

平成 29 年度証券ゼミナール大会

第 6 テーマ B ブロック

日本企業の資金調達のあり方



関西学院大学 阿萬ゼミナール

目次

序章	…p.3
第1章 中小企業について	…p.4
第1節 業種別・規模別	
第2節 段階別	
第3節 資金調達方法	
第4節 課題	
第2章 ベンチャー企業について	…p.20
第1節 段階別	
第2節 資金調達方法	
第3章 提言	…p.30
第1節 ABL 促進	
第2節 エンジェル投資家	
第3節 シンジケートベンチャーキャピタル	
終章	…p.44
参考文献	

序章

2020年の東京オリンピック開催に向けたインフラ整備の進展やアベノミクスによる景気改善の兆しも見られる一方、日本経済は少子高齢化や地方の過疎化等の様々な課題を抱えている。そこで、中小企業やベンチャー企業の資金調達の環境を整備することによって日本全体の競争力の強化につながり、様々な課題の解決が可能になるのではないだろうか。

近年、新規開業による雇用や経済活性化を目指し、ベンチャー企業と呼ばれる創業間もない独自性のある事業を行う企業の設立促進や成長を促す施策に焦点が当てられている。しかし、日本で経営経験について質問したアンケートでは、「現在事業を経営している」が9.8%、「事業を経営したことはあるが、すでにその事業には関わっていない」が8.2%で、「事業を経営したことがない」が82.0%という結果が出ている。そして事業を経営したことがない人に起業への関心について尋ねたところ、「起業に関心あり」が21.0%、「以前は起業に関心があった」が13.0%¹であった。以上の結果から日本人の起業意識が低いことがわかる。また起業に少しでも関心のある人への「何故起業をしないのか」という質問に対しての回答として、「自己資金の不足」と回答した割合が約半数を占め、その他の理由として「ビジネスのアイデアが思いつかない」「リスクが大きい」「経営に関する知識がない」等が挙げられている。

日本はマイナス金利政策等の金融緩和政策によって金融機関に融資の拡大を促し、少しずつ企業の資金調達環境は整備されている。しかし、依然として資金調達に課題を抱える企業は多い。持続的に企業がリスクを取りながら成長投資を行っていくためには、円滑な資金調達ルート確保が必要である。また、日本企業の99.7%を中小企業が占めていることから、中小企業の発展は欠かせない。そこで、主に中小企業・ベンチャー企業に焦点を当て、大企業と比較しながら分析を行っていく。

なお、中小企業の定義は中小企業基本法において定義されたものとし、ベンチャー企業の定義においては「創業からあまり時間が経っておらず、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」とする。

¹ 日本政策金融公庫（2017）p.5より参照。

本稿では中小企業の資金調達について、規模・業種の現状を分析し、段階別に必要な資金や資金調達方法について述べる。そしてベンチャー企業においても段階別の資金調達について述べた上で、資金調達の円滑化に向けて提言を行う。

5

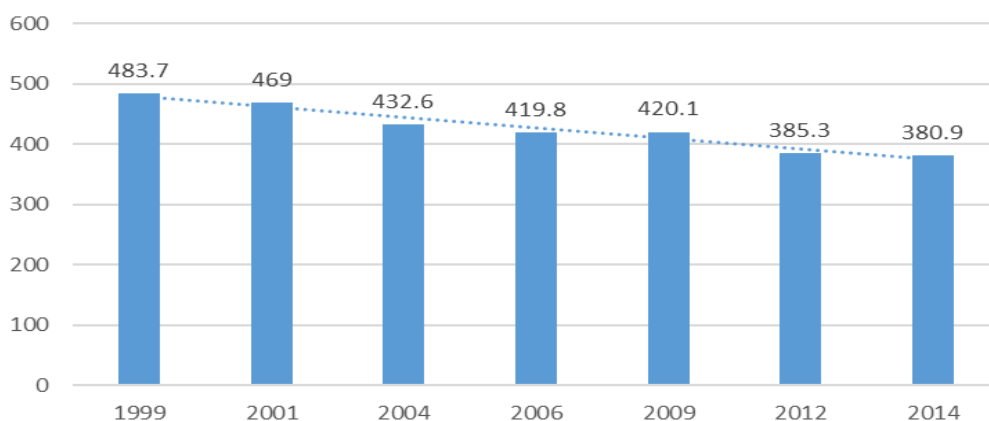
第1章 中小企業について

第1節 業種別・規模別

日本における中小企業の全体数は減少傾向にある。中小企業には小規模企業と中規模企業が存在しており、2012年から2014年で小規模企業の数
10 者減少しているが、中規模企業の数
は4.7万者増加している現状にある²。

【図表1】 中小企業の推移

(万者)



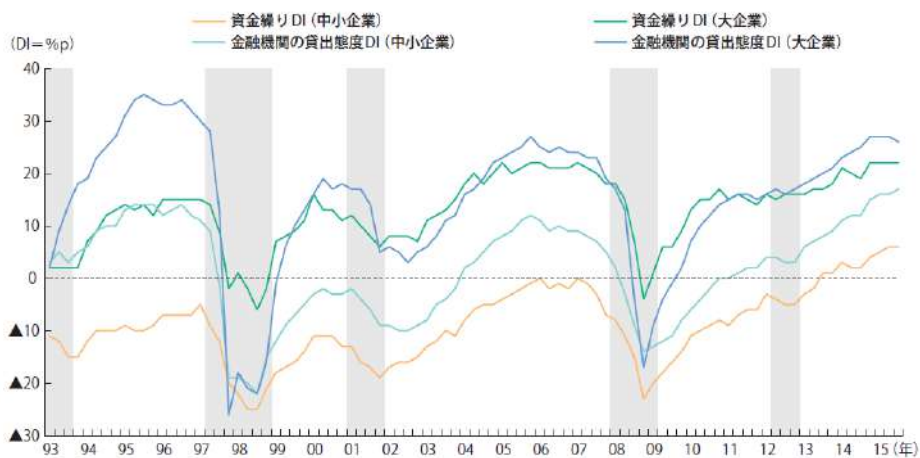
出所) 中小企業庁・2016・「中小企業白書 2016年版」・p.24

15 (http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/03Hakusyo_part1_chap2_web.pdf)

20

² 中小企業庁 (2016a) p.24 より参照。

【図表 2】 企業規模別に見た、資金繰り・金融機関からの借入難易度

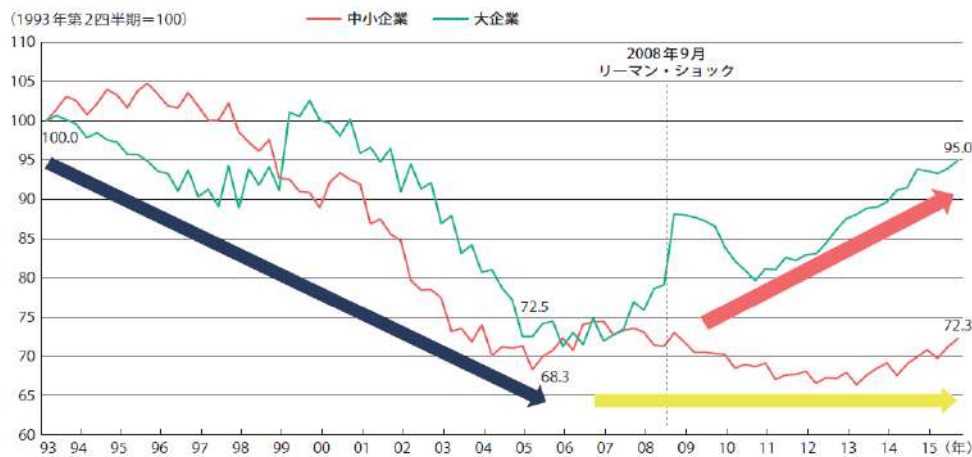


出所) 中小企業庁・2016・「中小企業白書 2016 年版」・ p.272

(http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf)

5

【図表 3】 企業規模別に見た金融機関からの貸出の推移



出所) 中小企業庁・2016・「中小企業白書 2016 年版」・ p.273

10 (http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf)

日本企業の資金繰り状況は景気の循環に対応する形で推移している。しかし、

大企業の資金繰り DI³値は基本的に 0 を超えているのに対し、中小企業は好況時でも資金繰り DI 値は 0 を超えることは少ない⁴。次に国内銀行から企業への貸出金総量の推移を見ると、大企業はリーマンショック時に急激に増減しているが、それ以降は拡大傾向にあることがわかる。一方、中小企業はリーマンショック後も減少傾向にあり、少しずつ拡大しているが依然として中小企業は大企業より資金調達が困難であるといえる。

前段落において中小企業の資金調達が困難だということを述べたが、具体的に中小企業のどの業種で資金調達が困難かを述べる。

10 【図表 4】 資金繰り DI

産業	2016 年				2017 年		
	1～3 月	4～6 月	7～9 月	10～12 月	1～3 月	4～6 月	7～9 月
全産業	▲13.7	▲14.1	▲13.7	▲13.8	▲13.1	▲11.4	▲11.3
製造業	▲11.8	▲13.4	▲12.2	▲12.0	▲11.4	▲10.0	▲9.4
非製造業	▲14.3	▲14.3	▲14.1	▲14.4	▲13.7	▲11.8	▲11.8
建設業	▲8.2	▲7.3	▲6.8	▲7.1	▲6.9	▲4.9	▲5.0
卸売業	▲9.5	▲8.8	▲9.0	▲8.2	▲6.6	▲6.6	▲4.1
小売業	▲20.7	▲20.4	▲20.9	▲21.4	▲20.4	▲18.2	▲18.9
サービス業	▲12.5	▲13.1	▲13.3	▲13.3	▲12.4	▲10.4	▲10.9

出所) 経済産業省・2017・「第 149 回中小企業景況調査 (2017 年 7-9 月期)」・

p.14

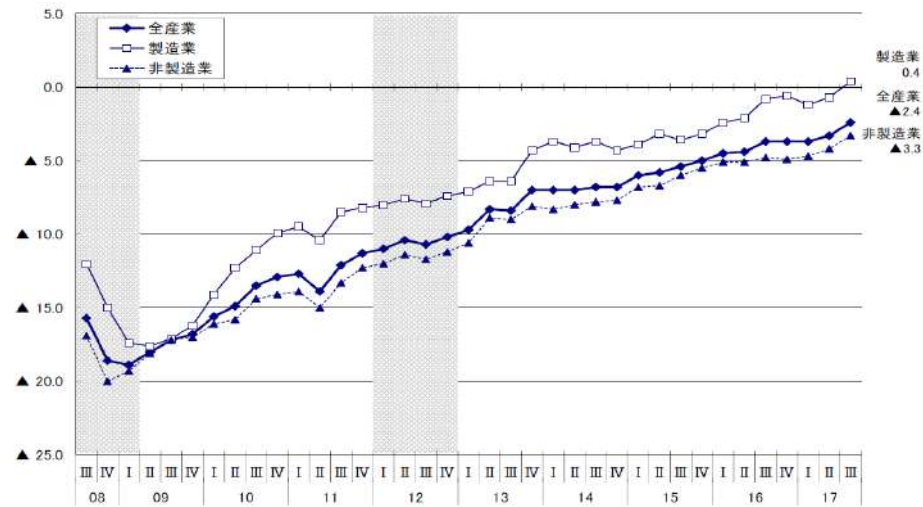
(<http://www.meti.go.jp/press/2017/09/20170928001/20170928001-1.pdf>)

15 どの業種も前期の上昇率や減少率を見ると大した差は感じないが、数値に注目すると小売業の状況が悪いと考えることができる。

³ 資金繰り DI は、最近の資金繰りについて「楽である」と答えた企業の割合 (%) から「苦しい」と答えた企業の割合 (%) を引いたもの。

⁴ 中小企業庁 (2016a) p.271 より参照。

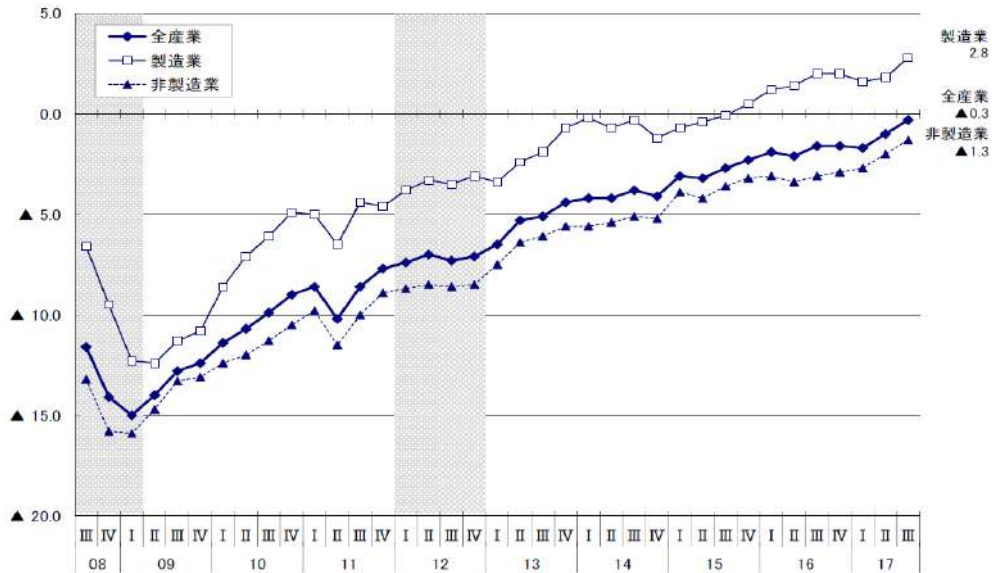
【図表 5】 中小企業の長期資金借入難易度 DI の推移



出所) 経済産業省・2017・「第 149 回中小企業景況調査 (2017 年 7-9 月期)」・
p.7

5 (<http://www.meti.go.jp/press/2017/09/20170928001/20170928001-1.pdf>)

【図表 6】 中小企業の短期資金借入難易度 DI の推移



出所) 経済産業省・2017・「第 149 回中小企業景況調査 (2017 年 7-9 月期)」・
10 p.7

(<http://www.meti.go.jp/press/2017/09/20170928001/20170928001-1.pdf>)

【図表 5】【図表 6】より、長期資金や短期資金の借入難易度 DI について、ほとんどの産業が上昇していることがわかる。その中でも特に製造業の DI 値はプラスの値を示していて好況なため、借入が容易に行えると考えることができる。一方、非製造業はまだ改善の余地があるといえる。

- 5 このように規模別・業種別の視点から中小企業の現状を見ると、中小企業の資金繰り DI は緩やかに上昇しているが、大企業と比較すると依然として資金調達は困難である。現在は特に非製造業が不況であるため、改善することが求められるだろう。

10 第 2 節 段階別

- 中小企業は各企業の目的によって成長発展企業、持続発展企業の 2 つに分類される。成長発展企業とは、事業拡大によって中堅事業化や株式上場などの成長発展を目指す企業のことである。また、持続発展企業とは生業維持を目的として持続発展を目指す企業⁵のことである。本稿では成長発展企業を中心に取り上げる。そして成長発展企業を創業期、成長・成熟期、危機期、低迷期・第二創業期に分類し、それぞれの段階において適した資金調達方法を明らかにしていく。以下、各段階の特徴や融資について述べる。

① 創業期

- 20 創業期とは、創業後間もない段階で事業が軌道に乗っていない時期である。この段階において事業者は自己資金が少なく資金に余裕がない状況であり、テナント料や設備資金、広告宣伝費等のインシヤルコストや事業が軌道に乗るまでの運転資金が必要とされる。また、企業の事業リスクを判断する過去の財務データ等の定量情報や経営者の素質を判断する定性情報が不足しており、安定した売上を確保しながら事業が軌道に乗るまでの見通しを立てることができない⁶。そのため、金融機関によるリスク判断が困難となっている。さらに担保不所持等によって信用力が低い状態となり、資金供給を受けることが厳しくなる。

⁵ 中小企業政策審議会（2016）p.1 より参照。

⁶ 中小企業庁（2016b）p.5 より参照。

したがって、信用保証協会の保証付きの融資や政策金融などが多くなる傾向にある。

【図表 7】 プロパー融資の状況

		従業員数					
		0~5 人	6~10 人	11~20 人	21~50 人	51~100 人	100 人超
業 歴	3 年以下	19.6%	29.4%	36.4%	41.5%	37.2%	42.1%
	5 年以下	29.8%	40.3%	48.1%	48.9%	54.7%	59.1%
	10 年以下	32.6%	45.1%	51.4%	54.3%	65.5%	65.1%
	20 年以下	36.0%	50.3%	58.1%	66.7%	74.4%	82.5%
	50 年以下	43.5%	58.8%	67.8%	76.9%	84.3%	89.1%
	50 年超	48.8%	67.1%	76.7%	84.1%	90.0%	95.2%

- 5 出所) 中小企業庁・2016・「中小企業・小規模事業者のライフステージにおける資金需要・リスクと信用補完制度の意義」・p.11

(<http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/kihonmondai/2016/download/160422kihonmondai4.pdf>)

- 10 【図表 7】 から、ここでの創業期と考えられる業歴 3 年以下及び従業員数 10 人以下の企業において、プロパー融資の割合は低く、保証付き融資が多いことがわかる。

② 成長・成熟段階

- 15 成長・成熟段階とは、新規取引や受注の増加等、売上が増加してくる時期である。この段階では更なる成長や競争が起こるため、新製品や新たな販売先、設備投資が必要となってくる。一方で、事業を拡大した後に稼働率の伸び悩みやニッチな製品の受注が減少することが懸念される。このような事態が重なると経営状態が悪化し、立て直しが困難となる。

- 20 またこの時期は事業経験が蓄積され、さらに収支が安定することによりプロ

パー融資が増加し、プロパー融資と保証付き融資の協調融資も行われる。そして、リスク分散や貸出競争のために複数の金融機関が参加⁷する流れとなる。【図表 7】から、事業者の規模が大きくなるにつれ、プロパー融資が実行される可能性が高いことがわかる。

5

③ 危機期

危機期とは、経済危機や自然災害での生産ラインのストップ等、売上が激減する時期である。この段階では、売上の激減によりキャッシュが減少し、債務を計画通りに返済することができない状況となる。そのため事業者は経営を安定させる運転資金を必要とする。経済危機の場合、収束時期や先行きを予想することは難しく、また連鎖倒産等により経済に影響が生じ、元の状態に戻れない可能性がある。さらに信用収縮に陥ってしまい、リスクの高い中小企業は資金調達が困難といえる。一方自然災害の場合、運転資金等に加えて設備の復旧に対する資金が必要となり、その復旧資金を迅速かつ十分に調達⁸することが求められる。この時期の融資は、主に保証付き融資や政策金融が多い。

10

15

④ 低迷期・第二創業期

低迷期・第二創業期とは、市場の変化や取引先の受注の減少による業績低迷やコスト増加等の理由で債務の返済が困難となり、事業整理等の抜本的な経営再建を実施することが求められる時期である。この低迷期・第二創業期において事業者は仕入れ代金や給料、そして経営再建のための設備資金や運転資金を必要としている。しかし経営状態が悪化している場合、追加の運転資金を確保するために与信限度まで借入を行い、事業を継続⁹している。また、抜本的な経営再建を実施するにあたっては、様々な経営上の課題を抱えていることによつて資金調達は容易ではない。この時期の融資は、主に保証付き融資やプロパー融資との協調融資が多い。

20

25

⁷ 中小企業庁（2016b）p.8 より参照。

⁸ 中小企業庁（2016b）p.14 より参照。

⁹ 中小企業庁（2016b）p.17 より参照。

第3節 中小企業の資金調達方法について

中小企業の資金調達方法は大きく分けて、間接金融、直接金融、公的金融の3つの手段が挙げられ、それぞれについて言及する。

5

① 間接金融

間接金融とは、資金を借りる人と貸す人の間に第三者が存在する取引のことである¹⁰。中小企業は間接金融に頼っている傾向がある。その原因は株式や社債の発行等により、市場から直接的に資金を調達することが困難だからである

10 ¹¹。間接金融にも様々な資金調達手段があり、それぞれについて言及していく。

(a) リレーションシップバンキング（地域密着型）貸出

リレーションシップバンキング（以下、リレバン）とは、「金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより顧客に関する情報を蓄積し、この
15 情報を基に貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデル」（金融庁・2003・「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて（金融審議会金融分科会第二部会報告書）」・p.3（<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/singi/f-20030327-1.pdf>）より引用）である。リレバンは、情報収集コストの低減によって審査コストの低減につながる。また企業側から見ても、金融機関との関わりが強いほど金利
20 が低くなって資金を抑制できるため、リレバンを利用するインセンティブとなる。

(b) トランザクションバンキング貸出

トランザクションバンキングとはリレバンが「長期継続的な取引に基づく定
25 性情報を重視して融資するのに対して、財務諸表等の定量情報に基づき、一時的かつ個々の取引の採算性を重視して融資する手法のこと」（中小企業庁・2005・「中小企業白書 2005年版」）（<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/index.html>）

¹⁰ 野村証券 HP より参照。

¹¹ 上原啓一（2007）p.3 より参照。

より引用)である。

(c) クレジットスコアリング

5 クレジットスコアリングとは、1件あたりの貸出額が少ない中小企業に対し幅広くアプローチした後に企業の信用度を数値化し、融資が可能か判断することである。金融機関側は自動的に審査するため、コストの削減につながる。さらに、中小企業特有の情報の不透明性を回避することが可能である。しかし財務諸表から審査するため、過去に実績のない中小企業や新事業を行う企業への融資判断としては困難といえる。

10 (d) ABL (動産債権担保融資)

ABLとは、企業の在庫や機械設備等の動産や売掛債権を担保にする融資のことである。担保にした資産の状況や業績に関する情報共有が行われることでコミュニケーションの改善につながる。さらに、不動産担保がない企業でも融資を受けることが可能となり、経営管理の効率化や在庫管理コストの低下にもつながる。金融機関側のメリットとしては、融資手法の多様化や新たな顧客層の開拓、目利き能力の向上、コンサルティング能力の向上等が挙げられる。また、企業側のメリットとしては資金調達手段の多様化や資産の有効活用、安定資金・成長資金の確保¹²が挙げられる。しかし、企業側は不動産担保が主流であるため、動産や債権を担保にするとそれ以外の担保がないと思われ、信用不安
20 につながることに懸念されている。

また、動産担保融資を積極的に実施している政府系金融機関は日本政策金融公庫や商工組合中央金庫であり、その他銀行や商社系のファイナンス会社等も積極的に製品を出し、売掛債権担保融資を専門に行う会社も現れている。

25 ② 直接金融

直接金融とは、資金を借りる人と貸す人の間に、第三者が存在しない取引のことである¹³。企業が株式や債券等の有価証券を発行して、銀行等を介在せず

¹² 経済産業省(2011) p.9より参照。

¹³ 野村證券HPより参照。

に投資家から資金を直接調達する。また、直接金融は不特定多数の投資家が資金提供者となるが、投資家は利子や配当等を期待して投資するため、選ばれた企業でなければ調達するのが困難である¹⁴。故に、中小企業にとって利用しにくい方法とされる。

5

(a) 社債

社債とは、一般の事業会社が発行する有価証券であり、一定期間後に返済しなければならない。社債は公募債と私募債に分類される。公募債は 50 名以上の不特定多数の投資家に対して発行する。一方私募債は、少数の投資家に対して発行され、その中でも少人数私募債は一般的に縁故者を対象として発行されるため、手続きが容易かつ無担保で発行可能となる。また社債を発行しても経営に干渉されず、調達した資金の使用用途が限定されていないので自由に使用¹⁵できる。さらに社債には新株予約権付社債¹⁶がある。これは投資家が社債で回収するか株式に転換するかを判断できるため、投資家にとって有利となっている。

15

(b) 株式

株式とは、企業が事業を展開するために必要となる資金を調達するために発行するものであり、投資家が株式を購入することによって資金を調達する。主に証券取引所で売買され、株式市場に上場している企業が中心として利用する資金調達方法である。

20

(c) コマーシャルペーパー (CP)

CP とは企業が短期資金の調達を目的に、市場において割引形式で発行する無担保の約束手形である。社債と類似している点が多いが、社債の償還期間が 1 年以上であるのに対し CP は 1 年未満という点で異なっている。また有価証

25

¹⁴ 上原啓一 (2007) p.3 より参照。

¹⁵ 一般社団法人日本中小企業金融サポート機構 HP より参照。

¹⁶ 株式に転換可能な権利が付与されている社債。

券ではなく手形であるため、銀行等でも扱われる。さらに短期プライムレートよりも低コストでの資金調達が可能であることから、短期的な企業のニーズに沿って発行できるメリットがある。一方で CP は無担保かつ企業の信用力のみで発行されるため優良企業に限定される傾向にある。

- 5 2016 年度の CP の口座残高は若干の増加が見られた。しかし、日本銀行（以下、日銀）によるマイナス金利政策の導入以降、日銀当座預金の増加を避けるために CP の発行を減少させている¹⁷。

③ 市場型間接金融

- 10 市場型間接金融とは直接金融と間接金融の中間の金融形態である。直接金融は借り手である企業と貸し手である投資家等の取引であるためリスクは貸し手が負う。一方、間接金融では借り手と貸し手の間に金融機関が介入するため、リスクは資金調達した金融機関が負う。市場型間接金融では金融機関が企業に貸し付けた債権を裏付けとした証券を発行し、ファンドを結成した投資法人が
15 それを購入する。不特定多数の投資家に対して受益証券¹⁸という形で権利が取引されるため、市場型となっている。この取引は投資法人等がポートフォリオを形成することにより、貸し手のリスクが分散されることがメリットである。

(a) シンジケートローン

- 20 シンジケートローンとは複数の金融機関が協調してシンジケート団を構成し、1つの融資契約書に基づき、同じ条件で融資を実行する資金調達方法¹⁹である。幹事金融機関（アレンジャー）が金融機関の募集を行い、シンジケート団を構成する。これにより、借り手企業の事務負担の軽減や一度に大口の融資を受けることが可能となる。また複数の金融機関が同一の契約書や条件で取引するた
25 め、債権の売買が容易である。

¹⁷ 太田珠美（2017）p.4 より参照。

¹⁸ 投資信託を購入した投資家の権利を表示する証書。

¹⁹ 三井住友銀行 HP より参照。

(b) CLO（貸付債権証券化）

CLOとは金融機関が事業会社等に対して貸し出している貸付債権を証券化したもので、貸付債権の元利金を担保にして発行される債権のこと²⁰である。企業側のメリットとして無担保及び第三者保証なしで利用できることが挙げられる。一方、金融機関側はリスク移転やオフバランス化が可能であることがメリットとして挙げられる。

しかし現在、CLOの発行は低迷している。企業側の要因は証券化費用等が必要ため割高となり、公的支援が充実している中でのニーズが減少していることである。一方、金融機関側の要因の一つ目は貸出金利の低下である。従来型の融資と比較し一定のコストが必要となる証券化手法を活用した融資の魅力が低下している。二つ目は信用保証協会の制度が拡充したことである。東北大震災によって信用保証協会が拡充され、証券化よりも有利な条件で活用できるようになった。最後に、投資家の要因は過去に起こった悪いイメージを払拭しきれないことである。例として、サブプライム金融危機以降格下げを受けた商品があったことや、中小企業が発行した私募債を証券化した商品にデフォルトが発生したことなどが挙げられる。このような問題からCLOがハイリスクであるというイメージが拭えない²¹。

④ 公的金融

公的金融とは民業補完の原則のもと、金融・資本市場で適切な資源配分を維持しながら、政策目的に沿って機能するものである。民間金融では負うことのできないリスクや情報の非対称性、不完全競争、外部性の存在等の市場の失敗に対応することが役割である。これにより、資金繰りが厳しい企業や、信用力が不足している創業期の企業に融資を実施することが可能である。

25

(a) 政府系金融機関

政府金融機関とは、民業補完の原則のもと、公的金融の役割を果たす機関で

²⁰ 野村証券 HP より参照。

²¹ 日本政策金融公庫（2015）p.10 より参照。

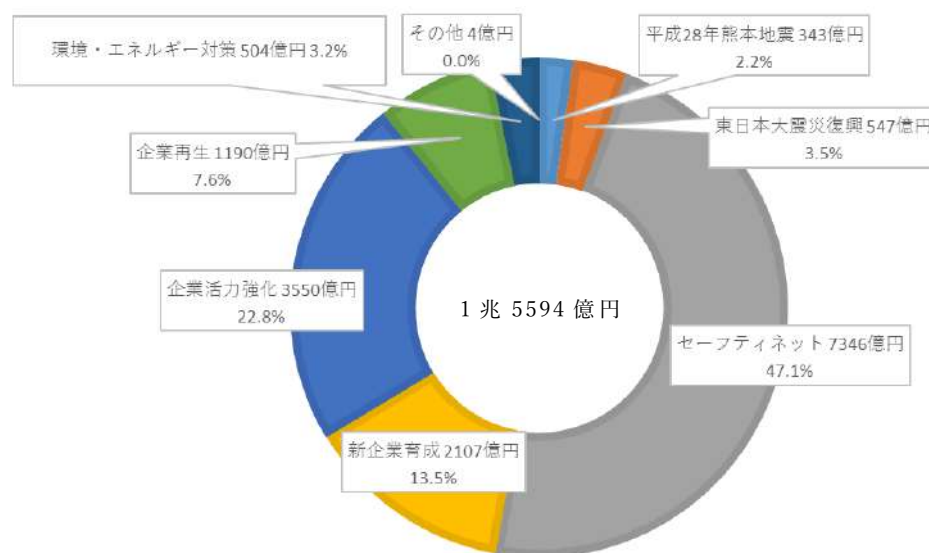
ある。これは政府から全額またはそのほとんどを出資され、特殊法人として設立された金融機関である。創業期の企業等の信用力に乏しい民間の金融機関が融資を敬遠しがちな中小企業に対して融資を行っている。この政府系金融機関の代表的なものとして、日本政策金融公庫や商工組合中央金庫が挙げられる。

5

(a-1) 日本政策金融公庫

日本政策金融公庫（以下、日本公庫）とは、国民生活事業、農林水産事業、中小企業事業、危機対応等円滑化業務の4つの機能を担い、国民生活の向上を目的とする政府全額出資の政府系金融機関である。日本公庫は地域経済を支える中小企業の保護や育成を目的としている。また融資において、民間金融機関での資金供給が困難な中小企業に長期固定金利及び低金利の事業資金の供給を行っている。特徴として、無担保で借入できることや返済期間が長期であることが挙げられる²²。そして、新企業育成や環境エネルギー対策、企業再生、セーフティネット等【図表 8】を目的とした融資を行う。さらに女性や若者、廃業経験者、売上が減少している人等が利用できるようになっている。

【図表 8】平成 28 年度融資実績の内訳



出所) 日本政策金融公庫 HP

²² 日本政策金融公庫 HP より参照。

(<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/situation.html>)

【図表 9】平成 28 年度融資実績の推移



- 5 出所) 日本政策金融公庫・2015・「中小企業事業のご案内」・p.2 及び日本政策金融公庫 HP

(<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/pdf/2015jfs.pdf>)

(<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/situation.html>)

- 10 【図表 9】より、リーマンショック翌年の平成 21 年における融資実績が大幅に増加していることがわかる。また、東北大震災翌年の平成 24 年においてもわずかに増加していることから、金融危機や自然災害が発生した際に日本公庫が役割を果たしているといえる。

- 15 証券化業務において、証券化手法を活用し、民間金融機関等が中小企業に対し無担保資金の円滑な供給を支援している。これにより、中小企業は民間金融機関等を窓口として、原則無担保、第三者保証人不要で長期の借入を受けることができる。さらに、証券化手法を用いた資金調達市場型間接金融であるため、調達チャネルの多様化や金融環境変化に惑わされない資金確保につながる。

20 (a-2) 商工組合中央金庫

商工組合中央金庫（以下、商工中金）とは、政府が中小企業の組合と共に共同出資を行い、設立された政府系金融機関である。商工中金は中小企業金融の円滑化を目的としており、業務内容は融資や利子補給等の危機対応、地域活性

支援プログラム、地域金融機関との連携促進、再生支援等である。さらに、他の政府系金融機関に見られない一般の銀行と同様の業務²³も行っている。

(b) 信用保証協会

5 信用保証協会とは、信用補完制度を実施している機関であり、中小企業が金融機関から融資を受ける際の借入債務を保証する機関である。担保や信用力が乏しいため、金融機関から融資を受けることが困難な企業を対象としている。保証を受ける中小企業から信用保証料を徴収し、借入債務や社債等の返済ができなくなった場合に代位返済することによって企業の信用力を補完している。

10 また、担保や法人代表者以外の連帯保証人は不要である。

そして信用保証協会のリスクを補完している機関が日本公庫である。信用保証協会による信用保証制度ならびに、日本公庫による保証は信用力が乏しい創業期の企業等にとって魅力的なシステムとなっている。一方、このシステムでは信用力の乏しい企業を保証することによって、貸し手である金融機関側がモニタリングや融資審査を軽視する可能性を孕んでいる。日本の信用保証制度は
15 2007年の責任共有制度導入により、信用保証協会の負担は80%、民間金融機関の負担は20%となっている。このように、保証割合は減少したが、セーフティネット保証等の割合は高くなっており、現在は赤字が多い。したがって、信用保証協会の負担割合をさらに減少させ、現状の問題を改善すべきと考える。
20 一方、セーフティネット保証等を活用することで企業の負担軽減につながり、モラルハザードや逆選択といった問題の解消にも効果があるだろう。

第4節 中小企業の課題

本節では、中小企業が資金調達をするにあたって抱える課題について3つに分けて述べる。
25

① 規模の経済

規模の経済とは、企業が取り扱う金額が多いほど単位あたりのコストが低下

²³ 商工組合中央金庫（2005）p.3より参照。

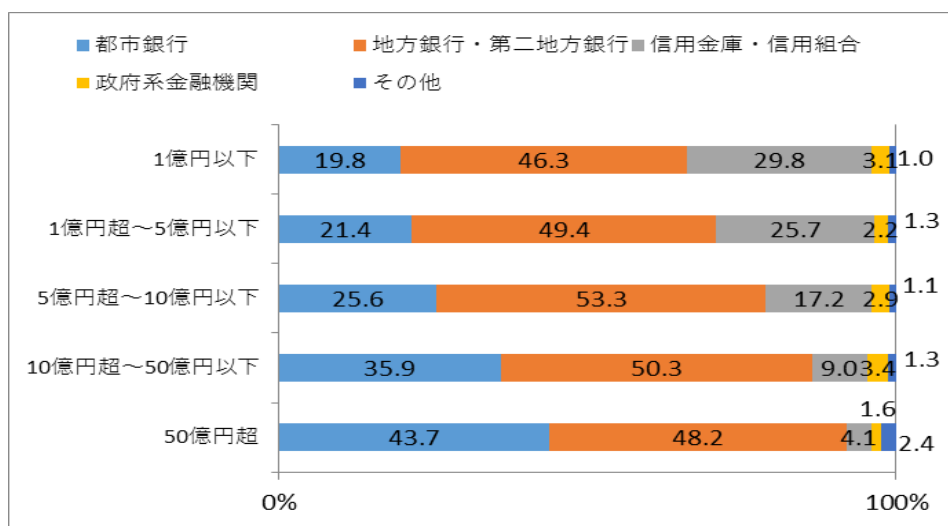
する問題である。中小企業に対しての融資額が少ないため、貸し手である金融機関と借り手である企業の双方においてコストがかかる。そのため、金融機関は大企業を融資先に選択する傾向があり、中小企業は融資を受けにくい。

5 ② 情報の非対称性

情報の非対称性とは、取引において貸し手と借り手が保有する情報が不均衡な状態である。特に、中小企業は会計監査が義務付けされていないため、財務状況を把握しにくい。そのため大企業よりも情報が不透明となり、貸し手にとってリスクが高くなる。

10

【図表 10】 売上規模別に見たメインバンクの業態



出所) 中小企業庁・2016・「中小企業白書 2016 年版」・p.312

(http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf)

15

【図表 10】は、企業の売上規模別に見たメインバンクの業態である。このグラフより、売上規模が大きい企業は大手銀行を、規模の小さい企業は地域金融機関をメインバンクとしている傾向が見られる。つまり、中小企業は情報の非

20

対称性が大きいいため、資金調達を行う金融機関が限定されることが考えられる。

③ 担保

企業が融資を受ける際にリスクの穴埋めとして担保が必要となる。しかし多くの中小企業が創業期に担保となる不動産を所有していない。また、地価が地方圏を中心に低迷しているため、資金調達しにくい状況にある。

5

第2章 ベンチャー企業について

第1節 段階別

本節ではベンチャー企業を段階別に分けた上で、それぞれの特徴となる資金需要について言及する。

10

① シード期

シード期とは、創業して間もない企業の商業的事業が完全に立ち上がっておらず、製品開発や研究を続けている時期である。この時期ではビジネスプランを固めている段階のため、製造や販売活動がまだ始まっていない時期である。

15 そのため、収益を上げていくためのビジネスモデルが確立しておらず、資金需要はあるものの融資が厳しい段階である。

② アーリー期

アーリー期とは、主に製品開発および初期のマーケティング、製造および販売活動を行う時期である。この時期では正式に事業が展開されるが、依然として低収益や赤字のため、製品開発及び人材調達等に資金が足りず、資金繰りが困難な状態といえる。また、利益が低水準であることや社歴が短いことが原因で金融機関からの信用がないため、資金需要が大きくても融資が厳しい段階である。

25

③ ミドル期

ミドル期とは、生産および出荷を始めており、在庫または販売量が増加しつつある時期である。この時期では事業が軌道に乗り、売上が伸びることによって、さらに運転資金や設備投資が必要となるため、資金需要は高まる。

30

④ レイター期

レイター期とは、持続的なキャッシュフローがあり、IPO直前の時期である。この時期では、民間金融機関の融資は以前と比べると有利である。

5 【図表 11】それぞれの段階における主な資金調達方法

	シード期	アーリー期	ミドル期	レイター期
直接金融	① スイートマネー ② アクセラレーター ③ インキュベーター ④ クラウド ファンディング ⑤ エンジェル投資 ⑥ 少人数私募債	クラウド ファンディング エンジェル投資 ⑦ VC ⑧ CVC	VC	VC ⑨ リース
間接金融 公的金融	⑩ 銀行融資（保証付） ⑪ 補助金 ⑫ 制度金融	保証付き融資 補助金 制度金融	⑬ ABL	銀行融資 （プロパー）

出所) 筆者作成

【図表 11】に示した資金調達方法について第 2 節で言及していく。

10 第 2 節 資金調達方法

本節では、ベンチャー企業が利用している資金調達方法を直接金融・間接金融・公的金融について述べる。

① スイートマネー

15 スイートマネーとは、自己資金や家族知人からの借入資金のことである。起業家が今までどのようなネットワークを築いてきたかによって自己資金の量と出資者の構成内容が決まる²⁴とされる。また、必要な金額を調達するのに時間

²⁴ 松田修一（2014）p.114 より参照。

はかかるが、経営に対して口出しされないというメリットがある。

② シードアクセラレーター

シードアクセラレーターとは VC の一種であり、起業家や創業直後の企業に
5 対し、事業を成長させるための支援を行う組織である。この組織は、ビジネス
モデル全体ではなく、サービスやプロダクトの優位性、創業者チームの資質等
を重視²⁵して融資する特徴がある。また、短期間に支援者やメンター²⁶が企業価
値を高めるために資金や人脈、オフィススペース等を提供し、起業家を集中的
10 に支援する。アクセラレーターによる支援を増加させれば、シード期の企業が
成長し、資金調達できる可能性が高まることが考えられる。しかし現状として
アクセラレーターの数が少ないため、負担が大きくなり返って効率が悪くなる
ことが懸念される。

③ インキュベーター

15 インキュベーターとは、起業家に対して企業方針やアイデアを構築する手助
けをする組織である。アクセラレーターと異なる点はアクセラレーターに参加
する会社よりも早期の段階にある会社を対象としている点である。インキュベ
ーターに受け入れられた起業家は特定の地域に移転し、インキュベーター内の
他企業と共に仕事を行う。

20

④ クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、アイデアやプロジェクトを所有している起業
家等が主にインターネットを利用して世間に呼びかけ、意気投合した人から資
金調達を試みる方法である。クラウドファンディングは寄付型、購入型、投資
25 型、融資型、株式型の 5 種類に分類され、それぞれについて言及していく。

²⁵ インターネット白書 ARCHIVES p.142 より参照。

²⁶ 指導者や助言者。

(a) 寄付型

寄付型とは、投資家が見返りを求めずに資金提供を行う形態のことである。社会環境や文化、医療、被災地等が支援先の中心となり、満足感や社会的価値の向上が対価となる。また、インターネットを利用して複数のプロジェクトの詳細や進行が確認できることが従来よりも優れた点である。

(b) 購入型

購入型とは、支援者が見返りとしてモノやサービス、権利等の特典を受け取る形態のことである。金銭的な対価はないため、対象となるプロジェクトから生み出される財・サービスが対価となる。また、事業性よりも公益的な要素や創造性がある要素を含むプロジェクトが中心である。インターネットを利用してプロジェクトを訴求することで顧客ニーズを調査し、資金調達後の受注生産による効率経営を実現している。

(c) 投資型

投資型とは、出資者がプロジェクトの利益から配当という形でリターンを受け取る形態のことである。運営業者を通じて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し、金融商品取引法上の有価証券となる集団投資スキーム持分を取得している。

(d) 融資型

融資型とは、出資者が利子という形で一定のリターンを受け取る形態のことである。また、運営業者が匿名組合を設立しインターネット上で出資を募った後に審査を経て、融資を行っている。融資型は元本が保証されていないが、従来の投資と比較すると、リスクが低いというメリットがある。

(e) 株式型

株式型とは、資金調達者が非上場の株式を発行し、投資家はインターネット

を經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²⁷形態のことである。上場している株式とは異なって規制があることやハイリスクであることが考えられるが、ハイリターンを狙える可能性がある。

- 5 以上、5種類について言及したが、クラウドファンディングはインターネットを利用することによって簡単に情報を獲得できるため、情報の非対称性の低減が可能である。また、IT技術の発展によって投資家を募集し、投資に対する判断も行うことができる。さらにクラウドファンディングは高リスクの資金調達手段であるため、資本調達にかかる資本コストの低下が今後も求められることが考えられる。現状として日本では、創業期での資金調達が困難と考えられており、資金調達量が不足していることから「死の谷」²⁸が拡大している。そのため、クラウドファンディングの活用による資金調達が魅力的になっている。

- 10 クラウドファンディングの例として、株式会社サイバーエージェント・クラウドファンディングと株式会社みずほ銀行の「Makuake」²⁹に関するビジネス
15 マッチングサービス契約がある。この契約により、プロジェクトの実行者は資金調達をしながら、ファンの獲得やプロモーション、マーケティングを行うことが可能³⁰である。

- 20 また、政府は「日本再興戦略 2013」で検討し、クラウドファンディングの推進を行っている。金融審議会(2013)は投資型クラウドファンディングにかかる
25 制度整備について検討し、使いやすかつ投資家保護を講じる制度設計を促した。金融庁は、新規・成長企業へのリスクマネー供給促進を目的として、2014年に金融商品取引法を改正し、クラウドファンディングの環境整備を実施している³¹。

²⁷ 三菱 UFJ 信託銀行(2015) p.3 より参照。

²⁸ 創業した後、利益を上げて資金を獲得するまでには時間がかかるため、資金需要が増加する中、企業の資金量が谷のように不足する現象。

²⁹ 資金の提供額に応じた見返りを支援者に対して提供する国内最大の購入型クラウドファンディングサービス。

³⁰ サイバーエージェント HP より参照。

³¹ クラウドクレジット HP より参照。

⑤ エンジェル投資

エンジェル投資とは、主にシード期やアーリー期のベンチャー企業に対して専門知識を持った個人投資家が投資を行う³²ことであり、起業成功者が多いことが挙げられる。

- 5 また、エンジェル投資を行うときにベンチャー企業へ投資した個人投資家に対し投資時点、株式売却時点のそれぞれの時点において税制上の優遇措置を与える制度がある。これをエンジェル税制³³という。個人投資家は以下のいずれかの優遇措置を選択できる。

10 【図表 12】 エンジェル税制

優遇措置 A	優遇措置 B
(ベンチャー企業への投資額 - 2000 円) をその年の総所得金額から控除 ³⁴	ベンチャー企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益から控除 ³⁵

出所) 経済産業省 HP

(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/structure/index.html>)

- 15 仮に、未上場ベンチャー企業株式の売却により損失が生じた場合や、ベンチャー企業が上場しないまま破産や解散によって株式の価値がなくなった場合にも、株式譲渡益と相殺できる。また、その年に相殺しきれなかった損失については、翌年以降 3 年にわたって、順次株式譲渡益との相殺が可能である³⁶。

- 20 しかしこのような税制があるにも関わらず、日本におけるエンジェル投資家の状況は、2008 年度のエンジェル投資家の数は約 1 万人で、アメリカの約 23 万人と比較すると 4% 程度となっている。また、日本のエンジェル投資家の年間投資総額は、200 億円とアメリカのエンジェル投資家の年間投資総額である

³² 松田修一(2014)p.126 より参照。

³³ 経済産業省 HP より参照。

³⁴ 控除対象となる投資額の上限は、総所得金額×40%と 1000 万円のいずれか低い方。

³⁵ 控除対象となる投資額の上限なし。

³⁶ 経済産業省 HP より参照。

2.5 兆円のわずか 0.8%程度に留まっている³⁷。

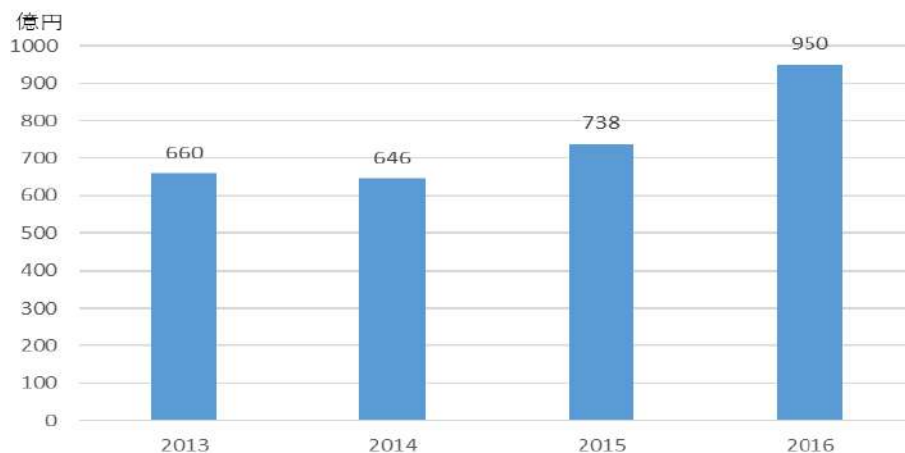
⑥ 少数私募債

少数私募債とは、一般的に縁故者を対象として発行され、手続きが容易で
5 無担保で発行可能な社債のことである³⁸。

⑦ VC

VC とは、IPO していない段階にある有望なベンチャービジネスまたは起業者を
10 発掘して事業成長のための資金を供給し、IPO 後に市場で株式を売却して
資金回収を図る投資会社³⁹である。投資だけでなく、経営のアドバイスを行っ
て投資先企業の成長を目指す。また現在、VC 投資額は増加傾向となっている。

【図表 13】 VC 投資額



15 出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2017・「ベンチャー
キャピタル投資動向調査 (直近四半期_2017年2Q)」・p.2
(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/_2017-2Q.pdf)

³⁷ 奥谷 (2012) 大和総研グループ p.3 より参照。

³⁸ 少数私募債については、第 1 章第 3 節参照。

³⁹ 吉野忠男 (2011)p.207 より参照。

また、米国の VC 産業では系列関係のない独立系 VC が主要な形態で過半数を占めているが、日本では銀行・証券会社などの金融機関が設立した VC が多く存在⁴⁰している。そしてその組織構造の違いによって投資目的や投資パターンが異なる。事業会社系 VC の投資目的は親会社のイノベーションの推進及び産業の創造にあり、銀行系 VC の投資目的は親銀行の貸出を増加させるための
5 リレーションシップを構築する目的⁴¹でベンチャー企業に投資を行っている。

⑧ CVC (コーポレートベンチャーキャピタル)

CVC とは、事業会社が成長戦略向上のため、本業とシナジーのある企業や新たな事業分野の企業に対して行う投資⁴²である。投資後は出資企業の経営資源を利用して投資先企業の成長を促し、投資価値の向上及びリターンを獲得する。一般的に CVC は独立系 VC と共同で投資するため、M&A より少額で新たな技術や市場に関する情報の獲得が可能となっている。
10

15 ⑨ リース

リースとは、設備投資資金の確保に有効な取引⁴³手段である。工事設備導入等についてリース契約することによって、将来獲得できると考えられる利益を使用して設備費用を支払うことが可能である。しかし、事業化に成功し、売り上げが確保できるまでは他の資金調達方法と組み合わせなければならない。
20

⑩ 銀行融資

銀行の融資には「保証付き融資」⁴⁴と「プロパー融資」⁴⁵がある。保証付き融資には限度額が存在し、信用保証料を支払うことが求められるが、プロパー融資は限度額がないことに加えて信用保証料を支払う必要はない。しかしプロパ

⁴⁰ 秋山義継、松岡弘樹（2009）p.64 より参照。

⁴¹ 内田交謹、孫月（2013）p.133 より参照。

⁴² 出縄良人（2016）p.3 より参照。

⁴³ 奥谷貴彦（2012）p.8 より参照。

⁴⁴ 貸し倒れが起こった場合に信用保証協会が保証する融資。

⁴⁵ 保証協会を利用せずに金融機関が 100%リスクを取る融資。

一融資には限度額がないため、その分審査はかなり厳しいものであり、審査が通るまでの時間も通常 1~2 ヶ月程度かかる。金利に関して、どちらも低い金利で借りることができるが、保証付き融資の方がプロパー融資よりも基本的に低い金利で借りることが可能になっている。

- 5 また、金融機関は創業間もない企業や貸し倒れリスクが高い企業に対してプロパー融資は行わない。そのため、プロパー融資を受けることが可能となれば、金融機関からの信用度が上がったと考えられる。

⑪ 補助金

- 10 補助金は創業段階の企業において、政府や公的機関によって給付される。また、補助金は返済義務がないため、起業家にとっては非常に魅力的な資金調達手段である。例として中小企業基盤整備機構が提供している創業・第二創業補促進補助金がある。これは、今後創業する者や事業を引き継いだ者の新事業展開に向けて助成する仕組みである。

- 15 また、東京都においては公益財団法人東京都中小企業振興公社が都内の創業予定者を対象とした補助金を交付している⁴⁶。新製品・新技術開発助成事業において、実用の見込みのある新製品や新技術開発、研究開発等創出のために要する経費の一部について補助金を交付している。しかし補助金の使い道は限定されており、資金調達額にも上限があるため、補助金だけで後期段階のベンチャー企業が数億円の資金ニーズを満たすことは困難だといえる。
- 20

⑫ 制度金融

- 制度金融とは、創業初期段階において公的機関等を利用して円滑に資金を調達する手段である。日本では主に日本政策金融公庫（以下、日本公庫）が担っ
- 25 て⁴⁷おり、特に事業の新規性や成長性が認められた場合などにおいて、低利の貸付を提供している。また、創業段階では日本公庫の国民生活事業本部が支援

⁴⁶ 公益財団法人東京都中小企業振興公社 HP より参照。

⁴⁷ 奥谷貴彦（2012）p.4 より参照。

している新創業融資制度⁴⁸や資本金ローン⁴⁹が挙げられる。これらはどちらも無担保、無保証人で行うことが可能である。

近年では新創業融資制度の活用件数の伸びに伴って融資活用率も上昇している。今後、融資の活用件数や比率をさらに高めていくためには日本公庫以外の
5 地域金融機関等の役割拡大も欠かせない。また地域創業を普及していくためには、全国で身近に学べる場所が必要である。しかし地方創生では自立的事業の創出支援が目的であり、モラルハザードを起こさないために信用保証や投融資等⁵⁰を主とする。

10 【図表 14】 新創業融資件数



出所) 中小企業庁・2016・「平成 29 年度以降に向けた創業・起業支援について」・
p.9

(http://www.meti.go.jp/committee/chuki/kihon_mondai/pdf/009_03_00.pdf)

15

⑬ ABL(動産担保融資)

ABL とは、企業の在庫や機械設備等の動産や売掛債権を担保にする融資のことである⁵¹。

⁴⁸ ビジネスプラン等を通じて審査を行うこと。

⁴⁹ 帳簿上の負債ではあるが、金融検査上自己資本とみなす。

⁵⁰ 中小企業庁 (2016c) p.8 より参照。

⁵¹ ABL における資金調達方法については第 1 章第 3 節参照。

第3章 提言

これまでのことを踏まえ、我々は中小・ベンチャーの資金調達について3つの提言を行う。

5 第1節 ABL促進

本節では中小企業の資金調達における課題で述べた「情報の非対称性」「担保」について提言を行いたい。我々はこの課題への対策として“リレーションシップバンキングを活用したABL促進”を提言する。

10 まず、リレーションシップバンキング（以下、リレバン）の重要性を述べた上で、どのようにABLと関連させ、促進させるかを言及していく。

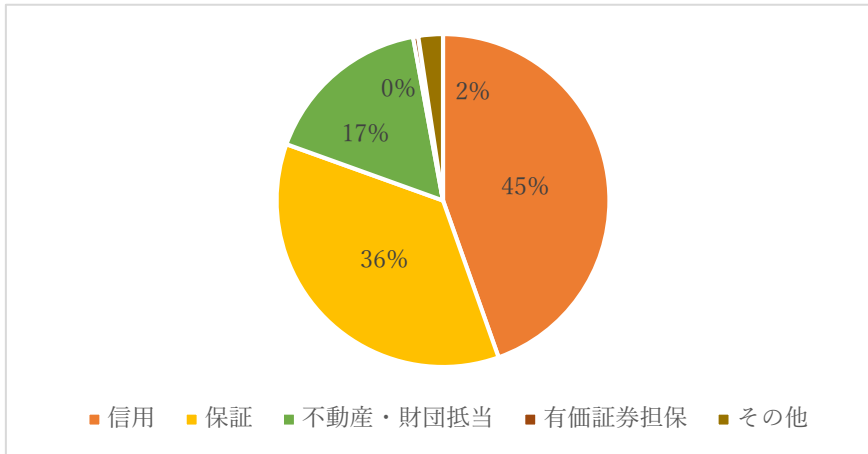
第1章第3節で述べたように、大企業に比べて財務諸表の整備が不十分である中小企業の与信判断を行う際、リレバンのように定性情報を重視して判断を行うことが重要である。リレバンについて、2002年に大量の不良債権を処理する目的として金融庁は「金融再生プログラム－主要行の不良債権問題解決を通じた経済再生」を発表した。これに伴い、中小・地域金融機関の不良債権処理
15 については主要行とは異なる特性である「リレーションシップバンキング」のあり方を多面的に検討すると言う明記がされた。

これを受け、2003年には「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」等が策定され、本格的に推進されるようになった。
20 こういった推進は、金融機関への相談頻度が高まった企業が存在していることから、肯定的に捉えられているといえる⁵²。また、融資に付随する形で経営相談機能の強化等のサービスを充実させてきていることも、リレバンを利用するインセンティブになっている。

25 リレバンと同じく、第1章第3節で述べたようにABLの活用には、担保とした資産の情報共有によるコミュニケーション改善の利点が挙げられる。ABLは一般に、評価→設定（実行）→モニタリング→換価（処分）のプロセスで実施される。ここで重要なのが「継続的モニタリング」であり、企業経営に対する「実態把握」である。

⁵² 日本政策金融公庫 HP より参照。

【図表 15】 貸出金担保の状況

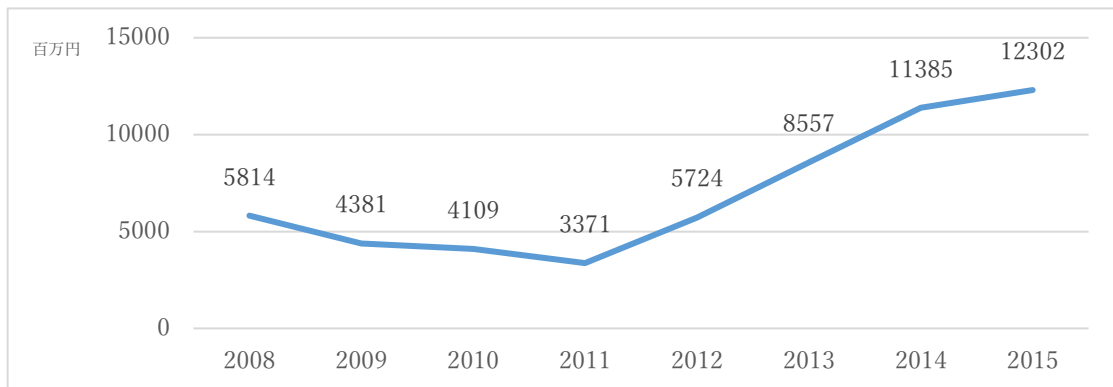


出所) 経済産業省・2011・「ABL の概要と課題」・ p.7

(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2011/data/rel111205a3.p

5 [df](#))

【図表 16】 ABL の融資件数



出所) 帝国データバンク・2017・「ABL の課題に関する実態調査」・ p.5

10 (http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL/12.pdf)

【図表 15】 からわかるように日本の銀行融資の担保は不動産や個人保証に依存している。しかし【図表 16】 から、実際に ABL における融資件数は増加しているため、今後の関心は高まっていくと考えられる。

そこで我々は更なる ABL の活用促進に向けてリレバンを活用し、継続的な

情報共有を通じて情報の非対称性問題の緩和を目指す。そのために ABL の活用促進に向けて担保管理面の課題への提言を行う。ABL は不動産を十分に所有していない企業にとっては魅力的な資金調達手段である。しかし、動産担保は価値評価が困難である。現在、金融機関内には担保評価について詳しい知識を持つ銀行員が少ないため、融資先の評価は外部に委託している傾向がある⁵³。

このような課題を解決するために、銀行員の目利き力の向上が重要である。実際に、特定非営利活動法人日本動産鑑定は金融機関の担当者向けの動産評価ポイントの講習会や商品分類毎のセミナーを開催している⁵⁴。このような講習会を銀行員が受講することで目利き力向上につながると考える。そして、銀行員が昇進するための査定項目の1つに ABL 講習の受講経験の有無を追加することを推奨する。これにより、成長意欲のある銀行員が自主的に ABL 講習を受講することが期待され、目利き力の向上が可能となるだろう。

外部の委託に頼るのではなく、銀行員自らが正確に企業を評価するノウハウを身につけることにより、委託コストの削減に加え、貸し倒れリスクのある不安定な企業への融資が減少し、より良い企業への融資が進む。また、事業内容や経営への助言ができるようになることで金融機関、中小企業共に無駄のない事業や経営を行うことが可能となる。さらに、銀行と融資先企業間との密な連携によりリレーションシップバンキングの活性化につながるであろう。

20 第2節 エンジェル投資家

近年、日本の開業率は増加傾向にあり、平成 27 年に 5.2% まで改善するも「開業率 10% 台を目指す」とする日本再興戦略に掲げる目標には至っておらず、一層の取り組みが必要な現状である。また、企業活動指数においても 3.8% と OECD 主要国の最下位であり「今後 10 年間で倍増させる」という目標の達成のために起業に対する意識の改革も必要な状況である⁵⁵。創業や起業に関する課題として2つのことが挙げられる。

⁵³ 帝国データバンク（2017）p.35 より参照。

⁵⁴ 特定非営利活動法人日本動産鑑定 HP より参照。

⁵⁵ 中小企業庁（2016c）p.3 より参照。

1 つ目の課題は「資金・ノウハウ」である。創業者が創業する際に直面した課題として多くの割合を占めるのが資金調達である。平成 25 年において、約 9 割の創業者が金融機関の融資を受けずに自己資金等で創業⁵⁶しており、このことから創業期は資金調達の面で大きな課題があるといえる。そして創業者から
5 の声で「起業の準備に踏み出せない」「具体的な段取りが分からない」「専門知識・経営知識の習得」が課題であるとの意見が挙がっていることから、このような知識の習得が必要⁵⁷であることが分かる。

2 つ目は創業を考える人自体が少ないことである。日本では創業が就業の一形態とは考えられておらず、公務員や大企業社員を目指す割合が高い。また、
10 創業に全く関心がなく、むしろネガティブに捉える傾向があるとされる「創業無縁層」の割合が 70.9%と欧米諸国と比較しても高い割合⁵⁸になっている。

我々はこのような現状を踏まえてエンジェル投資家を増やすことにより、課題を解決できるのではないかと考える。

日本におけるエンジェル投資家の状況を見ると、第 2 章第 2 節で述べたように、
15 2008 年度のエンジェル投資家の数は、アメリカの 4%程度であった。また、日本のエンジェル投資家の年間投資総額を見ると約 200 億円であり、アメリカのエンジェル投資家の約 2.5 兆円と比較すると 0.8%程度に留まっている⁵⁹。

このように、他国と比べ日本でエンジェル投資が普及していない。その理由として、エンジェル投資やエンジェル税制の認知度の低さが考えられる。

20 【図表 17】より、エンジェル税制を利用したいと思わない理由として「投資先の評価が難しい」「未上場企業株式に投資をする方法がわからない」が高い割合を占めている⁶⁰ことがわかる。

25

⁵⁶ 中小企業庁（2014）p.207 より参照。

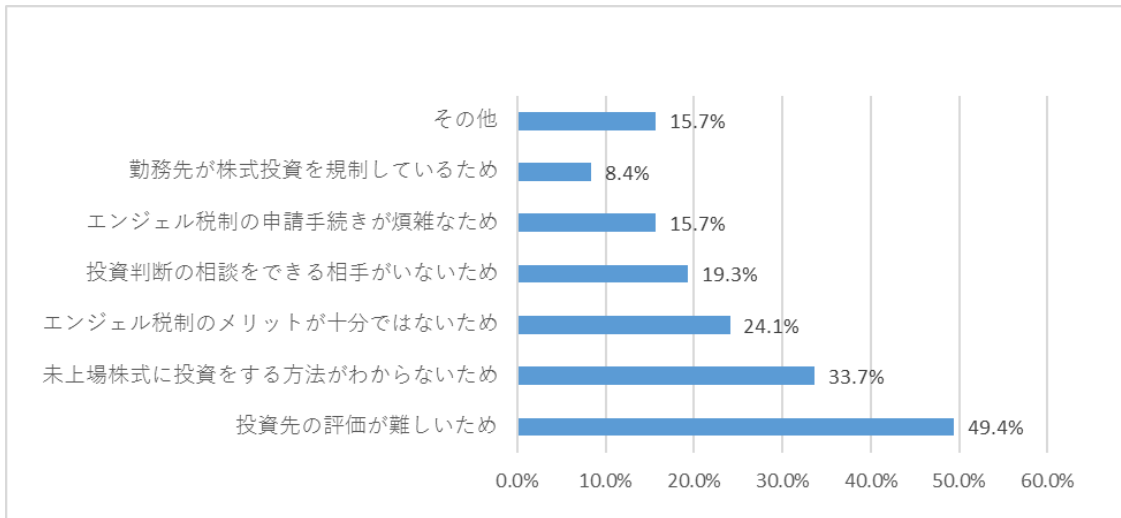
⁵⁷ 日本政策金融公庫総合研究所（2016）p.15 より参照。

⁵⁸ 独立行政法人経済産業研究所（2013）p.31 より参照。

⁵⁹ 奥谷（2012）p.3 より参照。

⁶⁰ 株式会社野村総合研究所（2013）p.49 より参照。

【図表 17】 エンジェル税制を利用したいと思わない理由



出所) 株式会社野村総合研究所・2013・「個人投資家によるベンチャー企業等への投資活動の実態に関する調査」・p.49

5 (http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E003176.pdf)

そこで我々は投資先企業の評価をより容易にし、エンジェル投資を普及させるための解決策として、“中小企業庁によるエンジェルネットワークの運営とベンチャー企業の格付け”を提言する。

10 まず“エンジェルネットワークの運営”について述べる。これは【図表 17】に挙げられた「未上場株式に投資をする方法がわからない」「投資判断の相談をできる相手がいない」といった理由に対する提言である。エンジェルネットワークを活用することで個人投資家が投資に関する情報を収集、共有することを可能にする。

15 次に“ベンチャー企業の格付け”について述べる。これも【図表 17】に挙げられている「投資先の評価が難しい」という理由に対する提言である。中小企業庁がベンチャー企業を規定の審査基準に従って格付けを行い、それを前述したエンジェルネットワークで公開するというものである。また、格付けの対象となる企業は希望する企業のみとしている。

20 創業間もなく、財務諸表の提出が難しいベンチャー企業をより正確に判断するために、審査内容は自己資金や事業等に関わる市場の成長率、資金使途、経営者の人柄で判断する。

以上の審査基準をもとに、ベンチャー企業を A・B・C・D の 4 つに分類し、A>B>C>D の順に、より優良でリスクの少ない企業と格付けする。

- 仮に格付けによって下のランクに格付けされてしまうと、企業は投資家からの投資を受けるのが困難になる可能性が考えられる。これに対しては、従来のエンジェル税制の控除割合をランクごとに変更することで防止する。また、D
- 5 ランクのベンチャー企業は適切な投資先に値しないと判断された企業とし、控除については従来の優遇措置のままとする。この提言によって優良な企業への投資を集中させることで、日本企業の新陳代謝は促進されるだろう。

10 【図表 18】 新優遇措置

ランク	優遇措置 A	優遇措置 B
A	40%	1000 万円
B	50%	1000 万円
C	60%	1000 万円
D	40%	1000 万円

出所) 筆者作成

- また、優遇措置 A の総所得金額割合をランクが下がるにつれて増加させることで、リスクに応じた所得の控除を受けられる。さらに、このような中小企業
- 15 を育成、発展させることを目的とする中小企業庁が運営することで多くの投資家が安心してエンジェルネットワークを活用すると考える。

- 以上、エンジェル投資における解決策により、投資家は投資先の評価基準や投資のノウハウ、企業情報等を獲得でき、その上、税制優遇を受けることができる。また、企業にとっては公的機関に格付けされ、エンジェルネットワーク
- 20 に公表することで、正確な評価を得ることが可能となり、双方にメリットがある。故に、エンジェル投資の増加につながるため、シードやアーリー期を中心とした資金調達方法として有効だと考える。

第3節 シンジケートベンチャーキャピタル

本節では VC について提言を行う。まず、世界の VC 現状について述べた上で日本の VC に対して提言する。

5 ①世界の VC の現状

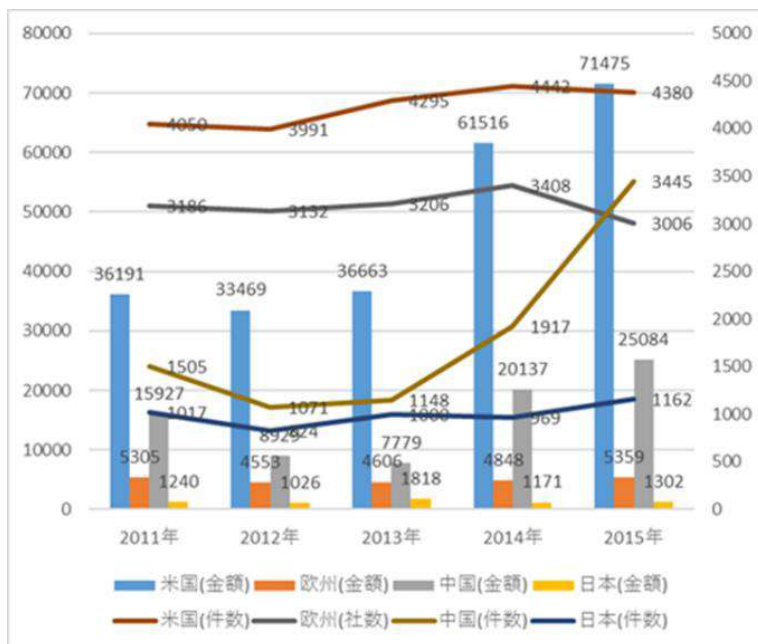
世界における VC の投資額に関して、2011 年から 2015 年の米国、欧州、中国、日本の 4 つを比較すると、米国が他国に大差をつけてトップであり、2015 年は過去 5 年間での最高額となる 7 兆円超となっている。次に金額が多いのは中国であり、こちらも 2015 年に過去 5 年間での最高額となる 2.5 兆円となっている。欧州と日本に関して、過去 5 年間はほぼ横ばいとなっており、日本の 2015 年の金額は米国の 2% にも及ばないという現状である。また、過去 5 年間の 4 国の順位は変わらないが、各国の投資件数や投資金額には様々な変化が見られる。【図表 19】より、2015 年の米国では前年よりも 1 兆円投資金額が増加しているが、投資件数は減少していることがわかる。このことから 2015 年における米国の投資は 1 件あたりの投資金額が大きいと考えられる。また欧州は、投資金額は上位 2 国と比較して少ないが、投資件数は過去 5 年間の平均で 3000 件超と 4 国の中で 2 番目に多い件数である。したがって、欧州は 1 件あたりの投資金額が小さいことが推測される。

20

25

30

【図表 19】 4 国における 2015 年のベンチャー投資実行額の比較



出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2016・「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告ベンチャーニュース特別版」・p.4

(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf)

10 【図表 20】 4 国における VC 投資額の 5 年間の推移(円換算)

(単位：億円)

国	2011		2012		2013		2014		2015	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
米国	4,050	36,191	3,991	33,469	4,295	36,663	4,442	61,516	4,380	71,475
欧州	3,186	5,305	3,132	4,553	3,206	4,606	3,408	4,848	3,006	5,359
中国	1,505	15,927	1,071	8,924	1,148	7,779	1,917	20,137	3,445	25,084
日本	1,017	1,240	824	1,026	1,000	1,818	969	1,171	1,162	1,302

出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2016・「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告ベンチャーニュース特別版」・p.56

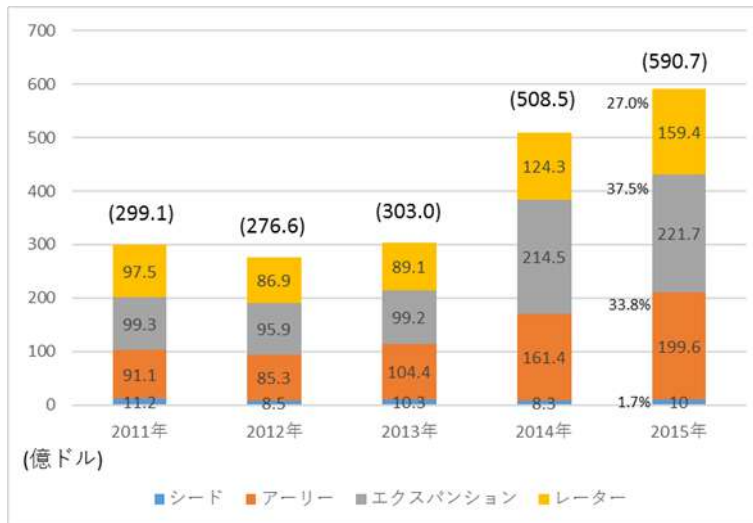
(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf)

②米国

2015年の米国では、投資金額はエクспанション期（本稿ではミドル期）が最も多く、全体の37.5%を占め、次にアーリー期の33.8%、レイター期の27.0%と続いている。また、シード期は全体の2%にも満たないといった現状である。

- 5 しかし、投資件数に着眼するとアーリー期が全体の50.7%を占めており、シード期と合わせると55%に及ぶ。故に、米国は投資金額が小規模ながらも多くの若いベンチャー企業に投資していることがわかる。

【図表 21】 ステージ別投資金額の推移



10

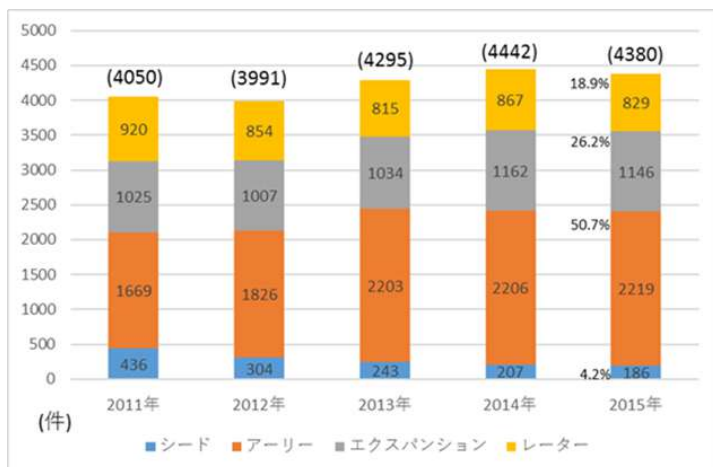
出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2016・「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告ベンチャーニュース特別版」・p.19

(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf)

15

20

【図表 22】 ステージ別投資件数の推移



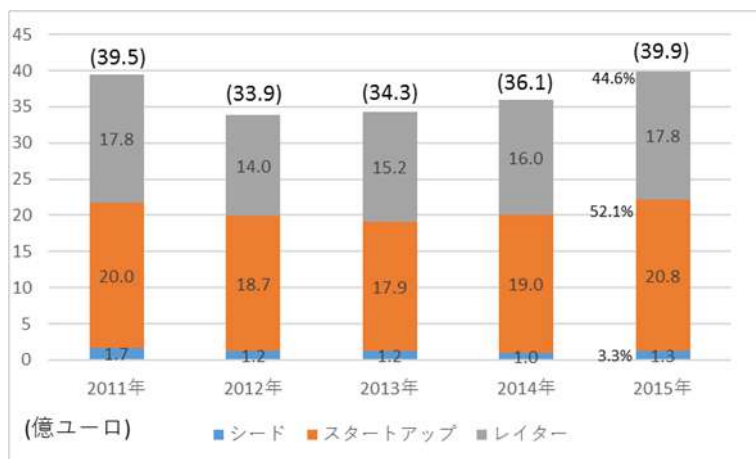
出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2016・「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告ベンチャーニュース特別版」・p.19

(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf)

③ 欧州

2015年の欧州では、投資金額はスタートアップ期（本稿ではアーリー期）が最も多く全体の52.1%を占め、次にレイター期の44.6%と続いている。そして、シード期は全体の3.3%といった現状である。次に投資件数に着眼すると、スタートアップ期への件数が全体の62.3%、シード期への件数が全体の14.4%と欧州も米国と同様に若い企業に積極的に投資をしていることがわかる。

15 【図表 23】 ステージ別投資金額の推移

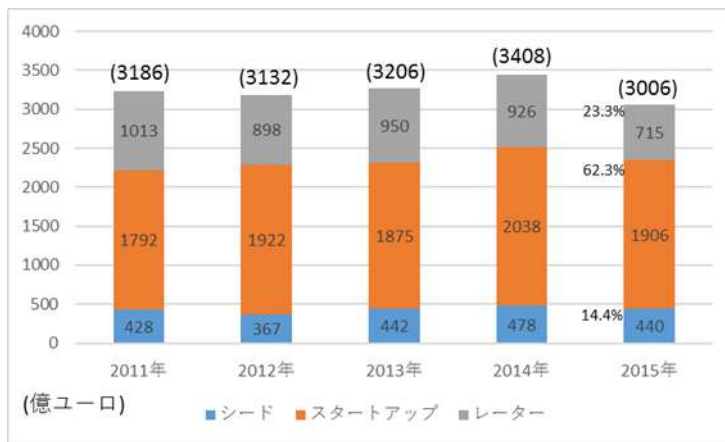


出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2016・「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告ベンチャーニュース特別版」・p.43

(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_J

5 [P_VNEWS_09.pdf](#))

【図表 24】 ステージ別投資件数推移



出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2016・「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告ベンチャーニュース特別版」・p.44

(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_J

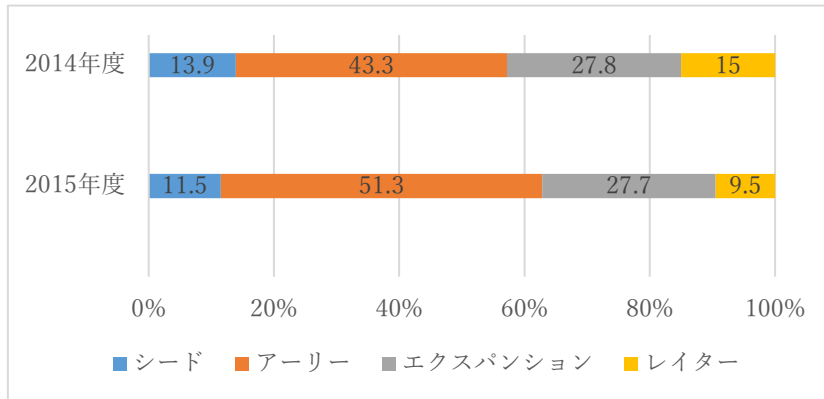
[P_VNEWS_09.pdf](#))

15 ④日本

2015年の日本では、投資金額はアーリー期が最も多く、全体の51.3%を占め、次にレイター期の27.7%と続いている。また、シード期は全体の11.5%といった現状である。次に投資件数に着眼するとアーリー期が48.7%、シード期が18.6%と日本も他国と同様に若いベンチャー企業に積極的に投資をしていることがわかる。

20

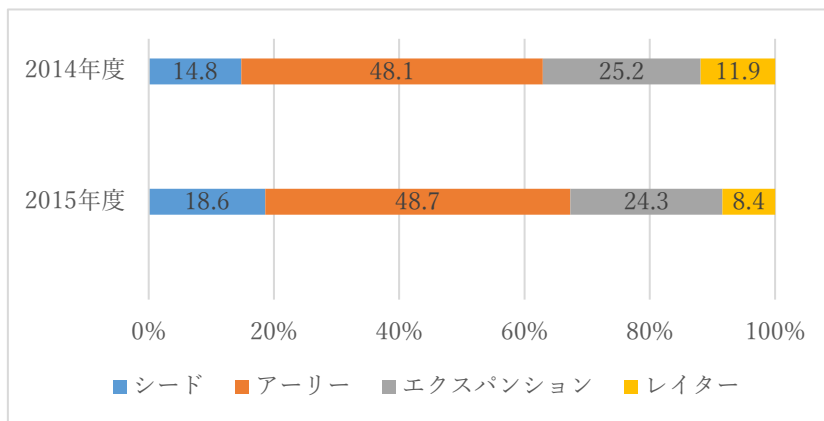
【図表 25】 ステージ別投資額の推移



出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2016・「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告」・p.9

5

【図表 26】 ステージ別投資件数推移



出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2016・「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告」・p.9

10

このように、各国でシード期やアーリー期といった比較的若いベンチャー企業への投資が目立つことがわかる。また投資金額だけでなく、投資件数でも若い企業への投資のウエイトが大きいため、若いベンチャー企業の資金調達的手段として VC が大きな役割を果たしていると考えられる。しかし、若い時期への投資のウエイトは大きいですが、大半がアーリー期への投資となっている。つまり、シード期への投資はそれほど多くはないということである。我々はこの点において改善の余地があると考え。始めに、シード期への投資が多くない

15

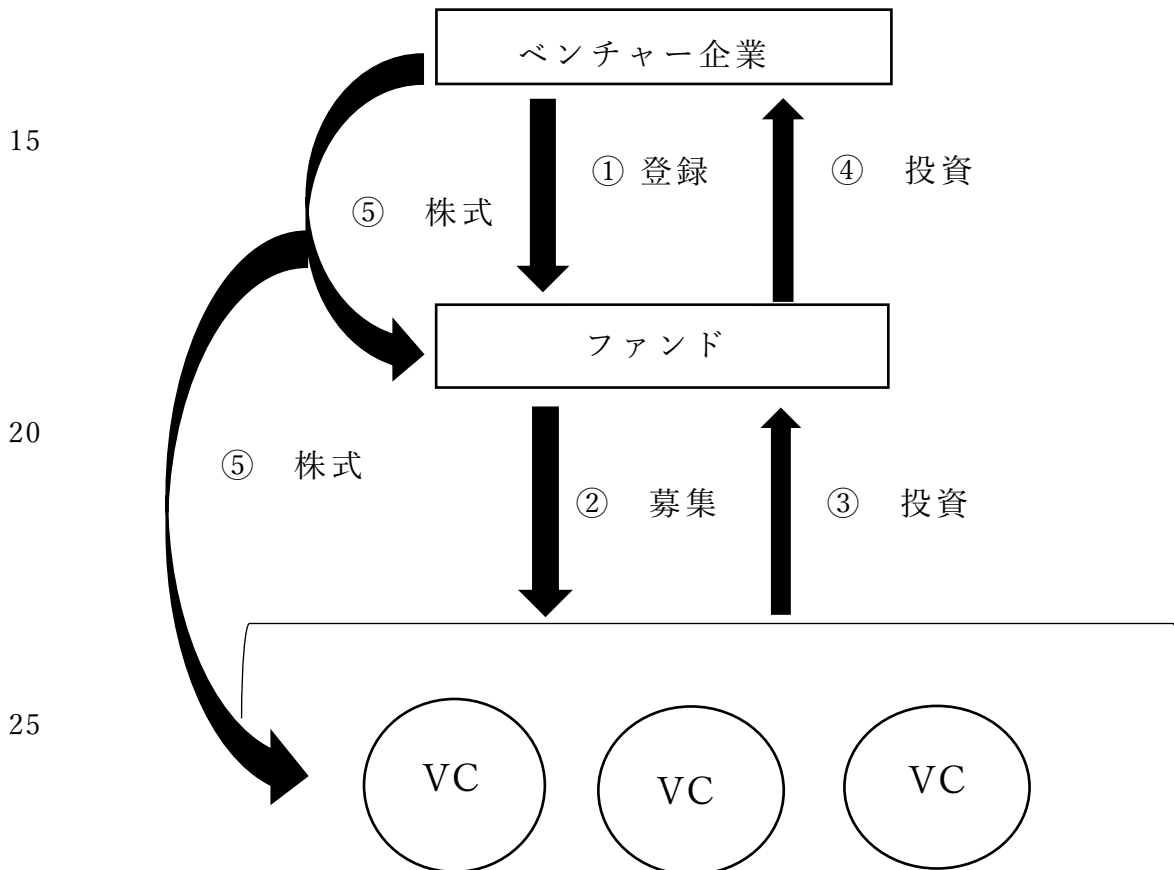
理由を考えたい。まず、シード期の定義の確認であるが、シード期の企業とは、「商業的事業が完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業」である。したがって、まだ製品等が完成しておらず、売上を獲得するためのビジネスモデルが完成していない時期と解釈することができる。また、倒産等のリスクが他の時期の企業よりも高いと考えられる。そこで我々は、VC側

5 側のリスクを低減する方法、そしてシード期におけるベンチャー企業の更なる発展を遂げるための施策を考えた。それがシンジケートベンチャーキャピタル（以下 SVC）である。

我々はこの SVC の促進を提言する。SVC とは、金融機関が行うシンジケート

10 トローンの仕組みを VC に当てはめたものである。

【図表 27】 SVC のストラクチャー



出所) 筆者作成

まず SVC の流れについて説明する

(a) 資金需要があり、VC の経営サポート等を受けたいベンチャー企業がファンドに登録する。

5 (b) 登録を受けたファンドがシンジケートローンのアレンジャーとなり、組成団となる VC に対して出資の募集をする。

(c) VC から資金を集める。

(d) ファンドからベンチャー企業への投資をする。

(e) 投資の見返りとして株式をファンド、VC が受け取る。

10 このシステムにより、VC 側にとっては、各 VC の出資額が少なくなることでリスクが分散されるため、今まで以上にリスクの高いシード期のベンチャー企業への投資がしやすくなるを考える。そして、同じ組成団にいる VC 同士で投資対象のベンチャー企業の企業価値向上のための意見交換を行うことが可能である。また、複数の VC が組成団に存在するため、企業価値向上のための手段
15 が多様化する。このような組成団内の意見交換の中で、今回の投資だけでなく、次回以降の投資に有益となるノウハウや情報等入手し、各 VC の別機会での投資が活発化することも考えられる。ベンチャー企業側においても、多種多様な意見を聞くことができるため、様々な選択肢が生まれ、複数の VC から出資を受けることが企業価値向上への手がかりとなるだろう。さらに、出資の見返りとして提供する株式が、複数者に渡るため、株式が分散され、経営権の喪失
20 といった事態を避けられる。つまり、経営に自分たちの意思を反映させることが可能である。

このように、複数 VC による協調融資が実現することで、ベンチャー企業側には企業価値向上のための多様な選択肢が生まれるだけでなく、経営者自身の意向も反映され、ベンチャー企業の発展が活発化すると考える。また、シード期
25 における投資の増加の貢献に加え、SVC の組成団内での交流による知識やノウハウ等が、別機会での投資の活発化につながることを期待される。この SVC の導入が、今後のベンチャー企業の資金調達において VC が今まで以上の役割を果たすための力となると考えられる。このようなことから我々は“シンジケート
30 ベンチャーキャピタルの導入”を提言する。

終章

日本企業の資金調達について、中小企業を段階別・業種別に分けて現状の分析を行い、段階別に必要とされる資金とその調達方法について言及した。そして、中小企業の課題として「規模の経済」「情報の非対称性」「担保」を挙げた。

5 1つ目の課題である「規模の経済」は、中小企業の資質であると捉え、「情報の非対称性」「担保」という、2つの課題に対して“リレーションシップバンキングを活用した ABL 促進”を提言した。継続的取引を目的とするリレバンは「情報の非対称性」を緩和し、動産を担保とする ABL は「担保」の幅を広げる役割を果たす。故に、中小企業の課題解消と共に資金調達の円滑化を図ることができると考える。

10 また、ベンチャー企業は基本的に中小企業の一部と捉え、課題は重複していると考えられる。しかし、ベンチャー企業は中小企業の中でも新規性が高いため、独特な資金調達方法がある。その中で、我々はエンジェル投資家と VC を拡充させるための2つの提言を行った。1つ目が“中小企業庁によるエンジェルネットワークの運営とベンチャー企業の格付け”である。これはエンジェル投資家の増加に加え、エンジェル税制を変更することで、投資家がより利用しやすい制度を作ることを目指している。2つ目が“シンジケートベンチャーキャピタル”という新たな資金調達方法の提案である。これはシンジケートローンを活用し、VC での投資を増加させることを目的としている。また、この2つの提言において

15 シード・アーリー期への投資を増加させるため、ベンチャー企業の資金調達において有効な手段であると考えられる。

20 中小企業・ベンチャー企業は日本経済において重要な役割を果たしている。このような企業の発展に欠かすことのできない資金調達を円滑に進めるために、我々の提言が寄与することを願い、本稿の結びとする。

25

30

【参考文献】

- ・ 秋山義継、松岡弘樹（2009）「ベンチャー企業経営論」 税務経理協会
- ・ 一般社団法人信託協会（2013）「信託研究奨励金論集第 34 号」（PDF）
（<http://www.shintaku-kyokai.or.jp/profile/pdf/seikaronbun3407.pdf>）
- 5 ・ 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2017）「ベンチャーキャピタル投資動向調査（直近四半期_2017年2Q）」（PDF）
（http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf）
- ・ 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2016a）「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告」
- 10 ・ 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2016b）「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告ベンチャーニュース特別版」（PDF）
（http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf）
- 15 ・ インターネット白書 ARCHIVES（2012）「日本のシードアクセラレーター動向」（PDF）
（<https://iwparchives.jp/files/pdf/iwp2012/iwp2012-ch02-05-p139.pdf>）
- ・ 上原啓一（2007）「中小企業における資金調達課題」 経済産業委員会（PDF）
- 20 （http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf）
- ・ 内田交謹、孫月（2013）「ベンチャーキャピタルの投資行動とパフォーマンスに関する実証分析」, 『信託研究奨励金論集』 34, 一般社団法人信託協会
（<http://www.shintaku-kyokai.or.jp/profile/pdf/seikaronbun3407.pdf>）
- 25 ・ 太田珠美（2017）「2016年度の企業の資金調達動向」大和総研グループ（PDF）
（http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170601_012035.pdf）
- ・ 奥谷貴彦（2012）「ベンチャー企業の資金調達」大和総研グループ（PDF）
（<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>）
- 30 ・ 株式会社野村総合研究所（2013）「個人投資家によるベンチャー企業等への

- 投資活動の実態に関する調査」(PDF)
(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E003176.pdf)
- 5
- ・ 経済産業省 (2011)「ABL の概要と課題」(PDF)
(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2011/data/rel111205a3.pdf)
 - ・ 金融庁 (2003)「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて (金融審議会金融分科会第二部会)」(PDF)
(<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/singi/f-20030327-1.pdf>)
 - ・ 経済産業省 (2017)「第 149 回中小企業景況調査 (2017 年 7-9 月期)」(PDF)
10 (<http://www.meti.go.jp/press/2017/09/20170928001/20170928001-1.pdf>)
 - ・ 商工組合中央金庫 (2005)「商工中金の特徴」(PDF)
(<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/special/hearing/03/item1.pdf>)
 - ・ 中小企業政策審議会 (2016)「中小企業・小規模事業者の事業の発展を支える持続可能な信用補完制度の確立に向けて (概要)」(PDF)
15 (http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20161220002_02.pdf)
 - ・ 中小企業庁 (2005)「中小企業白書 2005 年版」
(<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/index.html>)
 - ・ 中小企業庁 (2014)「中小企業白書 2014 年版」(PDF)
(http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/04Hakusyo_pamrt2_chap1_web.pdf)
20
 - ・ 中小企業庁 (2016a)「中小企業白書 2016 年版」(PDF)
(http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/03Hakusyo_part1_chap1_web.pdf)
 - ・ 中小企業庁 (2016b)「中小企業・小規模事業者のライフステージにおける資金需要・リスクと信用補完制度の意義」(PDF)
25 (<http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/kihonmondai/2016/download/160422kihonmondai4.pdf>)
 - ・ 中小企業庁 (2016c)「平成 29 年度以降に向けた創業・起業支援について」(PDF)
(http://www.meti.go.jp/committee/chuki/kihon_mondai/pdf/009_03_00.pdf)
30

- ・ 帝国データバンク (2017)「ABL の課題に関する実態調査」(PDF)
(http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL/12.pdf)
- 5 ・ 出縄良人(2016)「オープンイノベーションを具現化する CVC の活用と実践」
DAN ベンチャーキャピタル株式会社 (PDF) (<http://danvc.com/CVCF.pdf>)
- ・ 独立行政法人経済産業研究所 (2013)「起業活動に影響を与える要因の国際比較分析」(PDF) (<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/13j015.pdf>)
- ・ 日本政策金融公庫 (2015a)「新たな中小企業貸付債権証券化に向けた検討会報告書」(PDF)
10 (<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/pdf/saikensyoukenka6.pdf>)
- ・ 日本政策金融公庫 (2015b)「中小企業事業のご案内」(PDF)
(<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/pdf/2015jfs01.pdf>)
- ・ 日本政策金融公庫 (2017)「起業と起業意識に関する調査」(PDF)
(https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/topics_170126_1.pdf)
- 15 ・ 日本政策金融公庫総合研究所 (2016)「2016 年度新規開業実態調査」(PDF)
(https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/topics_161222_1.pdf)
- ・ 松田修一 (2014)「ベンチャー企業」日本経済新聞出版社
- ・ 三菱 UFJ 信託銀行 (2015)「クラウドファンディングとその特性」(PDF)
(http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201509_1.pdf)
- 20 ・ 山田仁志 (2016)「日本の大企業の資金調達行動の分析」,『国際経営・文化研究』21, 淑徳大学国際コミュニケーション学会
- ・ 吉野忠男 (2011)「ベンチャー企業」晃洋書房

【参考資料】

- 25 ・ 一般社団法人日本中小企業金融サポート機構 HP
(<http://chushokigyo-support.or.jp/>)
- ・ クラウドクレジット HP (<https://crowdcredit.jp/>)
- ・ 経済産業省 HP (<http://www.meti.go.jp/>)
- ・ 公益財団法人東京都中小企業振興公社 HP
30 (<http://www.tokyo-kosha.or.jp/index.html>)
- ・ サイバーエージェント HP (<https://www.cyberagent.co.jp/>)

- ・ 特定非営利活動法人日本動産鑑定 HP (<https://www.ndk-abl.org/>)
- ・ 日本政策金融公庫 HP (<https://www.jfc.go.jp/>)
- ・ 野村證券 HP (<https://www.nomura.co.jp/>)
- ・ 三井住友銀行 HP (<http://www.smbc.co.jp/>)

5