生き残り戦略－信用金庫の場合－」農林中金総合研究所『農林金融』11月号、
- 関満博、辻田素子(2001)『飛躍する中小企業都市』、新評論
- 全国貸金業協会連合会(2001)『平成12年版貸金業白書』、全国貸金業連合会
- 全国貸金業協会連合会(2006)『平成17年版貸金業白書』、全国貸金業連合会
- 全国信用金庫協会編(1971)『金融効率化と中小企業金融 上・下』、日本経済評論社
- 全国信用金庫協会(2003)『信用金庫読本第7版』、金融財政事情研究会
- 田尾啓一(2003)「企業活力分析システム－TOCCATA」東洋経済『統計月報』3月号
- 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『調査季報』第82号
- 橘木俊詔、野口卓(1998)「1990年代における銀行貸出金利の決定要因分析－コマーシャルペーパー、普通社債との関連を考慮して－」大蔵省財政金融研究所『フィナンシ

ナル・レビュー』45号

- 巽信晴・佐藤芳雄編(1988)『新中小企業論を学ぶ』、有斐閣選書
- 田渕進(2005)『ドイツ中小企業と経営財務』、森山書店
- 中小企業金融公庫総合研究所(2005)『欧米主要国の中小企業向け政策金融』、中小企業金融公庫総合研究所
- 中小企業債権流動化研究会(2001)「債権の流動化等による中小企業の資金調達の円滑化について」経済産業省中小企業庁事業環境部
- 中小企業事業団中小企業研究所編(1985)『日本の中小企業研究第1巻<成果と課題>』、有斐閣
- 中小企業事業団中小企業研究所編(1992)『日本の中小企業研究第1巻1980-1989<成果と課題>』企業共済協会
- 中小企業診断協会『中小企業の経営指標5ヵ年版』各年度版、同文館、
- 中小企業総合研究機構編(2003)『日本の中小企業研究第1巻』、同文館
- 中小企業庁『中小企業の経営指標』各年度版、同友館
- 中小企業庁編(1990)『90年代の中小企業ビジョン 創造の母体としての中小企業』通商産業調査会
- 中小企業庁編『中小企業白書』各年度版、ぎょうせい
- 中小企業診断協会『中小企業の財務指標』各年度版、同友館
- 筒井善郎(2000)『金融分析の最先端』、東洋経済新報社
- 帝国データバンク(2002)『会社年鑑長野県版』、帝国データバンク
- 帝国データバンク(2003)『会社年鑑』帝国データバンク
- 帝国データバンク(2006)『会社年鑑』、帝国データバンク
- 寺田紘三(1998)「直接金融・間接金融をミックスした支援が必要」金融財政事情研究会『金融財政事情』10月8日号
- 東京商工リサーチ(2000)『会社年鑑』、東京商工リサーチ
- 東京都信用金庫協会(1983)『金融経済の激変と中小企業金融』、日本経済評論社
- 徳島勝幸(2004)『新版現代社債投資の実務』、財経詳報社
- 中井透(2002)「ベンチャー企業のマネジメント」岡山商科大学『岡山商科大社会総合研

究所報』第 23 号

- ◆ 中垣昇(2001)「日本における中小企業の資金調達」中京大学経営学部『中京経営研究』第 11 巻第 1 号
- ◆ 西口敏宏編(2003)『中小企業ネットワーク』、有斐閣
- ◆ 西村清彦監修・御園慎一郎、大前孝太郎、服部敦編 (2007)『地域再生システム』、東京大学出版会
- ◆ 日本銀行金融研究所(1995)『新版わが国の金融制度』、日本信用調査
- ◆ 日本銀行調査統計局『金融経済統計月報』各号
- ◆ 日本銀行統計局『経済統計月報』各号
- ◆ 日本金融通信社『ニッキン資料年報』各年度
- ◆ 日本証券業協会『私募社債便覧』各年版
- ◆ 根本忠宣(2005)「中小企業における資金調達手法の多様化」商工総合研究所『商工金融』1 月号
- ◆ 野田彰彦(1999)「日本企業の社債発行に関する意識調査」富士総合研究所
- ◆ 野田彰彦 (2000)「中堅・中小企業による社債発行の現状と課題」富士総合研究所『富士総研論集』II 号
- ◆ 野村総合研究所編『公社債要覧』各年度版、野村證券
- ◆ 林幸治(2002)「中小企業向け融資のU字型構造とその改善の必要性」『経営学研究論集』明治大学大学院第 17 号
- ◆ 林幸治(2003a)「中小企業における収益性重視経営の必要性」明治大学『経営学研究論集』第 18 号
- ◆ 林幸治(2003b)「破綻要因からみる信用金庫の今後の方向性」明治大学『経営学研究論集』第 19 号
- ◆ 林幸治 (2004a)「中小企業の私募債の現状とその利用拡大の可能性」証券経済学会『証券経済学会年報』第 39 号
- ◆ 林幸治(2004b)「特定社債保証制度から見た中小企業の私募債の現状と課題」明治大学経営学研究部『経営論集』第 52 巻第 1.2 号合併号
- ◆ 林幸治(2006)「中小企業の私募債の実態と金利への影響要因の分析」『経営学研究論集』

明治大学経営学研究科、第 25 号、95-114 頁、2006 年

- 林幸治(2007a)「地域活性化と中小企業の私募債」日本経営学会関東部会報告 1 月 27 日、日本大学
- 林幸治(2007b)「長野県諏訪地方における中小企業の私募債と業績について」日本経営分析学会『年報経営分析研究』(第 23 号)、2007 年
- 晝間文彦(1992)「ノンバンクの存在理由と規制のあり方」社団法人クレジット産業協会『クレジット研究』1 月号
- 広瀬義州(2006)『財務会計』中央経済社
- 深浦厚之(2000)「ノンバンクの資金調達」『クレジット研究』2000 年 3 月第 23 号
- 福島久一(2000)「中小企業施策の大転換」『日本大学経済集志』第 69 巻 4 号
- 藤野次雄(2001)「中小企業金融分野における民間・公的金融機関の比較分析」地域金融問題研究会『地域金融問題研究』7 月
- 藤野次雄(2002)「協同組織金融機関の意義と課題」『信金中金月報』12 月号
- 武士俣友生(1999)「中小企業には非銀行融資による資金調達の多様化が必要」金融財政事情研究会『金融財政事情』7 月 5 日号
- 古谷野亘(1998)『多変量解析ガイド』川島書店
- ベイツ,J.・ホリー, D. J.(1985)、青山英男訳『イギリス経営財務論』、白桃書房
- 星野靖雄(1990)「信用金庫における合併効果の計量分析—拡大版—」『オイコノミカ』第 27 巻第 2 号
- 堀内昭義 (1990)『金融論』、東京大学出版会
- 堀江康熙 (1997)「地域金融機関の行動分析」『経済学研究』九州大学経済学会第 64 巻第 1・2 号
- 堀江康熙 (2000)「地域金融機関の不良債権」『経済学研究』九州大学経済学会第 67 巻第 2 号
- 堀江康熙・川向 肇 (1999)「小規模金融機関の経営地盤」『経済学研究』九州大学経済学会第 66 巻第 3 号
- 堀江康熙・川向 肇(2001a)『大都市所在信用金庫の営業地盤』、九州大学
- 堀江康熙・川向 肇(2001b)『信用金庫の営業地盤分析』、九州大学

- 本間健二 (2002) 「中小企業向け直接金融の可能性と課題－東京都の債券市場構想を例として－」高千穂大学商学会『高千穂論叢』第 37 巻第 2 号
- マーシャル・ギットラ(1997)「米国の私募債市場」日本証券業協会『公社債月報』493 号
- 松尾順介 (1996) 「社債決済制度改革と流通市場」日本証券経済研究所『証券経済研究』第 4 号
- 松尾順介(1999a)「金融制度改革と社債制度改革」日本証券経済研究所『証券経済研究』第 18 号
- 松尾順介 (1999b) 『日本の社債市場』、東洋経済新報社
- 丸淳子(1996)「企業金融における普通社債発行と債権流通市場の問題」日本証券経済研究所『証券経済研究』第 4 号
- 三浦后美(1992)『現代社債財務論』、税務経理協会
- 三浦后美 (1993) 「私募債市場の日本的特質」証券経済学会『証券経済学会年報』第 27 号
- 三浦后美 (2001) 「日本の社債金融と債券格付けの役割」日本証券経済研究所『証券経済研究』第 30 号
- 水越潔編 (1983) 『株式会社財務の基礎』、中央経済社
- 水越潔編 (1992) 『テキスト株式会社財務』、中央経済社
- 水永政志(2006)『入門ベンチャーファイナンス』、ダイヤモンド社
- 三井逸友(2000)「中小企業政策の「大転換」？」財団法人政治経済研究所『政経研究』第 75 号
- 宮村健一郎(1992)「信用金庫の費用と規模の経済性」『経営論集』東洋大学第 38 号
- 宮村健一郎(2000)「地域金融機関の地域金融機関性」『経営研究所論集』東洋大学
- 三義智章(1997)「信用金庫の経営体質診断と自己責任・自己査定時代における健全経営実現のポイント」『金融ジャーナル』6 月号
- 村上雄次 (2002) 「90 年代の中小企業専門金融機関の動向と今後の課題」商工総合研究所『商工金融』8 月・9 月号
- 村松司叙(2006)『ベンチャービジネスのファイナンス研究』、中央経済社

- 村本孜(1991)「中小金融機関と地域金融機関の違いは何か」貨幣経済研究所『金融ジャーナル』6月
- 村本孜(1995)「大都市信用金庫の現状と将来への課題」貨幣経済研究所『金融ジャーナル』11月号
- 村本孜(2000)「金融情報技術革新の理論的整理：展望」成城大学経済学会『成城大学経済研究』第149号
- 村本孜(2001a)「金融システムと中小企業金融(Ⅰ)」成城大学経済学会『成城大学経済研究』第154号、
- 村本孜(2001b)「金融システムと中小企業金融(Ⅱ)」成城大学経済学会『成城大学経済研究』第155号
- 村本孜(2002)「中小企業金融の理論的基礎と間接金融の新たな手法」商工総合研究所『商工金融』9月
- 村本孜(2003)『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
- 森静朗(1972)『日本の中小企業金融』、東栄堂
- 森静朗(1985)「協同組織金融の変貌(その二)」日本大学『商学集志』第54巻第4号
- 森静朗(1991)「信用金庫の研究」日本大学『商学集志』第61巻第2号
- 森平爽一郎・森政貴(2001)「倒産確率が示す銀行の真実」東洋経済新報社『週刊東洋経済』11月5日号
- 森本隆男(1997)『中小企業論』、八千代出版
- 森谷智子(2002)「日本における社債担保証券の意義と問題点」坂本恒夫編『現代コーポレートファイナンス論』、税務経理協会
- 藪下史郎・武士俣友生(2002)『中小企業金融入門』、東洋経済新報社
- 山中宏(1997)『メインバンクの審査機能』、税務経理協会
- 山本達司(2002)『企業戦略評価の理論と会計情報』、中央経済社
- 家森信善(2002)「新世紀の中小企業金融の揺らぎと金融仲介機関」商工総合研究所『商工金融』9月号
- 家森信善(2004)『地域金融システムの危機と中小企業金融』、千倉書房
- 郵政研究所(2003)『社債市場の動向と社債投資に関する調査研究報告書』郵政省

- ◆ 吉野昌甫(1998)「経済・金融環境の変化のなかで厳しくなる中小企業の資金調達」中小企業金融公庫『中小公庫マンスリー』5月号
- ◆ 吉野昌甫(1989)『信用金庫』、日本経済新聞社
- ◆ 吉野昌甫(2001)「技術基調型中小企業金融方式と一般中小企業との相違点は何か」中小企業金融公庫『中小公庫マンスリー』8・9月号
- ◆ 吉野直行、渡辺幸男編(2006)『中小企業の現状と中小企業金融』、慶応義塾大学出版会
- ◆ 吉野直行、藤田康範、土居丈朗編(2006)『中小企業金融と日本経済』、慶應義塾大学出版会
- ◆ 蠟山昌一(2001)「市場型間接金融」序論」財務省財務政策総合研究所『フィナンシャルレビュー』
- ◆ 若菜正隆(2000)「地域振興・活性化と信用金庫の役割・課題」高崎経済大学『地域政策研究』第2巻第3号

【図表一覧】

第1章

図 1-1 直接金融・間接金融・市場型間接金融

表 1-1 片山・後藤(1987)による財務の機能

表 1-2 中小企業基本法による中小企業の範囲

表 1-3 アメリカの中小企業の定義 (抜粋)

表 1-4 アメリカの企業の負債および総資産における社債比率 (製造業)

第2章

図 2-1 企業の一般的な資金調達手法

図 2-2 中小企業と大企業の資金調達構造比較 (1999 年)

図 2-3 中小企業と大企業の資金調達構造比較 (2006 年)

図 2-4 日銀短観「金融機関の貸出 D.I.」の推移

図 2-5 日銀短観「借入金利水準 D.I.」の四半期ごとの推移

図 2-6 中小企業の株主の構成

表 2-1 1999 年度と 2006 年度の資金調達構造の増減

表 2-2 従業員規模別資金調達状況(2005 年度)

表 2-3 負債における金融機関借入金の比率

表 2-4 金融機関別中小企業向け貸出残高の推移

第3章

図 3-1 金融機関別中小企業向け貸出の推移 (グラフ)

図 3-2 運用収益・貸出利息・役務取引等収益 (三菱東京 FG 2004 年当時)

図 3-3 運用収益・貸出利息・役務取引等収益 (三井住友 FG 2004 年当時)

図 3-4 運用収益・貸出利息・役務取引等収益 (みずほ FG 2004 年当時)

図 3-5 運用収益・貸出利息・役務取引等収益 (UFJ 銀行 2004 年当時)

図 3-6 中小企業の貸出態度、金利資金繰り D.I.の推移

図 3-7 中小企業の自己資本対経常利益率・総資本対経常利益率の推移

表 3-1 国内銀行の企業規模別貸出残高・平均貸出額・貸出比率

表 3-2 国内銀行の貸出件数と比率の推移

表 3-3 各都市銀行の中小企業向けビジネスローン（2004 年）

表 3-4 利益計上法人数と欠損法人数

第 4 章

図 4-1 全国の信用金庫の自己資本比率度数分布図（2001 年）

図 4-2 信用金庫の資金循環モデル図

表 4-1 代表的な倒産予測モデルの研究において使用された財務データおよび指標

表 4-2 信用金庫の破綻要因に関する先行研究に用いられている指標

表 4-3 破綻信用金庫と受け皿金融機関（1964 年～2002 年）

表 4-4 破綻・非破綻信用金庫自己資本比率比較（2001 年 3 月）

表 4-5 破綻した信用金庫の 2001 年 3 月期における自己資本比率と順位

表 4-6 使用した説明変数の算出方法、平均値、標準偏差および平均の差の検定結果

表 4-7 5 変数の相関行列

表 4-8 標準化判別係数および相関係数

第 5 章

図 5-1 中小企業向け融資の構造モデル

図 5-2 金利別貸出残高の推移

図 5-3 中小企業向けノンバンクの貸出残高推移

図 5-4 日栄と金融機関の関係（2001 年）

図 5-5 中小企業向け貸付市場の構造

図 5-6 中小企業再生ファンドの例（国・民間・地方自治体が連携するパターン）

表 5-1 ノンバンク 7 社の貸出残高推移

表 5-2 売掛債権担保融資保証制度の金融機関別取組状況（2002 年 9 月 27 日）

表 5-3 売掛債権担保融資保証制度の事例

第6章

- 表 6-1 「財務の機能」から見た社債の有効性
- 表 6-2 中小企業特定社債保証制度の申込要件（2005年度改正、要件③設定）
- 表 6-3 年度別の私募債の主な数値
- 表 6-4 引受金融機関別の私募債の状況推移
- 表 6-5 引受金融機関と償還期間のクロス集計表
- 表 6-6 引受金融機関と回号のクロス集計表
- 表 6-7 金融機関別回号の推移
- 表 6-8 都道府県別私募債の状況
- 表 6-9 業種別私募債の状況
- 表 6-10 私募債の金利と各項目の相関係数

第7章

- 図 7-1 私募債発行期とその前後の売上高および純利益の推移の比較
- 表 7-1 私募債の年度別概況（2000年度～2005年度）
- 表 7-2 長野県と諏訪地方の私募債の概況
- 表 7-3 諏訪地方で私募債を発行している企業リスト
- 表 7-4 私募債発行企業と非発行企業の比較
- 表 7-5 全国・中部ブロック製造業と諏訪地方私募債発行企業の適債基準項目比較（2004年）
- 表 7-6 全国・中部ブロック製造業と諏訪地方私募債発行企業の財務比率比較（2004年）
- 表 7-7 私募債発行前後の象限の3期分の推移
- 付表 7-1 全国・中部製造業および諏訪地方私募債発行企業の財務データ
- 付表 7-2 各象限の名称と位置付け

第8章

- 図 8-1 特定社債保証制度の概観と金融機関の役割

- 表 8-1 浅岡・野崎 (1992) および浅岡・野崎・柳 (1995) による手数料および手数料率
- 表 8-2 松尾(1999)による手数料および手数料率
- 表 8-3 徳島(2004)による手数料および手数料率
- 表 8-4 野田(2002)による手数料および手数料率
- 表 8-5 経済産業省(2004)による手数料および手数料率
- 表 8-6 ヒアリングをした企業の手数料率一覧①～③
- 表 8-7 ヒアリングにより得られた財務代理手数料の算出式
- 表 8-8 社債の発行者利回りのまとめ
- 表 8-9 貸出約定平均金利と私募債平均表面金利の比較

第 9 章

- 図 9-1 都道府県別人口の増減 (2006 年 3 月から 2007 年 2 月)
- 図 9-2 中小企業の借入依存度の推移
- 図 9-3 中小企業の私募債利用と地域活性化の可能性
- 表 9-1 金融機関の中小企業向け貸出残高
- 表 9-2 大企業と中小企業の社債発行残高と社債比率
- 表 9-3 金融機関引受私募債・少人数私募債・公募債の特徴比較
- 表 9-4 金融機関を介さない社債を発行した企業
- 表 9-5 2 社の私募債発行前後の業績推移