

平成 30 年度証券ゼミナール大会

第 6 テーマ

「日本における中小・ベンチャー企
業の資金調達について」

立命館大学 三谷ゼミ C 班

目次

	はじめに	3
	第1章 日本における中小・ベンチャー企業の定義と特徴	4
	第1節 中小企業の定義	4
5	第2節 中小企業の特徴	5
	第3節 ベンチャー企業の定義	8
	第4節 ベンチャー企業の特徴	9
	第2章 さまざまな資金調達方法の現状	13
	第1節 直接金融による資金調達	13
10	第2節 間接金融による資金調達	21
	第3節 公的金融による資金調達	24
	第4節 資金調達における大企業との比較	27
	第3章 中小企業とベンチャー企業の資金調達における現状と課題	29
	第1節 中小企業における資金調達の現状と課題	29
15	第1項 中小企業における資金調達の現状	29
	第2項 中小企業における資金調達の課題	32
	第2節 ベンチャー企業における資金調達の現状と課題	35
	第1項 ベンチャー企業における資金調達の現状	35
	第2項 ベンチャー企業における資金調達の課題	38
20	第4章 望ましい資金調達の在り方、ならびに実現に向けた方策	39

第1節	全国型行員派遣制度	39
第2節	新システムの普及	42
	おわりに	46
	参考文献	48
5	書籍	48
	ウェブサイト	48
	論文	51
	調査	52

はじめに

日本経済は、リーマンショック以降、第2次安倍内閣発足に伴い、日本経済は緩やかな景気回復を辿り、現在では、戦後2位のいざなぎ景気に次ぐ長期の景気回復を実現しようとしている。2020年には、東京オリンピックを控え、さらなる経済効果5を期待する一方で、地方には、その恩恵が波及しているとは言えない。具体的には、少子高齢化や人口減少といった構造変化や東京一極集中に伴う地方の過疎化など地域間の経済発展に格差が生じている現状がある。このような状況下において、日本企業の99.7%を占める中小企業やベンチャー企業は、日本経済・地域経済を支えるうえで重要な役割を担っており、中小企業やベンチャー企業の成長・10発展をする上で、資金調達は重要な課題となる。しかし、大企業と比較すると、資金調達手段は限られ、そのため、適切な金融の円滑化が必要である。

中小企業は地域金融機関とのつながりが強く、メインバンクとしている企業が多い。また、企業が求める資金調達手段として、事業性を評価した担保・保証によらない融資という意見が多く見受けられた。間接金融に依存する中小企業において、15メインバンクの事業性評価の体制は急務であるといえる。そのため、われわれは行員の「目利き」の向上を図ることで、「事業性評価による融資」を促進することについて述べた提言を行う。

また、ベンチャー企業に対する投資は、近年、増加傾向にあるものの、他国に比べて多いとは言えない。その理由として、投資家と起業家との間の「情報の非対称性」20性が大きな要因であると考えられる。そのため、われわれは政府系金融機関を利用したP2Pレンディングを行うことで「情報の非対称性」を解消させ、投資家を結びつける新システムの提言を行う。

最後に本稿の構成を述べる。まず第1章では、日本における中小・ベンチャー企業の定義、特徴と課題を考察する。第2章では、さまざまな資金調達の現状を「直接金融」、25「間接金融」、「公的金融」に分けて考察する。第3章では、これまでの考察を踏まえたうえで、大企業との比較を行い、われわれが考える中小企業とベンチャー企業の資金調達における現状と課題を提案する。第4章では、第3章を課題するための政策として「行員派遣制度」と「政府系プラットフォーム」を利用したP2Pレンディングの新システムを提案する。われわれは、これらの政策を現実のものと

することで、第3章で考察した課題を解決することができると考えている。

第1章 日本における中小・ベンチャー企業の定義と特徴

本章では、まず日本における企業の定義について述べ、それぞれの規模の企業が持つ特徴と現状について考察していく。

第1節 中小企業の定義

現在、日本企業の割合は、中小企業が99.7%であり、大企業が0.3%の割合で構成されている。中小企業の存在は、今後の日本経済を担う重要なポジションとして位置づけられている。日本において中小企業は、中小企業基本法で定められており、本稿においてはこれを中小企業の定義として取り扱う。以下の【表1】は、中小企業庁が発表している中規模企業、小規模企業の定義である。

【表1】 「中規模企業と小規模企業の定義」

業種	中小企業基本法の定義			15
	中規模企業		小規模企業	
	資本金、又は常時雇用する従業員		常時雇用する従業員	
製造業、建設業、運輸業、 その他の業種	3億円以下	300人以下	20人以下	20
卸売業	1億円以下	100人以下	5人以下	
サービス業	5千万円以下	100人以下	5人以下	
小売業	5千万円以下	50人以下	5人以下	
* 右記の業種については、 中小企業関連立法における 政令に基づき、右記の通り 定めている。(政令特殊業種)	【中規模企業】 ・ 製造業 ： ゴム製品製造業…資本金3億円以下又は常時雇用する従業員900人以下 ・ サービス業 ： ソフトウェア業・情報サービス業…資本金3億円以下又は常時雇用する従業員300人以下 ・ 旅館業…資本金5千万円以下又は常時雇用する従業員200人以下			
	【小規模企業】 ・ サービス業 ： 宿泊および娯楽業…常時雇用する従業員20人以下			

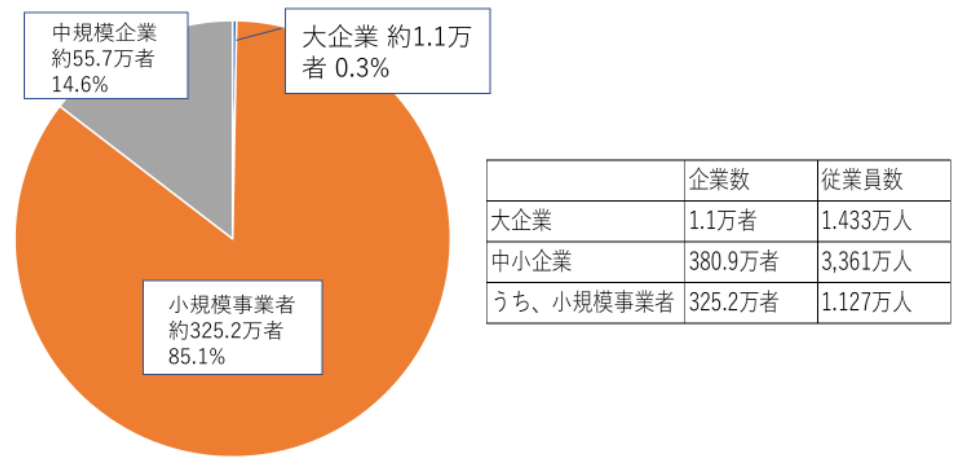
出典：中小企業庁『中規模企業と小規模企業の定義』ホームページより筆者作成。

第 2 節 中小企業の特徴

第 1 節で述べたように、中小企業は、日本企業の割合の 99.7%を占めているため、日本経済に対し大きな影響力を持つ。以下の【図 1】は、大規模企業・中規模企業・小規模企業に区別した労働者の割合である。

5

【図 1】「企業規模別労働者割合」



15

出典：『2017 年版中小企業白書 概要』p.1 より筆者作成。

【図 1】からわかるように中規模企業・小規模企業の割合が大企業と比べると高いということがわかる。そのため、中小企業は日本において様々な役割を果たしているといえる。ここでは、中小企業の社会的役割として、①雇用の担い手、②競争の担い手、③成長産業の創出の担い手、④多様化するニーズの担い手、⑤地域経済の担い手、⑥社会的分業構造の担い手の 6 点について述べる。

① 雇用の担い手

中小企業は量的・質的のそれぞれの側面において、雇用の担い手としての役割を果たしている。量的な側面とは【図 1】より、大企業には 1,433 万人が勤めているのに対して、中小企業には 3,361 万人が勤めている。東京・大阪を除いた地方圏では、中小企業で従事する労働者がその大半を占めている。また、量的な側面とは、中小企業が高齢者や女性などの多様な労働者に、柔軟に就業の場を提供しているということである。

② 競争の担い手

中小企業は競争の担い手として、経済の活性化という点でも重要な役割を果たしている。市場に様々な企業が存在することで競争が活性化するが、このような競争の前提条件になるのが、企業の活発な新規開業である。市場の様々な変化に対応した企業が新規参入することで、競争が活発化する。このような競争の担い手のほとんどが中手企業である。

③ 成長産業の創出の担い手

中小企業は、成長して大企業になる場合もあるが、ほとんどが小さな企業のままである。しかしながら、数多くの中小企業の中から革新的な企業が成長し、日本の経済を牽引するような存在となっている。

④ 多様化するニーズの担い手

所得水準が低かった時代は、価格の安さが求められていたため、大量生産によるコストダウンが求められていた。しかしながら、所得が向上するにつて、消費者は安さを求めるのではなく、多様なニーズを求めるようになった。ニーズが多様化すると、一つひとつの市場は細分化され、一般的に企業の最適規模は小さくなる。そのため、中小企業は細分化された市場の多様なニーズに応える商品やサービスを提供している。

⑤ 地域経済の中核の担い手

日本には多数の地場産業があり、かつてはその製品の多くが、日本市場だけでなく、海外市場にも出荷され、外貨獲得に貢献していた。近年は、地場産業が日本の経済全体に占める比率は低くなっているものの、日本経済や地域経済において重要な役割を果たしている。

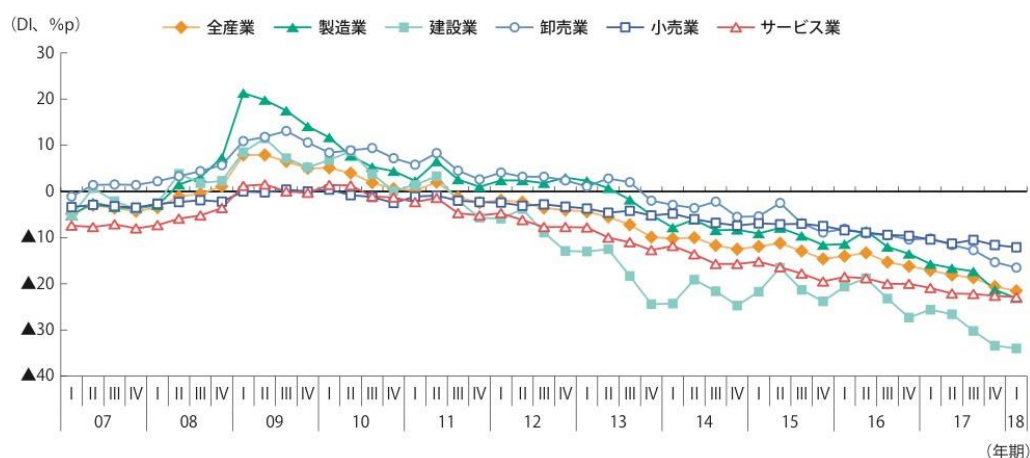
⑥ 社会的分業構造の担い手

電気機械工業や自動車工業は、下請け企業を組み込んだ社会的分業構造を築いている。日本で下請け分業構造が発達したのは、第二次世界大戦後の日本は資本が少ない一方で、労働力が豊富だったからである。当時は、このような経済環境のもと、急速に工業化を進める必要があった。そこで大企業の資本不足を多数の中小企業を利用することで、豊富かつ低賃金の労働力を活用する仕組みとして、下請け分業構造が発達した。下請け企業となりうる中小企業は、特定の生産工程を専門に手

掛けているため、高度な技術を蓄積している企業も少なくない。

次に、中小企業が抱える課題について述べる。内部経営資源として「ヒト」、「モノ」、「カネ」、「情報」が基本的な要素であるといわれており、中小企業が共通して直面する問題である。本節では、「ヒト」、「モノ」、「情報」の3つの側面に着目する。

【図2】 業種別従業員過不足DIの推移



出典：中小企業庁『2018年度版中小企業白書』p.116より引用。

「ヒト」の側面では、人手不足や賃金格差、経営者の高齢化、後継者問題といった問題が存在する。中小企業の経営者は、経営上の不安要素として人手不足を挙げている。この理由として、生産人口の減少や、若者をはじめとする大企業志向、知名度の低さがある。【図2】より、中小企業における人手不足感は、2013年にはそれまで従業員の数が「過剰」であると感じていたすべての業種で「不足」であると答えた。賃金格差については、大企業と一人当たりの人件費を比較したとき、1990年代ごろは中小企業の人件費は大企業の7割ほどであったが、近年では、5割～6割と格差は大きくなっている。¹また、経営者の高齢化や後継者問題については、

¹ 株式会社 商工組合中央金庫（2016）『中小企業の経済学』P.96より引用。

業績悪化や廃業に直結する重要な問題である。事業運営ノウハウの高度化や、市場環境の変化が激しいために、個人事業者にとって対応が困難になっている。また、高学歴化により若い世代が両親の事業を継承することに魅力を感じていないことなどから後継者問題が発生している。これらのことから、開業率の減少や、廃業率の増加につながっている。

次に「モノ」の側面では、中小企業は大企業と比較して資本設備の依存度は低い。企業が資本集約的であるか労働集約的であるかを見る指標である労働装備率²は、大企業が 2,439 万円、中小企業が 740 万円と大企業の約 3 分の 1 である。³しかしながら、精巧な技術を要する中小企業のものづくりにおいて、いかに設備投資をするかは重要な課題である。また、既存の設備の老朽化や陳腐化に対して、新たに設備投資するのか、補修をするのか、そしてその資金はどこから調達するのかといった課題に目を向けなければならない。

最後に「情報」の側面では、近年 IT の導入により、中小企業のパソコンの導入やインターネット環境の整備といった情報インフラは整いつつある。しかしながら、販売・仕入関係の IT 利用度はまだ低いことなどから、さらなる IT 化に向けた取り組みが今後の課題であるといえる。

第 3 節 ベンチャー企業の定義

ベンチャー企業とは、「革新的なアイデアや技術をもとにして、新しいサービスやビジネスを展開する企業」のことを指しており、本稿においては、ベンチャー企業を「創業からあまり時が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」と定義する。

また、秦(2018)⁴によれば、日本のベンチャー企業に第四次ベンチャーブームと呼ばれる波が来ている。この波の対象は、IT 技術などの情報・通信業のベンチャー企業であり、それらの企業は、日本のベンチャー企業の多数を占めている。また、

²従業員一人当たりの有形固定資産額

³株式会社 商工組合中央金庫(2016)『中小企業の経済学』P.109 より引用

⁴秦 卓弥 (2018).「ベンチャーブームに沸く日本人が知らない壁」東洋経済 ONLINE

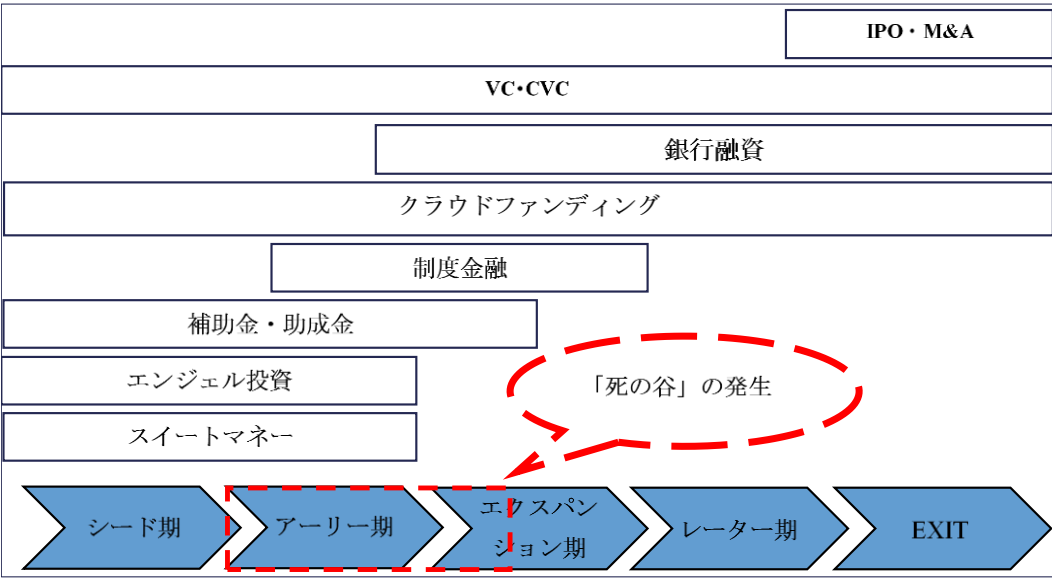
第四次ベンチャーブームと呼ばれる波が到来している理由として、金融緩和や2013年以降に相次いで設立された官製ファンドなどにより、ベンチャー市場にリスクマネーが流入していること、また近年は、大企業もベンチャー投資に積極的となっており、そのことがベンチャー市場の拡大に拍車をかけているとされている。

この定義からすると、ベンチャー企業は、革新的なアイデアや技術をもとにしてビジネスを展開しており、それらの革新的なアイデアや技術は、われわれの日々の生活をより良いものしていると考えられる。つまり、ベンチャー企業は、新しいアイデアや技術を創出するとともに、産学の活性化に寄与している。このことは、雇用の拡大をもたらす可能性を秘めており、雇用が拡大すれば、日本経済活性化に繋がることになる。

第4節 ベンチャー企業の特徴

ベンチャー企業には成長に応じた段階があり、シード期、アーリー期、エクспанション期、レーター期に分かれ、各段階に応じた資金調達手法がある。それを以下の【図3】で示した。

【図3】「成長段階ごとの資金調達手法」



出所:筆者作成

シード期とは、研究及および製品開発を継続しており、通常、事業創業後 1 年未満で商業的事業がまだ立ち上がっていない時期を指す。資産が乏しく民間の金融機関からの融資を受けるための担保が少ない。加えて、実績も乏しく定量的情報が少ないため、融資を受けるのが困難である。そのため、資金調達手段として、創業

5 者の自己資金や、家族・親戚や友人からの調達（スイートマネー）また、政府系金融機関である各種融資制度や融資のほかにも、補助金や助成金を活用する方法もある。

アーリー期は、製品開発および初期のマーケティング・製造・販売活動が軌道に乗るまでの期間を指す。業績は赤字の状態であるが、成長に向けた設備投資のため

10 のさらなる資金調達が必要である。アーリー期に主な資金調達方法として、エンジェルやベンチャーキャピタルからの投資が挙げられる。エクспанション期は、生産および出荷を始めており、市場や顧客に受け入れられ規模が急拡大する期間を指す。売上が上昇しているが事業規模を拡大させるために、さらなる投資が必要となる。これまでのベンチャーキャピタルなどからの投資に加えて、民間の金融機関

15 からの融資を受けることができる可能性も高くなる。このアーリーからエクспанション初期において、開発段階から事業化段階で「死の谷」という壁がある。事業化に伴い、開発段階に比べて費用が拡大し、事業性や量産化が見込めなくなること

でプロジェクト自体が終えることが多い。

レーター期では、持続的なキャッシュフローがあり、IPO や M&A といった EXIT

20 に向けた時期を指す。業績も安定してきており、資金調達の側面での悩みは解消される時期である。そのため、IPO をするのか、M&A により大企業との連携を高めるのか、次の段階である出口戦略について考える必要がある。

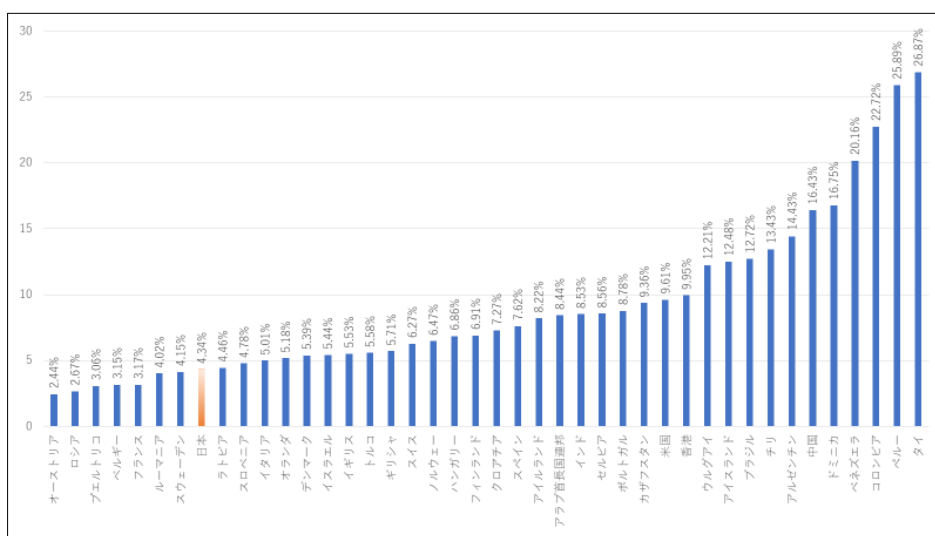
次に、ベンチャー企業の課題について述べる。課題を述べるに当たり、われわれは「資金調達」、「人材」、「環境要因」の 3 つの点の側面から着目することとした。

25 まず初めに、「資金調達」の側面に関して述べる。ベンチャー企業は、中小企業と同じように資金調達が困難である。その理由として、創業間もないベンチャー企業は担保や保証人が不十分であるため、金融機関からの融資を受けることが困難であり、経営の継続に十分な資金を確保することが困難であるからである。

次に、「人材」の側面に関して述べる。ベンチャー企業は起業スキルが不足して

いる点、人材の確保やその育成が不十分であるという点が問題である。【図 4】は、日本と世界各国との企業活動率を比較したものである。この【図 4】から分かることは、日本の起業活動率の低さである。この活動率の低さが、何に起因しているのかは様に考えられるであろう。ただ、われわれは、1つの要因として、起業スキルの不足があるのではないかと考えている。このことは、【表 2】から読み取ることができるのだが、日本では大学・大学院において起業家教育科目の受講機会が少ない。現在、日本の大学・大学院では、起業家教育科目の受講機会は MBA,や MOT に限られている。そこで、学部生や社会人等、様々な学生が起業家教育を受講することができるように、大学・大学院での起業家教育の拡充を進める必要がある。これに加え、ベンチャー企業の創業は、大企業における新規事業の立ち上げと比べ、必要とするスキルが異なる。そのため、ベンチャー企業の創業に特化した支援施策を充実していく必要がある。⁵

【図 4】「世界各国の起業活動率(TEA)」



出典:『Global Entrepreneurship Monitor 2007』p.22 より筆者作成。

注:TEA(Total Entrepreneurial Activity:18 歳から 64 歳までの人口に占める企業活動を行っている者(起業準備中の者および起業後 3 年半以内の者)の割合)

⁵ 経済産業省 (2008)「日本のベンチャー企業～6 つの課題と対応策～」

【表 2】「起業家教育を目的としたコース数」

学部	大学院	有効回答数	コース設立校数		同比率	
全体		536	30	34	5.6%	6.3%
国立		76	3	9	3.9%	11.8%
公立		61	2	1	3.3%	1.6%
私立		339	25	24	6.3%	6.0%

出典：『平成 20 年度大学・大学院における起業家教育実態調査』p.8 より筆者作成。

- 5 最後に、「環境的要因」という側面に関して述べる。日本では、起業家を育てる環境が整っていないことについて、考察を深める。まず、起業家を育てる文化の欠如に関して、上記したように創業間もないベンチャー企業は資金調達が困難である。そのため、創業間もないベンチャー企業はエンジェル投資家からの投資や、VC などからの出資に依存する。これらの出資は事業の成功を期待したものでありリスクマネー⁶と呼ばれている。またこの時期に金融機関からの融資を受けるのは比較的困難である。その理由として創業間もないベンチャー企業は会計上赤字経営になる傾向があり、金融機関からの融資は返済を前提にしているため、融資額が不足するなどベンチャー企業が十分に資金繰りはできていない。上記の問題点に加え起業家は十分な育つ環境が整っていないこと、日本人の志向が環境的要因に影響を与えていると考えられる。
- 10
- 15

⁶ リスクをとって高いリターンを狙うヘッジファンドなど、短期売買を中心とした資産運用を行う投資家の資金。先物やオプションなどデリバティブ取引を活用し、レバレッジを効かせた運用を行うことが多い。これに対し、中長期的に安定した資産運用を基本方針とする年金基金や投資信託、生命保険会社などの投資資金をリアルマネーという。

一方、エンジェル(創業間もない企業に資金を提供する個人投資家)やベンチャーキャピタルなどが、ベンチャー企業に対し、投資資金の回収不能リスクを覚悟のうえでその企業の将来性を評価し、提供する資金のことを指す場合もある。

第2章 さまざまな資金調達方法の現状

企業が成長をしていくためには、各成長段階に適した資金調達をおこなう必要がある。本章では、資金調達方法を直接金融・間接金融・公的金融に分類し、また、各資金調達方法の現状を述べていく。

5

第1節 直接金融による資金調達

直接金融とは、資金が不足している経済主体が、資金調達のために発行した債券や株式などの有価証券を、資金が余っている経済主体が購入するというものである。直接金融の資金提供者は、株主や債権者といった個人の投資家である。この方法は、金融機関を介さずに、証券市場を通じて直接資金を調達する方法である。そのため、最終的なリスクの所在は個人投資家ということになる。ここで直接金融の具体的手段を、スイートマネー、個人投資家（エンジェル投資家）、株式、社債、クラウドファンディング、ベンチャーキャピタル（以下 VC）、コーポレートベンチャーキャピタル（以下、CVC）、IPO、M&A の順で見えていく。

15

・スイートマネー

創業者自身や親族や友人といった身内からの出資であり、企業の創業期に主に活用される。企業を創業するにあたっては、貴重な資金となる。

20 ・個人投資家

日本では、2016 年度の⁷個人投資家の割合は 17.1%となっている。日本は、他の先進国と比較しても個人投資家の割合が低い。また、⁸金融商品別保有率は、預貯金 91.9%、株式 13%、公社債 3.6%と預貯金の割合が圧倒的で、余剰資金を預金口座に貯蓄する割合が多く投資に回す割合は低い。個人投資家の数、投資に回す割合ともに低い値であることは課題と言える。

25

エンジェル投資家は、創業間もない企業に対して資金を投下する裕福な個人投

⁷ 東証 2016 年度株式分布状況調査

⁸ 平成 27 年度 証券投資に関する全国調査

資家を指し、家族・親戚・友人といったスイートマネーとベンチャーキャピタルの間に存在する資金供給の隙間を埋める役割を果たしている。

【表 3】 「日本と米国のエンジェル投資家」

	日本	米国（2012 年度）
エンジェル投資額	約 9.9 億円（2011 年度）	229 億ドル（約 2.3 兆円）
エンジェル投資件数	45 件（2011 年度）	67000 件
エンジェル投資家数	834 人（2,010 年度）	268,000 人

5 出典：日本のエンジェル投資額は金融庁資料、エンジェル投資件数・投資家数は経済産業省、米国のデータは ACA(Angel Capital Association)より作成

【表 3】は、日本と米国のエンジェル投資家に関する比較である。エンジェル投資額は、日本と米国では、顕著な差がある。また、投資件数は日本では 45 件にとどまっております、米国の 67000 件と比較すると大きな差がある。投資家数に至っては、日本と米国では、320 倍以上の差がある。このことから、日本はエンジェル投資家の人数、活動ともに未成熟で、エンジェル投資家の活動促進が急務であると言える。エンジェル投資家の課題は、投資に関する情報不足と考察する。日本は、エンジェル投資家の数も少なく、投資に関する情報やノウハウを共有するための「エンジェルネットワーク」もまだ十分に形成されていない。日本のエンジェルネットワークで最大の日本エンジェルズ・フォーラム（略称 NAF）は個人会員 156 名（2007 年度）となっている。一方で米国は ACA に所属するエンジェルネットワークの数は 144 団体である。すでに、米国では、ベンチャー企業とエンジェルネットワークのマッチングによりエンジェル投資普及につながっている。日本においては、浸透が不十分なため、マッチングの成功モデルを取り上げ、啓発していくことがエンジェルネットワーク普及に必要不可欠である。

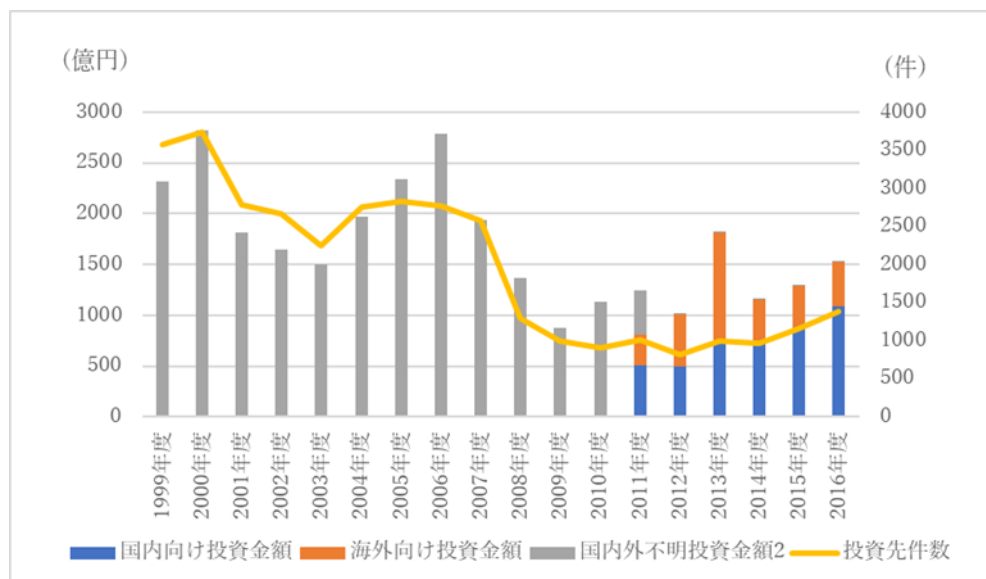
・ VC ・ CVC

VC とは、高い成長率が期待できるベンチャー企業に対して資金を投下して経営コンサルティングを行い、高いリターンの獲得を目的とした投資ファンドのこ

とである。また VC のファンドとして新たな動向としてコーポレートベンチャーキャピタル（以下 CVC）と大学発の VC がある。CVC は事業会社が投資リターン以外の戦略的な狙いを持つことが多く、事業シナジー効果や情報収集を目的にしている場合も多い。特徴としては親会社が専ら出資しているという点である。

- 5 また大学発 VC は、私立大学発の場合は CVC と同様、親会社が出資しており、公立大学の場合は税金が原資である。これらの大学系 VC は特定の大学の技術や学生を支援する目的で運営されている。しかしながら日本の VC の投資金額・件数ともに各先進国と比較するといずれも低い⁹。

10 【図 5】「日本の VC 等による年間投資の推移」



出典：ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書 2017』p. I-2 より筆者作成

- 25 【図 5】より、リーマンショックが起こった翌年度 2009 年を底に投資金額は回復を見せている。また、投資件数も増加傾向にある。しかしながら、投資金額や投資件数においてリーマンショック以前の数値には達していない。一方、投資金額と投資件数の関係を見ると、リーマンショック以降の VC による投資の特徴は、1 件

⁹一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書 2017』

あたりの投資金額が増加していることがわかる。また、成長段階別の VC による投資にも、近年は変化がみられる。かつては、VC は投資先のベンチャー企業の株式を買い、ベンチャー企業が成長することでキャピタルゲインを得ているため、比較的低リスクが低いエクспанション期や、株式公開前のレーター期に対する投資が多くみられた。近年では、シード期やアーリー期に向けた投資が多くみられる。2016 年度の国内向けの成長段階別の投資金額は、シード期とアーリー期を合わせて 67.2%を占めている。¹⁰

またアメリカと日本でベンチャー投資において大きな違いがある。2016 年度の日本とアメリカの投資件数はそれぞれ 8,136 件、1,387 件である。投資金額は、それぞれ 7 兆 5192 億円、1529 億円である。¹¹このことから、日本の CV 投資はアメリカと比較して低水準であることがわかる。

近年では、オープンイノベーションを背景に CVC が増加している。大企業が CVC を設立する目的は、既存事業とのシナジーにより事業の強化を図ることや、自社と関連性のある事業の早期事業化を図ることが挙げられる。CVC による投資が活発であるアメリカでは、その理由として、CVC に取り組む業種が多岐にわたっていることや、出口戦略として M&A が主流であること、CVC が親会社から独立して権限を持っていることが挙げられる。社外の技術や事業などを有効に活用することで、低コストで新事業の開拓ができる。その結果、アメリカの大企業は、CVC 投資を通じて、イノベーションの活性化、本体事業との相乗効果、投資収益といった成果を得ている。

一方、日本では増加傾向にあるものの、CVC が定着しているわけではない。2000 年代のベンチャーブーム時に CVC への取り組みがみられたが、その多くが撤退や縮小していった。その理由として、アメリカと比較して CVC の歴史が浅い日本は、CVC が成功する環境が整っていなかったといえる。しかしながら、現在新たな動きがみられている。2000 年代のベンチャーブームとはことなり、それまでの自前主義では研究開発が難しくなった。そのため、オープンイノベーションの概念が浸

¹⁰ 同傾注(9) I-11

¹¹ 同傾注(9)(10)

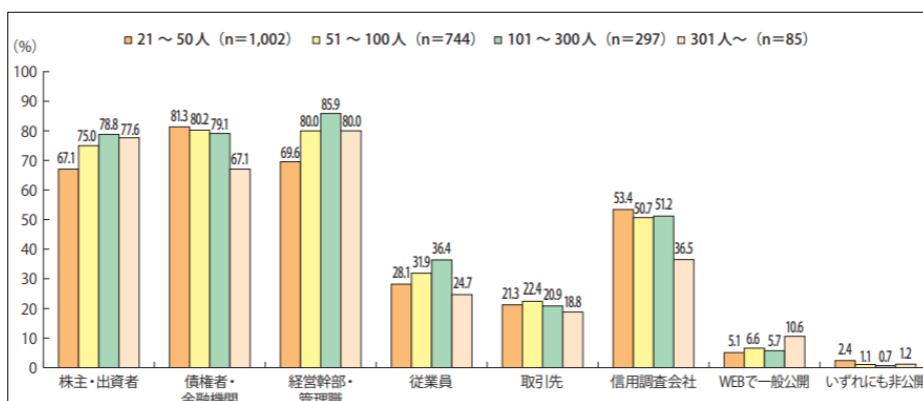
透し、CVC を活用した投資がみられるようになった。

・株式

株式とは株式会社の出資者との地位を表し、一株一票の原則として、所有割合
5 に応じた様々な権限が与えられ、株式を所有して株主となることは、その会社に対
して出資し経営に参加することを意味する。しかし、中小企業では非上場企業
が大半を占め、基本的にはオーナー経営企業であることから、所有と経営がほぼ
一致している。株式による資金調達非同族役員や従業員、取引先等が株式を一
10 部所有しており、経営に対して影響力が大きいのは役員や従業員といった社内の
関係者や、家族・親族であることが多い。

また、【図 6】は決済情報の公開範囲を従業員規模別に見たものである。中小企
業は財務情報の公開は義務付けされていないが、従業員規模が比較的小さい規模
の企業では、資金調達のために決算情報を「債権者・金融機関」に公開している
企業が多い。また、従業員規模が大きくなるほど、「株主・出資者」や「経営幹
15 部・管理職」といった利害関係者や経営に携わる関係者へ決算情報を共有してい
る割合が高くなることわかる。

【図 6】決済情報の公開範囲（従業員規模別）



出典：中小企業庁（2018）「2018 年版 中小企業白書」、p.103 より引用

・社債

社債とは、企業が発行する債券であり、募集形態別に、主に大企業が利用する不

特定多数に募集をかけて行う公募債、少人数に対して行う私募債に分かれる。株式との違いは、借入金として負債の性質を持つ、元本の償還義務、配当ではなく、一定の利率に基づく利息の支払い、議決権や残余財産分配請求権がないといった点が挙げられる。

- 5 中小企業では主に信用保証・金融機関保証付私募債、少人数私募債が利用されているが、中小企業の社債発行は 2007 年以降の金融危機や業績悪化による資金需要の停滞により減少している。¹²発行要件を満たす必要があることから信用力をアピールでき、長期資金を固定金利で調達できる一方、倒産や業績破綻による債務不履行のリスクがある。

10

・クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、ある特定の目的をもった事業法人や個人に対して、インターネットを通じて、不特定多数の出資者が資金提供をおこなうことである。また、クラウドファンディングは、「寄付型」「購入型」「金融型」に分類される。以下、クラウドファンディングの分類と特徴を【表 4】に示した。

15

【表 4】「クラウドファンディング分類と特徴」

分類		特徴
寄付型		支援者に対してのリターンなし
購入型		支援に対して金銭以外の物品や権利を購入
金融型	融資型	運営業者が匿名組合を設立し融資を行い、資金提供者には利息と元本を収受する
	投資型	資金提供者は資金調達者と匿名組合契約を締結して出資を行い、金融商品取引法上の有価証券となる持分を取得する
	株式型	資金調達者が非上場の株式を発行し、資金提供者はインターネットを経由して株式を取得し配当や株価の上昇等による対価を得る

- 25 出典：三菱 UFJ 投資信託銀行（2015）「クラウドファンディングとその特性」、9 月号より筆者作成。

¹² 「中小企業金融のリスク偏在を考える」、大和総研、2013、p.2

日本のクラウドファンディングの市場動向としては、増加傾向にあり visualizing.info(2015)の日本の主要クラウドファンディング 10 社の調査では、2014 年 7 月の 15.5 億円から 2015 年 7 月の 35.5 億円へと急拡大している¹³。今後は、直接金融としてさらなる成長がフィンテックとの関連においても期待されている。類型別では、「購入型」が 8.4%、「寄付型」が 0.8%、「投資型」が 0.5%、「貸付型」が 90.3%となっている¹⁴。ベンチャー企業にとって、有効な資金調達方法と考えられる投資型の比率は極めて低く、クラウドファンディング市場では、投資型の比率を高めることが課題である。

10

・新規株式公開（IPO）

IPO とは、未上場企業が、証券市場に新規に株式上場し、一般の投資家に向けて株を売り出すことができることである。ベンチャー企業は安定期を迎えて一定の規模に達したとき、さらなる成長に向けて IPO をする。この理由として IPO は、「資金調達」や「ブランド構築」を、同時にかなえるということに適しているからである。「資金調達」という点では、持続的成長を目指す多くの企業は、常に事業構造を変革する。当面の収益モデルを固めながら中長期の新たな収益モデルを確立するため、新製品や新サービスを開発するための投資資金を調達しなければならない。次に、「ブランド構築」とは、信用力や知名度の向上を図るということである。上場するためには、厳しい審査に通らなければならない。したがって、未上場のベンチャー企業に比べると、上場したベンチャー企業の社会的な信用は大幅に高くなる。また、株価が投資情報としてリアルタイムで社会に提供されるとともに、投資家に対する情報開示義務を負っている。それゆえ、企業の情報が、常に人々の目に触れることになる。その一方で、IPO にはデメリットもある。株式公開によって不特定多数の投資家が株主になることにより、株主に対して負わなければならない責任は増すとともに、社会的責任も増加する。また、業績不振に陥れば経営

15

20

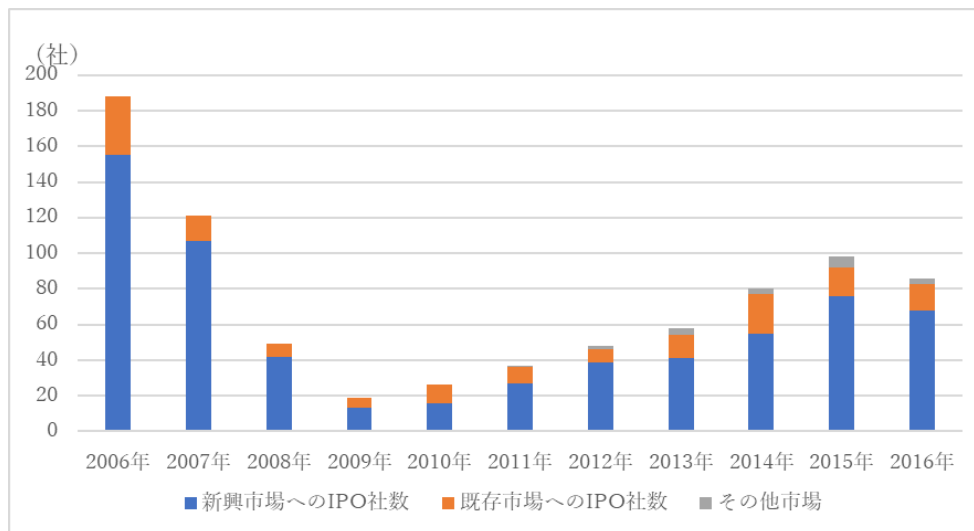
25

¹³ 三菱 UFJ 投資信託銀行(2015)「クラウドファンディングとその特性」2015 年 9 月号

¹⁴ 矢野経済研究所(2017)「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」

責任を問われることにもなる。加えて、株の買い占めによって経営権が侵害されたりすることもある。また、株式公開は、公開しない場合に比べ、準備段階や公開後にコストがかかる。

5 【図 7】 「IPO 社数の推移」



出典：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2017」p. I-20 より筆者作成

- 10 【図 7】より、リーマンショック以降 2009 年を底に IPO 件数は増加している。しかしながら、IPO がブームであった 2006 年の件数に比べて 2016 年は半分以下という状況である。この理由として、近年では、信頼向上に向けた制度装備により、IPO をするための審査が厳格になっていることが挙げられる。また、出口戦略としての選択肢が、IPO だけでなく CVC の設立が積極的になっていることなどから、
- 15 M&A といったほかの選択肢が存在することが挙げられる。

・ M&A

- M&A とは、企業の合併買収のことで、複数の企業が合体して一つの企業になる合併と、株式交換などによる買収がある。M&A をすることにより、ベンチャー企業の後継者問題や事業成長といった課題の解決が望まれる。IPO の場合、準備期間
- 20

として通常2～3年必要であるが、M&Aは、それに比べて短期間で実現できる。資金調達において問題を抱えるベンチャー企業は、M&Aにより大企業と連携を持つことができるため資金調達の側面での悩みはなくなる。また、そのM&A先の企業が知名度の高い企業であれば、ベンチャー企業が取引する場合に信用度が高まる。このようなメリットがある一方で、デメリットも挙げられる。ベンチャー企業が大企業のグループまたは一部になった場合、創業からの経営理念や風土が変わってしまう可能性がある。ほかにも、大企業のグループに入ることにより、間接コストがこれまで以上にかかる可能性がある。

10 出口戦略としてM&Aが主流であるアメリカでは、2016年のM&A件数が687件に対して、日本の同年のM&A件数は73件である。¹⁵しかしながら、日本でのM&A件数は増加傾向にあり、IPOとは別の方法で出口手段としてM&Aを選択しているベンチャー企業が増加していると考えられる。

第2節 間接金融による資金調達

15 間接金融とは、資金が余っている経済主体が銀行などに預金を行い、銀行などが、預金で調達したお金を、銀行等の判断で資金が不足している経済主体の発行する借入証書や手形などを購入することによって（言い換えれば、銀行など資金が不足している経済主体に証書貸付、手形貸付などを行うことによって）、お金が資金の余っている経済主体から銀行などの金融仲介機関を介して間接的に資金が不足し
20 ている経済主体に流れていくというものである。具体的には銀行を通じた資金調達となる。

・銀行

銀行を通じた資金調達は主な資金調達手段として長らく利用されている。

25 融資による資金調達は、銀行借入の場合、定量的情報に基づいた融資であるトランザクション・バンキング（以下、トラバン）や定性的情報に基づいた融資も可能となるリレーションシップバンキング（以下、リレバン）や売掛債権や在庫、機械設

¹⁵同傾注(9)(10)(11)

備等の動産資産を担保とした Asset Based Lending (以下 ABL)が具体的に挙げられる。

トランザクションバンキングは、定量的情報に基づいた融資であるトラバンの特徴としては、重視する項目が財務諸表や担保、データに基づくクレジットスコアリングであり、金融機関側は複数間の取引であるため競争的かつ市場環境に基づいた貸出条件で短期的である。メリットとしては、審査コスト削減・効率化による低コスト化、市場環境に伴う収益化が挙げられる。デメリットとしては、融資基準をデータでの判断となるため、長期的な収益機会喪失、企業側は、資金調達の制約がかかるということが挙げられる。トラバンの現状としては、定性面の考慮がないという点は問題である。

リレーションシップバンキング (以下、リレバン) は、リレバンは銀行が企業との密着な関係を長期的に維持し、融資先の情報を蓄積し金融取引を行うものである。特徴としては、重視する項目が定性面であり、融資先企業のコアコンピタンスや経営者の資質、その地域や取引先の評判といった点も入ってくる。金融機関側は単独での取引であるため独占的であり、長期で安定的であるため比較的水準の貸出条件である。また、リレバンは高コストがかかるものの、企業と金融機関の間で起きる情報の非対称性を縮小できる。また、中小企業が望んでいる定性面を評価した事業性評価融資も可能である。

しかし、リレバンには、2つの問題点が挙げられる。1つ目は、「ホールドアップ問題」である。この問題は、金融機関側が、借手の独占的情報をもつため、借手である企業側は、情報を握られる恐れから借入を躊躇うというものである。また、他の金融機関からの借入を利用しづらくなり、投資機会の喪失という問題もある。解決策としては、複数の金融機関との取引による独占状態の解消であるが、一方でリレバンのメリットである金融機関と借手の密着な関係が薄れるというジレンマを抱えているため根本的解決は困難と言える。

2つ目の問題は「ソフトバジェット問題」である。この問題は、取引先企業の経営上の問題が発生した際に、金融機関が追加の融資を拒否しづらいという問題である。解決策としては、経営上の問題を未然に防ぐための金融機関側の経営コンサルティング、目利き能力を向上させることである。しかし、営利企業である民間金

融機関がコストを払うインセンティブがあるかという点は困難である。

【表 5】 リレバンとトラバンの比較

	リレーションシップバンキング	トランザクションバンキング
重視する項目	定性面 ・企業のコアコンピタンス ・経営者の資質 ・地域や取引先間での評判（定量面を無視するわけではない）	定量面 ・財務諸表 ・担保 ・データに基づくクレジットスコアリング
取引先との関係	・単独取引（独占的） ・長期安定的（貸出条件が比較的標準）	・複数行取引（競争的） ・短期的（市場環境に応じた貸し出し条件）
長所	・定量情報では計りきれない無形競争力を持つ顧客層を開拓 ・高収益性、長期安定した取引	・低コスト化による価格競争力 ・信用リスク管理の高度化 ・市場環境に応じた収益
短所	・高コスト ・モラルハザード ・ホールドアップ	・（銀行側）収益機会損失の可能性 ・（企業側）資金調達に制約
適性のある金融機関	小規模かつ地域限定的金融機関	大規模（地域横断的）金融機関

出典：「金融庁アジアの地域金融の経緯と現状」(2008) より引用

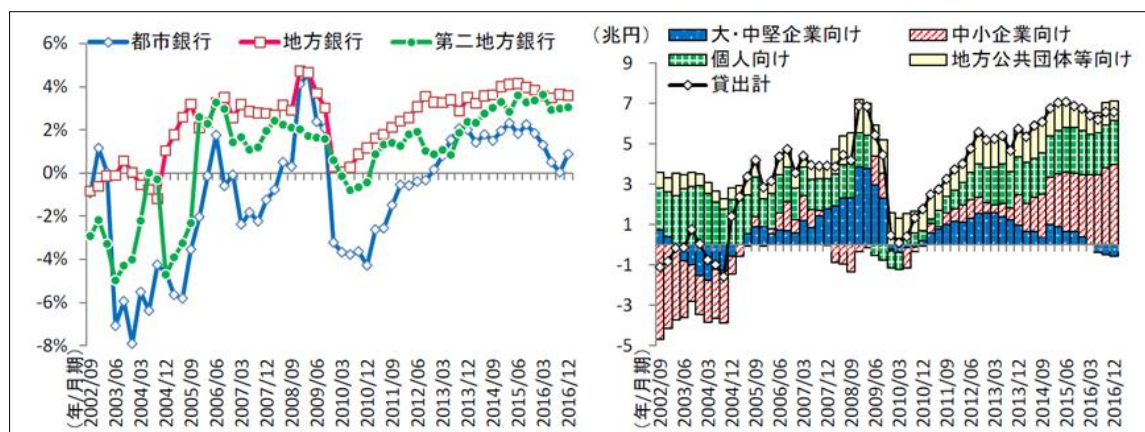
5

次に、企業と金融機関（銀行）の関係について、見ていきたい。【図 8】は、業態別・貸出金残高の増減率と地方銀行残高の増減額を表したものである。これによると、地方銀行の中小企業への貸出が増加傾向にある一方で、大・中堅企業の向けの貸出に減少に転じている。これは、アベノミクスを背景とする景気回復により、内部留保の増加や社債発行といった借入以外による資金調達が増えたことなどが大・中堅企業の借入の低下となっていると考えられる。そのため、中小企業は相対的に高い利回りが見込めるという点や、貸出を増やしたい地方銀行がこれまで取引を行っていなかった中小企業まで取引先を拡大していることが考えられる。また、中

10

小企業の資金需要自体が強まっているとも考えられる。

【図 8】「業態別・貸出金残高の増減率と地方銀行の貸出金残高の増減率」



出典：大和総研（2017）「資金運用難に直面する地方銀行(2)」p.2 より引用

5

・ ABL 融資

ABL（資産担保融資）とは、在庫商品や売掛債権といった流動資産を担保として活用する金融手法をいう。ABL の特徴としては不動産を所有していなくとも融資を受けられるという点で、中小企業の体質上、売掛債権や機械設備の割合が高く、

10 中小企業の資金調達の上で有効な選択肢の 1 つといえる。ABL 融資の融資先の振り分けは中小企業への融資件数が中堅企業や大企業と比べて圧倒的数である¹⁶。一方で、担保とした動産の増減を定期的に報告するというモニタリングコストや担保価値評価など金融機関に内製化できるノウハウや体制がまだ整っていないなど実用化には多くの課題がある。

15

第 3 節 公的金融による資金調達

公的金融とは、公的機関がおこなう金融活動のことを指し、民間金融に対する概念ともいえる。公的金融の役割とは、金融市場および資本市場の適切な資源配分を歪めることなく、政策目的が正当化される事業に限定した上で、必要とされる場合

¹⁶ 帝国データバンク（2017）「ABL の課題に関する実態調査」、p.9

に、十分な機能を発揮するというものである。以下では、公的金融による資金調達手法として融資、信用保証・信用補完、助成金・補助金、税制優遇について説明していく。

・融資

- 5 代表的な公的金融による融資先は政府系金融機関である日本政策金融公庫が挙げられる。日本政策金融公庫の特徴は、融資金利が民間金融機関に比べて低く、幅広い融資制度があり、新規開業資金や新創業融資制度など創業支援を目的とした融資や最大融資額である経営環境変化対応資金や取引企業倒産対応資金などのセーフティネット貸付など企業の成長段階に応じた融資が特徴的である。
- 10 また、不動産担保・保証人に依存しない融資の実績が増加しており、中小企業の資金ニーズに対応した取組みを積極的に行っている。

・信用保証制度

- 15 信用保証制度とは、信用保証協会が信用力の低い中小・ベンチャー企業に、民間金融機関からの借入に際して保証を行う制度であり、信用保証協会から政府金融機関である日本政策金融公庫に再保険をかける仕組みである信用保険制度と合わせて、信用補完制度と呼ばれている。制度を利用するには審査に通る必要があり、一定の保証料を支払なければならない。

- 20 企業にとって、信用保証協会の代位弁済による金融機関側のリスク軽減に伴い、融資を受けやすくなるという点、実質的な政府による保証により、民間金融機関はリスクを気にすることなく貸出ができるため、審査が緩くなったり、貸出後の企業動向に無関心になりやすくなったりするなど、モラルハザードが起きる要因になると考えられている。

25 ・補助金・助成金

補助金とは経済産業省をはじめとする厚生労働省以外の官公庁、地方自治体から支給される資金である。補助金の種類は助成金に比べると多いが、各支給先の予算があるために受給条件を満たしている場合でも審査を通過することが困難になる場合がある。助成金とは厚生労働省から支給される資金である。受給条件を満た

せば支給される点が補助金とは異なっており、一部の助成金は返済不要である。

・税制優遇

日本で行われている税制優遇措置で本稿で取り上げる制度はエンジェル税制とベンチャー投資促進税制である。エンジェル税制とは新しい事業に取り組む創業間もない企業に投資する個人投資家に対する税制優遇である。起業家への資金の流れを作ることを目的としている。一定の要件を満たした企業に対して個人が投資を行った場合に投資時点と売却時点で税制上の優遇措置を受けることができる。投資した年に受けられる優遇措置においては以下の優遇措置 A と優遇措置 B のいずれかを選ぶことができる。

【表 6】「ベンチャー企業への優遇措置」

優遇措置A (設立 3 年未満の企業が対象)	優遇措置B (設立10年未満の企業が対象)
(対象企業への投資額—2,000円)を その年の総所得金額から控除 ※控除対象となる投資額の上限は、 総所得金額×40% と1,000万円のいずれ か低いほう	対象企業への投資額全額を、その年の株式 譲渡益から控除 ※控除対象となる投資額の上限なし

出典：中小企業庁「エンジェル税制の仕組み」より引用

また、平成 25 年には申請様式の簡略化、パンフレットのわかりやすさ向上等による運用改善、ベンチャー企業や個人投資家・税理士などの専門家等に対する説明会の実施、また、平成 28 年度には、これまで東京に集中していた対象企業の確認事務を経済産業局から都道府県に移管するなど、近年、エンジェル税制を利用しやすい仕組みを設けており、利用件数・投資額が増加傾向にある¹⁷。

¹⁷ 経済産業省(2017)「ベンチャー支援に関する取組について」、p.18

ベンチャー投資促進税制とは産業競争力強化法に基づいて、大企業が事業拡張期のベンチャー企業に出資して株式を所得した場合に適用できる制度である。ベンチャー企業が大きく成長するためには、ベンチャーファンドからの資金調達や経営・技術の指導等のハンズオン支援が重要であり、大企業のリスクを軽減し、ベンチャー企業への資金の流れを作ることが目的としている。ベンチャーファンドが東京に一極集中しており、規模要件でも地域間格差があった¹⁸。そのため、平成29年度税制改正において、地方の支援や投資を活性化させる大幅な改正が行われ、改正概要を【表 7】に示した。

10 【表 7】「平成 29 年度 改正概要」

平成29年度 企業ベンチャー企業投資促進税制改正	
○適用期限を延長し、認定ファンド規模要件を現行の「概ね20億円以上」から「10億円以上」に引き下げる。 ○損失準備金積立率を現行の80%から50%に引き下げる。 ○地方投資を促す観点から、以下の要件を追加する。 ・ ファンドが、地方ベンチャーの支援実績等を有する地方投資担当者を設置すること ・ 投資対象企業が所在する地域の金融機関、中堅・中小企業、自治体等から成るアドバイザリーボードを設置すること ・ ファンド全体の投資額のうち、5割以上を地方に所在するベンチャー企業へ投資すること等	

出典：経済産業省（2017）「平成29年度 経済産業関係 税制改正について」、p.34 より筆者作成

15 第4節 資金調達における大企業との比較

大企業は法律上に定められた定義がないため、第1章で示した中小企業の定義の基準を超える企業とする。中小・ベンチャー企業は、大企業に比べ、資金繰りが難しい。それは、大企業は多様な資金調達手段を活用しているのに対して、中小・ベンチャー企業は借入金などの間接金融に依存しているためである。株式や社債の発行などにより市場から直接資金を調達する直接金融は、中小・ベンチャー企業には利用しにくい。その理由として、直接金融の場合は、不特定多数の投資家が資金提供者になるが、投資家は配当や利子などを期待して投資するため、一般的に信用リスクが高い中小・ベンチャー企業は、直接金融で資金を調達することが難しい。また、株式公開を行う上での企業の財務内容を開示する体制

¹⁸ 経済産業省（2017）「平成29年度 経済産業関係 税制改正について」、p.35

の整備や株式公開のために専門的な知識やこれらを実施するための人材が必要となるが、中小・ベンチャー企業ではそのような余裕がなく、直接金融で資金を調達できるのはごく一部の企業に限られるのが実情である。

- 5 こういった理由により、中小・ベンチャー企業は主に金融機関の借入を中心とした間接金融が資金調達手段であるが、間接金融においても大企業と比べると、多くの点で不遇な扱いを受ける。その大きな原因として、以下の3つが考えられる。

- 10 一つ目は、金融取引における規模の経済である。金融機関は、一件当たりの融資審査コストは一定であるため、一度で融資する額が大きいほど、単位当たりの貸出コストは低くなる。これにより、企業規模が大きい大企業は一件当たりの融資額が大きい分、中小企業よりも優先的に融資されるという問題が起きる。また、借り手側の立場においても、企業規模が小さい中小企業は大企業と比べ、調達額が小さく、同じ財務情報開示コストでも、単位当たりの負担が大きい。また、大企業は中小企業よりも相対的に開示コストが低い分、会計監査を用いること
- 15 とで開示情報の質を高めることができる。その結果、開示する情報が少ない中小企業より大企業が優先して融資される状況ができてしまう。

- 20 二つ目は、情報の非対称性である。ここでいう情報の非対称性とは金融取引上で起きる借り手（中小企業）と貸し手（金融機関）との間に保有する情報の差をいう。また、情報の非対称性が生み出す問題として、逆選択とモラルハザードがある。逆選択は資金提供が行われる前に起きる問題で、借り手の情報が貸し手に対して優位な立場であり、貸し手がある一定の融資基準を出したとき、割高だと感じた信用リスクが低い企業が市場から撤退し、逆にリスクが高い企業が市場に残る現象をいう。対して、モラルハザードは資金提供が行われた後に起きる問題であり、貸し手は借り手を直接観察できないために、借り手が怠慢な行動をとる
- 25 可能性が生じる現象をいう。借り手をモニタリングするコストが高く、金融機関にとって中小企業は、融資額に対して費用が割高なために、融資を行われにくくなる。大企業の場合、会社法・金融商品取引法上に義務付けられ、企業情報を広く開示している。そのため、金融機関や投資家が融資判断に際して情報が入手しやすく、財務状況の把握が比較的容易なために、情報の非対称性が軽減される。

しかし、中小企業の場合、一般的に企業情報が余り開示されておらず、また、財務データを整理していない企業もあり、企業の状態が不透明でリスクも高く、こういった現象が生じやすい。

5 三つ目は、担保・保証である。金融機関では情報の非対称性が強く、借り手に関する情報が入手できない場合や将来的な事業動向が不透明な場合、それらのリスクの代替として担保提供を要求する。主に不動産を中心とする担保が多いが、大企業に比べると不動産を所有する中小企業は少ない。また、金融機関が中小企業に融資を行う場合、中小企業の代表者や代表者の親族・知人等の第三者に個人保証を求めるケースも多い。金融機関は担保の額が比較的に小さい中小企業は貸し倒れの際に資金回収が見込めないため、融資が消極的になる。また、中小企業の返済が滞ってしまった時は、個人保証の部分が実行されてしまい、中小企業代表者等が所有する不動産や預貯金などの大部分を失い、再起が困難になりかねない。中小企業の代表者等が担保や保証で過度に責任を負うことも、円滑な中小企業金融を阻害する大きな原因ともいえる。

15 第3章 中小企業とベンチャー企業の資金調達における現状と課題

この章では、中小企業とベンチャー企業における資金調達の現状を述べた後、われわれが最も重要だと考える課題を挙げる。その上で、第章において、この章で挙げた課題に向けた望ましい資金調達についての提言につなげる。

20 第1節 中小企業における資金調達の現状と課題

第1項 中小企業における資金調達の現状

第1章でも述べたように、日本の多くの中小企業にとって、主要な資金調達手段は、金融機関を介した借入である。2016年度の中小企業白書によると、大企業全体の総資産に占める借入金比率は約2～3割程度である一方、中小企業全体の借入金比率は約4～5割を占め、借入金依存度が高い中小企業は大企業に比べ、企業の健全性が低いといえる。中小企業は、約9割がメインバンクを有し、従業員規模が

小さい企業ほど、地方銀行や信用金庫などの地域金融機関を、主なメインバンク先として挙げている。中小企業と地域金融機関との取引において、平均取引年数は約33.4年と、地域に密着した長期継続的な取引を築く企業が多い¹⁹。一般的に、中小企業は信用力が少なく、財務会計情報開示の義務がない。そのため、銀行は貸出先

5 の中小企業と長期の取引関係を築き、その中で頻繁に接触を行うことで、当該企業の情報(ソフトインフォメーション)を蓄積せざるを得ないのである。したがって、以上のような現状からすると、地域金融機関は、中小企業にとって重要な貸出先として、役割を果たしている。

蟻川・宮島(2015)²⁰によると、戦後は高度経済成長期において、企業は慢性的

10 な資金不足の状態にあった。それゆえ、日本の企業は、設備拡張のための長期安定的な資金の供給をメインバンク制に期待するとともに、メインバンクから長期安定的な資金の提供が行われるということを期待していたのである。このことが、現在においても借入依存の体系が日本に根付いている背景であると考えられている。しかしながら、1990年代のバブル経済崩壊後、銀行の不良債権問題による金融機

15 関の経営危機、企業間の株式持ち合いの解消や金融のグローバル化などの影響から、かつてのように、メインバンクの役割が低下してきているといえる。日本経済全体としては、このような背景を踏まえてはいるものの、中小企業においてメインバンクへの依存度は現在でも高く、彼らとの関係は重要であるといえる。

では、次に、中小企業は、メインバンク先としての地域金融機関にどのような役割を期待しているのかという点を考察する。この考察を行うに当たって、中小企業が地域金融機関に対して、希望する資金調達の方法という観点から見ていく。みずほ総合研究所のデータによれば、借入に際して金融機関に考慮してもらいたい点として、従業員規模が小さい企業ほど資金調達に際して、財務内容より事業の安定性や成長性を考慮してもらいたいという割合が大きくなる。また、事業性を評価した担保・保証によらない融資を望む企業も多い。これらの希望は、メインバンクを

20 選択している理由と密接に関係がある。小規模企業に対して行われたアンケート

¹⁹ 「2007年版中小企業白書 付注 2-3-3 メインバンクとの取引年数」、経済産業省、2007年

²⁰ 「銀行と企業の関係:歴史と展望」組織化学 49巻、2016、蟻川靖浩 宮島英昭、P.19-31

調査²¹によると、企業はメインバンクに対して、事業に対する理解を求めている。金融機関に相談している企業は、メインバンク側が経営状況や事業内容を深く理解しているからという理由が多く見られ、一方、一度も相談をしていない企業は、メインバンク側に事業内容を理解した上での経営相談を望む声大きい。これらから、中小企業は、金融機関に対して、事業内容や経営状況の優先的な理解を求めているということが考えられる。しかし、【表 8】は、事業性を評価した担保等によらない借入の希望と実績の差を示したものであるが、これによると、従業員規模が小さい企業ほど②実際に行われた借入と①希望する借入との比率の差が大きく、企業側の要望に応えられていないことが推論される。

10

【表 8】 「事業性を評価した担保等によらない借入の希望と実績の差」

従業員規模	①借入を希望する 比率(%)	②借入実績がある 比率(%) (注)	③差(①-②)
5人以下	24.6	14.1	10.5
6~20人以下	36	17.5	18.5
21~50人	41.3	14.4	26.9
51~100人	40.9	25.9	15
100~300人	41	35.5	5.5
300人以上	40.6	42.2	-1.6
注)「現在、借入を受けている」の回答比率と、「過去に借入を受けたことがある」の回答比率の合計			

出所:「中小企業における資金調達の実態~金融機関の取組状況と中小企業における評価~」みずほ総合研究所、2016年、p.2より筆者作成

15 また、金融庁が行う企業ヒアリングの調査結果では、企業側が求める情報と、メインバンクが実際に提供をしている情報との間には差が存在しているということが判明しており、実際は、金融機関が提供するサービスと企業側のニーズとの間にずれが生じているということである。従って、地域の金融機関は、地域企業の経営課題や事業内容を把握し、その企業に役立つ方策の策定や必要なアドバイスを行うことで、資金の使途に応じた適切な融資の提供を行う必要がある。また、必要に

20

²¹ 金融庁(2016)「金融機関の取組みの評価に関する企業アンケート調査」株式会社 NTT データ研究所、P.15~17

応じた人材支援を、組織的・継続的に実践し、地域企業の適切な競争環境の実現に取り組むことが、地域金融機関に求められるということである。このことは、地域密着型金融というビジネスモデルのあり方にもつながるものである。

5 第2項 中小企業における資金調達の課題

10 中小企業は、事業性を評価した融資を金融機関側に求めていることについて前項で述べた。事業性評価が注目された背景としては、成長性のある企業が資金を調達できていないとして、平成26年度の「日本再興戦略」にて「地域金融機関等による事業性を評価する融資の促進等」の方針が閣議決定したことに始まる。金融庁の「金融モニタリング基本方針」より財務データや担保・保証に必要以上に依存することなく、事業内容、成長可能性を適切に評価し、融資や助言を行う取組に重点が置かれた。また、平成29年度の金融行政方針において、持続可能なビジネスモデルの継続的な構築が必要とされた。それは、「金融仲介を客観的に評価できる共通の指標群の設定とそれを活用した深度ある対話・「見える化」の促進などを重点
15 施策として地域企業の経営課題やニーズの把握」に取り組むことで、助言や融資を行うということが重要ということである。将来的に、地域金融機関には、企業や産業の成長を支援するという役割が求められており、事業性評価融資はその有効な手段と考えられる。

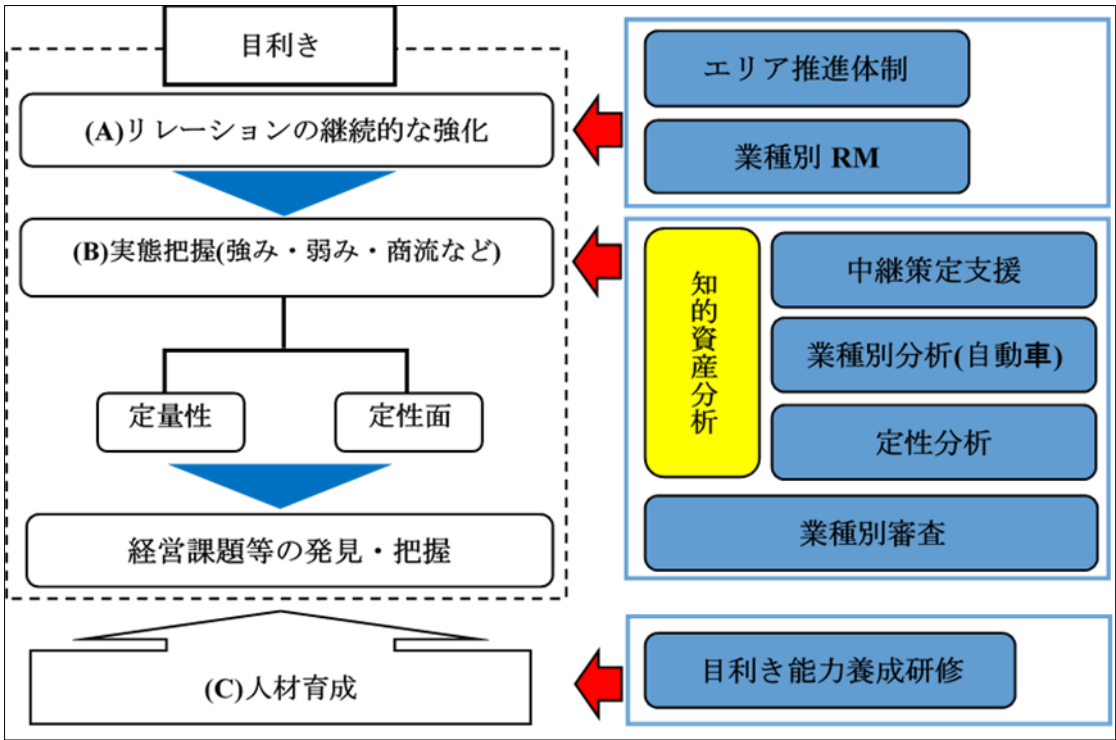
事業性評価融資は、取引先企業の「財務面」の定量的情報をもとに、事業内容や
20 成長性など「事業面」の定性的情報を加味して融資審査を行うため、経営者の経営能力や企業の強みといった知的資産評価を、正當に判断する目利き能力が求められる。では、目利き能力とは一体何なのか。

経済産業省の「第4回 地域企業 評価手法・評価指標検討会」で取り上げられた広島銀行の事例によると、彼らは目利き能力を『「企業実体の現状分析」＋「今後の方向性策定」』の能力と定義している。その定義のもとに、目利きをリレー
25 ションの継続的な強化から始め、定性分析や業種別分析などの知的資産分析によって、定量面と定性面から対象企業の実態を把握し、経営課題の発見・把握を行うという段階的な取り組みと同時に、人材育成として、営業現場での目利き能力の養成

研修を執り行っている。広島銀行では、ヒアリングシートである定性分析を核とした事業性評価を行っており、取引先とのリレーションの強化を図り、強み・弱み、成長可能性を見極め、これらを判断材料として融資推進の解決策の提供を行うコミュニケーションツールとしての役割を与えている取り組みを【図 9】で示した。

5

【図 9】「広島銀行における目利きの位置づけとその取組み」



出典：経済産業省（2015）「第4回 地域企業 評価手法・評価指標検討会、広島銀行の事業性評価への取組み」、p.2 より筆者作成

10

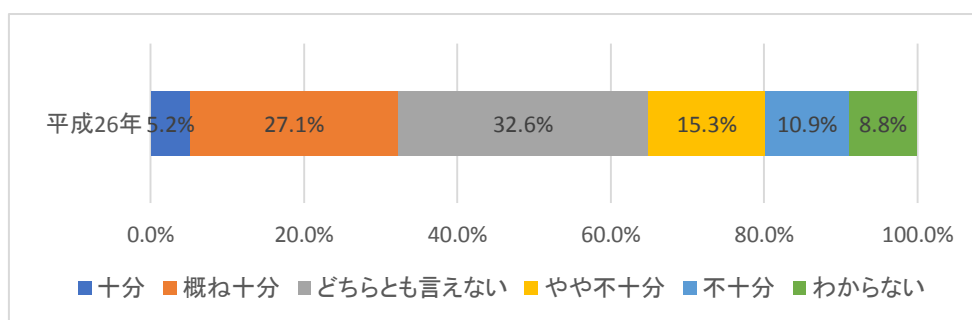
この点に関して、経済産業省はローカルベンチマークというコミュニケーションツールを作成している。このベンチマークによって企業の経営状態が把握され、企業と金融機関・支援機関等との対話が、有効に行われることが期待されている。しかしながら、資金需要の減少や銀行間の低金利貸出競争などが顕著となった現在の地域金融に求められているのは、ベンチマークとしての評価基準ではない。そうではなく、他行との差別化を図る上で、ベンチマークを応用し、地域の産業を的確に評価できる地域銀行独自の評価ツールが必要なのである。広島銀行は、定性分

15

析を含む専門的な情報収集を行うために、約 1,000 にもおよぶ質問を決めたヒアリングシートを用いた中期計画策定支援や地元企業であるマツダ株式会社を筆頭とした地域経済の影響が大きい、自動車サプライヤーへの分析を行っている業種別分析など、専門的な質問手法に関するもととなった知的資産分析は、コンサルティング業務の高度化を目的として計画された。地域銀行独自の評価ツールの作成やこれらを効果的に利用するには、コンサルティングを担当する行員のコミュニケーションやヒアリング能力が前提とされている。広島銀行の「目利きの位置づけ」におけるそれぞれの段階において、多くの面談やヒアリングを通した分析が行われており、これらは、取引先の事業性の評価やニーズを把握する上での基本的なアプローチといえる。

しかしながら、金融庁が行った地域密着型金融の評価に関するアンケート結果によると、約 7 割の地域金融機関で事業性評価が十分に評価されていない【図 10】。これは、担当者の頻繁な人事異動によって、当該企業や当該業種に対する理解が深まらないことに加えて、金融庁の金融検査マニュアルを順守してきたことによる、行員のコミュニケーションやヒアリング力の低下が、大きな理由であると考えられる。われわれは、これらの欠点を克服し、事業性評価融資を推進するためには、「目利き能力」向上のための人材の育成が最優先課題であると考えた次第である。

【図 10】「目利き能力を発揮し、顧客企業の事業性を評価する能力」



出典：金融庁（2016）「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート調査結果等の概要」p.6 より筆者作成

第2節 ベンチャー企業における資金調達の現状と課題

第1項 ベンチャー企業における資金調達の現状

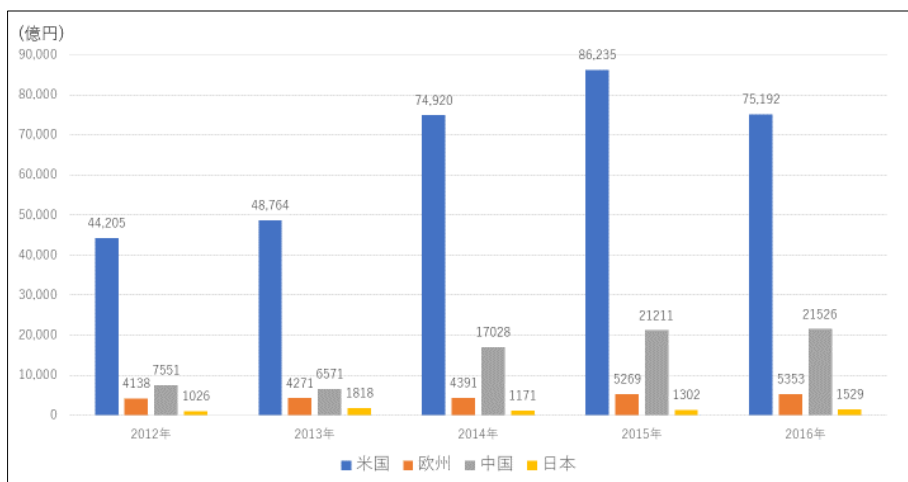
本節においては、ベンチャー企業が直面している現状や課題について述べる。
現在、日本のベンチャー企業は、大企業と比較した際、資金調達の面で困難を抱
5 えていることが判明した。その理由の一つとして、ベンチャー企業と金融機関・
投資家との間に存在する「情報の非対称性²²」が挙げられる。この「情報の非対
称性」を緩和することで、ベンチャー企業の資金調達を円滑に進めることができ
る。本節では、ベンチャー企業の資金調達を円滑に進めるために、ベンチャー企
業のアーリー期において重要な役割を果たすベンチャーキャピタル(以下 VC と略
10 称)の活用方法をもとに考察を深める。

まず初めに、投資家がベンチャー企業に対して行うベンチャー投資について考
察を行う。以下の【図 11】より、米国・欧州・中国との比較を行うと日本は、ベ
ンチャー投資額が 2012 年から横ばいに推移していることが分かる。一方で、

【図 12】より、2012 年において、日本は 824 件から 2016 年には 1387 件と増加
15 傾向であることが考察できる。また、上記の【図 11】と【図 12】より米国・欧
州・中国と日本との比較を行うと、ベンチャー投資の規模や件数は少ないという
ことが分かる。

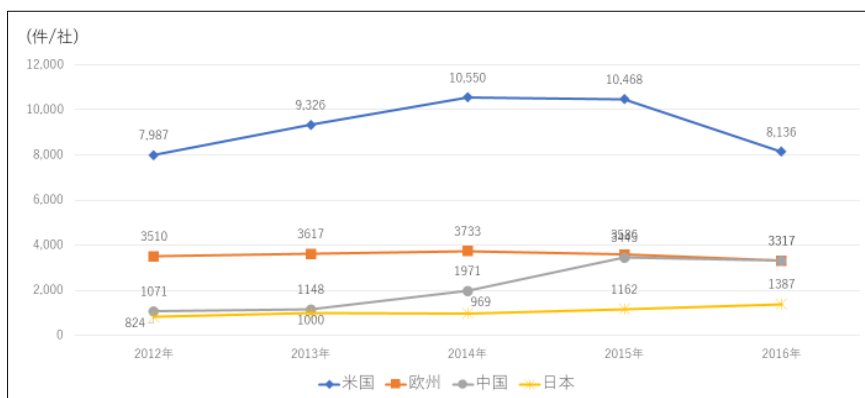
²² 「情報の非対称性」とは、企業が持つ情報と、投資家が認識することのできる情報は同一なものではなく、双方で情報と知識の共有ができていない状態である。

【図 11】ベンチャー投資の国際比率(金額：米国・欧州・中国・日本)



出典：『ベンチャー白書 2017』 p. I -50 より筆者作成。

【図 12】ベンチャー投資の国際比率(件数/社数：米国・欧州・中国・日本)



出典：『ベンチャー企業白書 2017』 p. I -50 より筆者作成。

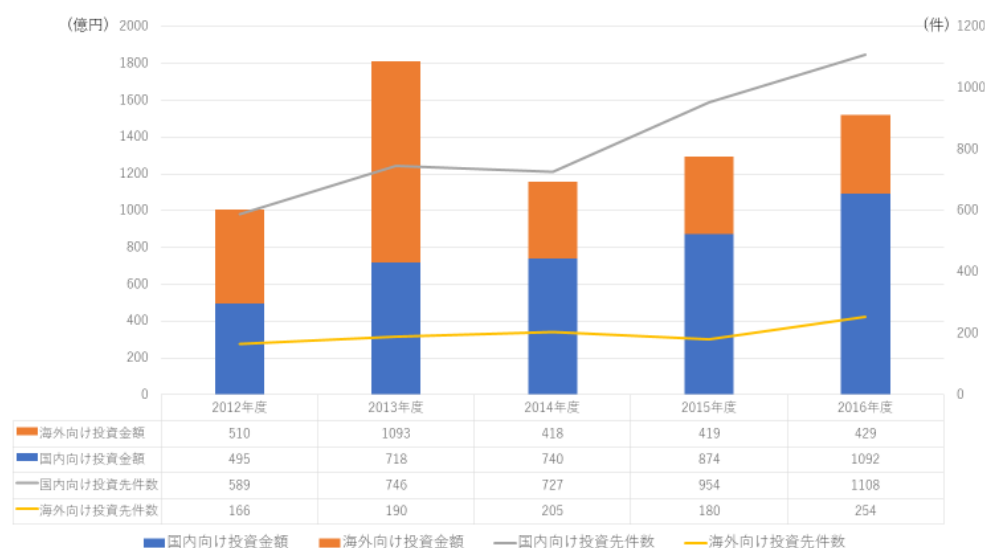
しかしながら、【図 13】より、日本のベンチャー投資市場における国内向け投資金額・国内向け投資先件数は持続して増加傾向にある。この現状は、スタートアップ企業に対する支援政策などを追い風に、ベンチャー投資市場への資金の流れが続いていることが理由であろうと考えられる。また、アベノミクスの第三の矢である「成長戦略」の中の一つにある「日本版スチュワード・シップ」が機関投資家の投資を持続させ、日本のベンチャー投資市場における国内向け投資金額・国内向け投資先件数は持続して増加傾向へと寄与している。「日本版スチュ

ワード・シップ」は、機関投資家がとるべき行動規範が掲げられており、受託者の責務として企業の持続的成長に寄与するように規定したものである。機関投資家とは、託銀行や生命保険会社、政府系金融機関など、何億、何兆円という資金を株式や債券で運用する大口投資家のことを指しており、三井住友信託銀行では、

5 現在約 52 兆円の資産を運用している。そのうち国内株式は 24.4%の約 12 兆円に値している²³。このように、機関投資家は日本経済の家計の資金を集約し、専門家として運用を行なうため期待される役割が大きい。また、アメリカのベンチャー投資が盛んになった理由として、機関投資家のマネーが VC に流入し、プライベート・エクイティ・マーケット²⁴が急成長したことが理由として考えられているため、機関投資家はベンチャー市場にとって非常に重要な役割を果たしている。

10 そのため、日本のベンチャー投資市場が持続的に成長するためには、機関投資家たちの資金運用をより活発に行うことが必要とされる。

【図 13】国内外の投資金額と投資件数の推移



出典：『ベンチャー白書 2017』より筆者作成。

²³ 朝日新聞「日本の未来を支える投資家のお話。スチュワードシップってなんだ？」
<http://www.asahi.com/ad/globalj/smtb/>

²⁴ プライベート・エクイティ・ファンドとは、複数の機関投資家や個人投資家から集めた資金を基に事業会社や金融機関の未公開株を取得し、同時にその企業の経営に深く関与して「企業価値を高めた後に売却」することで高い IRR を獲得することを目的とした投資ファンドである。

第2項 ベンチャー企業における資金調達の課題

現在持続的に成長しているベンチャー市場において以下の2の問題点が存在している。2つの問題点とは、「ベンチャー企業と投資家との繋がり」、「ベンチャー企業とVC・投資家との情報の非対称性」である。

- 5 まず初めに、「ベンチャー企業と投資家との繋がり」に関して、日本においてはベンチャー企業と投資家を繋げる公的機関は存在しておらず、民間企業がベンチャー企業と投資家との拠点になっている。Startup List社は日本においてベンチャー企業と投資家とを繋げる役目を果たしており、この手法はP2Pレンディング²⁵と呼ばれるものである。P2Pレンディングを促進するために、Startup List
- 10 社は投資家たちに、特定のベンチャー企業の情報開示を行い、起業家と投資家との間に存在する情報の非対称性を縮小させている。また、先述したように、ベンチャー市場にお金が入ることによりベンチャー市場が持続的に成長することが見込まれる。

- 15 しかしながら、P2Pレンディングを行っている企業は、貸金業法による規制や、与信及び回収ノウハウを有するノンバンクとの対抗が困難であり、日本においては広く普及されていない。この点が課題として挙げることができる。

- 20 最後に、「ベンチャー企業とVC・投資家との情報の非対称性」について、前項において触れた「情報の非対称性」であるが、ベンチャー企業にもこの問題は存在している。ベンチャー企業は情報開示の義務がないため、ベンチャー企業とVC・投資家との間に情報の非対称が存在する。この「情報の非対称性」を緩和することで、ベンチャー企業の資金調達は円滑に進むと見込まれる。

²⁵ ウェブサイトを通じてお金を貸したい個人とお金を借りたい個人を結びつける融資手法のこと。

第4章 望ましい資金調達の在り方、ならびに実現に向けた方策

本章においては、ここまですを踏まえて、中小企業、ベンチャー企業における望ましい資金調達のあり方、ならびに実現に向けた方策について述べていく。

5

第1節 全国型行員派遣制度

まず、中小企業の望ましい資金調達のあり方について述べる。第2章において、事業性評価融資に向けた「目利き能力」向上のためには、地域金融機関における人材の育成が課題であると述べた。本章の本節において、われわれは、その課題を解決するための策として企業への全国型行員派遣制度を提案する。

10

行員派遣制度は山梨中央銀行が2012年4月から行っている地元の地場産業を中心とする企業へ行員を1年間派遣する制度である。企業が抱える課題を、派遣先企業での実務を通して認識し、課題の解決に向けた解決策を現場から学ぶことで、目利き能力の向上と、地元企業との親身な関係に繋がる人材育成制度として実施している。その取組みとして、派遣を希望する行員を1年間、当行の融資先企業に限らず、山梨県の企業へ派遣し業務に行かせる。派遣された行員が行う業務内容に関しては、経理・財務関係以外の業務に従事させるよう、派遣先企業に予め依頼しておく。派遣行員の給与・福利厚生や旅費等は、全て山梨中央銀行が負担を行う。派遣を終えた行員には、派遣先企業や当行に対する提言をまとめたレポートを提出させ、それをもとに、当該企業の経営課題の把握、及び、課題の改善に結びつく提言に基づいたサービスの提供を取り行うというものである。

15

20

行員派遣制度のメリットは、派遣先の経営状態や地域との関係などを現場から学び、決算書の数字だけでは分からない企業の情報を把握することができるという点である。実務体験を通して感じる新たな課題の発見が期待できるため、企業の立場、地域住民や取引先企業や行政機関など、あらゆる立場からものを考えることができるようになる。それゆえ、より経営者目線での考え方の理解に結びつくことで、コンサルティング人材の育成が可能となる。

25

しかしながら、事業性評価における問題点としては、地域金融機関に専門人材や

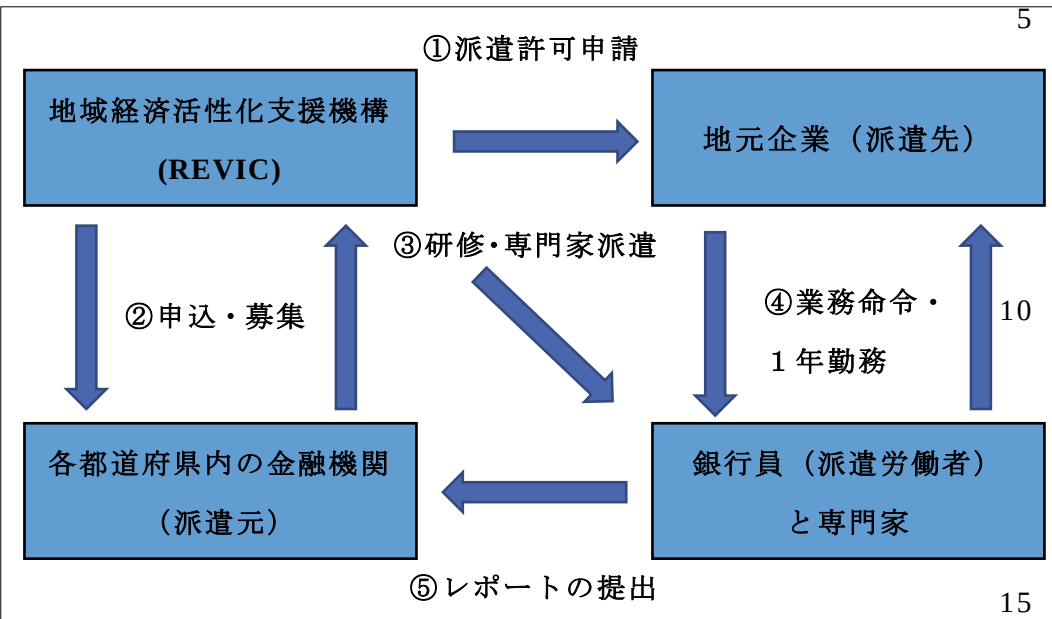
ノウハウがないため、企業の経営課題が把握できない。そのため、その解決に向けた適切な方策の策定やアドバイスができずに、目利き能力の向上につながらない可能性がある。そこで、地域経済活性化支援機構（以下、REVIC）を仲介とした専門家を同行した行員派遣制度を行う。

- 5 REVIC とは、中小企業を支える金融機関へノウハウを移転・浸透し、定着させることを目的とした官民ファンドである。REVIC の業務は多岐に及んでいる。その業務の中に「特定専門家派遣業務」と呼ばれるものがある。具体的には、地域経済の活性化や中小企業等の事業再生が持続的に行われるようにするために、地域活性化や再生ノウハウを蓄積した専門家を派遣するというものである。特定専門家
- 10 派遣契約を結ぶ金融機関等が、支援する事業者に対して事業性評価や課題解決に対する助言を行い、金融機関はそれをもとに経営改善・事業再生支援を行うというものである。

- 提言の仕組みとしては以下の【図 14】の通りである。行員派遣制度を REVIC の特定専門家派遣業務の一つとして取り入れ、すでに存在する短期トレーニー制度
- 15 の長期研修版とする。1 年間の勤務や派遣行員が行う業務内容規定や費用負担（専門家への報酬も含む）は山梨中央銀行と同じものとする。まず、各都道府県に、業種別中小企業 1~2 社を目処に、REVIC が行員派遣についての許可を取る。企業の派遣許可を得たら、web などを通じて、地域ごとに金融機関への募集を行う。この際、地域密着型金融をより深めるために、派遣先である地元企業の属する各都道府
- 20 県内の金融機関に限り、参加ができることとする。REVIC は、実際の派遣行員を決めるにあたり、法人融資の経験者や、企業審査の経験者を、募集する。REVIC は、募集してきた人物の選考を行い、どの人物を実際に企業に派遣するのかということを決める。この制度は、少人数制で行い、1 社につき、行員 2~3 人で構成される。派遣される行員が決まると、事業性評価、事業再生等に必要な基礎研修を受け
- 25 させ、当該行員に、派遣先企業で 1 年間の実務体験を担ってもらう。この際、派遣行員は、四半期ごとに REVIC の専門家のもとに報告を行い、指導を受けながら、その指導を加味した経営改善・事業再生支援に向けた提言を、1 年間かけて策定する。派遣終了後、専門家の指導のもとに、派遣先企業や当行に対する提言をまとめたレポートを提出し、それをもとに中小企業の経営課題の把握、及び、提言に基づ

いた金融機関独自のサービスの提供や、それに向けた改善に役立てるというものである。

【図 14】「全国型行員派遣制度」



出所:筆者作成

この制度に期待できることは、研修や専門家の指導を通じて、われわれが望ましいと考える事業性評価融資の呼び水としての役割を果たすと同時に、現場で働く
20 従業員の声にも直接触れることができ、従業員が、企業に対して感じる疑問や悩み
など、当該経営者が把握しきれていない実情を入手することで、深度ある当該企業
にとって有効なコンサルティング能力の育成ができるという点である。

中小企業を支える地域金融機関が、地域密着型金融を定着させる上で、事業性評
価は長年の課題であった。企業の知的資産を把握することで、成長性のある企業で
25 あるか否かの判断は、財務情報だけでは判断することが難しい。そこで、中小企業
が抱える経営課題を、地域の金融機関が直接把握することが重要であると考えた。
それを実現するためには、行員の目利き能力の向上が必要不可欠である。ここで提
案した行員派遣制度は、多くの中小企業を支える地域金融機関において、事業性評
価融資をより実りあるものとするための一つとなるであろう。

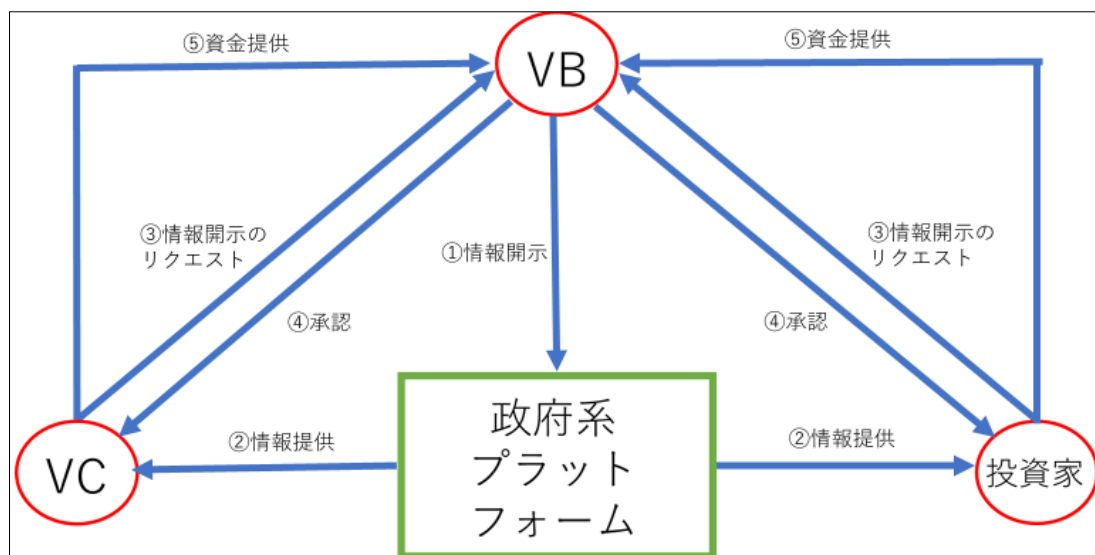
第2節 新システムの普及

第3章第2節においては、ベンチャー企業の資金調達の課題を、「ベンチャー企業と投資家との繋がり」、「ベンチャー企業と VC・投資家との情報の非対称性」と明確にした。本節では、その課題点を解決する提案について述べる。

- 5 第3章第2節の考察により、「ベンチャー企業と投資家との繋がり」について、P2P レンディングを行っている企業は、貸金業法や金融商品取引法による規制や、与信及び回収ノウハウを有するノンバンクとの対抗が困難であることから、P2P レンディングが普及しないことがベンチャー企業と投資家との繋がりを減らしていることが分かった。また、「ベンチャー企業と VC・投資家との情報の非対称性」に
- 10 ついても、ベンチャー企業と VC・投資家との間に情報の非対称が存在しているためにベンチャー企業が資金調達を円滑に行えないことが分かった。

以上 2 つの問題点を考察したうえで、ベンチャー企業にとっての望ましい資金調達のあり方として、【図 15】のシステムを提案する。

15 【図 15】新システム関連図



出典：筆者作成。

注)VB とはベンチャー企業のことを指す。VC とはベンチャーキャピタルのことを指す。

上記の【図 15】は、ベンチャー企業と VC、投資家を取り巻く相関図を示している。政府系プラットフォームとは、情報の蓄積を行うウェブ上の情報管理システムのことであり、この情報管理プラットフォームの設置を提案する。

- このシステム内においては、クラウド会計ソフトを利用する。その理由として、
- 5 企業が利用している既存の情報管理手法では、財務諸表の作成などコスト発生の難点を抱えている。そこで、既存の情報管理手法をクラウド会計システムへと代替させてしまう案を提案する。このクラウド会計システムとは、フィンテック²⁶技術を用いたものであり、経営を行う上で常に発生する仕分けなどの会計・経理作業を、クラウド会計システムにより処理することで、銀行の取引データから直接経理の
- 10 処理ができるようになる。これにより、数字の入力ミスや打ち込み作業が削減されることになる。また、クラウド会計ソフトの導入には、それほど資金を必要としないため、導入のハードルは高くないと考えられる。また、このクラウド会計ソフトを利用する利点として、企業に投資を行った者が、クラウド会計ソフト管理者により会計データを常に見る設定を行うことができるので、出資者・投資者はこれ
- 15 までよりも、より正確でタイムリーな情報分析ができるようになる。

- また、この政府系プラットフォームの管理者として、産業革新機構²⁷による運営を提案する。その理由として、この機関の投資基準として、「社会的ニーズへの対応」、「成長性」、「革新性」という 3 つの基準により、投資の判断を行っており、新システムを利用するベンチャー企業は、上記の基準を満たした企業のみ参画でき
- 20 る管理方法にする。また、上記の基準を満たしているかの判断は、産業革新機構が判断することにする。上記の限定的な範囲にした理由として、質の高いベンチャー企業育成につながると考察したからである。また、資金提供を受けるベンチャー企業のプロセスとして、①『情報開示』②『情報提供』③『情報開示のリクエスト』④『承認』⑤『資金提供』の流れで行うことを提案する。また、このシステム内に
- 25 おいて VC や投資家は、プロフィール登録制にする。この制度にすることで、過去に出資を行った企業からの評価を行うことが可能になり、実績を積んだ VC や投資

²⁶ ファイナンス(Finance: 金融)とテクノロジー(Technology: 技術)の造語

²⁷ 旧産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法(産業再生法)・現在の産業競争力強化法に基づき設立された官民出資の投資ファンド

家による出資は、ベンチャー企業の信頼性を高めることができる。

新システム内におけるベンチャー企業からの①『情報開示』であるが、金融商品取引法の「有価証券の募集」²⁸に該当しないようにするため、ベンチャー企業がプラットフォーム内に開示することができる情報は、「事業概要」に限定する。この

5 「事業概要」は、どのような事業を行っているかなどの情報であり、財務情報などの企業内部の詳細な情報ではない。

次に、VC や投資家への②『情報提供』の場合、政府系プラットフォームから、情報開示の際に提示した「事業概要」のみの検索を可能にし、業界別などのカテゴリーに分類し、情報の検索を行うことを提案する。

10 次に、②『情報提供』において、あるベンチャー企業の「事業概要」に興味を示した VC や投資家は、そのベンチャー企業に対し、企業内部などの詳細な情報の開示を行うようにコンタクトをとり、③『情報開示のリクエスト』を行う。

次に、VC や投資家からコンタクトが届いた企業は、企業内部の詳細な情報を、VC や投資家に開示することの④『承認』を行う。この際の VC や投資家に対して

15 の情報開示であるが、金融商品取引法に該当のために、「月 6 回まで」に限定することにする。また、このシステム内においては、VC や投資家は、プロフィール登録制を採用する。そのため、信用性の低い出資者に対して、情報の開示を断ることも可能である。

以上のプロセスを踏んだうえで、VC や投資家は、対象のベンチャー企業に⑤『資金提供』を行う。また、このシステム内では、クラウド会計ソフトを利用しているため、資金提供の後、出資者・投資者は、クラウド会計ソフト管理者により会計データを閲覧することを可能にすることで企業内部の情報を常に把握することが可能になる。そのため、財務の面から出資者とともに、経営戦略を考えることやモラルハザードを防ぐことが可能になる。

²⁸ 新たに発行する有価証券を 50 名以上の適格機関投資家以外の者に取得の申込みの勧誘をする行為のうち、特定投資家だけに勧誘すること以外の行為を指す(金融商品取引法第 2 条 3 項第 1 号)。仮に 50 名以上に「勧誘」した場合、内閣総理大臣へ「有価証券報告書」を提出する義務が発生し、「金融商品取引監査」を受ける必要が発生する。50 名未満への取得勧誘であっても、6 ヶ月以内に発行された同一種類の有価証券の取得勧誘対象者が、6 ヶ月間の通算等により 50 名以上となる場合も該当する。そのため、本システム上では月 6 件の制限(6 ヶ月間最大 36 件)とし、システム外での「勧誘」行為にもバッファを設けるようにしている

以下、このシステムが第4章で提示した課題を解決する理由について説明していく。まず、このシステムを利用することにより、「ベンチャー企業と投資家との繋がり」における問題は解消され则认为している。その理由として、このシステム内においては、貸金業法、金融商品取引法に該当しておらず、産業革新機構による運営のため、信用度の上昇が見込まれるからだ。また、政府系機関が P2P レンディングに寄与する例として、英国においては、政府系の金融機関 (British Business Bank) を通じて、P2P レンディング業者に総額 2 億ポンドの資金を拠出している (Atz and Bholat [2016] p. 20)。P2P レンディング業者は、政府から拠出された資金を、貸手の資金提供額が借手の資金調達希望額に満たない場合に、その不足額を補うかたちで主に利用している。また、P2P レンディング業者を通じた融資から生じる利子の税務上の取扱いについて、2016 年 4 月から、個人貯蓄口座 (Individual Saving Account: ISA) の対象としており、P2P レンディング業者を通じた融資は税制上の優遇措置を受けられる (HMTreasury [2015] p. 3)。²⁹ 上記のような政府系機関が、P2P レンディングに携わることで、P2P レンディングが普及し活性化すると考察したため、このシステムを政府系機関が運用し、利用を促すことで、この手法が普及し、ベンチャー市場の活性化につながるのではないかと考察した。

次に、「ベンチャー企業と VC・投資家との情報の非対称性」の問題点について述べる。ベンチャー企業と VC や、投資家との間に情報の非対称が存在しているためにベンチャー企業が資金調達を円滑に行えないという問題に関しても、このシステムを利用することにより、ベンチャー企業と投資家との情報の非対称性は緩和されると考察した。その理由として、VC と投資家との情報の非対称性を緩和するためには、財務情報や、企業内部の詳細な情報を開示し、出資を行った後も企業の財務情報を把握することにより緩和されると考察している。そのため、この新システム内において、ベンチャー企業と VC や投資家と直接、コンタクトをとる機能をつけることで、詳細な情報を提供する場を設ける点と、出資後に財産を適切に利用しているかを確認できるクラウド会計を介した情報の透明性を上げることで、双

²⁹ 日本銀行金融研究所 (2018) 『P2P レンディングの仕組みと法規制』p.115 より引用。

方間との情報の非対称性は緩和されると考察した。

以上のように、【図 15】のシステムを利用することにより得られる利便性や効率性を考察すると、ベンチャー市場の活性化、ひいては日本経済の活性化、拡大が見込まれると考えた。

5

おわりに

本稿では、日本経済を支える中小企業とベンチャー企業の特徴と課題について述べた上で、中小企業とベンチャー企業の資金調達における問題点について述べた。さらに、さまざまな資金調達手段について、直接金融、間接金融、公的金融のそれぞれの資金調達の現状を示し、資金調達における大企業との比較をした上で、われわれが考える中小企業とベンチャー企業の資金調達における課題を掲げ、それを克服するために、以下の提言を行った。

中小企業では、地域密着型金融を定着させる金融機関の事業性評価を大きな問題として位置づけた。われわれは、事業性評価を行う上で、前提となる企業を判断する「目利き能力」の向上には、担当者の頻繁な人事異動による当該企業や当該業種に対する理解が深まらないことや、金融庁の金融検査マニュアルを順守してきたことによって、行員によるコミュニケーションやヒアリング力に課題があるとし、その課題解決のためには、地元企業への職場体験を通すことで企業目線に立ち、経営課題を現場から学ぶ行員派遣制度を、REVIC を介し、全国的に展開することで事業性評価融資の呼び水とする「全国型行員派遣制度」の提案をした。

ベンチャー企業においては、「ベンチャー企業と投資家との繋がり」、「ベンチャー企業と VC・投資家との情報の非対称性」の 2 つの問題点を挙げ、これらの問題点を緩和するために、産業革新機構を主体とした P2P レンディングの新システムの普及を提案した。政府系機関が行うことで、信頼性がある P2P レンディングができ、ベンチャー企業と VC や投資家と直接、コンタクトをとることで、詳細な情報を提供する場を設けること、出資後に財産を適切に利用しているかを

確認できるクラウド会計を介して情報の透明性を上げることで、双方間との情報の非対称性は緩和され、円滑に資金調達を行うことができると考えた。

これらの提言によって、中小企業やベンチャー企業が抱える「資金調達」という大きな課題について、本稿で挙げた提言が課題の解決、また日本経済そして地方経済の発展に繋がる鍵となることを祈念し、本稿の締めくくりとする。

10

15

20

参考文献

書籍

青山正和（2011）『精読 中小企業論』同友館

- 5 秋山義継・松岡弘樹（2015）『ベンチャー企業経営論〔改訂版〕』税務経理協会。

岡村秀夫・田中敦・野間敏克・播磨谷浩三・藤原賢哉（2017）『金融の仕組みと働き』有斐閣。

金井一頼・角田隆太郎（2002）『ベンチャー企業経営論』有斐閣。

株式会社 商工組合中央金庫（2016）『中小企業の経済学』千倉書房

- 10 長谷川博和（2018）『〈初めての経営学〉ベンチャー経営論』東洋経済新報社。

松田修一（2014）『ベンチャー企業』日経新聞株式会社。

藪下史郎・武士俣友生（2006）『中小企業金融（第2版）』東洋経済新報社

15 ウェブサイト

- 日本政策金融公庫「2017年中小事業のご案内」

(<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/pdf/2017jfs03.pdf>) 2018年10月22日アクセス

- 経済産業省（2015）「広島銀行の事業性評価への取組み」

- 20 (http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/chiikikigyo_hyoka/pdf/004_s02_00.pdf) 2018年10月23日アクセス

- 経済産業省「エンジェル税制の仕組み」

(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/structure/index.html>) 2018年10月23日アクセス

- 25 • 経済産業省「ローカルベンチマーク」

(http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/locaben/) 2018年10月23日アクセス

- 経済産業省（2016）「平成 29 年度 経済産業関係 税制改正について」
(http://www.meti.go.jp/main/zeisei/zeisei_fy2017/161215a/pdf/161215a002.pdf) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 中小企業庁（2016）「2016 年版中小企業白書」
5 (http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 中小企業庁（2007）「2007 年版中小企業白書 付注 2-3-3」
(http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h19/h19_hakusho/index.html) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 10 • 中小企業庁(2018)「2018 年度版中小企業白書」
(http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/PDF/chusho/00Hakusyo_zentai.pdf) 2018 年 10 月 23 日アクセス
- 日本政策金融公庫「サービスのご案内」
(<https://www.jfc.go.jp/n/service/index.html>) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 15 • 地域経済活性化支援機構(REVIC)「特定専門家派遣業務」
(<http://www.revic.co.jp/business/expert/index.html>) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 金融庁（2008）「金融庁アジアの地域金融の経緯と現状」
(<https://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/event/20080430/10j.pdf>) 2018 年 10 月
20 23 日 アクセス
- 金融庁（2014）「金融モニタリング基本方針」
(<https://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 金融庁（2017）「平成 29 年事務年度 金融行政方針」
25 (<https://www.fsa.go.jp/news/29/2017StrategicDirection.pdf>) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 金融庁（2017）「金融検査・監督の考え方と進め方（検査・監督基本方針）」
(https://www.fsa.go.jp/news/29/wp/supervisory_approaches.pdf) 2018 年 10 月 23 日 アクセス

- 全国銀行協会（2016）「地方創生に向けた銀行界の取組みと課題」
 (https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news280329_1.pdf) 2018
 年 10 月 23 日 アクセス
- 5 • 参議院（2007）上原 啓一「中小企業における資金調達の課題～売掛債権担保
 及び動産担保の活用に向けて～」
 (http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 10 • 日本総合研究所（2014）「今必要とされる CVC への取り組み～既存企業とベン
 チャー連携促進に向けて～」
 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7667.pdf>)
 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 大和総研（2013）大田珠美 「中小企業金融のリスク偏在を考える」
 (https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20130301_006839.pdf) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 15 • 大和総研（2012）奥谷貴彦 「ベンチャー企業の資金調達」
 (<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12030201capital-mkt.pdf>) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 帝国データバンク(2013)「中小企業の資金調達構造と社債利用」
 (<http://www.tdb.co.jp/bigdata/articles/pdf/trading12.pdf>) 2018 年 10 月 23
 20 日 アクセス
- 三菱 UFJ 投資信託銀行（2015）「クラウドファンディングとその特性」2015
 年 9 月号 (https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/pdf/u201509_1.pdf) 2018
 年 10 月 23 日 アクセス
- Startup List 社 ホームページ
 25 (<https://www.startuplist.jp/StartupList.pdf>) 2018 年 10 月 25 日アクセス

- 三菱 UFJ 投資信託銀行（2015）「クラウドファンディングとその特性」2015 年 9 月号 (https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/pdf/u201509_1.pdf) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 経済産業省（2017）「ベンチャー支援に関する取組について」
5 (http://www.soumu.go.jp/main_content/000542161.pdf) 2018 年 10 月 24 日
アクセス
- 金融庁（2017）「『責任ある機関投資家』の諸原則」
(<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>) 2018 年 10 月 25
日アクセス
- 10 • Global Entrepreneurship Monitor (2007) 『GEM 2007 GLOBAL
REPORT』(<https://www.gemconsortium.org/report/47106>) 2018 年 10 月 25
日アクセス
- 八幡 恵介（2008）「投資できる企業 できない企業」
(<https://tanken.com/kigyo/index.html>) 2018 年 10 月 25 日アクセス

15 •

論文

- 蟻川靖浩 宮島英昭（2016）「銀行と企業の関係：歴史と展望」 組織化学 49
巻
(https://www.jstage.jst.go.jp/article/soshikikagaku/49/1/49_19/pdf) 2018 年
20 10 月 23 日 アクセス
- 左光 敦（2018）『P2P レンディングの仕組みと法規制：英国の P2P レンデ
ィング規制を中心に』
(<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk37-1-5.pdf>)
- 東洋大学経営力創生研究センター リサーチアシスタント 清水健（2010）
25 「コーポレート・ベンチャー・キャピタルの役割の展開に関する日米比較」『経
営力創生研究』第 6 号
(<https://www.toyo.ac.jp/uploaded/attachment/940.pdf>) 2018 年 10 月 23 日 ア

クセス

調査

- 5 • みずほ総合研究所（2016）「中小企業における資金調達の実態」
(https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl_info/working_papers/pdf/report20160715.pdf) 2018
年 10 月 23 日 アクセス
- 10 • 金融庁（2016）「金融機関の取組みの評価に関する企業アンケート調査」株式
会社 NTT データ研究所
(<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20160620-1/01.pdf>) 2018
年 10 月 23 日 アクセス
- 15 • 金融庁（2016）「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者
等の評価に関するアンケート調査結果等の概要」
(<https://www.fsa.go.jp/news/27/ginkou/20150821-2/01.pdf>) 2018 年 10 月 23
日 アクセス
- 名古屋証券取引所（2016）「2016 年度株式分布状況調査」
(www.nse.or.jp/market/statistics/table/files/j-bunpu2016.pdf) 2018 年 10 月
23 日 アクセス
- 20 • 日本証券業協会（2016）「平成 27 年度 証券投資に関する全国調査」
(http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/research_h27.html) 2018 年 10
月 23 日 アクセス
- 25 • 帝国データバンク 2017「ABL の課題に関する実態調査」
(http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL/12.pdf) 2018 年 10 月 23 日 アクセス

- 帝国データバンク（2018）「企業の多様な資金調達手法に関する実態調査」
(http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/itaku_houkoku/04.pdf) 2018 年 10 月 23 日 アクセス
- 経済産業省『平成 20 年度大学・大学院における起業家教育実態調査』
5 (<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/kigyokakyuikuhonpenhonbun.pdf>) 2018 年 10 月 25 日アクセス