

平成30年度「証券ゼミナール大会」

5

第6テーマ

日本における中小・ベンチャー企業の資金調達について

10

15

20

下関市立大学 西戸ゼミナール

松野下班

25

-目次-

	<u>序章</u>	3
	<u>第1章 中小・ベンチャー企業とは何か</u>	4
	1-1 中小企業の定義	4
5	1-2 中小企業の現状	4
	2-1 ベンチャー企業の定義	7
	2-2 ベンチャー・ブーム	8
	2-3 ベンチャー企業の現状	9
	3-1 中小企業とベンチャー企業の相違点	10
10	<u>第2章 中小・ベンチャー企業の資金調達の現状</u>	12
	1-1 資金繰りの現状	12
	1-2 資金調達手段	14
	2-1 直接金融	16
	2-2 間接金融	25
15	<u>第3章 中小企業における資金調達の課題</u>	32
	1-1 直接金融	32
	1-2 間接金融	39
	<u>第4章 提言</u>	41
	1-1 エンジェル投資	41
20	1-2 VC	42
	1-3 IPO	43
	1-4 ABL	44
	<u>終章</u>	46
	<u>参考文献</u>	47

序章

2018年2月、内閣府は8四半期連続となる国内総生産のプラス成長となったことを発表した。日本経済は安倍政権の打ち出したアベノミクスや日本銀行による大胆な金融緩和政策を通して、個人消費や景気の回復、企業の設備投資向上の兆しを見せた。しかし、国内総生産のプラス成長は9回連続とはならず、一時的な歯止めがかかった。その背景として、地方の過疎化、開業率の低迷等の日本経済の成長を止め得る要因が存在する。

このような状況下において、日本経済の更なる成長には、日本の企業数の99.7%を占め、雇用の約7割を担っている中小・ベンチャー企業の成長・発展が必要である。特に中小企業は地域経済の担い手としての役割を果たしており、ベンチャー企業は革新的なアイデアや技術により、新たな雇用や産業を生み出す役割を担っている。「日本再興戦略」や「ベンチャー・チャレンジ2020」などの政策により、日本政府も中小・ベンチャー企業の成長に力を入れていることがわかる。

そのような中小・ベンチャー企業が成長していく上で、避けては通れないのが資金調達に関する課題である。新事業の展開や企業の成長につれて必要となる設備投資費用は、自己資本のみでは不足してしまう。そのため、銀行からの融資などの外部資金に依存せざるを得ない。しかし、大企業と比べると中小・ベンチャー企業は実績や将来性といった信用性に劣っているため、満足のいく資金調達が行えていない現状がある。これにより、中小・ベンチャー企業は日本経済において重要な役割を持つにも関わらず、成長機会を失う企業も少なくない。このような資金調達構造が継続されれば、中小・ベンチャー企業の発展の妨げとなり、同時に日本経済の停滞を意味するため、改善が必要不可欠である。

本稿では第1章で中小・ベンチャー企業の定義・現状を説明し、性質に応じた資金調達についてまとめる。第2章では、中小・ベンチャー企業の資金調達の現状について資金調達手段ごとに分析する。第3章では、第2章で資金調達手段を分析した結果、見えてきた課題について言及し、第4章で発見した課題について、どう向き合っていくべきかについての提言を述べる。

第1章 中小・ベンチャー企業とは何か

本章では中小企業とベンチャー企業の定義、現状を確認する。次に、中小企業とベンチャー企業、中小企業と大企業の違いについてみていく。

1-1 中小企業の定義

- 5 中小企業における資金調達を理解するためには、中小企業の定義を明確にする必要がある。これは、中小企業基本法第2条により定義されている。中小企業は、資本金または出資の総額が製造業、建設業、運輸業などで3億円以下、卸売業で1億円以下、サービス業で5,000万円以下、小売業で5,000万円以下を満たすこと、もしくは常時使用する従業員の数
- 10 製造業、建設業、運輸業などで300人以下、卸売業で100人以下、サービス業で100人以下、小売業で50人以下を満たすこととされている。小規模企業は中小企業と違い資本金または出資総額による決まりはなく、常時使用する従業員の数
- 15 製造業、建設業、運輸業などで20人以下、卸売業で5人以下、サービス業で5人以下、小売業で5人以下を満たすこととされている。以上を図にまとめたものが図表1-1である。基準は量的基準であり、資本金と常時使用する従業員数の2つの基準を採用している。

図1-1 中小企業の定義

業種	中小企業者 (下記のいずれかを満たすこと)		小規模企業
	資本金の額または出資の総額	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から④を除く)	3億円以下	300人以下	20人以下
② 卸売業	1億円以下	100人以下	5人以下
③ サービス業	5,000万円以下	100人以下	5人以下
④ 小売業	5,000万円以下	50人以下	5人以下

出所：中小企業庁HPより筆者作成

1-2 中小企業の現状

まず、中小企業は日本経済において、どの程度重要な役割を担っているかについてみていく。

日本経済における中小企業のシェアを、企業数、従業員、出荷額、販売額から示し、中小企業が日本経済においてどのくらい重要な地位を占めているかについて考察していく。

- 5 また、ここでの説明は、商工組合中央金庫編(2016)『中小企業の経済学』に依っている。まず、企業数を企業ベース(会社数+個人事業所数)、事業所ベース、会社ベース(個人事業所は含まない)の3つから考察する。

- 10 2014年の統計より、日本の民営、非一次産業の企業数は企業ベース(会社数+個人事業所数)では382.0万社にのぼり、その99.7%にあたる380.9万社が中小企業である。企業数では中小企業の割合が極めて大きい。なお、中小企業のなかでは小規模企業が401.1万社と大多数を占める。事業所ベースでは、全体で550.9万社、そのうち中小企業は545.2万社で99.0%を占める。なお、小規模企業は401.1万社である。会社ベースでは、全体で173.0万社、そのうち中小企業は172万社で99.4%を占める。なお、小規模企業は127.9万社である。このように企業数では圧倒的多数を中小企業者が占める。

- 15 次に、雇用では2014年の統計より、全体の従業者数に占める中小企業従業者数の割合は70.1%にのぼり、雇用の約7割程度が中小企業によるといえる。また、小規模企業における雇用シェアは23.5%である。企業数や雇用の割合の高さから中小企業が日本で大きなシェアを占める存在であることは明らかである。

- 20 ここで、経済活動における産業別シェアがどのようになっているかについてみていく。まず製造業についてである。中小製造業(従業者4~299人の事業所)のシェアは2012年の統計によると、製造品出荷額で48.6%、付加価値額で55.0%である。企業数や雇用の割合に比べるとシェアは小さくなるが、日本の製造業の経済活動の半分程度を中小企業は占める存在である。

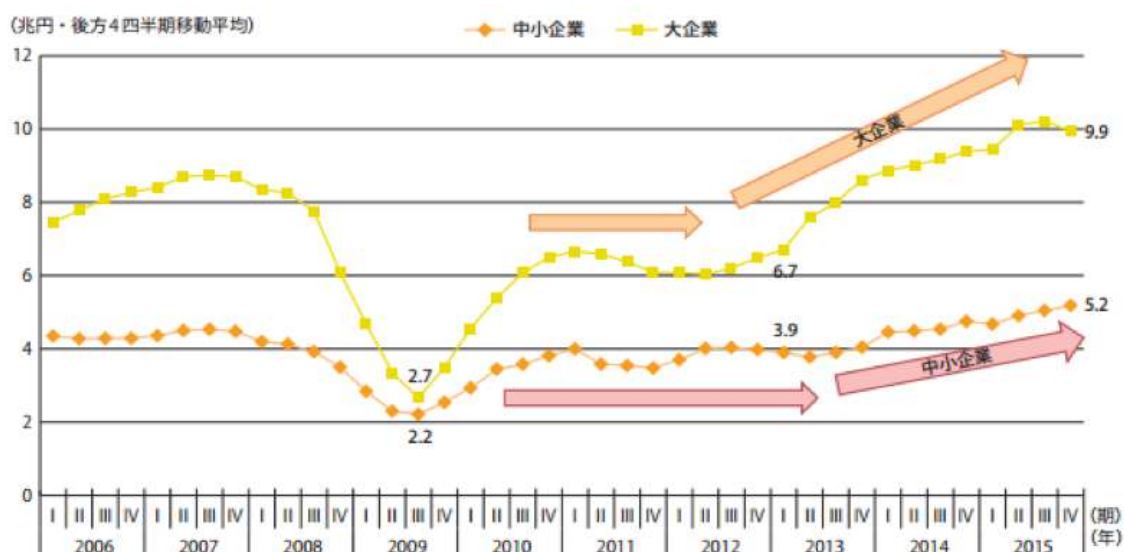
- 25 次に卸売業・小売業についてである。商業における中小企業のシェア(卸売業は従業者99人以下、小売業は従業者49人以下)は2011年の販売額ベースの統計によると、卸売業では64.6%、小売業では67.6%といずれも6割以上のシェアを中小企業が占めている。

- 30 最後に、サービス業における中小企業のシェア(従業者49人以下の事業所)について、2012年の純付加価値シェアを産業大分類ベースでみると、教育・学習支援業33.7%、医療・福祉39.7%、学術研究、専門・技術サービス業では43.0%と低い一方、宿泊業・飲食サービス業77.8%、生活関連サービス業・娯楽業71.4%などでは高いシェアとなっている。

次に、中小企業と大企業の経常利益と労働生産性の現状を見る。経常利益は財務活動などを加えて企業全体の強さを表す指標であり、労働生産性は付加価値を生み出す効率性を表す指標である。そのためこの二つの指標から大企業と中小企業の格差を考察していく。

図表 1-2 を見て分かるように、大企業と中小企業の間には、経常利益においても大きな格差がある。2015 年の終わりには、その格差は、約 2 倍にまで膨れ上がっている。しかし、2008 年に起こった「リーマン・ショック」により、大企業、中小企業ともに経常利益が大幅に減少し、2009 年にはその格差が無くなっている。それでもそれ以降は、大企業は急激に経常利益を取り戻し、増加しつつある。また中小企業は、増減を繰り返しつつも緩やかな増加傾向にあり、直近では経常利益は過去最高水準となり景況感も改善方向へ進んではいるが、やはり大企業と中小企業の格差は大きく開いている。

図 1-2 経営利益の推移



出所：「法人企業統計調査季報」財務省

図表 1-3 の通り、大企業と中小企業では、労働生産性においても格差があり、さらには拡大傾向にある。大企業は、2008 年のリーマン・ショックによって、労働生産性が、大幅に低下しているが、中小企業は特に変化はなかった。しかし中小企業はそれ以降も、大きな上昇は見られなく、労働生産性を高めている大企業との格差が拡大していく一方である。そのため、中小企業の労働生産性の向上が急務である。

図1-3 企業規模別労働生産性の推移



出所：「法人企業統計調査年報」財務省

- 5 以上のことから中小企業は日本経済のなかで重要な地位を占めていることが明らかであるといえる。つまり経常利益の格差や、労働生産性の格差を埋め、中小企業が向上していくことが日本経済のさらなる発展につながると考える。

2-1 ベンチャー企業の定義

- 10 ベンチャー企業の定義は、主旨文に記載されている通り、「創業からあまり時間が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」と定める。

また、ベンチャー企業の各成長段階においては、ベンチャー白書 2017 に基づいて以下のように定義する。

15

20

図1-4 ベンチャー企業のステージの定義

ステージ	定義
シード	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業
アーリー	製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた企業
エクспанション	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
レーター	持続的なキャッシュフローがあり、IPOの直前の企業等

出所：ベンチャー白書 2017 より筆者作成

2-2 ベンチャー・ブーム

5 現在、ベンチャー企業への注目が高まっている。今までに二度のベンチャー・ブームを経て、現在は三度目のベンチャー・ブームにあると言われている。

第一次ベンチャー・ブームは、外国の技術導入に依存しない独自技術による企業化への社会的要因と、「脱サラ」ブームによる独立開業の増加、インフレ沈静化による金融引き締め政策の緩和、列島改善ブームによる建設・不動産関連への投資意欲の高さを要因として、
10 1970年から1973年まで生じた。この時、ベンチャー企業へは、技術の海外依存や輸出主導型経済からの脱却が期待された。しかし、実態は、高度経済成長を背景としたムードの先行であった。そして、得られた成果は、ベンチャー企業の社会的認知と一部中堅企業の株式公開、ベンチャー・キャピタル（以下VC）の創設（1972年）である。衰退の原因としては、第一次石油ショック（1973年）を契機とする不況の到来である。このブームでの開業
15 率は、7.0%であり、廃業率は3.8%である。

第二次ベンチャー・ブームは、1983年から1986年の間、1983年の株式店頭市場等の改善による公開基準の緩和と、2度の石油ショックによる省エネルギーや生産の一層の効率化の要請、エレクトロニクス、新素材、バイオテクノロジーなどの技術革新とその企業化への期待、消費者ニーズと価値観の多様化などが原因で発生した。ここでのベンチャー企業
20 への期待は、ハイテク分野などにおける先端技術の創造と革新である。しかし、成果は、ベンチャー企業の支援体制の大枠が確立したことと、投資事業組合の組織が成立したこと、店頭株式市場の公開基準が緩和されたこと（1986年）である。1986年の円高不況によるベ

ンチャー企業の倒産多発が原因で衰退した。このブームでの開業率は、4.7%であり、廃業率は4.0%である。

5 第三次ベンチャー・ブームは、バブル崩壊後の長期にわたる景気の低迷、経済のグローバル化の進展による産業構造高度化の緊急性、アメリカの経済やベンチャー企業の役割と評価の認識などを背景に、1993年から現在に至るまで続いている。このブームでは、産業の空洞化の回避と国内雇用の増大、新たな成長の原動力の追求がベンチャー企業へ期待されている。しかし、実態は、「空洞化」や「産業構造の高度化」論議に密接に関連付けられるといわれている。

10 ここで、現在のブームは、過去のブームと大きく異なっている点は、2つあると考えられる。第一は、今回のブームがバブル崩壊後の不況の中で始まり、長期間にわたっている点である。過去のブームは、好況期とともに発生し不況期の到来により、短期間で収束している。また、過去のブームでは開業率が廃業率を大きく上回っていたが、現在のブームでは開業率が廃業率を下回っている。第二に、過去のブームに比べて多様なベンチャー支援体制が国や自治体を中心に積極的に整備されている点である。とくに1990年代以降は短期
15 間で多くの多様な支援策が実施されている。過去のブームは、自然に発生していたと言えるが、現在のブームは意図的に発生したものと言え、人々の、ベンチャー企業への関心が高まっていることがわかる。

2-3 ベンチャー企業の現状

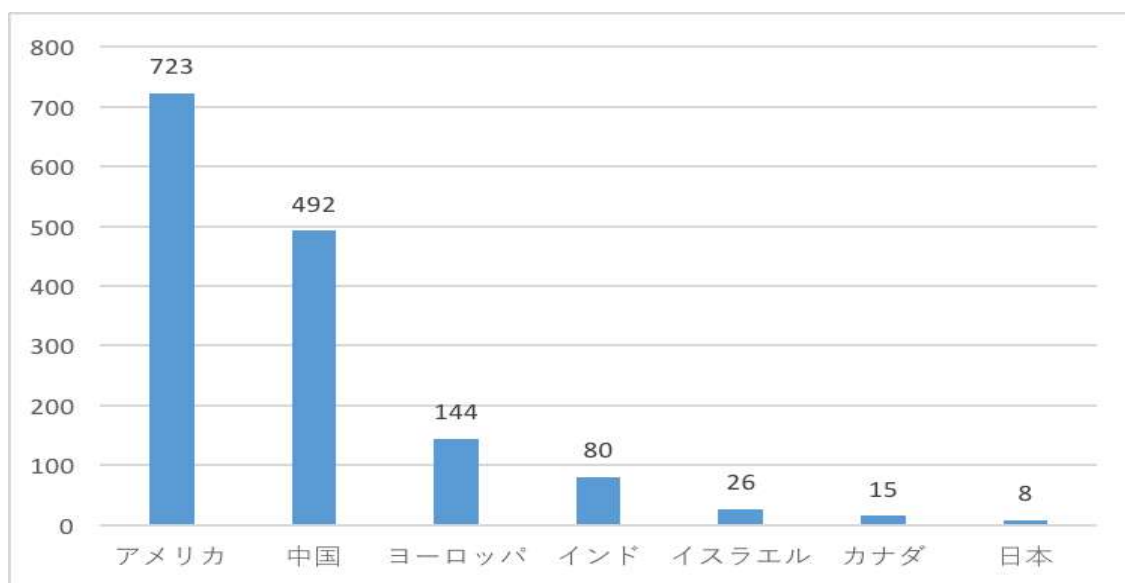
20 日本のベンチャー企業は、他の先進国と比べると少ない。それは、日本に企業の文化が根付いていないからである。また失敗に厳しい文化であるため失敗を恐れて起業をする人が少ないとも言われる。そのため、他の先進国と比較してベンチャー企業が生まれにくいと言われてきた。またベンチャー・キャピタルの投資金額から見ても米国との差が歴然である。日本では、ベンチャー企業が一般的ではなく、ベンチャー企業に対しての知識があまりない人々の間ではお金目当ての「稼ぐが勝ち」というような人物像がベンチャー企業
25 家のイメージとして定着しているのである。確かに「お金を稼ぐ」というのはベンチャー企業を起業しようとする理由の一つではあるが、多くのベンチャー企業の創業の最大の理由は「世の中に自分たちの考えたモノやサービスを広めたい」というものである。

30 最近の傾向としては、近年では少しずつだがベンチャー企業に対して理解が増えてきている。幅広い世代に起業が定着してきて若者や働き盛りの年代だけでなく定年退職した人

や中高年の人々などにも広まりつつある。大学発ベンチャーが増加してきており、バイオ技術など化学・生物系に多く見られる。

図表1-5を見てわかるように、アメリカ、中国、ヨーロッパなど、他国のベンチャー投資額と日本のベンチャー投資額を比べると、一目瞭然である。他国と比べた時の、ベンチャー投資額が日本は著しく低い。アメリカと日本の差を日本円で比べると、アメリカは約7兆円であり、日本は、800億円である。それは約87倍にもなる。このように、日本は他国と比べて、ベンチャー投資額が少なく、ベンチャーへの理解・興味が低いことがわかる。ここでアメリカについて触れておく。アメリカは、GDP 世界一であり、Google や Facebook といった世界的企業を生み出す高い起業意識を持つ。志を高く持つ人材の集まるシリコンバレーは、世界一の企業集積地であり、成功した起業家は、新規の起業家に経済的支援をするという起業の文化が広まっている。しかし、シリコンバレーでは、人件費や地価の高騰もあり、一部では「シリコンバレー離れ」も起きている。

図1-5 2015年ベンチャー投資額（億ドル）



出所：Ernst&Young をもとに筆者作成

3-1 中小企業とベンチャー企業の相違点

この章では、中小企業とベンチャー企業の相違点をあげ、その後に、中小企業と大企業の相違点をあげ、それぞれについての細かな違い特徴について述べていく。

- ① 起業・創業からの期間が短い、または中小（事業・組織）規模
- ② 新しい分野でリスクを取り事業を開始する起業家、アントプレナーの存在
- ③ 事業に創造性、革新性、新規性があること
- ④ 成長志向があること

5 この①～④の要素の中で、中小企業とベンチャー企業を分けると言われている。

る最大の要素は、④の「成長志向、急成長志向の有無」である。そのため、創業間もないこと、経済規模が中小であること、アントプレナーがいること、事業の創造性、革新性、新規性、はベンチャー企業の特有のものではなく中小企業にもある要素だが、意図した急成長する企業（ビジネスモデル）を設計し、高いリスクを許容し、成長に応じた経済資源

10 の充足を取捨選択するのはベンチャー企業特有の行動と言え、あえてリスクを取らず完成維持の安定成長を甘受するのが中小企業と言える。

また、中小企業とベンチャー企業の違いには、ビジネスモデルと安定性という点に現れる。中小企業のビジネスモデルは、既に確立された既存のモデルに基づいたものである。

そのため、どのように仕事を進めていけばいいか明確である。爆発的な利益を上げること

15 は、あまりないが、コツコツとビジネスを継続していくので、安定性は比較的に高いと言える。ただ、利益率が低い事を低賃金でカバーすることも多いので、従業員の給料が低いことが多い。それに対して、ベンチャー企業のビジネスモデルは、世の中に存在しないものである。例えば、IT、アプリ、ネット、テクノロジーなどであり、「ベンチャー」と言われる会社には、新しいジャンルの業種が多くみられる。その上、自分たちで革新的な

20 アイデアを出し、モデルを1から作り上げなければならない。しかし、その分、「新しいものを作る」もしくは「古いものを壊す」という企業のビジョンやミッションが、新しいものや、1から何かを作り上げたいという人には、やりがいのある仕事環境であると言える。また、ベンチャー企業はハイリスク・ハイリターンである。世の中にないものを生み出すので、当たれば莫大な利益が出るものの、当たらなければ莫大な損失が出るのである。ただ、真新しいビジネスということは、業務プロセスも新しく、模索しながら進んでいかなければならない。そのため、壁にぶつかる可能性も高くなる。そもそも新しいものを生み出すので、世の中の人々に受け入れられるかどうかわからないというリスクも存在している。

そして、大きい会社であればあるほど、会社は社会経済を背負うため、積極的にリスク

30 をとるということが困難になっていく。中小企業も、長くお世話になっている取引先との

安定的な関係で成り立っていたり、従業員の安定した雇用を大事にしていたりと、やはりリスクに対しては消極的である。そのため高い成長率を求めて、積極的にリスクを取りに行くことが、中小企業とベンチャー企業の安定性に関する違いだと考えられる。

5 ここまでで、中小企業とベンチャー企業の相違点をあげてきた。次に、中小企業と大企業の相違点をあげていく。

図表 1-1 で前述した通り、中小企業が、中小企業法で定義されているように、大企業と中小企業は、法律上では資本金の額と従業員の数で一律に区別されていて、利益や売上高、給与水準などは一切加味されていない。

また中小企業法での分類に加えて、会社法や税法上でも規定が存在している。

10 大会社の定義は会社法第 2 条 6 号に規定されているように、大会社とは最終の事業年度に係る貸借対照表上に計上された資本金の額が 5 億円以上、又は、負債の額が 200 億円以上である会社のことを言う。公開会社であろうが、非公開会社であろうが、上記条件を満たせば大会社になる。そして、大会社になった場合、社会的影響力が大きいため、会計監査人の監査を義務付けられたり、内部統制上の様々な規制が設けられたりしている。また、
15 税法上では、資本金が 1 億円未満の会社は、各種税制優遇を受けられるようになっている。つまり、各種法律において、大企業と中小企業は、資本金や従業員数などの画一的な定義により分類されており、中小企業に分類されると様々な恩恵を受けることができることになるのである。

20 第二章 中小・ベンチャー企業の資金調達の現状

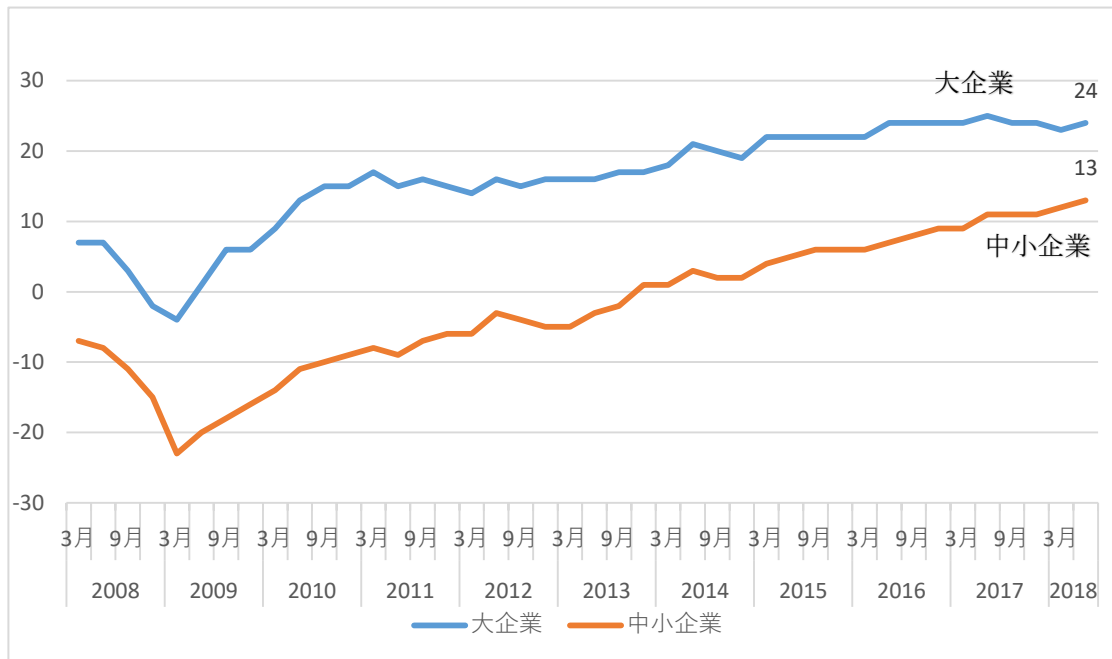
この章では、まず大企業と中小企業の資金繰り DI について比較し両者の資金調達における困難さの格差を確認する。次に、中小企業・ベンチャー企業の資金調達手段について直接金融、間接金融ごとにみていく。

1-1 資金繰りの現状

25 まず、バブル崩壊後の企業の資金繰り状況についてみてみる。資金繰り DI は景気循環に対応して大企業・中小企業ともに推移する。2018 年現在、我が国の景気は全体として回復傾向にあり、それに伴って資金繰り DI も大企業ではプラス 24 ポイント、中小企業ではプラス 13 ポイントと改善されてきている。また大企業は「緩い」が「厳しい」を約 8 年半連続で上回っており中小企業は約 5 年間連続で上回っている。

30

図 2 - 1 資金繰り DI の中小企業と大企業の比較



出所：日銀短観 業種別計数 2008年～2018年より筆者作成

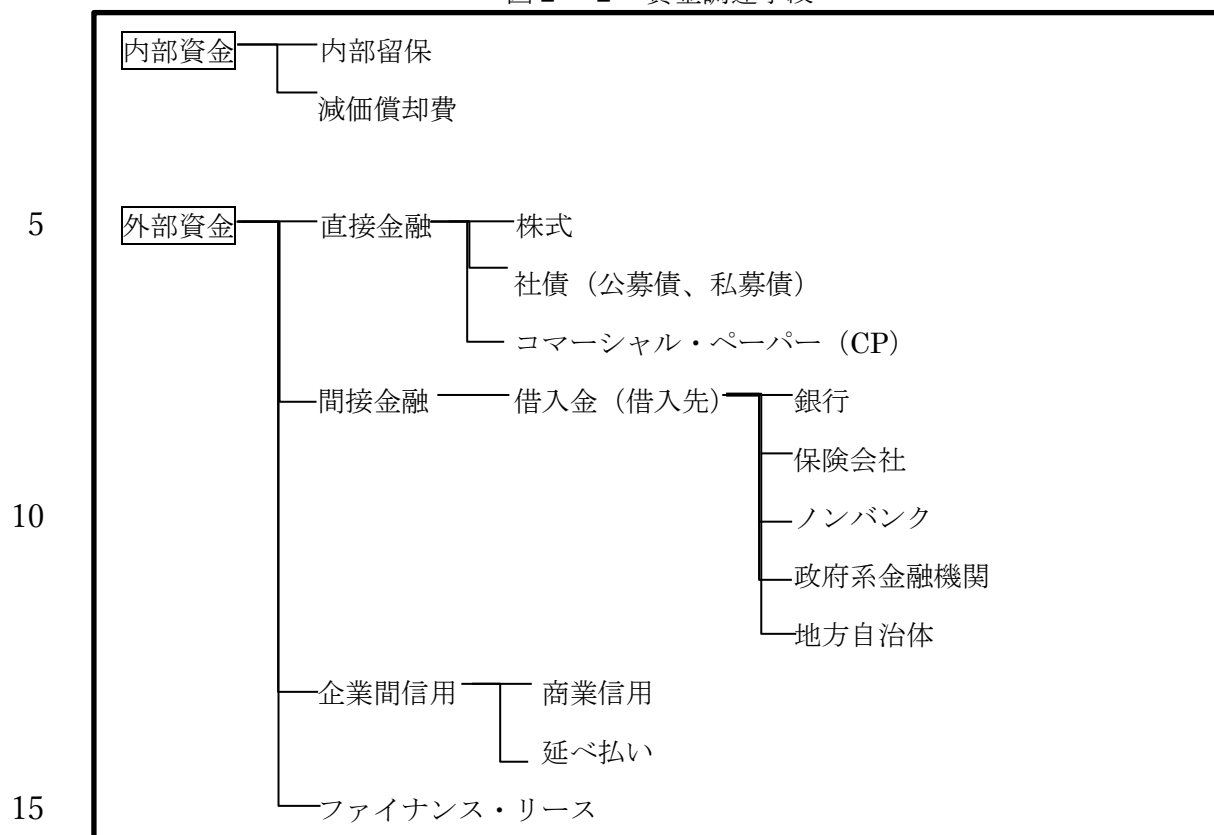
- 5 このように徐々に金融環境は改善の傾向にあるが、すべての企業で資金繰りが同程度に改善しているわけではなく中小企業の資金繰りは大企業と比較すると厳しい傾向にある。また図の推移から分かるように、大企業と中小企業の間でこの格差は景気の善悪にかかわらず常に存在している。

10 1-2 資金調達手段

藪下（2006）に従って、企業の資金調達手段について整理しておく。

図 2 - 2 より内部資金とは、利益剰余金などの内部留保や減価償却によって蓄積された資金を利用することである。一方で、外部資金とは、企業が設備投資などのために必要な資金調達を行う際に、銀行借入や株式発行などを通じて、企業外部から資金を調達することである。また、外部資金は、つぎのグループに分けられる。一つ目は、資本市場を通じて資金供給者（投資家）から直接資金を調達する直接金融である。具体的には、株式、社債、CP が挙げられる。二つ目は、資金供給者と資金需要者の間に金融機関が介在して資金を融通する間接金融である。借入先には、銀行だけでなく、保険会社やノンバンク、政府系金融機関、地方自治体なども含まれる。

図 2 - 2 資金調達手段



藪下史郎 (2006) 『中小企業金融入門 第2版』 東洋経済新報社 52 項より筆者作成

次に、企業の資金調達については、以下のような位置づけをし、考察していく。

20

25

30

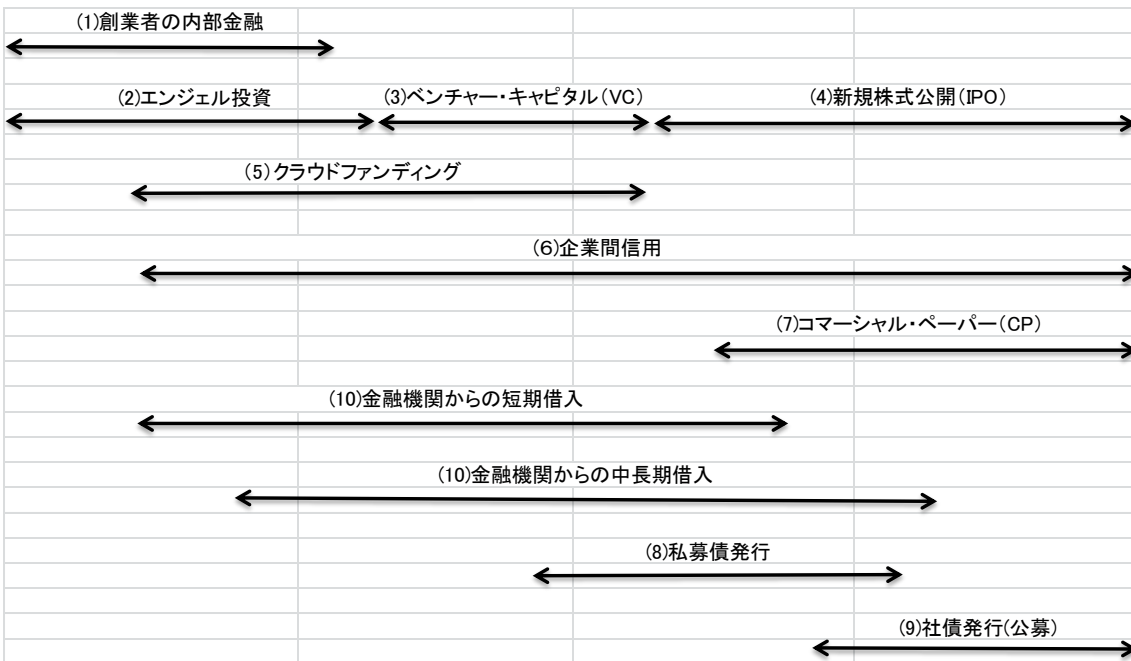
図 2 - 3 成長段階別の資金調達方法



5

極めて小さい企業 (ベンチャー企業) で、担保も履歴情報 もない段階 (シード 期)	小企業で、高い成長 可能性はあるもの の、履歴情報が限定 されている段階 (ア ーリー期)	中規模企業で、ある程 度の履歴情報があり、 必要に応じて担保も利 用できる段階 (エクス パンション期)	大企業で、リスク も知られていて 履歴情報もある 段階 (レーター 期)
--	---	--	--

括弧内は筆者による



出所 : Berger, A. N. and Udell, G. F. (1998) *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*, Journal of Banking and Finance, 22, p.623 より筆者作成

これらの資金調達手段を、直接金融と間接金融に分類すると、直接金融には、創業者の

内部金融、エンジェル投資、ベンチャー・キャピタル、IPO、CP、私募債・公募債発行がある。間接金融は、金融機関からの短期・長期借入である。これらを順に考察していく。

2-1 直接金融

5 (1) 創業者の内部金融

創業期の場合は Founder(自分)、Family(家族)、Friends(友人)からの資金調達が基本的に行われる。しかし、自己の資金量には限りがあり、一般的に多額の資金を調達することは難しい。そのためそれらの問題を解決するために以下に述べる多様な資金調達方法が存在する。

10 (2) エンジェル投資家

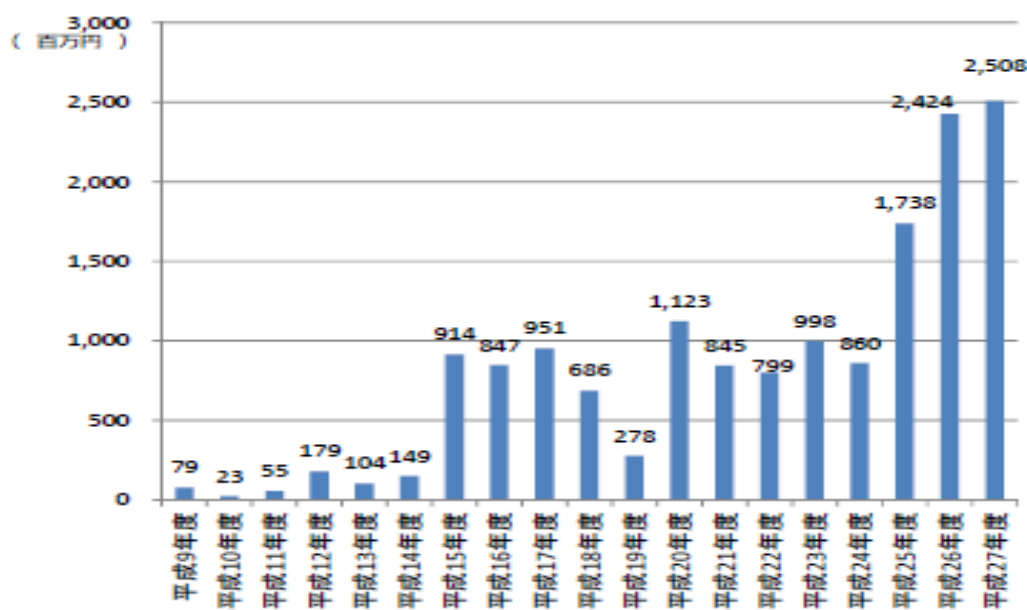
エンジェル投資家とは、創業期の企業に対して資金を提供する個人投資家である。通常、創業後まもない起業家は信用できる実績がないため、金融機関やベンチャーキャピタル(以下 VC とする)の融資を受けにくい。このような問題を解決するのがエンジェル投資家である。エンジェル投資家は引退した起業家が多く、そのため資金の提供以外にも自らの知識や人脈、アドバイスを提供している。

15 図表 2-5 より日本のエンジェル投資額は増加傾向にあり、平成 27 年度には約 25 億円となった。日本でもエンジェル投資家による資金調達が注目されてきてはいるが、ベンチャーの最先端を行くアメリカでは平成 24 年度におけるエンジェル投資額は約 2.3 兆円¹と、当時の日本と比べると約 2500 倍、直近の日本のデータと比べても約 900 倍と、規模の差は
20 大きく開いている。

25

¹「平成 26 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、最終報告書」平成 27 年度 株式会社野村総合研究所

図 2-5 エンジェル投資の投資額の推移



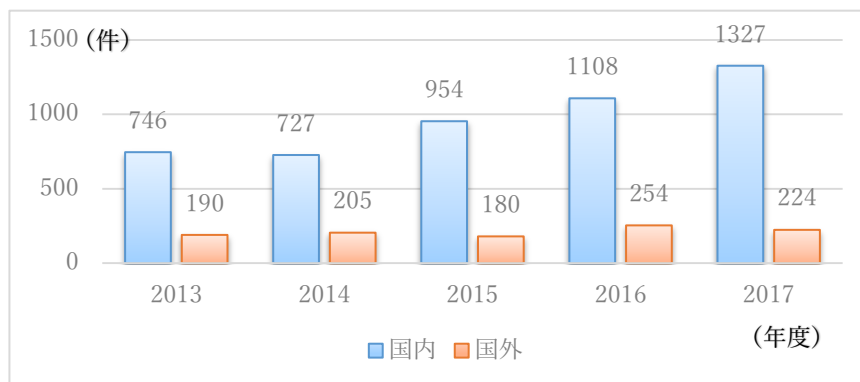
出所：「経済産業省におけるベンチャー政策について」 2016年12月12日 経済産業省

5 (3) ベンチャー・キャピタル

ベンチャー・キャピタル(以下 VC)とは、将来有望な未上場企業（ベンチャー企業）の株式などに投資を行う投資会社である。企業の将来性などを判断して成長のための資金を投資し、IPO または M&A による保有株式の売却などを通じて、投資資金の回収と利益を得る。図 2-5 より、VC の国内外の VC の投資件数の推移を見ると、2013 年度では、国内投資件数が国外の投資件数に比べ約 4 倍であったものの、2017 年度では、約 6 倍になっていることがわかる。

10

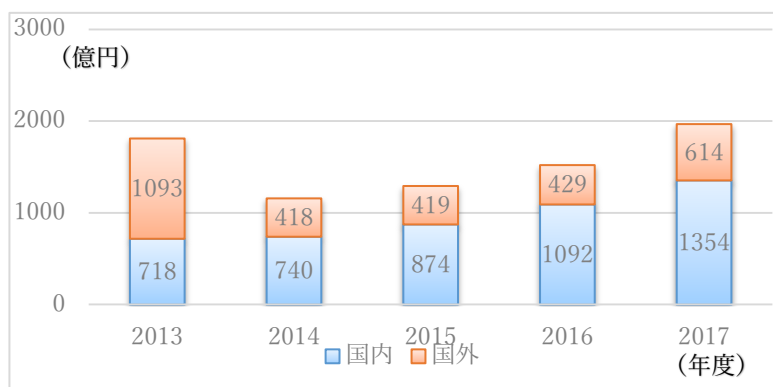
図 2-5 VC の国内外の投資件数



出所：「2017年度ベンチャー・キャピタル等投資動向速報」2018年8月21日 ベンチャー
エンタープライズセンターより筆者作成

5 図2-6より、国内外の投資金額を比較すると2016年度の1.092億円から2017年度の
1.354億円の一年間で24.0%の伸び率があることが分かる。2013年度は、国内投資金額よ
りも、国外投資金額のほうが多かったが。2014年度からは国内投資金額が上回り、VCや
ベンチャー企業への関心が高まっていることがうかがえる。

図2-6 国内外の投資金額推移



10

出所：「2017年度VC等投資動向速報」2018年8月21日 ベンチャーエンタープライ
ズセンターより筆者作成

(4) 新規株式公開

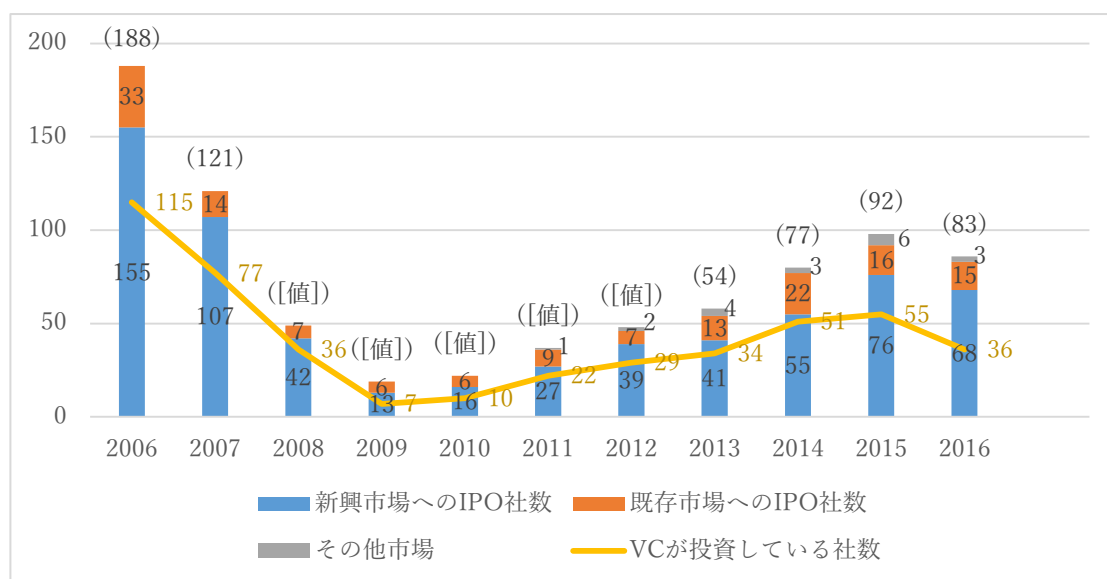
15 新規株式公開(以下IPO)とは、未上場企業が株式を証券取引所に新規上場させることであ
る。上場させる主な目的は資金調達であるが、企業の知名度の向上による信用力の拡大、
新規顧客の増加などを目的とする場合もある。IPOにより一般の投資家からも株取引がで
きるようになり、企業は多額の資金を迅速に調達することが可能になる。しかしIPOには
20 ディスクロージャーの義務や管理費用、IPOまでの準備費用、上場後の費用など多額の
コストがかかるため、結果的にIPOに至る企業は多くはない。

図2-7より、過去10年のIPO推移を見てみると2006年には既存市場と新興市場合
わせて188社が上場を果たしていたが、その後、リーマン・ショックなどが原因で2009年
にはその数が約10分の1まで減少した。2009年を底にそれ以降は徐々に回復し6年連続の
増加を経て2015年には92社となった。しかしながら、2016年には83社と減少に転じた。

IPO 件数は 10 年前と比べて約半数程度にとどまっている。

また、VC が投資している社数は IPO 社数と連動する傾向があり、VC 投資社数は 2006 年には 115 社であったが 2009 年にはわずか 7 社となっている。その後、徐々に回復し IPO の推移と同じく 2015 年まで連続して増加していたが 2016 年には 36 社となっている。2015 年の 55 社と比べて 19 社も減少している。よって、IPO を促進させるためには VC による投資が活性化することが必要だと考える。

図 2-7 国内における IPO 社数の推移



- 10
- ・ () の数値は新興市場と既存市場の IPO 社数合計
 - ・ 2011 年の数値はセブン銀行を除く
 - ・ その他市場：TOKYO AIM 取引所、および TOKYO PRO MARKET
 - ・ VC が投資している社数は新興市場上場企業を対象

出所：ベンチャー白書 2017 I-20 より筆者作成

15 (5) クラウドファンディング

クラウドファンディング（以下 CF）とは、不特定多数の人が通常インターネット経由で他の人々や組織に財源の提供や協力などを行うことを指す。図 2-8 のように、CF は資金や支援者へのリターンの在り方によって 4 つのタイプに分類することができる。①寄付型：集めた資金を全額寄付に充ててリターンなし。②投資型：出資者がプロジェクトの利益から配当という形でリターンを受け取る。③融資型：出資者が利子という形で一定のリターンを受け取る。④購入型：支援者はリターンとしてモノやサービス、権利という形での特

20

典を受け取る。

図 2-8 クラウドファンディングの分類

類型	仕組み
寄付型	資金提供者が無償で資金を提供する
購入型	資金提供者は対価として何らかの財・サービスを受ける
投資型	資金提供者は対価として収益の配当又は財産の分配を受ける ・融資型: 資金提供者は匿名組合契約に基づき資金を融資する ・投資型: 資金提供者は匿名組合契約に基づき出資持分を取得する ・株式型: 資金提供者は出資先の株式を取得する

出所: 「クラウドファンディングとその特徴」 2015年9月号 三菱UFJ銀行

- 5 シード期では、企業信用がなく初期投資などで赤字経営が行われている状態であるため、CFによるリターンを利益から還元することができないため、購入型CFが行われる場合が多い。企業の成長段階が進むにつれて、投資型、融資型へと進んでいく。

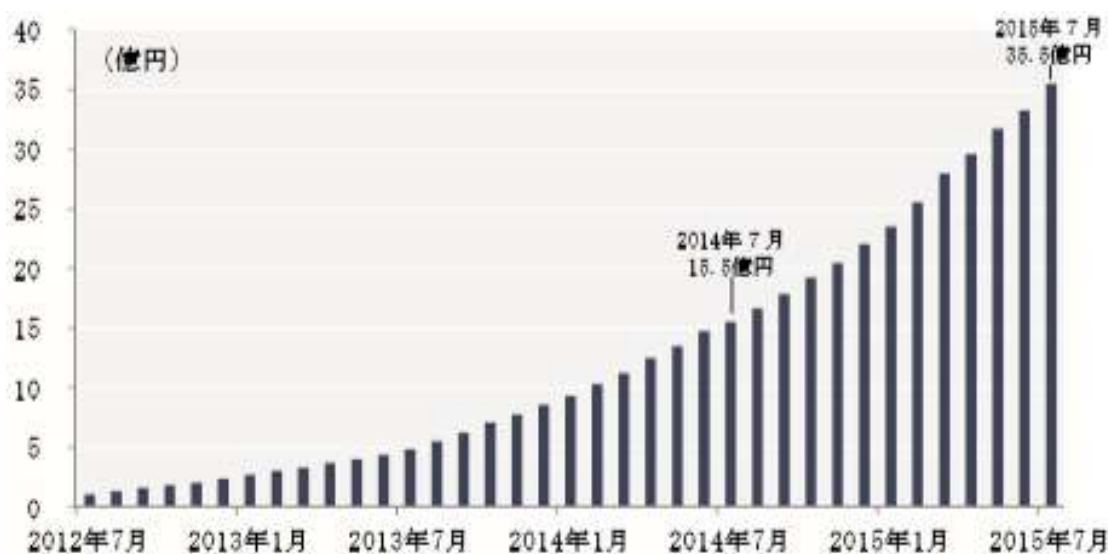
- 10 図2-9を見るとCFの累計支援額は増加していることがわかる。この背景には、アメリカで発祥したCFであるが、11年頃を境に日本をはじめ、韓国、香港、シンガポール等、アジア諸国でもクラウドファンディング・プラットフォームが続々と登場した²ことが影響していることがわかる。また、SNSの普及に伴いインターネット上で取引の行われるCFは知名度とともに、投資額が増加している。

15

20

² 「入門 クラウドファンディング スタートアップ、新規プロジェクト実現のための資金調達方法」 山本純子 日本実業出版社 (2014)

図2-9 日本の主要クラウドファンディング 累計支援額（月次推移）

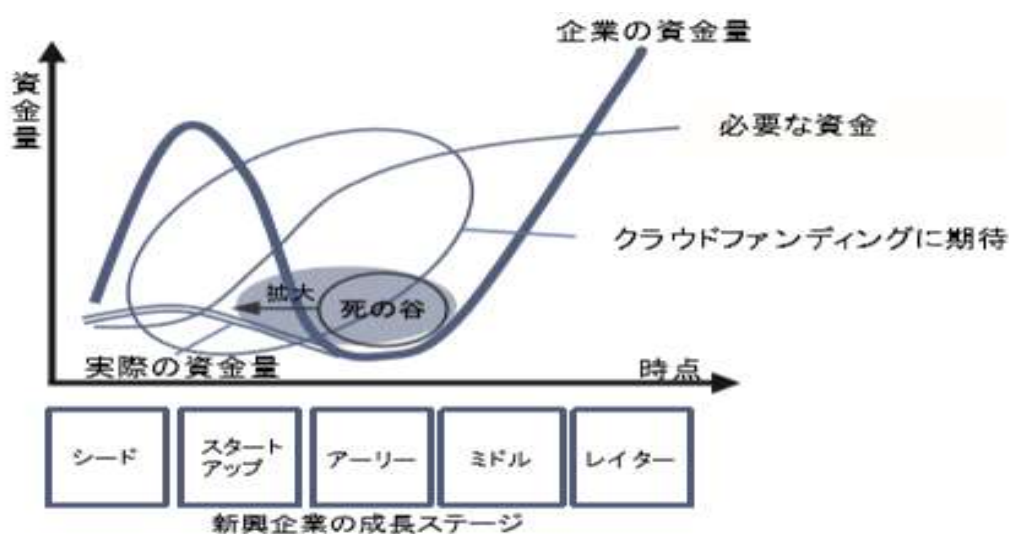


出所：「クラウドファンディングとその特徴」（2015年9月号）三菱UFJ銀行

5 また、図2-10よりベンチャー企業が陥る「死の谷」とは、必要な資金を確保して創業した後、事業により利益を上げて資金を得るまでには相当の期間を要するため、必要な資金が増加する中、企業の資金量が谷のように不足する現象である。しかしながら、日本においては創業期の資金調達に厚みが乏しく、実際の資金量は創業から少ないため「死の谷」が拡大しており、CFによる資金供給に期待が高まる。

10

図2-10 死の谷とクラウドファンディング



（6）企業間信用

5 企業間信用とは、商品売買における買掛や売掛、約束手形を通じた信用取引のことである。売り手と買い手は事実上の貸借関係にあり、売り手は、売上債権として売掛金、買い手は、購入債権として、買掛金・支払手形を計上する。

10 企業間信用においてポイントとなるのは、①金融面からみると、通常の貸借関係より、コスト削減の面で優位性があるということである。しかし、②企業間信用は、売り手が買い手を信用して行われるが、時として回収不能になるリスクもあるため、取引先への与信管理が非常に重要となる。さらに、③経理面では、会計上の利益発生と現金による回収（入金）にタイムラグがあるため、資金繰りに注意する必要がある。

（7）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するための無担保の約束手形のことである。企業が直接金融で資金調達をするという点では社債と同一の性格を持つが、社債の償還期間は通常1年以上で、有価証券取引上の有価証券として規定されているのに対し、CPの償還期間は通常1年未満で、30日以内のものが多い。また、有価証券ではなく手形であるため、社債が証券会社で扱われるのに対して、CPは銀行等でも扱われるといった性質を持つ。

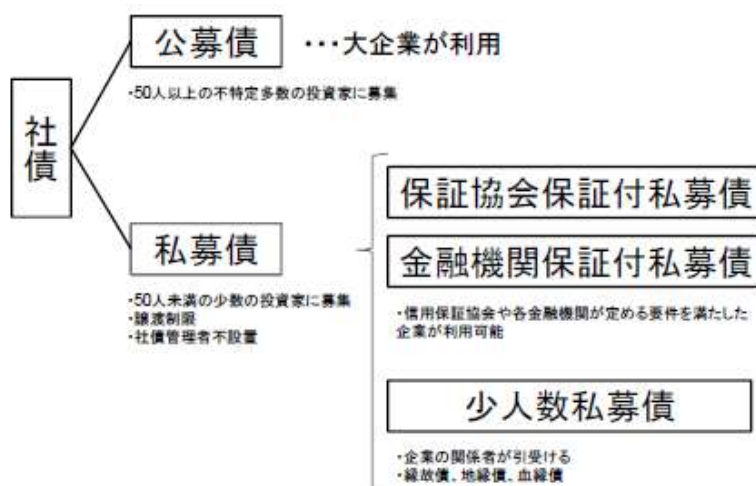
20 しかし、CPは無担保で企業の信用力のみで資金調達するため、CPを発行できる企業は限られており、企業の成長段階で当てはめるとエクスパッション後期からレーター期全般にかけての成長段階にある企業規模でしかCPの発行は見込めない。

（8）私募債・公募債

25 図2-11より中小企業が社債を利用する場合、通常、募集形態は公募ではなく私募である。公募は不特定多数の者に対して募集をかけるため、知名度のない企業が公募をしても投資家は集まらない。そのため、公募は上場企業や大企業が社債を発行する際に利用することが多い。一方、私募債は少人数（50人未満）に対して募集をかけることを言う。私募債は、金融商品取引法の規制外であるため有価証券届出書や有価証券報告書の提出義務がなく、譲渡制限を付す等のいくつかの条件を満たすことで社債管理者を設置する必要もなく、コストや手間が軽減される。具体的には、銀行が引き受ける金融機関保証付私募債
30 や保証協会保証付私募債、または社長の個人的な知人、事業内容に関心のある特定の人物

に引き受けてもらう少人数私募債がある。このため、上場していない知名度の低い中小・ベンチャー企業に適した資金調達手段と言える。

図 2 - 1 1 社債の種類



5

出所：「中小企業の資金調達構造と社債利用」 帝国データバンク(2013)より筆者作成

ここで私募債の (i) 金融機関保証付私募債・保証協会保証付私募債、(ii) 少人数私募債についてさらに詳しく述べる。

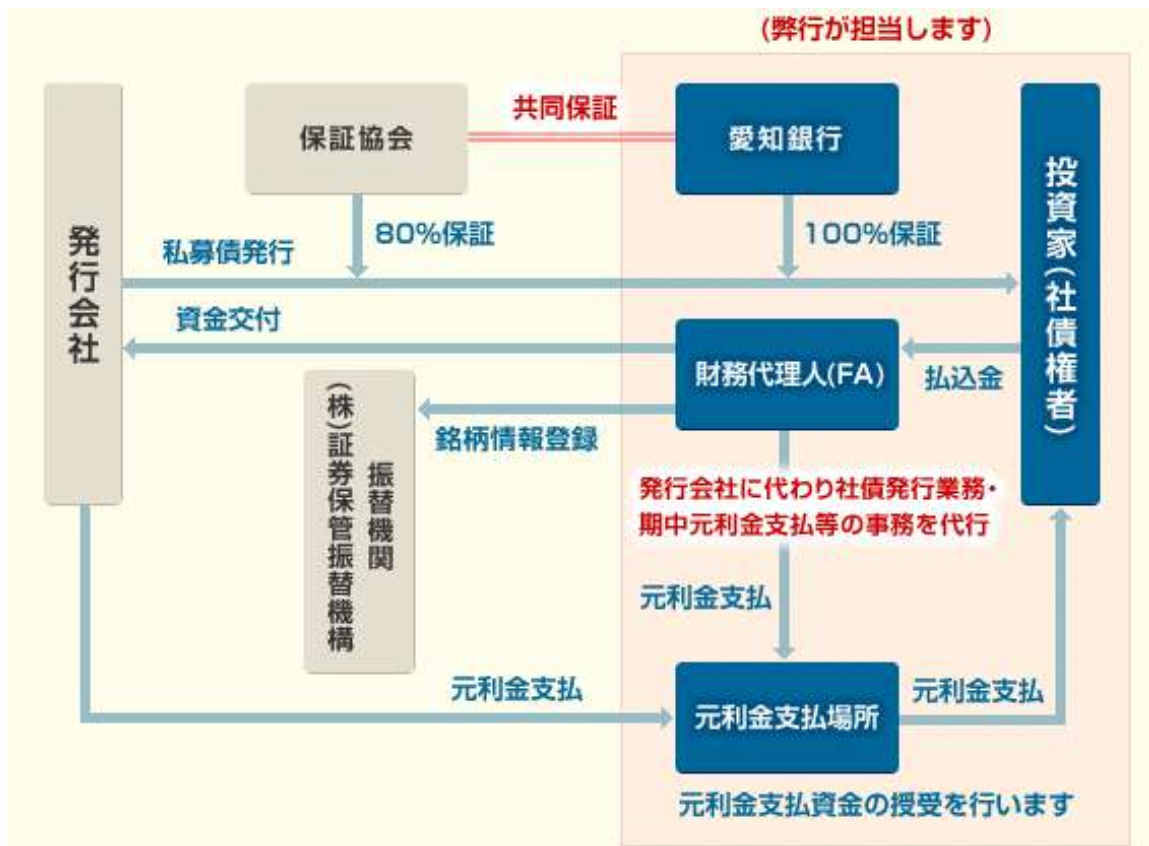
10 (i) 金融機関保証付私募債・保証協会保証付私募債

図 2 - 1 2 より信用力の低い中小・ベンチャー企業の信用力補完のために、私募債に金融機関の保証を付けるものを金融機関保証付私募債、保証協会の保証を付けるものを保証協会保証付私募債という。いずれの場合も最終的には銀行が社債を引き受けることがほとんどであり、企業が倒産した場合や、デフォルト状態に陥った際にリスクを負う。

15 金融機関、保証協会ともリスクが高いため、保証する企業に対して厳しい審査がなされる。目安としては、銀行のプロパー融資の審査に通過できるほどの企業でないと私募債の保証を受けることができないとされている。

20

図 2 - 1 2 金融機関保証付私募債の仕組み



出所：「特定社債保証制度スキーム」愛知銀行

5 (ii) 少人数私募債

少人数私募債は 50 人未満の引受人に対して発行する私募債である。また、発行額は 1 億円以下を想定している。少人数私募債の引受人を募集する際は、説明会を開いて私募債の引き受け手を選定する。また、知人などで引き受け手に心当たりのある場合は直接勧誘を行うこともある。

10 少人数私募債は銀行や信用保証協会の保証を必要としないため、厳しい審査の通過が困難な中小・ベンチャー企業などが利用する。加えて、少人数私募債での資金調達、信用の証となるため、後の銀行からの融資の際などに信用の獲得にもつながる。

15 図 2 - 1 3 を見たときに、2008 年から急激に低迷し、2009 年に最低を記録している。その後、少しずつ額が上昇し、2015 年から急激な伸びを見せている。この 2008 年からの急激な下落の原因としては、2007 年に顕在化したサブプライム住宅ローン危機を発端としたリーマン・ショックが原因として考えられる。リーマン・ショックの結果、日本は急激な

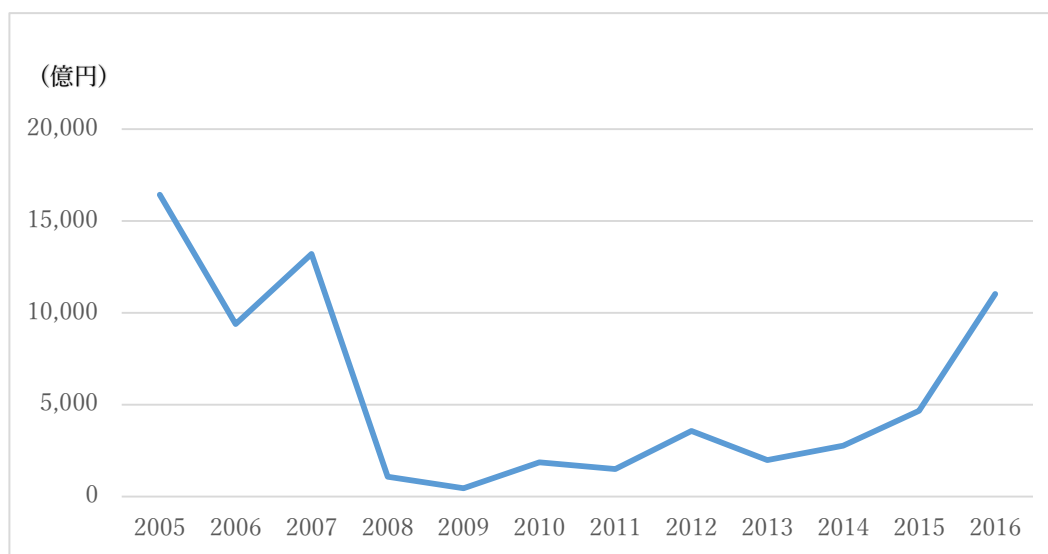
円高になり、日本産業が衰退する原因となった。特に輸出企業への打撃は大きかった。このため、銀行をはじめとする金融機関は中小企業への貸出や保証人になることを渋ったと考えられる。また、2009年問題も重なったため金融機関の企業に対する信用の低さが顕著に表れていると考えられる。

5 リーマン・ショックによる円高の時代が続いた後に、2013年のアベノミクスによる金融緩和の表明から徐々に円高は回復傾向に向かった。2015年にはリーマン・ショック以前の水準に近づいた。図2-13を見ると、傾向が重なっていることがわかる。

以上のことから、私募債での資金調達には景気変動の影響を受けることがわかる。そのため、常に安定した資金調達元となるとは言い難く、金融機関や保証協会の保証付私募債の

10 審査は厳しさを増すことが想像される。また、倒産の危険性も増すため少人数私募債の引受人も期待できないなどのことが課題として挙げられる。

図2-13 私募債の引受額



15 出所：日本証券業協会 「短期社債及び私募債の取引状況等」より筆者作成

2-2 間接金融

次に、間接金融の融資について考察する。間接金融とは、資金の貸手と借手の間に、金融機関などの仲介業者が存在し、間接的に資金を融通する仕組みのことである。本節では、

20 中小企業における間接金融の現状を、大企業と比較しながら確認していく。

(10) 金融機関からの借入

初めに、大企業と中小企業の金融機関からの貸出の推移を見ていく。図2-14は、1993年第2四半期を基準としていて、バブル崩壊以降から2000年代半ばにかけて、大企業・中小企業共に貸出金が約3割減少していることが分かる。その後の貸出金の総量は、企業規模によって異なるが、リーマン・ショック時に、大企業は中小企業と比較して、大幅な借入をしている。その後、大企業は減少したものの貸出金の総量は回復しつつある。一方、中小企業は増減を繰り返し推移の変化はあまり見られず、横ばいが続いている。

図2-14 企業規模別に見た金融機関からの貸出の推移

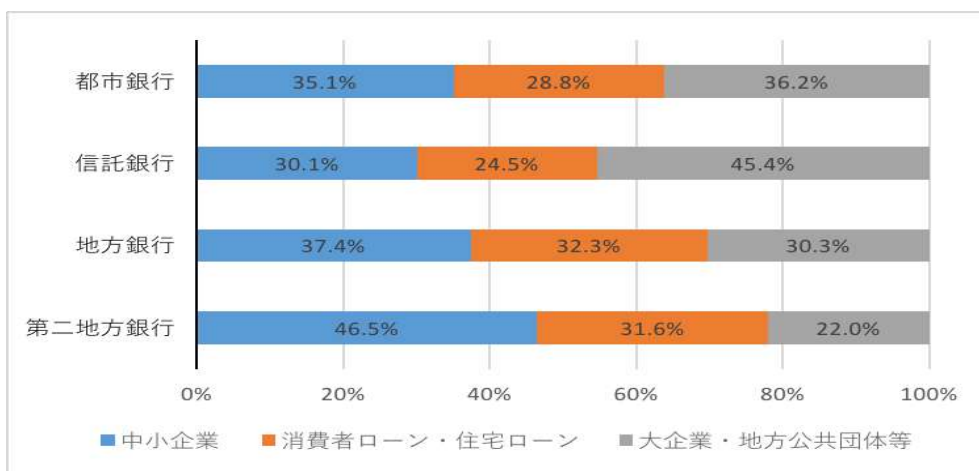


10 出所：「中小企業白書 2016」より筆者作成

次に、図2-15に挙げられる銀行4業種から見た、大企業・中小企業の貸出全体に占める割合を見ていく。この割合を見ると、大手の銀行にとっても中堅・中小企業向け貸出は大きなマーケットである事が分かる。2015年3月時点で、都市銀行では中小企業35.1%
 15 に対し、大企業・地方公共団体等36.2%となっている。また地域金融機関である地方銀行、第二地方銀行は中小企業のウエイトがより高く、地方銀行で37.4%、第二地方銀行で46.5%となっている。

20

図2-15 国内銀行業態別国内店貸出に占める中小企業向け貸出の割合



出所：「全国銀行の中小企業等貸出/消費者ローン/住宅ローン比率（2015年3月末）」金融ジャーナル 2015年7月号より筆者作成

5

ここで、融資の種類には、1年以内に返済する借入金である「短期借入金」と、1年以上かけて返済する借入金である「長期借入金」が挙げられる。中小企業などでは、決済の際に売上金を回収するまでの間、経営を乗り切るだけのお金が必要になるため、短期で借りることがよく見られる。また、短期借入金は、回収しやすくリスクが少ないと判断されるため、金融機関の側でも返済期間が短い借入金ほど融資を積極的に行っている。一方、長期借入金は、長期間借り続ければ続けるほど利息が蓄積していき、最終的に支払う返済額が多くなってしまうため、店舗・オフィスの増設・開設、新事業立ち上げに伴う新しい設備・機器の購入など、一度にまとまった資金が必要で、それを回収するまでに時間がかかるケースで使用される。

10

15

リレーションシップバンキングとトランザクションバンキング

中小企業の資金調達は金融機関への依存度が高い。その原因は、直接金融を中小企業が利用しにくい点にある。中小企業の資金調達の特徴として、「情報の非対称性」が存在し、これが中小企業の円滑な資金調達を困難にしていると考えられる。「情報の非対称性」とは資金の貸し手と借り手は互いに持っている情報が対称的ではなく、借り手側が貸し手側より収益性やリスク、財務状況や経営能力などについてより多くの情報を持っていることを指す。つまり証券市場での貸し手(投資家)は中小企業(借り手)の信用情報などをすべては把

20

握できないため、信用が欠け直接金融が活発に行われないのである。直接金融において、「情報の非対称性」を緩和させる手法には情報開示規制がある。また、間接金融においてこれを緩和させる手法には、リレーションシップバンキングと、トランザクションバンキングがある。

- 5 リレーションシップバンキングとは中小企業と金融機関との長期かつ継続的な金融取引に基づいて蓄積される情報により貸出など金融取引を行うことである。つまり、金融機関が中小企業との長期的かつ取引横断的な金融取引によってその企業の情報を収集・蓄積することで「情報の非対称性」を緩和させることである。この手法の中小企業側のメリットとして、資金調達の困難の解消、また業績悪化時の資金調達リスクの軽減、低い金利による貸出、過度な担保・保証の軽減、保証の軽減などがある。デメリットとしては、貸し手と借り手の密接な関係により企業は借入依存に陥りやすく、金融機関は過度な融資を行う恐れがある。つまり企業は業績が悪化してもそれを改善するような経営努力へのインセンティブを弱めてしまうことになり、金融機関はリスクを高めることになる。また、ホール
- 10 ドアップ問題がある。これは交渉の場において選択肢がないがために相手に従わざるを得ない状況のことである。金融機関が企業の情報や取引を独占することに伴う弊害であり、例えば金融機関が自らに有利な条件を課す可能性の問題などである。さらにコントラクテ
- 15 イング問題がある。これは金融機関組織内部での情報の偏在・非対称性による問題で、大規模金融機関には不向きとされる。

- 次にトランザクションバンキングとは「ハード」な情報、すなわち財務諸表などの定量
- 20 情報に基づき一時点かつ個々の取引の採算制を重視して金融取引を行うものである。トランザクションバンキングの具体的な手法は以下の3つに集約される。

1. クレジット・スコアリング貸出
2. ABL(動産担保融資)
3. 財務諸表貸出

25

1. クレジット・スコアリング

統計的モデルに基づいて、個人または企業の信用度を点数化し、融資の可否や融資利率などを決定する手法である。クレジット・スコアリングは低コストかつ迅速であり、審査の省力化が図れること、ならびに中小企業特有の情報の不透明リスクの回避が可能であること

30 などの特徴がある。しかし、一件当たりの貸出金額が少額であるため必ずしも中小企業

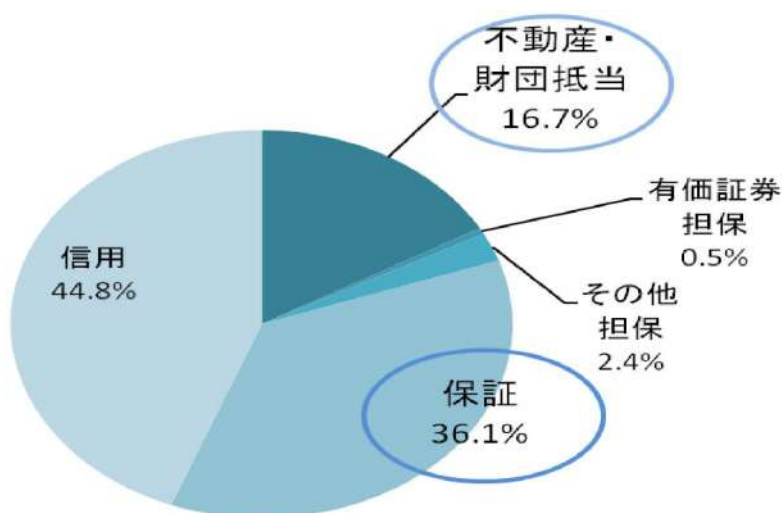
の資金ニーズに対応できるわけではないこと、新規事業の設備資金ニーズや創業期の企業の資金ニーズへの対応は難しい。

2. ABL

- 5 日本では、図2-16より金融機関が企業向けに融資を実行する際に不動産や個人保証に依存してきた。とりわけ、中小企業向け貸出金担保の内訳をみると不動産担保の割合が85.7%³を占める。ABLはそのような従来の資金調達に活用されていない在庫や売掛債権、機械設備などの事業収益資産を活用した金融手法である。中小企業は不動産担保や個人保証を多く持たないことため、ABLは資金調達の有効な手段となる。

10

図2-16 貸出金の担保状況



出所：「ABLの概要と課題」日本銀行 金融高度化セミナー(平成23年)

- 15 これを活用することで、担保となる不動産を所有していない企業でも事業規模に応じた融資を受けることが可能になった。ABLによる資金調達における企業側のメリットとしては資金調達手法の多様化、資産の有効活用、安定資金、成長資金の確保などが挙げられる。金融機関側のメリットとしては不動産以外の担保取得など融資手法の多様化、新たな顧客層の開拓、目利き能力の向上、コンサルティング能力の向上などが挙げられる。しかし、

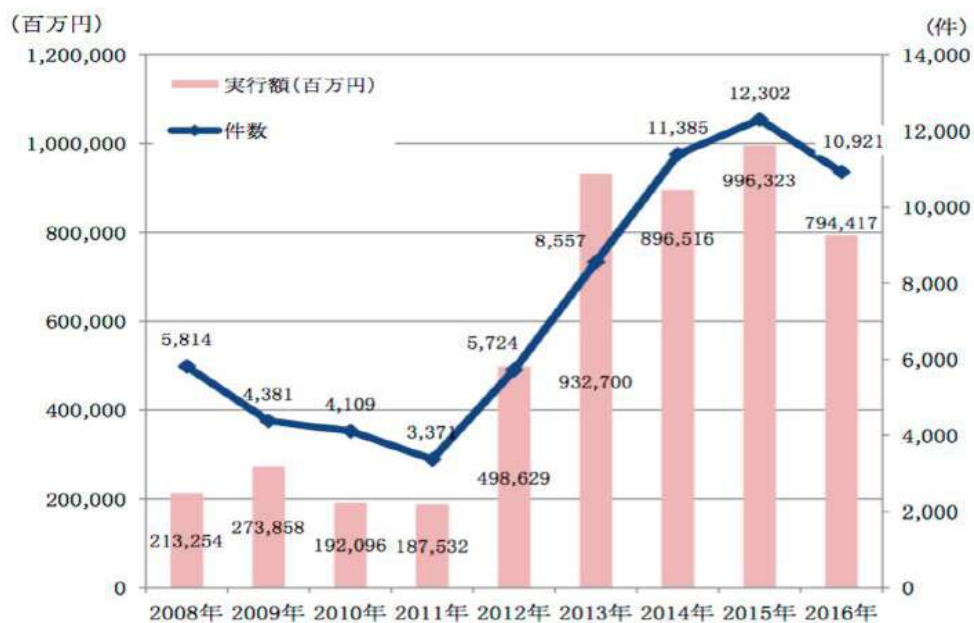
³ 「(3)規模が小さいほど不利な資金調達条件 第2-2-14図」中小企業庁

担保が企業規模などによって多種多様になることが予想され、担保価値の評価が難解化する恐れがある。また企業の売掛債権や在庫などを担保とするがこれらは短期間で増減するため金融機関にとっては高い頻度でモニタリングすることが必要となり、行内体制の構築のコストがかかるというデメリットも考えられる。

- 5 図2-17より、2016年のABL実行件数は10,921件、実行総額は794,417百万円である。2012年度以降大きく増加し、2015年度には実行件数、実行総額ともに調査開始以来最大となっていたが2016年度は減少となった。実行件数は約1400件、実行総額は約2000億円減少している。

10

図2-17 ABLの実績推移



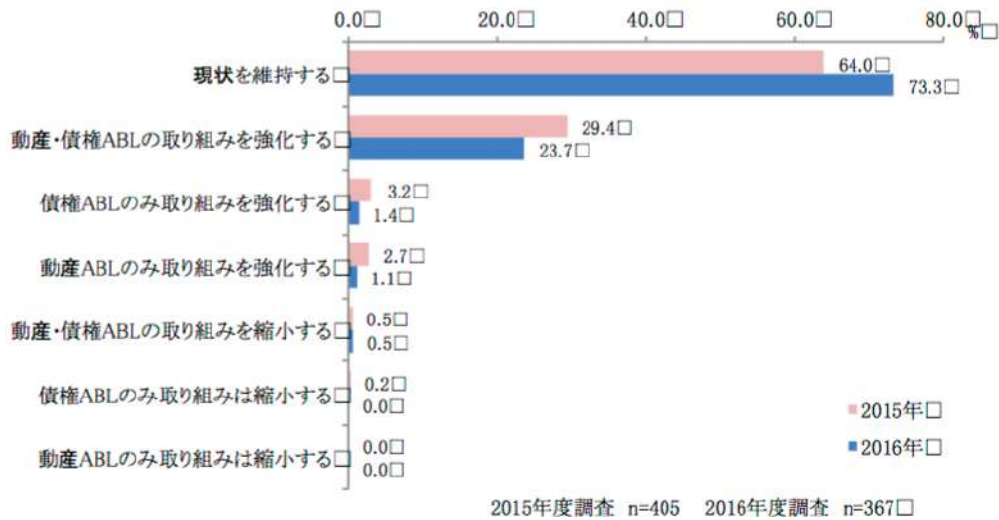
出所：「企業の多様な資金調達手法に関する実態調査 調査報告書」2018年3月 帝国データバンク

- 15 また、今後のABL実施方針について、図2-18よりABLの実績がある機関においては「現状を維持する」が73.3%と最も多く、2015年度と比べて9.3%上昇した。次いで「動産・債権ABLの取り組みを強化する」が23.7%となった。

ABLの実績がない機関においては図2-19より「ABLの取り組みを予定していない」が80.6%と最も多く、次いで「動産・債権ABLに取り組む予定である」が13.2%となった。

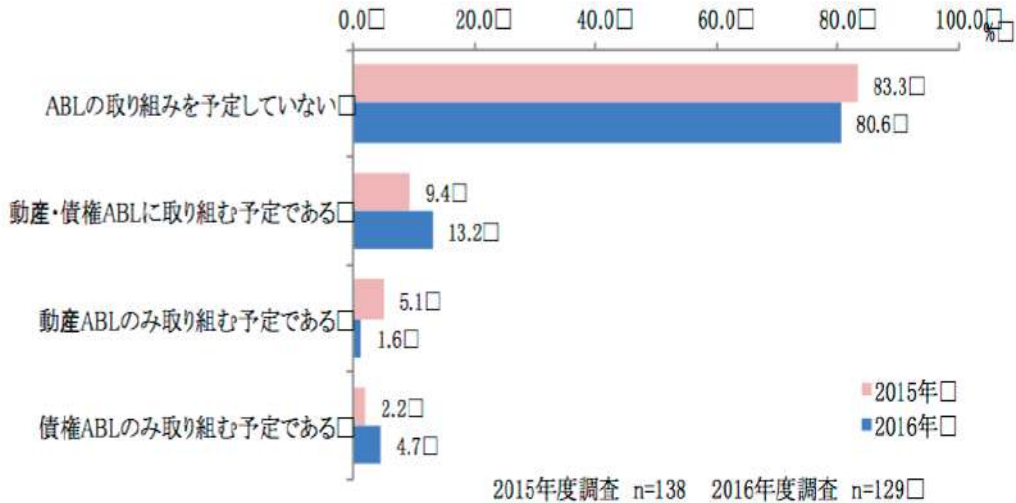
これは 2015 年度と比べて 3.8%上昇した。

図 2 - 1 8 今後の ABL 実施方針(ABL 実績あり)



5 出所：「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」2018年3月 帝国データバンク

図 2 - 1 9 今後の ABL 実施方針(ABL 実績なし)



10 出所：「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」2018年3月 帝国データバンク

3. 財務諸表貸出

借入企業の財務省表から読み取れる信用力や返済力を基に審査し実行される貸出である。

具体的には金融機関は EBITDA などキャッシュフロー関連指標を基に返済能力を審査する。また、財務制限条項を設ける場合もある。財務省表貸出は必然的に信頼性が高く、監査済みの財務省表の作成が可能な一定以上の規模の企業が対象となり、規模の小さい企業は利用できない。

5

第3章 中小企業・ベンチャー企業における資金調達の課題

本章では2章で述べた現状を分析し、直接金融であるエンジェル投資、VC、IPO と間接金融である ABL における課題を考察する。

1-1 直接金融

10 (1) エンジェル投資

ここでは、エンジェル投資家の活動や割合を他国と比較しながら、どのような課題があるのかを考察していく。エンジェル投資家の課題として、日本のエンジェル投資家数が他国と比較して少ないことが挙げられる。

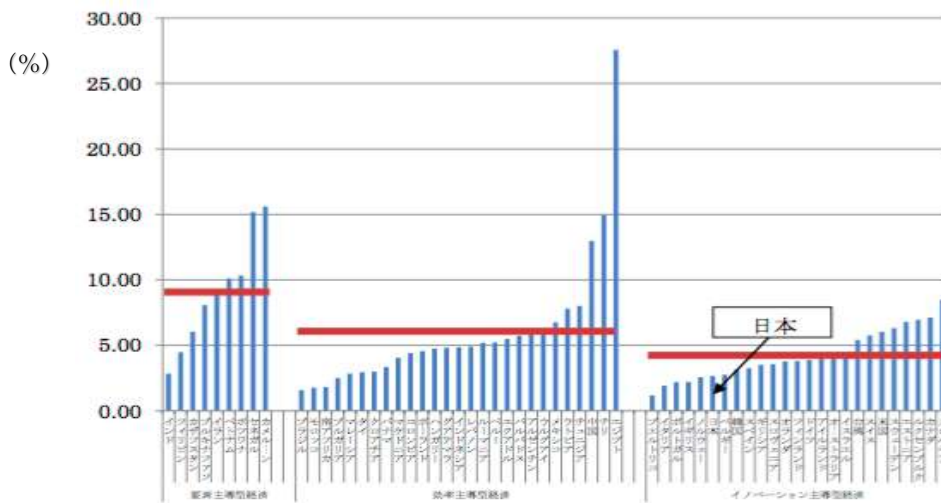
15 図3-1は、「過去3年間に、他の人が始めた新しいビジネスに個人的に資金提供をした」成人人口の割合を示している。経済圏別にこの割合の平均をみると、要素主導型経済が9.1%と最も高く、効率主導型経済(6.1%)、イノベーション主導型経済(4.2%)となっている。そこで、要素主導型経済では金融市場が整備されていないため、起業に必要な資金を個人投資家に依存するところが大きいと考えることもできる。この中で日本は、平均よりも下回っていて、低い数値であることが明確である。

20

25

30

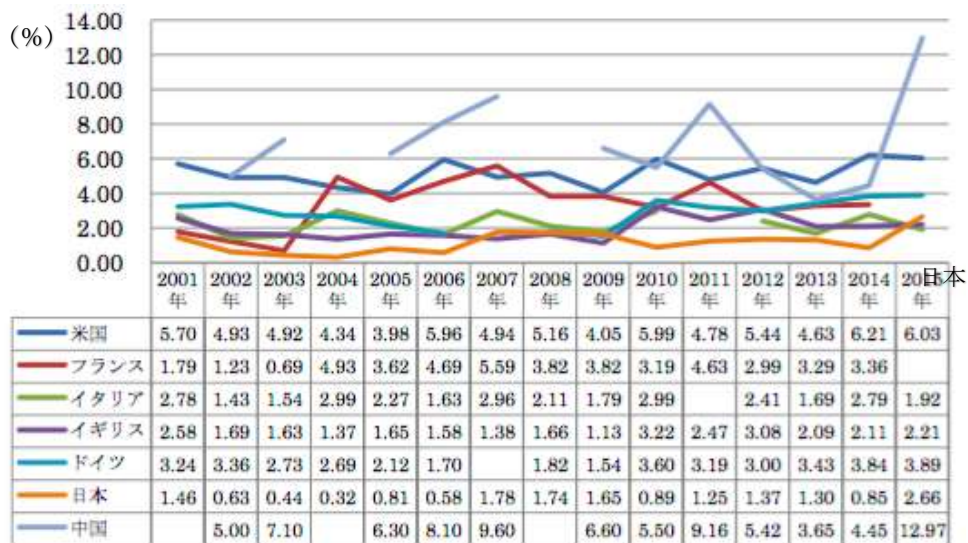
図3-1 個人投資家の活動



出所：「起業・ベンチャー支援に関する調査」株式会社野村総合研究所

- 5 次に、図3-2は個人投資家の割合を時系列で示している。日本を見てみると、2000年代前半には、0.5%前後で低迷していたが、2000年代後半では、1~2%の間で推移している。その後2014年に再び1%を下回っているが、2015年には初めて2%を超えた。しかし、他の6カ国は基本的には日本を上回っており、米国はこの15年間4~6%を推移し個人投資家の活動が活発な事が分かる。そして中国は2014年から2015年にかけて約8%も増加しており
- 10 個人投資家が浸透し始めている事が見てわかる。

図3-2 個人投資家の活動の推移



出所：「起業・ベンチャー支援に関する調査」株式会社野村総合研究所

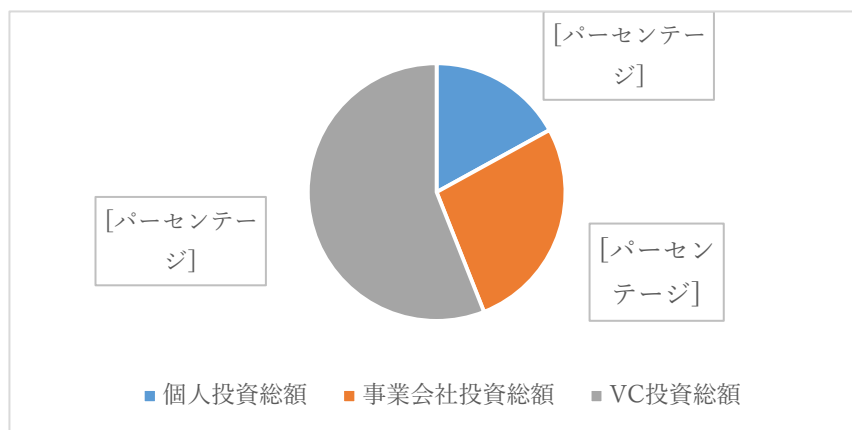
また、ベンチャー企業への投資を促進するために、ベンチャー企業へ投資を行った個人投資家に対して税制上の優遇措置を行う制度をエンジェル税制という。エンジェル税制が
5 施行されてから、利用件数、投資金額は増加したが、資金需要の面から考えると十分に活用されているとは言えない。現在の日本には、BANs などの情報交換やノウハウの共有する場が少ないことやエンジェル税制の事務手続きが複雑で、手が出しにくいことが原因に挙げられるだろう。また新規企業にとっては、資金調達は困難なものであり、何も実績がないため銀行からの融資も受けられにくい。そこで、ベンチャー企業への投資促進を図ること
10 とで、新規企業も資金調達を行いやすくなるのだが、前述したように日本と諸外国を比較すると、日本のエンジェル投資家数・投資額ともに少ないために、そのような新規企業が苦しむことになる。

したがって、ベンチャー企業の資金調達を円滑にするためには、「エンジェル投資家数・投資額不足」という課題を克服する必要がある。

15 (2) VC

VC は、出資の回収のために出資先企業の株式上場を最終目標とする場合が多い。そのため、将来上場を視野に入れるほどの成長が見込まれるベンチャー企業でなければ、VC からの資金調達は困難である。図3-3より、上場したベンチャー企業34社の資金調達額のうち、半分以上がVCによるものであった。上場が実現可能な急成長をするベンチャー企業の
20 資金調達において、VCの出資が必要であることは明確である。

図3-3 VCへの投資額割合

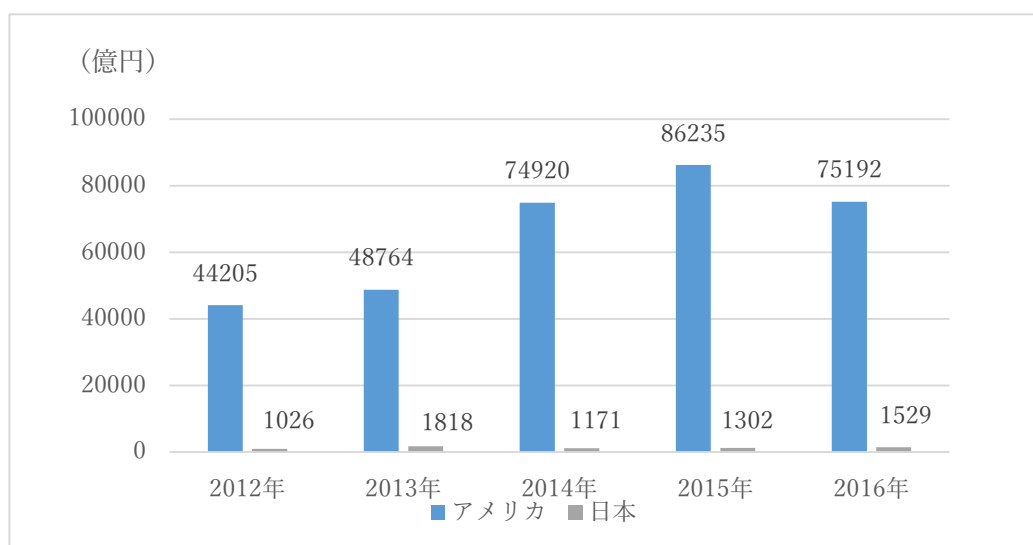


出所：「2008年ベンチャービジネスの回顧と展望」ジャパンベンチャーリサーチより筆者作成

次に、ベンチャー企業の急成長が経済を牽引し、それに続く企業も多い米国と比較しながら日本のベンチャー企業、VCについて考察する。

第2章でも述べたように、日本のベンチャー投資は年々増加傾向にあるものの、図3-4のように海外と比較すると、その差は歴然である。2015年では、米国の投資額は日本の約66倍にも及ぶ。2016年の日本の投資額は、2015年より微増したと言えるが、米国と比較するとその差は、約49倍もあることがわかる。対GDP比では、日本は米国の約7分の1である。

図3-4 ベンチャー投資の国際比較

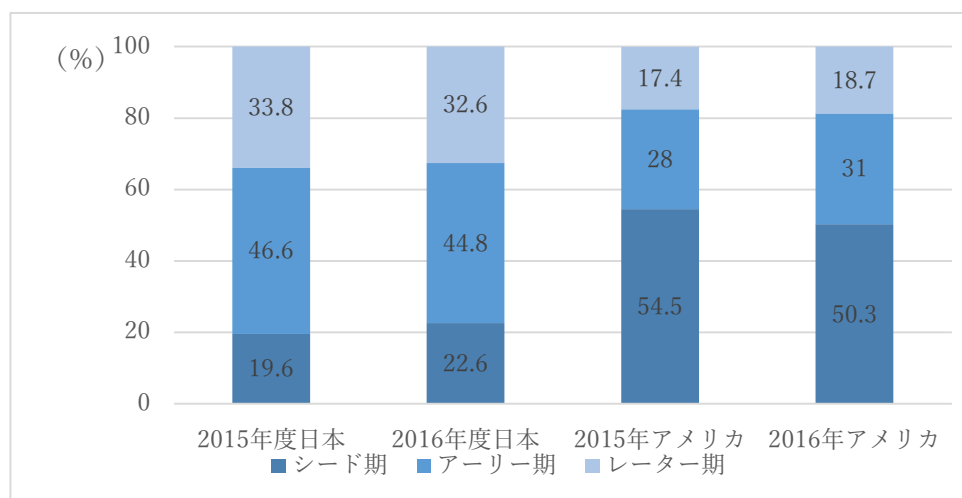


出所：「ベンチャー白書 2017」I-50より筆者作成

15 このように比較すると日本のVCの投資は極めて少ないといえる。特に、創業期の資金調達が困難であるベンチャー企業にとって、シード期、アーリー期のVCからの投資はとても重要となる。ここで、図で日本と米国のVC投資先ステージの件数を比較する。まず、日本では2015年から2016年にかけてシード期の割合が19.6%から22.6%に増加していることがわかる。しかし、これをアメリカと比較すると、2015年のアメリカの半数にも及ばない。

20 ベンチャー企業への投資額は多くなっているように見えても、創業時のベンチャー企業の資金調達状況はあまり変わっていないと言える。

図3-5 日本とアメリカのVC投資件数比率



2016年より、NVCAでのステージの区分が変更になったため、日本におけるエクспанション期とレター期を合わせたものをレター期として記載。

5 出所：「ベンチャー白書2017」I-11.61より筆者作成

新たな動向として、CVCが挙げられる。CVCとは、事業会社が社外のベンチャー企業等に投資を行い、その投資活動を行う組織のことである。また、ファンドを形成し、子会社設立での自社運営をする体制やVCに運営委託を依頼する体制をとる企業もある。2015年度のベンチャー白書より、CVCは、大企業とベンチャー企業の双方にメリットをもたらすこと、「コラボレーションについての大企業トップの明確なコミットメント」と「コラボレーションの目的が戦略的であっても、ファイナンスリターンへのこだわり」が成功のカギであることを述べている。

10 (3) IPO

15 IPOでは費用面と経営面において課題が挙げられる。

まず、費用面について述べる。IPOには、IPOまでの費用、次にIPO時の費用、最後に上場後の費用が必要になるが、これらの費用が企業のネックとなる。

20 図3-6は上場審査に伴う費用である。この料金は証券取引所の種類によって変わるが今回は東証証券取引所を参考に考える。マザーズは200万円、JASDAQは400万円となっている⁴。審査のみでこれだけの費用がかかるため、上場前の企業では成長段階がアーリー期

⁴「新規上場実務ガイド」みずほ証券

などに限られてくるだろう。

図 3-6 上場審査に伴う費用

料金	金額	支払期日
上場審査料	400 万円	上場申請日が属する月の翌月末日まで

出所：「新規上場ガイドブック 2018」東京証券取引所

5

図 3-7 は IPO 時に必要な費用を示しており、新規上場料は市場第一部で 1,500 万円、市場第二部で 1,200 万円と多額の費用がかかる。

図 3-7 新規上場時に必要となる費用

料金		金額	支払期日
新規上場料	市場第一部	1,500 万円	上場日が属する月の翌月末日まで
	市場第二部	1,200 万円	
公募又は売出しに係る料金		(1) 上場申請に係る株券等の公募 公募株式数×公募価格×万分の9	上場日の属する月の翌月末日まで
		(2) 上場申請に係る株券等の売出し(注3) 売出株式数(注4)×売出価格×万分の1	

10

出所：「新規上場ガイドブック 2018」東証証券取引所

また、公募または売出しに係る料金の計算例は図 3-8 に示す通りである。

15

20

図 3-8 新規上場時に必要となる費用の計算例

(前提条件)	
<ul style="list-style-type: none"> ・市場第二部への上場 ・公募 100,000 株 ・売出し（引受人の買取引受）50,000 株 ・売出し（オーバーアロットメント）20,000 株 ・公募又は売出価格 2,560 円 	
(計算)	
新規上場料	12,000,000 円
+公募又は売出しに係る料金	【公募分】 100,000 株×2,560 円×9/10,000=230,400 円 【売出し分】 (50,000 株+20,000 株=70,000 株) ×2,560 円 ×1/10,000=17,900 円（百円未満切捨て）
合計	12,248,300 円

出所：「新規上場ガイドブック 2018」東証証券取引所

5 最後に IPO 後の費用については年間上場料がある。料金については以下の図 3-9 に示す通りである。

図 3-9 年間上場料

市場区分 時価総額	市場第一部	市場第二部	支払期日
50 億円以下	96 万円	72 万円	2 月末日及び 8 月末日まで（左記の金額に TDnet 利用料を加算した金額の半額ずつ）
50 億円を超え 250 億円以下	168 万円	144 万円	
250 億円を超え 500 億円以下	240 万円	216 万円	
500 億円を超え 2,500 億円以下	312 万円	288 万円	
2,500 億円を超え 5,000 億円以下	384 万円	360 万円	
5,000 億円を 越えるもの	456 万円	432 万円	

10

出所：新規上場ガイドブック 2018（東証証券取引所）

IPOは資金調達手段としては、かなり安定した方法ではあるが、資金を調達するために多額の費用がかかるためレター期の企業であっても、上場を行うことができない例は多い。上記の費用を軽減、または保証する手段を用意することができれば上場のハードルを下げることができるかもしれない。しかし、一般的な企業には投資家が興味を示さないもの事

5 実であり、上場して安定した資金を調達するためには企業実績が必要であるため、むやみにハードルを低くしてしまうことも問題となる。

次に、経営面について述べる。上場後、公募により株の販売を行った場合、株主に対する配当が発生する。そのため、経営責任及び企業の社会的責任が増大する。また、経営方針などは株主総会などによって決定され、株主の意向に沿った経営がなされるため、企業

10 側の行いたい経営ができないというデメリットの発生も考えられる。

投資判断材料の提供の機能を果たす制度として、金融商品取引法に基づく法定開示制度（有価証券届出書、有価証券報告書、四半期報告書など）と、金融商品取引所における適時開示制度が併存している。適時開示制度は、金融商品取引所の規則により、重要な会社情報を上場会社から投資者に提供するために設けられているものであり、投資者に対して

15 報道機関等を通じてあるいは直接に、広く、かつタイムリーに伝達するという特徴がある⁵。しかし、これらの制度により企業は経験者の確保やシステムへの投資を避けることはできないため、これらの整備にはコストがかかる。

1-2 間接金融

20 ここでは、ABLについての課題を考察する。

第2章で述べたように、ABLの活用は一般的に不動産担保や個人保証を多く持たない中小企業にとって有効な資金調達方法となる。またABLの実績推移は2015年度までは増加傾向にあり、その市場は拡大してきている。しかし、図2-18よりABL実績がない機関のうち今後もABLの取り組みを予定していないとする回答は8割以上であった。その理由として図3-10より「社内に評価やモニタリングに係るノウハウがないから」が半数以上を占めている。

25

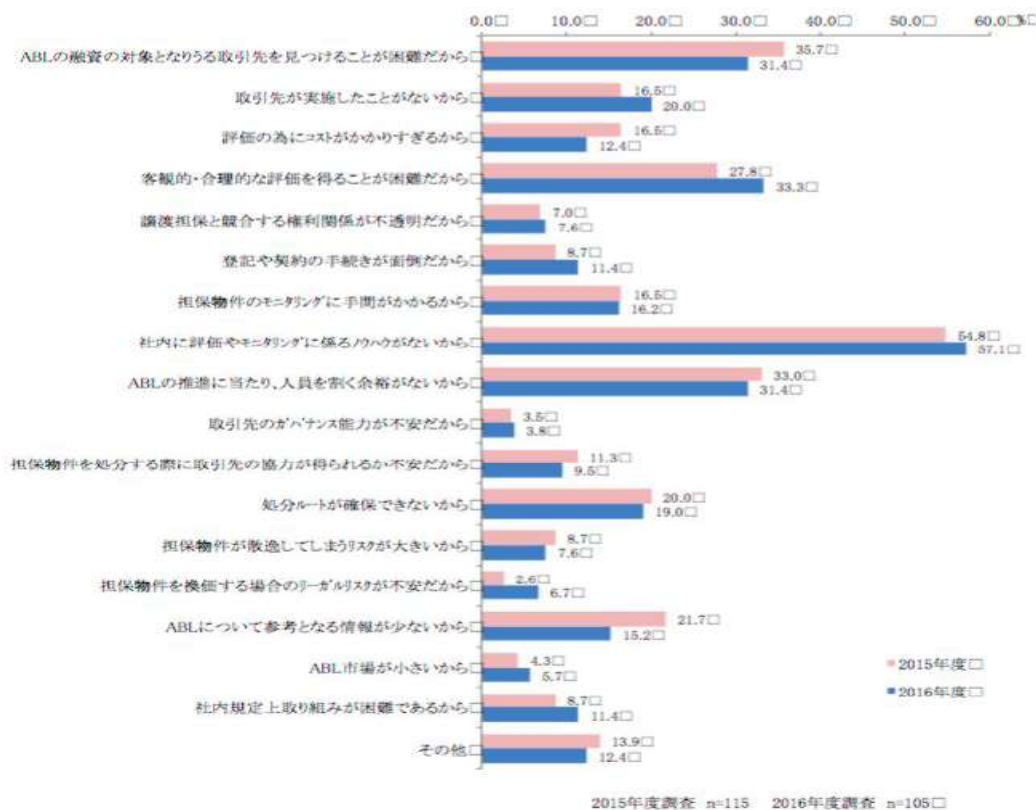
ABLには「評価→管理→処分」という工程があり、ABLを実行するにはこの各業務工程の

⁵ 日本取引所グループ 「会社情報の適時開示制度」
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/disclosure/>

機能が必要不可欠となる。つまり、担保となる動産の担保価値を評価し融資額を決め、ABL
 実行後にはその担保価値を定期的に把握するため残高や内容をモニタリングし、様々な情
 報を管理しなければならない。そして万が一、借り手企業が返済不能に陥り担保としてい
 た動産を処分する際には換価する必要がある。この一連の業務におけるシステムを構築す
 5 ることがABLの促進に繋がると考えられる。

また、この一連の工程を行うにあたり金融機関の事務負担増加や、コストがかかるとい
 う問題も発生する。それに伴い、小規模の案件での融資機会が失われる懸念や、貸出金利
 の上昇により中小企業にとって有効な資金調達どころか、逆に経営に影響を及ぼす可能性
 も挙げられる。事務負担やコストをいかに小さく収めるかという課題も克服する必要があ
 10 る。

図3-10 ABL取組を予定していない、もしくは縮小する方針をとる理由



出所：「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」2018年3月 帝国デ

第4章 提言

1-1 エンジェル投資

エンジェル投資家数を増加させ、投資促進を果たすためには、前述したように「エンジェル投資家数・投資額不足」という課題を解決する必要がある。

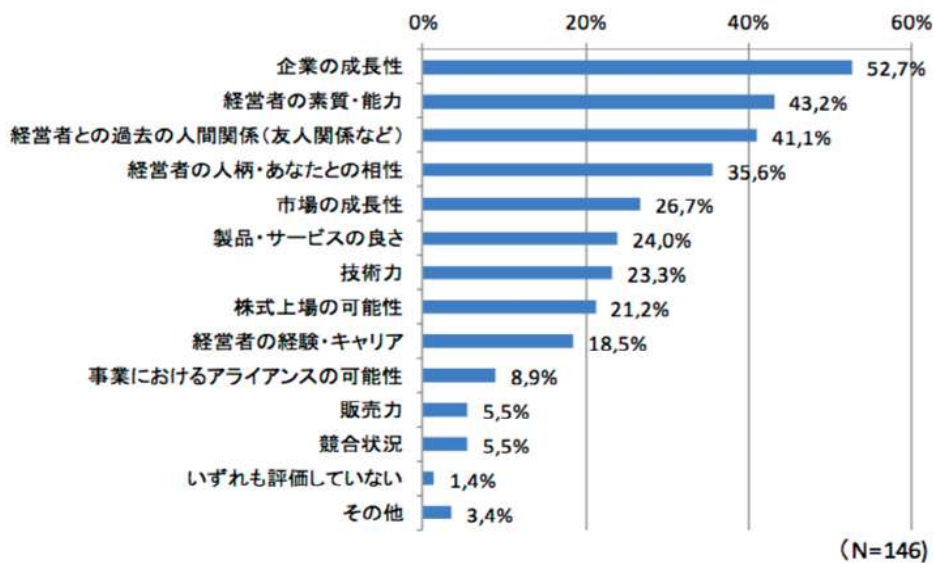
- 5 現在の日本で、エンジェル税制の、利用件数、金額が増えてきたとはいえ、資金需要を全体から考えると、十分に活用が進んでいるとはいえない。そもそも他人から投資を受けるといふ資金調達が一般的でないという大きな壁がある。また、日本には、エンジェル投資家によって情報交換やノウハウの共有が行われる場である BANs の数が、非常に少ない。このような中で、エンジェル投資家が投資をするには、自分で情報を集めなければならない。
- 10 い。そして、エンジェル税制を活用するために投資をしたいと考えても、投資方法がわからなかったり、企業が税制適格の確認を受けるための提出書類が多く、事務手続きが複雑であったりすることが、投資家を思い悩ませている。また、投資に挑戦したいと考えていても、様々な情報が行き交う情報社会の中で踏み出せずにいる者もいるであろう。この課題を踏まえ、企業や投資家の情報・データの集約、共有、そして、企業・投資家同士の交
- 15 流を行い、深めるための場や投資初心者のために正しい情報・方法を提供する「J-share.com」を提言する。

- 「J-share.com」とは、経済産業省主導で行う情報共有システムである。これは企業や投資家などの情報を集約し、提供・共有するものである。まず登録情報として、企業には、財務情報として総売上高や総資本などを表す組織規模、非財務情報として企業名事業内容、
- 20 経済などへの影響などの項目を登録してもらう。これには基準を定め、必須事項・任意事項などに分けて行うものとする。また投資家には、これまでの経歴は出身地などの基本的な情報や得意分野などを登録してもらう。そして、エンジェル投資に関する情報の統計を作成するために、エンジェル投資利用者には、登録を強制する。このようにすることで、企業側はエンジェル投資家の能力や実績などから企業に見合ったエンジェル投資家を探す
- 25 ことができ、エンジェル投資家側は、企業価値や総資本、総売上高を参考にして探すことができるという「Win-Win」の関係になるのである。また投資初心者のためには、自分の投資タイプを診断したり、投資の基本用語から難しい内容などをサイトやセミナー動画で配信したりすることで、投資への誤解を解き、踏み込みやすい環境作りをする。そして、初心者にも他の投資家と交流する場を設けることで、投資への意欲を高めることができ、
- 30 エンジェル投資家数・投資額ともに増加させることができると考える。

また、図4-1を見てわかるように、未上場企業投資の際の評価項目について1位は、「企業の成長性」で52.7%である。そして上から3、4番目を見ると「経営者との過去の人間関係」「経営者の人柄・あなたとの相性」とあり、それぞれ、41.1%と35.6%となっている。この後2項目を解決する手段となりうるのが「J-share.com」である。先述したように、このシステムによって、企業の経営者、投資家なども結ぶ交流の場を設けることによって、この項目の数値の改善を図ることが可能となる。また地方においても自ら事業を立ち上げ大きくした創業者や後継者が、エンジェル投資家として、その資金や信用力を若い企業に回せば、地域の新規企業の創出は増加し、その成功確率は高くなる。

そして景気の変動に左右されず、雇用を創出できるのは、新規企業であるため、このシステムが、創業者や後継者と新規企業の経営者とを繋ぐ架け橋となることが期待できる。

図4-1 未上場企業投資の際の評価項目



出所：「個人投資家によるベンチャー企業等への投資活動の実態に関する調査」野村総合研究所

1-2 VC

第三章で述べたように、VCの投資金額や投資件数は年々増加していると言えるしかし、アメリカと比較した場合、シード期やアーリー期の創業期におけるVCの投資額は十分とは言えない。VCについては、ベンチャー企業のシード期やアーリー期の創業期における投資額をさらに増加させる必要がある。創業期のベンチャー企業は、将来性が薄いため、投資を

懸念する人も少なくはない。しかし、アメリカなどのような経済発展を望むのならば、まずは創業期のベンチャー企業への投資から行うべきだと考える。

また、CVCについては、ベンチャー・コミュニティでのネットワーク構築することが必要となる。投資先ベンチャー企業を見つけるには、創業した企業や最新の技術に関する情報をできるだけ早く入手する必要があるが、そのような情報はベンチャーキャピタリストや起業家等のベンチャー・コミュニティに集まってくる。よって、いかに早くこのベンチャー・コミュニティの中でネットワークを構築できるかが重要となる。そのためには、既にネットワークを有している人材を獲得するといった取り組みが必要である。

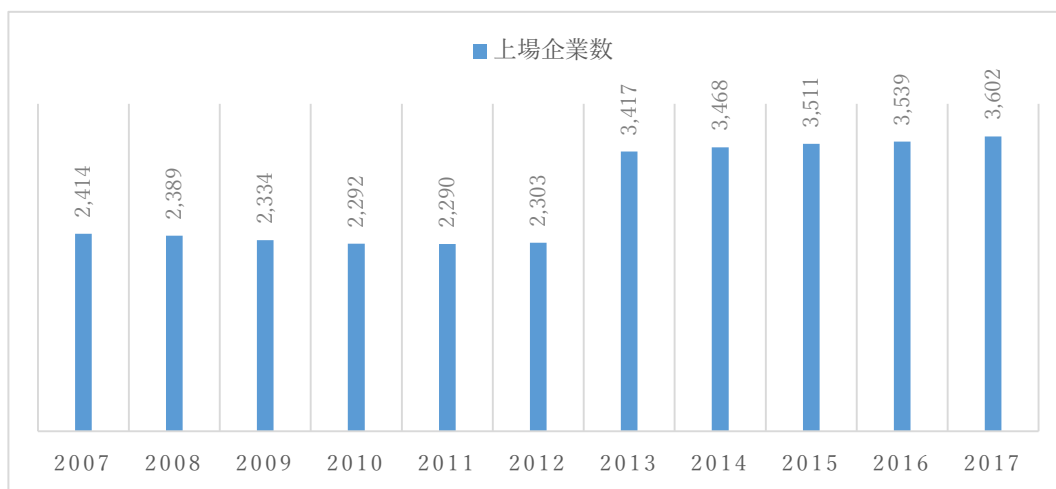
10 1-3 IPO

3章で述べたように、IPOには多大なコストと経営面での制約が生じてしまう。エクспанション期後期、レーター期の中小・ベンチャー企業であってもIPOのための審査を通過できるとは限らず、知名度や大量の資金を調達する手段を手にするというメリットを含め、IPOは中小・ベンチャー企業にとって得策とは言い難い。IPOの年間の新規上場件数の割合が示す通り、企業からすればIPOが現実的でないことがわかる。

図4-2より、2017年時点で3,602社が上場しており、中小企業数が380.9万社であるのに対してかなり数が少ない。また、大阪証券取引所と東京証券取引所が現物市場の統合を行った、2013年からの上場企業数の増加量の平均は約45社であり、IPOが困難であることが読み取れる。

20

図4-2 上場企業数の推移



※2013年7月16日、東京証券取引所は大阪証券取引所と現物市場の統合

出所：「上場企業数の推移」日本証券グループより筆者作成

5 以上のことから、IPO は審査も厳しく、コストもかかり、経営面でも制約がなされるため、規制の緩和が必須ではある。しかし、規制の緩和を行ってしまうと、株価の維持などの企業責任を達成できない企業が出現してしまう恐れがあるため、安易な規制緩和は行うことができない。そのため、企業は銀行融資や、社債の発行による資金調達を確立することが先決であり、IPO は将来的な実現を目指すべきであると考える。

10 近年では、IPO に置き換わる資金調達手段としてイニシャル・コイン・オファリング(以下 ICO)が注目されている。ICO はベンチャー企業が独自に設定した一種の仮想通貨ともいえるトークンを発行する⁶。株式とは違い、企業の財務状況で発行が制限されることもないため、企業と購入する投資家が同意していれば、自由に資金調達が可能となっている。また、株式との相違点としては配当がないことも挙げられる。発行企業が利益を伸ばしたとしても収益は還元されないが、発行された仮想通貨は実際に発行元の企業のサービスが開始された際に利用が可能となっている。しかし、株式との共通点として投資家同士の売買
15 が可能となっているが明確な法整備がなされていない。

ICO は、IPO の費用面、経営面ともに課題の解消が可能であり、まずは法律の整備及び認知度を上げることによって、安定した資金を提供可能な媒体として機能させる必要があると考える。

20 1 - 4 ABL

3 章で述べたように、ABL を実施するには多くの企業で「評価→管理→処分」という一連のプロセスにおけるシステムが構築される必要がある。そこで我々は ABL を促進させ、不動産などの担保を多く持たない中小企業・ベンチャー企業でも円滑な資金調達が行えるように、「ABL に関連したサービス専門会社の育成と連携」と「ABL の認知度の向上」を提案
25 する。

通常の融資に比べ、ABL は担保の評価・管理・処分までの多大な労力や専門的知識・経験が必要とされる。そのため、その作業に当たる専門的能力を持つ人材を各金融機関で独自に確保・育成することは困難であり効率的ではない。つまり、外部組織を育成し、各工程

⁶ ベンチャー白書 2017 より引用

の中で外部組織と連携する環境を整備することが求められる。

5 ABLが発展している米国では、ABLに関連したサービス専門会社が多く存在する。担保の「評価」に関してはそれを行う専門会社(アプレイザー)、融資先を訪問し担保価値管理を行う実地調査会社(フィールド・イグザミナー)、担保処分時のオークションを担う会社(オークショニア)などがあり、米国におけるABL拡大の背景にはこのようなABL関連サービス専門会社の存在が極めて大きいと考えられる。よって、我が国ではいまだあまり多くは見られないABL関連サービス専門会社の育成に取り組み、そしてその専門会社と金融機関が各業務工程において連携をとることが必要であると考ええる。

10 また、動産担保の評価・処分に関しては個々の金融機関、ABL関連サービス専門会社などを含めた金融業界における統一的・標準的な手法を確立する必要があると考ええる。コストの面に関しては、このABL関連サービス専門会社の育成がされるまでにはコストがかかると予想されるが、のちに各業務工程において、特に管理においてはITの導入が進むと考えられ、コスト削減も期待できる。

15 さらに、ABLに対する抵抗感は一般的に強く、資金調達手段としての正しい理解がされていない。これを払拭し、ABLの正しい理解と普及・拡大を図るためには政府や金融機関による地道な啓蒙活動と事案蓄積を行う必要があると考ええる。

以上の「ABLに関連したサービス専門会社の育成と連携」と「ABLの認知度の向上」を図ることで、ABL促進の障壁となっている課題を解決し、さらなるABLの活性化が期待できる。

20

25

終章

本稿では中小・ベンチャー企業は日本経済の発展において、重要な役割を担っていることを述べた。これらの企業の資金調達を効率よく行い、さらなる成長を実現することで日本経済の持続的発展が期待できる。また、日本経済は、「失われた 20 年」と言われるデフレから脱却の兆しを見せ、現在は、緩やかな回復傾向にある。しかし、大企業と比べると、信用力や規模の経済性が働かないことによって、資金調達が困難になってしまう。それを打破するには、企業関係者の更なる繋がりが大切である。また中小・ベンチャー企業の成長が不可欠であり、特に、新規企業などのベンチャー企業を創出するために、投資を促進させることが重要である。

- 5
- 10
- 15
- 20
- 25
- 雇用を増大させ、経済を活性化することができる。そこで、ベンチャー企業の資金調達を円滑化するためにエンジェル投資と VC の促進を提言した。エンジェル税制では、「J-share.com」により、企業側は、エンジェル投資家の能力や実績などから企業に見合ったエンジェル投資家を探ことができ、エンジェル投資家側は、企業価値や総資本、総売上高を参考にして探すことができるようなシステムを提言した。VC では、年々増加している VC の投資がベンチャー企業にとってさらに効率的に利用できるように、成長段階に応じた VC 投資が増加することを提言とした。ABL では、「評価、管理、処理」の一連の業務に係る社内のノウハウ不足が課題である。これを解決し ABL を促進させるために「ABL に関連したサービス専門の育成と連携」と「ABL の認知度の向上」を提言とした。ABL は担保動産の継続的なモニタリングにより、中小企業と金融機関の間にある「情報の非対称性」を緩和することができる。今後の中小企業の資金調達の円滑化や、我が国の経済発展に良い影響をもたらすことを信じていたい。IPO では、制度的な費用面と経営面での課題があり、中小・ベンチャー企業の上場を困難なものにしていることを取り上げた。しかし、近年注目されている IPO を中小・ベンチャー企業が利用することで、費用面、経営面ともに IPO の課題克服へとつながるのではないかと考える。だが、未だ認知度が低いいため明確な法整備が必要であり、金融庁等の国家機関の今後の動向に注目していきたい。

これらのことから、新規企業の経営者や新規投資家に対して正しい知識・情報を啓蒙し、情報を開示・提供することが、大切であることが考えられる。また、我々の提言より、金融機関と企業の信用が確立されこれからの中小・ベンチャー企業の資金調達ルートの確保が容易になり、日本の経済成長に繋がることを期待し、本稿の結びとする。

参考文献

【参考文献・URL】

- ・一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(2015)『ベンチャー白書 2015』
- ・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』
- 5 ・一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(2017)『ベンチャー白書 2017』
- ・植田浩史(2006)『中小企業・ベンチャー企業論』有斐閣コンパクト
- ・可児滋(2008)『資産証券化と投資ファンド 市場型間接金融の基礎知識』日本評論社
- ・小藤康夫(2010)『中小企業金融の新展開』税務経理協会
- ・商工組合中央金庫(2016)『中小企業の経済学』千倉書房
- 10 ・谷内満(2017)『入門 金融の現実と理論-役に立つ金融の知識-』同友館
- ・中小企業庁『中小企業白書 2016年版』
- ・深石圭介・元村康人・広瀬元義(2015)『中小企業の資金調達の方法がわかる本』
- ・安田武彦(2017)『中小企業白書を読む』同友館
- ・山本純子(2014)『入門 クラウドファンディング スタートアップ、新規プロジェクト
15 実現のための資金調達法』日本実業出版社

愛知銀行「特定社債保証制度スキーム」

http://www.aichibank.co.jp/hojin/chotatsu/sh_ski.html

- ・植杉威一郎(2003)「日本における企業間信用：金融機関借入との関係」
- 20 <https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/04j001.pdf>
- ・上原啓一『中小企業における資金調達の課題』
- http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf
- ・上原啓一(2012)『動産担保融資の現状と課題』
- 25 http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/rippou_chousa/backnumber/2012pdf/20120702028.pdf
- ・海上泰生(2008)『米国のABLを支える「ある種のインフラ」の存在とその機能』
- https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/ronbun0811_02.pdf
- ・経済産業省「ABLのご案内」

- <http://www.maff.go.jp/j/keiei/kinyu/abl/pdf/90529_02.pdf>
- ・経済産業省（2011）「ABL の概要と課題」
- <https://www.boj.or.jp/announcements/release_2011/data/rel111205a3.pdf>
- ・経済産業省「経済産業省におけるベンチャー政策について 2016年12月12日」
- 5 <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/venture_dail/siryu3.pdf>
- ・経済産業省経済産業政策局産業資金課（2015）「電子記録債権制度への期待について 平成27年2月」
- <<https://www.densai.net/pdf/seminar2014shiryo01.pdf>>
- 10 ・経済産業省（2017）「第2回決算高度化官民推進会議 経済産業省説明資料 平成29年1月」
- <https://www.fsa.go.jp/singi/kessai_kanmin/siryu/20170111/02.pdf>
- ・経済産業省（2011）「ベンチャー企業政策について」
- <http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shinko_kyoubi/lbukai/files/lbukai_110310s11.pdf>
- 15
- ・経済産業省 中小企業庁「エンジェル税制の仕組み」
- <<http://www.chusho.meti.go.jp/keiei/chiiki/angel/structure/index.html>>
- ・経済産業省 中小企業庁「中小企業・小規模企業者の定義」
- <<http://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>>
- 20
- ・経済産業省 中小企業庁「付属統計資料」
- <http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/18Hakusyo_huzokutoukei.pdf>
- ・総務省「ベンチャーとICTの動向」
- <<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h25/html/nc112140.html>>
- 25
- ・中小企業庁「(3)規模が小さいほど不利な資金調達条件」
- <<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/html/17221230.html>>
- ・帝国データバンク（2017）「ABLの課題に関する実態調査 報告書」
- <http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL/12.pdf>
- ・帝国データバンク「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 2018年3月」
- 30

- 〈 http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/itakuhoukoku/04.pdf〉
- ・ 帝国データバンク 「研究レポート：中小企業の資金調達構造と社債利用」
〈<http://www.tdb.co.jp/report/specia/pdf/130806.pdf>〉
- 5
- ・ 帝国データバンク 「2012年～2014年 IPO 企業の業績動向調査、上場直後に3割が減益～投資家の不信裏付け～」
〈<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/p150802.html>〉
 - ・ 東京証券取引所 「上場企業数の推移」
〈<https://www.jpx.co.jp/listing/co/tvdivq0000004xgb-att/tvdivq0000017jt9.pdf>〉
- 10
- ・ 東京証券取引所 「2018 新規上場ガイドブック（市場第一部・第二編）」
〈<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/>〉
 - ・ ベンチャー有識者会議（2014）「ベンチャー有識者会議とりまとめ（案）」
〈 <http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/bunka/shinchintaisha/dail/siryou2.pdf>〉
- 15
- ・ 日本証券業協会 「短期社債等及び私募社債の取引状況等」
〈<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/kokunai/index.html>〉
 - ・ 日本証券業協会 「証券化市場の動向調査のとりまとめ」
〈<http://www.jsda.or.jp/shiraberu/syoukenka/doukou/files/2017doukou2.pdf>〉
 - ・ 日本政策投資銀行 「我が国におけるベンチャー企業の状況ーベンチャーに期待される役割についてー」
〈<http://www.iis-net.or.jp/files/wing21/006/200109585.pdf>〉
- 20
- ・ 農林水産省 「ABL について」
〈<http://www.maff.go.jp/j/keiei/kinyu/abl/>〉
 - ・ みずほ総合研究所（2016）「中小企業における資金調達の実態」
〈 https://www.mizuhori.co.jp/publication/sl_info/working_papers/pdf/report20160715.pdf〉
- 25
- ・ 三菱 UFJ 信託銀行 「クラウドファンディングとその特性」
〈https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201509_1.pdf〉
 - ・ 大和総研 「IPO 市場の動向と国際化に関する比較」

〈 https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20170317_011828.pdf〉

・大和総研「2016年度の企業の資金調達動向」

〈 https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20170601_012035.pdf〉

5 [df](#)〉