

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

5



10 国士舘大学 野下ゼミナール（高橋班）

目次

	はじめに	p. 3
5		
	第 1 章 中小企業	p. 4
	第1節 中小企業の定義	p. 4
	第2節 企業規模別に見た売上高経常利益率	p. 5
	第3節 起業・創業	p. 6
10		
	第 2 章 ベンチャー企業	p. 8
	第1節 ベンチャー企業の定義	p. 8
	第2節 資金調達方法	p. 9
15	第 3 章 中小企業の資金調達	p. 13
	第 4 章 ベンチャー企業の資金調達	p. 19
	第 5 章 資金調達の課題	p. 24
20		
	第 6 章 われわれの提言	p. 27
	終わりに	p. 29
25	参考文献	p. 30

はじめに

近年、我が国の経済状況は緩やかに改善が続いている。2011年から2018年において、7年連続で名目、実質GDP成長率がともにプラスとなっている。これに伴って、中小企業を取り巻く環境も改善傾向にある。しかし、依然として中小企業にとって、資金調達問題を中心として解決すべき課題が残っている。

日本の労働市場を支えているのは中小企業であるといっても過言ではない。総務省の調べによると、2014年時点で中小企業は日本の企業の約99.7%を占めており、従業員数全体の7割以上を担っている。中小企業の重要性は雇用面だけにとどまらない。日本の高度成長を支えた重厚長大の大企業が制度疲労を起こしこれ以上の企業成長が難しいという現状において、中小企業こそ、これからの日本経済の成長牽引力になるべき存在でもある。

日本経済において重要な役割を担う中小企業であるが、未だ資金調達の手段は限られており、大半が銀行借入などの間接金融に頼っているだけでなく、成長に必要な資金の調達も必ずしも満足のいく状況ではなく、多くの中小企業にとってむしろ制約されているというのが現状である。

ベンチャー企業は、創業からあまり時が経っておらず、新技術や新製品、新事業に基づいて成長・拡大しようとする意欲のある企業である。ベンチャー企業は、新しいアイデアを生み出し企業化するという役割を持つだけでなく、企業間競争を促進させ経済を活性化させるという点でも、日本経済の発展に貢献する重要な役割がある。しかし、日本ではベンチャーキャピタルやエンジェル投資家による投資などがメジャーであるとはいえず、ベンチャー企業への出資・投資額はアメリカや中国などと比べ圧倒的に少ない。そのため、日本におけるベンチャー企業の資金調達も満足のいく状況ではなく、そのことが日本におけるベンチャー企業の成長を抑制している。

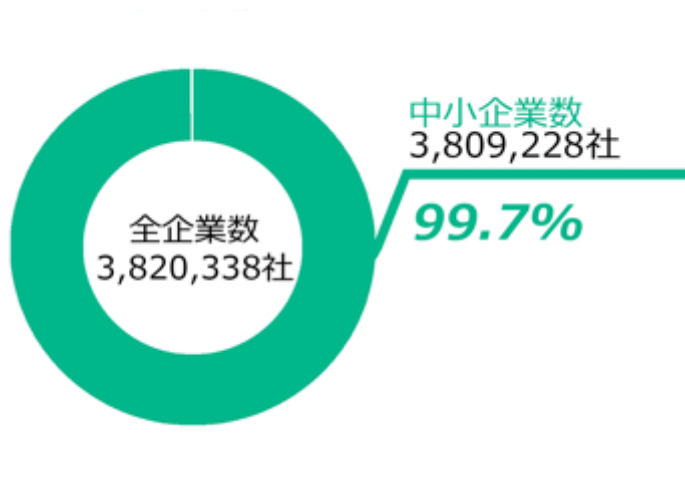
本論文では、第1章と2章でそれぞれ中小企業とベンチャー企業の定義や基本情報を、第3章と4章でそれぞれの資金調達の方法としてどのようなものがあるのかを、第5章でそれら資金調達の方法がどのような課題を抱えているのかを考察する。そして、第6章でそこで出た課題の解決方法について提言する。

第 1 章 中小企業

第 1 節 中小企業とは

中小企業とは、生産、販売などを行う資本の単位組織である企業のなかで、
5 その規模が比較的小さいものをいう。企業規模は通常、資本金あるいは従業員数によって分けられる。日本の場合には、中小企業基本法（昭和 38 年法律 154 号）で、中小企業の範囲を工業、鉱業、運送業などでは資本金 5000 万円以下、あるいは従業員数 300 人以下、商業、サービス業では資本金 1000 万円以下、
10 あるいは常時従業員数 50 人以下と規定していた。しかし 1973 年に同基本法は改正され、製造業の資本金を 1 億円以下に引上げ、サービス業と同じであった卸売業の基準を従業員 100 人以下または資本金 3000 万円以下に変更された。日本の製造業は多数の中小企業の存在と下請企業を中心とする分業構造を大きな特徴としている。

15 (図表 1) 中小企業の割合



出所:中小機構「日本を支える中小企業」

中小企業は、日本の全企業数のうち 99.7%を占め、生活に密着した財やサー
20 ビスの提供を行っている。世界市場の獲得につながる先端技術の活用や、地域で育まれた伝統と特性を有する多様な地域資源を活用する担い手となる企業が
多く存在している。

中小企業全体で約 3400 万人が雇用されており、これは日本の従業者の約 7 割

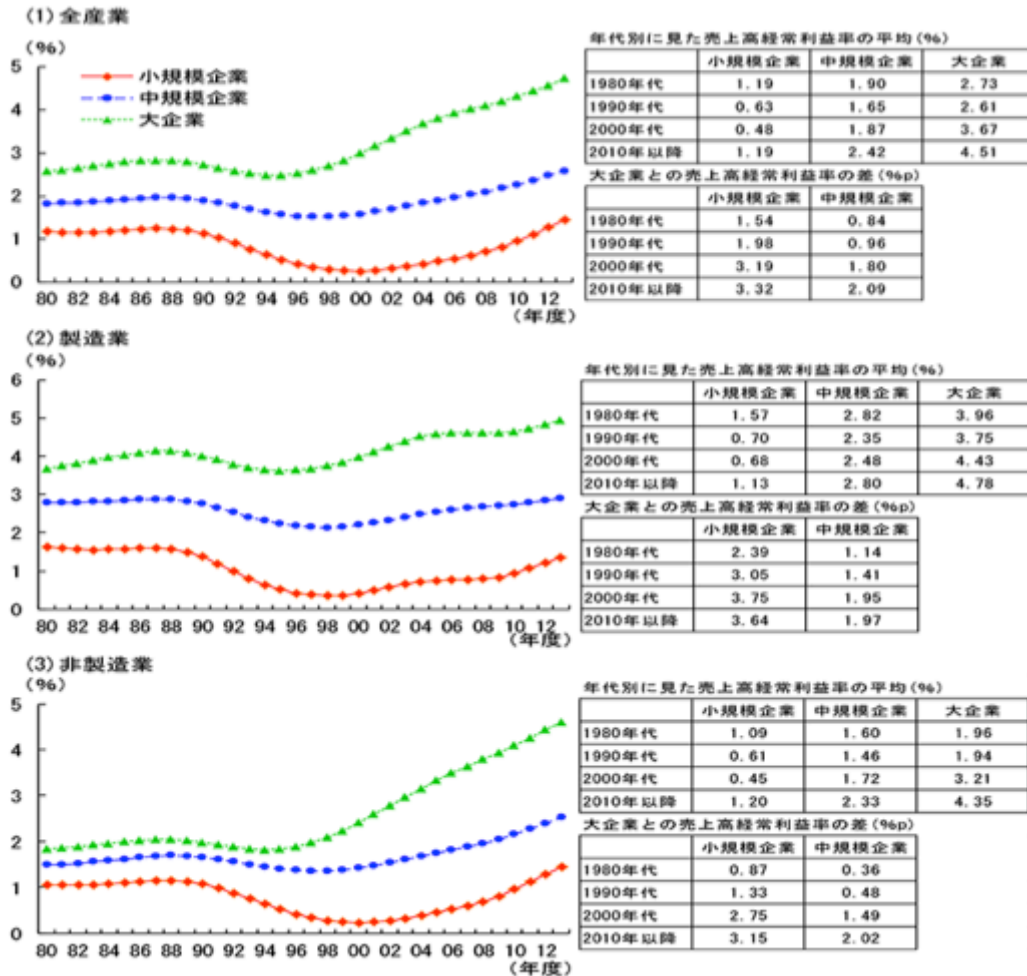
が中小企業で雇用されている計算となる。

第2節 企業規模別に見た売上高経常利益率

売上高経常利益率の動向を企業規模別に確認すると次のようになる。

5

(図表2) 企業規模別に見た売上高経常利益率



出所:中小企業庁調査室「2017年版中小企業白書 概要」

- 10 全産業で見ると、大企業の売上高経常利益率は中規模企業・小規模企業よりも高い水準にあり、その差は2000年代に大きく拡大している。これは大企業の売上高経常利益率が2000年代に大きく伸びたことによるものであり、同時に中規模企業・小規模企業の売上高経常利益率も伸びていることが確認できる。中規模企業・小規模企業の売上高経常利益率は、2010年以降の平均と2000年代
- 15 の平均を比較すると、大きく伸びていることが分かる。

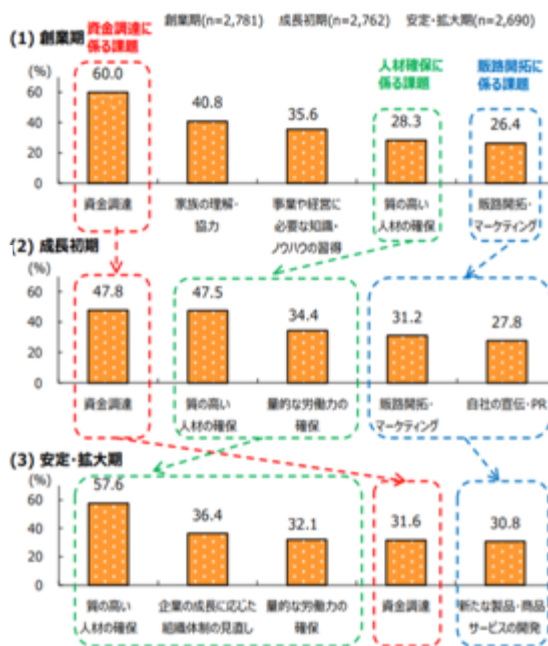
業種別に見ると、製造業では、1980年以降、大企業と中規模企業・小規模企業の売上高経常利益率の差はほぼ一定の割合で拡大を続けている。2010年以降では、小規模企業で売上高経常利益率の伸びが大企業と比べて相対的に高くなっており、これにより大企業との差が縮まっている。

5 非製造業では、2000年代以降、大企業の売上高経常利益率が大きく伸びている。そのため、大企業と中規模企業・小規模企業の売上高経常利益率の差が大きく拡大した。もともと、中規模企業・小規模企業の売上高経常利益率も、2000年代以降、上昇基調となっている。

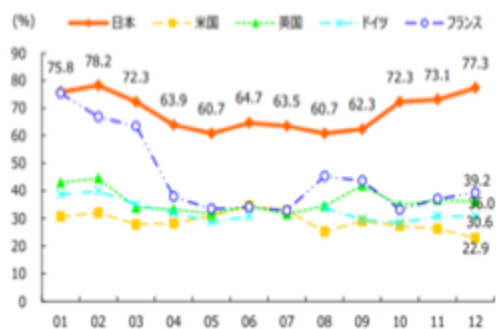
10 こうした大企業と中規模企業・小規模企業の売上高経常利益率の差の広がり
は、中規模企業・小規模企業全体の収益が、低収益の中規模企業・小規模企業の収益悪化によって下押しされたことによって生じた可能性もある。

第3節 起業・創業

(図表3) 成長段階ごとの課題



(図表4) 起業に無関心な人の割合



15

出所:中小企業庁調査室「2017年版中小企業白書 概要」

日本における企業の起業や創業についてみると、次のような問題がある。日本では、国際的に見て開業率が低く、起業に無関心な人の割合が高い一方、起業を目指す人が起業に至る確度は高い。いかに起業への関心を高めていくかが

20 [6]

重要である。そのため、周囲の勧め等が重要なきっかけとなる。

起業後 5～10 年の企業は、高成長、安定成長、持続成長の 3 タイプに分類される。高成長型ではサービス業・製造業が多い。経営者が若く、起業家教育の影響がみられる。

- 5 いずれの成長タイプも、ステージが進むにつれて課題は資金調達から人材確保へと移行する。

販路開拓は各ステージ共通の課題だが内容は変化しており、目指すタイプを実現できた者、できなかった者の差を見ると、資金調達の成否が影響している。

第 2 章 ベンチャー企業

第 1 節 ベンチャー企業の定義

ベンチャー企業というのはどういった企業を指すのか、そしてベンチャー企業といってもさまざまな段階があるので、ベンチャー企業の段階についても述べる。

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を意味している。規模としては、小規模から中規模の企業であることがほとんどである。ベンチャー企業の特徴として、新たなビジネスを育てており、将来的に大きく化ける可能性があっても、現段階で財政的に厳しく、投資機関から援助を受けていることが多いというのがあげられる。ベンチャー企業と呼ばれるための明確な基準や定義はなく、一般的には、(1) 成長過程にある企業、(2)ベンチャーキャピタル (VC) など投資機関から資金援助を受けている企業、(3)ベンチャー指定を受けている企業、という特徴をもつ企業のことを指している。ベンチャー企業は主に以下の 4 つの段階に分けられるとされる。

(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のことである。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のことである。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。

(3) ミドル期

5 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のことである。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。そしてサービス・製品にある程度のユーザーがおり、収益モデルの仮説が検証され始めている段階のことである。

10 (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 直前の時期のことである。この時期では、組織が確立しており、民間金融機関の融資は以前と比べると有利である。

15 第2節 資金調達方法

本節ではベンチャー企業の資金調達の方法について述べる。ベンチャー企業の資金調達方法としては以下の方法がある。

(1) スイートマネー

20 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とされる。また、必要な金額を調達するのに時間はかかるが、経営に対して口出しされないというメリットがある。

25 (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して融資する特徴がある。また、短期間に支援者、指導者や助言者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

中の支援する。アクセラレーターによる支援が増加すると、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。しかし現状としては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ている。

5

(3) インキュベーター

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のことである。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

10 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。

(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。

15

(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ことであり、起業成功者が多いことが挙げられる。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という。

20

(6) 少人数私募債

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

(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家

30

を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。

5 (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。

(9) リース

リースとは、設備投資資金の確保に有効な取引手段である。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。

(10) 銀行融資

銀行の融資には「保証付き融資」と「プロパー融資」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、プロパー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 一か月から二か月程度かかる。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となっている。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。

30 (11) 補助金

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

(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）が担っており、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している新創業資制度や資本性ローンが挙げられる。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。

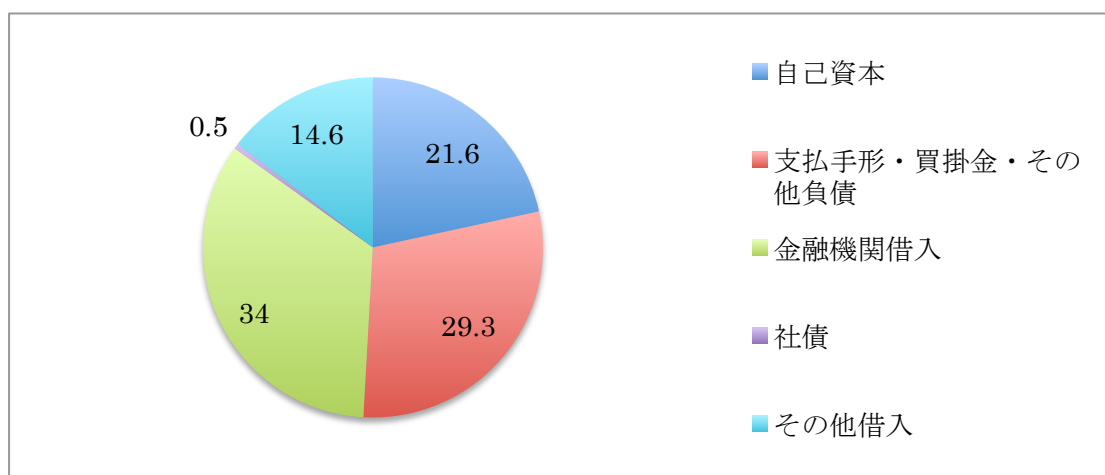
15 (13) ABL(動産担保融資)

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。

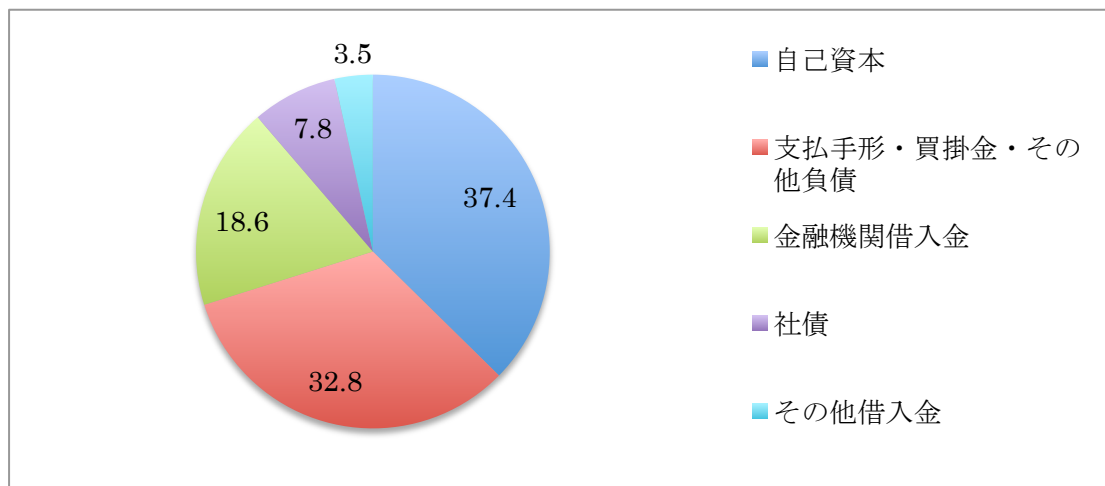
第 3 章 中小企業の資金調達方法について

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 つの方法があるが、中でも多くの中小企業は金融機関を介した資金調達である間接金融に依存している¹。

(図表 5) 中小企業の資金調達構造



10 (図表 6) 大企業の資金調達構造 (2004 年)



出所：財務省「法人企業統計年報」より作成

図表 5、6 は 2004 年の大企業と中小企業の資金調達方法を割合で比較したも

¹ 中小企業庁「中小企業白書 2003 年版」参照

のであるが、この図からも大企業は多様な資金調達方法を活用しているのに対し、中小企業の資金調達は借入金に多く依存していることが分かる。このように、中小企業が間接金融に依存している原因として、株式や社債を発行して市場から直接資金を調達する手段である直接金融が中小企業には利用しにくいことが考えられる。

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。この投資家は配当や利子、値上がり益を期待して投資するため、投資家の利益につながると期待された企業でなければ直接金融で資金を調達することが難しい。そのため多くの中小企業は直接金融で資金を調達するのが難しく、直接金融で資金を調達

10 できるのはごく一部の中小企業に限られているのが現状である。また、直接金融の場合には企業財務の情報を開示するための資料作成や株式公開を行う専門的な知識やこれらを実施するための専門的な知識を持つ人材が必要となるが、中小企業ではそのような余裕がない。この理由も中小企業が直接金融を利用しにくい原因の一つとなっている。近年、マザーズなどの新興市場が創設される

15 など、中小ベンチャー企業の資金調達環境が整備されてきてはいるが、直接金融で資金を調達できる中小企業がごく一部であることに変わりはない。だが、直接金融で資金を調達できなくても間接金融における資金調達が円滑であれば問題は少ないはずである。しかし現実には、中小企業は間接金融においても資金調達に難しさがある²。

20 ここまで、中小企業の資金調達の現状をみてきたが、ここからは具体的な資金調達手段をみていきたい。

1. シンジケートローン

シンジケートローンとは協調融資とも呼ばれ、企業の大口資金調達ニーズに対して、複数の金融機関が同一の条件・契約に基づき融資を行う手法のことである。このシンジケートローンは、最近では中堅企業まで対象が拡大されている。金融機関でも特に地方銀行などのように融資先の業種に偏りが見られる金融機関では、シンジケートローンを使うことで調整が可能となり、地方銀行も

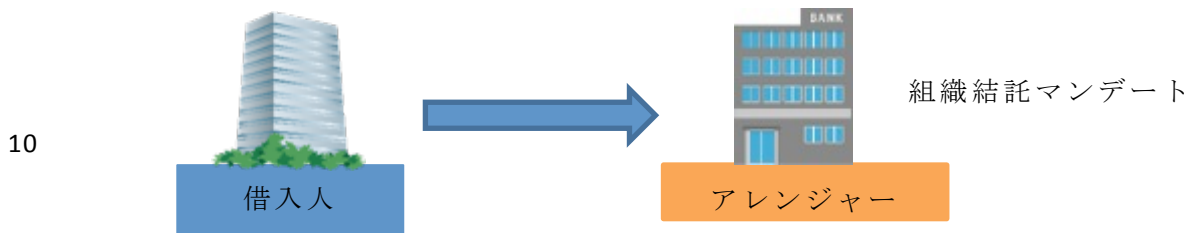
² 上原啓一「中小企業における資金調達の課題」

主幹事となるケースが増えてきている。

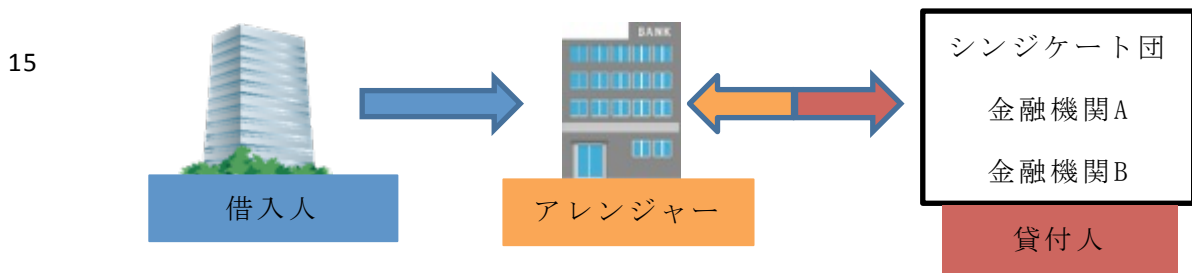
シンジケート団はアレンジャーとなる主幹事銀行が資金調達者である企業との融資条件等の交渉を一手に取り仕切り、また、融資実行後はエージェント（主幹事銀行が行うことが多い）となる金融機関が、契約条件の履行管理や事務管

5 理、各参加金融機関との調整などを行うことになる。

(図表7) アレンジャーの指名



(図表8) シンジケート団の組織



出所：三井三友銀行HPより作成

20

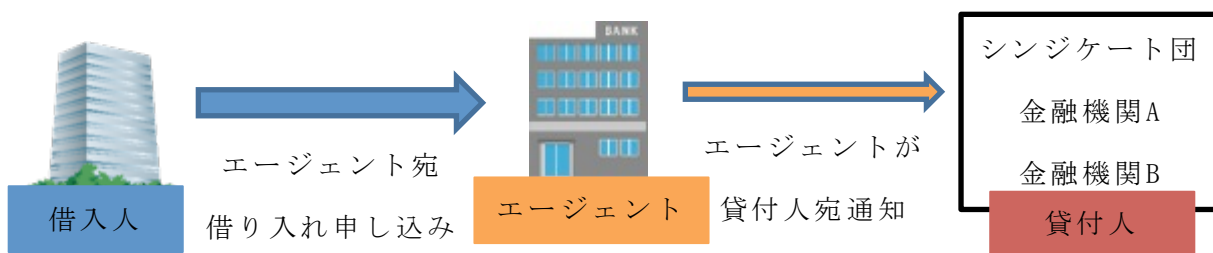
図表7、8は、シンジケートローンの参加金融機関の募集から契約締結までの流れである。

アレンジャーは、契約条件の検討、シンジケート団を構成する貸付人となる金融機関の募集、契約締結手続等を行う。（多くの場合、アレンジャーがシンジ

25 ケート団の貸付人となる。）³

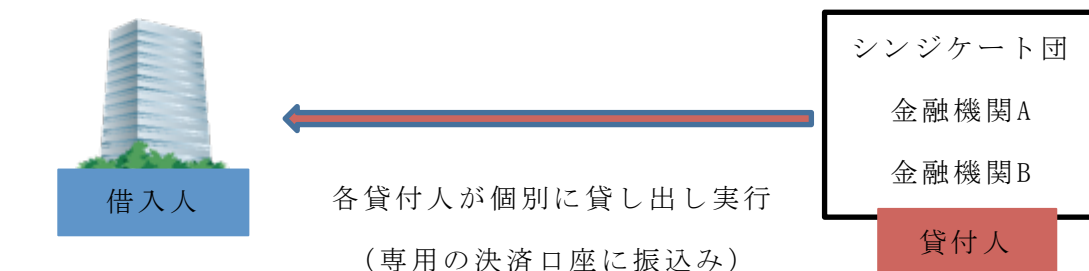
³ 三井住友銀行HP「シンジケートローンのしくみ」「シンジケートローンの特徴」参照

(図表9) 借り入れ申し込み



5

(図表10) 貸付実行時



10

(図表11) 元利金支払い時



出所：三井住友銀行HPより作成

図表9、10、11はシンジケートローンの契約締結後の流れである。エージェントは各貸付人の代理人となり、契約期間中の借入人・貸付人間の通知取次や、元利金の受け払い等の資金決済に関する事務の取りまとめを行う。(通常、アレ
20

このシンジケートローンは、「市場型間接金融」⁴といわれる金融形態を代表する調達手法で、直接金融の特徴である「市場性」と間接金融の特徴である「柔軟性」をあわせ持つ手法といえる。シンジケートローンには、(1)柔軟な条件・返
25 返済スケジュール (2) 事務負担の軽減 (3) 取引条件の統一 (4) 調達窓口・調

⁴ 市場型間接金融とは、広く財務内容を開示することや、債権の流通可能性を高めることによって、証券ではなく借入金によって資金調達を行うもの。

達余力の拡大（5）対外的 I R 効果といった特徴がある。

このシンジケートローンには以下のような 3 つの形態がある。

（1）コミットメントライン

- 5 予め設定した融資枠金額・期間の範囲内で、借入人の請求に基づき、短期の融資を実行することを約束（コミット）する契約のこと。安定的な運転資金枠や緊急時の保険的な資金枠として利用される取引である。

（2）タームローン

- 10 証書貸付形態とし、主に長期的な運転資金、設備資金、リファイナンス資金として利用される取引のこと。

（3）コミット型タームローン

- 15 予め設定した融資枠金額・期間で、借入人の請求に基づき、長期の資金を実行することを約束（コミット）する契約のこと。資金調達時期が未確定な、長期的な運転資金、設備資金、リファイナンス資金の資金枠として利用される取引である。⁵

2. 売掛債権担保融資

- 20 売掛債権担保融資とは、中小企業が取引先に対して有している売掛金を担保とした融資を、売掛債権担保融資と言う。これにより、売掛金の回収を待たずに売掛金を資金化することができる。企業が持つ売掛金を担保とするには、売掛債権を担保として金融機関に譲渡する必要がある

この売掛金債権担保融資には、以下のような 3 つの方法がある。

- 25
- （1）売掛先から売掛債権の譲渡に関する承諾を得る方法
 - （2）売掛先に売掛債権を譲渡したことを通知する方法
 - （3）金融機関に売掛債権を譲渡したことを法務局に登録し、金融機関が必要と判断した時点で売掛先に通知する方法

⁵ 三井住友銀行 H P 参照

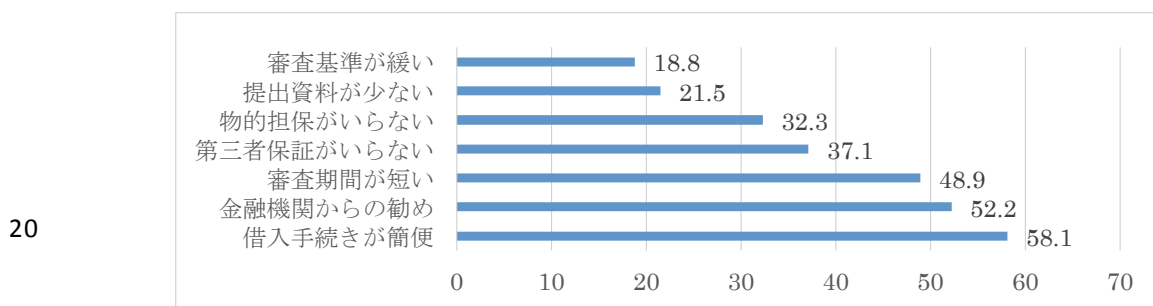
3. クイックローン⁶

従来の中小企業向け貸出においては、経営者個人の所有する不動産等の資産を担保としたり、第三者保証を徴求したりすることが通常であった。しかしながら、近年は不動産担保や第三者保証に過度に依存することなく、リスクに見合った水準の金利を払う無担保無保証借入ができる選択肢を増やす動きが見られている。特に最近においては、大手都市銀行を中心として、急速にこのような手法に基づく無担保無保証型のローンであるクイックローンが浸透しつつある。

10 このようなクイックローンには、(1) 母集団となるデータから統計的に算出した倒産確率等によって融資審査を行う (2) 貸出案件ごとにリスクを管理するのではなく、大数の法則に基づき、貸出債権をポートフォリオ全体でリスク管理する (3) 短期間で融資審査を行う (4) 貸出額に限度制限がある (5) 審査の多くの部分が自動化されるため、審査コストの削減を図れるなどの特性がある。

15

(図表 12) クイックローンを現在使っている理由



出所：中小企業庁「資金調達環境実態調査」

図表 12 から分かるように、借入手続きが簡便であることが理由の多数を占めている。また、クイックローンを使っている企業の割合として、手元流動性が低い企業ほど審査期間が短いクイックローンを使っている。一方で、クイックローンを現在使っていない理由としては、通常の借入れで十分であるため使っていないという理由が最も多くなっている⁷。

⁶ 中小企業庁『中小企業白書 2003 年版』参照

⁷ 中小企業庁『中小企業白書 2003 年版』参照

第4章 ベンチャー企業の資金の調達方法

新たなサービスや新たな事業を作りだし、その作り出したサービスや事業を様々に展開していくベンチャー企業。2000年以降の現代で、インターネットなどの情報・通信技術の発達などが影響し、ベンチャー企業の数は増えている。しかし、規模としては小規模から中規模の会社が多いため、資金に余裕がないのが現状である。本章では2章でもふれたベンチャー企業の資金調達の方法について詳しく述べる。

10 1. 資金の調達方法

ベンチャー企業は基本的に小規模から中規模であるため、そこまで資金はなく、経営も赤字であることがあるため、銀行からの融資を受けにくい。そのため、融資よりも出資を募る場合が多い。出資であれば返済義務もなく利息も発生しないため、資金繰りの厳しいベンチャー企業にとっては、最善の資金調達の方法であると言えよう。ベンチャー企業の代表的な出資の方法として特に4つ挙げる。

(1) ベンチャーキャピタル(VC)

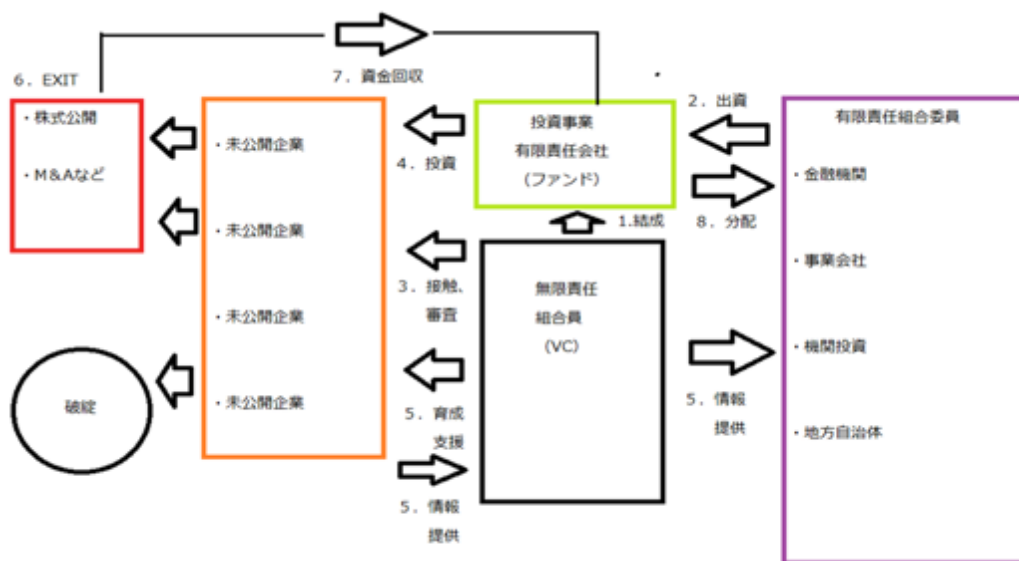
ベンチャーキャピタル(VC)とは、ベンチャー企業などの高い成長が見込まれる企業に対して出資を行い、資金を提供する投資のことであり、その目的はキャピタルゲインを得ることにある。

図表13は、ベンチャーキャピタルの投資のプロセスを表したものである。ファンド(投資事業有限責任組合)を結成し、ファンドがベンチャーキャピタルの管理や運営を行う。次に、組成したファンドへの出資を募り、ファンドに賛同した人々が出資を行う。これを行うことにより、投資に必要な資金が確保される。その次には、ベンチャー企業への接触や審査を行う。ベンチャーキャピタルが、様々なルートを使いベンチャー企業にアプローチして、投資をするかどうかを審査する。次には、審査を通過したベンチャー企業に対して、ファンドに集まった資金で投資を行う。さらに、育成支援と情報提供を行う。基本的には、投資を行ったベンチャー企業に対して、ベンチャーキャピタルが育成支

援を行う。ただし、例外は存在する。また、その過程において、投資先企業からベンチャーキャピタル、ベンチャーキャピタルからファンドの組合員へと情報提供がなされる。次に、投資を受け入れたベンチャー企業が株式上場するなどを行った場合には、ファンドの保有株式を売却する。これは EXIT と呼ばれる。

- 5 その後、ファンドの保有株式の売却などにより、資金回収を行ったのち、回収した資金を出資者に分配し、その後ファンドは清算される。

(図表 13) ベンチャーキャピタルの投資のプロセス



- 10 出所: 「Future Venture Capital」

このように、ベンチャーキャピタルはファンドのリターンを最大化することが最大の目的である。ベンチャーキャピタルのメリットとしては、信用がない状態でも比較的簡単に資金調達が可能であることである。しかし、デメリット

- 15 も存在する。一つに経営者の経営自由度が下がってしまうということである。

ベンチャーキャピタルから出資を受けた場合は、出資者が株主となるため、株主によって経営状況を常に監視されることになる。そのため、経営者が経営判断を誤ると、経営者が取締役を外されてしまうこともある。また、出資者の最終的な目的は、ベンチャー企業の上場や売却になるため、上場するまでにたと

- 20 えどんな困難があったとしても、途中で企業の目的を変更することは許されない。

そして、ゴールにたどり着くまで企業の成長を促され続ける。また、出資

をうけている以上、利益を出し続けなければならない。自社の上場に意欲があり、高い成長を遂げたいという企業にピッタリな投資であると言えよう。

(2) エンジェル投資

- 5 次にエンジェル投資について説明する。エンジェル投資家と呼ばれる裕福な個人の投資家が、創業したてのベンチャー企業に対して投資を行う投資である。エンジェル投資ではベンチャーキャピタルと違って自己資金を投資する。エンジェル投資家は株式や社債を受け取ることが目的である。メリットとしては、出資してもらった代わりに株式を割り当てるので、金利や担保が不要なことである。また、エンジェル投資家は過去に起業家として実績を挙げた者も多いため、
- 10 様々なサポートやアドバイスをもらえるのもメリットの一つであろう。デメリットとしては、適切なエンジェル投資家を見つけるのが困難であることであり、マッチングに長い時間を費やさなければならないという点である。海外ではエンジェル投資家は多く存在するが、日本ではまだあまりそこまで多くない。また、エンジェル投資家は資金を投資しているため、経営に口を出してくる者も
- 15 いるかもしれない。その場合、経営の自由度は下がってしまう。また、エンジェル投資は裕福な投資家からの投資であるとはいえ、あくまで一個人の投資であるため、あまり多くの金額を受けることはできない。エンジェル投資は、エンジェル投資家の人としての相性が必要であるため、エンジェル投資家選びは
- 20 慎重に行うことが重要である。

(3) クラウドファンディング

- クラウドファンディングとは近年登場し注目を浴びている資金調達方法であり、ある目的のために、インターネットで不特定多数の人から資金調達を行える
- 25 手段である。クラウドファンディングは、(a) 寄付型、(b) 購入型、(c) 投資型、(d) 融資型、(e) 株式型の 5 種類に分類される。ここからこの 5 種類について述べていく。

(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。
- 30 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り、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。

10 (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。

15 (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。

20 (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 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。

25

日本では、購入型クラウドファンディングが主流である。また、デメリットも存在する。出資者からすれば、出資した資金が帰ってこない可能性があることが挙げられる。また、一度投資してしまうと基本的にはキャンセルができないこともデメリットであろう。また、クラウドファンディングを受けるベンチャー企業のデメリットとして、不特定多数から出資を募るため、株主の増加に

より事務負担が増加する。

(4) IPO

ベンチャー企業の目標ともされることがある資金調達手法の一つにIPOが存在する。これは、株式の新規上場のことであり、時価総額や株主数など多くの基準をクリアした企業のみが活用できる資金調達手法の一つである。上場後は情報開示など多くの負担を強いられるものの、その裏返しとして企業の信用を高めることが出来る側面もある。日本のベンチャー企業は比較的このIPOを活用する傾向がある。

10

2. ベンチャー企業の課題

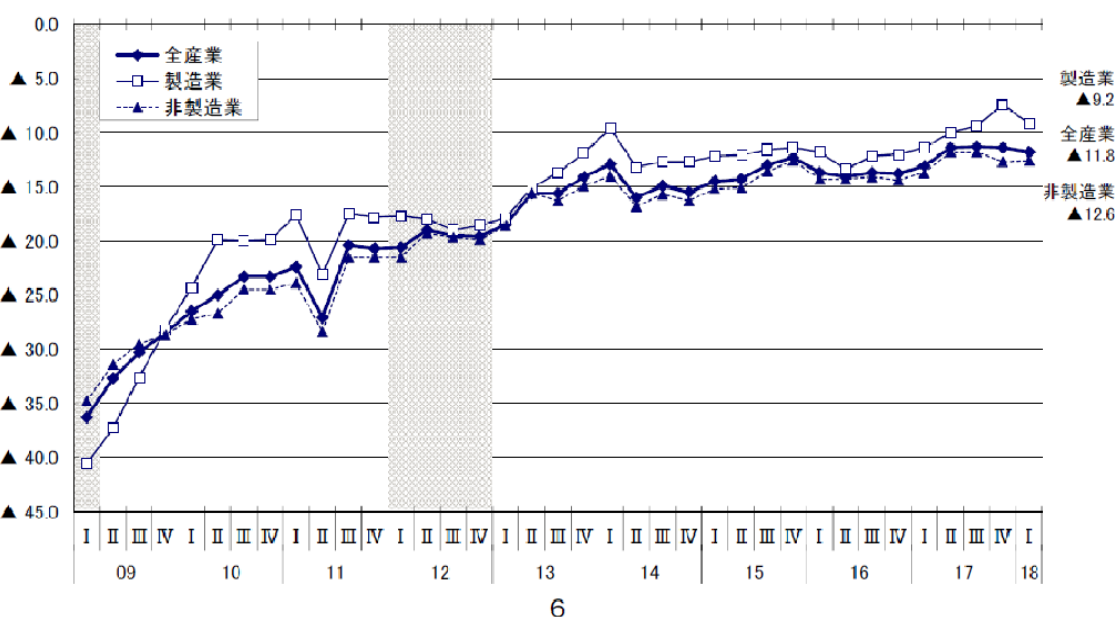
リスクの高い事業に挑戦するベンチャー企業にとって、冒頭にも述べたように、銀行借入による間接金融での資金調達は困難である場合が多い。さらに、ベンチャー企業の多くは、十分な資産を有していない上に、担保能力が低いことから、間接金融による資金調達には限界がある。従って、直接金融を利用することがベンチャー企業にとっての活路であるものの、「リスクマネーの少なさ」という課題がそれを妨げている。ベンチャー企業の発達には十分なリスクマネーが供給されることが重要であるものの、日本のリスクマネー供給はごくわずかとなっている。また、ベンチャー企業の発達に向けた資金調達面以外の課題に目を向けると、「挑戦する人が少ない」、「大企業とベンチャー企業の連携」、「開廃業率の低さ」、「ベンチャー・エコシステムの構築」等といった課題が存在している。政府が主導しているようなベンチャー・エコシステムの構築によって、解決される課題は多いと考える。しかしそもそも、こうしたエコシステムの構築によって、好循環を生むためには、ベンチャー企業の円滑な資金調達が実現する必要があるだろう。

25

第 5 章 資金調達の問題

第 3 章で述べたとおり、中小企業の資金調達は借入金（間接金融）に多くを依存している。本章では、それに伴って発生する資金調達の課題について述べる。

(図表 14) 中小企業の資金繰り DI



出所：経済産業省「第 151 回中小企業景況調査」

10

中小企業の現状を見てみると、全産業の資金繰り DI（最近の資金繰りが「楽である」と回答した企業の割合から「苦しい」と回答した企業の割合を引いた指数のこと）は、（前期 ▲11.4→）▲11.8（前期差 0.4 ポイント減）とマイナス幅がやや拡大しており、産業別に見ても、製造業で（前期 ▲7.4→）▲9.2（前期差 1.8 ポイント減）を筆頭に厳しさが伺える。

15

(1) 規模の経済

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する「貸し手における規模の経済」の問題があり、大企業と比べ、融資額が少なくなりがちな中小企業に資金を貸し出すと、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大きくなる。そのため金融機関は大企業を融資先に選択する

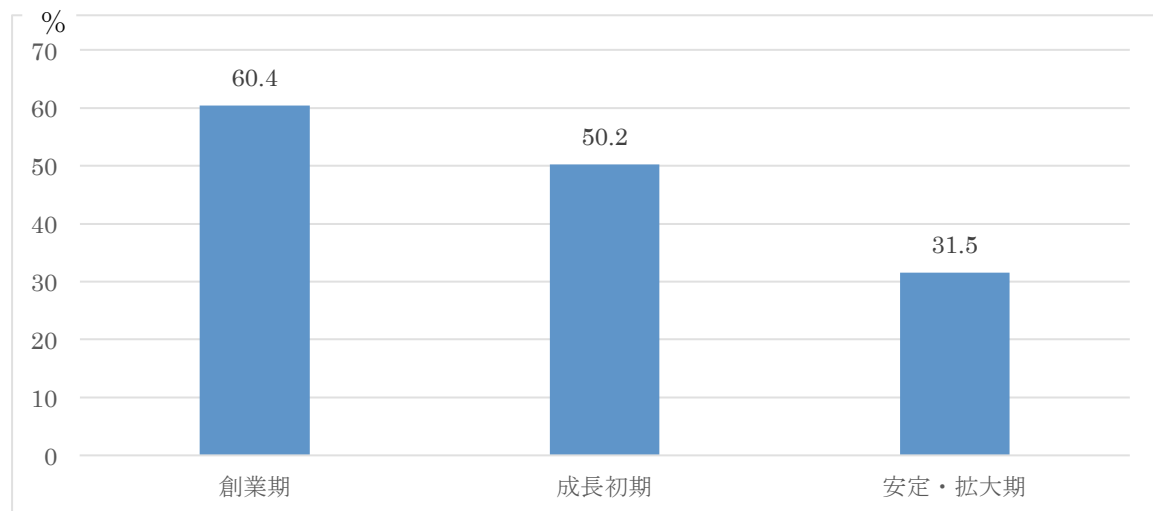
20

傾向があり、中小企業は融資を受けにくくなっている。

図表 15 を見ると、どの成長段階においても資金調達は課題であると感じられているが、その中でも特に融資額が少なくなる時期である創業期において、資金調達が困難であることがわかる。

5

(図表 15) 成長段階でみた資金調達を課題だと感じている割合



出所：中小企業庁『中小企業白書 2017 年版』198 ページ

注：高成長型、安定成長型、持続成長型企業の平均。小数点第 2 以下切り捨て。

10

(2) 情報の非対称性

情報の非対称性の問題は、貸し手である金融機関と、借り手である企業の間
に情報の不均等が生じ、正確に情報を把握することが難しいという問題である。
大企業の場合、企業情報を広く開示しているため、金融機関が融資判断するに
際して情報が入手しやすく、会計監査が会社法上義務付けられていることから
財務状況の把握が比較的容易である。しかし、中小企業の場合、一般的に企業
情報があまり開示されておらず、また、財務データを整備していない企業もあ
り、企業の状態が不透明でリスクが高いとみなされがちである。

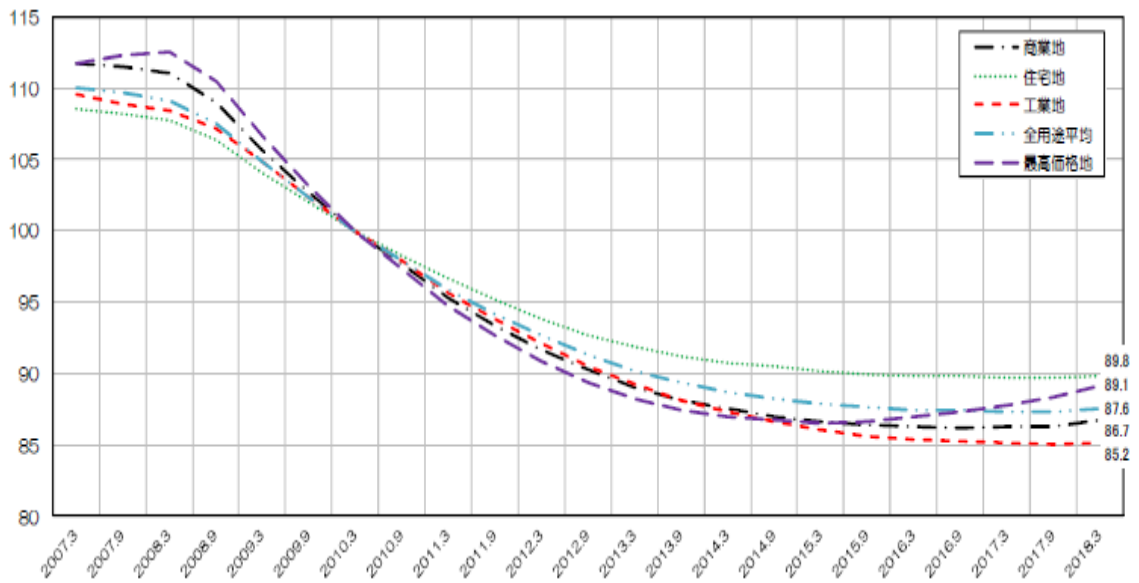
20

(3) 担保

金融機関が企業に融資をする際、情報の非対称性が強く、借り手企業に関する
情報が不十分であったときや、将来的な事業の展望に不安があるときなどに、

それらのリスクを補完するために担保の提供を要求する。このときに中小企業側は不動産を担保にするのが一般的であるが、担保とする不動産を十分に保有していない企業が多い。また、近年になり多少の改善の兆しが見えるものの、全国的に地価が低迷していることで、担保とする不動産を所有している企業でも、十分に資金を調達することが困難になっている。

(図表 16) 全国の用途別市街地価格指数の推移 (2010年3月末=100)



出所：日本不動産研究所「第154回市街地価格指数」

10

上記3つから間接金融に頼るのが困難である点と、そもそも資金調達の手段を金融機関からの借入に依存しすぎている点の2つが課題として挙げられる。

第 6 章 提言

以上検討してきた課題をふまえ、われわれは、中小企業の資金調達を改善するために以下の 3 つの提言をおこなう。

5

1. エクイティファイナンス

ベンチャー企業のような先行投資となる研究開発では、開発を進めるために費用がかかり資金調達が必要になる。しかし、ベンチャー企業が事業からキャッシュフローを生み出すにはある程度の時間がかかる。そのため、ベンチャー企業は、新たな製品を開発するための研究を行うに際して必要とされる資金調
10 達を借入金で賄ってきた。しかし、事業が安定しキャッシュフローが生み出されるまでの間に、なんからの理由によって借入金の返済が求められると、ベンチャー企業は債務不履行を起こし事業を遂行できなくなってしまうことになる。このような問題を解決するために、法的には返済義務がないエクイティファイ
15 ナンスの役割が重要になってくる。その中でもベンチャーキャピタル投資に注目される。

ベンチャーキャピタルの投資の主な回収手段は、投資先企業が株式公開をすることに伴うキャピタルゲイン、および、他の企業が投資先企業を買収することによる売買益である。すでにベンチャーキャピタルから出資を受けている中
20 小企業では、株式公開に関する課題を多く挙げている。なぜベンチャーキャピタルは投資回収手段が株式公開に偏っているか。その原因として、株式公開以外の回収手段では適切なリターンが得られないことや、M&A等の市場が整備されていないことが挙げられる。そのため、ベンチャーキャピタルでは、M&Aの市場を整備することが非常に重要となっている。M&Aの市場を整備することにより、現在出資を受けている企業への課題を減らすとともに、株式公開
25 を志向していない中小企業からの調達も増やすことができる。また、成長初期の中小企業が研究開発を活発に行えるようにするため、地域資源の活用等に着眼したファンドの取組や、政府系中小企業金融機関による資本性資金の融資制度なども重要となっている。

30

2. 中小企業の情報開示

情報の非対称性への対策として独立行政法人中小企業基盤整備機構（以下、中小機構）への積極的な参加を提案する。中小機構は、国の中小企業政策の中核的な実施機関として、起業・創業期から企業の成長ステージに合わせて幅広いメニューの支援を提供している。中小企業が、中小機構に参加し自社情報を整理し、開示をすることで、貸し手である金融機関は借り手である企業の情報を正確に入手することができると思う。こうした開示を主体的に内外で積極化することにより、日本の既存金融機関ばかりでなく欧米の金融機関や投資家の注目を引き融資や投資を呼び込む可能性を高めることになる。

10

3. クラウドファンディング

クラウドファンディングによる新調達方法の可能性について提言したい。例として、あるゲームの劇場化プロジェクトを挙げよう。このプロジェクトのクラウドファンディングの目標額は3000万円であった。驚くことに、これが達成されたのは開始から2日後であった。また、2週間弱で4500万円を突破し、出資者の数は1800人を超える。ちなみに、2018年までのクラウドファンディングの最高額はスペースコンバットシム「StarCitizen」であり、その金額はトータルで1億5400万ドル、日本円だと約175億円にも昇る。このように、クラウドファンディングの可能性は無限大であり、人々に需要があるモノはより高度な水準で開発できる。

20

現状では、クラウドファンディングや暗号通貨を用いたICOによる資金調達は多くの問題を抱えていることは事実である。しかし、世界中の多種多様な価値観をもつ投資家や個人に訴えて資金を調達する方法は、魅力的であり、制度整備を行うことによって発展する可能性がある。

25

終わりに

本論文では、日本における中小企業およびベンチャー企業の資金調達について、中小企業現状の分析を行い、その資金調達の方法と課題について検討した。

- 5 中小企業の資金調達を取り巻く課題として「規模の経済」、「情報の非対称性」、「担保」を挙げた。こうした課題のうち将来に向けて特に重要と思われる「情報の非対称性」という課題に対して「情報の開示の積極化」を提言した。中小企業およびベンチャー企業が、自企業の情報を自主的かつ積極的に開示していくことは、日本にとどまらず世界の金融機関と投資家、さらには投資先を求め
- 10 る富裕層の関心を引く可能性を高め、資金調達環境を構造的に改善することにつながる。中小企業およびベンチャー企業の「情報の開示の積極化」については、独立行政法人中小企業基盤整備機構の利用が企業にとって有用である。中小企業基盤整備機構の活用が、中小企業の内外での情報開示につながり、それによって内外の金融機関や投資家との情報ギャップを埋め資金調達方法を多様
- 15 化することにつながると考えられる。

- ベンチャー企業については、日本においては基本的に中小企業の一部と捉えられることから、中小企業と課題は重複している部分も多いと考える。しかし、ベンチャー企業には特有な資金調達方法があり、そこで目を付けたのが VC (ベンチャーキャピタル) とクラウドファンディングである。これらの普及により、
- 20 今まで銀行からの借入に頼っていた中小企業の資金調達に多様性が生まれ、起業のハードルが下がり、おもしろいアイデアをもったベンチャー企業の増加が見込める。しかし、これらの資金調達方法は、未だ日本では普及しているとは言い難い。銀行業や証券業における規制緩和を含め制度改革によってベンチャー企業向け資金調達環境を整備・改善していく必要がある。

- 25 中小企業およびベンチャー企業が資金調達方法を多様化することによって資金調達を円滑にすすめ、業容を拡大することこそ、日本経済の活性化と成長促進につながると確信している。

参考文献

- 5 独立行政法人中小企業基盤整備機構「日本を支える中小企業」
(<http://www.smrj.go.jp/recruit/environment.html>, 2018年10月22日閲覧)
- 中小企業庁調査室「2017年版中小企業白書 概要」
(http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/h29_pdf_mokuji
10 tyuuGaiyou.pdf、2018年10月22日取得)
- 財務省「法人企業統計年報」
(<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h16.pdf>, 2018年10月22日取得)
- 15 中小企業庁『中小企業白書 2003年版』
(<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H15/index.html>、2018年
10月22日閲覧)
- 20 上原啓一「中小企業における資金調達の課題」
([http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumb
er/h19pdf/20073801.pdf](http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf)、2018年10月22日取得)
- 三井三友銀行HP
25 (<http://www.smbc.co.jp/hojin/financing/syndicate.html>、2018年10月22
日閲覧)
- Future Venture Capital ホームページ
(<https://www.fvc.co.jp/knowledge/>、2018年10月22日閲覧)

経済産業省「第151回中小企業景況調査」

(<http://www.meti.go.jp/press/2017/03/20180328002/20180328002-1.pdf>、
2018年10月22日取得)

5 中小企業庁『中小企業白書2017年版』

(http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/chusho/00Hakusyo_zentai.pdf、2018年10月22日取得)

日本不動産研究所「第154回市街地価格指数」

10 (<http://www.reinet.or.jp/wpcontent/uploads/2010/10/647ed75dcb6f10e22c812a01591c85f2.pdf>、2018年10月22日取得)

CROWDPORT NEWS

(<https://www.crowdport.jp/news/5132/>、2018年10月22日閲覧)

15

Battery「2018年版世界のクラウドファンディング資金調達額TOP10まとめ」

(<https://relic.co.jp/battery/articles/4530>、2018年10月22日閲覧)

総務省「経済サンセス - 基礎調査(確報) 結果の概要」

20 (http://www.stat.go.jp/data/e-census/2014/pdf/kaku_gaiyo.pdf、2018年
10月22日閲覧)