



学 生

221 013

第46回

経 済 学生の部 佳 作

(論題) リスクマネーをいかに育成するか

大阿久 洋子 東京経済大学経済学部4年

藤田 将誌 東京経済大学経済学部2年

本文要旨

本稿では、リスク・マネーを企業リスクの高い成長産業における資金調達であると捉え、わが国の金融システムの特徴に基づいた形でのリスク・マネー供給を提案する。

わが国の金融システムは、銀行中心の間接金融を主体としている。その中で家計は金融資産の多くを、預貯金として保有している。預貯金は銀行にとって負債であり、運用リスクを一手に銀行が引き受けているため、リスクの大きな貸出を行うことは難しい。しかし、成長産業の多くはベンチャー企業であり、事業に大きなリスクを伴う。そして、直接金融が未発達なわが国の金融市場から直接資金を調達することも困難である。また、経済の先行きが不透明な現在、家計の資産がリスクの大きい直接金融市場に向かうとは考えにくい。そのため、銀行を中心とした間接金融を主体としながらも、成長産業へのリスク・マネー供給を実現する必要がある。

従来のコーポレート・ファイナンスは、信用力の高い企業であれば低コストで迅速に資金調達ができる融資形態であり、成長産業の企業の資金調達は困難である。そのため、企業の信用力や担保に依存しないプロジェクト・ファイナンスを取り入れることが期待される。プロジェクト・ファイナンスとコーポレート・ファイナンスはそれぞれ違った特徴があり、適応する場面が異なる。そのため、経済や企業の状況により適した融資形態を選択していくことが大切である。事業の集合体である企業全体を判断している銀行が、ひとつのプロジェクトの審査をできないということはない。銀行の役割の大きいわが国だからこそ、現在の金融システムを生じたプロジェクト・ファイナンスによる成長産業への融資を、積極的に拡大していくべきであると考えられる。

リスクマネーをいかに育成するか

目次

1. はじめに
2. 日本経済におけるリスク・マネーの供給
3. 融資形態の現状と将来像
 - 3-1 コーポレート・ファイナンス
 - 3-2 プロジェクト・ファイナンス
4. コーポレート・ファイナンスとプロジェクト・ファイナンスの比較分析
5. プロジェクト・ファイナンスの展望と課題
6. まとめ

1. はじめに

バブル崩壊以降、日本経済は低迷しつづけ、いまだに回復の兆しは見えていない。1980年代初頭にはキャッチ・アップ型の経済発展は完了し、産業構造の変化が生じたにもかかわらず、金融システムがそれに適応した形となっていないからである。これまで日本の金融システムは、銀行中心の間接金融を主体としており、企業の資金調達において中心的な役割を果たしてきた。このシステムは、資金不足基調であった高度経済成長期に適応した形となっている。そのため、戦後の家計の貯蓄率は高く、現在でも約半数が預貯金として保有されている。

しかしながら、高度経済成長期を終え、砂川（2004）にあるように、企業の資金調達に占める銀行借入の比率は低下しつつある。原因として、銀行を取り巻く環境の変化が考えられる。80年代後半から90年代にかけて、日本の銀行は様々な規制や不良債権問題に直

面し、貸出残高を縮小せざるを得なくなつた⁽¹⁾。そのため、「貸し渋り」といわれるように、以前ほど企業の資金ニーズに応えることができなくなっている。

したがって、資本市場から直接資金を供給する仕組み作りが必要であるが、間接金融を主体としてきたわが国では、いまだに未整備のままである⁽²⁾。こうした直接金融を必要とする企業は、成長産業の企業であり、多くがベンチャー企業でリスクの高い資金を必要としている。このような成長産業の育成は今後の日本経済の課題であり、円滑な資金供給は金融システムの重要な役割である。しかしながら、家計が安全資産を好む傾向の強いわが国において、早急な直接金融システムの確立は困難であると思われる。

このことから、日本経済におけるリスク・マネーとは、成長産業への資金供給であり、間接金融主体のわが国においては、銀行がリスク・マネーの供給の担い手となる可能性が

高いと考えられる。この点が銀行の融資形態に着目する大きな理由である。もちろん、従来の融資形態では、企業の信用力や担保を必要とするため、成長産業への融資形態としては限界がある。しかし、プロジェクトのキャッシュ・フローに着目した融資であれば、企業リスクを切り離すことが可能になり、リスクが高くとも将来性のある事業にリスクマネーを供給することは可能になる。したがって、銀行中心の間接金融システムにおけるリスクマネー供給には、プロジェクト・ファイナンスを適応することが望ましく、すでにコンテナ産業などで用いられ、さらなる活用が期待されている。

本稿の議論の構成は以下のとおりである。まず第2節では、日本経済を概観することでリスク・マネーの供給における銀行の重要性を論じる。第3節では、コーポレート・ファイナンスとプロジェクト・ファイナンスを概観する。続いて第4節では、第3節での議論

を踏まえ、二つの融資形態の比較分析を行う。
さらに第5節で、プロジェクト・ファイナンスとコーポレート・ファイナンスの今後の役割と展望を考察し、プロジェクト・ファイナンスを適応した事例としてコンテンツ産業を取り上げ、課題を述べる。最後に第6節で本稿のまとめを述べて結びとする。

2. 日本経済におけるリスク・マネーの供給

わが国の金融システムは、銀行中心の間接金融を主体としている。その中で家計は金融資産の多くを、リスクの小さい預貯金として保有している。預貯金は銀行のバランスシートでは負債であり、運用リスクを一手に銀行が引き受けているため、現在のように経済が停滞している状況では、リスクの大きな貸出を行うことは難しい⁽³⁾。しかし、成長産業の多くはベンチャー企業であり、事業に大きなリスクを伴う。こうした企業の資金調達は株式市場が適しているが、直接金融が未発達

なわが国の金融市場では、資金を調達することとは困難である。また、経済の先行きが不透明な現在、家計の資産がリスクの大きい直接金融市場に向かうとは考えにくい。そのため、銀行を中心とした間接金融を主体としながらも、成長産業へのリスク・マネー供給を実現する必要がある。

周知のように、金融は様々なリスクを伴う取引であり、金融資産は、リスクとリターンを考慮して選択される。一般に現金・預金・国債はリスクとリターンの双方が小さい「安全資産」と呼ばれている⁽⁴⁾。これに対して株式・出資金および投資信託はリスクとリターンの双方が大きい「危険（リスク）資産」といわれている。日本銀行の資金循環統計によると、家計部門の金融資産残高の合計は、約1400兆円で、名目GDPの約三倍であり、その過半数が預貯金である。そして図1が示すように、預貯金の比率は一貫して高い水準を保ち、増加傾向にある。2002年度を見ると

預貯金の割合は53.7%で、現金と合わせると60%近くにまで達する。一方、投資信託や株式などの危険資産は、バブル崩壊以降保有率が低下し、1990年には約28%だったのが2002年には10%近くまで落ち込んでいる。また家計部門の資産構造を他国と比較すると、西村（2004）にあるように、現金・預金のウェイトが突出して高く、株式・出資金・投資信託といった資産は、他国に比べて小さい。このように日本の家計部門は安全資産を好む傾向がある。こうした安全資産重視の資産保有は、株式や出資金によって、企業が家計から直接資金を得るという直接金融の割合が小さいことを示す。それに対して、預金を集めて企業に融資するという銀行中心の間接金融が日本の金融システムの主体であった。しかし、バブル崩壊と経済の長期低迷により不良債権問題や金融危機が起こり、銀行中心の間接金融システムでは十分な機能を果たせなくなっている。

家計にとって預金は資産だが、銀行にとっては支払い義務を有する負債になる。家計は預金という元本保証の金融商品に一切リスクを負担しないが、資金運用には必ずリスクが伴う⁽⁵⁾。預金は資金運用に伴うリスクをすべて銀行が負うことになり、その意味で銀行が取りうるリスクには、限界が生じる。そこで、銀行のリスク選択を図2を通じて見てみると、2000年以降リスク回避的な行動を取っていることが分かる。銀行の国債の保有額は、2000年まで小さく推移していたが、それ以降急激に増加している。1990年と2004年を比較すると、約3.5倍も保有額が増えている。一方、貸出金額は1990年までは上昇していたが、バブル崩壊以降ほぼ横ばいで推移しており減少傾向を示している。

このように、家計から預金を取り入れて企業へ融資する間接金融システムでは、家計がリスクを負担せず、銀行にリスクが集中するため、不況期には銀行も安全資産を保有する

割合が高くなる。したがって、現在は家計も銀行もリスクを負担しない構造となっている。

しかし、キャッチアップ型を終了した日本経済が発展を遂げていくためには、社会全体でリスクを負担し、産業を育成していかなければならない。日本の次代を担う成長産業として、コンテンツ・IT・バイオなどが注目されている。たとえば、コンテンツ産業の市場規模は総計約12兆906億円（デジタルコンテンツ白書）にも達している。数字だけを比較すれば、国内生産は鉄鋼業の約2倍、雇用は64万人という産業規模をもつ。また、宮崎アニメやゲーム産業に代表されるように、国際競争力を持つ産業という側面も持つ。しかし、大多数が中小企業であり、金融機関や一般投資家からの資金を容易に調達できる環境が整備されないのが現状である⁽⁶⁾。このように、成長産業の多くの企業は、規模が小さいながらも、リスクを恐れず新たな領域を開拓していくため、倒産リスクが大きく、

事業が失敗する可能性もある。したがって、現在の日本経済では、将来性のある有望な事業にはリスクがつきものであり、成長産業を發展させていくためには、資金供給部門がリスクを負担した円滑な資金供給が条件となる。一般にこうしたリスクを伴う事業への資金は、間接金融よりも直接金融からのほうが適していて、株式市場がリスク・マネーを提供する場であるといわれている⁽⁷⁾。しかし、日本の直接金融市場は未発達で、ベンチャー企業向け直接市場の整備は進んでいるが、必ずしも上手く活用されておらず、成長産業の企業が上場できる仕組みとしては十分ではない。

一方で、不良債権問題に象徴されるように、経済の先行きが不透明で、家計が安全資産を好むのも当然である。図3にあるように、実際に家計が保有を増やしたいと考えている金融商品は、郵便貯金と預貯金が圧倒的な割合を占めており、ハイリターンを望める株式や投資信託といった商品には関心が薄い。した

がって、家計の金融資産選択では安全性が求められ、収益性はあまり重視されていないため、家計資産の預貯金への集中構造は急激な変化が生じるとは考えにくい。

さらに歴史的に銀行中心の間接金融システムを主体にしてきたわが国では、直接金融市場のウエイトが高まっても、間接金融の仕組みが不要になるわけではない。もっとも、直接市場の発達により、家計を含めた社会全体で、リスクを広く薄く負担していく仕組み作りが必要であることは周知のとおりである。しかし、経済が長期停滞しているわが国において、成長産業の育成は急務であり、間接金融の中心的役割を果たしてきた銀行が、リスク・マネーの供給と預貯金の有効活用の担い手となり得ると考えられる。そこで間接金融を通じた成長産業への融資を実現するために、次節では従来の融資形態である「コーポレート・ファイナンス」と、成長産業に適応可能な融資形態と思われる「プロジェクト・ファ

イナンス」について論じる。

3. 融資形態の現状と将来像

3-1 コーポレート・ファイナンス

銀行によるリスク・マネー供給のために、現状のコーポレート・ファイナンスの特徴を述べ、成長産業への融資の適応可能性を論じる。

銀行の従来の融資方法は、一般的に総体としての企業の信用力（財務内容や収益力、担保能力）に対する融資（コーポレート・ファイナンス）である。それは、様々なプロジェクトを行う企業の、事業の集合に対する貸付であり、各プロジェクトが相互補完やシナジー効果による総和以上の付加価値に着目して融資判断をしている。また、融資に伴い借りた側は担保を売却しても債権額に満たない場合には、担保物件以外からも返済しなければいけない遡及権がある（リコース・ローン）。

コーポレート・ファイナンスでは、組織体

の信用力が高ければ大量の資金を低コストで調達することが可能になり、銀行と長期的な関係を築くため、経営者の裁量権が認められたり、迅速な資金調達が実現する。さらに調達した資金を特定の事業に使用しても、返済に関しては組織の保有するすべての資産を担保として行われるため、銀行にとっての担保力は高い。

しかし、前節で述べたように、現在資金供給を必要としている成長産業は、規模が小さく十分な担保を持たない企業が大半である。したがって、物的担保が少なく、企業リスクの高い成長産業において、コーポレート・ファイナンスでの資金調達は困難である。しかし、成長産業のプロジェクトには大きな可能性が秘められている。そのため、企業の信用力でも担保物件でもなく、プロジェクトのキャッシュ・フローに着目した融資形態を適応していく必要があると考えられる。

3-2. プロジェクトファイナンス

以上のように、国内の融資形態は企業の信用力に対する投融資判断で、融資に伴う遡及権がある「コーポレート・ファイナンス」が一般的で、現状では成長産業への適応は困難である。

一方、プロジェクト・ファイナンスは事業自体の採算性に着目し、企業信用とは分離したプロジェクトの信用力に対しての融資である。原則として、そのプロジェクトの資金繰りおよび収益を返済財源として、そのプロジェクトの資金のみを融資の担保として行う。したがって、融資に伴う遡及権を特定の担保に限定し、それ以外には遡及しないノン・リコース・ローンの形態をとる。

担保はプロジェクトの一部に過ぎない土地や設備資産の売却処分価値に依存するのではなく、プロジェクトの事業価値に依存し、事業主体の信用力よりも事業スキームが重要な要素となる。仮に担保物権を売却して債権

額に満たなかったとしても、借り手側は一切の債務から免責されるのである。そのため、企業信用が小さかったり、財務の健全性が低いなどの理由により資金調達が困難な企業が、プロジェクト自体の採算性の高さに着目し、企業自身の信用力ではなく、当該プロジェクトの収益性の高さを裏づけとして資金調達を行える⁽⁸⁾。したがって、成長産業にはリスクを伴う有望な事業が多いため、こうした企業信用に依存するのではなく、事業に着目した融資形態が適応し、銀行によるリスク・マネー供給が可能になると思われる。

実際にこの融資方法は、海外では資源開発や装置産業のプロジェクトを中心に取組みられてきた融資手法で、近年わが国でも注目されている。実際には、大阪のユニバーサル・スタジオ・ジャパンが総事業費の6割にあたる1250億円をプロジェクト・ファイナンスによって資金調達した事例もある⁽⁹⁾。今後は成長産業の一例である、映画・ゲーム・アニ

メ・音楽等のコンテンツビジネスの著作権に注目した融資でも、より一層の活用が期待されている。

4. コーポレート・ファイナンスとプロジェクト・ファイナンスの比較分析

銀行によるリスク・マネー供給を考えた場合、従来型のコーポレート・ファイナンスより、プロジェクト・ファイナンスのほうが有利であると思われる。本節では、この二つの融資形態を日本経済の現状に照らし合わせながら、図4から比較分析することにより、それぞれの適応可能な資金供給場面を考察する。

前節の議論を踏まえ、コーポレート・ファイナンスとプロジェクト・ファイナンスの特徴を概観すると以下のとおりである（図4）。まず第一に、リスク分散の観点から見てみると、プロジェクト・ファイナンスはプロジェクトの事業性そのものを審査・評価しおこなわれるため、事前にキャッシュフローの評価は

もちろん、プロジェクトの関係者間のリスク分担を決め細やかに明確化できる。そして、問題の先送りを極小化した事業展開が行えるようになる。また、プロジェクトを実行する事業には、実に多くの契約を関係企業との間で結び、それぞれの契約を通じてプロジェクト・リスクを事業体以外の第三者に転嫁することにより、リスクの分担・軽減させる効果をもっている⁽¹⁰⁾。さらに、ノン・リコース・ローンの場合には、この貸出債権を市場で流動化（売却）することが可能である（ローン・セール）⁽¹¹⁾。銀行は貸出債権を売却することでオフバランス化が可能になり得る。コーポレート・ファイナンスは、長期にわたる貸付が多いため責任やリスクの所在が不明確となる可能性が強く、遡及権により借り手がリスクをすべて負担することになる。

次に、融資の柔軟性について考えてみると、コーポレート・ファイナンスでは、企業の信用力が高い場合には、低コストで迅速に調達

が可能になる。この場合、銀行と企業は長期的な関係を築いていること、銀行側が企業の情報を多く持っていることが前提となる。プロジェクト・ファイナンスでは、こうした銀行との関係を前提としないため契約が複雑で、銀行側の投資決定判断のために時間がかかってしまう。実際にユニバーサル・スタジオ・ジャパンの場合でも、二年の歳月を要したという。また、こうした複雑な契約により、プロジェクトの構造を規定するための取引費用⁽¹²⁾がかかってしまう。なぜなら、信用供与が間接的であるため、こうした債務費用はコーポレート・ファイナンスより割高で、一般的に大規模事業に適したファイナンスであるといわれている。

さらにキャッシュフローに着目すると、コーポレート・ファイナンスの場合は経営者の裁量権が認められているが、プロジェクト・ファイナンスはかなり限定されたものとなる。したがって、柔軟性や融通性に大きな違いが

発生し、一長一短がある。なぜなら企業経営や事業の遂行において、ファイナンスにある程度の柔軟性があれば、迅速に行動できる。反面、コーポレート・ガバナンスの欠如などの問題も発生してくる。これまでの日本の金融システムでは、経営者の裁量権が認められていたため、プロジェクト・ファイナンスが日本に根付かないという指摘もある⁽¹³⁾。

最後に、借入能力に関して、コーポレート・ファイナンスでは、企業の信用力に依存するため、信用力の高い企業は借入が可能だが、信用力の低い企業への適応は不可能である。こうした企業の場合、プロジェクト・ファイナンスによる資金調達により、借入能力が拡大することとなる。

5. プロジェクトファイナンスの展望と課題

以上の議論をまとめると、図5と図6にあるように、以下のとおりである。プロジェクト・ファイナンスのメリットとして、企業の

信用力に制限されない資金供給が可能となり、企業のバランスシートに債務として計上されないため財務上の負担が軽減される。銀行も貸出債券を売却することでオフバランス化が可能となり、リスクから開放されると同時に負債に依存しない資金調達が実現する。また、契約によるリスク分担が明確化される。特に、企業の信用力に依存しない点が、リスク・マネー供給の適応可能性を示している。そして、デメリットとしてはコーポレート・ファイナンスより取引費用や契約に時間がかかってしまい大規模な事業でなければコストに見合わないことと、柔軟性が乏しく迅速な対応が難しいことである。成長産業における事業は必ずしも大規模事業ではなく、リスク・マネー供給を考えた場合、規模の小さな事業でも活用できる仕組みを構築していくことが必要である。現在は主に、PFIにおいてプロジェクト・ファイナンスが導入されている。

次に、コーポレート・ファイナンスのメリ

ットは、高い信用力を持つ企業であれば他の資金調達コストより低いコストで資金調達が可能である。さらに、迅速に資金調達ができ、融資に柔軟性があるため、事業環境が変化したとしても対応ができる。デメリットとしては、事業主体の信用力や担保に制限がある場合には資金調達が困難であることと、借り手にリスクが集中することが挙げられる。また、コーポレート・ファイナンスにより資金を調達した企業は、バランスシート上の負債の比率が増加するため、財務内容が脆弱化したとみなされ、信用低下を招き、新規の資金調達が制約される要因ともなりうる。

以上の議論をまとめると、コーポレート・ファイナンスは、既存の信用力の高い企業においては資本コストを減少させながら資金調達を可能にするシステムであり、プロジェクト・ファイナンスは、成長産業の企業や事業に適したシステムであるといえる。プロジェクト・ファイナンスとコーポレート・ファイ

ナンスのメリット・デメリットは、ほぼ対称的になっているので、当該融資案件に最も適した形態を選択していくことで、金融システムの円滑化を図ることが可能である。そのために、体系化されていないプロジェクト・ファイナンスの仕組みを構築していくことが銀行に期待されている（14）。

また、経済状況を考えた場合、金融機関の体力のある時点ではリスク吸収の幅が広いため、ある程度リスクが高い場合でも、コーポレート・ファイナンスによる貸付が可能である。しかし、現在のような銀行のリスク吸収が難しい状況においては、プロジェクト・ファイナンスを用いたリスク分散型の融資形態が必要であるといえる。すべての企業や経済状況で画一的な方法を取るのではなく、その時代にあった融資形態を用いていくことが、今後の間接金融に求められていると考えられる。

その上で、プロジェクト・ファイナンスは

不良債権処理の可能性も秘めている。日本銀行によると、「全国銀行は高収益体質の構築の前提として、プロジェクト・ファイナンス等の新たな形態での融資の推進が図られることも必要」と指摘されているように、これまで企業側が遡及権により負っていた事業リスクを金融機関が一部負担するため、リスクに見合った金利の上乗せや手数料収入により、従来の融資形態よりハイリターンを期待できる融資形態なのである。池尾（2003）にあるように、「銀行の稼ぐ粗利益が与信費用をまかない切れていないという銀行部門の赤字構造の問題」が不良債権問題の根本原因である。不良債権問題进行处理するためには、銀行の収益力改善が急がれ、プロジェクト・ファイナンスにより、金利や手数料収入の増加が可能であるとすれば、不良債権問題の抜本的解決にもつながり、総合金融機関を目指す銀行にとっては、プロジェクト・ファイナンスは一つの重要なビジネスモデルの雛型となりうる

と思われる。

さて、実際にプロジェクト・ファイナンスを取り入れ始めた成長産業としてコンテンツ産業を例に、プロジェクト・ファイナンスによるリスク・マネー供給の課題を論じる。

経済産業省によると、コンテンツ産業は「新たなリーディングインダストリーとして、わが国経済を牽引する可能性大」とされ、今後日本で最も期待される成長分野の産業である。知的財産権そのものであるコンテンツは、他産業に比べ高い経済波及効果をもたらし、国際的地位向上にも大きく貢献する産業である。

これほど重要な産業でありながら、日本のコンテンツ産業のファイナンスは、生産部門が流通部門の「下請化」していて、製作資金の調達を既存の流通事業者からの資金に依存している状況である。従来のコーポレート・ファイナンスでは、企業規模が小さく、土地や建物などの物的担保に乏しいコンテンツ製

作会社に対する金融機関の融資は、かなり制約された条件であった。経済産業省のコンテンツ産業に関するレポートでも、制作会社の大半は中小企業であり、金融機関からの資金調達が困難であると指摘している。また株式発行などは、小規模なコンテンツ企業が資金調達できるものとはなっていない。したがって、ほとんどのコンテンツ関連企業が著作権や特許権等の知的財産権をよりどころとしており、これらの知的財産権を活用した多種多様な資金調達方法が期待されている。その中で、プロジェクト・ファイナンスによる資金供給も始まっている。

実際にコンテンツ産業においてプロジェクト・ファイナンスを取り入れた事例として、あおぞら銀行の「プロジェクト・ファンドによるコンテンツ投資」がある⁽¹⁵⁾。実績として平成14年度一年間でプロジェクト投資を17件、14億円弱の投資を行った。コンテンツ関係は12件6億5千万円で、投資期間を満了

しているファンドの投資効率は、銀行として十分投資に耐えられる実績をあげている。しかし、こうしたコンテンツ産業におけるプロジェクト・ファイナンスは、一般化しているとはいえない⁽¹⁶⁾。第一に、企業側の情報開示が不足している。第二に、銀行をはじめとする金融機関においては、自らリスクを負担する動きが少ない。成長産業の育成と銀行の役割を考えると、コンテンツ産業だけの問題ではないが、事業そのものを対象とするファイナンスへの取り組みや工夫がより一層必要であると考えられる。

これらの特徴はITやバイオなど他の成長産業とも共通し、企業リスクから切り離れた資金調達方法であるプロジェクト・ファイナンスが求められている。そこで、銀行の事業の収益性や将来性を見極めといった審査能力が問われてくる。コンテンツ産業でプロジェクト・ファイナンスのノウハウを培い、他の成長産業への適応が可能になれば、近い将

来に銀行によるリスク・マネーのより一層の供給が可能になると期待される。

6. まとめ

本稿の結論をまとめると、リスク・マネーの育成のためには、新たな融資形態のより一層の拡大が必要である。より具体的には、これまでのコーポレート・ファイナンスによる融資だけではなく、プロジェクト・ファイナンスによる融資判断が求められてくる。

なぜなら従来の銀行中心の間接金融システムでは次代の成長産業への資金供給、すなわちリスク・マネーの供給は不可能である。そのため、企業の信用力や担保に依存しないプロジェクト・ファイナンスを取り入れることにより、円滑な資金供給が実現する。さらに、貸出におけるリスクを事前に明確化し分散を可能にする融資形態を適応することにより、オフバランス化やハイリターンを期待でき、収益性向上につなげることができる。実

際にコンテンツ産業の事例を見ると一般化するまでに至っていないが、プロジェクトの間にはさむことにより密接な関係を築いていくことで、新たな融資形態を根付かせていくことも可能であると思われる。銀行の役割の大きいいわが国だからこそ、現在の金融システムを生じたプロジェクト・ファイナンスによる成長産業への融資を、積極的に拡大していくべきであると考えられる。

〔 参 考 文 献 〕

1. 高 月 昭 年 (1 9 9 5) 「 金 融 の 基 本 」 日 経 文 庫
2. 池 尾 和 人 (2 0 0 3) 「 銀 行 は な ぜ 変 わ れ な い
の か 」 中 央 公 論 新 社
3. 池 尾 和 人 (2 0 0 4) 「 入 門 金 融 論 」 ダ イ ヤ
モ ン ド 社
4. 西 村 清 彦 (2 0 0 4) 「 日 本 経 済 見 え ざ る 構
造 転 換 」 日 本 経 済 新 聞 社
5. 三 神 万 里 子 (2 0 0 4) 「 メ ガ バ ン ク 決 算 」 角
川 書 店
6. 砂 川 伸 幸 (2 0 0 4) 「 コ ー ポ レ ー ト ・ フ ァ イ
ナ ン ス 入 門 」 日 経 文 庫
7. 野 田 由 美 子 (2 0 0 3) 「 P F I の 知 識 」 日 経
文 庫
8. 甲 斐 良 隆 ・ 加 藤 進 弘 (2 0 0 4) 「 リ ス ク ・ フ
ァ イ ナ ン ス 入 門 」 金 融 財 政 事 情 研 究 会
9. J . D . フ ィ ナ ー テ ィ (2 0 0 2) 「 プ ロ ジ ェ ク ト ・
フ ァ イ ナ ン ス 」 朝 倉 書 店
10. 岩 間 剛 一 (2 0 0 4) 「 資 源 開 発 プ ロ ジ ェ ク
ト の 経 済 工 学 と 環 境 問 題 」 と り い 書 房

11. 第一勸業銀行国際金融部（1999）「PFIとプロジェクトファイナンス」東洋経済出版社
12. PFIビジネス研究会（2002）「図解でわかるPFIビジネス」日本能率協会マネジメント
13. 東京銀行企業金融研究会（1995）「企業金融の入門」とりい書房
14. （株）ジャパン・デジタル・コンテンツ（2004）「コンテンツビジネスの資金調達スキーム」（九天社）
15. 経済産業省ホームページ
http://www.meti.go.jp/policy/media_contents/
16. コンテンツ産業の現状と課題・コンテンツファイナンス研究会報告書
17. 日本貿易振興機構ホームページ
<http://www.jetro.go.jp/indexj.html>

18. 21 世紀 ビジネス塾 ホームページ

http://www.nhk.or.jp/business21/bangu_m/0011/11_4/1.html

19. 日本銀行「全国銀行の平成12年度決算
と経営上の課題」

20. (2004) 林 繁樹「コンテンツ産業へのフ
ァイナンスの現状と課題」

21. (2004)「デジタルコンテンツ白書」

注

- (1) 具体的には「B I S 規制」である。
- (2) 銀行だけではなく、郵便貯金や信用金庫・協同組合金融機関も同じである。
本稿では、銀行中心に述べているが、わが国において銀行以外の金融機関の果たす役割も大きい。
- (3) 西村（2004）を参照のこと。
- (4) 預金者は銀行の倒産リスクを負っているが、現在は預金保険機構により、銀行が倒産したとしても、全額保護される仕組みとなっている。
- (5) データは、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行を合わせた数値である（銀行勘定）。
- (6) 経済産業省の「コンテンツ産業の現状と課題」に基づいている。
- (7) 砂川（2004）を参照のこと。
- (8) 野田（2003）を参照のこと。
- (9) 21世紀ビジネス塾の放送内容を基

にした数値である。

(10) 具体的には、プロジェクトの完工リスクは建設契約によりコントラクター（工事請負業者）に、マーケット・リスクについては販売契約により購入者に、操作についてはオペレーション契約によりオペレータ（ユーティリティ供給者）といった具合になる。

(11) 海外では一般的に「ローン・セール」を前提に契約をしている。日本では流通市場が未整備なため、現状では容易に売買を行うことは不可能である。

(12) 実際にプロジェクトの構造を規定するための取引費用は、法的費用、関係する税制上・規制上の調査費用、株主、ローンの契約などである。

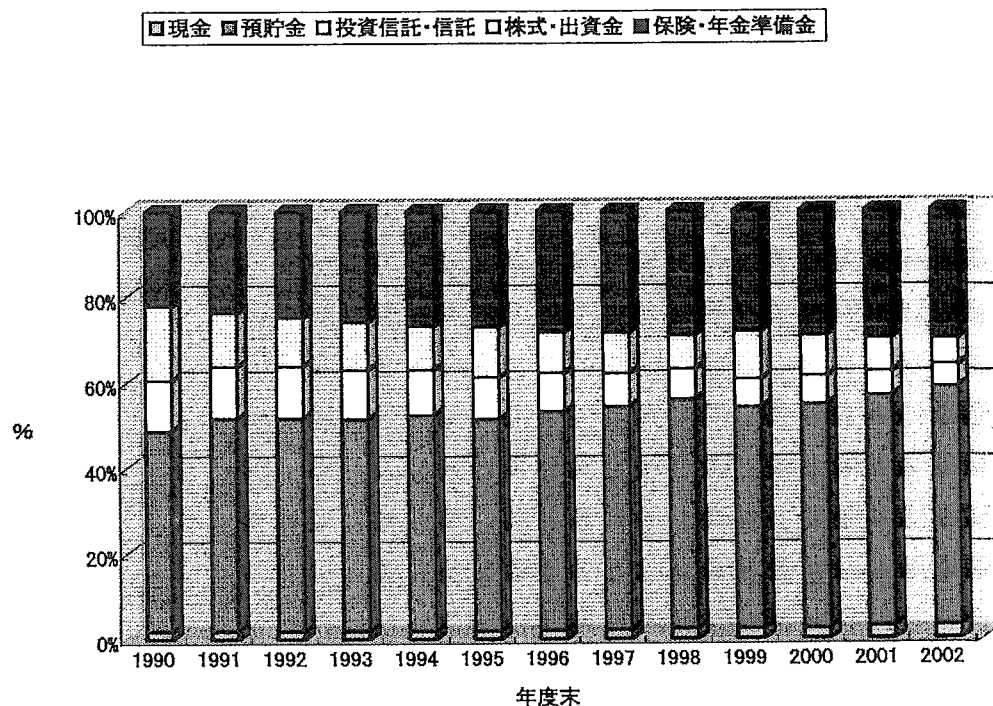
(13) 「21世紀ビジネス塾」のホームページを参照のこと。

(14) 第一勧業銀行国際金融部（1999）を参照のこと。

(15) 「 コ ン テ ン ツ ・ フ ァ イ ナ ン ス 研 究 会
報 告 書 」 を 参 照 の こ と 。 投 資 と 融 資 を
組 み 合 わ せ て リ ス ク の 分 散 を 可 能 に し
て い る 。 ま た 、 基 本 コ ン セ プ ト に 「 事
業 資 金 ニ ー ズ に 対 す る 出 資 に よ る フ ァ
イ ナ ン ス 」 と あ る よ う に 、 出 資 と い う
表 現 も 使 わ れ て い る 。 し た が っ て 、 プ
ロ ジ ェ ク ト ・ フ ァ イ ナ ン ス 手 法 で は あ
る が 、 完 全 な 銀 行 融 資 で は な い 。

(16) 林 (2004) を 参 照 の こ と 。

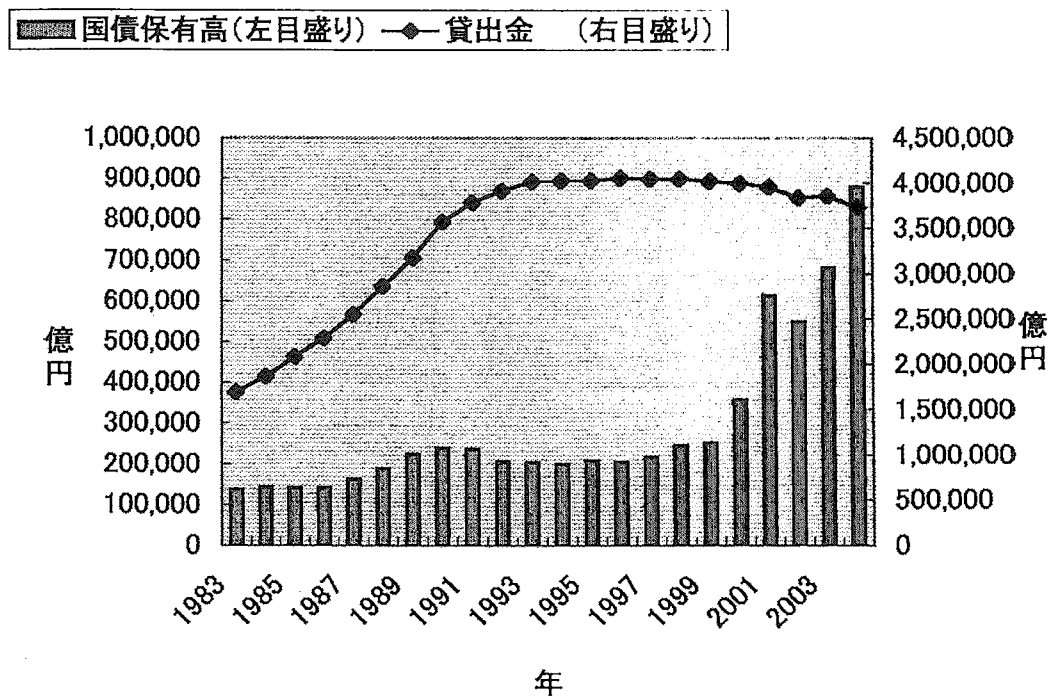
図 1 家計の金融資産別構成比の変化



出 所：暮らしと金融なんでもデータより著者
作 成

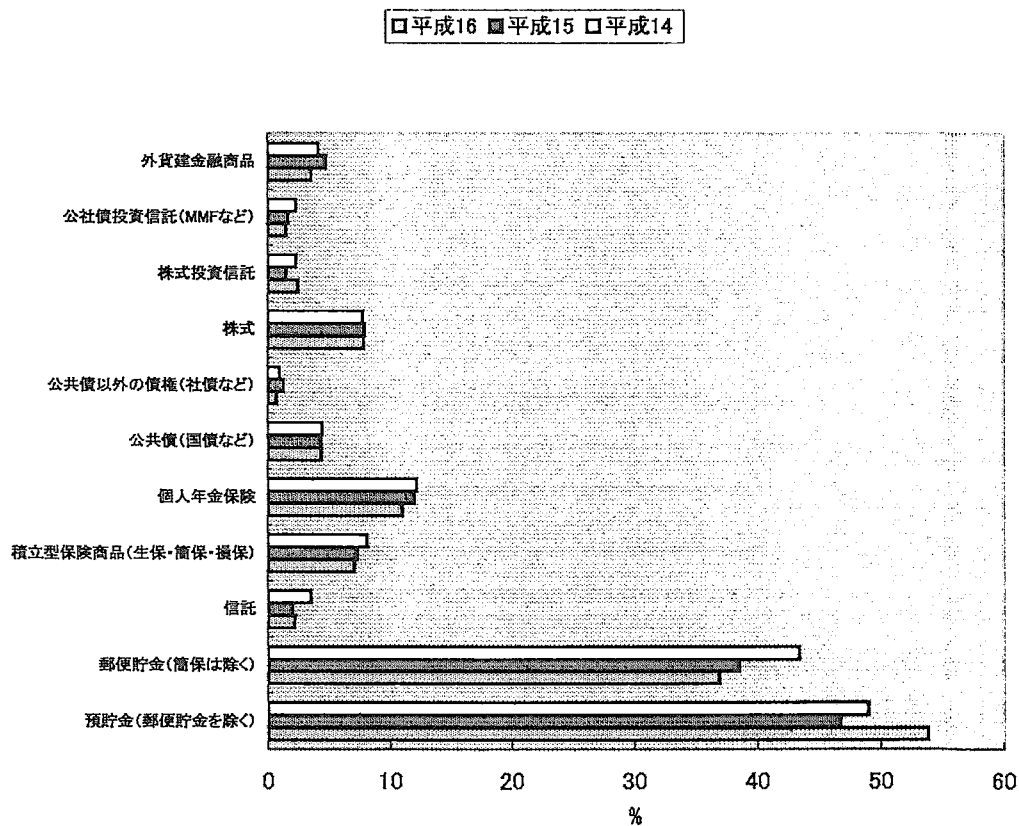
(日銀「資金循環勘定」、総務省「住民基本台
帳人口要覧(2002)」)

図 2 銀行の国債保有額と貸出金額の推移



出 所 : 日 本 銀 行 民 間 金 融 機 関 の 資 産 と 負 債
 の 時 系 列 デ ー タ よ り 著 者 作 成

図 3 今後保有を増やしたい金融商品



出 所 : 貯 蓄 と 消 費 に 関 す る 世 論 調 査 よ り 著 者
作 成

図 4 プロジェクト・ファイナンスとコーポレート・ファイナンスの比較分析

項 目	プロジェクト・ ファイナンス	コーポレート・ ファイナンス
担 保	リミット・リコースまたはノン・リコース。	銀行は企業に対して遡及権を持つ。
リスク 分 配	借り手と金融機関等で分担する。	借り手がすべて負担する。
融 資 の 柔 軟 性	契約料、手数料がかかる。 融資契約が複雑で時間がかかる。	組織体の信用力が高ければ低コストで調達可。 迅速に調達可。
裁 量 権	経営者の裁量権は限定される。	経営者の裁量権が認められている。
借 入 能 力	借入能力は拡大する。	当該企業の信用力に依存する。

出 所 : P F I ビジネス研究会 (2002) を基に

著 者 作 成

図 5 プロジェクト・ファイナンスの利点と欠点

プロジェクト・ファイナンスの利点

資金供給能力の向上	企業の財政内容や信用力に制限されない資金供給可能となる。
オフ・バランス化	貸出債権の流動化が可能（ローン・セール）。
リスク分散	負担するリスクの量の軽減を図ることができる。

プロジェクト・ファイナンスの欠点

取引費用と時間の負担	一件ごとに事業の内容やリスク分析を綿密に行うため、コーポレート・ファイナンスより取引費用がかかる。 また契約に時間がかかる。
事業環境の変化への適応性	契約により経営者の裁量権が制限されるため、状況変化に迅速に対応できない。

出所：PFIビジネス研究会（2002）を基に

著者作成

図 6 コーポレート・ファイナンスの利点と欠点

コーポレート・ファイナンスの利点

資本コスト削減の可能性	企業の信用力が高い場合には、他の資金調達方法より低コストで調達できる。
時間短縮	融資の仕組みが構築されていて、迅速に調達が可能。
事業環境の変化への対応性	経営者の裁量権が認められているため、フレキシビリティがある。

コーポレート・ファイナンスの欠点

資金供給の限界	事業主体の信用力や担保に依存するため、それらを有しない事業主体では資金調達が困難である。
リスク管理	リコース・ローンにより、借り手にリスクが集中する。また事前にリスクを明確化することが難しい。

出所：PFIビジネス研究会（2002）を基に

著者作成