

2019 年度 証券ゼミナール大会

第 1 テーマ

「国内非上場企業の資金調達について」

立命館大学 三谷ゼミナール D 班

内容

	はじめに	3
	第 1 章 非上場企業について	5
	第 1 節 非上場企業の定義	5
5	第 2 節 非上場企業の分類（規模別）	6
	第 1 項 中小企業者の定義	6
	第 2 項 小規模企業者の定義	6
	第 3 項 ベンチャー企業の定義	7
	第 3 節 非上場企業の位置づけ	7
10	第 2 章 中小企業の資金調達	9
	第 1 節 中小企業について	9
	第 2 節 中小企業の資金調達における現状	9
	第 1 項 中小企業金融市場における最近の動き	10
	第 2 項 中小企業の資金調達手段	11
15	第 3 項 直接金融による資金調達	12
	第 4 項 間接金融による資金調達	15
	第 5 項 公的金融機関・公的支援のあり方	22
	第 3 節 中小企業の資金調達における課題	25
	第 1 項 リレーションシップバンキングにおける問題点	25
20	第 2 項 資産担保融資（asset-based lending：ABL）における問題点 ..	27
	第 3 章 ベンチャー企業の資金調達	32
	第 1 節 ベンチャー企業の資金調達における現状	32
	第 1 項 シード期	33
	第 2 項 アーリー期	35
25	第 3 項 エクспанション期	37
	第 4 項 レーター期	38
	第 2 節 ベンチャー企業の資金調達における課題	39
	第 4 章 中小企業・ベンチャー企業における資金調達の共通課題	41
	第 1 節 情報の非対称性	41
30	第 1 項 逆選択	41

	第2項 モラルハザード	41
	第2節 担保不足	42
	第3節 貸し手の規模の経済	42
	第5章 非上場企業の資金調達における方策	43
5	第1節 中小企業の望ましい資金調達	43
	第1項 モチベーションクラウドの導入	43
	第2項 クラウドファンディングによる資金調達	43
	第2節 ベンチャー企業の望ましい資金調達	45
	おわりに	46
10	参考文献一覧	47

15

20

25

30

はじめに

2019 年 4～6 月期の我が国の実質 GDP(国内総生産・2011 暦年連鎖価格)の成長率は、0.4%(年率 1.8%)となり、名目 GDP の成長率は、0.4%(年率 1.7%)となった。

- 5 日本経済の現状として、『世界経済の緩やかな回復を背景に、アベノミクスの三本の矢である「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」により、企業の稼ぐ力が高まり、企業収益が過去最高となった。その中で、雇用・所得環境が改善され、所得の増加が消費や投資の拡大につながるという「経済の好循環」が着実に回りつつある』¹。
- 10 一方で問題も発生している。第一の要因は開業率の低下である。それはつまり、企業の「少子化」である。さらに廃業率は上昇傾向をたどり、80 年代後半以降、廃業率が開業率を上回るようになってしまった。このように廃業率が開業率を上回り続ければ、企業数が減少することは当然のことである。企業数が減少している背景として、一つは、バブル崩壊以降の景気低迷である。景気が悪
- 15 いと開業しようとする人は減り、廃業を余儀なくされる企業が増えてしまう。『景気要因以外の構造的な要因としては、競争の激化』²が大きくなったことも問題の一つである。

- 第二の要因は企業の「高齢化」、いわゆる長寿企業の割合が相対的に高くなっていることである。そこで必要となるものが「経営革新」である。時代の流れ
- 20 や経済情勢に応じて企業も変化することが求められている。特に中小企業は経営資源が限られている。そのため、独自の工夫で競争相手と差別化を図り、生き残るために経営革新を続けていかななくてはならない。

- 廃業率が高まっている背景には、競争の激化に加え、経営者の高齢化という問題もある。非上場企業、『特に小企業の経営誌環境は総じて厳しい。「事業に
- 25 将来性がない」という考えや、「実の子供以外には継がせにくい」という事情がある。また、その子供に継ぐ意思がない、子供がいらないなど、後継者がみつからないということも珍しくない。このようにせっかくある経営資源が引き継が

¹内閣府「第 1 章 日本経済の現状と課題」

https://www5.cao.go.jp/keizai3/2018/0125nk/n18_1_0.html (2019 年 8 月 22 日最終アクセス)より引用。

²小規模読本, P. 26 より引用。

れないと、経済社会にとって損失になることもある。高い技術をもつ町工場が廃業すれば、メーカーは部品の調達に支障をきたす』³ためである。

これらをふまえ、本稿では中小企業とベンチャー企業のそれぞれに関して、資金調達の現状分析をし、浮かんだ問題点を解決することのできる方策を提案する。

中小企業に関しては、モチベーションクラウドを各企業に導入することを提案したい。これを導入することで、組織状態を数値化し、PDCA サイクルを回すことで組織の問題を解決することができる。のべ 5020 社、116 万人の実績を持つ組織のモノサシ「エンゲージメントスコア」によって、組織状態を定量化・可視化することで企業を一目で把握するものである。一見、長い年月をかけなければわからないようなことでもこのエンゲージメントスコアを見ると、一瞬にして把握することが可能になる。これにより、融資先が一つに固まらなくなる効果を期待することができるため、リスク分散が可能となる。

加えて、主としての資金調達方法ではなく、 $+\alpha$ の資金調達手段として、FinTech を活用した資金調達である「クラウドファンディング（以下 CF）」を提案したい。CF はデジタル・インターネット社会となっている現代において有効であると考ええる。リスクを軽減した事業展開が可能であり、金融機関から融資を受けることができる可能性も広がるからである。CF を企業の主としての資金調達手段として提案しない理由としては、CF のみでは企業が必要とする資金源全てを調達することは難しいと考えるためである。CF を $+\alpha$ として行うことにより、効率よく資金調達をすることが可能となると考える。

ベンチャー企業に関しては、アメリカなどとは違い日本では支援体制がまだまだ希薄となっている。だからこそ、私たちの考えとしては、OI を拡大させていきたい。ICT が発展する中、経済・社会的課題への対応という新たな状況下で企業は新たな価値創造が必要となっている。そのため、自前主義から本格的に脱し、同業他社を含む様々なセクターを取り込んだイノベーション経営が必要となってきた。そのためにも、ベンチャーエコシステムの循環を作り出すことが不可欠となる。

³小規模読本, P. 30 より引用.

第1章 非上場企業について

第1節 非上場企業の定義

非上場企業とは、『証券取引所（金融商品取引所）に上場（公開）していない企業のことをいう』⁴。現在、我が国の企業数は約 357.8 万企業（2016 年）⁵存在

5 する。その内、上場企業数は図表 1 のとおりである。

図表 1 日本の上場企業数

（単位：社） カッコ内は、うち外国会社

最終更新日	2019 年 10 月 18 日
第一部	2,155 (1)
第二部	486 (1)
マザーズ	297 (1)
JASDAQ スタンダード	675 (1)
JASDAQ グロース	37 (0)
Tokyo Pro Market	32 (0)
合計	3,682 (4)

10

出典：日本取引所グループ「上場会社数・上場株式数」

<https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>（2019 年 10 月 23 日最終アクセス）より筆者作成。

つまり、全体企業数から上記の上場企業数を引いたものが非上場企業といえ

15 る。我が国の企業のほとんどが非上場企業であるということがわかる。

⁴東海東京証券「証券用語集」

https://www.tokaitokyo.co.jp/kantan/term/detail_1897.html（2019 年 8 月 22 日最終アクセス）より引用。

⁵中小企業庁（2019）「中小企業白書（2019 年版）」より。

第 2 節 非上場企業の分類（規模別）

第 1 項 中小企業者の定義

中小企業は「中小企業基本法」という法律によって定義されており、図表にまとめるとこのようになる（図表 2-1）。

5

図表 2-1 中小企業者の定義

業種分類	下記のいずれかを満たすこと	
	資本金の額又は 出資の総額	従業員数
製造業その他	3 億円以下	300 人以下
卸売業	1 億円以下	100 人以下
小売業	5 千万円以下	50 人以下
サービス業	5 千万円以下	100 人以下

出典：中小企業庁「中小企業・小規模企業者の定義」

10 <https://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html> (2019 年 8 月 8 日最終アクセス)より筆者作成。

第 2 項 小規模企業者の定義

小企業も上記と同じく、「中小企業基本法」という法律によって定義されてお

15

り、図表にまとめるとこのようになる（図表 2-2）。

20

図表 2-2 小規模企業者の定義

業種分類	従業員数
製造業その他	20 人以下
卸売業	5 人以下
小売業	5 人以下
サービス業	5 人以下

出典：中小企業庁「中小企業・小規模企業者の定義」

- 5 <https://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html> (2019 年 8 月 8 日最終アクセス)より筆者作成。

第 3 項 ベンチャー企業の定義

- ベンチャー企業とは、ベンチャービジネス（VB）とも言われ、一般的には新しい技術やビジネスモデルを中核とするイノベーティブな企業、急速な成長が期待される企業、高い達成意欲を持つ起業家に率いられる新興企業などの意味合いを含んでいる。したがって、設立から日が浅いすべての企業を VB と称するわけではなく、イノベーションを志し、急成長を目指す企業がベンチャー企業と言われるが、ベンチャー企業の定義に関しては、中小企業とは違い明確な定義が定められていないため、昨年の大会主旨文より「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」を定義として考えることとする。
- 10
- 15

第 3 節 非上場企業の位置づけ

- 我が国には数多くの非上場企業が存在するというのが第 1 章よりわかった。特に中小企業は古くは、規模が小さいがゆえに「弱者」のイメージで捉えられていた。だが、1999 年に大幅に改正された新しい中小企業基本法は中小企業に対する認識や、中小企業を支援する政策の理念も大きく変化した。『前向きなイメージで中小企業をとらえ、「独立した中小企業の多様で活力ある成長発展」を
- 20

政策理念に掲げ、中小企業の自律的な努力を促す政策に転換した』⁶。

では、中小企業は日本の経済社会の中でどれくらいの割合を占めているのか。中小企業庁(2019年)のデータによると中小企業は全企業の99.7%を占めている。同じく中小企業庁(2019年版)のデータによると常用雇用者数では、約
5 4,679万人のうち約3,220万人、約70%が中小企業に雇用されているということだ。我が国の経済社会において中小企業の存在がいかに重要なものかがわかる。

中小企業は、数の上で我が国企業のマジョリティーとなっている。それだけに多種多様な中小企業があり、一律にとらえることはできない。バイオやIT
10 など最先端の技術を駆使するベンチャー企業もあれば、昔ながらの商売をする小さな企業も存在する。

企業形態をみても、数人の従業員を雇う株式会社があれば、家族で稼働する個人経営の企業もある。経営に対する考え方も当然異なり、事業を始める動機もさまざまである。

15 企業の成長性をみても、『将来、株式の上場を目指すような企業、リスクを避け、あえて規模の拡大を望まない企業、事業が縮小し始めた廃業予備軍の企業などが同じ市場に混在』⁷しているのである。

20

25

⁶小規模読本, P. 2 より引用.

⁷小規模読本, P. 6 より引用.

第2章 中小企業の資金調達

第1節 中小企業について

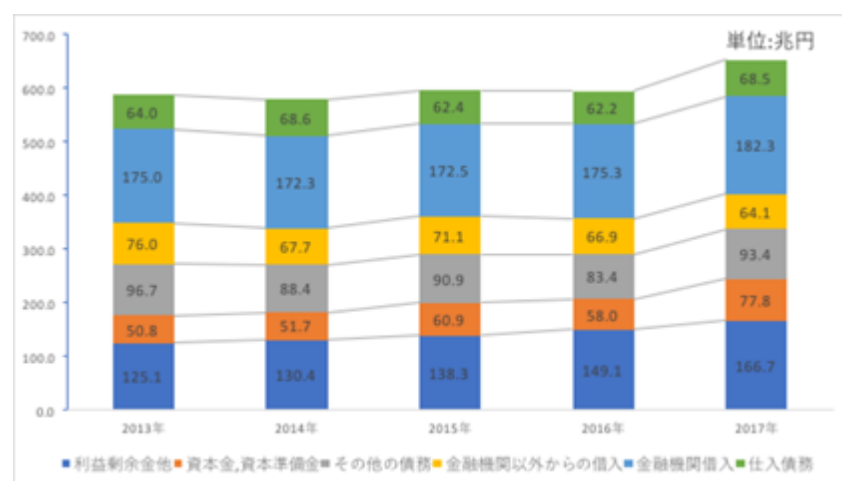
- 5 中小企業は中小企業という分類の中でも分類することができる。分類の一つに大企業と中小企業の間に位置する「中堅企業」というものがある。中堅企業は中小企業の中でも比較的規模が大きく、資金調達を行いやすいと考えられる。つまり、中小企業全体が資金調達を行いにくいという訳ではない。
- だが、法律上、中堅企業に関する定義が存在しないことが実情である。

第2節 中小企業の資金調達における現状

- 10 これは中小企業の貸借対照表の貸方の推移(図表3)である。『貸方の負債・純資産の部からは、企業がどのような方法で資金を調達したかがわかる。借方の資産の部は資金の運用、つまり資金を使った結果としてどんな資産をもつことになったかを示す』⁸。図表3の負債・純資産の部をみると、金融機関借入が最も多く、借入に依存しているということがわかる。

15

図表3 中小企業の貸借対照表の推移(負債・純資産の部)



- 20 出典: 中小企業庁(2019)「中企業白書(2019年版)」より筆者作成。

⁸小規模読本, P. 34 より引用。

第1項 中小企業金融市場における最近の動き

第2節より中小企業は金融機関からの借入が難しいということがわかったが、この難しさの程度は経済や金融の情勢に大きく左右される。図表4をみるとリーマンショック後に大きく落ち込んでいることがわかる。その後は東日本大震災や2014年4月の消費税増税の反動減で多少落ち込んでいる年があるものの、おおむね右肩上がり推移していることがわかる。

図表4 企業規模別資金繰りDIの推移



出典：中小企業庁（2019）「中小企業白書（2019年版）」より引用。

さらに『バブル経済期は中小企業にとっても比較的借入がしやすい時代だった。しかし、バブル崩壊後は企業の業績は悪化、不動産価格も下落していく。借入金の返済に窮する企業が増える一方、担保を処分しても融資金を十分回収できないケースが増え、銀行の不良債権は急速に増加する』⁹。その結果、銀行は自身の経営が苦しくなるにつれ、「貸し渋り」の動きを強めた。

『「貸し渋り」とは金融機関が健全な企業や個人への融資に対して過度に消極的になることである。1990年代後半、不良債権処理で資本を減らした金融機関

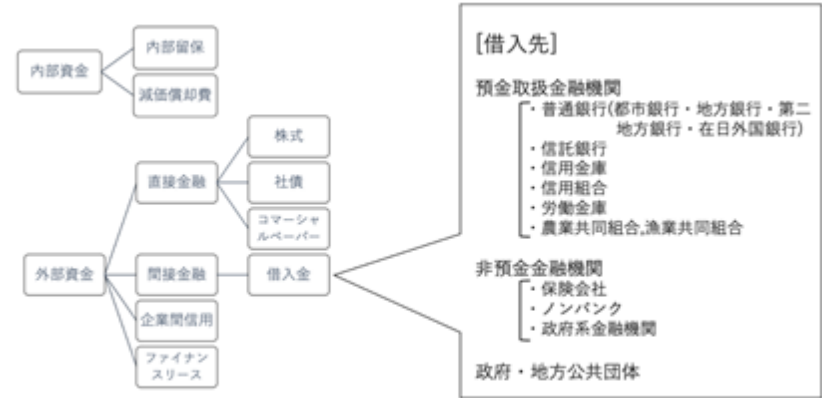
⁹小企業読本, P. 48 より引用。

が自己資本比率を保とうとして、融資を絞り込んだため、多くの企業が破綻に追い込まれ、社会問題となった』¹⁰。特に『中小企業、なかでも総じて信用力の乏しい小企業は、新規融資をストップされる、既存の借り入れの返済を求められる、担保の追加を要求されるなど、厳しい状況に追い込まれた』¹¹。現在は景気も当時より改善し、金融不安も収まりつつあり、中小企業の借入環境はやや改善しているが、貸し渋り時代の教訓は中小企業金融のあり方を見直そうという新しい動きとなった。

第2項 中小企業の資金調達手段

これは企業の資金調達手段をまとめた図表(図表5)である。

図表5 企業の資金調達手段



出典：小企業読本，P. 37 より筆者作成．

¹⁰カブドットコム証券「金融/証券用語集」
https://kabu.com/glossary/1204819_3151.html（2019年9月19日最終アクセス）より引用．

¹¹小企業読本，P. 49 より引用．

内部資金とは、企業自身が利益を挙げ、それを内部に蓄えることで、使える資金を増やす方法であり、外部資金は企業の外から資金を調達する方法である。

- 5 我が国は銀行のほか、信用金庫、信用組合、そして政府系金融機関と、中小企業に資金を供給する金融機関が他国に比べ、最も充実しているといえる。

第3項 直接金融による資金調達

株式や社債を発行して投資家から直接資金を集めるのが直接金融である。

10 1、株式

株式を発行することによって事業資金を集め、それを元手に活動をし、利益をあげる。これらを目的とした会社を「株式会社」と呼ぶ。株式会社へ株式として出資された資金は、会社が存続する限り、払い戻しされることはない。

15 2、社債（公募債・私募債）

『債券（公社債）は、国・地方公共団体・公共機関・企業などが投資家（デット投資家（債権者））から資金調達を行うために発行する債務証書である。一般事業法人（中小企業を含む）の発行する債券は「社債（事業債）」と呼ばれる』¹²。

20

3、コマーシャルペーパー（CP）

『企業が短期の資金調達のために発行する無担保の約束手形のこと』¹³である。

25 4、クラウドファンディング（CF）

クラウドファンディング（CF）とは FinTech の一つであり、群衆・人々（crowd）と資金調達（funding）をつなぎ合わせた造語である。『あるプロジェクトを実行するため、インターネットを通じて不特定多数の人から比較的小額の

¹²滝川好夫・新田町尚人（2017）『楽しく学ぶ中小企業金融』株式会社泉文堂より引用。

¹³滝川好夫・新田町尚人（2017）『楽しく学ぶ中小企業金融』株式会社泉文堂より引用。

資金提供を募る活動、または資金集めのために利用できるサービスのことである』¹⁴。

クラウドファンディングには資金や支援者へのリターン(特典)のあり方によって主に6つの種類がある。それらの種類を図表6にまとめて提示する。

5

10

15

20

25

¹⁴野村証券「証券用語解説集」<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ku/a01857.html>
(2019年8月19日最終アクセス)より引用。

図表 6 クラウドファンディングの種類

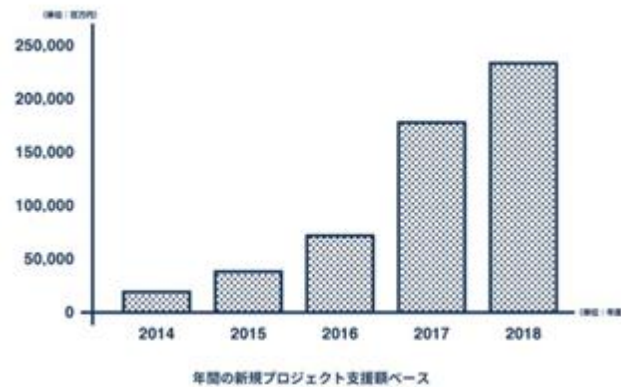
種 類	内 容
購入型クラウドファンディング	起案されたプロジェクトに対して支援者がお金を支援し、支援者はそのリターンとしてモノやサービスを得る仕組み。
寄付型クラウドファンディング	起案されたプロジェクトに対して支援者がお金を寄付する仕組み。
融資型クラウドファンディング	事業者が仲介し資産運用したい個人投資家から小口の資金を集め、大口化して借り手企業に融資する仕組み。
株式型クラウドファンディング	人の起案者ではなく企業がおこなう資金調達の一つで、個人投資家へ未公開株を提供する代わりに資金を募る仕組み。
ファンド型クラウドファンディング	株式型と同じく企業がおこなう資金調達の一つで、特定の事業に対して個人投資家から出資を募る仕組み。
ふるさと納税型クラウドファンディング	自治体が解決したい課題を具体的にプロジェクト化し、そのプロジェクトに共感した人からふるさと納税によって寄付を募る仕組み。

出典：CAMPFIRE「クラウドファンディングとは」<https://camp-fire.jp/crowdfunding> (2019年8月19日最終アクセス)より筆者作成。

5

図表 7 よりクラウドファンディングの市場は急速に伸びていることがわかる。よって今後、更なる成長が見込まれる。

図表 7 クラウドファンディング市場の伸び



- 5 出典：CAMPFIRE「クラウドファンディングとは」<https://camp-fire.jp/crowdfunding>（2019年8月19日最終アクセス）より引用。

第4項 間接金融による資金調達

資金供給者と資金需要者を媒介する機関からの借りで資金を集めるのが
10 間接金融である。間接金融の典型的な例が銀行の融資である。企業は需要者であるので、銀行を通じて供給者である預金者から間接的に借入をしていることになる。

1、金融機関からの借入（銀行融資）

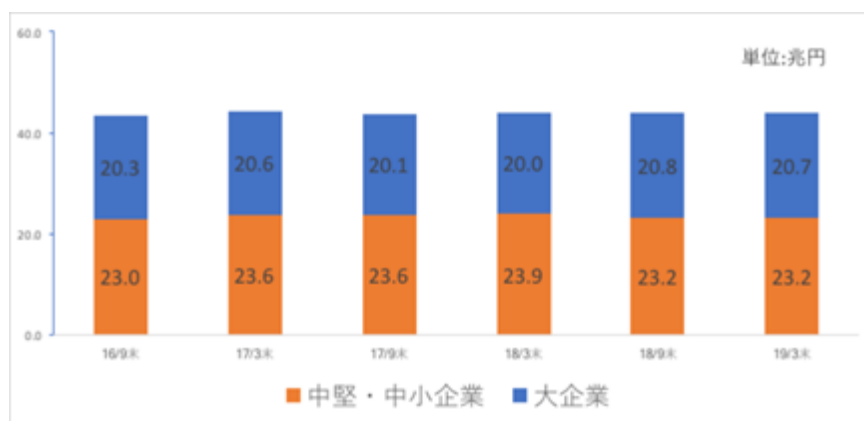
15 『企業が株式を公開するには、かなりの事業規模と収益力が必要であり、中小企業が広く投資家から直接金融で資本を調達するのは困難である。その結果、非上場企業は経営者本人や家族からの出資に頼らざるを得ないのが実情であり、調達額が限られている』¹⁵。やはり中小企業の資金調達を支えているのは、金融機関の融資であり、金融機関からの借入が最も身近な資金調達方法
20 法であるといえる。

¹⁵小規模読本,P.38より引用。

これら(図表 8、図表 9、図表 10)は都市銀行(三菱 UFJ フィナンシャル・グループ)・地方銀行(横浜銀行)・公的金融機関(日本政策金融公庫)の貸出金額(中小企業への貸出)をまとめたものである。

5

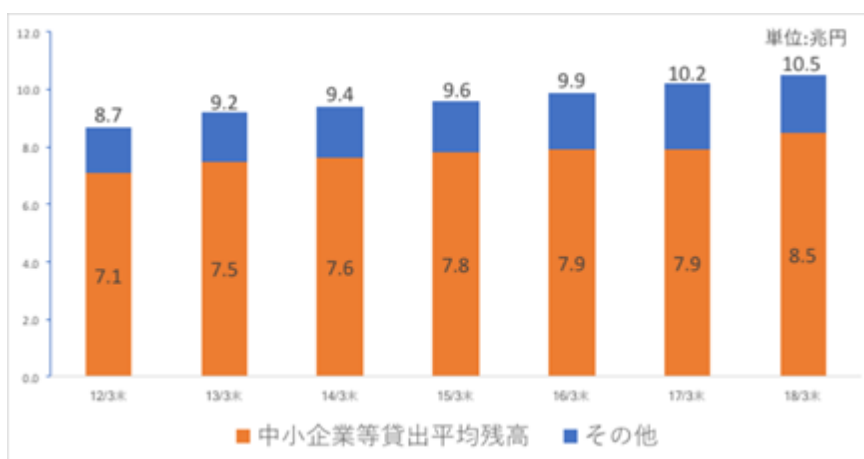
図表 8 都市銀行の貸出金額



出典：三菱 UFJ フィナンシャル・グループ「2018 年度決算説明会資料」より筆者作成。

10

図表 9 地方銀行の貸出金額

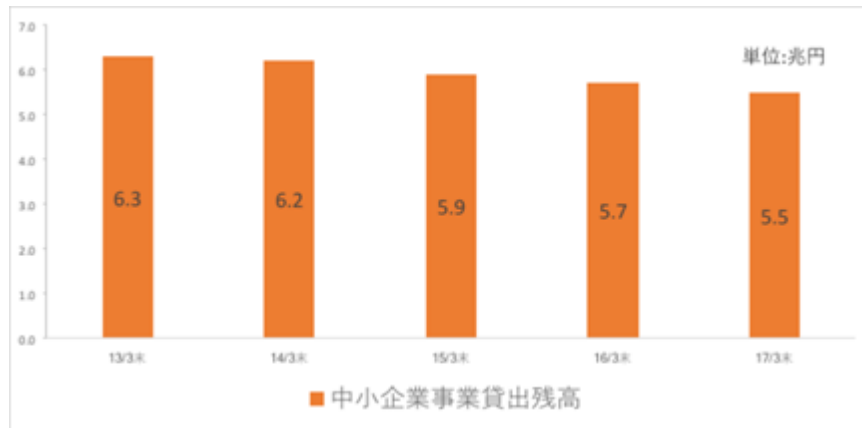


出典：横浜銀行「横浜銀行について」

15

<http://www.boy-recruit.com/fresh/profile/data.html> (2019 年 8 月 17 日最終アクセス)より筆者作成。

図表 1 0 公的金融機関の貸出金額



5

出典:日本政策金融公庫「融資の状況」

<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/situation.html> (2019年8月17日最終アクセス)より筆者作成.

- 10 やはり貸出額の規模としては都市銀行が一番大きいですが、中小企業へ貸し出しを行っている割合で考えると、地方銀行や公的金融機関の方が大きい。中小企業にとっては地方銀行や公的金融機関は重要となるではないかと考えられる。

2、リレーションシップバンキング

- 15 リレーションシップバンキング（以下リレバン）とは不動産担保に過度に依存しない融資である。リレバンは『長期継続する関係の中から、借り手企業の経営者の資質や事業の将来性等についての情報を得て、融資を実行するビジネスモデル』¹⁶と定義されている。これは地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合に対してリレバンの推進を求めたものである。

- 20 リレバンの基本は、借り手企業と継続的な関係を築くことで、情報の非対称性を緩和しようとするものである。銀行側は決算書だけではわからない、経営

¹⁶小企業読本,P.50より引用.

者の人柄や腕、企業の技術力や事業計画の優位性など詳しい経営実態を知った上で返済力を総合的に判断できるようになり、企業側は融資を受けやすくなる。また、長期的な視点で検討されるため、一時的に赤字が出ていても、回復の見込みを理解してもらえると融資を受けられる可能性もある。よって、金融機関の貸出という資金提供を円滑ないし促進させる。

3、トランザクションバンキング

トランザクションバンキング（以下トラバン）はリレバンとは正反対の考え方である。リレバンは長期継続的な融資手法であるに対して、トラバンは単発の取引を基本とする融資手法である。前者は「ソフトな情報」に基づくものに対し、後者は数値など財務的な情報である「ハードな情報」に基づく融資の手法である。

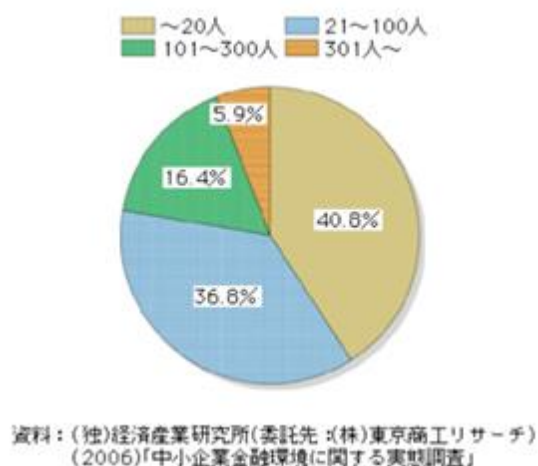
3-1、クレジットスコアリング（credit scoring）

トラバンの手法のうち、よく利用されるものが「クレジットスコアリング」である。『定型的な情報を用いて借り手の信用度を統計的手法で点数化し、融資の可否や条件を決める審査手法』¹⁷である。過去のデータとの比較による倒産確率の算定によって、融資の可否・条件等が決定されるため、十分な財務諸表（企業数）の蓄積・経営者の信用状態に関する履歴情報が必要となる。

図表 1 1 はクイックローンの利用企業（従業員規模別）を示した図表である。

¹⁷小企業読本,P.60 より引用.

図表 1 1 クイックローンの利用企業（従業員規模別）



出典：中小企業庁「急速に浸透しているクレジットスコアリング融資（クイックローン）」

5 https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h18/H18_hakusyo/h18/html/i1320000.html

(2019年9月30日最終アクセス)より引用。

図表 1 1 から利用企業のうち 40.8%が従業員数 20 人未満の小規模企業であり、従業員数 100 人未満の企業全体で 77.6%となっている。つまり、クイック
10 ローンが特に従業員数の少ない小規模企業においてよく利用されていることが分かる。

クレジットスコアリングのメリットとしては第一に信用リスク（債務不履行の危険性）に応じた金利を設定しやすい点である。

15 第二のメリットは担保や保証に依存しない融資が可能となる点である。リスクに応じた金利を設定すれば、担保や保証人をとる必要性が低くなる。企業側にとっては、信用リスク相当分だけ金利が上がる可能性はあるが、相応の金利を支払えば、担保なしでも借り入れできる可能性が高まるためである。

20 第三のメリットは審査コストの削減である。AI などの機械が融資をするのか、しないのか判断を行うため、短時間で結論がでる。賃金の高い経験豊富な審査担当者に任せる必要がなくなる。よってコストを低減することができ、小口の融資でも採算がとれるようになるのである。

我が国ではクレジットスコアリングを使った融資を「ビジネスローン」や「ク

ミックローン」と呼び、リスク対応型金利・無担保・スピーディーな審査が特徴的である。

3-2、財務諸表準拠貸出 (financial statement lending)

- 5 財務諸表準拠貸出とは、トラバンの手法の一つである。融資の可否・条件は、貸借対照表・損益計算書の質にとって決定される。基本的には適正な監査等によりその財務諸表の真正性が担保される企業にのみ適用される。そのため、事実上、相対的に規模が大きい、業歴が長い、高収益性の透明度の高い企業に限定される。

10

3-3、資産担保融資 (asset-based lending : ABL)

- 在庫や機械設備、売掛債権、さらに特許権や著作権などの知的財産権を担保にとる「資産担保融資 (asset-based lending : ABL)」(以下 ABL) も、トラバンの一つである。担保価値の範囲内で融資するため、担保不足についてのハー
15 ド情報は不可欠である。しかし、借り手の信用力に関するソフト情報は必要条件とはならない。

メリットとして、借り手の信用力より担保の価値や処分性が重視されるため、情報の非対称性や信用リスクが大きい企業も融資を受けやすくなる点である。

- 『貸し渋りが深刻だった 1998 年以降、在庫・機械設備・売掛金を担保として
20 登記する制度が順次設けられ、ABL を推進する環境が整備された。2001 年には、売掛債権担保融資について信用保証協会が融資額の 90%を保証する制度も始まっている。2007 年には担保対象が在庫に広がり、保証割合は 80%となっている』

¹⁸。

25 3-4、貸出債権の証券化

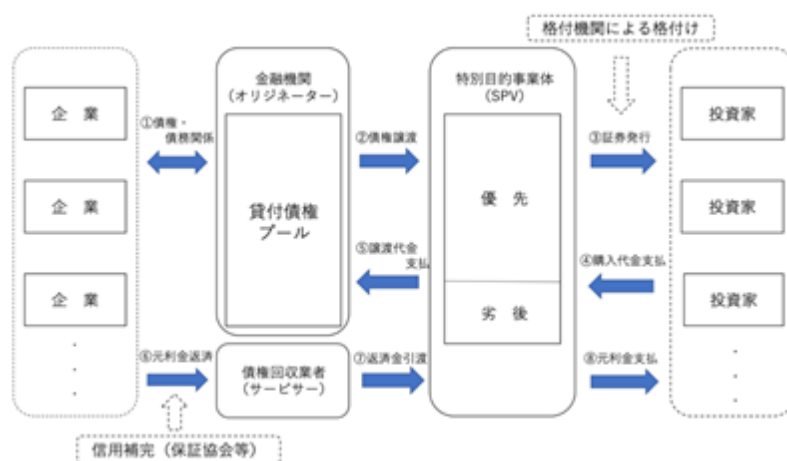
最近の手法として話題に上がるものが「貸出債権の証券化」である。貸出債権の証券化とは、図表 1 2 の通り、『金融機関が中小企業向けの貸出債権を多数集めて「債権プール」をつくり、証券化のためにつくられた「特別目的事業体

¹⁸小企業読本, P. 66 より引用.

（special purpose vehicle：SPV）」（以下 SPV）が債権プールを裏付けとする証券を発行して投資家に販売する。SPV は借り手企業が支払う元利金から投資家に利益を還元する』¹⁹ものである。

5

図表 1 2 貸出債権証券化の仕組み



出典：小企業読本, P. 69 より筆者作成。

10

メリットとしては、『個々にリスクが高い債権であっても、債権を多数集めることでプール全体のデフォルト率は低めに設定していく。予想したデフォルト率をもとに確実に回収可能な優先部分とそれ以外の劣後部分をつくり、前者だけを投資家に販売、後者は金融機関が買い戻す』²⁰ことができる点である。金融機関にとってもリスクのある貸出債権を投資家に転売することにより、貸借対照表（バランスシート）から切り離すことができる「オフバランス化」は証券化の最大の利点となる。

15

¹⁹小企業読本, P. 67 より引用。

²⁰小企業読本, P. 68 より引用。

第5項 公的金融機関・公的支援のあり方

本項では、公的支援が存在する意義やこれらの支援を利用することの利点について述べていく。

まず、公的支援とは国や政府、都道府県などの公的機関が企業や個人に対して行う支援のことである。一般会計や特別会計などの財政資金を投入して行う経済的援助が主であるが、雇用相談、経営相談、育児・介護相談などの人的支援も含まれている。現在、日本の中小企業金融市場は、情報の非対称性による逆選択や規模の経済問題が起こっている不完備市場であり、その多くが資金不足を理由に市場競争に参加できない。そのため、日本の経済を支えている中小企業には公的支援が必要となる。

1、日本政策金融公庫

日本政策金融公庫は、国の政策の下、民間金融機関の補完を旨としつつ、社会のニーズに対応して、種々の手法により、政策金融を機動的に実施している²¹。2008年に国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫の三つが統合されてできた政府系金融機関となっている。この統合される前にそれぞれが行っていた事業である「国民一般向け業務」、「中小企業向けの業務」、「農林水産者向け業務」を柱としている。今回特に注目したいのは、中小企業向けの業務である。中小企業が円滑に成長していくためには適時的確な設備投資の実施と継続的な財務体質の強化が必要となってくる。中小企業業務は長期資金を専門に取り扱い、融資の過半数が期間五年超のものであり、償還計画が立てやすい固定金利となっている。あくまでも目的は民間金融機関を補完することだが、中小企業に安定的に資金を供給することで政策金融機関としての役割を果たしている。また、スタンドバイクレジット制度というものもあり、信用状の発行を通じて、海外支店または海外現地法人による現地流通通貨での資金調達をバックアップしている。中小企業側のメリットは、一般的な金融機関では融資を受けることが難しい中小企業でも融資を受けることが可能であることや、前述したように長期的な資金を受けることができるということである。また、

²¹日本政策金融公庫「ホームページ」

<https://www.jfc.go.jp/>（2019年10月13日最終アクセス）より。

セーフティ機能²²を有していることにより、自然災害や経済環境の変化等による影響が起こるときや、大規模災害時にも融資が可能となっている。一方、デメリットは融資を受ける際に行う審査に時間がかかってしまうことが挙げられる。また、中小企業の多くは審査に必要な財務諸表等を備えていない。それら

5 を準備するために、会計士や税理士を雇わないといけないため、コストがどうしてもかかってしまう。政府には、政策にあった融資が可能になるというメリットもある。

2、商工組合中央金庫

- 10 商工組合中央金庫は政府と民間が共同で出資する唯一の政府系金融機関となっている。中小企業等協同組合その他主として中小規模の事業者を構成員とする団体及びその構成員に対する金融の円滑化を図るために必要な業務を営むことを目的に業務を行っている²³。「中小企業の、中小企業による、中小企業のための金融機関」を強く意識した活動を展開しており、国の制度融資を利用した
- 15 支援のほか、融資だけでは終わらない一気通貫の経営サポートを行っている。時には、地域の金融機関との連携を通じて進めていく場合もある。顧客の立場になって長期的な視点で企業を見つめ、創業以来培ってきた中小企業経営への深い理解力と先進的な金融手法をはじめとする総合金融サービス、そして、全国に展開するネットワーク力を最大限に活かし、企業のライフステージに応じ
- 20 たソリューションで顧客の持続的成長を支援していくことを使命としている²⁴。さらには、地域の金融機関ではカバーできない領域を補う役割を担っている。商工中金を利用するメリットとしては、民間金融機関よりも金利が低いことや、長期融資だけでなく短期融資も行っていることが挙げられる。デメリットとして挙げられるのは、出資する協同組合に加入する必要があることに加え、日本
- 25 政策公庫を利用する際と同じように融資までの手続きや提出書類の準備に手間がかかることである。

²²日本政策金融公庫「ホームページ」

<https://www.jfc.go.jp/>（2019年10月13日最終アクセス）より。

²³商工組合中央金庫「ホームページ」

<https://www.shokochukin.co.jp/>（2019年10月13日最終アクセス）より。

²⁴商工組合中央金庫「ホームページ」

<https://www.shokochukin.co.jp/>（2019年10月13日最終アクセス）より。

3、信用保証

信用保証を行っているのは信用保証協会という公的機関である。信用保証協会法（昭和 28 年 8 月 10 日法律第 196 号）に基づいて、中小企業等の円滑な資金調達支援を目的として設立された。この信用保証協会は、各都道府県と特定の市（横浜市、川崎市、名古屋市、岐阜市）にあり、事業者が、銀行等の金融機関から事業資金を調達しようとする際に、金融機関に対して当該事業者の信用保証を行うことで、資金調達のサポートをしている。

端的に言うと、信用保証協会とは、事業者が銀行等からお金を借りる際の保証人になってもらえる公的機関である。信用保証協会の役割は前述のとおり中小企業の資金調達を信用保証という形で支援する機関である。一般的に、資金力が乏しい中小企業などが民間金融機関から資金を調達しようとしても、信用がないため思うように資金を集めることができなくなる。そこで、第三者機関である信用保証協会が企業の信用を保証することにより、民間金融機関からも資金の借入を順調に行えるようにするものである。信用保証協会の保証がついている場合、金融機関は万一、お金を貸した相手が返済を滞らせた場合でも、その返済を保証協会が代位弁済してくれるため、信用保証がない場合に比して融資を行いやすくなる。これが最大のメリットとなっている。また、金利が低いこともメリットに挙げられる。

一方で、銀行側は融資実行後の貸出先企業に対するモニタリングを行うインセンティブやデフォルトしそうな企業に対する融資から撤退するインセンティブが削がれるモラルハザードが生じる可能性があることがデメリットである。また、審査時間に非常に時間がかかるため、手間がかかってしまう。そのうえ、コストもかかってしまうこともデメリットとして挙げられる。そして、最後に挙げられるのが、政府からの補助金や助成金である。これらは、受給難易度、審査内容、受給額で差があるものの、返済義務がないことや後払い方式であることは共通している。これに関するメリットは、返済義務のない資金であるため事業の拡大に直結するという点である。一方、これまでも述べている通り、中小企業は書類作成が普段から進んでいないため、その作成に関する負担は避けられない。また、審査が厳しいために、確実に受給ができるとは限らないという点がデメリットである。

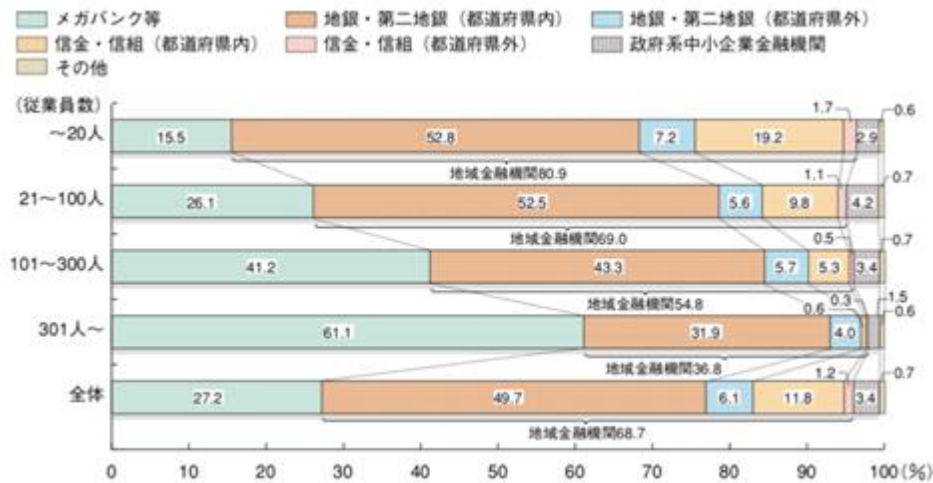
第3節 中小企業の資金調達における課題

第1項 リレーションシップバンキングにおける問題点

図表13から中小企業の多くは地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合などの地域金融機関をメインバンクとしていることがわかる。また、規模が大きくなるにつれて、都市銀行をメインバンクとする企業が増加している。一方で、従業員規模が小さい企業ほど、地域金融機関をメインバンクとしていることがわかる。中小企業金融においては、地域金融機関が重要な役割を果たしていることが分かる。しかし、我が国でリレバンは以下の問題から十分に浸透しているとはいえない。

10

図表13 メインバンクの業態（従業員規模別）



15 出典：中小企業庁（2018）「中小企業白書（2018年版）」より引用。

20

1、情報生産コスト

『融資先の信用状態について情報を収集するスクリーニングやモニタリングの活動を「情報生産」といい、リレバンはまさに銀行の情報生産機能を生かした融資手法である』²⁵。

- 5 しかし、情報生産にはさまざまなコストがかかる上、特にリレバンでは借り手と頻繁に接触をおこなうため、より多くの情報生産コストが必要となる。問題はそのコストを誰が負担するのかということである。大部分が融資の金利として借り手に転嫁されることになると考えられるため、リレバンで融資を受けやすくなる分、金利が上昇する可能性がある。

10

2、フリーライダー問題

- 銀行側にとっても、情報生産コストの問題は「フリーライダー問題」につながる。せっかくコストをかけて情報生産を行っても、コストをほとんど負担しない別の銀行に「ただ乗り」される危険性があるためである。リレバンでは、
- 15 十分な情報が蓄積されるまでの間、銀行は情報生産コストを先行投資しているということであり、そのためコストを金利に反映するとしても、継続的な融資を行うようになってから徐々に先行コストを回収することとなる。しかし先行コストを回収する前にフリーライダーが現れる可能性が高い場合、銀行はそもそもリレバンを築こうとしなくなってしまう。

20

3、ソフト・バジェット問題

- ソフト・バジェット問題とは、『リレバンの対象先の取引企業の経営に問題が発生した時に金融機関が追加の融資要請を拒否できるかという問題である。企業の業績が悪化し、破綻に瀕した際、新たな資金提供先を得ることは困難である。
- 25 よって企業はリレーションシップのある金融機関に追加融資を求めることとなるが、その場合、金融機関が当該企業を回復可能と判断すれば、金利減免等の契約条件緩和による追加融資が実行されるものの、契約条件の安易な変更は契約の規律を弛緩させ、取引先の再建努力は不完全となるため、再建計画は

²⁵小企業読本, P. 51 より引用.

成功しないこととなる』²⁶。

4、ホールドアップ（お手上げ）問題

5 ホールドアップ（お手上げ）問題とは、契約の不完備性により、取引相手が自己に有利な行動²⁷をとることであり、リレバンの特質である金融機関の借手情報の独占に関わるものである。銀行と企業間のホールドアップ問題とは、リレーションシップの構築により、銀行が借手に関する独占的情報を持つ。

10 一方、借手である企業は銀行に情報を握られ、ロックインされている懸念から、銀行借入を躊躇することになる状態をいう。また企業は情報独占を許してしまっているため、他の金融機関からの借入を行いにくい。そのため新規投資による収益機会を喪失するという問題もある。

第2項 資産担保融資（asset-based lending：ABL）における問題点

15 図表14は ABL 融資実施率の経年変化を示したものである。この図表から「2015 年度までに ABL の融資実績がある」と回答した機関は全体の 70.7%となり、過去最高となっていることがわかる。

20

25

²⁶村本孜（2005）『リレーションシップバンキングと金融システム』東洋経済新報社、P.20より引用。

²⁷将来起こりうるあらゆる事態を想定した完全な条件付き契約を結ぶことは不可能なため、契約条項に曖昧さがある点を悪用したり、契約条項の履行を強制できない点を見越したりすることをいう。

図表 1 4 ABL 融資実施率の経年変化

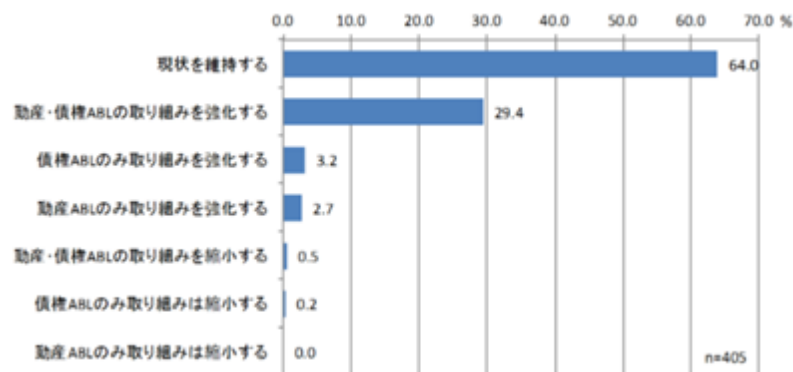


5 出典：経済産業省（2017）「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」より引用．

図表 1 5、1 6 は今後の ABL の実施方針について示したものである。ABL の実績がある先において「現状を維持する」と回答した機関が 64.0%と最も多くなった。また、ABL の実績がない先においては、「ABL の取り組みを予定していない」と回答した機関が 83.3%と多くなっていることがわかる。

10

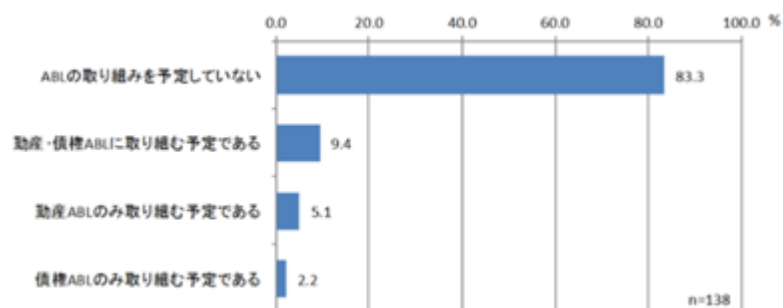
図表 1 5 今後の ABL 実施方針（ABL 実績あり）



15

出典：経済産業省（2017）「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」より引用．

図表 1 6 今後の ABL 実施方針（ABL 実績なし）



5 出典：経済産業省（2017）「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」より引用。

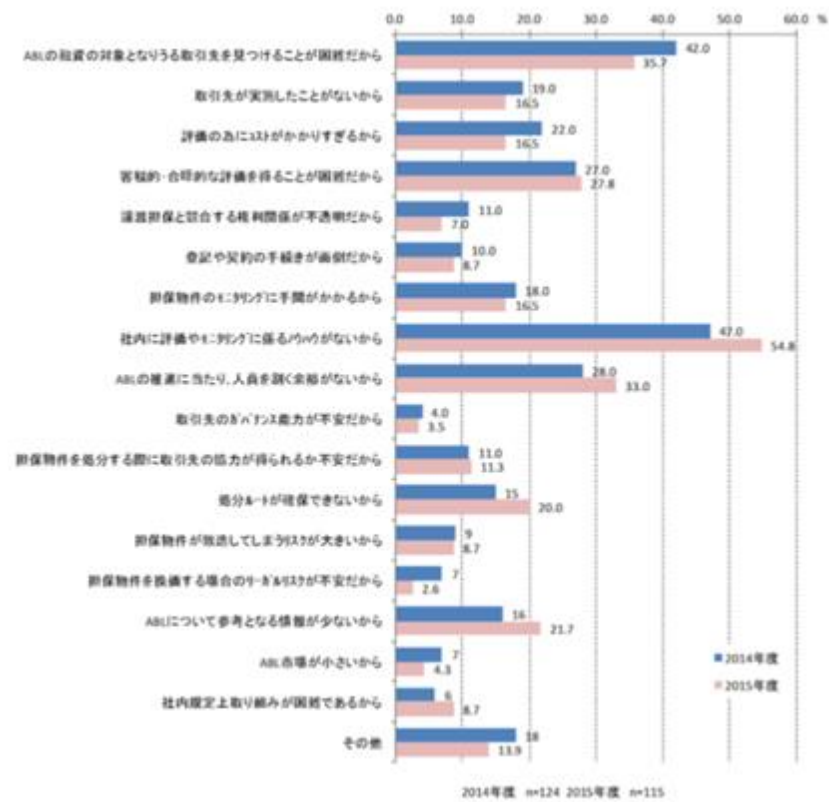
ここで注目したものが今後、「ABL の取り組みを予定していない」、もしくは「縮小する方針をとる」と回答した機関だ。図表 1 7、1 8 はこれらの方針をとる理由である。一番多い回答は「社内に評価やモニタリングに係るノウハウがないから」であり、続いて「ABL の融資対象となりうる取引先を見つけることが困難だから」、「ABL の推進にあたり、人員を割く余裕がないから」となっている。業態別に確認すると、信用金庫において「社内に評価やモニタリングに係るノウハウがないから」、信用組合において「ABL の融資の対象となりうる取引先を見つけることが困難だから」とほぼ同じ回答となっている。

15

20

25

図表 1 7 ABL 取得を予定していない、もしくは縮小する理由



5 出典：経済産業省（2017）「ABLの課題に関する実態調査 調査報告書」より引用。

図表 1 8 ABL 取得を予定していない、もしくは縮小する理由（業態別）

	都市銀行 信託銀行	地方銀行	第二地方銀行	信用金庫 信金中央金庫	信用組合	系統系 金融機関	その他 (リース会社・ 商社)
ABLの融資の対象となりうる取引先を見つけることが困難だから	1 50.0			6 24.0	20 46.4	7 29.2	1 9.1
取引先が実施したことがないから	0 0.0			2 8.0	12 27.4	5 20.8	0 0.0
評価の為にコストがかかりすぎるから	0 0.0			9 36.0	5 8.9	5 20.8	0 0.0
客観的・合理的な評価を得ることが困難だから	0 0.0			7 28.0	14 25.0	11 45.8	0 0.0
譲渡担保と競合する権利関係が不透明だから	0 0.0			1 4.0	5 8.9	2 8.3	0 0.0
登記や契約の手続きが面倒だから	0 0.0			2 8.0	7 12.5	1 4.2	0 0.0
担保物件のモニタリングに手間がかかるから	1 50.0			4 16.0	10 17.9	4 16.7	0 0.0
社内に評価やモニタリングに係るノウハウがないから	1 50.0			18 72.0	28 50.0	12 50.0	4 26.4
ABLの推進に当たり、人員を割く余裕がないから	1 50.0			6 24.0	22 39.3	7 29.2	2 18.2
取引先のペナンス能力が不安だから	0 0.0			0 0.0	4 7.1	0 0.0	0 0.0
担保物件を処分する際に取引先の協力が得られるか不安だから	1 50.0			2 8.0	7 12.5	3 12.5	0 0.0
処分ルートが確保できないから	1 50.0			4 16.0	14 25.0	3 12.5	1 9.1
担保物件が数減してしまうリスクが大きいから	1 50.0			1 4.0	6 10.7	2 8.3	0 0.0
担保物件を換償する場合のリスクが不安だから	0 0.0			0 0.0	2 3.6	1 4.2	0 0.0
ABLについて参考となる情報が少ないから	0 0.0			5 20.0	12 22.2	5 20.8	2 18.2
ABL市場が小さいから	0 0.0			3 12.0	2 3.6	0 0.0	0 0.0
社内規定上取り組みが困難であるから	0 0.0			1 4.0	2 3.6	5 20.8	2 18.2
その他	0 0.0			3 12.0	9 16.1	1 4.2	3 27.3
回答件数	2 100.0	0	0	25 100.0	56 100.0	24 100.0	11 100.0

5 出典：経済産業省（2017）「ABLの課題に関する実態調査 調査報告書」より引用。

これらをふまえ、ABLが普及しない要因としては、やはり担保の正確な評価・処分が難しいということである。評価の際にも手間と時間がかかることも問題である。米国でABLが普及している理由としては、『様々な動産の中古流通市場が発達している上、多数の専門業者が担保物件の評価や処分を請け負っているためだ。我が国の場合、そうした業者は少数である。ましてや知的財産権となると、合理的な評価方法も、評価ができる人材もほとんどなく、処分先を探すことも困難』²⁸を極めていることが実態である。このように我が国でABLを普及させるには難しい課題がたくさんあるのである。

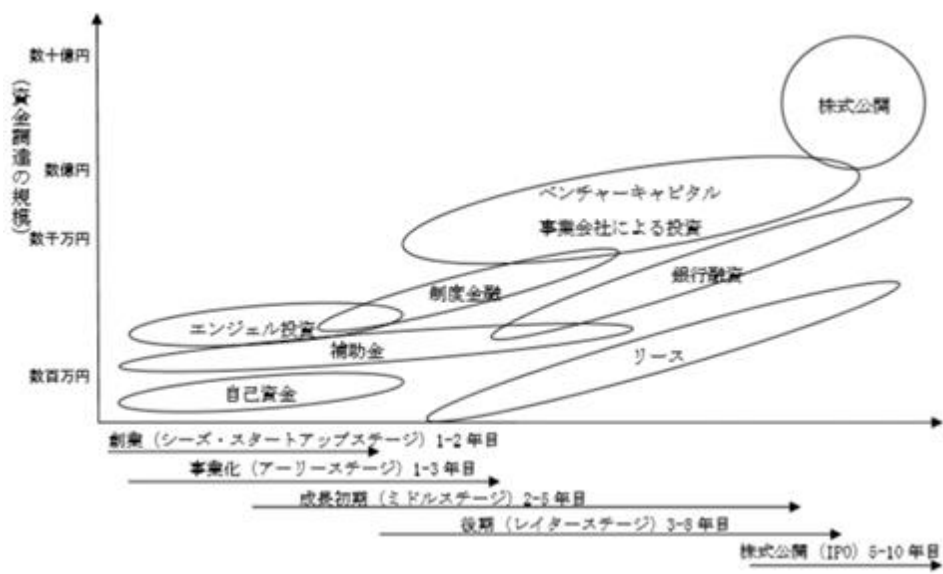
²⁸小企業読本, P. 67 より引用。

第 3 章 ベンチャー企業の資金調達

第 1 節 ベンチャー企業の資金調達における現状

本節では、ベンチャー企業の資金調達の現状について、図表 1 9 にあるように 4 つの成長段階（シード期、アーリー期、エクспанション期、レーター期）に沿って論じていく。

図表 1 9 ベンチャー企業の成長段階に応じた資金調達手段



出典：大和総研（2012 年）「ベンチャー企業の資金調達」より引用．

図表 20 ベンチャー企業の成長段階ごとの定義

ステージ	定義
シード	商業的事業がまだ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
アーリー	製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動を始めた企業
エクспанション	生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業
レーター	持続的なキャッシュフローがあり、IPO 直前の企業等

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（2018）「ベンチャー白書 2018」1-

5 17より筆者作成

第1項 シード期

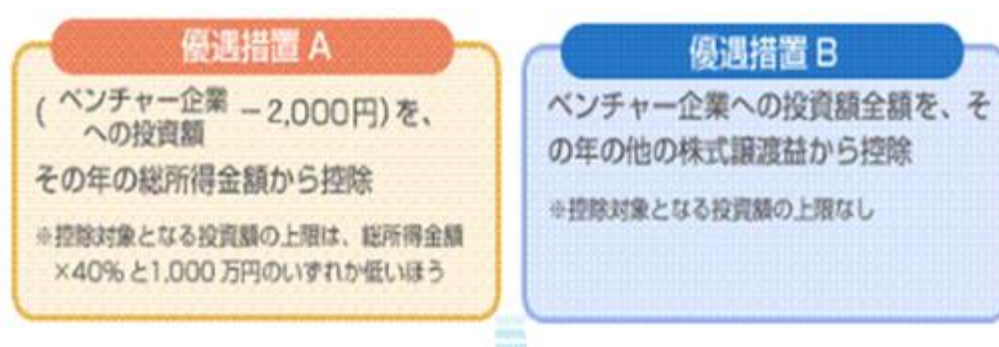
シード期とは、創業前の準備段階であり、ビジネスモデルやコンセプトは決まっているが、顧客に販売・提供できる製品やサービスとしてはでき上がっていない状況を指す。資金需要はあまり大きくはないが、法人登記にかかる費用や事業計画を具体的に進めていくスタッフの人件費、あるいはプロトタイプの作成費用など、最低限の費用は必要となってくる。そのため、自己資金以外で資金を調達するのに親戚や友人など最も身近なところから受けるスイートマネーが一般的である。また、ベンチャーキャピタル（VC）やエンジェル投資などの調達方法もあるが、シード期ではそれほどの資金が必要でなく、VCの場合まとまった金額で出資が行われることが通常であるため、どちらかといえばエンジェル投資の方が利用される。

エンジェル投資について

エンジェル投資家（ビジネスエンジェル）とは、主にシード期の創業間もない企業に対し資金を供給する富裕な個人投資家のことである。投資の見返りとして株式や転換社債を受け取ることが一般的である。エンジェル同士でグルー

プを形成し、情報の共有や共同出資を行う動きも見られる。エンジェル投資家になるものの多くは、元起業家や元経営者であり、経営面での助言やサポートをしてくれる。エンジェル投資家の目的としては、資金提供先の株式を取得してキャピタルゲインを狙う。ただ、新企業を軌道に乗せることは難しく、エンジェル投資は失敗のリスクを覚悟のうえで行わなければならない。そこで日本では、ベンチャー企業への投資を促進するためにベンチャー企業へ投資を行った個人投資家に対して税制上の優遇措置を行う「エンジェル税制」を1997年に創設し、2008年にエンジェル税制の緩和が行われた。この制度はベンチャー企業に対して、個人投資家が投資を行った場合、投資時点と、売却時点のいずれの時点でも税制上の優遇措置を受けることができる。また、図表20のように優遇措置Aと優遇措置Bの二種類があり、いずれかを選択できる。

図表21 ベンチャー企業に投資した年に受けられる優遇措置



出典：中小企業庁「エンジェル税制の仕組み」

<https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/chiiki/angel/structure/index.html>

(2019年10月12日最終アクセス)。

第2項 アーリー期

アーリー期とは、創業直後の立ち上げた企業が軌道にのるまでの期間である。顧客の認知度が限定的なため、売上・利益は少ないものの、運転資金・設備資金・販売促進費に多くの資金を必要とする。また、本格的な展開を前にして、

5 特許権などの知的所有権の獲得などの本格的な準備活動もこの時期に行われることが多く、特に資金需要の高い時期といえるため、深刻な資金不足に陥る「死の谷」と呼ばれるリスクが存在する。したがって、キャッシュフローもマイナスであることが多いため、追加の出資や融資を受ける必要がある。そのため、主に個人投資家や公的金融機関、VCから資金調達を行う。中でも比較的得られ

10 る資金規模の大きいVCが有効である。また、近年では、事業会社がベンチャー企業とのシナジーを求めて投資を行うために設立したVCのことであるコーポレートベンチャーキャピタル（CVC）による資金調達も増加している。

ベンチャーキャピタルについて

15 ベンチャーキャピタル（VC）とは、将来性の高い企業に対して出資を行い、株式公開を支援し、株式公開後に株式を売却することで大きなキャピタルゲインの獲得を目指す投資会社のことである。ハイリターンを狙ったアグレッシブな投資を行うと同時に経営コンサルティングを行い、投資先企業の価値向上を図る。VCのメリットとしては、資金調達がしやすくなることや直接、経営支援・

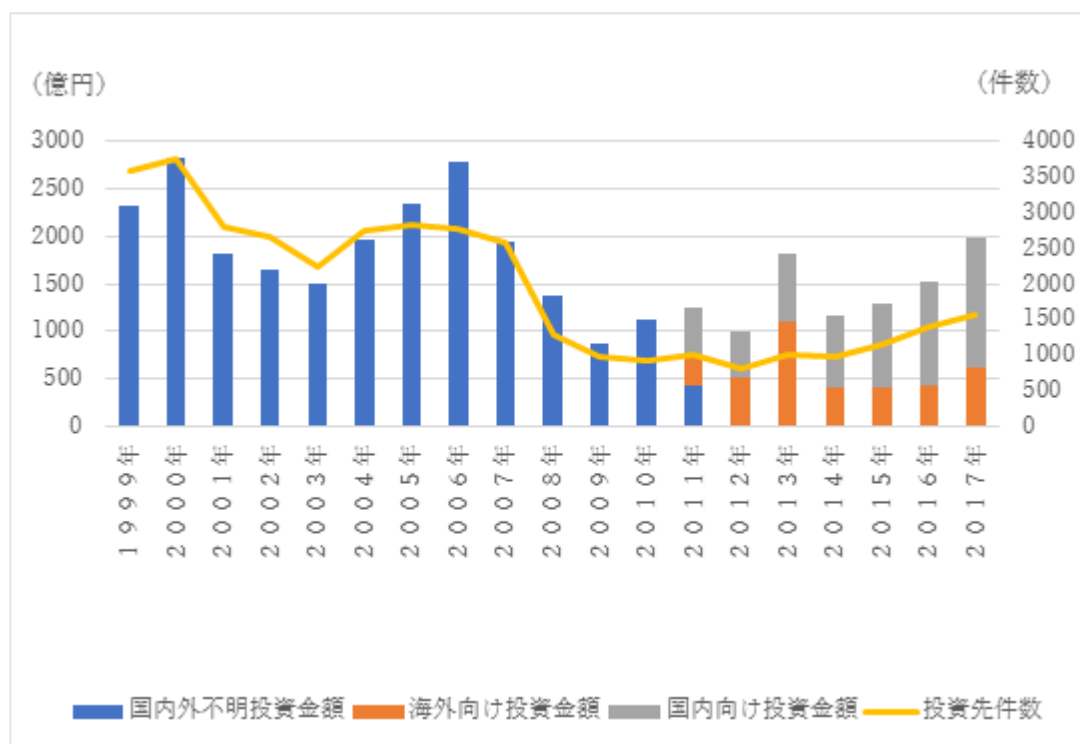
20 育成支援を受けられること、他企業との連携・ジョイントができることなどがあげられる。しかし、デメリットとして出資者の意向に沿わなければならない、経営における主導権を握られる可能性があるため、VCの特徴などを事前に確認しておく必要がある。

では、最後に日本のVCの現状について少し触れるが、図表22によると、

25 2017年度における国内のVC等によるベンチャー企業への総投資金額は1976億円、投資先件数（のべ件数）は1579件であり、2016年度に比べ、総投資金額は29.2%の増加、投資先件数も13.8%増加している。また、投資金額は、リーマンショックの翌年の2009年に過去最低額である875億円を記録したが、翌年の2010年からは回復傾向にある。しかし、ピーク時であった2000年から

30 2007年間の2800億円前後という記録には、まだまだ達せていない。

図表 2 2 日本の VC 等による年間投資の推移



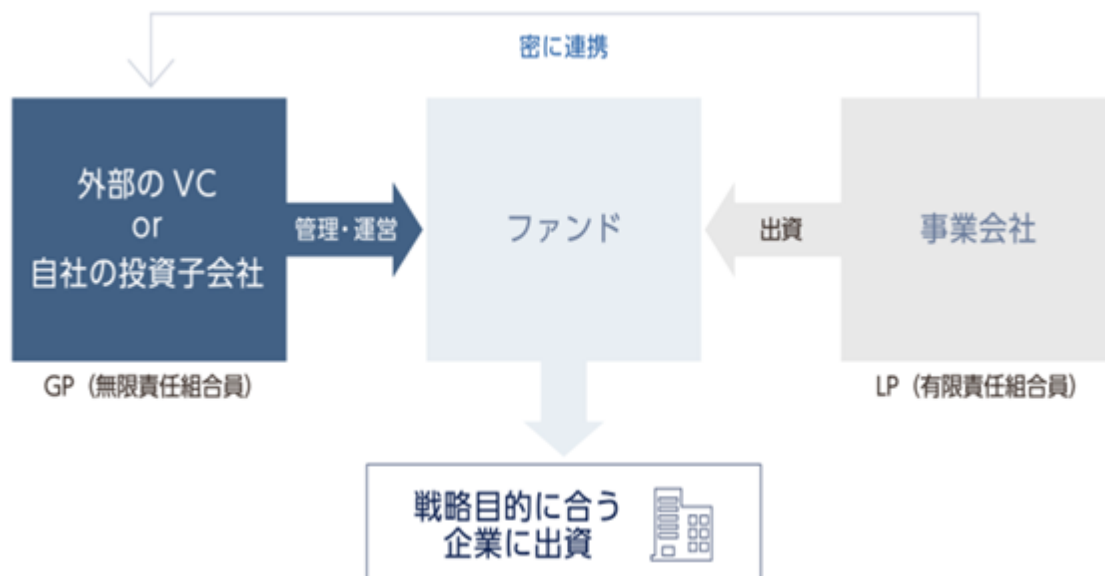
5 出典：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2018）「ベンチャー白書2018」I-1より筆者作成

コーポレートベンチャーキャピタルについて

コーポレートベンチャーキャピタル（CVC）とは、事業会社が自己資金でファンドを組成し、主に未上場のVBに出資や支援を行う活動組織のことであり、大企業がVBに対して投資活動を行うために設立するVCのことである。投資先の企業と自社の企業で事業シナジーを生み出すオープンイノベーションを目的とした投資が行われている。VCとCVCの違いはというとVCは、あらゆる分野のVBに投資するがCVCは、あくまで自社の事業内容と関連性があり、本業の収益につながるとされるVBに投資することである。CVC設立のメリットとしては、次の3つの点が挙げられる。一つが有望ベンチャーとの早期コンタクトであり、将来性のある新技術、製品、アイデアに対して早期に接点を持つことができる。二つ目が、新規事業の立上げ・新市場への参入リスクを低減

できることである。そして三つ目が、投資資金を持つことでベンチャーコミュニティ (VB、VC 等) から情報が集まりやすくなることである。

図表 2 3 コーポレートベンチャーキャピタルの仕組み



出典：Future Venture Capital 「CVC ファンドの基礎知識」

<https://www.fvc.co.jp/service/cvc.html> (2019 年 10 月 23 日最終アクセス) より引用。

第 3 項 エクスパンション期

エクスパンション期とは、事業が軌道に乗り始め、さらに本格的に進めていく時期である。サービスの充実や売上を拡大させるために、設備投資の追加や人材のさらなる確保が必要になる。事業展開を本格的に進めていく時期であるが、事業全体は赤字か低収益であることが多い。また、事業化された製品が市場競争によって淘汰される「ダーウィンの海」というリスクがある。一方でアーリー期と比べると、損益分岐点も越えてくる会社も多くなり、倒産のリスクが少なくなっていく社会的信用を得られやすくなる。したがって、民間金融機関からの資金調達もしやすくなってくる。また、VC からの投資もより受けやすくなるであろう。そして、なるべく創業オーナーの持ち株比率を下げたくない

というニーズがある場合には、VC 等からの増資よりは、できるだけ金融機関からの資金調達を増やそうとする経営者の方が多いといえる。

第 4 項 レーター期

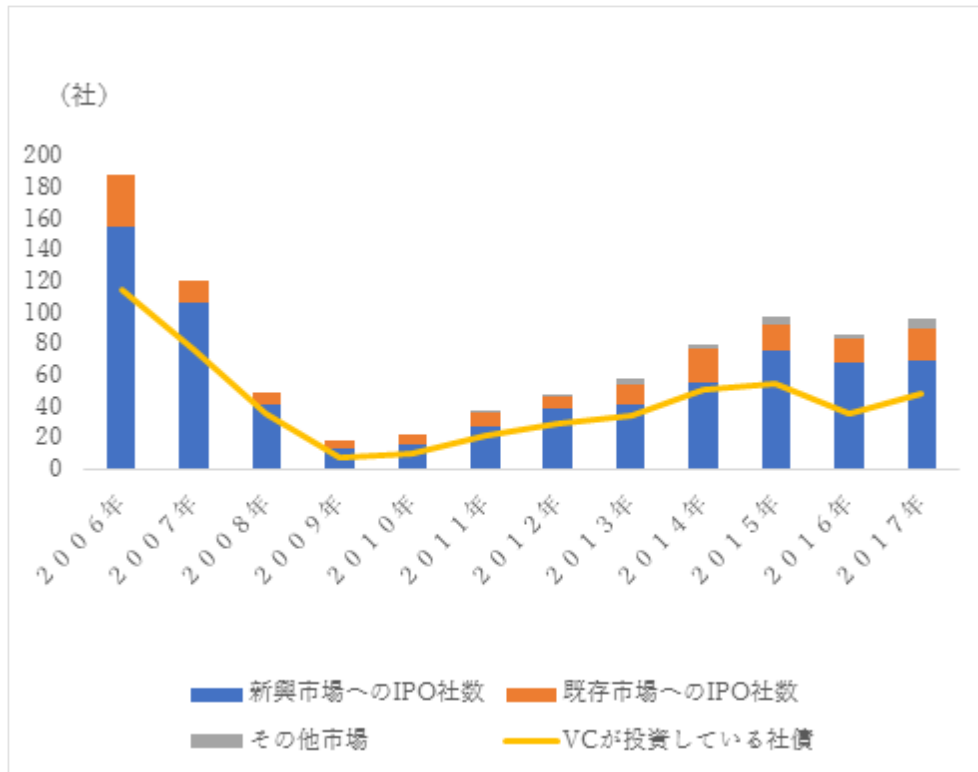
- 5 レーター期とは、ビジネスモデルや組織が確立し経営が安定する時期である。フリーキャッシュフローも黒字化し、累積の損失も一掃出来ている状態であり、場合によっては新規上場 (IPO) を考え始める時期でもある。資金調達のハードルは下がり、銀行などの金融機関からの融資や株式による調達など多様化する。株式の非公開を前提にする場合、民間金融機関からの借入れや複数の銀行から
- 10 調達するシンジケートローンの実施などが資金調達の要となる。また、ストラクチャードファイナンスと呼ばれる不動産や債券を流動化する方法が行われることもある。

新規株式公開 (IPO) について

- 15 IPO とは、(Initial Public Offering) の略称で、未上場企業が、新たに株式を証券取引所に上場する際に行う公募・売り出しのことをいう。一般に IPO をすると知名度が上がり、社会的な信用も大きく高まり、優良で将来性のある企業として認められると共に、資本市場からの長期安定資金の調達が可能になる。また、広く世間に企業内容の開示された、より社会性に富んだ企業へと変
- 20 身することになる。その一方で、株主への責任が常に発生すると共に、株式市場に自社株が流通するため、投機的取引や敵対的買収などへの対応も必要になる。

- では、IPO の近年の動向はというと、図表 2 4 より IPO 社数の推移は、2009 年にリーマンショックの影響で最低水準まで激減しているが、2010 年以降は
- 25 徐々に回復し、2015 年には 95 社まで上昇した。そして 2016 年は 7 年ぶりの減少となったが、翌年には 90 社まで回復している。この回復の大きな理由としては、2012 年以降の景気回復や上場基準の緩和などがあげられる。

図表 2 4 国内における IPO 社数の推移



5 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（2018）「ベンチャー白書 2018」I - 25 より筆者作成

第 2 節 ベンチャー企業の資金調達における課題

ベンチャー企業の資金調達の課題としては、シード期などの創業期では、まだ成熟していないことや、十分な成果をあげられていないため、周りからの信用がなく銀行などの民間金融機関からの融資が受けられない現状がある。そこで前節では、創業期における資金調達方法として、エンジェル投資やベンチャーキャピタルについて述べた。しかしながら、これらエンジェル・VC は、ともに日本では環境整備が不完全である。

15 まず、エンジェル投資に関しては、出資してくれるエンジェル投資家の数が少なく、エンジェル投資による投資額は圧倒的に少ない現状にある。それを示したものが図表 2 1 であり、アメリカと比較すると、投資額、投資件数、投資

家数など、日本は極めて小規模であることがわかる。このように、日本におけるエンジェル投資規模は、世界水準を大きく下回っていることが現状であり、スタートアップである創業期を下支えするエンジェル投資家の不在は日本のイノベーションの促進において大きな課題と言えるだろう。

5

図表 2 5 エンジェル投資（日米比較）

	日本	アメリカ(2012年)
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)	67,000件
エンジェル投資家数	834人(2010年度)	268,000人
ベンチャーキャピタル投資額	約1,240億円(2012年度)	267億ドル(約2.7兆円)

10 出典：内閣府（2014）「経済財政諮問会議」より筆者作成．

15

20

第4章 中小企業・ベンチャー企業における資金調達の共通課題

第1節 情報の非対称性

情報の非対称性とは、借り手である企業自身は自分に返済能力があるかよく分かっているが、貸し手である金融機関がそれを完全に知ることは不可能である。情報のレベルが異なる「非対称」の状態にある。上場企業であれば監査を受けた信頼性の高い財務諸表を公表できるが、非上場企業の決算書にはそこまでの信頼性はない。

さらに情報の非対称性は「逆選択」の問題と「モラルハザード」の問題を引き起こす。

第1項 逆選択

情報の非対称性が大きいため、どれくらい金利を設定すればいいかわからず、5%の年利を一律設定したとする。これより低い金利で借りることができる企業は魅力を感じず、本来なら5%以上の金利で借りなければならない企業が積極的に融資を受けようとしてくる。こうして本来選択すべきでない相手を選択してしまうことを「逆選択」という。

この問題を解決するために銀行は、「信用割当」を行う必要がある。信用割当とは、金利をあまり高くしない代わりに一定量以上の貸し出しはしないという安全策である。つまり、規模が小さい、不況業種であるなど、外見的にリスクが高そうな企業は、融資の検討対象にすらならない可能性もあるということだ。

借り手企業のことを調べ、審査にかけることで情報の非対称性を緩和させる「スクリーニング」という方法を行うこともできるが、スクリーニングにはコストがかかるという問題がある。

第2項 モラルハザード

モラルハザードとは、情報優位者（借り手）が情報劣位者（貸し手）の期待を裏切る行為にでることである。借り手が貸し手の望まない危険度の高い投資行為をすることが融資取引における借り手のモラルハザードである。相手の行為を監視し、日常的に借り手企業と接触する「モニタリング」を行うという方

法もあるが、このモニタリングにもコストがかかるということを頭に置いておかななくてはならない。

第2節 担保不足

- 5 銀行が企業に融資する際、不動産担保がよく利用される。しかし非上場企業の場合、十分に担保を提供できる企業は少ないという現状がある。

第3節 貸し手の規模の経済

- モラルハザード問題に対してのモニタリングコスト、逆選択問題に対しての
10 スクリーニングコストが必要となってくる。『1単位当たりの取引コストは融資額が大きいほど安く済む「規模の経済(スケールメリット)」が働く。だが、非上場企業は事業規模が小さく、資金需要も小口である。そうすると銀行は1回になるべく多くの金額を融資したいので非上場企業に融資することが難しい状況となっている。このように、需要があるにもかかわらず、供給者がいない状態を「不完備市場」という』²⁹。

- なお、借り手側のコストにも規模の経済性がある。逆選択を防ぐために自ら信用情報を提供する「シグナリング」という方法もあるが、銀行に提出する書類などにシグナリングコストがかかる。このコストにも規模の経済が働く。従業員に限られた非上場企業にとって借入手続きにかかる負担は大きく、自ら借
20 入を躊躇する要因となっている。

²⁹小規模読本, P. 47 より引用.

第5章 非上場企業の資金調達における方策

第1節 中小企業の望ましい資金調達

第1項 モチベーションクラウドの導入

- 5 上記で述べたように、中小企業はリレバンを行う際にホールドアップ問題が生じてしまう。そこで、モチベーションクラウドを各企業に導入することを提案したい。これを導入することで、組織状態を数値化し、PDCA サイクルを回すことで組織の問題を解決することができる。のべ 5020 社、116 万人の実績を持つ組織のモノサシ「エンゲージメントスコア」によって、組織状態を定量化・可視化することで企業を一目で把握するものである。一見、長い年月をかけなければわからないようなことでもこのエンゲージメントスコアを見ると、一瞬にして把握することが可能になる。現在、多くの中小企業に導入が進んでおり、初期費用の 150 万円や月額 10～20 万円のランニングコストが懸念材料となっている。しかし、中小企業（資本金 1000 万円～1 億円の規模）は 1 社
- 10 当たり約 2850 万円の現預金を保持している。³⁰これを加味すると、導入は比較的容易であると考ええる。融資先が一つに固まらなくなる効果を期待することができるため、リスク分散が可能となる。

第2項 クラウドファンディングによる資金調達

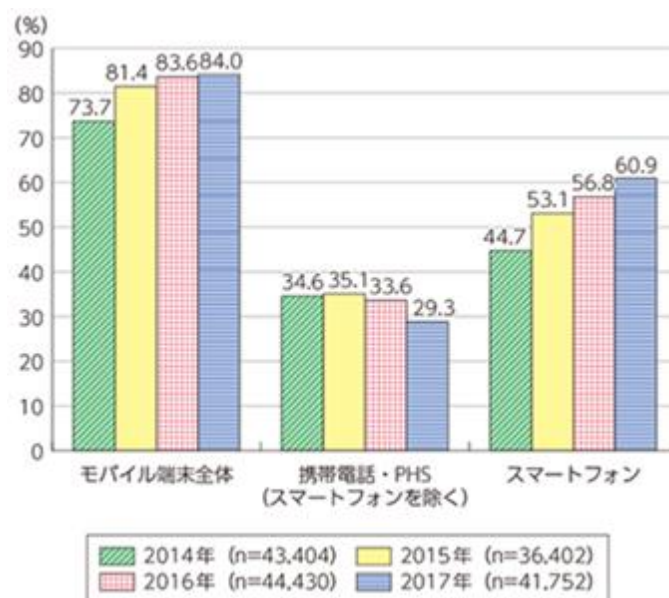
- 20 私たちが考えた更なる方策は、FinTech を活用した資金調達である「クラウドファンディング（以下 CF）」である。これは企業が主として行う資金調達として提案をするのではなく、+α の資金調達として提案する。

- CF はデジタル・インターネット社会となっている現代において有効である
と考える。図表 26 から、スマートフォンの保有率が 60.9%であり、モバイル
25 端末全体（携帯電話・PHS 及びスマートフォン）の保有率は 84.0%となっ
てい
ることがわかる。それだけスマートフォンを所有することが一般的となってい

³⁰ 中小企業の金あまり（group.dai-ichi-life.co.jp/dlri/monthly/pdf/1710_4.pdf）より、中小企業の現預金残高は102兆円。中小企業は全国に357.8万社存在するので、その概算の結果。

る。

図表 2 6 モバイル端末の保有状況



出典：総務省(2018)「情報通信白書」

<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h30/html/nd252110.html> (2019年10月

19日最終アクセス)より引用。

つまり、人々は常にインターネットと繋がっていることになる。ネット上で資金を提供できるCFは現代の状況とマッチしているのではないかと考える。さらに自社がCFを実施していると周知してもらうためにSNSなどを活用し、拡散を行えばそれだけ資金提供してもらえるチャンスを生み出すことができるのではないか。

『今後も地方自治体でのCF活用の広がりに加え、大手メディアや運輸業、製造業、物販業などからの新規参入、事業者と金融機関との事業連携などが進むことが想定されている。CFは、様々な団体・個人にとって資金調達の新たな方

法として定着しつつあると言える』³¹。また、リスクを軽減した事業展開が可能であり、金融機関から融資を受けることができる可能性も広がる。

CF を企業の主としての資金調達手段として提案しない理由としては、CF のみでは企業が必要とする資金源全てを調達することは難しいと考えるためである。CF を $+\alpha$ として行うことにより、効率よく資金調達をすることが可能となると考える。

第 2 節 ベンチャー企業の望ましい資金調達

ベンチャー企業は、アメリカなどとは違い日本では支援体制がまだまだ希薄となっている。だからこそ、私たちの考えとしては、OI（オープンイノベーション）を拡大させていきたい³²。グローバル化が進む中、新興国の台頭もあり、日本型成功モデルの限界と言われている。ICT が発展する中、経済・社会的課題への対応という新たな状況下で企業は新たな価値創造が必要となっている。他方、企業の研究開発力は競争激化の中で近視眼的になっている。自前主義から本格的に脱し、同業他社を含む様々なセクターを取り込んだイノベーション経営が必要となってきた。そのためにも、ベンチャーエコシステムの循環を作り出すことが不可欠となる。ベンチャーエコシステムとは、「起業家、既存企業、大学、研究機関、金融機関、公的機関等の構成主体が共存共栄し、企業の創出、成長、成熟、再生の過程が循環する仕組み」である。現在の資金支援だけでなく、ベンチャー企業の創出から自立までの切れ目のないシステムをいかに作り上げていくか、その過程で各主体がどのように関わっていくべきかを検討すべきである。

³¹CAMPFIRE「クラウドファンディングとは」<https://camp-fire.jp/crowdfunding> (2019 年 8 月 19 日最終アクセス)より引用。

³²企業が自らのビジネスにおいて外部のアイデアや技術をより多く活用し、自らの未利用のアイデアは他社に活用させるべきであることを意味する。

おわりに

本稿では、日本の企業の大部分を占める中小企業と、これからの日本経済を
発展させていく可能性があるベンチャー企業のそれぞれに関して、資金調達の
現状の分析をした。

- 5 中小企業に関しては、情報の非対称性やモラルハザードの問題が起こってい
る中で、リレバンとクラウドファンディングに焦点を当てて方策を述べた。現
状では、比較的信用力が低い中小企業は金融機関と長い期間取引をすること
で、ソフトな情報を得ることができる。しかし、それでは融資先が1行に限ら
れ、リスクが高まってしまう。そこで、そのようなソフトな情報を一目で判断
10 できるエンゲージメントスコアを提言した。さらに、クラウドファンディング
においては、昨今のトレンドである FinTech を活用した形の資金調達であり、
さらにこの事業は拡大していくべきであると考ええる。

- ベンチャー企業に関しては、日本において、支援体制がまだまだ希薄のため
ベンチャーエコシステムをより円滑に循環させることで、ベンチャー企業の創
15 出から自立までの切れ目のないシステムをいかに作り上げていくかが重要とな
っている。さらに、ICT が発展する中、経済・社会的課題への対応という新た
な状況下で企業は新たな価値創造も必要となる。これらを満たすことにより、
更なる企業の発展・成長が促され、日本経済を活性化させることができる。

20

25

30

参考文献一覧

書籍

- ・一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2018）『ベンチャー白書 2018』.
- 5 ・滝川好夫・新田町尚人（2017）『楽しく学ぶ中小企業金融』株式会社泉文堂.
・日本政策金融公庫『小規模読本』.
・村本孜（2005）『リレーションシップバンキングと金融システム』東洋経済新報社.
・安田武彦（2018）『図解要説中小企業白書を読む 2018 年度対応版』株式会社
- 10 同友館.
・藪下史郎/武士俣友生（2005）『中小企業金融入門』東洋経済新報社.

資料

- ・経済産業省（2017）「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」.
- 15 ・内閣府（2014）「経済財政諮問会議」.
- ・中小企業庁（2018）「中小企業白書（2018 年版）」.
- ・中小企業庁（2019）「中小企業白書（2019 年版）」.
- ・内閣府（2019）「2019 年 4～6 月期四半期別 GDP 速報（1 次速報値）」.
- ・三菱 UFJ フィナンシャル・グループ（2018）「2018 年度決算説明会資料」.
- 20 ・大和総研（2012）「ベンチャー企業の資金調達」.

インターネット

- ・日本取引所グループ「上場会社数・上場株式数」
<https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>（2019 年 10 月 23 日最終アクセス）.
- 25 ・Future Venture Capital 「CVC ファンドの基礎知識」
<https://www.fvc.co.jp/service/cvc.html>（2019 年 10 月 23 日最終アクセス）.
- ・総務省（2018）「情報通信白書」
[http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h30/html/nd252110](http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h30/html/nd252110.html)
- 30 [.html](http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h30/html/nd252110.html)（2019 年 10 月 19 日最終アクセス）.

- ・ 商工組合中央金庫「ホームページ」
<https://www.shokochukin.co.jp/> (2019 年 10 月 13 日最終アクセス) .
- ・ 日本政策金融公庫「ホームページ」
<https://www.jfc.go.jp/> (2019 年 10 月 13 日最終アクセス) .
- 5 ・ 文部科学省「第 1 部 第 1 章 なぜ今、オープンイノベーションなのか」
http://www.mext.go.jp/b_menu/hakusho/html/hpaa201701/detail/1388436.htm(2019 年 10 月 13 日最終アクセス).
- ・ リンクアンドモチベーション「ホームページ」
<https://www.lmi.ne.jp/> (2019 年 10 月 13 日最終アクセス) .
- 10 ・ 中小企業庁「エンジェル税制の仕組み」
<https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/chiiki/angel/structure/index.html>
(2019 年 10 月 12 日最終アクセス) .
- ・ 中小企業庁「急速に浸透しているクレジットスコアリング融資（クイックローン）」
https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h18/H18_hakusyo/h18/html/i1320000.html (2019 年 9 月 30 日最終アクセス) .
- 15 ・ カブドットコム証券「金融/証券用語集」
https://kabu.com/glossary/1204819_3151.html (2019 年 9 月 19 日最終アクセス) .
- 20 ・ 東海東京証券「証券用語集」
https://www.tokaitokyo.co.jp/kantan/term/detail_1897.html (2019 年 8 月 22 日最終アクセス) .
- ・ 内閣府「第 1 章 日本経済の現状と課題」
https://www5.cao.go.jp/keizai3/2018/0125nk/n18_1_0.html (2019 年 8 月 22 日最終アクセス).
- 25 ・ CAMPFIRE「クラウドファンディングとは」
<https://camp-fire.jp/crowdfunding> (2019 年 8 月 19 日最終アクセス) .
- ・ 野村証券「証券用語解説集」
<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ku/a01857.html> (2019 年 8 月 19 日最終アクセス).
- 30 ・

- ・日本政策金融公庫「融資の状況」

<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/situation.html> (2019 年 8 月 17 日最終アクセス) .

- ・横浜銀行「横浜銀行について」

5 <http://www.boy-recruit.com/fresh/profile/date.html> (2019 年 8 月 17 日最終アクセス) .

- ・中小企業庁「中小企業・小規模企業者の定義」

<https://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html> (2019 年 8 月 8 日最終アクセス).