

(2019年3月1日ご講演)

## 地域金融をめぐる課題

中央大学商学部教授  
小野 有人氏

中央大学には4年ほど前から赴任しているが、その前は日経調の杉浦専務理事、木曾特別顧問、あるいは本委員会の岡田委員の同僚で、20数年銀行系のシンクタンクで主に金融のことをやっていた。中小企業金融や地域金融もそのとき以来の研究テーマのひとつであったので、今日お招きいただいたと理解している。

杉浦専務理事からは、地域金融をめぐる何か新しいアイデアについて話をしてほしいとリクエストを頂いた。新しいアイデアと言われてもなかなか困るところはあるが、目次(スライド2)のような形で進めさせてもらえればと思う。

### 報告概要(スライド3)

まず現状把握であるが、ご案内のとおり地域金融機関の本業収益は長期的に減少傾向にある。その主因は基本的には利ざやの低下による資金利益の減少である。他方で、企業サイドに目を向けると、企業の資金調達において銀行離れが顕著になっており、地域金融機関が苦しい状況に置かれている状態が長く続いているということである。

では、そもそも日本の銀行の地域企業あるいは中小企業向けの貸し出しのビジネスモデルはどういうものか。個別の論点は後ほど詳しく話したいが、一言で言うと、薄利多売型のビジネスをこれまでやってきたと私は認識している。だから、これを何とか変えないと、現状を変えていくのはなかなか難しいのではないかと思っている。

その上で、今日は2つほど論点を示したいと思っている。ひとつは、ミドルリスク企業向け貸し出しをめぐる課題。一昨年(2017年)、金融庁が「日本型金融排除」という議論を打ち出した。要は地域金融機関の企業に対する踏み込み方が不十分ではないかという問題提起をし、それに対応する融資として事業性評価融資というものを打ち上げた。では、その事業性評価融資についてどう考えているのか、いわば通説に対する私自身の考えを最初にお話したい。

次に、さらに若干プロポカティブになる。企業の成長に関する研究、具体的には創業やイノベーションに関する研究について、ここ数年来やりたいと思わずつ着手はしてい

るが、自分自身はまだ何も研究アウトプットがない。ただ、いろいろと文献をサーベイしている中で、創業やイノベーション等の企業成長に向けた資金提供あるいは資金調達手段はエクイティだという教科書的な理解が、最近の研究によると必ずしもそう割り切れたものではないのではないかという議論があることが分かった。では、なぜそういうことが言われているのか。また、創業やイノベーションに対する代表的な金融機関であるベンチャーキャピタルに関する研究から、何か地域金融機関が学べる点はないだろうかということで、問題提起のような話をさせてもらいたい。

## 1. 地域金融機関・中小企業金融の現状

### PLからみた地域金融機関の現状（スライド6、7）

日本銀行が毎年決算レポートを、また半年ごとに『金融システムレポート』（以下、FSR）を出しているが、日銀の許可を得て、これらに依拠しながら地域金融機関の現状について簡単に把握していきたい。少し見慣れないタームがあるかもしれないので、用語集（スライド5）を適宜ご覧いただければと思う。

図表1は、上段が大手行、地域銀行すなわち地方銀行と第二地方銀行、信用金庫の当期純利益、下段がコア業務純益（本業収益）の推移を示したものである。これによると、例えば地域銀行も信用金庫も、ここ数年当期純利益はまあまあのレベルを維持しているように見えるが、他方で、本業収益では大手行も含めてここ10年15年ぐらい減少傾向が続いている。

では、当期純利益を何によって維持しているのかというと、有価証券関連の収益や信用コストの減少、すなわち、かつての不良債権問題で積んだ引当金が戻ってくる時に発生する戻入益で何とか維持してきた。しかし、戻入益もさすがにそろそろ岩盤にぶち当たっているため、今後は苦しいだろうということである。

では、なぜ地域金融機関のコア業務純益が減っているのか。基本的には資金利益の減少である。銀行の収益は、大まかには資金利益と手数料収益とディーリングの収益になるが、大手行の場合は最近業務が多様化しつつあり、連結ベースで言えばコア業務の粗利益に占める資金利益の割合は2割ぐらいになっている。しかし、地域金融機関の場合には8割、信用金庫は9割ということで、基本的には資金利益が収益の源泉になる。この間、貸出残高は2012年ぐらいから増えているのだが、単価の下がり方のほうが大きいので資金利益が減っているのが現状になる。

では、手数料収益をなんとか伸ばせないか。図表2は役務取引すなわち手数料による収益の内訳を大手行と地域銀行で見たものであるが、大手行も地域金融機関もひところ少し伸びかけていたが、頭打ちになってきたというのが最近の状況である。なおかつ内訳を見ると基本的には為替業務である。為替業務の手数料は長い目で見ると減ってきており、このため投資信託や保険の窓口販売手数料で稼ごうとしているが、なかなか資金利益の減少

を補うには至っていないのが現状である。

## BS からみた地域金融機関の現状（スライド 8～10）

貸し出しについては、図表 3 に示しているとおおり 2012 年以降伸びている。特に中小企業向けや個人向けの住宅ローンが伸びてきたということである。

図表 4 は地域銀行の貸出推移だが、左の債務者区分別に見ると正常先下位の企業が大きくなっている。ここ 1 年ぐらいの日本銀行の FSR では、低採算貸し出し、採算の取れていないような貸し出しが増えているのではないのかという警鐘を鳴らしている。それに符合するのが正常先下位のプライシングがおかしくなっているのではないかという話になる。

業種別には不動産業の寄与が大きい（図表 4・右）、ほかの業種もちよちよと伸びているということで、満遍なく伸びている。不動産については、新規貸出は既に一昨年あたりから減ってきているが、まだ残高は伸びている。

エリア別に見るとどうかというと（図表 5）、地域銀行の場合には本店の所在県と近隣県が中心になっており、地域銀行同士で近隣県にそれぞれ進出する動きが活発になっている。近年長崎の地銀の統合の件で揉めていたが、金融庁の報告書では、貸し出しシェアと貸し出し利回りの変化幅との相関関係が見られていないので、統合によって貸し出しシェアが上がったからといって金利が上がるとも言い切れないのではないかといったペーパーを出してきたということである。

貸し出しが伸びていることは分かったが、では、銀行のバランスシート全体で見てどうなっているか（図表 6）。2012 年に安倍政権が登場し、黒田総裁がその数か月後に就任するが、いわゆるアベノミクス以降、銀行の資産はおおよそ 1,000 兆円から 1,300 兆円へと、ほぼ 270 兆円増えている。内訳を見ると、国債は減っている。すなわち QQE という金融政策によって日本銀行が国債を買い、その売却代金が銀行の当座預金で積まれるということで、国債が減って日銀当預が増えている。また、マイナス金利政策以降、日銀当預の一部はマイナス金利ということで、日銀当預を寝かしているのではなく、できるだけ利回りを稼ぎたいため貸し出しも少し増えている。しかし、国債の売却額ほどには貸し出しは伸びておらず、結果としてはやはり当預が増えているということになる。他方で負債側では預金がある。預金も銀行にとって儲からない商品になって久しいが、なかなか日本の銀行は預金を断ることはしない。アメリカの銀行であれば、預金口座手数料を上げて預金の採算を良くして、採算の取れる預金だけを調達するが、日本の銀行はそういうことをしないので、家計の金融資産選択の行動が変わらない限りは預金に入ってきてしまって、他方で運用先に困ることになる。

そうした中で、大手行、地域銀行、信用金庫の預貸率、すなわち預金と貸し出しの比率を見ると、大手行はずっと下がってきている（図表 7）。信用金庫も下がってきている。実は地域銀行だけは少し下げ止まって、最近少し上がってきている。すなわち、地域銀行について見ると、吸収した預金以上の貸し出しをしており、日本銀行の FSR では、貸し出し

に踏み込み過ぎるあまりに採算を度外視していないかと、低採算性貸し出しに警鐘が鳴らされている。

### 企業の債務負担（スライド 11）

では次に、企業のバランスシートに目を向ける。図表 8 は、企業の債務負担比率のストックとフローをみたものである。左のストックのほうは、有利子負債残高が営業キャッシュフローの何年分あるのかという数字で、図表 8 の右に ICR とあるのは Interest Coverage Ratio、すなわち営業利益と支払利息の割合で、これが 1 を割り込むと営業利益を稼いでも利息が払えないのでかなり危ない状態になる。まずストックベースで見ると、もともと中小企業は大企業、中堅企業に比べてこの債務負担が大きかったわけだが、過去 15 年 20 年ぐらい順調に減ってきていて、今や 80 年代前半と同程度になっており、大企業、中堅企業に至っては歴史的な低水準になっている。Interest Coverage Ratio を見ると、中堅企業で 22 倍、大企業で 12 倍～14 倍、中小企業でも 6 倍ぐらいにまで来ているので、フローの意味で言っても支払い負担が重くなっていないというか、楽になっているというか、あるいは利息の支払いの金額がどんどん営業利益対比で小さくなっているということである。

### 企業の資金調達構成（スライド 12）

他方、企業の資金調達構成を見るとどうか。図表 9 は 1960 年からやや長めに企業の資本構成を中小企業と大企業に分けて見たものである。大企業の銀行離れは、いわゆる高度成長期が終わった 70 年頃から徐々に言われ始めていた。これと整合的に、短期借入れと長期借入れともに減っていて、その分内部資金である資本の比率が高まる傾向がもう 40 年 50 年続いている。逆に言うと、かつてのメインのクライアントであった大企業の銀行離れがあったからこそ、中小企業へのシフトが生じたわけである。70 年以降、特に長期の借入れが増えていたわけであるが、97～98 年の金融危機を境に、特に短期の借入れが減っていった、中小企業でも内部資金で賄おうという傾向が強まって、既に 20 年ぐらい経ったということである。

かつては中小企業の短期借入れは銀行から見ると根雪融資あるいは疑似エクイティ融資だという議論があった。すなわち元本はずっとロールオーバーしていった利子だけ配当のように支払うので疑似エクイティ、元本は返さなくてもいいものだと言われてきた。法的に決まっているわけではもちろんないが、そういう認識だった。金融危機のときに、そうした認識が改められ、企業も銀行も変わっていき、徐々に解消されていったのが、この 20 年ぐらいということになる。

## 2. 日本の中小企業向け貸出の特徴（スライド 14～23）

### 中小企業向け貸出のビジネスモデル（スライド 14）

中小企業向け貸し出しのビジネスモデルについてお話する。そもそもなぜ中小企業に金を貸すのが難しいのかというと、大きく分けると2つぐらいの議論があると思っている。ひとつは情報の非対称性の問題。すなわち貸し手は金を貸す前の事前の意味においては、借り手の債務履行能力がどのくらいあるのかがよく分からない。だからこそ審査するわけであるが、大企業に比べて中小企業は情報の非対称性の度合いが高い。例えば、財務諸表等のデータの整備状況をみても中小企業のほうが劣っている、あるいは開示情報の質が劣っている。また、貸した後も当然モニタリングをしなければいけないわけだが、それも中小企業の場合にはなかなか難しいということである。

もうひとつは規模の経済である。情報の非対称性があるがゆえに、銀行は事前に審査を行い、事後にはモニタリングを行うが、そういった情報生産活動は基本的には労働集約的な作業であるため固定費的な側面が強い。そうすると、固定費が大きいため規模の経済が働く。1億円の金を貸そうが100万円貸そうが、審査にかかる費用はそれほど変わらないということであれば、当然1億円のほうが費用効率がいいということになるわけである。

では、こういった困難に対処する上でどのようなビジネスモデルが有効かと言ったときに、伝統的なビジネスモデルとして言われているものが、リレーションシップバンキング、あるいはリレーションシップ貸し出しと呼ばれているものである。これは金融機関と借り手とが親密な関係、リレーションシップを長く維持することで顧客に関する情報を蓄積していこうというものである。ポイントは長期継続的かつ多面的な取引関係を築くことで、情報は再利用が可能であるので、取引関係が長期継続的になればなるほど単位当たりの情報生産コストは下がるし、また、取引関係が広範に及び、もし範囲の経済が働くのであればやはり情報生産コストが低下するので、総合採算で何とかやっっていこうというものである。

こういったリレーションシップバンキングは、もともとは学界における概念だったが、金融行政上の「リレーションシップバンキング」、2003年の金融庁の「アクションプログラム」（その後「地域密着型金融」と名前が変わっている）と重なる部分が多いということである。

この後、こういった学界で考えられているようなリレーションシップ貸し出しと日本の銀行のビジネスモデルが合っているのかどうか、いくつかデータを見ながら確認していきたいと思う。

### 日本の中小企業向け貸出の特徴

#### ・長い取引期間、幅広い取引範囲（スライド 17）

まず先ほど、取引期間が長い、取引範囲が広いと言った点。これについては私自身も調

べたことがあるが、中小企業のメインバンクとの平均的な取引年数を調べたものが他にもいくつかある。これらの研究を平均すると、大体 30 年で、これはほかの国に比べるとかなり長いことが知られている。

また、貸し出し以外にも幅広い取引範囲があるということで、10 年以上前の中小企業白書のデータ（図表 10）であるが、メインバンクとの取引・サービスは、当座預金、給与振込、定期預金、支払手形決済等々、かなり広範にわたっているので、この点でもリレーションシップバンキングの概念には一致しているということである。

### ・多い取引金融機関数（スライド 18、19）

次に、どれぐらいの金融機関と付き合っているのか。少しデータが古いものになるが、図表 11 は従業員の規模別に取引している金融機関の数を調べたものである。アメリカは単純で、基本的にアメリカの従業員 500 人以下の中小企業では、1 行取引が 8 割 9 割と、非常に多い。それに対して日本の場合は、取引金融機関数が多い。例えば従業員規模 20 人以下の一番小さいところでも 1 行取引の割合は 3 割ぐらいで、逆に言うと 7 割は 2 行以上と付き合っているということである。最近はどうかということ、2018 年 4 月の日銀 FSR で、平均取引金融機関数は過去 5 年でさらに増加していることが報告されている。これは、どこか特定の金融機関と長い関係を維持しているというよりは、いろいろな金融機関と付き合っているということである。

以前の職場で、当時所属していた会社の経営がなかなか苦しくて、いろいろな官公庁の委託調査に駆り出されたことがある（笑）。杉浦専務理事と手分けしてアメリカに出張して、いろいろところでヒアリングをした。せっかくアメリカの銀行に行くのだから自分の関心のあることも聞こうと思い、なぜそれほど 1 行取引にこだわるのかと聞いて回った。すると、大体このような答えが返ってきた。ひとつは、これは分かりやすいが、緊密なリレーションシップを築くには 1 行がいい。もうひとつ、これはあまり知られていない事実だと思うが、アメリカでも中小企業向け貸し出しの多くは担保がある。なおかつ 1 行が包括担保権、blanket lien といって企業が持っている資産すべてに担保権を設定するので、2 番手は無担保であるため 2 番手で入る意味がない。もうひとつは、複数で取引していると当然複数の銀行に預金口座があるので金の出入りがよく分からない。自分の銀行の口座だけではモニタリングが難しいということである。ただし、1 行取引というのは、別に競争がうまく働いていないということではない。競争は働いている。では、競争はどうなっているのかと聞くと、単純である。自分のお客さんではないところに行って、うちに全額乗り換えられないかと提案する形で競争しているということである。日本の銀行のように今回は当行でやってほしいとか、50%ぐらい当行からも出させてもらえないか、ということはやらない。

取引金融機関数が多いことについては、もちろんメリット、デメリットをよく考える必要がある。メリットとしては、メインバンクに不測の事態が生じた際にある種の保険が働

くことがある。北海道拓殖銀行がつぶれたときの実証研究がいくつかあるが、そこではやはり多くの金融機関と付き合いの企業ほどこの保険機能が働いて、資金調達に問題が生じなかったと言われている。他方で、過剰債務が膨らみやすいというデメリットだが、これはかつての話となってきたが、取引金融機関数が多いほど債務償還年数も大きい。過剰債務のモニタリングは困難だというインタビュー結果の一部は、2007年の中小企業白書のデータでもサポートされている。ちなみに取引金融機関数が多いとやはり債務償還年数が大きく、いまだにそういう傾向があるということは、日本銀行のFSRでも報告されている。

#### ・水準が低く裾野が狭い貸出スプレッド（スライド 20）

最後に、図表 12 も少しデータが古いのだが、これは貸し出しの単価である貸し出しスプレッドが、日本、アメリカ、イギリスでどのように分布しているのかを見たものである。どこの国も大体スプレッドが 1%~2%が最頻値である。日本はおそらく 2000 年ぐらいの調査だったので、今はもっと低くなっていると思う。最頻値が 2%ぐらいという傾向は共通しているが、2%超の割合が日本は 15%弱であるのに対してアメリカは半分ぐらいあるし、イギリスも半分はないにせよ 4 割ぐらいある。要は裾が厚い。日本には裾がない。したがって、この裾がないことをもって、日本の銀行はミドルリスクのマーケットにうまく踏み込めていないのではないのかという議論が昔からあるし、今も日本型金融排除という形である。

#### ・日本の中小企業向け貸出は担保偏重か？（スライド 21、22）

##### 一担保・第三者保証の利用率は緩やかに低下

担保や保証については、金融庁の「リレバン・アクションプログラム」のころから不動産担保や個人保証に過度に依存しているのではないのかという議論がある。そのリレバン・アクションプログラム以降、メインバンクに対して物的担保や経営者の本人保証を出している中小企業の社数割合の推移を見たものが図表 13 である。ただし中小企業庁が 2011 年で調査をやめてしまったので、そこまでのデータになる。

物的担保は 5 割ぐらいだったものが 4 割ぐらいに減っていて、逆に経営者保証は 5 割ぐらいから 65%にまで上がってきているということで、一昨年、あるいは一昨々年ぐらいに経営者の個人保証に依存しない融資を推進しようというようなマニュアルを作って、いま一生懸命やっている。第三者保証、すなわち奥さんや親戚あるいは共同経営者はだいぶ減ってきており、公的な信用保証は、特に 2009 年、2010 年、2011 年はリーマンショックの後であるのでまだ高くなっているが、これもだいぶ減ってきていることが分かっている。

##### 一米国における利用状況

先ほど 1 行取引のところで、米銀もきちんと担保を取っているという話をした。図表 14

はアメリカにおける担保の利用状況だが、大体保証を出しているのが 5 割超、法人企業に限って言えば 6 割ぐらいで、無担保・無保証の割合は約 15%、あるいは 2 割ぐらいである。担保・保証共にありというのは 3 割、4 割である。統計はそもそも調査対象や取り方が違うのであまり厳密な比較をしてもしかたがないと思うが、担保や保証を取っている企業の割合が 4~6 割ぐらいだという意味においては、日本の数字とあまり変わりはない。では、何が違うかという内訳である。重複回答であるので足すと 100%を超えるが、クレジットラインという短期の運転資金融資で、一番多いのは在庫・売掛債権。要は運転資金見合いで融資を出しているのだから、運転資金見合いで担保を取ることだが、ここがなかなか進まないで、日本ではこれも 10 年以上前から ABL (Asset Based Lending) を何とか普及させようということになっている。

ここまで中小企業向け貸出の特徴をいくつか見てきたが、日本の銀行のビジネスモデルは一言で言うと薄利多売ではないかと先ほど申し上げた。確かにいろいろなサービスを提供していて、なおかつ取引継続年数も多いのだが、そもそも中小企業は複数の銀行と付き合い合っていて、別に 1 行と緊密に取引しているわけではないし、なおかつ融資の単価も平均的に見れば低いし、特に金利の厚いゾーンは少ない。そうすると、中小企業に対する 1 行の貸し出し件数は、金融機関全体で見れば当然多くなるわけである。単価は安いのでできるだけ多く売って粗利を稼いで、あるいは粗利を維持して、固定費を賄おうというビジネスモデルなのではないかということである。

#### ・薄利多売型ビジネスモデル (スライド 23)

これも非常に乱暴なことをやっているが、図表 15 ではアメリカと日本の銀行とで中小企業向けの貸し出しの件数、従業員の数をみている。もちろん銀行の従業員全員が中小企業向けの貸し出しをやっているわけではないが、そういうことを捨象して銀行ごとの従業員 1 人当たりの中小企業向けの貸出件数が何件なのかを計算して、それを銀行の規模や業態別に集約したものである。これで見ると、アメリカは大体一番規模の大きいところでも平均値が 34 件で、一番小さいところだと 5.7 件である。ちなみに括弧内は中央値である。例えば大手行だと、平均値と中央値の乖離が大きいので結構バラエティーに富んでいることが分かる。それに対して日本の場合は信用金庫でも 40 件であるし、メガだと 85 件。なおかつ中央値と平均値があまり変わらないので、どこの銀行も似たようなビジネスモデルであることが読み取れる。

リレーションシップバンキングあるいはリレーションシップ貸し出しはどのようなビジネスモデルなのかというと、私も大学 1 年生に金融論を教えるときに、分散投資のメリットということで、ひとつの籠に卵をすべて盛るなという話をよくするが、それと逆で、すべての卵をひとつのバスケットに入れて、その籠を見続けるという Mark Twain の言葉が当てはまる世界なのだろうと思っている。しかし、日本ではなかなかそういう状況にはなっ



ていない。

ここまでが現状認識で、ここから論点を2つほど挙げていきたいと思う。

### 3. ミドルリスク企業向け貸出をめぐる課題

#### 論点（スライド25）

先ほど見たとおり中小企業でも銀行離れが進展しているということであるので、マクロで見ると借り入れ需要は限定的であり、内部資金でビジネスを賄おうという中小企業が多いと思う。だが、個別に見ていくと未充足の借り入れ需要が存在するのではないのかということだが、これも10年前も20年前も同じように議論していた。

例えば2000年代の前半には、ミドルリスクマーケットがない、あるいはそれに対応する銀行がないという議論があったので、新銀行東京や日本振興銀行ができたわけである。メガバンクはメガバンクで何とかそこに切り込めないかとスコアリング貸し出しをやったが、なかなかうまくいかなかったわけである。だが、まだその議論は残っていて、それが金融庁が「日本型金融排除」と呼んだ議論である。すなわち地域金融機関は信用力が一定レベル以下のミドルリスク企業に対する貸し出しを十分に行っていない、また、引き続き担保や保証に過度に依存しているのではないのかということである。リーマンショック直後等は、信用保証や金融円滑化法等で、何とかそういったミドルリスク企業の資金繰りを支えていたが、もうそういう危機の時期ではないので、事業性評価融資すなわち動産を担保にしての貸し出しあるいは短期継続融資を実践してはどうか、というのが金融行政からの問題提起である。この後、これに関する2つの論点について、なかなか直接的な答えができていないが、いくつか考えを話したいと思う。

ひとつは、そもそもミドルリスク・ミドルリターン企業は本当に広範に存在するのか。もちろんミドルリスク・ミドルリターン企業はいるはずであるが、それがどれぐらいいるのだろうかという点である。もうひとつは、数は分からないにせよ、そういった企業に対して事業性評価融資は有効な対応策なのだろうかを考えたい。

#### 「日本型金融排除」（スライド26）

日本型金融排除については、行政側も推進しているし、現場の役職者レベルの銀行員の方々の間でもまあまあ納得感が得られているようだ。しかし結論から言うと、これから述べるように、私はそう思っていない。

まず金融庁の日本型金融排除論とはどういうものなのか。金融庁は企業向けにアンケートを行って、メインバンクがどのくらい訪問しているか、またはメインバンクは担保や保証がないと対応してくれないのかを聞いている。図表16、17にある調査結果を見ると、債務者区分が要注意先以下のところでは全く訪問がない、あるいは区分下位群ほど担保や保証がないと貸してくれないと感じている企業が多い。これをもって金融庁としては、ミド

ルリスク企業に対する踏み込み方が甘いのではないかという議論を展開している。

### 事業性評価融資（スライド 27～29）

スライド 27 は 2～3 年前の金融行政方針であるが、地域金融機関には、「取引先企業の事業の内容や成長可能性等を適切に評価（事業性評価）し、融資や本業支援等を通じて、地域産業・企業の生産性向上や円滑な新陳代謝の促進を図り、地方創生に貢献していくことが期待される」と謳われていた。具体的には、短期継続融資や ABL であるが、短期継続融資とは何かというと、先ほど少し話した根雪融資や疑似エクイティ融資になる。

#### ・短期継続融資（スライド 28、29）

短期継続融資については、まだ金融危機のさなかであったころの金融検査マニュアル別冊で、元本だけが長期固定的に据え置かれるような融資は運転資金の範囲を越えているので、それは不良債権だと認定するよう書かれていた。そのために短期の融資が減ったのかわかからないが、減ったのは事実である（スライド 12）。これをもう一度復活させようということで、金融検査マニュアル自体が昨年なくなってしまったが、なくなる前の段階としてマニュアルの見直しを行って、正常運転資金を超えた無担保・無保証での短期継続融資を不良債権としない事例を追加して、柔軟に対応してほしいというメッセージを送っている。

当時監督局長か検査局長だった金融庁現長官の遠藤氏が雑誌のインタビューで答えていたが、「短期継続融資は間接金融が大半のわが国において、金融機関自身が創意工夫によって作り上げた、自己資本の少ない中小企業に対する“疑似エクイティ”」であって、これを行政としても推進したいということである。

先ほどのスライド 12 の図表 9 を見ても、確かに金融機関からの短期借入がだいぶ減ってきて、長期借入と短期借入の割合がだいぶ変わってきているのが分かるが、両者の比率を直接みたのがスライド 29 の図表 18 になる。これは長期の割合を見ているが、今や資本金 1 億円未満の中小企業でも 8 割近くが長期借り入れで、かつては全く逆で 2 割が長期借り入れだった。だいぶ様相が変わってきているということである。

### ミドルリスク・ミドルターン企業は広範に存在するか（スライド 30）

以上が日本型金融排除と呼ばれる議論が出てきたバックグラウンドだが、そもそもミドルリスク・ミドルターン企業が広範に存在するのか。結論から言うとマクロ的にはそれほどいないのではないかとと思われる。

図表 19 は、日本、アメリカ、ドイツ、フランスの中小企業について資産規模別に並べている。5 つの棒グラフの右側に行くほど規模の大きい企業を表し、縦軸（高さ）は ROA の平均値、括弧内に記しているのは分散、すなわちばらつき度合い、リスクの度合いということになる。一番分かりやすいのはアメリカで、すなわち企業規模が大きくなればなるほ

ど ROA は平均的に見れば低くなる一方で、分散は小さくなっているの、規模が大きい企業はローリスク・ローリターンで、規模が小さい企業はハイリスク・ハイリターンということである。日本はそもそも企業規模間の ROA にそれほど差がないが、むしろ逆で、企業規模が大きいところほど平均的なリターンは高く、他方で分散はやはり規模が小さいところのほうが大きい。日本の中小企業は分散が大きくハイリスクなのだがリターンは一番低いという、金融機関としては一番対応が難しいゾーンになっている。したがって、ミドルリスク・ミドルリターン企業は広範には存在しないのではないかと示唆される。

### 事業性評価融資は有効か：インセンティブの問題（スライド 31）

では、少数ながらもいるかもしれないミドルリスク・ミドルリターン企業に対して事業性評価融資は有効なビジネスモデルか。私はなかなか難しいだろうなと思っている。理由は 2 つあり、ひとつはインセンティブの問題で、もうひとつは能力の問題。分かりやすいのはインセンティブの問題である。

先ほどの日本型金融排除論の話（スライド 26）だと、ミドルリスクを要注意先以下あるいは正常先下位以下としているので、事業再建中の企業である。では、事業再建中のところに対して融資を出すことの問題点は何か。一生懸命金融機関が汗をかいて事業再建がうまくいったとする。だが、その企業はリスクが高いためリスクに見合った貸出金利を取れるのかということ、そのようなことをしてしまえば支払い利息だけで汲々となってしまうので、事業再建中は、なかなかそれはできない。では、事業再建が成功した後に金利を引き上げることができるかということ、今度は融資の乗り換えが生じる可能性がある。フェアプライス以上の貸出金利を求めれば他行に乗り換えられることが予想されると、金融機関としてもなかなか踏み込めないだろうという問題がある。すなわち事業再構築が成功した際の成功報酬を地域金融機関が得られる仕組みが必要なのではないかと思っている。

債権者と株主の収益構造は全く対照的で、株主はリスクが限定されている代わりにリターンが青天井であるが、債権者・銀行というのはリターンが一定である代わりにリスクはゼロに向かって下がっていく。こういう収益構造の下で、事業再建したときのリターンを誰が得られるのかということとエクイティの投資家で、金融機関がエクイティを出すこともできるし、優先株式のような仕組みを使うこともできるだろうというのが、私の考えである。

関連した自分の研究をご紹介したい（スライド 32,33）。3 人で書いた共著論文であるが、最近評判の悪い銀行の持ち合い株式について、それほど悪いことでもないというようなことを分析している論文である。詳細は、時間の関係もあるので割愛する。

## 事業性評価融資は有効か：能力の問題（スライド 34）

ただ、仮に地域金融機関がエクイティ投資家の立場で事業再構築に関わってインセンティブの問題が解決されたとしても、それがうまくいくかどうか、あるいは事業再構築できるような能力を地域金融機関が持ち合わせているかどうかはまた別の問題になる。ミドルリスク企業の収益性が低迷している要因によって、多分必要な対応・能力が異なるだろうと考えている。

図表 22 は企業規模別 ROA の推移を見たものである。1990 年代は企業規模による ROA の差はなかったが、その後資本金 1,000 万円未満の一番小さいところがずっと落ち込んでいる。では、この落ち込んでいる要因は何か。図表 23 は 2011 年までのものだが、結果はそれほど大きく変わらないと思う。なぜ規模の小さいところほど ROA が大きく下がっているのかというと、基本的には売り上げの不振が寄与するところが大きくなっている。販売管理費、固定費あるいは資産のリストラは多少なりともやってきて収益にプラスに働いているのだが、とにかく売り上げが落ちているのが一番大きな要因である（図表 23）。金融機関が事業再建に関わる場合、コストの削減や財務の見直しには比較的知見があるが、売り上げをどうやって伸ばせばいいだろうかと言われると、それはもうその企業の本業に関わることで、そこに関してはなかなか知見がない。逆に言うと、ベンチャーキャピタルのようなハンズオン機能が必要になる。では、そういったハンズオン機能が地域金融機関にあるだろうかという、先ほど紹介したような薄利多売型のビジネスモデルの下ではなかなか難しいのではないかと思う。

ここまでは自分自身の研究に基づく話になるが、さらに何か知恵を出してほしいという依頼だった。企業成長に向けた金融の形について、今関心を持ってサーベイし始めている創業やイノベーションに関する先行研究から得た知見をいくつか話したいと思う。

## 4. 企業成長に向けた金融をめぐる課題～創業・イノベーションに関する先行研究より

### 創業・イノベーションと地域金融機関（スライド 37、38）

創業やイノベーションというのは、基本的には内部資金やエクイティが向いており、銀行貸し出し等の負債は適していないというのが教科書的な理解になる。なぜ debt が向いていないかというと、そもそも不確実性が大きくてリスクの計測が困難であり、リスクの計測が困難なところではリスクに見合った貸出金利などは設定できない。あるいはアップサイドゲインが得られない。あるいはイノベーションは特にそうだが、無形資産はなかなか担保として取れないというような問題があるということが指摘されてきた。

ただ最近では、銀行貸し出しも、特に創業・起業に対しては結構向いているのではないかという研究がいくつか出始めている。例えばベンチャーキャピタルやエンジェルがエクイ

ティの投資家としては考えられるわけであるが、彼らは選択的に少数の成長企業に投資するので、多くの中小企業は投資の対象外である。また、エクイティはエクイティで、やはり弊害もあるのではないか。また、最近よく言われるのは、株式投資家には短期的な成果主義 short-termism があり、イノベーションを阻害する要因ではないかと言われている。

では、創業・イノベーションへの投資・融資をめぐる課題は何なのだろうか。ベンチャーキャピタルに関する研究は膨大で、日本ではあまり多くないが、海外では結構やられている。特にアメリカでは研究蓄積が多いので、そういった先行研究から何が分かっているのか、それに基づいてどのような示唆が得られているのかを話したいと思う。

## 創業・イノベーションへの投資（スライド 39~42）

### “Entrepreneurship as Experimentation”（Kerr, Nanda, and Rhodes - Kropf 2014）

巻末に参考文献を全て付けているが、彼らの論文に基づいて話をしたい。

#### ・創業・イノベーションの困難

創業やイノベーションの困難には大体 2 つあると彼らは言っている。ひとつは、ベンチャー企業のリターンは中央値が小さくて分散が大きいため、どこか当てれば大儲けできるが、平均的に見るとほとんどのベンチャー企業への投資は失敗する。さらに、2 つ目は、どれだけ優れたベンチャーキャピタルであっても、実際に投資してその企業の中に入ってみないことには、その企業のプロジェクトなり、あるいはやろうとしているイノベティブなプロジェクトがどのようなものなのかが判別できないということである。

#### ・ある VC の事例

米国のベンチャーキャピタルが 1985 年~2009 年に投資したスタートアップ企業のうち 55%、半分以上は赤字で、リターンが 5 倍以上になったのは全体の 6%に過ぎない。Kerr らは、あるベンチャーキャピタルの事例を持ってきている。それが Figure 1 と Figure 2 になる。

まず Figure 1（スライド 40）は、米国全体の傾向がこのベンチャーキャピタルに当てはまるかということで、横軸にグロスリターンのイニシャルインベストメントに対する比率をとって、投資した金に対して何倍の粗利が稼げたかを見ている。1 倍以下であれば赤字である。1 倍以下の割合がコストベースで見ると 6 割を占めているので、やはり 6 割は赤字である。他方で 10 倍のリターンを得られているものも 1 割弱ぐらいいる。1 倍以下のところでも微々たる収益をどうも稼いでいるようであるが、圧倒的に 10 倍以上のところでもリターンのかなりの割合を稼いでいることが分かると思う。したがって、米国ベンチャーキャピタル全体に当てはまることは、このベンチャーキャピタルにも当てはまるということである。

このベンチャーキャピタルは初回に投資したときに格付けのようなものを付けているらしく、Figure2（スライド41）では、その格付けの分布を見ている。実線は、Figure1で1倍以下、すなわち最終的に赤字で終わってしまった案件の初回投資時の格付け分布、太い点線は最終的に10倍以上のリターンを得られた案件の分布である。これを見ると、分布の形は両者であまり違っていない。すなわち、一回投資しただけでは、その企業が10倍のリターンを稼げる企業なのか、赤字のリターンの企業なのかは識別できない。統計的には、両者の分布は有意に異なることも報告されている。最終的に成功した投資と失敗した投資の最初の投資時のスコアは有意に異なるということは、優れたベンチャーキャピタルであっても、投資してどんどん学習していかないと、その企業がどういう企業なのかよく分からないということを示唆している。

#### ・ VC はどのように対処しているか？

では、ベンチャーキャピタルはどのように対処しているのかであるが、2つぐらいのことが知られている。ひとつ目は、資本効率的な分野、例えば IT 産業に特化することである。すなわち先ほどのリターンとコストの図から明らかなように、少数の成功企業が大きな成功を収めなければ全体としての採算が取れないということなので、大化けする可能性を秘めた IT 産業に投資をしている。あるいはコストが効率的な産業に投資する。この論文では再生可能エネルギー分野になぜベンチャーキャピタルが投資しないかも議論しているが、再生可能エネルギーは固定費が大き過ぎて、資本の使い方としては非効率なことが原因だとされている。またベンチャーキャピタルは医薬産業にもよく投資することが知られているが、医薬産業は何がいいかというと、投資の途中で売却できる。すなわち、進行中のプロジェクトの途中でであっても、あるアイデアを別の製薬企業に売却するマーケットが十分あるので、ベンチャーキャピタルとしては対応しやすいということである。

もうひとつ、こちらのほうが今日この後皆さんと議論したいことである。Kerr らは **staging** と呼んでいるが、ベンチャーキャピタルは段階的な投資をやっている。すなわち、あるプロジェクトに投資するときには複数のラウンドを設定して、複数のラウンドごとに中間目標を設定して、中間的な成果が思わしくない場合にはベンチャーキャピタルが投資を停止したり、あるいは経営に介入したりということをやっている。一回投資しただけではいいプロジェクトかどうか分からないので、とにかく短期で、刻んで刻んで刻んでチェックしているということである。

#### ・ 投資事業の停止をめぐる困難

そうすると論点は、何か悪いシグナルが途中で来たときに、投資した事業を停止するか継続するか適切に判断できるかどうかである。これも膨大な文献、研究があるようだが、投資停止の困難ということが知られている。すなわち、やはりどうしても継続バイアスのようなものが掛かってしまう。括弧して「大企業病」と書いたが、そういった傾向は大手

のベンチャーキャピタルほど大きいそうである。ベンチャーキャピタルで働いている人からすると、自分の投資プロジェクトが失敗だったと認めるのはなかなか難しい部分があるので、どうしても継続する方向にバイアスが掛かってしまう。では、ベンチャーキャピタルはこういう継続バイアスにどのように対処するかというと、外部評価を入れるようにする。例えば投資ラウンドごとに新たな投資家を招集する。ベンチャーキャピタルの投資はシンジケーションを組むケースが多く、いろいろな人がリミテッドパートナーとして参加するので、目線の違う人たちを入れるようにしているというのがひとつ知られている。

他方で、こういった段階的な資金提供には短期的な成果主義に陥りかねない弊害もある。つまり株式市場と同じような弊害もあり得るので、短期的な失敗を許容するカルチャー、あるいは長期的な成果に基づいて報酬を支払うような仕組みも必要だろうということが指摘されている。

投資事業を停止するか継続するかはやはりそれぞれコストベネフィットがあるので、そのバランスをどう取るかについてベンチャーキャピタルは非常に意を用いているということである。そのバランスを取るための組織能力が非常に重要であるということが言われている。では、どういう組織能力がいいのかというと、経営学のほうでたくさんやられているのだと思うが、組織によって投資ポートフォリオの適性が異なる可能性がある、という事実が知られている。すなわち、保守的なベンチャーキャピタルであれば、確度の高いプロジェクトのみに初期投資して停止の数も少なくなるだろうし、逆にそうではなくて多くに投資して多くを停止するようなパターンもあるだろうということである。

### **創業・イノベーションと地域金融機関：問題提起（スライド 43）**

では、日本の地域金融機関が、仮に先ほど私が言ったようにエクイティ投資も考えようと言ったときに、どのような論点があるだろうか。

#### **・投資・融資の対象をどのように設定するか？**

まずひとつは、どういう分野に特化するのか。なんとなく地域の産業に特化するようなイメージを持っているが、地域の産業が資本効率的な分野かどうかは分からない。逆に言うと、資本効率的な分野と地域の産業構成とがマッチしているようなケースであれば有効かもしれない。必ずしもあまねく地域金融機関ができることではないのではないか。

また、銀行系のベンチャーキャピタルがやはりアメリカにもいるので、銀行系と独立ベンチャーキャピタルは何が違うかという研究もされていて、やはり銀行系は保守的なポートフォリオを築いていると言われている。すなわち銀行系のベンチャーキャピタルに比較優位があるのは、規模が大きな成熟企業、特許などの資産売却による回収可能性が高い企業、またプロダクト・イノベーションよりはプロセス・イノベーションに向いているといったようなことが言われている。

#### ・地域金融機関の投融資における staging の可能性

もうひとつの論点である staging。日本の短期継続融資というのは短期でつないでつないでという意味で staging に似ている。違うのはリターンが固定されているので、何のためにやっているのかよく分からないところがある。また、短期継続融資の場合には多くは継続を選択することが行政的にも期待されている。

だが、先ほど言ったとおり staging のポイントは悪いシグナルが来たときにいかに投資をやめるかということで、そこをどのように見極められるのかがポイントになるのではないか。もちろん継続しないことにも短期的な成果主義の弊害があるので、継続バイアスとのバランスを地域金融機関がどう取るべきなのかが考えるべき論点なのかと思っている。