

中小企業金融と債券市場

柴田 武男

要 旨

東京都は中小企業のための債券市場を行政主導で開設し、2000年3月の第1回債から2002年3月の第3回債までで総計約5,200企業・発行総額1,900億円超の実績をあげている。2002年11月から募集が開始された第4回債ではC方式としてはじめて中小企業の発行する私募社債を中核金融機関が引き受けてCBO（社債担保証券）を発行するスキームを取り入れてイノベーションが進展している。こうした私募社債を用いた中小企業への資金供給手段として、中小企業庁の主導する特定社債保証制度があり、純資産額が3億円以上と緩和されたため、利用する中小企業が急増している。

東京都の債券市場を含めて制度融資を利用するほとんどの場合、中小企業は経営者の個人保証を連帯保証人の形式で求められてきた。本来、合名会社・合資会社と異なり株式会社は有限責任による経営のメリットを享受できるはずであるが、現実には個人保証を通じて中小事業者による株式会社は無限責任を負わされてきた。金融庁の「金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕」にも零細・中小事業と「代表者等との一体性」が行政の指針として掲げられている。

日本では、厳しい債務保証によって失敗した経営者の再起が難しいと指摘されてきた。中小企業経営者4万名で構成されている中小企業家同友会全国協議会でも連帯保証人の要らない制度融資の拡充や個人保証の有限責任化を提言している。東京都の債券市場や中小企業庁の特定社債保証制度が多くの中小企業者の関心を集めているのは、間接金融から直接金融にシフトした資金調達手段の多様化としての側面も指摘できるが、同時に、中小企業者の経営する株式会社が個人保証で縛られて合名・合資会社化しているなかで、日本の中小企業者が株式会社制度に託した有限責任という責任制度が私募社債の発行という形式で初めて実現可能という側面も指摘できる。

目 次

- I. はじめに
- II. 東京都における債券市場構想の展開
 - 1. 「第3回債券発行 政策効果測定の結果」の分析
 - 2. 第4回債のスキームの検討
- III. 中小企業庁による特定社債保証制度の検討
 - 1. 適債基準の妥当性
 - 2. 中小企業金融に占める私募社債の意義
- IV. むすびにかえて

I. はじめに

中小企業に対する資金供給が円滑に行われな
い、つまり中小企業への「貸し渋り」問題が指
摘されてからすでに久しい。間接金融である地
域金融機関が円滑に資金供給できないならば、
直接金融を利用して証券市場で中小企業が資金
調達を行えるよう市場を整備する動きが出てき
た。中小企業が証券市場を利用する場合まず考
えられるのは、未公開株式市場である。未公開
株式市場で代表的なものが、「店頭取保有価証
券・気配公表銘柄」、通称「グリーンシート」
で、1997年に日本証券業協会により制度化さ
れた未公開株式の流通市場である。「上場企業並
の一定のディスクロージャーを行っている未公
開企業の株式を「店頭取保有価証券」と呼び、
この中で証券会社が気配（株価）を継続して提
示している銘柄を「気配公表銘柄」と呼んでい
る」¹⁾わけであるが、「現在の指定社数（平成15
年2月7日現在）64銘柄（エマージング42銘
柄、フェニックス4銘柄、リージョナル18銘
柄）」²⁾にしか過ぎない現状であり、注目すべき
試みとしても規模的に中小企業の資金調達の主
力にはなりえない。さらに公開株式市場として
JASDAQ、東証マザーズ、大証ヘラクレスな
どの中小中堅ベンチャー企業向けの株式流通市
場があり、中小企業がアクセスしやすい市場へ
と整備が進められているが、「貸し渋り」にあ

う中小企業の資金調達市場としては機能してい
ない。

中小企業が利用する証券市場として整備され
ているのは、株式市場ではなくむしろ債券市場
である。株式市場が取引所といえども曲がりなり
にも民間組織主導で整備が行われているのに
対して、債券市場は行政主導で行われているの
が大きな特色である。中小企業支援の政策とし
て中小企業の利用できる債券市場の整備が進め
られていて、その中心的なのが東京都による債
券市場構想であり、もう一つが中小企業庁によ
って行われている特定社債保証制度である。本
稿ではこの二つの制度を中心に考察し、中小
企業金融に占める債券市場の意義を考えたい。

II. 東京都における債券市場 構想の展開

東京都の債券市場構想は、「中小企業の大多
数は、資金調達を銀行借入などの物的担保が必
要とされることがある間接金融に依存しており、
優れた発想力や高い技術力をもった企業でも
十分な資金調達ができない例があります。東京
の誇る「優秀で元気のある」中小企業に直接
金融への道を拓き、円滑な資金調達を可能に
することで中小企業の振興につなげ、ひいては
東京の産業を活性化させようというのがこの構
想の出発点となりました。」³⁾というもので、1999
年8月に実施した債券市場「1万社アンケー

図表1 東京都による債券市場での発行実績

	第1回(12年3月)	第2回(13年3月)	第3回(14年3月)	
			[A方式]	[B方式]
発行金額	694億2,500万円	324億8,400万円	830億8,200万円	50億1,600万円
			合計880億9,800万円	
参加企業数	1,715社	952社	2,313社	176社
			合計2,489社	
中核金融機関	富士銀行 しんきん信託銀行 +メルリンチ証券	三和銀行+東海銀行	三井住友銀行	東京スター銀行 +BNPパリバ証券
窓口金融機関	富士銀行 第一勧業銀行 さくら銀行 あさひ銀行 三和銀行 東京三菱銀行 都内全信用金庫 東海銀行 東京都民銀行 住友銀行 大和銀行 日本興業銀行 横浜銀行	三和銀行 あさひ銀行 東海銀行 富士銀行 さくら銀行 第一勧業銀行 東日本銀行 都内全信用金庫 住友銀行 東京都民銀行 横浜銀行 大和銀行	三井住友銀行 U F J 銀行 富士銀行 あさひ銀行 東京都民銀行 商工中金 第一勧業銀行 大和銀行 都内全信用金庫	東京スター銀行
融資金利	3.14%(オールイン)	2.67%(オールイン)	2.47%(オールイン)	平均2.92%
発行方式	私募ABS方式	公募ABS方式	私募ABCP方式	私募ABS方式
期間・返済条件	3年・期限一括返済		5年 (2年据置後分割返済)	1.2.3年から選択 ・分割/一括返済選択
融資金額	最大5,000万円/1社		最大8,000万円/1社	最大5,000万円/1社
デフォルト状況	(2年3ヶ月経過ベース)	(1年3ヶ月経過ベース)	—	—
	48件/2.55%	6件/0.58%	—	—
	17億7,168万円/2.52%	1億6,501万円/0.48%	—	—
トピックス	日本初の行政主導の債券発行・証券化事業	公募販売方式導入/より直接金融に	過去最大の資金供給実現	日本初の財政負担なしスキームの実現

〔出所〕東京都産業労働局ホームページ(www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo)

ト」を基にして「過去三回で総計約5,200企業・発行総額1,900億円超の実績」をあげている。図表1に見られるように、第1回から第3回まで中核金融機関はすべて異なっており、それに伴って債券発行の仕組みも異なっている。

第3回までの債券発行の詳細は拙稿⁴⁾を参照していただくとして、東京都の債券市場構想でもっとも評価できるのはまさにこの点である。債券発行のたびに、東京都は金融機関(内外の銀行・証券会社・保険会社・格付機関等)に対

して説明会を開催し、債券発行についての基本的な考え方・具体的な提案の依頼について説明し、もっとも東京都の政策意図に近いスキームの公募を行っているのである。2000年3月の第1回債から2002年3月の第3回債まで絶えず発行方式の革新が行われてきたのである。本節では、拙稿では取り上げられなかった「第3回債券発行 政策効果測定の結果」⁵⁾と「第4回債券発行スキーム」について検討を加えて、東京都の債券市場構想の展開を確認し、中小企業金融における債券市場の意義についての検討材料にする。

1. 「第3回債券発行 政策効果測定の結果」の分析

東京都産業労働局による分析では、以下の点が指摘されている。

「■CLO 参加企業の企業規模は売上高10億円から50億円が多いが、前回以前と比較すると10億円未満の企業が増加している。また、売上平均は19億8,100万円と、前回平均(20億5,700万円)、前々回平均(30億3,100万円)を大きく下回り、CLO 参加企業の全体的な売上規模縮小がみられる。

■資本金についても同様の傾向があり、1,000万円から3,000万円の企業割合が毎年増加している。資本金平均も4,398万6,000円と前回(5,263万円2,000円)を大きく下回ったことから、CDO 参加企業全体的に資本規模が縮小していることがわかる。

■従業員については、従業員10人以下の小規模企業が増加傾向にあり、51人以上の企業が減少傾向にある。

■このような各分布状況において、規模の小さい企業割合が増加しつつあるが、参加企

業の85.9%が~~株~~帝国データバンク評点にて50点以上の中堅クラスであり、比較的信用度が高い企業の参加が多いといえる。

■なお、今回は属性をA方式(2,163社)とB方式(16社)に分けて分析している。A方式は分析対象全体(2,324社)の約93%を占め、今回参加企業全体の結果とはほぼ同様の結果となっている。

■B方式は、A方式と比較すると、売上高規模や従業員規模は小さいが資本金規模はやや大きい。また、過半数以上の企業が~~株~~帝国データバンク評点にて50~54点であり、65点以上の高評点も無いものの、大部分が中堅クラスの企業で構成されている。」

第3回債券発行の特長は二つの方式を併用したことである。一つは、保証協会を活用した従来型スキーム[A方式]でありながら、発行債券を期間6ヶ月の短期のABCP(Asset backed CP=資産担保CP)にしたことで、分割弁済可能・コストの低減・金利抑制・6ヶ月毎の変動金利、さらに融資対象期間を従来の3年から5年にして、2年据置・3年目から分割返済という条件で参加企業の利便性が向上したことから、過去最大の約4,334件申込金額約1,916億円に達し、実際の参加企業も2,313社、発行金額830億8,200万円となった。

もう一つは、保証協会が関係しない債券市場構想初の純民間ベーススキーム[B方式]であり、東京都からすれば財政負担のないスキームであり、それは金融機関がリスクを引受ける方式であり、融資条件の多様化(期間・返済方法を選択可能に)を実現するものである。相談件数は、約1,250件におよんだが、実際の参加企業は176社融資総額50億1,600万円、そのうち41億円をABS発行で資金回収した。B方式は東

京都の債券市場構想において画期的なものであるが、1,250社にもおよぶ相談件数を集めながら、結局176社50億1,600万円の融資に留まったのは、信用保証協会の保証無し・原則無担保の融資を既存金融機関が中小企業に対して実行するのがいかに困難かを示唆している。

ただしスキームのイノベーションは確実に進んでいて、「政策効果測定の結果」から理解できるように参加企業の経営規模は低下傾向にあり、従業員10人以下の小規模企業でも395社で全体の17%に達している。

課題の多くは参加企業の資金使途等にある。⁶⁾「今回のCLOについて1)～5)は複数回答可)」によると、「CLOを知った方法」という設問では「金融機関」が「91.7%と前回、前々回と同様、9割以上を占めており、金融機関による積極的なアプローチがCLOの認知に貢献している」のは当然のこととして、「2) CLOを利用した理由」という設問では「金融機関の勧め」が「64.0%と最も多くなっている。しかし前回と比較すると約8ポイント減少しており、微増となった「資金が必要」および「東京都が主導したため」によって吸収されている。また実質的な理由としては、「無担保借入が魅力」が44.5%で最も多く、前回よりも約10ポイント増加している。次いで「返済方法が魅力」が22.4%と、借入条件を評価する回答が続いている。なお、原則無担保であり保証人も要しないB方式にて参加したBグループにおいては、「無担保借入が魅力」と回答する企業割合が「金融機関の勧め」を上回る結果となった」ということであり、中小企業において「無担保借入」の魅力は相当大きいと分析できる。

今回の政策的課題は、資金使途である。資金使途の設問では、「仕入れ資金40.9%、設備投

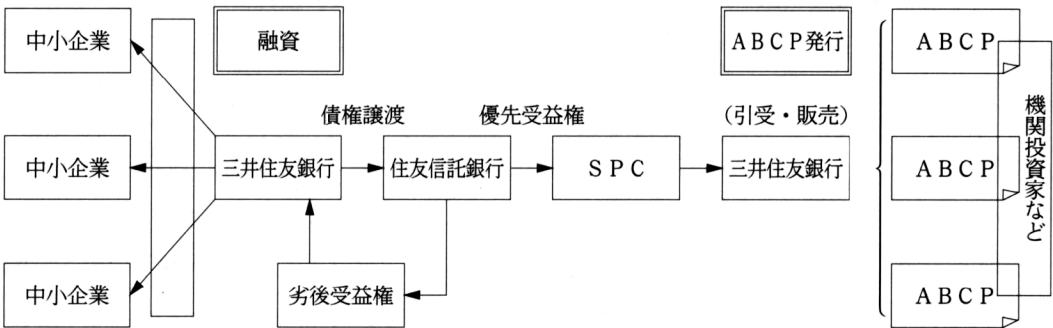
資18.1%、研究開発費13.7%の順で多かった。また、手許余裕資金も52.3%と多く、2)の利用理由で「とにかく資金が必要」が少なくなかったことを考えあわせると、資金繰りに窮している企業は少なく、金融収縮に備えるべく手許流動性の向上に役立てている」ということになり、生産的な設備投資や研究開発資金使途にはあまり用いられず、手許余裕資金としての利用が多い点は全面的には否定できないとしても、東京都の政策意図から必ずしも好ましいことではない。

今回のアンケートでは、次回4回債の発行に向けて、単独発行私募債について調査している点が興味深い。「問6. 私募債を発行した場合の金利」についての設問では、「企業の単独私募債発行の金利について、今回のCLO発行金利と比べて「金利が今回と同程度なら利用する」と回答した企業は37.1%と前回と同水準となった。また、「金利が今回より安ければ利用する」と回答した企業が5ポイント近く減少した一方、「わからない」の回答は微増した。その他の回答はほぼ前回までと同水準で推移している」ということであるが、金利が安ければ利用するのは当然として、問題は「今回より高くても利用」が62社(12.4%)も存在していることである。金利負担増を越えて中小企業の一部には、私募債発行の動機があることを示している。この点は後の節で詳細に論じたい。

2. 第4回債のスキームの検討

第4回債はスキームが発表され、A方式(2003年3月14日締切)を除いて現時点では募集は終了しているが、参加企業の概要は未だ発表されていないのでスキームの検討にとどまる。

図表2 第4回債券発行 [A方式] のしくみ

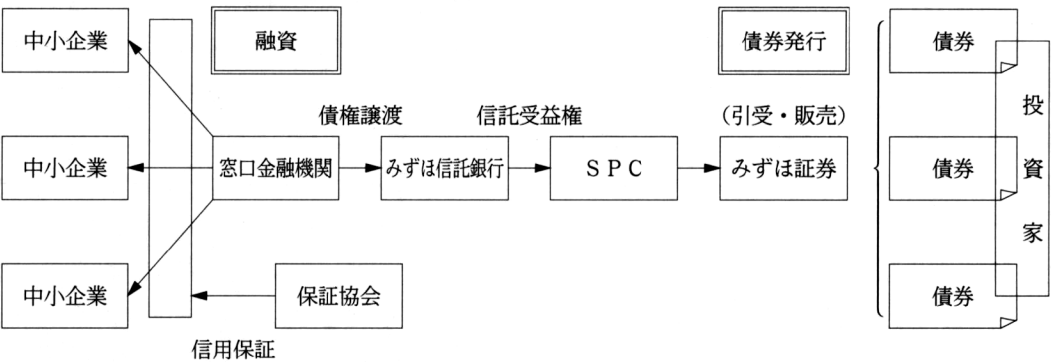


- 投資家からの資金を参加企業の皆様に供給するしくみです。
- 東京信用保証協会の保証承諾は不要です。(金融機関の個別審査は必要です)

- ・参加企業は三井住友銀行より融資を受け、同行は当該貸付債権を信託銀行に譲渡する。
- ・信託銀行は取得した貸付債権を信託財産とし、発行する優先受益権をSPCに譲渡する。
- ・SPCは取得した信託受益権を裏付けとするABC P(資産担保コマーシャルペーパー)を発行。
- ・ABC Pを投資家に販売、劣後部分は劣後受益権形式で、三井住友銀行が取得する。

[出所] 図表1に同じ

図表3 第4回債券発行 [B方式] のしくみ



- 投資家からの資金を参加企業の皆様に供給するしくみです。
- 東京信用保証協会をご利用いただくことで幅広い窓口となります。

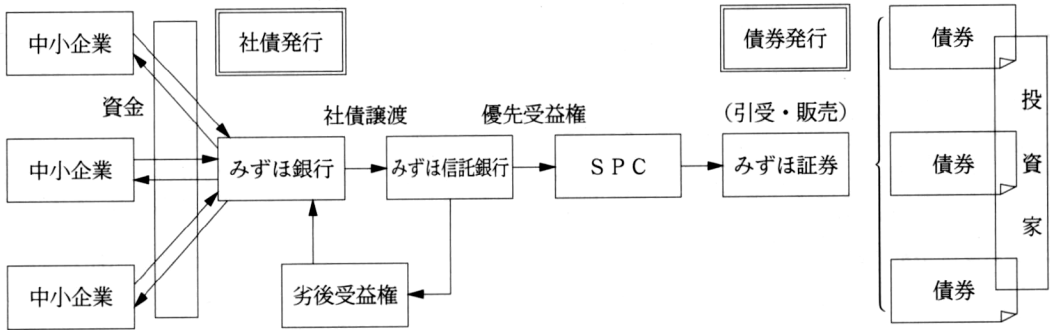
- ・参加企業は協会保証付融資を受け、窓口金融機関は当該貸付債権をみずほ信託銀行に信託譲渡し、信託受益権を取得する。
- ・窓口金融機関は取得した信託受益権をSPCに譲渡する。
- ・SPCは取得した信託受益権を裏付けとする債券(CLO: ローン担保証券)等を投資家に販売。
- ・融資期間は5年・固定金利・2年間元本据置後、分割返済。

[出所] 図表1に同じ

A方式・B方式・C方式の3方式のスキームの概要は図表で理解されたいが、過去のスキームとの関連については言及が必要であろう。第4回債のA方式は、東京信用保証協会の保証承

諾は不要で中核銀行(三井住友銀行)が参加中小企業に融資を実行し、そのローン担保証券をABC P(資産担保コマーシャルペーパー)として機関投資家に販売するものであり、これは細

図表4 第4回債券発行[C方式]のしくみ



- 参加企業の皆様が社債を発行して資金調達するしくみです。
- 企業としてのステータス向上／直接金融の第一歩となります。

- ・参加企業は社債（私募債）を発行し、みずほ銀行が引き受ける。同行は、社債をみずほ信託銀行に信託譲渡し、信託受益権を取得する。
 - ・みずほ銀行は取得した優先受益権をSPC（特別目的会社）に譲渡する。
 - ・SPCは取得した優先受益権を裏付けとする債券（CBO：社債担保証券）を発行。
 - ・CBOはみずほ証券が引き受け、投資家に販売する。
- 〔出所〕図表1に同じ

かい点は異なるとしても第3回債のB方式と同様のスキームである。この二つの方式は信用保証協会の保証が付かないという点で東京都の財政負担が無い純民間ベースでのCLOということになっているが、前回は50億1,600万円と融資額が低調に終わったわけで、この問題がどの程度クリアされているのかが注目される。

B方式は信用保証協会の参加するスキームで第1回債から行われているもので、新味はないが信用保証協会が関わることで窓口金融機関が広がり多くの中小企業の参加が見込まれる。

今回の最大のイノベーションは、C方式である。C方式は中核金融機関（みずほ銀行）が参加中小企業に融資をするのではなく、私募社債を引き受けることで資金供給を実現するものである。この社債担保にCBO（Collateralized Bond Obligation＝社債担保証券）を発行するもので、「中小企業の社債を束ねて証券化する行政主導による日本初のCBO」と東京都のホームページで解説されている。参加企業は融

資ではなく社債発行による資金調達ということで、資金調達手段の多様化ということと同時に、より直接金融にステップアップしたスキームということになる。

CBO自体は「貸し渋り」の激化した1999年前後にすでに発行が急増し、今回の東京都の試みは「行政主導」という点のみが新しいものである。ただし、「これまでのCBOは裏付けとなる私募社債の数が少なく、リスクが分散されていないという懸念があった。そんな懸念が表面化したのが昨年（2001年＝引用者）4月のCBOの格下げだ。裏付けとなる15の社債発行企業の一つであるベターライフが民事再生法を申請したためだ。国内でCBOが格下げされたのは初めて。裏付け資産の数が少ないことへのリスクが改めて指摘され、私募債を束ねた大型のCBOは姿を消した⁷⁾という事情がある。このような事情の中で、前回第3回債でB方式の中核金融機関となった東京スター銀行はCBOではなくCLOを選択したわけで、その理由は

「銀行なので債券よりもローンの方が扱いになっているため⁸⁾」というきわめて実務的な理由で説明されている。

東京都の債券市場構想のポイントはニューマネーである。銀行が相対で中小企業に融資するだけでは、銀行の貸し付け資金枠で制約が生ずるが、貸付債権を転売して銀行が資金を回収すれば、その資金を再び融資に活用できるとの考え方である。そして、金融仲介機関として銀行を活用するというのが、債券市場構想のポイントであれば、「ローン債権を流動化するには債権譲渡という行為があり、それには第三者への対抗要件など法律で定められた規定をクリアする必要がある、この点は無記名で譲渡を前提とした債券（私募債）を使ったCBOの方が手続き上は簡単とみられる⁹⁾」という事情はある。この意味でニューマネーの供給をコンセプトとする東京都の債券市場構想でCLOからCBOへとスキームが進展したことは評価できるとしても、既存の金融機関の債券より融資が手慣れているという実務上の慣行を第4回債のC方式がどの程度打破できたのか注目すべき点である。

また中小企業側からすると、私募社債の発行は企業金融としてどのような意味を持つのか考察されねばならないが、これは次節で取り扱う中小企業庁の特定社債保証制度の検討と合わせて行いたい。

Ⅲ. 中小企業庁による特定社債保証制度の検討

特定社債保証制度とは、次のような政策的目的を実現するために中小企業信用保険法を根拠法に実現されたものである。

「金融自由化の流れの中で、様々な金融技術の発達や直接金融と間接金融との垣根の低下等を背景として、多様な資金調達が進展しつつある。しかしながら、中小企業に関しては、業況や財務状況が比較的良好な企業であっても、資本市場へのアクセスのノウハウが乏しく、このため、リスク評価に係る情報整備が遅れているという実態があり、一方で投資家の立場からはリスク情報の入手が困難である等の事情から、未だに資金調達の大宗を間接金融に依存する構造となっている。

このため、中小企業に対して社債発行を通じ直接金融の途を開き、その資金調達の多様化・円滑化を図ることを目的として、平成12年4月から中小企業が発行する私募債の金融機関の引き受けに対して、信用保証協会が保証を付す、「特定社債保証制度」が創設された。本制度は、部分保証制度の導入により、金融機関に対してリスクテイクを求めた初めての信用補完制度（1割のリスク負担）となった。制度創設からこれまで平成14年4月末現在で約4,300件、約4,100億円の利用実績を上げている¹⁰⁾

この特定社債保証制度は図表5で見られるように、中小企業庁は2002年4月、特定社債保証制度を利用できる企業の条件を、純資産5億円以上から3億円以上に緩和した。これによって、「中小企業80万社の決算データを集計している中小企業信用リスク情報データベース(CRD)運営協議会によれば、株主資本5億円以上だと全体の4%程度しか該当しなかったが、新しい基準では12%まで拡大する。中小企業の資金調達手段の多様化を目的に特定社債保証制度がスタートしたのは2000年4月。保証協会の保証はそれまで融資に限られてきたが、中小企業の資金調達手段を多様化するため、4億

図表5 改正された現行の適債要件

項 目		基 準	充足要件
ス ト ック	①純資産額	5億円以上	必須条件
	②自己資本比率	15%以上	②または③のいずれか1つ以上充足
	③純資産倍率	1.5倍以上	
フ ロ ー	④使用総資本事業利益率	5%以上	④または⑤のいずれか1つ以上充足
	⑤インタレスト・カバレッジ・レーシオ	1.0倍以上	

または、
＜追加された適債要件＞

項 目		基 準	充足要件
ス ト ック	①純資産額	<u>3億円以上</u> <u>5億円未満</u>	必須条件
	②自己資本比率	<u>20%以上</u>	②または③のいずれか1つ以上充足
	③純資産倍率	1.5倍以上	
フ ロ ー	④使用総資本事業利益率	<u>10%以上</u>	④または⑤のいずれか1つ以上充足
	⑤インタレスト・カバレッジ・レーシオ	<u>1.5倍以上</u>	

のいずれかに該当する中小企業者を対象する。

〔出所〕経済産業省中小企業庁ホームページ（www.chuso.metigo.jp/kinyu/tokutie-tekisai-yoken.htm）

5,000万円を限度に私募債の保証が認められるようになった。私募債発行額は急速に拡大。2000年4月から今年2月までの発行額は3,873億5,200万円に達し、「予想をはるかに上回る数字」〈全国信用保証協会連合会〉になっている。ただ、これまで純資産額が5億円以上とハードルが高かったため一部の優良企業しか利用できなかった¹¹⁾ということで、対象企業は約3倍に拡大している。

最大の東京信用保証協会では、制度が開始した2000年度で保証申込件数1,029社件数1,387件金額1,580億4,500万円に対して保証承諾642社796件722億2,500万円となっていて、金額ベースで46%の保証承諾率になっている。翌年度の2001年度は331件256億7,700万円と対象企業が

一巡して保証承諾金額も件数も低迷してきたことは指摘できる。その意味で、適債基準を緩和したことは政策的にも妥当なことであろう。ここではまず二つの問題を検討したい。一つは適債基準の妥当性と中小企業金融に占める私募債の意義である。

1. 適債基準の妥当性

適債基準はまず純資産額を5億円以上から3億円以上と緩和したのであるが、問題となるのはデフォルト率である。このため以下のような基準の強化措置も執られている。

「現行の保険料率（0.6%）を前提としつつ、本制度の設計上の推定デフォルト率である2.1%を超えないよう適債要件の設計を定めることとした¹²⁾。具体的には、純資産額要件を3億円以上と緩和する一方で、当該緩和により上昇するリスクを相殺するため、自己資本比率（15%－20%以上）とインタレスト・カバレッジ・レーシオ（1.0－1.5倍以上）等の引き上げを行った」（注）デフォルト率の推定は、CRD（中小企業信用リスク情報データベース）に蓄積された財務情報を元に分析を行い、推定したものである。CRDは、中小企業者の財務・非財務情報（主として平成7年度決算書以降）を蓄積し、その統計分析を行っている。全国52の信用保証協会と政府系・民間の金融機関20機関が会員となっており、平成14年3月現在、法人で約85万社分（約250万件の決算書）のデータが蓄積されている。¹²⁾

CRD（Credit Risk Database＝中小企業信用リスク情報データベース）とは、中小企業庁の主導の基に全国52の信用保証協会および20の政府系・民間金融機関が会員として参加し、これらが有している「取引先中小企業の財務データ・非財務データ及びデフォルトデータ¹³⁾

について、全て匿名の形で情報収集し、その統計的分析を行うことにより、中小企業の信用リスク定量化、ひいては「中小企業金融の円滑化」を推進していくことを最大の狙いとしている。(注) CRD では、3 カ月以上の延滞先・実質破綻先・破綻先及び代位弁済先(信用保証協会のみ)をデフォルトと定義している¹³⁾ものであり、中小企業信用に関して最大級のデータベースといえよう。「将来性のある中小企業に対する円滑な金融を確保するためには、金融機関が中小企業の信用力を適正に評価した上で、たとえ担保が無くても「リスクに見合ったリターン」が得られる仕組みを作っていくことが不可欠であろう¹⁴⁾という問題意識は正しいとしても、「しかし、金融機関にとって中小企業の信用力を適正に評価するというのは極めて難しい。なぜなら中小企業の場合、一般的に情報開示が不十分であることに加え、これまで中小企業のデフォルト(債務不履行)に関する統計的情報の整備が行われてこなかったため、実際のところ、どういう特質を持った企業がデフォルトしやすいのか、ということが経験的には分かっている、客観的に数値化することが出来ないためである¹⁵⁾という事情があるからである。

そのための CRD ということになるのであるが、ここに二つの難問が浮上してくる。一つは制度金融としての問題である。特定社債保証制度などのような中小企業支援策では、単に採算のとれる保証料率を設定すれば良いのではなく、その制度を通して中小企業の活性化が目的とならねばならない。つまり、中小企業の負担できる保証料率を設定して、その範囲で採算性も考慮しなければならないのである。信用保証協会は黒字で経営は安定しましたが、ただし中小企業は保証料の負担で経営が苦しくなりまし

た、では本末転倒と言うことになる。

もう一つは、中小企業経営の特殊性をどう考慮するのかという点である。例えば、「売上高経常利益率と実績デフォルト率との関係では、「若干の赤字先の方が、若干の黒字先よりもデフォルト率が低い。」という常識からは不自然な結果が出ており、その背景には利益操作の影響があるものと容易に推察される¹⁶⁾という指摘もあり、中小企業の経営状態の把握は一筋縄ではいかない。また、同じ中小企業でも中堅規模のものから零細のものまで範囲は広い。そのため、次のような指摘も重要である。

「一口に中小企業といっても、その事業規模は様々である。例えば大企業に近い中堅企業と個人経営に近い小規模企業について、企業規模を無視して一つの基準だけで単純比較することは禁物であろう。その事実を統計的に示しているのが図表 5 であり、具体的には売上規模別にデフォルト企業の特質を調査したものである。この結果から明らかなことは次の 3 点である。すなわち、①企業規模とデフォルト率には関連性がほとんど無い、しかし、②各売上規模の企業群全体に対する債務超過先・経常赤字先の構成比は、企業規模が小さいほど大きくなる傾向にある、一方、③債務超過先・経常赤字先全体に占めるデフォルト率については、企業規模が小さいほど低くなっている、ということである。

つまり、企業規模が小さくなるに従って、決算書表面上の債務超過・経常赤字という事実とデフォルトとの関係が相対的に低くなっていく、ということである。したがって、仮に金融機関が、決算書表面上の債務超過・経常赤字という事実だけを理由として与信判断を一律に厳しくする、ということを行えば、企業群全体に

ついで言えば企業規模が小さくなるほど不利に扱われてしまう、ということになるであろう。」¹⁷⁾

とはいえ、中小企業経営の特殊性を考慮しながらもある程度の計量化をしなければ制度金融は実施できない。その苦心の策が、純資産基準は緩和して、逆に株主資本比率、使用総資本事業利益率、インタレスト・カバレッジ・レシオの三点については基準を強化するというものであった。

膨大な中小企業の財務データを用いて行われている信用保証事業であるが「全国の信用保証協会が倒産企業の債務を肩代わりする代位弁済が増加し続けている。2002年度上半期（4～9月）の代位弁済額は6,792億円と前年同期に比べ10%増え、上半期としては過去最高になった。年度でも過去最悪だった昨年度を上回る可能性が高い」¹⁸⁾という現実があり、過去最悪だった2001年度の代位弁済額は1兆2,349億6,600万円であった。長期化する不況の中で、過去の財務データを駆使しての信用保証事業は苦境に立たされていて、中小企業支援策としての信用補完事業は厳しい現実と直面している。

2. 中小企業金融に占める私募社債の意義

金融機関にとって特定社債保証制度のメリットはどのようなことであろうか。中小企業総合事業団のまとめた「金融機関の窓口からみた中小企業向け貸出、信用保証付貸出等の動向に関する調査の概要 [平成14年度下期見通し]」¹⁹⁾では、平成14年9月下旬に金融機関310店舗（本・支店）（都市銀行60店舗、地方銀行64店舗、第二地方銀行54店舗、信用金庫105店舗、信用組合27店舗）に対して郵送によるアンケート調査（回答数281店舗 [回答率 90.6%]）を

実施した。

このアンケート調査によると、利用状況は以下のようなものである。

「平成14年度上期において取引先中小企業に私募債発行のニーズがあったとする店舗数は全体の約5割（49.3%）を占めており、そのうち信用保証付私募債の「引受けがあった」とする店舗数が7割強（73.0%）を占めている。取引先中小企業に私募債発行のニーズがあったとする店舗数のうち信用保証付私募債の「引受けがあった」とする店舗数の占める割合を金融機関業態別にみると、地方銀行が最も高く（92.5%）、次いで第二地方銀行（71.4%）、都市銀行（57.7%）等となっている」²⁰⁾

信用保証付私募債引受けへの取組みの姿勢と理由については、以下のような調査結果が得られている。

「今後1年間における信用保証付私募債引受けへの取組みについては、全体の約6割（60.3%）の店舗が「積極的」又は「やや積極的」としている。この「積極的」又は「やや積極的」とする店舗数の割合を金融機関業態別にみると、地方銀行（93.4%）が最も高く、次いで都市銀行（88.1%）、第二地方銀行（63.2%）等となっている。また、「積極的」又は「やや積極的」とした理由としては、「優良な取引先を確保するため」（84.1%）が最も多く、次いで「将来性のある取引先を育成・支援するため」（66.5%）、「適債基準の緩和により取引対象となる中小企業の数が増えたため」（50.0%）等となっている。

金融機関業態別にみると、最も多い理由として、都市銀行は「将来性のある取引先を育成・支援するため」、地方銀行、第二地方銀行、信

用金庫及び信用組合は「優良な取引先を確保するため」をあげている。²¹⁾

より積極的に関わっている地方銀行にしても、中小企業の財務を考慮していると言うより、取引先を確保するという事情が優先している。つまり、私募債発行については、取引先中小企業の意向が優先していると考えられる。それでは、中小企業にとっての特定社債保証制度のメリットとは何か。

特定社債保証制度について東京都の政策効果測定のようなものは公表されていない。そこで東京都の調査を援用してこの問題を考察してみる。東京都は第4回債でのC方式で中小企業の私募債を中核金融機関が引き受けるスキームを実現している。このスキームの実現は、前述のように、単独発行私募債について調査して「問6. 私募債を発行した場合の金利」についての設問から、金利が安ければ利用するのは当然として、問題は「今回より高くても利用」が62社(12.4%)も存在していることをすでに指摘して、金利負担増を越えて中小企業の一部には、私募債発行の動機があることを示した。

C方式は中核金融機関が中小企業の社債を引き受ける形で資金供給することが最大のイノベーションであるが、実務的に細部を見ると今までの方式と全く異なっている点がある。従来方式ではすべて連帯保証人を要求していることである。それも「代表取締役を連帯保証人として徴求(第三者連帯保証人は不要)」(第4回債A方式)であり、「連帯保証人を要する。この場合、原則として参加企業代表者個人とする。ただし、第2～3回CLO[A方式]残高との合計額が5千万円を超える場合には、必要に応じ代表者個人のほかに1名以上の第三者連帯保証人を要する場合がある」(第4回債B方式)と

いうように、融資中小企業の社長の連帯保証が要求されている。C方式で初めて私募社債の形式を通じて保証人が不要となっている。特定社債保証制度においても、東京信用保証協会では利用のメリットとして「長期の安定した資金調達が図れます。期間は2年から7年までの1年単位・返済は満期一括償還・利払は6ヶ月毎後払い方式ですので、期中の返済負担を気にすることなく事業に専念できます。

企業としてのステータス向上効果が期待できます。社債発行は適債基準をクリアした優良企業に限られるため、『優良企業・成長企業』としての評価が期待できます。

店頭公開、上場に向けての第一歩としての意義があります。多くの優良企業が私募債発行を資本市場への入口として活用してきました。²²⁾として「(6)担保 原則として保証金額2億円を超える場合(発行額2億3,000万円以上の場合)には、当協会にて担保設定させていただきます(登録免許税は通常の1/4です)。(7)保証人 保証人は不要です。²³⁾としている。このことは中小企業経営者にどのような意味を持っているのだろうか。

中小企業経営者4万名で構成されている中小企業家同友会全国協議会では、「2004年度国の政策に対する中小企業家の重点要望・提言(第一次案)(2003.2.3)」²⁴⁾として、「経済産業省は、保証料率を0.3%引き上げる予定であるが、低金利の中、一般保証料率を1.3%とすることは保証料の負担感を突出させる。引き上げをやめ、むしろ保証料免除措置の導入を検討すること。また、連帯保証人の要らない制度融資の拡充を進めること」を提案し、さらに「中小企業が倒産した場合、個人の最低限の財産保障と再起できる条件を整備するため、破産法の改

正など個人保証の有限責任化を進めること。また、経営者が倒産した際に家族との生活を維持し、再起ができるための共済制度などの創設を検討すること」を提起している。

中小企業において個人保証への恐怖感は大い。経営者が個人保証していれば、会社が倒産したとき家族共々生活を維持できなくなる。このことは、国民生活金融公庫総合研究所の発表した「2度目の開業」に関する実態調査結果＊（平成13年11月30日発表）²⁵⁾でより問題が明確となる。この調査は、「過去に自分自身で興した事業を廃業・倒産させた経験をもっており再度新たに事業を始めた経営者。1999年4月から2001年3月に貸付を行った普通貸付、生衛貸付にかかる融資先企業のうち、融資時点で閉業後5年以内の企業（閉業前の企業を含む。ただし、不動産賃貸業を除く。）」で2001年8月に236件の回答に対して、アンケート回答企業を含む36企業について、訪問による聞き取り調査を実施したものである。調査目的は、「近年、創業活動が停滞している要因の一つに、わが国では「事業に一度失敗した者が再起することが難しい」ということが、しばしばあげられる。その理由として、

① わが国社会は、金融機関をはじめとして、失敗した経営者は同じことを繰り返すのではないかと考えるなど、失敗に対して寛容ではないこと〈参考〉

② 廃業・倒産により資産のほとんどを失ってしまうケースが多いこと

などが指摘されている。だが、こうした指摘に具体的な根拠があるわけではなく、実態は必ずしも明らかではない。そこで、過去に廃業・倒産した経験をもつ経営者を対象に、廃業・倒産から再び開業するに至る取り組みの実態を明

らかにすることにより、わが国では本当に失敗から再起することが難しいのかを検証し、業務の参考に供することとした」ということであるが、「我が国社会はビジネス上の失敗に冷たいと思うか」という設問でも「そう思う」が80.5%に達している。こうした状況の中で、「現在の事業を経営しているなかで廃業経験がマイナスになっている点があるかどうかについては、89.4%が「特にない」と回答している。過去に廃業した経験や事業を経営した経験を現在の事業に生かしているかということについては、76.2%が「生かしている」と回答している。「生かしている」と回答した企業について、具体的にどのような点に生かしているのかをみると、大きく実務面と経営姿勢面の二つに分けることができる。実務面については「顧客の開拓・マーケティング」(35.2%)、「商品・サービスの企画、開発」(32.4%)、「コストの削減」(25.7%)「財務管理・経理処理」(23.5%)が多く、経営姿勢面では「経営危機への備え」(41.9%)、「長期的な視点に立った経営の実行」(35.2%)をあげる企業が多くなっている」ということで、廃業経験がその後の経営にプラスになっている点が伺える。

負債については、「廃業時点で負債が残っていたかどうかという点についても、56.5%が「廃業までにすべて清算した」と回答している。廃業時点で残っていた負債金額の分布をみると、負債総額（未払金と借入金の合計）、未払金、借入金のそれぞれにおいて「500万円未満」が50%前後を占めており、負債が残っている場合でも比較的少額にとどまっているケースが多いと考えられる。廃業時点で残っていた負債の整理状況をみると、未払金、借入金ともに廃業後に一括で清算、および廃業後に分割で支

払った（もしくは支払中の）割合が大半を占めている。総じて、誠意をもって負債の整理に当たった経営者が多いといえる。」という調査結果をもとに「半数以上が廃業するまでに負債を清算しており、負債が残った場合も誠意をもって対応しているケースが多い」とまとめているが、これはむしろ、負債が無事清算できる範囲であったから二度目の開業が行えたと理解すべきであろう。そして報告書全体のまとめとして、「一度失敗した者が再起することは必ずしも難しいわけではない」として「わが国では一般に、失敗した経営者に対して寛容ではなく、また、廃業・倒産時に資産を失うことが多いために、再起することが難しいといわれている。しかし、調査結果をみる限り、こうしたことは必ずしも正しいとはいえない。

- ① 「２度目の開業」企業は、事業の立ち上げやパフォーマンスなどの面において、総じて新規開業企業よりも優れている。
- ② 廃業経験から学んだことを現在の事業に生かしている経営者が多い。
- ③ ほとんどの経営者が負債をうまく整理しており、一定の資産を残すことに成功している者も少なくない。
- ④ 民間金融機関等はすべての廃業・倒産情報を把握しているわけではなく、金融面において再起を妨げる制度的な要因は見あたらない。」

と結論している。「２度目の開業」企業は、事業の立ち上げやパフォーマンスなどの面において、総じて新規開業企業よりも優れている」というのは、失敗の経験が以後の経営に生かされていると考えれば首肯できるが、再起に成功した事業者だけを対象に「廃業・倒産時に資産を失うことが多いために、再起することが難し

いといわれている。しかし、調査結果をみる限り、こうしたことは必ずしも正しいとはいえない」とか「ほとんどの経営者が負債をうまく整理しており、一定の資産を残すことに成功している者も少なくない」とかの結論を導くのは強引であろう。また、「現状では、すべての廃業・倒産情報が民間金融機関の間で広く流通しているわけではなく、とくに小企業については本人が申し出ない限り、金融機関側で把握することは困難とみられる。つまり、現実には、廃業・倒産経験をもっていることが金融機関から融資を受けるためのネックになっている可能性はかなり低いと考えられる」ことをもって、「金融面において再起を妨げる制度的な要因は見あたらない」と断定するに至っては、問題意識のすれ違いを指摘するしかない。

IV. むすびにかえて

日本の会社制度は保険業務だけを対象にした相互会社を除いて、合名会社・合資会社・有限会社・株式会社の四通りがあり、合名会社・合資会社と有限会社・株式会社とのもっとも大きな相違は、無限責任か有限責任かということにあることは基本知識である。合名会社・合資会社は無限責任社員が存在し、無限責任社員全員が会社債務について会社債権者に対して、直接に、出資額を限度としない無限責任を連帯して負うことになっている。²⁶⁾

これに対して株式会社の本質は、有限責任制度にあり、「すべての株主が、会社に対して、その出資額を限度とする有限責任を負担するだけ（いいかえると、株主は会社の債権者に対してはなんらの責任を負わない）の形態のものである」²⁷⁾とされ、したがって「すべての株主に

対して有限責任が保障されることによって、経営に対して責任を負う意思のない大衆投資家も投資に参加できるようになる。なお、こうした株主の有限責任の結果、会社の債権者にとって担保となるのは会社財産だけなので、会社財産を確保するため、一定額を資本(資本金)として定め、会社財産がそれを下回ることを法律は極力防止しようとしている²⁸⁾ということになる。

しかし、日本の中小企業における株式会社は有限責任制度になっているのであろうか。「会社の債権者にとって担保となるのは会社財産だけ」ということになっているのであろうか。ほとんどの中小企業者にとって事業を株式会社制度で営んでいても、金融機関からの融資を受ける限りその事業リスクが有限責任ということはない。社長本人の個人保証が求められ、会社債務に対して無限の責任を金融機関に対して負わされるのが現状である。であるからこそ、中小企業者の団体が、「連帯保証人の要らない制度融資の拡充」や「個人保証の有限責任化を進めること。また、経営者が倒産した際に家族との生活を維持し、再起ができるための共済制度などの創設」を訴えているのではないか。つまり、中小企業における株式会社は、銀行融資の実態において合名・合資会社と大差ないのである。

このような認識は皮肉なことに、中小企業経営に配慮して作成された金融庁の「金融検査マニュアル別冊〔中小企業融資編〕」に強く現れている。ここには「代表者等との一体性」として「中小・零細企業等の場合、企業とその代表者等との間の業務、経理、資産所有等との関係は、大企業のように明確に区分・分離がなされておらず、実質一体となっている場合が多い。したがって、中小・零細企業等の債務者区分の

判断に当たっては、当該企業の実態的な財務内容、代表者等の役員に対する報酬の支払状況、代表者等の収入状況や資産内容等について、次のような点に留意し検討する必要がある。

(1) 企業の実態的な財務内容

代表者等からの借入金等があり、代表者等が当該企業に対し当面その返済を要求しないことが認められる場合には、原則として、これらを当該企業の自己資本相当額に加味することができる。²⁹⁾代表者等が借入金等の返済を当面要求しないことについては、金融機関の業務日誌等や当該企業の決算書等における代表者等からの借入金等の推移等により確認する」としてある。

さらに、「代表者等の役員に対する報酬の支払状況、代表者等の収入状況や資産内容等イ、代表者等には、例えば、代表者の家族、親戚、代表者やその家族等が経営する関係企業等当該企業の経営や代表者と密接な関係にある者で支援の意思及び支援の能力を有する者などが該当する。なお、代表者等が債務者の保証人となっていない場合であっても、債務者に対する支援の意思及び支援の能力等が確認できるならば、代表者等に含んで考えることができる。

(注) 代表者等が債務者の保証人となっていない場合の支援の意思については、当該代表者等の確認書、あるいは、金融機関の業務日誌等により確認する。」と規定している。

確かに、零細企業や中小企業の多くは一族の家業として営まれ、代表者本人の資産だけでなく、親族等の資産にも信用が裏打ちされ、それが零細・中小企業の強さになっていることは否定できない。ただし、そのことを表面に出し、経営者個人だけでなく親族等まで含めて「支援の意思及び支援の能力等が確認」していくこと

は、一度事業が行き詰まれば親族一族に深刻な経済的打撃を与えるものでもある。保証人の範囲をやたらに広げて、それで零細・中小企業の信用強化が計られたとするのは監督当局として安易な施策と批判できよう。

東京都の債券市場や中小企業庁の特定社債保証制度が多くの中小企業者の関心を集めているのは、間接金融から直接金融にシフトした資金調達手段の多様化としても評価し得るが、その内実には、中小企業者の経営する株式会社が個人保証で縛られて合名・合資会社化しているなかで、日本の中小企業者が株式会社制度に託した有限責任という責任制度の実現への思いがあるのではないだろうか。

注

- 1) <http://www.d-brain-kansai.co.jp/green.html>を参照のこと。
- 2) <http://www2.jsda.or.jp/greensheet/index.html>を参照のこと。
- 3) <http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo/sub1.htm>を参照のこと。
- 4) 拙稿「東京都の債券市場構想について」『聖学院大学論叢』第15巻第1号(2002年10月15日発行)
- 5) <http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo/Reserch3rdDigest.pdf>を参照のこと。
- 6) <http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/clo/Reserch3rd.pdf>を参照のこと。
- 7) 『日経公社債情報』No. 1334, 2002年4月22日号。6-7頁参照のこと。

- 8) 前掲同紙。
- 9) 前掲同紙。
- 10) 内山俊一(中小企業庁事業環境部金融課長)「信用補完制度の拡張について」『金融ジャーナル』(50-51頁)2002年7月号。
- 11) 『日経公社債情報』No. 1334, 2002年4月22日号。3頁参照のこと。
- 12) 内山, 51頁。
- 13) 石丸好太(CRD運営協議会調査役)「信用リスクデータベースの役割とその活用可能性」『金融ジャーナル』(41頁)2002年7月号。
- 14) 石丸, 41頁。
- 15) 石丸, 41頁。
- 16) 石丸, 43頁。
- 17) 石丸, 44頁。
- 18) 『日経公社債情報』No. 1363, 2002年11月18日号。9頁参照のこと。
- 19) <http://www.cig.jasmec.go.jp/kdokof.html>を参照のこと。
- 20) 同上。
- 21) 同上。
- 22) <http://www.cgc-tokyo.or.jp/business/shibosai.html>を参照のこと。
- 23) 同上。
- 24) http://www.doyu.jp/proposal/teigen/youbou2004_2.htmlを参照のこと。
- 25) <http://www.kokukin.go.jp/pfcj/kachouj.html>を参照のこと。
- 26) 商法第八十条 会社財産ヲ以テ会社ノ債務ヲ完済スルコト能ハザルトキハ各社員連帯シテ其ノ弁済ノ責ニ任ズ
- 27) 「株式会社」『世界大百科事典』(DVD版第2版)小学館, 1998. 10。
- 28) 同上。

(聖学院大学政経学部助教授・当研究所客員研究員)