

## イノベーションと中小企業金融

## —ベンチャー・ファイナンス、信用補完、市場型間接金融—

成城大学社会イノベーション学部長・教授

村本 孜

## 要旨

2005年『経済財政白書』は、第3章のまとめである第4節を「イノベーションの源泉と競争力の向上への課題」と題し、2007年に訪れる人口の波（減少）を受ける日本経済への提言として、労働力の減少というチャンネルを通じて日本の潜在的な成長力にも少なからず影響を与える可能性があり、一人当たり所得を維持していくためには技術革新による生産性の向上が不可欠とするとともに、人口要因が国内マーケットを縮小させていく中で、各企業は付加価値の高い技術創造により競争力を伸ばしていくことが求められる、とした。すなわち、競争力の源泉となる企業のイノベーション活動こそ重要であるとした。

本稿の主題は、このイノベーションを金融の分野で考察することである。1つは金融業のイノベーションという金融イノベーションを概括し、情報技術革新の進展がその展開を複雑化する一方、デリバティブや証券化など市場型間接金融が金融システムの新たな方向を示すことを論じる。他方、企業のイノベーションを実現する補完的機能としての金融手法の問題をシュンペーターの視点から論じ、ベンチャー・ファイナンスに代表される課題を整理し、中小企業金融として論ずる。あわせて日本におけるこの分野の課題を論じ、リレーションシップ・バンキングとの関連を論じその有効性を確認した上で、リレバンを補強する公的信用補完制度の機能とその最近の見直しに関する見解を付加し、中小企業金融における資本市場とのリンクないし複線的システムとの関連で市場型間接金融についてリレバンの補強としても論じた。

銀行型システムないし間接金融の優位性に見られる日本の金融システムが、今後イノベーションを実現していくに際して、証券化（市場型間接金融）あるいはリスク・テイク機能など金融のプレーヤー自体の変革も課題となると考えられ、その際に公的な補完も重要になる。

## はじめに

筆者の勤務する大学で、「社会イノベーション学部」という日本で初めての学部を創設した。大学院では、MOT、ビジネススクール関連でイノベーションを付した研究科などはあるが、学部でイノベーションを冠したものは初である。21世紀の日本を展望するとき、イノベーションを体現できる人材を供給したいというコンセプトから構想したもので、イノベーションを実現する政策・戦略をコアに、それを受容する社会・個人の問題も教授しようというものであ

る。

2005年『経済財政白書』は、第3章のまとめである第4節を「イノベーションの源泉と競争力の向上への課題」と題し、「2007年に訪れる人口の波は、労働力の減少というチャンネルを通じて日本の潜在的な成長力にも少なからず影響を与える可能性がある。……労働力が減少していく中で一人当たり所得を維持していくためには技術革新による生産性の向上が不可欠である。また、人口要因が国内マーケットを縮小させていく中で、各企業は付加価値の高い技術創造により競争力を伸ばしていくことが求められる」

と指摘した。すなわち、競争力の源泉となる企業のイノベーション活動こそ重要であるとしたのである。このようにイノベーションは少子高齢化という21世紀の課題の中でそれをブレイクスルーするキーコンセプトとして注目されている。日本の経済社会が、キャッチアップ段階を経て、世界のフロントランナーとして位置付けられる段階に到達した以上、新たな理念・構想を持って経済社会を構築する必要がある。その際のキーワード、キーコンセプトがイノベーションなのである。

ところで、イノベーションという用語について、国語審議会は「技術革新」と訳し、行政では「経営革新」と定義している。しかし、イノベーションを論じた多くの文献が示唆しているように、その内容は広範であり、単なる「革新」ではない。イノベーションを日本語で表そうとすると、「知識創造による新価値の創出」、あるいは「知識創造によって達成される技術革新や経営革新などにより新価値を創造する行為」<sup>1</sup>とでもいうべきもので、「個人や企業などの組織が新しいと知覚するアイデア、行動様式、物品」ということもできる。我々の学部では「新しい価値創造」をイノベーションとして捉えて、社会を動かす原動力として認識し、その社会に及ぼす影響・それを生み出す力などを分析することをその主眼としたが、前述のように学部レベルではこれは日本でも初の試みである。

本稿は、このイノベーションと金融の関連を解明する。とくに、イノベーションをシュンペーター的視点から認識して、経済における金融との関連を解明したい。イノベーションを金融の問題として捉える場合に、2つの見方に整理される。1つは、イノベーションを情報技術 (IT) 革新と認識し、金融グローバル化などと共にそれによって金融取引が革新され、新たな金融商品が組成されて、金融システムが劇的に変革される点に注目する金融イ

ノベーションないし金融業のイノベーションというべきものである。もう1つは、イノベーションを実現する上でそれをサポートする金融的な仕掛けないし金融システムの構造に焦点を当てるものである。本稿では、この2つの見方を整理した上で、イノベーションの実現する金融手法 (ベンチャー・ファイナンス) について考察し、リレーションシップ・バンキングがイノベーションを創造すること、それを補強する公的信用補完と市場型間接金融の重要性を整理する。

## 1 イノベーションと金融

### (1) 金融イノベーション研究

金融業におけるイノベーション活動である「金融イノベーション」に関する初期の研究を文献的にサーベイすると、フューチャー・スワップ・オプションなどが登場し始めた1980年代に研究論文が現れており、Van Horne, J. (1985)、Miller, M. (1986) や BIS (1986) などがある。BIS (1986) はユーロ・セキュリティゼーション (FRN、NIF、RUF、スワップなど) を検討したもので、ユーロ市場における金融イノベーションを検討したものとして知られる。危険を移転する金融イノベーション、流動性をカバーする金融イノベーション、信用創造する金融イノベーション、自己資金を創造する金融イノベーションなどが類型化された。

金融イノベーションの実証的研究をサーベイした Frame and White (2002) 及び金融イノベーションの全体のサーベイを行なった Tufano (2003) によれば、金融イノベーションというポピュラーな用語の割りに理論研究・実証研究は少ないといわれる。リテール金融におけるイノベーションについては、Frei *et al.* (1998) 等があるほか、1990年代に急速に発展した情報技術革新を中心に金融イノベーションを論じた邦語文献としては、『フィナンシャル・

1 岸川 (2004) p.6。

レビュー』（特集：金融技術の高度化）第51号（1999）や内田ほか（2000）がある。

金融イノベーションの全体的サーベイを行なった Tufano（2003）は、金融イノベーションを新しい金融商品・技術・金融機関・金融市場の創造と普及と定義し、product 面ではデリバティブ、新証券商品、集合投資商品など、process 面では証券の分配、取引のプロセッシングとプライシングの進化としている<sup>2</sup>。Merton（1992）は、金融イノベーションのもつ経済的・金融的な有効性について、①資金の時間的・空間的移転の円滑化、②資金のプール化、③リスク管理、④意思決定のための情報抽出、⑤モラル・ハザード、情報非対称性問題への取り組み、⑥ペイメントシステムの活性化、を挙げている。

金融イノベーションを明示的に示していなくても、金融デリバティブ関連の研究は金融イノベーション研究そのものであり、金融工学の研究の進展に伴い、その蓄積は膨大であり、その個々の研究には触れないが、「金融イノベーション」を論題に掲げた最近の論文である日本銀行（2005）は、その冒頭において「近年の情報技術革新やその下での金融イノベーションの動きは、情報生産やリスク・マネジメントといった金融市場や金融機関の機能を高めることを通じて、より効率的な資源配分の実現に貢献し得るものである。しかしながら、このようなメリットは、技術進歩や金融実務の変化に適切に対応した法制面での基盤整備と相まって、はじめて十分に実現され得るものといえる。また、こうした取り組みは、わが国金融市場を国際的に競争力のある市場としていく上でも、重要な課題となっている」<sup>3</sup>と記述し、金融イノベーションが金融システムの重要な視点であることを示している。

## (2) 情報の非対称性と金融システム

金融システムは、情報の非対称性、契約の不完備性の下で、資金の仲介機能を実現する仕組みと理解される。ごく一般的に言えば、不確実性の中で将来に向けた投資を行なう企業などの資金需要と、将来の種々の支出パターンを想定しつつ金融資産を保有する家計などの運用ニーズとを結び付けることによって、経済活動に必要な資金の仲介を実現していくのである。

金融システムがその機能を果たす上で金融仲介機関は、情報生産やリスク・マネジメントといった重要な機能を果たしながら、効率的な資源配分の実現や経済の発展に寄与するのである。資金の運用主体（金融機関）にとって、投資プロジェクトの収益性やリスクの情報に関し、資金調達主体に比べて劣位に置かれることが多く（情報の非対称性の問題）、またモニタリングによって資金調達主体が資金運用主体の利害に沿って行動するかをチェックし続けることも容易ではなく、先行き債務の支払能力に影響を及ぼす可能性もあり、資金調達のコストにも反映されることになるというエージェンシー・コスト問題を生じる。情報の非対称性があると、逆選択とモラル・ハザード問題を生じることが知られるが、逆選択とは交渉の一方の当事者が、相手の純利益を左右するような事柄に関する私的情報を持ち、契約内容が相手にとって非常に不利になるような私的情報を持つ場合に生じる契約前の機会主義的行動のことである。一方、モラル・ハザードとは、契約上求められているないしは望ましい行動について他人が観察困難な場合に生じる契約後の機会主義的行動のことである<sup>4</sup>。

このように、情報の非対称性が存在する場合には、逆選択とモラル・ハザードという困難な課題が存在するのであるが、前述の Merton（1992）の指摘の

2 Tufano（2003）mimeo. p.4.

3 日本銀行（2005）p.93。

4 日本銀行（2002）pp.31～32。

ように、金融イノベーションは、資金の時間的・空間的移転の円滑化、資金のプール化などとともに、リスクの分散化やリスク・シェアリングなどによって、このような情報の非対称性問題に対し有効なのである<sup>5</sup>。

### (3) イノベーションの金融的側面

2つ目の見方であるイノベーションの金融的サポートについては、シュンペーター (Schumpeter, J.) がすでに『経済発展の理論』(1912 (初版)、1926 (第2版)) において論じたように、金融機関の資金供給・信用創造が重要な機能を果たすことが知られている。いかなる事業であってもその実現には資金的な裏付けを必要とするのであり、金融機関の資金仲介能力に期待されるところは大きい。しかし、創業ないしベンチャー企業の抱える種々のリスクは、金融仲介機関のリスク・テイク能力を超える可能性が大きいので、通常は資本市場の活用、あるいはインフォーマルな投資家 (エンジェル) の役割が重要となる。

シュンペーターの『経済発展の理論』は、発展のない静態的経済における発展の契機の必要性を論じ、発展のある動態的経済では新しい可能性が生じ、実行の担い手となる企業者の存在とそれによる「新結合」の遂行による創造的破壊が重要であることを示す。シュンペーターは、企業者 (entrepreneur、Unternehmer) というのは「新結合の遂行をみずからの機能とし、その遂行に当って能動的要素となるような経済主体」であり、静態的経済における企業経営の担い手は単なる経営管理者に過ぎず、企業者たる存在ではなく、動態的経済でこそ企業者の存在が重要なのであった<sup>6</sup>。

シュンペーターの『経済発展の理論』では、第2

章の「発展はいかにして金融されるか」という節で、新結合に必要な生産手段の購入に用いられる資金は、自己資金がない場合に、国民経済の貯蓄によって賄われることが示されているが、発展のためには別の資金調達手段が必要とされ、これが「銀行による貨幣創造」であるとしている点が重要である。すなわち、「すでに従来からだれかの手もとに存在していた購買力を移転することではなく、無から新しいものを創造し、……これこそが新結合の遂行のための典型的な金融の源泉であり、しかも過去の発展の結果が事実上いかなる場合にも存在しないときには、ほとんど唯一の金融源泉となる」としたのである<sup>7</sup>。

同じく第2章の「銀行家の機能」という節では、銀行家は購買力という商品 (信用) の「仲介商人であるのではなく、……なによりもこの商品の生産者であり、経済の貯蓄資金は「ことごとく銀行家のもとに流れ込み、既存の購買力であれ新規に創造される購買力であれ、……集中している」ので、銀行家が「唯一の資本家となるのである。……新結合を遂行するものと生産手段の所有者との間に立って、……新結合の遂行を可能にし、いわば国民経済の名において新結合を遂行する全機能を与える」存在であるとして、銀行の役割を高く評価したのである<sup>8</sup>。シュンペーターの『経済発展の理論』第3章は「信用と資本」と題され、経済発展にかかわる信用の機能について詳細な検討が行なわれているが、「新結合を遂行するさいには、たしかに架橋すべきそのような必然的な乖離が存在する。これを架橋するのが信用供与者の機能であって、彼は特別に創造された購買力を企業者の自由に委ねることによってこれを果たすのである」<sup>9</sup>にシュンペーターの論理が集約されている。

シュンペーターの時代には現在のような資本市場、

5 Merton (1992) pp.12~22.

6 Schumpeter (1926) pp.119~120. 邦訳上巻 pp.198~199 (机上版 p.164)。

7 *Ibid.*, pp.108~109. 前掲書 pp.195~196 (机上版 pp.161~162)。

8 *Ibid.*, pp.110~111. 前掲書 pp.197~198 (机上版 p.163)。

9 *Ibid.*, pp.153~154. 前掲書 pp.273~274 (机上版 pp.218~220)。



証券市場が整備されていたわけではないので、間接金融とりわけ銀行の信用創造機能に多くの期待があったことは想像に難くない。現代的なイノベーション実現のための金融システムには多くの新たな手法等が必要になるのである。

## 2 イノベーションの金融手法

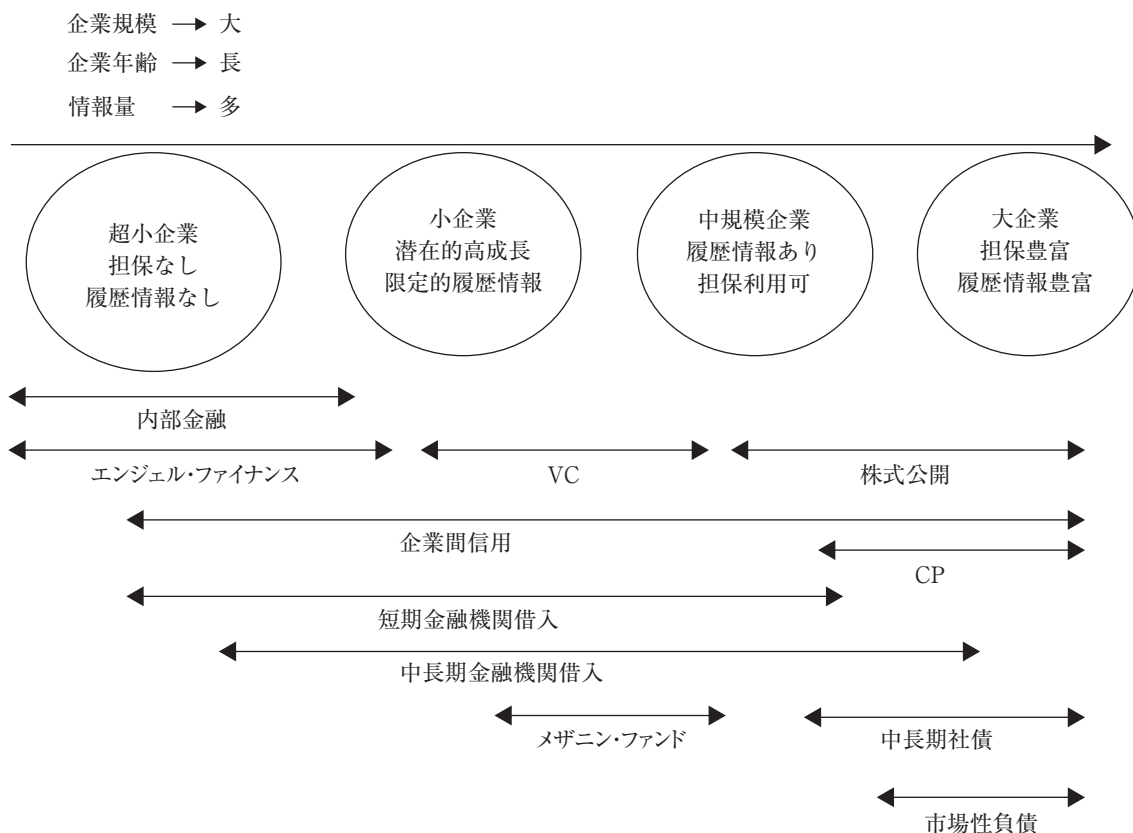
### (1) イノベーションと中小企業

イノベーションには、シュンペーターが指摘したように、資金的な裏付けないし金融支援が不可欠な要素である。イノベーションを実現する主体として企業者が重要であるが、この企業者は中小企業それも個人企業から小企業といったイメージが強く、いわゆるベンチャー・ビジネスがその具体像である<sup>10</sup>。

すなわち、イノベーションを技術革新・開発として認識すると、巨額の開発資金を要するようなイノベーションは専ら大企業によって担われるので、資金的困難はそれほどではない。金融システムが、グローバル化や金融イノベーションの進展によって格段に進化し、資本市場での資金調達、高格付けの得られる大企業にとっては、低コストでの資金調達手段が多様化し、かつその利用も容易化し、エクイティ・ファイナンスとして知られる状況となっている。さらに、株式分割など株式会社がそのガバナンス機構の拡充の過程で導入された手法が、大企業・中堅企業の資金調達を容易化している。

イノベーションの担い手としての中小企業に注目すると、中小企業自身が技術革新・開発の担い手と

図1 企業特性と資金調達



資料：Berger and Udell (1998) p.623.

10 シュンペーターはイノベーションの担い手として後に大企業の研究開発能力・資金調達能力こそ重要との見解を持つに到ったといわれ、「大規模組織が経済進歩、とりわけ総生産量の長期的増大のもっとも強力なエンジンになってきた」(シュンペーター (1942) p.106. 邦訳 (1962) pp.192~193. 新装版 (1995) p.164) にその主張が典型的に示されている。

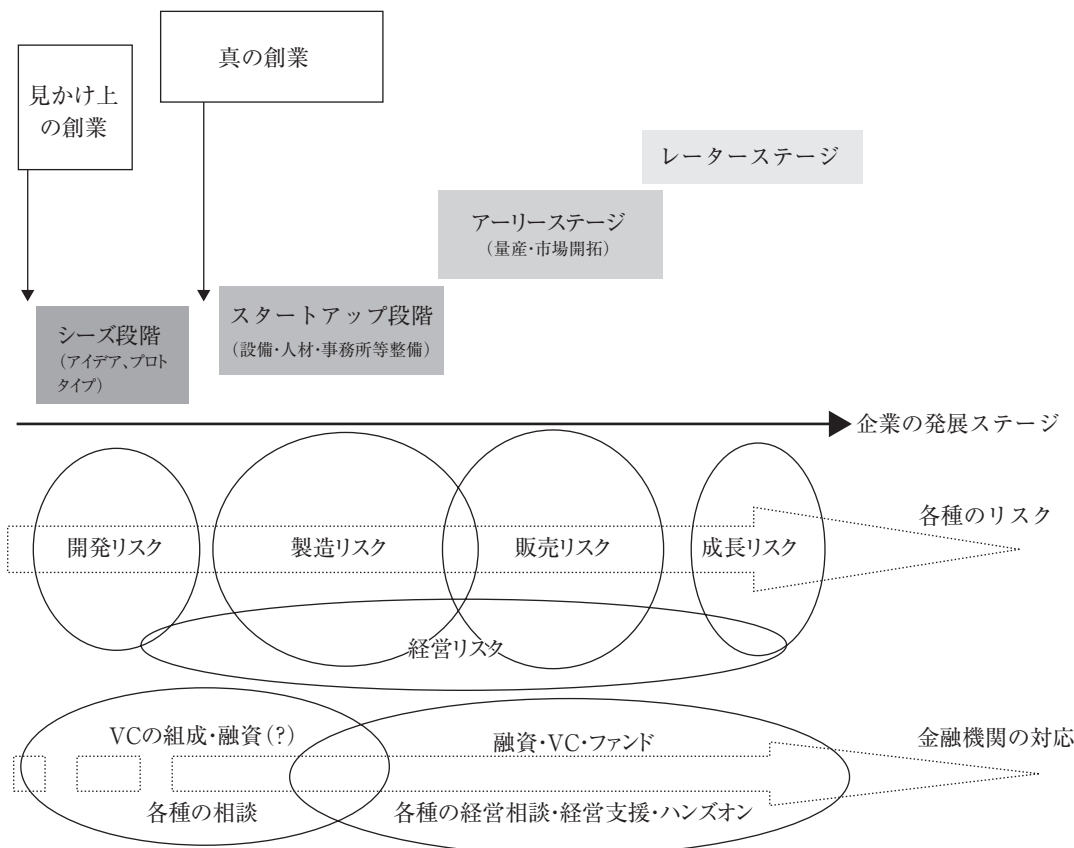
して活動する場合（新規創業）と、経営革新に取り組む場合が考えられる（既存の中小企業の第二創業や新分野進出など）。金融的には、新規創業の場合が、いわゆるベンチャー企業の立ち上げに該当し、資金調達が困難なケースである。経営革新として既存企業に取り組むケースは、既に業歴・財務諸表等があり、資金調達は金融のルールに準拠する可能性が高い。この点は、すでに Berger and Udell (1998) の指摘を俟つまでもなく（図1）、広く企業の発展段階と資金調達問題として認識されている。経営革新の場合には、金融機関の情報生産機能が重要であり、いわゆるリレーションシップ・バンキングの教えるところが支配的となる。

(2) ベンチャー企業の抱えるリスク

イノベーションを中小企業が担い、それをベンチャー企業と位置付けると、ベンチャー企業にも創業ないし起業といっても、その活動局面や発展段階にはいくつかの局面がある。おおまかには、シーズ段階、スタートアップ段階、アーリーステージ、レターステージに大別され、各段階で種々のリスクを抱えており、それらは、①開発リスク、②製造リスク、③販売リスク、④経営リスク、⑤成長リスク、に整理される（図2）<sup>11</sup>。

- ① 開発リスクーアイデア段階（シーズ段階）：  
ベンチャー企業の出発点である開発段階でのリスクで、事業立ち上げの前段階であり、その開発がどの程度の事業可能性を持つかの判断は困

図2 企業の発展段階と諸リスク



11 日経産業消費研究所 (1996) pp.84~87。本報告は中小企業金融公庫審査部の委託調査を契機として、多方面の関係者によりベンチャー企業金融の課題等についてまとめられた。

難とされる。開発した商品・サービスのアイデアが基本的には開発者の頭の中になら存在せず、外部からは的確な判断を下せないため、預金金融機関がこの段階で可能なのは、開発者のアイデアをプロト・タイプにまで具体化することを要請することで、アイデアを形にすることにより、開発者の単なる思い付きなのか、製品化可能なのかを判断することになる。

- ② 製造リスクーシーズ段階からスタートアップ段階：製造リスクは、アイデアを基に事業を立ち上げる段階に存在する。製造業では、プロト・タイプをうまく作れても、それが量産化には直結せず、量産化のコスト計算、すなわち採算の確認が必要となる。アイデア段階、プロト・タイプ段階で原価（コスト）計算はなされないことが多く、製造工程は立ち上げ時にはうまく動かないことも多いことから、設備の円滑稼働、労働者の生産習熟度の向上までには時間がかかり、これらの製造リスクは大きい。サービス業であっても、事業立ち上げ時には製造業と同様、サービスに習熟していないための失敗（リスク）が存在する。金融機関の融資等の判断としては、この段階でのベンチャー経営者の経営能力の見極めはある程度可能といわれ、開発段階よりもリスク評価は容易とされており、通常の企業金融のノウハウ活用が可能であるものの、未成熟な企業という点では、判断は困難であることに変わりはない。
- ③ 販売リスクースタートアップ段階からアーリーステージ：販売リスクとは、市場に受容されるかどうかで、開発された新製品・新サービスの市場性である。もともと市場性ありとの判断で開発されるわけだが、これは主観的判断であり、実際には市場の客観性すなわち競合する製品・サービスの動向が重要で、市場の反応は製品を市場に投入して初めて分かることになり、予算

の範囲内で生産しても、販売段階でのリスクは大きい。金融機関が販売リスク減少のためにバックアップすることが必要で、金融機関の経営支援活動が重要になる。

- ④ 経営リスク：経営リスクとは、ベンチャー経営者自身のリスクであり、組成される経営体のリスクであるが、事業経営に経験のない創業者が一般的なのでリスクは高い。優れた技術・アイデアを持っていても、事業化して軌道に乗せるのは経営者の経営能力に依存する。経営に要求されるのは、生産・販売・労務・財務等の広範な能力であり、個々の担当者を置いている場合にはそれらの担当者を束ねる能力も必要とされる。経営の問題として挙げられるのは、企業規模・成長段階との関連でも経営の質の転換が必要になる。金融機関にとって最重要なのが、この経営リスクの判断である。リレーションシップ・バンキングに不可欠な目利き能力が最も問われるともいえよう。さらに、融資後に行なうモニタリング、経営支援、経営のバックアップなどが重要とされる。
- ⑤ 成長リスクーレーター段階：ベンチャー・キャピタル、ベンチャー・ファンド固有のリスク。ベンチャー企業に融資する場合には発生しないが、ベンチャー・キャピタル、ベンチャー・ファンドが投資した場合、エクジットとしてはIPO（株式公開）となる。この段階では、投資の果実（キャピタルゲイン）を獲得して、投資が完結することになる。しかし、ベンチャー企業が成功していても、IPOに至らない場合には、キャピタルゲインは獲得できず、いわゆるリビング・デッド（living dead）となる。これが成長リスクである。金融機関の融資にはこのような成長リスクは発生しないが、ベンチャー・キャピタル、ベンチャー・ファンドは、このような成長リスクを蒙る可能性を持っており、金

融機関がベンチャー・キャピタルやベンチャー・ファンドを組成する場合には連結ベースで成長リスクを蒙る可能性がある。

### (3) ベンチャー・ファイナンス

以上のベンチャー企業の成長ステージごとのリスクに対して、その段階毎に種々の金融手法が必要となる。とくに、シーズ段階の企業であれば、自己資金以外の資金調達には厳しく、自らの周辺の知人・親族などへの依存となる。スタートアップ企業であっても、トラック・レコード（業歴等）のない段階での金融機関借入は困難である。したがって、エンジェルのようなインフォーマル・インベスターの存在が不可欠となる。

アーリーステージに到って漸く制度化された金融の手段が活用可能になるが、それでも金融機関の審査対象とはなりにくく、たかだか IPO (initial public offering 株式の新規公開) へのアクセスが可能になるに留まる。IPO といっても、リスク・テイク能力のある投資家の存在が不可欠で、その市場形成が必要なインフラとなり、この分野で先進的であるアメリカでは NASDAQ というオンラインの取引所が整備され、成功を収めてきた。日本でもベンチャー企業育成のファイナンスの仕組み、とくにエマージング市場 (IPO 市場) の整備が行われてきた。1995年7月に導入された第二店頭株市場 (特別銘柄市場) も、1996年12月に第1号の公開 (登録) が行われたが、その後店頭市場 (1963年創設。日本証券業協会が管理) が JASDAQ に移行した。ほかに、1999年11月に東京証券取引所にマザーズ (東証マザーズ)、2000年6月大阪証券取引所にヘラクレス (旧 NASDAQ ジャパン) が整備され、新規企業の株式公開 (IPO) が容易になった。このほか、1999年10月に名古屋証券取引所にセントレックス、2000年4月に札幌証券取引所にアンビシャス、2000年5月に福岡証券取引所にQボードが新興企業の上

場を行なう市場として誕生している。

このようなエマージング市場の創設・育成のほか、銀行型システムである日本の金融システムでは金融仲介機関の役割も大きく、民間金融機関はローリスク・ローリターンの融資だけでは対応できないので、投資組合を作って投資も視野に入れつつ対応を行ない、ベンチャー・キャピタルを整備するほか、融資による支援も多く行なわれている。その先鞭をつけるため、政府系金融機関も1994年2月の総合経済対策で創設された中小企業金融公庫の「新事業育成貸付制度」をはじめとする各種の融資制度が出揃い、通産省が主導した都道府県ごとのベンチャー財団もほとんどの都道府県で整備され、あわせてベンチャー企業と金融機関・投資家との出会い (マッチング) も「ベンチャー・プラザ」などとしても実施されてきた。中小企業基盤整備機構が出資するベンチャー・ファンドも、1999年以降約60件のファンドを組成し、約1,000億円の投資規模と約500社への出資を行ない、エクジットである IPO には50社ほどが到達している (後述)。

いずれにしても、ベンチャー企業向け融資制度は整備が進み、政府系金融機関だけでなく、公的機関の保証の仕組み、自治体の制度融資、民間金融機関の融資など金融機関経由の方式で主となっていることは、銀行型システムないし間接金融優位といわれる日本のシステムのなかでのものであることは注目しておいてよい。前述のようにベンチャー・キャピタル、投資事業組合の設立、エマージング市場の設立などの状況をみると制度的にはほぼ整っているが、問題はこれらの制度がいかに関能するかという点である。JASDAQ の上場会社数が944社 (2004年末) であることを除くと、東証マザーズの上場企業数は2005年7月に131社程度であり、他のエマージング市場の上場数も特段多いものではない (表1)。

このようにベンチャー企業にとってのボトルネックとまでいわれた資金面での困難は制度的にはほぼ



表1 新興市場の状況

	創設	上場企業数
JASDAQ	1963年	944社、952銘柄
東証マザーズ	1999年11月	131社
大証ヘラクレス	2000年6月	122社
名証セントレックス	1999年10月	9社
札証アンビシャス	2000年4月	2社
福証Qボード	2000年5月	4社

(注) 上場企業数は、JASDAQを除くと、2005年7月現在。各所HPによる。

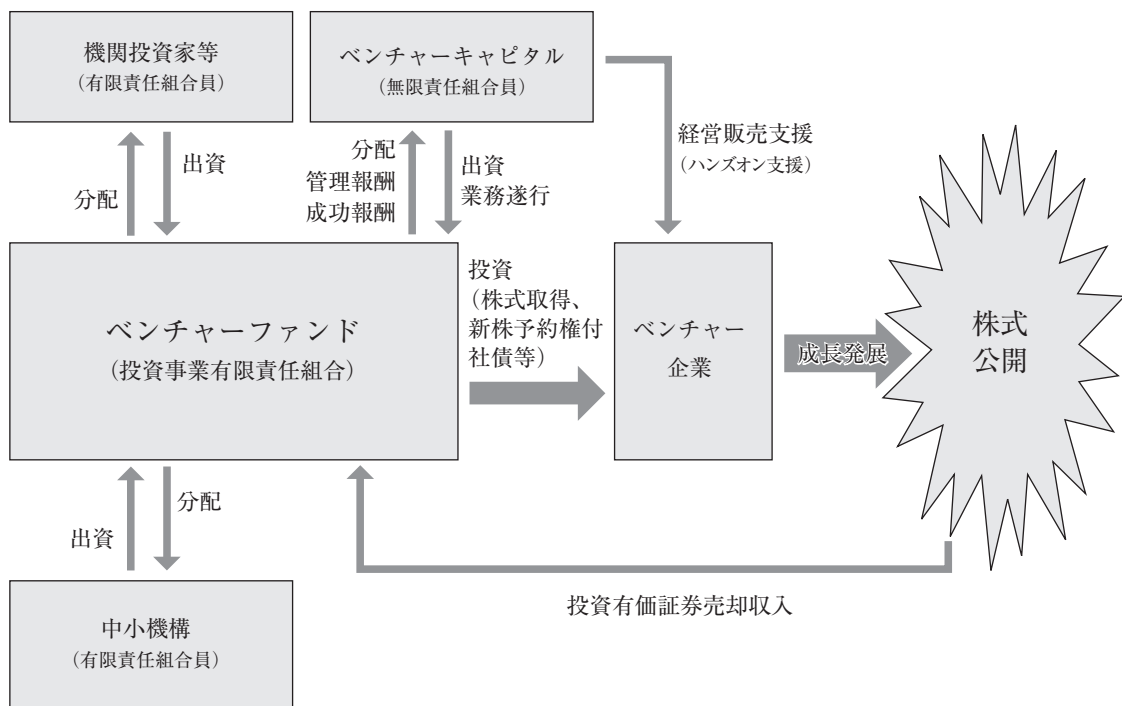
克服され、ベンチャー企業がその意欲とは裏腹に資金手当ができないという状況はほぼなくなっている。問題は、むしろいかに事業として軌道に乗せていくかという、経営の問題こそ重要となっている。

(4) 中小企業基盤整備機構のベンチャー・ファンド  
中小企業政策の遂行機関である中小企業基盤整備

機構（中小機構）は、2004年7月に中小企業総合事業団・地域振興整備公団・産業基盤整備基金が統合された独立行政法人で政策金融以外の中小企業支援を実施しているが、その1つにベンチャー・ファンドがあるので、ベンチャー・ファイナンスの具体例として紹介しておこう。これは、1999年以降中小企業総合事業団が実施してきたもので、投資会社等が組成する設立7年未満のアーリーステージにあるベンチャー企業への投資・ハンズオン支援を目的としたファンドに対し出資を行なうことにより、ベンチャー企業の間接的な支援を実施するものである。

詳細な仕組みは、脚注12のURLにあるが<sup>12</sup>、①ファンド組成（ベンチャー・キャピタル等の民間投資会社とともに投資ファンド（投資事業有限責任組合）を組成。中小機構は有限責任組合員としてファンド総額の1/2以内（上限10億円）を出資）、②投資対象（設立7年未満のアーリーステージにあるベンチャー企業またはそれらが実施する有望な事業（原

図3 中小機構のスキーム



12 [http://www.smrj.go.jp/venture/dbps\\_data/\\_material/\\_chushou/a\\_venture/fund/VF050413.pdf](http://www.smrj.go.jp/venture/dbps_data/_material/_chushou/a_venture/fund/VF050413.pdf)

表2 中小機構のベンチャー・ファンドの実績

	H16.3	H17.3	H17.8
投資規模 (金額)	524億円	791億円	859億円
組成ベンチャー・ファンド数	34	49	57
出資(投資先)企業数	630	970	1,061
IPO 企業数	26	41	45

参考 がんばれ！中小企業ファンド(既存中小企業向け)

	H17.3	H.17.8
総ファンド額	40億円	160億円
組成ファンド数	1	7
出資(投資先)企業数	2	5

則として株式公開を目指す企業が対象))、③支援方法(株式や新株予約権付社債の取得等による資金提供、無限責任組合員による経営面のハンズオン支援及び中小機構各支部支援センターの各種支援等により、企業の成長発展を支援)、がそのスキームである(図3)。ベンチャー企業向けのファンドと同様のスキームで、既存の中小企業の新分野進出、新事業展開、新商品の開発など、新事業に挑戦するケース(第二創業)に対応するのが「がんばれ！中小企業ファンド」である。

#### (5) ベンチャー・ファイナンスの改革に向けて<sup>13</sup>

##### ① ベンチャー・ファイナンスの特性

ベンチャー・ファイナンスはハイリスク・ハイリターン(HH)的性格が強く、基本的にはアメリカのNASDAQ的システムにより、投資家の自己責任原則により解決されることが望ましい。しかし、直接金融である資本市場に相当の厚みがなければ、ベンチャー企業向けまで資金が供給されないであろう。日本の現状では、資本市場にそこまでの厚みがあるとはいえない。あくまで、金融機関経由の資金が基本となっている。したがって、間接金融の仕組みを

いかにベンチャー・ファイナンスに対応させるかがポイントである。別言すれば、ローリスク・ローリターン(LL)にHHをいかに組込むか、というコンセプトを実現する方策として、後述の市場型間接金融(債権流動化・証券化など)や、区分経理などの方策が模索されるべきである。

##### ② 融資の問題

通常の融資は、預金コストと貸出収入の差である利鞘を利潤動機として行なわれるので、その利鞘分が銀行の収益で、貸出のデフォルトに対するバッファーとなる。融資に伴う信用リスクが、このバッファーのなかに収まることが間接金融のリスク管理であり、それを保証するのが貸出における「大数の法則」である。貸出が「大数の法則」に基づいて行なわれている限り、デフォルト確率は一定の割合に収斂するからである。したがって、LL融資はこの限りでは安全である。ところが、HH融資は「大数の法則」が働くにしても、デフォルト確率が高いので、預貸の利鞘以上になってしまう可能性が大きい。したがって、HH融資には成功報酬的要素がないと、うまく供給されない。

そこで、金融システムという枠組みのなかで、リスク・シェアリングのスキームを工夫する必要がある。間接金融は、LLの世界であるから、間接金融の分野に成功報酬的側面を加味するには、資本市場のもつ成功報酬的要素をリンクすればよい。そのための制度的工夫の1つが、ベンチャー企業貸出債権の流動化(市場型間接金融)、格付けの問題(ベンチャー専門の格付機関の設置)、ベンチャー企業貸出債権を証券化する際の公的保証と公的機関の買取、ベンチャー債市場の育成、ローン・ポートフォリオ管理(信用リスク管理)、市民バンクの発想、技術評価システムの見直しなどが必要となる。

##### ③ ベンチャー向け資金の調達

ベンチャー企業金融の円滑化のために、HHを実

13 村本(2005)第4章参照。

現するには、金融機関の資金調達コストをできるだけ低くして利鞘を大きくすることも重要である。そのためには、預金金利を低位に設定することや、ゼロにしてハイリターンのもたらされたときに、配当の形で預金者に還元する方法もありえよう<sup>14</sup>。

ベンチャー・ファイナンスを日本的金融システムのなかで整理するとすれば、金融機関の資金仲介機能（情報生産機能とリスク管理機能）に依存することが今後とも不可欠である。シュンペーターの指摘する金融機関の信用創造機能である。したがって、ベンチャー企業債権管理は、個々の債権管理もさることながら、ベンチャー企業債権をトータルに評価して信用リスク管理とする発想が重要である。これは、先に述べたローン・ポートフォリオ管理による信用リスク管理がその具体的方法であり、資金の原資としてベンチャー預金的なものを導入することも方法である。

### 3 イノベーションとリレーションシップ・バンキング

#### (1) イノベーションとリレバン報告

金融審議会報告『リレーションシップバンキングの機能強化に向けて』報告（2003年3月27日）は、「創業企業に対する起業支援の強化」として、「創業企業が有する中小・地域金融機関に対するニーズは、資金供給者としての役割と、事業計画の作成のためのアドバイス等事業展開に資する情報の提供者としての役割であると考えられる。このため、中小・地域金融機関においては、①事業の将来性等に関する「目利き」を養成し、将来性ある事業に対してリスクに応じて融資を行なうこと（融資審査能力の向上）、②新規事業に対して取引上のニーズを有する他の事業者を紹介する等の支援サービスを適正な対価を獲

得しつつ行なうこと（起業相談能力の向上）、③様々なベンチャーファンド等の仕組みを活用すること等の取組みが求められていると考えられる」としたが、この指摘は、創業支援として、まず新規事業の新規性・事業性を確認することが必要なこと、すなわち「目利き」能力いわゆる審査能力の必要性を明示した上で、マッチングなどのハンズオン支援の必要性と多様な資金供給手段の活用を提示したものである。

同報告は、「創業企業に関するリスクの測定・管理は困難であり、預金により資金調達を行なう金融機関が融資を行なうことが必ずしも整合的でない面もあると考えられる。このため、中小・地域金融機関の資金供給者としての役割は、直接融資ではなく、財団または投資事業有限責任組合等の形態によるベンチャー・ファンド等への一参加者として果たされる局面も多くなると考えられる」と指摘して、預金金融機関の融資機能だけでは、十分な資金提供をしえないことも論じていることは正しい指摘である。

さらに、同報告は、第二創業に関連して、「中小企業が有する技術に新しい用途を見出したり、新たな取引先を開拓する等、何らかのアレンジメントを加えることにより新しいビジネス機会が生まれることは十分あり得ることであり、こうしたアレンジャーとしての役割を、情報の蓄積を有する中小・地域金融機関に対して求める」ことも必要なこと、「新規の創業にとどまらず、このようないわゆる「第二創業」の観点や、コミュニティビジネスの育成やNPOとの関係づくりを重視した中小・地域金融機関の取組み」も必要になることも指摘している。

前述のように、企業の発展段階において生ずる各種のリスクに対して、リレーションシップ・バンキングは対応可能なものと、そうでないものがある。リレーションシップ・バンキングの本質は、長期継

14 ベンチャー預金（ベンチャー企業融資をすることを前提に、預金利息の一部をベンチャー融資に充当する手法や、ゼロ利息預金とする手法。預金利息をベンチャー企業融資に充当するのではなく、預金そのものをベンチャー企業向け融資の原資にする手法もありえて、これにはゼロ預金利息で、収益があがれば配当を付ける（ゼロ利息預金に実績配当を付ける）ことや、オプション預金（一定金利までは保証、あとは実績）、ないしベンチャー企業宝くじ的発想もありえよう。このほかに、HHに対する保証を整備することを、従来型の債務保証方式、信用保証だけでなく、民間の保険メカニズムで対応させる工夫として、損保会社の保証保険を改善することがありえよう。

続的な取引関係を構築することによって、外部から入手困難なソフト情報を蓄積し、情報生産することであるので、創業間もない企業についての情報は少ない。したがって、シーズ段階の企業の開発リスクには、リレーションシップ・バンキングによっては対応しにくいのである。しかし、目利き能力を発揮して、各種の相談に対応し、リレーションシップを構築することは不可欠でもあるので、金融機関自身がベンチャー・キャピタル、投資ファンド等を組成することや、他のVC等への紹介等といった資金供給支援を行なうことは有効である。しかし、開発リスクを負担することは、大数の法則には合致しにくく、基本的には金融機関の分野にはなりにくい。

スタートアップ段階、アーリーステージにおける製造リスク・販売リスクは、基本的には金融機関のリスク管理の範囲内であり、安定期・成長期の企業における諸リスクと同じカテゴリーであるが、リスクの程度という点ではより大きいともいえよう。したがって、創業期から長くリレーションシップを構築しておけば、そのソフト情報の蓄積によって、製造リスク・販売リスク・経営リスクには対応可能である。とくに、販売リスクに対して、積極的に経営支援することで、販路拡大などの支援を行えば、リレーションシップ・バンキングの発揮となる。さらに、経営リスクの負担は、長期継続的取引によるソフト情報の獲得そのものであり、リレーションシップ・バンキングを遂行することによって、経営リスクを減じることが可能になるのである。リレーションシップ・バンキングに不可欠な目利き能力は経営リスクへの対応ともいえるものである。また、融資後に行なうモニタリング、経営支援、経営のバックアップ、ハンズオン等は、販売リスクの縮小・解消に寄与するものである。

## (2) リレーションシップ・バンキングの補強

### —信用補完制度の改革

リレーションシップ・バンキングは、リスクに関していえば、金融機関自らのリスク負担機能の発揮に依存することになり、担保・保証に依存するという意味でのトランザクション・バンキングとは一線を画する。Berger and Udell (2002) のいう、asset-based lendingではない。しかし、融資というのは、いくつかの業務の集合体であり、①事前的段階（貸出方針・審査基準・回収方針の決定、マーケティング、貸出の開拓など）、②審査・決定段階（貸出先の審査・貸出条件の決定・貸出の決定）、③貸出実行段階（資金供与、保証・担保設定など、リスクの引受・管理 [金利リスク・信用リスク]）、④期中監視段階（貸出先のモニタリング [期中審査]）、⑤事後的段階（貸出の返済金受領・回収・担保処分）、などに分解（アンバンドリング）されるものとして理解することが可能である。これらのサブ的業務を一体化して行なうことは、いわゆる範囲の経済性が発揮されることになるので、効率的に貸出が行なわれることを意味する。

この融資のうち、③の貸出段階でのリスクの引受・管理を外部化することを担うのが、中小企業金融における公的な信用補完制度である。信用リスクが生じたときに一定の契約に基き、貸出債権の代位弁済を行なうことによって、リレーションシップ・バンキングの遂行を円滑化すると考えられる。

この中小企業向け融資の公的信用保証制度（単に信用保証ないしマル保）のあり方が検討され、中小企業政策審議会基本政策部会報告『信用補完制度のあり方に関するとりまとめ』が2005年6月20日に中政審で承認されたので、その考え方を整理しておきたい<sup>15</sup>。

15 信用補完制度が審議会で議論されたのは1966年であるから40年振りの見直しともいえる作業といわれる。無論、この間制度の検討が行なわれなかったわけではない。保証料率の全国統一化や保険取支悪化への諸対策、保証協会の審査体制の強化、回収の促進なども実施されてきた。しかし、1998年の金融システム危機の際に導入された特別保証制度（中小企業金融安定化特別保証制度）が、30兆円枠で設定され、それまでの保証承諾額が倍増となり、一挙に中小企業金融の中で占める地位が向上し、公的制度としての制度設計としての課題も顕在化し、その再構築が必要となったのである。

保証分野では、情報の非対称性問題が不可避で、逆選択やモラル・ハザードという金融システムを非効率にする課題が内在する。中小企業金融では情報の非対称性が大きいので、とくにその傾向が強いものとなる。そこで、金融庁が「金融改革プログラム」で指摘するように、金融システムが有事から平時に移行し、官の主導ではなく民の力によって活力ある金融システムの確立に対応するよう信用補完制度にもその再構築が求められるのである。さらに、金融システムにおける公的部門のあり方、政策金融機関の役割を考える上でも、民間金融を支援する方策として証券化支援と並び、信用補完制度の機能の再確認と新しい役割を整理する必要がある、というのが見直しの前提であり、主旨でもある。



(3) 信用補完制度の固有の課題

中小企業金融という情報の非対称性の大きい分野では、前述のような逆選択やモラル・ハザードの問題が発生する。とくに、信用補完制度では、中小企業、金融機関、公的補完機関（保証協会、中小企業金融公庫）の間に存在する情報の非対称性が相対的に大きく、中小企業・金融機関は、公的補完機関と比べて信用リスクに結び付く情報を有しており、公的補完機関にとっては、中小企業・金融機関の行動を随時観察することは困難である。こうした情報の非対称性の存在を考慮せず、信用補完制度を設計すると、中小企業・金融機関が情報の非対称性を織り込んで行動するため、逆選択やモラル・ハザード等の問題が生じ、金融システム全体でみれば必ずしも効率的ではない状況が生じる。

この点について、日本銀行金融市場局（2002）によると、信用補完制度のあり方を検討する場合には、逆選択とモラル・ハザードの未然防止を制度に組み込む必要がある。一般に、逆選択やモラル・ハザードは、情報の非対称性の存在に起因するものであり、それらが発生していることを立証することは極めて困難である。したがって、制度設計の段階で、中小企業や金融機関が私的情報を金融市場に正しく伝達し、金融システム全体にとって望ましくない観察不可能な行動をとらないインセンティブを与える制度となるよう十分工夫し、問題が発生する可能性を予め低く抑えることが望ましい。

現行の信用補完制度では、多くの保証で一律の保証料率が採用されているため、信用リスクの高い中

小企業者が信用保証協会の利用希望者として集中してしまう可能性がある（逆選択）。また、金融機関の信用保証付き融資の判断が、信用保証協会の目標に沿って実施されているのか、信用保証協会の目標から逸脱して金融機関の自己利益を追求する行為なのか判断できないという問題が存在する。すなわち、金融機関は中小企業に関する私的情報を持つため、リスクが高いと判断すれば、プロパー融資ではなく保証付き融資とする（逆選択）。さらに、保証付き融資とすれば、保証協会によって100%代位弁済されるため（全部保証）、金融機関は融資先をモニターするインセンティブを失う可能性がある（モラル・ハザード）<sup>16</sup>。

このように情報の非対称性問題を克服するためには、逆選択には保証料率の弾力化・可変料率化はごく自然の対応である。さらに、金融機関のモラル・ハザード防止には部分保証ないし事後的な負担金による責任分担が必要となる。このような制度設計は諸外国では当然で（表3）、先に今回の検討の初期に問題とされた懸念は、信用補完制度の設計に関わる基本的課題でもあり、その点で重要であったが、少なくとも金融理論の文脈では正しい方向性であり、金融システムへの負荷を減ずるものと理解される。

(4) 中政審『信用補完制度のあり方に関するとりまとめ』報告—中政審報告に見る逆選択とモラル・ハザードへの対応—

中政審報告は、逆選択とモラル・ハザードに対して明確に解決策を提示した。逆選択については、保

表3 各国の保証割合

	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス	イタリア	カナダ	韓国
保証割合	75%（15万ドル超） 85%（同以下）	75%	50～80%	70%（創業企業） 50%（それ以外）	50%	85%まで	70～85%

資料：中政審資料による。

<http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/050712seisakubukai.shiryoku2.ppt>

16 日本銀行（2002）pp.31～32。

証料率の弾力化を提案した。これは、従来の一律の保証料体系が中小企業者にとって不公平なものになっており、金融機関や保証協会の木目細かい評価が生かされないデメリットを指摘した上で、経営状況の良好な中小企業者に対し安い保証料での融資を可能にすること、より幅広い中小企業者に保証を利用可能にするといったメリットと、中小企業者が金融機関・保証協会に対して必要な情報提供を行なうインセンティブを与え、中小企業が「中小企業会計」に準拠した財務諸表を作成したり、積極的に財務管理・経営管理に取り組む場合には割引制度を拡充し、適用することとなる。中小企業者がCRD活用により(中小企業基盤整備機構の経営自己診断システム)、自らのリスクを把握すれば、リスク対応型の料率に近づくことになる。無論、中小企業金融公庫が保険を行なう際の保険料率の弾力化もセットになる。

モラル・ハザードの防止は、部分保証の導入である。部分保証は、金融機関にすれば、リスクの一部を負担するので、貸出に慎重になる可能性があり、貸し渋りの再燃の懸念から反対も多いものであった。しかし、金融機関と保証協会が適切な責任分担・リスク分担を図らない限り、モラル・ハザードに起因する金融システムの非効率化は不可避となる。そこで、事後的に金融機関に負担を求める「負担金方式」(事後的に一定以上の代位弁済率となったり、保証利用額が一定額以上になったりすると、事後的に負担金を求めるもの)の採用が妥当とされた。一定期間後に部分保証が負担金方式の統一を検討するが、適切な負担を金融機関と保証協会間で図ることが確認された。ただし、中小企業融資への影響からこの責任分担制度導入の時期や対象について柔軟に検討することとされ、この点は激変緩和措置として評価

される<sup>17</sup>。

#### 4 市場型間接金融による補強

##### (1) リレーションシップ・バンキングと市場型間接金融

リレーションシップ・バンキングを遂行すると、金融機関はインターテンポラル・スモーキングを發揮することになり、金融機関に信用リスクが蓄積することになる。この仕組が継続するかぎり、金融機関のリスク負担能力を超えた場合や、外生的要因によって担保価値が減少した場合などには金融機関経営に深刻な影響を及ぼすことになる。そこで、リレーションシップ・バンキングの機能がより円滑かつ金融機関の健全性と整合的に發揮されるには、中小企業向け貸出債権の流動化などにより、市場とのリスク・シェアリングを行なうことが有効な手法となる<sup>18</sup>。

市場型間接金融は、基本的には、間接金融分野で、市場機能を活用して、多様な資金を導入し、同時にリスク分散を目指す金融手法である(シンジケート・ローン、資産流動化[ローン・セール、証券化]など)。さらに、金融イノベーションにより、市場取引が高度化するなかで、市場と最終的貸し手である個人との間に専門的なリスク管理サービスが入り、リスクが専門家の手によって適切に管理された形で個人に配分され、同時に個人が相応のリターンを享受する仕組みという考え方もあり、ローン・セール、証券化以外に証券投資信託なども視野に入れるものである<sup>19</sup>。

リレーションシップ・バンキングを補完する市場型間接金融の典型としては、オリジネーターが原債権をオリジネートし、流動化・証券化などによって、

17 今回の信用補完制度の見直しについては、部分保証と料率弾力化だけでなく、ほかに多くの提言がある。利用者の利便性向上のために、①経営支援・再生支援の強化(協会と金融機関の連携による支援・情報共有、各種支援機関との連携、金融機関との審査一元化、再生支援チームの組成など)、②制度の多様化・柔軟化(保証の担い手の多様化、不動産担保・保証人に過度に依存しない保証、包括根保証の見直しなど)、③事務簡素化・効率化(様式・解釈の統一、業務の電算化、免責条項の解釈の統一など)、④保険部門を担当する中小企業金融公庫の業務改善・保険収支の健全化(保険料率のリスク反映化など保険設計の再構築も)も盛り込まれた。村本(2005c)参照。

18 村本(2005a, b)参照。

19 リレーションシップ・バンキングを補完する手法として、トランザクション・バンキングであるクレジット・スコアリングもあるほか、リレーションシップ・バンキングの円滑化には信用リスク・データベースの整備も不可欠となる。

投資家に移転する金融形態・手法があげられる。金融機関がオリジネートした貸出債権を売却すれば、信用リスクも移転され、返済キャッシュフローも移転するので、リレーションシップ・バンキングとは反対のものとの理解もありうるが、ローン・パーティシペーション（貸出債権に係る債権者と債務者間の権利義務関係を移転・変更せずに、原貸出債権に係る経済的利益（金利など）とリスクを原債権者から参加者（ローンの購入者）に移転させる）、シンセティック型（リスク部分をクレジット・デフォルト・スワップを利用して証券化するもの）の債券を組成すれば、クレジット・デリバティブによって信用リスク移転が可能で、原債権そのものの移転ではないため、リレーションシップ・バンキング固有のモニタリングを始めとする経営支援・経営指導なども可能になるはずである。

## (2) 複線的金融システムとの関連

単線型システムから複線型システムへの移行が課題とした金融審議会『中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン報告』（2002年9月30日）は、第1部3(2)「複線的金融システムにおける市場型間接金融の役割」において、「複線的金融システムでは、市場型間接金融という、専門的なサービスを伴う個人と市場、市場と企業をつなぐ資金仲介が有効で、伝統的な銀行を通じる間接金融と区別されるシステムが重要とした。具体的には、貸出債権の売却や証券化等がその事例とされ、機関投資家をはじめとする多様な金融仲介機関に対する期待が高まり、その過程で投資対象に対するガバナンス機能の発揮も期待されるとされる。中小企業金融においては、産業金融モデルの今後の有効性を認めても、企業の成長段階等に応じて多様な資金調達手段が提供されるとともに、資金調達に伴う様々な金融サービスが提供されることが必要となる。成熟期の企業には再活性化のための組織再編成支援や資本市場から

の資金調達スキーム、起業段階での外部資金調達などにも、市場の利用可能性は高まるとされている」と指摘した。

このような専門的なサービスを伴う個人と市場、市場と企業をつなぐ資金仲介を、資産流動化、債権流動化、証券化などと呼ぶが、市場型間接金融を狭義に取れば、金融機関の保有債権が市場にリンクするという意味で貸出債権の流動化のみとすることも可能である（CLO）。また、証券化と流動化を区別する場合、証券化を、①資産保有主体のキャッシュフローに注目し、②その資産をSPV（特定目的機関）に移転することにより資産をオフバランス化し、③有価証券発行を通じて、④資産保有主体の信用力とは独立に資産の信用力に依存した資金調達を行なう、金融手法と定義したとき、①と④のみを行なうのが流動化ということも可能である。

いずれにしても、市場型間接金融は、金融イノベーションの成果そのものであり、金融仲介機能のアンバンドリングや市場によるガバナンス機能の向上を図るものとして期待されるほか、リレーションシップ・バンキングを補完ないし補強する手法として理解できよう。

## (3) 市場型間接金融の手法と有効性

市場型間接金融としては、①資産担保証券：クレジット債権・リース債権などを担保とするもので、特定債権法（1993年6月施行）により一般化した手法、②貸出債権担保：CDO（collateralized debt obligation。CLO、CBO）、住宅ローン債権担保（residential mortgage-backed securities (RMBS)）など。組成時にオリジネーターからSPVへの信用リスク移転を、原資産の譲渡ではなく、クレジット・デリバティブによって行なうシンセティック型も活用される、がある。技術的には、信託方式もビルトインされていることもある。裏付けとなる資産に注目して、企業の資産を裏付けとするもの（売掛債権



担保証券 (asset-backed commercial paper (ABCP)) などと企業の負債 (金融機関の資産) を裏付けとするものがある (CDO など)。証券化は、厳密には、①優先劣後構造によって原資産の信用リスクを第三者に移転する、②商品のキャッシュフローのみに依存している、③スペシャライズド・レンディング specialized lending の要件 (特定資産のみを返済源とする融資であること) を満たさない、とされることもある<sup>20</sup>。

これらの証券化手法は、既述のように、金融仲介機能の低下、信用の裏付けとなる資産の不足、個々の中小企業の信用力不足、担保・保証への過度の依存、中小企業自身の自己資本の脆弱性 (融資の擬似エクイティ化、担い手・手法・リスク対応などについて多様化が不可欠) という中小企業金融の現状に対する一定の対応を示すものと理解される。

一般に、証券化の効果として、①倒産隔離性 (セラーの信用力を遮断することにより、セラーの信用度よりも優良な ABS 組成可能)、②プール効果 (複数債権のプールで全体のリスク低減)、③信用補完、トランチング (優先劣後構造)、流動性補完などの効果、④資金の安定供給効果: 低金利資金の導入、資産負債総合管理 (ALM) の手段、資金調達手段の多様化、リスク負担転嫁による経営効率化、

オフバランス化による財務の改善と自己資本規制対策、⑤機関投資家の投資資金を導入、が期待される。

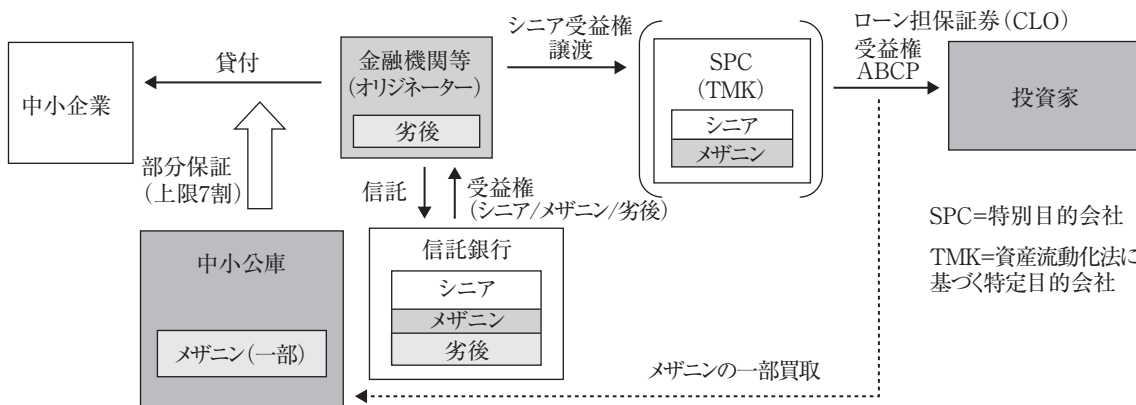
証券化が円滑に行なわれるには、①コスト問題 (組成コスト、信用補完コストなど)、②制度的課題 (債権譲渡禁止特約、二重譲渡、風評リスク、手続きの煩瑣など)、③公的補完の問題 (信用補完、買取など。逆選択・モラルハザードの防止)、④信用情報の蓄積、などが必要とされるが、一層の対応を検討し、金融機関の信用仲介能力の低下を補完することが期待される。ただし、後述のように、アメリカの SBA・セカンダリープログラムや、ドイツの KfW の証券化プログラム (Promise) も全体の中小企業金融からすれば、小さい規模であることにも留意しておくことが重要である。

しかし、市場型間接金融が今後複線的金融システムの柱の1つになるとすれば、投資家へのインセンティブを与える制度整備も必要であり、情報提供・格付機能の強化、公的補完の整備も課題となろう。

#### (4) 政策金融の役割と課題

単線的金融システムから複線的金融システムへと進展する中で、政策金融はいかなる機能を果たすべきかという本質的課題が残る。市場金融モデルをより活用しようとするれば、直接融資よりも民間融資を

図4 中小企業金融公庫の証券化スキーム (保証型のスキーム。同ホームページによる)



20 日本銀行 (2002)。



促進・誘導する手法が有効となる。それは、民間融資の信用補完を行ない、先のアンバンドリングのリスク負担の部分を担う方式がありうる。さらに、市場型間接金融を支援するものとして、民間融資（貸出）債権を政策金融機関が買取る方式によって民間融資の補完を行なうこともありえる。

アメリカやドイツの政策金融は、直接融資を減少する一方で、民間金融の信用補完と証券化支援による民間融資の促進を行なっている。日本でも中小企業金融公庫が2004年7月から証券化業務を行なうようになったが、今後一層の規模拡大・業務充実を行なうことによって、市場型間接金融のプレーヤーとして機能し、市場金融システムとのリンクとなることが期待される。その際、前述のような民間金融機関などの中小企業向け貸出債権の信用補完や同債権の購入やトランシングによるABSの組成、さらにタイムリーペイメントによる流動性補完などの新たな役割も重要である。

## 5 おわりに

金融に関わるイノベーションは、金融システムのイノベーションとイノベーションの支援として整理されるとの観点から議論を進めてきた。前者の金融イノベーションは、金融情報技術革新という梃子もあり、金融システムを革新しつつある。後者のイノベーションの支援は、金融システム全体が取り組む課題であるが、より具体的にはイノベーションの担い手であるベンチャー企業に対する金融であり、業歴や担保のない企業に対する資金供給であるため、長期継続取引を前提とするリレーシヨシップ・バンキングとは対極にあると一見考えられる。しかし、リレーシヨシップ・バンキングにおいて重要な目利き能力は、ベンチャー企業の金融的支援の一環でもあり、創業からのリレーシヨシップの構築によって、スタートアップ以降の企業ステージにおけるリレーシヨシップ・バンキングの実現を可能にする

ものと理解される。したがって、リレーシヨシップ・バンキングを、創業企業、ベンチャー企業ないし起業とは無縁のものとして考えることには問題があり、むしろ積極的に支援する機能を持つものとして理解すべきであるというのが本稿の主旨である。信用補完制度や市場型間接金融は、このようなリレーシヨシップ・バンキングを補強・補完する機能が大きく、今後とも金融システムの中で重要な機能を果たすものと考えられる。

金融庁は、2004年12月24日に「金融改革プログラム」を発表したが、その中で「競争原理の下で市場の持つ可能性を最大限活用する金融システムを構築し、自己責任による資産形成の要請など幅広い利用者のニーズに応じていく観点から、情報開示の充実等を通じて直接金融・市場型間接金融に対する利用者の信頼を高め、市場機能を活用した資金仲介・資源配分の発展を促す」として、市場型間接金融の活用を示唆している。

この点をリレーシヨシップ・バンキングとの関連で評価すれば、リレーシヨシップ・バンキングは、産業金融モデルなので、伝統的預貸業務の域を出ないと評価もありうるが、それは一面でしかない。市場型間接金融は、信用リスクの移転を可能にするので、リレーシヨシップ・バンキングの機能を強化する上で有効であろう。とくに、創業企業の場合、ハイ・リスクであるので、そのリスク負担は預金金融機関には課題になりやすいので、リスク移転が可能になれば、より対応が容易になるし、場合によってはその創業企業の株式公開（initial public offering（IPO））にも寄与する可能性がある。

市場型間接金融の意義は、地域金融機関が抱える「地域集中リスク」といわれる固有のリスクを移転する可能性も高く、地域金融機関にとっては有効な手法であろう。「地域集中リスク」というのは、特定の地域、業種に密着した営業を行なっている地域金融機関は、その業況が地域経済全体や地場産業の

状況に大きく左右されるというもので、地域との運命共同体的な側面をもつというものである。その際に、このリスクを証券化などによって市場に移転可能であれば、大きなメリットがあるはずである。とくに、地域とのコミットメント・コストも同様な扱いが可能になれば、地域金融機関のリレーションシッ

プ・バンキングにとっては寄与するところが大きい。とはいえ、市場型間接金融の手法をただ導入すれば事済みというわけではない。中小企業の会計すなわち財務諸表に対する信頼性の向上など制度普及のインフラ整備は喫緊の課題である。

## 参考文献

- Allen, F. and Gale, D., *Comparing Financial Systems*, MIT Press, 2000.
- Berger, A. N. and G. F. Udell, "The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, Nos. 6-8, Aug. 1998, pp. 613-673.
- and — "Small Business Credit Availability and Relationship Lending: The Importance of Bank Organisational Structure," *Economic Journal*, Vol. 112, No. 477, Feb. 2002, pp. F32-F53.
- Boot, A., "Relationship Banking: What Do We Know?" *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 9, No. 1, Jan. 2000, pp. 7-25.
- and Thakor, A., "Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game," *International Economic Review*, Vol. 35, Nov. 1994, pp. 899-920.
- and —, "Can Relationship Banking Survive Competition?" *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, April 2000, pp. 679-713.
- BIS, *Recent Innovations in International Banking*, BIS Report dated April 1986.
- Frame, S. and White, L., "Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?," Stern School of Business, New York Univ. Working Paper 2002/2-18.
- FRB of Philadelphia, "Innovation in Financial Services and Payments" (Conference Summary), May 2002.
- Frei, F., Harker, P. and Hunter, L., "Innovation in Retail Banking," Wharton Financial Institutions Center, Working Paper 97-48-B, Jan. 1998, pp. 1-44.
- Merton, R., "Financial innovation and economic performance," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4 No. 4, pp. 12-22, Winter 1992.
- Miller, M., "Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21 No. 4, Dec. 1986, pp. 459-471.
- Molyneux, P. and Shamroukh, N., *Financial Innovation*, John Wiley, 1999.
- Shiller, R., "Radical Financial Innovation," Cowles Foundation Discussion Paper No. 1461, April 2004, pp. 1-28.
- Schumpeter, J., *Theorie Der Wirtschaftlichen Entwicklung*, 1912. (2. Aufl., 1926) 塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論』岩波書店、1977年9月(上巻)、11月(下巻)(岩波書店、机上版、1980年9月)。
- , *Capitalism, Socialism, and Democracy*, 1942. 中山伊知郎・東畑精一訳『資本主義・社会主義・民主主義』東洋経済新報社、1951-1952年(改訳版1962年、新装版[合冊本]1995年)。
- Tufano, P., "Financial Innovation," in Constantinides *et al.*(eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Chap. 6, 2003, North Holland. (mimeo. June 16, 2002)
- Van Horne, J., "Of financial innovations and excesses," *Journal of Finance*, Vol. 40, July 1985, pp. 621-631.
- 堀内昭義「銀行危機と金融システムの再構築-融資取引関係の可能性」(2004年日本金融学会関東部会報告論文)、2004年9月。
- 「金融システムにおける融資取引関係の可能性と限界」池尾和人・堀内昭義編『日本の産業システム9 金融サービス』NTT出版、2004年11月、pp. 100-150。

- 経済産業省中小企業政策審議会『信用補完制度のあり方に関するとりまとめ』報告、2005年6月。
- 岸川善光編著・谷井良・八杉哲著『イノベーション要論』同文館出版、2004年7月。
- 金融庁『金融システムと行政の将来ビジョン』（日本型金融システムと行政将来ビジョン懇話会報告）、2002年7月12日。
- 『金融改革プログラム－金融立国への挑戦－』2004年12月24日。
- 金融審議会『中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン』報告、2002年9月30日。
- 『リレーションシップ・バンキングの機能強化に向けて』報告、2003年3月27日。
- 村本孜「金融情報技術革新の理論的整理：展望」『成城大学経済研究』第149号、2000年7月、pp.19～43。
- 「リレーションシップ・バンキング論」『信金中金月報』第3巻第12号、2004年11月、pp.3～27。
- 「市場型間接金融を活用した中小企業金融」『商工金融』第55巻第2号、2005年2月（a）、pp.5～19。
- 『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、2005年2月（b）。
- 「信用補完制度の見直しに関連して－21世紀の金融システムにおけるあるべき姿の構築－」『週刊金融財政事情』2005年7月4日（c）、pp.32～35。
- 日経産業消費研究所（ベンチャー投融資問題研究会）『リスクマネー供給の実態と課題－ベンチャー金融の活性化に向けて－』日本経済新聞社・日経産業消費研究所、1996年6月。
- 日本銀行（金融市場局金融市場課市場企画グループ）『中小企業売掛債権の証券化に関する勉強会報告書』2002年7月26日。
- （金融市場局・証券化市場フォーラム事務局）『証券化市場フォーラム・報告書』2004年4月。
- （企画局）「金融イノベーションと金融法制」『日本銀行調査季報』2005年1月、pp.92～117。
- 大蔵省財政金融研究所（現：財務省財務総合政策研究所）『フィナンシャル・レビュー』第51号（特集：金融技術の高度化）、1999年6月。
- 経済企画庁『世界経済白書』（1986年版）
- 蛭山昌一「市場型間接金融」序論『ファイナンシャル・レビュー』第56号、2001年3月、pp.1～10。