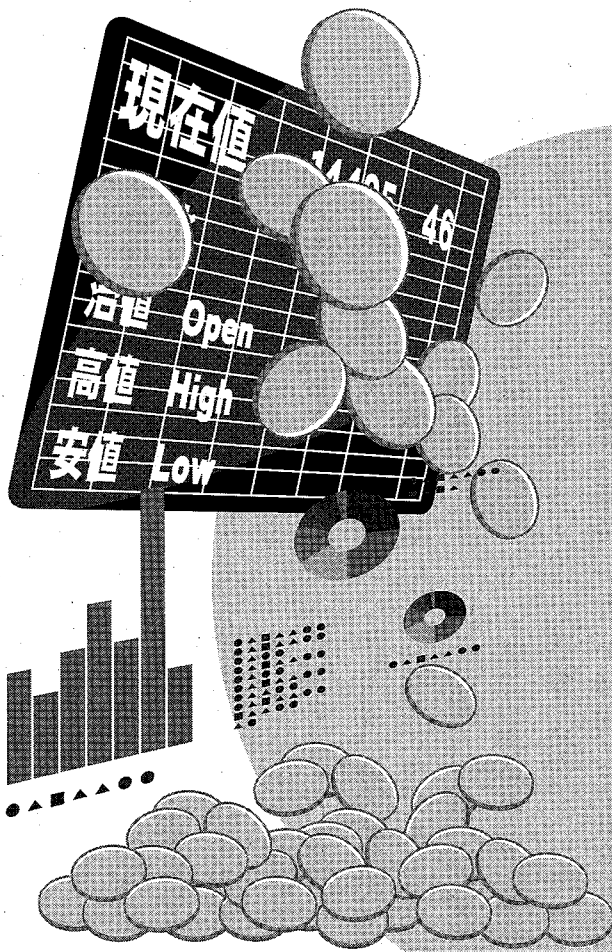


第6章

これからの 中小企業の 資金調達法

今まで資金調達といえば、公的、もしくは民間の金融機関からの融資が主たるものだった。しかし、それに代わる制度が次々と世に出てきている。背景には、バブルの崩壊に伴う不動産価格の暴落により、従来の不動産担保融資の限界が明らかになり、新しい融資が必要とされてきている経済状況があるのだ。



中小企業の資金調達は変化している

企業における資金調達の世界では、次の二つの構造変化が生じていると指摘されている。

まず一つが、「間接金融」から「直接金融」への動きだ。銀行からの融資は、企業の信用を評価対象とした「間接金融」と呼ばれている。

「間接金融」とは、企業が銀行からお金を融通してもらう方法をいい、倒産リスクは銀行が負う。他方、「直接金融」とは、個人（貸し手）が企業（借り手）に、直接お金を融通する方法をいい、倒産リスクは個人が負う。

メインバンク制が危機に瀕している現在、万が一に備え、企業は自らの力で資金を調達する手段を確保しておく必要がある。「銀行に頼らない資金調達」として、「直接金融」が注目される理由だ。

もう一つの変化が、企業の信用を基礎とした「企業金融」から、資産の信用を引き当てにした「資産金融（アセット・ファイナンス）」への動きだ。

アセット・ファイナンスとは、貸借対照表の左側にある資産を利用した資金調達で、企業

ユナイテッド アカウンティング
パートナーズ
公認会計士・税理士
後 宏治

が保有資産の信用力のみ依存して行う資金調達をいう。

すなわち、企業の信用力は、フローとしての収益力とストックとしての保有資産価値から構成されるが、アセット・ファイナンスでは保有資産の信用力を企業の信用力の中から特に分離し、保有資産の信用力だけに依存して資金調達を行う。財務状況が非常に悪くても、優良な資産を保有している会社は、その資産の信用力を引き当てに資金の調達ができる。

この場合、資金調達の有利不利は保有資産の信用力（＝価値）に依存するので、その資産の収益力の高・低と確実性が重要な評価対象となる。

アセット・ファイナンスでは、通常、資産の減少（オフバランス）を伴って資金の調達を図るものだから、流動化や証券化と裏腹の関係にある。

整理すると、資金調達の構造変化は図1のようになる。

投資家から直接資金を調達す

る「直接金融」には、①社債など負債で調達するデット・ファイナンスと、②株式などで調達するエクイティ・ファイナンスがあり、さらに、直接間接を問わず③資産を流動化するアセット・ファイナンスがある。

以下では、中小企業でも活用が見込まれる、「少数数私募債（＝デット・ファイナンス）」、「グリーンシート証券（エクイティ・ファイナンス）」、「売掛債権担保融資保証制度（アセット・ファイナンス）」等を簡単に紹介する。

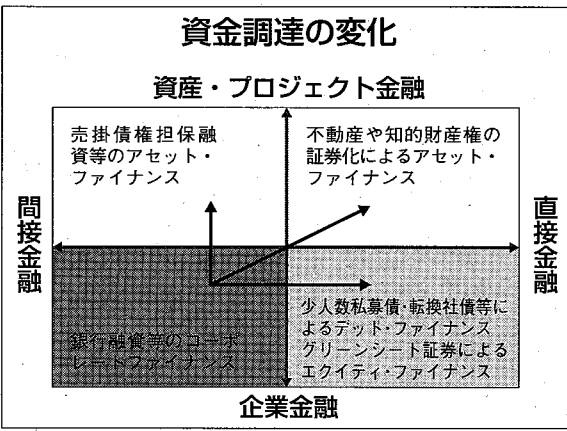


図1

手続簡単で担保も不要「少数数私募債」

少数数私募債とは、株式会社が発行する社債の一種で、五十名未満の縁故者を対象に社債引き受けを募集する中小企業にとって非常に便利で簡単な資金調達法だ。

少数数私募債は、銀行借入金と異なり、償還期間、利息、発行金額など全て取締役会の発行決議で自由に取り決めることができ、担保が不要であること、社債管理会社への社債管理委託もする必要がないため運営コストが少ないこと、さらに有価証券届出書等の開示書類の提出が必要ないので三カ月程度の短期間で発行が可能なおから、中小企業にとって簡便な資金調達方法であるとの認識が高まってきた。

少数数私募債の発行は、次の主な発行条件を満たしているば、非常に簡単に行うことができる。

すなわち、①株式会社が発行

すること、②社債の購入者が五十名未満の縁故者（役員・従業員、親戚、友人、取引先など）に限られ、銀行や証券会社などの機関投資家がないこと、③社債の発行口数が五十口未満であること。すなわち、一口の最低社債額が発行総額の五十分の一以上であること、④社債発行総額が一億円未満であること、などだ。

少数数私募債の発行会社のメリットには、①資金繰りの向上、②手続が簡単で担保が不要、③法人税法上有利（支払利息の全額損金算入）④資金調達コストが低い⑤対外的信用力と内部意識の強化、がある。

これらとは別に、社債権者のメリットには、①高利回りの資産運用、②引き受けた取引先との関係強化、③二〇％の源泉分離課税という節税メリット、がある。

社債発行会社のデメリットには、①社債の償還を確実にする

ため減債基金の積立て等計画的な資金の準備が必要、②決算書や事業計画書の経営公開、③自社の置かれてある立場によって、資金繰りに窮している会社ではないかとの信用不安を招く場合があること、がある。

少人数私募債は、経営者自身、

上場への第一歩「グリーンシート証券」

将来公開を目指す中小企業が、担保不足により資金調達に困難をきたしている場合にふさわしいのが、グリーンシート証券による資金調達だ。

グリーンシートとは、日本証券業協会が、未公開企業の株式を売買するために、平成九年七月からスタートさせた市場で、現在の指定社数は八十二銘柄となっている。

グリーンシート市場における資金調達は、会社の成長性を基礎とする企業金融で、かつ株式を直接投資家に発行し、返済不要の長期資金を調達する直接金融

その一族、友人、知人、自社の役員、得意先、仕入先といった「特別縁故者」に対して発行される。これら投資家にとって、経営者は信用できるか、会社の発展が確実に見込まれるか、という二点について信頼してもらうことが最も重要だ。

のエクイティ・ファイナンスだ。

会社に成長性が認められれば、証券会社の審査を経て、日本証券業協会の最終審査の後、グリーンシートに登録される。その後、新株式を発行し、募集売出による資金調達を行う。売出後グリーンシート銘柄として気配値が毎週公表され、店頭流通市場において売買取引が行われる。

日本証券業協会の登録審査において特徴的なことは、業績面での制限が一切ないということだ。純資産の額が少なくても、また赤字であっても登録の障害

にはならない。

最も重視されるのは、公開企業並みの企業内容の開示（ディスクロージャー）が行われ、投資家が相応の投資判断材料を手入れることができるかどうかだ。登録会社は、募集売出に際して、「会社内容説明書」等の詳細な開示書類を公開しなければならず、登録後も四半期毎に一定の開示が求められる。

その前段階で、証券会社は一般に、社会的、成長性、投資リスクおよびディスクロージャ基準について審査を行い、その内容について品質責任と説明責任を負う。

調達資金の多くは五千万円〜一億円で、投資家は、会社の取引先やお客様、役員、親戚、知人など（拡大縁故募集）が多くなっている。

優良資産の信用力を会社本体の信用力から切り離して、その資産を引き当てにした資金調達

グリーンシートに登録されることのメリットは、①会社の知名度、信用度が格段にアップすること、②従業員のインセンティブが高まること、③以後の機動的な増資が可能になること、④自己資本比率の改善により信用格付けが上昇し、銀行融資枠が広がること、があげられる。

他方、デメリットとしては、①社会的責任が生じ経営者の負担が増大すること、②調達コストが比較的大きいことがあげられる。一般に、公開時に七百万円〜、その後毎年五百万円〜一千万円の開示コストが生ずる。

自社の成長性に自信がある会社ならば、グリーンシートで資金を調達して成長を加速し、本格的な上場を目指すのも有利な選択肢であるといえる。

会社資産の信用力「アセット・ファイナンス」

優良資産の信用力を会社本体の信用力から切り離して、その資産を引き当てにした資金調達

近年、証券化される資産は、

貸付債権（CLO）や社債（CBO）、不良債権、売掛債権、

受取手形、リース債権などであり、不動産に限定されていない。

優良な資産を保有する会社は、その資産を担保にしたり、証券化したりして有利な条件で資金を調達することができる。

ここでは、多様なアセット・ファイナンスのうち、目新しいものについて簡単に説明しよう。

(1) 売掛債権担保融資

売掛債権担保融資保証制度は、中小企業が保有する売掛債権を担保として、金融機関から借入れを行う際に、信用保証協会が保証を行う制度だ。

中小企業が借入金を返済できないときは信用保証協会が金融機関に貸付残高の九割を代位弁済するとともに、金融機関および信用保証協会は、担保とした売掛債権の振込みを返済専用口座で受け回収を行う。保証金額は、制度上の保証限度額一億円

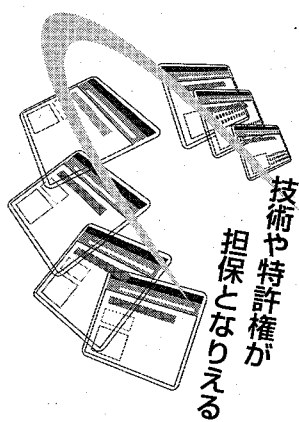
の範囲内で、信用保証料率は年〇・八五%だ。

この制度は、中小企業（製造業では資本金三億円以下、または常時使用する従業員数三百人以下の会社等）であれば、基本的に業種に無関係に利用できる。

担保とする売掛債権は、原則として三年以上継続取引のある国内事業者（二社以上）に対するものに限られる。

(2) 知的財産権担保融資

知的財産権担保融資とは、知的財産権を担保とした融資だ。ベンチャー企業では、不動産担保や信用力が無く、それに代わる担保を用意する必要がある。そこで、ベンチャー企業の保有



する特許権や著作権等を担保として活用する。

高度な技術や独自ノウハウはあるが、特許等の資金化できる知的財産権の無い会社は、新株予約権付融資で資金調達するケースが見られる。

(3) CLO(ローン担保証券: Collateralized Loan Obligation)

CLOは、資産担保証券の一種であり、金融機関におけるアセット・ファイナンスだ。すなわち、銀行等が中小企業に対して貸し出している貸付債権を証券化したもので、その債権の元利金を担保にして発行される債券をいう。

具体的には、銀行等が複数の貸付債権を第三者であるサービサー（SPCⅡ特定目的会社）に売却し、サービサーがその債権を担保に証券を発行し、その証券を投資家に販売する。そして、貸付債権からの元利金を投

資家が受け取るという仕組みが一般的だ。

個々の貸付債権のリスクは高くても、多数をまとめることで、証券のリスクを減らすことが可能になる。銀行としては、格付けの低い中小企業への融資債権を売却する（オフバランス化）ことで資産を圧縮し、自己資本比率を高めることができる。中小企業も通常の融資よりも低金利、担保不要という有利な条件で借りることができる。とされている。

ただし、現時点ではCLO融資の条件はまだまだ厳しく、東京の過去の例では、例えば、直近決算において経常利益を計上し、自己資本比率が二%以上、平均月商五千万円以上、純資産額二億円以上、自己資本比率一〇%以上または純資産倍率一・五倍以上等になっている。

このような条件を満たす会社は、有利に資金調達を行うことが可能なので、一度検討してみることが必要だ。