

平成 29 年度証券ゼミナール大会

第 6 テーマ

日本企業の資金調達のあるり方

～リスクマネー供給体制の連続性の視点から～



D ブロック

中央大学 井村ゼミナール

目次

序章	1
第 1 章 日本企業の現状と課題	2
第 1 節 大企業と中小企業	2
第 2 節 中小企業の資金調達	5
第 3 節 ベンチャー企業	10
第 4 節 起業	13
第 2 章 日本企業のリスクマネー供給体制	18
第 1 節 間接金融	18
第 2 節 直接金融	27
(1) 社債	28
(2) 株式	28
(3) コマーシャル・ペーパー	29
(4) エンジェル投資家	29
(5) ベンチャーキャピタル (VC)	30
(6) クラウドファンディング	34
(7) 公的金融	37
第 3 章 今後のリスクマネー供給体制	41
第 1 節 金融機関の「目利き力」強化の必要性	41
第 2 節 金融機関主導による国内企業活性化	42
第 3 節 連続性を持ったリスクマネー供給体制の構築	44
終章	46
参考文献・参考資料	47

序章

日本の企業のうち、中小企業と言われる企業の割合は全体の 99.7%を占め、雇用人数は約 6 割を超えている。この数字はもちろん、ベンチャー企業をはじめとした新産業の創出や地域の活性化などの様々な役割を果たしており、中小企業は日本経済においてとても重要な存在である。日本経済の発展は、中小企業に託されているといっても過言ではないだろう。

近年の日本経済は、リーマンショックからの景気改善の兆しがみえる一方で、アベノミクスのもと少子高齢化や地域過疎化による国内需要の減少により、企業は海外に目を付けて投資をするようになり、国内市場は停滞しているといえる。日本には海外の企業に劣らないような技術力や知識といった資産を持つ企業が多く存在するが、どれほど優れた技術や経営の手腕を持っていても、資金がなければ企業として成立しない。他方、中小企業の約 7 割が赤字企業と言われており、中小企業の資金調達は十分できているとはいえないと考える。中小企業は大企業に比べて自己資本比率が低く、間接金融に多く依存している。しかし、赤字企業や企業時、成長段階にとっては、間接金融においても資金調達が困難なのが現状である。原因としては貸手における規模の経済が働くことや情報の非対称性、リスクマネーの供給態勢が整っていないことなどが挙げられる。以上を踏まえて、日本企業の資金調達について現状と課題を分析していき、我々の考える望ましい金融システムの在り方について提案していく。

本論文では第 1 章では大企業、中小企業、ベンチャー企業といった需要側に焦点を当てて、現状と課題を分析する。第 2 章では間接金融と直接金融といった供給側に焦点を当てて、現状と課題を分析する。第 3 章では第 1 章と第 2 章を踏まえて、不安定化している現在の金融市場の中で、中小企業の安定した資金調達の構築のために何が必要であるのか。このテーマについて、我々が必要と考えるシステムを提案する。

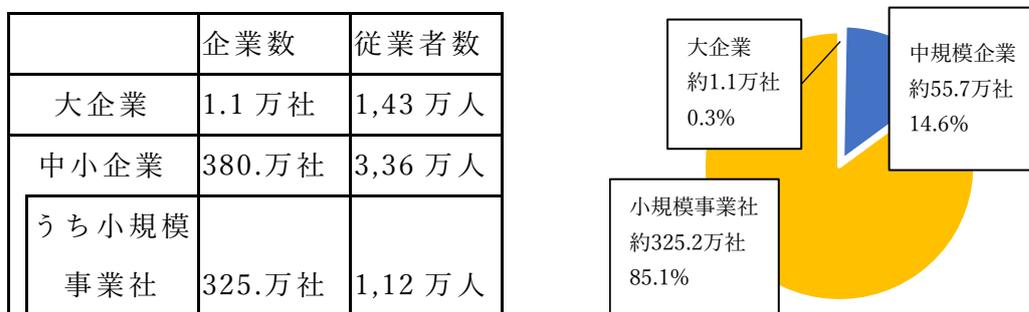
第 1 章 日本企業の現状と課題

本章では、大企業、中小企業、ベンチャー企業といった需要側に焦点を当て、現状を分析し課題を考察していく。

5 第 1 節 大企業と中小企業

日本企業には大企業と中小企業の二重構造が存在すると言われている。日本国内の全産業のうち、中小企業は全企業数の 99.7% を占め、そのうち小規模事業社は 85.1% に上っている。また 2016 年版小規模企業白書によると、総従業員数及び売上高に占める小規模事業社の割合は、それぞれ 23.6% (約 1,127 万人)、10.3% (約 122 兆円) であり、決して小さな比重ではない。業種も 1,400 を超えるなど多様性に富んでいる。中小企業は日本企業の活性化において重要性、影響力を持っているということがいえる。本節では中小企業に焦点を当てて、定義と現状を大企業と比較し、中小企業の役割について述べる。

図表 1-1 企業規模別の企業数及び従業員数 (2016 年度)



15 出所：中小企業庁調査室, 2017 より筆者作成

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/>

<大企業と中小企業の定義>

中小企業白書では、資本金 10 億円以上の企業を大企業と呼ぶ。中小企業の定義は、図表 1-2 のとおりである。

20 大企業と中小企業は「資本金の額又は出資の総額」あるいは「常時使用する従業員数」によって線引きされ、中小企業とみなされるかは業種によって異なり、「製造業・建設業・運輸業・その他業種>卸売業>サービス業>小売業」の順番で大きくなっている。

図表 1-2 中小企業社と小規模企業社の定義

業種	中小企業社		小規模企業社
	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 その他の業種（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 <http://www.chusho.meti.go.jp/>より筆者が作成

5 <現状分析>

貸借対照表をもとに大企業と中小企業の現状を分析する。

10 大企業は1996年度から2006年度まで、金融機関借入金を圧縮し、他方で株式などの直接金融や内部留保を原資に、関係会社への投融資を大幅に増大させた。2006年度から2015年度まで、資金調達が十分であるにも関わらず、設備投資は停滞していて、在庫投資の数値は減少している。かといって従業員賃金や株主配当性向が上昇しているわけでもない。内部留保を過剰に持ち、自己金融化が進んでいる。2017年度3月期決算では、大企業は最高利益を記録したが、この状況は改善していない。

15 中小企業は1996年度から2006年度まで、在庫投資の縮小により、金融機関借入金の圧縮を行い、自己資本を大幅に上昇させた。2006年度から2015年度まで、設備投資と在庫投資はあまり変化がないのに対して、内部留保の範囲内で、現預金を増大させ手元流動性が大幅に上昇した。貸借対照表でみると中小企業は大変な危機に陥ってはいないとみえるが、これは中小企業全体の貸借対照表で3割の黒字企業も入っている。7割の赤字企業だけでみると企業成長の
20 停滞がさらに明らかになると考える。

貸借対照表では明らかにできない、現場の声を数値化した資金繰り判断 DI（%：資金繰りについて「楽である」と答えた企業の割合から「苦しい」と答えた企業の割合を引いたもの）の推移をみると、中小企業は毎年10%以上の差で大企業よりも下回っており、中小企業の資金繰りは厳しいということが分

かる。これは金融取引には規模の経済があり、貸手の1件当たりの融資金額が大きな借手である大企業を優先し、貸手の原資が不足している状況下では、中小企業への貸出の優先順位は下がるからである。

5 <中小企業の役割>

以下では、中小企業の果たすべき6つの役割について述べていく。

① 雇用の担い手

先述のとおり、中小企業は雇用吸収力に優れるといえる。さらに、転職市場においても大きな比重を占めている。また、高齢者や女性など多様な労働者に柔軟な働き場を提供している。このように量的な側面と質的な側面の両方から労働市場を支えている。

② 競争の担い手

中小企業は、競争の担い手として経済の活性化に寄与している。こうした競争の前提条件となるのは、新規開業であり、その担い手のほとんどが中小企業である。現在、中小企業の新規開業は低調であり、新規開業を促進するために様々な政策が打ち出されていることから、中小企業が競争の担い手としての役割を果たしていることが分かる。

③ 成長産業の創出の担い手

中小企業は成長産業創出の担い手として、数多くの成長産業の母体としての役割を果たしている。数多くの中小企業の中から革新的な企業が成長し、大企業になるまでに成長する。つまり、産業のフロンティアを拓くということで、成長企業が国の経済を牽引する産業の中核になりえるのである。

④ 地域経済の担い手

中小企業は、地域密着型が多く、その地域に大きく貢献している。その典型が地場産業であり、地域経済において次のような役割を果たしている。「域外収入の獲得」、「関連する地域内の様々な企業に経済的な波及効果」、「地域住人の就業機会の提供」、「地域内に付加価値」の4点である。地場産業が日本経済全体に占めるウェイトは低下傾向にあるが、今でも中小企業は産業集積の中核として、地域経済活性化の牽引力となることが求められている

⑤ 多様化するニーズの担い手

多様なニーズの担い手として、中小企業が細分化された市場に対応した柔軟な対応をすることで、国民の豊かな生活への貢献を果たしている。中小企業ならではの企業規模の小ささを武器に、大企業にも対応できないような細かい要望に応えることが重要である。

⑥ 社会的分業構造の担い手

中小企業は、大企業の社会的分業の一部を担っていることが多い。代表例としては、下請け制度が挙げられる。親企業は下請け企業を利用することで分業構造を築き、効率的な大量生産が可能となり、日本の国際競争力が高まったとされている。

以上のように、中小企業は、量的にも質的にも、日本経済において多様かつ重要な役割を果たしており、現状では苦しんでいる中小企業の発展は、日本経済の発展に必要不可欠だといえる。

第2節 中小企業の資金調達

本節では、中小企業の資金調達について、歴史も触れつつ特徴を分析し、課題を述べていく。

< 中小企業の資金調達構造の変遷 >

第二次世界大戦後復興期及び高度経済成長期においては、金融機関の長期貸出は大企業向け中心であり、中小企業は金融機関からの短期借入及び企業間信用による資金調達が中心であった。1985年のプラザ合意以降、円高進行を抑えるための、日本銀行による長期にわたる金融緩和政策は市場に大量の資金を供給し、大企業は財務体質改善を図るために直接金融による資金調達を増やしたため、金融機関特に都市銀行の貸出はこれまで手薄だった中小企業に向かうようになった。中小企業は、設備投資資金を金融機関からの長期借入により調達できるようになって、短期借入を繰り返すことはなくなったが、中小企業の金融機関借入依存度はますます高くなり、大企業と中小企業の自己資本比率格差は大きくなっていった。1990年代に入り、バブル経済が崩壊して不動産・株式

などの資産の価格が急落し、金融機関は不良債権を大量に抱えるようになり、また金融システムの安定化の中で自己資本比率の維持・向上を図らなければならず、金融機関は貸出審査を厳格化した。これが貸し渋り・貸しはがしをもたらし、中小企業の資金繰りに悪影響を与えた。

5

<中小企業の資金調達の特徴>

大企業と比較したとき、中小企業の自己資本比率の中央値は低く、ばらつきが大きい。日本の中小企業は、ハイリスク・ローリターンであるにもかかわらず、リスクに対する備えである自己資本の割合が低い。これは、日本の中小企業は過小資本、過剰負債の状態であり、自己資本比率が低い。

10

中小企業の負債は大企業に比べ、金融機関からの借入に依存している。企業の規模が小さくなるにつれて、間接金融が非常に重要な手段となっているが、借入の際にメインバンクへの物的担保や代表者個人等の人的担保、信用保証協会の利用を提供している割合が高くなっている。

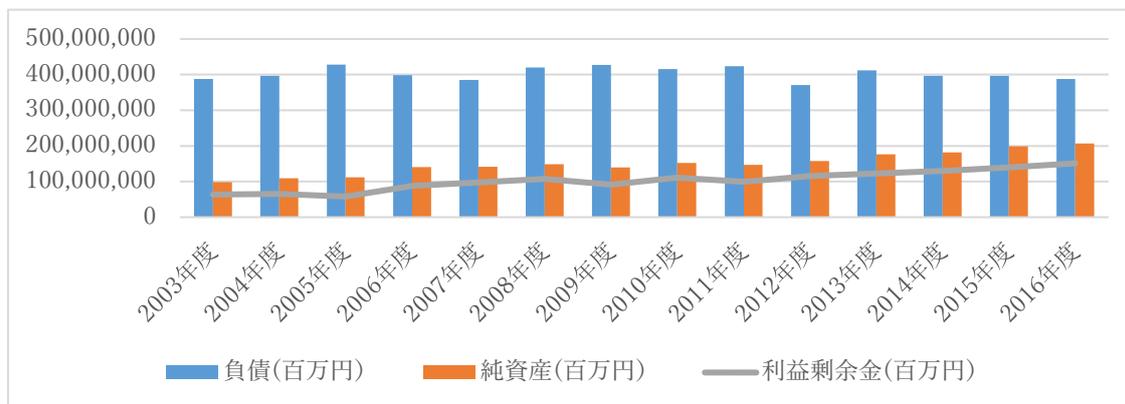
15

中小企業は直接金融のアクセスが少なく社債などがほとんど利用されていない。公募債による資金調達も発行企業の信用力が高くなければ難しく、資金調達手段の多様化ができない。中小企業は経営の独立性を求め、株式による出資を受け入れることに抵抗感があり、株式公開を志向しない。

20

中小企業への貸出条件の決定に際し、金融機関は現在の利益よりも、過去の利益の蓄積である自己資本比率を重視する。資金調達の源泉である負債及び純資産の期末値の推移については、図表 1-3 をみると、負債はほぼ横ばい基調であるに対し、純資産は、内部留保と同様に総じて増加基調にある。このように中小企業は金融機関借入が困難の中に、内部留保を増加させることで財務体質の強化を図り、その結果自己資本比率を上昇させている。

図表 1-3 中小企業の負債・純資産・内部留保の推移



出典：法人企業統計 <https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/index.htm> より

筆者作成

5 < 中小企業の資金調達の課題 >

① 貸手・借手における規模の経済

10 中小企業は大企業に比べて資金調達が難しい。その原因として、貸手と借手の両方における規模の経済が挙げられる。金融機関が融資を行う際には、審査や契約に使う書類の作成費用から担当者の人件費、融資実行後のモニタリング費用まで、さまざまなコストがかかる。そして、融資のためのコストは大部分が固定費であり、融資額に比例して増加するわけではない。つまり、単位あたりの平均コストは融資金額が大きいほど安くなるという「規模の経済」が働く。まだ、融資金額によって金融機関の期待収益が変動することから、金融機関は小口融資を多数行うよりも一度にできるだけ大口の融資を行おうと考える。そのため、貸手は1件当たりの融資金額が大きい、期待収益が高い借手、つまり大企業を優先しがちである。中小企業は企業内容の良し悪しとは別の要因で、取引費用に関する規模の不利益を被ることになるのである。

② 情報の非対称性

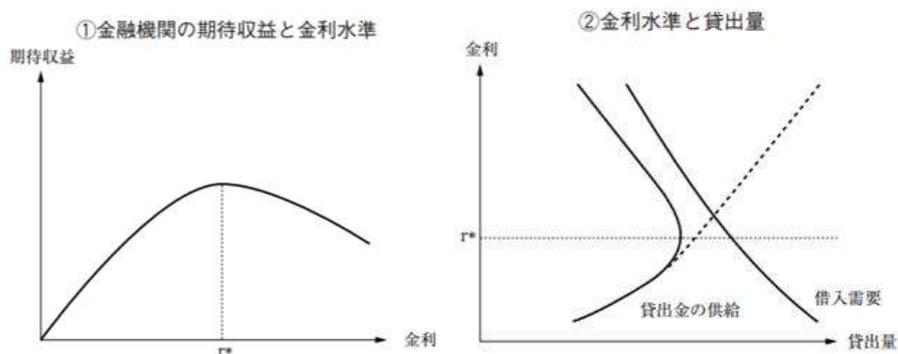
20 情報の非対称性とは、貸手と借手が持つ情報に差があり、貸手が借手についての情報を十分に把握できていないなど、双方で情報や知識の共有ができていないことをいう。もちろん、情報の非対称性は小規模な企業と金融機関との間だけに生じるものではなく、大企業と金融機関の間にも存在する。ただし、金融機関が借手の返済能力を判断する際に活用できる材料が、中小企業と大企業とでは大きく異なる。大企業の場合、企業情報を広く開示しているため、金融

機関が融資判断するに際して情報が入手しやすく、しかも、会計監査が会社法上義務付けられていることから、財務状況の把握が比較的容易である。しかし、中小企業の場合、一般的に企業情報があまり開示されておらず、また、財務データを整備していない企業もあり、企業の状態が不透明でリスクが高いとみなされがちである。同じ決算書でも、中小企業は会計監査を受けていない分、大企業に比べて信頼性が劣り、個人企業にいたっては決算書自体が存在しないこともある。また、金融機関による企業評価や格付会社による信用格付けも、中小企業についてはほとんど行われていない。したがって、一般に小規模な企業ほど情報の非対称性は大きくなりやすい。

10 情報の非対称性については、事前的・期中・事後的の3つが存在する。事前の情報の非対称性がある場合には、逆選択（一律の利子率が提示されるため、リスクの小さな借手は割高な利子率となって借入を断念し、リスクの高い借手のみになる）が発生する。期中の情報の非対称性が存在する場合は、モラルハザード（借手は、貸手がわからないことを利用し、事前とは違う資金使途が発生し、貸手が不利になる）が発生する。事後的な情報の非対称性がある場合には、借手は収益が出ていても、虚偽の申告をし、返済を遅延させることが発生する。そのため、中小企業のモニタリングコストは大企業に比べ、割高になってしまう。

20 情報の非対称性があると、金融機関は借手の返済能力を正しく判断できないため、実際には返済能力のある借手への融資を断ったり、逆に返済能力や返済意思のない借手に融資を行ったりするおそれがある。とりわけ、金利を上げていくと返済能力や返済意思のない借手ほど積極的に借りようとする逆選択が生じることから、金融機関の期待収益は金利を上げすぎるとかえって低下してしまう。したがって、リスク回避的に行動する金融機関は、どれほど資金需要があっても自らの期待収益が最大になる水準よりも高い金利での融資には消極的になる。その結果、情報の非対称性が相対的に大きいマイクロビジネスへの融資では、金融機関が求めるより高い金利を支払っても借りられないケースが生じうる。そうした現象は、「信用割当」と呼ばれる。金利の高いノンバンクの資金を利用する企業がいることは、その証左といえよう。

図表 1-4 情報の非対称性で生じる信用割当（概念図）



（注） r は貸手の期待収益が最大になる金利水準である

引用：斎藤卓也「マイクロビジネスに対する政策金融の必要性とその手段」

5

③担保不足

情報の非対称性によって借手の返済能力を正しく判断できない場合でも、それを補う担保があれば、金融機関は融資を行いやすい。たとえ返済能力のない借手に融資してしまっても、担保権を行使することで貸出金の回収が見込めるからである。

10

ただし、現実には十分な担保を提供できる中小企業はそれほど多くない。中小企業は規模に関しても大企業に比べると小さい。借入の担保というと、日本では不動産が一般的であるが、不動産を十分に保有していない中小企業も少なくないし、たとえ所有していても地価が地方圏を中心に低迷している中で中小企業が十分に資金を調達することは難しくなっているケースが多くある。中小企業向けの融資では、情報の非対称性を担保でカバーすることは難しいのが実情である。

15

④財務安定性の弱さ

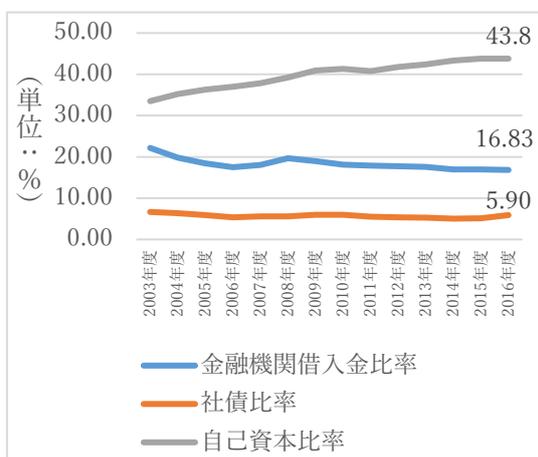
図表1-5をみると、大企業は社債や自己資本比率が上昇する一方、金融機関からの借入金比率は減少している。金融機関借入金依存度の傾向をみると、中小企業・大企業共に緩やかな低下傾向にある。しかし、社債の発行が少ない中小企業にとって、金融機関借入金に依存しているという現状は変わっていない。また、近年中小企業の自己資本比率は上昇しているものの大企業に比べ低い水準にある。

20

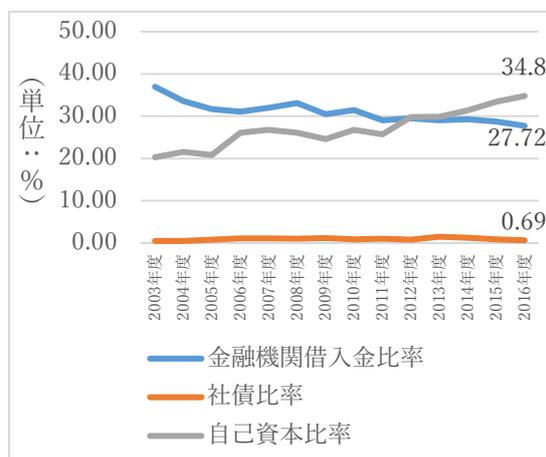
自己資本比率が低いほど、財務安定性が弱いとされ、信用度が低いと判断され、金融機関から思い通りに借入がしづらくなっている。銀行貸出の信用割当てのメカニズムにあるプライムレートは、最も信用できる優良企業であると判断した企業を貸出先とし、その企業に対して融資をする際に最も優遇された金利のことである。ゆえに銀行から融資を受ける際の金利は、信用の度合いに応じて低くなるということである。リスク回避的な貸手から信用度が低いと判断される中小企業にとって、自己資本の積み増しによって自身の財務安定性を高めることが課題となっていると考えられる。

図表 1-5 大企業・中小企業の資金調達構成の推移

10 ・大企業



・中小企業



(注) 金融機関借入比率 = 短期・長期金融機関借入金 / 総資産

社債比率 = 社債 / 総資産

自己資本比率 = 自己資本 / 総資産

出所：法人企業統計 <https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/index.htm> より筆

15 者作成

以上全て踏まえて、「貸手・借手における規模の経済」「情報の非対称性」「担保不足」「財務安定性が弱い」という4つの要因が、中小企業の金融機関借入を困難にしている。

20 第3節 ベンチャー企業

本節では、ベンチャー企業の現状を把握し、ベンチャー企業全体としての課題や資金調達における課題を整理していく。

<ベンチャー企業について>

ベンチャー企業の定義としては主旨書にもあるように「創業からあまり時が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」とする。ベンチャー企業は世界中に存在するが、その多くを占めているのは米国や欧州であり、日本は世界的にみるとベンチャー企業の数はい

5

次に、ベンチャー企業の成長段階についてみていく。ベンチャー白書 2016 (VEC) では4段階に分類されている。商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究および製品開発を継続している企業は「シーズ」、製品開発及び初期のマーケティング、製品および販売活動に向けた企業を「アーリー」、生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業を「エク

10

パンション」、持続的なキャッシュ・フローがあり、IPO直前の企業を「レーター」となっている。

現在の国内ベンチャー企業を業種別にみると、最も多いのがITサービス関連産業である。だが、近年では医療・ヘルスケア産業や金融についてのベンチャー企業に注目が集まっており、企業数も増加している。

15

<ベンチャー企業の資金調達現状>

ベンチャー企業の資金調達元としては自己資金や、ベンチャーキャピタル (VC)、銀行・信用金庫・信用組合、民間企業、海外投資家、エンジェル投資家など様々ある。

20

ベンチャー白書 2016 (VEC) のベンチャー企業向けアンケートによると、直近一年間の資金調達元の件数比率については回答企業全体で「銀行・信用金庫・信用組合」の割合が最も多く、次いで「本人」の割合が多くなっている。ベンチャーキャピタル出資の有無でみると出資ありの企業は、「VC」の割合が4割を超えており最も多く、次いで「民間企業」となっている。出資なしの企業は「銀行・信用金庫・信用組合」の割合が3割以上あり最も多く、次いで「本人」となっている。これより、VCからの出資がない企業は「銀行・信用金庫・信用組合」からの資金に依存していることが分かる。

25

直近一年の資金調達元の金額比率をみると、回答企業数全体では約4割を

30

「VC」が占めており、次いで、「民間企業」が約2割を占めている。件数比率

において民間企業はあまり大きな割合を占めていなかったが、ベンチャー企業に対し多額の出資をしていることが分かる。ベンチャーキャピタル出資の有無でみると、出資ありの企業は約半数を「VC」が占めており、次いで「民間企業」が約2割を占めている。出資なしの企業は「民間企業」と「銀行・信用金庫・信用組合」でそれぞれ3~4割を占めている。

続いて、創業から現在までの資金調達状況についてみていく。創業から現在までの資金調達元の件数比率は、ベンチャーキャピタル出資の有無に関わらず多くの企業で「本人」の割合が高く、起業者自らが資金を用意していることが分かる。次いで全体の割合として多かったものが「銀行・信用金庫・信用組合」である。また、ベンチャーキャピタル出資のある企業は出資のない企業と比べて個人投資家、民間企業からの調達率で約20ポイント、海外投資家からの調達率で約10ポイント多いことがみられ、ベンチャーキャピタルからの出資の有無が企業評価につながっていると考えられる。

金額比率をみると、全体では「VC」の割合が最も多く、次いで「民間企業」、「銀行・信用金庫・信用組合」となっている。件数比率で最も多かった「本人」は3.7%となっており、調達額が少額であるということが分かる。ベンチャーキャピタル出資ありの企業は「VC」が約5割を占めており、出資なしの企業は「銀行・信用金庫・信用組合」が4割以上を占めておりそれぞれ最も多い割合を占めている。ベンチャーキャピタル出資がない企業は、銀行などの金融機関に資金を依存していることが分かる。

続いて今後期待する資金調達元のアンケートをみていく。全体では「VC」、「民間企業」、「銀行・信用金庫・信用組合」がそれぞれ5割程度と多かった。ベンチャーキャピタル出資ありの企業は「VC」が約7割で最も多かったが、「民間企業」も約6割で民間企業への期待が高いことが分かる。出資がない企業は「銀行・信用金庫・信用組合」への期待が最も大きい。また、VC出資ありの企業と比べて、「本人」の資金調達力に期待する割合が約3倍となっている。

<ベンチャー企業資金調達の課題>

ベンチャー企業の資金調達は、成長段階と資金調達規模に合わせて資金調達手段はひとつながりとなっている(図表1-6)。このつながりが上場までの成長

を支えている。どこか1つでも機能不全の陥ると成長段階に応じた資金調達が困難になり、成長の計画を立てることが困難になる。また、ベンチャー企業の資金調達は、自己資金だけでは成長に必要なすべての資金を調達することができない。そのため、ベンチャー企業は成長段階に応じて資金調達元を変更して

5 いく必要があることが課題としてあげられる。

また、ベンチャー企業は自らの事業を投資家に対し説明を行い、投資家の理解を得なければ投資には結びつかない。しかし、このように自らの事業を正確に説明し、企業の財務管理などを行える責任者や経営能力のある人材が少ないことも課題としてあげられる。

10 図表 1-6 成長段階ごとの資金調達方法の例

＜ベンチャー企業の資金調達＞	
成長段階	主な資金調達方法
シード期	自己資金・エンジェル投資家・補助金
アーリー期	VC・民間企業・公的金融・信用保証
エクспанション期	銀行融資等
レーター期	株式公開

出所：奥谷康彦（2012）大和総研「ベンチャー企業の資金調達」Economic Report
より筆者作成

15 ベンチャー企業においては成長段階ごとに資金調達先を変更していく必要があること、投資家に対して自らの事業を正しく説明し、さらに財務管理を行える責任者や経営能力のある人材が必要であることがわかった。また、ベンチャー企業の資金調達の現状からはベンチャーキャピタルの出資の有無により、資金調達先が異なっていること、どこか1つの資金調達先に依存していることが

20 わかった。

第4節 起業

本節では、新しく事業を起こすという意味である起業に焦点を当て、データを基に現状から課題を述べていく。

25 <起業の意義>

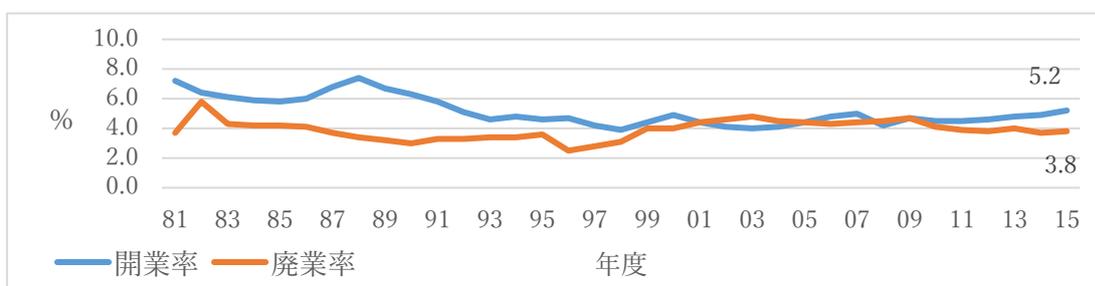
起業の意義としては、「起業が促す経済の新陳代謝と新規企業の高い成長力」、

「起業による雇用の創出」、「起業が生み出す社会の多様性」の3つがあげられる。(中小企業白書 2011 より)「起業が促す経済の新陳代謝と新規企業の高い成長力」については、起業により革新的な技術等が市場に持ち込まれ、経済成長をけん引する成長力の高い起業が誕生する可能性がある。経済の新陳代謝が活発となれば、産業構造の転換やイノベーション促進、競争力効果につながり、経済成長を支えていくことができるだろう。「企業による雇用の創出」については、存続事業所における雇用創出に比べ、新規開業事業所における雇用創出の方が雇用創出全体に大きく寄与するため、起業は雇用創出に関して重要な役割を果たしている。「起業が生み出す社会の多様性」については、新規開業により雇用創出されるとともに、多様な働き方や生き方を可能にする。多様な働き方や生き方が可能になるということは社会の多様性につながるといえよう。

<開廃業率の推移と分析>

続いて、日本の開廃業についてみていく。日本の開廃業率の推移は以下のようになる。

図表 1-7 日本の開業率と廃業率の推移



出所：小規模事業白書より筆者作成

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyosyoukiboindex.html>

開業率はピーク時に7%を超えていたが、減少が続き現在では2015年度には5.2%となっている。廃業率については、概ね4~5%程度の水準で推移している。2002年以降では廃業率が開業率を上回ることもあったが、現在では開業率が回復傾向にある。

2015年の開業率は5.2%、廃業率は3.8%であるが、業種によってこの水準は異なるため、業種ごとの開廃業率を確認したい。

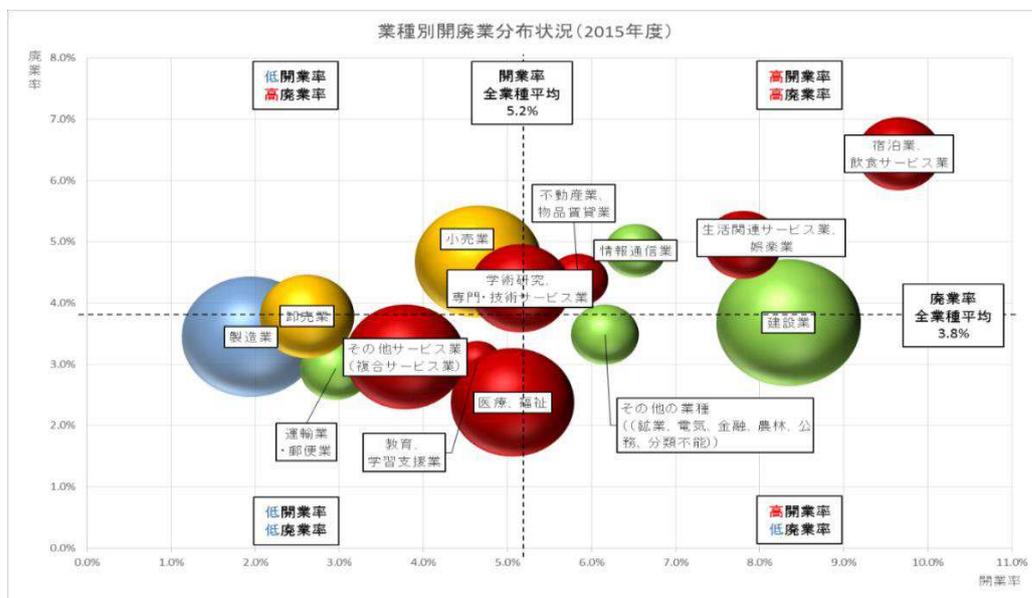
図表 1-8 をみると、開業率の水準については、製造業が1.9%と最も低く、事

業者数も多いため、全体の開業率を大きく押し下げている。他方、最も開業率が高い業種は、宿泊業、飲食サービス業の 9.7%で、次いで、建設業、生活関連サービス業、娯楽業となっている。宿泊業、飲食サービス業は開業率が高いだけでなく事業数が一定程度あること、また、建設業についても開業率の水準は 2 番目に高く、事業所数は最も多いため、この 2 業種が全体の開業率を押し上げてい

る。廃業率について同じく業種別にみると、業種別の差異は小さくなっており、最も廃業率が低い業種は、医療、福祉の 2.4%で廃業率を押し下げており、最も高い業種は宿泊業、飲食サービス業の 6.4%で廃業率を押し上げている。他方で、開業率で差が見られた製造業と建設業については、廃業率はおおむね同水準とな

っている。開業率、廃業率の 2 つを並べ、業種別に確認すると、開業率・廃業率ともに平均を超え、事業所の入れ替わりが盛んであるのが、宿泊業飲食サービス業、生活関連サービス業、娯楽業であり、開業率が高く廃業率が低い業種が建設業、開業率、廃業率共低い業種は製造業、卸売業であった。

図表 1-8 業種別開廃業の分布図（2015 年度）

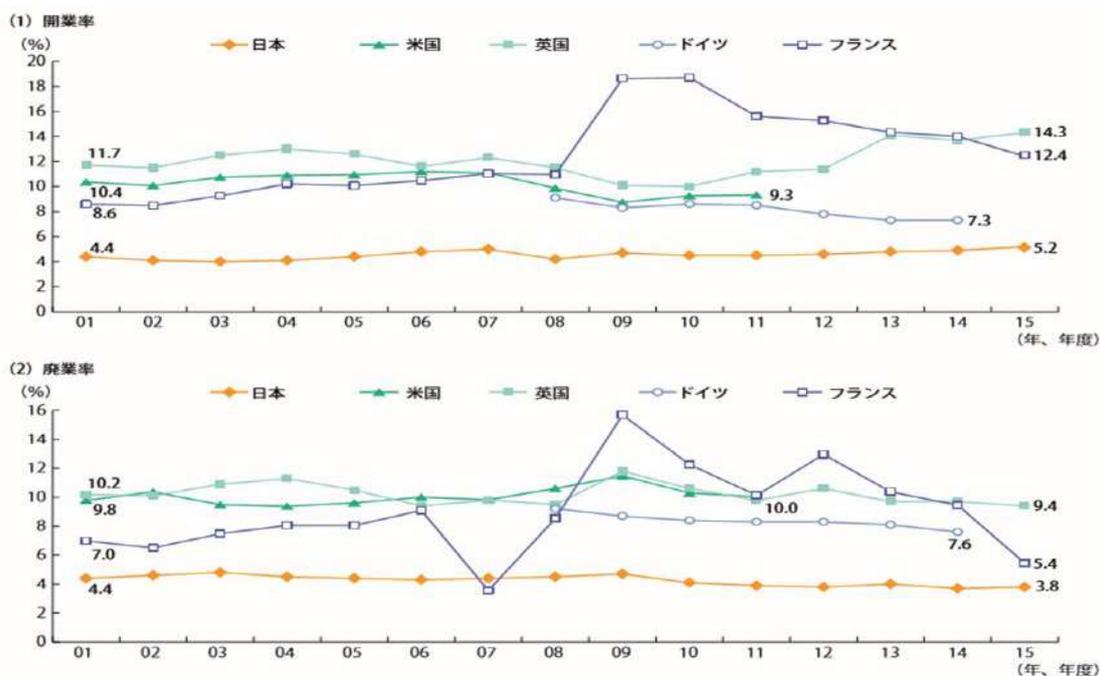


引用：小規模事業白書

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/syoukiboindex.html>

次に諸外国と比較した我が国の開業率をみていきたい。

図表 1-9 諸外国との開業率の比較



資料：日本：厚生労働省「雇用保険事業年報」（年度ベース）
 米国：U.S. Small Business Administration 「The Small Business Economy」
 英国：Office for National Statistics 「Business Demography」
 ドイツ：Statistisches Bundesamt 「Unternehmensgründungen, -schließungen: Deutschland, Jahre, Rechtsform, Wirtschaftszweige」
 フランス：INSEE 「Taux de création d' entreprises」
 (注) 1. 日本の開業率は、保険関係が成立している事業所（適用事業所）の成立・消滅をもとに算出している。
 2. 米国の開業率は、雇用主（employer）の発生・消滅をもとに算出している。
 3. 英国の開業率は、VAI（付加価値税）及びPAYE（源泉所得税）登録企業数をもとに算出している。
 4. ドイツの開業率は、開業・廃業届を提出した企業数をもとに算出している。
 5. フランスの開業率は、企業・事業所目録（SIRENRE）へのデータベースに登録・抹消された起業数をもとに算出している。
 6. 国によって統計の性質が異なるため、単純に比較することはできない。

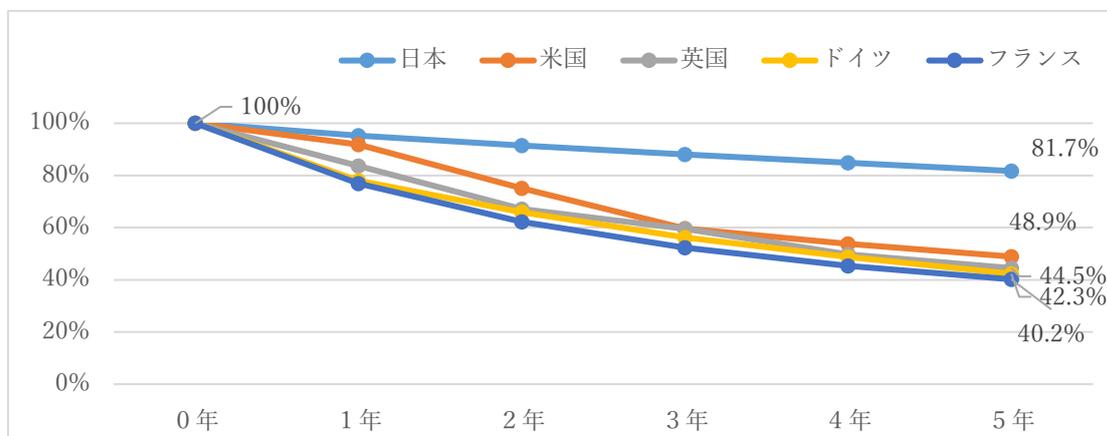
引用：小規模事業白書

5 <http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/syoukiboindex.html>

日本と各国において単純に比較することはできないが、我が国の開業率は2001年から2015年にかけて、5%前後で推移している。それに対し、英国やフランスなどの足元の開業率は約13%前後であり、我が国の開業率が低い水準で推移しているといえるだろう。

10 しかし、企業生存率で国際比較を行うと、起業後5年間で英国は57.7%、フランスでは55.5%の企業が市場から退出しているのに対し、我が国は起業後5年間で18.3%の退出に留まっていることが分かる。このことから、我が国においては、起業する企業数は欧米諸国に比べて少ないが、一方で、起業後に市場から退出することなく長期にわたり、事業を継続させている企業の割合は、
 15 欧米諸国に比べても高い傾向にあることが分かる。

図表 1-10 起業後の企業生存率の国際比較



出所：小規模企業白書より筆者作成

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/syoukiboindex.html>

5 では、なぜ日本で開業率が諸外国に比べて伸びないのだろうか。中小企業白書 2016 年版では、起業準備者が起業できない理由に男女、年代関係なく「資金調達ができない」という理由が「事業に必要な専門知識、経営に関する知識・ノウハウの不足」、「起業への不安」などの理由を抜いて 1 位となっている。日本において起業する際の資金調達がいかに困難なものかがわかる。日本企業の資金調達は、運転資金や設備投資資金の調達のみならず、起業時の資金調達にも課題があるといえる。

15 日本の開業率は諸外国と比べて高くはないものの、起業後の生存率は諸外国と比べても圧倒的に高いというのは強みだと考えられる。日本国内の起業促進のためには、起業前段階から情報を共有し、まず、「事業に必要な専門知識、経営に関する知識・ノウハウの不足」、「起業への不安」を解消していくことが必要であると考えられる。

20 以上より、企業の規模や成長段階ごとに課題は異なっているが、ベンチャー企業を含む中小企業の資金調達は困難な状態であると考え、第 2 章では日本のリスクマネー供給システムについて検討していく。

第2章 日本企業のリスクマネー供給体制

本章では、間接金融と直接金融といったリスクマネー供給側に焦点を当てて、現状を分析し課題を考察していく。

5 まず、資金調達の基本用語である出資と融資の違いに触れておく。出資と融資はそれぞれ資金調達方法の1つであるが、同じものではない。出資とは事業の成功を期待して資金を提供することであり、元金の返済が不要で、出し手にとっては「株の値上がり益と配当」が利益になる。一方で、融資とは資金を必要としている主体に貸し付けることであり、返済が必要で、出し手に対しては元金と合わせて金利を支払う。

10 経営者の立場からみると、融資は経営のやり方に対して横槍が入ることはないが、返済義務があり、借りた資金よりも多く支払わなくてはならない。一方で出資は資金を返済する必要がないが、その代わりに出資者から株主総会などの場で経営に対して横槍が入る。企業は経営状況の自己分析をして、その企業に見合った資金調達方法を選択する必要がある。

15

第1節 間接金融

間接金融とは、銀行などの金融機関を仲介する資金移転方法である。日本企業の資金調達の多くは、銀行を中心とした金融機関借入に依存している。本節ではリスクマネーの供給を行う銀行業界全体の現状と課題から始まり、金融機関の一般的な貸出手法、金融機関の貸出の際に重視していることについて述べていく。

20

<国内銀行の現状>

現在、日本国内の銀行はマイナス金利、地方銀行の再編などに始まり、フィンテックの発展など、銀行を取り巻く環境が激変してきている。近年の銀行を取り巻く経営環境は、バブル崩壊に伴う不良債権処理からは脱却したものの、将来の見通しの無さでいえば、かつてないほどに追い込まれているのが現状である。また貸出金利の低下に伴った貸付金利息の減少も国内銀行の収益の減少につながっている。

25

<国内銀行の近年の貸出推移>

国内銀行の貸出金残高を貸出先別に分けてみていくと、異次元金融緩和が導入される 2013 年以前は、大企業・中堅企業向け、個人向け、地方公共団体等向けを中心に貸出金が増加していた一方、中小企業向け貸出は伸び悩んでいた。

- 5 しかし 2013 年以降、大企業・中堅企業向けの貸出の増勢が弱まり、減少に転じていく一方、中小企業向け貸出が増勢となっている。大企業・中堅企業向け貸出が減少に転じている要因としては、大企業を中心に、アベノミクスを背景とする好調な企業業績の下、内部留保の水準が高まり手元資金が厚くなったことや、社債発行といった借入以外による資金調達が増えたことによって、銀行
- 10 からの借入を行う動機が弱まっていることが考えられる。

一方、中小企業向け貸出が拡大している理由としては、貸出を増やしたい地方銀行がこれまで取引を行っていなかった中小企業まで取引先を拡大していることが考えられる。また、中小企業の資金需要が強まっていることも背景として考えられる。

15

<国内銀行の業種別の貸出先に見られる問題点と課題>

国内銀行の企業向け貸出を業種別にみると、近年特に貸出を行っているのは仕組みローンを含めた金融業、保険業、不動産業である。特に不動産業への貸出が伸びており、不動産向けは、住宅ローン同様に、金利低下の恩恵を受けやす

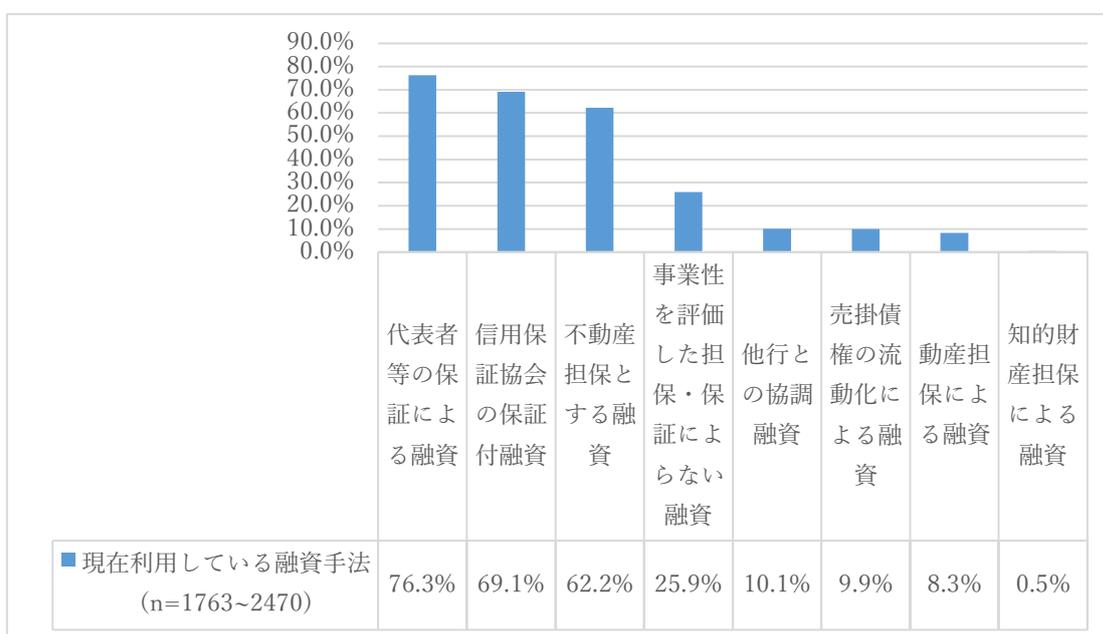
20 すいといえ、最近では、富裕層等による資産運用や相続税対策を目的とした不動産投資ニーズの高まりを受けて、増加してきたと思われる。また、銀行にとっても、担保を確保しやすいことなどもあり、貸出を積極的に行っていると考えられる。

- 25 ただ、不動産分野に貸出先が偏っている一方、製造業や農業、漁業、建設業卸売業、小売業、サービス産業など国内における主要産業への貸出は相対的に伸び悩んでおり、不動産を除いた地域経済における資金供給は、未だに弱いのが現状である。また金融業、保険業、不動産業中心の貸出は銀行の目利き力をさらに発揮できなくすることも考えられる。また主要産業への貸出無しには地域経済の活性化は見込めない。

<金融機関の融資で重視している点>

金融機関から企業が借入を行う際、一番利用されている融資手法が代表者等の保証による融資で76.3%、次いで信用保証協会の保証付き融資で69.1%、不動産担保とする融資が62.2%であった。図表2-1より、企業は人的・物的担保をもとに融資を受けており、事業性を評価した担保・保証によらない融資が行われている割合が極端に少ないことが分かるだろう。金融機関は貸出審査の際、現在も人的・物的担保に依存している傾向にあると考えられる。

図表2-1 金融機関が現在利用している融資手法



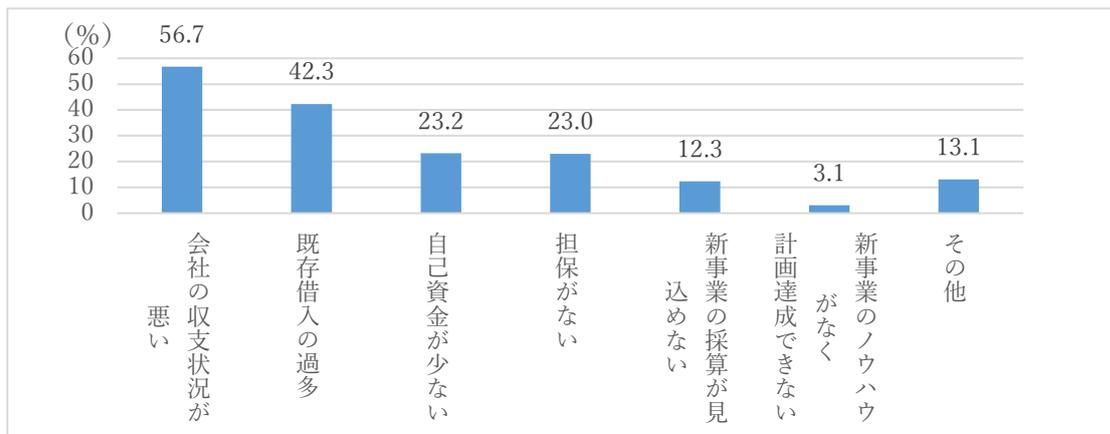
出所：楽しく学ぶ中小企業金融 P92 より筆者作成

10

また、金融機関が中小企業から投資資金の借入を申し込まれた際、投資計画への融資を断るケースがある。図表2-2をみると中小企業への貸出を金融機関が断る主な理由は、「会社の収支状況が悪い」56.7%、「既存借入の過多」42.3%、と既存事業の状況を理由としたものが多く、「新事業の採算が見込めない」12.3%、新事業のノウハウがなく、計画達成ができない」3.1%と、新規事業の内容を理由としたものが少なくなっている。つまり、金融機関は、中小企業の新しい投資プロジェクトへの融資を審査する際、企業の将来性や新事業の内容よりも既存の事業内容を重視するのである。

15

図表 2 - 2 中小企業の借入申請を金融機関が断る理由



出所：中小企業庁編『中小企業白書 2016 年版』第 2 - 5 - 51 図 (2) より作成

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/syoukiboindex.html>

<金融機関の貸出手法>

- 5 現在考えられる信用リスク管理の手法としては、リレーションシップバンキング貸出とトランザクションバンキング貸出の 2 つがある。
- リレーションシップバンキングとは、銀行が資金調達者との緊密な関係を長期的に維持する中で取引先企業の情報をモニタリングなどで蓄積し、その情報をもとに融資などの金融取引などを行うビジネスモデルのことである。リ
- 10 ーションシップバンキングでは、決算書等の信用度の高くない定量情報だけでなく、定性情報で情報不足を補い、取引先企業の経営実態や返済能力を見極めていく。特徴として挙げられるのは、情報の非対称性を緩和し、取引が継続し長期になった場合に金融機関は 1 単位当たりの情報生産コストの削減を期待できることにある。
- 15 トランザクションバンキングとは、企業との継続的な取引を前提にせず、企業の財務諸表等の定量情報に基づき、個々の取引の採算性を重視した単発な取引などを行うビジネスモデルのことである。トランザクションバンキングで使用される手段としてクレジット・スコアリングがある。クレジット・スコア
- 20 リングとは、資金需要者である企業の属性や財務諸表などの数値から案件を点数化し、その得点に基づいて融資の可否、貸出金利を決める方法である。トランザクションバンキングの特徴は、融資審査を定量情報に基づいて機械的に行うことである。与えられたデータから得点を算出することで、短時間で融資判断

ができることや個人保証がなくても融資を受けることが可能である。

<金融仲介機能のベンチマーク>

金融庁は、平成28年9月に「金融仲介機能のベンチマーク」を公表し、続いて同年10月に公表した「平成28事務年度金融行政方針」では、このベンチマーク等を活用した金融機関の自己点検・評価、自主的な情報開示を促しつつ、経営陣と深度ある対話を実施することとしている。金融仲介機能のベンチマークはこれまでのリレーションシップバンキングの努力目標を様々な項目に分類し、点数化を行い、各地域でどのような金融仲介機能を発揮しているのかを計測する目的がある。また今後、人口減少等により借入需要の低下が予想される中、担保・保証に依存した単純な貸出業務の収益性がさらに低下する恐れがある中、金融機関には事業性を評価した融資が求められている。

「金融仲介機能のベンチマーク」は、共通ベンチマーク、選択ベンチマーク、独自のベンチマークの3つに区分されている。

15 図表2-3 金融仲介機能のベンチマークの種類

共通ベンチマーク<5項目>	
項目	具体例
取引先企業の経営改善や成長力強化	・経営指標の改善や就業数の増加がみられた取引先数・融資額の推移
取引先企業の抜本的事業再生等による生産力向上	・貸し付け条件変更先の経営改善計画の進捗状況 ・金融機関が関与した創業、第二創業の件数 ・ライフステージ別の与信先数
担保・保証依存の融資姿勢からの転換	・事業性評価に基づく融資を行っている与信先数・融資額
選択ベンチマーク<50項目>	
項目	具体例
地域企業とのリレーション	・取引先数（うちメイン取引先数・地元の取引先数）の推移、担当者一人当たりの取引先数
担保・保証に依存しない融資	・事業性評価の結果等を提示して対話を行っている取引先数 ・地元の中小企業向け融資のうち無担保融資先数
本業支援・企業のライフステージに応じたソリューションの提供	・事業再生支援で債権放棄等を行った先数及び実施金額 ・創業支援、販路開拓支援、事業継承支援等の先数
経営人材支援	・中小企業に対する経営人材等の紹介数
業務推進体制	・中小企業向け融資や本業支援を担当する従業員数
支店・個人の業績評価	・本業支援に関連する評価の支店・個人の業績評価に占める割合
外部専門家の活用	・外部専門家を活用して本業支援を行った取引先数
収益管理態勢	・事業性評価に基づく融資・本業支援に関する収益の実績・中期的見込み
ガバナンスの発揮	・取引先の本業支援に関連する施策の達成状況や取り組みの改善に関する取締役会における検討頻度、社外役員への説明頻度

(出所) 金融庁 金融行政の現状と課題平成28年12月14日 21ページより筆者作成

金融庁のベンチマーク策定の趣旨として3つのことが挙げられる。まず1つ目に、多くの金融機関は経営理念や事業戦略の中で、金融仲介機能を発揮し、取引先企業のニーズや課題に応じた融資や解決策の提供により、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方針を掲げている。2つ目に、監督・検査を通じて企業から評価される金融機関は、取引先企業のニーズ・課題の把握や経営改善等の支援を組織的・継続的に実施することにより、自身の経営安定にもつなげていることなどを確認する。3つ目に、金融機関が金融仲介の質を一層高めていくためには、自身の取り組みの進捗状況や課題等について客観的に自己評価することが重要としている。

<リレーションシップバンキングの具体的な目標からベンチマークの設定>

ここで、地域金融機関において大きなテーマである事業性評価による取引先中小企業への融資や支援、そうしたことも含む、金融機関の取り組みを客観的に評価するためのベンチマークに至る流れを、図表 2-4 でみていきたい。

図表 2-4 金融再生プログラム以降の円滑な中小企業金融に資する事業評価へ

15	02年10月	金融再生プログラムでリレーションシップバンキングのあり方を検討
	03年3月	「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」(03年度~04年度)
	05年3月	「地域密着型金融の機能強化の推進に関するアクションプログラム」(05年度~06年度)
	07年8月	監督指針の改正において地域密着型金融の取り組みが時限ではなく恒久的な枠組みへ。
	08年9月	リーマンショックで金融不安が波及、世界同時不況
	09年12月	「中小企業金融円滑化法」が11年3月末までの時限立法として施行(結果として二度の延長により13年3月末に終了)
20	11年5月	「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針の改正」で、地域密着型金融のビジネスモデル化をより明確化
	13年9月	「平成25事務年度 金融モニタリング基本方針」で、借手中小企業の事務内容などを適切に評価した融資を促進する事業性評価に関するモニタリングを開始
	14年9月	「平成26事務年度 金融モニタリング基本方針」の重点施策で、事業性評価による融資・支援への取り組みの検証を提示
25	15年9月	「平成27事務年度 金融行政方針」で、金融機関の事業性評価による融資・支援の実態について、融資先企業へのヒアリング(1,000社程度)による実態把握と、取り組みを客観的に評価できる多様なベンチマークの検討を明記
	16年9月	「金融仲介機能のベンチマーク」公表
	16年10月	「平成28事務年度 金融行政方針」で、金融機関の現在のビジネスモデルの持続可能性検証と、顧客本位の良質なサービスの提供を通じ金融機関自身も収益を確保する好循環、すなわち、顧客との「共通価値の創造」が取り上げられた。

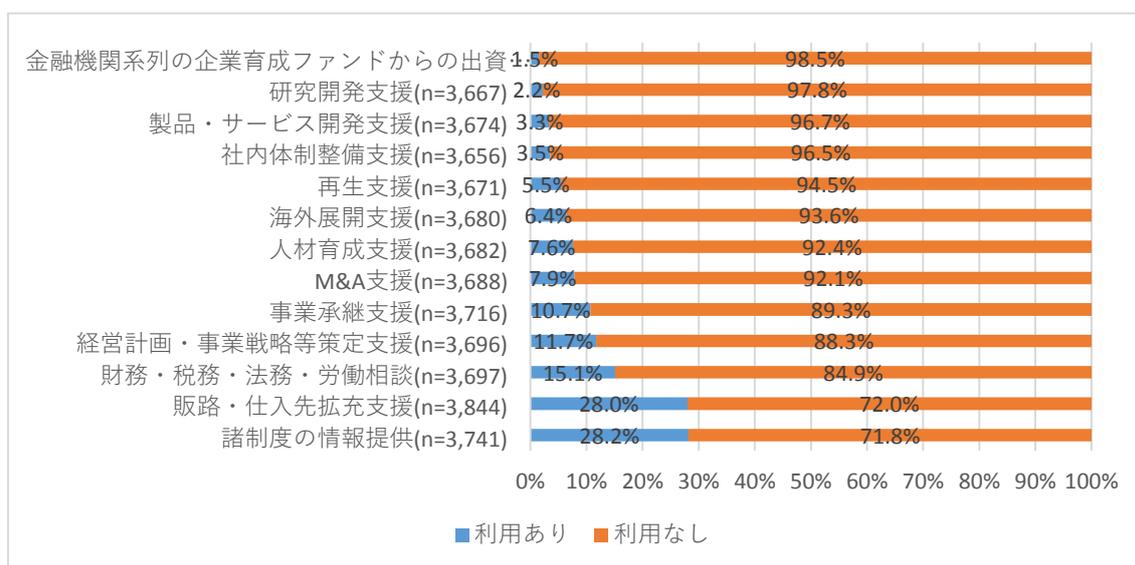
30 出所：金融庁「これまでの金融行政における取組について」より筆者作成

この流れの始まりは、バブル経済の崩壊に端を発する金融機関の不良債権が問題化し、金融再生プログラムで金融機関の「不良債権解消」を通じた「産業・経済再生」という二つが目指された 2000 年頃にさかのぼる。地域金融機関にとっては、03 年 3 月の「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」が実際の対応のスタートであった。この当時は、不良債権問題が喫緊の課題であったため、03 年のリレーションシップバンキングや 05 年 3 月の「地域密着型金融の機能強化に関するアクションプログラム」では、金融機関の格付けで要注意先・要管理先などの取引先中小企業のランクアップなどでの健全性の回復とともに、取引先中小企業の経営改善や成長支援のためのコンサルティング機能の強化が求められていった。

<金融機関による経営支援サービスの利用状況と課題>

金融機関は、取引先中小企業の経営改善や成長支援のための経営支援を行っているが、中小企業における金融機関からの経営支援サービスの利用状況は低位であるのが現状である。図表 2-5 で具体的にみていきたい。

図表 2-5 中小企業における金融機関からの経営支援サービスの利用状況



出所：平成 27 年度中小企業庁委託調査『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』（2016 年 3 月、みずほ総合研究所株式会社）より筆者

20 作成

最も利用されているのが諸制度の情報提供で、28.2%の中小企業が利用している。また、販路・仕入先の拡充支援がほぼ同率となっている。この2つの項目は約3割近くであるが、その他をみても分かるようにまだまだ利用率は低位である。全体的にみて、中小企業は金融機関の提供する経営支援サービスをあまり利用していないということである。中小企業自身が経営課題をよく認識しておらず、サービスの必要性を感じていない場合もあるが、本来、業績が好調なところでも必ず経営課題は存在する。それにもかかわらず、こうした低利用率にとどまっているのである。リレーションシップバンキングからかなりの時間が経過したが、それでもまだ地域金融機関側が支援について試行錯誤の最中

5

10

ということでもある。中小企業の実態・事業性を適切に把握し、これに基づき支援しお互いの価値の創出を図ることについて、理解・意識の持ち方、具体的な取り組み方、PRなど、金融機関側の努力がまだ足りていないことが分かるだろう。

また、中小企業側から金融機関の提供する経営支援サービスの低利用率の要因をみても、金融機関は融資・預金・決済などあくまで金融取引で利用する機関であり、経営支援サービスを受ける、あるいは、支援サービスの機能があるという認識が希薄である。さらに、融資を受けている立場の中小企業では、業況や財務内容が思わしくない場合はなおさらだが、金融機関に内情を明かしたくないという理由も挙げられる。つまり、金融機関と中小企業の関係性は全体的に見れば密接な関係性の構築はできておらず、信頼関係の構築はまだできていないといえるだろう。これは金融機関側の事業面へのアプローチの不足がうかがえる。また、双方の情報の非対称性が解消できない。

15

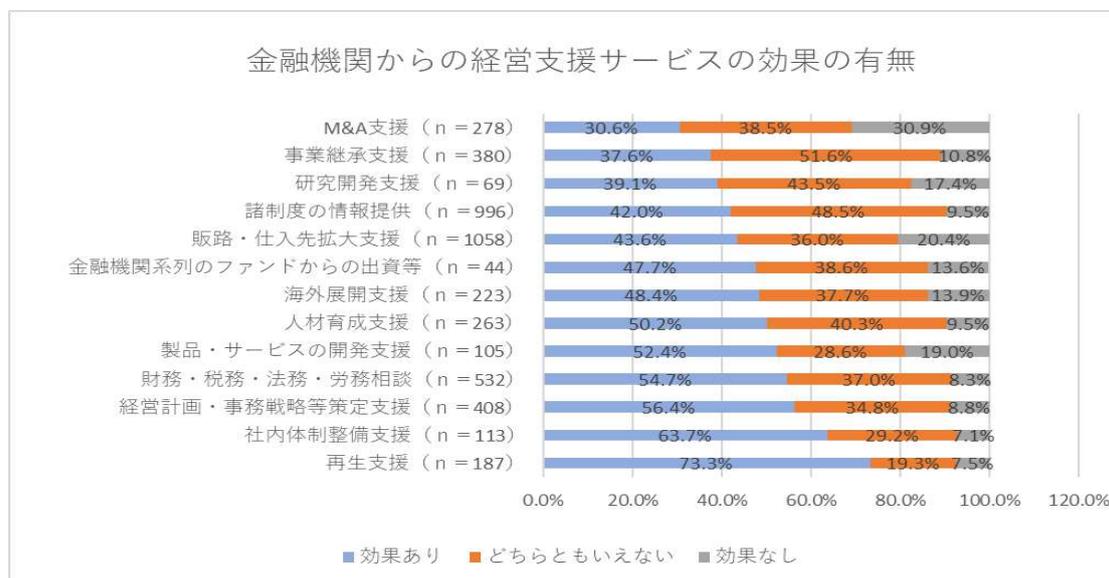
20

<金融機関の経営支援の高い効果>

現在、金融機関の提供する経営支援サービスの利用率は低位なものの、金融機関の提供する経営支援サービスを利用したことのある中小企業が、図表 2-6 のように「効果あり」とした割合はかなり高いという結果が出ている。

25

図表 2 - 6 金融機関からの経営支援サービスの効果の有無



出所：平成 27 年度中小企業庁委託調査『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報告書』（2016 年 3 月、みずほ総合研究所株式会社）より筆者作成

5

「再生支援」のようなかなり厳しいと思われるテーマがトップの 73.3%で、反対に、「効果なし」は 7.5%であった。13 項目全体で上位 6 項目、つまり半分近くの項目で 5 割を超えて「効果あり」としているのである。これらに次ぐ「海外支援展開」や「金融機関系列企業育成ファンドからの出資」も、それぞれ

10 48.4%、47.7%とほぼ 5 割のレベルに達しているのである。最も低い「M&A 支援」でも 30.6%と 3 分の 1 近くが「効果あり」としている。一見低く見えるものの、対象先の探索、細かな条件のすり合わせなどを経て成約に至る M&A の成功率は 3 割程度と言われているが、その割合での「効果あり」という結果である点ではまずまずといえる。このように利用した中小企業は「効果あり」と

15 示しており、収益の向上を図っている成功例も出ているのである。それにもかかわらず金融機関の提供する経営支援サービスの中小企業側の利用率が低位であるのは経営支援に積極的に取り組んでいる金融機関とそうでない金融機関が二極化しているのではないだろうかと考えられる。

そして、事業性を評価した融資を目指していく上で 1 番の大きな課題として

- は、金融機関側の目利き力の不足が指摘されていることである。金融機関による経営支援を利用したことがある中小企業は金融機関の職員の目利き能力の不足に関する不満を挙げた。具体的には、金融機関は財務諸表の数字を重視するあまり中小企業の事業内容についての正確な把握や理解が不足していること、
- 5 中小企業の事業の独自性や将来性について十分に理解しようとしていないことである。このように中小企業の事業内容の把握が不十分なまま経営支援が実施されていることも現状である。

第2節 直接金融

- 10 前節では、リスクマネー供給システムの中の間接金融について述べてきた。リスクマネー供給システムとしての間接金融には限界があることがわかった。本節ではリスクマネー供給システムとしての間接金融の限界を超えていくものとして直接金融を捉え、直接金融のリスクマネー供給システムについて述べていくことにする。

15

- 直接金融は、金融機関を經由せずには有価証券を発行して金融資本市場を通じ、不特定多数の投資家から資金を調達することである。リスクは貸手が負担し、金融機関からの借入とは別の資金調達方法であるため、財務体質の改善、資金繰りの安定化等が期待できる。しかし、直接金融で資金調達できるのは、大企業と比較的規模の大きい一部の中小企業であり、大部分の中小企業は直接金融で資金調達できないのが現状である。なぜなら、資金提供者である投資家がキャピタルゲインを期待して投資をしてもらうことが必要であるため、優秀な企業でないと投資家に振り向いてもらえないからだ。中小企業が金融資本市場から資金調達するためには、情報開示や規模の経済、社内体制の整備を行う必要
- 20
- 25 がある。

以上のことを踏まえて、リスクマネーを調達するための供給手段（債権、株式、コマーシャル・ペーパー）と供給主体（エンジェル投資家、ベンチャーキャピタル、クラウドファンディング、公的金融機関）について述べていく。

(1) 社債

債券は、国、地方公共団体、公共機関、企業などが投資家（債権者）から資金調達を行うために発行する債務証券である。一般事業法人（中小企業も含む）の発行する債券は社債（事業債）と呼ばれ、発行体は、発行時に定めた条件に基づき、償還日までの期間中は定期的に利息を支払うほか、満期日に額面金額で償還することを約束するものである。社債は金融機関借入と同様に負債の勘定科目である。

社債は募集人数の制限によって私募債と公募債に分類できる。私募債は特定の少数の投資家を対象とし、発行可能な企業は優良企業に限定されるが、株式公開前の企業では、IR（投資家向け広報）の観点から私募債発行を行うこともある。また、私募債は所定の手続きをすることにより無担保で発行でき、利息などはある程度自社で決めることができる。公募債は不特定多数の投資家を対象とし、発行するに当たって金融商品取引法に基づいた「有価証券届出書」の提出、証券会社の審査が必要である。私募債よりも多くの資金を集めることができる可能性があるが、その分時間やコストがかかり、中小企業にとって高い信用力の確保は困難なことである。このことから公募債を発行できる企業は株式公開企業に限られる。

したがって中小企業は私募債での資金調達が一般的である。低コスト・固定金利で比較的長期の資金調達ができるため、設備投資計画が立てやすいのがメリットである。中小企業の資金調達全体に占める社債発行額の割合はまだ小さいものの、2002年、2005年の省令改正などにより該当する中小企業の範囲が拡大され、発行残高割合が急激に増加している。

しかし、私募債は、特定の少数の投資家に募集を行うため、必要な資金を集めることができない場合がある。また、担保などがなければ信用リスクが高くなり、発行企業を対象に投資家に対して事前に行った説明内容と実際の運営状況などが一致していることなどを確認するモニタリングコストも必要となることが課題として挙げられる。

(2) 株式

株式による資金調達は株式を発行することによって事業資金を調達する手段

である。新株の引受けは 50 名以上の不特定多数の投資家に募るものであり、新規公開株式(IPO)によって市場に上場することが前提となる。

- 5 上場して株式を発行するメリットとして、多額の資金調達が可能であり、知名度の向上および人材の確保につながる。また、間接金融に依存している中小企業の銀行借入依存体質からの脱却、資金提供者である株主に対しての資金の返還義務がないことが大きな特徴として挙げられる。一方デメリットとして、株主が経営に関与できることから、第三者による経営介入によって上場前のような経営ができなくなってしまうことや、買収されるリスクの発生、企業情報の開示義務が挙げられる。
- 10 上場時に必要となる株式公開審査を通過することのできない多数の中小企業は、株式によって資金調達をすることは、現状では難しいといえる。

(3) コマーシャル・ペーパー

- 15 コマーシャル・ペーパー（以下、CP）とは、企業が短期で資金調達を行うために、市場において割引形式で発行する低金利、無担保約束手形のことである。CP はアメリカで生まれた仕組みであり、日本では 1987 年 11 月から発行が開始されている。企業が直接金融を通じて資金調達を行うという意味で、CP は社債とほぼ同じ性格を持っている。ただし、社債は償還期間が通常 1 年以上と長期になっているのに対して、CP は償還期間が通常 1 年未満で、多くの場合 30
- 20 日以内である。

無担保の短期手形である CP を発行できるのは、信用力のある大企業や一部の優良企業に限られるため、大半の中小企業が発行することは現実的に困難であり、中小企業にとって有効な資金調達方法とはならないといえる。

25 (4) エンジェル投資家

エンジェル投資家には様々な定義があるがここでは「組織されていないリスクマネー供給主体」と定義することにする。ゆえに、個人投資家のみならず、民間企業や公共機関、ファンドなどのリスクマネーを供給する主体すべてがエンジェル投資家ということになる。

(5) ベンチャーキャピタル (VC)

エンジェル投資家は組織されていないリスクマネー供給主体であったが、ベンチャーキャピタル（以下、VC）は組織されたリスクマネー供給主体であり、集合投資スキームである。ここでは VC についての特徴を理解するとともに、

5 リスクマネー供給主体としての限界について確認していく。

VC は、ファンド出資者の出資金を株式公開前のベンチャー企業に対し資金を供給、経営支援を行って企業成長を促進し、投資先ベンチャー企業が株式公開または M&A をしたところで株式を売却し、投資資金の回収を図るような主体である。

10 投資資金は、自社の資金を直接投下する「プロパー投資」と外部の出資者の資金で組成したファンドの資金で投資を行う「ファンド投資」がある。多くの場合は後者であり、出資者から資金運用委託を受け、出資者のために利益を最大化しようとするファンドマネージャーのような機能を持つ。

15 VC の投資が成功し投資先企業が IPO をすると、キャピタルゲインが発生する。投資成果はファンドの出資者に還元され、VC は成功報酬とファンドの管理報酬を受け取る。

<エンジェルとの相違点>

20 エンジェル投資家と VC は、起業して間もないまたは株式上場前の企業に対して出資を行うとともに経営支援を行うという点では大差はない。しかし、投資する資金の性格に大きな違いがある。

25 まず、エンジェル投資家の資金の性格についてみていく。起業に成功した個人がエンジェル投資家となって投資を行うとすると、資金の源泉は過去の自分自身の起業成功時のキャピタルゲインである場合が多い。また、このような投資家は自身の成功体験からベンチャー投資がハイリスクであり、資金の回収までの期間を予測することは困難であるということは十分承知している。よって、短期的な資金回収を行うことなく、極端な場合には資金回収は二の次と考えることもある。

30 次に、VC の資金の性格についてみていく。VC の資金の源泉は自己資金のみならず、ファンドを組成して集めた外部からの出資者の資金も投下する。通常、

後者の資金の方が多いので資金の回収はもちろん出資者の利益を最大化する努力をしなくてはならない。また、ファンドの運用期間が決まっているためファンドの償還期限までに投資資金を回収し、リターンも併せて投資家に償還する必要がある。そのため、VCは資金の運用効率をまず考え、投資後の資金回収に対する執着はエンジェル投資家よりも強いものとなる。そのため、株式公開やM&Aを達成しようとするインセンティブは強く働き、別の投資家への売却や償却を行う。この点においてもエンジェル投資家と異なる点であるといえる。

<VCの強み>

10 組織されたリスクマネー供給主体であるVCの強みは2つあると考えられる。1つ目は、ファンド内の多額の資金からの投資を利用して様々なベンチャー企業に投資をし、リスク/リターンをコントロールするポートフォリオを組むことができることがあげられる。ポートフォリオを組むことのできるだけの資金と企業の情報を持っている場合は別として、通常の組織されていないエンジェル投資家である個人投資家や企業がポートフォリオを組むことは困難であると

15 考えられる。

2つ目は、効率的な経営支援を行うことができるという点である。VCは様々な業種のベンチャー企業と接しているため、業種横断的な経営ノウハウを蓄積することができる。また、投資先ベンチャー企業間のマッチングも可能になる。

20 組織化されていない個人投資家や企業は、それぞれの得意分野をもっているが、カバーできる分野には限界があると考えられる。

以上より、組織されているVCが組織されていないエンジェル投資家の限界を超えていくことができるのではないか。

25 <VCの種類>

VCの種類についてはVEC調査をもとに出資母体別に9つ区別する。独立系、銀行系、証券会社系、生損保会社系、事業会社系、政府・地方公共団体系、大学系、個人、その他である。VECの調査では2015年度の国内向け投資金額トップが独立系、第2位は証券・生損保系、第3位は銀行系となっている。国内

30 向け投資件数ではトップが銀行系、第2位が独立系、第3位は証券・生損保系

となっている。

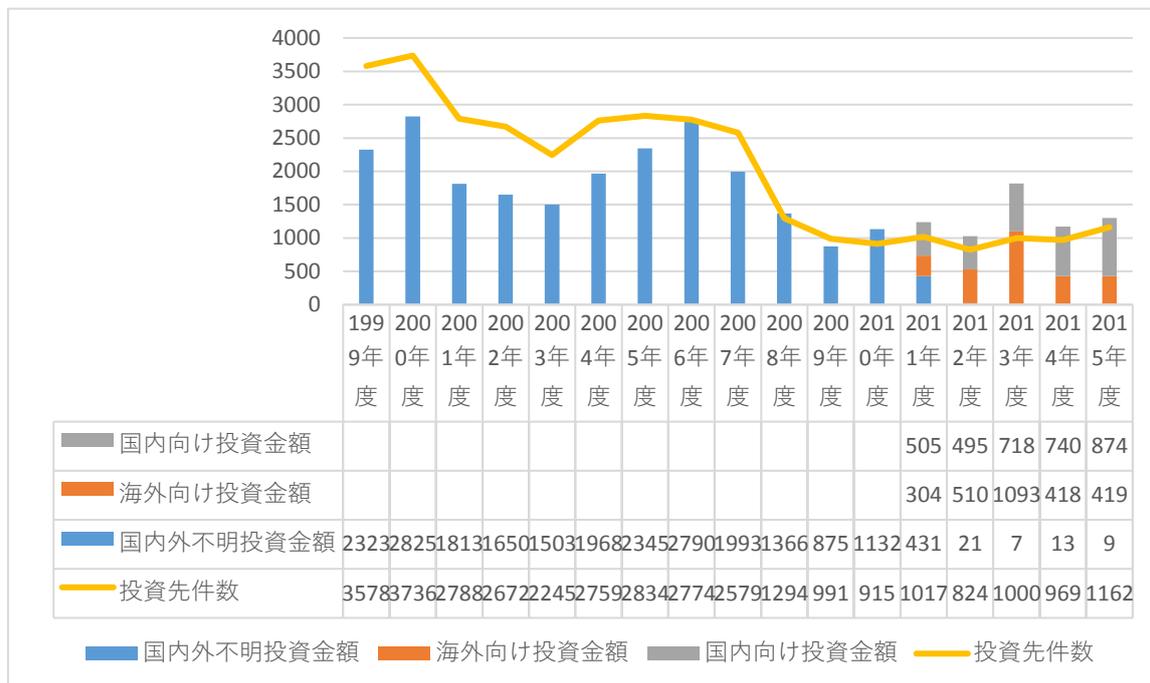
特に、金融機関係 VC の現状について述べていく。投資先業種の金額比率と件数比率は、多くの VC が IT 関連の投資割合が高くなっている中、銀行系は IT 関連、バイオ／医療／ヘルスケア、工業／エネルギー／その他産業、製品／サービスのすべての分野において比較的幅広く投資をしており、その他の VC より製品／サービスの割合が高いということが特徴だといえるだろう。また、投資先ステージの金額比率と件数比率では多くの VC がシード・アーリー段階の割合が高くなっているが、銀行系ベンチャーキャピタルはシード・アーリー段階のみならず、エクспанション、レーター段階にも投資をしており成長段階においても幅広く投資をしている。

<VC の現状>

VEC の調査では、投資先業種の種類、金額、件数比率ともに IT 関連が一番の割合を占めている。また、投資先ステージの種類、金額、件数比率ではシード段階、アーリー段階の割合が高い。このことから、起業してから比較的早い段階から投資をしていることが分かる。

次に、年間投資についてみていく。年間投資金額は 2009 年度を底にして 2015 年度まで回復傾向であるが、リーマンショック以前に記録していた投資金額の水準までは回復していない。投資件数をみると 2009 年度以降停滞しており、投資件数においてもリーマンショック以前の水準に達していない。

図表 2-7 日本の VC による年間投資の推移



出所：「ベンチャー白書 2016 年版」 VEC より筆者作成

5 <VC の限界>

ベンチャー白書 2016 年版によると国内 VC の Exit としては、M&A の割合よりも IPO の割合のほうが高くなっている。よって、この他にも様々な限界があるものの、国内における VC の限界としては、IPO 市場における課題を取り上げる。

10 IPO 市場の課題は主に 6 種類あるとされる。図表 2-8 より、現在では IPO 銘柄の活況が続いており、アンダープライシングが発生しやすくなっている。一方では、新興株式市場が軟調であり、マザーズ全体で不振が続いている。米国では新規株式公開後も VC が継続的に株式を保有して経営支援を行うため、日本に比べ長期的パフォーマンス低下しにくくなっている。国内 VC においては

15 投資先企業の Exit 後も株式を保有し続ける、または Exit を M&A にシフトしていくなどの対応が求められるだろう。

図表 2-8 IPO 市場の課題

IPO市場の課題	
アンダープライシング	公開価格と初値の差額 投資家：短期的収益 企業：全額資金調達できていない
情報の非対称性	発行企業・アンダーライター・投資家間で発生
新規公開後の長期的パフォーマンス	新興株式市場はリーマンショック後低迷が続く
市場の過熱	新規株式公開企業数、初期収益率は周期的に変動
新規公開後のボラティリティ	新規株式公開後の株式の価格変動が大きくなる
ベンチャーキャピタルにおける課題	新興ベンチャーキャピタルによる株式公開実績作り 新規株式公開後保有持分を早急に売却 →長期的パフォーマンス、アンダープライシングに影響

出所：「IPO 市場の価格形成」2008年 忽那憲治著より筆者作成

5 リスクマネー供給主体としての VC について、組織されたエンジェル投資家の集合投資スキームであり組織されていることにより、より多くの資金をより多くの企業に投資できる点で、エンジェル投資家の限界を超えたリスクマネー供給主体といえる。だが、集合投資スキームであるために運用資金の効率性や投資資金回収に対する意識が高い。また、国内ベンチャーキャピタルの Exit は主に IPO である。これらの点で、IPO 市場や新興株式市場の状態に応じて投資額が変動し、安定的にリスクマネー供給をすることができない。このような限界を超えて資金供給できるシステムの構築が必要だろう。

(6) クラウドファンディング

15 ここではリスクマネー供給システムの中における VC の限界を超えたものとしてのクラウドファンディングについて現状と限界についてみていく。

クラウドファンディングはインターネットを通じて主に一般大衆を対象に不特定多数の者から資金を調達する手段である。インターネットを通じて行う点で、リスクマネー供給システムの中では新しいものである。

<地域別に見たクラウドファンディング>

クラウドファンディングでの資金調達は全世界的に行われているが、地域別にみると米国と欧州が一番大きな割合を占める。近年ではアジアでもクラウドファンディングが拡大しつつあり、この要因としては中国においてクラウドファンディングプラットフォームが成長しており、世界の主要なクラウドファンディングプラットフォームに位置づけられるようになってきたことがあげられる。日本国内においても今後の市場拡大が期待される。

<クラウドファンディングの種類>

クラウドファンディングは主に 5 つの種類に分けられる。図表 2-9 をみると、中でも株式型は国内において 2014 年の金融商品取引法の改正によって制度整備が行われ、2015 年に日本証券業協会が会員である証券会社やクラウドファンディング事業者が株式型クラウドファンディング業務によって非上場株の取り扱いを認めるとともに、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」という自主規制を定め事業環境が整った新しいクラウドファンディングである。

図表 2-9 クラウドファンディングの種類

クラウドファンディングの種類	
寄付型	・社会奉仕事業などへの寄付 ・金銭的リターンなし
購入型	・出資対象事業の成果を還元 ・完成した製品など
貸付型	・投資家は債務証書を受け取る ・事業者は利付で元本を返済
ファンド型	・投資家のファンド出資により資金調達
株式型	・投資家に対して株式を発行して資金調達

出所：「クラウドファンディングの世界的趨勢」松尾順介著、「FinTech ビジネスと法 25 講」有吉尚哉、本柳裕介、水島淳、谷澤進編著より筆者作成

<クラウドファンディングの市場規模>

国内におけるクラウドファンディング市場規模については年々増加している。最新の市場規模について矢野経済研究所のプレスリリース（2017年9月7日）によると、2016年度新規プロジェクト支援ベースで、前年比99.6%増の745億5,100万円となっている。種類別では、寄付型約5億円、購入型約62億円、貸付型約672億円、ファンド型約3億円、株式型約0.4億円と推計され、貸付型が全体の90.3%を占めている。2017年度の市場規模は前年比46.2%増の1,090億400万円を見込んでいる。これより、国内クラウドファンディング市場は今後も拡大していくことが予想される。

10

<クラウドファンディングの限界>

クラウドファンディングの限界をあげるとするならば、情報の非対称性があげられるのではないかと考える。クラウドファンディングはインターネットを通じて行われるため、事業者と出資者は対面することはない。よって、出資者は主にクラウドファンディングプラットフォーム上にある事業者の事業の説明を参考にして投資をする。そのため、事業者側は正確な情報をプラットフォーム運営者や投資家に対して提供する必要がある。また、プラットフォーム運営者は事業者の財務状況や事業計画の審査を厳格に行う必要があり、詐欺的な要素を排除することが求められる。また、クラウドファンディングは投資家のみならず、一般の人々も出資できる。よって、資金供給者は増加するが投資に対する知識があまりない人々が参加するため今後何らかの問題が発生する可能性がある。情報提供がより一層求められる。

15

20

25

30

クラウドファンディングの市場規模は今後も拡大していくだろう。リスクマネー供給システムの中において利益だけではなく、事業に対する「共感・応援」で投資を行うという新たな投資スタイルが確立された。これはリスクマネー供給システムが発展には大きく寄与しているが、まだ法的な規制面や一般の人々も参加するという面で不確実性を含んでいる。この不確実性を取り除いていくために、企業、プラットフォーム運営者、投資をする人々の間で情報提供や業界や投資に対する学習などが必要だと考える。

(7) 公的金融

公的金融は民間金融に対する概念で、公的部門（公的機関）が行う金融活動のことをいう。財政投融資を含む政府が行う投融資活動は、金融市場の適切な資源配分を歪めることなく、政策目的の実現に必要な範囲内で、十分な機能を

5 発揮することが原則である。「民間にできることは民間に委ねる」という民業補完性を確保しつつ、民間金融市場が機能しづらい状況において、役割が期待されるものである。そのため、投融資先の経営状況やプロジェクトの収支が安定し、民間の投資マーケットが形成された段階において、公的金融機能は撤退する。

10

<中小企業向けに公的金融を行う機関>

①日本政策金融公庫

日本政策金融公庫（以下、日本公庫）は、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫、国債協力銀行（2012年独立）の業務を継承して

15 2008年に設立された政策金融機関である。民業補完を旨とし、リスクが高く民間金融機関が取り組みにくい分野に対し、国の重要な政策に基づいた中小企業融資を行う。融資の特徴としては、固定・低金利そして長期の借入ができることである。中小企業向けの業務としては、融資限度額が小さく小規模の企業や起業後間もない企業を対象とした国民生活事業と、融資限度額も大きく比較

20 的規模の大きい企業を対象とした中小企業事業がある。中小企業事業の融資業務の利用社数は平成28年度で4.4万社もある。

②商工組合中央金庫

商工組合中央金庫（以下、商工中金）は、政府と民間が共同で出資する唯一

25 の政府系金融機関である。「中小企業の、中小企業による、中小企業のための金融機関」を強く意識した活動を展開している。商工中金は中小企業向けの危機対応業務に特に力を入れており、「セーフティネット機能の発揮」を最優先で取り組むべき課題であると認識している。危機対応業務全体の実績としては、2017年9月末の時点で、件数が223,292件、融資額としては12兆5,078

30 億円もの実績を残している。他にも、民間金融機関と協調を前提に、グローバ

ル展開やイノベーションに取り組む企業に対して、低金利で融資を行っている。また融資だけでは終わらない一貫通貫の経営サポートや、ときには地域の金融機関との連携を通じて進めることもある。

5 ③信用保証協会

信用保証協会は、中小企業が民間金融機関から融資を受ける際に、信用保証協会が保証人となって融資を受けやすくするように支援する機関である。信用保証制度は中小企業、金融機関、信用保証協会の三者で成立しており、補助金や政府機関の直接貸付に比べて民業補完的であるという性質も持っている。

10 47都道府県と4市（横浜市、川崎市、名古屋市、岐阜市）にあり、各地域に密着した業務を行っている。信用保証の利用企業数は、平成26年3月末のデータで146万企業と、公的金融機関の中でも利用が多いのが特徴である。

信用保証協会は、中小企業から信用保証料を徴収し、借入を保証しており、仮に企業の債務不履行が生じた場合、保証協会は債権者である金融機関に対し
15 て、代位弁済する。保証割合は、2007年9月までは、保証協会が原則100%保証していたが、金融機関のモラルハザードの問題や、代位弁済の増加の問題が浮き出てきた。その結果、2007年10月1日から責任共有制度が導入され、保証協会が80%、金融機関が20%の負担割合に変更された。ただし、例外としてリーマンショックの際に保証協会が全額保証を行う緊急保証制度、東日本大震
20 災による被害を受けた企業に対応した復興緊急保証といった、緊急時においての中小企業の資金繰りを支援する制度が存在している。

信用保証制度で資金調達するメリットは、長期で保証人と担保無しの資金調達が可能となること、取引金融機関のプロパー融資と保証付融資の併用により、融資枠の拡大が可能であること、銀行の利息が安くなり、信用保証協会に
25 支払う保証料と合わせても安い場合があることなどといった点が挙げられる。

課題としては、信用保証制度の過度な依存が見られることで、これが継続すれば、モラルハザードの発生や財政コストの増加、貸出市場の歪みなどの負の要素が更に大きくなる懸念があると考えられる。

<公的金融の役割>

公的金融の役割をまとめると、平時においては、情報の非対称性等があり、市場メカニズムでは効率的な資源配分が実現されない市場の失敗への対応や、事業リスクが高く、成果が出るまでの期間が長期にわたる中小企業向けの成長資金（リスクマネー）の供給、インフラの海外展開等のような民間では担えないリスクの負担を担うことが基本的な役割である。他にも、新たな市場（新事業）を創出する際に資金を供給することによって「呼び水効果」があることや、危機時においては、深刻な経済・金融危機や大規模な災害において、民間金融が担うことのできない多額の資金を供給することがある。

- 5
10
- どれも重要な役割であり、公的金融は中小企業の資金調達の円滑化によって、欠かせない存在となっている。

<公的金融による資金調達のメリット・デメリット>

公的金融による資金調達のメリットは、政府の信用力や利子補給制度を利用すること等により、市場での資金調達を行う民間金融機関では提供できない「長期・低利・固定」の貸出が可能であることだ。また民間金融機関より融資の審査が通りやすく、個人事業主や実績の少ない新規起業者も融資を受けることが可能である。経営相談やコンサルティングも積極的に行い、会社の再建や再起業にも積極的で、返済が難しい場合は減額申請の相談にも応じてくれる。さらに日本政策金融公庫の審査が通れば、国の金融機関の融資を受けた実績になるため、民間の銀行機関などでも審査が通りやすいことが挙げられる。

- 15
20
25
30
- 反対にデメリットとしては、審査に日数がかかるということである。一般の消費者金融機関が数日、銀行でも1週間程度で融資が実行されるのに対し、日本政策金融公庫の審査は3週間から1か月かかる。今すぐ資金が必要という借手のニーズを満たすことが出来ない。また多くの場合、保証人が必要になる。公的金融機関は預金業務を行っていないためだ。公的金融による直接融資が民間金融と競合する分野において実施される場合には、民間金融よりも有利な条件で資金供給されることとなり、民間金融市場における適切な資源配分を歪めることにも繋がり、結果として社会的損失を生じさせる可能性がある。構造不況業種や自力回復力を失った企業に対して、公的金融が長期的に継続して貸出

を実施し、そのような企業を単純に延命させる場合には、当該企業の改革を遅らせ、産業構造の転換を阻害することが懸念されるという点が挙げられる。

< 公的金融の課題 >

- 5 公的金融の喫緊の課題としては、デフレ脱却・経済再生のための政策課題の解決に向けて、長期資金及びリスクマネーの供給増大が挙げられる。
- 具体的には、産業競争力強化のための新事業や新たな技術開発への投融資、ベンチャー企業や中堅・中小企業による事業の発展を目指した長期投資のためのリスクマネー供給、アジアを中心とした海外の成長の取込みに向けた企業の
- 10 海外進出に対する金融支援、高度成長期以降の公共インフラの更新期に向けた長期資金ニーズの拡大、資金調達能力の低い地方公共団体に対する、地域に密着した事業資金の安定供給である。

- 以上を踏まえ、公的金融は、他の手段や主体から資金調達が出来なかった企
- 15 業の受け皿的存在であるといえる。しかし、前述のとおり、公的金融に過剰に依存することは、負の要素が大きくなる懸念がある。そこで、事業分野・事業範囲等について改めて整理・検討し、公的金融機関の位置付けを明確に示すことが必要である。公的金融機関はあくまで民業補完の存在なので、過剰な融資
- 20 をすることなく、資金が不足している企業・個人に融資目的を明確にさせた上で適切な金額を融資し、当該分野を発展させ、結果として日本経済の成長を促す役割があると考えている。

- 本章では、間接金融と直接金融といったリスクマネー供給側について述べてきた。間接金融の課題としては、金融機関側の目利き力の不足が挙げられる。
- 25 一方で、直接金融の課題はそれぞれの手段や主体に異なるが、ベンチャーキャピタルは IPO 市場における問題、クラウドファンディングの課題として法整備や情報開示、公的金融は過剰依存を避けつつリスクマネーの供給増大が挙げられる。

第3章 今後のリスクマネー供給体制

本章では、第1章で述べた資金需要側の課題やニーズと、第2章で述べたリスクマネー供給システムの課題から、我々が考える今後のリスクマネー供給体制について提案する。

5

第1節 金融機関の「目利き力」強化の必要性

事業評価に基づく融資を行う上で、金融機関にはまだ多くの課題が存在する。中小企業にとっても、今後の発展のためには資金調達先の確保は不可欠であり、また、金融機関も目先の収益性にとどまらず貸出を行うことによって収益向上を図っていく必要がある。そして金融機関は取引先企業の成長や地域経済の活性化等に貢献していかなければならないが、企業ごと、地域ごとに課題は異なっている。そこで、金融機関に求められることは、その金融機関の存在する地域の地域課題がどのようなものであるか情報を収集したうえで、理解し課題を設定する必要がある。課題の設定、理解には金融機関の「目利き力」の強化が必要であり、「目利き力」をつけるためには取引先企業の定量情報（損益計算書や貸借対照表などの財務状況）のみならず、定性面の情報（技術力や販売力等）について積極的な工夫・取り組みを行っている場合にプラスの要素として勘案し、両方の情報を総合的に勘案したうえで融資実行を判断していくことが必要である。定量情報と定性情報の両方を得ることは、取引先企業との情報の非対称性の解消にもつながっていく。

10

15

20

特に、金融機関は定性情報をより収集していくことが必要である。定性情報の収集能力を高めるためには、日ごろから情報を蓄積していく必要があり、その入手した情報を活用する能力を身に着けるとともに、人脈を広げていく必要がある。情報の収集や人脈を形成することで事業計画の実現可能性（市場規模・商品やサービスの競争力・その地域の消費者のニーズ）を確認するために必要となるだけでなく、金融機関の営業活動において融資先・見込み客への情報提供に役立ち、新たなビジネスマッチングや販路開拓を行い、取引先企業の収益の拡大に寄与することが期待できるのではないかと考えられる。また定性情報を積み重ねていくことは、取引先企業の実態・事業性を適切に把握し、そこに

25

基づいた支援をし、お互いの信頼関係の構築や、価値の創出を図ることが可能となっていくのではないだろうか。

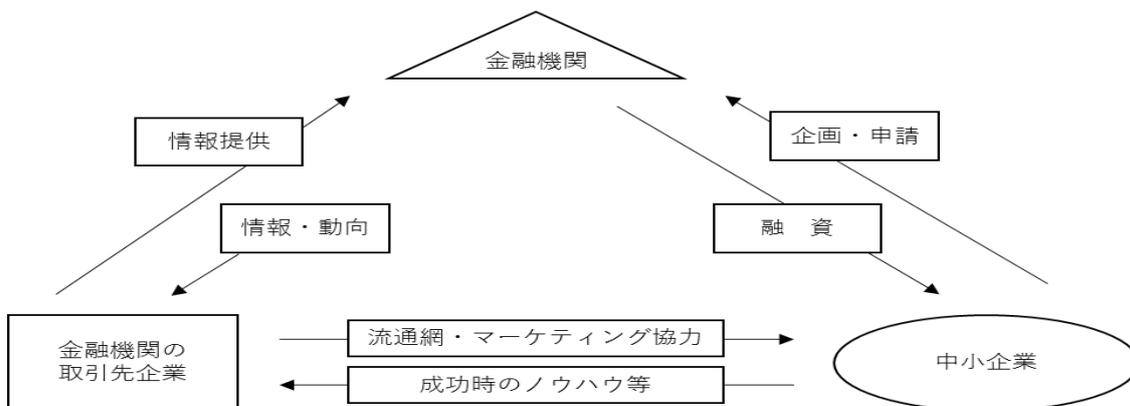
金融機関の目利き力の向上は、企業にとっても利益をもたらす一因となり、新たなビジネスチャンスを得た企業が融資を必要とした際には、融資も行うことが可能となり、企業も金融機関も双方が発展していけるのではないかと考えられる。

金融機関の目利き力向上や情報を収集していくうえで、金融機関系ベンチャーキャピタルも有効ではないかと考える。ベンチャーキャピタルは企業に対して融資ではなく出資を行うという点で、中長期的な資金を供給可能である。また、ベンチャーキャピタルの性格上、企業に対しての経営支援は丁寧なものとなる。金融機関にとっては、起業や成長初期の段階において、将来性のある企業や起業家などと接点を持つことができる。加えて、経営支援では金融機関から企業へ人材派遣を行い、様々な将来性のある企業と協働していく中で業種横断的に、経営ノウハウを学ぶことができる。よって、金融機関の人材育成にもつながると考えられる。

第2節 金融機関主導による国内企業活性化

本節では、目利き力をつけた金融機関がその情報を具体的にどのように活かしていき、国内企業と金融機関の双方がどのように発展しうるか述べていきたい。

図表 3-1 金融機関による資金供給システムと経営支援



出所：筆者作成

すなわち、金融機関が蓄積した様々な中小企業の情報を金融機関と関係を持つ他の取引先企業に仲介することにより、様々な企業の販路開拓やビジネスマッチング等が可能になっていくのではないかというものである。金融機関の企業への経営支援の利用率は低位なものの、利用者からは「効果あり」との声が多く出ている。金融機関は経営コンサルティング業務を強化することは有効だと考えられる。この金融機関の情報仲介機能や経営コンサルティング業務を活かしていくためには、企業にもある程度の経験値やノウハウを持ち合わせた上で既存の事業や新たな事業を展開していかなければならない。

10 新たな事業の計画を打ち出す際、まず計画を持つ中小企業は通常よりリレーションシップバンキングを行っている金融機関に新事業の情報を提示し、金融機関がその企画を精査・分析し、実行可能かどうかを判断する。金融機関は、その企画とこれまで蓄積してきた中小企業の情報を基に、金融機関が新事業に興味を持ってくれる他の取引先企業などを探し出し、中小企業との連携を打診する。企画に興味を示した他の取引先企業が承諾すると、金融機関の仲介で提携を進めていくというものである。

20 従来の企業提携との違いは、企業間の事業連携に金融機関がより積極的に入っていくことである。金融機関が入ることによって中小企業の中立の情報や企画の可能性、課題などを他の取引先企業に提供することができ、中小企業の信頼性を高めることが可能となる。また、中小企業が新事業を他の取引先企業と提携することで資金が必要となった際に、金融機関から資金調達をしやすくなることが期待できる。さらに中小企業と取引先企業の間でノウハウや技術の提供や、流通網やマーケティングの協力を取り付けるといった業務提携の形をとることも可能である。また、金融機関は企業同士のビジネスマッチングの成立後も動向を定期的にモニタリングする必要がある。

25 金融機関が情報仲介機能や経営コンサルティング業務を強化していくことは、国内の起業促進にも貢献していけるのではないだろうか。金融機関が蓄積した様々な企業情報や地域の情報から起業を考えている人たちへのセミナーなどを開催し、起業考慮者が初期の事業計画書の策定段階から金融機関と密接に関わっていくことで、より活発な起業活動を促進することが期待できる。金融機関には起業前段階の定性情報の蓄積が可能となり、起業に必要な資金供給を行っ

ていき、新たな融資先を拡大させることも期待できる。

このような方策の採用によって、金融機関は多大なリスクを負うことになる。しかし、中小企業などの新事業を成功させるためにはリスクを負うのは企業だけでなく、企業を支える金融機関もリスクを負うべきである。また、これらの
5 関係が構築されるために中小企業に求められることは、金融機関への情報の開示を行い情報の非対称性を解消していくことや、金融機関と中小企業の間
十分なリレーションシップバンキングが行われることである。金融機関は単なる
金融仲介業務だけでなく、企業の間に入り情報仲介、経営コンサルティングを
10 行い、企業と一緒にあって収益を向上させていく必要があるのではないかと考
える。

第3節 連続性を持ったリスクマネー供給体制の構築

これまでの節では、金融機関の目利き力強化の必要性と金融機関の国内企業
15 への資金供給、経営支援の重要性について述べた。以下では、リスクマネー供
給システム内の様々なスキームを活かした資金供給の形について述べていき
たい。

現在のリスクマネー供給システムの供給主体は、第1章、第2章でも述べて
きたように需要側に対し、経営課題や事業リスクを一方向的に押し付け、自らの
20 利益を優先してきたきらいがある。また、それぞれのスキームには限界が存在
する。加えて、資金需要者と供給者には情報の非対称性が存在する。このよ
うな状態を改善するため、銀行融資からクラウドファンディングまでの各種ス
キームを組み合わせ、企業の課題やリスクを分散できる連続性を持った資金供給
システムの構築することを提言する。

25 連続性を持った資金供給システムを構築していくためにまず必要なこととし
ては、情報の非対称性の改善である。資金供給主体と企業との間に情報の非対
称性が著しい中では、互いにリスクを取っていくことは困難である。また、正
確な情報が手に入らなければ経営支援などは困難であり、地域の課題を理解し
30 解決していくことはできないだろう。このようなシステムを構築していくため
には、資金需要側と供給側に情報の非対称性を解消することが前提条件となる。

次に、このシステム構築、特にシステムの核となる連続性をどの主体が作り出すのかを考える。すでに日本の金融システムにおいては様々なスキームが存在しており、そのスキームを担う、各種の投資家、金融機関、公的機関、クラウドファンディング、およびそれらを媒介するプラットフォーム運営者など様々な主体が存在する。政府による政策や金融庁による規制や金融行政等、様々なことが考えられるが、ここではローンブローカーやコンサルタントの能力を持ち合わせた新たなコーディネーターがそれぞれの主体から誕生し、そのコーディネーターが連続性を作り出していくべきだと考える。それぞれの資金供給主体から誕生するということが重要であり、このコーディネーターたちが相互に連携していくことで、資金需要側に対し最も適当な資金供給スキームを提案し、資金供給主体とともに経営支援を行っていく。これにより、リスクマネー供給システムに連続性が生まれ、それぞれのスキームの限界を超えていくことが可能になる。また、リスクマネーを様々な企業のニーズや成長段階に対応して供給し、シーズ段階を含む起業・創業者をはじめ、中小企業、ベンチャー企業、小規模事業者に至るまでリスクマネー供給、経済活性化と力強い成長を促進していけると考える。

終章

本稿ではまず、日本経済について景気回復の兆しはあるが、それは大企業や都市部においてのみであり、中小企業や地方は依然として厳しい状況が続いており、国内需要の減少や、企業の海外投資の増加など国内における全体の概況を述べた。

第1章では、資金需要側について大企業から中小企業、ベンチャー企業、起業に至るまでの現状から課題を整理し、企業は成長段階ごとの資金調達や経営課題を克服するための経営支援を求めていることを述べた。

第2章では、企業に対してリスクマネーを供給するシステム内を間接金融と直接金融に分け、それぞれのスキームにおける限界点を示し、その発展方向を述べてきた。また、各スキームの課題を整理した。

第3章では、金融機関の目利き能力強化の必要性や、金融機関による企業の支援やマッチングによる国内企業の活性化の形を述べ、今後のリスクマネー供給システムの構築には各種の金融スキームの連続性の確保のためのコンサルティングやコーディネートの担い手の育成が必要であると提言した。

今後の日本経済発展のためには、大企業のみならず中小零細企業までの資金需要が満たされ、企業全体の成長が必要である。起業を促進し、ベンチャー企業の成長を促進していくことにより、国内に新たな産業や、各種の技術革新と経営イノベーションが起こるだろう。

そのなかで、リスクマネー供給システムが担う役割は大きく、資金需要に対して適当なスキームによる資金供給と企業の課題を解決することで起業や企業成長が促進してく。そして、日本企業の大部分を占める中小企業の成長から地域活性化につながり、地域活性化から日本経済全体の成長につながるのではないかと考える。

そのためには、企業や資金供給主体、投資家間での情報を開示、共有を行うことで情報の非対称性を改善することが必要であり、さらには投資家ではない一般の人々や学生までもがリスクマネー供給について学ぶ必要があるのではないかと考える。

参考文献・参考資料

- 中小企業庁（2016） 「中小企業白書 2016」
<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/>
- 中小企業庁（2016） 「小規模企業白書 2016」
- 5 <http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/syoukiboindex.html>
一般財団法人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」
- 由里宗之（2003.6） 「リレーションシップバンキング入門」 金融財政事情研究会
- 10 滝川好夫（2017.4） 「楽しく学ぶ 中小企業金融」 泉文堂
神坐康彦（2005） 「日本のベンチャーキャピタル」 ファーストプレス
山本純子（2014.2） 「入門クラウドファンディング」 日本実業出版社
内堀節夫（1999.4） 「公的金融論」 白桃書房 99 年刊
松尾順介(2015.9) 「投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給」 証券経済研究 第 91 号
- 15 松尾順介(2015.12.14) 「クラウドファンディングの世界的趨勢」 政研レポート NO.1693
奥谷康彦（2012.3.2） 「ベンチャー企業の資金調達」 大和総研
小栗崇資（2016.2） 「大企業は最高益」 新日本出版社/雑誌経済 NO.245
- 20 岡田悟（2013.6.25） 「信用保証制度をめぐる現状と課題」 国立国会図書館 ISSUE BRIEF NUMBER 794
上原恵一（2007.1） 「中小企業における資金調達の課題」 経済産業委員会調査室
斉藤卓也（2006.5） 「マイクロビジネスに対する政策金融の必要性とその手段」 国民生活金融公庫総合研究所
- 25 保志泰、神尾篤史(2014.6.2) 「リスクマネー供給構造の現状」 大和総研調査季報 春季号 Vol.14
林幸治(2013.8.5) 「中小企業の資金調達構造と社債利用」 株式会社帝国データバンク 顧客サービス統括部

- 経済産業省(2004) 「株式の活用」
 経済産業省(2004) 「社債の活用」
 経済産業省(2004) 「地域金融の活用」
 商工総合研究所(2015.2.13) 「金融環境の変化と中小企業」 商工総合研究所
- 5 赤松健治(2013.6) 「中小企業各政府系金融機関の役割」 商工総合研究所
 商工組合中央金庫(2017.3) 「商工組合中央金庫ディスクロージャー誌」 デ
 ィスクロージャー誌
 日本政策金融公庫総合研究所(2014.7.28) 「中小企業による「新事業戦略」
 の展開」 日本公庫総研レポート NO.2014-2
- 10 小野有人(2013.3.13) 「中小企業の成長に向けた金融戦略」 みずほ総合研究所
 有吉尚哉、本柳祐介、水島淳、谷澤進(2016. 7.15) 「FinTech ビジネスと法 25
 講」 商事法務
 忽那憲治(2008.9.20) 「IPO 市場の価格形成」 中央経済社
- 15 財務省 HP <https://www.mof.go.jp/>
 経済産業 HP <http://www.meti.go.jp/>
 金融庁 HP <http://www.fsa.go.jp/>
 中小企業庁 HP <http://www.chusho.meti.go.jp/>
 日本銀行金融研究所 HP <http://www.imes.boj.or.jp/>
- 20 日本政策金融公庫 HP <http://www.jfc.go.jp/>
 商工組合中央金庫 HP <https://www.shokochukin.co.jp/>
 日本証券業協会 HP <http://www.jsda.or.jp/>
 全国信用保証協会連合会 HP <http://www.zensinhoren.or.jp/>
 みずほ総合研究所 HP <http://www.mizuho-ri.co.jp/>
- 25 帝国データバンク HP <http://www.tdb.co.jp/>