

5

10

第 6 テーマ

「日本企業の資金調達のあり方」

15

C ブロック

和歌山大学 築田ゼミナール

和田班

20

25

目次

はじめに

5

第一章 先行研究

1-1 大企業

1-2 中小企業

1-3 ベンチャー企業

10

第二章 企業の資金調達の現状と課題

2-1 大企業の資金調達構造

2-2 中小企業の資金調達構造

2-3 ベンチャー企業の資金調達構造

15 2-4 企業規模別の資金調達構造の比較

第三章 望ましい資金調達・公的金融のあり方、並びに実現に向けた方策

3-1 望ましい資金調達のあり方

20 3-2 公的金融の望ましいあり方

3-3 実現に向けた方策

おわりに

25 参考文献

30

はじめに

現在の日本は安倍政権が実施したアベノミクスにより景気回復が期待されており、実際に有効求人倍率は過去20年間で最大となっている点で雇用・所得環境は改善していると考えられる。しかし、今後の日本経済が継続的な発展を遂げるためには、アベノミクスに加え、生産性の向上や地方経済の活性化が必要となる。これらの課題を解決するためには中小企業の発展が欠かせないだろう。そのためには中小企業の資金調達が重要になると考えられる。また、中小企業の従業者数は企業全体に対して地方では約7割、全国では約8割を占めている。よって、中小企業が発展することで多くの労働者が日本経済の景気回復を感じられるのではないだろうか。

他にも、日本経済を活性化させる可能性としてベンチャー企業のイノベーションが考えられる。それは、ベンチャー企業は大企業よりも規模が小さく、方向性が明確でないイノベーションにおいて機転が利きやすいためである。

本論文の以下の構成は次のようになっている。

第一章では、大企業、中小企業、ベンチャー企業それぞれの資金調達について述べられている論文の分析を行う。次に第二章では、大企業、中小企業、ベンチャー企業といった各企業規模別の資金調達方法の現状や問題点を分析する。最後に、第三章では、企業規模別の資金調達構造を分析した後、中小企業とベンチャー企業における望ましい調達方法のあり方について検討していく。

25

30

第一章 先行研究

- 日本企業の資金調達のあるり方について考える上で、大企業、中小企業、ベンチャー企業について述べられている論文について分析していく。

1-1 大企業

- まず、大企業の資金調達について、山田仁志（2016年）は、「近年、大企業の資金調達の構造変化がすすみ、社債の利用が増加していると述べている。しかし、借入金の代替となる水準ではない。借入金依存度でいえば、この10年ほどは20%ほどで推移しており、リーマンショックの時期には借入金による調達が拡大している。このことから、企業は銀行との関係を、危機的な状況における資金調達手段の確保という意味で活用していると考えられ、今日においても銀行からの借入は主要な手段として位置づけられるとしている。」（「日本の大企業の資金調達行動の分析」山田仁志（淑徳大学）（2016）より引用）

1-2 中小企業

- 次に、中小企業の資金調達について、坂本恒夫・鳥居陽介（2015年）は、『中小企業金融の課題として民間金融機関からの中小企業への融資が不十分であることを挙げている。その原因として、中小企業の経営は小規模ゆえ経営が不安定であり、倒産や業績不振により返済ができなくなるなどのリスクが大きいこと、不動産などの担保が少ないこと、中小企業を監視するためのモニタリングコストが高くなることが述べられている。

- また、金融機関同士の競争が激しくなるにつれ、貸出先を選別する動きが強まっており、中小企業の中でも業績が良く、経営が安定した優良企業に融資が集中するなど中小企業の間において格差が生じているとも述べており、今後は中小企業の金融に関してはより整備された制度が必要であるとしている。』

- （「テキスト 財務管理論（第5版） 第31講 中小企業財務」坂本恒夫・鳥居陽介（現代財務官理論研究会）（2015）より引用）

1-3 ベンチャー企業

また、ベンチャー企業の資金調達について、奥谷貴彦（2012年）は、「事

業化段階での資金調達が困難な状況にあり、ベンチャー企業が事業化していく上での問題点は、資金調達方法であると述べている。ベンチャー企業の資金調達は成長段階によって様々な手段が存在し、事業化段階ごとにあった資金調達方法を促進していく事が求められていると挙げている。」(奥谷貴彦 (大和総研)「ベンチャー企業の資金調達」(2012)より引用)

以上の先行研究から、中小企業の資金調達では、より整備された制度が必要とされ、ベンチャー企業の資金調達においては、事業化段階ごとにあった資金調達方法を促進していく事が求められることが明らかとなった。

以下では企業規模別に現状や問題点を比較、検討しそれぞれの企業の資金調達構造を明らかにし、中小企業、ベンチャー企業の資金調達の望ましいあり方について考えていく。

15

20

25

30

第二章 企業の資金調達の現状と課題

2-1 大企業の資金調達構造

5 ・大企業の定義

まず、大企業の定義について述べていく。法律で大企業そのものが定義されているわけではないため、本論文では、中小企業基本法第二条で定義された中小企業の反対解釈として定義する。したがって、中小企業基本法第二条の中小企業の定義によれば、大企業は以下図1のように定義付けられる。

10

図1 大企業の定義

製造業その他	資本金の額又は出資の総額が3億円超過の会社又は常時使用する従業員の数が300人超過の会社及び個人
卸売業	資本金の額又は出資の総額が1億円超過の会社又は常時使用する従業員の数が100人超過の会社及び個人
小売業	資本金の額又は出資の総額が5千万円超過の会社又は常時使用する従業員の数が50人超過の会社及び個人
サービス業	資本金の額又は出資の総額が5千万円超過の会社又は常時使用する従業員の数が100人超過の会社及び個人

出所) 中小企業庁(2017)『2017年版中小企業白書 概要』p20より著者作成

・資金調達方法とその説明

- 15 次に、大企業における資金調達方法の説明をした上で、現状を見ていく。企業が調達した資金には、その調達方法によって内部資金と外部資金とに区分される。内部留保や減価償却などの内部資金のみでは利潤最大化する上で不十分である。そこで、多くの企業は外部資金を活用している。その外部資金はその調達方法によって間接金融方式による調達手段と直接金融方式による調達手段

の2つに大別される。具体的には、金融機関からの借入が前者のケースであり、株式や社債の発行による調達は後者に該当する。

続いて、現状について述べていく。大企業は、主にメガバンクからの借入・社債の発行・株式の発行によって資金を調達している。高度経済成長期には借入金に依存していたが、1980年代後半に進展した社債発行に関する規制緩和によって、社債の利用度が高くなった。また、株式発行による資金調達も増加し、転換社債型新株予約権付社債や新株引受権付社債など新株予約権付社債の発行、時価発行増資、株主割当増資など、新株発行を伴うエクイティファイナンスが1980年代後半から1990年にかけての中心的な資金調達手段であった。

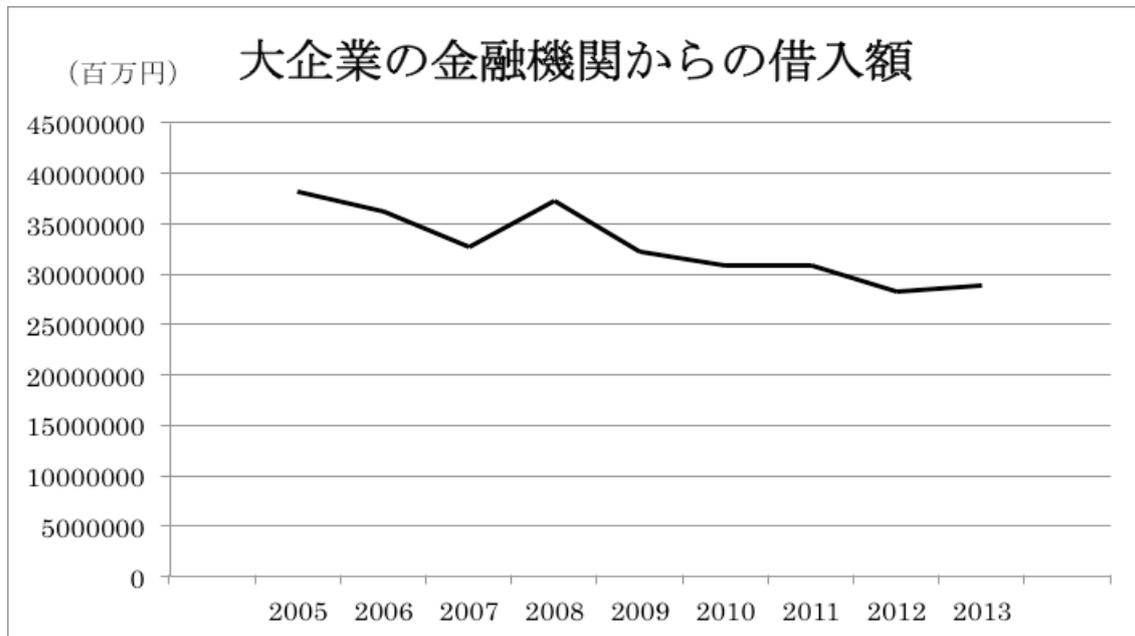
10 社債や株式による資金調達手段の増加によって銀行からの借入への依存は減少したが、依然として割合は大きい。山田仁志は、「日本の大企業の資金調達行動は、企業の存続確率最大化という目的からするときわめて合理的な行動であったと考えられる。リーマンショックの時期には、借入金による調達が拡大している。企業と銀行との関係の維持は、危機的な状況における資金調達手段の確保という意味で、活用されているものと理解できるだろう。」（「日本の大企業の資金調達行動の分析」山田仁志・2016年・p.82・

http://sucra.saitama-u.ac.jp/modules/xoonips/download.php/SSC-JA2016-02101-006.pdf?file_id=36039）と述べている。実際に、以下図2からも分かるように、リーマンショックが起こった2008年には銀行からの借入は大きく変化していない。大企業は、借入以外の資金調達手段が活発になったとしても、企業の存続に関わる危機的な状況が起こった場合に備えて銀行との関係を維持しておくために、借入による資金調達の割合が大きいと考えられる。

25

30

図2 大企業の金融機関からの借入額



出所) 財務総合政策研究所 HP「最新結果一覧 政府統計の総合窓口」より著者
作成

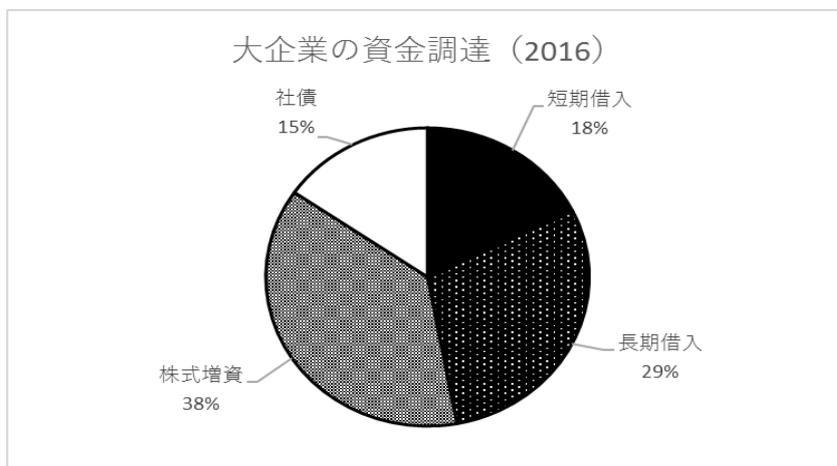
5 (URL)http://www.e-stat.go.jp/SG1/estat/GL08020101.do?_toGL08020101_&tstatCode=000001047744&requestSender=dsearch

10 続いて、2016年の大企業における資金調達構造を、銀行からの借入・社債・株式についてみてみると、以下図3のようになっている。企業によって資金調達方法は様々であるが、現在も平均して銀行からの借入の割合が高いことは明らかである。

15

20

図3 2016年の大企業の資金調達構造



(注) 1. 大企業を資本金10億円以上と定義する。(金融業、保険業を除く)

2. 増資は資本金、資本準備金および新株予約権増減額

5 3. 短期借入には受取手形割引残高を含む。

出所) 財務総合政策研究所 HP「年次別法人企業統計調査概要」より作成

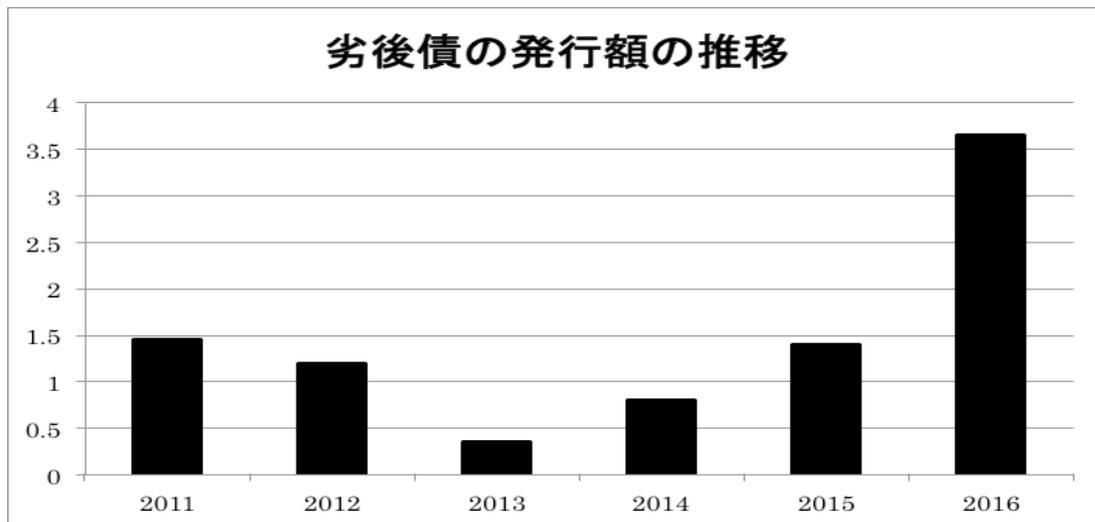
(URL)<http://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h28.pdf>

社債について見てみると、2016年には10兆6159億円を発行しており、前
10 年の6兆8482億円から増加した。これは、2016年2月に実施されたマイナス
金利政策による金利の低下によって、債権価格が上昇し、投資家の需要が増加
するため多くの企業が社債の発行を進めたからだ。また、劣後債の発行が増
加し、年限が長期化した。

15

20

図4 劣後債の発行額の推移



出所) 日本証券業協会 HP「公社債便覧」を基に著者作成

(URL)<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/kousyashi/index.html>

5

劣後債は普通社債と比べて元本と利息の支払い順位が低い社債であるために、金利が高く設定されているし、年限が長い。返済順位が劣後したり、年限が長いほど、発行金利は高くなり、企業は資金調達を高コストで行わなければならない。そうであっても年限の長期化、劣後債の発行増加が見られるのは、現在の低金利の環境において、発行時に資金調達コストが多くかかってしまっても、後に金利が上昇した場合よりも低コストで資金調達を行うことができ、現在の好条件のまま長期資金を調達することができるためである。投資家にとっても、より高い金利の債券を運用できるため、企業側と投資家の両方のニーズを満たしていると言える。社債発行による資金調達が増加している一方、株式発行による調達は伸び悩んでいる。低金利の環境下で社債と借入での資金調達がより低コストで行えるようになったため、株式市場を通じた資金調達が行われにくくなり、減少していると考えられる。

10

15

・問題点

20

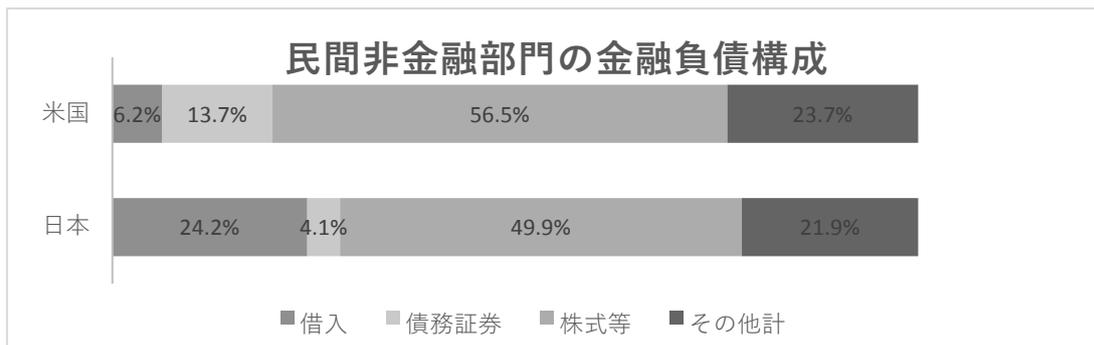
先述したように、大企業には多様な資金調達手段が存在するが、ここでは大企業の資金調達の課題を見いだすために、金融機関（銀行）と証券市場に重点を置いて論を進めていく。一般的には、直接金融依存度が比較的高いとされ

る市場主導型の金融システム（アメリカやイギリスなどのアングロ・サクソン諸国）と間接金融依存度が比較的高い銀行主導型（日本）の二つの金融システムに分類されてきた。つまり、日本の金融システムは、そもそもイギリスやアメリカのような市場型システム Market-oriented System ではなく、間接金融

5 ルートを中心とする銀行型システム Bank-oriented System に位置づけられる場合が多い。実際に日米の金融負債構成を比較してみても、金融負債に占める借入割合は日本が大きく上回っている点と証券市場からの資金調達

10 に、金融機関借入と証券市場からの借入に関して日米比較を行う。

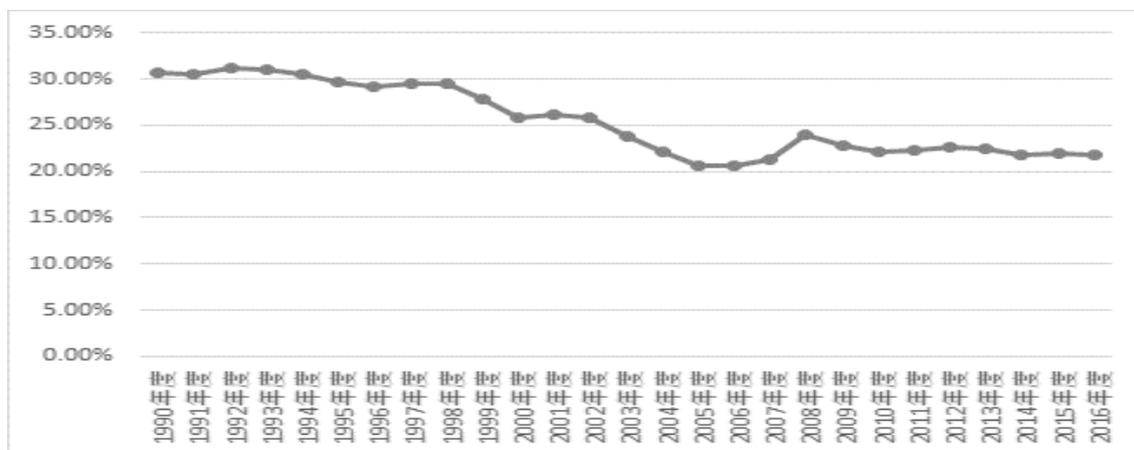
図5 民間非金融法人の金融負債構成（2017年）



※「その他計」は金融負債合計から「借入・債務証券・株式等」を控除した差

15 出所）日本銀行調査統計局(2017)『資金循環の日米欧比較』p2 より著者作成

図6 大企業（資本金10億円以上）の借入金依存度



(注) 1.借入金依存度は(借入金÷負債・資本合計)×100とした。

2.金融業、保険業は含まれていない。

出所)財務総合政策研究所(2017)『年次別法人企業統計調査』p9より著者作成

5 まず、借入について詳しく比較していく。1990年以降、日本の大企業が常に20%を超えていることと比較すれば、アメリカ大企業の銀行借り入れへの依存がいかにか小さいものであるかがわかる。また、アメリカの金融機関(銀行)数は7,000と数が多く平均的に規模が小さいことが特徴であり、アメリカ市場は一般に非常に競争的であるとされる。具体的には、アメリカは資産規模10億ドル未満が行数全体の9割を占めている一方、日本は資産規模1000億円未満の銀行は見られず、同規模の信用金庫に関しては15%を下回っている。図5から、日本に関して依然として、借入の割合は20%を超えており、間接金融依存度が比較的高い銀行主導型には変わらない。また、平均的規模がアメリカよりはるかに大きい事が言えるだろう。

15

図7 米銀行の資産規模別の銀行数

資産規模	総計	～1億ドル	1億ドル～ 10億ドル	10億ドル～ 100億ドル	100億～
行数	7,083	2,205	4,216	555	107
割合(%)	100.0%	31.1%	59.5%	7.8%	1.5%

図8 日本の銀行・信用金庫の資産(預金残高別)規模別の金融機関数

	資産規模	総計	～100 億円	100億円～ 1000億円	1000億円 ～1兆円	1兆円～
銀行	行数	117	0	0	22	95

	割合 (%)	100.0%	—	—	18.8%	81.2%
信用金庫	機関数	270	0	35	208	27
	割合 (%)	100.0%	—	13.0%	77.0%	10.0%

(注) 銀行には、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行を含む。

出所) 日本政策金融公庫(2014)『米国銀行における中小企業金融実態』p1、2

- 5 次に、証券市場に焦点をあて比較していく。まず、株式市場において東証上場会社資金調達額(株式)は2兆1037億円(2014年)であるのに対して、アメリカ株式発行額は3150億ドル(2014年)と1ドル100円で換算すると15倍ほどの規模となっている。次に社債市場について述べる。アメリカの社債発行額は1兆7727億ドル(2014年)であるのに対して、日本は社債発行額が8兆5723億円(2014年)と非常に規模が小さいことがわかる。また、日本において機関投資家が主に高格付け社債であるA格以上に投資しているために、A格未満社債発行割合が極めて低い。つまり、8兆円規模(2011-2014年)で推移している社債発行市場の大部分は上位格付け発行によるものということだ。BBB格以下はここ数年2%を切っているうえに、BB格以下の高利回り社債発行が見られないことはアメリカと大きく異なる点である。総じて、日本における株式・社債の発行市場規模が小さく、発行企業も一部の優良企業に限定されている等、厚みと多様性に欠ける点が最大の課題であると言えるだろう。
- 10
- 15

2-2 中小企業の資金調達構造

・中小企業の定義

5 まず、中小企業の定義について述べていく。なお本論文では、中小企業基本法上に記載されている定義を中小企業の定義とする。下記図9が中小企業基本法上の定義となる。

中小企業が日本経済に与える影響は非常に大きい。中小企業白書によると、中小企業社数は2016年度末時点で約381万社であり、日本に存在する企業数全体に占める割合は99.7%と、大きな割合を占めている。

10 また、中小企業白書によると、中小企業の経常利益は過去最高水準にあり景況は緩やかな改善の傾向にあるとされている。一方で、休廃業・解散企業数は過去最多となっており、経営者の高齢化に伴う事業継承や人材不足、生産性の伸び悩み等といった課題が残るとされている。

15 図9 中小企業の定義

業種	中小企業者 (下記のいずれかを満たすこと)		小規模企業者
	資本金の額、 又は出資の総額	常時使用する 従業員の数	常時使用する 従業員の数
① 製造業、建設業、運輸業 その他業種(②～④を除く)	3億円以下	300人以下	20人以下
② 卸売業	1億円以下	100人以下	5人以下
③ サービス業	5,000万円以下	100人以下	5人以下
④ 小売業	5,000万円以下	50人以下	5人以下

出所) 中小企業庁 HP「中小企業・小規模企業者の定義」より著者作成

(URL) <http://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>

・資金調達方法とその説明

20 次に、中小企業における資金調達手段について述べていく。

5 中小企業は大企業とは異なり、社債や株式発行などを利用して市場から直接資金を調達する手段が乏しい。これは、中小企業の企業情報が不透明でリスクが高いといった理由から出資を受けることが困難であることや情報開示のための資料作成や株式公開を行うための専門知識を持った人材が不足している事などが原因として考えられ、直接金融による資金調達が困難なことから、中小企業は銀行等の金融機関からの借入に多くを依存している傾向にある。

下記図10は、中小企業を創業期、成長期、安定・拡大期の三段階に分けそれぞれのステージで利用した中小企業の資金調達方法を示しており、以下では、各資金調達手段について述べていく。

10

経営者本人の自己資金

15 自己資金は、創業期における資金調達手段のうちで最も多く利用される手段であり、成長期、安定・拡大期に入っても2割を占める手段である。経営者の個人資産である自己資金は、金利負担がなく自由に使うことができる。しかし、創業段階において、自己資金が十分にある企業は少ないという問題点がある。

家族・親族、友人・知人等からの借入

20 経営者本人の自己資金と同様に金利負担がなく、自身のことを理解している相手からの借入であるため、金融機関からの借入と比較すると比較的容易に借入出来るものである。

創業期には民間金融機関からの借入と同じ割合で利用されており、企業成長と共に民間金融機関からの借入が創業期と比べ容易になっていくため、資金調達手段全体における利用の割合が減っていつている。

25

民間金融機関からの借入

30 民間金融機関とは都市銀行、地方銀行、信用金庫、信用組合のことである。創業期における資金調達の手段としての割合は約2割であるが、成長初期、安定・拡大期に向かって約4割を占めるようになっていく。このことから民間金融機関からの借入は収益が安定していない中小企業にとっては困難だとわか

る。中小企業の経営は少規模なものが多く、経営が不安定な企業が大半である。また、担保が少なくリスクが非常に大きい等の問題があり、大企業と比較すると金融機関からの借入は困難なものとなっているのが現状である。

5 政府系金融機関からの借入

政府系金融機関とは、国の金融政策に沿った金融サービスを提供する機関であり、主に日本政策金融公庫や日本政策投資銀行、国際協力銀行、商工組合中央金庫の4つを指す。政府系金融機関からの借入は中小企業の事業振興において非常に必要な資金である。長期固定金利の事業資金を安定的に供給することによって、中小企業の民間金融機関からの借入における不足分を補完している。

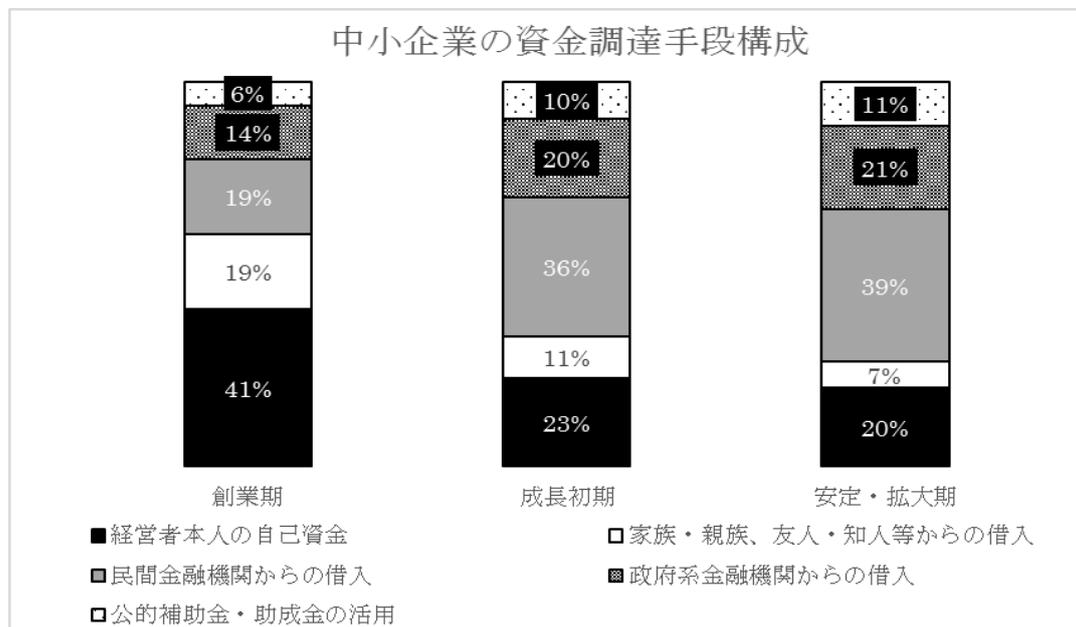
公的補助金・助成金の活用

創業や事業化段階では政府や公的機関による補助金・助成金も重要な資金調達方法になる。例えば、創業促進補助金といった、事業の独創性や、事業の実現可能性や収益性が見込める企業への補助金や、小規模事業者持続補助金といった、経営計画に従って実施する販路開拓等の取り組みに対して補助金を出すというものがある。一見すると非常に魅力的な補助金であるが、実際は、補助金の使途は限定されており、また資金額にも上限があるため、補助金だけでは不十分であるという現状である。

25

30

図 1 0 成長段階別中小企業の資金調達手段構成



出所) 中小企業庁 (2017) 『2017年版中小企業白書 概要』 p20 より著者作成

5 ・ 問題点

次に、中小企業の資金調達における問題点について述べていく。日本銀行の「貸出・預金動向」によると、日本銀行が行った量的・質的金融緩和以降、銀行の中小企業向けの融資（貸出）残高は増加の傾向にある。量的・質的金融緩和以降、日本の経済は大きく変化した。中でも大きな変化として、金利の低下が挙げられる。金利の低下に伴い銀行の貸出金利は低下し企業にとって借入がしやすい環境となっているとされている。

また、大企業に比べ、中小企業への貸出が増加している要因として以下の3点が考えられている。

- ① 中小企業は、事業開始のために必要な資本金は5000万～3億円と定められており¹、元手となる資金が比較的小さいため資金需要が高い。
- ② 約4割の中小企業が資金調達手段として、金融機関からの借入に依存しているため²、主な資金調達手段が金融機関からの貸出に限られる。

¹ 図 9 「中小企業の定義」 参照

² 図 1 0 「成長段階別中小企業の資金調達手段構成」 参照

③ 『中小企業の主な販売地域の約 8 割が国内であり、海外に向けた販売は約 2 割に留まるため輸出や対外直接投資を行う割合が少なく、国内経済の動向に左右されやすい。』（岡村博之「中小企業の経済学」 p 15 より引用）

これらの中小企業の持つ特徴が貸出の増加に繋がっていると考えられる。

5 しかし一方で、日本銀行よると、金融機関からの中小企業に対する貸出残高は増加傾向にあるが、中小企業に対する貸出件数は減少している。

10 図 1 2 は、国内銀行が行っている中小企業への貸出件数の推移を表しており、2005 年から 2015 年にかけて、中小企業に対する貸出件数は緩やかに減少している。貸出残高が増加している一方で、貸出件数が減少しているということから、限られた優良企業（倒産のリスク等が低く確実性の高いリターンを見込める企業）に貸出が集中しており、その他の企業が金融機関からの貸出を受けられていないということが言える。

15 また、図 1 0 からわかるように多くの中小企業が間接金融による資金調達手段に依存している。そのため、特定の企業のみが貸出を受けられる状況は、企業の円滑な資金調達を行う上では好ましくないとと言えるだろう。

図 1 1 全国銀行の貸出残高



出所) 日本銀行 HP (2017) 預金・貸出関連統計 預金・貸出動向より著者作成

20 (URL) <http://www.boj.or.jp/statistics/dl/loan/lldo/sector/index.htm/>

図 1 2 国内銀行の中小企業への貸出件数の推移



出所) 日本銀行 HP 「貸出先別貸出金(業種別、設備資金新規貸出)一覧」より

5

著者作成

(URL) <http://www.boj.or.jp/statistics/dl/index.htm/>

2-3 ベンチャー企業の資金調達構造

10

・ベンチャー企業の定義

ベンチャー企業の定義について述べていく。ベンチャー企業は、中小企業のように明確な定義は存在しない。そこで、本論文では、ベンチャー企業を「創業からあまり時が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・

15 拡大しようとする意欲のある企業」と定義し、進めていく。

アベノミクス第三の矢「成長戦略」である日本再興戦略でもあるように、日本の産業が再興する目処となる名目 GDP 600 兆円達成の為にイノベーションが期待されていることは明確である。そこで、様々な組織がイノベーションを起こせるベンチャー企業の支援が最重要課題として掲げられている。

20

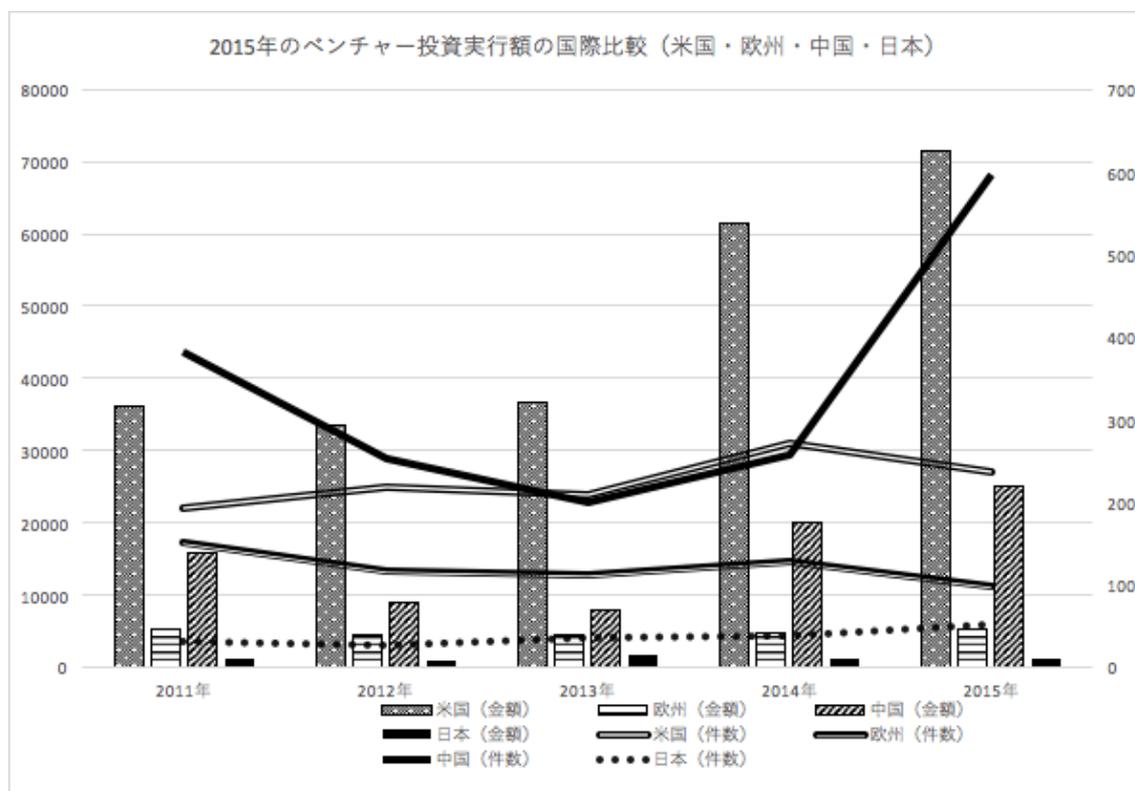
ベンチャー企業は定義で述べた通り、今までにない新たな挑戦を行うので、事業が成功すれば国に大きな影響を与え、新たな産業を切り開く可能性があ

る。例えば米国では Apple や Google など、今となっては世界中でなくてはならない存在にまで成長している。

しかし、日本に焦点を当てると、海外に比べてベンチャー企業が育ちにくい環境にある。その理由は、以下の図 1 3 から明らかになっているが、海外（米国、欧州、中国）と日本のベンチャー投資額の差が大きい。そして、日本では、ベンチャー企業の資金調達が難しいことが考えられる。

以下では、ベンチャー企業の資金調達の現状と問題点を述べていく。

図 1 3 2015 年のベンチャー投資実行額の国際比較



10

出所) 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』 p4
より著者作成

・ 資金調達方法とその説明

15 ベンチャー企業の資金調達と言っても一括りにはできない。なぜなら企業の成長段階別で違っており、その段階別における資金調達方法が存在するためである。それらの段階を箇条書きし、補足を加えていく。

第 1 段階は創業（シーズ ステージ・スタートアップステージ）。

第 2 段階は事業化（アーリーステージ）。

第 3 段階は成長初期（ミドルステージ）。

第 4 段階は成長後期（レイターステージ）。

5 第 5 段階は株式公開（IPO）。

第 1 段階の創業段階では、自己資金や国や地方自治体からの補助金を中心になってくる。なぜなら、そもそも実績が少ないため銀行融資などを受けることが困難であるからである。それが原因なのか、創業段階でのベンチャー企業の倒産ケースが日本では多い。

10 第 2 段階の事業化段階では、まだ金融機関からの信頼は薄く融資が難しい。ベンチャーファンド（設立 7 年未満のアーリーステージにあるベンチャー企業への出資）による資金調達方法も存在する。また、ベンチャーキャピタルや事業会社による投資、政府系金融機関などによる制度金融、信用保証協会による信用保証、リースなども用いられる。

15 第 3 段階の成長初期段階に入ってくると、ベンチャーキャピタルからの資金調達が主になってくる。

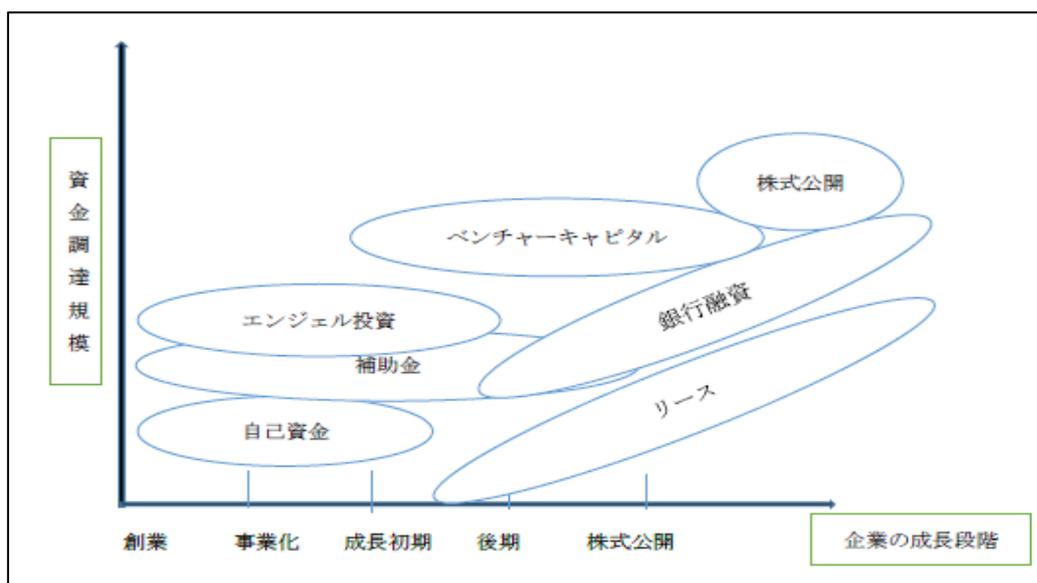
第 4 段階の成長後期段階では、設備投資などが必要になってくるが、この設備投資のためにリースによる資金調達を行う企業がみられる。

20 第 5 段階の株式公開の段階へと進む。もちろん、これがすべての企業に当てはまるとは限らないが、企業は成長段階に応じて、適した資金調達手段を用いながら資金調達を行っている。このような 5 つの段階が存在している。以下では、各資金調達手段のいくつかの現状について述べる。

25

30

図 1 4 成長段階別の資金調達方法



出所) 大和総研 (2012) 『ベンチャー企業の資金調達』P2 より著者作成

5 ベンチャーキャピタル

ベンチャーキャピタルは、高い成長性が見込まれるベンチャー企業に対して積極的に投資する投資会社のことであり、ハイリスクではあるが新規株式公開によるハイリターンを目的としている。ベンチャーキャピタルのメリットを紹介していく。1つ目に挙げられるのが、コンサルティングである。先ほど

10 も述べたようにベンチャーキャピタルは投資したベンチャー企業が成功しリターンを得ることを目的としている。そのため、ベンチャーキャピタルはベンチャー企業の経営に介入し、アドバイスを行う。その際、ベンチャーキャピタルは多くのベンチャー企業の経営に携わってきたので、その経験からベンチャー企業にとってより良い選択が出来る可能性が高まる。また、ベンチャー

15 キャピタルが他の様々な企業ともかかわりを持っていることから事業提携先やビジネスパートナーの紹介も期待できる。2つ目にフェーズに合わせて資金を調達することができるということだ。ベンチャーキャピタルでは少額から、他の資金調達では難しいほどの大きい額まで融資が可能である。そしてその融資を一貫して受けることが出来る。

エンジェル投資

ベンチャー企業を支援する個人投資家（エンジェル投資家と呼ばれる）からの資金である。富裕層の投資意欲が強い米国や欧米の国々でよくみられる。米国のシリコンバレーでは、成功した起業家などがエンジェル投資家となつて、次世代の起業家に資金を投資するという習慣ができつつある。日本におけるエンジェル投資家の数は、2010年度においては、834人であり、アメリカと比べ、かなり少なくなっている。また、年間投資総額を比べてみても、日本が約9.9億円に対し、アメリカは約2.3兆円であり、大きな差がある。アメリカではエンジェル投資により成長を遂げたベンチャー企業が多数あることもあり、日本でもエンジェル投資が増え、彼らの投資が活発になれば、日本のベンチャーの資金調達における問題点も一部は解決されるだろう。

株式公開

自社の株式を証券取引所に新規上場させることである。株式公開をすることで、市場から得た資金を元手に、事業を拡大する事ができる。株式公開によって、知名度の向上、資金調達が容易に行うことができる。

・問題点

しかし、ベンチャー企業の資金調達方法に、いくつかの問題点があると私たちは考え、以下に主要な4つの問題点を書き出した。

① ベンチャー企業特有の資金調達方法であるエンジェル投資やVCは、海外に比べて投資件数も少ない。図15から、日本と米国と、エンジェル投資、VC投資の規模の違いが明らかである。

図15 日本とアメリカのエンジェル投資の比較

	日本	アメリカ
エンジェル投資額	約9.9億円（2011年度）	296億ドル（2013年）

エンジェル投資件数	45 件（2011 年度）	71000 件（2013 年）
エンジェル投資家数	834 人（2010 年度）	298000 人（2013 年）
VC 投資額	約 1240 億円（2012 年度）	267 億ドル（2012 年）

出所) 日本経済産業省 (2014) 『起業・ベンチャー支援に関する調査 エンジェル投資家等を中心としたベンチャーエコシステムについて』より作成

②投資するための、評価はどのようにするのかという点である。ベンチャー企業を財務面で評価することは、信用度が少なく容易ではないので、事業性で評価することが望ましい。しかし、そこで課題になってくるのが、どのようにして事業性を評価するのかという課題である。最近では、専門的、事業性を評価する会社が登場した。例えば、ベンチャーラボという会社がそのサービスを提供していて、ビジネスモデル・経営力・財務力・技術力の視点から、事業性を評価する。

③IT分野以外への活動をしているVCやエンジェル投資家の母数が圧倒的に不足しているという点である。そのため、IT分野以外の産業の資金が比較的不利である。

④自己資本がそもそも少ないという点である。自己資本は、1番初めに投資される場合が多いので、とても重要である。自己資本が少ないということは、最初の段階で、資金的に困難な状況になる可能性が高い。自己資本が多ければ多いほど、自由に事業運用資金として使用でき、より自分が想像した事業展開が行える。自己資本が少ない場合は、自己資本以外の方法も考えておいた方が良い。

2-4 企業規模別の資金調達構造の比較

ここでは、企業規模別の資金調達構造を比較していく。比較する点は、企業との金融機関、証券市場との関係、そして資金調達方法、資金提供者による違いである。

大企業には、東証1部に上場している場合が多く、大手金融機関から、大型の資金調達が可能である。また、出資が多いため、原則返済不要の資金が豊富である。出資してもらうということは、議決権が、出資側の株主に移ってしまい、場合によっては、株主に企業を丸ごと乗っ取られてしまい、経営の自由度を奪われる可能性がある。

一方で、中小企業は東証2部、ベンチャー企業はマザーズ、ジャスダックに上場していて、直接金融による資金調達が企業より、困難になる事は明らかである。中小企業・ベンチャー企業は、実績が少なく、大手金融機関から出資してもらえないので、ベンチャーキャピタルやエンジェル投資から資金調達することが一般的である。しかし、最近では、中小企業向けの制度、ベンチャー企業向けの制度が発達してきている。まず、中小企業向けの制度から紹介していく。リテールバンキングというサービスである。リテールバンキングとは、個人や中小企業を対象とした小口金融業務のことである。

大手銀行による中小企業対象の融資業務が徐々に拡大している。それにより、メガバンクも中小企業に対する融資を少しずつ増加させていて、中小企業の資金調達も以前と比べると、容易になってきている。

ベンチャー企業については、公的金融機関である日本政策金融公庫が行う「資本制ローン制度」という制度がある。資本制ローンとは、新規事業に取り組む中小企業の財務体質強化のために、資本制資金を供給することの出来る制度である。またベンチャー企業向け資本制ローンには、①国民生活事業（融資限度額3,000万円）、②中小企業事業（融資限度額1融資先あたり3億円）の2種類がある。

資本制ローン制度については、第三章で、詳細を述べていく。

第三章 望ましい資金調達・公的金融のあり方、並びに実現に向けた方策

5 3-1 望ましい資金調達のあり方

これまで、大企業、中小企業、ベンチャー企業それぞれの資金調達における現状や問題点を考察してきた。本章では、各企業の資金調達構造を鑑みた上で、中小企業とベンチャー企業それぞれにおける望ましい資金調達のあり方について述べていく。

10

・中小企業における望ましい資金調達のあり方

まず、私たちが考える中小企業における望ましい資金調達のあり方について述べていく。

15 これまでに述べたように、中小企業は金融機関からの借入において、経営の規模や返済リスク、担保や保証といった様々な問題から、優良企業にのみ貸出が集中しているという傾向にある。

そのため、大多数の中小企業が金融機関からの貸出を受けられておらず、円滑な資金調達を行えていないという問題がある。

20 また、中小企業は各企業で程度の差はあるが、大企業とは異なり資金調達手段が多様であるとは言い難い。直接金融による資金調達は、企業の財務情報の開示等に人材が必要となるが、多くの中小企業ではこの人材を確保する余裕がない。さらに、多数の資金提供者から資金を調達するためには、利益に繋がると期待される企業である必要があり、中小企業が資金調達手段として直接金融を利用することは困難である。

25 この問題を解決するためには、中小企業の資金調達を改善するために現在行われている「売掛債権担保融資」や「ローン担保証券」、「社債担保証券」といった中小企業の資金調達の選択肢を増加させるだけでなく、より多くの企業が平等に融資を受けられる機会が確立された制度が必要となるだろう。

また同時に、企業の信用拡大や成長段階に応じた資金調達方法や資金調達手段が必要であり、短期で完結しない長期に渡り利用されていく制度が必要であると私たちは考える。

5 ・ベンチャー企業における望ましい資金調達のあり方

ベンチャー企業は成長段階によって財務面や事業面で状況が異なるため、同じ機関から資金調達を行い、企業を成長させ続けることは困難である。そのため、成長段階別に資金調達方法を考えることが望ましい。

- 10 シード期では、少額融資ではあるが融資審査が他の資金調達方法に比べて厳しくないエンジェル投資の利用を海外同様に活発化させると同時に、インキュベーターやアクセラレーターなどの創業支援を活用することが望ましい。次に、アーリー～ミドル期ではある程度企業が成長し融資判断がしやすくなったので、エンジェル投資に比べて融資額の大きいVCの利用、そして、ミドル～
- 15 レーター期においては、融資審査はもっとも厳しくなるが、低金利で多額の融資が期待できる銀行からの融資が望ましいと私たちは考える。

3-2 公的金融の望ましいあり方

20 ・中小企業における公的金融の望ましいあり方

先に述べた中小企業における望ましい資金調達のあり方を実現させるためには、公的金融機関が果たす役割も重要となる。

- 25 公的金融機関は、政府系金融機関と呼ばれ、国内経済や産業の発展、国民生活の安定と言った、公共的な目標を達成することや民間金融機関の補完といった役割を果たす金融機関である。

民間金融機関が融資をためらう企業にも財政投融资により融資を行うため、企業側は民間金融機関より融資を受けやすいという特徴があるが、公的金融機

関からの借入は、中小企業の資金調達手段構成では全体の2割程度にとどまっている。³

5 中小企業の資金調達における問題点を解決させるためには、先述したように、より多くの企業が融資を受けられる制度や企業の信用拡大、成長段階に応じた資金調達方法や資金調達手段が必要であるため、中小企業の資金調達手段構成で全体の2割程度を占める公的金融機関からの割合を増加させるより、後述する「シンジケートローン」を円滑に活用するための補助的な役割を果たすことが望ましい公的金融の在り方であると私たちは考える。

10 ・ベンチャー企業における公的金融の望ましいあり方

次に、ベンチャー企業の望ましい資金調達のあり方を考えるにあたり、公的金融機関が現在取り扱っている制度を見ていく。

15 公的金融機関には、先に述べたように4つの機関が存在するが、中でも、日本政策金融公庫が行う「挑戦支援資本強化特例制度（資本制ローン制度）」について見ていく。

挑戦支援資本強化特例制度（資本制ローン制度）は、企業の財務体質強化を図るために資本性資金を日本政策金融公庫が企業に提供する制度である。

20 挑戦支援資本強化特例制度（資本制ローン制度）には、創業・新事業展開・海外展開・事業再生等に取り組む企業の財務体質強化を図るために資金を供給する「国民生活事業（融資限度額4,000万円）」と新規事業や企業再建等に取り組む中小企業の財務体質強化を図るために資本性資金を供給する「中小企業事業（融資限度額3億円）」の2種類が存在する。

25 この制度は、企業側は無担保・無保証で借入れることができるため、開業のための資金が必要なシーズステージや事業化して間もなく、金融機関からの融資を受けにくいアーリー、ミドルステージと言ったベンチャー企業の創業～成長期の段階で利用されるだろう。

また、金融検査場は挑戦支援資本強化特例制度（資本制ローン制度）によって得た資金は負債ではなく資本として扱うことができる。

³ 図10 「成長段階別中小企業の資金調達手段構成」参照

無担保・無保証で資金を調達することが可能であり、資金を自己資本として扱うため信用の向上にもつながると考えられ、ベンチャー企業にとって非常に魅力的な制度といえるだろう。

- 5 このような、ベンチャー企業を支援する制度を公的金融機関が積極的に行っていくことが、ベンチャー企業の資金調達における問題を解決する一つの手段となると私たちは考える。

3-3 実現に向けた方策

- 10 ここでは、これまで述べてきた各企業の現状や問題点を検討した結果、私たちが考える中小企業、ベンチャー企業の望ましい資金調達を実現するための方策について論じていく。

・中小企業

- 15 まず、中小企業における望ましい資金調達を実現させるための方策について述べていく。

先述した中小企業の望ましい資金調達のあり方を実現するための方策として私たちは「シンジケートローン」を活用することを提案する。

- 20 シンジケートローンとは、「企業の資金調達ニーズに対して、複数の金融機関が協調してシンジケート団を結成し、一つの契約書に基づき同じ条件で融資を行う資金調達手法であり、これまで取引していた金融機関に加え、以前まで取引がなかった複数の金融機関からの資金の調達を行うため広く財務内容を開示し、債権の流通可能性を高めることになるため「市場型間接金融」と言える方法である。」（三井住友銀行「シンジケートローンとは」より引用
25 <http://www.smbc.co.jp/hojin/financing/syndicate.html>）

シンジケートローンには借入側（企業）と金融機関の双方だけでなくアレンジャーやエージェントと呼ばれる幹事金融機関にもメリットがあり、全国銀行協会の貸出債権市場取引動向によると 2016 年時点では約 30 兆円の組成額と

3000 件の組成実績をあげており、今後有力な資金調達手段の一つとして位置づけられている。⁴

- また、シンジケートローンには、図 1 6 のような 3 つの形態が存在するが、特定の形態に絞って議論を進めていくと円滑な資金調達に支障をきたす恐れがあると考えたため、ここでは形態を絞らずシンジケートローンについて考察していく。

図 1 6 シンジケートローンの形態

コミットメントライン	一定の要件を満たすことを条件として、あらかじめ設定した範囲内で短期の融資を約束する融資契約。
タームローン	借入金額、金利、期間、返済条件などを規定した金銭消費貸借契約書を交わして行う証書貸付。 融資期間を 3～5 年程度の中長期で契約し、一括で融資を実行する。
コミット型タームローン	タームローンとは異なり、契約日から一定期間内であれば分割して融資を実行できる。

出所) 三菱東京UFJ銀行HP「シンジケートローンについて」より著者作成

- 10 (URL)<http://www.tr.mufg.jp/houjin/shisan/loan.html>

次に、シンジケートローンのメリット・デメリットについて述べた上で、今後望ましい資金調達のあり方を実現させるための方策としてシンジケートローンに必要なものを考えていく。

- 15 まずはシンジケートローンにおけるメリットについて述べていく。シンジケートローンには、大きく図 1 7 の 4 つのメリットが存在する。

⁴ 図 2 0 シンジケートローンの組成実績 (金額・件数) 参照

図 1 7 シンジケートローンにおけるメリット

柔軟な資金調達	複数の金融機関から融資を得られるため、多額の資金調達が可能であり新たな金融機関との取引を開拓するため資金調達方法や資金調達先の多様化が実現でき、企業の資金調達の柔軟性向上が見込める。
事務・経理部門のコスト削減	借入に関連した事務等をアレンジャーやエージェントが一括して行うため、事務負担の軽減や借入の管理に関するコスト削減が可能となる。
財務体質の改善	<p>複数の金融機関が企業の信用度を客観的に評価するため、信用度と一致しない金利が設定されなくなり、複数の金融機関からの支援体制が明確になるため財務安定性の向上が期待できる。</p> <p>複数の金融機関との取引条件を統一化させ流動性を確保する事が出来るため効率的な資金運用が可能となる。</p>
付加価値の向上	<p>資金調達の柔軟性や財務体質の改善により、対外的に先進的な企業イメージのアピールが可能となる。</p> <p>また、新たに開拓した金融機関を通じて事業基盤のサポート等に繋がる可能性がある。</p>

出所) 三菱東京UFJ銀行HP「シンジケートローンについて」より著者作成

(URL)<http://www.tr.mufg.jp/houjin/shisan/loan.html>

- 5 上記したものは、企業側のメリットであるが金融機関側には融資に際し、複数の金融機関が参加するため、融資リスクにかかるリスクや負担を軽減させることができるというメリットが存在する。
- さらに、アレンジャーやエージェントといった幹事金融機関においても、アレンジメントフィーやエージェントフィー等の手数料を受け取れるため、新たな収益機会を得ることが出来るというメリットが存在する。
- 10

企業側の資金調達ニーズを満たし、金融機関側にも明確なメリットが存在するシンジケートローンは、今後の中小企業の資金調達において有効となるのではないだろうか。

しかしその一方で、シンジケートローンにはデメリットも存在する。シンジケートローンには以下図18のような、2つのデメリットが存在すると私たちは考えている。

図18 シンジケートローンにおけるデメリット

手数料	エージェントやアレンジジャーに対する手数料、契約条件の変更をする際等に、手数料が発生するため、手数料が大きくなる。(アレンジメントフィーは一般的に融資額の1%~5%)
契約条件	複数の金融機関が多額の資金調達を行うため、融資判断は金融機関側の多数決によって決定するため企業側は詳細な事業計画の策定が必須となり、企業にとって契約条件が厳しくなる。

出所) 三菱東京UFJ銀行HP「シンジケートローンについて」より著者作成

(URL)<http://www.tr.mufg.jp/houjin/shisan/loan.html>

上記した、シンジケートローンにおけるデメリットを解消し円滑な資金調達をより多くの企業が行える環境を作るため、公的金融機関を中心としてシンジケートローンを活用していく制度を構築することを私たちは提案する。

15 私たちが考える制度とは、公的金融機関がエージェントやアレンジジャーに対する手数料の一部を企業の成長段階に応じて負担し、事業計画策定の補助等のサポートを行うことである。

20 公的金融機関がシンジケートローンにかかる手数料の一部を企業の成長段階に応じて負担することにより、企業側のデメリットを解消できるため、より多くの企業がシンジケートローンを活用し易い環境となり、企業側はこれまでより多額の資金調達を低コストで行うことや柔軟な資金調達が可能となる。

現在、国内経済活性化のためアベノミクスと呼ばれる政策の下、様々な政策がなされている。その政策の一つの成長戦略の一環としてシンジケートローンの推進を行っていく事が出来れば、国家政策の下、民間金融機関の補完を主として日本経済の発展や成長を促す公的金融機関の基本理念に沿った制度となるのではないだろうか。

5

一方で、金融機関側にとっても契約先の増加、融資のリスクや負担を軽減させることが可能となるため、積極的な融資をおこなうことが出来るだろう。これにより、中小企業の資金調達において問題となっている倒産のリスク等が低く確実性の高いリターンを見込める優良企業にのみ融資が集中するという状態は解消されると考えられる。

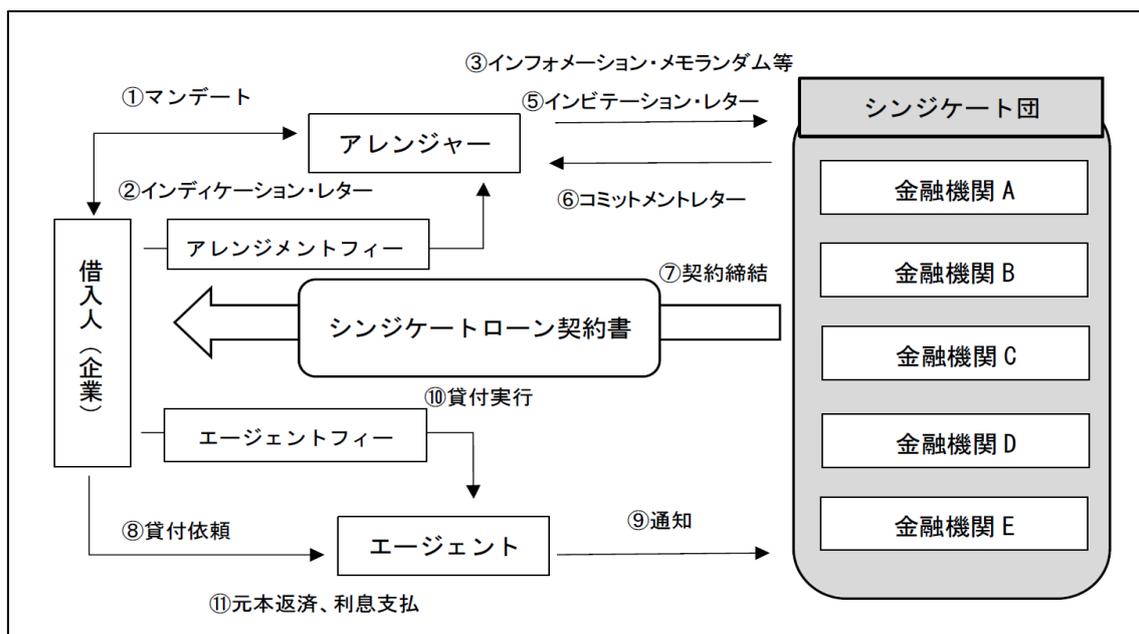
10

また、公的金融機関に含まれる商工組合中央金庫や日本政策投資銀行は中小企業の経営サポートやコンサルティングのノウハウが蓄積されているため、企業が資金調達を行うために必要な事業計画策定の補助等も問題なく行えるだろう。

15

上記した、公的金融機関を中心とした制度を構築しシンジケートローンを活用すれば、先に述べた中小企業の資金調達における問題点の解決、並びに更なる中小企業の活性化に繋がると私たちは考える。

図 1 9 シンジケートローンの流れ

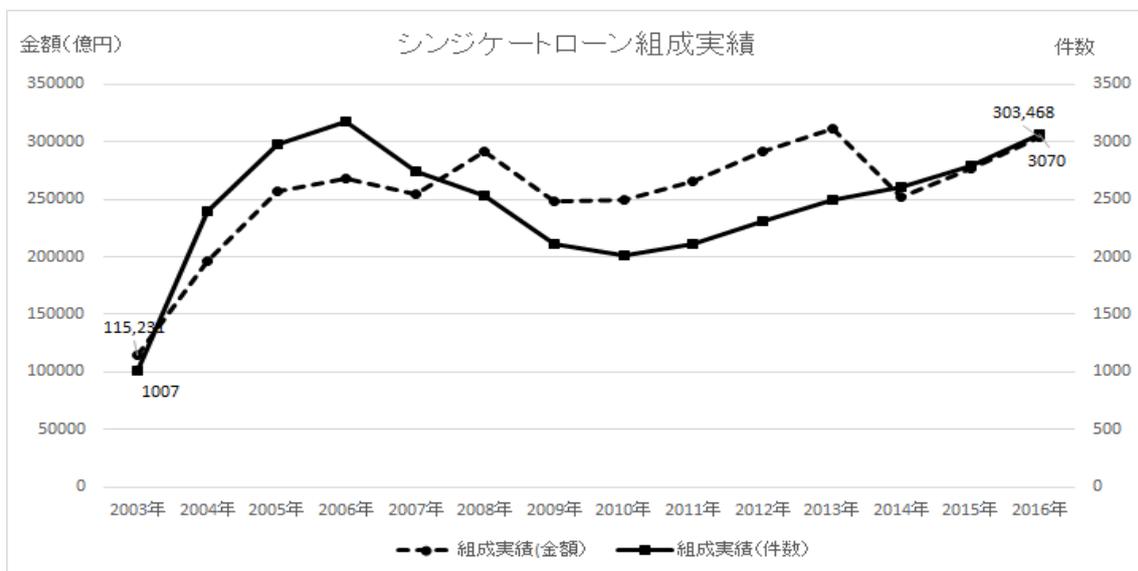


20

①借入人とアレンジャー間で「組成案」を検討
②アレンジャーから借入人に「条件書」を提示
③アレンジャーが金融機関に「市場調査」を実施
④「条件書」に合意後、「契約書」を作成
⑤アレンジャーから金融機関に「参加検討要請」を送付
⑥ 金融機関からの参加回答書を受領
⑦シンジケートローン契約締結
⑧エージェントに借入を申し込み
⑨エージェントがシンジケート団に貸付を通知
⑩シンジケート団が個別に貸出を実行
⑪借入人がエージェントを通じて元利金、利息を支払う

出所) 三菱 UFJ 信託銀行 HP「シンジケートローンのご案内」より著者作成
 (URL)<http://www.tr.mufg.jp/houjin/shisan/loan.html>

5 図 2 0 シンジケートローンの組成実績 (金額・件数)



出所) 一般社団法人全国銀行協会 HP「貸出債権市場取引動向より」著者作成
 (URL)<https://www.zenginkyo.or.jp/abstract/stats/year4-01/>

・ベンチャー企業

次に、ベンチャー企業の望ましい資金調達のある方を実現するための方策について述べていく。

5 ①シード期

・エンジェル投資の件数増加について

エンジェル投資家や投資件数、投資額が海外に比べて少ないのは図15より明らかである。その数少ない投資家に対して、エンジェル投資を積極的に行いたくなるような働きかけが必要である。そのひとつとして、私たちは「エンジェル税制」の利用機会が増える環境作りを提案する。

10

「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、エンジェルに対して税制上の優遇措置を行う制度である。エンジェルとは創業間もないベンチャー企業に対し投資する個人のことである。

15

この制度は、税制面から個人投資家を支援すれば、彼らが積極的にベンチャー企業へ投資するようになり、それによって起業が促進されたり生まれて間もないベンチャー企業を支えたりする環境ができ、我が国の産業のイノベーションを促進し、国際的な競争力を増していこうという制度である。エンジェル税制はエンジェルである個人投資家のための税制優遇であるが、その最終目的は起業支援でもあるので、別名「起業応援税制」と呼ばれたりしている。

20

このエンジェル税制だが、個人投資家がベンチャー企業へ投資を行った投資時点と、ベンチャー企業の株式を売却した売却時点の2つの時点で税務上の優遇措置を受けることができる。ゆえにまずはそれぞれの優遇措置をみていくこととする。

25

・ベンチャー企業へ投資した時の税制優遇

まず投資時点での優遇措置について述べる。投資時点の優遇措置には以下のAとBの2つの優遇措置があり、そのどちらかを選択することができる。

30

図 2 1 投資時点の優遇措置

<p>優遇措置 A (対象企業への投資額-2,000円)をその年の総所得金額から控除 ※控除対象となる投資額の上限は、総所得金額×40%と1,000万円のいずれか低い方</p>	<p>優遇措置 B (対象企業への控除全額を、その年の他の株式譲渡益から控除 ※控除対象となる投資額の上限なし</p>
---	--

優遇措置 A は、株式の譲渡益に限らずエンジェル投資家が 1 年で稼いだ所得の合計から、ベンチャー企業への投資額のほぼ全てを控除することができるというものである。2010 年より投資額から差し引かれる額が 5,000 円から 2,000 円に引き下げられたことでさらに有用性が高まったのではないだろうか。

一方、優遇措置 B はベンチャー企業以外の株式の譲渡益からベンチャー企業への投資額全てを控除できるというものである。ゆえに、株式譲渡益がベンチャー企業への投資額以上に発生している人は B の優遇措置を選択したほうが得ということになると考えられる。

上記のように 2 つとも非常に有利な税制となっているものの、A の控除限度額に引っかかったり、B でも投資時点で株式譲渡益がベンチャー企業への投資額を下回っていたりすると効果が薄れてしまうと考えられる。そのため投資時点で受けられるものだけでは不十分であると思われる。そこで、エンジェル税制は投資時点だけでなく、売却時点での税制優遇を受けられるチャンスを設けている。次はその売却時点での優遇措置を見ていくこととする。

20

・未上場ベンチャー企業株式の売却時点で損失が生じた場合の優遇措置

エンジェル投資家がベンチャー企業に投資することは少なからずリスクを伴うものであり、エンジェル税制ではこうしたエンジェル投資家が負担するリスクについても税制優遇措置が取られている。それは、エンジェル投資家が未上場のベンチャー企業に投資し、仮にそのベンチャー企業が思うように成長せず、未上場ベンチャー企業株式の売却によって損失が生じたとしても、その損

25

失を他の株式の譲渡益と相殺できるというものである。また、その年に相殺しきれないほどの損失が生じた場合には、翌年以降3年にわたって他の株式譲渡益と相殺ができる。この優遇措置によってベンチャー企業が成長せずに終わってしまったとしても、それにおける投資家の損失をほぼ抑えることができると考えられるため、その部分のリスクを投資するときに考え躊躇することを軽減できるだろうと思われる。

しかし、この売却時点での優遇措置は、投資時点で優遇措置を受けている人が二重に受けられるというものではない。ゆえに売却時点の優遇措置によって他の株式の譲渡益と相殺できる損失というのは、以下の計算式で計算される。

$$10 \quad \text{損失} = (\text{取得価額} - \text{投資時点での控除額}) - \text{売却額}$$

通常損失額の計算であれば、投資額、すなわち株式の取得価額から単純に売却価額を控除して求めるのだが、エンジェル税制の売却時点の優遇措置で用いられる損失を計算するときは、投資時点で所得から控除した金額を差し引いた後の取得価額から売却額を控除して計算する。これにより、二重の税制優遇を防ぐことができると同時に、投資時点で十分な税制優遇を受けられなかった投資家の損失だけに税制優遇をつけることができる。またベンチャー企業が未上場のまま、破産や解散などで株式の価値が無くなり、売却できなくなった場合も同じように税制優遇を受けることができる。どちらかしか受けられないということは結局少々のリスクは負担しなければならないと考えられるが、全くのノーリスクで投資できるというのは政府にとって大きなリスクとなるし、片方でも十分にリスクカバーできるので良いのではないだろうか。

・エンジェル税制の要件

エンジェル税制の優遇措置を受けるためには、資金の払い込みの期日までに一定要件を満たす必要がある。どの優遇措置にも共通する要件として以下のようなものがあげられる。

図 2 2 エンジェル税制の要件

・外部からの投資を6分の1以上取り入れている会社であること

・大規模法人やその子会社に属さないこと

・未上場、未登録の株式会社で風俗営業を行っていないこと

上記以外にも細かくあるが、これらは必ず満たしていなければならないものである。

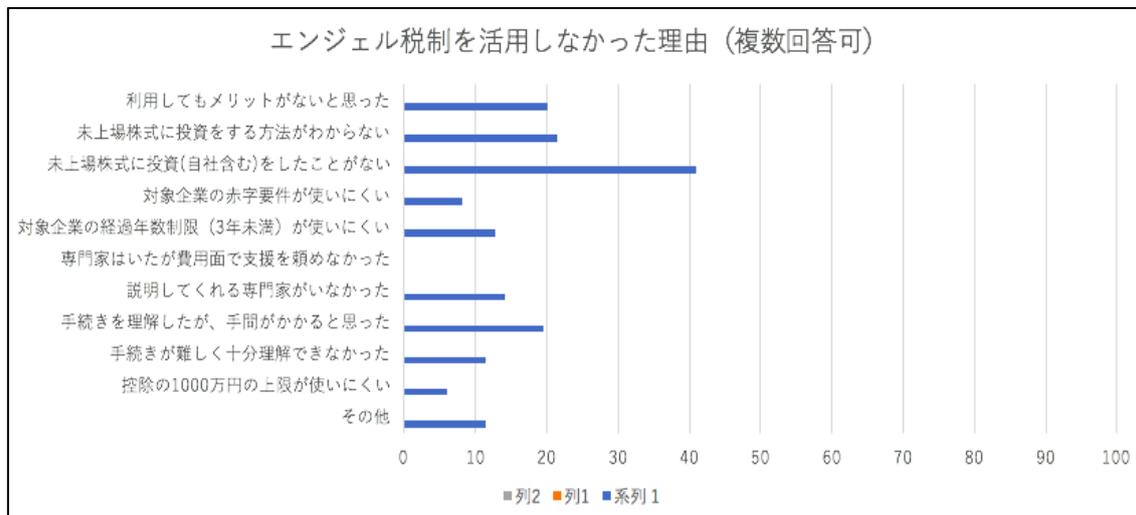
・エンジェル税制の申請から確定申告まで

- 5 ベンチャー企業は自社がエンジェル税制の対象であることを確認した後、経済産業省に申請をする必要がある。申請が確認されると、経済産業大臣より確認書が交付される。確認書は個人投資家の確定申告に必要となるため、交付後確定申告の必要書類と共にベンチャー企業から個人投資家へと提出され、個人投資家は確定申告の際にこの確認書を提出することで、エンジェル税制の手続きが完了となる。

- 10 ここまででわかる通りエンジェル税制の優遇措置を受けるためにはまず要件を満たしてそれに適した企業であることを証明しなければならない。また申請する際にもきちんとした手順を踏まなければならない。エンジェル税制の利用手続きが複雑なことや手間がエンジェル投資の機会を遠ざけている。しかし、非常
- 15 常に有益な税制優遇の措置を受けられるのだから、これらの問題を解決すればこの制度は数・投資額ともに少ない日本のエンジェル投資家を大いに増やす手助けになるのではないだろうか。

- 20 さらに、エンジェル税制の認知状況を調べると、「制度の内容まで知っている」が32.5%、「制度の内容までは知らないが、名前は聞いたことがある」が32.2%、「知らない」が35.5%と非常に少ないことが分かった。さらに、エンジェル税制を認知している人のうちエンジェル税制を実際に活用したことのある人はたったの29.5%であった。

図 2 3 エンジェル税制を活用しなかった理由



出所) 株式会社野村総合研究所(2013)『個人投資家によるベンチャー企業等への投資活動の実態に関する調査より筆者作成資料』p47より著者作成

5

これらの理由から、エンジェル投資のメリットであるエンジェル税制の説明機会や投資家とベンチャー企業をつなぐマッチングの機会を増やすことで、エンジェル投資に対する理解を深め、エンジェル投資を促進させる必要があると考えられる。実際、経済産業省が2017年5月にエンジェル税制の簡単な

10

説明を動画サイト YouTube に投稿したりということが行われていたり、近年改善されつつある。現在も行われているマッチングイベントでマッチングを行うだけでなく、エンジェル税制や審査手続きの具体化、さらに、最もエンジェル投資が行われない原因である未上場株式に投資することへのメリットなどの説明会を同時に開催し、投資しやすい環境を整えることが改善策である。ま

15

た、野村総合研究所の調査によると、エンジェル投資家の一般像として、かつて事業で成功したが現在は経営の第一線から退いているという人物像が浮かび上がっている。しかし、彼らはフロー所得ではなくストックを多く持つ資産家である可能性があるため、現在のエンジェル税制のメリットは希薄であると考えられる。エンジェル投資家を増やすためにも、ストックの資産に対しても少

20

し税制優遇の措置をとる必要があるのではないだろうか。

②アーリー～ミドル期

・CVCの活用

VCは大きく分けて、独立系VC・銀行系VC・CVC（コーポレートベンチャーキャピタル）の3つに分類される。独立系VCとは、どこかの会社のグループに属しているわけではなく独立資本で行っているVCを指す。日本では少ないが、アメリカのシリコンバレーで活発であり、企業の成長が割と早い段階で融資し、積極的に企業育成を行うハンズオンが多い。次に、銀行系VCは銀行の系列にあるVCで、日本の代表例としてはみずほベンチャーキャピタルなどが挙げられる。銀行の系列である事から、銀行と企業情報が共有できる事が特徴である。なので、次のミドル～レター期で望ましいと考える銀行からの融資を受けやすくなり、長期にわたる融資による信頼の構築やEXITを早い段階で視野に入れることが出来るという特徴がある。それに対しCVCは、成功したベンチャー企業や一般事業会社の子会社としてっているVCである。銀行系VCとは対照的に、事業経験がある事から事業に対する理解が深く、EXITの中でも、IPOよりもM&Aに向いている。ベンチャー企業が研究開発を行うため、大企業は自社単独で行うより投資資金を抑える事ができ、低リスクでイノベーションに着手できる事からCVCは2011年以降増加している。リーマンショック以降、企業のIPOの件数は一気に低下し、回復しつつはあるものの2000年代前半に比べ低い。一方で、未だ件数はIPOのほうが多いがM&Aの件数は伸びている。一方でアメリカでは、1990年代まではIPOが主流だったが、2000年頃から変わり始め、現在ではおよそ90%をM&Aが占める。アメリカの良好なEXIT環境がVCの投資を促しているのだと考えられる。

25 図24 日米のEXITした企業の年間社数比較

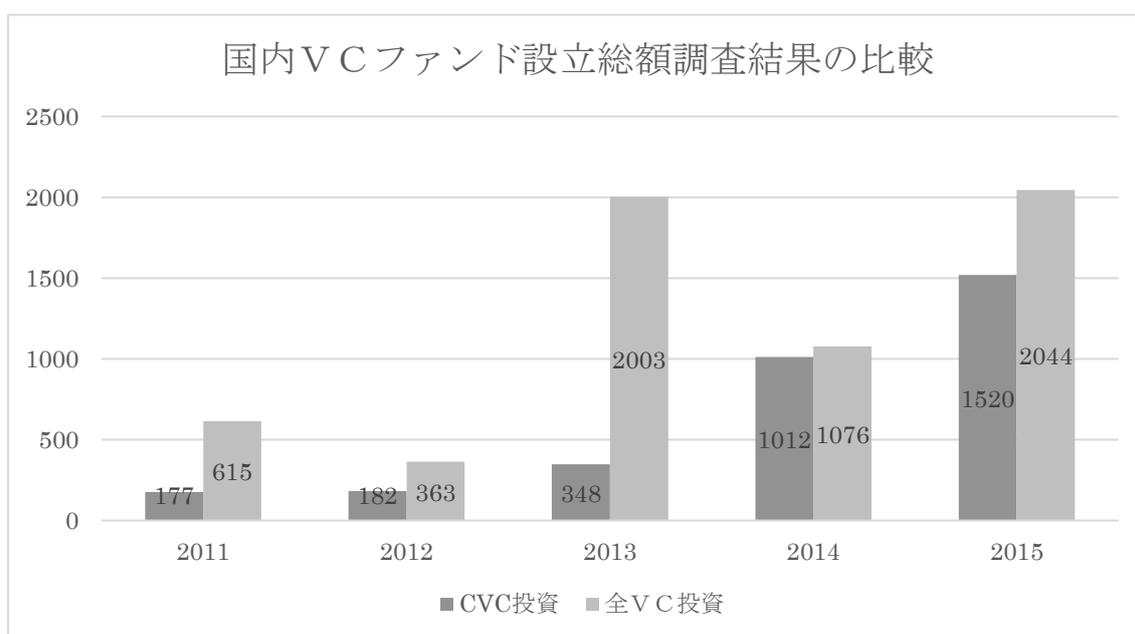
	日本（2016年）	アメリカ（2017年）
IPO	約100社	約40社
M&A	約40社	約680社

出所) DBJ(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』 p 2,3 を参考に著者作成

また、先に述べた通り、CVCは2011年以降増加傾向にあり投資額も着実に伸びている。それに伴い、独立系VCや銀行系VCも含む全VC投資額も増えていることから、VCファンド総額の拡大のためにはCVCが大きく寄与していると考えられる。

5

図25 国内VCファンド設立総額調査結果の比較



出所) フィールドマネジメントキャピタル (2016)『CVCの動向』より作成

10 増加しているCVCを活用することで、M&Aが期待でき、さらにアメリカのようにベンチャー企業がEXITしやすい環境をつくることでCVCが投資しやすくなる。そして、CVC投資額が増えることでVC全体のファンドの規模が大きくなり、ベンチャー企業の資金調達額の増大が期待できる。

15 ③ミドル～レーター期

・銀行融資の利用について

問題点でも述べたように、ベンチャー企業の資金調達において大きな課題のひとつが銀行融資の受けにくさである。その原因として考えられる、銀行がベンチャー企業に融資を行う際最も困難なことは融資判断である。創業間もないことから財務面での評価が難しいうえに、新技術や新製品を扱っていることか

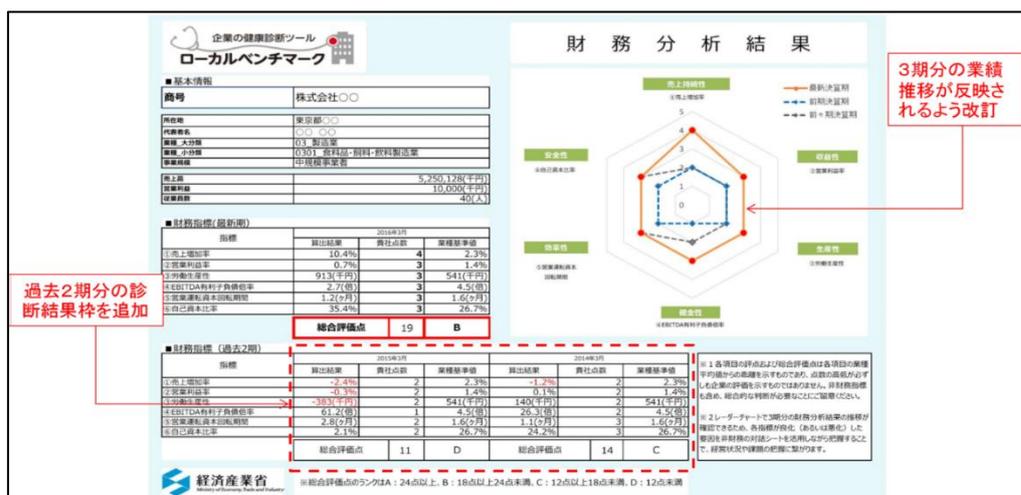
20

らデータの無い未知の事業の将来性まで判断しなくてはならない。さらに、金融庁は2016年度の金融行政方針で金融機関に対し、担保や保証に過度に依存せず、事業内容や将来性で企業を評価することを促進している。よって、さらに銀行の目利き力が必要とされる。2016年版中小企業白書によると、現在、

- 5 信用保証協会の保証付融資を重視していると回答した金融機関が一番高く、事業性を評価した担保・保証によらない融資が60.5%と次に高かった。一方で今後重点を置きたい融資手法としては、事業性を評価した担保・保証によらない融資が61.4%と最も高く、全体的に、信用保証協会や不動産担保の利用が減少し、動産担保や知的財産担保・売掛債権の流動化による融資が期待できる。
- 10 このデータから金融機関の今後の事業性評価に対する方針と、金融庁が示す金融行政方針が一致していることがわかる。

- 事業性評価の入り口として経済産業省は、ローカルベンチマークという企業の健康診断ツールを推奨している。これにより、企業の経営者も企業の状態を把握することで金融機関と同じ目線での対話が可能となり、さらに地域経済の
- 15 活性化にも役立つことが期待されている。ローカルベンチマークを活用することにより、銀行は財務面での審査を行う手間が省け、各銀行の事業性評価シートに時間やコストを費やすことが出来るようになると思われる。

図2.6 財務分析結果シート 記入例



20

出所) 経済産業省 (2017) ローカルベンチマーク『参考ツール利用

マニュアル』 p4より引用

一方で、金融機関に対して金融庁は金融仲介機能のベンチマークを推奨している。金融仲介機能のベンチマークとは、「金融機関が仲介機能を発揮して取引先企業の成長や地域経済の活性化等に貢献していくためのチェック項目・指標」とされている。項目として、共通ベンチマークが5項目、選択ベンチマークが55項目、そして各金融機関が独自に設定する独自ベンチマークの3つから構成されている。提示されている60項目の中に事業性評価に関する項目が以下の3つ存在する。

図27 ローカルベンチマークと金融仲介機能のベンチマーク

① 共通ベンチマーク 5

金融機関が事業性評価に基づく融資を行っている取引先数及び融資額、及び、全取引先数及び融資額に占める割合（先数単体ベース）

② 選択ベンチマーク 5

事業性評価の結果やローカルベンチマークを提示して対話を行っている取引先数、及び、左記のうち、労働生産性向上のための対話を行っている取引先数

③ 選択ベンチマーク 6

事業性評価に基づく融資を行っている取引先の融資金利と全融資金利との差

10

出所) 知財経営研究社『ローカルベンチマークと金融仲介機能のベンチマーク』より著者作成

企業が主体的に金融機関を選択できることが重要であり、金融仲介機能のベンチマークを活用することで、選択に必要な金融機関の情報が得られる。また、金融庁が事業性評価に基づく融資や本業支援の優良な取り組みを行っている金融機関を公表・表彰すると発表していることから、金融機関の良質なサービス向上が期待できる。つまり、銀行に対し事業性での評価を望むベンチャー企業にとって、金融仲介機能のベンチマークは事業に理解があり協力がある銀行を選びやすい環境になると考えられる。

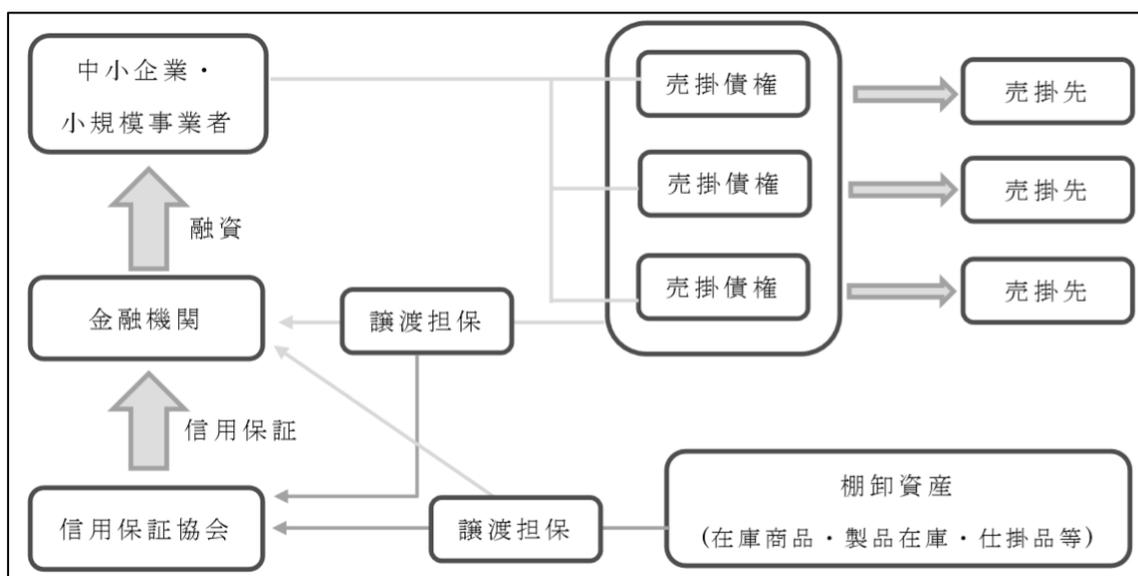
20

・様々な制度の活用について

金融機関からの資金調達が困難な企業のために様々な問題に対応した制度が存在する。例えば、企業の負債が大きいため銀行からの新規借入れが難しいとき、借入金を資本に準じて取り扱うことができる資本制借入金や、運転資金を無担保・無保証で借りることが出来るうえに、短期継続融資のかたちで受けられる短期継続融資、また、以下で説明する流動資産担保融資保証制度などがある。

今までベンチャー企業は銀行からの融資を受けるための不動産担保がないことが多く、銀行融資の審査が通りにくかった。しかし、上記でも述べたように、今後は動産担保や知的財産担保・売掛債権の流動化による融資を重視すると回答した金融機関が多く改善の姿勢は見られる。そのうちの動産担保融資に対する取り組みとして具体的に、流動資産担保融資保証制度（ABL保証制度）という制度が存在する。流動資産担保融資保証制度とは、企業が持っている売掛債権や棚卸資産を担保として、銀行などの金融機関から借入を行う際に、信用保証協会により保証される制度である。保証割合は80%であり補償限度額は2億円であるため、金融機関からの借入限度額は2億5千万円である。

図27 流動資産担保融資保証制度の仕組み



20 出所) 全国信用保証協会連合会 HP『さまざまな保証制度』より著者作成

この制度を用いて資金調達を行うことにより、不動産などの担保が十分でなく融資を受けることが難しかった企業も、信用保証協会の債務保証が付くことで売掛債権や在庫などを担保として金融機関から融資を受けることができる。また、不動産担保や保証人無しで金利の低い融資が受けられるようになる。

5

10

15

20

25

30

おわりに

5 これまで、大企業、中小企業、ベンチャー企業それぞれにおける資金調達の現状や問題点にふれ、各企業の望ましい資金調達を実現させるための方策について論じてきた。

本論文中にも述べたが、現在、日本経済再建に向け様々な政策を行っており、一部では一定の成果は上がっている。しかし、継続的な発展を遂げるためには、これまで以上の生産力向上や地方経済の活性化が必要となるだろう。

10 生産量向上や地方経済活性化のためには、大企業の役割も重要となるが、中小企業やベンチャー企業がそれ以上に非常に重要な役割を担っていることは間違いない。企業の資金調達は、事業を行うために欠かせないものであり、言い換えれば日本経済の生命線であるとも言えるだろう。

15 しかし、中小企業には、優良企業しか融資を受けられないといった問題が存在し、ベンチャー企業には、成長段階別に課題があり、エンジェル投資の額・件数が共に低いこと、財務的信用力が低いといった問題が存在する。

そこで、本論文では、各企業における望ましい資金調達のあり方を実現させるための方策として、中小企業では、整備された制度として「シンジケートローンの新たな制度化」を、ベンチャー企業では、成長段階別の解決策として
20 「エンジェル投資」と「CVCの活用」、「銀行の積極的な融資」が重要であると述べてきた。

私たちが提案した方策が、日本企業の望ましい資金調達の助けとなり、企業
の生産力向上や地方経済の活性、ひいては日本経済の更なる発展に繋がることを切に願い本論文の結びとする。

25

30

参考文献

・大企業の参考文献

- 5 ・佐藤淳「2016年社債発行市場の回顧」
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2017/2017win10web.pdf>(閲覧日:2017年6月10日)
- ・大和総研「マイナス金利が企業の資金調達に与えた影響」
http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170127_011645.pdf(閲覧日:2017年6月15日)
- 10 ・公益財団法人 日本証券経済研究所「図説 日本の証券市場」
http://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market_26.pdf(閲覧日:2017年6月15日)
- ・大和総研「2016年度の企業の資金調達動向」
http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170601_012035.pdf(閲覧日:2017年7月3日)
- 15 ・日本証券経済研究所 HP
http://www.jsri.or.jp/publish/market/market_26.html(閲覧日:2017年7月18日)
- ・みずほ証券 HP
https://www.mizuho-sc.com/product/stock/gaikoku_kabu/euro/about.html(閱 覧
20 日:2017年8月18日)
- ・日本証券業協会 HP
http://www.jsda.or.jp/index.html?_ga=2.262172428.1087209787.1501077697-863041951.1498403385 (閲覧日:2017年8月18日)
- ・財務総合政策研究所 HP
25 <http://www.mof.go.jp/pri/index.htm>(閲覧日:2017年10月10日)

・中小企業の参考文献

- ・中小企業庁 HP (2017) 中小企業・小規模企業者の定義
<http://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>
30 (閲覧日:2016年10月4日)

- ・ 中小企業庁 HP (2017) 「2017年版中小企業白書 概要」
<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/> (閲覧日: 2016年9月1日)
- ・ 日本銀行 HP (2017) 統計 貸出・預金動向 2011年～2016年
<http://www.boj.or.jp/statistics/dl/index.htm/> (閲覧日: 2016年9月4日)
- 5 ・ 日本銀行 HP (2017) 貸出先別貸出金 (業種別・設備資金新規貸出) 一覧
 2005～2015
<http://www.boj.or.jp/statistics/dl/loan/lido/sector/index.htm/>
 (閲覧日: 2016年10月18日)
- ・ 三井住友銀行 (2017) シンジケートローンとは
- 10 <http://www.smbc.co.jp/hojin/financing/syndicate.html>
 (閲覧日: 2016年9月9日)
- ・ 三菱UFJ銀行 HP (2017) シンジケートローンのご案内
<http://www.tr.mufg.jp/houjin/shisan/loan.html> (閲覧日: 2016年9月9日)
- ・ 三菱東京UFJ銀行 HP (2017) シンジケートローンについて
- 15 http://www.bk.mufg.jp/houjin/shikin_chotatsu/syndicate/about.html
 (閲覧日: 2016年10月8日)
- ・ 一般社団法人全国銀行協会 HP (2017) 貸出債権市場取引動向 200～2016年,
<https://www.zenginkyo.or.jp/abstract/stats/year4-01/>
 (閲覧日: 2016年10月4日)
- 20 ・ 「中小企業の経済学」 (2016) 商工組合中央金庫編 岡本博之監修
- ・ 「異次元緩和で増加した中小企業向け貸出 三井住友信託銀行調査 月報」
 (2015) 登地孝行
- ・ 「テキスト財務官理論 第五版」 (2015) 坂本恒夫・鳥居陽介編
- ・ 「低成長時代における企業経営及び企業財務の課題」 (2004) 渡遺昌彦
- 25
- ・ **ベンチャー企業の参考文献**
- ・ 株式会社野村総合研究所 (2013)
 「個人投資家によるベンチャー企業等への投資活動の実態に関する調査」
http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E003176.pdf
- 30 (閲覧日:2017年9月18日)

- ・金融庁（2015）「中小企業の資金調達に役立つ金融検査の知識」
<http://www.fsa.go.jp/policy/chusho/nattoku.pdf>（閲覧日:2017年9月18日）
- ・経済産業省 構造改革徹底推進会合（2017）
「イノベーション・ベンチャー政策について」
- 5 http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/innovation_dai3/siryou4.pdf(閲覧日:2017年9月10日)
- ・経済産業省（2013）「ローカルベンチマーク「参考ツール」利用マニュアル
http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/locaben/manual1.pdf(閲覧日:2017年8月5日)
- 10 ・証券ゼミナール（2016）Aブロック 和歌山大学 築田ゼミナール 山本班
<http://shougakuren.jp/mwbhphp/wp-content/uploads/d0190c85617ac3b02882ca89cc720bbf.pdf>
（閲覧日:2017年9月10日）
- ・知財経営研究社（2017）「ローカルベンチマークと金融仲介機能のベンチマー
15 ク」
<http://www.chizaikeiei.net/benchmark.html>
- ・中小企業庁（2016）「中小企業白書2016」
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/h28_pdf_mokujityuu.html(
閲覧日:2017年9月10日)
- 20 ・日本経済再生本部（2016）「ベンチャーチャレンジ2020」
http://www.kantei.go.jp/jp/topics/2016/seicho_senryaku/venture_challenge2020.pdf(
閲覧日:2017年6月25日)
- ・日本経済再生本部（2017）「未来投資戦略2017」
<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/miraitousi2017.pdf>(閲覧日 :2017
25 年6月25日)
- ・日本経済産業省（2014）「起業・ベンチャー支援に関する調査 エンジェル
投資家等を中心としたベンチャーエコシステムについて」
http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf(閲覧日:2017年6月25
30 日)

- ・日本政策金融公庫（2017） 「挑戦支援資本強化特例制度（資本性ローン）」
https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/57_t.html(閲覧日:2017年6月23日)
- ・フィールドマネジメントキャピタル（2016）「CVCの動向」
<http://fm-cptl.com/2016/04/19/cvcの動向/>(閲覧日:2017年7月18日)
- 5 ・大和総研（2012年）「ベンチャー企業の資金調達」
<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>(閲覧日:2017年8月25日)
- ・DBJ（2012年）「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」
http://www.dbj.jp/pdf/investigate/mo_report/0000170428_file3.pdf(閲覧日:2017年7月18日)
- 10