

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」



立教大学 池田ゼミナール 福寄班

目次

はじめに	エラー! ブックマークが定義されていません。
第 1 章 中小企業の資金調達の現状と課題	3
第 1 節 中小企業の位置づけと役割	3
1. 中小企業の定義	3
2. 中小企業の位置づけ	3
第 2 節 非上場中小企業の規模・性質に応じた資金調達手段	4
1. 上場企業と非上場企業の資金調達の違い	4
2. 中小企業の資金調達の課題	6
第 3 節 証券市場との関係	9
第 2 章 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題	9
第 1 節 ベンチャー企業の資金調達の現状	9
アーリー期	9
シード期	13
エクспанション期	14
レイター期	15
第 2 節 ベンチャー企業の資金調達の課題	15
第 3 章 公的金融・公的支援のあり方の現状と課題	21
第 1 節 公的金融の現状	21
第 2 節 今後の公的金融の課題	27
第 4 章 非上場企業の資金調達環境の更なる改善に向けて	28
第 1 節 中小企業の資金調達の改善に向けて	28
第 2 節 ベンチャー企業の資金調達の改善	30
終わりに	
参考文献	35

はじめに

1990年代のバブル崩壊から、さらにサブプライムローン問題をきっかけに世界金融危機が発生し、それによって起きた世界同時不況の2つにより、日本は「失われた20年」という長期の経済停滞に陥った。しかしマイナス金利政策をはじめとするアベノミクスや、2020年の東京オリンピックに向けたインフラ整備の需要や外国人観光客の増加により、近年、日本経済は緩やかな回復傾向にある。そこで、これからさらに日本が経済成長を行うために必要なのは、日本の全企業の99.7%をも占め、常時雇用者の69.4%が働く中小企業や成長性のあるベンチャー企業のさらなる発展である。

10 中小企業は地域の伝統や生活に関係する産業にもかかわる企業も多く、地域の文化や生活や伝統の継承にも貢献している。また、地域に根差している事業を営んでいる企業は、地域社会や地域コミュニティを意識し地域活動に積極的な企業も多い。そのため中小企業が地域経済に与える経済的、社会的、文化的影響は大きい。

15 また、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、既存企業と比べて大きなリスクをもって事業に挑戦することから、既存企業には生み出せ得ない技術・ビジネスモデルの大きな変化・革新を生み出す可能性を持っている。さらに、新しい技術や新しいビジネスモデルに基づくベンチャー企業は新しいマーケットを創出することによって新産業の創出や産業活性化、雇用の
20 拡大、ひいては日本経済の成長、活性化にも大きく寄与することが期待されている。

しかしながら、日本経済や地域経済にとって重要な役割を担っている中小企業やベンチャー企業もさまざまな問題を抱えている。その中で最も大きな課題は中小企業・ベンチャー企業の「資金調達」である。事業を行う際に運用資金
25 や設備資金を調達せずには新しい事業やサービスを世に送り出すことはできない。しかし、中小企業・ベンチャー企業は大企業に比べ、経済の規模性、担保の問題、情報の非対称性により信用力が低い事や実績が乏しく将来性が不明確なため、「資金調達」が困難となることがある。そのため、十分な資金調達が行えず成長ができない中小企業やベンチャー企業は数多く存在する。

30 本稿では、第1章、第2章で中小企業・ベンチャー企業のそれぞれの資金調

達の現状・課題、第3章で公的支援の現状・課題について触れ、最後に中小企業・ベンチャー企業の資金調達の実現に向けての提言を述べることにしたい。この提言の実現により、それぞれの企業の成長や日本経済の成長が見込まれることを期待したい。

5

第1章 中小企業の資金調達の現状と課題

中小企業は地域経済の活性化を通して日本経済の持続的な成長をもたらす。中小企業は日本経済の持続的な成長・発展のために必要不可欠な存在である。

10 これらを踏まえ本章では、中小企業・ベンチャー企業それぞれの定義や役割、各企業が直面している現状を確認する。

第1節 中小企業の位置づけと役割

1. 中小企業の定義

15 中小企業は、中小企業基本法によって下の図1のように定義される。

図表 1

業種分類	資本金または出資金総額	常用従業員数
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	5000万円以下	50人以下
サービス業	5000万円以下	100人以下

出所) 中小企業庁「中小企業・小規模企業者の定義」より作成

20

2. 中小企業の位置づけ

中小企業は、日本経済に大きな影響を与えている。中小企業数は、日本の企業数の99.7%を占め、中小企業の従業者数は日本の雇用の約7割を占めている。その中小企業は日本経済を支えていると言える。

日本の経済社会の再生を図る上で、地域の活性化は不可欠であり、地域における雇用の創出、競争力の向上、地域経済の循環性の向上が重要な課題となっている。また、日本の人口が減少傾向にある中で、持続的な経済成長を実現するには、女性の潜在労働力を引き出すための場を創出することが重要である。

- 5 中小企業・小規模事業者は、地域経済において重要な役割を担っている。

第2節 非上場中小企業の規模・性質に応じた資金調達手段

1. 上場企業と非上場企業の資金調達の違い

まず、上場企業と非上場企業の資金調達の違いについて、株式の面で見ると、

- 10 その違いは図表2のようになる。

図表2

	上場企業	非上場企業
主な株式調達手段	公募増資、第三者割当増資	第三者割当増資
主な投資家層	公募増資では金額ベースでリテール投資家が8～9割、機関投資家が1～2割程度	VCを始めとした機関投資家が主
課題	—	最大の資金供給主体である個人投資家が第三者割当増資にほぼ参加しておらず、公募増資に至ってはほとんど実施されていない

上の図のように、たとえ非上場企業であっても（未公開）株式による資金調達は可能であるが、この章で取り上げる中小企業にとっては現実的ではない。むしろ、後述するベンチャー企業にとって、第三者割当増資という形で（未公開）株式による資金調達は有力な手段となっている。

- 15

これは、直接金融・間接金融という区別から見れば、いわゆる中小企業の資金調達手段としては、銀行などの金融仲介期間を通じて資金を調達する間接金融が圧倒的な役割を占めており、資本市場を通じて資本供給者から直に資金を調達する直接金融は、文字通り、新興企業向け株式市場を通じて、ベンチャー企業
5 企業が株式上場（IPO）を目指すものである。

以上のように、この章で取り上げる中小企業の資金調達の中核は間接金融、端的には銀行からの融資というものであるが、それについても、近年、中小企業の資金調達を円滑化する観点から、不動産担保や個人補償に過度に依存した従来型銀行融資ではない事業性評価融資が求められている。以下では、これに
10 関するいくつかの重要な項目について述べておく。

・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）とは、財務諸表などの定量情報に基づき、一時的かつこの取引の採算性を重視して融資する手法のことである。トラバンで収集される情報は、基本的に定量情報に限られるため、コストを抑えることができる。また、審査の自動化が可能であり貸出実施までスピーディな対応が可能となること、リスク分散のために個別の貸出金額に上限が定められていることなどが特徴としてあげられる。中小企業への融資は、大企業とは違い融資審査に時間とコストをかけても投資に見合う成果を得にくい。
15 そのため、審査の標準化・迅速化 を目的として利用されている。これにより、企業の資金需要に迅速に対応できるようになったため、借り手の利便性が格段に改善した。

・リレーションシップ・バンキング

金融庁が 2003 年中小企業金融再生に向けた取り組みと、各金融機関の健全性や収益性の確保による中小企業金融の再生と持続性を目的とした「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」を策定した。リレーションシップ・バンキング（以下リレバン）とは、中小企業金融の円滑化や、金融機関の経営力強化を目的に導入された融資方法である。中小企業
25 30 業の事業に関して情報の非対称性が大きいいため、特に中小企業向け貸出に関し

てリレバンは重要な役割を果たす。リレバンを行う金融機関には、定量的な財務指標評価だけでなく、定性的な評価が求められている。

中小企業では人材や経営資源が不足しており、信頼性の高い客観的な計算書等を定期的に作成することが難しく、定量情報による融資判断には限界がある。

- 5 そこで、金融機関が企業との間で 長期的に継続する親密な関係に基づき、企業 に関する 経営能力や事業の成長性など定性的な情報を蓄積する。この蓄積された情報を活用することにより、企業の信用リスクや経営状況が把握できる。それにより、迅速な資金供給や早期の経営指導の実施等といった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である。つまり、銀行が借手の審査を行う場合、新規の企業を審査する場合に比べ、長期継続的な取引先の審査の方がより正確な審査が可能となるのである。
- 10

- 加えて、企業は親密な信頼関係を有する金融機関に対して一般に開示したくない情報についても提供しやすくなり、情報の非対称性の緩和につながる。そして、貸出の際の審査コスト軽減や情報の非対称性の改善により、円滑な資金供給がなされる。
- 15

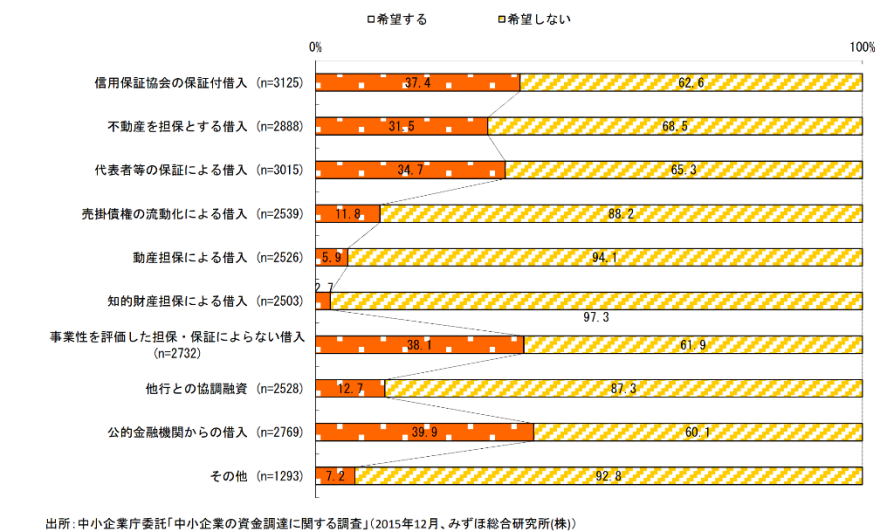
- 中小企業の業績を立て直す上で金融機関の果たす役割は大きい。ため、リレーションシップの構築は中小企業にとってメリットをもたらす。また、中小企業だけでなく、金融機関の自主的なリレバンは、金融機関にとっても企業価値を向上させることにつながる。
- 20

2. 中小企業の資金調達の課題

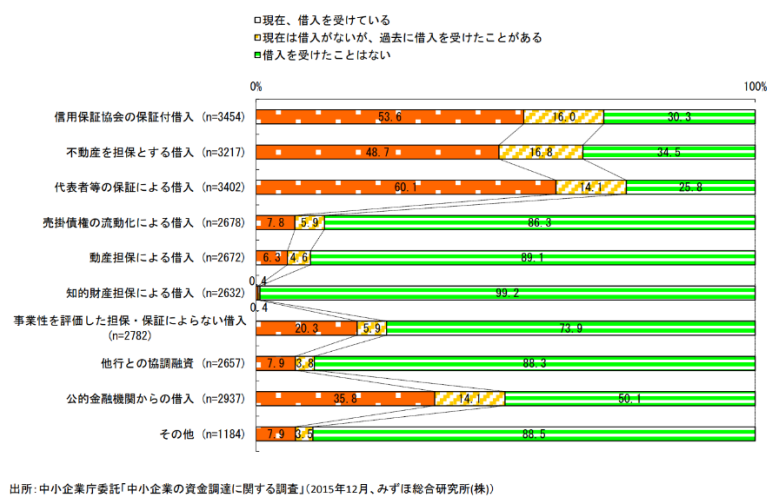
- 中小企業の資金調達の課題として大きく2点を挙げる。まず1つ目は資金調達に際し、担保や保証による融資形態に過度に依存しすぎているという点である。これは企業側のみならず金融機関に対しても責任が十分にあると考えられる。つまり、経営内容や事業の成長性を踏まえた融資が十分に行われておらず、担保や保証に過度に依存しているといことは、言い換えれば、融資後には、その融資先のモニタリングすることにより、経営指導、経営支援を行うといった対応が十分になされていないのではないかという危惧が考えられる。
- 25

30

図表 3 中小企業が希望する借入手法



5 図表 4 実際の資金調達方法



出所) 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)

10 上記の図表 3, 4 は、みずほ総合研究所による調査であり、現在の資金調達の現状である。これを踏まえた上で、本節では、中小企業の資金調達における課題を主に 2 点述べる。それは、「金融機関の目利き力が不足しているこ

と」と「 ABL が融資手段として定着していないこと」である。

まず「金融機関の目利き力が不足していること」についてである。事業性評価融資を行うためには、金融機関の目利き力が必要である。金融機関の目利き力不足には、①定量情報だけでなく定性情報を評価できる行員が不足しているという人材の問題と、②定性評価を行うためのコストや時間が不足しているという金融機関自体の問題が挙げられる。

①については、行員の目利き能力低下の背景には、以下に示す銀行の融資構造の変化が存在する。かつて、手形や当座貸越による短期継続融資が中小企業を中心に運転資金の手当てに用いられていた。株式を公開しない中小企業にとって短期継続融資は、実質的に元本を返済しない疑似資本であり、資金繰りと経営安定のベースとして、中小企業が成長する上で非常に重要な役割を果たす資金であった。しかし、バブル崩壊後、大量の不良債権処理の過程で短期継続融資は姿を消し、信用保証付長期運転資金が増加した。これにより金融機関は長期間モニタリングを行わなくなり、顧客企業の経営把握のノウハウは失われ、定性情報を評価する能力が欠如したのである。

②については、中小企業金融は性質上、貸出利率が低いため、借り手企業の詳細で正確な情報を入手するための審査や、貸出後のモニタリングに係るコストと時間を賄うことが困難な状況にある。これが原因となり貸し手と借り手の間に情報の非対称性が生じることで、逆選択や モラルハザードなどの弊害が生じる。中小企業金融においては、こうした情報の非対称性により大企業に比べ、借り入れが条件面で厳しいものとなるため、資金調達が円滑でない傾向にある。

よって今後、事業性評価を用いた融資を拡大していくためには、金融機関の目利き不足を 2 つの側面から解決していくことが必要である。

次に「ABL が融資手段として定着していないこと」についてである。金融機関は企業が債務不履行になった場合のリスクヘッジとして、伝統的に不動産担保を重視していた。しかし多くの企業・金融機関が、今後は不動産担保ではない事業性を加味した融資を望んでいる。そこで ABL が重要となる。

先ほど述べた通り、ABL は従来担保にならなかった動産を担保に、担保管理業務を通じて、金融機関が企業活動に深く入り込み、その実態を把握する

ことが可能となる融資手法である。担保管理業務を通じて、企業と金融機関の関係を強化し、両者のリレーションを構築することで、事業性評価を行うことが可能となるのである。しかし課題も存在している。

5 第3節 証券市場との関係

証券市場は、有価証券の発行が行われる発行市場と、それらの売買が行われる流通市場からなる。企業が資金調達のために有価証券を発行し、投資家がそれを取得する市場を発行市場と呼び、発行済有価証券の取引が投資家間で行われる市場を流通市場と呼ぶ。ここでは主にアメリカと日本の未上場株式市場に関して説明する。

証券市場が活発な米国では、未公開株式の取引の場として歴史がある OTC 市場、そしてその外側で未公開株式取引プラットフォームが補完する構造となっている。米国ではベンチャー企業や中小企業が自らの成長段階等に応じ、多様で多層的な株式取引の場を選択することで、円滑な資金調達が可能となっている。つまり、情報開示や内部統制といった規制コストを負担して株式を公開するか、流通範囲は限定的であるが規制コストを軽減するかを選択することができる。このように、発達した資本市場が米国経済の活性化や高度化につながっている。

20 第2章 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題

本章では、まずベンチャー企業の資金調達の現状について、ベンチャー企業の成長段階、すなわち、アーリー期、シード期、エクспанション期、レイト期という4つの期間に沿って、論じていく。

25 第1節 ベンチャー企業の資金調達の現状

アーリー期

いわゆる「準備」の段階がここにあたる。コンセプトやビジネスモデルはあるのだけれど、具体的な製品（プロダクト）やサービスに落とし込めていないという段階である。事業計画書は作ってあるが、まだ会社という法人にしてい

ないところや、試作品（プロトタイプ）や見本のレベルまでに到達していない

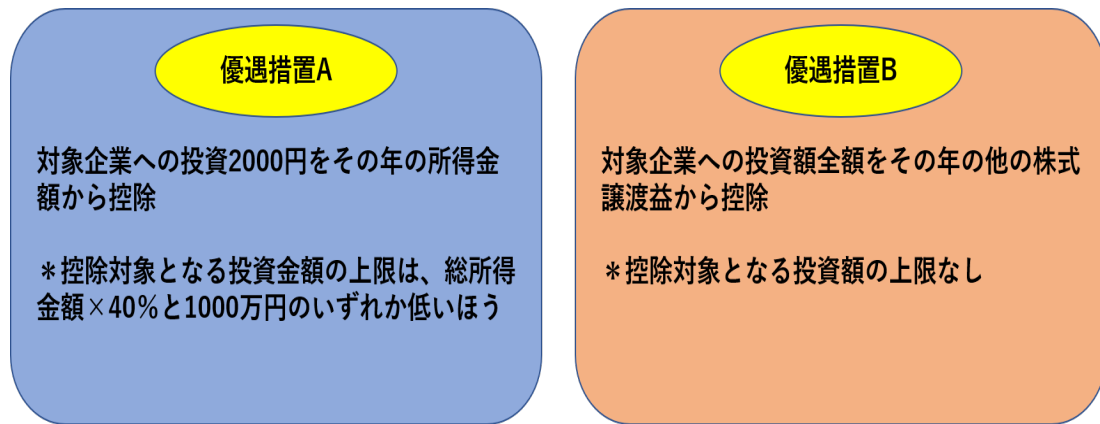
ところである。そのため、資金需要はそれほどない。けれども、人件費やマーケットの調査費用、法人設立の登記費用など、資金が必要になる場合は色々ある。この段階は、「ビジネスが具体的に進められるのか?」、「ゴールするまでの計画は完璧なのか?」を試行錯誤して進めていく必要がある段階である。

- 5 この時期は、以下で説明するエンジェル投資やクラウドファンディングなどが主な資金調達的手段として用いられている。

エンジェル投資について

- 10 エンジェル（ビジネスエンジェル）は、創業間もない企業に対し資金を供給する富裕な個人のことである。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。エンジェルから出資を受けることは、金融機関などから信用を得るのが難しいこの時期のベンチャー企業にとって大きなメリットとなる。また、エンジェル投資はベンチャーキャピタルと同じく直接金融の
- 15 ひとつであるが、非公式的投資家とも呼ばれ、多くの場合は血縁関係以外の富裕な個人投資家によるものである。ビジネスエンジェルは創業しようとする潜在的起業家や、創業して間もない企業家に対して投資を行うことが多い。自らの経験を活かした助言や経営支援なども積極的に行う。ビジネスエンジェルには、いろいろなタイプが存在しており、経営への関与も様々である。出資家は
- 20 出資する代わりに支援した企業の株を保有する。企業がもし成功を収めたら大きな利益を得られることになる。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上で行わなければならない。日本国内でも、エンジェル投資を増やそうとエンジェル投資を行う個人投資家に対して、税制上の優遇措置を与える制度である「エンジェル税制」を
- 25 1997年に創設し、のち2008年にエンジェル税制の緩和が行われた。図8の通り、エンジェル税制の優遇措置には2種類あり、ベンチャー企業に投資を行った個人投資家はどちらかの措置を選ぶことができる。

図 8 エンジェル税制の優遇条件



5

出典、経済産業省「エンジェル税制の財政条件」より筆者作成

クラウドファンディングについて

クラウドファンディングとは、不特定多数の人が通常インターネット経由で他の人々や組織に財源の提供や協力などを行うことを指す、群衆（crowd）と資金調達（funding）を組み合わせた造語である。ソーシャルファンディングとも呼ばれる。クラウドファンディングは、大きく 3 つの種類に分類される。1 つ目はリターンを一切出資者に求めない募金型と出資者が求めない寄付型である。2 つ目は出資者が金銭的なリターンを求める金融型。3 つ目は出資者が金融ではなく物品や商品の権利を購入することのできる購入型の 3 種類である。日本
10
15
の場合、金融商品取引法との兼ね合いで購入型のクラウドファンディングが主流である。

少人数私募債について

アーリー期のその他の資金調達手段として、少人数私募債が挙げられる。少人数私募債とは、引き受け可能な投資家を 50 人未満とし、社債の募集金額を 1 億円未満としたものである。一般的に少人数の故縁者や取引先を対象として発行している。少人数私募債を利用するためには以下の要件を満たす必要があ
20

る。

図 9 少人数私募債に該当するための要件

①	株式会社が発行
②	50 名未満の縁故者（社長、社長の親族、社員、得意先など）のみを対象に引き受けを募集（銀行、証券会社への発行は不可）
③	転売制限を付けること。具体的には、社債権者数が増えないよう、転売は一括譲渡（例えば社債を 5 口まとめて売却すること）のみとする。
④	社債口数(社債の発行総額÷社債の一口額面)が 50 未満

5

出典、週刊 T&A master 「“少人数私募債”のメリットと節税リスク」より

資金を集める側のメリットとしては、まず、手軽であることが挙げられる。具体的には、有価証券届出などの提出や社債管理者の設置が不要であること、

10 取締役会の承認のみにより発行が可能であることがある。一方で資金を提供する側のメリットとして総合課税と源泉所得税の税率の差を利用した節税メリットが挙げられる。社長が会社へ貸付け、その利子を得た場合、一般的には、当該利子は雑所得として総合課税の対象となる。例えば、会社が少人数私募債を発行、社長がこれを購入し社債利子を受け取った場合、現行税法上では、当該

15 社債利子は総合課税対象にはならず、源泉分離課税(所得税 15%+住民税 5%)が適用されるため、総合課税税率の方が高ければ、その差分節税することが可能である。このような節税メリットから社長からの借入れに少人数私募債を導入する会社が増えている。さらに償還期限を長く設定することにより節税メリットを長期に渡り享受できる。これは少人数私募債の償還期限は取締役会で

20 自由に設定可能であるからである。このように、社長が多額の社債を購入する資金力を持っていれば節税メリットを大きく享受することができるが、これに

対して、あまり資金力のない場合は得られる節税メリットは小さく、少人数私募債発行のメリットはあまりないという意見もある。他方で、デメリットとしては、償還期限を長く設定することによる投資家の「ひとたび社債を購入すると、償還期限までは資金を返してもらえないのでは」という懸念が挙げられる。

シード期

会社設立後、立ち上げた事業が軌道に乗るまでが、この設立から5年程度の時期である。当然のことながら、会社としては赤字である。けれども、通常の事業活動を進めていく上で、必要となる運転資金や設備投資の資金が当然として必要になる。特許権などの知的財産を活用する、研究開発型（大学発ベンチャーなど）のベンチャー企業としては、それらの取得費用も必要となる。また、他社のそのような知的財産権を使用する場合、そのライセンスの使用料も必要となる。さらに、プロモーションなどが必要となる場合は、販売促進費（販促費）も必要になる。

この時期、資金を提供してくれる者としては、通常、経営者自らが拠出するか、その兄弟・家族・友人などである。いわゆる「スイートマネー」といわれるものがこれにあたる。けれども、キャッシュフローがこの時期はマイナスなため、追加で出資を実施するか、融資を受ける必要がある。日本政策金融公庫など公的に近い金融機関でならば、融資に応じてくれることもありえるであろう。しかしながら、会社の事業リスクがとて大きいとため、「出資」という形で資金提供が中心となる。また、ビジネスプラン自体が良ければ、後のエクспанション期の資金調達にあたる、エンジェル投資家と呼ばれる個人投資家や、ベンチャーキャピタル（VC）が出資してくれることもある。

スイートマネーについて

スイートマネーは創業者自身・家族・友人の出資による資金の事である。中にはスイートマネーだけで成長する企業はあるが、規模に限界があるという特徴がある。

エクспанション期

この時期の特徴として、

- ・ サービス・製品にユーザーがある程度いる
- ・ 収益モデルの仮説が検証され始めている
- 5 ・ そこそこの人数のチームがある

といった点が挙げられる。

売上げがメキメキと成長し、事業が軌道に乗り始める時期である。単年度損益も黒字となり、損益分岐点を超える。その一方で、さらに売上高を上げ、事業を回していくため、採用増に伴う運転資金の増加や、オフィスフロアの拡充
10 や会社の仕組み化をしていくための設備投資が必要となる。そのため、資金需要としてはとても高くなる。この段階でも、場合によりキャッシュフローは赤字なことがある。けれども、日本政策金融公庫など以外の、民間銀行などの金融機関からは、前段階より、比較的融資を受けやすくなっている。資本政策として、このような融資と出資とを組み合わせ、資金需要に応えるところが多いであろう。少人数私募債やストックオプションなどを活用する場合もある。

主たる出資の引受先は、ベンチャー・キャピタル（VC）だ。この段階になると、ベンチャー・キャピタル（VC）も比較的出資しやすくなっている段階である。けれども、創業者の持ち株比率の低下や、決議権ベースでの希薄化などの
20 影響を考慮しておく必要がある。このような場合、議決権制限株式など種類株式を発行するという場合もある。ベンチャー・キャピタル（VC）からこのような資金を入れた企業は、第 1 章で言及した株式上場（IPO）を強く意識しての資本政策を進めていく必要がある。近年では、東京証券取引所マザーズに、ある意味チャレンジ枠として、この段階で株式上場（IPO）をする企業もある。

25

ベンチャーキャピタルについて

ベンチャーキャピタルとは、融資や助成金のように「借りる」「もらう」とは異なる「投資」という形でベンチャー企業の成長を後押しする投資機関のことを指す。これらは直接金融に分類され、事業の成長可能性が認められれば、担保や返済義務のない形で潤沢な資金調達が可能となるという意味では、こうし
30

た投資はベンチャー企業にとって大きなメリットと言える。ベンチャーキャピタルは、ベンチャー企業に公式的に投資を行う企業であり、すでに事業を開始しており、飛躍的な成長の可能性のある企業に対して投資を行うことが多い。そして最終的には株式市場にベンチャー企業の株式を公開し、株式市場を通じてベンチャーキャピタルはその投資の利益の実現を図ることになる。

レイター期

ベンチャー企業の最終段階ともいえるこの時期の特徴としては、

- ・勝利の方程式が見えてきた

- ・組織が確立してきている

といった点が挙げられる。

この段階になるとキャッシュフローも黒字になり、累積損失も解消されている。また、銀行など金融機関の融資条件も、これまでのステージと比較して、かなり有利な条件になっている。非公開会社の選択をしている企業では、これら金融機関からの融資が、資金調達のメインの方法になる。さらに、銀行などの金融機関から、通常に借入れをする方法の他に、「シンジケートローン」と呼ばれる、アレンジャーとして特定の金融機関を指定し、複数の金融機関より資金調達を全てまとめて実施する方法や、「ストラクチャードファイナンス」と呼ばれる不動産や債権を流動化する方法などが行われることもある。

出資の面では、この段階でコーポレート・ベンチャー・キャピタル（CVC）やベンチャー・キャピタル（VC）の出資を受ける場合もある。しかし、一般的には第三者割当増資を重要取引先や取引のある金融機関に対して行うこともある。株式上場（IPO）を前提とした、株主を安定化させるために行う場合が多いと思われる。また、この段階で株式上場（IPO）を行うこともある。

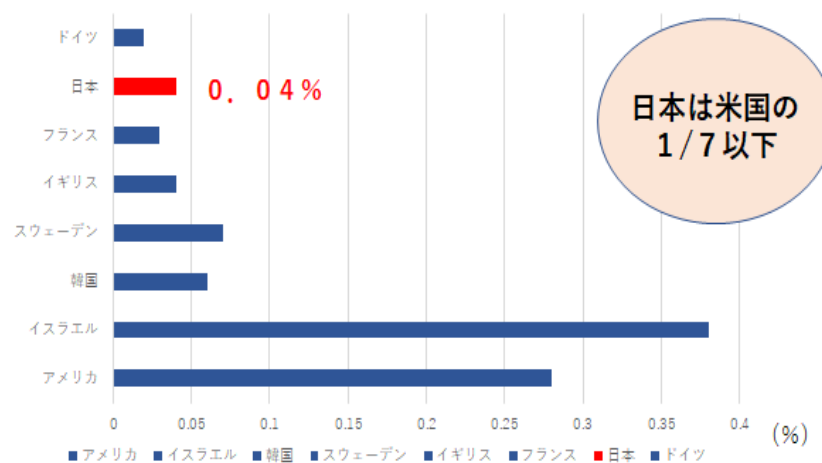
第2節 ベンチャー企業の資金調達の課題

ベンチャー企業の資金調達の課題としては、上述した様に段階によって変わってくるのだが、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時期に信用が得られていないため、銀行などの金融機関などから思うように融

資を受けられない現状がある。また、図 10 のようにベンチャー企業の創出にあたり、日本の VC 投資額の対 GDP 比率は米国の 1/7 以下であり、主たる資金調達手段であるベンチャーキャピタル (VC) からのリスクマネー供給増加の必要性が謳われている。

5

図 10 VC 投資額の対 GDP 比率



出典、ベンチャーチャレンジ 2020 より引用

10

ベンチャーキャピタルによる投資額が少ない要因は 2 つ挙げられる。1 つ目は、個々の投資額が少ないことである。主にベンチャーキャピタルを行っている主体が事業会社や独立系ではなく、金融機関の系列会社であることがその結果に繋がっていると考えられる。日本には約 140 のベンチャーキャピタルがあるとされるが、そのうちの約 60%が金融機関系によるものであり、独立系は 10%前後である。それに対し、ベンチャー産業が盛んなアメリカにおいては、独立系ベンチャーキャピタルが 80%以上を占め、金融機関系によるものは 10%に満たない。ここに見られる構成比の差が、日本とアメリカのベンチャー産業の大きな相違であることは明らかである。この金融機関系ベンチャーキャピタルには、親会社つまり金融機関からの影響を受けやすく、出向による専門的人材の異動や、投資指針の誘導などが生じてしまう。そういった傾向がみられる

15

20

と、ベンチャーキャピタルといえどもハイリスク・ハイリターンを求めず、消極的な投資を行うことになるのだ。したがって、ベンチャーキャピタルの本質とも言えるアグレッシブな投資形態という機能を失った金融機関系列ベンチャーキャピタルが多くを占める我が国において、ベンチャーキャピタル投資額は少なくなってしまうのである。

2 つ目は、ベンチャーキャピタル投資件数の少なさである。その起因は、厳格なファンドの認定規模要件により、企業のベンチャー投資促進税制が十分に機能していなかったことだと考えられる。企業のベンチャー投資促進税制とは、認定ベンチャーファンドを通じてベンチャー企業へ出資した企業に対して、出資額の一定割合を上限に損失準備金を積み立て、損金算入することを可能とするものである。ベンチャーキャピタル投資の乏しい我が国の現状を打開し、ベンチャーキャピタル投資の増加を図るための方策として打たれたこの税制であったが、もちろん条件を満たして対象企業とならなければ適用されない。平成 28 年度までは「投資家からファンドへ出資される金額の合計(出資約束金額)が、20 億円以上」という要件が組み込まれていて、東京都を除く全国の平均値を大きく上回る非常に厳しいものだった。平成 28 年度以前に、実際に認定されたファンド数が計 9 件であったことから、その要件の厳しさが理解できる。そのうち NAIC ベンチャー投資促進税制投資事業有限責任組合、マルタスインベストメント 1 号投資事業有限責任組合、みやこ京大イノベーション P 投資事業有限責任組合の 3 つは 28 年度末に認定され、公表は平成 29 年 4 月 28 日であった。平成 28 年度時点では、出資約束金額が 20 億円以上という要件ではベンチャーキャピタル件数の増加は見込めないと考えられた。しかし、平成 29 年度の法人税に関わる税制改正によって、以下の要件が見直された。

- ・「ファンドの認定期間を 1 年延長する(平成 30 年 3 月 31 日まで)。」
- ・「ファンドが投資家から受ける出資総額を、改正前のおおむね 20 億円以上から 10 億円以上へ引き下げる。」

これらの要件緩和によって、税制の対象となり得る幅が広がり、ベンチャーキャピタルによる資金調達の拡大へとつながる可能性もあるのではないだろうか。

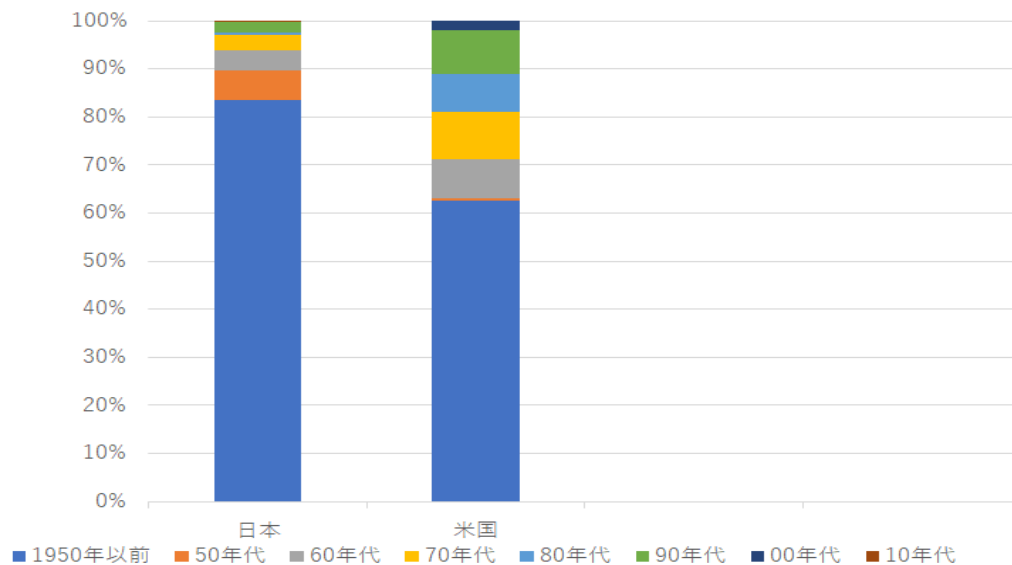
さらに、ファンドの認定要件に以下が追加された。

- ・「ファンドの総投資額の 50%以上が地方(東京都以外)を所在地とする新事業
5 開拓事業者に対するものであり、そのうち 50%以上が事業拡張期の地方を所
在 在 地 と す る 新 事 業 開 拓 事 業 者 に 対 す る も の で あ る こ と」
 - ・「ファンドの無限責任組合員が地方で活動する新事業開拓事業者に対する投
資実績並びに地方で活動する投資先企業に対して経営又は技術の指導等(ハン
ズオン支援)を行うために必要な知識及び経験を有していること」
- 10 投資額の半分以上を地方のベンチャー企業へ出資することを促すことで、都内
のみに偏らず、地方のベンチャー産業活性化を期待できるかもしれない。

- また、図 11 のように日米の時価総額上位 100 社の創業時期をみると、日本
では 8 割が 1950 年以前に創業されている。一方、米国では社齢の若い企業も
15 時価総額上位に位置しているほか、1960 年以降の各年代に創業した企業の割合
が日本を上回る。例えば Facebook、google、Amazon などが時価総額 10 位以
内に位置し、創業から 10~20 年程度と短期間で、高い時価総額を持つ企業へと
急速に発展している。また、近年においても「ユニコーン」と呼ばれる企業価
値 10 億ドル以上の未公開企業が続々と登場し、短期間で高い企業価値を持つ
20 会社に成長している。日本では十分に成長する前に上場することなど日米の資
金調達慣行の違いはあるが、日本にはユニコーン企業はほとんど存在せず、日
本の企業環境は課題を抱えていると思われる。

25

- 30 図 11、時価総額上位 100 社 創業年の日米比較



出典、DBJ「近年の日米ベンチャー企業から見える日本の企業活性化に向けた課題」より引用

- 5 それに加えて、日本の起業の現状として、開業・廃業率の低さは、生産性の高い企業が参入し、低い企業が退出する活発な競争が行われていないことを示すと考えられる。開業率・廃業率をみるにはいくつかの手法があるが、代表的な統計の一つが厚生労働省の「雇用保険事業年報」である。開業率・廃業は5%前後と、米国と比べると低位で推移している。開業率は2010年代に入りやや
- 10 上昇しているが、景気の持ち直しが影響していると考えられ、政府が目標とする10%台の開業率・廃業率には依然として距離がある。

- ただし、この統計は雇用保険が新規に開業・廃業した事業を対象とし、支店や工場の開設などを含むあらゆるタイプの事業所新設を取り上げるため、すべてがVCの投資を受け、急成長を目指す企業ではない。そこで日本のVC等による年間投資先件数をみると、2008年のリーマンショックにより落ち込み、その後底打ち傾向はみられるものの、リーマンショック前の水準には復していない。また、VC等のExit手段としてはIPOやM&Aがあるが、IPOの件数についても、リーマンショック後の落ち込みから回復しているものの、2000年代前半と比べて低い水準にとどまっている。M&Aの件数もここ最近は増加してき
- 15
- 20 ているが、年間数十社にとどまる。日本でのベンチャーのM&Aの拡大を制約

している要因としては、買い手側の大企業での投資判断が慎重であり、ベンチャー企業の潜在的な価値を高く評価し、思い切った価格で買収するような意思決定を迅速に下していくのは難しいという点なども指摘されている。

- 5 さらに、エンジェル投資の場合、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 12 であり、アメリカと比較しても投資額、投資件数、投資家
人口などの規模が非常に小さいことがわかる。日本の投資額 9.9 億円に対して、
アメリカでは約 2.3 兆円であり、投資件数に関しては 45 件に対して 67,000
件である。集計年度の相違を無視して考えれば、アメリカの投資額は日本の約
10 2300 倍、投資件数は約 1500 倍、そして投資家数は 300 倍以上ということに
なる。実際の数値からみること、日本におけるエンジェル投資規模は、まだ
まだ世界水準を大きく下回っているという現状が示される。

図 12 エンジェル投資の日米比較

	日本	アメリカ (2012)
投資額	約 9.9 億円 (2011)	約 2.3 兆円
年間投資額/件	約 100～300 万円	約 5000 万円
投資件数	45 件 (2011)	67000 件
VC 投資額	約 1240 億円	約 2.5 兆円
エンジェル投資件数	834 人 (2010)	268000 人

- 15 出典、エンジェル投資 日米比較 第二回経済財政諮問会議(平成 26 年度)より
筆者作成

- 20 このようなエンジェル投資における課題は、前述したエンジェル税制が十分に
機能していないことだと考えられる。その要因としては、エンジェル税制に
おける優遇措置の対象要件が厳しいことが挙げられる。特に、優遇措置 A にお
いては「創業から 3 年未満の中小企業」であることや、「営業キャッシュフロ

一が赤字」「研究者あるいは新事業活動従事者」の割合など、経過年数に応じて細かな要件が設けられている。

5 第3章 公的金融・公的支援のあり方の現状と課題

第1節 公的金融の現状

公的金融とは、民間金融に対する概念で、公的機関が行う金融活動のことをいう。したがって、公的金融による支援は、市場における金利形成に影響を与えるものであり、国民の負担増加にも繋がる恐れがある事からも、その規模について10 については慎重に検討を行う必要がある。そもそも、公的金融は、情報の非対称性や不完全競争、外部性の存在といった市場の失敗に対応する事が目的である。その正当化のためには、政策目的との関連性が明確である事、必要最低限の規模と手法に限定される事、恣意的な資金配分を行わない事が重要となる。

具体的には、平時における公的金融の役割としては、上記で述べたような市場15 場の失敗への対応や、インフラの海外展開等のような民間では担えないリスクの負担、新たな市場を創出するための呼び水効果などが公的金融の対象として挙げられる。一方、深刻な経済・金融危機や大規模な災害などの危機時には、民間金融が担うことのできないリスクテイクが可能であり、公的金融が果たす役割の重要性は広く認識されている。

20 この公的金融において重要な役割を果たすのが日本政策金融公庫である。日本政策金融公庫は、2008年10月に誕生し、それまで8つの特殊法人が担っていた政策金融が民業補完という役割が明確に位置付けられたきっかけにもなった。①中小零細企業・個人の資金調達支援②国政上重要な海外資源確保、交際競争力確保に不可欠な金融③円借款であり、それ以外からは撤退する、とされ25 これに基づいた業務限定がなされた。

○日本政策金融公庫

政府系金融機関は民業補完を原則に、低利での資金調達、出資、補給金、法人税等の免除を享受しており、これを基にした低利かつ長期資金の供給を行う30 ため多くの中小企業への融資実績を誇る。その代表的なものとして日本政策金

融公庫がある。日本政策金融公庫は、新事業育成、事業再生・事業承継、海外展開など、リスクが高い分野に対して、国の重要な政策に基づいた金融支援を行っているが、中小企業専門の政策金融機関としては、国民生活事業部・農林水産事業部・中小企業事業部があり、民間金融機関を補完しながら、金融を通じて中小企業の成長・発展をサポートし、セーフティネットの機能も果たしている。

日本政策金融公庫の中の国民生活事業部は基本的に誰でも行える小口の融資が中心であり無担保での融資など魅力も大きい。そのため平成 27 年度の融資金額合計は 2 兆 2,990 億円といったように、優れた融資実績を持つ。しかし現在、日本経済は緩やかな回復が見込まれているが、中小企業・小規模企業や農林漁業等の人にとってはその景気回復の実感がわいていない可能性がある。そこで日本政策金融公庫としてはまだ道半ばである東日本大震災や熊本地震復興支援をはじめとするセーフティネットワーク機能を発揮させようとしている。また、地域活性化に貢献する仕組みとして「地方版総合戦略」を策定したすべての地方自治体に同戦略の実施・推進に係る協力の申し出を行い、策定をしているほか全国 152 支店のネットワークを活かし、「創業・新事業支援」・「早期事業再生支援」・「証券化支援」・「経営相談支援」・「人材育成協力」の分野で地域金融機関が行う地域密着型金融の推進を支援している。さらに、東北や九州などの地域と連携した UIJ ターンセミナーを開催するなど地域との連携を強化している。

今現在、中小企業のうち 25.9%が地域経済を振興する活動に取り組んでいる。特に相対的に規模が大きく、業歴が長く、業況が良好な企業、つまり地域における有力中小企業ではその割合が高い。また、商工会・商工会議所などの団体に加入している企業、事業承継の見込みが高く将来にわたって地域経済に関与する企業においても、地域経済振興活動への取り組み割合が高い。また、人口規模が小さく人口減少率が高い市町村、地方圏といった、地域経済振興活動を必要とする地域に立地する企業ほど、取り組み割合が総じて高い。

一方、地域経済振興活動に取り組まない企業では、その理由として「時間の余裕がないから」「経済的に余裕がないから」など、余裕がないことをあげる割合が、主として規模の小さい企業において高い。しかし、活動の成果は立地に

よって有意な差はみられない。むしろ、企業の規模や業況など、活動に取り組む主体の特性によって活動の成果は左右される。また、「明確なビジョン・活動目的の共有」「適格なリーダー」「組織の持つ実行力」が不足していると、活動の成果はあがりにくい状態になっている。

5

日本政策金融公庫の資金融資の基準としては

- ① 自己資金の額
- ② 事業計画書の内容
- ③ 事業主の能力・経歴・人柄

10 ④ 担保

この四つがある。それぞれ具体的に説明すると、

- ① 事業資金の半分が自己資産で賄えるかどうか
- ② 日本政策金融公庫に提出するたった一枚の書類である事業計画書で自分の頭の中にある開業計画を説明し、融資をしてもきちんと返済することができる

15 という信用を与えなければならない

- ③ 面接を行う
 - ④ 担保があれば融資を受けやすい
- ということになる。

また、日本政策金融公庫の1つの勘定となる信用補完制度についてだが、信用補完制度とは、中小企業者等、金融機関、信用保証協会の三者から成り立つ信用保証制度と信用保証協会が日本政策金融公庫に対して再保険を行う信用保険制度の総称である。それぞれの制度について詳しく見ていく。

○信用保証制度

25 中小企業の人が金融機関から事業資金の融資を受けるとき、あるいは資本市場からの事業資金調達を目的として私募債を発行するとき、保証協会が保証人となって借入や発行を容易にし、企業の育成を金融の面から支援する制度である。

30 ○信用保険制度

信用保険制度は保証債務の履行という保証協会のリスクを政府全額出費の日本政策金融公庫の保険によってカバーする制度。

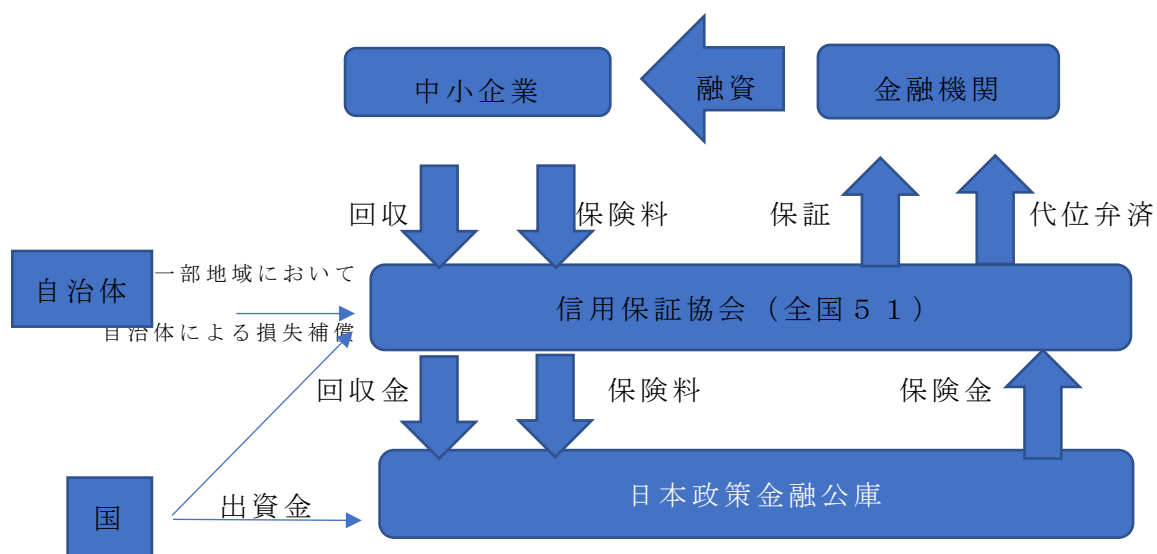
これら 2 つの制度の総称である現在の信用補完制度は、以下の 2 つの保証制度を柱としていて、それぞれで最大 2 億 8 千万円まで保証付き融資を受けられる。

○一般保証

融資額の 80% を信用保証協会が保証し、20% を金融機関が負担する（責任共有制度）。ただし、小規模事業者や創業者等に対する保証は、融資額の 100% を信用保証協会が保証する。

○セーフティネット保証

自然災害時や構造不況業種を対象に、一般保証とは「別枠」で融資額の原則 100% を信用保証協会が保証する。



（中小企業庁 HP「信用補完制度の見直し」より）

上記のように中小企業からの返済が滞った場合に代位弁済し、資金繰りを円滑化するために、信用保証協会は日本政策金融公庫と保険契約を結ぶことにより信用保証リスクのおおむね 8 割をカバーしている。

経済産業省の「信用補完制度のあり方に関する検討小委員会とりまとめ」によると、中小企業の4割が信用保証協会を利用しており、また中小企業向け貸出残高の12%に保証協会の保証が付いている。このように、中小企業の資金調達において保証協会は大きな役割を果たしている。

- 5 しかし、信用補完制度の収支は、この数年大幅な赤字となっている。その要因としては、第一に代位弁済が増加したこと、第二に無担保・第三保証人なしでの保証が増えたため、回収率が低下したこと、第三に収支の悪化に対応して保証料をひきあげることができなくなったことがあげられる。

- 10 代位弁済の増加には、既述の通り、特別保証や景気の後退といった循環的な要因だけではなく、モラルハザードの問題がある。つまり、信用保証協会の保証があれば、金融機関は貸倒れを考慮する必要がなくなるので、質の悪い融資案件ほど信用保証を利用しようとするようになる。特に日本のように全額を保証するのであればなおさらである。

- 15 さらに、先の「とりまとめ」は審査や債務管理を適切に行わないというモラルハザードの存在も指摘している。すなわち、「保証制度にリスクヘッジすることで審査等の事務を簡素化し、融資コストを下げている」のである。これは保証協会の損失を増やすだけでなく、保証協会を利用する必要のない企業にまで信用保証をつけることで、企業の資金調達コストを引き上げることになりかねない。

20

保証付き融資とは

- 信用保証協会の「信用保証」には、中小企業総合事業団の保険が設けられている。利用できる保証の種類は、一般の事業資金を目的とした普通保証のほか、資金使途にそった各種の制度保証がある。金融機関との取引が浅い中小企業・
25 小規模事業者の方が融資を受けようとする、「信用保証協会」の保証を求められることもある。信用保証協会が保証をしている融資は「保証付き融資」と呼ばれている。

- また保証付き融資を利用するには「規模」・「業種」・「区域・業歴」の3つの基準を満たしている必要がある。図14が具体的なものである。ほとんどの商
30 工業の業種が対象となっているが、農林漁業や金融業などの一部の業種は保証

対象外となっている。また、各信用保証協会の管轄区域で事業を営んでいる必要があり、申込先の信用保証協会が管轄する都道府県において事業実態があることが条件となっている。

保証付き融資の現状としては、保証債務残高は、1990年頃から増加のペースを速め、1998年の特別保証導入後に40兆円超まで急増した。その後、2003年頃からはその水準が一度落ち着きを見せるが、2008年の緊急保証開始で再び規模が増加し、2011年度末には34兆円規模となっている。保証利用率は、特別保証制度導入までは5～10%の範囲で推移していたが、その後急増し、2011年度末には15%超に及んでいる。これは、中小企業向け貸出残高が年々減少してきている一方で保証債務残高は高止まりを続けていることが主な要因である。

10 以上からこの保証付き融資は中小企業の資金調達において大きな役割になっているが、バブル崩壊以降、その規模を拡大させてきた保証付き融資は中小企業の資金制約を緩和し、倒産防止に効果を発揮する一方で、制度に係る収支状況は大きく悪化し、軽視できない財政負担を生じさせる結果にもなっている。信用

15 保険の収支は、過去をさかのぼっても恒常的な赤字が続いており、その原因は、政策的に抑えられた保険料水準や、求償権に対する回収率の低下である。特に、特別保証や東日本大震災によって生まれた緊急保証などの特別措置が行われて以降は、保険収支が大幅に悪化しており、事業の財務基盤強化のために、毎年度政府から多額の出資金が措置されている。この状況は、我が国が多額の

20 財政赤字と先進国中で大の政府債務残高を抱える中であって、軽視できず、信用保険制度については、財政コストの観点から同制度を将来にわたって持続可能なものにできるかが課題である。

信用保証協会の保証付き融資を受け資金を調達して銀行との実績を重ね、そして会社の規模や実績が積み重なっていくうちにプロパー融資を受ける対象になってくる。プロパー融資とは信用保証協会の保証なしで、直接銀行の信用を得て、融資を受けることをいう。

25

保証協会付きの融資に関しては、企業が倒産した場合に銀行の負担額を減らすことができるので、銀行としてもプロパー融資よりは安心して融資をするが、プロパー融資に関しては、全ては銀行の責任になるので、企業が倒産した場合は1円も回収することが出来なくなる。そのため、プロパー融資は銀行として

30

のリスクが高く、大口の融資に関してはプロパー融資を避けるようになってきた。また審査基準が厳しく、審査の期間がとて長くなる。審査基準としては、税引き後の当期利益が一番重視される。この当期利益が大きければ大きいほど有利になってくる。また、現預金残高や流動比率は多いに越したことはない。

- 5 さらに、自己資産が多いほど有利になってくる。そして、最後に重要になってくるのは、融資を受ける人の雰囲気や人柄だ。これは数値やデータから得られる情報ではなくその人の目利き力が重要視されてくる。昔から付き合いがあるかどうかや金融機関側の人間の経験があるかどうか問題視されてくる。プロパー融資を利用する場合のメリットは信用保証協会を利用した場合、保証料の
- 10 額は融資の額や返済期間にもよるが、例えば、1,000 万円の融資を受けると約5～50 万円もの保証料を払うことになる。しかし、プロパー融資を利用できれば、この保証料が不要になる。またプロパー融資ではその限度額がない。創業時にはそんなにお金がかからなくとも、会社が大きくなるにつれて費用が必要になってくる。例えば、会社の規模が大きくなった際に、保証協会付きの無
- 15 担保融資だと 8,000 万円、有担保融資だと 2 億 8,000 万円の上限があるが、それ以上の融資を受けることが可能なことである。ただし、プロパー融資を利用できる企業は、業績が良い企業に限られてくる。デメリットとしては、先にも述べたが、金融機関がリスクを 100% 負うため審査基準がとて厳しいことだ。さらに、保証付き融資に比べてプロパー融資の方が返済期間が短くなる。
- 20 返済期間が長くなれば会社の経営も変動するため、金融機関側からしたら「金額の回収ができなくなるかもしれない」と、判断され返済期間が短くなってしまふ。ただし、業績がよく、何度もプロパー融資を利用している会社であれば、返済期間も長くなってくる。

25 第 2 節 今後の公的金融の課題

- 今後の公的金融の課題として挙げられることは、先ほど述べたように政府系金融機関の目的を逸脱して事業を拡大し、民間金融機関と競合状態になっているということだ。公的金融改革でも問題視されたこの課題はまだ存在している。政府系金融機関の肥大化により、民間金融機関が資金供給を担うべきと考えら
- 30 れている分野にまで政府金融の資金が滲出するというものである。

特に、わが国における政策金融は、主として直接融資の手法が用いられている。このため、政策金融活動が民間と重複する可能性は自ずと高くなる。さらに、政策金融機関は、民間金融機関とは違って政府からの多くの特典を享受しており、これを基にした低利かつ長期資金の供給を行うことが可能となっている。

5 一方、企業などの資金需要者も通常、できる限り低利かつ長期の資金の調達を求めるために、民間よりも政府系金融機関からの資金調達を選好することになる。こうした事情から、政府系金融機関による資金供給は大きくなりやすいものと考えられるだろう。これは、民間でも十分対応できる優良な貸出先について、官民で奪い合う状態が発生することにもなり、民間の収益機会を収奪

10 することになりかねない。いわゆる「民業圧迫」の問題である。

第4章 非上場企業の資金調達環境の更なる改善に向けて

第1節 中小企業の資金調達の改善に向けて

15 これまで銀行は企業に資金を融資するにあたって、リスクを回避するために、土地などの物的担保あるいは保証人という形で担保を取ってきた。しかし現状の担保依存の中小企業論では、当然のことながら担保面で制約があると中小企業は資金を調達することができない。したがって、貸し渋り、貸し剥がしが起こりやすくなる。

20 こうした問題を解決して中小企業金融の円滑化を図るためには、中小企業の経営財務データが長期にわたって蓄積されたデータベースを構築するとともに、そうしたデータベースに基づき個々の中小企業の経営状況や信用リスクの良し悪しを統計的に測定・判断できる体制の整備が求められる。さらに、日本の中小企業向け融資の場合、不動産担保や人的保証に過度に依存した取引慣行が見

25 られるとともに、そうした慣行が資金の円滑な流れを妨げているという指摘がしばしば聞かれる。これを是正し、金融機関に担保や保証に依存しない融資の実行を促すには、その前提として、中小企業の財務データを収集・管理し、個々の企業の財務内容の良し悪しを客観的に判断できる体制の構築が必要である。

では、どのようにして中小企業にお金を流したらいいのか。まずは中小企業

30 の財務データを集める必要がある。そのために、CRD (Credit Risk Database)

の活用を提言する。

大企業は公開会社なので、財務データをマーケットから入手するのは容易である。しかし、中小企業の大部分は情報を公開していないため、今までは財務データの入手が困難だった。特に非製造業に関する研究は極めて限られている。

- 5 そこで CRD (Credit Risk Database) の活用を提案する。CRD 協会が管理する中小企業信用リスク管理データベースを利用して、日本の姿を具体的に描くことができる。その結果、中央値を基準として平均的な姿を捉えると、従業員
6 人、売上高 1 億 2 5 百万、資本金 1 0 百万ということが判明した。この事実はまた、日本の中小企業は通常考えられているよりも規模が小さい、あるいは
10 零細企業がきわめて多いことを意味している。銀行、資本家においては、そう
 いった特徴を踏まえて資本融資を決定することが求められる。

- また、将来的なリスクを計るためには、デフォルトデータ、倒産データが重要である。そのためには倒産のシグナルを発している財務データをどれだけ多く集めるかが重要である。CRD は法人については 71,000 社、決算書数では
15 204,000、個人事業者については 24,000 事業者のデフォルトデータを持っている。
 これこそが CRD の強みである。

- さらに、デフォルト判断力に関していえば、CRD では、倒産データ、倒産一
 歩前の段階の延滞データ、例えば金利の支払いが三ヶ月異常延滞している、と
 いうデータをストックしている。加えて、実際に企業が倒産して、信用保証協
20 会が変わって返済した代位弁済もデフォルトデータとしてストックしている。

- また中小企業側も、デフォルト判別の財務指標を積極的に利用する必要がある。
 デフォルト企業を判別する力の高い財務指標として以下の四つがある。ま
 ず自己資本比率、それから預借率、借入金依存度、そして売上高支払割引率で
 ある。これらの指標を組みわせることにより信用リスクを定量化できるよう
25 なる。このように CRD を活用し、多くの中小企業がこのモデルを使うことで
 資産査定の厳格化が可能になる。また金融機関は経営の内容を見て、経営内容
 が厳しければ、そのリスクにあった金利を設定することができる。

- 次に提言したいのは、ABS の活用 (Asset Backed Security) である。CRD
30 で得た信用情報を基にして、ABS を積極的に発行することを提言する。ABS は

各種資産の信用力やキャッシュフローを裏付け（担保）として発行される有価証券の総称である。米国で主に貸付債権等の流動化やオフバランス化を目的として開発され、基本的にはキャッシュフローを生み出すものならなんでも担保にすることが可能であり、具体的には、ローン債権、売掛債権、リース債権、

5 クレジットカード債権など様々な債権や商業用不動産などの資産を裏付けにして発行される。

一般に ABS は、企業などが保有する特定の資産の証券化商品の発行体として設立された SPC（特別目的会社）に売却し（オフバランス化し）、そこがその資産を裏付けにして証券（社債・CP 等）を発行し、投資家に販売して資金を調達するという仕組みになっている。そのため発行される証券については、その

10 資産から得られるキャッシュフローが償還の財源となるため、裏付け（担保）となる資産が優良であれば、企業の信用力とは関係なく、低コストの資金調達が可能になる。また、このような仕組みから、企業は資産の流動化（オフバランス化）が可能になる一方で、投資家は企業の信用力とは無関係に、対象資産

15 の信用力に対して投資することが可能になっている。つまり土地の担保が必要とされない融資であるため、中小企業に対する融資として適している。

第 2 節 ベンチャー企業の資金調達の改善

第 2 章で述べたように、CVC はベンチャー企業創出・育成 の一翼を担う大きな存在となることが期待されている。しかし、目利き力や社外・社内ネットワーク等の不足が CVC 推進の課題としてあげられている。そこで、1 つ目の提言として、VC と CVC の相互に補完しあう関係性を推奨する。

20

CVC は投資の専門会社が運営する VC に比べ、目利き力が不足しているといえる。そこで、CVC に不足している目利き力を VC が補うことが考えられる。

25 CVC は財務的リターンと事業シナジーのどちらも求めているが、財務的リターンをあまり得られていない。

一方で、VC は財務的リターンの獲得を目的としているため、ベンチャー企業への投資ノウハウや情報を多く持っている。VC との共同ネットワークを構築することで、CVC は VC の持つ情報やノウハウ・コミュニティーを活用することができ、自社にとって優良なベンチャー企業を見つけやすくなる。そして、

30

CVC によるベンチャー企業の事業シナジーの創出効果や成功実績が増すことで、ベンチャー企業の企業価値が高まることにより需要が増加し、更なる CVC の増加につながると考える。

CVC と VC の協業によるメリットは VC にとっても大きなものとなる。

- 5 CVC は親会社が実際にその業界でビジネスを行なっているため、VC へ業界についての正確な情報提供が可能になる。また、CVC に投資されたベンチャー企業は、VC に投資された企業よりも IPO の確率が 4 割程高く、時価総額も高くなることから、CVC の増加は VC に投資先の企業価値を高め、利益の拡大につながると考えられる。また、ベンチャー企業と大企業の協業が進むことで
- 10 M&A がなされる可能性も高まることから、CVC によってベンチャー企業の Exit が増加するため、VC にとって CVC のベンチャー企業への投資増加は、結果として投資資金の回収率を増加させる有効な手段となる。

- 15 CVC による資金調達はベンチャー企業にとって資金だけでなく設備などの資本、信頼などを得ることができ、特に資金不足に悩まされるシード期に対する有効な支援手段である。さらに、実際にビジネスで成功している大企業との協業により、経営に対するノウハウや情報も享受することができ、ベンチャー企業にとってのメリットは大きい。また、大企業との協業がなされればベンチャー企業の（IPO と異なる）Exit の 1 つである M&A が増加することで、直接投資を受けやすくなる。

- 20 また、政府は日本の経済成長のためにオープンイノベーションを推進している。少子化や財政健全化の必要性などにより、今後国による支援において現状の予算や人材などのリソース面での制約が厳しくなることから、現場の省力化や生産性向上がより求められている。そのため、新技術や着想を発掘し活用していくことが従来にも増して重要視されている。政府は、ベンチャー企業に
- 25 対する支援目標の 1 つとして、ベンチャー企業への VC 投資額の対名目 GDP 比を 2020 年までに倍増することを掲げている。また、オープンイノベーションの手段として、CVC によるベンチャー企業への投資を通じ新規事業を創出する方法が注目されている。ベンチャー企業が活性化すれば、国にとっては補助金などと比較して少額の支援で大きな効果を得ることができる。

- 30 CVC はオペレーショナルな部分でのサポート、顧客開拓や原料調達、資産の

共有、知財戦略、物流戦略、生産のノウハウに長けている。VCは投資契約や投資家構成のマネジメント、投資コンセプト、資金調達のプランニングに長けている。これらは補完的な関係にあるため、お互いの強みをあわせることで、ベンチャー企業への強力なサポート体制が確立される。

5

次に提言したいのは、ハンズオン型の投資である。ハンズオン型投資とは、企業買収や投資を行う際に、その後どの程度マネジメントに関与するかという点に関係するものであり、起業家達に深く関与する、「経営参加型」の投資である。ハンズオンは変革スピードが速いというメリットがある半面、対立が早期に表面化しがちである。明確な方向性や目標を決めると同時に、社内での行動基準を確立することが必要になる。そこで創業期におけるハンズオン型投資として、「インキュベーター」と「アクセラレーター」をあげる。

インキュベーターとは、起業まもないベンチャー企業やスタートアップに対し、起業と成長を支援する団体のことを指す。インキュベーターは、起業段階の企業を対象に資金の援助のみならず、作業スペースの提供や事務・経理といった経営指導など多岐に渡ってサポートを行っている。アクセラレーターとは異なり、特に期間は設けておらず、より良いサービスが生まれる為に環境を整えることを重視している。VCは、成長が見込めるスタートアップを探し出し資金援助を行うが、インキュベーターは良いスタートアップを自分たちで育て、経験不足な起業家が失敗しないよう、成功への手助けを行う。それにより、将来収益の見込まれる企業が、起業段階で失敗する確率を下げ、成功率を上げようという狙いがある。

一方、アクセラレーターとは、既にある企業の事業を爆発的に成長・加速させるために必要な資金投資やサポートをする働きのことを指す。インキュベーターと行っていることに大差はないが、アクセラレーターはビジネスの拡大を焦点に当てているため、インキュベーターが起業段階の企業を支援するのに対し、成長し始めたばかりの企業に対して行う支援である。アクセラレーターは短期的なスケジュールプログラムを設け、選考を通過したスタートアップに対して資金や環境を用意したり、事業のノウハウを指導することでビジネスを短期的に拡大することを目指している点で、期限を設けていないインキュベータ

一とは異なる。また、アクセラレーターは投資家としては、VCと比較すると投資額が少額であるため、投資目的というよりは、起業家達の成長を積極的にサポートすることに力を入れていることも、特徴の一つである。

- 5 上記のような制度は、創業期のベンチャー企業の資金調達の問題を解決するだけでなく、経営支援まで行うことができるため、結果的にレイター期までの資金調達を円滑化することにつながる。

- 10 ベンチャー企業の資金調達について、VC,VCVの相互補完性の強化、ハンズオン投資の推奨の二つの提言を挙げた。この二つにおいてどちらもフィンテックの活用が有効であると考えている。

- FinTech（フィンテック）とは、Finance（金融）と Technology（技術）を組み合わせた造語であり、金融サービスと IT 技術などを結び付けた、新しいサービスや動きのことを指す。アメリカでは、インターネット、スマートフォン、AIなどを駆使した、新しい金融サービスが登場するようになった 2000 年代前半から使われ始め、世界的な広がりを見せている。金融×技術という点だけで考えれば、いつでもお金を引き出せる ATM や、インターネットを利用して送金を可能にするネットバンキングといったキャッシュレス化も FinTech の先駆けといえる。キャッシュレスであれば、無人レジでの決済など、より効率的かつスピーディーな決済を実現することができ、また、FinTech によって実現するキャッシュレス社会は、省人化につながるため、働き手が不足している小売業界にとっても追い風として期待されている。
- 15
- 20

- 25 これまで金融機関が行うことが当たり前だった領域において、FinTech が大きな注目を集めている。つまり、決済、送金などのサービスに関して、テクノロジーを活用した IT 企業が参入して、FinTech を活用することで、新しい形へと進化させる可能性があるということである。FinTech を活用したサービスで身近なものでは、家計簿アプリがある。家計簿アプリと連携した銀行口座やクレジットカード、電子マネーで決済すれば、収入や支出が自動的に記録されることになる。現金決済をした場合も、レシートを撮影すれば自動的に決済日、金
- 30

額、品目を記録できる。家計簿をつける煩わしさが軽減され、お金の出入りを可視化できるので節約意識も高まるだろう。

また、資産運用も **FinTech** によるさまざまなサービスが登場している。ロボアドバイザーからの質問をユーザーが答えるだけで適した投資配分を提案してく

- 5 れたり、個人が関心のあるテーマを選ぶだけで投資が可能となる。昨今では、複数の参加者が同じ帳簿を共有しての管理を可能とするブロックチェーンも登場し、仮想通貨といった、これまでとは一線を画すお金の形も登場するようになった。

- 10 この **FinTech** を活用し、**VC,CVC** が共同で扱うことのできるプラットフォームを設立することが好ましい。また、ハンズオン投資における採用枠が狭すぎるという課題も、プラットフォーム上での情報交換などやり方を多様化させることで改善されると考える。

15 ・終わりに

本稿では、第1章、第2章で中小企業・ベンチャー企業のそれぞれの資金調達の現状を整理し、課題を指摘した。第3章で公的支援の現状・課題を述べ、最後に中小企業・ベンチャー企業の資金調達の実現に向けての提言を述べた。

- 20 中小企業においては、「各企業の経営財務データが長期にわたって蓄積されたデータベースを構築し、そのデータベースに基づき個々の中小企業の経営状況や信用リスクの良し悪しを統計的に測定・判断できる体制の整備」を提言とした。この実現のために、「**CRD (Credit Risk Database)** の活用」し、「**ABS(Asset Backed Security)**」を積極的に発行する」ことを提言した。

- 25 次にベンチャー企業においては、**CVC** は企業の創出・育成 の一翼を担う大きな存在となることが期待されている。しかし、「目利き力や社外・社内ネットワーク等の不足が **CVC** 推進の課題」としてあげられている。そこで、「**VC** と **CVC** の相互に補完しあう関係性を推奨する」ことを提言とした。

- 30 次に、企業買収や投資を行う際に、その後どの程度マネジメントに関与するかという点に関係し、企業家たちに深く関与する「ハンズオン型の投資」を提言とした。具体的には「インキュベータ」と「アクセラレーター」を挙げた。

この二つの制度は、創業期のベンチャー企業の資金調達の問題を解決するだけでなく、経営支援まで行うことができるため、結果的にレイター期までの資金調達を円滑化することにつながる。

この提言の実現により、それぞれの企業の成長や日本経済の成長が見込まれることを期待したい。

10 参考文献

- ・ 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>
- ・ Investor Platform
<https://investor-platform.com/fundingprob/#i-2>

15

- ・ 一般社団法人 全国銀行協会(2017)「地方創生に向けた銀行界の取組みと課題」
(PDF)<https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news280329_1.pdf>

20

- ・ 一般社団法人 全国信用保証協会連合会 HP「流動資産担保融資保証制度(A B L保証)」
- ・ 井上徹(2018)「クラウドファンディングを巡る諸問題：展望」『横浜経営研究』第38巻第2号 一般社団法人 全国信用保証協会連合会 HP「信用保証協会と信用保証制度」

25

- ・ 磯崎哲也(2014)『起業のエクイティ・ファイナンス』ダイヤモンド社
- ・ 池田 宜 睦(2017)「地域へのリスクマネー供給促進策と株主コミュニティ制度への期待」(PDF)日本証券業協会
- ・ 上坂卓郎(2006年)「ベンチャー企業論入門」中央経済社
2018年10月2日

30

- ・ 株式会社野村総合研究所(2014年)「企業・ベンチャー支援に関する調査」

2018 年 10 月 2 日

- ・ 植田浩史（2014 年）「中小企業・ベンチャー企業論 グローバルと地域のは
ざままで」

- ・ 中小企業庁「資金調達状況実態調査」2019 年 8 月 24 日

- 5 ・ 中小企業庁「中小企業の事業承継に関する集中実施期間について」

2019 年 8 月 24 日

- ・ 中小企業庁「リレーションシップの構築による円滑な資金調達」

2019 年 8 月 24 日

- ・ 中小企業白書（2017）