

平成 29 年度 全国証券ゼミナール大会

第 6 テーマ B ブロック

——日本企業の資金調達のあり方——

中央大学 証券研究会

目次

	I.	はじめに	
	II.	大企業の資金調達に対する考察	
5		1. 大企業の資金調達方法	
		2. 大企業の資金調達状況	
	III.	中小企業の資金調達に対する考察	
		1. 中小企業の資金調達方法	
		2. 中小企業の資金調達状況	
10		3. 倒産状況	
		4. 銀行との融資関係	
	IV.	中小企業の資金調達における問題解決策	
		1. 社債	
		2. シンジケートローン	
15	V.	ベンチャー企業の資金調達に対する考察	
		1. ベンチャー企業の資金調達方法	
		2. ベンチャー企業の資金調達状況	
		3. 失敗分析	
		4. 市場との投資関係	
20	VI.	ベンチャー企業の資金調達における問題解決策	
		1. SBIR	
		2. 貸付型クラウドファンディング	
	VII.	おわりに	
	VIII.	参考文献	
25			

I. はじめに

現代日本において活動する企業は数多と存在し、このことは日本企業が世界的に見ても長寿であることが当然関係していると思われる。創業 100 年以上の企業は 26,144 社であり¹、世界と比較した場合でも、創業 200 年以上の企業 5,586 社のうち 3,146 社が日本企業である²。創業年数で見た場合、上位 10 位のうち 7 社が日本企業ということも特筆すべき事実だろう。

企業が大きな役割を担っていることは、近代社会の発展を見るに疑いようがない。企業とは様々な社会的存在の集合体であり、人がその最小単位であるべくして、企業もまた一種の人として法人格を有している。その果たす役割も、人の個性と同様に幅広い。

では、企業は需要に見合った活動ができなくなった時、すなわち経営能力が限界に近付いた場合は、人が死ぬのと同様に自然に死すべきなのだろうか。人は 25 歳まで社会的な成熟を続けると言われるが、それ以降も成熟しないわけではない。生物は時間が介在する限り進化を続けるのであって、その進化の根底には経験が最も大きな要素として横たわっているのである。なぜ日本企業が長寿であり、そして日本社会が発展できたのかということを考えてみると、それは技術的・知識的な経験を累積させてきたからといえる。個人は最終的に死滅してしまうが、「人としての限界」である寿命の概念を乗り越えた企業は、未来の世代へ継承されうる。この経験による価値は歴史を辿ることができるほど高まるということだが、逆に言えば、企業がその存在を終えてしまう場合には、まさに社会的損失そのものとなろう。

しかし、ただ「存在する」という絶対性が決定的に必要とされているのではない。進化の過程においては、不要なものは修正される必要がある。この修正過程が淘汰であり、淘汰的な環境がない場合においては進化の道が閉ざされてしまうことになる。社会民主的な今日においては、淘汰は「切り捨て」と捉え

¹ 帝国データバンク（2013）「長寿企業の実態調査」（宣伝会議（2013）『環境会議 2013 年秋号』参照）。

² 韓国銀行（2008）「日本企業の長寿要因および示唆点」（宣伝会議（2013）『環境会議 2013 年秋号』参照）。調査対象は 41 カ国。

られて一般的によく見られないが、間違いなく社会において必要であることは疑いない。つまり、競合関係にある企業という存在が、存在を過度に保護されることは適切ではない。自然人と違い、淘汰を受け入れることが現実的に必要と考えられる。

- 5 この「企業価値の保存」と「不良企業の淘汰」は決して矛盾した考え方ではないが、その間のバランスを取るのが難しいことは否めない。一体どのような企業であれば救済すべきなのか、また「不良企業」の定義は一概に言えないが、どこを境界とすればよいのか。こういった問題が存在するゆえに、ある種社会環境に一任した方がよい問題ともいえるが、日本企業の特殊性から、より
- 10 制度を充実させて救済手段を増やすべきとも思われる。最も、企業が存在しなければ我々の社会は機能しないのであるから、救済手段として何らかの有力な社会的システムが与えられなくてはならないだろう。

- その一つとして、資金調達を円滑にすることが要請されている。資金調達は企業の最も重要な行為の一つであり、無くして存続は不可能である。さらに大
- 15 企業、中小企業、ベンチャー企業のそれぞれが規模や特性を異にしているのであるから、当然それぞれに適当な資金調達を考えなければならない。本稿においては、それぞれの資金調達に関わる要素を分析した上で問題点を抽出し、中小企業とベンチャー企業における最も効率的と思われるシステムが何かを、解決策として提言していく。

II. 大企業の資金調達に関する考察

1. 大企業の資金調達方法

5 大企業の定義は、以下の定義以外のものとして考えていく。

資本金の額又は出資の総額が 3 億円以下の会社並びに常時使用する従業員の数が 300 人以下の会社及び個人であって、製造業、建設業、運輸業その他の業種³（次号から第 4 号までに掲げる業種を除く。）に属する

10 事業を主たる事業として営むもの

（中小企業基本法 2 条 1 項）

大企業の資金調達として最も有名かつ有力なものは(1)株式⁴であるが、その他にも(2)社債⁵、(3)CB⁶、(4)CP⁷、(5)プロパー融資⁸などが主なものとなっ
15 ている。

(1)株式は、株式会社によって発行される、出資者に対して株主権を行使することを認めた有価証券である。株主権とは、配当請求権、残余財産分配請求権、経営参加権の 3 つを意味している。

(2)社債とは、株式会社が債券発行によって、一度に大量かつ長期の資金を
20 直接的に個人その他の投資家から借り入れる金銭債務である。社債は募集する対象によって公募債と私募債（縁故債）に分かれる。

³ **2 号**「資本金の額又は出資の総額が 1 億円以下の会社並びに常時使用する従業員の数が 100 人以下の会社及び個人であって、卸売業に属する事業を主たる事業として営むもの」、**3 号**「資本金の額又は出資の総額が 5000 万円以下の会社並びに常時使用する従業員の数が 100 人以下の会社及び個人であって、サービス業に属する事業を主たる事業として営むもの」、**4 号**「資本金の額又は出資の総額が 5000 万円以下の会社並びに常時使用する従業員の数が 50 人以下の会社及び個人であって、小売業に属する事業を主たる事業として営むもの」

⁴ Stock

⁵ Strait Bond：普通社債

⁶ Convertible Bond：転換社債

⁷ Commercial Paper：コマーシャルペーパー

⁸ Proper Loan

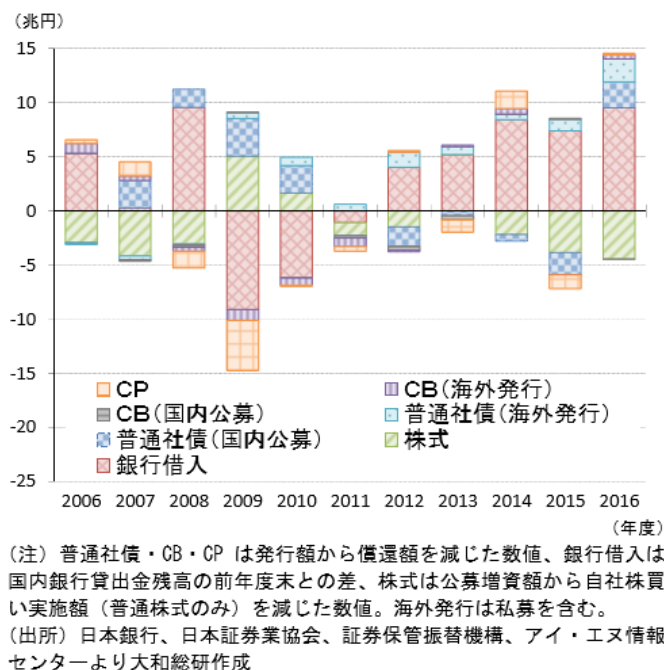
(3)CB とは社債の一種であり、社債を保有する個人に対し、ある期間内の定められた条件において、当該社債を発行会社の株式に転換する権利が認められた社債である。

5 (4)CP とは約束手形の種類であり、優良企業が無担保で、短期資金調達のために市場において発行する約束手形である。社債が長期的に借り入れる目的であるのに対し、CP は短期的なものとして両者は区別されうる。

10 (5)プロパー融資とは、銀行から外部の信用保証を必要とすることなく融資を得ることである。銀行は不良債権の発生を回避するため、通常は企業に対し審査時に信用保証協会による信用保証の準備を求めるが、経営状態の良い企業に対しては審査を必要としないため、大企業に多く利用される。

2. 大企業の資金調達状況

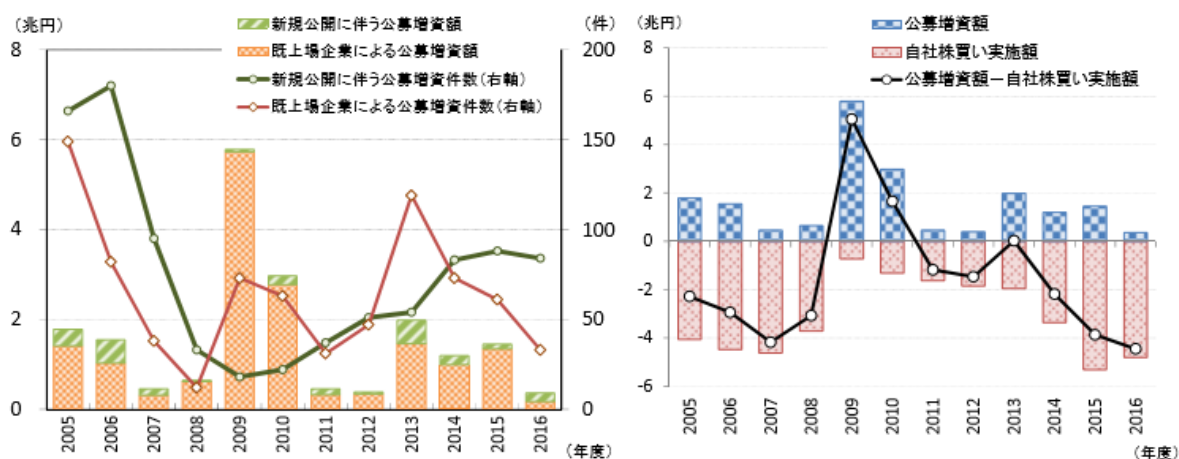
15 これら資金調達方法の利用割合について観察する。「2016 年度の企業の資金調達動向」（大和総研、2017）によると、2016 年は資金調達額が最も多く、15 兆円に迫っている。最も割合が大きいのは銀行借入であり、次に大きいのは社債と株式である。株式は割合こそ大きいですが、自社株買いの影響によってマイナスを示している。CP ならびに CB は割合がかなり小さい。



大和総研（2017）「2016年度の企業の資金調達動向」2頁 図表1

(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170601_012035.pdf)

- 5 2006年から概観してみると、2006年7月のゼロ金利解除、2008年9月の世界金融危機、同年10月ならびに12月の無担保コールレート⁹引き下げ、2010年5月のゼロ金利復活、2011年3月の東日本大震災などといったことはあったものの、ある程度安定しているのは株式、社債、銀行借入（銀行融資）である。
- 10 株式は借入ではないため返済を考える必要がない一方、その発行にあたっては、株主支配や買収の可能性も当然考慮されることとなる。これらの事態に対応できる程度の経営力がなければ株式によるリスクをコントロールすることが難しく、中小企業は非上場や株式非公開といった方針をとることが多い。上場へ向けた準備も大きなリスクとなるため、大規模な資金調達を目指す大企業向きの手段ともいえる。
- 15



(注) 公募増資は海外募集を含む。金額・件数ともに、売出しのみの案件は含まない。自社株買い実施額はマイナスで表記している。

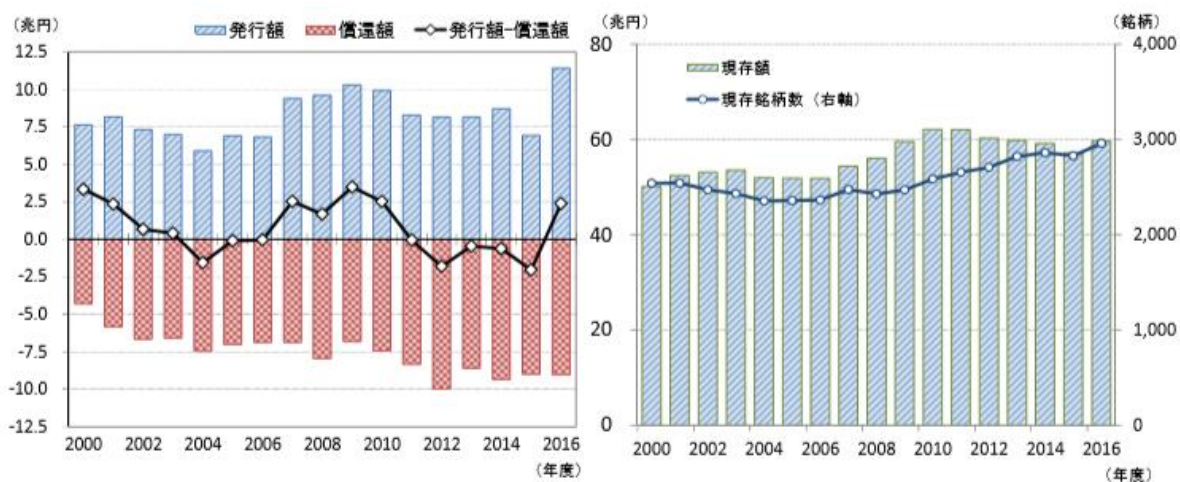
(出所) 日本証券業協会「全国上場会社のエクイティファイナンスの状況」、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

⁹ インターバンク市場における金利で、銀行の貸出金利と連動するため、政策金利とも呼ばれる。引き上げられると景気が抑えられ、引き下げられると景気が促進される。2008年10月に0.3パーセント、12月には0.1パーセントまで引き下げられた。

大和総研（2017）「2016年度の企業の資金調達動向」10 頁 図表 11

(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170601_012035.pdf)

- 5 社債についてであるが、発行に当たっては社債の性質が借入であることに注目すると、およそ銀行融資に代わる資金調達方法である。そのため信用力のあ
る優良企業であることが前提とされており、基本的に大企業にとって比較的利用しやすい手段であり、中小企業の場合は利率を高く設定することが一般的である。



(注) 償還額は買入償却額を含む。

(出所) 日本証券業協会「公社債発行額・償還額」より大和総研作成

10 大和総研（2017）「2016年度の企業の資金調達動向」5 頁 図表 6

(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170601_012035.pdf)

- 15 銀行融資を考えても、大企業との融資関係において安定性を発揮していることは間違いなく。社債（国内公募）の年度ごとの調達額は、プラスマイナス間で大きく変動していることが分かる。この通り、社債はその時々における評価によって大きく変動しやすい。この社債発行を補完する形で銀行融資が利用されている。

III. 中小企業の資金調達に対する考察

1. 中小企業の資金調達手段

5 中小企業の定義は、中小企業基本法 2 条 1 項の定めに従う（5 頁参照）。

中小企業はその規模から上場メリットが少なく、社債に対する依存度も比較的低い。プロパー融資も受けづらいため、そのため主な資金調達方法として、(1)私募債、(2)保証付融資¹⁰、(3)ビジネスローン¹¹、(4)シンジケートローン¹²などが中心となってくる。

10 (1)私募債は II の 1 で書いた通り社債の一種であるが、その対象は投資家が 50 人未満かつ募集総額が 1 億円未満のものである。反対に、公募債は投資家が 50 人以上かつ募集総額が 1 億円以上のものをいう。公募債が金融機関の社債管理者と社債管理委託契約を締結しなければならないのに対し、私募債は手続きが取締役会の決議だけを要するものなので、調達が容易である。加えて会社関係者から募集するゆえに調達の自由度が高く、募集額や利率、償還方法まで設定することが可能である。

(2)保証付融資は、信用力の低い企業に対し、信用保証協会による保証を融資の条件として求めるものである。中小企業は倒産リスクの関係上、一般的には大企業に比べて信用が劣る。銀行側もリスク回避のため、回収可能性を一見して判断できない企業に対しプロパー融資をするということは通常ない。信用保証を得るまでの審査を踏む必要があるが、それだけでなく信用保証料を収める必要もある。保証付融資は創業融資¹³と制度融資¹⁴に分かれており、創業融資については信用保証協会が全額を保証している。一方の制度融資に関しては、平成 19 年 10 月より信用保証協会と銀行が 8:2 の割合で保証することになっている¹⁵。

¹⁰ Guaranteed Loan

¹¹ Business Loan

¹² Syndicate Loan

¹³ 創業者が利用する場合

¹⁴ 創業融資以外に当たる場合

¹⁵ 責任共有制度

(3)ビジネスローン（事業者融資）は、中小企業に対し無担保あるいは無保証で融資をすることをいう（ただし、「無担保・無保証」が基本形であるだけで、場合によっては「有担保・保証付」に設定することも可能である）。その際の審査は、通常の融資が「返済能力が備わっているか」を基準に判断するの
5 に対して、ビジネスローンでは「貸付基準をクリアしているか」で判断する。その審査期間は数日程度（1日～5日）と非常に短く、金利が一般的に高いという事実はあるが、それにかかる準備も簡略化されているため他の融資よりも利用がしやすい。これはスコアリング方式という、銀行のデータ集計により算出された貸付基準に企業側のデータを照らし合わせることによって、適当な融
10 資の目安が自動的に得られるためである。

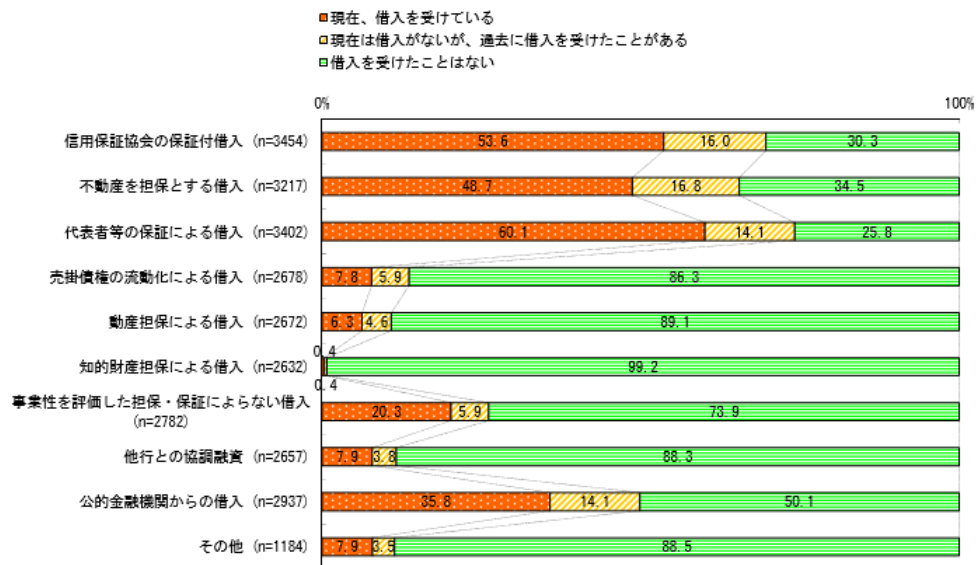
(4)シンジケートローン（協調融資）は、企業と金融機関の間で融資条件を取り決めた後、その金融機関が中心となって他の金融機関からの共同参加を募
15 ことで、企業に対してまとまった融資をすることである。幹事となる金融機関はアレンジャーと呼ばれ、参加機関はシンジケートグループと呼ばれる。貸し手は全体でリスクを共有し分散させることが可能であり、借り手にとってもまとまった資金を調達することが可能である。

2. 中小企業の資金調達状況

20 中小企業の資金調達方法の利用割合について考える。

現在利用している借入の方法について、最も利用されているのが「代表者等の保証による借入」（60.1 パーセント）であり、以下「信用保証協会の保証付借入」（53.6 パーセント）、「不動産を担保とする借入」（48.7 パーセント）、
「公的金融機関からの借入」（35.8 パーセント）、「事業性を評価した担保・保
25 証によらない借入」（20.3 パーセント）と続く。

この内訳から分かるように、信用力の不足を反映した結果となっている。ビジネスローンについては、金利が高いことを考慮した影響か、2割と低い。シンジケートローンは利用割合が1割未満であり、多額のまとまった資金を必要としていないためだと推測できる。これらの要因から、「有担保」あるいは
30 「保証付」に利用が集中していると考えられる。



みずほ総合研究所 (2016)

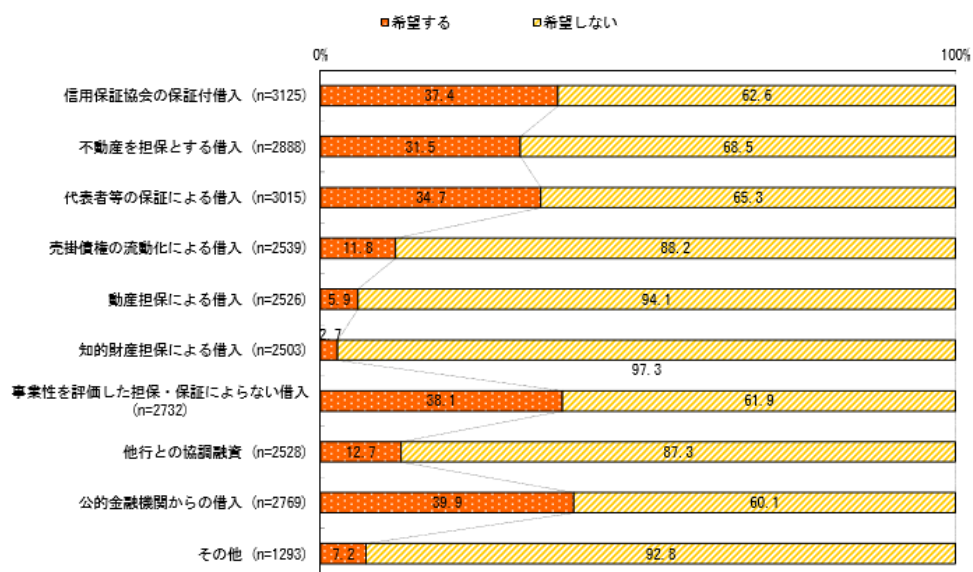
「中小企業のリスクマネジメントと信用力向上に関する調査」 80 頁 図 2-2-4

(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000521.pdf)

5

一方、中小企業が希望する資金調達方法に関しては、最も多いのが「公的金融機関からの借入」(39.9 パーセント)であり、以下「事業性を評価した担保・保証によらない借入」(38.1 パーセント)、「信用保証協会の保証付借入」(37.4 パーセント)、「代表者等の保証による借入」(34.7 パーセント)、「不動産を担保とする借入」(31.5 パーセント)」と続く。

10



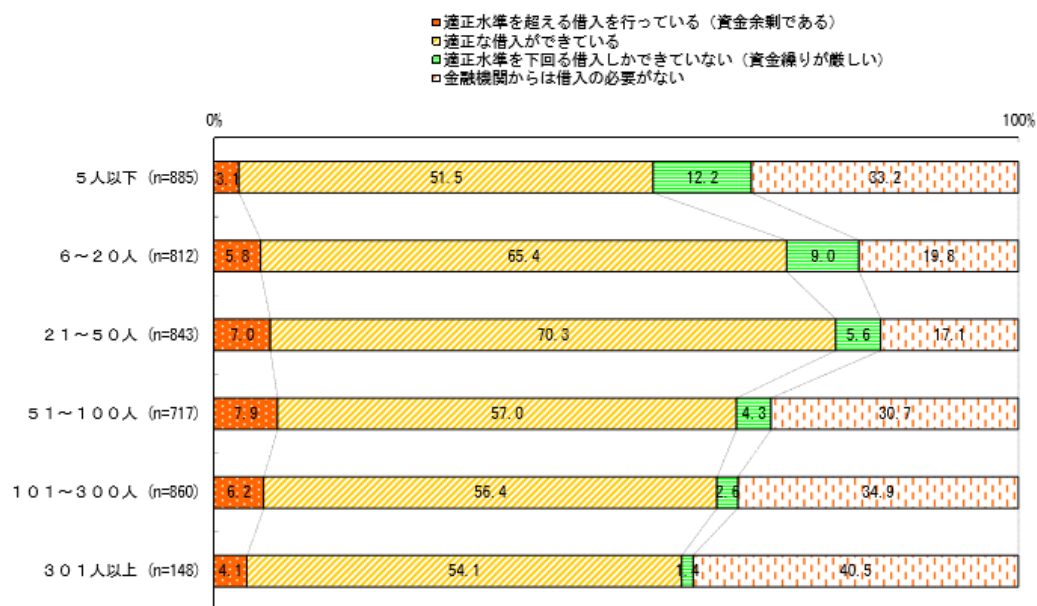
みずほ総合研究所（2016）

「中小企業のリスクマネジメントと信用力向上に関する調査」 82 頁 図 2-2-6

(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000521.pdf)

- 5 次に借入の状況について見てみる。「適正水準を下回る借入しかできていない（資金繰りが難しい）」と最も多く答えた割合の企業は「従業員数 5 人以下」（12.2 パーセント）の企業であった。「適正な借入ができている」割合も 51.5 パーセントと半数程度に留まっている。反対に従業員数が多く、規模の
- 10 にこれら企業は「金融機関からは借入の必要がない」とする割合が高いことも注目したい。

このことは、成長した中小企業が安定した収益を上げられる自立的存在であることを意味している一方で、創業直後あるいは小規模な中小企業にとっての資金調達の困難さを示している。



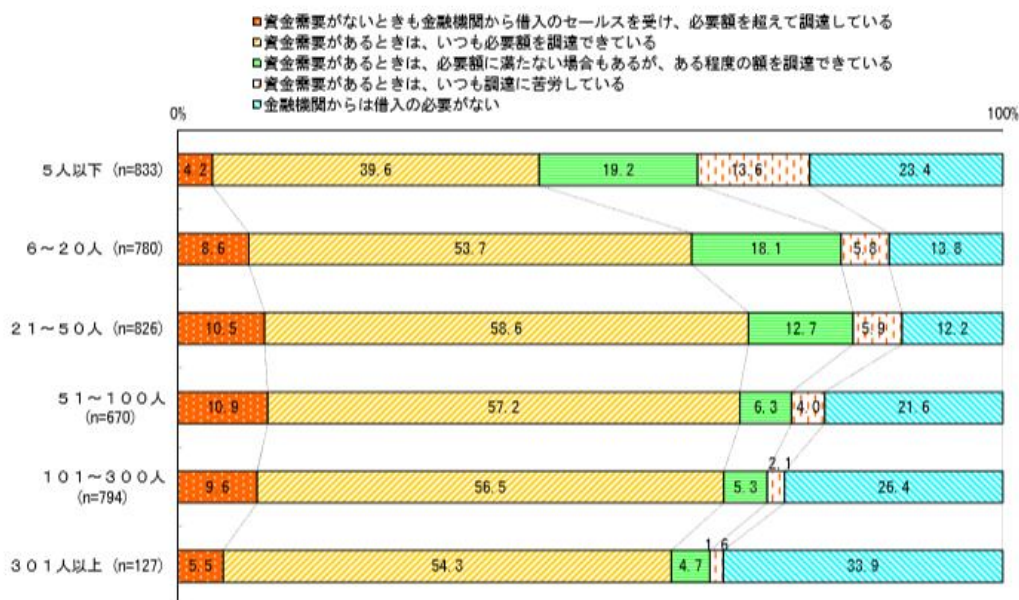
15

みずほ総合研究所（2016）

「中小企業のリスクマネジメントと信用力向上に関する調査」 78 頁 図 2-2-1

(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000521.pdf)

金融機関からの借入の可能性についても同じような構図である。小規模な中小企業ほど「資金需要があるときは、いつも調達に苦労している」との回答割合が大きく、「借入の必要がない」と答えた割合は大規模な中小企業が最も大きい。



5

みずほ総合研究所（2016）

「中小企業のリスクマネジメントと信用力向上に関する調査」79頁 図 2-2-2

(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000521.pdf)

10 3. 倒産状況

次に気になるのは、中小企業の倒産がどの程度の深刻さなのかということである。

資金調達をする必要性が最も大きいのは、経営初期から中期の企業である。

- 15 中小企業に限らず、法人格を持つものは成長過程も自然人と共通している。すなわち、誕生したばかりの赤子が成長のため大量に食事を必要とするのと、走り出したばかりの企業が設備投資や人材雇用などに資金を求めるのは全く同じということである。しかしながら、これらの供給が閉ざされてしまうと、自立が極端に難しいこれら存在は消滅することを簡単に避けられない。倒産しない

ためにも、資金調達の手段を複数用意するなど準備をしておくことは最低限である。

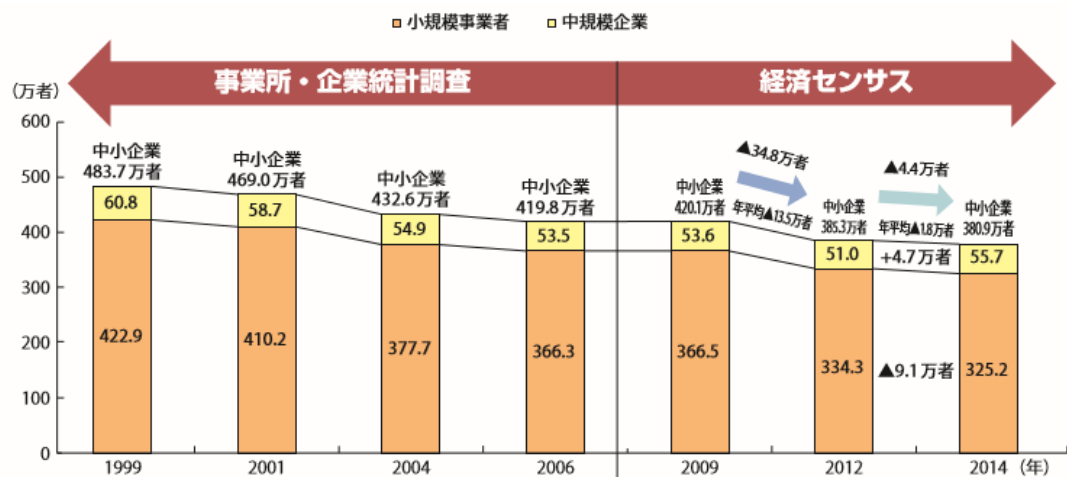
これを達成できず融資を受けられなかった企業については、内部に何らかの問題があると推測され、倒産自体やむを得ないと思われる。しかし、偶然にしてこの中に経営が上手く行かず「問題あり」と見られて資金供給を得られない企業があったとすれば、是正されるべきであろう。少なくとも走り出し段階の企業であるならば、救済される機会を与えられてよいと思われるからである。

従って、倒産の内訳に関する情報を参考にした、中小企業への効果的な融資が望まれる。

- 10 「平成 26 年度分 会社標本調査」(国税庁、2016)によると、2012 年時点で調査法人全体の 260 万 5,774 社¹⁶のうち、赤字企業は 172 万 9,372 社(66.3%)に及んだ。補足すると、日本の中小企業の割合は全体の 99.7 パーセントであるから、中小企業も 7 割程度が赤字と考えてよい。

- 15 中小企業の総数については、『2016 年度版 中小企業白書』(中小企業庁、2016)において減少傾向であることが示されている。2014 年度は 2012 年度と比べると、中規模企業は 47,000 増加した一方で小規模事業者は 91,000 減少している。

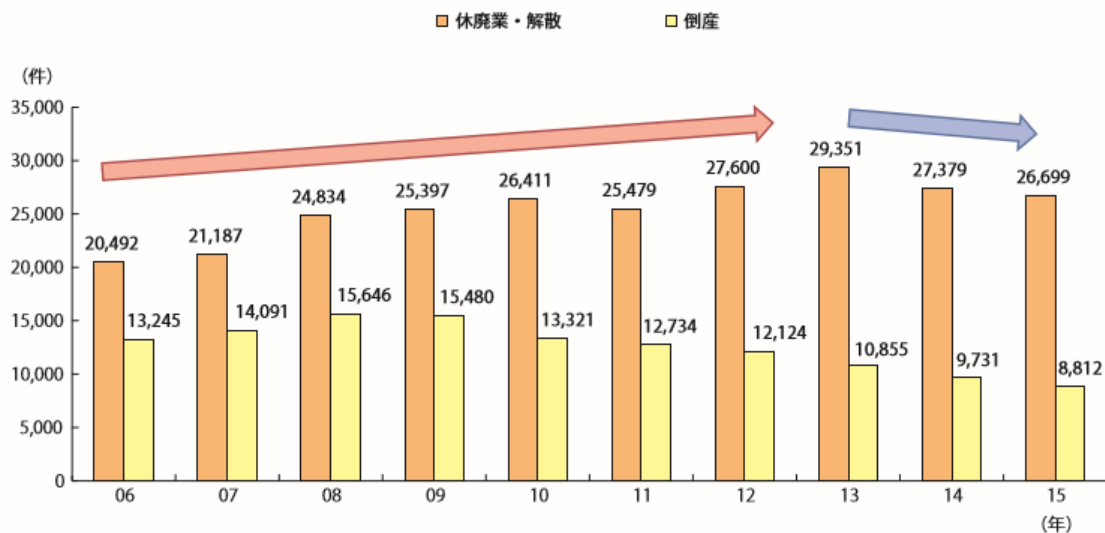
¹⁶ 調査対象は個人事業主を除いたものである。これを加えた場合、企業数は 2012 年 2 月の段階では 412 万 8,215 であった(総務省・経済産業省『平成 24 年 経済センサス』結果の概要 1 頁)。



資料：総務省「経済センサス-基礎調査」、「事業所・企業統計調査」、総務省・経済産業省「平成24年経済センサス-活動調査」再編加工
 (注) 1. 企業数＝会社数＋個人事業者数とする。
 2. 2009年、2014年の経済センサス-基礎調査の調査時点は7月1日であり、2012年の経済センサス-活動調査の調査時点は2月1日である。
 3. 経済センサスでは、商業・法人登記等の行政記録を活用して、事業所・企業の捕捉範囲を拡大しており、本社等の事業主が支所等の情報も一括して報告する本社等一括調査を導入しているため、「事業所・企業統計調査」による結果と単純に比較することは適切ではない。

中小企業庁（2016）『2016年度版 中小企業白書』24 頁 第 1-2-1 図 1

- 倒産件数に関しては、同書において 2014 年度の倒産件数が 9,731 件であったと述べられている。過去の件数と照らし合わせてみると、2008 年の世界金融危機以降は減少を続けており、中小企業全体が減少をしていることに鑑みると異常性が高いとは言い切れない。



資料：東京商工リサーチ「2015年「休業業・解散企業」動向調査」

中小企業庁（2016）『2016年版 中小企業白書』31 頁 第 1-2-6 図 2

また、倒産原因について「倒産の状況」（中小企業庁、2017）を参照すると、2014年の倒産原因で最も多いのが「販売不振」（6,708件）で、以下「既往のしわよせ」（1,174件）、「連鎖倒産」（555件）、「放漫経営」（484件）、「過小資本」（438件）と続いている。対象企業が9,731社であるから、約7割（68.9パーセント）の企業が販売不振を理由に倒産していることになる。2011年度の販売不振による倒産件数は9,363件（73.5パーセント）、2012年度は8,574件（70.7パーセント）、2013年度は7,468件（68.7パーセント）であることを考慮すると、次第に倒産割合は低下していることが伺える。

倒産が増えていると言った悪い状況ではないと言えるが、全体の企業数が減少していることが懸念される。経済活動の規模が縮小することは社会機能に影響を及ぼすため、これからも倒産の更なる抑制に注力する必要があると思われる。

4. 銀行との融資関係

IIIの2で見たように、中小企業が主に利用する資金調達方法は銀行からの担保あるいは保証による借入である。金融における銀行の重要性を意味しているが、この二者間での関係性について具体的に論じたい。

そもそも銀行がどのような存在として活動をしているのかを考えると、「融資対象に貸付を行い、条件に応じて金利を得る」ことを生業とする機関だと説明できる。この貸付に対する審査が厳しいとされるのは、万が一貸付金の回収が不可能となった場合、銀行側が負債としてリスクを負う羽目になるからである。そのために融資を有名有力な大企業に優先したり、ほとんどを有担保・保証付といった内容としてまとめている。

ただ、先にも記述した通り、融資の供給を必要としているのは中小企業であって、小規模であるほど必要な時に適切な額を要し、可能な限り金融機関からの無担保・保証付での融資を求めている現状が存在している。これは借入側がリスクを負いたくないという意思表示と同じであり、銀行側のスタンスと正面から対立している。最も、大人と子供の間関係を見ても圧倒的に子どもが不利で

あるのと同じように、この関係においても中小企業が銀行側の主張を受け入れてリスクを負うしかないのが通常である。

- 5 ここで銀行に全ての責任を負わせることは妥当ではない。何故なら、銀行は本質的にリスクテイクを積極的に行う存在ではないからである。融資関係においては大きな額が動くことが大半であり、それを失うことは銀行の存続に直結する重大事態となり得るからである。生活に困っている対象のうち、自分が見込んだ人物に対して大きな力を与える銀行はまさしく「神様」のような存在に例えられるだろう。そう考えると、銀行の活動限界がこれら融資に対する諸々の困難を生み出していると解釈することも可能と言える。

IV. 中小企業の資金調達における問題解決策

1. 社債

5 まず解決策として考えられるのは、銀行以外の積極的リスクテイクを行う代替的な主体を用いることである。すなわち市場を経由するという方針であり、銀行という 1 つの対象から融資を得られる可能性が低いとしても、市場であればリスクを取ろうとする主体の存在に期待できるため、可能性の観点から言えば有効であると言える。株式が主な手段になり得そうだが、株式を公開しないことが多い中小企業にとっては社債が市場への窓口となるため、こちらを検討する。

10 しかし問題点は多く、社債についても基本的に信用力がなければ調達は難しいということが挙げられる。むしろ他の企業との比較が目立つ分、調達に労力を必要とすることもあり得るだろう。また、一般的な融資が社債の不足分を補うためのものとして用いられていることに着目すると、企業が社債の発行だけで資金調達を完了することは難しいと思われる。ある程度確保することができたが目標の調達額に達することができなかったという場合においても、残りをどのように調達するか、自主的な柔軟さが求められる。確実性に欠けるという面で不都合と考えてよいだろう。

20

2. シンジケートローン

25 次にあげられるのは、銀行の取るリスクを可能な限り減少あるいは分散させることによって、少しでも融資に積極性を持たせるというものである。これに適合する方法としてはビジネスローンとシンジケートローンが想起されるが、ビジネスローンについては貸し付けられる規模に限界がある上に金利が高く、元々が安定性を求めた制度であるゆえに企業の救済範囲が十分でない。残ったシンジケートローンであれば参加機関が増えるほど金融機関側に余裕が生まれるため、まとまった額の調達も可能となる。よってシンジケートローンを有力

30 であると仮定して検討したい。

これについても問題を提起するならば、どのようにして多くの金融機関を参加させるのかということが挙げられるだろう。シンジケートローンにおいて核となるのは幹事となる銀行であり、通常はその企業の事情をよく知るメインバンク¹⁷が幹事を担うことで、企業と参加金融機関の両者と情報を整理し、交渉をまとめることができる。

しかし、銀行が業務としてそのような交渉の役割を果たせる能力があるのかが疑問として浮かぶ。もちろん銀行にとっても融資は生命線であるため、貸付への対応に少なからず熟慮する可能性の方が高いと思われる。実際に、企業とメインバンクの関係性について以下のような記述があるので引用する。

10

「ここ数年、わが社の財務状況が悪化し、メインバンクとの絆が強まった。自己資本比率が下がりひょっとすると危ないのではないかという状況になったが、そんな中で生き延びるためには、資金が続かないといけない。まさに『いざというとき』だったので、メインバンクに傘を貸してもらいように頼らざるを得なかった。そんなときにメインバンクがちゃんと対応してくれたので、他の銀行も対応してくれた」

15

（広田真一（2010）「日本の大企業の資金調達」項目 28）

メインバンクに以上のような機能を認めるとするならば、企業の経営状況がある程度は把握しており、協力的な関係を維持する意思に支えられていることが伺える。また、同じように多くの企業や金融機関と関わりのある銀行にとって、可能性のある相手方に対して協賛を得られるような説明をすることはそう難しくないだろう。

20

ただし、全ての場合において他の銀行が好意的な返答をすることは考えづらい。やはり銀行の損失を回避する傾向を主眼に置いておかなければ、シンジケートローンが常に有効とは言えない。

25

そこで、先程の IV の 1 でも述べた考えである「他のリスクテイクに積極的な機関」である「投資機関」の存在を考慮に入れて、シンジケートローンの補

¹⁷ 企業が取引する銀行の中でも、最も多く融資を引き受けている密接な関係にあるもの。

正を検討する。投資機関の中で余力が大きいのは生命保険と信用金庫であるから、これら機関が積極的に参加をすることによって、銀行が融資に消極的であるといった場合においてもシンジケートローンの成功率が大きくなると期待できる。

- 5 以上より、我々は中小企業の資金調達の問題解決策として、このようなシンジケートローンの活用を提起する。

V. ベンチャー企業の資金調達に対する考察

1. ベンチャー企業の資金調達方法

- 5 ベンチャー企業についても資金調達の確認をすると、中小企業よりさらに信用力が低い存在であるために融資ではなく投資が有力であり、対象についても公的機関なども含めてより幅広く求める形となっている。一般に(1)私募債、(2)保証付融資、(3)SBIR¹⁸、(4)ベンチャーキャピタル¹⁹、(5)クラウドファンディング²⁰などが規模の大きいものとして利用されやすい。
- 10 (3)SBIR とは「中小企業技術革新制度」と呼ばれ、公的支援の一つである。名前としては中小企業向けの制度に思われるが、ベンチャー企業に対しても多く用いられる内容の制度である。内容としては、その事業に関連した省庁が新事業の創出につながる新技術開発のための補助金・委託費を中小企業者に支出可能とし、担保・保証が不要などの特徴がある。ベンチャー企業自体が新たな
- 15 取り組みを目的とした企業集団であるから、公的支援で最も適当と思われる。
- (4)ベンチャーキャピタルとは、ベンチャー企業に投資して成長を狙う投資ファンドのことを言い、転じて投資ファンドがベンチャー企業に対して支援する意味としても用いられている。投資ファンドは資産運用を行う投資信託の一種であり、近年大きくなっている。
- 20 (5)クラウドファンディングとは、資金需要の状況を広く人々に伝達することで、資金を多くの人から調達することである。性質によって分かれており、購入型、寄付型、投資型の3つが存在し、投資型はさらに株式型と貸付型に分かれる。購入型は、ベンチャー企業からのリターンを物あるいはサービスという形で受け取るものである。一方寄付型においてはその名の通り、出資者が
- 25 リターンを得られることはない。株式型は株式と同じく、利益が出た場合には配当を得ることができる。貸付型では配当ではなく利子であり、投資信託と似ている点で株式型と区別できる。こちらも全体的に近年拡大中である。

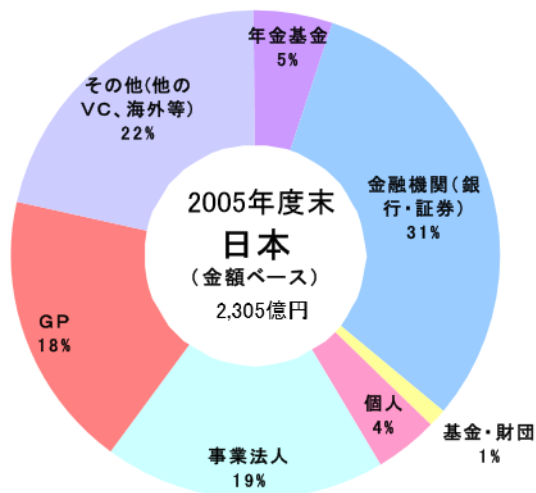
¹⁸ Small Business Investment Research

¹⁹ Venture Capital : VC

²⁰ Crowd Funding : CF

2. ベンチャー企業の資金調達状況

ベンチャー企業の資金調達はどのような状況にあるのかを見ていく。



資料:(財)ベンチャーエンタープライズセンター「平成18年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」(2006年12月)

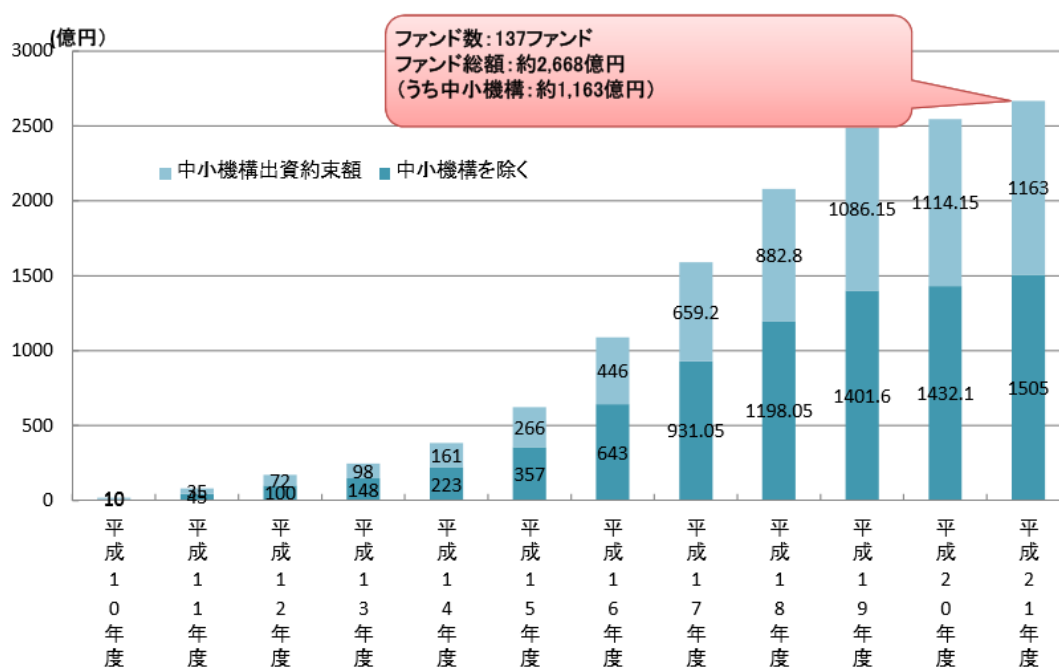
- 5 ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会(2007)
「ベンチャー企業の資金調達に関する中間報告」18頁
(<http://www.meti.go.jp/report/data/pdf/tyukanhoukokuj.pdf>)

ベンチャー企業への投資の内訳は以上の通りになっている。列举すると、多い順に「金融機関(銀行・証券)」(31パーセント)、「その他(他のVC、海外等)」(22パーセント)、「事業法人」(19パーセント)、「GP」(18パーセント)、「年金基金」(5パーセント)、「個人」(4パーセント)、「基金・財団」(1パーセント)である。

ベンチャー企業への投資リスクを考えると、年金基金および基金・財団の割合が低いことは納得がいくだろう。個人の割合についても、日本の投資規模で考えると自然に受け入れられる。一方で金融機関が多く投資していることに注目することができるだろう。最近では以前と比べてベンチャー企業の資金調達環境が整備されており、その代表的な例がクラウドファンディングの発達である。当然、金融機関で取り扱われることが多くなり、その影響を受けていると

考えられる。ベンチャーキャピタルも大きいため、日本で有力なベンチャー投資の主体は金融機関とベンチャーキャピタルであると言えよう。

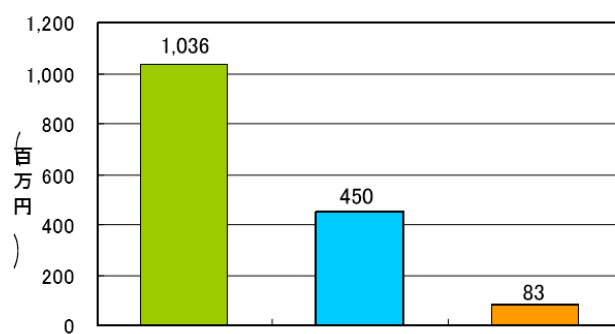
- この二者のそれぞれの規模について調べてみる。まずはベンチャーキャピタルであるが、ファンドへの公的出資が年々増大している。これが先程のベンチャーキャピタルの投資を後押ししていることは間違いない。支援額の増加傾向を見ると、金融機関と並ぶ投資規模を持つ程度まで膨らむ可能性がある。



経済産業省 (2011)「ベンチャー企業政策について」5 頁

(http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shinko_kyoudi/1bukai/files/1bukai_110310s11.pdf)

以下の表にあるように国際比較をした場合では、日本の投資額は対ヨーロッパにおいては約 5 分の 1 であり、対アメリカに至っては約 12 分の 1 である。日本のベンチャーキャピタルの出資額がそこまで大きくないことが分かる。



資料：財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「平成 18 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」（2006 年 12 月）、NVCA Yearbook 2007、EVCA プレスリリース（2007 年 6 月）。
日本は 2005 年度のデータ。米欧は 2006 年のデータ。
年間投資額を投資先企業数で除して算出。1 ドル=116.25 円、1 ユーロ=145.46 円（2006 年平均レート）にて換算。

ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会（2007）

「ベンチャー企業の資金調達に関する中間報告」19 頁

(<http://www.meti.go.jp/report/data/pdf/tyukanhoukokuj.pdf>)

5

だが、日本のベンチャー企業はこれらの地域に比べて規模が小さく、すでに一定の資金を準備できているという推測も可能であり、ベンチャー企業が消極的なことの結果であるとは判断できない。

次にクラウドファンディングを調査するが、『国内クラウドファンディング市場に関する調査結果』（矢野経済研究所、2015）の発表では、2014 年度の国内市場規模は 197 億 1,200 万円であり、前年度比で 59.5% 増加した。さらに 2015 年度は 283 億 7,300 万円まで成長し、2014 年から 43.9% 増加である。国内規模で見れば成長率は特筆するべきであり、さらなる成長が期待できる。

15 種類別に見た場合では、購入型が約 20 億円、寄付型が約 1 億円、株式型が約 19 億円、貸付型が約 156 億円となっており、貸付型が圧倒的に多く全体の 79.2% にまで達している。株式型が伸びない理由としては、対象となるベンチャー企業が株式非公開であることを懸念していることが予想される。

20 他国と比較した場合においては、2013 年度のアメリカの規模が 2,600 億円であり、イギリスが 1,700 億円であったことを用いると、イギリスは日本の約 8.5 倍、アメリカは約 13 倍である。日本の市場規模は小さいといえるが、成長率を考えるとクラウドファンディングの規模は他と比べて大きい。

3. 失敗原因

投資を得られる環境として整いつつあるベンチャー市場だが、それでも失敗する可能性が捨てられないのも現実である。この失敗原因がどのようなものか
5 についても調べておく。

「ベンチャー企業の経営危機データベース」（経済産業省）では、2007 年度のベンチャー企業の失敗原因をまとめており、最も多いのが「経営管理能力の欠如」（34 件）であり、「商品・戦略マーケティングミス」（28 件）、「市場環境の悪化」（17 件）、「設備投資の負担」（11 件）、「資金繰りの悪化」（10 件）
10 といったものが後に続いている。この要因のほとんどが内部統制あるいは経営戦略の未熟によるものであり、いかにも初期の企業にとって経験が浅いことによる失敗が目立つ。ベンチャー事業のほとんどは前例が少ない新規事業であり、どのように対応するべきかについても判断しづらい面があることも見逃せないだろう。

15

4. 市場との投資関係

市場は銀行と違い、対応する主体が多いためにバリエーションの多いベンチャー企業にとっても求めやすい場所である。銀行が従来までの手慣れた案件に
20 対応するのに対して、市場は新たな可能性への機会を与えていると考えてよいだろう。

しかし、市場側もそこまでリスクを積極的に負うように動いていないことは、クラウドファンディングにおいて株式型が少ないのを見ると理解できる。特に市場において、あらゆるベンチャー事業に精通しているような主体は少ない
25 と考えべきであり、存在していたとしても少数に限られるだろう。事業の期待性、経営状態の良好かどうかの判断、事業への特別な関心などが得られなければ、行動に移ることは多くないという事実を気に留めておかなければならない。

VI. ベンチャー企業の資金調達における問題解決策

1. SBIR

- 5 V の 2 において、市場であっても投資に消極的な場面が発生する可能性がある
と述べた。市場に任せるということが不都合であるならば、公的支援による
融資を拡充させれば事足りると思われる。特に既存の制度である SBIR につい
ては、融資に限らず以下のような様々な支援を保障している。
- 10 (1)日本政策金融公庫の低利融資を受けることが可能です
 (2)公共調達における入札参加機会が拡大します
 (3)「SBIR 特設サイト」において、研究開発成果などの事業 PR ができます
 (4)特許料等が減免になります
 (5)中小企業信用保険法の特例措置が受けられます
- 15 (6)中小企業投資育成株式会社法の特例が適用されます
 (7)小規模事業者設備導入資金助成法の特例が適用されます
 (中小企業庁「FAQ『SBIR（中小企業技術革新制度）について』」)

- ここで意識したいのは、SBIR が元はアメリカにおいて生まれた制度であ
20 り、日本はこれをそのまま導入したのではなく独自性が強いという点である。
ベンチャー大国のアメリカにおいては各省庁が独自に予算配分をすることがで
きるため柔軟に対応できるが、日本では予算の使い道が年度によって固定され
るため安定しない。また交付金の審査が厳しいために、中小企業にとっても利
用がしづらいという問題点がある。あまり需要に対する対応力が高くないた
25 め、むしろ市場に求めた方がよいのではないかと思われる。

2. 貸付型クラウドファンディング

- 一方で、クラウドファンディングの成長率に答えを求めることも可能だろ
30 う。貸付型が最も割合が高いため、これを用いて供給量を増やすべきである。

現在、イギリスで主流となっている株式型（エクイティ型）をクラウドファンディングにおいて歓迎するべきと言われている。確かに企業の成長などにとっては有効かもしれないが、株式型を主流とさせることは日本においては困難に思える。やはり非公開の株を積極的に買うような気配が感じられない上に、

- 5 日本の株主自体が経営に積極的に乗り出すという傾向を持っていない。依然としてアメリカなどと比較すると日本の株式保有率は低いままであるが、これを是正するべきだとは思わない。他者に運用を任せるという性格が大きいならば、投資方法を無理に株式に改めさせる必要はなく、投資信託でもよいだろう。要するに、貸付型が我が国に多いのは多様性の結果として考える程度に留めるべきである。
- 10

よって、ベンチャー企業の資金調達の問題解決策として、我々は貸付型（レンディング型）のクラウドファンディング推進による供給規模の拡大を提起する。

VII. おわりに

資金調達の問題については、企業の形態や経営状況、またその時の経済状況によって様々である。一人ひとりの子供が個性を持ち、能力も違う中において

5 教育を均質化するという行為が、かえって教育の質を悪化させるように、それぞれの場合に適した資金の供給が必要とされている。

日本経済は人口減少の影響を受けて海外からの労働力を受け入れるべきかという点について考えると、それが良いとは思われない。日本は他者との協調的な性格を持った国家であるが、それは全体主義が一般的に共有されている価値

10 観であることに起因している。現代の社会問題となっている「過労死」問題についても、自分だけが頑張るのを止めるわけにはいかないという考えが裏にあると推測できる。このことは深刻な問題であり、企業の労働環境について一石を投じる必要性を感じるが、安価な労働力を大量に求めることは更に深刻な問題として尾を引くだろう。

15 違うコミュニティーの人間は、受けた文化的影響や教育が根本的に違い、決して我々とは同一の存在になれないのである。人間とは経験に全てを任せている生き物であり、経験の違いが別の人間としての個性を生み出し、拒絶と受容に結び付く。つまり、価値観が違う人々に労働を求めたとしても、我々の労働に関して違和感を覚えた瞬間、それが拒絶への足掛かりとなって最終的には離

20 れていくのである。国際的に労働への監視が厳しくなっている今、労働規制が進んでも慣習がより影響力を持っている日本において、果たして他国の労働力は受容的でいられるだろうか。

だからこそ、今の労働に就いている人々を無下にして新たな労働力を得るという行為が、いかに愚かで何の考えもない行為かということを理解するべきで

25 ある。

人が経験に裏打ちされる存在ならば、企業や金融機関も同じである。今までのことを踏襲し、それを繰り返していく。そのため、資金調達においても今すぐ変わるということはできないだろう。しかし、変えることが難しいからこそ従来の存在を大切にし、その関係性をより強化していくということが依然として

30 て求められているのである。

資金調達問題を考えるにあたって、こういった公共性に対する価値観をどのように捉えるのか。それこそが現在に至るまでの様々な考えを生み出しているのだろう。

VIII. 参考文献

ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会（2007）、「ベンチャー企業の資金調達に関する中間報告」18 頁、19 頁

- 5 (<http://www.meti.go.jp/report/data/pdf/tyukanhoukokuj.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』
みずほ総合研究所（2016）、「中小企業のリスクマネジメントと信用力向上に関する調査」78 頁、79 頁、80 頁、82 頁
(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000521.pdf)
- 10 みずほ総合研究所（2016）、「中小企業における資金調達の実態」
(https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl_info/working_papers/pdf/report20160715.pdf)
上原啓一、「中小企業における資金調達の課題」
([http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumbe](http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf)
15 [r/h19pdf/20073801.pdf](http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf))
大阪商工会議所（2014）、「中小企業の資金調達に関する調査」
(http://www.osaka.cci.or.jp/Chousa_Kenkyuu_Iken/press/261204shikin.pdf)
韓国銀行（2008）、「日本企業の長寿要因および示唆点」
宣伝会議（2013）、『環境会議 2013 年秋号』
- 20 金融財政事情研究会（2017）、『平成 28 年度版 金融機関の信用リスク・資産
査定管理態勢』
金融商品取引法
経済産業省（2011）、「ベンチャー企業政策について」5 頁
([http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shinko_kyoudgi/1bukai/files/1](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shinko_kyoudgi/1bukai/files/1bukai_110310s11.pdf)
25 [bukai_110310s11.pdf](http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shinko_kyoudgi/1bukai/files/1bukai_110310s11.pdf))
経済産業省、「ベンチャー企業の経営危機データベース」
(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/kikidatabase/index.html>)
国税庁（2016）、「平成 26 年度分 会社標本調査」
([http://www.nta.go.jp/kohyo/tokei/kokuzeicho/kaishahyohon2014/pdf/kekka](http://www.nta.go.jp/kohyo/tokei/kokuzeicho/kaishahyohon2014/pdf/kekka.pdf)
30 [a.pdf](http://www.nta.go.jp/kohyo/tokei/kokuzeicho/kaishahyohon2014/pdf/kekka.pdf))

証券取引法

総務省・経済産業省（2013）、『平成 24 年 経済センサス』

中小企業基本法

中小企業庁（2016）、『2016 年度版 中小企業白書』24 頁、31 頁

- 5 中小企業庁、「FAQ『SBIR（中小企業技術革新制度）について』」

（http://www.chusho.meti.go.jp/faq/faq/faq07_sbir.htm）

中小企業庁（2017）、「倒産の状況」

（<http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/tousan/>）

帝国データバンク（2013）、「長寿企業の実態調査」

- 10 日本銀行企画局（2005）、『金融イノベーションと金融法制』

日本銀行金融市場局（2009）、『2008 年度の金融市場調節』

広田真一（2010）、「日本の大企業の資金調達」

（https://www.jsmeweb.org/ja/annual/pdf/10s/Hirota_Kyoutsuu_Panel_2.pdf）

- 15 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング（2013）、「平成 24 年度 中小企業の起業環境に関する調査」

（http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E002800.pdf）

矢野経済研究所（2015）、『国内クラウドファンディング市場に関する調査結果』

- 20 大和総研（2017）、「2016 年度の企業の資金調達動向」2 頁、5 頁、10 頁

（http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170601_012035.pdf）