

平成 29 年度
証券ゼミナール大会

第 6 テーマ A ブロック
日本企業の資金調達のあるり方について

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

第 6 テーマ A ブロック

「日本企業の資金調達のあるり方について」

目次

序章	… p.3
第 I 章 日本企業について	… p.4
第 1 節 日本企業の現状	
第 2 節 中小企業とは	
第 3 節 中小企業の資金調達における現状と課題	
第 4 節 ベンチャー企業とは	
第 5 節 ベンチャー企業の資金調達における現状と課題	
第 II 章 日本企業の主な資金調達方法	… p.13
第 1 節 中小企業の主な資金調達方法	
第 2 節 ベンチャー企業の主な資金調達方法	
第 III 章 今後の日本企業の望ましい資金調達のあり方	… p.34
第 1 節 信用保証制度における新たなリスクシェアリング	
第 2 節 担保としての知的財産の活用	
第 3 節 投資家の活動拡大に向けた方策	
第 4 節 M&A におけるのれんの非償却化	
終章	… p.44

序章

現在、日本経済は緩やかな回復傾向にある。1990年代のバブル崩壊以降、日本は「失われた20年」という長期の経済停滞に陥った。2013年から行われたアベノミクスや、2020年の東京オリンピックの開催に向けたインフラの整備により、ようやく経済の回復の兆しが見え始めた。しかし、今後の日本経済が持続的な成長を遂げるためには、日本の99.7%を占める中小企業をはじめ、成長産業であるベンチャー企業の持続的な発展・成長を目指すことが重要である。

2010年に閣議決定された経済産業省の中小企業憲章によると中小企業の役割は、「経済や暮らしを支え牽引すること」「創意工夫を凝らし、技術を磨き、雇用の大部分を支え、暮らしに潤いを与えること」さらに「社会の主役として地域社会と住民生活に貢献し、伝統技能や文化の継承を行うこと」である¹。

一方で2008年に発表された、ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会の最終報告書によるとベンチャー企業は、革新的な技術や独創的なビジネスモデルを生み出す原動力として、日本経済全体のイノベーションの重要な源泉であり、雇用創出の源である。そして、新しい技術・新しいビジネスモデルを生み出すベンチャー企業は、新しいマーケットを創出することによって、経済全体の成長・活性化にも重要な役割を果たしている²。

そのような、日本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だが、様々な問題を抱えている。その問題の1つが資金調達である。日本はこれまで企業の資金調達の円滑化のため、様々な支援、対策を行ってきており、資金調達は多様化しているはずである。しかし、実際はすべての企業が資金調達を円滑に行えているわけでない。そのため、それぞれの企業に適した資金調達を行うために本質的な問題を解決しなければならない。

そこで本稿では、第I章において、まず日本企業の現状について、金融機関や証券市場との関係を通して整理する。次に中小企業、ベンチャー企業それぞれについて定義した後、取り巻く環境、海外との比較を通じて資金調達における現状を整理し、企業が抱えている課題について考察する。次に第II章では、主な資金調達方法について、その特徴と課題を分析していく。こうして明らかになった資金調達における課題を踏まえ、第III章にて、公的金融・間接金融・直接金融それぞれにおける今後の望ましい資金調達のあり方について提言する。

第 I 章 日本企業について

本章ではまず、日本企業の現状について整理した後、中小企業・ベンチャー企業それぞれの定義や意義について確認し、大企業や海外との比較を通じて、中小企業・ベンチャー企業が資金調達において抱えている課題を明らかにしていく。

第 1 節 日本企業の現状

日本経済は緩やかな回復傾向にある。その中で、経済における重要な主体である企業も業績を好調に伸ばしている。しかし、今後企業が持続的に成長を続けるためには、持続的な成長投資が行われなければならない。そのためには、円滑な資金調達ルートの確保が必要である。

企業が資金を調達する方法には、いくつかの分類があるが、第三者から資金を調達する場合、その性質によって融資と出資に大別される。

1.1 企業と金融機関の関係

融資とは、資金を必要とする主体に資金を融通することである。最も典型的な融資は銀行借入であり、銀行は預金によって集まった資金を、企業等、資金不足の主体に貸出し、企業は最終的に返済を行う。こうした資金供給者と資金需要者を媒介する機関からの借入による資金調達を間接金融という³。

現在、日本の銀行の利ザヤは他の先進国に比べ薄くなっている。1990年代後半、バブル崩壊後の資産価格低下や BIS 規制による自己資本比率をクリアするために、銀行は与信リスクが高いと判断した企業に対して貸出態度を厳しくし、一方でリスクが低いと判断した企業に対しては、貸出態度を緩くした。これにより融資獲得のための銀行間の競争が激化し、利ザヤは縮小していった。そして現在、資金全体では余裕があるにも関わらず、依然として中小企業などの資金繰りは厳しい状況にある⁴。

1.2 企業と証券市場の関係

出資とは、事業の成功・成長を期待してお金を投資することである。出資による資金調達は直接金融と言い、企業が有価証券を発行して証券市場(金融資本

市場)、つまり投資家から出資により資金を調達することを指す⁵。直接金融において重要な役割を担うのは、証券市場である。証券市場における取引をスムーズに行うために、マーケットとしての機能を証券取引所が担っている。大企業は中小企業・ベンチャー企業よりも株式の発行による資金調達が多いため、
5 証券市場との結びつきが強い。

一方、中小企業・ベンチャー企業は、1997年にグリーンシート市場という未公開株式の流通市場が作られたが⁶、現在はほとんど機能しておらず、2018年には廃止される。グリーンシート市場に代わって登場したのが、2015年に導入された株主コミュニティ制度である。株主コミュニティ制度を使った売買は10
10 億円を突破したが、大企業には到底及ばない⁷。ベンチャー企業においては、Exitの局面でようやく証券市場との関わりが強くなってくる。

深刻な少子高齢化に直面している日本では、現在、金融庁から「貯蓄から投資へ」というスローガンが掲げられており、資産運用の必要性が高まっている。NISA や iDeCo 等、自助努力による資産形成が政府主導で始まっている中で、個人が投資家として活動していくことにより、今後の証券市場は活性化するだろう。そして市場の活性化は、企業の資金調達の選択肢も広げる可能性を秘めている。
15

第2節 中小企業とは

本節では、本稿で取り扱う「中小企業基本法第2条第1項」に基づく中小企業の定義について述べた後、さらに中小企業の意義について、その量的・質的な観点から中小企業が日本経済においてどのような役割を果たしているのかについて述べていく。
20

2.1 中小企業の定義

日本において、中小企業には、中小企業基本法第2条第1項における定義と、法人税法における定義の2つが存在する。本稿では、中小企業基本法の定義に則り述べていくこととする。
25

【図表 1】 中小企業の定義

業種分類	中小企業基本法の定義
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 人以下の会社及び法人
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

10 出所)中小企業庁 HP・「中小企業・小規模企業者の定義」

〈<http://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>〉

2.2 中小企業の意義

15 中小企業は、量的・質的な観点から日本経済において重要な役割を果たして
いる。大きな役割として、先述したような企業数の多さから雇用の担い手とさ
れている。実際に、日本における従業員数の約 70%を中小企業が占めている。
さらに、中小企業は地域に多く存在していることから、中小企業の利益は地域
経済に還元され、地域の雇用創出や、地方財政への寄与などを通じ、地域経済
の活力となっている⁸。

20 また、中小企業はその経営規模故に、参入可能な分野が限られている。その
中で競争を繰り返すことから、事業は高い専門性を持っている。だからこそ中
小企業は広い分野で活躍する大企業との産業の分業関係を深化させ、日本の産
業が高い生産性と強い国際競争力を形成し、経済環境の変化への適応力を高め
るにあたり、重要な役割を果たしてきた⁹。加えて、中小企業は大企業と比較し
25 て、その経営規模ゆえに小回りが利く。経営の意思決定のスピードが速く、経
済・経営環境変化に柔軟に対応できることから、1999年に改正された新中小企
業基本法では、中小企業はその機動性、柔軟性、創造性を発揮し、我が国経済
の「ダイナミズム」の源泉としての積極的な役割が期待される存在と位置づけ
られ¹⁰、日本経済が活性化するための重要な担い手としてその活躍が期待され
30 ている。

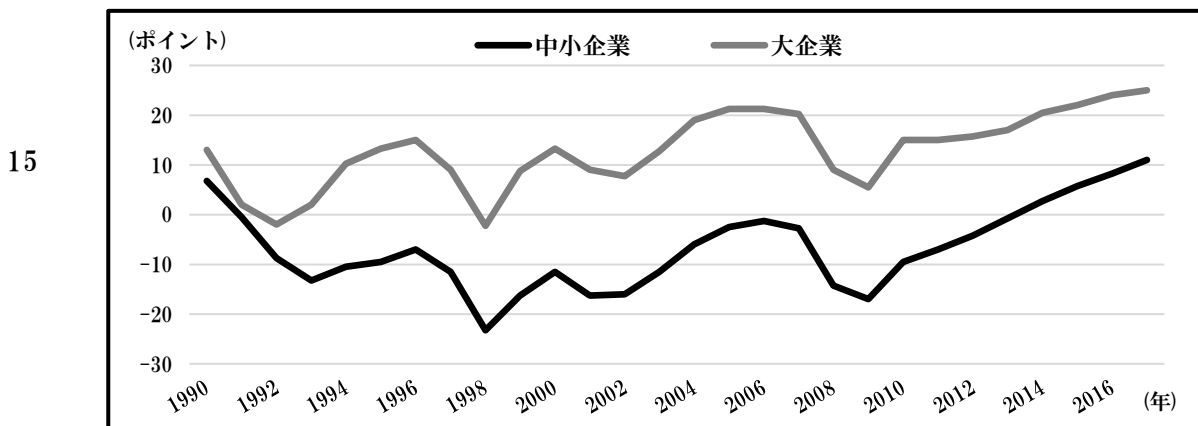
第3節 中小企業の資金調達における現状と課題

3.1 中小企業の資金調達における現状

中小企業の財務構造の特徴として、銀行借入の割合が高いことが挙げられる。しかし、1980年代には大企業と比較してその割合に大きな差は存在しなかった。

- 5 1985年のプラザ合意による円高不況を受け、実施された金融緩和政策によって、大企業はより低コストで資金調達が可能な直接金融へとその資金調達方法をシフトさせていった。一方で、中小企業は銀行借入への依存度を高めていった。大企業と中小企業の資金調達構造の差は開き、1990年代のバブル崩壊やBIS規制の導入によって銀行の貸し渋り・貸し剥がしが発生すると、中小企業は大きな打撃を受けることとなった¹¹。
- 10

【図表2】資金繰り(DI)の推移



20 出所)日本銀行 HP・「短観(全国企業短期経済観測調査)」

<<http://www.boj.or.jp/statistics/tk/index.htm/>>

2000年代には金融機関の不良債権処理が進行し、中小企業の資金繰りは徐々に改善されていった。2003年には、地域金融機関の不良債権処理の問題や、中小企業金融が抱える課題を解決するためにリレーションシップバンキングが金融庁より推進され、現在もさらなる普及に向けた取り組みが実施されている。

- 25 現在、中小企業の資金調達方法は多様化しつつあるものの、依然として借入金への依存度が高いという現状ある。さらに中小企業は、資金調達面だけでなくその規模ゆえに様々な課題を抱えている。高齢化の波によって大きな課題となっている事業承継問題をはじめ、産業の新陳代謝が進まないことによる生産
- 30

性の低さが指摘されている。実際に日本の開廃業率は、他国と比して低い水準にある¹²。

ただ資金繰りを改善させるのではなく、資金調達環境を本質的に整備することにより、こうした課題も解決できるのではないだろうか。

5

3.2 中小企業の資金調達における課題

中小企業は大企業と比較してその規模や信用力が劣ることによって、主に以下の3点の課題を抱えている。

10 (1) 規模の経済

一般に、銀行融資はその融資金額が大きくなればなるほど、借手にとっては融資を受けるために必要な財務諸表や事業計画書などの作成のコストが低下する。また、貸手にとっては融資を実行するために必要な審査費用などの貸出当たりコストは低くなる¹³。このことから、貸手は中小企業よりも融資規模の大きい大企業を優先してしまうという問題点がある。

15

(2) 情報の非対称性

情報の非対称性とは、取引相手の一方が、取引の実行を決定づける重要な情報を十分に所有していないことである¹⁴。中小企業は会計監査が法律上で義務付けられていないために、一般に企業情報があまり開示されていない。大企業と比較して、十分な財務諸表を有していないことや、事業内容の把握が難しいことにより、企業の状態が不透明となっている。そのため、借手にとってはリスクによる利子の上乗せが発生し、貸手には「逆選択」といった本来融資すべきでない借手に資金提供してしまうことや、提供資金を貸手が望まない危険度の高い投資行為に使われてしまう「モラルハザード」の問題が生じてしまう。

20

25

(3) 信用力の不足

中小企業では、情報の非対称性や財務上の資金体力の弱さ、そして知名度の低さから、大企業と比較して信用力が不足するために、融資にあたり不足する信用力を補うために担保や保証が求められる。伝統的に不動産を担保とする場

30

合が多いが、十分な不動産を有する中小企業は少なく、また、地方に多く存在する中小企業にとっては、都市と比較して不動産の価値が相対的に低くなっている。そのため、中小企業の代表者やその親族・知人らに個人保証が求められる場合が多い。企業の債務返済が滞れば彼ら保証人個人が返済を迫られ、返済のために不動産や現預金などの財産を失ってしまう。個人保証は債務返済のインセンティブ付けには有効である一方、過度な責任は、事業失敗時に経営者の再起を困難にすることで新たなビジネスを生み出すチャンスを塞いでいる。

第4節 ベンチャー企業とは

10 4.1 ベンチャー企業の定義

本稿では、ベンチャー企業の定義を「創業からあまり時間が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」とし、述べていくこととする。

15 4.2 ベンチャー企業の意義

ベンチャーとは、新たな事業へ果敢に挑戦することを包括する「挑戦企業」という概念である¹⁵。

ベンチャー企業の意義は、革新的技術や独創的なビジネスモデルによる新規事業を生み出す原動力として、経済のイノベーションの源泉となることである¹⁶。また、イノベーションにより、新たな市場や産業の新成長分野を切り拓くことが出来れば、新たな雇用が創出されることから、ベンチャー企業は雇用環境の改善にも貢献している。米国ではベンチャー企業の雇用創出は、民間雇用の11%と大きな位置を占めており、さらに米国中小企業庁の調査では、成長する新規企業の雇用創出力が大きいことが明らかになっている¹⁷。

25 日本経済が「失われた20年」という経済低迷を打開するために、そして世界経済が第四次産業革命により次世代に向け動き出そうとしている時代の転換点の中で、新たな力が求められている。今、「挑戦企業」であるベンチャー企業は大きな役割を果たせるはずである。なぜならば、ベンチャー企業は大企業では手を出せない市場や分野に挑戦することや機動的な意思決定でリスクをとって
30 事業に挑戦することが可能であるからだ。産業の新分野を切り拓き、絶えずイ

ノベーションを起こすことが出来れば、日本経済をさらに活性化していくことができるだろう。実際に、1990年以降ベンチャー企業が発達した米国では、今やベンチャー発の若い企業が米国経済を牽引している¹⁸。

5 従って、ベンチャー企業のさらなる発展が可能となれば、日本経済を牽引する役割を果たすことができるだろう。

第5節 ベンチャー企業における資金調達の実況と課題

5.1 ベンチャー企業における資金調達の現状

10 本項では、ベンチャー企業における資金調達の現状について、日本の現状を整理した後、海外との比較を通して分析していく。

(1) 日本のベンチャー企業における資金調達の現状

日本ではこれまで三度のベンチャーブームがあり、その中で数々の規制緩和やベンチャー支援制度が整備された。

15 政府系のベンチャーキャピタル(Venture Capital：VC)の設立を皮切りに1970年頃から始まった第一次ベンチャーブームでは、VCの設立が始まり、1982年からの第二次ベンチャーブームでは、金融緩和の波に乗って証券・銀行・外資系のVCが設立され、その数は年々増加していった¹⁹。さらに、ベンチャー企業向けの店頭登録市場「ジャスダック」が整備されたことで、VCにとって株式公
20 開という出口が見えたこともVCが増加した要因であった²⁰。これらVCのブームによって、ベンチャー企業の創業が促された。

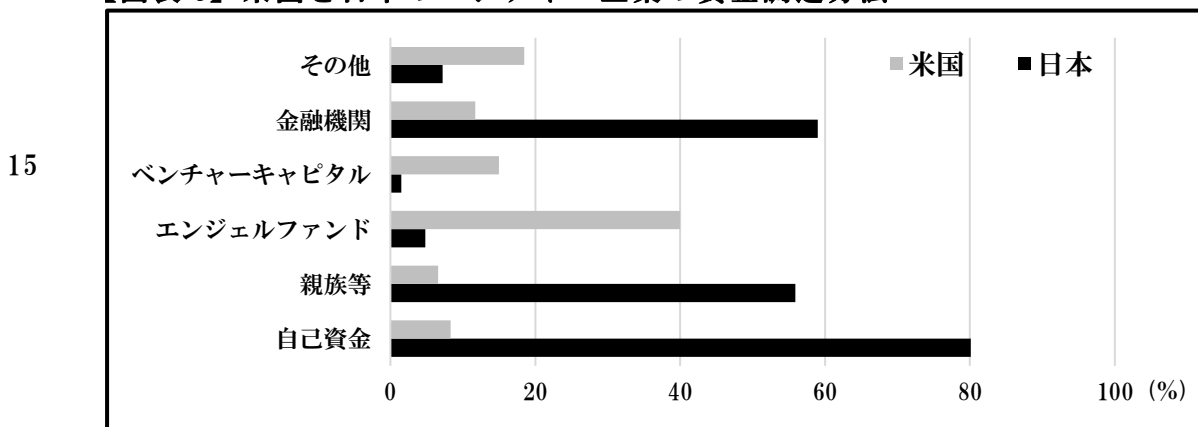
そして、1994年頃から始まった第三次ベンチャーブームでは、アメリカでAmazonやYahoo!、Googleといったネット系企業が相次いで創業された。こうした環境下で、金融ビッグバンが執り行われた日本でも新規事業創出促進法の
25 の施行や中小企業基本法の改正などの規制緩和が相次いで行われたことで、ベンチャー企業の輩出が促進され、さらに、「東証マザーズ」や「ナスダック・ジャパン」といったベンチャー向けの株式市場の開設によって、このブームに拍車がかかった。これらのベンチャー向け市場の開設により、従来は最終地点であった株式上場が、成長を続けるベンチャー企業の資金調達方法となったので
30 ある。しかし、不況や金融危機によっていずれのブームも続くことはなかった。

そして現在、政府により発表された「日本再興戦略」によってベンチャー企業創出の促進策が実施されている。それに伴って発表された「ベンチャーチャレンジ 2020」では、米国のシリコンバレーを中心に確立されている、ベンチャー企業が持続的に生み出されるような社会システムである「ベンチャー・エコシステム」の構築に向けた方策が掲げられた²¹。

(2) 海外のベンチャー企業における資金調達の現状

ベンチャー企業が発達している米国と、日本のベンチャー企業の資金調達方法を比較すると、日本は自己資金や金融機関からの借入に頼っているのに対し、米国は VC やエンジェルファンドからの資金調達が多い。

【図表 3】 米国と日本のベンチャー企業の資金調達方法



出所) 『ベンチャー企業経営戦略』・宮脇敏哉・2005・p.58

さらに、VC 投資額の対 GDP 比率は、日本はわずか 0.04% であり、米国の 7 分の 1 以下となっている²²。第 II 章にて後述するが、こうした直接金融からの資金調達が活発な理由は、IPO(新規株式上場)や M&A が活発なことから、VC が投資額を増やし、ベンチャー企業の資金調達が容易になることで起業意欲が向上するという好循環が生まれているからである²³。

こうした資金調達面を含み、先述したような「ベンチャー・エコシステム」が構築されていることが、米国でベンチャー企業の活動が活発な理由である。加えて、新たな挑戦を評価する米国の風土や、有限責任制度によって経営者が自己破産から守られていることによる起業への再挑戦が可能である点が、米国

における好循環をより一層促進している²⁴。

また、近年中国においてベンチャー企業が急速な発展を遂げているが、その環境の特徴としてVC投資額の大きさが挙げられる。2015年のVC投資総額は、492億ドルと世界第2位であり、またそのうちの8%が創業間もない企業へと投資されている。米国ではその割合は2%であることから、こうした積極的なリスクマネーの供給が、ベンチャー企業の発展へと繋がっていると考えられる²⁵。

5.2 ベンチャー企業の資金調達における課題

10 リスクの高い事業に挑戦するベンチャー企業にとって、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

15 ている。

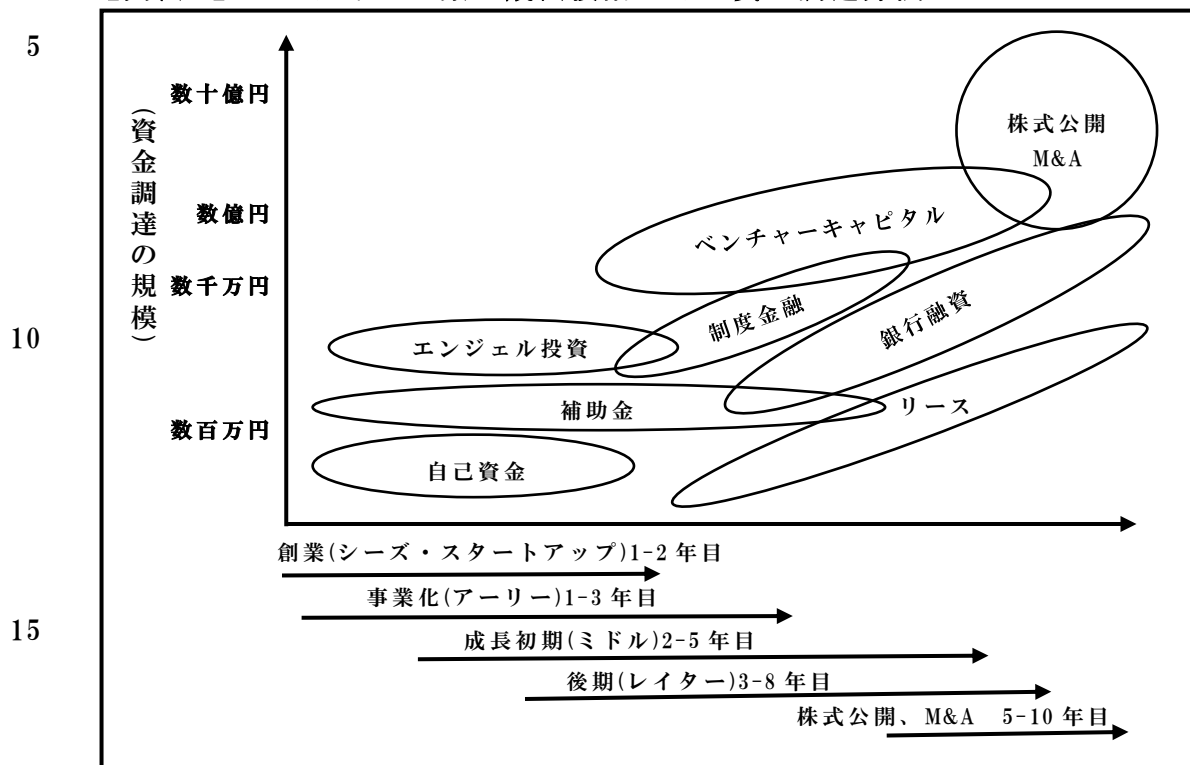
先ほど確認したように、ベンチャー企業の発達には十分なリスクマネーが供給されることが重要であるものの、日本のリスクマネー供給はごくわずかとなっている。また、ベンチャー企業の発達に向けた資金調達面以外の課題に目を向けると、「挑戦する人が少ない」、「大企業とベンチャー企業の連携」、「開廃業率の低さ」、「ベンチャー・エコシステムの構築」等といった課題が存在している。政府が主導しているようなベンチャー・エコシステムの構築によって、解決される課題は多いと考える。しかしそもそも、こうしたエコシステムの構築によって、好循環を生むためには、ベンチャー企業の円滑な資金調達が実現する必要があるだろう。

25 ベンチャー企業の資金調達は、成長段階ごとに資金調達方法が異なるという特徴を持っており、大企業の資金調達方法とは大きく異なる。創業間もない段階から順に、シード、アーリー、エクспанション、レーター期と定義されており、シードからアーリー期においては出資が中心で、エクспанションからレーター期では出資のみならず融資も活用されている²⁶。こうした成長段階に

30 合わせ、ベンチャー企業が創業から出口に至るまで切れ目なく円滑な資金調達

が実現することが必要だが、各段階における資金調達方法においても、様々な課題が存在しているのが現状である。

【図表 4】ベンチャー企業の成長段階ごとの資金調達方法



出所)「ベンチャー企業の資金調達」・大和総研・2012・p.2

<<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>>

第Ⅱ章 日本企業の主な資金調達方法

ここまで、中小企業・ベンチャー企業が資金調達においてどのような課題を抱えているのかを確認してきた。では実際に、企業はどのような方法で資金を調達しているのだろうか。本章では、中小企業・ベンチャー企業の主な資金調達方法についてその特徴や課題を整理しながら紹介していきたい。

なお、本来は中小企業・ベンチャー企業において資金調達方法は重複するが、今回は主な調達方法として、区別をして述べる。また、企業が成長し、信用力が高まるにつれて利用可能な調達方法は変化する。そこで、利用が可能となる順に、公的金融、間接金融、直接金融の順に述べていくこととする。

第1節 中小企業の主な資金調達方法

1.1 公的金融の役割と課題

公的金融の役割は、資金調達の補完的役割を果たすことであり、民間金融では回避できない危機対応、もしくはとることのできないリスクの負担、市場の
5 失敗への対応、新たな市場の創出をすることが公的金融の大きな意義である。

現在、国が行う金融面での公的な支援策には「融資」、「保証」、「出資」の3つがあり、融資は主に「日本政策金融公庫」、「商工組合中央金庫」、保証は「信用保証協会」、出資は「投資育成会社」がそれぞれ担っている²⁷。

そしてこれらの機関や政府は金融面での直接的な支援のみならず、法律や制度、指針の策定によって中小企業が抱える特有の問題解決への様々な支援も
10 行っている。中小企業金融円滑化法を始めとする法制度や政府系のファンドの設立、電子記録債権など、資金繰りに直接影響する支援もあれば、企業会計ならびに事業承継に対する支援をはじめ、その支援政策は多岐に渡っている。

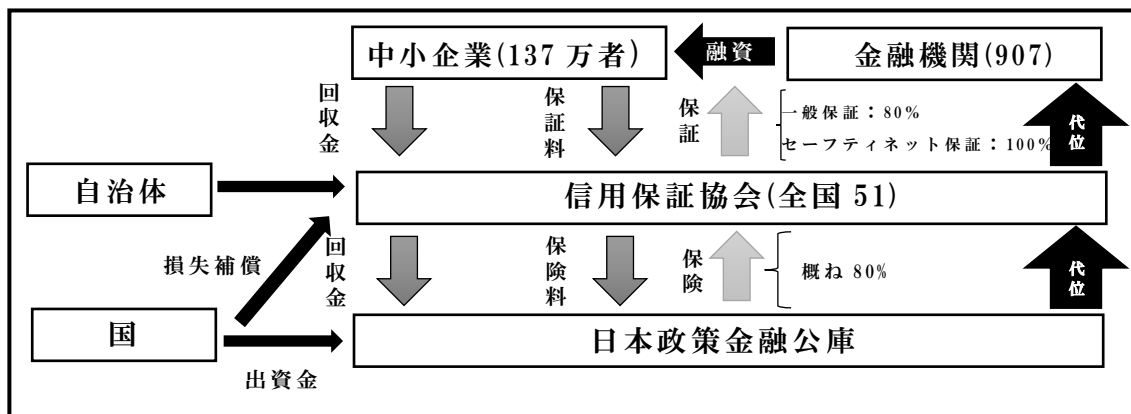
しかし、公的金融は現在その制度の肥大化が指摘されている。公的金融の本来の役割である補完的役割を超えることで、民業圧迫が生じてしまっている。
15 特に活動が重複する融資支援においては、政府による支援の下で提供される有利な条件の資金供給が肥大化することによって、民間金融機関の収益機会を奪っている。公的金融の肥大化は民業圧迫のみならず、様々な問題を生じさせている。次項にて信用保証制度を取り上げ、公的金融の課題をさらに探っていく
20 たい。

(1) 信用保証制度

信用保証制度とは、大企業と比較して信用力の乏しい中小企業の資金調達の円滑化を目的とし、中小企業が市中金融機関から借入を行う場合に、その債務
25 の支払いを保証する制度である。全国に51存在する信用保証協会がこの制度を担っている。信用保証のリスクはこうした各地の協会ごとに地域内で分散化され、さらに日本政策金融公庫の再保険により、全国規模でシェアされる(信用保険制度)。両制度は、信用補完制度と呼ばれ、次のような仕組みで運用されている。

30

【図表 5】 信用補完制度の構図



出所)「中小企業・小規模事業者の事業の発展を支える持続可能な信用補完制度

5 の確立に向けて」・中小企業庁・2016・p.98

10 <<http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/kihonmondai/2016/161221kihonmondai2.pdf>>

15 こうした構図を見てもわかるように、損失が出れば国が実質的に負担するため、最終的には国民負担を裏付けとする公的な制度であるといえる。間接金融に依存する日本では約 37%の中小企業が信用保証を利用しており²⁸、中小企業の資金調達において重要な役割を果たしている。信用保証制度は世界の様々な国で同様の制度が存在するが、日本の信用保証制度は国際的にみて、制度が肥大化していることが指摘されている。

20

【図表 6】 信用保証制度の国際比較

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
実施機関	信用保証協会	中小企業庁 (SBA)	ビジネス・イノベーション・技能省 (BIS)	保証銀行	全国保証基金 地方保証基金
保証限度額	2 億円 (普通保証)	500 万ドル	100 万ポンド	100 万ユーロ	150 万ユーロ
保証割合	80~100%	75~85%	75%	50~80%	40~70%
保証料率	0.45~1.9% (信用リスクに応じて 9 段階)	2~3.75% (融資額によって異なる)	2.0%	0.8~1.5% (州によって異なる)	0.6%~0.9% (資金使途・業種によって異なる)
保証承諾実績 (フロー)	[2014 年度] 約 8.9 兆円 714,340 件	[2015 年度]約 238.9 億ドル (約 2.6 兆円) 63,460 件	[2014 年度] 約 3.2 億ポンド (約 506 億円) 2,718 件	[2014 年度] 約 10.6 億ユーロ (約 1,304 億円) 6,472 件	[2014 年度] 約 34.8 億ユーロ (約 4,282 億円) 86,207 件

25

30

出所)「信用保証制度をめぐる現状と課題」・岡田悟・2013・p.6

〈 http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8226442_po_0794.pdf?contentNo=1&alternativeNo=〉、「中小企業・小規模事業者の事業の発展を支える持続可能な信用補完制度の確立に向けて」・中小企業庁・2016・p.110

5 〈 <http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/kihonmondai/2016/161221kihonmondai2.pdf>〉

図表より、日本における保証制度の規模は大きいことが見てとれる。他国の保証割合は70～80%程度であるのに対し、日本における保証割合は80～100%
10 である。一方でその保証料率は低いことから、日本の保証制度がいかに手厚いかが分かる。またそれに伴い、制度におけるフローの実績額が突出して高い。同じく制度の規模が大きい韓国も同様であるが、保証規模が大きいほど収益率は低く、国民負担つまり財政コストが大きくなる²⁹。

信用保証制度は資金調達を円滑化する一方で、以下のような3つの問題点を抱えている。①容易な資金調達が、却って経営者の経営努力や金融機関における企業への支援姿勢などを阻害してしまうというモラルハザードの問題³⁰、
15 ②融資の最終的な回収が保証されていることから、借手の適切な選択がなされず、例えば成長力が欠如する企業に対して容易に貸出が行われてしまうというスクリーニングの問題、③上述したような財政コストの問題があり、加えて同
20 様に制度が手厚いことによる市場原理・競争環境に歪みが生じ、市場淘汰が行われないために中長期的な経済の活力を弱めてしまうことがある。

こうした課題解決のために、信用リスクデータベースの設立や責任共有制度の導入など制度の見直しが進められているが、まだこれら課題が十分に解決されたとは言い難い。さらに日本では今後、経済のグローバル化など金融経済環境の変化や、少子高齢化など社会構造の変化が見込まれている。その中で、公的金融は、様々なニーズに応えながら、民間金融機関との役割をしっかりと整理し、公的金融が果たすべき役割を最大限に発揮しなければならない。公的金融の役割を見直し、公的な支援の下で十分な規律が働くような制度のあり方を考える必要があるだろう。

30

1.2 中小企業における間接金融

第 I 章第 2 節で確認したように、中小企業は間接金融である銀行貸出に依存している。しかし、過度な間接金融への依存は予期せぬ貸し渋りに合えば一気に資金繰りが厳しくなり、倒産へと追いやられてしまう可能性を孕んでいる。

5 したがって、中小企業の資金調達が円滑化するためには、間接金融への依存から脱却し、資金調達方法を多様化させていく必要がある。

本項では、中小企業の主な資金調達方法であるリレーションシップバンキング、トランザクションバンキング、ABL、資本金借入金、シンジケートローンを紹介する。

10

(1) リレーションシップバンキング

リレーションシップバンキングとは、銀行が企業との間で親密な関係を長く維持するなかで、審査・モニタリングを通じて借手に関する「定性情報」を蓄積し、その情報を基に融資を行うことである³¹。長期継続的な取引関係の中から借手の信用情報を得られることで、貸出の際に金融機関が借手の情報を収集し、モニタリングするコストが低減できる³²。

15

こうした信用情報には、決算書には表れないような借手の経営実態や返済能力に関する情報、経営者個人に関する情報などといった定性情報がある³³。定性情報を基に融資が行われることで、横断的・包括的に顧客を判断した上での融資決定が可能となり、担保や保証に依存した融資からの脱却が可能になると期待されている。

20

しかし一方で、2つの問題点が存在する。1つは、「ホールドアップ問題」という、銀行が借手に関する独占的情報をもつ一方、借手である企業にとっては銀行に情報を握られてしまうのではないかという懸念から、銀行借入を躊躇してしまふという問題である³⁴。また、他の金融機関からの借入をしづらくなり、新規投資による収益機会を喪失するという問題もある。貸手の独占力が問題の源であるため、複数の金融機関と取引を行うことで、この問題は緩和されるが、複数銀行取引はリレーションシップバンキングの利点である金融機関と借手の親密性を薄れさせ、リレーションシップバンキングの価値が減少してしまうこと
30 ことから、この問題の解決は困難であるといえる。

2 つ目の問題は「ソフト・バジェット問題」といい、リレーションシップ
バンキングの対象先の取引企業の経営に問題が発生した際に、金融機関が追加融
資要請の拒否が難しいという問題である³⁵。金融機関は、リレーションシップ
を構築しているが故に一層、借手企業が業績不振に陥った際、追貸しをして融
5 資を継続することが考えられる。また、企業にとっては、他の金融機関よりも
容易に追加融資が可能になることから、十分な経営再建努力を怠るという経営
規律の緩みが発生する可能性がある。

第 I 章にて確認したように、資金全体に余裕があるにも関わらず中小企業の
資金繰りは未だ厳しい。環境変化の中で、企業側はいかに自己の信用力を維持、
10 拡大していくかという質が求められるようになり、金融機関にとってはそれを
いかに正確に把握するかが必要となってきたと言える³⁶。地方に多く存在する
中小企業を支える地域金融機関も、地方衰退という大きな課題に直面している
中で、リレーションシップバンキングを深め、互いに発展を目指すことが重要
だろう。

15

(2) 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とは、個々の取引ごとの採算性を重視して、財
務諸表や定量的情報に基づいて融資実行の可否や融資条件を判断する手法であ
る³⁷。定性情報ではなく、定量情報により個々の採算性を重視して融資決定を
20 行うため、前述のリレーションシップバンキングとは対極に位置するとされる。

しかし、リレーションシップバンキングの補完的な役割を果たすために、担
保・融資に依存しない融資を促進するための有効な資金調達方法であるといえ
る³⁸。トランザクションバンキングの具体的な取引形態としては、「財務諸表貸
出」、「クレジットスコアリング」、「動産担保融資」の 3 つが挙げられる³⁹。中
25 小企業の資金調達において特に関係の深いクレジットスコアリングと動産担保
融資について順に述べていく。

① クレジットスコアリング

クレジットスコアリングとは、借手の信用リスクと関係が深い諸変数を組み
30 込んだ計量モデルによって借手のスコアを算出し、融資実行の可否や条件を決

定する貸出手法である。個々の貸出案件毎に与信リスクを判断するのではなく、多数の小口貸出をポートフォリオとして束ね、その全体の平均的なパフォーマンスに基づいて与信判断がされる点が特徴である。貸出を統計・機械的に管理
5 減といったメリットが存在し、またリスクが計量化されることで、リスクに応じた金利が設定されやすいという面もある。

しかし、問題点として金利・手数料の高さを始めとし、企業規模によってはスコアリングに用いるための財務諸表の十分なデータを有していないことや、機械的な審査により金融機関との関係が希薄化することが挙げられる⁴⁰。

10

② ABL(Asset Based Lending：動産担保融資)

ABLとは、企業が保有する売掛債権や在庫などの動産を担保として、その担保価値に基づいて金融機関が与信枠を設定する貸出手法のことである。ABLにおける担保としては、「商品担保」、「生産財担保(機械設備・特殊車両等)」、「売掛債権担保(売掛金・請負代金等)」が主として挙げられるが、近年では特に、特
15 許権、著作権、商標権、意匠権などの「知的財産権」を担保とする「知的財産担保」が、物的担保に乏しい企業に新たな資金調達の道を開く手段であるとして注目されている。

ABLによって、従来担保になりにくかったものを担保としての資金調達が可能になることや、担保である売掛金や在庫の報告のプロセスを通じて、金融機関との関係強化を図ることができ、金融機関と企業のリレーションシップの構築に繋がることもメリットである。だが、裏を返せばこうしたモニタリングにかかる費用が高くなってしまふことがデメリットとなる。

ABLは金融庁が積極的な活用を推進していることもあり、利用拡大に向けて
25 の期待が高まっている。しかし、実際の活用状況は思うように進んでおらず、未だ不動産担保を補完するための添え担保としての扱いも多い。さらなる活用を進めるにあたっての課題として、金融機関においては、動産の価値評価がその性質上難しいために、担保評価などに関するノウハウ・経験が不足していること。日本において動産を処分する市場整備が整っていないことから、担保処
30 分の困難さが挙げられる。

(3) 資本性借入金

資本性借入金とは、金融機関が中小企業の財務状況を判断するにあたり、負債ではなく、資本とみなす借入金のことである⁴¹。中小企業においては、間接金融への依存から、特定の金融機関から長期間融資を受け続けることで、疑似エクイティ(資本的性格の資金)のようになっているケースが多い。この実態を考慮して、金融機関の貸し渋りや貸し剥がしを防止し、新規融資を後押しすることを目的として2004年の金融検査マニュアルの改訂に際し導入された。

通常、財務諸表上では、借入金は負債となり、負債が膨らむと民間金融機関は経営の安定性に問題があるとして追加融資が難しくなる。しかし、資本性借入金においては資本とみなされるために財務内容が改善され、新規融資が受けやすくなるといった特徴がある⁴²。資本性借入金は、①長期間償還不要な状態であること、②配当可能利益に応じた金利設定、③法的破たん時の劣後性を確保することの3つの条件を全て満たせば、利用が可能となる⁴³。

資本性借入金は、企業にとっては金利を低く抑えられるとともに、返済期間への余裕を持てるというメリットがある。一方で、金融機関からすれば、貸出条件が不利になるために大きなメリットがあるとは言い難い。また、資本性借入金の利用により、融資先の債務者区分が格上げとなる場合があるが、本質的に企業の財務状況を変えるものではない。以上より、利用を間違えてしまうと、不良債権を生み出しかねないなどといったモラルハザードの問題が生じてしまう可能性もあるために、利用には留意が必要である。

(4) シンジケートローン

シンジケートローンとは、資金調達ニーズに対し複数の金融機関が協調してシンジケート団を組成し、1つの融資契約書に基づき同一条件で行われる融資のことである。

シンジケートローンの融資形態は、「コミットメントライン」と「タームローン」の2種類に大別される。コミットメントラインは、予め設定した融資枠金額・期間の範囲内で自由に借入・返済を行う信用枠を企業に供与するもので、期間1年未満の運転資金が中心である。タームローンは、契約後に融資の実行を伴うもので、期間は3~10年程度の中長期であることが多い⁴⁴。

シンジケートローンのメリットには、まず柔軟な資金調達が可能であることが挙げられる。また、多数行の金融機関との取引によって取引金融機関を拡大することができるにもかかわらず、契約締結前の条件交渉や締結後の事務管理はアレンジャー・エージェントがそれぞれ行うために、事務負担が軽減される。

5 しかし、シンジケート団に参加する全ての金融機関の合意を必要とするだけに、借手企業の財務データや格付けなどが重視される他、融資条件にコベナンツ(遵守事項)が設けられ、企業に対し特定の財務比率の維持が一般的に求められる。このため、利用には信頼性の高い財務諸表や一定水準以上の財務内容が必要となる。

10 1999年に、「特定融資枠契約法」が制定されコミットメントラインの手数料が明確化したことを契機に、シンジケートローンの利用は拡大を続け、さらに組成金額の小口化により大企業中心だったシンジケートローンは中小企業にも浸透しつつある⁴⁵。

15 1.3 中小企業における直接金融

投資家が利益に繋がると見込むような企業でなければ直接金融での資金調達は難しい。中小企業では、投資家が投資判断をするための企業・財務情報開示の資料作成にあたる専門知識を有する人材がいないことや、規模の経済や信用力の不足といった問題を抱えている。近年、直接金融の利用は増加しつつあるものの、こうした問題点からやはり直接金融での資金調達が十分に可能な企業はごく一部に限られている。

本項では、中小企業の主な資金調達方法である社債、CDOについて紹介する。

(1) 社債

25 社債とは、企業が運転資金や設備資金など、多額かつ長期の安定的な資金を調達するために発行する債券のことである。一般的な借入と異なり、社債は償還日まで返済が繰り延べられる。2000年に特定社債保証制度が創設され、中小企業の社債利用が容易になって以降、社債市場は拡大基調にあるものの未だその利用は限定的となっている⁴⁶。

30 最も基本的な社債である普通社債に加えて、転換社債やワラント付社債のよ

うに株式と社債の間のような社債も発行可能となっている⁴⁷。また、CP (Commercial Paper: コマーシャルペーパー) という、短期の資金調達目的で発行される短期社債もあるが、発行には高い信用力が必要とされ、多くの中小企業にとっては利用が困難である。

- 5 社債は、さらに、募集の方法によって大きく公募債と私募債に分類される。公募債は、不特定多数の一般投資家に対して広く募集され、市場取引がなされるために届け出や管理が必要となる上、ディスクロージャーや、格付け会社による格付けを取得する必要がある。また、上場の義務があることから、中小企業にとって公募債の利用は困難である。しかし、縁故者や金融機関等、対象者を限定し発行する私募債であれば、こうした証券取引法の規制を受けず、上場の義務もないために、私募債の利用が中小企業にとって現実的である。

10 私募債はさらに銀行引受私募債と少人数私募債があり、それぞれの共通点・違いは以下の通りである。

15 **【図表 7】 銀行引受私募債と少人数私募債の比較**

	銀行引受私募債	少人数私募債
投資家	金融機関	50人未満の縁故者
財務省への届出	不要	不要
発行金額	数千万～数億円	数千万円(1億円以下)
手数料	引受銀行に対する財務代理人や引受手数料が必要	特に必要なし
資金ニーズ	健全な財務体質を活用して、長期安定資金を調達したい	銀行借入以外の資金調達の多様化が必要

20 出所)『入門 企業金融論』・中島真志・2015・p.202

- 25 成長の初期段階など、銀行引受私募債が利用できるほどの財務的な体力がない企業にとっては、少人数私募債が有力な資金調達方法となる。少人数私募債は、縁故者との信頼に基づいて発行される事が多く、担保が不要であること、発行に金融機関が関与しないために償還期間や金利を自由に設定できることや手続きの簡素さがメリットとして挙げられる⁴⁸。社債の引受手を自ら探さなく
- 30 てはならないため、そもそも資金提供者を集めることが難しいという問題点が

あるものの、メリットが大きく、利用もしやすいことから、中小企業に適した資金調達方法であるといえる。

(2) CDO(Collateralized Debt Obligation：債務担保証券)

5 CDO とは、多数の貸出債権(ローン)や社債など複数の金銭債権をプール化した上で、そこから得られる元利金収入を裏付けに発行される証券のことである。原債権が貸出債権の場合が CLO(Collateralized Loan Obligation：ローン担保証券)、社債の場合が CBO(Collateralized Debt Obligation：社債担保証券)であり、両者を合わせて CDO と総称される⁴⁹。

10 CLO・CBO では、貸出を組成(社債を引受)した金融機関が特別目的会社などを通じて最終的に投資家にリスクを移転する。そのため、集められた債権プールが生み出すキャッシュフローによる支払いの優先順位を工夫し、異なる格付けの証券を作ることによって、投資家の様々なニーズへ対応することが可能である。金融機関にとっては、証券化により、高い市場性をもった形態にすることが

15 ができるので、資金調達が機動的になるというメリットがある。さらには、集められた債権を小口化することによりリスク分散されることがメリットとして存在する。投資家にとっても同様に、リスクが分散された商品が提供されることとなり、新たな投資先の獲得に繋がる。企業にとっては、無担保かつ長期の資金調達が可能であることや、毎月の返済が必要ない点がメリットである。

20 問題点としては、企業にとっては仕組みが十分に理解できないことが挙げられ、中小企業の 4 割が仕組みを理解していないという調査結果がある⁵⁰。また、金利や諸手料が高く、高コストであることも課題である。さらには、債権をリパッケージし商品化するという性質上、原債権が不透明になり、投資家は債権の評価が困難になるという問題点がある。典型例がサブプライムローンであり、

25 こうした問題や投資家からの信用を得るために、原債権の透明性が必要とされる。

CLO・CBO はポートフォリオ全体のパフォーマンスが重視されるために、信用力の低い企業に新たな資金調達の道を開く方法であるとして注目されている。普及には、企業の理解を十分に得ることや、情報開示によって原債権の透明性を

30 確保することが必要であろう。

第2節 ベンチャー企業の主な資金調達方法

2.1 自己資金

自己資金とは、起業家自身の資産や、配偶者、親族、知人からの借入金や出資金のことである⁵¹。金融機関からの借入れと比較して、リターンに関する要求が厳しくないために、信用力の乏しいシード期において特に重要な資金調達方法である。

2.2 ベンチャー企業における公的金融

第1章で述べたように、これまで税制や補助金等、行政によるベンチャー支援は強化されてきた。リスクの大きいベンチャー企業にとって民間からの資金調達は容易ではないため、公的機関からの支援は重要である。しかし、条件に適合すれば誰でも利用できる反面、認知度の低さや制度面で課題は多い。

本項では、ベンチャー企業の主な公的支援策である補助金・助成金、エンジェル税制について紹介する。

15

(1) 補助金・助成金

補助金・助成金とは、国や自治体を中心に、特定の事務、事業に対し国家的見地から公益性があると判断された場合に、交付される財政援助である⁵²。補助金と助成金の違いは、次の図表の通りである。

20

【図表 8】 補助金と助成金の違い

	助成金(国)	助成金(地方自治体)	補助金
実施主体	国(厚生労働省)	地方自治体	国(経済産業省)
目的	雇用・労働環境の改善	地域の活性化	経済の活性化
採択要件	一定要件を満たせば原則、審査はない	審査の有無は、自治体ごとに異なる	一定要件を満たしても審査がある。
申請期間	随時、または長期間	事業により異なる	1~2ヵ月程度

25

出所)「補助金・助成金を活用したベンチャー企業の成長戦略」『金融財政事情』・

30 川村晴雄・2017・p.29

現在、新たな起業や生産性の向上に向け、「創業・事業承継補助金」、「ものづくり補助金」、「小規模事業者持続化補助金」といった3つの国の補助金が注目されている⁵³。

最大のメリットは、返済の必要がなく、受給すればその用途が自由である点にある。また、補助金の申請において多面的な観点から事業性評価を受けるため、補助金採択企業は金融機関からの融資が受けやすくなるというメリットも存在する⁵⁴。デメリットとして調達可能金額が限定的である点が挙げられるが、創業間もないベンチャー企業にとっては非常に魅力的な資金であり、成長資金として活用することで、大きな成長の糧となるだろう。

10

(1) エンジェル税制

エンジェル税制とは、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に対して税制上の優遇措置を行う制度であり⁵⁵、次項にて紹介する個人投資家の活動を拡大させるために行われている。

15

【図表 9】 エンジェル税制の制度内容

A. 投資した年に受けられる所得税の優遇①か②のどちらかを選択し適用
① (対象企業への投資額-2000円)をその年の総所得金額から控除 ※但し、創業3年未満かつ創業から全年度赤字の企業への投資のみ
② 対象企業への投資額全額をその年の他の株式譲渡益から控除 ※但し、創業から10年未満の企業への投資のみ
B. 対象企業の株式売却時に生じた損失を3年に渡り他の株式譲渡益と相殺

20

出所)「エンジェル税制のご案内」・経済産業省・2017・p.1

25

<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/pdf/angeltax_panf1.pdf>

株式売却時に生じた損失を通常の所得と通算ができない点が他国の制度とは異なっているが⁵⁶、基本的な制度内容に遜色はない。しかし、米国との普及率の差や、その認知度の低さから、未だその普及は十分であると言えない状況だ。

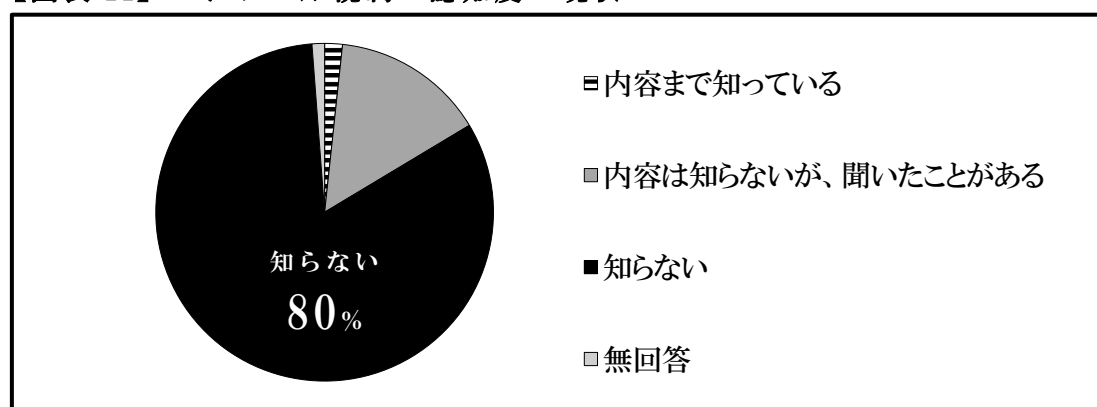
30

【図表 10】 エンジェル投資の日米比較

	日本(2011年)	アメリカ(2012年)
投資額	9.9 億円	2.3 兆円
投資件数	45 件	67000 件
投資家数	834 人	268000 人

出所)「平成 26 年度 企業・ベンチャー支援に関する調査」・経済産業省・2015・
p.20 <www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf>

【図表 11】 エンジェル税制の認知度の現状



出所)「個人投資家の証券制度に関する意識調査」・日本証券業協会・2013・p.16
<http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/kojn_isiki/files/kojinntoushikanosyoukenntoushinikannsuruishikityousa_20130917.pdf>

制度に大きな遜色がないにも関わらず普及が進んでいないことを鑑みると、普及が進まない原因は、個人投資家に対する制度の認知度の低さにあるのではないだろうか。個人投資家からの資金はベンチャー企業にとって貴重な資金であるため、エンジェル税制の普及は重要な課題であると考えられる。

2.3 ベンチャー企業における間接金融

事業化に成功し、成長段階に入ると間接金融の利用が可能になるが、その事業規模の小ささから中小企業と同様の課題を抱えている。

本項では、ベンチャー企業の間接金融を支援している制度金融について紹介する。

(1) 制度金融

- 5 制度金融とは、国や地方自治体が制度に基づき行う融資のことである。日本では主に、政府系金融機関である日本政策金融公庫が制度金融を担っている。代表的な融資制度として新規開業資金という制度があり、創業から5年以内の企業に対して、無担保・無保証人の条件で融資が行われるなど、民間では供給が難しい資金の提供を目的としている。
- 10 金利の低さに加え、事業へのアドバイスを得られることもある点が、制度融資におけるメリットである。しかし、金融機関等、他の借入れ方法と比較して融資実行までの期間が長く、迅速な融資が受けられないことや、調達可能額が少額であることがデメリットである。また、担保や保証が必要とされる場合も
- 15 が望ましいといえる。

2.4 ベンチャー企業における直接金融

- 特に創業期のベンチャー企業は間接金融での資金調達が困難であるため、直接金融主体の資金調達をせざるを得ない状況に置かれている。しかし、この直接金融に関しても課題は多い。第I章第5節でも確認したように、リスクマネーの供給の少なさが大きな課題であるが、こうしたリスクマネーの供給が少ない理由には、そもそも資金提供者が諸外国と比較して圧倒的に少ないことが挙げられる。そこには、機関投資家の参入が進まないことや、リスク回避的な日本人の特性が関係している⁵⁷。

- 25 本項では、直接金融における主な資金調達方法である個人投資家、ベンチャーキャピタル、クラウドファンディング、IPO、M&Aについて紹介する。

(1) 個人投資家(エンジェル投資)

- 個人投資家とは、私財をベンチャー企業に出資するだけでなく、経営支援も
- 30 行う個人のことである⁵⁸。自己資金による創業からVCによる投資を受けられる

ようになるまでの空白の時期における貴重な資金提供者であり、また経営支援がなされることから、個人投資家はベンチャー企業にとって重要な存在である。

ベンチャー企業が発達している米国では、成功した起業家が個人投資家となって次世代の起業家に投資する仕組みが形成されており⁵⁹、また自らの経験を
5 活かし、積極的に支援を行っている。

このように個人投資家の活動が活発な米国に比べ、日本ではその活動が極めて小さい。事実、個人投資家による年間投資額において、米国が 2.5 兆円であるのに対し、日本はわずか 200 億円に過ぎない⁶⁰。これまで、個人投資家の活動を活性化させるために様々な取り組みが行われてきたが、依然として課題を抱えたままである。近年、新たな取り組みとして 2015 年に「株主コミュニティ
10 制度」が導入された。株主コミュニティとは、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的として創設された、非上場株式の流通取引・資金調達の制度である。証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、自己申告により参加する
15 投資家に対してのみ投資勧誘を認める仕組みとなっている。この制度は、個人投資家とベンチャー企業をつなぐ場として注目されている⁶¹。

(2) VC(Venture Capital：ベンチャーキャピタル)

VC とは、株式を公開していない段階にある有望なベンチャー企業、または起業家に対して、成長のための資金を株式への投資という形で提供する投資会社
20 のことである⁶²。資金の供給だけでなく、経営支援を行って株式公開を促進し、公開後に市場で株式を売却することで投資を回収し、利益を得ている。一般的に、投資家が出資を行う投資ファンドの形態であることが多い。

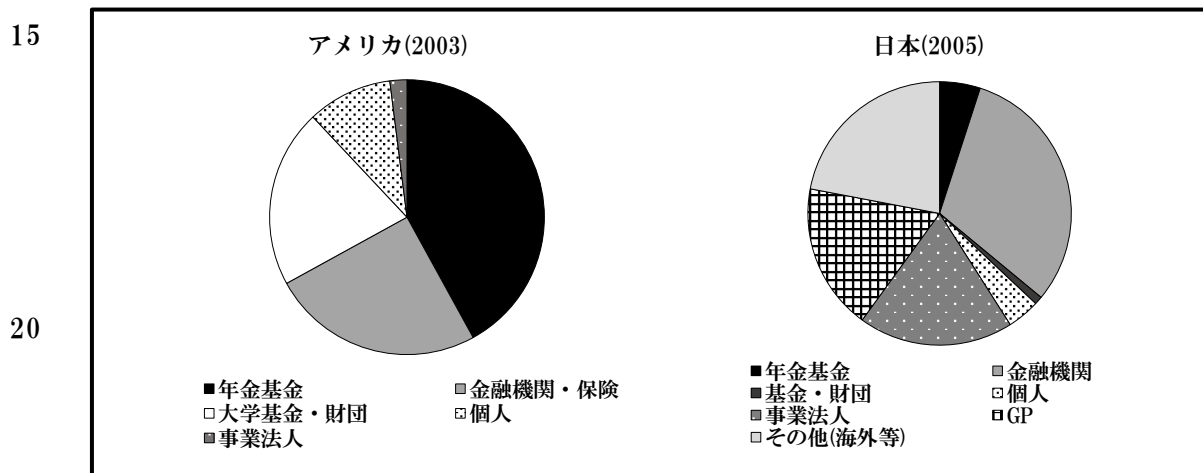
VC の社会的意義は、銀行などの金融機関から融資を受けることが困難なベンチャー企業、特に成長軌道に乗る前の経営状況が芳しくないアーリー期のベンチャー企業に対する資金提供を可能にすることである⁶³。このように VC は、ベンチャー企業にとって有用な資金調達方法であるが、自社の株式が VC に取得されるということを理解し、VC への過度な依存を避け、自社の事業に適した
25 VC を選択することが重要である。

30 日本の VC の特徴として、資本系列が金融機関系の VC が多く、VC の 6 割を

占める。一方で米国では 8 割が独立系の VC であり、様々な業界の出身者による専門的な知識を基に、投資が行われている。また米国ではアーリー段階から投資が行われ、積極的に経営に関与して投資先の価値を高める「ハンズオン型 VC」が多いことが特徴である⁶⁴。

- 5 また、もう 1 点、日本と米国における相違点として、VC の出資者の構成が挙げられる。米国は日本と異なり年金基金等の機関投資家からの出資が大半を占めている。米国では 1979 年に ERISA 法(従業員退職所得保障法)が改正されるまでは年金基金による VC への投資は少なかったが、改正後、急増した⁶⁵。世界でベンチャー市場が広がっているが、近年こうした機関投資家が台頭している。
- 10 世界の VC 投資の出資比率において、機関投資家の比率は 2000 年には 13% だったが、2014 年は 27% であった⁶⁶。今後 VC が発展するためには大量の資金を有する機関投資家による出資の拡大が必要不可欠である。

【図表 12】 VC への出資者構成に関する日米比較



出所)「ベンチャーキャピタルを通じた資金供給」・経済産業省・2007・p.7

<<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71025a03j.pdf>>

- 25
- また、近年、協業による自社事業の強化や新規事業の育成を目的としたベンチャー企業投資を行う(Corporate Venture Capital: コーポレートベンチャーキャピタル)が増加傾向にある⁶⁷。この増加傾向の背景には大企業が自社の競争力を維持するために、外部で生まれたイノベーションを活用する、「オープンイノベーション」への取り組みを活発化させてきたことが挙げられる。オープンイ
- 30

ノベーションがさらに活発化し、ベンチャー企業との提携・買収が増加すれば、副次的な効果として、VCによるアーリーステージへの投資が誘発される⁶⁸のではないかと期待されている。

5 (3) クラウドファンディング(CF：Crowd Funding)

CFとは、一般に、新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組みのことである⁶⁹。ほぼ見ず知らずの多くの人から投資を募るために、適格審査はほとんど必要なく、企業としての信用力よりも、その事業の中身への共感性が重視されることが多い。近年のICT技術の発展により生まれた資金調達方法であり、上記のような今までにない資金調達の性格を持っていることから、現在は未成熟ではあるものの、新たな資金調達方法として注目されている。CFは資金提供者に対するリターンの形態により、寄付型、購入型、融資型、投資型の4つに大別される⁷⁰。

15 ① 寄付型

寄付型では、インターネットのプロジェクトに対して出資を行うが、寄付の形をとっているために、目に見えるリターンは発生しない。しかし、資金調達者からは資金の活用状況などを記載したニュースレター等が送付される場合がある。

20 ② 購入型

購入型では、資金調達者がプロジェクト実行後に、資金提供者に商品やサービスを提供するといったリターンが発生する。

購入型のサイトを利用する目的は様々であるが、企業が利用する場合、新商品開発や、新サービス開発のための資金調達としてや市場ニーズを判断するためのマーケティングとして活用されている⁷¹。

25 ③ 融資型

融資型では、投資家から集めた資金で、資金ニーズのある企業に対して融資を行うものである。小口の預金を集め大口化することで、これまで融資の対象とならなかった顧客層への貸付が可能となり、CFの中でも特に今後の成長が期待されている。

④投資型

投資型では、非上場株式の発行により、インターネットを通じて不特定多数の株主から出資を募ることを可能にする仕組みである⁷²。未公開株式を発行する企業は、ネットを通じて広く資金を調達することが可能となり、取引所に上場しなくても一定規模の資本が調達できる可能性がある。

また、ネット上で自社のビジネスをアピールすることで自社を応援するファン層を株主にできるなど、今までにない企業と株主の関係が生まれる可能性を秘めている⁷³。出資者にとっては、他のCFとは異なり、株式で投資を行うために、配当やリターンが見込めることが大きな特徴である。しかし、投資対象が株式であるために、金融商品取引法の規制対象となり、取り扱い業者は金融商品取引業者として登録を受ける必要がある。

投資型CFは、さらにファンド型と株式型に分けられるが、これまで市場の伸びを牽引してきたのはファンド型であった⁷⁴。しかし、2014年に金融商品取引法改正によって株式型の市場が整備され始め、今後の活用が期待されている。

投資型CFとは、非上場株式の発行を通じた資金調達を行うための制度である。他のCFとは異なり、株式で投資を行うために、配当やリターンが見込めることが大きな特徴である。しかし、投資対象が株式であるために、金融商品取引法の規制対象となり、取り扱い業者は金融商品取引業者として登録を受ける必要がある。

ここで取り扱われる有価証券は、CF業者が、投資型CFにおいて取り扱う株式とその株式を発行する会社の財務状況、事業計画の妥当性や資金用途などを審査し、適当と認めたもののみを取り扱う。投資型CFにより、同一の会社が資金調達を行うことができる金額は、1年間に1億円未満となっている。投資型CFは、CF業者がそのウェブサイトを開覧させることや、電子メールを送信する方法によってのみ投資勧誘が認められており、電話や訪問による投資勧誘は禁止されており、1人の投資家が投資型CFにより取得することができる金額は、同一の会社が発行する株式につき1年間に50万円以下とされている。

CF業者から投資家への情報提供等について、CF業者は、投資型CF業務により取り扱う株式及びその株式を発行する会社の概要や、資金調達等の内容をそのウェブサイトにおいて公表することとなっている。実際の取引について、CF

業者は、投資経験や預かり資産等についての取引開始基準を定め、この基準を含めた適合性を確認することができた投資家との間でのみ、投資型 CF による取引を行う。投資型 CF により取得した株式は、取引所に上場しておらず、流通取引を前提としていないので、換金性が著しく乏しいものである。

- 5 投資型 CF による株式の取得に関し、その申込みの日から 8 日間は、申込みの撤回又は契約の解除をすることができ、投資型 CF 終了後においても、会社等から投資家に対し会社の事業の状況についての定期的な情報提供が行われる。日本ではまだ導入間もないため、実際の例は多くない。

10 また近年、こうしたインターネット上での資金調達手段が続々と生まれており、ビットコインなどの仮想通貨を使った資金調達が登場してきている。特に企業がブロックチェーン上で独自の仮想通貨を新規発行して、個人投資家に買い手を募る「ICO(Initial Coin Offering:イニシャルコインオファリング)」が、欧米やアジアなどで急増している。このように、テクノロジーの発達により、資金調達手段は広がりを見せている。

15

(4) IPO(新規株式公開)

IPO とは、社長やその近親者らが主要な株主で、株式が市場で取引されていない未公開企業が、市場で株式が取引される公開企業になることである。企業が IPO をする理由として、以下の 3 点が挙げられる。①株式公開によって企業
20 の信用力が高まることから、銀行借入が容易になり、資金調達力が飛躍的に向上する点、②様々な公開審査基準を満たさなくてはならないことから、社会的信用を獲得し、知名度を高めることができる点、③所有株を売り出すことで、創業者が多大な資金を得られる点である⁷⁵。

25 こうした新規株式を公開する市場として、日本には、札幌、東京、名古屋、福岡の 4 つの証券取引所が存在する。しかし、未公開企業がこれらの市場で公開する例はほとんどなく、一般的にはジャスダック、東証マザーズの 2 つの新興市場向けのいずれかで公開される。

30 IPO は、後述の M&A と同様にベンチャー企業への投資資金の出口(Exit)として位置づけられているが、日本の現状では出口戦略として IPO が大きな割合を占める。

(5) M&A

M&Aとは、「Mergers(合併)and Acquisitions(買収)」の略である。M&Aの広義の意味として、企業の合併・買収だけでなく、提携までを含める場合もある⁷⁶。M&Aによるメリット、デメリットを買い手と売り手双方の視点から述べていく。

5 まず、買い手のメリットとしては、事業をそのまま引き継ぐことができ、新たに事業を立ち上げるよりも時間的なコストを削減することができる。さらに、すでに立ち上がった企業を買うことで、収益・リスクの予想がしやすく、短期的に業務の拡大を図ることができるなどといったメリットが挙げられる。

10 売り手のメリットとしては、まず事業承継問題を解決できるという点である。後継者不在の企業は65%に上り、後継者を見つけることができなければ、商圏や技術・ノウハウは消失してしまい、従業員の雇用や取引先にも影響を与えてしまう。

15 次に、創業者利潤の確保と個人保証解除の実現ができるというメリットがある。創業者が先行き不安を感じる場合に、創業者利潤の実現方法としてM&Aが有効である。創業者利潤の実現方法は、株式公開、M&A、廃業・清算の3つがある。一般に株式公開は、成長のプレッシャーや内部管理体制の強化など実現のハードルが高く、国内では年間数十社にとどまっている。また、廃業・清算の場合は、資産の処分価格が低くなり、株主への配当は総合課税となることから税負担が重く、創業者の負担が大きくなってしまう⁷⁷。

20 一方、M&Aは、資産評価で有利な上、分離課税で税率も抑えられることから、創業者にとってのメリットが大きい。そして、創業者が会社の借入金に対して個人保証・担保提供している場合には、M&A後に解除することができ、社長の座を譲るだけでは、オーナーシップが継続しているために、個人保証・担保提供から逃れることは難しいが、M&Aにより解消することが可能となる。

25 そして最大のメリットは、企業の存続・発展を実現し、社員の成長機会が増すというメリットである。具体的には、M&Aで上場企業など経営資源の豊富な企業のグループに加わることにより、販路の拡大や円滑な資金調達などの弱点を補うことができ、企業体質の強化を実現できる。さらに、従業員にとっても、事業拡大の現場や研修などを通じ、仕事に前向きに取り組む成長する機会が増える⁷⁸という点が挙げられる。

30

5 このように、買い手と売り手の双方にメリットのある M&A であるが、デメリットも存在する。まずは、人材面の統合の難しさである。異なった企業文化の融合を表す M&A において、人材面の統合は避けては通れない課題である。M&A が成功するか否かは人材資源の有効活用、能力発揮ができるかどうかのカギを握っているといっても過言ではない⁷⁹。

10 さらに M&A は会計制度においても問題を抱えている。日本は、JGAAP という独自の会計方法を採用している。国際的な会計基準(IFRS)との大きな違いは、のれんの処理の方法である。のれんとは、M&A において支払った買収価額のうち、特定の資産に配分できない部分のことである。現行の日本基準では、連結財務諸表原則に則り、のれんは最長 20 年の償却期間において毎期定額法またはその他合理的な方法で償却することが要求される。

15 そして、のれんの償却費は損益計算書上、販売費及び一般管理費とされている。したがって、大型の M&A を行い、多額ののれんが発生した場合、現行の日本基準ではその償却費負担が最大で 20 年間生じることとなり、営業利益がのれんの償却期間にわたって圧迫され続けてしまい、営業利益や経常利益などの区分利益を重視する傾向が根強い日本において、経営者がのれんの償却費負担を懸念し、M&A に消極的になってしまうという課題が存在する。

20 企業の出口については、M&A も含め、多様な選択肢が確保されていることが望ましい⁸⁰と考えられるため、こうしたのれん処理の課題を解決すれば、M&A はより活発化するのではないだろうか。

第Ⅲ章 今後の日本企業の望ましい資金調達のあるり方

25 ここまで、中小企業・ベンチャー企業における課題を整理し、その主な資金調達方法についても確認してきた。本章では、見出された課題に対する解決策を述べていく。

企業が持続的に成長し、日本経済に貢献していくためには、ただ資金繰りが改善されるだけではなく、資金の提供によって「付加価値」が生み出される必要がある。こうした点を踏まえ、今後の望ましい資金調達のあり方について、公的金融、間接金融、直接金融の順に提言を行っていく。

第1節 責任共有制度における新たなリスクシェアリング

第II章で確認したように、信用保証制度は信用力の乏しい企業の資金調達を円滑化する一方で、企業や金融機関の経営改善意欲を減退させるモラルハザードを引き起こす。また、肥大化した制度が企業の市場淘汰を妨げることで、日本企業が抱える課題である開廃業率の低さの要因になっている。

そこで我々は解決策として、金融機関のリスク負担割合の増加が必要であると考え。リスク負担に関しては、現行の責任共有制度によって、金融機関には2割のリスク負担が設定されているが、この2割のリスク負担はそのままに、金融機関の企業に対する融資総額全体において保証付き融資とプロパー融資を一定割合確保することによって、実質的なリスク負担を増加させることを提言する。

まず、金融機関のリスク負担が増加することによって、スクリーニングやモニタリングが強化されると考える。企業の返済が不能となれば金融機関も損失が発生するために、業績が悪化した企業に対し、経営改善支援や事業再編を行うというインセンティブが働くことによって、企業・金融機関双方のモラルハザードが解消されると考える。加えて、スクリーニングの強化により、収益性の低い企業への融資が厳格になることで、企業の新陳代謝が促されるだろう。こうした適切なスクリーニングや企業の新陳代謝が活性化すれば、真に資金が供給されるべきである企業に対し、資金が行き渡るのではないだろうか。

また、一律の負担割合を設定するのではなく、融資総額全体でのプロパー融資の確保を求めることで、多種多様な企業の実態に合わせた柔軟なリスク分担を行うことが可能となる。従って、金融機関におけるプロパー融資の割合においても、全国一律の割合を設定するのではなく、各地域の保証協会と金融機関の自主性によって割合を策定していくべきである。

プロパー融資の確保が企業の本質的な資金調達の円滑化に繋がった例が実際に報告されていることから、プロパー融資の確保は企業・金融機関双方にとって有効なものだと言えよう。こうした保証制度の見直しが見直しが示されている改正案が本年6月に国会で成立し、新たな責任共有制度は実現に向け動き出している。

しかし柔軟なリスク分担が求められる一方で、その実効性を担保するために、

金融機関に対しどのようにプロパー融資を「確保」させるのかは明確にする必要がある。そこでさらに、保証協会と金融機関の双方にとって適切なリスク負担の割合を策定するために、企業に対し「ローカルベンチマーク」の活用を義務付けることを提言する。ローカルベンチマークとは、2016年に経済産業省が、
5 公表した企業の状態を把握するためのツールである。6つの財務情報と4つの非財務情報からなっており、企業と金融機関との対話を充実させることが狙いとされている⁸¹。

ローカルベンチマークの活用により、企業の事業への理解に根差した適切なリスク負担の設定が可能となる上、企業と金融機関の対話が充実することは、
10 情報の非対称性の改善や、リレーションシップの構築にも繋がっていくのではないだろうか。そして、こうして策定されたリスク負担を実行させていくために、プロパー融資の進捗状況や保証利用の状況等、情報を今以上に「見える化」することが重要である。さらにこうした対応に対して、保証協会及び金融庁や中小企業庁によるモニタリングを行うことで、その実効性がさらに担保されるだ
15 ろう。

第2節 担保としての知的財産の活用

中小企業、ベンチャー企業共に大企業と比較して情報の非対称性や規模の経済が働くために信用力が乏しく、間接金融においても円滑に資金が供給されているとは言い難い。また銀行借入においては融資実行の際、伝統的に不動産担保や個人保証が求められるが、そもそも十分な不動産を有していないために不利な貸出状況となっている。さらに人的保証は、事業失敗時には経営者の再起を困難にすることで新たなビジネスを生み出すチャンスを塞いでおり、チャレンジ精神の低さや開廃業率の低さにという根本的な課題に繋がっているといえ
25 る。

これら諸問題を解決するために、担保や保証に過度に依存せず、事業性を評価する融資であるリレーションシップバンキングが推進されている。しかし未だその普及は十分ではない。そこで本節では、事業性を評価した融資のさらなる普及のために、ABLの推進を提言する。

30 第II章第1節で確認したように近年、ABLの中でも特に知的財産を担保にし

た融資が注目されている。しかし、担保の価値評価方法が確立していないことや、債務不履行に陥った場合の担保処分が難しいことからあまり普及していないのが現状である。

5 経済産業省が過去に特許出願経験のある関東圏の中小企業に対して行った調査によると知的財産を対象とした融資を受けたいかとの問いに対し「受けたい」と回答した中小企業は700社中131社とある程度のニーズが存在しているにも関わらず、特許庁などを始めとする省庁からの支援策もとられている中で、実際に知的財産を担保や証券化し金融機関から資金的支援を受けたことがあるかとの問いに対して「ある」と回答したのは700社中19社にとどまった⁸²。

10 知的財産権を用いた資金調達が進まない理由は、ABLが普及しきらない理由と同様に、価値評価方法が困難であり、評価人材がいないこと。債務不履行に陥った場合の処分の方法が確立されていないことなどが挙げられる。これらの課題に対し、以下2点を提言する。

15 2.1 外部機関との連携による価値評価における知見の共有網の確立

知的財産の価値評価が困難であることを理由として、普及が留まっている現状がある反面、評価がそこまで難しくないという意見も存在する。実際に資金調達の助言等を行うコンサルタント会社は融資や投資の事例を多く手掛けていることもあり、過去の事例等を考慮すれば評価はそう難しくないと述べている。

20 こうした点から、知的財産は過去事例から見て相対的に評価することが有効な評価手法の1つであると考えられる。そのため共有化が進めばより評価は容易になり、事業の拡大等により新たに参入してくる事業者も増加するはずだ。

そこで、知識の共有化のためにはコンサルタント会社等の専門機関と金融機関が協力することが重要であると考えられる。そして専門機関と金融機関がより円滑に協力できるようにするためにも、政府による情報共有網の整備を提言する。民間で行うよりも政府が行うことで周知されやすく信頼が得られやすいので事例の提供に関しても容易になると考えられる。

30 現在は特許を利用して製品を開発・販売されてからどれほどのキャッシュフローを生み出すかを想定して割引現在価値を特許の価値とする「DCF(Discount Cash Flow)法⁸³」が最も一般的な評価方法とされているが、これは知的財産の評

価というよりも、中核となる知的財産を含めた「事業」として捉えた場合の評価を行っていることになるため知的財産単体での評価とは必ずしも言えない。

そこで、過去に実際に売買された類似特許、特許群の売買価格を参考にして、当該特許、特許群の価値を類推する「マーケットアプローチ法⁸⁴」の確立のために、政府が知的財産に関する知見を共有できる共有網を確立することが重要であると考える。多くの事例を共有することが可能になることから、より客観的で精度の高い評価が可能になると考えられ、価値評価がこれまでよりも容易になり、知的財産担保融資の普及に繋がると考えられる。

10 2.2 オークション制度による知的財産の処分方法の確立

日本では資金調達者が債務不履行になった際の処分方法が確立されておらず、現在は相対取引で知的財産が処分されることがほとんどである。実際、豊和銀行では知財の評価を「パテントファイナンスコンサルティング(PFC)」に依頼し金銭的評価額の50%を上限に融資を行い、万一貸倒れになった場合はPFCが売却先を紹介してくれる⁸⁵。

このように評価は専門機関に委託し、万一貸倒れになった場合は委託先の会社が知的財産を売却してくれるのが一般的である。しかし、専門機関が間に入っていれば売却先は見つけやすいものの通常であれば貸し倒れになってしまった特許の売却先を見つけることは困難であろう。そこで、「オークション制度」での売却先決定を提言する。

現在、知的財産の売却は相対取引が中心であるが「オークション制度」を導入することでこれまで以上に多様な買い手が見つかると考えられる。また、インターネット上でのオンライン方式を取れば更に参加者が増えると考えられる。予想以上に安く買いたたかれてしまうという懸念はあるものの、貸倒れになった際でも確実に売却できるという安心感にも繋がり、知的財産担保融資の普及の一助になると考えられる。

実際に知的財産担保融資の利用が進んでいる欧米では、オークション制度での知的財産の売買が盛んに行われており、ビジネスとしても成立している。2003年にIntellectual Capital Merchant Bancという会社が設立し、2006年から知財のライブオークションを実施し、10件以上のオークションで、総額約1

億ドルの取引を成立させた実績を持つ⁸⁶ことから、こうした事例に倣いオークション制度による知的財産権の処分方法を確立させることで知的財産権の取引も活発化していくと考える。

5 第3節 投資家の活動拡大に向けた方策

日本において、中小企業やベンチャー企業が直接金融の利用が困難な理由は、リスクマネーの供給の少なさにある。そして、リスクマネーの供給が進まない理由には、個人投資家・機関投資家の活動の拡大が進んでいないことが分析から明らかになった。そこで我々は、この課題を解決させるために、以下の2点の提言を行う。

(1) 個人投資家の活動拡大に向けた新たな制度の活用

日本において、中小企業やベンチャー企業が直接金融の利用が困難な理由は、リスクマネーの供給の少なさにある。そして、リスクマネーの供給が進まない理由には、個人投資家・機関投資家の活動の拡大が進んでいないことが分析から明らかになった。そこで我々は、この課題を解決するために、以下の提言を行う。

これまで、中小企業・ベンチャー企業にとって、株式での資金調達には成熟段階や出口戦略としての利用に限られていた。しかし、第II章第2節で紹介したように、株式審査を介さない取引である非上場株式制度として「株主コミュニティ」制度が新たに整備された。また、近年CFにおいて投資型CFが登場し、企業にとって株式での資金調達の道が開かれ始めていることから、こうした新たな資金調達方法を利用することで資金調達の幅が広がるのではないだろうか。

しかし、実際に資金調達が実現するかは、投資家からの出資を受けられるかどうかにかかっている。株式だけでなく、企業の信用力の問題から、直接金融は創業段階や成長段階の企業にとっては利用が難しいことに変わりはない。投資家からの信頼を得るためには、企業の情報を開示することが大切であるが、中小企業やベンチャー企業にとって投資家が望むような情報を揃えることは、現状として困難である。そしてこのことが、個人投資家の活動が拡大しない理由でもある。

そこで我々は、株主コミュニティ制度において、証券会社が、資金調達企業自身が対面で情報を開示する場を提供し、投資型 CF で発行された株式を取引するシステムを構築することを提言する。

5 資金調達企業にとっては、単に資金の調達が可能になるだけでなく、投資家に対して電子上や、書類上では伝わらないような自社の魅力をアピールすることができる。投資家側にとっては、こうした対面での情報提供によって起業家・経営者、企業の定性情報を踏まえて投資判断が可能となる他、自身が納得する情報を得られるために投資の際の安心感にも繋がる。そして、このシステムを主導する証券会社にとっては、未公開企業と IPO 以前からの関わりを持つことや、職域ビジネス(職場 NISA、確定拠出年金制度等)に関与ができるなどの業務の拡大を図ることが可能となる。また、利用する企業からの手数料収入も見込めるというメリットもある。

15 投資型 CF においても個人投資家が抱える問題は情報開示であるために、上記の株主コミュニティ制度に参加することで、同様に課題が解決されると考える。また、CF が持つ小口の少額投資が可能なのが、個人投資家の活動拡大をさらに促進するだろう。加えて、オープンイノベーションを目指す大企業が、中小企業やベンチャー企業の魅力的な事業を発見する場にもなり得るのではないだろうか。

20 こうした新たな制度の活用によって、個人からリスクマネーを集め、成長のための資金を投資家から調達し、成長を加速させながら Exit を目指す企業が増えてくれば、個人のリスクマネー供給も活発化していくに違いない。

(2) GPIF のポートフォリオ変更によるリスクマネーの供給

25 第 II 章第 2 節で述べたように日本では機関投資家によるベンチャー投資が他国と比較して極端に少ないことから、ベンチャー投資に機関投資家がさらに参入することで、リスクマネーが供給されるのではないだろうか。そこで我々は、GPIF の総資産の内 0.5% をオルタナティブ投資として、VC への投資に充てることを提言する。現在の VC の規模を考えると GPIF の総資産の 0.5% が VC に流れることで供給される資金の規模が一気に大きくなると考える。

30 日本の公的年金基金である GPIF(Government Pension Investment Fund：年

金積立金管理運用独立行政法人)は総額約 149 兆円(2017 年第 1 四半期末現在)の莫大な資産を保有している。GPIF は、預託された公的年金積立金の管理、運用を行っている。年金保険料から集められた公的年金積立金は、厚生労働大臣の預託により、GPIF が信託銀行や投資顧問会社などの運用受託機関を通して国内外の債券市場や株式市場で運用し、運用収益とともに年金給付の原資としており、現在の運用の構成要素に関しては以下の通りで、2001 年の運用開始以降 3.07%(約 58 兆円)の累積収益を上げている。

今後、少子高齢化が加速することを踏まえるとこれまで以上に、高い運用利回りが求められるようになると考えられる。実際図表にあるように国内債券以外の項目は以前よりも高い運用利回りを要求されていることがわかる。

【図表 13】 GPIF に求められている運用利回り

	国内債権	国内株式	外国債券	外国株式
2013/6/7～	3%	4.8%	3.2%	5%
2014/10/31～	2.6%	6%	3.7%	6.4%

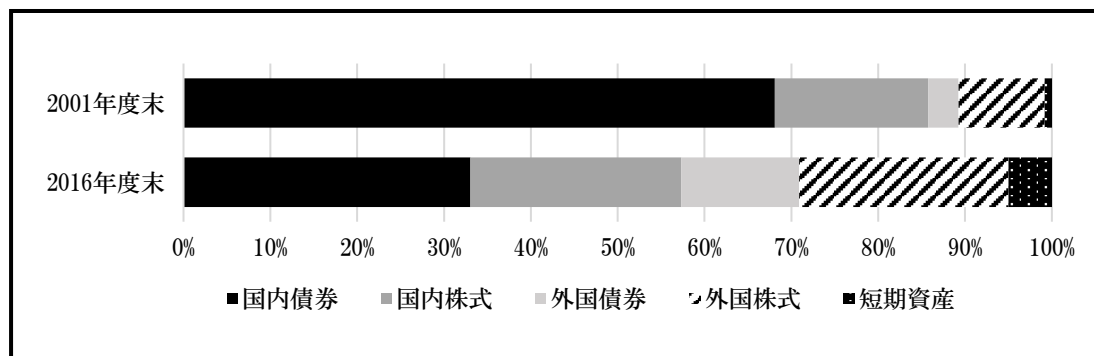
出所)金融庁 HP・「あなたと NISA 有識者コラム」

〈<http://www.fsa.go.jp/policy/nisa2/column/column-06.html>〉、「年金積立金管理運用独立行政法人 中期計画の変更について」・厚生労働省・2014 ・p.7

〈http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000063785.pdf〉

また GPIF が公表した昨年度の業務概況書によると、2016 年度の収益率は 5.86%、収益額は 7 兆 9363 億円。資産別では国内株式が 14.89%、外国株式は 14.20%と 2 年ぶりのプラスとなった。一方、国内債券はマイナス 0.85%、外国債券はマイナス 3.22%だった⁸⁷。発足当初は国内債券中心の運用であったが、現在は国内債券の収益が望めなくなったこともあり、【図表 13】からわかるように株式への投資が増加し、直近では国内債券への投資額とほぼ等しくなっている。

【図表 14】 GPIF の運用ポートフォリオの変化



出所)年金管理運用積立独立行政法人 HP・「平成 28 年度業務概況書」

〈http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h28_q4.pdf〉

5

ここまで見てきたように株式での資産運用は多少のリスクは伴うものではあるが、今後、GPIF の資産運用としては国内株式を中心に行うべきであると考えられる。実際、アメリカ最大の年金機構カルパースでは年率 7.75% の運用利回りが求められているために国内外の区別はないものの株式での運用が全体の約 15 50% 以上を占めている⁸⁸。

しかし、株式での運用といっても ESG 投資を含めて大企業の株式への投資がほとんどである。世界最大規模の年金基金でありながら、GPIF はオルタナティブ投資というヘッジファンドや未公開株式、VC、不動産、インフラ等へ投資を行ってはいるものの運用資産全体の 0.1% (約 1500 億円) に過ぎず、十分とは言えない⁸⁹。その結果、資金を必要としている中小企業・ベンチャー企業にまでは資金がなかなか流入しない現状にある。これに対してアメリカは VC の資金源の約 40% が年金基金とベンチャー企業の資金調達において欠かせない役割を果たしている。(【図表 12】を参照)

やはり、国民の年金を運用している以上、いくら今後のベンチャー企業発展のためとはいえ収益性が見込めない企業への投資はできない。また、GPIF は信託銀行等に指示し運用を委託しており、現在運用委託手数料が 400 億円かかっており年々増加傾向であるため、中小企業・ベンチャー企業への投資を行うとなればまず調査を行い投資するに値するのを見極めなければならないため外部機関に委託しては委託手数料がこれまで以上に必要となる恐れがある。

30 そこで GPIF 内で徐々に VC 等へのオルタナティブ投資をインハウス運用(年金

資産運用を外部の信託銀行や投資顧問会社等に委託せずに年金基金が自ら行うこと⁹⁰⁾で拡大することにより、こうした問題点も解決できるのではないだろうか。

現在、GPIF では債権に対するインハウス運用のみが認められており総資産の約 4 割をインハウス運用しているが、株式に関してはインハウス運用が禁止されている。実際に先ほど紹介したカルパースは理事長とは別に投資最高責任者を置き、職員も GPIF の倍以上いるため総資産の約 7 割をインハウス運用することが可能になっており、高い収益をあげることに成功している⁹¹⁾。

また今後の情勢を考えると株式での運用が増加することは望ましいが、2015 年度末時点で 30.5 兆円の国内株式資産運用残高のうち 20.6 兆円が TOPIX を指標とする運用に充てられている等、株価のみで投資先を判断している状況にある。

しかし、これから先、株価が上昇を続けるとは限らない。また、上位 50 社で 13~14 兆円の資金を運用しており、日経 225 に組み入れられている株式のうち 126 社の筆頭株主が GPIF という異常な状態となっている。このような現状を変えていくためにもいくら株式の収益率が上昇したとはいえ、これから先、上昇を続けるとは限らない。現在の株価のみで判断し集中投資を行ってはい本末転倒であろう。リスクを分散させるためにも今後を見据えたオルタナティブ投資を徐々にでも拡大していくことが GPIF にとっても日本の株式市場にとっても重要であると考えます。

このように、GPIF のポートフォリオの変更は、リスクマネーの供給によって中小企業・ベンチャー企業の資金調達を今まで以上に容易にするだけでなく、GPIF やひいては日本にとってもプラスの効果を生み出すのである。

25 第 4 節 M&A におけるのれんの非償却化

ここまで、企業が成長していく中での資金調達に対する提言を行ってきた。しかし、日本において、米国のシリコンバレーのような、ベンチャー・エコシステムを構築するためには、成長途中の資金調達だけでなく、企業の出口についても環境を整える必要がある。実際に、米国では企業の出口は多様化している一方で、日本における出口は IPO に偏重している⁹²⁾。日本でも、IPO で上場

会社になるだけでなく、M&A によって起業家が多額の資金を得ることにより、その資金を用いてまた新たに起業を行うことや、起業家自身が個人投資家となり、新事業に投資を行う好循環を生み出すことが必要である。

5 日本において M&A が活発でない理由は、第Ⅱ第 2 節で確認したように、のれんの償却費が企業の経常利益を押し下げるために、経営者が M&A に消極的になってしまうという、のれん償却の問題が原因である。

上記の課題を解決する方法として、我々は、IFRS 基準に則った「のれんの非償却化」を提言する。M&A プロセスの中で、IFRS 導入による課題へのアプローチとして以下の 3 つが挙げられる。

10 ①正確なシナジー効果の測定

正確なシナジー効果を測定することは難しいが、企業が求める価値の源泉を認識し、そこから新たに創造される価値を定量的に測定することで M&A 成立後のシナジー効果を適切に評価、認識することが重要となる。

②減損リスクの認識

15 毎期の減損テストが行われ永続的にのれんの減損リスクにさらされ続けることになるので、被買収企業の事業リスクをあらかじめ認識して減損リスクに備えなければならない。さらに、現在のれんの減損処理リスクのみならず、将来時点における減損リスクを見極める必要がある。

③被買収企業の価値の明確化による買収価格の適正化

20 IFRS 導入によって、M&A における無形資産の識別が厳格化されると、意識せずとも被買収企業が有する無形資産の存在及び価値を認識することになる。無形資産について、企業結合時に受け入れた無形資産の価値認識が行われると、公正価値評価が必須となる。この公正価値評価をもとにして、被買収企業の買収対価を適正化し、買収価格の払い過ぎをなくすことが必要であると考ええる。

25 IFRS を導入するにあたり、以前にも増して上記の①②③を徹底して行う必要が出てくると考えられる。徹底して実行するためには、IFRS 基準におけるのれんと無形資産の識別に関する理解や、DD(M&A を実施するにあたって、M&A 対象について詳細に調査すること)を行っている時点での正確なリスクの把握、想定外の無形資産の償却の回避などが必要となる。これらの懸念に関しては、買
30 い手企業の中に M&A の専門機関を置くことにより改善されると考える。

M&Aの専門機関に関しては、2012年から導入されたM&Aエキスパート認定制度⁹³を活用し、合格者数が日本に10000人程度の資格保有者がいることを踏まえ、買い手企業がM&Aの専門家を雇い、加えて会計士などとの連携を行うことでM&Aを円滑、かつ、正確に行うことができる。

- 5 そして、M&Aが活性化すれば、前述したようなベンチャー・エコシステムの構築に繋がるだけではなく、大企業とベンチャー企業のシナジー効果によって、新たなイノベーションが生まれ、日本経済に活気をもたらすだろう。

終章

- 10 日本経済は長らく「失われた20年」という経済停滞の中にあった。しかし現在、ようやく景気回復の兆しが見られ、日本経済は緩やかな回復傾向にある。企業も業績を順調に伸ばしてはいるが、今後企業が成長を続けていくためには、持続的な成長投資が行われなければならない。そのためには、円滑な資金調達ルート確保が必要である。

- 15 そこで我々は本稿において、日本企業の大部分を占める中小企業と、日本経済を牽引していく可能性を秘めたベンチャー企業の資金調達の現状について、細やかに分析を行ってきた。

- 企業資金調達は主に、金融機関や証券市場との関わりの中でなされている。しかし、現在日本の資金全体としては余裕があるにも関わらず、中小企業・ベンチャー企業が企業と比較して、その規模や信用力が劣ることが原因で、依然として資金繰りに課題を抱える企業が存在している。また、資金調達方法には様々な方法があるが、いずれの方法においても普及を困難にしてしまう課題が存在している。

- 25 そのため、資金調達を行う立場である企業が抱える課題を始めとして、資金提供者や資金調達方法による違いを踏まえ、我々は公的金融・間接金融・直接金融における全ての資金調達方法に対し、望ましい資金調達のあり方を提言した。

- 公的金融は、民間の補完的な役割にとどまることが本来のあり方である。しかし、制度が肥大化することによってモラルハザードが起り、また企業の新陳代謝も進まないという問題が生じている。信用保証制度における金融機関と

のリスクシェアリングの強化によって、互いに規律が生まれることにより、公的金融は本来の役割を果たしていけるだろう。加えて、企業の新陳代謝が活性化することで、経済も活性化していくはずだ。

5 間接金融においては、過度な担保や保証からの脱却が求められている中で、中小企業やベンチャー企業が本来的に有している魅力ある知的財産の活用を提言した。こうした知的財産の活用が活発化すれば、企業にとって資金調達の広がりが見られるだけでなく、新たな事業への挑戦が促されるのではないだろうか。

10 また、直接金融においては、信用力が乏しい中小企業やベンチャー企業にとっては現在利用が困難だが、少子高齢化が深刻化する日本の将来を見据えた資産運用が求められている今、個人投資家や機関投資家から供給されるリスクマネーの拡大を促すことにより、直接金融の利用が加速し、投資家自身にも長期的なメリットが生まれることが考えられる。そして、出口戦略である M&A を整備することにより、企業の成長サイクルは円滑になり、新規産業の創出にも繋がるだろう。

15 総じて、企業の持続的発展のためには、ただ企業の資金繰りを改善させるのではなく、企業への資金提供が「付加価値」を生み出すものであることが不可欠だと考える。資金調達方法において本質的な改善を行うことによって、企業や、ひいては日本経済が根底に抱える課題も解決できるはずだ。

20 切れ目ない円滑な資金調達ルートの実現は、新たな企業が持続的に生まれ、成長していくという日本経済を活性化させる好循環の構築に大きく貢献するだろう。そして、日本経済の中核を成す中小企業やイノベーションの源泉であるベンチャー企業の資金調達環境が改善されることで、日本経済、ひいては日本全体に活気がもたらされ、持続的な成長・発展へと、繋がっていくに違いない。

25

30

【脚注】

- 1 経済産業省 HP を参照。
- 2 経済産業省(2008)を参照。
- 3 藪下／武士俣(2002)p.65 を参照。
- 4 商工総合研究所(2010)pp.3-4 を参照。
- 5 滝川／新田町(2017)p.99 を参照。
- 6 坂下／外島／田村(2010)p.73 を参照。
- 7 日本証券業協会 HP を参照。
- 8 高田(2008)p.14 を参照。
- 9 高田(2008)p.13 を参照。
- 10 中小企業庁(2000)pp.11-17 を参照。
- 11 太田(2013)pp.23-24 を参照。
- 12 中所企業庁(2014)p.181 を参照。
- 13 藪下／武士俣(2002)p.36 を参照。
- 14 藪下／武士俣(2002)p.37 を参照。
- 15 宮脇(2010)p.132 を参照。
- 16 経済産業省(2008)p.10 を参照。
- 17 経済産業省 HP(2016)p.4 を参照。
- 18 経済産業省 HP(2016)p.5 を参照。
- 19 柳／長谷川(2005)を参照。
- 20 大原(2011)p.63 を参照。
- 21 首相官邸(2016a)pp.183-184 を参照。
- 22 首相官邸(2016b)p.9 を参照。
- 23 日本政策投資銀行(2017)p.7 を参照。
- 24 日本政策投資銀行(2017)p.7 を参照。
- 25 藤田(2017)pp.18-25 を参照。
- 26 丹野(2012)p.175 を参照。
- 27 商工総合研究所(2013)p.4 を参照。
- 28 中小企業庁(2016)p.298 を参照。
- 29 清水(2017)p.38 を参照。
- 30 齊藤(2016)pp.37-38 を参照。
- 31 中島(2015)p.135 を参照。
- 32 野村証券 HP を参照。
- 33 中島(2015)p.135 を参照。
- 34 村本(2005)p.21 を参照。
- 35 村本(2005)pp.19-20 を参照。
- 36 商工総合研究所(2010)p.59 を参照。
- 37 中島(2015)pp.135-136 を参照。
- 38 みずほ総合研究所(2006)pp.10-16 を参照。
- 39 みずほ総合研究所(2006)pp.10-16 を参照。
- 40 みずほ総合研究所(2006)pp.10-16 を参照。
- 41 金融庁(2011)p.1 を参照。
- 42 金融庁(2011)p.1 を参照。
- 43 日本銀行(2012)pp.3-6 を参照。
- 44 みずほ総合研究所(2006)p.26 を参照。
- 45 みずほ総合研究所(2003)p.9 を参照。
- 46 林(2014)p.204 を参照。
- 47 小西(2004)pp.203-204 を参照。
- 48 中島(2015)pp.204-206 を参照。
- 49 みずほ総合研究所(2006)p.35 を参照。
- 50 みずほ総合研究所(2006)p.40 を参照。
- 51 奥谷(2012a)p.3 を参照。

- 52 内閣府男女共同参画局(2012)p.1 を参照。
53 ミラサポ HP を参照。
54 川村(2017)p.29 を参照。
55 経済産業省 HP を参照。
56 鈴木(2012)p.75 を参照。
57 保志／神尾(2014)p.1 を参照。
58 神座(2005)p.7 を参照。
59 奥谷(2012)p.3 を参照。
60 奥谷(2012)p.3 を参照。
61 日本証券業協会(2017)p.2 を参照。
62 中島(2015)p.302 を参照。
63 神座(2005)p.110 を参照。
64 金融庁(2013)p.9 を参照。
65 平尾(2004)p.67 を参照。
66 渡辺(2015)p.24 を参照。
67 ベンチャーエンタープライズセンター(2015)p.84 を参照。
68 奥谷(2012)p.12 を参照。
69 日本証券業協会 HP を参照。
70 小西(2004)pp.203-204 を参照。
71 岩崎(2015)p.98 を参照。
72 証券業界とフィンテックに関する研究会サーベイグループ(2017)p.20 を参照。
73 証券業界とフィンテックに関する研究会サーベイグループ(2017)p.20 を参照。
74 証券業界とフィンテックに関する研究会サーベイグループ(2017)p.21 を参照。
75 日本 M&A センターHP を参照。
76 日本 M&A センターHP を参照。
77 日本 M&A センターHP を参照。
78 参議院(2010)pp.21-31 を参照。
79 橋本(2016)p.4 を参照。
80 金融庁(2013)p.10 を参照。
81 原田(2012)pp.15-16 を参照。
82 原田(2012)pp.15-16 を参照。
83 経済産業省(2007)p.14 を参照。
84 経済産業省(2007)p.15 を参照。
85 特許庁(2014)p.5 を参照。
86 特許庁(2015)p.163 を参照。
87 年金積立金管理運用独立行政法人(2017)p.11 を参照。
88 楽天証券 HP を参照。
89 『日本経済新聞』2017年8月18日7面を参照。
90 企業年金連合会 HP を参照。
91 厚生労働省(2016)p.21 を参照。
92 金融庁 HP(2013)p.10 を参照。
93 事業承継・M&A エキスパート協会 HP を参照。

【参考文献】

- 岩崎祐子(2015)「地域金融におけるクラウドファンディングの可能性」『四日市大学論集』
太田珠美(2013)「中小企業金融のリスク偏在を考える」(PDF)
<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130301_006839.pdf>
大原正裕(2011)「第三次ベンチャーブームの検証」『城西大学経営紀要』
奥谷貴彦(2012)「ベンチャー企業の資金調達」(PDF)
<<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>>
川村晴雄(2017)「補助金・助成金を活用したベンチャー企業の成長戦略」『金融財政事情』金融財政事情研究会

神座保彦(2005)『[概論]日本のベンチャー・キャピタル』ファーストプレス
 金融庁(2013)「金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ 報告」(PDF)
 <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20131225-1/01.pdf>
 経済産業省(2007)「知的財産の流通・流動化に係る制度的諸問題の調査研究報告書」(PDF)
 <<https://www.jpo.go.jp/shiryoutou/toushin/chousa/pdf/zaisanken/17ryuutuu.pdf>>
 経済産業省(2008)「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会 最終報告書」(PDF)
 <<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80509a02j.pdf>>
 経済産業省(2016)「ベンチャー有識者会議とりまとめ」(PDF)
 <<http://www.meti.go.jp/press/2014/04/20140414002/20140414002-2.pdf>>
 厚生労働省(2016)「運用の在り方関係」(PDF)
 <http://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-Sanjikanshitsu_Shakai_hoshoutantou/0000111312.pdf>
 小西大(2004)『新しい企業金融』有斐閣アルマ
 齊藤壽彦(2016)「日本の公的信用補完制度の現状と課題」『地方金融史研究』全国地方銀行協会
 坂下晃／外島健嗣／田村香月子(2010)『証券市場の基礎知識』晃洋書房
 参議院(2010)「我が国 M&A の現状と課題」(PDF)
 <http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h22pdf/20107602.pdf>
 清水聡(2017)「アジアにおける中小企業の現状とイノベーションに向けた課題」『国際金融』外国為替貿易研究会
 首相官邸(2016a)「日本再興戦略 2016」(PDF)
 <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/2016_zentaihombun.pdf>
 首相官邸(2016b)「ベンチャーチャレンジ 2020」(PDF)
 <http://www.kantei.go.jp/jp/topics/2016/seicho_senryaku/venture_challenge2020.pdf>
 商工総合研究所(2010)「中小企業の金融環境の変遷」(PDF)
 <<http://www.shokosoken.or.jp/chousa/youshi/22nen/22-8.pdf>>
 商工総合研究所(2013)「中小企業各政府系金融機関の役割」(PDF)
 <<http://www.shokosoken.or.jp/chousa/youshi/25nen/25-7.pdf>>
 鈴木将覚(2012)「エンジェル税制の国際比較」『月刊金融ジャーナル』金融ジャーナル社
 高田亮爾(2008)『現代中小企業論[増進版]』同友館
 丹野光明(2012)「ベンチャーファイナンスの現状と課題」『中小公庫月報』中小企業金融公庫調査部
 中小企業庁(2016)『中小企業白書 2016 年度版』中小企業庁
 テクノリサーチ研究所(2009)「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」(PDF)
 <<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angelnetworkhoukokusyo.pdf>>
 特許庁(2014)「知財を活用した中小企業向け融資について」(PDF)
 <http://www.jpo.go.jp/shiryoutou/toushin/kenkyukai/pdf/chusho_chizai_shien_haifu03/shiryoutou02.pdf>
 特許庁(2015)「未利用特許などの知的財産取引ビジネスの実態に関する調査報告書」(PDF)
 <https://www.jpo.go.jp/shiryoutou/toushin/chousa/pdf/zaisanken/2014_03.pdf>
 内閣府男女共同参画局(2012)「補助金制度について」(PDF)
 <http://www.gender.go.jp/kaigi/senmon/kihon/kihon_eikyou/jyosei_active/02/pdf/ref_01.pdf>
 中島真志(2015)『入門 企業金融論』東洋経済新報社
 日本銀行(2012)「資本性借入金について」(PDF)
 <https://www.boj.or.jp/announcements/release_2012/data/rel121226a7.pdf>
 『日本経済新聞』2017年8月18日朝刊7面「「巨鯨」代替投資拡大へ動く、リスク分散、上限5%はなお遠く」
 日本証券業協会(2017)「株主コミュニティ制度」(PDF)
 <<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucommunity/leaflet.pdf>>

日本政策投資銀行(2017)「近年の日米ベンチャー起業からみえる日本の起業活性化に向けた課題」(PDF)

http://www.dbj.jp/pdf/investigate/mo_report/0000170428_file3.pdf

年金積立金管理運用独立行政法人(2017)「平成 28 年度業務概況書」(PDF)

http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h28_q4.pdf

橋本拓也(2016)「地域活性化に向けた中小企業支援策Ⅱ」『しんくみ』全国信用組合中央協会

原田信行(2012)「中小企業の知的財産」『商工金融』一般社団法人商工総合研究所

林幸治(2014)『中小企業・ベンチャー企業論』有斐閣

平尾光司(2004)「アメリカにおけるベンチャーキャピタルの発展過程」『経済研究所年報(成城大学)』

藤田哲雄(2017)「中国の起業ブームとベンチャーファイナンスの動向」日本総研(PDF)

<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/9741.pdf>

ベンチャーエンタープライズセンター(2015)『ベンチャー白書 2015』ベンチャーエンタープライズセンター

ベンチャーエンタープライズセンター(2016)『ベンチャー白書 2016』ベンチャーエンタープライズセンター

みずほ総合研究所(2003)「拡大を続けるわが国シンジケート・ローン市場」(PDF)

<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r030801point.pdf>

みずほ総合研究所(2004)「米国におけるリレーションシップバンキング」(PDF)

<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron0403-4.pdf>

みずほ総合研究所(2006)「多様化が進みつつある中堅・中小企業の資金調達」(PDF)

<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/report/report06-1208.pdf>

宮脇敏哉(2010)『ベンチャービジネス総論』税務経理協会

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

柳孝一／長谷川博和(2005)『ベンチャー企業論』放送大学教育振興会

藪下史郎／武士俣友生(2002)『中小企業金融入門』東洋経済新報社

渡邊竜士(2015)「世界のベンチャー投資と機関投資家の動向」『金融財政事情』金融財政事情研究会

保志泰／神尾篤史(2014)「リスクマネー供給構造の現状と課題」(PDF)

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140602_008568.pdf

【参考資料】

企業年金連合会 HP	https://www.pfa.or.jp/yogoshu/ai/ai06.html
金融庁 HP	http://www.fsa.go.jp/
経済産業省 HP	http://www.meti.go.jp/
厚生労働省 HP	http://www.mhlw.go.jp/
参議院 HP	http://www.sangiin.go.jp/
事業承継・M&A エキスパート協会 HP	https://www.jme-a.jp/
首相官邸 HP	http://www.kantei.go.jp/
大和総研 HP	http://www.dir.co.jp/
中小企業庁 HP	http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/koubo/
内閣府 HP	http://www.cao.go.jp/
日本証券業協会 HP	http://www.jsda.or.jp/
日本 M&A センター HP	https://www.nihon-ma.co.jp/
野村証券 HP	http://www.nomura.co.jp/
ベンチャーエンタープライズセンター HP	http://www.vec.or.jp/
ミラサポ HP	https://www.mirasapo.jp/
楽天証券 HP	https://www.rakuten-sec.co.jp/