

地域銀行による優先株式投資 －中小企業金融の多様化の必要性と意義－

Regional banks' Investment to the Dividend Preferred Shares : The Necessity
and the Significance of Diversification of Financial Methods for
the Small & Medium Enterprises.

内田 昌廣
UCHIDA Masahiro

キーワード：地域銀行の経営 中小企業金融 優先株式投資 金融民主主義

要 旨

厳しい経営を強いられている地域銀行にとって、中小企業が発行する優先株式に地域銀行本体が投資するエクイティ投資業務に取り組む必要性が高まっている。地域銀行本体が取り組むべきエクイティ投資の意義は、中小企業にとっての「金融民主主義」の実現、地域銀行にとっての中小企業への資金供給チャネルの拡大、発行条件の設計が柔軟にできること、投資有価証券の投資リスク管理上の利点、地域マネーが地域で循環していく道を開くこと－の5点である。このファイナンス・スキームが機能・普及するための課題は、地域銀行による顧客企業の事業シーズ発掘機能とハンズオン機能の強化である。

1. 問題認識

地域銀行（地方銀行＋第二地方銀行）の経営が厳しさを増している。2019年3月期決算において本業である顧客向けサービス業務（貸出・手数料ビジネス）の利益が赤字となった地域銀行は106行のうち45行（うち27行は5期連続で赤字）にのぼった（金融庁（2019a））。収益悪化の直接的な要因は、2013年から始まった日本銀行の異次元緩和による貸出利鞘の大幅な縮小であるが、地方における企業数の趨勢的な減少、大都市圏より早く進む人口減少などが長期的な通奏低音として地域銀行の経営環境に重くのしかかっており、「顧客向けサービス業務利益が一旦赤字となった地域銀行の多くは容易に黒字転換が進まない状況に落ちている」（金融庁（2018a））。

こうした経営環境の中、金融庁が背中を押す形で地域銀行同士の経営統合の事例が増加し、規模の経済を追求することで経営環境の逆風を乗り切ろうとする動きが近年活発化している。しかし、規模の経済を追求するのみでは地域銀行の持続的な将来像に光明を見出すことは難しい。疲弊が続いてきた地方経済活性化を永続的に推進していくためには、ひとり地域銀行の収益力の復活を目指すのみでは十分ではない。地域銀行の収益力の基盤は、地方の産業、個々の

企業の収益力の回復であり、これに寄与するような企業金融を地域銀行自身がどのように提供していけるのかが問われている。

本稿は、こうした問題意識の下、今後の地域銀行が目指すべき企業金融のあり方について考察する。このことは、中小企業が圧倒的に多い地方において、中小企業金融をどのように資金需要者である中小企業の発展を促すことに寄与できるようなものに進化させていくことができるかという課題として捉えられる。本稿では、今後の地域銀行が目指すべき中小企業向金融において、地域銀行本体による中小企業の優先株式へ投資というエクイティ・ファイナンスの必要性と意義、課題について考察する。

2. 地域銀行の経営状況

本節では、厳しさが増している地域銀行の経営状況と課題について、金融当局による分析を中心に概観する。

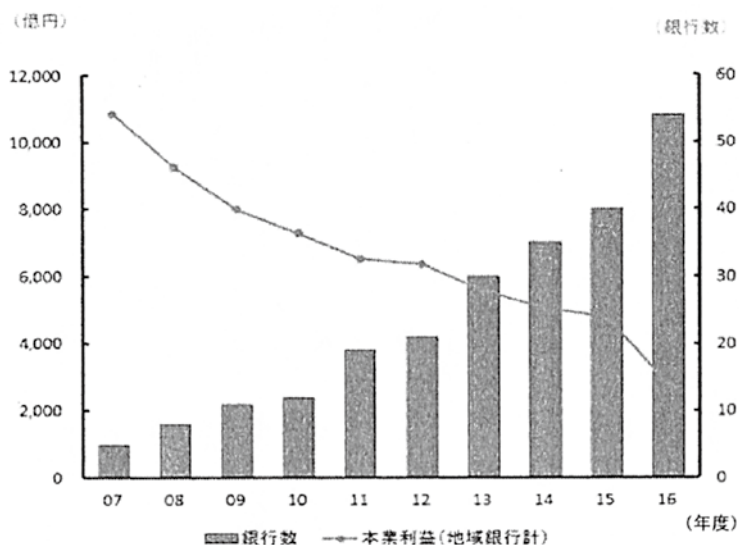
金融庁の「金融仲介の改善に向けた検討会議」が2018年4月に公表した「地域金融の課題と競争の在り方」報告書（金融庁（2018a））によれば、地域銀行106行における本業である顧客向けサービス業務の利益は悪化を続けており、2016年度決算では過半数の54行が赤字となった（図表1）。同報告書は、こうした厳しい収益状況の要因として、①地方における事業性資金の需要者である企業の数が全国的に減少を続けていること、②長期間にわたる金融緩和政策による貸出金利の継続的な低下という経営環境の中で、地域銀行が貸出残高を増加させることによって貸出金利の低下の影響を相殺しようとしていること、③この結果、多くの地域銀行は、従来以上に県外の金融機関との貸出競争に直面していること、これに加えて民間銀行より低利な貸出条件を提示する政府系金融機関との間でも貸出競争が激化していること¹を指摘した。なお、既述の通り2018年度決算では同利益の赤字行は45行とやや減少しているものの、厳しい経営環境に変わりはない。

また、日本銀行は、「金融システムレポート2019年4月号」の「金融機関の収益力低下と潜在的脆弱性」の章で、地域銀行の経営状況を次のように分析・指摘している（日本銀行（2019））。①預貸利鞘の縮小・国内資金利益の減少トレンドが継続しており、基礎的収益力を示すコア業務純益は、地域金融機関を中心に低下傾向が続いている。②預貸利鞘・国内資金利益の減少には、低金利環境の長期化に加えて、人口企業数の減少や企業の成長期待の低下による資金需要の減少、貸出市場における需給緩和の影響が大きいと考えられる。③良好な企業業績等を背景とする信用コストの減少と株式を中心とする有価証券の売却益が当期純利益を下支えしてきたが、地域銀行の信用コストは2018年度上期に2013年度以来の繰入超に転じ、今後も基礎的収益力に下押し圧力がかかり続けると予想され、景気の悪化などで信用コストが増加が一段と増

1 金融庁が実施した委託調査報告「企業アンケート調査の結果」（2018年9月26日）〔地域銀行をメインバンクとする中小・小規模企業約8,500社からの回答〕によれば、政府系金融機関との取引があると回答した企業の割合は58%。政府系金融機関との取引を選択した理由（回答数3,455社、複数回答）として「民間金融機関も支援してくれたが、政府系金融機関の方が借入条件が良かったから」とした回答割合が57%であった。

加すれば、これをコア業務純益でカバーできずに当期純利益が赤字に陥る先が増えてくる蓋然性が高まっている、④これまでの外債投資や海外金利を対象とする投資信託運用では、米国金利が上昇する中で、運用調達利鞘が縮小したり売買損失を計上する地域金融機関が増加している。

(図表 1) 地域銀行の本業利益と本業赤字銀行数の推移



(出所) 金融庁 (2018a)

同レポートでは、こうした地域銀行を取り巻く経営環境を踏まえて、定例のマクロ・ストレステストに加えて、中長期収益シミュレーションを踏まえたストレステスト (今後 10 年間) の結果も公表した。同シミュレーション (ベースライン・シナリオ²⁾) によれば、今後借入需要が減少するケースでは、国内基準行のうち当期純利益が赤字に陥る銀行数の割合は足もとでは 1% であるが、2023 年度に 21%、2028 年度には 58% に急激に高まる (なお、同じケースで信用金

2 中長期シミュレーション (ベースライン・シナリオ) の前提条件は、以下の通りである。

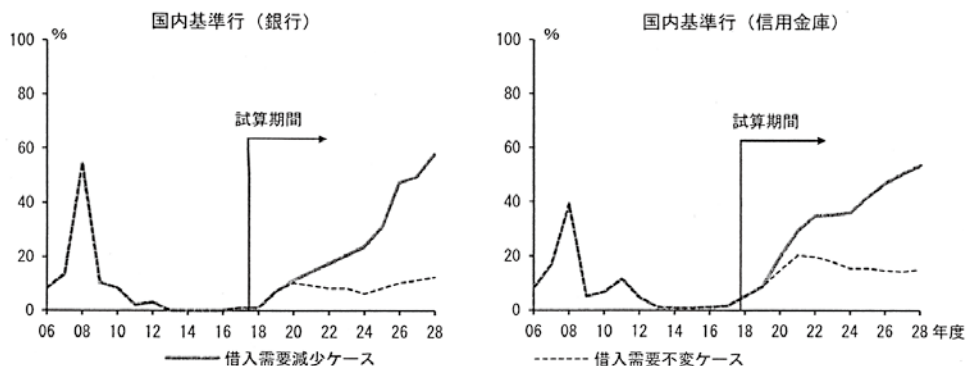
- ・需給ギャップは、先行き 3 年間は定例のテストのベースライン・シナリオどおり推移したあと、その後 7 年間かけて、徐々に長期的な均衡状態 (ゼロ) に収束。
- ・人口は緩やかな減少が続く。潜在成長率は、足もとと同程度の 0% 台後半で推移。
- ・国債金利は、イールドカーブに織り込まれたフォワードレートに沿って推移する。株価と為替レートは、全期間にわたって横ばいで推移。
- ・金融機関の有価証券売却益は、含み益がゼロとなる時点まで、過去 3 年間の平均と同額を計上し続ける (この前提のもとで、含み益がゼロとなる金融機関数は、緩やかな増加を続ける)。
- ・経費は、足もとから横ばいで推移すると想定。
- ・このほか、貸出市場の需給環境について、①これまでと同じペースで企業の借入需要が減少し続ける「借入需要減少ケース」と、②先行きは企業の借入需要の減少に歯止めがかかる「借入需要不変ケース」の 2 つのケースを設定。

借入需要減少ケースでは、借入需要が 2010 年以降のトレンドに沿って低下を続け、それに伴って貸出金利が信用リスクに見合わない「低採算先」への貸出比率も上昇を続けると想定。

一方、借入需要不変ケースでは、借入需要と低採算先貸出比率は、ともに足もとの水準で横ばいで推移すると想定。

庫についてのシミュレーションでは、赤字割合は足もとの5%が2023年度に35%、2028年度に53%に高まる)³(図表2)。一方、借入需要不変ケースでは、2028年度に当期純利益が赤字に陥る割合は国内基準行、信用金庫とも10%台にとどまる。

(図表2) 中長期シミュレーションによる当期純利益赤字先割合(ベースライン・シナリオ)



(出所) 日本銀行 (2019)

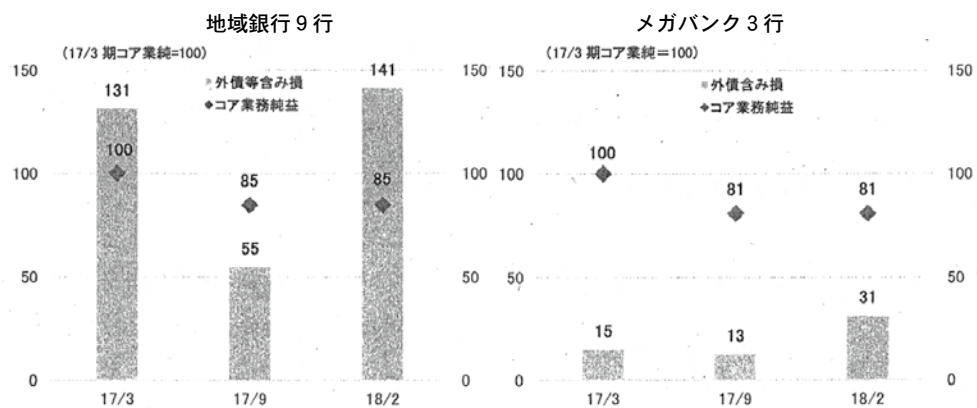
本業である顧客向けサービス業務の趨勢的な減少傾向に加えて、地域銀行の有価証券投資も今後、業務純益や経常利益を大きく押し下げるネガティブ要因となっている。預金残高の伸び率が貸出残高の伸び率を上回る中で、地域銀行は(都市銀行と同様に)有価証券投資残高を増加させ、同投資の運用益で減少する本業利益の減少を埋め合わせてきた。しかし、この有価証券運用益の先行きにも暗雲が立ち込めている。

金融庁は、2018年7月の「地域銀行有価証券運用モニタリング 中間とりまとめ」で、地域銀行の有価証券運用への収益依存度の高まり⁴を受けて地域銀行の有価証券運用の実態についてのモニタリングを実施した結果を公表した(金融庁(2018b))。これによれば、モニタリング対象行(地域銀行31行(持ち株会社4社を含む))における外債等(外国債と外国投信(ヘッジファンドを除く))の2018年2月時点での含み損は、同年1月以降の米国金利上昇の影響から、9行でコア業務純益を上回った(うち4行では2年連続でコア業務純益を上回った)。9行の含み損の合計金額は、2017年3月期のコア業務純益を100として141に達し、対象行の2018年2月時点のコア業務純益の1.7倍近くに達した。業務純益の2倍近い含み損を抱えている銀行もあった。メガバンク3行の外債等の含み損が2017年3月期のコア純益を100として38にとどまっているのと比較して、巨額な含み損となっている(図表3)。

3 各年度における赤字割合の数値は金融システムレポートには明示されていない(グラフのみ表示)。本稿に記述した赤字割合の数値は、2019年4月17日付の日本経済新聞記事(地銀の6割、10年後赤字日銀試算「再編も選択肢」)による。

4 金融庁が公表している地域銀行全体の決算状況によれば、債券・株式等損益は2010年3月期には718億円(コア業務純益対比で4.4%、業務純益対比で11.2%)であったが、2016年3月期は2,465億円(同17.2%、21.0%)、2019年3月期は2,153億円(同17.3%、28.0%)となっている。

(図表 3) 外債等の含み損とコア業務純利益



(注 1) 17/9 および 18/2 のコア業務純利益は、18/3 期コア業務純利益を記載
 (注 2) 外債等とは、外債に投信(除くヘッジファンド)を加えたもの
 (資料) 金融庁

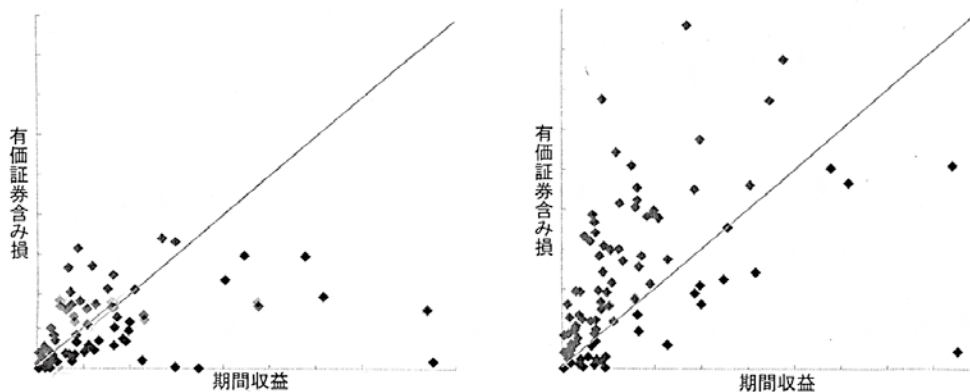
(注) 17/9 および 18/2 のコア業務純利益は、18/3 期コア業務純利益を記載
 (資料) 金融庁

(注) コア純利益=業務純益+一般貸倒引当金繰入額-国債等債券関係損益
 (出所) 金融庁 (2018b)

なお、モニタリング対象行に対する検証では、①経営計画に掲げた当期純利益、配当額、配当性向を墨守するため、本業利益で賄えない分を経営体力やリスクコントロール能力対比で過大と考えられる有価証券運用でのリスクテイクによって得られる収益で賄う計画を策定し、結果的に発生した有価証券含み損の処理を先送りしている銀行が少なからず存在する、②運用担当者がごく少数で専門性にも乏しい銀行が多数存在する、許容できる損失限度額を定めていない銀行や具体的なロスカットを怠るなど有価証券含み損の拡大を放置している銀行が少なからず存在している—ことに懸念を示し、有価証券運用に対する行内体制の早期構築などに警鐘を鳴らしている。

さらに、モニタリング対象行だけでなく地域銀行全体の有価証券(円貨・外貨合計。満期保有目的・政策投資株式を除く)の含み損益が、円金利・外貨金利ともに 2018 年 3 月末時点から +50bp 上昇した場合に 2018 年 3 月期のコア業務純益を上回る含み損となる銀行が 4 分の 1 を超え、+100bp 上昇した場合にはその銀行数はさらに大幅に増加するとの試算結果を示した(図表 4)。

(図表4) 有価証券含み損(試算)と期間収益(2018年3月期コア純益の比較)
 円貨・外貨金利とも+50bp上昇ケース 円貨・外貨金利とも+100bp上昇ケース



赤点: 有価証券含み損(満期保有目的・政策投資株式を除く)が期間収益を上回っている銀行
 青点: 有価証券含み損(満期保有目的・政策投資株式を除く)が期間収益を下回っている銀行

(注1) 2018年3月末時点から、円金利・外貨金利が同時に上昇した場合の試算値
 (注2) 期間収益として、18/3期コア業務純益を記載
 (注3) 図表では、地域銀行106行のうち有価証券含み損が生じている先を中心に試算値を表示
 (資料) 金融庁

(出所) 金融庁 (2018b)

3. 中小企業金融をめぐるこれまでの動き

本節では、地域銀行の本業利益の中核である貸出利益が減少傾向にある背景と、中小企業金融をめぐるこれまでの動きについて概観する。

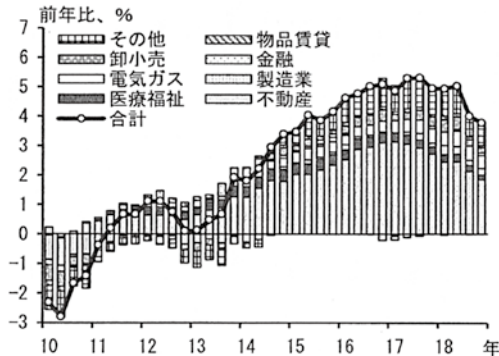
地域銀行の中小企業向け全体の貸出残高の前年比伸び率はリーマン・ショック後の減少を経て2011年から増加に転じている。前年比の伸び率は2014年以降高まり2018年度には5%となっているものの、その過半は不動産業(個人による貸家業を含む)の寄与によるもので、製造業や卸小売業向けの貸出残高の伸び率は引き続きマージナルなものにとどまっている(図表5)。また、地域銀行の貸出約定金利(ストックベース)も、中小企業向け・個人向けとも引き続きさらなる低下傾向が継続しており、貸出残高を伸ばしても資金利益の改善に結びつきにくい状況が続いている(図表6)。金融緩和によって借入金利が超低金利となり実質金利が低下したとしても、中小企業にとっては新規の銀行借入に積極的に動くインセンティブは依然として乏しいままである。

日本経済の緩やかな回復基調を反映して中小企業の売上高は緩やかに回復しているものの、経常利益額および設備投資の実施額は大企業と対照的に横ばいをたどり続けている⁵。多くの中小企業は経営環境の先行きに対する慎重姿勢を維持する中で、足もとの設備投資を毎年のキャッシュフローの範囲内に抑制する一方、有利子負債を削減しつつ内部留保を現預金にシフトしてきた結果、実質無借金企業(現預金残高が借入金残高を上回っている企業)の割合が2010年代

5 中小企業庁(2019)を参照。

に入って以降急増し 2017 年度には 40% を超えるに至っており、無借金企業と合わせた企業の割合が合計で 50% を超える状況をもたらしている（図表 7）。

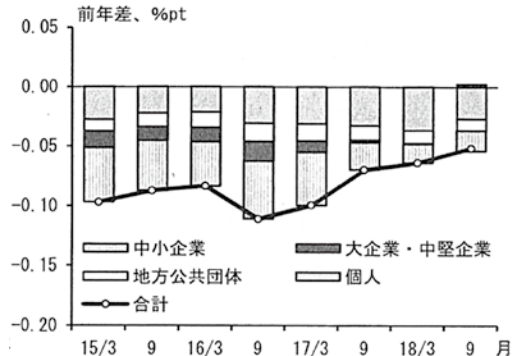
（図表 5）地域銀行の中小企業向け業種別貸出



（注）銀行・保険業を除く。直近は 2018 年 12 月末。
（資料）日本銀行

（出所）日本銀行（2019）

（図表 6）地域銀行の貸出金利変化の貸出先別寄与度

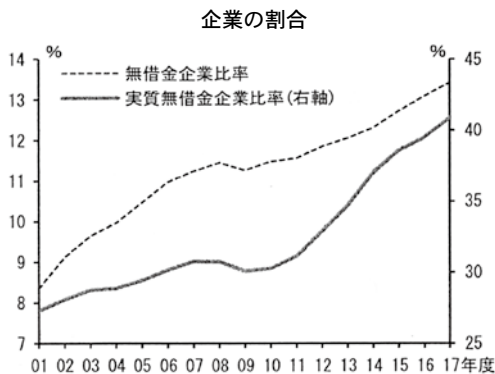


（注）金融・保険業を除くストック・ベース。直近は 2018 年 9 月末。

（資料）日本銀行

（出所）日本銀行（2019）

（図表 7）中小企業における無借金企業・実質無借金



（注）1. 無借金企業は借入がない企業、実質無借金企業は現預金が借入金よりも多い企業と定義。

2. 集計対象は中小企業。

（資料）帝国データバンク

（出所）日本銀行（2019）

他方、経営不振企業に対する事業再生やベンチャー企業・スタートアップ企業に対する企業金融においては、2000 年代の早くからプライベートエクイティ・ファンドを通じた直接金融手法（対象企業の発行する普通株式や優先株式への投資）が取り入れられてきた。証券会社系や独立系のベンチャーキャピタルに加え、近年では国内貸出が伸び悩むメガバンクや地域銀行の子会社、さらには大企業事業会社もベンチャーキャピタルに参入し、数多くのプライベートエ

クイティ・ファンドが組成され、中小企業にもエクイティ・マネーが供給されてきた。

このように見てくると、経営不振企業の事業再生のための金融はさておき、株式上場やバイアウトによる投資利益を目指すベンチャーキャピタルが関心を示す一部のベンチャー企業・スタートアップ企業と、それ以外の多くの中堅・中小企業との間には、資金調達チャンネル面で大きなギャップが構造的な問題として横たわっていると見えよう。

地方の中堅・中小企業を取り巻く企業金融の現状をこのように捉えるならば、今後の地方経済の活性化、将来の持続的な発展を見据えたとき、新規株式上場やバイアウトを志向する一握りのベンチャー企業・スタートアップ企業だけでなく、今後も地方経済を支えていくメインプレーヤーであり圧倒的な企業数の既存中小企業の新しい事業展開に寄与するような企業金融の仕組みを展開していくことが不可欠であると考えられる。そのような新たな企業金融の仕組みを展開していくべき役割を中心的に果たしていくのは、従来から長期運転資金という「疑似エクイティ融資」(メインバンクが元本のロールオーバーを繰り返す形で供給する短期融資)を供給し、地方経済を支えてきた地域銀行であることは論を待たないであろう。

金融庁は2016年から金融行政の一大転換を行った。自ら「金融育成庁」への転換を宣言するとともに、「日本版金融排除」が生じている事態も踏まえ、金融機関の与信供与にあたっての審査基準を債権保全を最優先するものから企業の事業性評価を柱とするものにシフトすることを促し、金融検査基準の変更や金融庁の組織改編を行い、事業の改革や拡大・高度化に挑戦する企業への成長マネーの供給を促進するよう地域銀行の背中を強く押していく方針を鮮明にし、地域銀行に旧来のビジネスモデルからの転換(持続可能なビジネスモデル)を迫っている⁶(金融庁(2019b))。

しかし、金融庁が地域銀行に示す「持続可能なビジネスモデルの構築に向けたパッケージ策」は、①地域銀行間の統合・提携の推進(独占禁止法の適用除外のための特例法の制定、他の金融機関向け出資に係るダブルギアリング規制の特例の制定を含む)、②地域活性化や事業承継を円滑に実施するための議決権保有制限(5%ルール)の緩和、③地域商社への5%超の出資を可能にするなど異業種との提携による事業多角化、④企業が事業継承する際の経営者保証ガイドラインの特則の策定、⑤預金保険料率の弾力的な運用によるインセンティブ付与の検討などを掲げているが、地域銀行の利益の核である中小企業金融においてはあくまで伝統的な貸出を前提としたものであり中小企業金融の革新にまでは踏み込んでいないとの印象は免れない。

地域の顧客企業の多様なニーズを吸い上げ、その事業シーズに対する資金供給は、依然として伝統的な手法である貸出が想定されている。これでは、いくら金融庁が地域銀行の背中を押しても、地方の中堅中小企業へのリスクマネーの供給が今後順調に拡大していくかは疑わしい。

また、日本銀行(2019)も、既述の中長期シミュレーション結果を踏まえて、金融機関の課題として、①基礎的収益力向上に向けた取り組み(国内預貸収益への依存度が高い地域金融機

6 金融庁が集計する「金融仲介機能のベンチマーク」では、事業性評価に基づく与信先数の割合は17.98%、同融資額の割合は30.86%(2018年度。地域銀行88行が対象)と2015年度比でいずれも2倍前後となっている。

関において特に重要)、②リスク対応力の強化、③デジタルイゼーション(キャッシュレス決済やオープンAPI、AIやクラウドの活用)への対応、④適切な資本政策の実施(適切な株主還元と自己資本の充実の両立。収益力の低下が続く地域銀行において特に重要)を挙げる。そして①の具体策として、企業の課題解決などの金融サービス提供力を強化すること、主力の国内貸出においてリスクに見合った金利の確保と役務収益の増加を図ること、業務プロセスや経費構造の見直しにより経営効率を抜本的に高めることの3点を示し、これらの取り組みを強力・効果的に推進するために金融機関間の統合・提携や他業態とのアライアンスも有効な選択肢となり得るとしている。ここでも、大多数の既存中小企業の事業モチベーション喚起に資する中小企業金融の革新という大胆な視点は見られない。

4. 地域銀行が目指すべき新たな中小企業金融

地域銀行が今後目指すべき企業金融とは何か。この点について、高田創(2018)は示唆に富む見解を示している。同氏の見解は日本の銀行業界全体に対するものであり、地域銀行のみに限定したものではない。しかし、その主張は、今後地域銀行が目指すべき方向性の1つの有力な選択肢を示している。同氏の見解を要約すると以下の通りである。

- ・企業の稼ぐ当期純利益はバブル期を大きく上回る水準にあり(2017年度61兆円)、キャッシュフローを生み出す「川上」には潤沢な資金が溢れている。しかし、そこからの収益還元状況を見ると、デット供給者(銀行等)への支払利息は乏しく(同6.2兆円、90年代初頭は約40兆円)、他方で配当(同23兆円)はバブル期の4倍以上となっている。企業の支払利息がここまで低下すれば貸出に多くを依存している商業銀行は従来のビジネスモデルの下で機能しにくい。
- ・上場企業では実質無借金企業の割合が60%近くに達している。今日の企業は、収益性向上により実質無借金になるまでのデレバレッジ・債務圧縮を進めるだけでなく、低金利環境を利用して利払いも低下させている。
- ・今日の金融機関の課題は、企業活動のある川上まで遡って事業が生み出すキャッシュフローを源流にまで行って掴む必要がある。自ずとデットの供給だけでなく、エクイティ投資家として事業を育成する「リアルビジネス」への投資に軸足を置かざるを得ない。金融が事業に関与することは商社のビジネスモデルと類似しており、「リアルビジネス」とは、銀行の「商社化」と言い換えることができる。
- ・企業も6割近くが実質無借金になるなか、その資金をいかに投資するかを考える投資家的なビジネスモデルに転じる状況にある。これは1980年代の「財テク」を超えて今日の金融環境における本質的な側面である。

高田の見解はメガバンクなど大企業取引の多い都市銀行を念頭に置いたものであるが、地域銀行が直面する現状に当てはめて考えれば、中小企業においても無借金企業と実質無借金企業の割合が合計で50%を超えるまでになっている現状を直視する必要がある。地域銀行にとって

の中小企業金融の新たな展開を展望するとき、地域銀行が高田の言うエクイティ投資家として中小企業の事業を育成する「リアルビジネス」への投資に転換していく時期が到来しているのではないだろうか。もちろん伝統的な貸出による資金供給の存在意義は今後とも大きく変わらないであろう。しかし、担保や保証に頼らない企業の事業性評価に基づく企業金融に転換して地域の意欲ある中小企業に供給する成長マネーを増大させていくためには、地域銀行の資金供給チャネルとして貸出のみを想定することには大きな限界があると考えられる。

このように考えれば、地域銀行は、エクイティ・マネーの供給を現在のようなベンチャーキャピタル子会社による限られた企業を対象としたものから、銀行本体によるより幅広い取引先中小企業を対象としたエクイティ投資ビジネスへと拡大させていく時期に来ていると言えよう。

5. 地域銀行本体による優先株式投資スキームとその意義

本節では、4.で述べた認識を踏まえ、多数の既存中小企業の事業展開マインドを刺激し、新たな発展のための挑戦意欲を支援するような企業金融として、「地域銀行本体が中小企業が新たに発行する無議決権・配当優先株式に投資する」という手法で中小企業に成長マネーを供給するスキームを提示し、その意義について考察する。

地域銀行本体によるエクイティ投資を考える場合、既存株主の議決権構成の変更を志向しない中小企業を対象とすることを前提とすれば、普通株式と社債の中間的存在である優先株式（無議決権・配当優先株式）が最も現実的な選択肢であると考えられるからである。

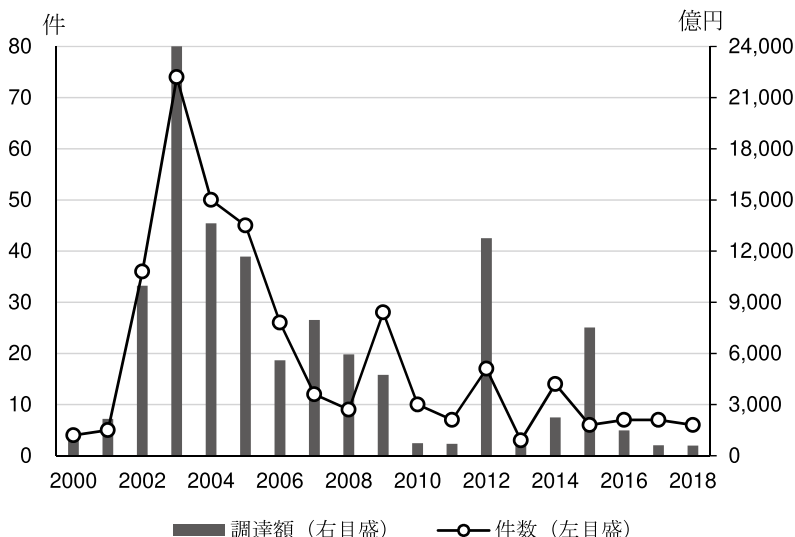
米国ではベンチャー企業に投資するベンチャーキャピタルやエンジェル投資家の層が日本と比較して分厚く、ベンチャー企業はこれら投資家に対して優先株式を発行するケースが多い。これに対して、日本では、ベンチャーキャピタルの普通株式への投資選好が強く、ベンチャー企業による優先株式の発行は限定的である。2006年の会社法施行によって種類株式の範囲が拡大するとともに⁷、従来の議決権制限株式の発行限度（発行済株式総数の2分の1以下）は公開会社のみ適用されることとなり、ほとんどの非上場企業が該当する非公開会社には適用されないこととなった。しかしながら、会社法施行後も、優先株式の発行は日本では既存の普通株式株主の議決権の希釈化に配慮する一部の上場企業（設備投資資金の調達）や銀行（自己資本の充実）などによる発行と、プライベートエクイティ・ファンドや政府系金融機関が投資家とな

7 普通株式でない形態の株式の発行は、会社法上、種類株式として以下の9種類の種類株式の発行が認められている。複数の種類株を組み合わせると多様な種類株式を発行することができる。

- ① 配当優先株式：剰余金の配当等に関して、金額や順位に優先権を持つ株式
- ② 残余財産分配優先株式：残余財産分配に関して、順位や金額に優先権を持つ株式
- ③ 議決権制限株式：議決権を持たない、あるいは異なる議決権を持つ株式
- ④ 譲渡制限株式：株式の譲渡の際、発行会社の承認が必要な株式
- ⑤ 取得請求権付株式：株主が、会社に対して所有株式の買い取りを請求できる株式
- ⑥ 取得条項付株式：一定事由が発生した際、発行会社が、株主から強制的に株式を取得することができる株式
- ⑦ 全部取得条項付株式：その株式全部を、株主から強制的に取得することができる株式
- ⑧ 拒否権付株式：一定事由が発生した際、拒否権を有する株式
- ⑨ 選解任株式：取締役や監査役を、選解任できる権利を持つ株式

一部の非上場企業による発行にとどまっており、まだまだ広く普及しているとはいえない状況である。上場企業による発行はほとんどが私募による第三者割当発行（特定投資家私募を含む）であり、割当先が取引銀行である都市銀行や政府系金融機関であるものも少なからずある（図表8）。

（図表8）上場企業による優先株式での調達実績



（出所）日本取引所グループ統計資料より作成

本節で考察する中小企業向け優先株式投資の基本コンセプトは以下の通りである。

【優先株式の商品性】

- ・普通株式を対価とする取得条項または取得請求権はなく、株主総会での議決権もないいわゆる「社債型」優先株式。＜無議決権・配当優先株式＞
- ・優先株式の割当は第三者割当。割当先は地域銀行。
- ・優先株主は残余財産分配優先権を有する。＜残余財産分配優先株式＞
- ・償還期限はなし。但し、発行企業の判断により金銭を対価として取得できる取得条項あり。
- ・優先株主は、発行企業に対して金銭を対価として優先株式を取得することを請求する権利（現金償還請求権）あり。
- ・優先株主は発行企業の同意なしに優先株式を譲渡できない。＜譲渡制限株式＞

【発行企業と優先株主との間の投資契約】

- ・発行企業と優先株主（銀行）は協働して発行企業の長期経営計画を策定する。
- ・発行企業と優先株主（銀行）は、定期的（例えば6か月ごと）に経営計画の進捗状況をレビューし、今後の取り組み方針と銀行による支援内容を検討するための協議を実施する。

地域銀行本体による中小企業の優先株式へのエクイティ投資の意義とは何か。筆者は以下の5つの意義があると考ええる。

(1) 企業金融における「金融民主主義」の実現

第1の意義は、中小企業にとっての金融民主主義（金融サービスの受益者の機会均等）の実現である。

上場企業では、事業資金の調達チャンネルとして、伝統的な銀行借入（間接金融）に加えて株式や社債の新規発行（直接金融）という2つの資金調達チャンネルを利用することが可能である。株式や社債の発行は証券市場での発行環境に応じて公募または私募を使い分けることもできる。さらには、自社株買いによって自社株式を保有する上場企業は、自社株式を機関投資家などに期限付きで貸し出し、これら投資家から現金（担保金）を調達する現金担保付株式貸借取引（現金担保付株式消費貸借契約。いわゆる株式レポ取引）を使い、銀行借入に依存せず機動的に短期から中長期までの資金を調達することも可能である。自社の財務状況や資本市場環境に応じてデットとエクイティの最適な組み合わせを追求できる選択肢を有している。

これに対して非上場企業（非公開会社）は、長年にわたって財務戦略上の選択肢はほとんどなく、銀行借入という伝統的な資金調達方法しか事実上選択できないのが実情である。エクイティ資金（資本性資金）の調達方法は、制度的には普通株式の第三者割当による増資があるが、創業者を含む既存株主の議決権構成の保持を企業経営の第一に置く中小企業にとって、取引先企業に対する普通株式の発行は実務上なかなか選択肢とはなり得ない。会社法施行によって非公開会社に対しては議決権制限株式の発行限度が撤廃され、制度上は普通株式の発行済株式数が少ない（資本金が少ない）中小企業にとっても優先株式など議決権制限株式の第三者割当発行によるエクイティ・ファイナンスの道は大きく開かれたが、多くの中小企業にとって優先株式の第三者割当に応じてくれる取引先企業を見つけ出すのは非常に困難であろう。取引先企業が上場企業の場合は当該優先株式の引き受けの妥当性について一般株主から厳しい目が向けられることになるであろうし、取引先企業が非上場企業の場合であっても他社の優先株式を引き受けるだけの余裕がある企業は限られるであろう。

現在の日本では、非上場企業がエクイティ・ファイナンスを行うケースは、将来の新規上場を目指す少数の伸び盛りの企業がベンチャーキャピタルや政府系金融機関の出資を受け入れるケースか、業績不振に陥った企業が事業再生のために行うデット・エクイティ・スワップ（DES。金融機関からの借入債務を普通株式に交換する）のケースか、取引銀行に対する第三者割当増資を行うケースにほぼ限定される。なお、「疑似エクイティ」ファイナンスとしては、デット・デット・スワップ（DDS。銀行借入の条件緩和として、劣後ローンに転換するもの）がある⁸。DES、DDSとも経営不振に陥った企業を対象としたファイナンス手法である。新規上場やM&Aを目指

8 貸し手の銀行が有する貸出債権について、借り手からの返済順位を劣後とすることによって、金融庁が銀行による自己査定において特例として当該貸出債権を借り手企業の「資本性資金」とみなす実務としているため「疑似エクイティ」と呼ばれる。

さず、既存の株主構成の変更を志向しない圧倒的多数の非上場企業にとって、事業シーズに基づく資金ニーズへの対応は依然として銀行借入に依存せざるを得ないのが実情である。

現在、取引先中小企業の優先株式に銀行本体で投資している地域銀行は見当たらない。どの銀行も銀行本体では貸出あるいは貸出の変形である私募債の引き受け（銀行保証付き）を企業の資金調達メニューとして提示しているのみである。最近では地域銀行も子会社のベンチャーキャピタルに出資し、ベンチャーキャピタルが上場やM&Aを目指す一部の中小企業に案件ベースで提示しているが、あくまで銀行グループからベンチャーキャピタル子会社への出資の範囲内であり、銀行本体で幅広い顧客企業向けに資金供給するファイナンス・メニューとしては採用されていないのが実情である。

しかし、このような大多数の非上場企業が置かれたエクイティ・ファイナンスへのアクセス面での圧倒的な格差・機会不均等の状況は、これからの日本経済の発展にとって持続可能な金融システムの在り方なのであろうか。長年続いてきた従来の発想を超えて再考すべき時期なのではないだろうか。より広範な非上場企業にエクイティ・ファイナンスの道を大きく開き、企業金融面での金融民主主義を実現する1つの有力な選択肢が、地域銀行による取引先企業の優先株式への投資であると考えられる。

(2) 地域銀行の資金供給チャネル拡大

地域銀行本体が、伝統的な貸出に加えて、優先株式への投資によってエクイティ資金を中小企業に供給することの第2の意義は、地域銀行にとって伝統的な貸出に加えて中小企業への資金供給チャネルを拡大できるであろうことである。

既述のとおり、バブル崩壊後の金融危機を乗り越えて地域銀行の貸出残高は緩やかに回復しているものの、その増加の過半は不動産業向け貸出でありそれ以外の業種向けの貸出増加の足取りは依然として重い。日本経済の緩やかな回復基調を反映して中小企業の売上高は緩やかに回復しているものの、経常利益額および設備投資の実施額は大企業と対照的に横ばいをたどり続けている。多くの中小企業が経営環境の先行きに対する慎重姿勢を維持する中で、将来の成長に備えた設備投資を毎年のキャッシュフローの範囲内に抑制する一方、有利子負債を削減しつつ内部留保を現預金にシフトしてきた結果、無借金企業と実質無借金企業の割合が合計で50%を超える状況となっている。

地域銀行が中小企業の優先株式への投資によってエクイティ・マネーを供給するチャネルを広く普及させることは、こうした貸し手・借り手双方の閉塞状態を打開するための方策として有効に働くであろうと期待できる。地域銀行本体が優先株式投資によって成長マネーを提供することによって、中小企業は新規借入を行う場合に生じる負債比率の上昇や借入期間中の元本返済によるキャッシュフローの悪化などの財務体質の悪化を心配する必要なく、むしろ自己資

本比率の上昇を支えにしてビジネス変革の挑戦意欲を強める可能性が高いであろう⁹。

優先株式の1株当たり配当率（配当利回り。出資額に対する年間配当の割合）は、一般的に銀行の無担保・無保証の中長期貸出に適用される貸出金利より一般的に高く設定される。これは、企業倒産時に貸出債権が財産処分額がある場合にある程度の債権回収が期待できるのに対して出資の場合には期待できないことから、出資者は貸出金利よりも高めの配当率を要求するためである。また、優先株式発行企業にとっては、銀行借入に関わる支払利子は税務上経費計上できるのに対して配当支払いではこれを利用できないため、実質的な調達コストはその分大きくなる。しかし、上述のような財務上のメリットは高めの配当率のデメリットを上回るであろう。

一方、地域銀行にとっては、投資先企業から得られる優先株式の配当収入が増加することになる。現状のままでは、無借金・実質無借金の中小企業の割合がさらに高まるか高止まりが継続し、経営が安定している中小企業（与信区分で言えば正常先の上位・中位企業）向けの貸出残高はいっそう減少する可能性が高い。日本銀行が示した10年後のシミュレーション結果（資金需要減少ケース）に近づく懸念も高まるであろう。優先株式投資は、こうした地域銀行の厳しい経営状況の打開策として、また地域の企業の持続可能な発展に寄与するという地域銀行の存在意義をより高めるためにも意義があると言えよう。

(3) 発行条件の設計が柔軟にできる（カスタマイズ上の柔軟性）

地域銀行本体が、伝統的な貸出に加えて、優先株式への投資によってエクイティ資金を中小企業に供給することの第3の意義は、当該優先株式の発行条件の設計が柔軟に行えることである。この利点を活かして、発行企業と優先株式に投資する銀行との間で、発行企業の実情に応じた発行条件の柔軟なカスタマイズが可能となる。

① 優先株主である銀行の現金償還請求権

これまでに銀行を第三者割当先として上場企業が発行した優先株式の事例では、優先株主に付与された現金償還請求権の権利行使可能時期は「優先株式の発行日から5年が経過した時点」とされることが多い。地域銀行本体が投資する優先株式の場合においても、現金償還請求権は優先株式発行日から5年程度とするのが適当であると考えられる。発行企業と優先株主（銀行）が協働して策定する経営計画書に基づき、同計画で確認された目標期限内での経営目標の達成を発行企業に動機付けするためである。

但し、銀行と発行企業の協議により発行期間を更新延長できる契約とするのが現実的であろう。例えば、発行期間内で経営計画書の当初業績目標を達成した場合には、さらに3～5年間延長するといった運用も可能であろう。

② 配当率

9 依田宏樹（2019）によれば、2018年に関東経済局が一般社団法人日本立地センターと連携して実施した「中小企業のSDGs認知度・実態等調査」によれば、中小企業がSDGs（持続可能な開発目標）に取り組む際の課題として約4割の企業が「資金の不足」と回答し、SDGs推進の後押しになると思われる有効な支援策として「SDGsに取り組む際に受けられる投資（直接金融支援）が最多の回答数（31.8%）であった。

投資期間中の金利動向や発行企業の業績状況に応じて、銀行と発行企業との協議によって期中の配当率を変更できるようにすることも可能である。この場合は、銀行の中長期貸出における変動金利貸出に類似することとなる。さらには、長年メインバンクである企業に対して優先株式の長期保有を前提とする場合には、配当率を当該企業の業績に連動したものとすることも可能であろう。

また、非正規雇用から正規社員への転換、働き方改革の推進、障害者雇用の推進、男性社員の育児休業取得の推進、企業型保育所の設置、環境問題などに積極的に取り組もうとする中小企業に対しては、配当率を低めに設定することも可能であろう。中小企業のモチベーションを高めると同時に、銀行にとっても金融を通じた社会貢献に寄与できることとなる。

(4) 投資有価証券の投資リスク管理上の利点

地域銀行本体が、伝統的な貸出に加えて、優先株式への投資によってエクイティ資金を中小企業に供給することの第4の意義は、地域銀行にとって有価証券投資のリスク管理上の利点があることである。

地域銀行が投資している上場株式・債券、私募形態のさまざまな投資信託などの市場性金融商品の時価は、当該金融資産に対する投資家の需給動向のみならず、日本や世界全体の経済・金融動向、ヘッジファンドなどの国際投資家の動向、為替相場動向などさまざまな外部要因にも大きく左右されるため、こうした市場性商品は一般的に価格変動リスクが高い。リスク・ヘッジのための金融派生商品（デリバティブ）も発達しているが、高度な金融ノウハウが必要であるうえにデリバティブ取引に関わる信用枠の確保などのコスト負担もある。

既述の通り、多くの地域銀行は保有する投資有価証券について巨額を含み損を抱える事態に陥っており経営上の大きな問題となっている。この状況に対して、金融庁（2018b）は、多くの地域金融において投資有価証券のリスク管理体制が欠如していることを指摘している。具体的には、運用担当者を置いていないかごく少数の担当者しかいない、高度な運用能力を有する担当者がいない、含み損が発生した際に損切りを行う内部ルールが確立していない、運用成績を経営者に適時に報告する体制がない―など多岐にわたっている。このような実態に鑑みれば、こうしたリスク管理体制が確立しているメガバンクとは異なり、外貨建てを含めた市場性金融商品投資を地域銀行が横並び意識（他行もやっているから自行もやる）で今後も継続していくことは、経営健全性の観点から問題であると言わざるを得ない。

これに対して、地域銀行が取引先企業の優先株式に投資する場合は、価格変動リスクが高く高度な投資リスク管理が必要となるマーケット商品への投資とは異なり、銀行自らが投資先企業の業績等を直接モニターできるだけでなく、地域銀行自らが投資先企業の業績の維持・改善について取引銀行として支援していける立場にある。このため、投資先企業の優先株式価値の下落を銀行自らが抑制していくことがかなりの程度可能であると考えられる。取引先企業の業績モニターや支援は従来から銀行の本来業務として行っているものであり、その本来業務自体

が取引先企業の優先株式の投資リスク管理にもなるため、地域銀行にとって大きな追加負担となるわけではない。現在の市場性金融商品投資の規模を継続するために高度な運用ノウハウを有する人材を十分配置し、内部体制を整備する方向を選ぶよりは、取引先企業の優先株式への投資に注力することは、今後の地域銀行の経営健全性の確保・改善に資するものと言えよう。

(5) 地域マネーが地域で循環していく道を開く

地域銀行本体が、伝統的な貸出に加えて、優先株式への投資によって中小企業にエクイティ資金を供給することの第5の意義は、地域マネーを地域で活用し循環させることができることである。

地域銀行の本来的役割は、地域にあるマネーを預金の形で調達し、地域の企業に対して貸出を行うことで地域経済の発展に寄与することである。しかしながら、地方在住の預金者がさまざまな金融商品で資産運用を行おうとする場合、投資信託にしる上場株式や債券にしる地元企業へ投資する手段はほとんどない。このため、地域のマネーは嫌でも上場株式やこれを組み込んだ投資信託（つまり地域外）に流れていかざるを得ない。

他方で、極めて長期間にわたる金融緩和政策の下、預金金利はゼロ%に限りなく近づくほどに低下する中にも地域銀行の預金残高は増加し続けている。地域銀行による中小企業向け貸出の増加テンポは極めて緩慢な状況の中、貸出利鞘の大幅な縮小に直面する地域銀行は都市銀行と同様に投資信託商品や保険商品の窓口販売の積極化によって販売手数料ビジネスに傾斜し、「地域マネーが地域外に流出する」動きを助長させてきた。さらには不慣れな有価証券投資へのシフトを進めた結果、コア業務純利益を揺るがすような含み損失を抱えるに至っている。

こうした悪循環から脱却する1つの選択肢が本稿で考察する地域銀行本体による地元企業の優先株式投資であるが、地域銀行がこうした「地域マネーを地域で循環させる」動きを拡大させることができれば、地域の個人預金者に対しても「地元企業に投資できる」投資商品を提供していく仕組みを創出する道を開くことができると考える。

具体的には、地域銀行が保有する中小企業の優先株式を、現金償還請求権が発生した後の適宜のタイミングで、発行企業による譲渡許諾を得て委託者指図型投資信託を組成し、「地元企業応援投資信託（仮称）」として地元の個人預金者に販売するという仕組みである。

例えば、①地域銀行が共同で投資信託委託会社（アセットマネジメント会社）を設立し、同社が複数の地域銀行が保有する優先株式に投資する投資信託を組成し、地域の個人顧客向けに募集を行う（販売者は地域銀行各行）。②投資信託ファンドが組成されたら、投資信託委託会社は、ファンド資金を用いて地域銀行が保有する優先株式（発行企業による譲渡許諾済み）を購入（地域銀行は保有する優先株式を同社に売却）する〔信託会社への信託等、上記以外のスキームは通常の投資信託のスキームと同様〕。

非上場企業の株式に個人が投資するスキームは、現在のところ、2015年に証券業界によって創設された株主コミュニティ制度（非上場株式の流通取引・資金調達の制度。証券会社が運営

会員となり、銘柄ごとに参加会員が株主コミュニティを組成し、会員のみが売買を行うことができる制度)のみである。2019年9月現在運営銘柄が18銘柄(いずれも北陸地方の非上場企業)、運営証券会社は6社で、参加会員数は北陸地方の数百人、2018年の店頭取引の約定株数は約200万株、約定金額は約5億円(同制度を利用して非上場企業が株式発行した実績はゼロ)と利用実績は低調である。今後全国規模に拡大していく制度となり得るかは不透明である。なお、証券会社による非上場株式の店頭取引を可能とするグリーンシート銘柄の制度は2018年3月末に廃止された。間接的に非上場株式に投資できる方法としてはプライベートエクイティ・ファンドへの投資があるが、個人投資家は同ファンドが投資する非上場株式の銘柄を選択することはできない。

上に示したような形で地域の中小企業が発行する優先株式を投資遺産とする個人向けの投資信託市場を創出することによって、地域銀行にとっても、投資先の発行企業に対して優先株式の現金償還請求権を行使せずに(発行企業に現金償還のための資金負担を与えずに)投資回収(EXIT)の道を開くものとして機能させることが期待できよう¹⁰。

5. 制度運用上の課題

最後に、地域銀行本体による中小企業発行の優先株式への投資という形態によるエクイティ・マネー供給スキームの運用上の課題について考察する。このスキーム自体を勧誘するだけでは顧客企業は動かないのは言うまでもない。

第1の課題は、地域銀行が現在よりもさらに能動的に顧客企業の事業シーズ発掘に注力することである。企業に事業があって初めて資金調達ニーズが発生する。地域銀行は金融庁に背中を押される形で2000年代初頭から地域密着型金融(リレーションシップバンキング)に取り組み、ある程度の成果を挙げてきた。地域銀行が、本稿で考察したエクイティ・マネーの供給スキームを伝統的な貸出に次ぐ資金業務の柱の1つとしていくためには、リレーションシップバンキングのいっそうの深化が求められよう。

リレーションシップバンキングの深化の1つの方向性は、これまで個々の地域銀行がそれぞれの県境内で行ってきたビジネスマッチング業務の広域化である。筆者の経験に照らせば、都市銀行は全国的な支店網と本部が一体となって大企業・中堅企業を中心に1990年代初めからさまざまな形でビジネスマッチング業務に注力してきた。地域銀行が2000年代から取り組んできた同業務は、基本的に自行内すなわち県境内の顧客企業同士のそれが中心であった(中には、

10 「金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」(金融庁(2013)は、以下の見解を示している。「地域に根差した企業などの非上場株式については、一定の取引ニーズ・換金ニーズが存在しているものの、現状、日本証券業協会の自主規制規則において、非上場株式については、グリーンシート銘柄等でない場合には原則として第一種金融商品取引業者による投資勧誘が行えないこととされており、こうしたニーズに的確に答えられていない実情がある。こうした点を踏まえると、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引ニーズ・換金ニーズにこたえる場としての、新たな取引制度を構築することが望まれる。その際、新たな非上場株式の取引制度においては、市場のような高度の流通性を持たせない仕組みを設けることにより、高度の流通性を付与することによって必要となる開示義務等の発行者に対する負担を、極力軽減することが適当である。」

競合しない隣県の地域銀行同士によるビジネスマッチングも見られた)。しかし、こうした限られた範囲内でのビジネスマッチングには自ずと限界がある。

地域銀行の宿命とも言える環境を打開するためには、地域銀行業界全体でビジネスマッチング業務を県境を越えた全国展開していくことが必要であろう。そのために、例えば全国地方銀行協会が、地域銀行全体の共通インフラとしてマッチング・ニーズに関する情報を一元的に集積するデータベースのプラットフォームを構築することが有効である。これにより、自行の顧客企業のニーズとマッチングできる可能性のある相手企業は全国規模で拡大することとなる。

第2の課題は、取引先企業の経営に関与するハンズオン機能の強化である。顧客企業が推進していくべきプロダクト・イノベーション（自社の商品・サービスについて、新たなものを開発・提供することや既存のものを大幅に改善すること）やプロセス・イノベーション（商品の製造方法やサービスの提供方法について、新しい方法を導入することや既存のものを大幅に改善すること）から生産性向上、経営戦略まで、個々の顧客企業の課題と解決策を優先株主としての意識と顧客本位の高いノウハウをもって提案できるものが伴わなければ優先株式投資による成長マネーの供給スキームの拡大は覚束ないであろう。競合銀行との低金利貸出競争という現在繰り広げられている消耗戦と同様、配当率の引き下げ競争を招くだけであるからである。この提案能力と顧客企業の経営指南役としての役割を十分に果たせて初めて、顧客企業に対してリスクに見合った配当を要求することができるであろう¹¹。

ハンズオン機能は高度に専門的かつ労働集約的な業務である。支店担当者が与信管理を重点に何十社もの顧客企業を担当する現在の法人営業体制を大きく変革していく必要がある。また、支店担当者と協働する本部担当者、公認会計士や業界に精通する経営コンサルタントなどの外部リソースの充実も不可欠である。また、こうしたハンズオン機能の体制構築には預金業務や個人ローン業務、管理部門業務の抜本的な効率化・スリム化が求められよう。

主要参考文献

太田朱美 (2012) 「優先株式は企業の資本政策に応じた活用を」 株式会社大和総研, 2012年2月22日

(<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12022201capital-mkt.pdf>)

小野勇人 (2013) 「中小企業の成長に向けた金融戦略 エクイティ性資金をめぐる期待と課題」 株式会社みずほ総合研究所 みずほインサイト, 2013年3月13日

(<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/pl130313.pdf>)

金融庁 (2019a) 「金融仲介機能の発揮に向けたプログレスレポート」 2019年8月

(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/ginkou/20190828/01.pdf>)

11 これまでの銀行本体の出資規制（議決権株式における5%ルール）の緩和に関する議論の中でも、銀行による企業支配の観点とは別に、銀行本体による議決権株式への直接出資規制を緩和することで企業価値の向上は期待できないという慎重な見解も見られた。その理由として、例えば、野村敦子 (2013) は、銀行が十分なハンズオン機能を有している銀行は現状では限られていることを指摘している。

地域銀行による優先株式投資 ―中小企業金融の多様化の必要性和意義―

- 金融庁（2019b）「利用者を中心とした新時代の金融サービス～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～（令和元事務年度）」2019年8月
(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/190828.pdf>)
- 金融庁（2018a）金融仲介の改善に向けた検討会議「地域金融の課題と競争のあり方」2018年4月11日
(<https://www.fsa.go.jp/singi/kinyuchukai/kyousou/20180411/01.pdf>)
- 金融庁（2018b）「地域銀行有価証券運用モニタリング 中間とりまとめ」2018年7月13日
(<https://www.fsa.go.jp/news/30/ginkou/20180713-1/20180713-1-2.pdf>)
- 金融庁（2013）「金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方に関するワーキング・グループ報告」2013年12月25日
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf)
- 経済産業省（2011）「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」2011年11月
(<https://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g111202a01j.pdf>)
- 高田創（2018）「企業収益史上最高を更新、実質無借金企業約6割、企業は投資家に」株式会社みずほ総合研究所 リサーチTODAY, 2018年9月20日
(<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/today/rt180920.pdf>)
- 中小企業庁（2019）『中小企業白書2019年版』2019年7月23日
(<https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2019/2019/index.html>)
- 日本銀行（2019）「金融システムレポート」, 2019年4月号
(<http://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr190417a.pdf>)
- 野村敦子（2013）「銀行の出資規制緩和を巡る議論」株式会社日本総合研究所 JRIレビュー Vol2.No.3, 2013年1月30日
(<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/6575.pdf>)
- 依田宏樹（2019）「SDGs推進による地域活性化と直接金融支援 地域金融機関が関わるリスクマネー供給の現状」株式会社大和総研, 2019年6月19日
(https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20190619_020852.pdf)

