

多様化が進む企業の資金調達

—企業規模に応じて異なる新しい資金調達手段への適性—

戦後最長の緩やかな景気拡大が続くなか、これまで停滞気味だった企業金融においても、伝統的な銀行貸出以外の新しい金融仲介手法が広がりつつある。以下では、当社が昨年9月に実施したアンケート調査に基づき、クレジットスコアリング貸出、CLO・CBO、シンジケートローン、ABLの利用状況を解説する。

定量的な情報に依拠した 新しい資金調達手段の台頭

わが国では、これまで、企業と密接な関係をもつ銀行（メインバンク）が、財務諸表などに表れる企業の定量的な側面だけでなく、事業の成長性や経営者の資質といった定性的な側面も考慮して実行する貸出が、企業金融において支配的であった。とりわけ定量的な側面からだけでは事業や経営の実態が十分に推し量れない中堅・中小企業の場合、銀行と企業との長期継続的な関係性（リレーションシップ）に根差した銀行貸出への依存度が高かった。

しかし、1990年代以降の長期不況の過程で、こうした伝統的な銀行貸出に過度に依存した企業金融の問題点が顕在化したことを背景に、近年、新しい資金調達手段の利用が徐々に広がりつつある。今般のアンケート調査で対象としたのは、以下の四つの企業金融手法である。

第一は、クレジットスコアリング貸出である。これは、借入企業の信用リスクと関係が深いデータ（企業・経営者の属性、財務データなど）を組み込んだ計量モデルにより、借り手の信用力を定量的に把握して、融資実行の可否や金利などの条件を決める貸出手法である。

第二は、CLO・CBO（Collateralized Loan/Bond Obligation：ローン担保証券、社債担保証券）である。前

述のスコアリング技術を用いて組成した多数の原債権（貸出債権や社債）の「束（ポートフォリオ）」を証券化し、原債権を組成した金融機関以外の投資家から最終的に資金調達する手法である。

第三は、主幹事を中心とする複数の金融機関が、主に企業の財務諸表や格付けなどに基づいて審査し、同一の契約条件で実行するシンジケートローン（協調融資）である。

第四は、ABL（Asset-Based Lending：動産担保貸出）である。これは、企業が保有する売掛債権や在庫などの動産の担保価値に基づいて、貸し手が短期の与信枠を設定する貸出手法である。

これらはいずれも、これまでの伝統的な銀行貸出に比べて、取引時点での「定量的」な情報に基づいて与信判断がなされる色彩が強い。例えばシンジケートローンの場合、複数の金融機関が同一条件で融資を実行するため、審査にあたっては、共通の尺度となる借り手企業の財務諸表や格付けが重視される。さらに、融資契約に遵守条項（コヴェナント）を設けて、特定の財務比率等を維持するよう借り手に求めるのが一般的である。シンジケートローンにおいても、定性的な情報やこれまでの取引関係がまったく考慮されない訳ではないが、伝統的な銀行貸出と比較した場合、その比重は明らかに低くなっている。また、クレジットスコアリング貸出、CLO・CBOは、統計的な大数の法則に基づいて与信リスクを認識するものであり、個々の企業の定性情報を斟酌す

アンケート調査の概要：2006年8～9月にみずほ総合研究所会員企業のうち金融・保険・証券業を除く企業3,000社に調査票を発送。有効回答数は1,004社（有効回答率33.5%）。企業規模別にみた構成は、資本金1億円未満の中小企業：700社（構成比69.7%）、同1～10億円の中堅企業：201社（同20.0%）、同10億円以上の大企業：103社（同10.3%）。アンケート調査結果の詳細は、みずほ総合研究所ホームページをご参照ください（<http://www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/report/report06-1208.pdf>）。

る余地はやはり乏しい。売掛債権や在庫などの動産を担保とするABLの場合、事業キャッシュフローが重視される伝統的な銀行貸出とは異なり、動産の担保価値に基づいて与信枠が設定される点で、やはり定量情報を重視した貸出手法といえよう。

これらの新しい資金調達手段がわが国で広がりつつある背景には、金融技術革新により、リスクの計量化や精緻な動産担保管理が、従来よりも安価にできるようになったことや、「中小企業の会計に関する指針」の策定や動産譲渡登記制度の創設など、新しい企業金融手段の普及を後押しする制度インフラの整備が進められていること、がある。

企業規模によって異なる 各資金調達手段への適性

本アンケート調査で、四つの資金調達手段それぞれについて利用経験や関心の有無を尋ねたところ、利用率(利用経験がある企業の割合)は数%~10%程度、関心度(利用経験はないが関心はある企業の割合)は10~20%程度であった。いずれの資金調達手段も、徐々に普及し始めており、今後も市場の拡大が見込まれる段階にあるといえる。

ただし、各資金調達手段の利用率・関心度は、企業

規模によって大きく異なっている(図表1)。すなわち、クレジットスコアリング貸出、CLO・CBOでは中小企業の利用率・関心度が高い一方、シンジケートローンは、企業規模が大きくなるほど利用率・関心度が高くなっている。また、ABLの利用率・関心度は、企業規模による差が相対的に小さい。

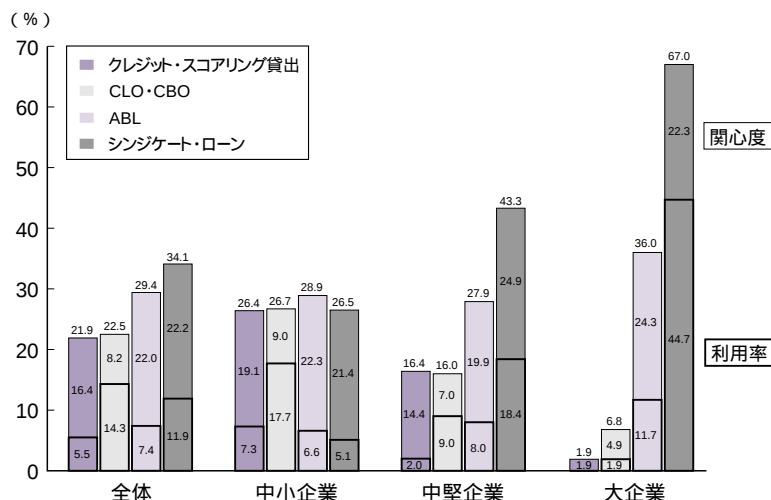
こうした企業規模に応じた各資金調達手段の「すみ分け」は、調達希望額の分布からもうかがえる(図表2)。すなわち、各資金調達手段の利用経験のある企業及び関心のある企業に対して、その手段を通じて調達した、もしくは調達したい金額を尋ねたところ、クレジットスコアリング貸出では、半数以上が「5千万円未満」と答えている。また、CLO・CBOでも、企業の調達希望額は総じて数千万円程度が多くなっているが、クレジットスコアリング貸出よりは若干大きくなっている。これに対して、シンジケートローンでは、「1~10億円」「10~100億円」が最も多く、「1億円未満」と答えた企業は1割強に過ぎなかった。そして、ABLの調達希望額の分布は、クレジットスコアリング貸出、CLO・CBOとシンジケートローンの中間に位置している。

それでは、企業は、具体的にどういったメリットを感じて、これらの資金調達手段を利用している、あるいは関心を示しているのだろうか。

クレジットスコアリング貸出については、「融資の申し込みから実行までの期間が短い(44.5%)」「担保・第三者保証が不要(41.8%)」「融資書類が少ないなど手続きが簡単(29.5%)」「(上位二つまでの複数回答、以下同じ)といった点をメリットとしてあげる企業が多く、機動性・簡便性が評価されているようである。このため、総じて不動産担保が乏しく、資金調達に際して機動性を重視する傾向が強い中小企業に適した資金調達手段といえる。

また、やはり中小企業で利用に前向きな回答が多かったCLO・CBOでは、「長期の資金を調達できる(42.9%)」「毎月返済の必要がない(26.5%)」「比較的大口額の資金を調達できる(21.7%)」の回答割合が高

● 図表1 企業規模別にみた新しい資金調達手段の利用状況



(注) 利用率=四つの新しい資金調達手段を「利用したことがある」企業の割合。
関心度=四つの新しい資金調達手段を「利用したことはないが関心はある」企業の割合。
(資料) みずほ総合研究所「新しい資金調達手段に関するアンケート調査」

く、中長期の資金調達手段として認識されている。先にみたCLO・CBOによる調達希望額がクレジットスコアリング貸出よりもやや大きい点は、貸出期間の違いによるものと考えられる。

これに対して、シンジケートローンのメリットとしては、「主幹事銀行の取りまとめにより事務負担が軽減される(37.4%)」点をあげる企業が最も多く、次いで「信用枠とタームローンの組み合わせで柔軟に資金調達できる(31.9%)」となっている。このため、もともと取引金融機関数が多く、多様な資金調達ニーズを抱える大企業が、相対的にメリットを感じやすいといえる。

最後に、ABLについては、「売掛債権の早期資金化で資金繰りが楽になる(45.4%)」「不動産担保が乏しくても資金調達できる(33.2%)」という点をあげる企業が多い。また、銀行とのリレーションシップを重視する傾向が強い中小企業では、「自社事業に対する銀行の理解が進む」点をあげる企業も、相対的に多くなっている。

貸出技術の観点からみた 各資金調達手段の特徴

各資金調達手段への適性が企業規模によって異なる点は、供給サイドの貸出技術の観点からも説明が可能である。

クレジットスコアリング貸出(及びスコアリング技術を利用したCLO・CBO)の特徴は、個々の貸出ごとに与信リスクを判断するのではなく、多数の小口貸出をポートフォリオとして束ねたうえで、ポートフォリオ全体の平均的なパフォーマンスに基づいて与信判断がなされる点にある。統計的・機械的に審査・モニタリングを行うことにより、迅速な対応が可能になるとともに、個別に審査・モニタリングした場合、単位あたりコストが高くなる小口の資金調達ニーズにも対応できるのである。

これに対して、財務データが重視されるシンジケートローンの場合、企業が信頼性・透明性の高い財務諸表を備えることが強く求められる。実際、本アンケート調査でも、監査済みの財務諸表を作成している企業の比率は、シンジケートローンの利用企業が32.8%と、最も高くなっている(クレジットスコアリング貸出:12.7%、CLO・

CBO:11.8%、ABL:23.0%)。このため、相対的に大企業の利用が多くなると考えられる。

また、ABLは、自社の信用力だけでなく売掛債権や在庫の担保価値に基づいて資金調達できるスキームだが、貸し手の金融機関にとっては、変動の激しい動産担保のモニタリングには相応の手間ひまがかかる。例えば、ABLの先進国である米国の場合、売掛債権であれば日次で、在庫であれば月次で残高が管理されているといわれている。それだけに、シンジケートローンほどではないにせよ、資金調達額が一定規模以上でないと、こうした管理・モニタリング費用が賄えないものと考えられる。

本稿では割愛したが、新しい資金調達手段に対する適性は、信用力など、企業規模以外の企業特性によっても異なる。また、企業の定性的な側面をあまり考慮しないため、貸出条件の透明性が高まることや、迅速な対応が可能になるメリットがある反面で、アンケート調査からは、金利や手数料が通常の銀行貸出よりも若干高くなる傾向もみてとれた。今後、こうした各資金調達手段の特性を十分踏まえた形で市場が拡大し、わが国企業金融の効率化に資することが期待される。□

みずほ総合研究所 政策調査部
上席主任研究員 小野 有人
arito.ono@mizuho-ri.co.jp

● 図表 2 新しい資金調達手段による調達希望額の分布状況

(単位:%)					
	1千万未満	1～3千万	3～5千万	5千～1億	1億円以上
クレジット・スコアリング貸出	10.0	23.6	20.0	21.4	19.1
CLO・CBO	0.4	9.7	17.3	33.2	34.1
ABL	5.8	15.6	12.5	17.3	42.4
シンジケート・ローン	12.9				83.6

(注) 1. 新しい資金調達手段を「利用したことがある」「利用したことはないが関心はある」企業が対象。

2. 「不明」企業があるため、合計は100%にならない。

(資料) みずほ総合研究所「新しい資金調達手段に関するアンケート調査」