

# 中小企業の安定した資金調達を目指して<sup>1</sup>

## 行政主導 CDO の可能性と課題

早稲田大学 藤下史郎研究会

新井 貴裕 越智 文大 落合 芳之  
金子 祐也 古森 泰 澤田 一敏  
田中 直樹 根本 賢人 発知 孝介  
松井 謙史

2 0 0 5 年 1 2 月

<sup>1</sup>本稿は、2005年12月3日、4日に開催される、ISFJ（日本政策学生会議）、「政策フォーラム2005」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、藤下史郎教授（早稲田大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得べき誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

# 要旨

---

我々は東京都から始まりその後全国の自治体に拡大した行政主導 CDO(Collateralized Debt Obligations,負債担保証券)の促進を目的とした政策提言を行う。そのためまず、中小企業に資金供給を行う意味を明らかにするためにデータと理論の面から考察した。

2003 年度版中小企業白書によれば、中小企業は事業所数や会社数では日本の企業の約 99%を占め、雇用面では全体の 90%近くを担い、生み出した付加価値は長期安定的に全体の 30%を超えるなどデータ上その重要性は大きいといえる。また藪下・武士侯(2002)は雇用、競争、成長産業の創出、多様化するニーズ、地域経済、社会的分業構造などの担い手として中小企業が社会的に重要な役割を果たしていることを指摘している。

しかしながら、そのような重要性にもかかわらず中小企業は資金調達面で困難に陥りやすい。このことから 2 つの問題が浮かび上がる。1 つは中小企業の自己資本が低いために銀行から十分な借り入れを行うことができず、企業として利潤を最大化することができないという最適規模の問題である。実際に自己資本の少ない企業は金融機関から借り入れを断られやすいというデータも存在する。また、中小企業はその内部情報を大企業ほど外に伝達することができないために資金の出し手と中小企業の間に情報が適切に伝わらず、モラルハザードや逆選択のを招いてしまうという情報の非対称性の問題も指摘される。

次に行政主導の CDO が誕生する背景となった 90 年代以前の中小企業金融に関して考察した。上記で述べたように中小企業は資金調達に困難を伴いやすいが、その緩和方法として日本で主流なのが間接金融による中小企業融資であった。株や社債による資金調達など直接金融においては投資家が中小企業の情報を十分に集められなかったが、間接金融においては金融機関が仲介することにより情報の蓄積が行われ情報の非対称性が軽減されるという一般的な理解があった。しかしバブル期そしてバブル期以前の日本においてはそれらの間接金融の機能が適切に働いていたとは言えず、そのことが要因で日本は失われた 10 年と言われる未曾有の不況に陥ることになった。

そんな中生まれたのが石原都知事の選挙公約からスタートした、行政主導の証券化の手法を使った市場型間接金融による資金調達であった。CDO と呼ばれる債券発行は現在までに 6 回にのぼり、累計約 10,200 社、4500 億円超の資金供給を行った。証券化は単なる資金調達にとどまらず将来の直接金融のためのノウハウの蓄積となること、金融のリスク耐性を高めるなどの大きなメリットがあり今後促進していくべきであるが、いまだ国内の証券化市場が未熟であることをはじめ課題は多い。行政主導 CDO を行い中小企業にすこしでも安定した資金供給を行うべきであると考え、以下の提言を行う。

行政主導の CDO は知名度が低く、従業員 20 人以下の企業に関しては 6.1%ほどの企業にしか知られていない。しかしこの規模の企業で CDO について知っている企業はより大きな企業よりもこの制度を利用していることが示されており、潜在的な需要者が CDO を知らずに制度を利用できていない可能性が高い。そこで我々は行政が積極的に広報を行うことで制度の知名度を上げることを提言し、今後参加企業が増加することで証券化市場が育つことを期待する。

## 目次

### はじめに

## 第 1 章 中小企業の定義と役割

- 第 1 節 (1. 1) 中小企業の定義とその基準
- 第 2 節 (1. 2) 日本経済に占める中小企業のウェイト
- 第 3 節 (1. 3) 中小企業の社会的な役割

## 第 2 章 中小企業金融の問題点

- 第 1 節 (1. 1) 最適規模の問題
- 第 2 節 (1. 2) 情報の非対称性
- 第 3 節 (1. 3) 日本の金融システムの変遷

## 第 3 章 行政主導 CDO の現状と課題

- 第 1 節 (1. 1) 構想の原点
- 第 2 節 (1. 2) 証券化の導入
- 第 3 節 (1. 3) 証券化によるメリット
- 第 4 節 (1. 4) 行政主導 CDO の実績
- 第 5 節 (1. 5) 行政主導 CDO に関する先行研究とその課題

## 第 5 章 政策提言

### 参考文献・データ出典

# はじめに

---

失われた 10 年といわれた 90 年代において中小企業は大きな困難に直面した。大企業に比べて資金的に余裕のない中小企業は貸し渋りや貸しあがし問題が社会問題になるほどの困難に直面した。景気が回復軌道にのり、民間の金余りを背景に中小企業の資金調達状況も大幅に改善したが、景気が回復した今だからこそ中小企業の資金調達に関して環境整備を進め、失われた 10 年の教訓を生かす必要があるだろう。

我々は本論文において東京都による債権市場構想をはじめとする行政主導の C D O (Collateralized Debt Obligations, 負債担保証券)による資金調達の取り組みについて政策提言を行う。現在わが国の証券化市場は未整備な状況であり様々な問題点を抱えているものの、行政主導 C D O を促進することにより得られるメリットは多い。そのため本論分は中小企業金融と行政主導 C D O について以下の流れにそって述べていく。まず第 1 章では政策目的の中心となっている中小企業の日本経済における重要性について考察を行う。中小企業の重要性を論じることで中小企業政策の正当性を認識する。第 2 章では中小企業にとってしばしば問題となる中小企業金融問題について理論的な考察を行う。中小企業は大企業と同様の取引を行うことができないと言われるが、特に金融の面において困難に陥る可能性が高い。その理論的な背景と、バブル崩壊からの失われた 10 年における中小企業への貸し渋りや貸しあがし問題について論じ次の章につなげる。第 4 章では中小企業に円滑な資金供給を行うことを目的とした行政主導 C D O について論じる。大きなメリットを持つ行政主導 C D O にも様々な問題点が指摘され一部ではうまくいっているものの多くの課題を抱えている。本章では C D O についての実績と課題を取り上げ、次章の政策提言につなげる。

# 第1章 中小企業の定義と役割

---

## 第1節 中小企業の定義とその基準

中小企業という言葉に関して我が国では、中小企業基本法においてその定義が明確に記されている(図1－1参照)例えば小売業であれば資本金5,000万円以下、または従業員数が50人以下のいずれかを満たす企業のことをこの法律においては中小企業と定義している。

我が国の中小企業政策の指針となるこの法律は、1963年に、企業の規模による格差の是正を目的に制定され、これまでに数度の見直しが行われてきた。1999年に最新の改定が行われている。この改定では、それ以前の「中小企業とは大企業に比べ、相対的に弱い立場にある企業」という概念を取り扱って、中小企業とは機動性や柔軟性を持った日本経済のダイナミズムの源泉であるという位置付けが行われた。

しかし、中小企業にポジティブな評価を与え、また企業の規模について明確な線引きを行うこの法律も、一方でいくつかの問題を抱えている。例えば、基準に当てはまる企業については、実態に関係なく、どのような企業であっても中小企業と定義されてしまう点である。具体的には上場企業の子会社、あるいは上場企業であっても、要件さえ満たしてしまえば実態からは中小企業とはおおよそ呼ぶことのできない企業が中小企業と定義されてしまうのだ。公的資金が注入された金融機関に義務づけられた中小企業融資においての融資ノルマを金融機関が達成すべく、中小企業とはかけ離れた実態を持つ上場企業の子会社や関連会社にもそのカテゴリーの中で融資を行った場合、施策の意図が十分に反映されないことになる。基本法の定義によると、もちろんそれは中小企業への融資として扱われるのだ。

このようにいくつかの課題はあるものの、今回の改正では、独立した中小企業の多様で活力ある成長発展を目指すべく、一步前進したといってよいだろう。新たな産業の創出や市場競争の促進、就業機会の増大や地域経済活性化など様々な分野において中小企業の存在は不可欠であり、今後、中小企業の果たす社会的役割が日本経済に与える影響は間違いなく大きくなっていくと言える。

図1－1 中小企業の定義

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

(出所) 中小企業庁 <http://www.chusho.meti.go.jp/> (平成17年10月15日アクセス) より作成

## 第2節 日本経済に占める中小企業のウェイト

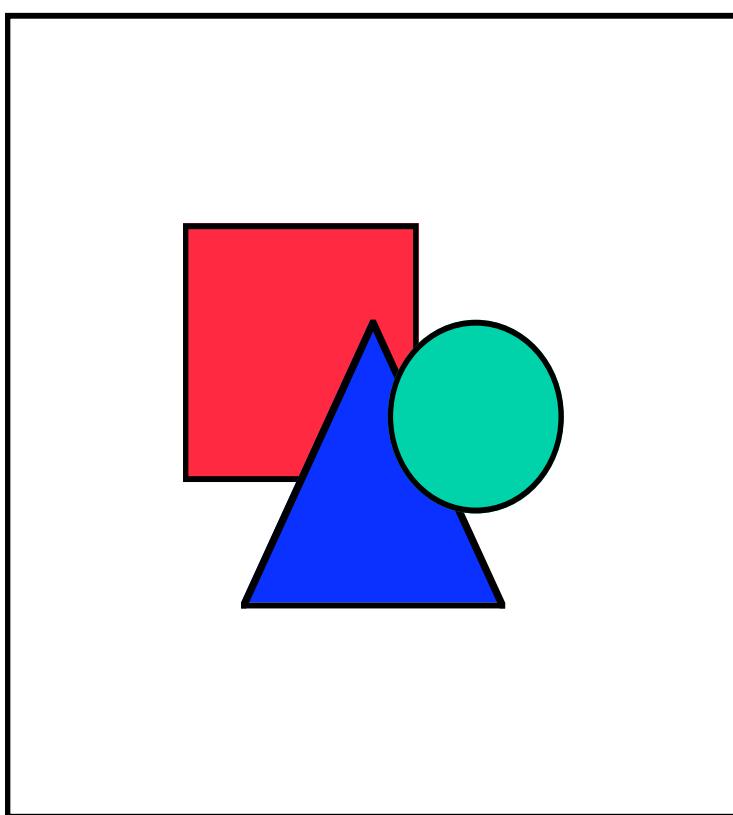
2003年度版中小企業白書によれば、非一次産業の従業者規模別事業所数でも会社数でも1960年から2001年に至るまでおおよその中小企業の基準に当たる300人以下の事業所が約99%を占めてきたとしている。(会社数については図1-2参照)

また、中小企業の従業員数の割合(図1-3参照)は過去40年間で徐々に上昇し、2001年の時点では全体の88.3%を従業員300人以下の企業への従事者が占めるようになっている。

さらに中小企業の生み出す付加価値の額のデータ(図1-4参照)を見ても長期安定的に安定的な付加価値を生み出していることがわかる。

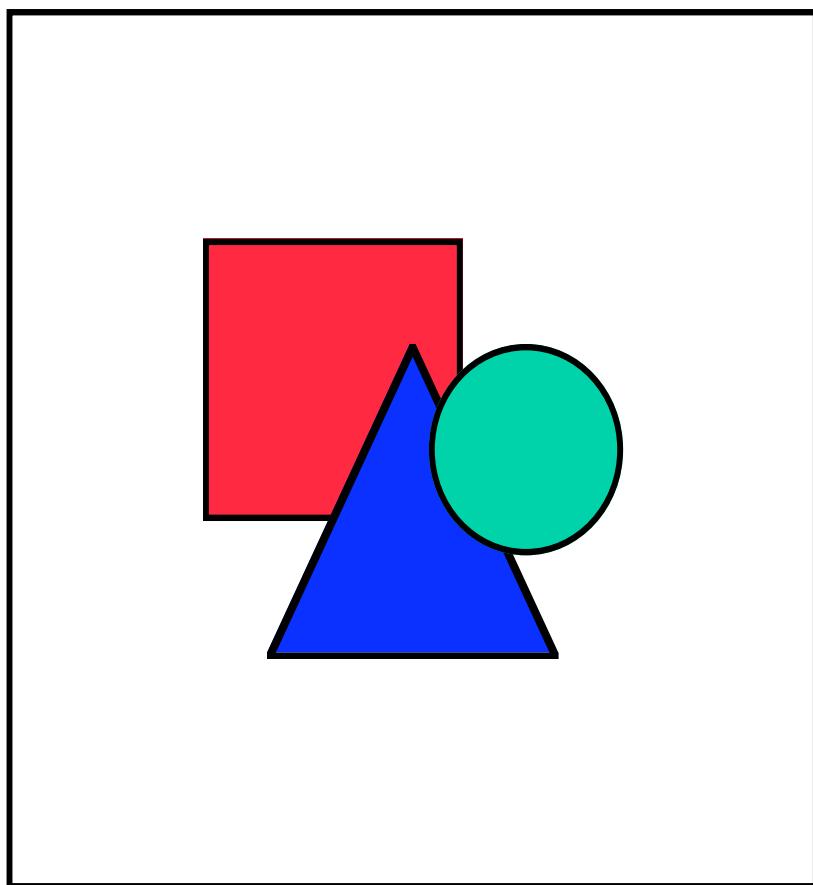
このように、いずれのデータでも中小企業が国の経済において大きなシェアを握っていることが表されている。

図1-2従業者規模別に見た会社数の推移(非一次産業計)



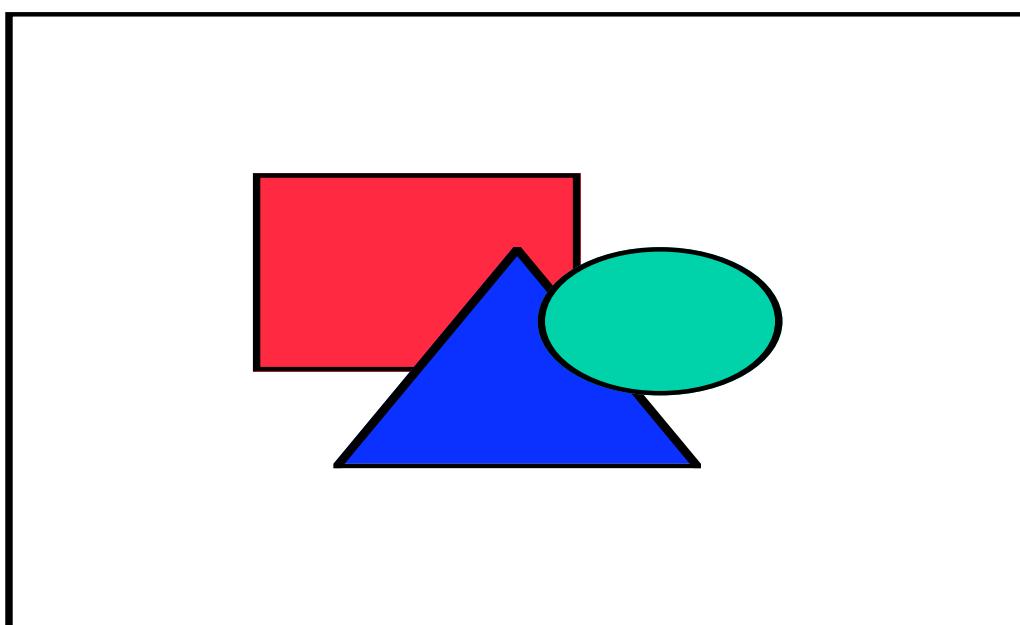
(出所)2003年版中小企業白書

図1—3 従業者規模別に見た従業者数の推移(非一次産業計)



(出所)2003年版中小企業白書

図1—4 中小製造業の付加価値額の推移



(出所)2003年版中小企業白書

## 第3節 中小企業の社会的な役割

本節では藪下・武士俣(2002)を参考に中小企業の役割について論じる。中小企業の果たす主な役割としては、雇用の担い手、競争の担い手、成長産業の創出の担い手、多様化するニーズの担い手、地域経済の担い手、社会的分業構造の担い手があげられる。以下ではそのそれぞれについて論じる。

### ① 雇用の担い手

中小企業は労働市場における雇用者の立場で、3つの役割を果たしている。

ひとつは、前節図1-3から分かるように、中小企業が雇用の面で果たす役割である。バブル崩壊後、多くの大企業でリストラが実行されたが、リストラによって職を失った労働者は中小企業の高い雇用吸収力によって雇用され、雇用の受け皿として大きな役割を果たした。

次に、転職市場における転職者の受入先としての役割である。転職市場においては、転職者の多くが新たな職場を中小企業に求め、労働力の流れを円滑化する上で大きな役割を果たしていると言える。

最後に、高齢者・女性労働力の受入先としての役割である。中小企業の特徴の一つに、高齢者や女性の比率が高いことが挙げられる。ただ高齢であるから、女性であるから、結婚や出産で一時的にキャリアを中断したからといった理由で労働市場から一度撤退した労働者を、中小企業が再雇用することで、労働資源の有効活用、及びそうした労働者の雇用の確保に大きく貢献しているのである。

### ② 競争の担い手

競争を活発化させる一つの条件に、市場に多くのプレイヤーが存在することが挙げられる。競争原理に基づいて、企業が他の競合企業と差別化を図るべく様々な企業努力を行うことで経営の効率化が図られ、市場の活性化につながる。

そこでプレイヤーとして、市場を活発化する重要な役割を担っているのが、中小企業である。つまり、中小企業の活発な新規開業によって、市場は活発化し、既存の企業も経営の見直しなど様々な企業努力を迫られることになり、多くの企業でより効率的な経営が行われるようになる。そこで市場のニーズをつかみきれない企業は市場から淘汰され、競争力のある企業だけが市場に残っていくことになる。そして市場に残ることが出来た企業へ人的資本や物的資本はシフトし、より一層その企業、そして企業を取り巻く市場の生産性を向上させていく。

### ③ 産業の創出の担い手

歴史的に見て、中小企業は成長産業を創出する源であるということができる。例えば日本を代表する企業の一つであるソニーもかつては従業員がわずか20人あまりの中小企業であったが、先進的な技術を生み出し、日本の、家電市場での国際競争力の向上に大きく貢献した。無数に存在する中小企業の中には、特定の分野で世界トップクラスの技術力を持った企業が多く存在する。特にニッチ産業と呼ばれる分野で中小企業は、世界トップクラスの先端技術を多く抱えており、その中から、第二のソニーが生まれる可能性は大いにある。

### ④ 多様化するニーズを満たす

現在、国民の所得水準は長期的に見て上昇傾向にある。これにより消費者のニーズは広い範囲で多様化し、供給する側は消費者の様々なニーズに対応する事が求められている。そのために、細分

化された商品の市場に、それぞれに対応したサービスを提供するという役割を果たすのが中小企業である。

#### ⑤ 地域経済の担い手

特定の製品や業種に特化した中小企業が集積した地域で展開される産業を地場産業と呼ぶ。我が国にも多くの地場産業があり、かつては、広い分野で海外市場に進出していた。過去の固定相場制下での割安な為替レートや人件費を背景に、社会的分業構造の発達、細分化が進み、地域全体があたかも一つの工場のように機能することで効率的な生産体制を築いていたのである。

中小企業庁「産地概況調査」(2004)によれば、2003年時点での地場産業の企業数は4万169、年間総生産額は7兆4517億円にのぼる。

また、藪下・武士俣(2002)によれば地場産業は地域経済に以下のような役割を果たしている。

- I 市場を地域外に求めているため、地域外の需要を取り込んでいる事。つまり域外収入を獲得している事。
- II 地場産業がそれを構成する企業だけでなく、関連する卸売業や運送業などの地域内のさまざまな企業に経済的な波及効果を及ぼしている事
- III 地域住民に就業の機会を提供している事
- IV 地場産業や関連企業が雇用者に支払う賃金が地域内で消費される事で、地域内に付加価値がとどまること

しかしながら、現在、地場産業は減少する傾向にある。内需が不振であることに加え、アジア製品を中心とする価格競争力に優れた輸入品に国内市場が打撃を受けているためである。しかし、今日でも地場産業に大きく依存している地域は存在し、依然として日本の産業において大きな存在であることはいうまでもない。

#### ⑥ 社会的分業構造の担い手

まずは高度成長期の分業構造について説明する。社会的分業構造とは、メーカー（親企業）に下請け企業が部品等、必要な商品・サービスを提供していく産業構造である。経済産業省「商工業実態基本調査」(1998年)によれば、日本では中小企業のほぼ半分の47.9%が下請け企業にあたる。業種別に見ても、繊維関連は70%以上、輸送用機械器具製造業、電気機械器具製造業は65%以上と非常に高い水準にある。この分業構造は双方にメリットをもたらす。まずメーカー側のメリットは以下の3点である。

- I 自社が保有しなければならない設備が少なくなり、資本を効率的に活用できる
- II 技術についても、親企業は高度な技術が必要な工程だけに特化すればよい
- III 景気変動が生じた場合は、下請け企業をそのバッファーとして利用できるので、固定費を削減できる

下請け企業側のメリットとしては、以下の2点である。

- I 製品開発や販売活動を行う必要が無く、生産工程だけを特化すればよく、親企業から安定的な受注が期待できる。
- II 生産工程の一部に特化しているので、その部分の技術や設備を手に入れるだけで事業を営む事が出来る

この双方のメリットによる相乗効果が分業構造を発展させ、効率的な大量生産を可能とし、日本の国際競争力の上昇を助けた。

# 第2章 中小企業金融の問題点

---

## 第1節 最適規模の問題

中小企業が大企業と同じ条件で資金調達が出来ないことを中小企業金融問題と呼ぶが、これには大きく分けて二つの問題があり、一つ目が最適規模の問題である。中小企業と大企業の違いは規模の違いにあるが、ここでの議論では規模の違いを問題に取り上げない。つまり、企業の最適な規模は産業によって異なり、どのような企業も大きければ大きいほど有利であるとは必ずしも言えず、大企業でも非効率な経営を行っていれば大きな損失を出しうると考える所以である。要するに、ここでの議論では大企業と中小企業の規模の違いではなく、それぞれがちょうど利潤を最大化するような生産規模または経営形態であるかどうかを問題にする。

次に、規模の経済について経済学的な側面を踏まえて考えていく。一般的に、企業が生産のために用いる生産要素のなかには、産出量とは独立な固定的生産要素と、産出量とともに増加する可変的生産要素がある。前者は機械設備といった容易には投入量を変えられないものであり、後者は原材料やパートタイム労働者といった比較的簡単に投入量を調整することができるものと捉える。この場合、生産する規模が小さいと1財を作るのにかかる費用は高くなるが、規模が大きくなり生産効率が上がって産出量が増加すると、生産物1単位当たりの費用は低下していく（これを規模の経済と呼ぶ）ただし、産出量が現時点での生産できる一定量を超えると、産出量を増やすには新たな資本を投入しなければならず、費用は上昇していく。具体例としては、生産規模が小さいときには分業の利益を享受できず、規模が大きくなると労働者は専門化による熟練によって生産性を向上させることができが、規模が大きくなりすぎると分業の利益が薄くなるという例が考えられる。

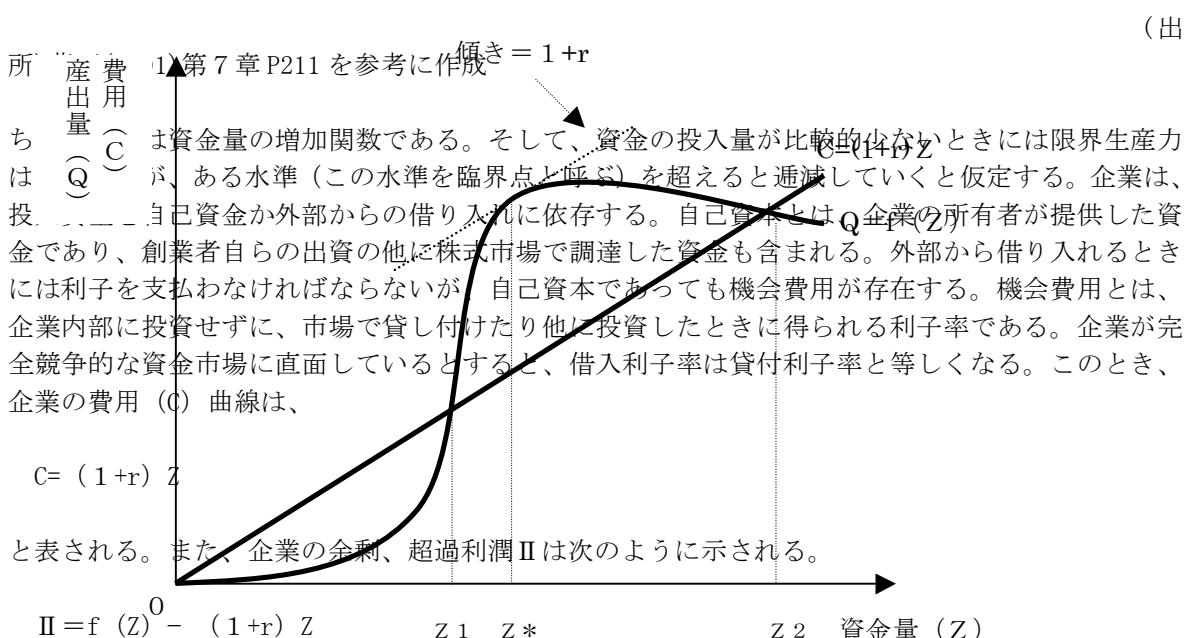
以上を踏まえ、中小企業金融の理論的な側面を見ていく。企業は生産活動を行うために機械設備や労働サービス・生産技術といった生産要素を必要とするが、これら生産要素を獲得するためには当然費用が必要になる。こうした投入量が大きくなり技術革新が起これば、当然産出量も増加する。また、企業が生産活動を行う際には、産出量に関わらず固定費用が存在し、固定的な生産要素や経営資源・技術水準にも固定性があるとする。これらを考慮に入れて、藪下(2001)では次ページの図2-1で示されるような生産関数を想定して説明している。

ここでは、便宜的に生産に必要な要素を資金量( $Z$ )だけとする。図の横軸に資金量( $Z$ )を、縦軸に費用( $C$ )と産出量( $Q$ )をとる生産関数を考える。このとき、生産関数は、

$$Q = f(Z)$$

と表される。この生産関数は  $f'(Z) = 0$ 、かつ  $f''(Z) > 0$  という性質を満たし、また  $Z$  が小さいときには  $f'''(Z) > 0$  であるが、 $Z$  が大きくなるときには  $f'''(Z) < 0$  となる。すなわち

図2-1 生産関数と効率的生産規模



(r) は利子率を表し、ここでの生産物価格は 1 としている。各資金量がもたらす余剰は、その資金量での生産関数と費用曲線との垂直距離を求めることで分かる。生産関数と費用関数が交わる点をそれぞれ  $Z_1, Z_2$  とすると、図 2-1 からも分かる通り、 $0 < Z < Z_1$  となる資金量では余剰が負であり、 $Z_1 < Z < Z_2$  となる資金量では余剰は正となり、 $Z_2 < Z$  となる資金量では再び余剰は負になる。企業の目的は余剰の最大化を目指すことであり、それは効率的な企業規模によって成し遂げることが出来る。図 2-1 で余剰が最大になる資金量は、資金の限界生産力がちょうど利子率 (r) に等しくなる資金量 ( $Z^*$ ) で与えられる。すなわち、( $Z^*$ ) がここで企業が必要とする資金量である。企業が自己資本によって最適な資金量を投入出来れば、余剰最大化を達成できるので問題は発生しない。しかし、多くの中小企業は大企業に比べて自己資本が少ないとため、外部からの借り入れを必要とする。

次に、中小企業が自己資本が少なく借り入れが多いという現状を踏まえ、企業が用いる資金を自己資本と借入金に分けて分析していく。自己資本を (A)、借入金を (L) で表す。自己資本の定義よ

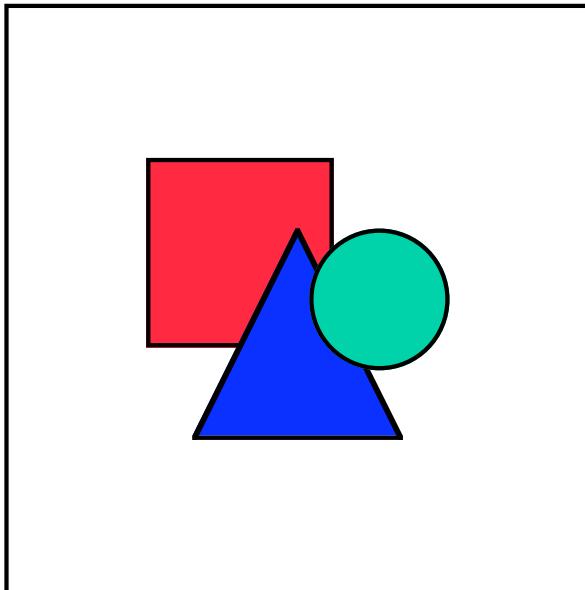
り、創業者が提供する自己資本が  $Z^*$  を上回っていたり、株式市場で  $A \geq Z^*$  となるような出資金を獲得できるならば、何も問題は発生しない。ここで、自己資本が  $A < Z^*$  (図2-1参照) となる水準である場合、借入金がゼロであるならば、 $f(A) < (1+r)A$  となり、出資者は企業に投資することによって損をすることになる。つまり、自己資本をこの企業に投資しないで別の資本市場で運用したほうが高い収益を上げることができる。しかし、企業が銀行借入等で、資本市場での必要収益率に等しい  $r$  の利子率で資金を借り入れることが出来る場合を想定する。この場合、企業は  $L = Z^* - A$  の資金を銀行から借り入れることによって、最適規模で生産を行うことができる。このときの利潤は、利益から借入金の利払いを引いて、

$$\begin{aligned} f(Z^*) - (1+r)L &= f(Z^*) - (1+r)(Z^* - A) \\ &= \{f(Z^*) - (1+r)Z^*\} + (1+r)A \end{aligned}$$

この値は正である。すなわち、生産は効率的な資金量で行われ、 $rL$  の利払いが行われている。産出量から利払いをした残りが企業の利潤になり、この利潤を内部留保していくことで、自己資本の増分を正とし自己資本を充実させることができるるのである。このように、資本市場で資金を最適な規模まで借り入れができるならば、自己資本の大きさは効率的生産を行ううえで問題にならないのである。

しかし、現実的には、資本市場が不完全であるため、中小企業は最適な規模まで資本を借り入れることができない。中小企業は市場に株式を発行することで資金調達を行うことができず資金の調達はもっぱら経営者自身や縁故者からの資金を自己資本にあてるしかないので中小企業に自己資本は少ない。銀行は貸付をする際に、企業に自己資本がどれ位あるのかということを重視しており、自己資本が少ない中小企業への貸付には消極的なのである。実際に中小企業白書には自己資本の低い企業は思い通りに貸してもらいにくいというデータが出ている。(図2-2参照)さらに、中小企業への貸付が少ない問題として、次節で取り上げる中小企業金融問題の2つめの要素が絡んでくる。

図2-2 貸してもらえたかった企業の割合(自己資本比率別)



(出所) 2005年版中小企業白書

## 第2節 情報の非対称性

中小企業金融問題が抱える2つ目の要素として情報の非対称性がある。情報の非対称性<sup>1</sup>とは、取引相手の一方が、取引を行う上での重要な情報を十分に所有していないことであり、金融取引においては、貸し手が借り手の情報を借りてと同レベルに把握するのが難しいということである。そして、情報の非対称性によって逆選択とモラルハザードという2つの問題が発生する。

まず、逆選択についてだが、これは資金提供前に発生する問題である。逆選択を理解するために、藪下・武士俣（2002）で用いられている例で説明する。貸し手は、優良で貸し倒れリスクの非常に少ない相手には年利3%の金利で融資を実行でき、一方、リスクが大きい相手には年利10%を要求しなければならないという状況を想定する。このとき、情報の非対称性が存在せず借り手の情報を完全に把握できれば、貸し手は優良な借り手には年利3%の金利で、またリスクの高い借り手には年利10%の金利をそれぞれ振り分けることが出来る。しかし、情報の非対称性により個々の借り手の信用度に正確な区別がつけられないときは、3%と10%の中間の金利、例えば7%の金利で資金提供を行うだろう。ここで問題が生じる。その問題とは、本来ならば年利10%の金利が適用されるべきリスクの高い借り手が、年利7%の金利に魅力を感じて借り入れに積極的になり、もともと年利3%の金利で借り入れ可能な優良な借り手は年利7%の金利に魅力を感じず、借り入れに消極的になることである。この結果として、本来融資すべきでないリスクの高い借り手に資金を提供することになり、最終的に貸し手は損失を被ることになる。このような状況を逆選択と呼ぶ。逆選択による選択を防ぐためには、貸し手は出来るだけ多くの借り手に関する情報を集めなければならない。しかし、情報収集にはコストがかかり、また、情報収集コストは取引費用の一部なので規模の経済が働く。逆選択を避ける過程で取引費用が発生するため、貸し手は中小企業との取引に消極的になるのである。

次に、もうひとつの問題であるモラルハザードについて説明する。モラルハザードは逆選択と違った資金を提供した後に発生する問題である。例えば、借り手は資金をいったん借りてしまうと、貸し手にとって望ましくないようなリスクの高い事業の資金を投入してしまうことがある。借り手はリスクの高い事業に資金を投入して成功すれば大きな利益を得ることが出来るが、失敗した場合には返済する方法がないといって返済しようとはしない。リスクを自らが負担するのではなく、他人（ここでは資金の貸し手）が負担してくれることをあてにして、リスクの高い事業に資金を投入してしまうのである。つまり、金融取引におけるモラルハザードとは、資金の借り手と貸し手の利害が違うため、貸し手が望まないような危険度の高い投資行為を借り手が行ってしまうことである。このモラルハザードを防ぐためには、貸し手は借り手の行動を監視する必要がある。これにかかる費用をモニタリングコストと呼ぶ。そして、この監視行為においても規模の経済が働くため、融資金額の小さい中小企業は、一般的に大企業よりもモニタリングコストが割高になるのである。そのため、先程の逆選択の場合と同じように、貸し手は中小企業との取引に消極的になるのである。

以上に述べたように、金融取引において規模の経済が働き、また中小企業の自己資本が少ないため、優良な中小企業であっても十分な資金提供を受けられないケースがありうる。では、これに対する解決策としてはどのようなものがあるだろうか。1つには、情報の非対称性を克服するためのコストを社会全体が負担するものである。具体的には、信用保証協会によって、民間金融機関が行う中小企業融資に公的な保証を付与することである。自らのリスクでは、調査コストやモニタリングコストの負担が大きい案件でも、貸出しリスクの相当部分を公的に保証されるならば、取引はたくさん行われるだろう。さらに、保証付きの融資で実績が確認された中小企業に対しては、他の民間金融機関も融資を行うという効果が期待できる。つまり、リスクの大きな初めての貸出しを公的保証でカバーしつつ、その間、日常的な取引のなかで借り手に関する情報を収集できるのである。このような解決策が、中小企業問題に対する対策として考えられている。

---

<sup>1</sup> 根本(2005)は情報の非対称性の他に中小企業金融に伴う情報問題として企業の成功を事前に予測できないという「情報の不確実性」と「契約の不完備性」を取り上げている。

## 第3節 日本の金融システムの変遷

ところで日本の金融システムは、馬場・久田（2001）や鈴木（2005）でも論じられているように、歴史や文化的な背景から銀行型システムが中心となっている。そして、その銀行型システムをより効率的に機能させるためには、銀行の借入企業に対するモニタリング能力やリスク管理能力が重要となる。

では実際に日本ではどのようにこれらの能力を正常に維持してきたのだろうか。鈴木（2005）ではバンクレントの創出と護送船団方式をキーに説明している。バンクレントとは、銀行が受け取る超過利潤のことで、政府が預本金利の上限をローン市場における需給均衡を促す金利水準より低く設定することにより創出される。また、護送船団方式によって銀行は、借手をモニタリングする機能・業務をメインバンク間で実質的に相互委託するシステムを構築するとともに、金融当局と銀行の密接な情報共有システムの構築が達成された。それによって銀行は自発的に低いコストの中、モニタリングを効率的に進めていくことができた。

ところがバブル生成期において土地担保価値が急騰する中、銀行のモニタリングに対する意識は低下してしまった。そしてさらに、バブル崩壊後に銀行が抱え込んだ巨額の不良債権により、バンクレントの創出まで難しくなってしまい、ここに日本の伝統的なバンクレントを基盤とした審査・モニタリングの手法が終わりを告げたのである。その結果、銀行は「信用リスクを計量化しリスクウェイトを掛けた資本収益率を算出する等、実用的な基準を基盤とした米国のモニタリングのやり方」（鈴木、2005）へと転向していった。これに加えて、BIS規制により自己資本比率を規制されたことから、銀行はリスクの高い企業へ資金を回しにくくなり、結果として深刻な問題となった貸し渋り現象へと結びついてしまう。もちろん、中小企業に向けた貸出額も減少しており、新たな金融仲介システムの模索が急務となっている。

# 第3章 行政主導 CDO の現状と課題

---

## 第1節 構想の原点

本章では、近年行われている自治体主導の中小企業向け貸し出し債権の証券化について考察する。自治体主導で銀行の貸し出し債権を証券化する試みは東京都による東京都債権市場構想から始まった。東京都債券市場構想は当初、貸し済りにあっている中小企業のために社債を発行できる市場を整備し、市場から直接資金を調達することで資金調達を円滑に行えるようにする、というコンセプトの下石原都知事の選挙公約から始まったものであった。この石原都知事の公約はアメリカのジャンクボンド市場をモデルとし、日本でもそれと同様の市場を創設することで資金調達の円滑化を図ろうというものであった。

しかし柴田(2002)ではこの提言について否定的な指摘を行っている。柴田(2002)は、日本でもジャンクボンド市場のような市場が成立し得るかという問い合わせに対してはアメリカのジャンクボンド市場創設期の時代背景をもとに成立し得るという見解を示している。しかしそれに資本市場の機能を再確認することで石原都知事の構想を否定的に捉えている。アメリカのジャンクボンド市場は実際にには中小企業というより中堅企業のファイナンスのための市場であり中小企業のファイナンスには役立っていないこと、社債発行はある程度の発行額を求めるため日本の中小企業の規模では割に合わないことを示している。アメリカのジャンクボンド市場の平均発行額は1970年代の平均でも3000万ドルであり、上限が5000万円の中小企業金融安定化特別保証制度で対応できた日本の実情とはかけ離れているとしている。さらに資金調達コストを考えると、債券の場合には発行額が大きければ大きいほどコストが低減するため中小企業のような資金調達額が少ない企業が債券を発行するよりも信用金庫や信用組合など間接金融による融資機能により資金調達を行った方が効率的であるとしている。

さらに、中小企業への直接投資はリスクが大きい。第2章で指摘したように、中小企業には大企業と比べて情報の非対称性が発生しやすく、投資家にとっては投資がしにくいものとなっている。藪下・武士俣(2002)によれば、直接金融の国と言われるアメリカの資金調達構造を見ると確かに日本よりも社債やCPなど直接金融が多く行われているものの、直接金融を行える企業はほんの一部の企業に過ぎず、大部分の中小企業は銀行からの融資を基本的な金融手法としている。また急成長しているベンチャー企業や既存の優良企業に対して直接金融を行う市場を整備しようと始まった店頭登録の未公開株売買を行うグリーンシート市場は、発足から8年経った平成17年10月5日の時点でも取り扱い銘柄が88株、一日の取引がほとんど行われない企業が大半におよぶなど直接金融によっては円滑な資金供給が行われていない状態である。このような事実を見る限り、石原都知事の公約であった中小企業による社債発行市場の実現は、直接金融が中小企業の中でも比較的大企業に近い中堅企業や特に有望な中小企業を除いて難しく、貸し済りに合うような企業の資金供給のために直接金融市场を整備することは困難であると考えられる。

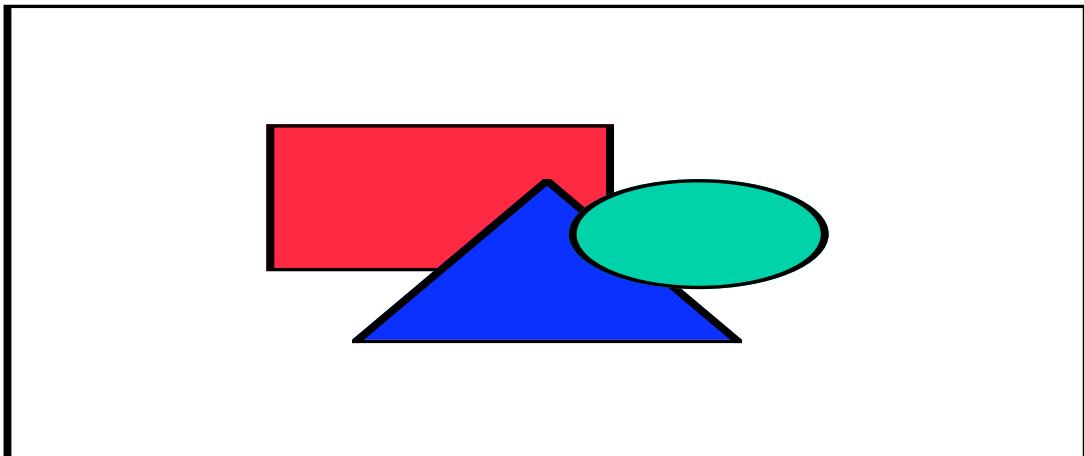
## 第2節 証券化の導入

そのような指摘があったためか、石原知事の公約は本来ものからはだいぶ離れたものとして実現された。それは東京都が関与する形で銀行の貸出債権を証券化し、銀行のリスクを引き下げることで中小企業への貸し出しを促進しようというものであった。情報の非対称性を前提にすれば中小企業にとって直接金融はハードルが高く、情報の蓄積を行うことでそのハードルを下げることのできる間接金融は金融システムの中心であったが、証券化は市場型間接金融と呼ばれ間接金融を補完する役割を担うことになる。東京都債権市場構想が利用する証券化の手法は CLO(Collateralized Loan Obligation ; ローン担保証券)もしくは CBO(Collateralized Loan Obligation ; 社債担保証券)と呼ばれる証券化の手法であり、CLO と CDO をあわせて CDO(Collateralized Debt Obligations; 負債担保証券)とも呼ばれる。

ここで言う CLO は銀行の保有する中小企業への貸し出し債権の証券化である。(図 3—1 参照)この証券化は金融機関が特別に CLO 貸付として企業に無担保で貸し出した債権をプールし、信託銀行へ債権譲渡を行い、信託銀行は SPC(Special Purpose Company : 特別目的会社)へ信託受益権を与え、SPC はその資産を裏づけとして投資家に社債などの形で証券を発行する。そして投資家から払い込まれた払込金は SPC と信託銀行を通して銀行へ支払われる仕組みとなっている。

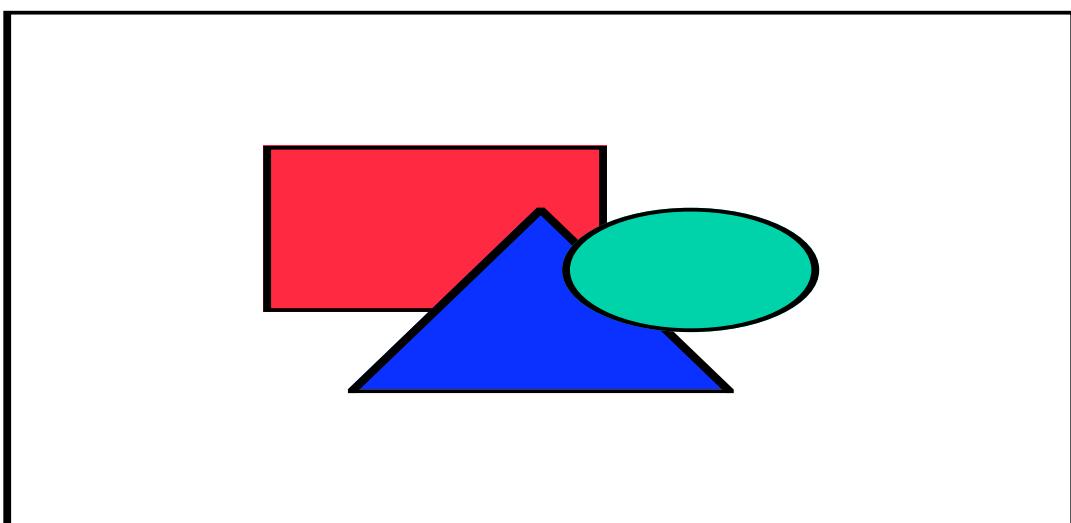
また CBO は、基本的な仕組みは CLO とほとんど変わらないものの、証券化を行う際に裏付けとなる資産が金融機関による中小企業への貸し出し債権ではなく、中小企業の発行する社債となる(図 3—2 参照)。東京都は CLO を行う中小企業の最終的な目的として直接金融市場へのアクセスを掲げていて、その橋渡し的な役割として東京都が中心になり市場型間接金融を行っている。CBO は直接金融の一手法である社債を発行し資金調達を行う手法であるため、東京都は CLO よりも上位の金融手法として位置付けている。実際 CBO の利用者アンケートを見ると CBO のメリットとして会社のイメージアップが挙げられていている。CBO に参加できるような企業であれば社債を発行する体力のある企業ということで資金調達がある程度容易になるためであると考えられる。

図 3—1 CLO のスキーム図



(出所)東京都債券市場構想「CLO とは」より  
<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/sub23.htm>(平成 17 年 11 月 1 日アクセス)

図 3—2 CBO のスキーム図



(出所)東京都債券市場構想「CBO とは」より  
<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/sub22.htm>(平成 17 年 11 月 1 日アクセス)

## 第3節 証券化によるメリット

東京都だけでなく、大阪府や千葉県など多くの自治体が証券化促進を行っているが、以下では証券化を行う金融機関と中小企業にとってのメリットをあげる。

### 金融機関にとってのメリット

村本(2003)は一般的な証券化について、①低金利資金の導入、②資産負債総合管理(ALM)の手段、③資金調達手段の多様化④リスク負担天下による経営効率化⑤オフバランス化による財務の改善と自己資本規制などの法的規制の回避、などをメリットとしてあげている。そして金融機関にとっても貸し出し債券を証券化によるメリットは大きい。証券化によるメリットは様々だが、主なものとしては資産を売却することによるリスク低下をあげることができる。そのことについて述べる前に銀行にとっての資産リスクについて取り上げる。銀行にとっての中小企業向け貸し出し債券の資産リスクとしては、信用リスク、集中リスク、金利リスクなどが存在する。

#### ① 信用リスク

まず信用リスクとは貸出先が破綻することにより債権が一部または全額回収不能になることにより資産の価値が棄損するリスクである。中小企業はその企業規模ゆえに倒産する可能性が大企業よりも高いといえるだろう。銀行にとっては不良債権化するリスクが大企業向けの貸付よりも中小企業向け貸し付けのほうが高いといえる。

#### ② 集中リスク

集中リスクとは一部の金融機関にリスクが集中してしまうリスクを言う。特に地銀などでは一部の地域に集中して債券を持っていることがある。このような場合、その地域の経済が災害など何らかの原因により不況に陥ったときに金融機関が大きな損失を被る可能性がある。

#### ③ 金利リスク

金利リスクとは市場の金利が変動することにより金融機関が資産価値の損失を被るリスクである。低金利で貸し出した貸出債権は金利の上昇によりその価値が棄損し、金融機関が損失を被る可能性がある。

以上のように、債券を保有することにより銀行はリスクを抱える。これらのリスクを調整するために金融機関は行内格付制度を設けたり、信用リスクを定量化したりすることによりリスク管理を行っている。さらにこれらのリスクは貸し出し債権を証券化しオフバランス化することで緩和せられる。これが村本(2003)の②資産負債総合管理(ALM)の手段、④リスク負担低下による経営効率化、に当たる。これにより銀行のリスク許容度に余裕ができ、他の貸し出しを増やすことができるというのが証券化の主要なメリットであるといえる。

### 中小企業にとってのメリット

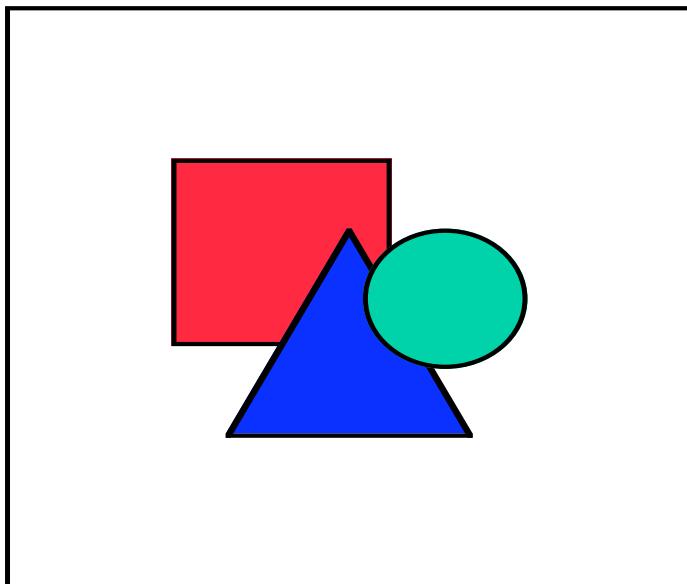
中小企業にとっては資金調達の選択肢が拡大し、十分な資金調達を行うことが可能になるというメリットがあげられる。中小企業白書によれば、従業員規模の小さい会社や企業年齢の低い企業など通常であれば資金調達が困難と思われる企業のほうがそうでない企業よりも CLO を使っている

という分析結果<sup>1</sup>が出ている。(図3-3参照)しかし後述するようにこれらの企業は必ずしも資金繰りに困っている企業であるわけではないようである。

また、CLOにより資金調達を行えば中小企業は無担保・無保証人で融資を受けることができる。そのため担保や保証人を確保することが難しい企業年齢の低い企業などはこの制度により恩恵を受けることができると考えられる。実際東京都債券市場構想での参加企業へのアンケートでも参加の動機として無担保融資であることをあげる企業が多い<sup>2</sup>。

さらに森谷(2005)はCBOの取り組みについてより推進していくことが望ましいとしている。CBOのメリットとしては、参加できれば、直接金融のためのノウハウを蓄えることができるというメリットがある。中小企業は社債の発行など直接金融による資金調達をほとんど行っていない(図3-4)。そのため柴田(2005)は直接金融への足がかりとして銀行へ社債を発行するCBOに参加できる機会を増大することで中小企業が発展し、直接金融を行えるまで企業が成長したときにその経験を生かすことができるため中小企業の資金調達の多様化にとって重要であるとしている。

図3-3 CLOを現在使っている企業の割合(従業員規模別)

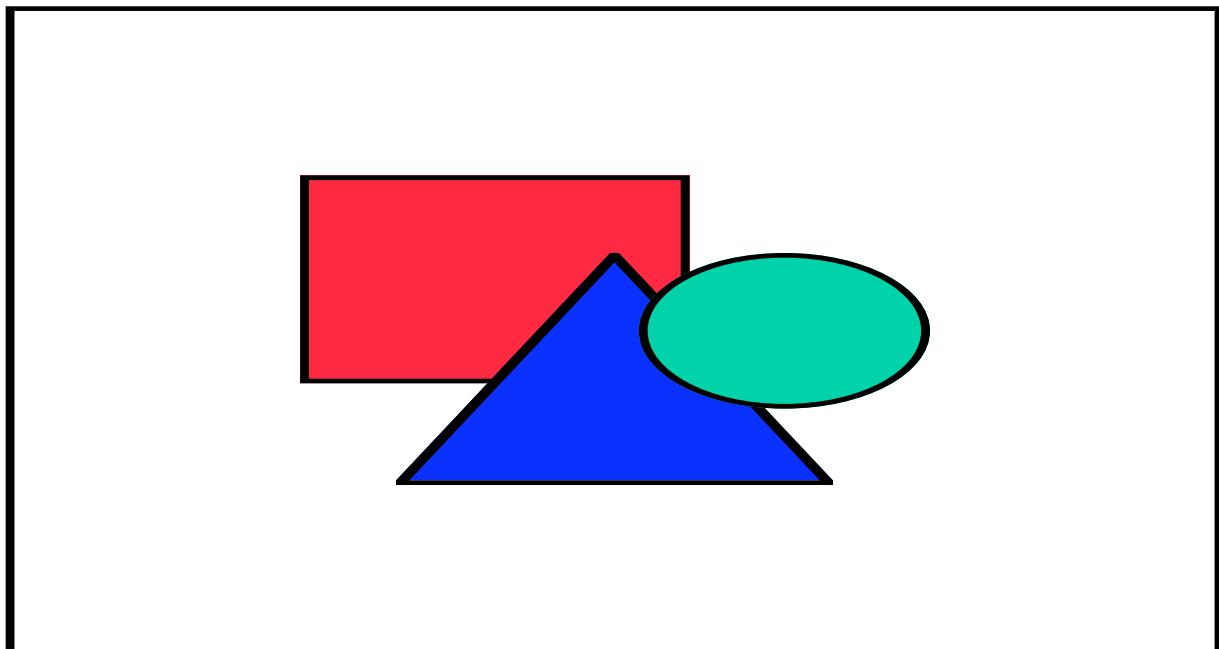


(出所)2005年版中小企業白書

<sup>1</sup> 2005年版中小企業白書 付注2-2-10 参照

<sup>2</sup> 東京都債券市場構想 政策効果測定・アンケート調査参照

図3-4 資金調達構造(2003年度・従業員規模別)



(出所)2005年版中小企業白書

## 第4節 行政主導 CDO の実績

東京で始まったこのCDOの試みは、その後この試みは大阪、千葉、滋賀など全国各地の自治体や中小企業金融公庫など政府系金融機関へと拡大し、各地の自治体が連携して証券化を行う広域CLOなども行われるようになった。本節では全国に先駆けて行政主導の証券化を行った東京都による債券発行の実績について述べる。

東京都CLOは現在までに6回の債券発行が行われ、累計約10,200社、4500億円超の債権発行を行っている。現在までに図3-5のような債券発行が行われている。

今までに様々な形で債権の発行が行われているが、大まかに分類すると、信用保証協会による保障のあるスキームと無いスキームに分類することができる。

まず保障ありスキームは3つの類型の中で最も回数が多く他の自治体主導のCDOでも行われているオーソドックスなスキームであるといえる。このスキームでは中小企業への貸出債権に信用保証協会が信用補完を行い、この貸し出し債券が証券化される。第一回と第二回の債券発行はこのスキームで行われたものの、このスキームは投資家がリスクを負う形での債券発行ではなく、信用保証協会が中小企業のデフォルトリスクを負う形となっている。そのためリスクの高い貸し出し債権を一つにプールすることでリスクを分散させるという行政主導CDOの本来あるべき姿とはややことなったものだと森谷(2005)は指摘している。

信用保証協会による保障がなく、金融機関が劣後債を引き受けるスキームでは、融資を行ったオリジネーターがリスクの高い劣後部分を引き受けことで優先部分の信頼性を高めることを行っている。劣後債はほとんどの場合外部の投資家に売却されることなく金融機関が持ち続けることとなる。この場合においては、貸し出し債権のプールによってリスクを分散するという証券化本来の目

的が果たされているといえる。さらに、劣後債を保有する金融機関が中小企業をモニタリングするインセンティブの向上や財政負担がなくなるなどのメリットがある。

この両スキームでは信用保証のつかない後者の方が貸し付け企業へ要求される条件が厳しくなっている。このため図3-5を見ても分かるように、信用保証協会による保証のあるスキームでは参加企業が多く集まり、保証のないスキームでは参加企業が集まらないという傾向がある。

図3-5 東京都による行政主導型CDOの概要

	第1回(12年3月)	第2回(13年3月)	第3回(14年3月)		第4回(15年3月)		
			[A方式]	[B方式]	[A方式]	[B方式]	[C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	460億6,600万円	520億4,500万円	150億6,000万円
			合計880億9,800万円		合計1,131億7,100万円		
参加企業数	1,715社	952社	2,313社	176社	688社	1,426社	189社
			合計2,489社		合計2,303社		
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%	平均2.93% (オールイン)	2.807% (オールイン)	2.57% (オールイン)
発行方式	私募ABS方式	公募ABS方式	私募ABCP方式	私募ABS方式	私募ABCP方式	公募ABS方式	公募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	1年/2年/3年 一括・分割選択	3年 1年据置後分割	5年 2年据置後分割	2年・期限一括
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	最大1億円 /1社	最大8,000万円 /1社	最大1億円 /1社
信用補完	信用保証協会による保証あり	信用保証協会による保証あり	信用保証協会による保証あり	銀行が劣後債引き受け	銀行が劣後債引き受け	信用保証協会による保証あり	銀行が劣後債引き受け
	第5回(16年3月)			第6回(17年3月)			
	[A方式]	[B方式]	[C方式]	[CLO]	[CBO]	[CDO]	[広域CLO]
発行金額	415億4,000万円	343億1,800万円	44億円	191億5,800万円	218億1,000万円	233億4,000万円	26億1,000万円
	合計802億5,800万円			合計669億1,800万円			
参加企業数	344社	1,093社	111社	631社	372社	148社	58社
	合計1,548社			合計1,209社			
融資金利	(期間多様型 のため) (オールイン)	約2.5% (オールイン)	約2.6% (オールイン)	3.00% (オールイン)	平均2.99% (オールイン)	(期間多様型 のため)	平均2.99% (オールイン)
発行方式	私募ABCP方式 私募ABCP方式	公募ABS方式 私募ABS方式	私募ABS方式	公募ABS方式 投資信託	公募ABS方式 投資信託	私募ABCP方式	信託受益権
期間・返済条件	6ヶ月/1年/2年 一括・分割選択	5年 2年据置後分割	2年・期限一括	5年 2年据置後分割	3年・期限一括 一括・分割選択	6ヶ月/1年 /2年 一括・分割選択	3年・分割償還
融資金額	最大10億円/ 1社	最大8,000万円 /1社	最大1億円/ 1社	最大8,000万円 /1社	最大1億円 /1社	最大10億円 /1社	最大1億5千万円/ 1社
信用補完		信用保証協会による保証あり				信用保証協会による保証あり	

(出所)東京都債権市場構想 <http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/jisekki3.htm>(平成17年11月9日アクセス)および森谷(2005)図表1をもとに筆者作成

## 第5節 行政主導 CDO に関する先行研究とその課題

前節では主に東京都によるCDOについて述べてきたが、この証券化事業も様々な問題点を指摘されている。森谷（2005）は東京都によるCDOの問題点として、CDO貸付を受けている企業が優良企業に限定されていることをあげ、本来の目的であるリスクの比較的高い企業への資金供給に役立っていないことを指摘している。一応本章第3節において指摘しているように、従業員規模の小さい会社や設立年数の低い企業にも資金供給が行われているようであるが、債券発行の後に行われる政策効果測定を見ると、帝国データバンクによる企業の平均評点<sup>1</sup>が東京都の平均点である45点より第1回から一貫して高いことがわかる。その理由として森谷（2005）は、オリジネーターとなる金融機関にとって証券化のコストパフォーマンスが悪いこと、中小企業のリスクに見合わない不適切な低保障料率が設定されていることをあげている。

まず前者のコストパフォーマンスの問題であるが、柴谷（2005）は信用保証協会による保障のないスキームであった第3回債券発行のCLOで行われたB方式の劣後債引受銀行のコストパフォーマンスを推計した。その結果、中小企業に対する融資額約50億円に対してマージンが1600万円ほどにまで低下するなど引受銀行にとって証券化はリスクに対してメリットが少なく、インセンティブがあまり働いていないという可能性が示唆された。また、信用保証協会による保障料率がリスクに対応していないことについても指摘している。家守（2004）によれば、均一の保障料率の設定はリスクの高い企業にとっては割安な保障料に、リスクの低い企業にとっては割高な保障料になり、リスクの高い企業ばかりが制度を利用してしまう逆選択の危険をはらんでいる。<sup>2</sup>これらの要因から、自治体主導CDOへの参加が優良企業ばかりに限定されてしまうとしている。

コストパフォーマンスの問題でいえば債権プールを確保できないことも要因としてあげられる。貸し出し債権の証券化においては債権プールの金額が小さい場合証券化コストが割高になる。またプールをすることでリスクを減少させるという証券化のメリットも享受することができず劣後部分が増加してしまう。

木村（2005）はさらに、不良債権問題が相当部分処理されたことにより金融機関のリスク耐性が改善したこと、さらに特に有力地方銀行は証券化を行う過程でアレンジャーとして財務情報にアクセスする都市銀行など他の金融機関に優良顧客を奪われることを危惧していること、などの理由により近年ではオンバランス貸付を優先し証券化を行うインセンティブに欠ける事態になってしまったと述べている。この点に関して木村（2005）はオリジネーターの役割とアレンジャーの役割両方を行うことで地域との信頼関係を築くことができ結果的に目標を上回る成果をあげることのできた千葉県での事例を取り上げている。

また、保障なしスキームでは金融機関の自己資本比率対策にならない点も指摘するべきであろう。村本（2005）は証券化のメリットとして、オフバランス化による財務の改善と自己資本規制などの法的規制の回避、をあげているが前述のように保障協会による保障のないスキームではほとんどのスキームでオリジネーターとなった金融機関が劣後部分を引き受けこととなる。劣後債の自己資本比率規制上の取り扱いは全額自己資本控除となるため自己資本は証券化する以前よりも悪化してしまう。

これらの事情のため、現在に積極的に参加する金融機関は少ないといわざるを得ない。しかしそれでもなお行政主導のCDOの取り組みは行われるべきであると考える。前述の通り、中小企業にとっては資金調達の多様化は中小企業に十分な資金を供給することに必要であり、また森谷（2005）が指摘するように社債を発行するCBOを行うことで将来の直接金融による資金調達のためのノウ

<sup>1</sup> 帝国データバンクにより行われる企業信用に関する総合的な評価点。100点満点で点数が高いほど信用度が高い。

<sup>2</sup> 逆選択については第2章第2節および敷下（2002）第3章3節参照

ハウ作りの場となることも意義がある。また金融機関にとってもALMの手法作りや経営効率化の観点から貸し出し債権の証券化は必要である。村本(2005)は現在の取り組みがうまくいかない理由を「市場が十分に育成されていないことに尽きる」と述べている。そのため金融機関にリスクに見合ったリターンがもたらされず、劣後債へ投資するリスク許容度の高い投資家が育たないため劣後債の問題も解消することができていない。また、日本銀行金融市场局(2004)は証券化市場の育成のメリットとして価格発見機能の充実によりリスクリターンが適切に設定され資源配分が効率的になることや、信用仲介チャネルの複線化による金融システムのリスク耐性を高めることができることをあげている。このように課題はあるものの、証券化市場の育成によるメリットは大きく、行政が関与し長期的に証券化を促進することが必要であると我々は考える。

## 第4章 政策提言

---

本章では1章から3章までのまとめとそれを踏まえた政策提言を行う。

第1章では中小企業の経済的重要性を見ることで中小企業政策の重要性を再確認した。中小企業の日本経済に占めるウェイトは量的にも雇用、付加価値の生産の面でも大きく、過去から現在に渡ってその役割の重要性は変わらずにいることが示された。この傾向は今後も続くものと思われ、中小企業政策は重要な政策であるということができるであろう。また、産業創出や細分化されるニーズに対応することなどの小回りのきく規模だからこそその役割も持つことも指摘した。

第2章では中小企業金融においてしばしば指摘される情報の問題を理論的に論じた。前章で論じたように中小企業は経済的に重要な地位を占めるにもかかわらず、大企業と同様の取引を行うことができないケースが多い。特に中小企業は情報を伝達する機能に欠けるため、逆選択や情報の非対称性の問題が発生しやすく資金調達の面で困難に陥りやすいという問題がある。本章では主に藪下(2001)を参考に中小企業金融の問題点について述べ、中小企業が経営規模が最適規模に達しないため利潤を最大化できない点、その要因となりうる情報の非対称性について論じた。また、日本の金融システムの変遷についても論じ、次章で論じる行政主導CDOが行われるようになった背景を説明した。

第3章では行政主導のCDOについて論じた。東京都債券市場構想から始まった行政主導のCDOの取り組みは、その後全国に広がり中小企業への資金供給にある程度の役割を果たしたといえる。しかし日本の証券化市場は未成熟であり、貸し出し債権の証券化の試みも金融機関にとってコスト高であることや信用保証の際の保障料率が適切に設定されないことなどの要因により試みが阻害されている。また優良企業に貸し出しが限定されるなど本来の役割を果たしているかという点に関しても疑問が残る。しかし長期的にみて貸し出し債権を証券化する仕組みは金融機関と中小企業にとって有益であり現状を放置することは必ずしも得策ではない。

我々は以上のようなことを踏まえ、中小企業金融、特に行政主導CLOの取り組みに対して政策提言を行う。

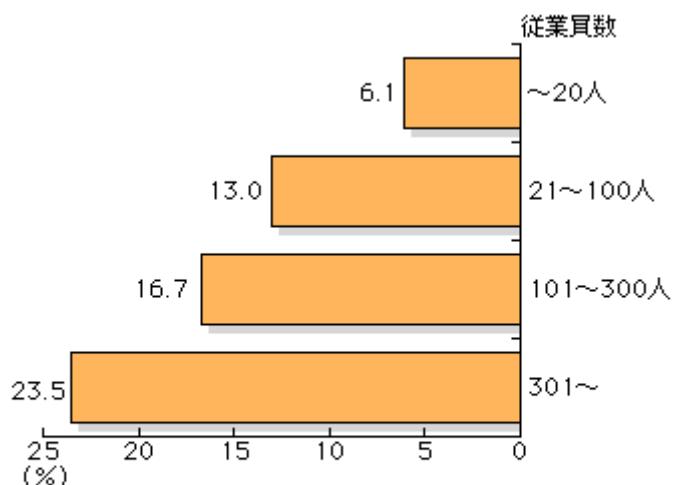
### 政策提言 より積極的な広報活動を

我々はCDOについての広報活動の積極化を提言する。行政主導のCDOの仕組みが新しいためか、この資金調達手法の知名度は低い。2005年版中小企業白書によれば、CLOについて知っている企業の割合は従業員20人以下の企業ではわずか6.1%にすぎない(図5-1参照)。また、図4-3で見たように、CLOについて知っている企業であれば従業員数の少ない企業ほどCLOを使っているのにもかかわらず、このような知名度であれば潜在的な需要者を逃している可能性が高い。

さらに図5-2のCDO利用者に対するアンケートの結果を見ると、「募集していることをもっと周知してほしい」という回答が多いことがわかる。また、CDO(CLO)について知ったきっかけとして金融機関からの紹介をあげる企業が大半に登るというアンケートもあり、金融機関以外から情報を得た企業はごくわずかである。このように中小企業からのニーズは予測されるものの、実際には知られていない状態である。

東京都債権市場構想においては年々参加企業が少なくなっているという指摘がされている(図3-5参照)が、長期的な観点に立って証券化市場を育成するためには参加する企業数の確保が欠かせない。前章で述べたように、貸出債権のロットが確保できなければコストが割高になり劣後債部分もリスク分散がなされないため増加してしまう。また前述のように日本の証券化市場の問題は市場が未発達・未成熟であること、ということもできる。貸し出し企業が増加し市場規模が増えることは市場育成の観点からも望ましい。市場が成熟すれば、劣後債に投資する投資家の育成にも道が開け劣後債の問題や優良企業以外にも資金調達が可能になる可能性がある。このように現在の資金調達だけでなく将来のための市場育成も考えるとより多くの企業にCDOについて告知することで多大なメリットがあるものと推測される。

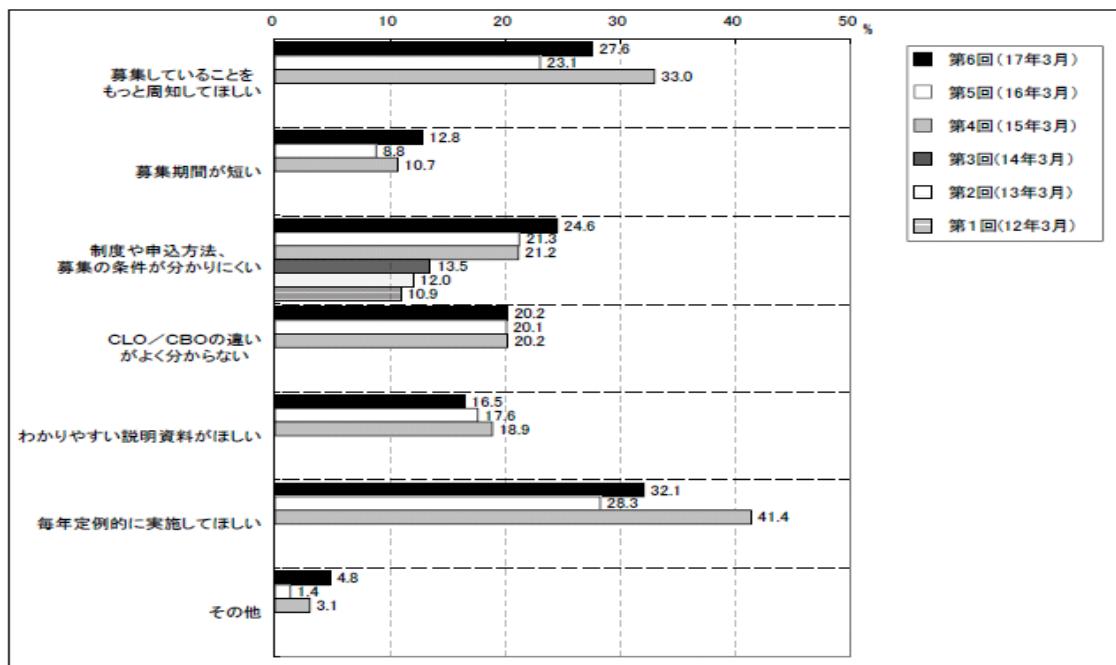
図5-1 CLOについて知っている企業の割合(従業員規模別)



資料：中小企業庁「資金調達環境実態調査」(2004年12月)  
 (注) CLOについて名前及び具体的な内容を知っている企業を集計した。

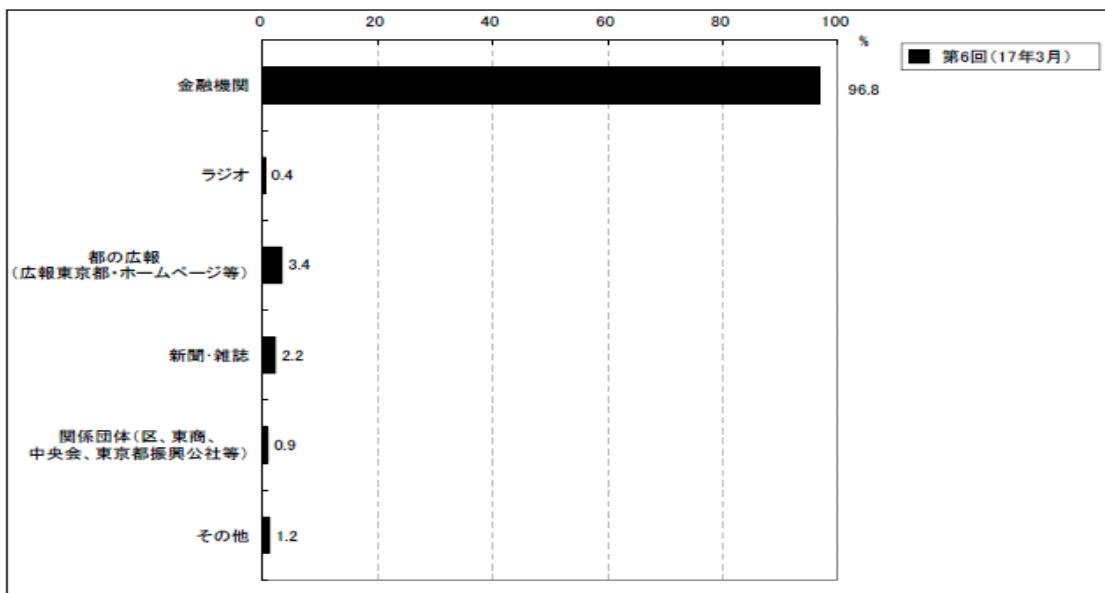
(出所)2005年度版中小企業白書

図5-2 回数別で見る今回(第6回債券発行)の申し込みについて感じたこと、改善を望むこと



(出所) 東京都債券市場構想第6回政策効果分析・アンケート調査  
<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/2004boshu.schemeA.pdf> (平成17年11月5日アクセス)より

図5-3 どこでこのCLO/CBOを知りましたか(複数回答)



(出所) 東京都債券市場構想第6回政策効果分析・アンケート調査  
<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/2004boshu.schemeA.pdf> (平成17年11月5日アクセス)より

## 《参考文献》

- 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  
藪下史郎(2001)『貨幣金融制度と経済発展』有斐閣  
岩田規久男(2000)『金融』東洋経済新報社  
岡内幸策(2003)『証券化入門 第二版』日本経済新聞社  
井出保夫(2003)『「証券化」がよく分かる 日本を変える画期的な金融技術』文集新書  
藪下史郎(2002)『非対称情報の経済学 スティグリツと新しい経済学』光文社  
村本孜(2005)『リレーションシップバンキングと金融システム』東洋経済新報社  
鈴木泰(2005)『信用リスクモニタリングと日米比較金融システム論』唯学書房  
千葉県 HP <http://www.pref.chiba.jp/index.html>(平成 17 年 11 月 11 日アクセス)  
財務省財務総合政策研究所 H P 「資金循環における市場型間接金融の役割に関する研究会について」<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk070.htm>(平成 17 年 11 月 2 日アクセス)  
三井住友フィナンシャルグループ HP リスク管理への取り組み  
<http://www.smfg.co.jp/aboutus/profile/risk/index.html>(平成 17 年 11 月 8 日)  
JCR 格付け Q&A [http://www.jcr.co.jp/Q&A/QAgeppo\\_1-4-12-1.htm](http://www.jcr.co.jp/Q&A/QAgeppo_1-4-12-1.htm)(平成 17 年 11 月 8 日)  
中小企業金融公庫 <http://www.jasme.go.jp/>(平成 17 年 11 月 11 日アクセス)  
東京都債券市場構想「CLO とは」  
<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/sub23.htm>(平成 17 年 11 月 1 日アクセス)  
東京都債券市場構想「CBO とは」  
<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/sub22.htm>(平成 17 年 11 月 1 日アクセス)

## 《先行論文》

- 柴田武男(2002)「東京都の債券市場構想について」『聖学院大学論叢』第 15 号 1 号 p55-74 聖学院大学  
森谷智子(2005)「東京都による行政主導型 CDO の現状と課題—行政主導型 CDO を発展させるための条件」『証券経済研究第 51 号』9 月  
根本忠宣(2005)「中小企業による資金調達の多様化」『商工金融』、第 55 卷第 1 号、2005 年 1 月号  
日本銀行金融市場局(2004)「証券化フォーラム・報告書」(平成 17 年 11 月 1 日アクセス)  
木村温人(2005)「自治体主導 CLO のわが国における実態—大都市型から広域連携型への拡大の背景と問題点—」『北九州産業社会研究所紀要・第 46 号』2005 年 3 月  
内田真人(2004)「わが国証券化市場の抱える課題とその対応」<http://www.soc.nii.ac.jp/jsme/kinyu/pdf/04s/04s219-uchida.pdf>(平成 17 年 11 月 1 日アクセス)  
家守信善(2004)「金融機関の審査機能充実を促す信用保証制度改革を」『金融ビジネス』5 月  
馬場直彦・久田高正(2001)『わが国金融システムの将来像—変革の圧力と金融当局の役割—』  
日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ、2001-J-22、7月

## 《データ出典》

- 中小企業庁『中小企業白書』  
中小企業庁 <http://www.chusho.meti.go.jp/>(平成 17 年 11 月 11 日アクセス)  
東京都債券市場構想「第 6 回債券発行政策効果測定・アンケート調査」<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/2004bosu.schemeA.pdf>(平成 17 年 11 月 5 日アクセス)

東京都債権市場構想 「第5回債券発行政策効果測定・アンケート調査」  
<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/15questionnaire.pdf>(平成17年11月5日) 東京都債権市場構想 「第6回債券発行政策効果測定・属性分析」  
<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/zokuseichousa6.pdf>(平成17年11月5日アクセス)

東京都債権市場構想 「第5回債券発行政策効果測定・属性分析」  
<http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/kinyu/clo/15attribute.pdf>(平成17年11月5日アクセス)

日本証券業協会「グリーンシート」 <http://www.jsda.or.jp/html/greensheet/index.html>(平成17年8月20日アクセス)