平成30年度 「証券ゼミナール大会」

第6テーマ

5

「日本における中小・ベンチャー企業 の資金調達について」

15

10

20

立教大学 渡辺ゼミナール 永吉班

目次

	序章																	 	 		 . 3
	第 1	章	E	本目	企	業の	構	造 .										 	 		 . 4
	第	1 1	節	目	本	の企	業	構造	i IC	つ	いて							 	 		 . 4
5	第	2 1	節	中	小:	企業	記っ	つい	て									 	 		 . 4
		第	1 J	頁	中,	小企	業	の定	義									 	 		 . 4
		第	2 J	頁	中,	小企	業	の役	割									 	 		 . 5
		第	3 J	頁	中,	小企	業	の資	金	調	達に	よお	け	る朱				 	 		 . 5
	第	3 1	節	ベ	ン゛	チャ	· — <u>:</u>	企業	きに	つ	いて							 	 		 . 7
10		第	1 J	頁	べ	ンチ	ヤ	一企	業	の;	定義	· 18						 	 		 . 7
		第	2 J	頁	べ	ンチ	ヤ	一企	業	のタ	役害	1.						 	 		 . 8
		第	3 J	頁	べ	ンチ	ヤ	一企	業	の う	資金	2 調	達	にま	3け	る作	寺徴	 	 		 . 9
	第 2	章	4	各資	金	調達	方	生の	現	状								 	 		 10
	第	1 1	節	直	接	金融	(の)	資金	調	達	方法	. .						 	 		 10
15	第	2 1	節	間	接	金融	(の)	資金	調	達.	方法	. .						 	 		 17
	第	2 1	節	公	的	金融	(の)	資金	調	達.	方法	- .						 	 		 22
	第	4 1	節	企	業(の資	金	調達		理	想形	ž .						 	 		 26
	第 3	章	1	企業	の	資金	調	達に	お	け・	る誤	題	i					 	 		 28
	第	1 1	節	直	接	金融	ŧ											 	 		 28
20	第	2 1	節	間	接:	金融	ŧ											 	 		 33
	第	3 1	節	公	的	金融	ŧ											 	 		 36
	第 4	章	1) 業	の	資金	調	達に	お	け・	る携	皇案						 	 	• • •	 38
		1 1	•	直	接	金融	ŧ		• • •									 	 	• • •	 38
		2 1	•		-																
25		3 1	•			•															
	終章																				
	参考	文i	献.															 	 		 53

序章

5

10

15

20

25

2018 年 9 月、内閣府は 2018 年第 1 四半期の GDP が年率 3.0%のプラス成長となったことを発表した。現在日本は、安倍政権が打ち出したアベノミクスやオリンピック・パラリンピックのインフラ整備による需要拡大を通して、景気回復が持続している。その一方で地方の過疎化や少子高齢化、欧米諸国に比べ低い開業率など、日本経済の発展を妨げる様々な要因が存在している。このような状況下では活発な企業間競争が生まれず、日本の経済的活力が失われてしまう。日本政府は、「日本再興戦略 2016」において「地域技術を活用した先導的技術開発プロジェクトの支援」や「開業率の改善」、「黒字企業の増加」を戦略として掲げ、中小企業・ベンチャー企業の成長が日本経済の発展にとって重要であるとの認識を示している。これら企業の成長こそがこれからの日本の持続的発展には必要不可欠であり、その成長支援が喫緊の課題と言えよう。

日本経済を支える中小企業・ベンチャー企業が成長するためには、様々な要素が必要である。その中でも最も重要な要素の1つが資金調達である。なぜなら革新的な技術やサービスを生み出すような企業を発展させるためには、適切な時機に資金調達を行うことが必要不可欠だからである。近年、資金調達環境はリーマンショック以前の状況、あるいはそれ以上の回復を見せており、中小企業・ベンチャー企業共に資金繰りは確実に改善している。

しかし、中小企業・ベンチャー企業は、大企業に比べ規模が小さく、業績や 将来性といった信用力が十分に備わっていない。従って、革新性を持っている にも関わらず、十分な資金調達を行うことができず、成長の機会を逃す企業は 少なくない。そこで、日本経済の発展を担う中小企業・ベンチャー企業の最大 の課題を解決するために、資金調達手段の拡充や環境整備の改善が必要である。

本稿では、第1章において中小企業・ベンチャー企業の概要を押さえ、それらの役割や資金調達の特徴を整理する。第2章では中小企業・ベンチャー企業の資金調達の現状を欧米諸国との比較から説明し、資金調達方法の理想形を述べる。第3章では資金調達の課題について確認する。最後に第4章ではそれらの課題を解決するための提案を述べ、中小企業・ベンチャー企業の活性化、延いては日本経済の持続的発展を目指す。

第1章 日本企業の構造

本章では日本における企業構造について述べ、中小企業とベンチャー企業の 定義や役割を確認し、それぞれの企業の資金調達における特徴を述べていく。

5 第1節 日本の企業構造について

まず初めに、日本における大企業と中小企業・ベンチャー企業の企業数と従業員数について確認する。大企業は約1万1,000社、中小企業は約380万9,000社存在し、全体の割合では、大企業が約0.3%、中小企業が約99.7%である。従業員数においては、大企業は約1,433万人、中小企業は約3,361万人であり、10全体の割合では、大企業が約30.0%、中小企業が約70.0%である¹。従って、日本の企業構造において企業数、従業員数共に大多数を占める中小企業・ベンチャー企業の活性化は日本経済の発展にとって重要になる。

第2節 中小企業について

15 第1項 中小企業の定義

本項では、中小企業の定義について述べていく。中小企業は中小企業基本法に基づき、図1のように定義されている。

図 1 中小企業の定義

20

業種	中小企業者	小規模企業者			
木/里	資本金	常時雇用する従業員	常時雇用する従業員		
①製造業・建設業・運輸業	3億円以上	300人以上	20人以上		
その他の業種(②~④を除く)	3個日外工	300人以上			
②卸売業	1億円以上	100人以上	5人以上		
③サービス業	5,000万以上	100人以上	5人以上		
④小売業	5,000万以上	50人以上	5人以上		

出所:中小企業庁(2018)「2018年版中小企業白書」p.11より筆者作成

¹ 中小企業庁(2016)「2016 年版中小企業白書概要」p. 579-581

第2項 中小企業の役割

前述したように、中小企業は、日本経済において必要不可欠な存在である。 本項では、中小企業の果たす社会的な役割を4つ挙げ、その重要性を確認する。

①雇用の担い手

5

量的な側面では、日本企業全体の従業員数の約70.0%2を占めている。質的な側面では、高齢者や女性などの多様な労働者に多様で柔軟な労働の場を提供している。このように、量・質どちらの面でも、雇用の担い手として大きな役割を果たしている。

②競争の担い手

10 市場競争は、多数の企業が存在することで活発化する。技術や需要の変化に対応した新規参入企業に対して既存企業は対抗し、競争に敗れた企業は市場から撤退し、質の高い企業だけが残る。このサイクルによって市場の新陳代謝が高まる。

③多様化するニーズの担い手

15 日本経済の発展と所得水準が向上するに連れて、消費者のニーズは多様化し、 市場が細分化された。その結果、市場における一企業の最適規模は小さくなる。 規模が小さくなることで、多様化されたニーズに柔軟に応えることができる。

④地域経済の担い手

特定の製品や業種に特化した中小企業が集積している地域を地場産業と呼ぶ。 20 このような地域は地方財政に貢献し、就業や雇用の機会を地域に提供し、地域 経済を支えている。

第3項 中小企業の資金調達における特徴

企業の資金調達方法には、出資と融資³があり、中小企業においては融資が多 25 く使われている。本項では、中小企業における資金調達の特徴を以下3つに分 類し、述べていく。

² 中小企業庁(2016)「2016 年版中小企業白書」p. 579-581

³ 出資とは、返済義務のない資金であり資本計上となる。融資とは、元本返済 や利息支払義務がある資金であり、負債計上となる。

①規模の経済

5

10

規模の経済は、貸し手と借り手の双方に働く。貸し手側の場合、融資額が大きくなるほど、融資を実行する際に行う審査費用などの貸出当たりコストは低くなる。そのため、金融機関は大企業と中小企業に同様の融資機会があった場合、1件当たりの融資額が大きい大企業へ優先的に融資を行う傾向にある。一方、借り手の場合、融資を受ける際には、金融機関に対して情報を開示しなければならず、費用が発生する。企業規模が大きくなるほど、専門家を雇い正確な情報を開示できると共に融資額も大きくなるので調達コストが低くなる。しかし、中小企業は資金が少ないため正確な情報を開示することができず、調達コストが高くなるため、大企業と比較して資金調達を行いにくい。

②情報の非対称性

中小企業の資金調達で規模の経済が働く大きな理由の1つが、情報の非対称性である。情報の非対称性とは、取引を行う際に貸し手と借り手どちらか一方に情報が偏っていることである。情報の非対称性によって「逆選択」と「モラルハザード」が発生する。「逆選択」とは、貸し手と借り手の間に情報の非対称性が存在している状態で、貸し手が信用リスクの高い劣悪な借り手との取引による貸し倒れリスクを見込み高利子を設定することによって、本来低利子が適用される信用リスクの低い優良企業にまでそれを適用せざるを得なくなり、良質な借り手が借入を行わなくなる現象のことである。「モラルハザード」とは、20 借り手が、受けた融資資金を本来貸し手が望まない危険度の高い投資行為に用いてしまう問題のことである。これらの問題を解決するためには、貸し手側の金融機関がモニタリングを行う必要がある。しかし、中小企業は融資額が少なく、金融機関にとってモニタリングコストが割高になってしまい、信用リスクを把握することが難しいため、中小企業への融資は行われにくくなる。

25 ③信用力の不足

30

中小企業は資金体力の弱さや知名度の低さから信用力が低く、融資を受ける際は担保や保証が必要となることが多い。その場合、主に不動産が担保として用いられるが、不動産を十分に所有する中小企業は少ない。これは金融機関にとって、融資先が倒産・貸し倒れした際に資金回収が不確実となるため、融資に消極的になる。

第3節 ベンチャー企業について

第1項 ベンチャー企業の定義

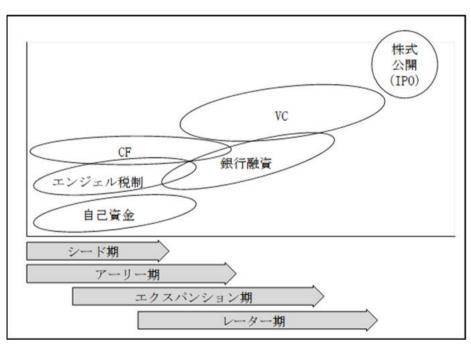
5

10

本項では、ベンチャー企業の定義について述べていく。本定義は、大会主旨 文に則り「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」とし、ベンチャー企業の各成長段 階についても主旨文に則り、シード期・アーリー期・エクスパンション期・レ ーター期の4段階に区分する。そして、各段階の特徴並びに、資金調達方法の 変化について確認していく。

図 2 ベンチャー企業の資金調達

各段階における具体的な資金調達方法は図2の通りである。



15 出所:大和総研(2012年)「ベンチャー企業の資金調達」より筆者作成

シード期は、ビジネスコンセプトやビジネスモデルを作成し、それらを基に した事業を進めるための準備期間となる。具体的なプロダクトやサービスが落 とし込まれていないことも多く、資金はそれほどかからない。従って、この期 間には、エンジェル投資家などのハイリスク投資が可能な出資者から直接金融によって資金調達を行う。

アーリー期は、立ち上げた事業が軌道に乗るまでの期間となる。この期間は、研究開発費や人件費がかさむ一方、主収入がないため資金が枯渇しやすく、深刻な資金不足に陥る「死の谷」と呼ばれるリスクが存在する。従って、キャッシュフローもマイナスであることが多いため、追加の出資や融資を受ける必要がある。そのため、主に個人投資家や公的金融機関、ベンチャーキャピタル(以下、VC)から資金調達を行う。

エクスパンション期は、製品が売れ始め、市場シェアの拡大によって企業規 10 模自体が拡大している期間である。しかし、継続的な先行投資や販売促進が求 められ、依然として事業リスクは高い。この期間には、事業化された製品が市 場競争において淘汰される「ダーウィンの海」と呼ばれるリスクが存在する。 従って、安定的且つ多額の資金を調達するために、VC や金融機関からの出資・ 融資が重要になる。

15 レーター期は、事業や製品が市場に認知され、収益力が最も安定する期間である。この期間になると、現事業の今後や将来的な事業について計画し、企業自身の将来について熟考しなければならない。その上で、これまでの資金供給者の投資資金の回収も計画し IPO や M&A などの出口戦略を実行する。

このように、ベンチャー企業は、各成長段階の特徴に適したマネジメント並 20 びに資金調達行動をとっていく必要がある。

第2項 ベンチャー企業の役割

5

本項では、ベンチャー企業が社会にもたらす役割を以下2つ述べる4。

①既存産業の新成長分野のパイオニア

25 日本の大企業は既存市場における安定的な事業に注力し、イノベーションを 繰り返していく一方で、新成長分野に対しては、その組織的構造上、意思決定 の柔軟性・迅速性を欠くため機動的ではない。しかし、ベンチャー企業は社員 が少なく極めて小規模であることから、迅速な意思決定が可能であり、その革

⁴ 経済産業省(2014)「ベンチャー有識者会議取りまとめ」p.3-6より引用

新的且つ高い技術力を以って、新たな成長分野を開拓することができる。また、 現在寡占状態にある産業においても、ベンチャー企業が入り込むことによって、 閉塞的・保守的であった業界を打破することができる。

②雇用の創出

5 経済産業省の調査によると、上場ベンチャー企業の設立1年目における10人以下の企業割合は60.0%であり、設立5年目には51人以上の企業が80.0%を超えるまでの雇用を生み出す一方、高齢企業は雇用シェアが高いが雇用の純減が大きい5。つまり、設立年数の浅い企業の方が、雇用創出力が高いと言える6。

10 第3項 ベンチャー企業の資金調達における特徴

ベンチャー企業においては融資ではなく、出資の割合が多い。本項では、ベンチャー企業における資金調達の特徴を以下2つに分類して、述べていく。

①情報の非対称性

25

前述した中小企業と同様に、ベンチャー企業に対し資金提供者が融資を行わ ない理由は情報の非対称性である。資金提供者は、収益の安定性を含めた財務 諸表を重要視する。しかし、設立年数の浅いベンチャー企業では、根本的に事 業実績がない場合や企業情報の提供を行う環境が未整備であることが多い。従 って、ベンチャー企業の成長段階が初期であるほど、企業の事業・情報提供環 境が不確実であるため、資金調達が行いにくい。

20 ②収支のマイナス化に伴う VC 資金の切り上げ

ベンチャー企業は、成長段階の初めから研究開発費に多額の投資が行われる。 事業収益が不安定であることに加え、そうした多額のコストが係ることによって、収支はマイナスであることが多い。そのため、VC 投資の一般的な損益パターンは、運用開始後マイナス状況が続き、その後上昇していく Jカーブ型である。従って、VC が投資の途中で将来性が無いと判断した場合、あるいは適当な収益が出せなかった場合は、損切りのために資金回収を急かされることがある。また、VC も慎重に投資先を選定するため、その投資件数が限られてしまう。

⁵ 経済産業省(2011)「ベンチャー企業政策について」

⁶ 中小企業庁(2018)「中小企業白書」p. 38-41 より引用

第2章 各資金調達方法の現状

本章では、直接金融・間接金融・公的金融、それぞれの特徴、現状を確認し、 それぞれの資金調達方法の理想形を述べていく。

5 第1節 直接金融の資金調達方法

直接金融とは、資金需要者と資金供給者の間に第三者が介在しない取引のことである。主な資金調達方法として、エンジェル投資家、社債、クラウドファンディング(以下、CF)、VCなどがある。また、VCがベンチャー企業への投資資金を回収するための出口戦略として行う、IPOやM&Aも含まれる。

10

15

20

エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、血縁関係のない人にリスクマネーを提供する個人投資家のことである。業績が乏しく金融機関からの融資を受けづらいシード期からスタートアップ期にかけて企業へ投資を行うことが多いため、創業間もない企業にとって重要な支援者である。投資後は単なる出資者ではなく、専門的な経験を生かした企業経営に対するアドバイスを行うことも多く、経営に関与しながらの支援を指すハンズオンの傾向が強い。図3のように日本のエンジェル投資額は年々増加傾向にあり、2016年度の投資額は約339億円にまで上った。しかし、米国と比較してみるとその差は歴然であり、2012年時点で日本の投資額が約9.6億円であるのに対し、米国は約2.3兆円と日本のおよそ2,000倍の投資規模を誇っている7。この米国の現状を鑑みると、日本のエンジェル投資は依然として規模が小さい。

書 | p. 20

[「]野村総合研究所(2015)「平成 2 6 年度起業・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最終報告

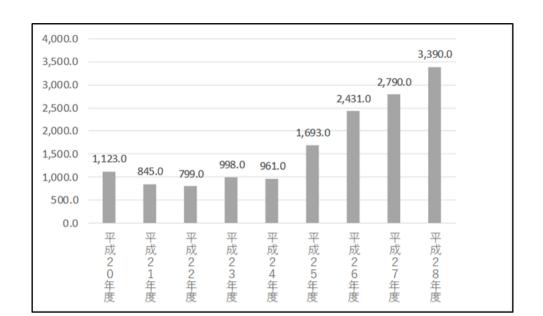


図 3 エンジェル投資の投資額

5 出所:経済産業省(2017)「ベンチャー支援に関する取組について」、p.18より 筆者作成

社債

社債とは、企業が発行する債券のことであり、投資家から直接資金を調達するために発行する。償還期間の設定や、一定の利子の支払いが必要となる。社債の種類には、銀行保証付私募債、少人数私募債、新株予約権付社債、公募社債がある。中小企業では、主に銀行保証付私募債と少人数私募債が利用される。しかし、2013年時点で、中小企業基本法に準拠した中小企業における社債の利用率は、わずか約 4.7%8に留まっている。この背景には、金融危機や業況悪化による社債を用いた資金調達需要の停滞がある。。

⁸ 帝国データバンク(2013)「中小企業の資金調達構造と社債利用」p.5

⁹ 大和総研(2013)「中小企業金融のリスク偏在を考える」より引用

CF

5

10

CF とは新規・成長企業などと資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組みを指す¹⁰。事業への共感があれば、厳密な審査を経なくとも不特定多数の人々から資金調達を行うことができるという点から、新しい資金調達手段として注目を集めている。CF は「寄付型」「購入型」「投資型」の3つに分けることができ、さらに「投資型」は「貸付型」「ファンド型」「株式型」へと分けられる。

図4から分かるように、国内 CF の市場規模は年々増加している。特に貸付型 CF(ソーシャルレンディング)の占める割合は90.3%11と高く、市場規模は1,569 億円12に上り、貸付型 CF が市場の牽引役となっている。

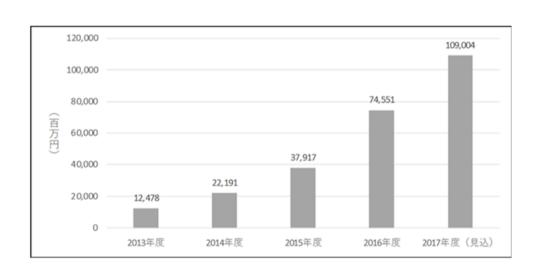


図 4 国内 CF の新規プロジェクト支援額(市場規模)推移

15

出所:矢野経済研究所(2017)「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」より筆者作成

¹⁰ 内閣府(2014)「クラウドファンディングに係る制度整備に関する意見」より引用

¹¹ 矢野経済研究所 (2017)「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」p. 3 ¹² 日本クラウドファンディング協会 (2018)「2017 年度の国内融資型クラウド ファンディング市場データの公表について」

VC

5

10

VCとは、ベンチャー企業に対して、ハイリターンを狙って投資を行う投資会社のことである。VCはベンチャー投資の出口として、投資先企業のIPOやM&Aを通して投資資金を回収する。また、VCのパフォーマンス評価は、投資実行後の企業価値や株価、それに伴う投資回収額によって評価されるため、経営や投資に対してアドバイザーや社外役員を派遣し、ハンズオン支援を行う。

現在日本において、VCの存在感は増してきたが、米国をはじめとする世界各国と比較すると依然規模が小さい。図 5 より、2015 年度の日本 VC 投資実行額は、1,302 億円、投資実行件数は 1,162 社となっているのに対して、米国 VC 投資実行額は、7 兆 1,475 億円、投資実行件数は 4,380 社であることが分かる。

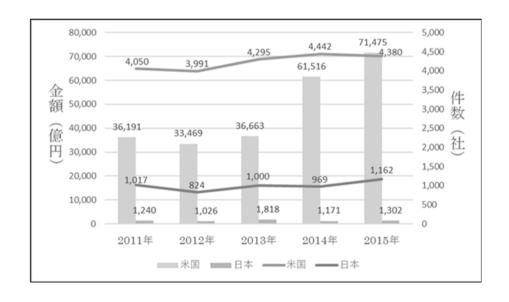


図 5 2015年 VC 投資実行額・件数の国際比較

15

このことから、日本の VC は米国と比較すると規模が小さく、活発ではないと 20 言える。

VCの種類には、金融系 VC、事業会社系 VC (以下、CVC)、独立系 VC、政府系

VC、大学発 VC の 5 つがある。

20

金融系 VC とは、銀行や証券会社や保険会社などを親会社に持つ VC であり、バックグラウンドの金融機関に支えられた資金調達力を生かし、VC 業界の主流を占めていた。

5 CVC とは、大企業がベンチャー企業とのオープンイノベーションを推進するための手段として、設立した機関である。大企業の事業とベンチャー企業の革新的な技術から生まれるシナジー効果によって、自社の事業に好影響を与えることが可能である。2017 年の日系 CVC の投資総額は過去最高の 681 億円に上り、2012 年と比較すると 27 倍増加した¹³。また、ベンチャー企業投資促進税制が 2017 年に改正され、損金算入できる投資損失準備金の積立率の引き下げやファンド要件の緩和が行われたため、一層 CVC が活性化していくと言える。2018年9月3日に財務省が発表した平成29年度法人企業統計調査によると、内部留保にあたる利益剰余金は、446兆4,844億円となり、前年度と比べ、増加率は9.9%となった¹⁴。今後この多額の資金が CVC を通してベンチャー企業に流れていくことが期待されている。

独立系 VC とは、親会社が存在せず、資本独立した VC のことである。独立系 VC は、投資先との事業シナジーがないことから純投資を目的としている。

政府系 VC とは、国や地方自治体などの公的機関が設立した VC である。主な政府系 VC には、投資育成会社や日本政策投資銀行の 100%子会社である DBJ キャピタル株式会社、産業革新投資機構(2018年9月に産業革新機構が改組)などが挙げられる。政府の施策で運営されているため中小企業・ベンチャー企業への支援に積極的という特徴があり、民間では手を出せない分野での資金供給者としての役割も果たしている。

大学発 VC とは、国立・私立大学などが出資・設立した機関である。主な投資 25 先は大学発ベンチャー企業となっている。大学発 VC が増加してきている背景 には、2014 年に安倍内閣から発表された日本再興戦略に含まれる「大学改革」 がある。また、東京理科大学や慶應義塾大学などが民間企業と共同でファンド

¹³ みずほ銀行 (2018)「Mizuho Country Focus【ASEAN】日系コーポレートベンチャーキャピタル (CVC) の ASEAN 進出・投資」p.1

¹⁴ 財務省 (2018)「平成 29 年度法人企業統計調査」p. 5

を設立するなど大学と民間企業の協業も増加してきている。

また、図 6 より米国では、VC の主な出資者は年金基金を含む機関投資家であることが分かる。一方、日本の VC の出資者は、銀行などの金融機関や、出資目的が純投資目的ではなく事業開発などの政策目的である国内事業会社が中心となっている。そして、機関投資家である年金基金の出資はわずか全体の 0.6% に留まっている。

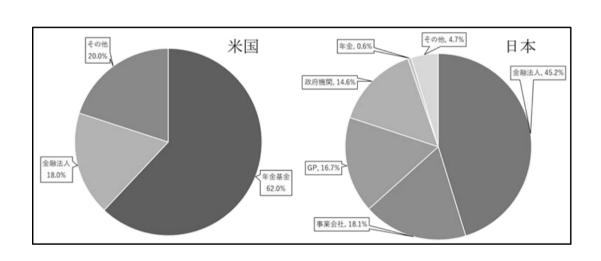


図 6 日米 VC 出資者国内別構成

出所:一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 (2018) 「第四次産業革命 に向けたリスクマネー供給に関する研究会」p.6より筆者作成

15 IPO (株式公開)

5

10

20

IPO とは、未上場企業が新たに証券取引所に株式を上場させ、一般に広く株取引ができるようにすることである。企業は IPO を行うことで、多額の資金調達が可能となることに加え、知名度並びに信用力の向上が期待できる。また、投資家や VC といったリスクマネーの供給者も、資金回収を行える機会となる。日本では、将来的な成長性は高いが、足元の利益が出ていないようなベンチャー企業でも、IPO を行い、成長資金を確保できるように東京証券取引所のマザーズや JASDAQ などの新興市場が開設された。現在は、マザーズや JASDAQ を中心としてベンチャー企業や中小企業の IPO が行われている。また、2009 年よ

り日本やアジアにおける成長力のある企業に新たな資金調達の場とメリットを 供給するために「Tokyo Pro Market」が開設され、上場を目指す企業が増えて きており、現在の上場数は 28 社である 15 。

図7より IPO 数が最低水準であった 2009 年以降、IPO 数は順調に回復していることが分かる。その大きな理由は、2012 年以降の堅調な景気回復や上場基準の緩和が挙げられる。

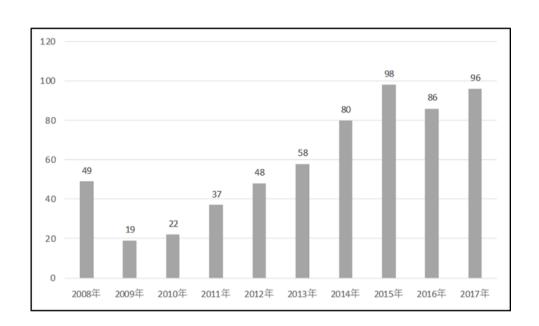


図 7 IPO 数の推移

10

出所: デロイトトーマツコンサルティング合同会社(2018)「2017 年 IPO 市場 の動向」より筆者作成

15 M&A (合併買収)

M&A とは、2 社以上の企業が同一の法人として併合される「合併」と、他企業に株式を取得され、法人格を別としてその支配下になる「買収」の 2 つを指す。 広義的には、業務提携に伴う資金注入並びに、提携先会社に対して議決権を与

¹⁵ JPX グループ HP

える資本業務提携も含まれる16。

ベンチャー企業の M&A 件数の日米比較を見てみると、2016 年米国では 687 件に及んだのに対し、日本は 73 件と約 9 分の 1 程度に留まっている 17。米国では、大企業がベンチャー企業に対し積極的に M&A を行う一方、日本では M&A に長けている社内人材の欠如や、支援型提携が主流であるため、依然 M&A の動きが鈍いことが大きな要因となっている。

中小企業について見てみると、近年 M&A 件数が増加しており、2017年における M&A 成約件数は 2012年と比較して約 3 倍超となっている¹⁸。その背景には、少子高齢化により生じた事業承継問題を解決するために M&A を用いた案件が増えたことや、買い手として M&A を活用し成長を図る意欲のある企業が増加していることが挙げられる。また、地方銀行の事業承継の相談受付件数も 2016年は 28,179件に上っており、2012年比で約 2.6倍にも及ぶ¹⁹。実際、中小企業に対する「今後の金融機関の経営支援において期待する取り組み」に関する調査でも、事業承継並びに M&A 支援が挙がっており、金融機関の支援体制が求められる。また、M&A の実施意向についての調査では、買い手としての関心を持つ中小企業が 67.0%と、国内の M&A においては近年売り手市場となっている²⁰。また、2018年より第三者への事業承継を後押しする狙いで、再編や統合を行った際に係る登録免許税や不動産取得税が軽減された。

20 第2節 間接金融の資金調達方法

間接金融とは資金需要者と資金供給者の間に銀行などの第三者が介在する取引のことである。資産規模が小さい企業ほど金融機関からの借入の比重が高くなっており、特にその中でも銀行からの借入は主要な資金調達手段となっている。

25

5

10

15

¹⁶ M&A Capital PartnersHP「M&Aの手法まとめ」

¹⁷ 中小企業庁(2018)「2018 年版中小企業白書」

¹⁸ 中小企業庁(2018)「2018年版中小企業白書」

¹⁹ 中小企業庁(2018)「2018年版中小企業白書」

²⁰ 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング(2017)「中小企業の事業再編・統合、企業間連携に関する調査に係る委託事業」p. 26

銀行

5

図8より、銀行112行の中小企業向け貸出比率は足元では増加傾向にあり、中小企業向け総貸出残高も304兆7,724億円(前年同期比3.8%増)と6年連続で伸びている。以上のことから銀行が中小企業の重要な資金調達先であることがわかる。

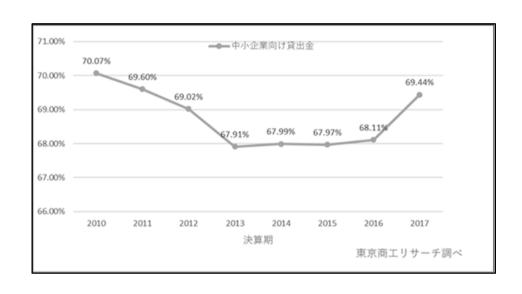


図 8 銀行 112 行の貸出比率推移

10

20

出所:東京商工リサーチ(2018)「『地方公共団体・中小企業等向け貸出金残 高』調査 | より筆者作成

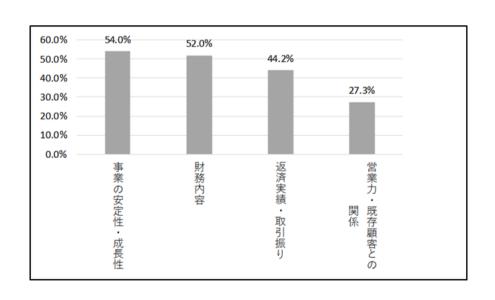
銀行は中小企業に融資を行う際、トランザクション・バンキング(以下、ト 15 ラバン)とリレーションシップ・バンキング(以下、リレバン)という2つの ビジネスモデルを用いている。

トラバンとは、顧客との継続的な取引を前提とせず、財務諸表などの定量情報に基づき個々の取引の採算性を重視しながら融資を行うことである。代表的な融資方法にクレジット・スコアリングを活用したものがある。クレジット・スコアリングとは、財務諸表の数値などから融資案件のスコアを計算し、その得点に基づき融資の可否や貸出金利を決める方法である。機械的に短時間で融資の可否を決めることができ、審査コストの削減につながる。しかし、企業の

成長性や経営者の資質は考慮されないため、成長性があっても財務状況が思わしくない企業への融資は難しくなってしまう。

リレバンとは、銀行と借り手の長期的な取引から得られる定性情報によって 融資を行うことである。情報生産のコストが高くなるという問題がある一方、 5 企業との間に存在する「情報の非対称性」を緩和することが可能になる。企業 との対話を行いながら事業の成長性などの定性情報を得ることができるため、 政府から求められている事業性評価を行い、融資をすることができる。この事 業性評価とは、財務データや担保や保証に過度に依存せず、企業の事業内容や 成長可能性を適切に評価し融資を行うことである。「平成29年度金融行政方針」 10 では、事業性評価を通じ企業に有益なアドバイスとファイナンスを行い、顧客 の企業価値の向上を実現することが求められている。また、新たな金融庁検査 の指針である金融仲介機能のベンチマークにおいても、事業性評価結果などを 提示した取引件数の項目が導入されており、制度面からも事業性評価が押し進 められている。図9の通り、中小企業に対する調査においても、担保・保証以 15 外に考慮してほしい項目として、半数以上が事業の安定性や成長性を挙げてお り企業側からも事業性評価を求める声が挙がっている。

図 9 企業が担保・保証以外に考慮してほしい項目



20

出所:中小企業庁(2016)「2016年度版中小企業白書」より筆者作成

経済産業省は、企業と金融機関が同様の観点から企業経営などの把握ができ、 事業性評価の入り口として利用可能な診断ツールとして「ローカルベンチマーク²¹ (以下、ロカベン)」の普及を進めている。また、こうした政府と中小企業からの要請に対し、事業性評価や融資審査に知的財産を活用する金融機関が増加している²²。政府もこのような金融機関の取り組みを支援するために「知財ビジネス評価書」を作成しており、今後もさらなる活用が期待されている。

5

10

15

また、近年利用が増えてきた融資手法として ABL がある。ABL とは、在庫や売掛債権を担保とし融資を行うことである。中小企業の 62.2% 23 が不動産を担保とした融資を受けている状況で、資金調達手段の多様化が ABL によって可能になる。また、ABL は担保である在庫や売掛債権の継続的なモニタリングが必要なことから融資先を理解し、必要なアドバイスを講じるコンサルティング機能の発揮や事業性評価による融資がなされる可能性など、更なる効果が期待される。図 10 のように金融機関も売掛債権や動産担保などによる融資を重点に置きたいと考えていることから、ABL の利用意欲が高い。さらに 2017 年には債権に関する民法の改正法が成立・公布され、債権の譲渡を禁止、または制限する「譲渡制限特約」が付された債権でも債権譲渡が可能になった。このため売掛債権を担保とする更なる ABL の利用促進が期待される。

²¹ 企業の経営状態の把握を行い、企業の経営者と金融機関や支援機関などが 対話を通じて現状や課題を理解するために経済産業省が作成した診断ツール。

²² 家森信善(2018)「知財活用型事業性評価への期待と課題」p. 4-5

²³ 中小企業庁(2016)「2016 年度版中小企業白書」p. 323

(%) 100% ■重点を置いて取り組んでいる融資手法 86.1% 90% 80% ■今後重点を置きたい融資手法 70% 60/8364% 60% 51.0% 50% 41.4% 35.5% 40% 30% 18,4% 20% 11.8% 10% 代表者等の保証による融資 不動産を担保とする融資 信用保証協会の保証付融資 事業性を評価した担保・保証に 他行との協調融資 売掛債権の流動化による融資 動産担保による融資 知的財産担保による融資 よらない融資

図 10 金融機関の今後重点を置きたい融資手法

5 出所:中小企業庁(2016)「2016年度版中小企業白書」p.324より筆者作成

そして、今後銀行の融資に大きく影響を与えるものとして注目されているのが FinTech である。FinTech とは、金融(Financial)と技術(Technology)を 組み合わせた造語であり、IT を利用した金融サービスである。近年 FinTech を 用いた資金調達も登場してきている。その主な資金調達として、電子記録債権 (以下、でんさい)、PO ファイナンス、トランザクション・レンディングの 3 つを挙げる。

でんさいとは、手形・指名債権(売掛債権等)の問題点を克服した新たな金銭債権であり、電子記録債権の発生・譲渡は、電子債権記録機関の記録原簿に 15 電子記録することが、その効力発生の要件となっている²⁴。このでんさいを記録・流通させるインフラとして、全国銀行協会(以下、全銀協)が設立した株式会社全銀電子債権ネットワークがあり、でんさいネットと呼ばれている。また

10

²⁴ 全国銀行協会 HP

でんさいを使ったサービスとしてでんさいファクタリングやでんさい割引など も登場してきており、今後更なる利用が期待される。

P0 ファイナンスとは、受発注債権担保融資のことである。発注企業・受注企業の双方の同意の下、受発注を電子記録債権化することで、中小企業は、発注企業に対して有する電子記録債権を担保に、受注段階から借入を受けることが容易になる。これにより、受注時の資金不足や担保不足に悩んでいる中小企業であっても資金調達が可能になる。

トランザクション・レンディングとは、取引履歴(売上実績)を根拠とした 融資のことである。この融資手法においては、不動産や動産などの担保や保証 を用いず、日々の売り上げを実質的な担保として融資が行われるため、担保や 保証に頼らない新たな融資手法として注目されてきている。

以上のように様々な FinTech を用いた融資手法が増加してきており、今後中小企業の資金調達がさらに活性化していくことが期待される。

15 第2節 公的金融の資金調達方法

公的金融とは、民業補完を目的として政府や自治体などの公的機関が行う支援である。民間金融機関では対応することができない事態やリスクへの対応、新たな市場の創出などが公的金融の主な役割である。金融・資本市場の資産配分を歪めることなく、必要な機能を発揮することが前提で、政府の政策を実現することを目的として金融活動を行っている。

中小企業庁

5

10

20

中小企業庁設置法に基づいて設置された経済産業省の外局である。中小企業 を育成し、発展させるために、基本方針の策定や中小企業に対する資金の斡旋 25 等を行っている。また、国会に提出された議案の中小企業に関する事項に対し て意見を提出することができる。

中小企業基盤整備機構

中小企業等に対しての事業活動支援を目的として設立された独立行政法人で 30 ある。創業や新規事業展開において資金援助や助言、人材育成支援、産業用地 の提供、債務の保証、共済制度の運営などを行っている。

日本政策金融公庫

5

10

20

政府系金融機関であり、民間金融機関が行う金融の補完を目的としている機関である。主な役割として「セーフティーネット機能の発揮」、「日本経済成長・発展への貢献」、「地域活性化への貢献」があり、普通貸付、セーフティーネット貸付、新企業育成貸付等、企業のニーズに沿った資金供給を行っている。セーフティーネット貸付とは、社会的・経済的環境の変化などによって資金繰りが困難になった中小企業に向けて一時的に資金を融資する制度である。この貸付は、日本政策金融公庫の融資実績全体の52.9%を占めている25。新事業育成資金とは、高い成長性が見込まれるベンチャー企業などが新たな事業を行う際に必要な資金を融資する制度である。また、日本政策金融公庫は無担保融資も積極的に行っており、中小企業を支える融資制度を多く用意している。

15 商工組合中央金庫

政府と民間団体が共同で出資をしている唯一の政府系金融機関であり、中小企業金融の円滑化を目的としている。設備投資や長期運転資金、手形割引等の事業に必要な資金に対して幅広く融資を行っている。また、総合金融機関として中小企業の多様な経営ニーズに応えるために様々な支援も行っている。近年、不正融資や書類改ざん、統計ねつ造等の様々な不正を起こしており、ガバナンスが問題視されている。そのため、現在完全民営化する動きが強まっている。

産業革新機構

官民共同出資により設立された投資ファンドであり、産業や組織の壁を越え 25 て、オープンイノベーションにより次世代の国富を担う産業を育成・創出する ことを目的としている²⁶。「平成 30 年産業競争力強化法改正」により設置期限 が 2034 年まで延長され、産業革新投資機構に改称された。産業革新投資機構の

²⁵ 日本政策金融公庫 HP

²⁶ 産業革新投資機構 HP

投資規模は2兆円規模に及び、政府の政策の1つであるベンチャー・エコシステムの拡大・発展を目指している。

中小企業投資育成会社

5 中小企業投資育成会社とは、中小企業の自己資本の充実を促進するため、中 小企業への投資などの事業を行う特殊法人である。現時点で、東京中小企業投 資育成株式会社、大阪中小企業投資育成株式会社、名古屋中小企業投資育成株 式会社の3社がある。そして、この3社の投資先社数、投資残高は年々上昇し ている。

10

15

エンジェル税制

エンジェル税制とは、エンジェル投資家からの資金調達をサポートするために設けられた税制優遇制度であり、投資時点と売却時点において優遇措置が存在する。まず投資時点においては、設立3年未満の企業への投資額からマイナス2,000円をその年の総所得金額から控除可能である優遇措置Aと、設立10年未満の企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益と控除できる優遇措置Bがある。売却時点においては、損失額をその年の株式譲渡益と通算できるだけではなく、通算できなかった損失も翌年3年間株式譲渡益から繰越控除が可能となる措置がある。

20 エンジェル税制を活用する企業数は、緩やかに増加している²⁷。また 2016 年より、対象企業の確認事務が経済産業局から各都道府県へ移管され、手続窓口へのアクセスが容易になると共にきめ細かいサービスの提供が図られ、更なる利用拡大が期待されている。

25 ベンチャー企業投資促進税制

認定ベンチャーファンドを通じてベンチャー企業へ出資した企業は、認定ファンドが有するベンチャー企業株式の帳簿価額の 50.0%を限度として損失準備金を積み立て、その積み立てた額を損金算入できる。2017年の税制改正によっ

²⁷ 経済産業省(2017)「ベンチャー支援に関する取組について」p.18

て、出資規模要件が緩和され、地方企業への支援も要件として加えられた。

中小企業技術革新制度 (Small Business Innovation Research)

中小企業技術革新制度(以下、SBIR制度)とは、新たな事業活動の促進を図るために作られ、中小企業の研究開発成果の事業化を支援する制度である。SBIR制度は省庁横断的な制度であり、現在参加している省庁は、総務省、文部科学省、厚生労働省、農林水産省、経済産業省、国土交通省、環境省の7省庁である。この関係省庁が設置している研究開発のための補助金や委託費等の中から、中小企業が活用できるものを SBIR 特定補助金とし、その補助金を用いた研究開発や事業化などを支援している。具体的な支援としては、日本政策金融公庫による低利融資や入札機会の提供、特例適用等が挙げられる。SBIR の特定補助金などによる目標支出額は毎年閣議決定され、その額は年々増加しており、2018年度の支出目標額は 460 億円とされている。

15 中小企業技術基盤強化税制

5

10

20

中小企業技術基盤強化税制とは、研究開発税制の中の1つで、中小企業者などがその事業年度において損金の額に算入する試験研究費の額がある場合に、その試験研究費の額の一定割合の金額をその事業年度の法人税額から控除することを認めるものである。具体的には、試験研究費の額に12.0%又は12.0%に試験研究費の増減割合を加算した割合を乗じて計算した金額を、その事業年度の法人税額から控除することが可能になる。この場合の税額控除額は、原則として法人税相当額の25.0%相当額が限度となっている。

信用保証制度

25 信用力の乏しい中小企業やベンチャー企業に対し、各地の信用保証協会が民間金融機関からの借入に対し保証を付与し、返済が滞った場合には借入を行った事業者に替わって返済を行う代位弁済を実施する制度である。企業は信用保証協会に対し、信用保証料を委託金として支払う必要がある。また、この信用保証制度に加え、各地の信用保証協会に対し、日本政策金融公庫が再保険を行30 う信用保険制度があり、これらを総称して信用補完制度と呼ぶ。ここ数年、保

証承諾件数並びに、保証金額・代位弁済件数・額は減少傾向にある。この背景には、日本銀行のマイナス金利政策によって金融機関の低金利競争が激化し、信用保証料に対する割高感の高まりが挙げられる²⁸。2018 年 4 月より、中小企業の資金需要に対し、柔軟に対応していくために、信用保証協会と民間金融機関との連携強化をはじめとして、信用補完制度に関して様々な見直しが行われた²⁹。

第4節 企業の資金調達の理想形

5

ここまで、中小企業やベンチャー企業における多様な資金調達方法並びに各 調達方法の現状を確認してきた。その結果、多様な資金調達方法があり、今後 の活用が期待されている一方で、その機能が十分に果たされているとは言い難 い現状も窺えた。しかし、今後、政府の「日本再興戦略・日本産業再興プラン」 に掲げた成果目標の達成、延いては日本経済の持続的発展を遂げるためには、 雇用や革新的技術の源泉である中小企業やベンチャー企業の発展が不可欠であ る。そのために、理想的な資金調達の形は「各成長段階並びにあらゆる経営状況における資金需要に対して、適当な資金を調達できること」と定める。この 理想形を達成するためには、以下に挙げる直接金融・間接金融・公的金融各形態における理想形の実現が重要である。

直接金融においては、「適切な資金供給者からの円滑な資金調達」という理 20 想形を果たす必要がある。近年、政府がベンチャー企業の創出強化を掲げ様々 な政策を実行するなど、日本国内でベンチャー企業の存在感が増しており、資 金調達手段も多様化を見せている。しかし、依然として直接金融における資金 調達環境の充実度は低い。従って、各成長段階の資金調達環境に適した調達方 法を整備し、円滑な資金調達を目指していく必要がある。

25 間接金融においては、「企業と金融機関の関係強化による安定的な資金調達」 という理想形を果たす必要がある。2000年代に入り、企業と金融機関の関係が 見直される中で、様々な融資手法が誕生した。しかし、未だに両者の間には情

²⁸ 東京商工リサーチ(2018)「2017 年実績、信用保証協会「保証状況」調査」

²⁹ 中小企業庁(2018)「信用補完制度の見直し」

報の非対称性や信用問題など多くの問題が存在する。こうした問題解決を図り、 安定的な融資環境を整備していく必要がある。

公的金融においては、「企業の成長支援の有効的な実施」という理想形を果たす必要がある。公的金融の種類は数多く存在するが、いずれも企業の成長や発展を支えるものでなければならない。しかし、利用率が低いものや対象企業が少ないものなど、実際には十分に機能していない公的金融も存在する。従って、こうした問題解決を図り、企業の持続的な成長を支援していく必要がある。

5

10

以上のように、各資金調達方法における理想形が実現されることで「各成長 段階並びにあらゆる経営状況における資金需要に対して、適当な資金を調達で きること」という資金調達の理想形が果たされるのである。

第3章 企業の資金調達における課題

第1節 直接金融

CF

5

CFの課題は「貸付型 CF における投資環境の未整備」である。第2章でも述べた通り、貸付型 CF は国内 CF 支援額の大部分を占めており、最も活発な CF であると言える。しかし、現状貸付型 CF の仲介業者に対する十分な規制は行われておらず、不正の温床になっている。また投資環境が整備されていないため、投資家は安心して企業の支援を行えない状況に置かれている。

実際に、ウェブサイト上での虚偽表示や誤認を誘発する表示により「みんな のクレジット」30や「ラッキーインベストメント」31等の仲介業者が処分勧告を 受けた。さらに、国内の貸付型 CF 応募額シェアの約 6 割32を占める貸付型 CF 仲介業者最大手の maneo も、2018年7月に証券取引等監視委員会により行政処分を受けている33。不正による流用額は10億円以上であるが、資金の回収は困難であるとされ34、大きな被害を及ぼした。

15 現状、仲介業者の運営体制に関する明確な規制はされておらず、投資家保護が十分に行われているとはいえない状態である。このように投資環境が未整備のままでは、貸付型 CF への信頼が低下し、利用者の伸び悩みや減少に繋がる可能性がある。そのため、投資家が安心して CF 支援・投資を行うための規制構築や環境整備が必要不可欠であると考える。

20

VC

VCの課題は、「年金基金が日本の VC のパフォーマンスを正確に評価できないこと」である。

第 2 章で述べたように、今後の VC の発展には年金基金などからの多額の出

³⁰ 証券取引等監視委員会 (2017) 「株式会社みんなのクレジットに対する検査結果に基づく勧告について」

³¹ 証券取引等監視委員会 (2018) 「ラッキーバンク・インベストメント株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」

³² クラウドレポート (2018)「業界分析」

³³ 証券取引等監視委員会 (2018)「maneo マーケット株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」

³⁴ 日本経済新聞 (2018)「maneo、監視委が処分勧告 流用額 10 億円以上」

資が必要不可欠であるが、日本では年金基金による出資は少ない。その理由の1つとして、日本のVCが採用している評価方法が日本独自のものであり、VCのパフォーマンスについて国際的な比較が行えないことが挙げられる。現在日本のVCの多くが採用している評価方法は、経済産業省が公表している「投資資産時価評価準則」に則っており、世界標準とは異なる評価方法を用いている。この評価方法を利用する際、未上場株式等が該当する「時価を把握することが極めて困難と認められる株式」の場合は、取得原価を以って貸借対照表価額としている。しかし、国際標準の評価方法は公正価値ベースでの時価評価であり、異なる評価方法である日本の VC については、そのパフォーマンスの良否を判断できない。従って、年金基金からの出資を得るために国際的に比較のできる評価基準を導入する必要がある。

IP0

5

10

20

IPO における課題は「IPO の内部統制報告書に関わる高額な監査費用」であ 15 る。

中小企業やベンチャー企業が IPO を行うためには、約 5,000 万円以上もの莫大な費用・人的コストがかさむ³⁵。上場準備期間や上場申請時までに、主幹事証券会社や監査法人をはじめとして、証券取引所や証券印刷会社等、様々な機関への契約料並びに手数料を支払わなければならない。従って上場には、内部統制を含め、このような費用を計上しても、それに耐えうる組織体制を確立しているのか、あらゆる観点から審査される。 IPO 後も、有価証券報告書や内部統制報告書の提示が義務付けられており、企業負担が大きい。特に、内部統制報告書における監査法人による監査証明に対するコストが負担になっている。

内部統制報告書とは、内部統制報告制度に基づく、企業集団及び当該会社に 25 係る財務に関する書類や、その他の情報の適正性を確保するための必要な体制 の構築がなされているか、経営者自らが評価し、監査法人がその結果を証明した開示書類である。2008年より導入された本制度は、規制緩和に対する要望に 加え IPO コストを低減させるという観点から、2015年より IPO後3年間の監査

29

.

³⁵ アガットコンサルティング「IPO 支援情報」

義務免除可能となった。

5

10

しかし、こうした改正後も監査報酬自体は増加傾向にある。監査証明業務に基づく報酬の推移を見てみると、2015年の平均報酬は1社に付き5,400万円となっている36。本制度が始まる以前と比較すると約46.0%程度の監査報酬の上昇が見られる。これは、四半期レビュー37並びに本制度が大きく影響したことや「監査における不正リスク対応基準」の適用開始によるものであると考察できる。また、内部統制に係る監査報酬は、年間監査報酬の20.0%を占めており、財務能力の低い中小企業・ベンチャー企業にとって大きな負担である。図11の通り、対売上高比率の観点から監査証明業務報酬をみると、逓減していることが分かる。

実際内部統制対応コストに関する不満は多く挙がっており、監査法人に対するコストだけではなく、企業内において内部統制評価に関わる人的コストも必要であることが、本制度のコストを上昇させている。

³⁶ 監査人・監査報酬問題研究会(2017)「2017 年度版上場企業監査人・監査報酬実態調査」

³⁷ 経営者の作成した四半期財務諸表について企業の財政状態、経営成績及び キャッシュフローの状況を適切に表示していないと信じさせる事項がすべての 重要な点において認められなかったかどうかについて監査人の結論を述べた報 告書。

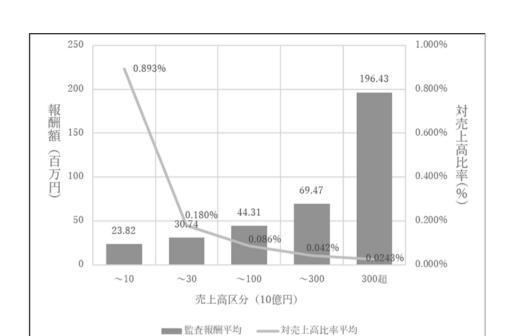


図 11 監査証明業務報酬及びその売上高比率

5 出所:経済産業省(2009年)「ベンチャー企業政策について」より筆者作成

M&A

M&A における課題は「M&A におけるプロフェッショナル人材の不足」である。 第 2 章で述べた通り、少子高齢化に伴う事業承継問題並びに M&A による企業 10 成長を求める中小企業が増加したことで 2012 年より M&A 件数が上昇に転じ、 2017 年は 2000 年代に入り最も多い件数となった。図 12 より、地方における M&A 件数も 2011 年以降増加傾向が続いている。

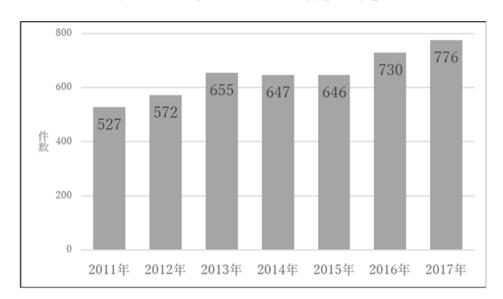


図 12 地域における M&A 件数の推移

出所: デロイトトーマツコンサルティング合同会社(2018)「第 38 回 ミドル マーケット」より筆者作成

事業承継には、①親族内・従業員承継、②社外への引き継ぎ(M&A)の2つがあるが、本稿では後者について述べていく。事業承継の親族内・従業員への引き継ぎができず、後継者不在を理由として廃業する中小企業のうち、49.1%は経常黒字の企業となっており、経営が順調であるにも関わらず廃業に追い込まれるケースが多い。後継者の決定していない中小企業の事業承継問題が現在のまま進行すれば、2025年頃までに約650万人の雇用と約22兆円のGDPが喪失する恐れが指摘されており、事業承継問題は喫緊の課題となっている38。従って、今後M&Aによる中小企業の事業承継問題の解決がより一層重要になってくると考察される。

M&A を行うには、M&A に対する知識を有した人材による仲介が必要である。しかし、一定のレベルに達した M&A アドバイザー並びに小規模案件を扱う M&A アドバイザー数の不足が指摘されている³⁹。リーマンショック以前は主要なアド

5

10

15

³⁸ livedoorNEWS (2017年)「事業承継問題放置で GDP22 兆円損失-中小企業庁試算」

³⁹ JMAA HP「M&A を取り巻く環境・問題点」

バイザーは証券会社や投資銀行であったが、近年では M&A 実務の浸透や新たな収入源として M&A アドバイザリー業務を行う金融機関が増加した。その一方で、M&A アドバイザーについてスキルに格差があると感じた中小企業の割合は50.0%を超えている⁴⁰。

また都市部においては、M&A を扱う人材や企業自体が多く集中しているため、M&A が活発である。しかし、後継者不足に悩む中小企業は、全国 9 地域中 7 地域で 60.0%を超えており、都市部以外でも潜在的な M&A の需要が高いことが窺える41。従って、各地域での M&A を一層促進させる必要がある。

10 第2節 間接金融

5

15

20

事業性評価融資

事業性評価融資における課題は「行員による目利き能力不足」である。「日本 再興戦略 2016」において、金融庁関連の主要施策として金融仲介機能の質の改 善のために「事業性評価に基づく融資や本業支援等を通じた産業・企業の課題 解決に資するような質の高い金融仲介機能の発揮」が求められており、依然と して事業性評価の推進が掲げられている。事業性評価においては、定量面の要素を審査する能力・定性面の要素を重視する能力が必要となる。特に、定性面の要素では、企業の持つ技術力並びに成長性が認められる事業の正当な評価な ど、幅広い知識が必要となる。実際、中小企業庁から出されている金融機関向 けの事業評価の手引きにも、定性面の要素を審査する能力を身に付けることが重要であるとされている⁴²。金融機関における行員の目利き能力を向上させるた めの取り組みとしては、顧客への訪問に帯同させるなどの経験のある上司によ

⁴⁰ 杉浦慶一(2016)「日本の中堅・中小企業の M&A アドバイザーに関する一考 察」p. 102-115

⁴¹ 帝国データバンク(2017)「後継者問題に関する企業の実態調査」p.1

⁴² 中小企業庁(2015年)「地域の課題を解決するために~事業性評価の手引き ~金融機関向け」p. 3-6, 11-12

る個別指導が約8割と最も多く、長期的な育成が必要であることが窺える⁴³。 しかし図13が示す通り、地域金融機関の利用者へのアンケートによれば、約6割が、行員の目利き能力は不十分であると回答している。具体的には、不動産担保や保証人ありきの融資が多いことや、これまでの実績や結果による融資判断が多く成長性を見ていない、などの意見が挙げられている。

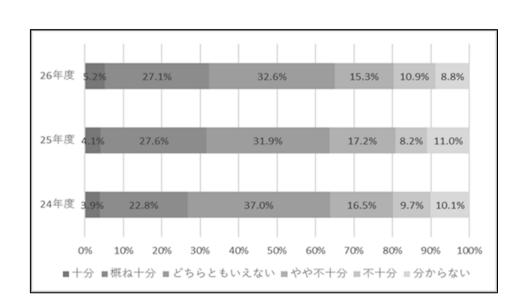


図 13 行員の目利き能力に対する評価

10

5

出所:金融庁(2015)「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用 者等の評価に関する アンケート調査結果等の概要」より筆者作成

従って、事業性評価融資を行うためには、行員の目利き能力向上を図る育成 15 への取り組みが必要不可欠である。

ABL

ABLの制度面における課題は「動産譲渡登記より先の占有改定が優先される

⁴³ RIETI (2017年)「地方創生に対する地域金融機関の営業現場の取り組みの現状と課題」

こと」であり、実務面における課題は「担保の換価処分が困難であること」である。

第1章で述べた通り、不動産担保による融資が大半を占めている中、動産・ 債権による担保融資を受けることができる ABL は、規模が小さく不動産所有の 難しい中小企業の有効な資金調達手段として注目を集めている。しかし、ABL の 利用促進には、その制度と実務において 2 つの課題が存在している。

5

10

15

20

まず制度面の「動産譲渡登記より先の占有改定が優先されること」について述べる。従来、占有改定⁴⁴による動産譲渡は意思表示のみで行われるため、第三者には外見上、譲渡担保が生じているのかが分かりづらく、二重譲渡が起こる可能性や、起こった場合は先に譲渡担保を設定している第三者に劣後する恐れがあった。そこで、動産の引渡しがあった事実を公示できるような動産譲渡登記制度⁴⁵を構築した。しかし、登記を行ったとしても、先に行われた占有改定に劣後する可能性がある。そのため、担保の譲受人である金融機関が登記を行ったとしても、担保価値が低下するリスクに晒される。実際に「動産譲渡登記を具備しても、先に占有改定を受けた譲受人が優先されてしまうこと」をABLにおける担保設定時の課題として挙げた割合は約3割に上る⁴⁶。

従って、現状のままでは登記の効果は十分ではない状態であり、引渡しが劣後することによる担保価値の毀損という不測の事態を銀行などの譲受人が被る可能性がある。このような制度上の欠陥が ABL の利用意向を減退させ、その普及を阻害していると考える。

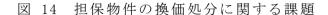
次に実務面の「担保の換価処分が困難であること」について述べる。図 14 に ある通り、金融機関は担保の換価時に「処分業務のプロセスが確立されていな いこと」や「適切な処分業者を見つけるのが困難であること」「処分に時間を要 すること」などの課題を抱えている。

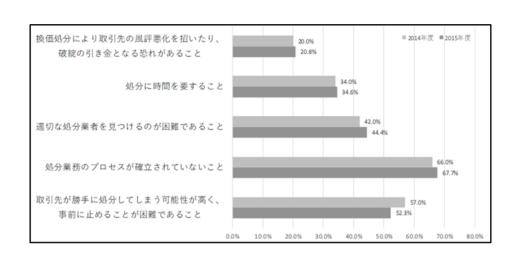
⁴⁴ 占有者が自己の占有物を他者のために占有すると意思表示をした場合、当該他者は占有物が手元になくとも占有権を取得する。

⁴⁵ 動産譲渡登記ファイルに譲渡の事実が登記された際、引渡しがあったものとみなされ、対抗要件を具備(第三者に自己の権利関係を主張できる要件を満たしていること。動産譲渡担保においては「引渡し」が対抗要件である。)することができる制度である。動産譲渡登記が行われた事実を書面で誰でも確認することが可能であるため、占有改定よりも公示性が強い。

⁴⁶ 経済産業省(2017)「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」p.42

担保を処分することが困難な状態では ABL 利用への不安が募り、ABL の利用に躊躇してしまう。そのため ABL の利用促進を図るには、利用者の不安を解消するような整備された処分市場が必要である。





出所:帝国データバンク (2017)「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」 より筆者作成

第3節 公的金融

5

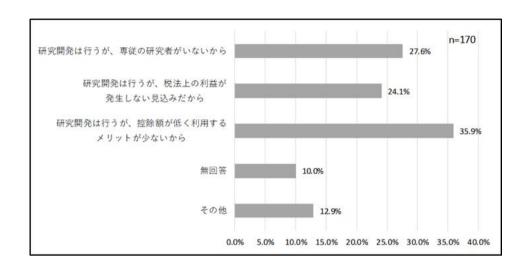
10

中小企業技術基盤強化税制

中小企業技術基盤強化税制における課題は、「中小企業にとって効果的な制 15 度ではないこと」である。中小企業は、研究開発をする際に一定の資金が必要 となる。政府はそれを支援する政策として中小企業技術基盤強化税制を設立し たが、完全に機能しているとは言い難い。

図15を参照しながら研究開発税制を利用しない理由を2つ挙げる。

図 15 研究開発税制を利用しない理由



5 出所:三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング (2017)「平成 28 年度産業技術調査事業 研究開発税制の利用状況及び経済波及効果に関する調査<報告書>」より筆者作成

1つ目は、「控除率が低く、控除額が少ないこと」である。これまで、中小企 10 業技術基盤強化税制の控除率は一律 12.0%となっており、2017 年の税制改正 によって 12.0%~17.0%に変更された。しかし、これは 2018 年までの時限措置 であるため、今後、中小企業の研究開発を促進するためには、この時限措置の 引き延ばしが必要となる。

2つ目は、「税法上の利益が発生しないこと」である。本税制の最大のメリッ 15 トは、試験研究費の総額の一定割合を法人税から控除することが可能な点である。しかし、2016 年度における日本企業の赤字割合は、63.5% ⁴⁷となっており、このことから中小企業の多くが赤字であることが分かる。赤字の場合法人税は発生しないため、赤字の中小企業は、この税制のメリットである法人税控除を受けることが出来ないのである。

20

⁴⁷ 国税庁(2018)「平成28年度分会社標本調査」

第4章 企業の資金調達における提案

第1節 直接金融

CF

5

10

15

CF における「貸付型 CF における投資環境の未整備」という課題に対して、「仲介業者の行動規範を作成すること」、「CF のリスクや情報提供窓口に関するテストの実施の義務化」を提案する。

まず、1 つ目の「仲介業者の行動規範を作成すること」について述べる。日本の貸付型 CF は非常に大きな存在であるにも関わらず、その運営体制は整備されておらず、投資家保護が十分に成されているとはいえない。そこで英国のクラウドファンディング協会が作成した行動規範を参考に、日本クラウドファンディング協会が図 16 のような仲介業者の行動規範を作成する。従来行われていなかった規制を遵守させることにより、仲介業者に健全な運営を行わせ、投資家保護を図る。

図 16 行動規範の一例

投資家・支援者が拠出した資金の使途を確認できるよう ウェブサイトに情報を提供する

詐欺的行為を防止させるため、支援企業の情報を投資家に公開する

投資家・寄付者があらゆる側面でサービスに不満足の場合、苦情を申し立てる ことができ、苦情の対応について日本クラウドファンディングに毎年開示する

投資・寄付金は分別された資金管理の仕組みにより、仲介業者のビジネスとは 分けて管理される

出所:神山哲也(2013)「米国におけるクラウドファンディングの現状と課 20 題」より筆者作成

2つ目に「CFのリスクや情報提供窓口に関するテストの実施」について述べる。事例やリスク、証券取引等監視委員会が運営する情報提供窓口に関するテストを実施し、投資家に CF のリスクを認識させることを義務付ける。

ここからはテストの具体的な内容、流れについて説明する。テスト内容は、 英国の質問票を参考にし、図 17 をその一例とする。内容の作成に関しては、仲 介業者の不正情報を保持し、情報提供窓口の運営を行っている証券取引等監視 委員会が統一されたテストを作成することとする。

5

15

図 17 実施テストの一例

不正	
2018年に行政処分を受けたmaneoマーケット株式会社で	出資対象事業と異なる事業等へ支出されてた。
は、	返済能力の乏しい企業へ貸付けされていた。
太陽光発電所やバイオマス発電所等の再生可能エネルギー	仲介業者により着服されていた。
上記資金の出資者数、貸付残高は	3,084名、約57億円
	3,084名、約103億円
	2,436名、約103億円
リスク	
 貸付型クラウドファンディング(ソーシャルレンディング)	必ず返済される。
	ある程度の元本は必ず返済される。
で支払った元本は	全く返済されないか、大きく損をする可能性がある。
情報提供窓口	
企業の不正に関する投資家からの情報について	投資家からの情報を基に企業へのモニタリングが 行われ、不正が発見されることがある。 集めてはいるが、あまり参考にされない。 投資家からの情報は集めていない。
以下の情報は提供を求められている情報の一例であるか。	
「A 社は、●%の利回りの商品を販売しているが、これは他	求められている。
社が販売している類似の商品と比べて非常に高い利回りであ	
り、詐欺ではないかと思われる。」	

10 出所:証券取引等監視委員会「提供いただきたい情報の例」より筆者作成

投資家は仲介業者に投資家登録を行う前に、証券取引等監視委員会のテストを受験する。証券取引等監視委員会のサイト上において、仲介業者の不正事例やリスク、情報提供窓口についての情報を確認し、その後確認テストを受験する。そして、テストに合格した投資家だけが、投資家登録を許可される。また、仲介業者に情報提供窓口のリンクをサイト上に貼り付けておくことを求める。この取り組みを行うことで、投資家が情報提供できる環境を整備する。

証券取引等監視委員会がテストを実施することにより、投資家の貸付型 CF の

リスク認識を促し、投資家の保護が可能となる。

以上、「仲介業者の行動規範を作成すること」、「CF のリスクや情報提供窓口に関するテストの実施の義務化」により、仲介業者の運営に対する健全性や投資家のリスク認識が図られ、貸付型 CF への信頼が高まり、潜在的な投資家も含め多くの投資家が安心して企業に資金を供給することができる。

VC

5

15

20

25

30

「年金基金が日本の VC のパフォーマンスを評価できない」という課題に対して、「IFRS 導入促進のために税制優遇」、「共通の評価方法を示したガイドライ10 ンの活用」を提案する。

第3章で述べた通り、日本の VC は日本独自の会計基準を用いており、年金基金にとって日本の VC のパフォーマンスを評価することは困難である。この現状を踏まえ、年金基金からの出資を受けるために、VC に国際財務報告基準である IFRS の任意導入を金融庁や一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会等が呼びかける。そして IFRS 導入を促すために IFRS 移行に係る費用の一部をその年の法人税から控除する。具体的には、IFRS 移行費用×控除率 (8.5%)を控除額とする。この税制は研究開発税制を参考にしたものである。この研究開発税制は、政府が掲げる「民間企業の研究開発投資を 2020 年度頃までに対 GDP比 3.0%にする」という目標を実現するために作成された。このような税制優遇は、具体的な目的や政策などに準じて行われるものであり、企業に研究開発を増加させるインセンティブを与えるために、法人税控除が行われている。政府が、ベンチャー企業の成長・発展には、VC の活動が重要であるとしている点と「日本再興戦略 2016」において「ベンチャー企業への VC 投資額の対名目 GDP比を 2022 年までに倍増とすることを目指す」という点の 2 つの点から実現可能であると考える。

第3章でも述べた通り、現在の日本の会計基準において、未上場株式は、金融商品会計における「時価を把握することが極めて困難と認められる株式」に該当し、公正価値ベースでの時価評価を行う必然性はなかった。しかし IFRS では、「時価を把握することが極めて困難と認められる株式」であっても公正価値ベースでの時価評価を要求しており、その差額は未実現損益として計上する。

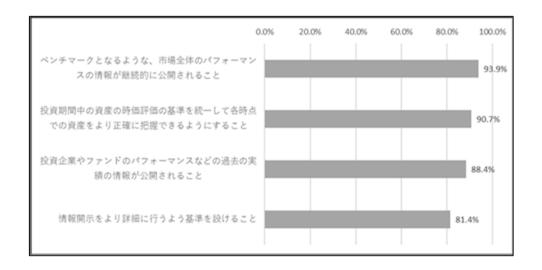
IFRS 導入によって既存投資家へのファンドパフォーマンスの報告や、ファンドレイズの際に新規投資家に現在運用中のファンドのパフォーマンスを適切に伝えられ、出資を受けることができる。VC がファンド運営を安定的に運用していくためには、継続的に資金を供給し、純投資を目的とした資産運用を行う年金基金からの出資を得ることが重要になる。図 18 から年金基金が日本の VC のパフォーマンスを評価するために、国際標準の評価方法である公正価値ベースでの時価評価を求めていることが分かる。

図 18 機関投資家がファンドに求めること

10

15

5



出所:デロイトトーマツコンサルティング合同会社(2017)「平成 28 年度産業経済研究委託事業(ファンドに係るインベストメントチェーンの高度化を通じた我が国企業の産業競争力強化に関する調査研究)最終報告書」より筆者作成

このような年金基金を始めとする機関投資家から出資を取り込む際には公正価値ベースでの時価評価が原則となっている⁴⁸。以上のことから、年金基金から出資を受けるためには IFRS 導入が必要になると考える。

⁴⁸日本ベンチャーキャピタル協会 (2017)「平成 28 年度グローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業 (我が国におけるベンチャー・エコシステム形成に向けた基盤構築事業)調査報告書」

また、現状公正価値ベースでの時価評価を行っていなかった日本の VC には、この評価方法の知識が少ないため、評価の仕方をまとめたガイドラインが必要となる。しかし、VC それぞれが作成したガイドラインで評価を行うと投資家から信頼性や論理性を疑われてしまう。そこで、共通したガイドラインとして一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会が翻訳した IPEV ガイドラインを用いる。IPEV ガイドラインとは、仏国、英国、欧州のプライベートエクイティ(以下、PE)・VC 協会が開発したものであり、全世界的な PE・VC 投資に関して、普遍的で一貫性のあるガイドラインとして認知されている。このガイドラインは、IFRS や米国会計基準との整合性も加味されており、欧州の VC 各社では、これに従った公正価値評価が行われている。またこの翻訳された IPEV ガイドラインは IPEV 審議会から認定されたものであるため、信用性、論理性が高いため非常に有効なガイドラインと言える。

5

10

15

20

25

出資する側である年金基金の中でも世界最大級の運用資産残高を持つ年金積立金管理運用独立行政法人(以下、GPIF)では、時価評価によるディスクロージャーが法令上必要となる。国民の年金を運用しているため組織的性質上、過度のリスクを取ることができないが、GPIF は 2014 年に基本ポートフォリオの変更を行い、分散投資によるリスクの低減や運用の効率化を進めるためにオルタナティブ資産での運用が明記され、資産全体の 5.0%がその上限とされた 49。2018 年 3 月末時点で保有しているオルタナティブ資産の時価総額はインフラ事業と不動産、PEの合計で 2,120 億円となり、全体の資産に占める割合は 0.13%だった 50。また、2017 年 9 月に GPIF の業務方法が変更され、投資手法としてLPS を追加することが定められた。今まで投資信託を通じて投資していたが、これからは、有限責任組合員として投資することが可能になった。このことから今後、上限の範囲内でオルタナティブ投資が増える余地はあると言える。

以上、「IFRS 導入促進のために税制優遇」、「共通の評価方法を示したガイドラインの活用」という提案を行うことで、日本の VC の国際標準の評価方法導入が促され、年金基金が日本の VC のパフォーマンスの国際的な比較が可能とな

⁴⁹ 年金積立金管理運用独立行政法人(2014)「年金積立金管理運用独立行政法 人 中期計画の変更について」

⁵⁰ 日本経済新聞(2018)「GPIF、オルタナティブ資産に 2120 億円 3 月末時点」

ることによって、出資の可否を判断することができる。蓋然的に VC はより高いパフォーマンスが求められるため、運営の改善、強化に大きなインセンティブとなり、VC に多額の資金が供給されることで VC が発展し、延いてはベンチャー企業への投資も活性化される。

5

10

15

20

25

30

IP0

「IPOの内部統制報告書に関わる高額な監査費用」という課題に対して、「内部統制報告書における監査法人による監査の免除措置」を提案する。これによって、IPO後に係る財務コスト減少による、中小企業・ベンチャー企業のIPO促進を図る。

前述したように、IPO にあたっては内部統制構築を含め、企業内部におけるコストに加え、各機関に対し報酬や審査料などの費用を支払わねばならず、上場準備だけでも年平均 5,000 万以上費用を負担しており、上場にあたっては 2年分の監査が求められるため実質的には 1 億程度の費用が必要となる。また上場後は、毎年有価証券報告書並びに内部統制報告書の提示が義務付けられており、こうした準備に係る企業内部のコスト並びに高額な監査費用は毎年負担せねばならない。本提案によって、上場初年度から毎年負担し続けている内部統制報告書に係る監査費用負担を削減することができる。米国でも、SOX 法 404条(c) 項において時価総額 7,500 万ドル以下の小規模公開会社については、報告義務は課されているものの監査義務については免除する措置が講じられている例がある。

またベンチャー企業の IPO 促進を図る観点から、本提案はマザーズに上場する企業限定とする。マザーズは、成長可能性が高く、本則市場を目指すべき企業が集まる市場のため適当である。また、本則市場並びに会社法に基づく「大会社」あるいは「資本金 100 億円以上負債総額が 1,000 億円以上の新規上場企業」については、従来通り監査証明を含めた内部統制報告書の提出を義務付けるものとする。この規模の IPO であれば、企業規模が大きく体制も充実していることが窺われるので、本提案の必要性は乏しいと考えられる。

また本提案に伴う内部統制に係る信用不安については、財務諸表の監査において当該企業の内部統制の整備・運用状況を確認し、リスクの高いところを中

心として監査を行うリスク・アプローチの手法を採っている点、また、IPO に至るまでに監査法人、主幹事証券会社や証券取引所から内部統制を含め厳しい監査並びに審査を受けており、これらを通過した企業のみが IPO を果たしている点を鑑みれば、企業の組織体制に大幅な問題が生じる可能性は抑制されていると考えられる。

以上「内部統制報告書における監査法人による監査の免除措置」という提案を行うことで、IPO 件数の増加を図り、出口戦略を確保し VC の資金回収率を高めると共に、企業がより幅広い資金調達手段を確保できる環境への押し上げが可能となる。

10

15

20

25

5

M&A

「M&A におけるプロフェッショナル人材の不足」という課題に対して、「地方金融機関における M&A に関する高度な知識を有する人材の育成」、「事業引き継ぎ支援センターとの連携強化」を提案する。これによって、地方における中小企業の M&A 促進を図る。

M&A において買収企業が考える相手先の地域は幅広く、今後より地域に密着したスモール M&A の必要性が高まっている。M&A を行う際の被買収企業の探し方として、約 6 割の企業は金融機関に依頼しており⁵¹、金融機関が実質的に交渉時の相談役になっている傾向がある。これを踏まえ、各地方銀行が適切なアドバイザリー業務を行える人材の育成を行っていく必要がある。

まず本提案には「M&A エキスパート認定制度」の活用を行っていく。本制度は M&A に精通した人材の育成を通じ、日本経済の持続的発展・成長に資することを目的とした制度である。本制度は 2012 年より開始し、実践的且つ信頼性の高い資格制度として各金融機関から認められている。しかし、こうした M&A に対する知識を有する人材数が未だに不十分であるとの意見があるため、本制度について、各地方金融機関でのより一層の利用を促進すると共に、M&A に関する事例の取りまとめ並びに、各行での本資格保有者によるノウハウ共有を進め、

⁵¹ 三菱 UFJ リサーチ・コンサルティング(2018)「中小企業の事業再編・統合、企業間連携に関する調査に係る委託事業 調査報告書」p. 27

各行でのアドバイザリー業務への活用を促すことで、行員間におけるスキル格 差縮小を図る。

本提案に係るハブ機関は、事業承継・M&A エキスパート協会並びに全銀協とする。事業承継・M&A エキスパート協会は、本制度の資格取得者のネットワークの拡充やプロフェッショナルとして活躍することを支援する組織として設立された協会である。また、全銀協は119の銀行を会員に持つ機関であり、あらゆるM&Aの事例を取りまとめ発信できる機関であると考える。全国地方銀行協会では、会員行におけるM&Aに対する取り組みの取りまとめを発信しているが、全銀協が同様の取りまとめを行うことで集約される事例件数が増加し、より一層アドバイザリー業務への活用が期待される。

5

10

15

20

また、地域金融機関は営業エリアが比較的狭く、M&A 案件では域外とのマッチングが難しい状況にある。従って、事業引き継ぎ支援センターとの連携強化を図ることで、全国規模のマッチングが可能となる。事業引き継ぎ支援センターは、国が M&A を支援する機関として全国 47 都道府県に設置しているセンターである。本センターは、中小企業からの相談を無料で行っており、中小企業の M&A 実務経験が豊富な専門家が対応に当たっている。本センターには、全国の譲受に積極的な企業が登録を行っており、そのデータベースを用いて M&A のマッチング支援も行っている。そこで、本データベースに開示される内容について、金融機関からの掲載も可能とすることで全国の譲受企業と取引先企業の M&A のマッチングを図る。現在のデータベースには、事業引継ぎ支援センターからの登録のみとなっているが、本提案によって金融機関からの掲載可能とすることで、より迅速且つ適切なマッチングを実現することができる。

以上「地方金融機関における M&A に関する高度な知識を有する人材の育成」、「事業引き継ぎ支援センターとの連携強化」という提案を行うことで、地方に 25 おける M&A を促進し、より多くの中小企業に対し、資金調達の機会を創出することができ、また事業承継問題についても解決を図ることができる。

第2節 間接金融

事業性評価

5

10

15

20

「行員による目利き能力不足」という課題に対して、「ロカベン活用型事業性 評価書」を提案する。

ロカベンは2段階構成とされている。まず、第1段階として、RESAS⁵²を用いて地域の産業構造や雇用状況、需要構造等に関するデータを収集し、地域の経済・産業の見通しの把握や分析を行う。その理由として、地域金融機関が各地域に密着した金融サービスを提供している一方で、営業基盤である地域経済の発展がなければ自身の成長を図ることが出来ないからである。従って、各中小企業が属している地域や産業によって直面する現状を把握し、個別の産業が地域経済に与える影響や重点的に取り組む必要のある産業を特定する。第2段階においては、特定企業について財務情報シートと非財務情報シートの2つのシートを活用し対話を行っていく。

財務情報シートは、①売上増加率、②営業利益率、③労働生産性、④EBITA有利子負債倍率、⑤営業運転資本回転期間、⑥自己資本比率の6つの指標から構成されており、それぞれについて数値を入力することで業種平均との乖離を把握することができる。

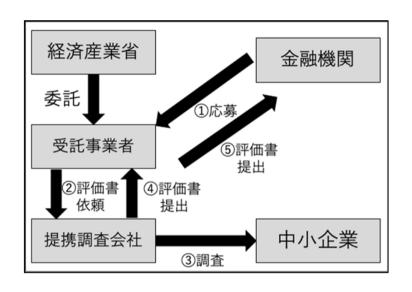
非財務情報シートは、①経営者、②事業、③企業を取り巻く環境・関係者、 ④内部管理体制の4つの視点、計15項目の記載を行い、課題の把握や解決策の 導出につなげる。しかし、この第2段階において、行員の目利き不足によって 事業性評価や融資判断材料として活用されていない。そこで、経済産業省主導 のもと外部評価機関が作成した事業性評価書を付与することで、より専門性の 高い評価を行い、行員の目利き能力不足を補完し、精度の高い融資材料とする。

具体的な流れは、図19の通りである。

25

⁵² RESAS とは、地方創生の取り組みを情報提供の面から支援するために、経済 産業省と内閣官房(まち・ひと・しごと創生本部事務局)が提供しているビッ クデータを集約し、可視化したシステム。

図 19 評価書完成までのスキーム



出所:筆者作成

5

10

15

20

ロカベンを作成した経済産業省の委託の元、公募によって選ばれた受託事業者が全国の金融機関からの応募を受け付ける。受託事業者は、応募案件についてロカベンや評価書を融資等の具体的判断に活用する意図があるかなどを審査し採択する。その上で、提携調査会社に依頼し評価書を作成してもらい、後日受託事業者から金融機関に評価書を提出する。また、受託事業者がロカベン活用型事業性評価書を活用した金融機関からその効果や実績などの情報を収集することで、今後金融機関が事業性評価を行っていく上での課題や解決策の発展に役立つものとなる。本取り組みではあらかじめ応募採択数を決定し、提携調査会社への費用は経済産業省の負担とすることで、より活用しやすい取り組みとする。

以上「ロカベン活用型事業性評価書」という提案を行うことで、現在のロカベンを活用しながらも、事業性評価書と組み合わせることで、より正確な事業性評価が行われる。また、行員の目利き不足が補完されるだけでなく、行員があらゆる視点から企業の状況を把握することによって、将来的な目利き能力向上につながると考える。

ABL

5

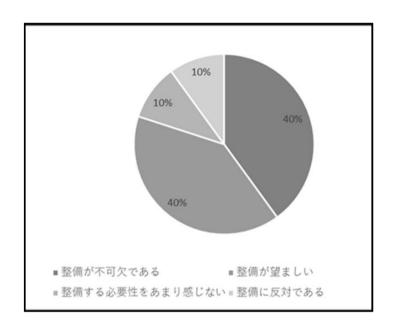
10

「動産譲渡登記より先の占有改定が優先されること」という制度面の課題に対し、「動産担保の対抗要件を動産譲渡登記に一元化すること」、「コベナンツに指定した条項を盛り込む」という2つの提案を行う。また、「担保の換価処分が困難であること」という実務面の課題に対しては「ABL オークションの開設」を提案する。

制度面の提案の 1 つ目は、「動産担保の対抗要件を動産譲渡登記に一元化すること」である。動産譲渡登記を行うと、動産譲渡が行われた事実が公示されるため、後行者による即時取得を妨げやすくなるなどの効果がある。そのため登記は占有改定に比べ、債権者の権利を安定させる。そして、金融機関に対し強い効力を持つ金融庁が一元化を呼びかけることで、登記に統一された対抗要件の具備が行われると考える。全金融機関が登記を行うようになり、登記が占有改定に劣後するという問題を解消することが可能となる。

事実、一元化は必要であり、求められているものである。図 20 の通り、動産 15 譲渡登記が占有改定より優先されないため、動産譲渡登記への一元化への整備 が必要不可欠だという回答は 40.0%に上り、整備自体に賛成している割合は約 80.0%になることが分かる。

図 20 動産譲渡登記への一元化を検討すべきだとする割合



5 出典:経済産業省産業資金課(2012)「ABL 法制に係る実務者向けアンケート結果」より筆者作成

このように実務の面からみても動産譲渡登記への一元化は必要であり、その 効果も見込まれている。

10 また、金融機関が登記を行うインセンティブとして、登記を行った金融機関は信用保証制度を利用可能とする。具体的には、登記を設定したにも関わらず、占有改定に劣後し動産の回収を行うことができなかった金融機関に対し、融資額の8割を信用保証協会が保証する。既に流動資産担保融資保証制度(ABL保証)が存在していることから、ABLの安全性を確保し、促進するための信用保証制度の利用は実現可能であると考える。信用保証制度を設定することにより、金融機関の登記制度への信頼性を確保し一元化を促進する。

制度面の提案の2つ目は、「コベナンツに指定した条項を盛り込む」である。 コベナンツとは「貸し手である金融機関にとって不利益が発生した場合に、借 り手である企業に対する与信条件の変更や返済を求める制限条項また契約条項」 53をいう。指定した条項として「担保が二重担保ではないことを証明し、今後も許可なく担保の引渡しを行わないこと」を盛り込んだコベナンツを金融庁が呼びかけることで、融資先である企業が担保動産の引渡しや占有改定を自由に行わないよう規定し、事前に二重譲渡による権利の競合ないしは登記が劣後することを防止する。

5

10

15

20

25

以上2つの提案により、登記が占有改定に劣後するという課題を解決し、登記への信頼性向上が可能となる。ABLを安心して実施できる環境が整備され、消極的であった金融機関のABL利用を促進することが可能となる。

実務面の提案は、「ABL オークションの開設」について述べる。ABL オークションは金融機関が回収した担保を処分するオンライン上でのオークションシステムである。実施主体は ABL の促進に積極的な経済産業省とし、出品された動産の評価を行う業者やサイトの運営会社は公募制とする。また、地銀協は ABL の担い手である地方銀行の参加を促す。商品には新規購入年月日やモデル番号、製品シリアル番号、過去のメンテナンス記録、また落札額の掲示を行い購入の際の判断材料とする。事前登録制を採用し、出品者は ABL 担保を所有する金融機関などに限定する。「ABL 専用の担保処分オークション」により ABL の対象動産や落札額を中小企業や金融機関などが知ることが可能となる。中小企業は所持している動産が融資の担保対象と成り得るか、ABL オークション上で判断することが可能となる。また落札額を掲示しておくことにより、売買比較アプローチ法による担保の評価価値を算定しやすくなり動産評価の一助となる効果もある。買い手側も ABL の担保が集まるサイトでは、求めている動産を見つけることが容易となる。

現在、税滞納者から差し押さえた財産を Yahoo!オークションを活用し販売する官公庁オークションというものがある。2014 年度の落札総額は 46 億 3,719 万 6,705 円⁵⁴に上り、活発な取引が成されていることが分かる。また ABL のオンラインオークションが進んでいる米国でもその人気は高いものである。オン

⁵³ 日本動産鑑定編著 (2014) 『これでわかる ABL』より引用

⁵⁴ Yahoo!株式会社 (2015)「Yahoo!官公庁オークションにおける 2014 年度の 落札結果について」

ラインオークションでは新しく注文した商品が納付されるよりも、安く即座に 手に入るという魅力があることから、遠隔地や海外の買い手がオンラインオークションに参加しているという55。

オンライン上での迅速な取引や買い手とのマッチングが可能となることで、 処分に時間を要することや、処分業者とのマッチングが難しいという課題を解 決できる。ABL オークションにより担保の処分に苦労していた金融機関が処分 を行いやすくなり、動産担保による融資環境の整備に繋がると考える。

以上のような「動産担保の対抗要件を動産譲渡登記に一元化すること」、「コベナンツに指定した条項を盛り込む」、「ABL オークションの開設」という制度、 10 実務面双方からの提案を行うことで、ABL の環境整備が図られ、今まで ABL の利用に消極的であった金融機関が融資に積極的になり、中小企業の資金調達が促進される。

第3節 公的金融

5

20

25

15 中小企業技術基盤強化税制

「中小企業にとって効果的な制度ではないこと」という課題に対して、「控除上限 12.0%~17.0%である時限措置の延長」、「繰越制度の導入」を提案する。「控除上限 12.0%~17.0%である時限措置の延長」については、今回の提案で、時限措置を 2 年間延長する。第 3 章でも述べた通り、控除上限 12.0%~17.0%は時限措置となっており、2018 年で終了してしまう。しかし、今後中小企業の研究開発を促進していくためには、この税制の延長が必要になる。

「繰越制度の導入」については3年を期間と繰越制度を行う。繰越制度とは、 その年に控除し切れなかった金額を繰越次年度以降に税法上の利益が発生した 際に控除できるというものである。繰越制度を導入することにより、法人税控 除を受けることが出来なかった中小企業も法人税控除が可能になるため、この 税制のメリットを受けることが可能になる。

以上の提案によって中小企業の研究開発費の資金調達を果たすことに繋がる。

⁵⁵ 日本政策金融公庫(2009)「米国における動産・債権担保融資(Asset Based Lending: ABL)の機能と実態」

終章

5

30

日本経済の更なる活性化のためには、中小企業・ベンチャー企業の持続的発展と成長が不可欠であり、その実現のためには円滑な資金調達が必要である。 そこで、本稿ではこれら企業の資金調達における現状・課題を確認し、各資金調達方法に提案した。

直接金融においては理想形を「適切な資金供給者からの円滑な資金調達」と 定めた。CFでは「貸付型 CFにおける投資環境の未整備」を課題とし、「仲介業 者の行動規範を作成すること」、「CFのリスクや情報提供窓口に関するテストの 実施の義務化」を提案した。VCでは「年金基金が日本の VCのパフォーマンス 10 を評価できない」を課題とし、「IFRS 導入促進のために税制優遇」、「共通の評 価方法を示したガイドラインの活用」を提案した。IPOでは「IPOの内部統制報 告書に関わる高額な監査費用」を課題とし、「内部統制報告書における監査法人 による監査の免除措置」を提案した。M&Aでは「M&Aにおけるプロフェッショ ナル人材の不足」を課題とし、「地方金融機関における M&Aに関する高度な知 15 識を有する人材の育成」、「事業引き継ぎ支援センターとの連携強化」を提案し た。

間接金融においては理想形を「企業と金融機関の関係強化による安定的な資金調達」と定めた。事業性融資では「行員による目利き能力不足」を課題とし、「ロカベン活用型事業性評価書」を提案した。また ABL では「動産譲渡登記より先の占有改定が優先されること」を課題とし、「動産担保の対抗要件を動産譲渡登記に一元化すること」、「コベナンツに指定した条項を盛り込む」を提案した。また、「担保の換価処分が困難であること」を課題とし、「ABL オークションの開設」を提案した。

公的金融においては理想形を「企業の成長支援の有効的な実施」と定めた。 25 中小企業技術基盤強化税制では「中小企業にとって効果的な制度ではないこと」 を課題とし、「控除上限 12.0%~17.0%である時限措置の延長」、「繰越制度の導 入」を提案した。

これらの提案を行うことで、各成長段階並びにあらゆる経営状況における資金需要に対して、適当な資金を調達することが可能になり、更なる企業の発展・成長が促され、日本経済が活性化する。

参考文献

きんざい『金融監督指針対応 コンサル機能強化 ABL・動産評価による企業実態把握強化講座①ABL・動産評価の基礎知識』

きんざい『金融監督指針対応 コンサル機能強化 ABL・動産評価による企業実

5 態把握強化講座②動産評価・管理・処分の実際』

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」

松田修一(2005)『ベンチャー企業』日本経済新聞社

上坂卓郎 (2006)『ベンチャー企業論入門 会社設立から資金調達、M&A まで』 中央経済社

10 中小企業庁(2016)「2016年版中小企業白書概要」

中小企業庁(2018)「2018年版中小企業白書」

日本動産鑑定編著 (2014) 『これでわかる ABL』

藪下史郎、武士俣友生編著(2006)『中小企業金融入門』東洋経済新報社

15 AIMC(2018)「J-SOX 内部統制をめぐる課題~2018 年、担当者が抱える悩みとは何か?」

〈 http://www.aimc.co.jp/blog/?p=1715>, 2018 年 10 月 16 日アクセス

EY Japan(2017)「株式上場準備の進め方」

< https://www.eyjapan.jp/services/assurance/ipo/ipo-basic/03.html</pre>

20 >,2018年9月26日アクセス

JPX (2018)「新規上場ガイドブック」

< https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/>, 2018 年 10 月 21 日アクセス

KPMG (2017) 「「コポーレトガバナンス」に関する意識調査」

25 〈 https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-corporate-governance-overview-2017-01.pdf >, 2018 年 10 月 18 日アクセス livedoorNEWS (2017)「事業承継問題放置で GDP 2 2 兆円損失-中小企業庁試算」

< http://news.livedoor.com/article/detail/14792632/>,2018年10月20日

30 アクセス

M&A Online (2017)「M&A 辞典」

〈 https://maonline.jp/articles/whyma>, 2018 年 9 月 26 日アクセス maneo HP

5 〈https://www.maneo.jp/〉,2018年10月23日

PwC あらた有限責任監査法人 (2017) 「ベンチャー企業に対する 資金供給の円滑化に関する調査報告書」

〈http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000605.pdf〉,2018年10月17日アクセス

10 RIETI (2017)「地方創生に対する地域金融機関の営業現場の取り組みの現状と 課題」

〈 https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/17j044.pdf〉, 2018 年 10 月 18 日アクセス

VEC (2009) < 「我が国新興株式市場を巡る課題について」

15 〈 http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/shinkou.pdf〉,2018 年 10 月 18 日アクセス

Yahoo!株式会社 (2015)「Yahoo!官公庁オークションにおける 2014 年度の落札 結果について」

https://about.yahoo.co.jp/pr/release/2015/07/07b/>, 2018 年 10 月 19 日ア

20 クセス

Yahoo!官公庁オークション HP

, 2018年10月19日アクセスアガットコンサルティング

< http://www.agateconsulting.jp/ipo/overview/chapter18.php>,2018 年 10

25 月8日アクセス

家森信善(2016)「民間金融機関および政府系金融機関の活動に対する中小企業の評価」

< https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/16j021.pdf>, 2018 年 10 月 21 日アクセス

30 一般財団法人 知的財産研究教育財団 知的財産教育協会 中小企業センター

(2017)「知財活動および知財金融の実熊調査」

< http://ip-edu.org/library/pdf/csme/csme_survey2016_report.pdf>, 2018年10月9日アクセス

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会(2018)「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会」

<http://www.meti.go.jp/press/2018/06/20180629003/20180629003-</pre>

3. pdf〉, 2018年10月12日アクセス

大川昌男(2007年)「米国資本市場の競争力に関する最近の議論について」

〈 http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2007/kk26-h-2.pdf>, 2018 年

10 10月8日アクセス

神山哲也 (2013)「米国におけるクラウド・ファンディングの現状と課題」 http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2013/2013spr12.pdf>, 2018 月 10 月 23 日アクセス

関東財務局 (2018)「maneo マーケット株式会社に対する行政処分について」

15 〈http://kantou.mof.go.jp/kinyuu/pagekthp032000761.html〉, 2018 年 10 月 23 日アクセス

官民ラウンドテーブル 「中小企業金融の向上」 作業部会

(2013 年) 「金融機関によるリスクマネー供給力の強化等を通じた 創業・新規事業支援の促進にむけて 」

20 <

5

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryou/20130605/05.pdf>
10月23日アクセス

監査人・監査報酬問題研究会(2017)「2017年版 上場企業監査人・監査報酬 実 態調査報告書」

25 < https://jicpa.or.jp/news/information/files/0-51-0-2-

20170518. pdf>, 2018年10月8日アクセス

金融機構局(2017)「企業評価の課題と対応」

https://www.boj.or.jp/announcements/release_2017/data/rel170713b1.pdf>, 2018 年 10 月 10 日アクセス

金融庁(2015)「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート調査結果等の概要」

- < https://www.fsa.go.jp/news/27/ginkou/20150821-2/01.pdf>, 2018 年 10 月 9 日アクセス
- 5 金融庁(2016)「金融仲介機能のベンチマーク」
 - < https://www.fsa.go.jp/news/28/sonota/20160915-3/01.pdf>, 2018 年 10 月 22 日アクセス

金融庁(2013年)「金融機関によるリスクマネー供給力の強化等を通じた 創業・新規事業支援の促進に向けて」

10 〈https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryou/20130605/05.pdf >,2018 年 10 月 2 日アクセス

金融庁総務企画局(2013)「新規上場に伴う負担の軽減」

https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/risk_money/siryou/20131015/04
.pdf>, 2018 年 10 月 15 日アクセス

- 15 クラウドレポート (2018)「業界分析」 〈<u>https://www.crowdport.jp/statistics</u>〉, 2018 年 10 月 20 日アクセス 経済社会総合研究所(2011)「地方の M&A 動向」
 - < http://www.esri.go.jp/jp/prj/mer/houkoku/1106_04_1.pdf>, 2018 年 10 月 14 日アクセス
- 20 久保幸(2010)「財政状態及び経営成績に関する経営者の説明に係る開示規制」 < https://www.o-hara.ac.jp/grad/pdf/annual/10/05.pdf>, 2018 年 10 月 20 日アクセス

経済産業省 (2016)「研究開発型ベンチャー支援事業 (VC 等連携によるベンチャー事業化支援事業)説明資料」

25 〈<u>http://www8.cao.go.jp/cstp/gaiyo/yusikisha/20180405/siryo10.pdf</u>〉,20 18 年 10 月 21 日アクセス

経済産業省 (2017)「FinTech ビジョン (FinTech の課題と今後の方向性に関する検討会合 報告)」

(http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20170508001_1.pdf)

30 ,2018年10月24日アクセス

経済産業省(2017)「ベンチャー支援に関する取組について」

〈http://www.soumu.go.jp/main_content/000542161.pdf〉, 2018 年 10 月 17 日アクセス

経済産業省(2017)「研究開発税制の概要」

5 〈http://www.meti.go.jp/policy/tech_promotion/tax/kennkyukaihatutaxgai you5.pdf〉,2018年10月24日アクセス

経済産業省(2018)「企業の多様な資金調達手法に関する実態調査 調査報告書」
http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/itakuhoukoku/04.pdf>, 2018 年 10 月 26 日アクセス

10 経済産業省産業資金課(2012)「ABL 法制に係る実務者向けアンケート結果」 http://abl-j.jp/files/hoseiken19/abl%20enquete(kekka).pdf, 2018 年 10 月 20 日アクセス

経産省(2017)「イノベーション・ベンチャー政策について」

<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/innova</p>

15 tion_dai3/siryou4.pdf>, 2018年10月16日アクセス

国税庁(2018)「平成28年度分会社標本調査」

〈https://www.nta.go.jp/publication/statistics/kokuzeicho/kaishahyohon 2016/pdf/h28.pdf〉,2018年10月24日アクセス

財務省(2018)「平成29年度法人企業統計調查」

20 〈https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h29.pdf〉, 2018 年 10 月 17 日アクセス

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング (2017)「平成 28 年度産業技術調査事業研究開発税制の利用状況及び経済波及効果に関する調査 <報告書>」

〈http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000442.pdf〉,2018年10月

25 24 日アクセス

産業革新投資機構 HP 〈https://www.incj.co.jp/〉, 2018 年 10 月 26 日アクセス事業継承・M&A エキスパート協会 HP

< https://www.jme-a.jp/about/merit.html>, 2018 年 10 月 21 日アクセス首相官邸(2018)「日本再興戦略 2016―第 4 次産業革命に向けて―」

30 http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/zentaihombun_160602

.pdf>,2018年10月20日アクセス

商工総合研究所 (2017)「フィンテック (FinTech) の現状と中小企業金融に対する影響」

〈http://shokosoken.or.jp/chousa/youshi/28nen/28-5.pdf〉, 2018 年 10 月 24 日アクセス

証券取引等監視委員会(2016)「証券取引等監視委員会の活動状況」

https://www.fsa.go.jp/sesc/reports/n_27/n_27a.pdf>, 2018 年 10 月 23 日アクセス

証券取引等監視委員会(2017)「株式会社みんなのクレジットに対する検査結果に基づく勧告について」

<https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2017/2017/20170324-1.htm>,2018 年 10月 23 日アクセス

証券取引等監視委員会 (2018) 「maneo マーケット株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」

15 〈<u>https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2018/2018/20180706-1.htm</u>〉, 2018 月 10 月 23 日アクセス

証券取引等監視委員会(2018)「ラッキーバンク・インベストメント株式会社に対する検査結果に基づく勧告について」

<<u>https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2018/2018/20180220-1.htm</u>>, 2018 年 10

20 月 23 日アクセス

5

10

証券取引等監視委員会 (2018)「平成 30 事務年度 証券モニタリング基本方針」 https://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2018/2018/20180914-1/01.pdf>, 2018 年 10 月 23 日アクセス

信金中央金庫(2018)「電子記録債権を活用したフィンテックサービスへの挑戦 25 - 中小企業の資金繰り改善支援に向けた取組みー」

〈http://www.scbri.jp/PDFsangyoukigyou/scb79h30F02.pdf〉,2018年10月24日アクセス

信金中央金庫総合研究所(2005)「動産譲渡に係る登記制度の概要」

http://www.scbri.jp/PDFkinyuchousa/scb79h16s12.pdf, 2018 年 10 月 20 日

30 アクセス

杉浦慶一 (2016)「日本の中堅・中小企業の M&A アドバイザーに関する一考察」

< http://id.nii.ac.jp/1060/00008816/>, 2018 年 10 月 20 日アクセス全国銀行協会 HP

5 〈https://www.zenginkyo.or.jp/〉,2018年10月26日アクセス 全国信用保証協会 HP「もっと知りたい信用保証」

http://www.zenshinhoren.or.jp/guarantee-system/hoshoseido.html>, 2018年 10月 20日アクセス

全国地方銀行協会(2017)「地方銀行における「地域密着型金融」に関する取組 み状況」

< http://www.chiginkyo.or.jp/app/story.php?story_id=1258>, 2018 年 10 月 16 日アクセス

大和総研(2015)「投資型クラウドファンディング」

<https://www.dir.co.jp/report/research/law-</pre>

15 <u>research/securities/20150619_009844.pdf></u>, 2018 年 10 月 26 日アクセス 大和総研 (2017)「地方創生に期待される地方銀行の役割」

https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/regional bank/20170307_011800.pdf>, 2018 年 10 月 2 日アクセス

中小企業庁(2015)「地域の課題を解決するために - 金融機関向け- 事業評価 の手引き(要約)」

http://www.chusho.meti.go.jp/keiei/koyou/2015/151211chiikitebiki2.pdf"> , 2018 年 10 月 8 日アクセス

中小企業庁(2018)「信用保証実績の推移」

〈 http://www.zenshinhoren.or.jp/document/hosho_jisseki.pdf>, 2018 年 9 月

25 26 日アクセス

10

20

中小企業庁(2017)「信用補完制度の見直し」

< http://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/shikinguri/hokan/index.htm>, 2018年 10月 3日アクセス

中小企業庁(2018)「信用補完制度の見直しについて」

30 http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/kihonmondai/2018/downlo

帝国データバンク(2013)「中小企業の資金調達構造と社債利用」

<https://www.tdb.co.jp/knowledge/trading/pdf/trading12.pdf>, 2018年9月

5 18 日アクセス

帝国データバンク(2017)「後継者問題に関する企業の実態調査」

< https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p171108.pdf>, 2018 年 10 月 15 日アクセス

デロイトトーマツ(2018)「2017年 IPO市場の動向」

10 〈 https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/get-connected/pub/atc/201803/jp-atc-kaikeijyoho-201803-05.pdf>, 2018 年 10月 2日アクセス

デロイトトーマツコンサルティング合同会社(2017)「平成 28 年度産業経済研究委託事業(ファンドに係るインベストメントチェーンの高度化を通じた我が

15 国企業の産業競争力強化に関する調査研究) 最終報告書|

〈<u>http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000858.pdf</u>〉,2018年10月 17日アクセス

都銀懇話会(2014)「動産及び債権を担保にした資金調達の仕組みの改善 - A B L の使い勝手を良くするための取組-」

20 〈http://www8.cao.go.jp/kiseikaikaku/kaigi/meeting/2013/wg2/sogyo/14022 4/item2-2.pdf>, 2018 年 10 月 26 日アクセス

東京商工リサーチ(2018)「2017年度(4-12月)実績 信用保証協会「保証状況」 調査」

< http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20180313_02.html>,2018 年 9 月

25 26 日アクセス

東京証券取引所(2018)「新規上場基本情報」

< https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-</pre>

tse/new/basic/04.html>,2018年10月2日アクセス

東洋経済(2017)「日本企業は、なぜこんなに M&A が下手なのか」

30 〈 https://toyokeizai.net/articles/-/182671?page=2>,2018 年 10 月 18 日ア

クセス

特許庁(2014)「中小企業における知財活動状況」

https://www.jpo.go.jp/shiryou/toushin/kenkyukai/pdf/chusho_chizai_shi en_haifu01/shiryou05.pdf>, 2018 年 10 月 9 日アクセス

5 特許庁「知財金融ポータルサイト HP」 〈 http://chizai-kinyu.go.jp/>, 2018 年 10 月 8 日アクセス

内閣府(2015)「最近の日本経済の動向」

https://www.pref.aomori.lg.jp/soshiki/kikaku/tokei/files/H27_hakusho_
1-2.pdf>, 2018 年 10 月 20 日アクセス

10 内閣府(2018)「月齢経済報告主要経済指標 1 我が国経済 企業収益・業況判断」

http://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei/2018/09shihyou/shihyou1-8.pdf>, 2018 年 10 月 20 日アクセス

内閣府(2018)「月齢経済報告主要経済指標 1 我が国経済 国民所得統計速報」

15 http://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei/2018/09shihyou/shihyou1-

1. pdf>, 2018年10月20日アクセス

内閣府(2018)「第16回投資等ワーキング・グループ 議事概要」

<http://www8.cao.go.jp/kisei-</pre>

kaikaku/suishin/meeting/wg/toushi/20180227/gijiroku180227.pdf2, 2018 年

20 10月20日アクセス

内閣府(2018)「年次経済財政報告―「白書」: 今、Society 5.0 の経済へ―」 http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je18/pdf/all_01.pdf, 2018 年 10 月 20 日アクセス

内閣府(2015)「最近の日本経済の動向」

25 〈https://www.pref.aomori.lg.jp/soshiki/kikaku/tokei/files/H27_hakusho_ 1-2.pdf〉, 2018 年 9 月 26 日アクセス

内閣府 HP(2014)

,2018年10月20日アクセス

30 内閣府地方創生推進事務局(2018)「平成30年度税制改正(租税特別措置)要望

事項 |

https://www.mof.go.jp/tax_policy/tax_reform/outline/fy2018/request/ca
o/30y_cao_k_05.pdf>, 2018 年 10 月 20 日アクセス

日経ビジネスオンライン(2007)「緩和策が具体化した米 SOX 法」

5 <

https://business.nikkeibp.co.jp/article/pba/20070725/130793/?P=2>,2018年10月8日アクセス

日本ベンチャーキャピタル協会(2017)「平成28年度グローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業(我が国におけるベンチャー・エコシステム形成に

10 向けた基盤構築事業)調査報告書」

〈http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/Valuation_Guidelines_IPEV_hokokusho28.pdf〉,2018年10月17日アクセス

日本経済新聞(2018)「GPIF、オルタナティブ資産に 2120 億円 3 月末時点」 , 2018 年

15 10月17日アクセス

日本経済新聞(2018)「maneo、監視委が処分勧告 流用額 10 億円以上」 <<u>https://www.nikkei.com/article/DGXMZ032706290W8A700C1EA1000/></u>, 2018 年 10 月 23 日アクセス

日本公認会計士協会 HP「四半期レビュー報告書」

20 〈 https://jicpa.or.jp/cpainfo/introduction/keyword/post-97.html>, 2018 年 10 月 23 日アクセス

日本政策金融公庫 (2009)「米国における動産・債権担保融資 (Asset Based Lending: ABL) の機能と実態」

<https://researchmap.jp/mukm82mo9-</pre>

日本政策金融公庫 HP

〈https://www.jfc.go.jp/〉,2018年10月26日アクセス

年金積立金管理運用独立行政法人(2014)「年金積立金管理運用独立行政法人中

30 期計画の変更について」

<https://www.mhlw.go.jp/file/05-Shingikai-12601000-Seisakutoukatsukan-</p>

Sanjikanshitsu_Shakaihoshoutantou/0000179425.pdf〉, 2018年10月17日アクセス

富国生命(2017)「近年の IPO 市場動向」

< https://www.fukoku-

5 <u>life.co.jp/economy/report/download/analyst_VOL297.pdf</u>>, 2018 年 10 月 2 日アクセス

ベンチャー有識者会議(2014)「ベンチャー有識者会議取りまとめ」

http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/yushikisya_kaigi_torimatome.pdf>, 2018 年 9 月 26 日アクセス

10 野村総研(2013)「新事業創出支援に関する実態調査」

< https://www.joic.jp/files/vbcc-kanren-5.pdf>,2018年10月15日アクセス

野村総合研究所(2017)「投資型クラウドファンディングの現状と課題」 https://www.nri.com/~/media/PDF/jp/opinion/teiki/kinyu_itf/2017/itf_2

15 01711_3.pdf>, 2018 年 10 月 26 日アクセス

みずほ銀行 (2018)「Mizuho Country Focus 【ASEAN】日系コーポレートベンチャーキャピタル (CVC) の ASEAN 進出・投資」

https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/world/info/country_focus/pdf/1
7_53_mcf. pdf>, 2018 年 10 月 17 日アクセス

20 矢野経済研究所(2017)「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」 http://release.nikkei.co.jp/attach_file/0456437_01.pdf>, 2018 年 10 月 26 日アクセス

夕刊フジ(2018)

< https://www.zakzak.co.jp/eco/news/180425/pr11804250203-n1.html>, 2018

25 年 10 月 20 日アクセス