

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

A 班

目次

はじめに.....	3
第1章 非上場企業について.....	4
第2章 中小企業について	5
第1節 中小企業の定義	5
第2節 中小企業の意義	5
第3節 中小企業の資金調達の現状と課題.....	8
第1項 直接金融	8
第2項 間接金融	9
第3項 公的金融	12
第3章 ベンチャー企業について	15
第1節 ベンチャー企業の定義と意義.....	15
第2節 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題.....	16
第1項 シード期	16
第2項 アーリー期.....	18
第3項 エクспанション期	21
第4項 レーター期.....	22
第4章 望ましい資金調達のあり方と実現のための方策.....	24
第1節 中小企業・ベンチャー企業の資金調達おいての課題.....	24
第2節 中小企業の資金調達に対する方策.....	24
第1項 リレーションシップバンキング	24
第2項 ABL	25
第3節 ベンチャー企業の資金調達に対する方策.....	26
おわりに.....	27
参考文献.....	28

はじめに

近年、日本経済は「失われた 20 年」と呼ばれるデフレからの脱却からの兆しを見せている。その要因の一部としては、安倍政権の「アベノミクス」や来年に控える東京オリンピック・パラリンピックに向けてのインフラ整備に関する需要拡大がある。そのような経済状況のなかで、強固な経済的基盤を形成することは、日本経済の持続的発展のために注力すべき課題である。そこで重要となってくるのが、日本の総企業の 99.7%を占める中小企業やベンチャー企業の存在である。日本の中小企業のほとんどは、国内外の証券市場に株券を公開していない非上場企業である。このような非上場企業は、新産業の創出、市場競争の活性化、多様な就業機会の提供、地域経済の活性化などの役割も果たしている。つまり、非上場企業の資金調達手段に注目し、その改善を熟考していくことは、日本経済の発展にむけて重要な意義を持つと考えられる。

一般的に広く知られる非上場企業の資金調達手段は、「銀行」「信用金庫」や「信用組合」など民間金融機関からの融資や政府系金融機関等が行う公的金融、信用保証制度、国や地方自治体が実施する補助金制度、企業間信用などが挙げられる。これらは、中小企業が古くから選択してきた手段であり、伝統的な資金調達手段と呼ばれる。それらに対し、証券化等のストラクチャード・ファイナンス、ベンチャーキャピタル等による出資、クラウドファンディングをはじめとするフィンテックを活用した資金調達手段は、新しい資金調達手段である。

さきに述べた通り、非上場企業が選択できる資金調達手段は増加傾向にある。しかしながら、決算時に財務諸表の作成が必要となる上場企業とはちがい、非上場企業は一般的に財務諸表の作成などを行わない企業が多いため、融資の際に金融機関側にコストがかかる。これらのことは、非上場企業の資金調達を困難な状況とする。

本稿では、ベンチャー企業を含めた中小企業の資金調達を取り巻く課題は、「情報の非対称性」と「信用力の不足」にあると考える。また、それらの課題に対する有効な方策として中小企業ではリレーションシップバンキングと ABL の推奨、ベンチャー企業では、クラウドファンディングの推奨を提言する。

以下で本稿の構成を述べる。まず第 1 章において、非上場企業の定義とその特徴について考察する。第 2 章では、中小企業の定義と意義を踏まえ、資金調達の現状を「直接金融」、「間接金融」、「公的金融」に分けて考察する。第 3 章では、ベンチャー企業の定義と

意義を踏まえ、「シード期」、「アーリー期」、「エクспанション期」、「レーター期」におけるそれぞれの状況を述べたうえで、資金調達の現状をステージごとに考察する。最終章としての第4章では、第2・3章における資金調達の課題を整理し、国内非上場企業の資金調達を考えていく上で、われわれが最良と考える方策の提言を行う。

5

第1章 非上場企業について

本章では、非上場企業の定義やその特徴について確認していく。まず、非上場企業の定義は、主旨文に則り、国内外の証券市場に株券を上場していない日本国内に所在する非上場企業を対象とする（東証一部・二部・マザーズ・ジャスダック・TOKYO PRO Market、名証・福証・札証等の各市場、外国の証券市場等に株券を上場していない日本企業のことである）。なお、非上場企業であっても、上場企業の子会社・関連会社等は対象外とする。

日本において、上場している企業は3,680社（2019年）存在する。また、総企業数は約385万社（2016年）である。総企業数から上場企業数をひいたものが、非上場企業といえる。これより、日本では、総企業数に対して非上場企業が、いかに多くの割合を占めているかがわかる。また、非上場企業は、証券取引所において自由に株式を売買することができないため、株式による資金調達を行うことができる上場企業に比べ、資金調達手段が限定的となる。

日本の総企業数に対する中小企業の比率は99.7%であることからして、非上場企業の中でも、中小企業が日本経済において重要な存在であることは明確といえる。そこで、以下において中小企業の定義や意義を述べていく。

25

30

第2章 中小企業について

本章では、中小企業の定義や役割を確認し、その上で、中小企業の資金調達の現状や課題について確認していく。

5 第1節 中小企業の定義

中小企業の定義については、中小企業基本法第2条により、業種ごとに定義されている。本稿では、これを中小企業の定義とする。それぞれの定義は、図1のようにまとめることができる。

10 【図1】 中小企業の定義

業種分類	定義
製造業 その他	資本金の額又は出資の総額が3億円以下の会社又は 常時使用する従業員の数が300人以下の会社及び個人
卸売業	資本金の額又は出資の総額が1億円以下の会社又は 常時使用する従業員の数が100人以下の会社及び個人
小売業	資本金の額又は出資の総額が5千万円以下の会社又は 常時使用する従業員の数が50人以下の会社及び個人
サービス業	資本金の額又は出資の総額が5千万円以下の会社又は 常時使用する従業員の数が100人以下の会社及び個人

出典：中小企業庁（2019） 中小企業白書より筆者作成

第2節 中小企業の意義

15 非上場企業が日本企業の多くを占めることを前章で述べた。日本の総企業の中でも、多くの割合を占めるのが中小企業である。じつに日本企業の約99.7%が中小企業である。また、中小企業で働く従業者数は、全従業者の約68.8%である。このような実状から考えると、中小企業が日本において、経済的な基盤を形成する欠かせない存在であるということが分かる。さらに、中小企業は、新産業の創出、市場競争の活性化、多様な就業機会の提供、地域経済の活性化といった役割を果たしている。そのような多面的な役割の中でも、
20 特に、多様な就業の機会という面においては、昨今の日本経済において重要視されている女性や高齢者の雇用創出の役割も担っている。

第3節 中小企業の資金調達における特徴

未上場かつ規模の小さな中小企業は、知名度も低く、直接金融による資金調達を活用することはほぼ不可能である。そのため、銀行融資という間接金融に依存せざるを得ない。本節では、中小企業における資金調達の特徴を「①規模の経済性」「②情報の非対称性」

5 「③信用力の不足」という3点に分類して述べる。

① 規模の経済性

10 規模の経済は、貸し手と借り手の双方に作用するものである。貸し手側としては、融資金が大きくなるほど、融資のために、必要な審査費用に関する単位あたりの貸出コストは低下する。そのため、貸し手側は大企業と中小企業に同じような取引機会があった場合は、1件あたりの融資額が大きい借り手、つまり大企業を優先する傾向がある。それに対して、借り手側としては、金融機関との取引を始める際には、事業計画や資金使途などの説明や、自社の情報を開示する必要がある、費用が発生する。企業規模が大きくなるほど、企業内に専門家を雇うことができるため専門性の高い情報
15 が開示できる。加えて、資金調達額も大きいため、それぞれの効果により調達コストが低くなる。しかしながら、中小企業は資金力が弱く、専門家を雇うことは難しい。そのため、正確な情報を開示することができず、大企業と比較して資金調達を行いにくい傾向がある。

20 ② 情報の非対称性

資金調達において、規模の経済が働く大きな理由として、貸し手側と借り手側の間の情報の非対称性が挙げられる。情報の非対称性とは、取引相手の一方が、取引において重要となる情報を十分に保有していないことであり、つまり貸し手側と借り手側どちらかに情報が偏ってしまうことである。情報の非対称性によって、2つの問題が
25 引き起こされる。1つ目は「逆選択」である。「逆選択」とは、資金提供前に発生する問題である。たとえば、貸し倒れリスクが少ない相手には、3%の金利で融資を実行でき、リスクが高い相手には、10%の金利を要求しなければならない状況を想定する。

このような場合、情報の非対称性が存在しなければ、貸し手側は、3%の金利と10%の金利を借り手側のリスクに応じて的確に課すことができる。しかしながら、貸
30 し手側と借り手側との間に情報の非対称性が存在すると、貸し手は借り手のリスクに

適切に対応することはできない。したがって、貸し倒れリスクを回避するため、3%と10%の間の7%の金利を課さざるを得なくなる。7%の金利を借り手に対して、一律で課すとする、本来であれば10%の金利が適切な借り手は、借入に積極的になる一方、3%の金利が適切な借り手は、借入に消極的になる。

- 5 つまり、「逆選択」とは、融資すべきではない借り手に対して貸出を行ってという状況のことを指す。2つ目は、「モラルハザード」である。「モラルハザード」とは資金を提供した後に起こる問題である。借り手側が借入を受けた際、開示した用途と違う資金使途や、貸し手が望まないリスクの高いプロジェクトに借り入れた資金を用いてしまうことをいう。これらの問題を解決するためには、貸し手側がモニタリングを行う必要があるが、一般的に融資額が少ない中小企業に対してモニタリングを行うと、それにかかわるコストは割高になる。このような理由から中小企業に対する融資は、行われにくい。
- 10

③ 信用力の不足

- 15 中小企業は、資金力の弱さや知名度の低さなどさまざまな要因から信用力が低い。融資の際には、一般的に担保や保証人を要求される。しかしながら、中小企業は不動産などを十分に保有していないため、金融機関側が中小企業に対するに融資に、消極的になる傾向を有している。

20

25

30

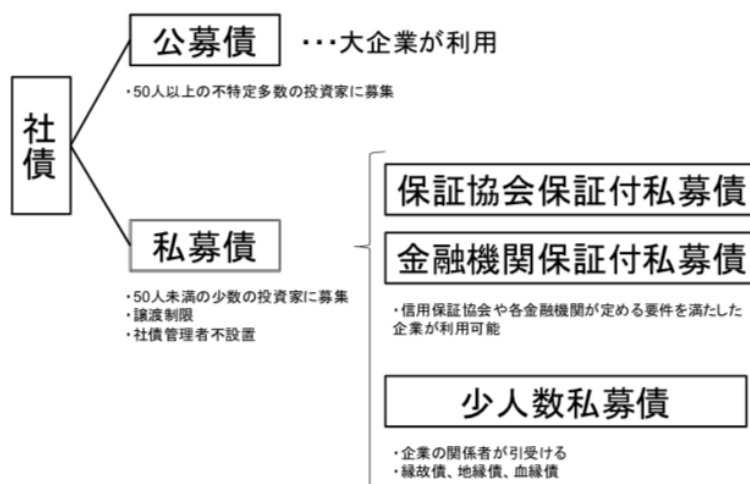
第3節 中小企業の資金調達の現状と課題

第1項 直接金融

本稿では、未上場企業を取り扱うため、直接金融に関しては社債に焦点を当てる。

5 社債は以下のように分類される。

【図2】中小企業が利用可能と考えられる社債



出展：帝国データバンク（2013）「中小企業の資金調達構造と社債利用」より引用

10

これらの社債のうち、中小企業が利用できるのは私募債である。私募債は、金融商品取引法の制外であるため、有価証券届出書や有価証券報告書の提出義務がなく、譲渡制限を付す等のいくつかの条件を満たすことで、社債管理者を設置する必要もない。したがって、コスト面や手間などが軽減され中小企業が利用するには適していると考えられる。しかしながら、中小企業のうち社債によって資金調達をしている企業は、約4%と少ない。

15

林(2009)は、この理由について、「保証付私募債を発行している企業は、国や金融機関が設置した一定の条件をクリアしているため、中小企業の中でも優良な企業であるケースが多い。また、少人数私募債を発行している企業は、積極的に新しい資金調達手法に取り組んでおり、経営者が前向きな経営を行なっている可能性がある。」と指摘している。

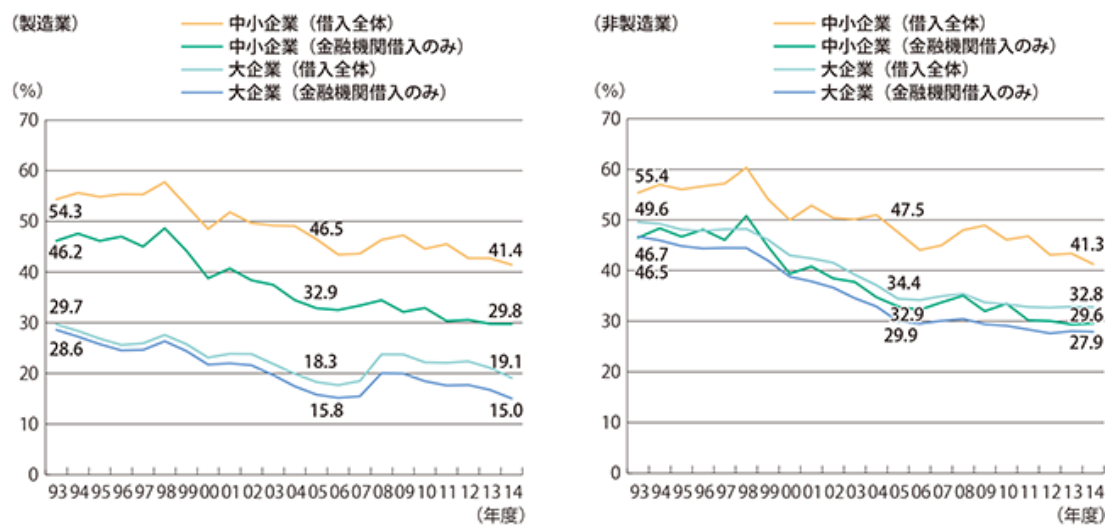
20

第2項 間接金融

この項では、中小企業における融資の現状と課題、そして、これらの課題に対する解決策として昨今注目されている手法に焦点を当てることとしたい。

5 中小企業における融資の現状

【図3】借入金依存度の推移



資料：財務省「法人企業統計調査年報」

(注) 1. 資本金1億円未満の企業を中小企業、資本金10億円以上の企業を大企業としている。

2. 金融機関借入＝金融機関短期借入金＋金融機関長期借入金＋社債

3. 借入全体＝金融機関短期借入金＋その他の短期借入金＋金融機関長期借入金＋その他の長期借入金＋社債

4. 借入金依存度（金融機関借入のみ）＝金融機関借入÷総資産

5. グラフ内の数値は、1993年度、2005年度、2014年度のものを記載している。

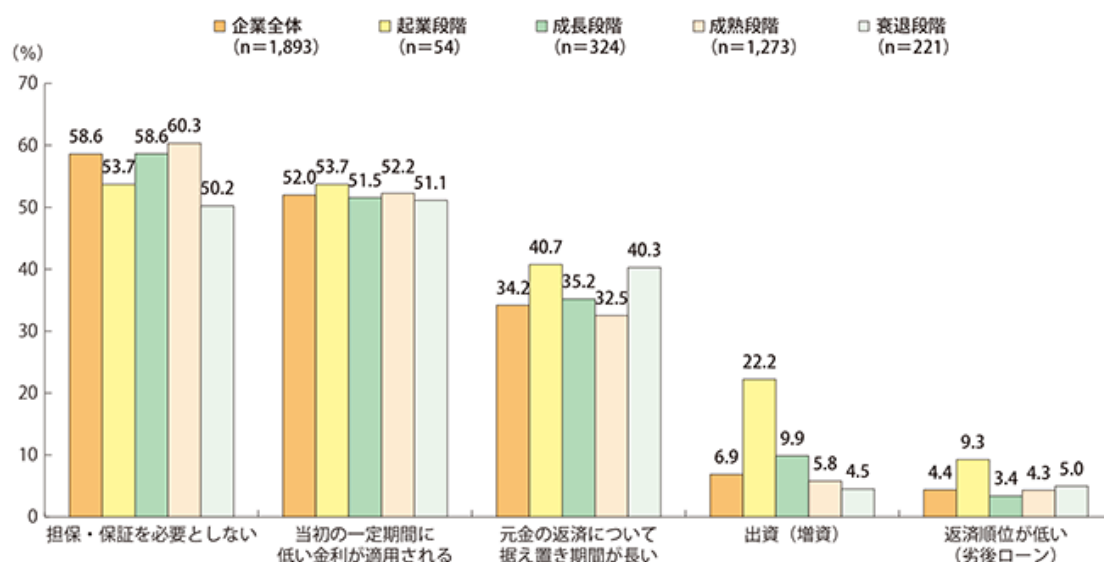
出展：中小企業庁（2016） 中小企業白書より引用

- 10 図3の借入金依存度とは、総資産に占める借入金の比率を指し、企業が保有する資産のうち、どの程度が借入に依存しているのかを示しているものである。この借入金依存度が高くなれば、借入金返済の負担が増加し、資金繰りに悪影響の出る可能性が高くなる。さらには、金利が上昇する局面では、支払利息が増加するリスクも高まる。逆に、利益の積み増し等により自己資本比率が上昇すると、借入金依存度が低下する。このように借入金
- 15 依存度は企業の健全性を測る指標として用いられる。

中小企業の借入金依存度は、製造業、非製造業に関わらず、大企業に比べ高いことがわかる。その理由としては、大企業は、支払利息の発生しない直接金融を資金調達を中心とする方が、財務的な安全性を確保できるからである。また、図3からわかるように、中小企業の借入金依存度は減少傾向ではあるものの、依然として製造業、非製造業に関わらず

41%をこえている。以上より、中小企業の資金調達において間接金融が重要な役割を担っていることがわかる。

【図 4】成長投資の際に金融機関に望む条件や性質



資料：中小企業庁委託「中小企業の資金調達に関する調査」（2015年12月、みずほ総合研究所（株））
 （注）複数回答のため、合計は必ずしも100%にはならない。

5

出所：中小企業庁（2016） 中小企業白書より引用

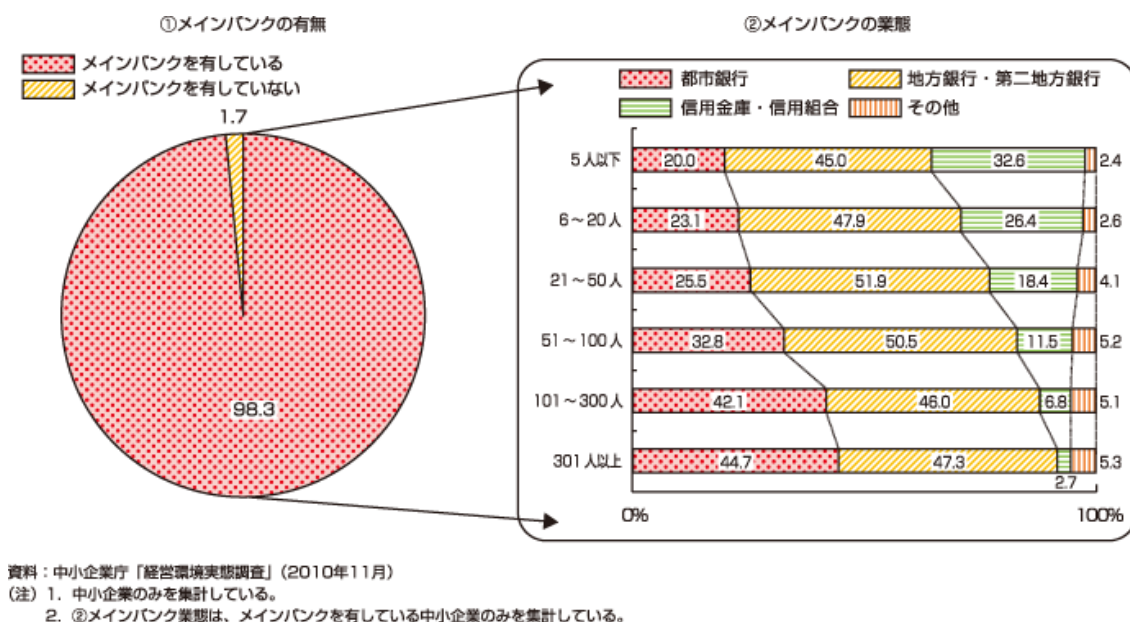
中小企業は直接金融による資金調達が困難であるため、銀行融資に依存せざるを得ない現状である。しかしながら、中小企業が行う間接金融には課題がつかまとう。

- 10 中小企業には、金融機関からの借入の際に望む条件がある。図4によると「担保・保証を必要としない」「当初の一定期間に低い金利が適用される」という、2つの条件が50%を超えている。中小企業と金融機関との間には、情報の非対称性が存在するため、信用保証による貸付や担保を取ることが多い。これには一連の手続きが必要であることと、担保の管理コストが発生するためであると考えられる。また、一定期間に低金利を望む理由に
- 15 ついては成長投資が前提であり、知名度の低い中小企業では投資に関するリターンがすぐに得られない。つまり、返済期間まで据置期間が必要であるためと考えられる。しかしながら、このような条件を求める声が多いとはいえ、中小企業が成長していくための融資は、民間金融機関にとってリスクが高い。したがって、中小企業がすべての資金を民間金融機関に依存することは困難である。そこで、金融機関の役割を補完するための政府系金

融機関の存在が重要となる。また、これらの課題に対して、地域密着型金融や多様化する資金調達手法が注目されている。

地域密着型金融（リレーションシップバンキング）

5 【図5】中小企業のメインバンク



出展：中小企業庁（2011）中小企業白書より引用

地域密着型金融は、リレーションシップバンキングと呼ばれている。リレーションシップバンキングは、アメリカ合衆国で普及していたが、一般的に日本に浸透してこなかった。その理由としては、フリーライダー問題と日本企業が複数銀行と取引を行っていることが挙げられる。しかしながら、中小企業は図5のようにメインバンクを有しており、一行取引が基本となっている。そのため、リレーションシップバンキングは、中小企業において大企業のように問題とならないのである。また、ハード情報が乏しいが将来性を有する可能性のある中小企業にとって、ソフト情報を得られるリレーションシップバンキングは、中小企業の資金調達として適性があると考えられる。加えて、当該金融は情報の非対称性を軽減することにつながる。また、先述したように中小企業が金融機関に望む条件の中に、「担保・保証を必要としない」という条件が挙げられていた。リレーションシップバンキングでは、中小企業が担保無しで融資を受けられるため、中小企業側のニーズも満たすことができる。

動産担保融資（ABL）

動産担保融資（以下 ABL とする）は、土地や建物の代わりに企業が保有する生産設備や在庫、売掛債権などを担保に金融機関が企業へ融資する手法である。現状の金融機関による融資においては、不動産を担保として融資を行うことが多い。これは、資金力の問題によって不動産を保有できないことが多い中小企業にとって、融資を受ける際の大きな足かせとなっている。しかしながら、ABL は不動産担保に依存しないため中小企業にとって、利用しやすい融資手法である。政府は、従来の融資に代わる手段として手段として 2000 年代から ABL の制度整備や普及をすすめてきたが、担保の優先順位が不明確なことなどが要因となり、2017 年度における ABL 実行件数は 2 年連続で減少し 1 万 61 件と利用が伸び悩んでいる状況である。

第 3 項 公的金融

15 公的金融とその必要性

公的金融は民業補完の原則のもとに、政府が経済や産業の発展及び国民の生活の安定を目的とし、金融政策に沿った金融活動のことをいう。この公的金融活動を目的とした金融機関を公的金融機関という。公的金融機関は、情報の非対称性等による効率的な資源配分が実現されない市場の失敗への対応や、インフラの海外展開などの民間金融機関では担えないリスクの負担、新事業を創出するための呼び水効果などがその活動として挙げられる。また、金融危機や大規模災害時において民間金融機関では対処できないリスクを担う役割を抱えている。

25 中小企業に対する公的金融支援

前章で述べたように、資金面での中小企業を取り巻く現状は厳しく、特に市場の失敗への対応や金融環境の変化などの外的要因での資金調達は、中小企業の大きな課題の一つとなっている。このような課題を、民間金融機関だけで解決することは困難であるため、公的金融機関による支援が大きな役割を果たす。現在、公的金融機関は政策金融機関として、日本政策金融公庫・日本政策投資銀行・国際協力銀行・商工組合中央金庫、特殊法人として沖縄

振興開発金融公庫、独立行政法人として住宅金融支援機構・国際協力機構・福祉医療機構・奄美群島振興開発基金などが存在する。中小企業に対する金融支援としては、日本政策金融公庫の中小企業事業部門が融資業務や証券化支援業務、信用保険業務を行っている。また、全国 47 都道府県と 4 市に存在する信用保証協会が中小企業の金融支援を円滑化する役割を果たしている。

信用保証協会

信用保証協会は、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。中小企業金融において大きな課題である情報の非対称性を解消するために、直接的に資金を投入してはいないものの、公的介入として重要な役割を担う機関である。中小企業の事業者が金融機関に借入の申し込みをする際、信用保証協会に一定の信用保証料を支払うことで、信用保証協会が事業者の債務保証を行う。

信用保証協会から債務保証をされている中小企業が、万が一にも返済不能な状態に陥った場合、信用保証協会が中小企業に代わって金融機関に代位弁済をする。これを、信用保証制度という。これにより、企業側は保証がない状態よりも必要な融資を受けやすくなるというメリットがある。また、金融機関側には、貸し倒れリスクを回避できるというメリットがある。しかしながら、金融機関側の規模の経済の問題を解消できないという問題があり、融資審査コストを削減することはできないというデメリットがある。金融機関は、たとえ信用保証があっても審査コストの割に金利収入が小さく採算の合わない融資を行うことはしないと考えられる。さらに、信用保証協会への返済中は金融機関からの新規融資は受けることができないというデメリットも存在する。

この信用保証制度では日本政策金融公庫の信用保険部門の信用保険制度が再保証されており、その制度を合わせて信用補完制度という。信用保証に関する大きな問題点として挙げられるのが、金融機関のモラルハザードである。借り手の中小企業側が融資を返済できなくなっても、信用保証協会が代位弁済してくれるため、金融機関がコストをかけて企業を審査せずに保証を申請する可能性が出てくる。実際に、金融機関の貸し渋りが深刻であった 1998 年に中小企業金融安定化特別保証制度が設けられた際、事実上の無審査という状況で、金融機関の中には信用保証が付いていない自前の既存融資を、この制度を利用して回収する例

も多くみられた。この後、景気低迷が長く続いたため、代位弁済額は増加額傾向をたどり、保証料でコストを補う本来の形を維持できなくなくなり、制度自体の存続が懸念される状況となった。そこで、2007 年に 10 月に融資額の 80%だけを保証とする制度改正が行われた。また、並行して責任共有制度も開始した。責任共有制度とは、過去の代位弁済の状況に応じ、部分保証の場合と同等の負担になるように金融機関が協会に負担金を支払うという方法である。

日本政策金融公庫

10 日本政策金融公庫は、日本政府が株式を 100%所持する政府系金融機関である。そのため、国策に沿った金融活動を主な目的としており、「①創業・新事業支援」「②事業再生支援・事業承継支援」「③ソーシャルビジネス支援」「④海外展開支援」「⑤農林水産業の新たな展開への支援などのリスクが高い分野への支援」に積極的に取り組んでいる。中小企業事業部門においては、融資業務、証券化支援業務、信用保険業務等を行い、中小企業を支えている。調達可能な金額は数百万円から十億円までと幅広いため、起業家から中堅企業まで幅広い層の企業が取引対象となる。また、政府系金融機関であるため、民間金融機関と比べて、相対的に金利が低く、さらに業績悪化に比較的寛容という特徴をもつ。また、日本政策金融公庫はセーフティネットとしての役割も担っている。東日本大震災の復興に 259 億円、平成 28 年の熊本地震の復興に 131 億円を拠出するなど、政府系金融機関の強みを発揮している。

20

商工組合中央金庫

日本政策金融公庫は政府が 100%の株を所有する株式会社なのに対して、商工組合中央金庫は、政府と民間代替が共同で出資している唯一の政府系金融機関である。他の政府系金融機関に対して、より民間金融機関に近い性質を持つため、多くの政府系金融機関が融資のみに特化した機能を持っているのに対して、預金の受け入れ、債務の発行、国際為替、手形を通じた短期金融など幅広い総合的な金融サービスを行っている。また、融資対象が組合員のみとなっている点が特徴である。

30

第3章 ベンチャー企業について

本章では、ベンチャー企業の定義と意義、資金調達の現状からわかる課題について確認していく。

第1節 ベンチャー企業の定義と意義

5 ベンチャー企業には、法的に統一された定義は存在しない。これは、中小企業基本法によって明確に定義されている中小企業との大きな差である。特に、この差は、定義されているか否かにとどまらず、法律によってバックアップされているか否かという点においても、資金調達に大きな影響を与えている。本稿ではベンチャー企業の定義を、「創業からあまり時が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」とする。ベンチャー企業は、創業間もないため、従業員・資本金ともに小規模であることが多い。また、中小企業の定義からすると、ベンチャー企業は、中小企業に含有されると考えられる。これを踏まえ、本稿では、ベンチャー企業を中小企業の中に含めるものとする。また、ベンチャー企業の存在意義として、イノベーションの創出、生産性の向上、雇用の創出などの役割を果たすことが挙げられる。ベンチャー企業は、技術やビジネスモデルの新規性を武器に、既存企業に比して大きなビジネスリスクをとって事業に挑戦するため、既存企業には生み出し得ない技術・ビジネスモデルの大きな変化・革新をもたらす可能性がある。現在、多くの産業が成熟した中、ベンチャー企業の更なる創出、そして成長は日本経済にとって必要不可欠な存在である。

20

25

第2節 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題

ベンチャー企業の資金調達は成長段階によって様々な手段が考えられる。ベンチャー企業の成長段階には、「シード期」「アーリー期」「エクспанション期」と「レーター期」という4つのステージが存在する。そのステージごとにおける資金調達の現状と課題に焦点を当てるとしたい。

第1項 シード期

【図6】シード期: ベンチャー立ち上げの準備期間

製品	構想段階、もしくはプロトタイプ
利益	赤字。設立に向けた投資のみ
資金需要	起業・設立のための資金
ビジネスモデル	事業計画(ビジネスモデル)の仮説を立案する

出展：エンジェル投資入門、報告より筆者作成

シード期では、事業も計画段階であるため、資金はそれほど必要でない。そのため、自己資金やエンジェル投資といった比較的少額の投資により資金がまかなわれる。

自己資金

自己資金は3F（Founder, Family, Friends）と呼ばれる。起業家やその配偶者、親族、知人からの借入金や出資金のことである。

エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、起業して間もない小さな会社に対して資金を提供する個人の投資家のことである。創業間もない企業に対し、金融機関やベンチャーキャピタルが本格的な支援に入る前に企業自体の現金がショートすることを防ぐために、支援を行うことがエンジェル投資家の大きな役割である。図7は、2008年における日本のエンジェル投資家の状況とアメリカのエンジェル投資家の状況を比較したものである。この図によると、エンジェル投資家に関して日本はアメリカの1/23ほどである。また、エンジェル投資家による、投資案件1件あたりの平均投資額（年間）は、日本が100~300万円とアメリカの同5000万

円程度の 2 ～6%とその差は歴然である。そして日本のエンジェル投資家の年間投資総額を見ると、200 億円とアメリカのエンジェル投資家の同 2.5 兆円のわずか 0.8%程度に留まっている。

5 【図 7】日本とアメリカのエンジェル投資家の状況（2008 年）

	日本	アメリカ
投資家数	約 1 万人	約 23 万人
年間投資額/件	約 100 万～300 万	約 5,000 万
年間投資総額	約 200 億円	2.5 兆円

出展：平成 20 年度経済産業省委託調査報告書

「エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」

株式会社テクノリサーチ研究所より大和総研作成をもとに筆者作成

10 エンジェル税制

エンジェル投資家を拡大するための取り組みとして、ベンチャー企業に投資をした個人投資家に対し税制上の優遇措置を行う制度としてエンジェル税制がある。

【図 8】エンジェル税制

	優遇措置 A	優遇措置 B
優遇内容	(対象企業への投資額-2,000 円)を その年の総所得金額から控除	対象企業への投資金額全額を その年の他の株式譲渡益から控除
対象企業	対象企業 創業(設立)3 年未満の中小企業 設立経過年数の要件を満たす企業	創業(設立)10 年未満の中小企業 設立経過年数の要件を満たす企業

15

出展：中小企業庁 エンジェル税制の仕組みより筆者作成

第2項 アーリー期

【図9】アーリー期：事業が軌道に乗り、本格的な事業展開に乗り出そうとする時期

製品	リリース済みだが、認知が不十分
利益	赤字
資金需要	運転資金や設備投資
ビジネスモデル	事業計画に従って実行する

5

出展：エンジェル投資入門、報告より筆者作成

アーリー期では、事業が軌道になるまで赤字だということもあり、多くの資金が必要となる。ベンチャー企業白書（2018）によると、ベンチャー企業のステージごとの分布は、「アーリー期」が 49.7%、次いで「エクспанション期」が 26.8%、「シード期」が 20.9%、「レーター期」が 2.6%である。これより、ベンチャー企業にとって、「アーリー期は」、企業自体が存続できるかどうかの重要な局面である。資金調達手段としては、ベンチャーキャピタルを利用することができる段階となる。最近では、クラウドファンディングによる資金調達も一般的になり始めている。

10

15 クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、インターネット等を活用した専用のプラットフォームを使用し、出資者があつまって、資金を必要とする事業法人や個人に対し、資金提供を行うことである。小口の資金を不特定多数の投資家から、調達することができる手段である。また、煩雑な申請などが必要ないため、ベンチャー企業にとって行いやすい資金調達手段である。インターネットサービスの拡大などを背景に、国内の市場も急速に発展しており、資金調達手段としてこれからさらに重要度が上がっていくと予想される。

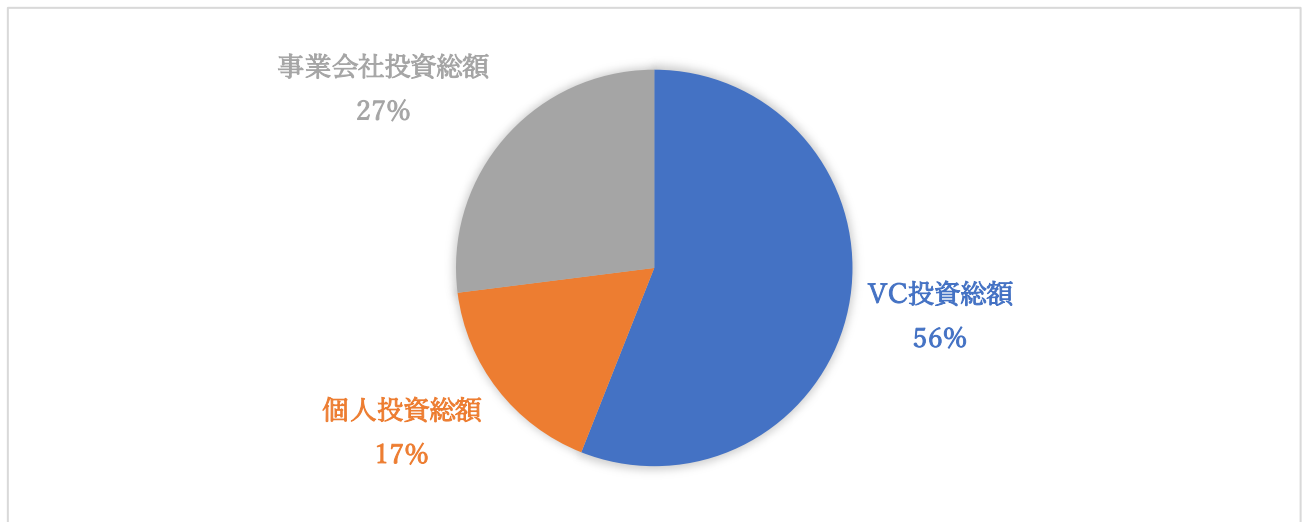
20

クラウドファンディングは、出社が資金提供にたいして金銭的見返りを求めない「寄付型」「購入型」と、金銭的見返りを求める「金融型」の2つに大きく分けられる。また、「金融型」は、さらに「貸付型」「ファンド型」「株式型」に細分化されるため、それぞれの特徴によって、5つに分けることができる。日本のCF市場は、年々成長しており、特に貸付型CFの割合が高くなっている。

25

ベンチャーキャピタル (VC)

【図 10】 上場したベンチャー企業の資金調達の内訳



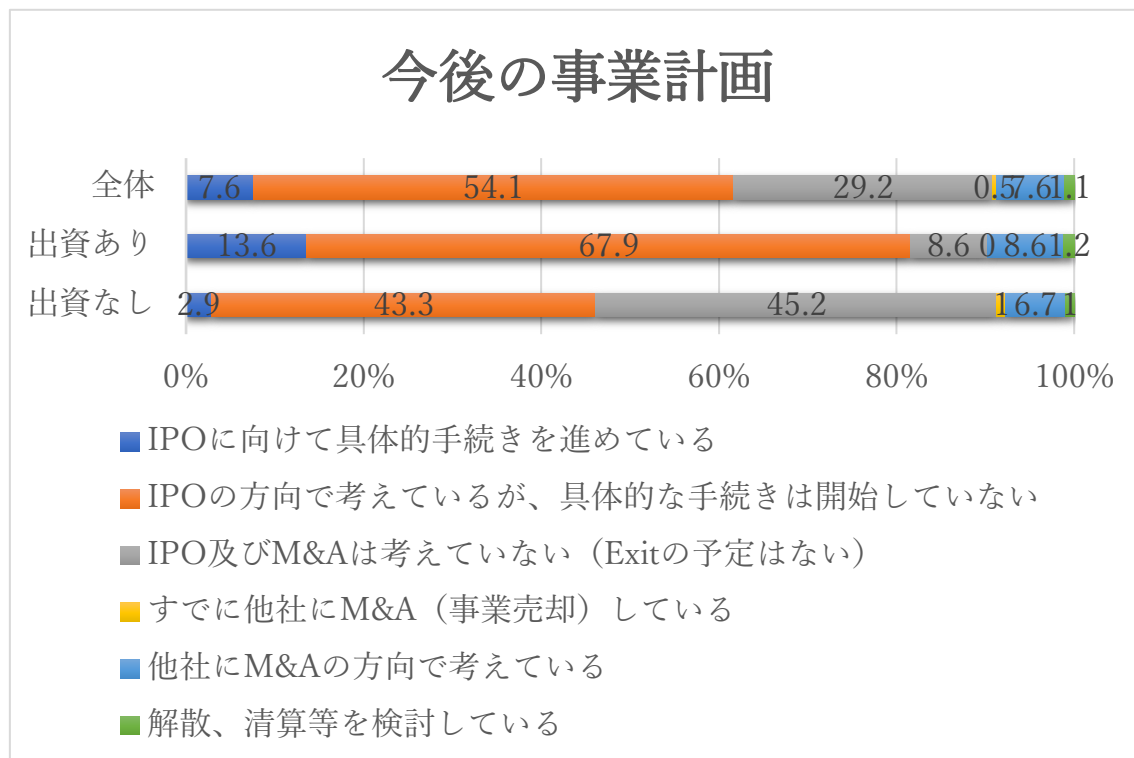
5 (注) 上場したベンチャー企業 34 社の上場までの資本調達額の内訳。セブン銀行とネットイヤーグループを含まない。

出展：ジャパンベンチャーリサーチ「2008 年ベンチャービジネスの回顧と展望」より大和総研作成のもとに筆者作成

10 ベンチャーキャピタル（以下 VC とする）は、ベンチャー企業の株式などを引き受けることによって投資をし、その企業が株式公開するなどしたのち株式などを売却し、キャピタルゲイン（株式等の当初の投資額と公開後の売却額との差額）を獲得すること目的とした集団である。図 11 は、上場したベンチャー企業の資金調達の内訳をあらわしたものである。これによると、上場したベンチャー企業 34 社において、上場するまでの資本調達額のうち、

15 56%が VC による出資であることがわかる。つまり、急成長するベンチャー企業の資金調達には、ベンチャーキャピタルの出資が重要であると言える。

【図 11】ベンチャー企業のアンケート回答



出展：ベンチャー白書 2017「ベンチャー企業の経営環境等に関するアンケート調査」より筆者作成

- 5 また、VC 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、キャピタルゲインの獲得を目指している。図 11 は、今後の事業計画についてベンチャー企業のアンケート回答を示したものである。回答企業全体でみると、IPO (株式公開) の方向で考えている企業は、具体的に手続きを進めている企業を含めて 61.7% を占めている。一方で、M&A を検討している企業は、既に M&A をした企業を含めても
- 10 8.1%に留まっている。欧米と比べ、日本における M&A の数は非常に少ない状況にあり、日本における M&A は IPO に比べ、経営計画上の優先順位が非常に低いことが明らかである。今後の事業計画について、VC 出資の有無で比較すると、「VC 出資あり」では、IPO の方向で考えている企業の割合が 81.5%に達している。つまり、VC から出資を受けている企業の多くは、IPO を視野に入れていることが多いことがうかがえる。一方で、「VC 出
- 15 資なし」では、IPO の方向で考えている企業は半数にも届いていない。また、4 割以上の企業が IPO も M&A も考えておらず、VC から出資を受けている企業との大きな違いとして表れている。

第3項 エクспанション期

【図 12】 エクспанション期：さらに成長を見据えた事業展開を進める時期

製品	ユーザーが増加し始める
利益	赤字、もしくは低収益
資金需要	成長のための資金
ビジネスモデル	当初の仮説を検証、計画の軌道修正をする

出展：エンジェル投資入門、報告より筆者作成

5

エクспанション期は、アーリー期に比べ、倒産のリスクは少ない。また、製品が売れ始め、市場のシェア拡大によって、企業規模自体が拡大していく段階である。しかしながら、継続的な先行投資や販売促進が求められるため依然として事業リスクは高い。市場競争において、淘汰される「ダーウィンの海」というリスクも存在する。事業拡大のために従業員を増やすなど、成長のための投資が必要となるため、多くの資金が必要となる。この段階においては、金融機関からの融資を受けることが多くなる。また、継続的な VC による出資も手段の一つとなる。

10

15

20

25

第4項 レーター期

【図 13】 レーター期:ベンチャーから脱却する時期

製品	継続的な拡大路線、新規製品の開発
利益	黒字化し、キャッシュを生み出す
資金需要	新規事業への投資
ビジネスモデル	当初の仮説が立証される。新たな計画を立案する。

出展：エンジェル投資入門、報告より筆者作成

5

レーター期では、事業が安定するため、出口戦略やオープンイノベーションなどによって、既存事業の拡大、新規事業への展開も視野に入れることとなる。

オープンイノベーション

10

チェスブロウ著『Open Innovation』（2004 年）によると、オープンイノベーションとは、組織内部のイノベーションを促進するために、意図的かつ積極的に内部と外部の技術やアイデアなどの資源の流出入を活用し、その結果、組織内で創出したイノベーションを組織外に展開して機会を増やすことと定義されている。わが国のイノベーションを活性化させるに当たり、既存企業とベンチャー企業の連携促進が重要との認識が高まっている。

15

コーポレート・ベンチャー・キャピタル（CVC）

20

CVC とは、一般的に、事業会社が自己の資金を用いて、ベンチャー企業に対する投資や経営支援（ハンズオン支援）など、ベンチャーキャピタル的な活動を行うこと、またはその遂行主体をいう。また、CVC はオープンイノベーションのひとつの形であるといえる。事業会社は、CVC によるベンチャー企業への投資を通じて、その知見や先進的な技術を取り込むなど（戦略的な目的）、投資収益を獲得すること（財務的な目的）を目指している。

25

CVCの有効性

事業会社にとってのCVCの有効性としては、以下の3点が挙げられる。「①」「②」と「③」である。

- 5 ① 自社内での研究開発やベンチャー企業の直接の買収に比べ、リスクやコストの軽減が可能
- ② 自社内では得られない新規の技術やアイデアの獲得、研究開発のスピードや質の向上
- ③ ベンチャー企業とのCVCを通じた交流や経営支援が社内の活性化や人材育成に繋がる
- 10 一方、ベンチャー企業にとっては、CVCからの投資を受け入れることで事業化に成功する（いわゆるExit）可能性が高まることが指摘されている。

IP0

- IP0とは（Initial Public Offering）の略で、新規株式公開を指す。未上場企業が、株式を東証などの証券取引所に公開することである。一般にIP0をすることで知名度をあげることができる。また、IP0には厳しい基準・審査が課されるため、それをのり超えた企業として社会的な信用も得ることができる。それにより、優秀な人材の確保や金融機関や取引先からの信用も得やすくなる。その一方で、他のライバル会社から敵対的買収や株主の出現によって、配当などで株主ニーズにこたえる必要が出てきたりする。また、IP0によって有価証券報告書や事業報告書の作成・公開の義務が生じるため、それらに対応するためのコストが大きな負担となる。
- 15
 - 20

M&A

- M&Aとは、企業の合併買収のことであり、複数の企業が合体して一つの企業になる「合併」と株式交換などによる「買収」がある。M&Aをすることにより、ベンチャー企業側は事業成長の機会を得られる。一方で、買収する側は優秀な人材や技術を吸収することができる。M&AはIP0よりも比較的短期間で実現できる出口戦略である。しかしながら、日本においては出口戦略の際に、M&AよりもIP0が選択されている現状がある。
- 25

第4章 望ましい資金調達のあり方と実現のための方策

本章では、中小企業・ベンチャーの資金調達の課題について整理し、望ましい資金調達実現のための方策を述べていく。

5 第1節 中小企業・ベンチャー企業の資金調達おいての課題

第2章、第3章において、中小企業・ベンチャー企業それぞれの資金調達の現状と課題について分析した。

第2章、第3章を踏まえると、中小企業にとっての課題は、信用力の不足につながる「担保力の不足」と貸し手と借り手の間に存在する「情報の非対称性」が挙げられる。これはベンチャー企業にも共通する課題である。また、ベンチャー企業の特有の課題としては、日本では依然として起業に対して積極的ではない状況があり、そのような状況下でベンチャー企業自体の成長性をはかることが難しいというものが挙げられる。上記の問題は、大企業とは違い、経営が不安定であるベンチャー企業を含めた中小企業にとって成長性や安定性の面で大きな影響を及ぼす。

15

第2節 中小企業の資金調達に対する方策

情報の非対称性と信用力の不足の課題を緩和する中小企業の資金調達手段としては、リレーショナルシップバンキングとABLの推進を提言する。

20 第1項 リレーショナルシップバンキング

リレーショナルシップバンキングの基本的な考え方としては、借り手である中小企業と貸し手である金融機関が継続的な関係を築くことで、情報の非対称性を緩和していくというものである。金融機関側からみると、中小企業は融資額が大企業と比べて、一般的に少ないことによる規模の経済の問題や長期的な関係性が必要になり、目先の利益につながらないことなどのデメリットがあげられてきた。平成14年に金融庁がリレーショナルシップバンキングの強化を推進して以降もそこまでの広がりが見られなかった理由としては、先に述べたような課題が障壁になったと考えられる。

今までリレーショナルシップバンキングは、中小企業に対するメリットのみが取り上げられることが多かった。しかしながら、現在厳しい経営状況におかれている地方銀行において、リレーショナルシップバンキングは金融機関側にとってもメリットとなりうる状況で

30

ある。生き残りをかけた地方銀行同士の競争の中で、コンサルティング等を通して、地元企業を支援し、融資を行っていく形がこれからの重要なビジネスモデルとなっていくと考えられる。

5 第2項 ABL

資金力の面より担保不足であることが多い中小企業にとって、土地や建物かわりに生産設備や在庫、売掛債権などの企業活動を行う上で必ず保有しているものを担保として利用できることは資金調達において大きなメリットとなりうる。しかしながら、2000年代より政府がABLの推進をおこなってきたが普及していない現状がある。これは、ABLにおいて明確な基準が定められてなく、あいまいな点が多いことが理由になっていると考えられる。たとえば、一般的なABLにおいては、企業が保有する機械などを担保とする場合、所有権のみを貸し手の金融機関にうつす譲渡担保という仕組みがとられている。譲渡担保を利用すれば、融資を受けた後も企業側は生産設備である機械を手元に残し、利用し続けることができる。ただ、この場合、生産設備の機械を譲渡担保としていることは第三者からはわからない。つまり、この生産設備の機械がすでにほかの金融機関に対する担保になっていたとしても、それが金融機関側ではわからないという問題点が挙げられる。これは、譲渡担保が成立した時期をめぐって金融機関どうしの争いが生じる危険性もはらんでいる。それらの問題を解決するためには、担保権の設定が必要不可欠である。それに対して、法務省は今年3月に研究会を立ち上げ、機械や在庫などを対象とした担保権を法制化すると同時に新たな登記制度を設ける案などを検討していくとした。これが、実現すればABLをさらに推奨していく要因となりうる。¹

25

¹ 日本経済新聞朝刊「担保権を動産にも設定、法務省、機械・在庫対象へ」 2019年9月6日

第3節 ベンチャー企業の資金調達に対する方策

ベンチャー企業の資金調達の方策としては、クラウドファンディングを提言する。

クラウドファンディング

- 5 クラウドファンディングは、アメリカなどではすでに活発に行われている資金調達手段である。近年、日本においても広く聞かれるようになってきた。クラウドファンディングが、これから、従来の金融システムにおいて対応しきれなかった担保不足によって融資を受けられない中小企業の資金調達や少額な資金補充のため金融機関からの借入をするほどではない場合の資金調達などの需要を担っていくと考えられる。また、クラウドファンディングがベンチャー企業にとって、特に有効な資金調達手段となるのは、「アーリー期」
- 10 であると考えられる。ベンチャー企業の49.7%が「アーリー期」にあると言われており、企業自体が存続できるかどうかの重要な局面である。この時期に、少額であっても審査コストがかからず、資金調達を行えることはベンチャー企業にとって、大きなメリットであるといえよう。しかしながら、法整備などによる規制が日本では追い付いていないため、
- 15 その点が大きな課題となってくる。また、さまざまな種類のクラウドファンディングがある中で、「購入型」のクラウドファンディングが「死の谷」の問題解決には、一番有効になってくると考えられる。しかしながら、「購入型」のクラウドファンディングは収益性が低いため、「貸付型」などと組み合わせたプラットフォームを形成していく必要がある。

20

25

30

おわりに

本稿では、第1章で非上場企業の定義とその特徴について述べた。次に、第2章では中小企業の定義を示し、その意義について触れた。さらに中小企業の資金調達の現状を「直接金融」、「間接金融」、「公的金融」に分けて述べた。また、第3章ではベンチャー企業
5 業の定義と意義を踏まえ「シード期」、「アーリー期」、「エクспанション期」、「レーター期」の4つのステージにおけるベンチャー企業の状況を示したうえで、資金調達の現状を述べた。最後に、第4章では第2、3章で触れられた中小企業・ベンチャー企業における資金調達の課題を整理し、それぞれの方策の提言を行った。

本稿では、3つの方策を提案したが、課題も残る。非上場企業は、数も多く、事業の種類
10 類もバラエティに富んでいるため、それらに一貫して対応できる方策はないと考える。つまり、それぞれの企業にとってベストな資金調達手段が選択できるような環境を作り出すことが重要となってくる。近年、Fintechを活用した資金調達が普及している中で、経営者の意識の差により、選択できる資金調達手段が変わってくることも課題となってくる。新しい資金調達手段は、利用する企業が増えるほど利用価値が底上げされ、周知されてい
15 く。また、周知されていくことが新しい手段に、消極的な経営者に対して利用を促すための、最も有効なプロセスとなっていくと考えられる。

20

25

30

参考文献

【書籍】

- ・佐々木敦也 (2016) 『ザ・クラウドファンディング』 金融財政事情研究会
- 5 ・相馬一転 (2016) 『中小企業金融としての ABL－課題と対策－』 日本経済評論社
- ・中島真志 (2015) 『入門 企業金融論』 東洋経済新報社
- ・ヘンリーチェスブロウ (2004)
『OPEN INNOVATION－ハーバード流イノベーション戦略のすべて－』 産業能率大学出版部
- ・松田修一 (2014) 『ベンチャー企業』 日本経済新聞出版社
- 10 ・薮下史郎・武士俣友生 (2002) 『中小企業金融入門』 東洋経済新報社
- ・薮下史郎・武士俣友生 (2006) 『中小企業金融入門 (第2版)』 東洋経済新報社

【資料集】

- ・一般財団法人ベンチャープライスセンター (2017) 「ベンチャー企業白書 2017」
- 15 ・一般財団法人ベンチャープライスセンター (2018) 「ベンチャー企業白書 2018」
- ・中小企業庁 (2011) 「中小企業白書 (2011 年度版)」
- ・中小企業庁 (2016) 「中小企業白書 (2016 年度版)」
- ・中小企業庁 (2018) 「中小企業白書 (2018 年度版)」
- ・中小企業庁 (2019) 「中小企業白書 (2019 年度版)」
- 20 ・日本政策金融公庫「小企業読本」

【インターネットの論文・記事】

- ・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>〉
- 25 2019 年 10 月 14 日最終アクセス
- ・日経テレコン「地銀・様子見、指示待ちは問題」
〈<https://t21.nikkei.co.jp/g3/CMNDF11.do>〉
- 2019 年 10 月 14 日最終アクセス
- ・金融庁「地域密着型金融」
- 30 〈<https://www.fsa.go.jp/policy/chusho/index.html>〉

2019年10月14日最終アクセス

- ・大和総研「資本市場調査部奥谷貴彦ベンチャー企業の資金調達」

〈<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12030201capital-mkt.pdf>〉 2019年9月10日最終アクセス

5

- ・日本総研「いま必要とされる CVC への取り組み既存企業とベンチャー企業の連携推進にむけて」〈<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7667.pdf>〉

2019年9月10日最終アクセス

- ・「エンジェル投資家とは？エンジェル投資家の探し方・VCとの違い」

10 〈<https://mayonez.jp/topic/2480>〉 2019年9月10日最終アクセス

- ・「ベンチャーキャピタルとは？資金調達のメリット」

〈<https://kigyotv.jp/news/special83/>〉 2019年9月10日最終アクセス

- ・「Harvard Business Review 入門コーポレート・ベンチャー・キャピタル（CVC）」

【第1回】樋原 伸彦 〈<https://www.dhbr.net/articles/-/2821>〉

15 2019年9月10日最終アクセス

- ・株主総会あり方検討会

「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会 報告書(別冊)」

〈https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokutekiseicho/pdf/report01_02_00.pdf〉 2019年9月10日最終アクセス

20 ・中小機構「日本を支える中小企業」

〈<https://www.smri.go.jp/recruit/environment.html>〉

2019年9月10日最終アクセス