

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

5 第 6 テーマ C ブロック

10 「日本企業の資金調達のあり方について」

～事業評価制度を用いた過少自己資本比率の改善～

15

20

千葉商科大学

三田村ゼミナール

25

	序章 問題意識	3
	1 章 中小企業の資金調達環境	4
	1-1 資金調達の現状と課題	5
	1-2 銀行借入の依存問題	6
5	1-3 中小企業のコーポレートガバナンス	11
	1-4 大企業との比較	12
	小括	13
	2 章 ベンチャー企業の資金調達環境	15
	2-1 資金調達の現状と課題	15
10	2-2 日本 VC の特徴	16
	2-3 日米比較	18
	2-4 IPO の現状・メリットとデメリット	20
	小括	22
	3 章 公的金融の役割と問題点	23
15	3-1 政府系金融機関による財政投融資の役割	23
	3-2 政府系金融機関における投資育成	26
	3-3 公的金融の問題点	28
	小括	30
	4 章 民間金融機関の現状課題	31
20	4-1 金融機関の融資・審査形態	31
	4-2 事業性評価の課題	35
	小括	37
	5 章 公的機関による技術・経営力評価制度の活用	38
	5-1 「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」から見る事業性評価 ...	38
25	5-2 ひょうご中小企業技術・経営力評価制度の流れ	39
	5-3 制度の利用実績	41
	小括	42
	6 章 問題解決に向けた提言	42
	6-1 事業性評価制度を用いた過少自己資本の改善	43
30	6-2 公的機関から民間への移行	44
	小括	45
	終章 総括	46
	参考文献	47

序章 問題意識

日本企業の資金調達環境はマイナス金利政策に代表される大胆な金融緩和を通して、以前に比べ改善傾向にある。しかし、依然として中小企業、ベンチャー企業では大企業に比べると資金調達に問題を抱える企業が多く存在することも事実である。日本では全企業数の 99.7%が中小企業であり、この問題を解決しない限り日本経済が今以上に活性化することはないと筆者は考える。

日本企業の資金調達は銀行借入をはじめとする間接金融が多く、とくに中小企業の資金調達方法では一番多くの割合を占めている。しかし、間接金融からの借入金に依存する一方で、金融機関との連携がうまく取れず、期待通りの資金調達が出来ていないことがある。また近年ではコーポレートガバナンス問題が大きく取り上げられるなど中小企業、ベンチャー企業でも、企業のあり方について考える必要が生まれている。さらに、資金提供をする公的金融機関、民間金融機関でも様々な問題があり資金調達に対する課題となっている。

このような金融機関と企業側の問題を第三者視点で解決をするために生まれたのが「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」である。事業性評価を第三者が行うことで金融機関からの資金調達環境を改善することが目的である。しかし、現状では評価書の作成コストと信用保証を獲得するための信用保証料を支払う必要があり、実際に支払ったコストに見合う資金調達受けられない可能性がある。

そこで筆者は中小企業の評価書を投資家に公開し、株式での資金調達を推進することを提案する。従来の株式での資金調達は、中小企業、ベンチャー企業は企業情報が少ないことや知名度がないこと、また上場企業が少ないことから投資対象とされることがほとんどなかった。しかし投資家からの出資を受けることにより、筆者はより円滑な資金調達が可能になると考える。

以上の問題意識から第 1 章で中小企業、第 2 章でベンチャー企業、第 3 章で公的金融、第 4 章で民間金融機関の現状と課題を述べ、第 5 章で公的機関による事業性評価の例として「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」を挙げ、そこから公的機関の事業性評価の実態に迫り、第 6 章で問題解決のための提言を述べる。

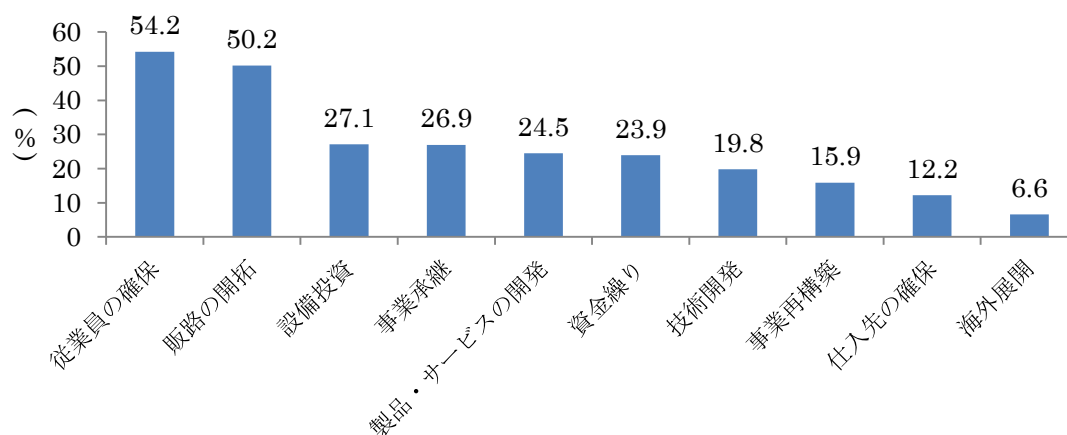
1 章 中小企業の資金調達環境

1 章では、まず中小企業の意義を述べる。その後 1-1 で現状と課題を、1-2 で銀行借入から依存している問題、1-3 では中小企業の事業性評価、1-4 では
5 中小企業のコーポレートガバナンスの特徴を述べ、1-5 では、自己資本比率の割合と借入金依存度、資金調達方法の面で大企業と比較した。

現在日本企業における中小企業の割合は 99.7%を占めている¹。その中小企業の資金調達の現状を述べる前に中小企業は本当に資金を必要としているのかという資金供給の必要性を述べる。

10 中小企業が抱える経営課題として、図表 1 は成長のための経営課題について見たものであり、「従業員の確保」が 54.2%と最も多く、「販路の開拓」が 50.1%と共に半数を超えている。また、「設備投資」、「事業承継」、「製品・サービス開発」、「資金繰り」がそれぞれ 2 割半ばある。²

15 図表 1 成長のための経営課題



(出所)中小企業庁(2016)『2016 年版中小企業白書』p307 より取得、筆者作成。

さらに、資金繰りを経営課題とする企業を成長段階別での資金必要性について
20 見ると、「起業段階」27.6%、「成長段階」26.7%、「成熟段階」21.6%、「衰退段階」29.7%の割合で必要としており、起業段階と衰退段階での数字が

¹ 中小企業庁(2017) p 1 より参照。

² 中小企業庁(2016a) p 307 より参照。

大きい。³

また、図表 1 の経営課題を解決するために、今後投資を計画する際、資金調達の必要性の有無は、金融機関からの借入がある企業は「必要がある」22.7%、「場合によって必要となる」38.8%と回答しており、現在借入のある
5 企業の 6 割超は課題解決のために必要であると考えている²。

中小企業は、図表 1 の「従業員の確保」「販路の開拓」「資金繰り」などの課題解決のために資金調達が必要であると考ええる。

1-1 資金調達の現状と課題

10

まず中小企業の利用している資金調達方法の現状として、銀行を通して借りるプロパー融資⁴、保証協会の保証付融資が多いことがあげられ⁵、「ほとんどが銀行等の金融機関から（間接金融で）の借入によるものとなっている。一時は証券化を通じた直接金融へのシフトの動きが見られたが、2008 年のリー
15 マンショック以来、この借入による資金調達が主流になっている。」⁶と言う。さらに、民間金融機関の貸出も融資期間 1 年以内の短期資金が中心⁷である。

また今日、中小企業側と金融機関側は事業性評価での資金調達、融資を進めていると言われるが、中小企業は考慮してほしい項目として事業性評価を上げているのに対し、金融機関は評価している項目として事業性での評価を上げて
20 いる。お互い求めている情報のミスマッチが起きているという中小企業における資金調達の課題がある。

コーポレートガバナンスの問題は、間接金融がメインであり、ステークホルダー⁸(利害関係者)は主に金融機関や株式の大部分を保有している代表者自らの場合が多い。そのため監視する機能が働きにくく経営者独断の経営になる恐

³ 中小企業庁(2016a)p308 より参照。

⁴ 信用保証協会を仲介せず、直接銀行からお金を借り入れる融資。

⁵ 東京商工会議所(2012) p29 より参照。

⁶ 中村(2010)p49 より引用。

⁷ 「民間金融機関の貸出も融資期間 1 年以内の短期資金が中心であり、中小企業に対する長期資金の供給は十分ではない。」 日本政策金融公庫(2014) p 7 より引用。

⁸ 消費者(顧客)や従業員、株主、取引先、仕入先、地域社会、行政機関など。

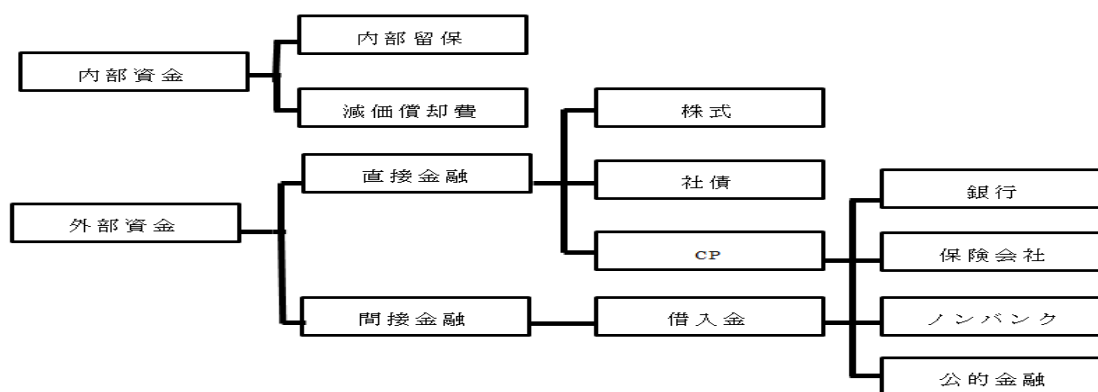
れがある。⁹資金をより円滑に調達するにはステークホルダーの存在が大事である。

- 5 中小企業が円滑に成長・発展していくには、「適時的確な設備投資の実施と継続的な財務体質の強化が必要であり、このため長期資金の安定的な調達が不可欠」¹⁰である。しかし、中小企業は大企業に比べて資本市場からの資金調達が困難¹¹であるなど、資金調達の手段が限られている¹²。

1-2 銀行借入の依存問題

10

図表 2 資金調達の構造¹³



(出所) 藪下 他(2006)『中小企業金融入門』p 52 より著者作成。

企業の資金調達方法としてまず内部資金と外部資金に分けることができる。

- 15 内部資金は、企業内の自己資金である内部留保、売却予定のない有価証券（株や公社債など）、銀行預金、減価償却費などである。しかし中小企業の内部資金は事業活動を行った結果として発生するものであり、大企業などと比べ取引

⁹ 中小企業庁(2008)p185 より参照。

¹⁰ 日本政策金融公庫HPより引用。

(https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/loan_finance.html)(閲覧日 2017 年 10 月 27 日)

¹¹ 「直接金融の場合は不特定多数の投資家が資金提供者になるが、投資家は配当や利子、値上がり益を期待して投資するため、投資家の利益につながると期待される選ばれた企業でなければ直接金融で資金を調達することが難しい。」 上原(2007) p 3 より引用。

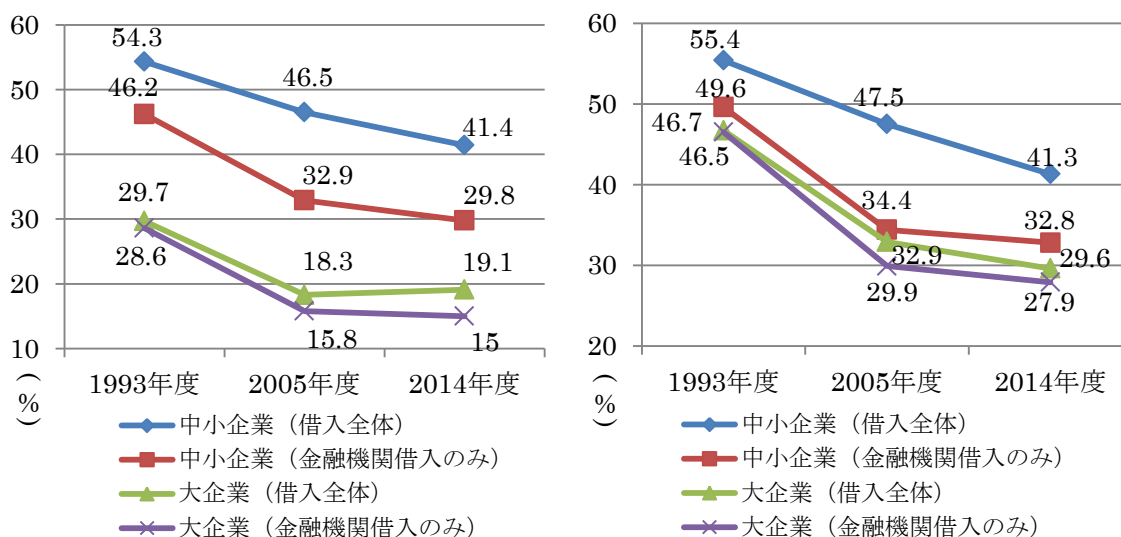
¹² 「直接金融の場合には企業財務情報開示のための資料作成や株式公開のために専門的な知識やこれらを実施するための人材が必要となるが、中小企業ではそのような余裕がなく、直接金融で資金を調達できるのはごく一部の企業に限られるのが実情である。」 上原(2007) p 3 より引用。

¹³ CP(コマーシャルペーパー)とは、1 年未満の短期資金を調達するために発行される無担保単名の約束手形。

上弱い立場に置かれ入金が先延ばされるなどで手元の資金の余裕がなくなってしまう、中小企業では内部金融で調達できる資金の量や安定性に限界がある¹⁴。

外部資金は大きく直接金融と間接金融の 2 種類に分けることができる。直接金融は、株式や社債の発行などにより市場から直接資金を調達する手段であり、間接金融は、銀行や保険会社、ノンバンク、公的融資など、貸し手と借り手の間に仲介者が存在する取引のことである。大企業は主に直接金融、中小企業は間接金融からの資金調達となっている。

図表 3 借入金依存度の推移（左：製造業／右：非製造業）



（出所）中小企業庁(2016)『2016年版中小企業白書』より著者作成。

中小企業の借入は「大企業の銀行離れ¹⁵によって、大企業向け融資を中心に
行っていた都市銀行が新たな顧客を求めて優良中小企業¹⁶への貸出を増加させて
いたことである。」と述べている。¹⁷ また、図表 3 より、現在大企業に比
べ中小企業は間接金融(長期借入金)からの借入に多く依存していることがわか
る。さらに金融機関側として、「バブル経済崩壊による不良債権の増加や担保

¹⁴ 高(2012)p 108 より参照。

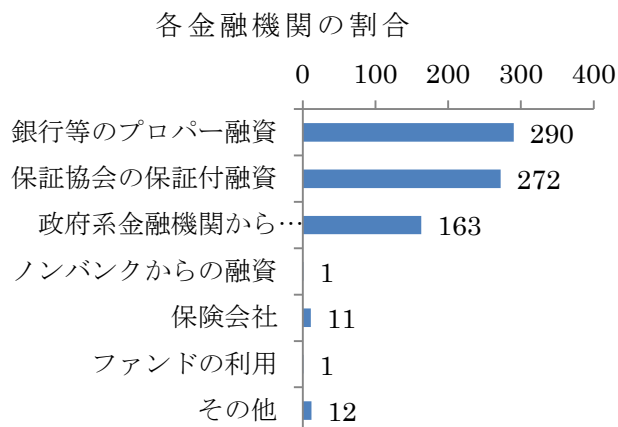
¹⁵ 「1970年代から収益力の向上や減価償却の累増などで内部資金の割合を高めていったことや、社債発行、株式発行などにより資本市場からの調達に傾斜していった」
高(2012)p 107 より参照。

¹⁶ 自己資本比率が高い企業や担保をもつ企業。

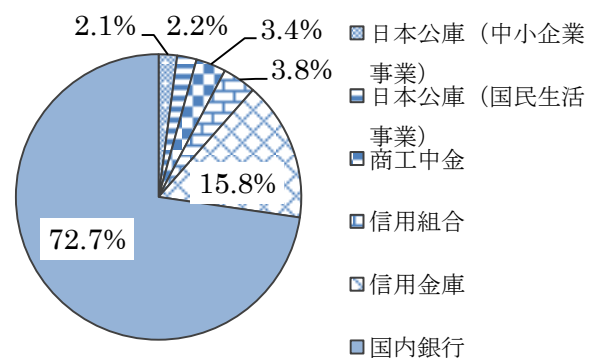
¹⁷ 高(2012)p107 より引用。

たる不動産価格の下落、自己資本比率の規制強化などにより金融機関が健全性確保の理由で貸付先を選別し、中小企業向けの貸出を絞らざるを得なかった。」という。²

5 図表 4 中小企業向け融資に占める



図表 5 中小企業の資金調達方法



15 (出所) 図表 4 東京商工会議所中小企業金融専門委員会(2012)

「中小企業金融に関するアンケート」 p 29 より著者作成。

(<http://www.tokyo-cci.or.jp/file.jsp?id=21510>)

(出所) 図表 5 商工組合中央金庫(2017)「ディスクロージャー誌 2017 年 3 月期」

p8 より著者作成。 cf. 国内銀行は都市銀行、地方銀行、第 2 地方銀行、信託銀行等

20 (https://www.shokochukin.co.jp/reportfile/disclosure/201703/pdf/201703_all.pdf)

日本が間接金融に依存した理由は、「戦後、日本では預貯金は『奨励されるべきもの』として、その残高を伸ばしてきた。戦後の復興の投資と成長の方向性が決まっている環境下では、官庁と銀行が協力し、重要な分野に重点的に資金を配分することが極めて有効な方法であったと言える。」¹⁸とされ、これが大きな原因ではないかと考える。さらに「高度経済成長が終わり、預金を集めて貸付を行う『預貸』と呼ばれるビジネスモデルの性質の変化を考える上で、『利鞘』¹⁹と『担保』²⁰の 2 つの大きなポイントがある。」²¹という。この

¹⁸ 磯崎 他(2001)p95 より引用。

¹⁹ 1989 年の大口定期から始まった金利の自由化以前、規制金利の下で十分な利鞘を確保して確実に儲かることが出来た。

²⁰ 担保のほとんどであった土地は、高度成長時代には土地の価格は必ず上がっていき、「土地神話」が形成され、貸付先の企業が倒産しても、資金が必ず回収でき、不良債権は絶対に発生しない仕組みになっていた。

²¹ 磯崎 他(2001)p95 より引用。

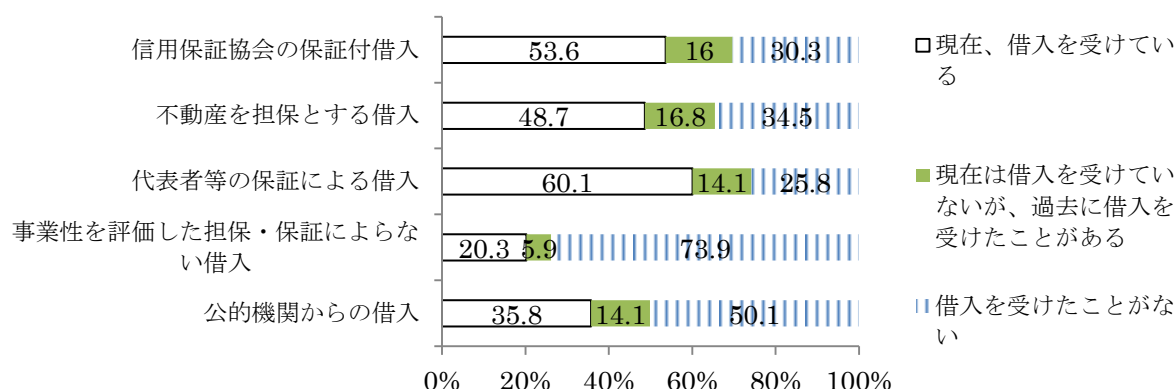
2つのポイントも間接金融からの借入に依存している1つなのではないか。

次に、中小企業の資金調達方法を見ていく。図表4は借入のある中小企業の資金調達方法のグラフである。その中資金調達方法の中で多いのが「銀行等のプロパー融資」290件(74.9%)、「保証協会の保証付融資」272件(70.3%)となっており、さらに「政府系金融機関からの融資」が163件(42.1%)と金融機関からの資金調達割合が大きい。その中で、図表5より、借入先が国内銀行からの融資割合が(72.7%)と最も高いことがわかる。このことから、中小企業の銀行借り入れ(間接金融)からの資金調達割合が大きいことがわかる。しかし、図表4の「ノンバンクからの融資」「保険会社」から、特に「ファンドの利用」の融資割合が少ないことに注目したい。

また株などの直接金融で資金調達を行う際、不特定多数の投資家が存在するため、情報開示の資料作成を行わなければならない、中小企業にはそのための時間や人材、資金が存在しない²²。

中小企業は銀行借入などの間接金融への依存が高いその背景には、中小企業が上記のように内部金融、直接金融に多くの困難を抱えているためである。間接金融へ依存する要因や大企業が株式・社債の発行や内部資金の活用に重きを置き始めたため、銀行が新たな顧客を求めて中小企業への貸出を積極的に行うようになったという。

図表6 中小企業が借入を受けている方法

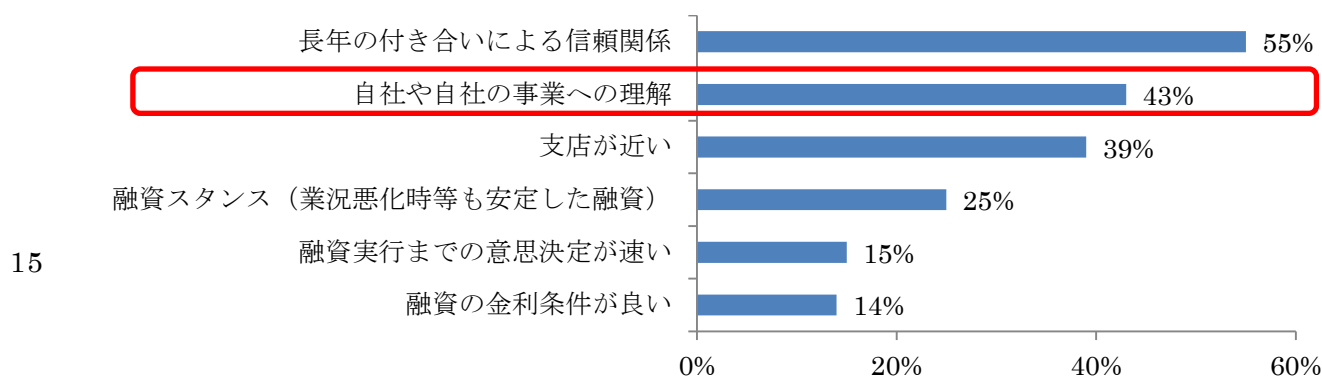


(出所)みずほ総合研究所(2016b)「中小企業の資金調達に関する調査」p2より著者作成。
(https://www.mizuhori.co.jp/publication/sl_info/working_papers/pdf/report20160715.pdf)

²² 上原(2007)p3より参照。

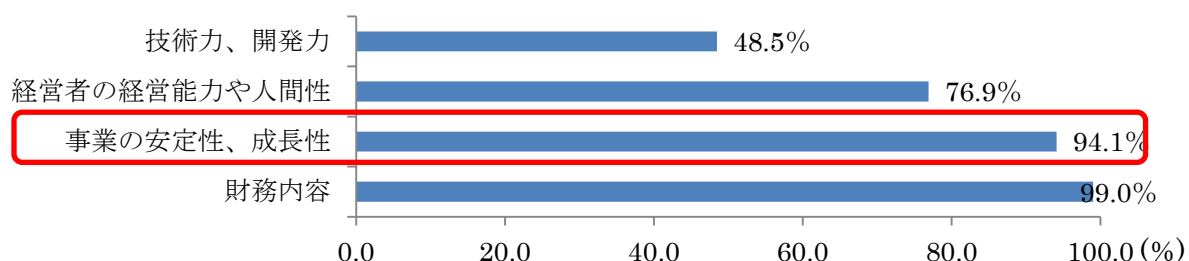
また金融機関からの借り入れを受ける際の融資方法として、図表 6 より「代表者等の保証による借入」(60.1%)、「信用保証協会の保証付借入」(53.6%)、「不動産を担保とする借入」(48.7%)となっている一方、「事業性を評価した担保・保証によらない借入」(20.3%)となっており、希望する借入手法の項目「事業性を評価した借入」は、「公的金融機関からの借入」(39.9%)に次いで(38.1%)と多い²³にも関わらず借入比率は少ない状態で、保証や担保を重視した借入の比率が多い。

図表 7 企業がメインバンクに求めること



(出所)金融庁(2017)「平成 27 事務年度 金融レポート」p.28 より取得著者作成。
(<http://www.fsa.go.jp/news/28/20160915-4/01.pdf>)

図表 8 金融機関が担保・保証以外に評価している項目



(出所)中小企業庁(2016)『2016 年版中小企業白書』p17 より著者作成

図表 7 は金融庁が 2016 年 9 月に発表した「平成 27 事務年度 金融レポート」であり、地域金融機関が、企業側からどのように評価されているのかを把握するため、約 3,200 社の企業を対象に面談によるヒアリングや書面によるアン

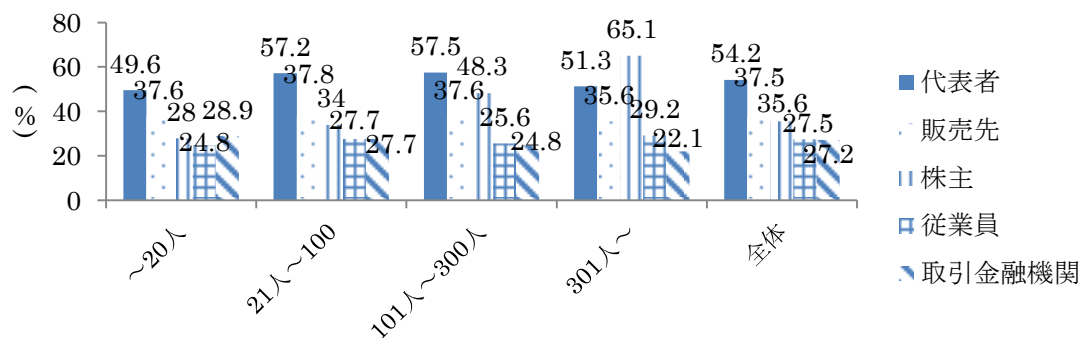
²³ みずほ総合研究所(2015) p 1 より参照。

ケート調査を実施した結果である。この表より企業側は、事業性での評価を求めていることがわかる。しかし、図表 8 を見ると金融機関は、財務の観点から融資先への助言、経営者の経営能力や人間性は評価しているのに対し、技術力、開発力といった事業性の部分の評価は今ひとつできていないという現状があり、このことから「事業を理解してもらい、評価してほしい」企業と「事業性評価したいが、依然として担保・保証に頼ってしまう」金融機関で双方にミスマッチが生じている。

今回の提言である評価書を用いて株を発行し資金調達を行うには投資家に情報を提供しなければならなくなる。しかし中小企業は情報開示を行うことをどのように思っているのか。中小企業庁が 2004 年 2 月から 4 月にかけて、中小企業 2 万社を対象に実施した「会計処理・財務情報開示に関する中小企業経営者の意識アンケート調査結果」²⁴より「情報開示に対しての一定の前向きな姿勢が伺える」と述べている²⁵。

15 1-3 中小企業のコーポレートガバナンス

図表 9 中小企業が認識するステークホルダー



（出所）中小企業庁(2008)『2008年版中小企業白書』p184より著者作成

※複数回答であるためそれぞれの合計は100%を超える。

²⁴ 「決算書の作成又は分析・活用にあたってのサポートへのニーズ」に対する調査結果では、「経営者・経営担当役員向けのセミナーを開催してほしい」が 42.2%、「経理、財務担当者向け人材育成研修を行ってほしい」が 38.8%となっており、経営者または経理、財務担当者のスキルアップのためにも研修に対して、高い要望がある。さらに「自社の信用力を高めるために、第三者が決算書を評価して格付けを行うサービスへのニーズ」では、「金融機関からの資金調達の有利化のため利用したい」が 23.3%、「取引先からの信頼の確保や新規顧客開拓のため利用したい」が 19.8%とある。孔(2015)p31より参照

²⁵ 孔(2015)p32より引用。

中小企業は大企業との資金調達方法が異なる。上場している大企業であれば、株主が非常に重要なステークホルダーであるが、中小企業も大企業と同じく株式会社形態をとる企業も存在するが株式公開はしておらず²⁶、自らが企業の所有者かつ経営にあたりオーナー経営の形態をとる。また銀行などの間接金融が

5 メインであるため、ステークホルダーは主に金融機関や株式の大部分を保有している代表者自らの場合が多い。そのため監視機能が働きにくく経営が独断的になりやすいという問題が出てくる⁷。

図表 9 より、中小企業が最も利害関係があると認識している主体は代表者となっている。株主をステークホルダーとして認識している度合いが、従業員

10 規模の大きな企業ほど高くなっていることがわかる。これは企業が大きくなるにつれて、株式保有者が一族以外の株主が株を保有するためであると考ええる。

1-4 大企業との比較

15 本節では、中小企業と大企業の比較として企業の健全性、金融機関が融資する際に注視する²⁷自己資本比率を比べる。図表 10 より中小企業は大企業と比べても低いことがわかる。自己資本比率が高い理由は借入金が多いためである。自己資本比率とは、総資本に対する自己資本の割合であり、自己資本比率が高いと健全な経営を行っている判断され、借入金の金利や元本返済の負担が少

20 ないため、資金調達が行いやすくなる。そのため、借入を行う際も大企業より借入を行うことが難しい。

図表 11 の推移を見ても、メインバンクへの借入申込みについて、自己資本比率が低い企業ほど「思い通りに貸してもらえなかった」と回答した企業の割合が高くなっている。このことから、自己資本比率が高いと金融機関からの

25 借入が以前よりも容易になることがわかる。

次に借入金依存度を比較する。図表 3 で見たように全体として割合は下がっているものの、株式などの直接金融を行う大企業よりも中小企業の方が依

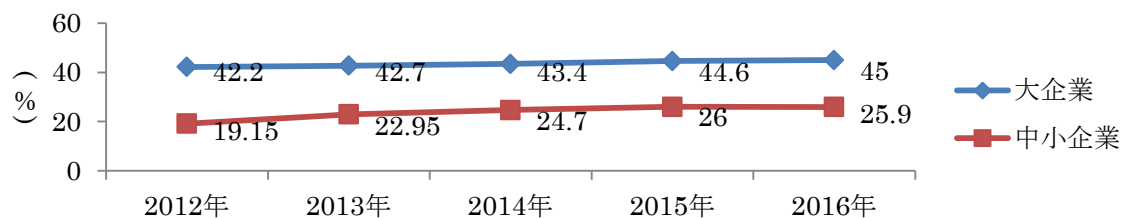
²⁶ 中小企業庁(2008)p185 より参照。

²⁷ 経済産業省(2007)「商工業実態基本調査」より参照。

(<http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/syokozi/result-2/h2c5keaj.html>)
(閲覧日 2017 年 10 月 27 日)

存度は高い。

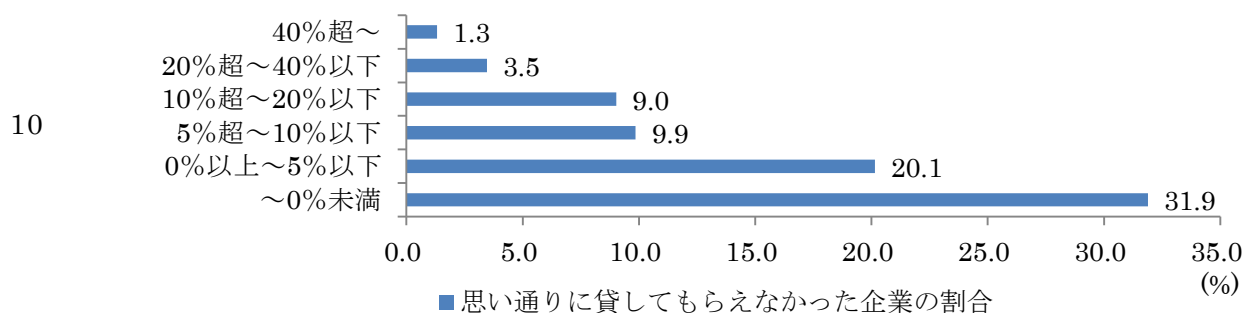
図表 10 自己資本比率²⁸ 推移



(出所)財務省(2017)「平成 28 年度年次別法人企業統計調査」より著者作成。

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

図表 11 自己資本比率別 貸してもらえなかった企業の割合



(出所)中小企業庁(2004)「資金調達環境実態調査」より著者作成。

15 (<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/html/17221210.html>)

※1 ここでいう「思い通りに貸してもらえなかった」とは、アンケートにおいて、「最近 1 年間のメインバンクへの借入申込みについて、最も多かった対応はどうでしたか」という問いに対して、申込みを拒絶や減額されたと回答した企業を指す。

20 ※2 自己資本比率 = 自己資本 / 総資本

小活

本章では、中小企業における資金調達の現状と課題を述べた。まず現状を述べる前に中小企業が本当に資金を求めているのかについて述べた。中小企業が抱える経営課題を上げたうえで、この図表 1 の課題を解決するために、現在借入のある企業の 6 割超は課題解決のために資金を調達することが必要であるという。

1 節では、中小企業の資金調達の現状課題として、多くは銀行等の金融機関

²⁸ 資本金 10 億円以上を大企業、1 億円未満を中小企業とする。

からの借入によるもの、民間金融機関の融資が短期資金中心であることを挙げた。また事業性での評価を企業は考慮してほしいのに対し、金融機関は評価していると述べており、ミスマッチが起きているという課題を挙げた。さらに間接金融での借入が多いため自己資本比率が低い、中小企業のコーポレートガバナンスの問題を挙げ、次の節でそれぞれ詳しく述べた。

2 節では、銀行借入の依存問題について述べた。まず資金調達の構造を述べ、中小企業が間接金融からの借入に依存しているということを詳述した。また、金融機関の貸出も融資期間 1 年以内の短期資金が中心であり、中小企業に対する長期資金の供給は十分ではないということがわかった。借入金依存の理由として、大企業の銀行離れにより中小企業への貸し出しへ移行したためである。また、日本が間接金融に依存した理由として、国として預貯金が推奨されていたためである。直接金融で資金調達を行うためには、不特定多数の人が投資家となるため、情報開示の資料作成を行わなければならない、そのための時間や人材が中小企業には存在しないため、難しい。さらに中小企業における資金調達方法からも間接金融からの借入依存が高いことがわかった。

3 節では、メインバンクに「事業を理解してもらい、評価してほしい」企業と企業へ評価している項目として「事業性評価したいが、依然として担保・保証に頼ってしまう」金融機関でミスマッチが起きている。今回の提言で、株を発行するには投資家に情報を提供しなくてはならないが現状はできていない。一方で、中小企業は情報開示対しての一定の前向きな姿勢があることがわかった。

4 節では中小企業についてのコーポレートガバナンスについて述べた。中小企業のステークホルダーは、大企業のステークホルダー(主に株主)とは異なり、金融機関や株式の大部分を保有している代表者自らとなるため監視機能が働きにくくなり、経営者の独断経営になりやすいという問題が出てくる。中小企業が最も利害関係があると認識している主体は代表者となっており、従業員規模の大きな企業ほど株主をステークホルダーとして認識している度合いが大きくなっている。

5 節では大企業と自己資本比率の割合と借入金依存度、資金調達方法で中小企業との比較をおこなった。自己資本比率の低さより、中小企業は借入を行う

際も大企業に比べ難しいと考える。また、直接金融を用いることにより間接金融に依存する傾向がなくなるのではないかと考える。

2 章 ベンチャー企業の資金調達環境

5

2 章では、まず 2-1 でベンチャー企業における資金調達の現状と課題について述べ、主に成長ステージについて論じる。2-2 では、日本の VC の特徴を四つ挙げた。2-3 で VC が盛んで規模が一番大きい米国と比較し、米国の VC の特徴を三つ挙げ日本との違いを述べ、2-4 で IPO の現状とメリット・デメリットについて論じる。

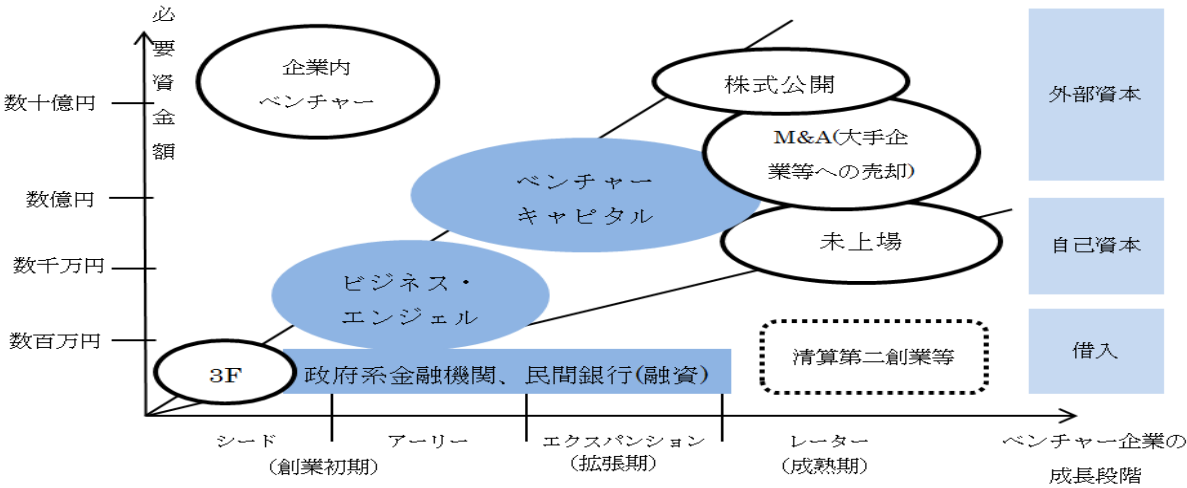
10

2-1 資金調達の現状と課題

現在のベンチャー企業の資金調達方法は図表 12 のようになっている。

15

図表 12 ベンチャー企業の資金調達手段



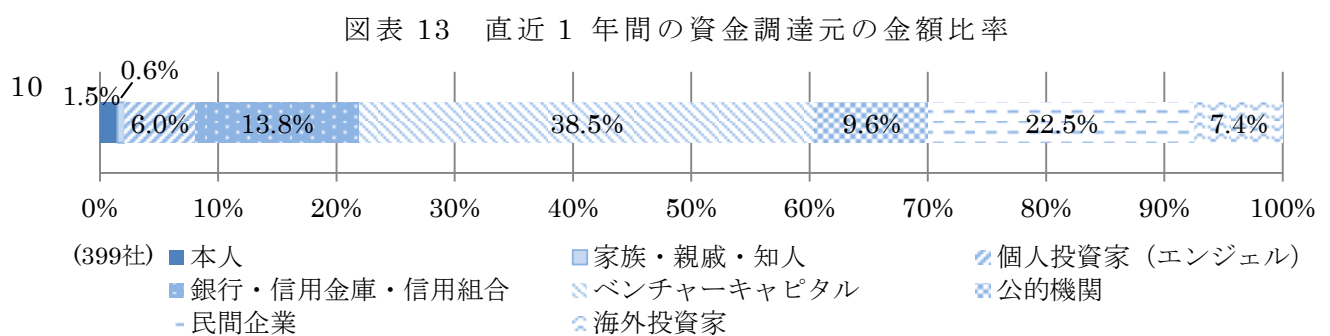
25

（出所）日本経済研究センター（2010）「金融研究レポート」 p2 より著者作成。
（http://www.jcer.or.jp/report/research_paper/pdf/101117.pdf）

ベンチャー企業の成長ステージを大きく分類すると、創業までの「シード期」、起業してから事業が軌道に乗るまでの「アーリー期」、市場に受け入れられ規模が急拡大する「エクспанション期」、サービス・商品が成熟化し、

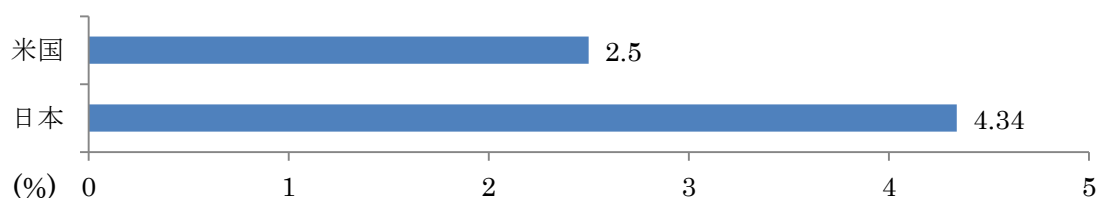
30

上場等が視野に入る「レーター期」に区分できる²⁹。ベンチャー企業の資金調達は成長ステージによって様々な手段が考えられる³⁰。資金調達の課題も成長ステージで異なり、その中でも私たちは、拡張期から成熟期にかけて利用される VC の課題について着目した。着目した理由は、図表 13 のようにベンチャー企業全体の資金調達で見ると VC が一番多いからだ。拡張期から成熟期にかけて利用される VC の主な課題は、規模が小さいことである³¹。日本の VC の規模が小さい理由として、日本の起業活動率が低いことが挙げられる³²。



- 15 (出所)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』p 111 より著者作成。

図表 14 日米の起業活動率



- 20 (出所)経済産業省(2008)「日本のベンチャー企業～6の課題と対応策～」p 5 より著者作成。(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/VEC.pdf)

2-2 日本 VC の特徴

- 25 次に日本 VC の特徴を大きく四つ述べる。

²⁹ 「シード期とアーリー期は「操業初期」、エクспанション期は「拡張期」、レーター期は「成熟期」と言い換えられる」 日本経済研究センター(2010)p2 より引用。

³⁰ 大和総研(2012)p 2 より参照。

³¹ 経済産業省(2008) p34 より参照。

³² 経済産業省(2008) p5 より参照。

日本 VC の特徴の一つ目は、母体企業区分により次の 4 つの形態・会社³³があることだ。約 200 社程度³⁴の VC があるとみられるが、その多くは金融機関系 VC である。そのなかには、人事面や経営面で親会社から完全に独立していない VC も数多く存在する。このような場合、親会社からのローテーション人事がとられており、スタッフは何年かたつと親会社に帰ることになる。また、このような VC の場合、投資目的は純粋な投資リターンの追求だけに限られない。投資対象は全業種(インターネット、コンピュータ、電子部品、小売・サービスなどすべての分野)、成長後期(レーターステージ)企業が中心となる³⁵。

二つ目は、経営への参加が少ないことだ³⁶。これまでわが国の VC が投資先ベンチャー企業の経営に参加することはほとんどなかった。その一つの理由として、かつては独禁法のガイドラインで VC の投資先への役員派遣が禁じられていたことが挙げられる。このため、VC の経営支援活動は、取引先、金融機関、公認会計士の紹介や株式公開指導などにとどまっていた。1994 年にこのガイドラインは緩和され、VC からの役員派遣が可能になったが、「経営に参加して、経営が失敗した場合の責任をとりたくない」、「経営を指導できる人材がいらない」などの理由で、まだ役員を派遣している VC は少ない³⁷。

三つ目は、多数の企業に小額の投資を行う VC が多いことだ。投資先 1 件当たりの投資額は 1 億円前後となっている。これは欧米の 1/10～1/5 の規模である³⁸。

四つ目は、投資対象は成長期後企業が中心で、投資回収方法は株式公開が中心であることだ³⁹。投資回収方法は株式公開が中心であることから株式公開のサポートに重点を置いている。投資から回収までの期間は 1～9 年。このこと

³³ 金融系（証券会社、銀行、生保、損保などの金融機関を母体）、事業系（商社、製造業、ソフト会社などの事業会社を母体）、専門系（ベンチャーキャピタル出身者など専門家によって設立）、公的キャピタル（国や地方自治体など公的機関によって設立）
松田(2014) p179 より参照。

³⁴ 秋山 他(2015) p63 より引用。

³⁵ 松田(2014) p176 より引用。

³⁶ 秋山 他(2015) p64 より参照。

³⁷ ベンチャーキャピタルの現状と課題(2002)より引用。(http://www.e-takahashi.net/management/management306.html)

³⁸ ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会(2008) p52 より引用。

³⁹ 秋山 他(2015) p64 より引用。

からも創業期への投資比率が低くなっている⁴⁰。

これまで日本では企業合併・買収(M&A)がアメリカ等に比べると盛んでなかったこともあり、ベンチャー投資の回収手段は株式公開にほぼ限られていた。日本では株式公開まではオーナーが過半数の株式を保有するように資本政策が

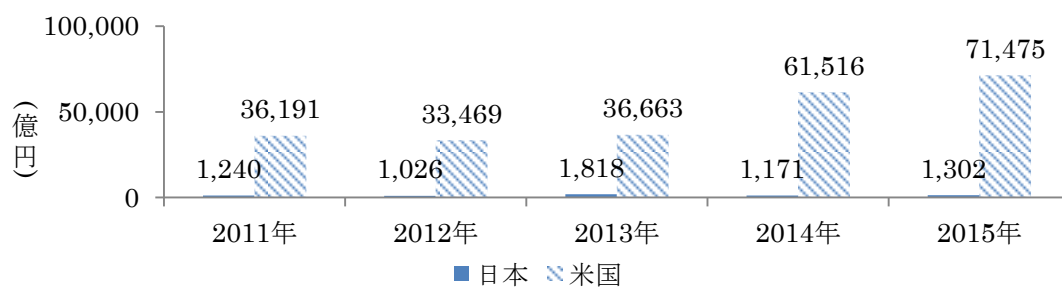
5 組まれるのが普通であったので、VC 主導の売却や事業再編が行われることは少なかった。また、ベンチャー企業経営者の方も、たとえ有利な価格で売却できても、自分が育てた企業を売りたいくないという意識が強かった。

このような体質的課題を解決するためには、「親会社からの短期間出向による腰掛的な人事からの独立と経営面での自立性が求められる。⁴¹」という。それが解決すれば資金調達の問題も解決するのではないかと考える。

10

2-3 日米比較

図表 15 投資金額の比較

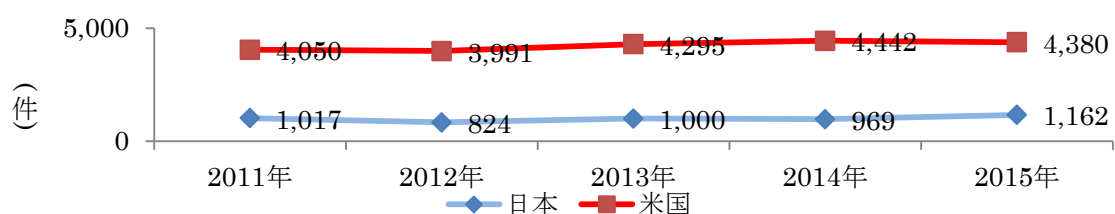


15

(出所)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 発表資料」p1(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf)、(2016)『ベンチャー白書』p4 より著者作成。

20

図表 16 投資件数比較



(出所)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 発表資料」p1(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf)、(2016)「ベンチャー白書」p4 より著者作成。

⁴⁰ 松田(2014) p176 より参照

⁴¹ 秋山 他(2009) p64 より引用

本節では海外比較として VC が盛んで規模が一番大きい米国と比較した。

図表 15 から 2015 年では、日本のベンチャー投資の金額は米国の 2% にも及ばない状況であることがわかる。これは日本経済における VC 産業の未熟さを表しているといえる。また、図表 16 の投資件数を見ても少ないことがわかる。

ではなぜ、日本の VC の規模は圧倒的に小さいのか。2-1 で述べた日本 VC の特徴と米国 VC の特徴を比較して要因を述べる。

以下では米国 VC の特徴を大きく三つ述べる。

- 10 米国 VC の特徴一つ目は、600 社以上あるといわれているが、その多くは事業会社や金融機関の系列に属していない独立系の VC が過半数を占めている⁴²。また、急成長産業のハイリスク・ハイリターン分野（バイオ、通信・ネット、ソフトウェア、エネルギー、情報サービスなどハイテク分野。）が中心である⁴³。最近の米国 VC 投資は、次なるテーマが短期間に創出され大型の投資活動
- 15 が行われている。創業支援ノウハウと金融知識、経営支援能力、業界知識など様々な専門的能力が必要とされる。それらを持った個人のベンチャーキャピタリストが数人集まり、個人の権限と責任で事業に取り組んでいる。そのため、多額な成功報酬も個人所得である⁴⁴。投資回収方法は、株式公開に限らず株式公開前の売却も積極的に行われている。特に、IT 関連業界や医薬品業界では、
- 20 既成大企業がベンチャー企業の新しい技術やノウハウを積極的に取り入れるために、ベンチャー企業の買収を頻繁に行う。投資から回収までの期間は 1～5 年⁴⁵である。

- 二つ目は、利益が出ていないアーリーステージ企業から投資である。米国では通常、会社設立時及び設立直後の事業資金は、創業者グループとエンジェル
- 25 と呼ばれる個人投資家から集められる。その後、事業開始に向けて製品開発などが進行する段階から、VC の出資が行われる。アーリーステージ専門の VC の場合は、まだ製品開発中の企業や売り上げは立ってもまだ利益が出ていない

⁴² 秋山 他(2015) p64 より参照。

⁴³ 松田(2014) p176 より引用。

⁴⁴ 秋山 他(2015) p64 より参照。

⁴⁵ 松田(2014) p176 より参照。

ような企業も投資対象とする。アーリーステージ企業への投資はリスクが大きい
5 株価がまだ低いため、うまくいけば投資回収時に株価が 50 倍から 100 倍
になることもありうる。投資審査と価格交渉は厳しい。

三つ目は、経営にコミットしていることだ。VC が投資を行う場合、リスク
5 分散のために 1 社だけでなく複数の VC が同時に投資を行うのが普通である。
これらの VC のうち、株式引き受けの中心となり、最も投資金額が多い VC は
リード・インベスターとして、VC 間の意見の調整を行ったり、VC を代表し
て会社側と交渉したりすることが多い。

このように米国の場合、日本と違い、「ベンチャー企業が投資してくれる
10 VC を選ぶ」のではなく、「VC が投資先ベンチャー企業」を選ぶことが多
かったといえる。

2-4 IPO の現状・メリットとデメリット

15 VC 投資による EXIT（資金回収）の手段としては、IPO や M&A がある。
日本での EXIT の現状では IPO が中心⁴⁶となっているため、VC 投資もそうし
た状況を反映し、IPO による EXIT を前提として行われているのが現状である。
そのため、ベンチャー企業が VC から投資を受けるには将来的に IPO を行な
うことが主要な条件となっており、VC 投資も投資対象企業が将来的に IPO で
20 きるかどうかを審査基準として行われている傾向にある。

また、IPO に必要なさまざまな費用が企業の重い負担となる。「IPO を目
指す企業は、上場する証券取引所に対して、有価証券報告書をはじめとする上
場申請書類を提出しなければならない。上場申請書類の作成には、主幹事証券
会社や監査法人に対する手数料・監査料が発生する。⁴⁷これらの費用は、支払
25 えば会衆できないサunkコストの性格をもっており、規模の大きい企業ほど負
担が軽くなる規模の経済性が働く。したがって、費用の金額が高くなれば、規
模の小さい企業お負担は大きくなり、IPO を阻害する要因になりやすい。」⁴⁸

⁴⁶ 秋山 他(2015) p64 より参照。

⁴⁷ これらの費用以外にも、実際の株式の発行や販売を請け負うアンダーライターに対す
る委託料を支払うことがある。

⁴⁸ 河田(2014) p p 3,4 より引用。

次に IPO のメリットを大きく四つ述べる。

まず一つ目は、IPO により株主資本が拡充することで、事業規模の拡大のための資金に充当でき、新事業への進出も容易となることだ。また、ふたたび IPO するときも、容易に資金調達が出来る。

- 5 二つ目は、信用力の拡大による新規顧客の増加、販路の拡大、事業提携が有利となる、優秀な人材獲得につながる可能性がある⁴⁹ことが挙げられる。

三つ目は、経営体質の改善・強化である。公開準備の過程において、証券会社や取引所での審査に耐えうる内部管理体制が構築されるため、幅広く経営体質が改善・強化され、内部管理体制が充実する。⁵⁰

- 10 四つ目は、決算の迅速化・適正化で、会社の実態把握が迅速かつ正確なものとなり、監査法人の監査により信用が付与される。

五つ目は、コンプライアンスを意識した経営の実現。「株式公開前では意識が薄かったコンプライアンス（法令遵守）確保が意識的に行われ、企業市民として健全な経営が確保される。」⁵¹

- 15 IPO のデメリットとしては大きく四つが挙げられる。

一つ目は、IPO 準備が面倒であることだ。関係会社再編や関連当事者取引の見直し、さまざまなドキュメントの作成等には手間がかかる。そういった株式公開準備に長けた人材自体が不足している。IPO 準備のためのコスト負担が数年間続く。

- 20 二つ目は、上場維持費用の負担である。前途のように上場申請書類の作成には、主幹事証券会社や監査法人に対する手数料・監査料が発生する。新規上場後も、証券取引所・株主名簿管理人・監査法人・証券印刷会社等への支払が続く。内部統制充実のための内部管理体制確保にコストがかかる。

三つ目は、社会的責任の増加である。上場会社には、企業は社会的存在であ

⁴⁹ 日本アジア証券株式会社より参照。

⁵⁰ 株主総会、取締役会、監査役会等の機関決定及び各種規程類の整備、内部牽制が確保された業務処理体制の確立、中期経営計画と年度予算制度による利益管理システム、適正な会計処理原則および会計手続の採用等。 エイチ・エス証券株式会社HPより参照。
(<http://www.hs-sec.co.jp/hs/index.htm>)

⁵¹ TabisLand 税務会計経営情報サイトHP
(<https://www.tabisland.ne.jp/ipo/whatsipo.htm>)より引用

るとの認識が強く要請される⁵²。

四つ目は、買収されるリスクが増大することである。IPO した結果、「株式の売買が証券取引所を通じて自由になってしまう。その結果、競合相手や買収ファンドから TOB をかけられてしまう。」⁵³

5

小括

ベンチャー企業の資金調達の現状を調べ、成長ステージごとに資金調達の手段が違っていくことがわかった。また、成長ステージごとに資金調達の課題も異なり、
10 その中でも、拡張期から成熟期にかけて利用される VC について着目した。2-2 で日本の VC の特徴を述べ、2-3 で VC が盛んで規模が一番大きい米国と比較し、日本との違いを述べた。

日本の VC の特徴を調べ、その多くは金融機関係 VC であることがわかった。そのなかには、人事面や経営面で親会社から完全に独立していない VC も数多
15 く存在する。また、経営への参加はほとんどなく、その一つの理由として、かつては独禁法のガイドラインで VC の投資先への役員派遣が禁じられていたことが挙げられる。投資回収方法は株式公開が中心であることから株式公開のサポートに重点を置いている。このような体質的課題を解決するためには、「親会社からの短期間出向による腰掛的な人事からの独立と経営面での自立性が求
20 められる。」という。それが解決すれば資金調達の問題も解決するのではないかと考えた。

次に VC が盛んで規模が一番大きい米国と比較した。日本のベンチャー投資の金額は米国の 2% にも及ばない状況であることがわかり、日本経済における VC 産業の未成熟さを表している。日本の VC の規模が圧倒的に小さいことが
25 わかった。

米国 VC の特徴は、事業会社や金融機関の系列に属していない独立系の VC が過半数を占めており、急成長産業のハイリスク・ハイリターン分野が中心で

⁵² 日本アジア証券株式会社HPより参照。(http://www.ja-securities.jp/)

⁵³ TabisLand 税務会計経営情報サイトHPより引用。
(https://www.tabisland.ne.jp/ipo/whatsipo.htm)

あることがわかった。利益が出ていないアーリーステージ企業から投資していて、経営に参加している。米国の場合日本と違い、「ベンチャー企業が投資してくれる VC を選ぶ」のではなく、「VC が投資先ベンチャー企業」を選ぶことが多かったといえる。

- 5 IPO の現状は、VC 投資による EXIT（資金回収）は IPO が中心となっており、VC 投資もそうした状況を反映し、IPO による EXIT を前提として行われているのが主な傾向であることがわかった。VC 投資も投資対象企業が将来的に IPO できるかどうかを審査基準として行われている傾向にある。

- 10 一方で IPO をするにはさまざまな費用がかかり、企業に重い負担がかかることがわかった。

3 章 公的金融の役割と問題点

- 15 日本企業の資金調達について考えるうえで、政府系金融機関における公的金融は欠かせない存在である。中でも金融的手段として重要となる政策金融について財務省では「政策金融とは、公益性が高いものの、リスクの適切な評価等が困難なため民間金融機関のみでは適切な対応ができない分野において、融資や保証などの金融手法によって政策目的を達成するもの」⁵⁴としており、特に金融危機時や災害発生時において、民間の金融機関が追うことのできないリスクのある融資を政府系金融機関が代わりに行うことになっている。

- 20 本章では現在まで日本企業の支えとなっていた政府系金融機関の本来の役割を、財政投融资と投資育成制度から明らかにした上で、今日問題になっている民業圧迫問題、財政問題を中心に政府系金融機関の問題点について述べていく。

25 3-1 政府系金融機関による財政投融资の役割

・平常時における役割

現在、日本には民間企業に貸出を行う政府系金融機関が 5 行⁵⁵存在する。図

⁵⁴ 財務省 H P (http://www.mof.go.jp/financial_system/fiscal_finance/)より引用。

⁵⁵ 株式会社日本政策金融公庫、株式会社日本政策投資銀行、株式会社国際協力銀行、

表 17 は、全国で中小企業を中心に貸出業務を行っている日本政策金融公庫と商工組合中央金庫の説明をまとめたものである。

図表 17 各政府系金融機関についての説明

日本政策金融公庫	一般の金融機関が行う金融を補完することを旨とし、国民一般、中小企業者及び農林水産業者の資金調達を支援するための金融の機能を担うとともに、内外の金融秩序の混乱又は大規模な災害、テロリズム若しくは感染症等による被害に対処するために必要な金融を行うほか、当該必要な金融が銀行その他の金融機関により迅速かつ円滑に行われることを可能とし、もって国民生活の向上に寄与することを目的として業務を行っている。
中小組合中央金庫	中小企業等協同組合その他主として中小規模の事業者を構成員とする団体及びその構成員に対する金融の円滑化を図るために必要な業務を営むことを目的とする株式会社。平成 20 年 10 月に株式会社商工組合中央金庫方に基づき、中小企業団体とその構成員に対する金融の円滑化の目的と昨日を維持しながら、それまでの共同組織金融機関から同胞に基づく特殊会社になった。

- 5 (出所)日本政策金融公庫HP (<https://www.jfc.go.jp/n/company/profile.html>)及び、
商工組合中央金庫(2017)「商工中金ディスクロージャー誌 2017 年 3 月期」p 4 より参照、
著者作成。(https://www.shokochukin.co.jp/reportfile/disclosure/201703/pdf/201703_all.pdf)

- 例として日本政策金融公庫での平常業務を挙げる。日本政策金融公庫の平常
10 業務は国民生活事業、中小企業事業、農林水産事業の 3 つからなる。国民生活事業の融資先は小売業が中心的で、融資先の約 9 割が従業者数 9 人以下の企業となっている。企業の成長ステージでみると、創業前や創業直後でこれから成長を目指す企業から、業歴 50 年以上の老舗企業まで幅広い利用状況であり、企業のライフステージに応じた支援を行っており、国民生活事業では大きな社会的使命を果たしている。
15

- 中小企業事業では、中小企業に対して、融資、信用保険、証券化支援といった金融手法を活用しながら、それぞれの企業に見合った形で幅広い支援を行っている。ここでは、民間金融機関だけでは対応しづらい長期資金を専門に取り扱っており、融資の約 5 割が、期間 5 年超の長期資金で、すべて償還計画が
20 立てやすい固定金利となっているのが特徴である。

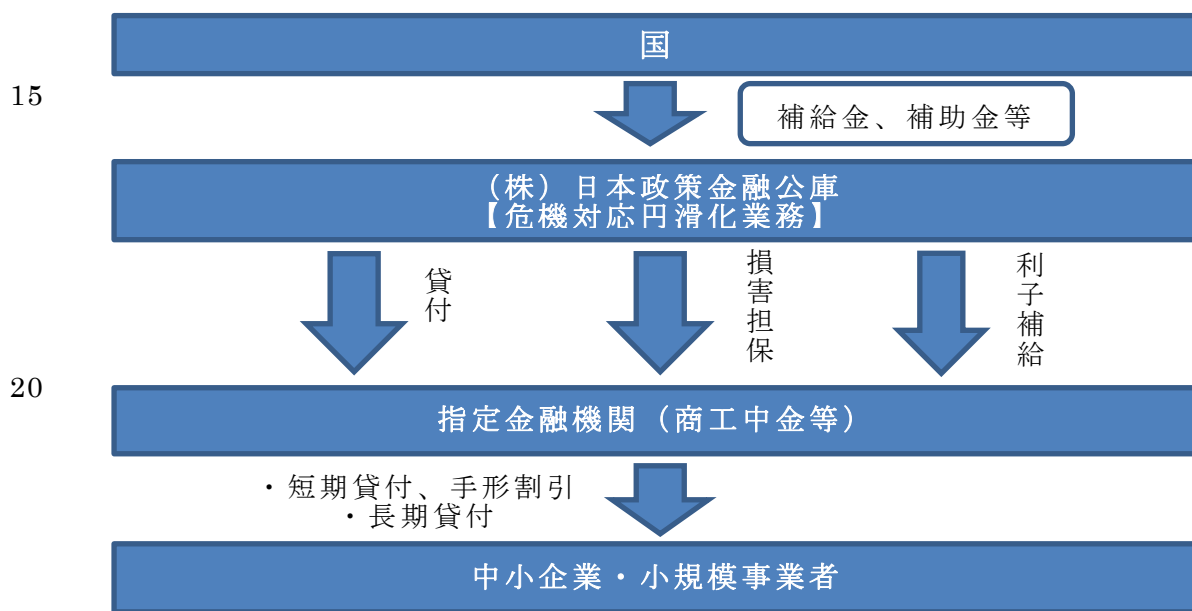
株式会社商工組合中央金庫、沖縄振興開発金融公庫の 5 行。図表 10 に載っていない 3 項の業務内容は、日本政策投資銀行は「高度な金融手法の提案や長期の事業資金の提供を行う金融機関で主として大企業向けに貸出等を行う」、国際協力銀行は日本企業の輸出海外での経済活動促進のために国際金融業務を行う」、沖縄振興開発金融公庫では沖縄における産業振興のために貸出を行う」である。 内田(2016) p 157 より引用。

このように政府系機関は平常時においては、民間金融機関よりも手広く中小企業に対しての支援を行っており、大きな役割を果たしていると言える。⁵⁶

・危機対応における役割

5 政府系金融機関において危機対応業務は日本経済にとって大きな役割を果たしている。日本政策金融公庫ホームページでは「危機対応円滑業務とは、主務大臣が認定する内外の金融秩序の混乱、大規模災害等の危機発生時において、株式会社日本政策金融公庫が指定金融機関に対して一定の信用の供与を行うものである。指定金融機関は、日本政策金融公庫からの信用の供与を受け危機対応業務を行い、危機に対処するために必要な資金供給を行う。」⁵⁷とある。実
10 際に 2008 年のリーマンショックでの金融危機時や、2011 年の東日本大震災発生時に危機対応業務が行われている。

図表 18 危機対応業務の流れ



25 (出所) 中小企業庁(2016b)「危機対応円滑化業務支援事業」より著者作成。
(http://www.meti.go.jp/main/yosan/yosan_fy2017/pr/ippan/i_chuki_a_05.pdf)

図表 18 は政府系金融機関の危機対応業務の流れについて表で表したもので

⁵⁶ 「中小企業政府系金融機関は、一般の民間金融機関が融通することが困難な資金を融通すること、あるいは中小企業の金融の円滑化が目的とされ、そうした役割の発揮が求められている。」とされる。 商工総合研究所(2015) p 20 より引用

⁵⁷ 日本政策金融公庫 H P (<https://www.jfc.go.jp/n/company/fc.html>)より引用。

ある。はじめに日本政策金融公庫が国から補充金、補助金などを受け取りその資金を元に指定金融機関⁵⁸へ貸付⁵⁹、損害担保、利子補給を行う⁶⁰。指定金融機関は危機にあった中小企業、小規模事業者に対して資金提供を行うという形になっている。これにより中小企業などは災害、金融危機などで民間の金融機関からの借入といった通常の資金調達が受けることが出来なくなった場合でも、

5 日本政策投資銀行、商工組合中央金庫から資金提供を受けることができる。

しかし、「危機的な状況下であっても、公的金融に過度に頼ることは、市場における金利形成にゆがみを与え、効率的な資金配分を阻害することにつながるため、その検討に当たっては、市場メカニズムに可能な限り配意した枠組み

10 となるよう留意すべきである。」⁶¹とあるように、危機対応業務において過度に公的金融に頼ることは後に問題を生むことが考えられる。この問題については3-3で述べる。

3-2 政府系金融機関における投資育成

15 政府系金融機関には中小企業の投資育成を行う中小企業投資育成株式会社⁶²が、東京、名古屋、大阪に存在している。これは中小企業の「株式などの引き受けにより、経営権の安定や、事業承継に威力を発揮する「投資」、豊富な経験と投資先ネットワークを活かし、中立的な立場で支援する「育成」、この二

20 つの側面から中小企業の成長を支援している公的機関」⁶³である。⁶⁴

図表 19 では投資育成制度の仕組みを表したものである。中小企業投資育成株式会社は地方公共団体、金融機関等⁶⁵から出資を受け、その資金を中小企業

⁵⁸ 現状では日本政策投資銀行と商工組合中央金庫のみ。これは「全ての危機に対応する必要があること、損失補填割合の上限が最大8割であること等が要因となり、指定金融機関になっている民間金融機関はない」からである。経済同友会(2011)p6より引用。

⁵⁹ ツーステップ・ローンとも言う。

⁶⁰ この日本政策金融公庫の一連の業務を危機対応円滑化業務という。

⁶¹ 金融調査研究会(2009)p1より引用。

⁶² 昭和38年に中小企業投資育成株式会社法に基づいて設立。

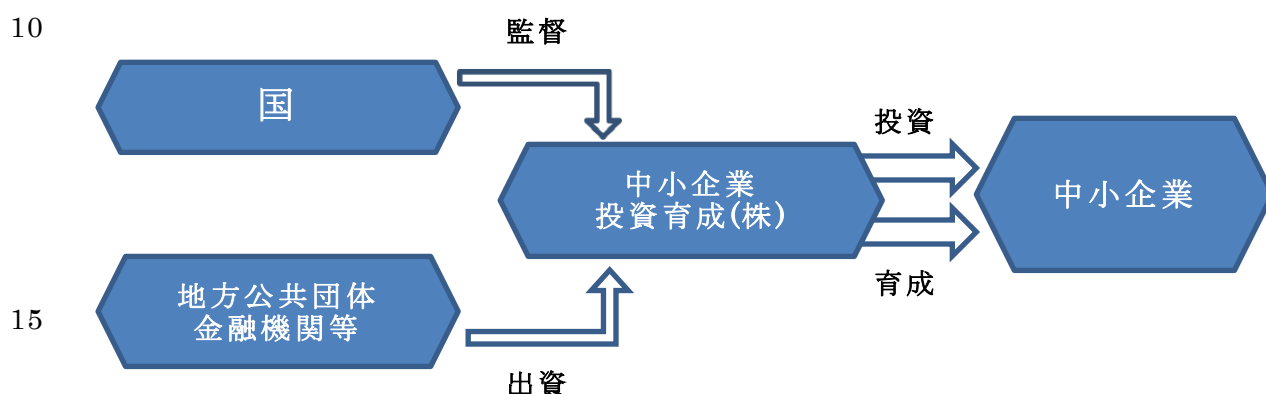
⁶³ 日本政策金融公庫 経営情報 2009年7月28日 NO.366 より引用。

⁶⁴ 中小企業投資育成株式会社法第1条では「中小企業投資育成株式会社は、中小企業の自己資本の充実を促進し、その健全な成長発展を図るため、中小企業に対する投資等の事業を行うことを目的とする株式会社とする。」と定められている。

⁶⁵ 各都道府県、地方銀行等。

へ投資⁶⁶、育成をする仕組みであり、監督は国⁶⁷が務める。1963年の創業以来3社合計で5,228社に対して投資を行っており、そのうち210社が上場を果たしている。通常のファンドでは株価の算定は「売買事例、純資産方式等による時価」であるのに対し、投資育成会社では「1株あたりの予想利益をもとにした「収益還元方法」により算定」⁶⁸となっている。また、長期安定株主として支援するため、株を保有するため保有期間が定められてなく、経営の自主性を尊重し、議決権比率を50%以内にするなどの特徴がある。

図表 19 投資育成制度の仕組み



(出所)中小企業投資育成会社(2017)「わかりやすい投資育成会社のご案内」より取得し、筆者作成。(http://www.sbic-cj.co.jp/pdf/sbic2.pdf)

一方で2017年中小企業庁のアンケート⁶⁹では、「日頃よく相談に行く支援機関(複数回答あり)」で「中小企業投資育成株式会社」と答えた企業は171社中1社、「最も役に立った支援機関」では0社となっており、中小企業にとってあまりなじみが無いことが伺える。しかし近年ではM&Aが「中小企業の後継者問題に対する解決策の一つとして、近年注目が高まっている。」⁷⁰など、中小企業でも株式発行が必要になることが考えられ、それに伴い中小企業投資育成会社の役割はより大きいものになると考えられる。

⁶⁶ 投資条件は、資本金が投資前3億円以下の企業、業種に縛りはない。

⁶⁷ 経済産業大臣が行う。

⁶⁸ 日本政策金融公庫 経営情報 2016年7月26日 NO.405 より引用。

⁶⁹ 中小企業庁(2017) p p 3、4 より引用。

⁷⁰ 岡田(2008) p 2 より引用。

3-3 公的金融の問題点

・民業圧迫問題

- 公的金融機関の問題点でここ最近大きく問題に挙げられているのが民業圧迫問題である。以前から日本政策投資銀行と商工組合中央金庫については民業圧迫を避けるために民営化についての議論が行われてきた。「公的金融の使命は、民間補完の原則のもと、情報の非対称性や不完全競争、外部性の存在など市場の失敗に対応することにある。すなわち、公的金融の実施が正当化されるためには、政策目的との関連性が明確であることに加えて、必要最低限の規模とし
- 5 手法に限定されることが重要であり、恣意的な資金配分については排除される必要がある。」⁷¹とされている。しかし、2016年には商工組合中央金庫における危機対応業務での不正融資問題⁷²が発覚し、全国地方銀行協会の佐久間英利会長が「まさしく民業圧迫だ」と述べる⁷³など、公的金融機関の民業圧迫問題は大きな課題となっている。
- 15 政策金融機関による貸出は低利かつ長期の貸出のため、借り手からすると民間金融機関よりも政策金融機関を好んで利用すると考えられる。そのため政策金融の規模が大きくなれば民間で対応可能な貸出先まで政策金融の対象となる可能性がある。これによって民間金融機関の収益が奪われる可能性や、金融・資本市場の発展を阻害することが考えら、『政策金利による「低利・長期・固
- 20 定」の貸出は、民間金融機関におけるリスクに見合った貸出条件の設定を困難にし、収益機会を奪う。』⁷⁴という。

一方で筆者はこの問題は公的金融から融資を受ける中小企業の意識にも問題があるのではないかと考えた。第1章の図表4のアンケート結果から分かるとおり中小企業で政府系金融機関からの融資を受けた企業は全体の42.1%に

⁷¹ 金融調査研究会(2009)p1より引用。

⁷² 2016年11月に商工組合中央金庫鹿児島支店で危機対応融資での不正が発覚した問題。職員に事実上のノルマが課され、担当者は経営がそれほど悪化していないにも関わらず、企業の財務諸表を改ざんした。その後この問題は国内のほぼ全ての97営業所が関与していたことが分かり、2017年10月25日現在では不正を行ったのは4609口座、融資実効額は2646億円、不正行為をした職員は444人とする調査結果が出されている。これにより商工組合中央金庫では約800人を処分し、社長も辞任の意向を表明し、3人の代表取締役全員が退任している。2017年10月26日付け日本経済新聞朝刊より参照。

⁷³ 2017年9月14日付け日本経済新聞朝刊より引用。

⁷⁴ 公益社団法人 経済同友会(2011)p3より引用。

及び、多くの中小企業が利用していることが伺える。また同アンケートでは「政府に期待する金融面での支援策は何ですか？具体的にご記入ください。」という質問事項が設けられており、その回答として「政府系金融機関の更なる柔軟な対応が望まれる。」「政府による支援策を新しい融資制度の促進。」

- 5 「中小零細にもっと手厚い条件のゆるい融資を希望する。」「政府系銀行が無条件に貸付けること。(信用ある企業に)」⁷⁵などが挙げられている。こういった声は公的金融機関を運営していくうえで大切にすべきではあるが、企業が公的金融機関にむやみに頼ることで政策金融が肥大化し、伴う弊害が発生するという問題がある⁷⁶。植杉 他(2014)では「日本の政府系金融機関に関して注意すべきことは、その役割に関する世論の評価が、肯定的なものと否定的なものとの間で大きく振幅した点である。」⁷⁷とされている。⁷⁸しかし、前途の通り公的金融機関は民間補完が原則であるという前提がある。この前提を守るためにも、公的金融機関自身だけでなく利用者である企業側でも意識を変えていく必要があるだろう。
- 10

- 15 以上のことから筆者は、中小企業に対する貸出では民間金融機関による自主的な取り組みを基本としたうえで公的金融機関が補完する、「民間補完」の形を徹底することが望ましく、企業側もそれに協力するように意識を変えていく必要があると考えた。

20 ・財政圧迫問題

公的金融機関は主に「低利・長期・固定」の貸出を行い、中小企業などの支

⁷⁵ 東京商工会議所(2012) p 73 より引用。

⁷⁶ 公益社団法人 経済同友会(2011) p 3 では、「政策金融の規模が拡大すると、市場メカニズムに根ざした効率的な資源配分が促進されず、競争力を失った企業、産業が温存されやすい。その結果、企業の新陳代謝や産業構造の転換が進まなくなる。」とこの問題を指摘している。

⁷⁷ 植杉 他(2014) p 3 より引用。

⁷⁸ この論文では「2000 年代半ばに小泉政権の下で郵政事業の民営化と並行して政策金融改革が行われた際には、政府系金融機関が民間部門の業務を圧迫して効率的な資金配分を妨げているという評価がされた。その結果、政府系金融機関は再編・統合され、業務量は縮小した。ところが、こうした業務縮小の流れは、大規模な負のショックの発生によって反転した。すなわち、2008 年秋に発生したリーマンショックとその後の深刻な景気後退や、2011 年 3 月に発生した東日本大震災に伴い、資金供給主体としての政府系金融機関の重要性が一転して強調されるようになり、実際に政府系金融機関による貸出額が総貸出額に占めるシェアも高まった」としている。

援している。しかし、「政策金融による「低利・長期・固定」の貸出は、国の財政にとって恒常的に多大な負担になり、それらは、最終的には税金という形で国民に転換されることになる。」⁷⁹など、国の財政を圧迫する一つの要因でもある。これは前節で触れた商工組合中央金庫の不正融資問題でも危機対応融資の 3 割が本来は対象外の優良企業向けだったなど、本来公的金融機関として貸出す必要のない企業に向けても貸出が行われるなどの問題があるからである。

また、この問題は本来倒産していてもおかしくない企業が公的金融機関の支援を受けて存続しているゾンビ企業問題にも波及してくる。『「ゾンビ企業」の存在が産業の新陳代謝を妨げ、日本の長期停滞の原因であるとされた。』⁸⁰というようにゾンビ企業の存在は日本経済にとって良いことがないのは明確である。

このようなことから筆者は、公的金融機関は財政圧迫問題を解決するためには貸出先企業の調査をしっかりと行ったうえで、ゾンビ企業のような本来倒産してもおかしくない企業への貸出を行わないような取り組みをすることが望ましいと考える。

小括

本章では政府系金融機関の公的金融の役割、問題点を明らかにしてきた。政府系金融機関の役割は財政投融资での平常業務と危機対応業務、投資育成制度の業務が挙げられる。財政投融资の平常業務は各公的金融機関ごとに定められた対象の企業や事業に対し支援を行うことである。特に日本政策金融公庫と商工組合中央公庫は小規模な中小企業に対しての貸付業務を主に行っており、中小企業や創業者に対して重要な役割を果たしている。また、危機対応業務では災害や金融危機時に国からの支援を中小企業へ届ける役割を担っており、日本政策金融公庫は危機対応円滑化業務を、日本政策投資銀行と商工組合中央金庫は中小企業などへの支援を直接行う危機対応業務を行っている。

⁷⁹ 公益社団法人 経営同友会（2011）p 3 より引用。

⁸⁰ 中村中(2017) p 53 より引用。

一方の投資育成制度では、各中小企業投資育成会社が中小企業に対し出資を行い長期的な株の保有をすることで中小企業の育成、事業承継問題の解決などといった支援を目的としている。

- しかし、公的金融機関には民業圧迫問題、財政圧迫問題が存在しており、い
5 ずれも公的金融機関のあり方が問われる問題となっている。

4 章 民間金融機関の現状課題

- 本章では、民間金融機関の視点に立ち主に中小企業への資金供給の課題を明
10 らかにする。

4-1 の金融機関の融資・審査形態では、担保や保証に過度に依存しない融資の拡充が取り組まれていることから、リレーションシップバンキングについて論じる。また、事業性評価の入り口として活用されることを目的としている新しい審査形態であるローカルベンチマークについて詳述する。

- 15 4-2 の事業性評価の課題では、「目利き力」や、金融機関の悩みを論じる。そして事業性評価融資が原因となり、金融機関に求められる持続可能なビジネスモデル⁸¹の構築が揺らがないためにも、PDCA サイクルで振り返りを行うことを述べる。

20 4-1 金融機関の融資・審査形態

- これまで金融機関は、融資先が経営に行き詰まった場合にも融資した資金が回収できるように、不動産や有価証券などを担保にした融資や、信用保証協会による保証や経営者による個人保証を条件に融資をしていた。しかし、バブル
25 崩壊による地価・株価下落で、担保が十分に融資の返済能力を持たなくなり、不良債権が増加⁸²したことを受けて、金融庁は 2002 年に「金融再生プログラ

⁸¹「金融庁は、①金融システムの安定/金融仲介機能の発揮、②利用者保護/利用者利便、③市場の公正性・透明性/活力を確保することにより、企業・経済の持続的成長と安定的な資産形成等による国民の厚生を増大を目指す」 金融庁(2017) p1 より引用。

⁸²「1992 年度から 2002 年度までに約 88 兆円の不良債権処理がなされた」 重田(2005) p1 より引用。

ム⁸³」を公表した。また、翌年 2003 年には「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」を公表した。この報告書では、日本の中小企業が借入に依存していることや、融資の際に担保の確保に重点を置いている金融機関の事後モニタリングが十分になされていない現状を示した上

- 5 で、リレーションシップバンキングの担い手である中小・地域金融機関が重要な役割を果たすことを強調した。これを機に、金融機関が取り組むべき事項の一つとして、担保や保証に過度に依存しない融資の拡充に取り組むこととなった。近年では、金融庁が金融機関に対し、担保・保証に依存しない企業の事業性評価に基づく融資に、積極的に取り組むように促しており、現在も担保や保証に過度に依存しない融資の拡充が取り組まれている。
- 10

- 金融機関の代表的な融資形態として、財務諸表や資産担保といった情報を重視する「トランザクションシップバンキング」と、顧客との長期継続的關係から得られる情報を重視する「リレーションバンキング⁸⁴」がある。3-1 でも述べたように、中小企業は金融機関に対して安全性を重視した定量評価に限定せず、成長性を重視した事業性評価も加味した融資を求めている。2016 年 4 月には今後の中小企業の融資における審査の指標となり得る「ローカルベンチマーク」が発表された。金融機関が事業性評価に力を入れている背景から以下では、定性的な情報を重視する「リレーションシップバンキング」と、近年注目されている「ローカルベンチマーク⁸⁵」という中小企業の融資における新しい審査形態について論じ、それぞれの課題を挙げる。
- 15
- 20

リレーションシップバンキングとは、企業(融資先)との長期的・多面的な取引関係を通じて、財務諸表などには載っていない企業の実態を理解することにより、そのソフトな情報⁸⁶を基に貸出等の金融サービスを提供するビジネスモ

⁸³ 「2002 年 10 月に金融システム安定化と不良債権問題の解決を主眼とした「金融再生プログラム」が打ち出されて以降、不良債権処理は加速した。」重田(2005) p1 より引用。

⁸⁴ 「銀行と借り手の間の親密な取引関係を通じて銀行がソフトな情報を蓄積し、さまざまなメリットを生み出すこと」 筒井 他 (2007) p17 より引用。

⁸⁵ 「企業の経営状態を把握するための健康診断を行うツールとして、企業経営者、金融機関、支援機関等が企業の経営状態を共有し合い、双方が同じ目線に対話を行うための基本的な枠組みでもあり、そして事業性評価の入り口として活用されることを目的としている」 経済産業省(2017) p2 より引用。

⁸⁶ 「文書化したり他人に伝達したり、あるいはそれに基づいて契約を結んだりすることが難しい情報であり、外部者にとって容易に利用することのできない情報である。」筒井 他 (2007) p18 より引用。

デルである。これにより金融機関と企業の間が生じる情報の非対称性を低減しようというものだ。こうした、金融機関と企業との親密な結びつきには二つの側面がある。一つ目は「銀行と企業は長期にわたって取引を行うことが多い」⁸⁷という側面である。取引期間が長いほど、リレーションシップバンキングは

5 親密であると考えられる。二つ目は「銀行と企業は貸出取引以外にもさまざまな取引関係を結んでいることが多い」³という側面である。銀行は当座預金や手形割引などのサービスを提供しているなど、取引が多面的であるほどリレーションシップ⁸⁸は親密であると考えられる。

リレーションシップバンキングの利点として、一つ目に情報の非対称性⁸⁹を

10 軽減することが挙げられる。貸し手側としては、借り手と長期的な関係を結ぶことにより、借り手の経営能力や事業の成長性等の、定性的な情報を蓄積することが可能になる。また借り手側としては、貸し手と段階的に親密な信頼関係を築くことによって、情報を提供しやすくなる。このように情報の非対称性の軽減により、信用リスクを適切に反映した融資や、借り手の業績悪化時の再生

15 支援の創出が可能となる。二つ目に、貸し手における規模の経済⁹⁰の問題の緩和が挙げられる。長期にわたって取引を行うほど、貸出単位あたりの情報生産コストの低下に繋がる。三つ目として、貸出金利が平準化⁹¹されやすいことが挙げられる。トランザクションシップバンキングでは、単発の取引を基本とするので取引ごとに貸出金利を決定する。一方で、リレーションシップバンキン

20 グは、長期的取引を前提とするため、貸し手は金利設定を平準化し、借り手企業の事業の長期的存続を図るインセンティブを有することになる。

⁸⁷ 筒井 他 (2007) p17 より引用。

⁸⁸ 「金融取引を通じた借り手と金融機関との親密な結びつき」筒井 他(2007) p13 より引用

⁸⁹ 「金融取引は返済が行われて取引が完結するまでに時間がかかるため、取引開始時点では約束どおりの返済が行われるかどうか確実ではないという問題」 筒井 他(2007) p25 より引用。

⁹⁰ 「一般に、銀行融資であれば融資金額が大きくなればなるほど、融資を実行するために必要な審査費用などの単位あたり貸出コストは低下する。そのため、貸し手は 1 件あたりの融資金額が大きな借り手、つまり大企業を優先しがちである。」 上原啓一(2007) p3 より引用。

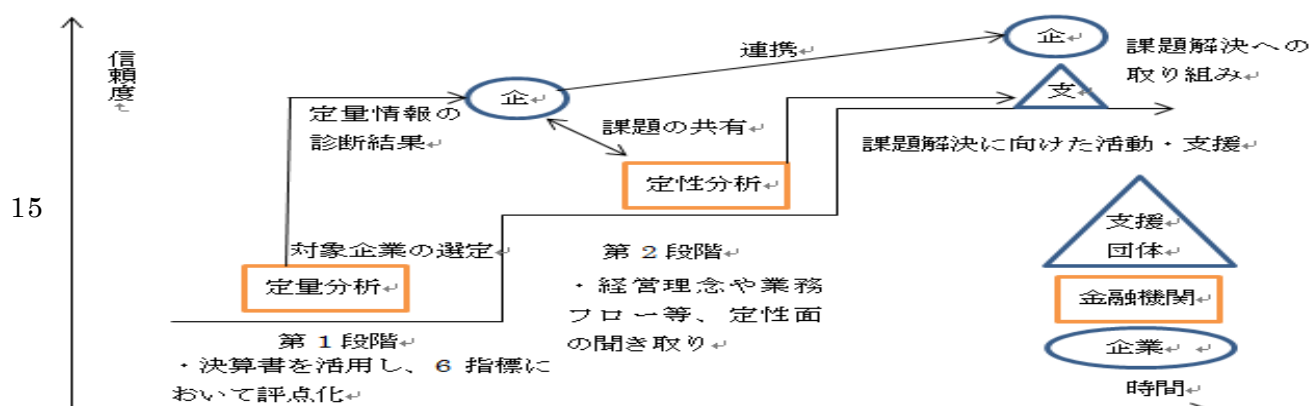
⁹¹ 「メインバンクとの取引年数が長くなることにより、金融機関は貸出を通じてしか得られない企業のインフォーマルな情報を入手・蓄積することができ、このことは第 1 に金融機関の借り手に対する審査費用を低下させ、第 2 に金融機関にとって予測していないリスクを低下させることにより、貸出金利を低減させることができる」 中小企業庁(2002) p27 より引用。

しかし、「融資後もリレーションシップを通じてキャッシュフローの情報等を適切にモニタリングすることにより、経営指導、経営支援を親身になって行うといった適切な対応が十分にされていないのではないか。」⁹²という声もあがっており、金融機関に求められているものが多くなっている。

- 5 ローカルベンチマークとは、企業の経営者等や金融機関・支援機関等が、企業の状態を把握し、双方が同じ目線で対話を行うためのものである。主な利用者としては、地域金融機関や政府系金融機関、ファンド、証券会社等の金融機関、各地域の支援センターや商工会・商工会議所等の支援機関などを想定しており、経営者自身の活用も期待されている。

10

図表 20 ローカルベンチマークを活用した金融機関による支援イメージ



(出所) 中村中(2016)『ローカルベンチマーク地域金融機関に求められる連携と対話』p.93より著者作成。

20

ローカルベンチマークは、地域の経済・産業の視点から見る第一段階と、個別企業の経営力評価から見る第二段階から構成されている。「第一段階」では、地域の産業構造や雇用の状況、内外の取引の流れ、需要構造等に関するデータにより、地域の経済・産業の現状と見通しの把握、分析を行う。そして対象企業の選定⁹³をする。「第二段階」では、金融機関や支援団体が対象とする個別企業について、財務情報や非財務情報等を基に、対話を通じて企業の成長余力や持続性、生産性等の評価を行う。財務情報は、財務シートのレーダーチャー

25

⁹² 住谷(2006) p38より引用。

⁹³ 「地域の産業構造や取引の流れ、雇用状況などを分析することで、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べき産業を特定」経済産業省(2017) p3より引用。

トを用いて①売上高増加率(売上持続性)、②営業利益率(収益性)、③労働生産性(生産性)、④EBITDA 有利子負債倍率(健全性)、⑤営業運転資本回転期間(効率性)、⑥自己資本比率(安全性)の 6 指標で評価している。非財務情報は、非財務ヒアリングシート⁹⁴を用いて企業経営者と金融機関・支援機関が対話を通じて理解を深めている。そして「第二段階」で把握した企業の情報や対話を通じて、相互に深めた信頼関係をベースに、金融機関や支援団体によって具体的な経営改善に向けた支援を行う。ローカルベンチマークは、このような非財務シートを用いて、事業性評価した融資につなげられるのではないかと期待されている。

10

4-2 事業性評価の課題

金融機関が事業性評価⁹⁵できない理由として、金融機関側の「目利き力」が無い問題が挙げられる。本来、金融機関は自らの「目利き力」を活かし、中小企業の潜在的な将来性を見出し、融資するのが仕事であったが、現在の金融機関にはそういった「目利き力」がほとんど無い状況が指摘されている。「目利き力」が伝承されない大きな要因として、「融資業務のシステムかが進んだことがあげられる。」⁹⁶財務分析もデータを入力すると分析データが自動的に得られるため、一つひとつ手作業で分析をしていた時代と比べれば、分析のロジック等に対する知識が弱くなってしまっていることが考えられる。また、体制面において「2000 年代前半の新卒採用の抑制により、地域金融機関の若手行員には数年後のロールモデルになるような近い年次の先輩が身近にいないという不幸があった」⁹⁷という。若手行員にとっては、顧客に同行訪問する上司

15

20

⁹⁴ ①経営者への着目(経営者自身について・ビジョン・経営理念・後継者の有無)、②事業への着目(企業及び事業沿革・技術力、販売力の強み・弱み、IT の能力、イノベーションを生み出せているか)、③企業を取り巻く環境、関係者への着目(市場規模・シェア、競合他社比較、顧客リピート率、主力取引企業の推移、従業員定着率、勤務日数、平均給与、取引金融機関数とその推移)、④内部管理体制への着目(組織体制、経営目標の有無、社内会議の実施状況、人事育成のやり方) 経済産業省(2017) p6 より引用。

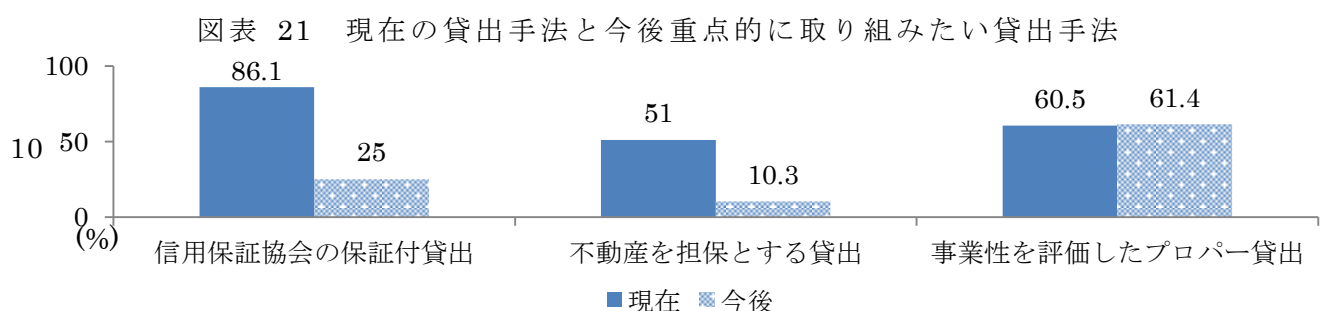
⁹⁵ 「財務データや担保・保証に必要以上に依存することなく、取引先企業の事業内容や成長可能性などを適切に評価することであり、地域金融機関はこの事業性評価に基づき、融資や助言を行うことを求められている。」 山内・土田(2017) p2 より引用。

⁹⁶ 山内 他(2017) p3 より引用。

⁹⁷ 山内 他(2017) p4 より引用。

との年次が離れると、力量の差が大きいため、技を盗むのも困難となる。そのため多くの地域金融機関では、「「事業性評価」はまだ各個人の経験則に基づく”職人の技”になっており、それを仕組み化して、若手行員に伝承するような”型”にはなっていないようだ。」⁹⁸

- 5 しかし、図表 21 にもあるように金融機関は金融庁の指導があるため、事業性を評価した融資を重点的に行いたいと考えている。



※複数回答であるため、合計は 100 にならない。

- 15 (出所)みずほ総合研究所(2016b)「中小企業の資金調達に関する調査」p2,3 より著者作成。
(https://www.mizuhori.co.jp/publication/sl_info/working_papers/pdf/report20160715.pdf)

- 事業性評価に関する地域金融機関の悩みとしては、「①事業性評価といっても、具体的に何をどこまでみればよいのかわからない。②融資先の事業は多岐にわたるため、事業のどのようなポイントをみればよいのかわからない。③金融機関の立場から、融資先の成長をどこまで支援すべきなのかわからない。④各営業担当の案件数が多く個別案件の検討に十分な時間がとれない。」⁹⁹という回答が多く挙がった。一言で事業性評価といっても、融資先企業の業種・業態はさまざまであるため、見るべきポイントはそれぞれ異なる。担当融資先のすべての分野の専門性を持ち合わせることは、不可能に近いのが現状である。

- さらに金融機関の融資担当者側としては、それぞれ担当する融資先を何十社ともっているため、現実的な問題として、1社1社にかけられる時間は限られている。融資先の事業に割く時間は限られており、どのようにして数多くの担当融資先を効率よく、かつ的確に見極めることができるのかが深刻な問題である。

⁹⁸ 山内 他(2017) p3 より引用。

⁹⁹ 山内 他(2017) p8 より引用

財務内容が芳しくない企業に対する事業性評価融資は、通常よりも高いリスクを取る融資形態である。企業の将来性を考慮した目利きで信用コストを低減し、融資先を絞り込む必要がある。「まさに事業性評価融資は、信用コストを低減させる取組みとも言えるが、収益確保のためにはデフォルトの発生を極力抑えることが重要である。」¹⁰⁰

しかし現実的に事業性評価融資を行う上で、ある程度のデフォルト発生は予期せざるを得ない。金融機関の収益を下振れさせないためにも、事後管理を徹底すべきである。具体的には事業性評価融資実施後、その評価が妥当であったかPDCAサイクルを確立していくことが必要である。

10 事業性評価融資は、「信用リスクに注意を払わず融資を推進することは再び不良債権処理に迫られる事態を招くことになる。そうなれば、リスクの高い融資は行いにくくなり、持続可能なビジネスモデルの構築どころではなくなってしまう。」¹⁰¹ そうならないためにも、企業の将来性を評価するノウハウを蓄積していくことが大切である。

15

小括

金融庁が 2002 年に公表した「金融再生プログラム」や、翌年公表された「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」
20 を通して、金融機関は担保や保証に過度に依存しない融資の拡充に取り組むこととなった。現在も積極的に、担保や保証に過度に依存しない融資の拡充が取り組まれている。

金融機関の代表的な融資形態の一つに、顧客との長期継続的關係から得られる情報を重視する「リレーションバンキング」がある。これは定性的な情報を
25 基に貸出等の金融サービスを提供するビジネスモデルであるが、企業の経営などの成否を判断する目利き能力が重要になる。現在目利き力がないと指摘されている金融機関には厳しい。また、近年注目されているのが「ローカルベンチマーク」である。ローカルベンチマークは、財務シートだけでなく、非財務

¹⁰⁰ 瀬野(2017) p60 より引用

¹⁰¹ 信金中央金庫 (2017.9) p62 より引用

シートを用いて行われる。そのため事業性評価した融資につなげられるのではないかと期待されている。しかし、金融機関や企業がヒアリングした事項は主観的であり、事業性を適切に評価するには、専門家の客観的な評価が必要なのではないだろうかと筆者は考える。

- 5 金融機関の融資の現状は、未だ担保・保証に依存しており、技術力・開発力といった事業性の部分の評価は今ひとつできていない。金融機関が事業性評価できない理由として、金融機関側の「目利き力」が無い問題が挙げられる。一言で事業性評価といっても、融資先企業の業種・業態はさまざまであるため、見るべきポイントはそれぞれ異なる。さらに現実的な問題として、1社1社にかける時間は限られているため、どのようにして数多くの担当融資先を効率よく、かつ的確に見極めることができるのかが深刻な問題である。

- 10 また財務内容が芳しくない企業に対する事業性評価融資は、通常よりも高いリスクを取る融資形態であるため、収益確保にはデフォルトの発生を極力抑えることが重要である。事業性評価融資の残高を急激に伸ばしたあとにデフォルトが多発し、金融機関としての経営が揺らいでしまつては、持続可能なビジネスモデルを構築するどころではなくなってしまう。そこで、事業性評価融資をして終わりではなく、その評価が妥当であったか PDCA サイクルを確立していくことが必要である。そしてこの PDCA サイクルを通じて企業の将来性を評価するノウハウを蓄積していくことで、目利き力向上にも繋がると考える。

20

5 章 公的機関による技術・経営力評価制度の活用

- 本章では公的機関が行う企業の事業性評価の例として、兵庫県で行われている「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」を挙げ、その活用と企業に与える影響について述べる。

25

5-1 「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」から見る事業性評価

- 現在、中小企業、ベンチャー企業の資金調達は大企業と比べ金融機関からの借入に多く依存している。その要因として、自己資本の低さなどから内部資金

30

での資金調達が不可能なこと、株式などの直接金融では、情報開示までの資料作成や、株式公開における専門的な人材が必要なため、中小企業にとってはコスト面での問題が大きいことなどが要因である。

5 このような資金調達環境を改善させるため、平成 17 年 6 月に兵庫県の(公財)ひょうご産業活性化センターが発足させた中小企業の評価制度が「ひょうご中小企業技術・経営評価力制度」である。利用者は兵庫県内に事務所を有し兵庫県信用保証協会の保証対象業種に属する中小企業、また金融機関も利用できる¹⁰²。この評価制度の狙いは、「顧客企業の財務面のみならず、技術力や成長性を含めた事業実態を把握し、物的担保に依存しない、企業の成長性に
10 基づいた融資に結び付けたい。企業の課題を明らかにし、支援に生かしたい。」という金融機関のニーズと、「技術力やサービス力、成長性等を有していても、物的担保力が不足していることから融資を受けることができない。保有する技術力等をアピールし、販売促進や企業価値の向上につなげたい。」という企業側のニーズから、(公財)ひょうご産業活性化センターが、中小企業の技術や経
15 営力を総合的に評価する「技術・経営力評価報告書」を発行し、企業の円滑な資金調達や企業価値のアピールを支援することである¹⁰³。

5-2 ひょうご中小企業技術・経営力評価制度の流れ

20 「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」の申し込み方法は、中小企業が直接申し込む方法、中小企業が金融機関を通して申し込む方法、金融機関が中小企業の許可を取って申し込む方法の 3 種類ある。

図表 22 は評価書で実際に使われている中小企業の技術や成長性を評価する 10
項目ある。現地調査・ヒアリングを行い、表 1 の 10 項目について評価コメン
25 トと評価点(1～5)¹⁰⁴を評価書に記載している。この項目の内、1.製品・サービス、2.市場性・将来性、3.実現性・収益性の中の①販売方法・販売価格、②生

¹⁰² (公財)ひょうご産業活性化センターHP(2017 年 10 月 27 日)

¹⁰³ (公財)ひょうご産業活性化センター(2015) p 2

¹⁰⁴ 評価点数基準…1＝極めて高いリスクまたは重大な問題がある。2＝留意すべき要素が多く、良いとは言い難いレベル。3＝総合的に良いと評価できるレベル。4＝総合的に優れているレベル。5＝総合的にきわめて優れたレベル。(公財)ひょうご産業活性化センター(2015) p 5 参照。

産・サービス体制は技術評価であり、従来の金融機関からの借入ではあまり評価されてこなかった部分である。実際に評価書を作成するのは(公財)ひょうご産業活性化センターから委託された、兵庫県中小企業診断士協会、兵庫県技術士会、ビズサポート(株)¹⁰⁵の三機関である。その後 10 項目の合計点に応じて、

5 1～5 の総合評価をつけ、そこからさらに＋、フラット、－とさらに 3 段階に分ける。

図表 22 中小企業の技術や成長性を評価する 10 項目

評価分野・項目		評価の視点例
1 製品・サービス	①新規性・独創性	従来品との差別化の程度、代替品に対する競争力など事業性の視点から評価
	②優位性とその維持継続	競合品に対する優位性、認知度、特許権、技術の継承
2 市場性・将来性	①市場規模・成長性	各種調査による市場動向、法規制の動向、代替品の出現
	②競合関係	競合企業の状況、市場シェア、品質・納期・差別化戦略、競争優位性
3 実現性・収益性	①販売方法・販売価格	マーケティング計画の内容、販売チャネル、販売方法、販売価格
	②生産・サービス体制	運営管理体制、原価管理、生産・サービス計画、5Sの実施、生産管理
	③売上高・利益計画	売上高・利益計画の妥当性、売上原価・販売費・一般管理費の妥当性
	④資金計画・資金調達力	資金計画の有無、事業計画との整合性、採算性、自己資金
4 経営力	①事業遂行能力	経営理念、先見性、知識、経験、スキル、リーダーシップ、社外ネットワーク
	②人材・組織体制	後継者等の人材、人材教育、技術・ノウハウ継承の仕組み

- 10 (出所)(公財) ひょうご産業活性化センター(2015)「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度について」より著者作成。

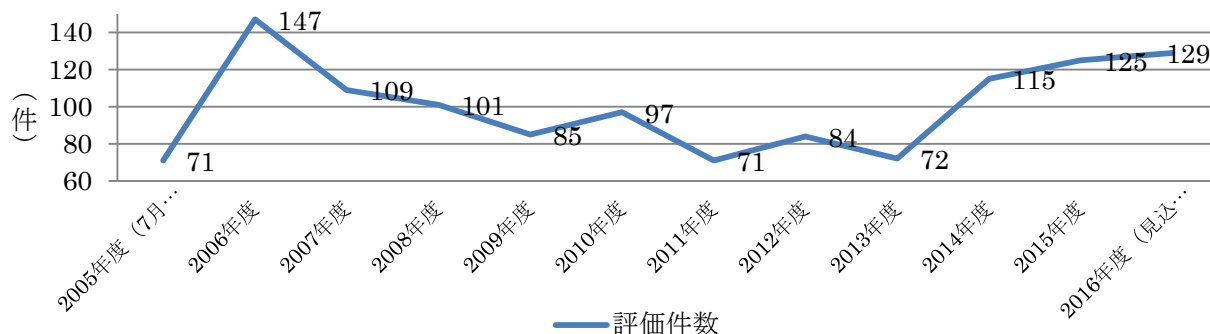
(http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/chiikikigyo_hyoka/pdf/003_s03_00.pdf)

- 15 現地調査・ヒアリングが終わるとセンター内の技術評価支援委員会で評価書案の内容審議、加筆修正、評価決定を行い、評価書を発行する。申し込みから評価書の発行まで概ね 1 ヶ月の時間が掛かる。

¹⁰⁵ 中小企業・ベンチャー企業へのハンズオン支援を提供する会社。基礎となる支援サービスは「技術、知財および事業の診断・評価」、販路開拓等「ビジネスマッチング」サービス。 ビズサポート株式会社HP参照。

5-3 制度の利用実績

図表 23 評価件数の推移



- 5 (出所)(公財)ひょうご産業活性化センター「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度について」、兵庫県HP「兵庫県事務事業評価資料」(平成19年度～平成29年度)
(https://web.pref.hyogo.lg.jp/kk20/pa02_000000111.html) より著者作成。

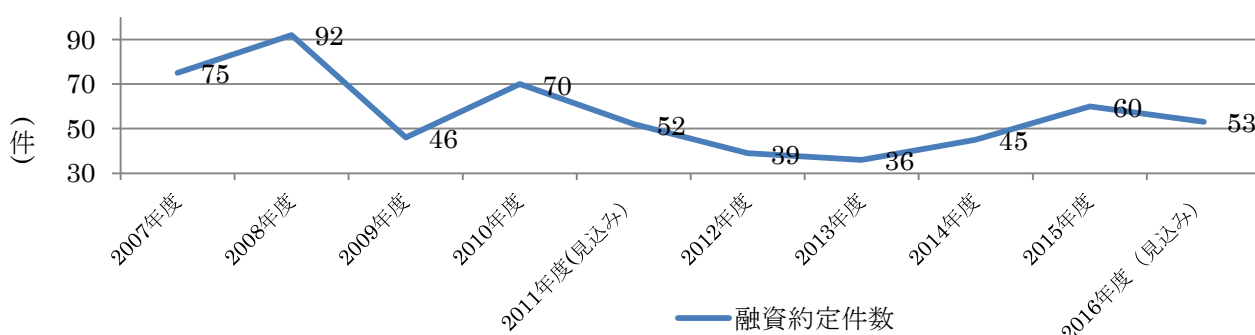
本節では「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」の利用実績を見ていく。

- 10 図表23は制度を開始した平成17年度(6月)からの評価件数推移である。開始翌年の平成18年度に147件を記録して以降件数は少なくなっていき、評価手数料の補助率が引き下げられた平成23年度には最低の71件となった。しかし、平成26年度に115件と持ち直し、それ以降は120件台で推移している。

図表24は評価書を利用した平成19年度からの融資約件数の推移、図表25

- 15 は同じく平成19年度からの融資約定期金額である¹⁰⁶。

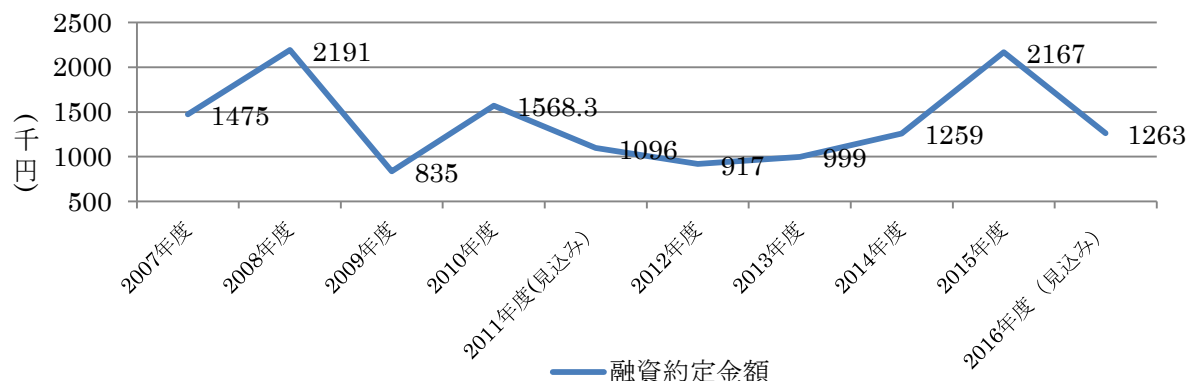
図表 24 融資約件数の推移



(出所)兵庫県「兵庫県事務事業評価資料」(平成19年度～平成29年度)より著者作成。
(https://web.pref.hyogo.lg.jp/kk20/pa02_000000111.html)

¹⁰⁶ 図表24、図表25は兵庫県事務事業評価資料から作成。ただし平成23年度は閲覧不可だったため平成22年度資料の平成23年度見込みを利用。

図表 25 融資約定金額の推移



(出所)兵庫県「兵庫県事務事業評価資料」(平成 19 年度～平成 29 年度)より著者作成。
https://web.pref.hyogo.lg.jp/kk20/pa02_000000111.html

5

図表 23 の評価件数と比べると平成 26 年度以降評価件数が急激に増加したのに対し、融資約件数、融資約定金額は評価件数ほどの急激な増加はしておらず、平成 28 年度見込みでは減少傾向を見せている。このことから筆者は、金融機関が以前よりも評価書を利用した融資に積極的ではなくなったこと、中小企業が融資目的ではなく自社の現状や経営上の課題を客観的に知るために制度を利用した 2 つの可能性があると筆者は考えた。

10

小括

15

5 章では公的機関が行う事業性評価について述べた。筆者は例としてひょうご産業活性化センターで実施されている、「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」に注目した。この制度では中小企業と金融機関が求める事業性評価のニーズを、第三者が企業を評価することで解決を図る目的がある。現在この評価制度を活用する企業は増加傾向にあり、広島、福岡、札幌でも同じような取り組みが実施されている。

20

6 章 問題解決に向けた提言

本章では事業性評価制度と中小企業投資育成制度を活用した中小企業、ベンチャー企業の株式での資金調達の仕組みを作ることを提言し、それを用いたこ

25

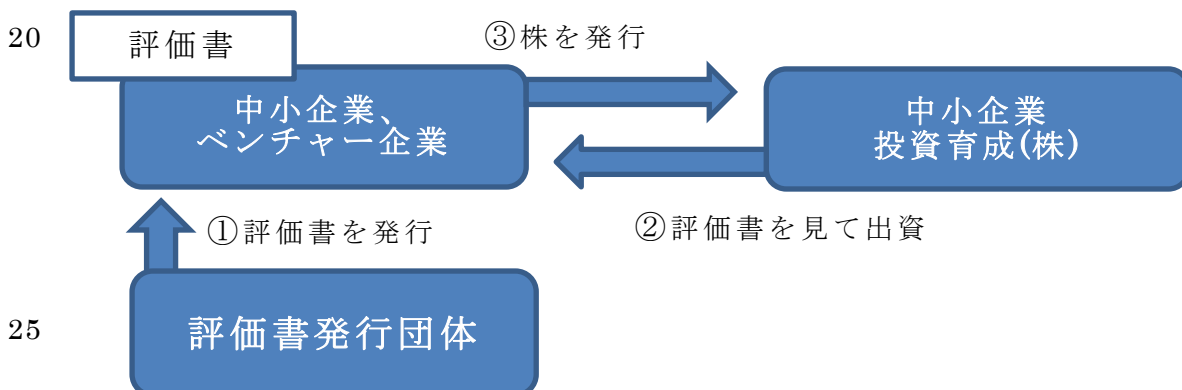
とによる企業や社会でのメリットを述べる。

6-1 事業性評価制度を用いた過少自己資本の改善

- 5 従来では金融機関からの融資を受けるための補助手段として利用されてきた「ひょうご中小企業技術・経営評価制度」だが、現状では評価書の作成コストと信用保証を獲得するための信用保証料を支払う必要があり、実際に支払ったコストに見合う資金調達受けられない可能性がある。そこでこの「ひょうご中小企業技術・経営評価制度」を投資家に向け公開することで、中小企業、ベンチャー企業の株でも出資してくれる投資家が現れるのではと筆者は考えた。

しかし、評価報告書を持っても、投資家はその評価書に書かれている内容が信用できるものか判断しかねることも考えられる。そこで筆者は、最初に政府系金融機関の一部である中小企業投資育成会社が、一定以上の評価点を持つ企業から株を買うことにより、企業は評価報告書の信用性を確保することができ、外部の投資家に対し信用性をアピールできると考える。図表 26 では事業性評価報告書を用いて中小企業投資育成会社からの資金調達の流れを表したものである。

図表 26 事業性評価書を用いた中小企業育成会社からの資金調達



事業性評価報告書を活用し株式で資金調達を行うことのメリットとして、自己資本比率が上昇することが挙げられる。自己資本の向上は後に金融機関から融資を受ける際に担保として活用できるため、従来よりも好条件で金融機関から

融資を受けることができ、今までよりも円滑に資金調達をすることが可能になる。また、調達した資金も負債ではなく自己資本なので返済する必要や、金融機関へ利子を支払う必要がないメリットも生まれる。

5 しかし、現在の中小企業投資育成会社は東京、名古屋、大阪の 3 社で全国をカバーしており、この提言を実行するためには規模の拡大が必要不可欠になるだろう。

10 以上のことから事業性評価を用いた株式での資金調達は、従来金融機関との間で円滑に行うことが出来なかった資金調達から脱することができると筆者は考え、提言実行の際には中小企業投資育成会社の規模の拡大が必要であると訴える。

6-2 公的機関から民間への移行

15 前節では評価報告書を活用した株式での資金調達を実現的にするために中小企業投資育成会社に出資を受け、評価報告書の信用性を高めることを提案した。しかし筆者は、政府系金融機関である中小企業投資期育成会社が長期的に企業の株を持つことは、企業にとって安定した経営が可能になる反面、政府系金融機関の出資が続くことになり、第 3 章で指摘した、公的金融による民業圧迫、財政圧迫の問題が生まれることが考えられる。

20 そこで筆者は、中小企業投資育成会社は一定年数以内に民間金融機関係キャピタルや海外機関投資家に対して株を売却し、民間への移行を進めることを提案する。民間への移行方法は、1993 年からイスラエルで始まった「ヨズマシステム」¹⁰⁷を参考にする。企業は評価報告書を持っているため売却先企業に対してもアピールができ、海外機関投資家などに対しても従来以上のアピール
25 が可能になる。

¹⁰⁷ イスラエル政府が 1 億ドルの政策投資を行い、当時 10 の VC が設立された。それぞれの VC にはトレーニング中のイスラエルの VC、外資系 VC、イスラエルの都市銀行または他の銀行の 3 者が関わるようになった。ヨズマの特徴として挙げられるのは、はじめはそれぞれの VC の株式の 40% は政府が保有するが、5 年間経過してもしファンドが成功すれば、他のパートナーはその政府保有株式を廉価で買い取ることができるというものである。リスクはイスラエル政府が負い、その利益はパートナー達が取得し得るというもので、これは政府の参入と退出がビルトインされているプログラムである。

ベンチャーキャピタルの資金は、設立時の 2.1 億ドルから 2005 年には 40.35 億ドル

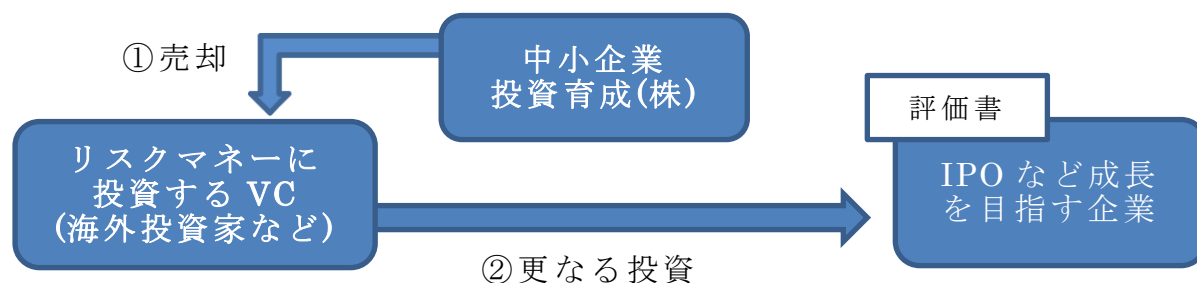
民間へ移行する際には IPO などの更なる成長を目指す企業(主にベンチャー企業)と、IPO などは目指さないが長期的に安定した経営をしたい企業(主に地域の中小企業)によって移行先を分けることも必要であると考えます。図表 27 は中小企業投資育成会社から民間機関への移行の流れを表した図である。民間機

5 関へ株を売却することにより、民業圧迫問題の解消だけでなく、市場の活性化にも繋がることができ、より一層株式による資金調達が可能になると考えられる

図表 27 中小企業投資育成会社から民間機関への移行の流れ

【 IPO などでも更なる成長を目指す企業 】

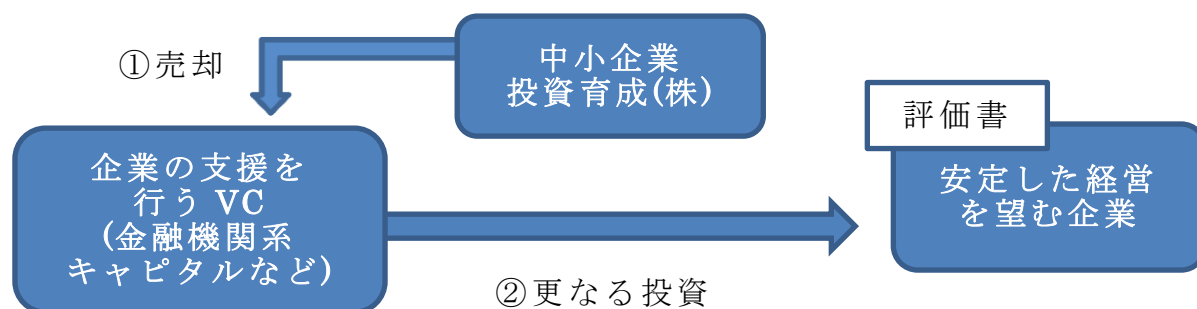
10



15

【 安定した経営を望む企業 】

20



25 小括

本章では中小企業、ベンチャー企業が事業性評価書を発行受け、中小企業投資育成会社からの出資を受ける、株式での資金調達を提言した。これにより中

へ大幅に増加している。これ以降、イスラエルのベンチャーキャピタルは増え、現在 80 以上存在し、総資本は 100 億ドルに達し、1,000 以上のスタートアップ企業に投資している。 清水(2017) p p 9、10 及び、研究開発戦略センター(2013) p 18 より参照

小企業、ベンチャー企業では自己資本を増加が可能となり、後に自己資本を担保とした金融機関からの借入が現在よりも容易になるメリットが考えられる。

- また、一定期間以内に中小企業投資育成会社が民間金融機関系キャピタルや海外機関投資家などに対し売却することで、民業圧迫問題の解消、市場の活性化を図ることができると考えられる。企業側でも成長を望む企業、安定した経営を望む企業で売却先を変えることにより、企業ごとでよりより支援が受けられる。

終章 総括

10

- 日本の中小企業は、金融機関などから借入を行う間接金融に依存する傾向がある。しかしその傍らで、中小企業は金融機関との連携がうまくとることができず、期待通りの資金調達が出来ないことが現状である。このような問題に対し、中小企業の資金調達を円滑にする目的で発足したのが、兵庫県のひょうご産業活性化センターの「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」である。

- しかし評価報告書の大きな課題として、こうした評価書による技術評価を見て、金融機関が中小企業へ事業性融資をするのは難しいことが挙げられる。現状、「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」の評価報告書を作成した企業も、基本的に信用保証協会の信用保証を受ける必要がある。「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度」を利用した企業は、信用保証料について若干の割引きがされるものの、制度を利用した評価報告書の作成手数料を考えると、信用保証協会を利用した場合と比べて、前者の方が高くついてしまう場合がある。このことから、初めから信用保証協会の保証を受け、わざわざ経営評価制度を行わなくてもよいと考える企業もいるのではないだろうか。

- 今後、中小企業の間接金融への資金調達の偏りをなくし、資金調達の幅を広げるために、「ひょうご中小企業技術・経営評価制度」を株式市場で資金を調達する際にも用いることを提案する。株や社債で資金を調達するには、投資家に情報を提供しなければ融資を受けることは難しい。そこで、評価書を持つ中小企業が中小企業投資育成会社を利用し、株式市場から資金を調達する。そう
なれば、企業での評価制度の需要も高まり、株式市場で資金を調達することが

できる。さらに企業の自己資本比率が高まるため、その後金融機関からの融資が受けやすくなり、今後の資金調達方法が変わってくるだろう。

- 「ひょうご中小企業技術・経営評価制度」は事業性評価を望む中小企業にとって、とても重要な制度であることは変わらない。だからこそ従来の運用方式にとらわれず、今までには無い、新しい形で中小企業を支援していくことが重要である。

参考文献

- 10 ・赤松健治(2014)「中小企業各政府系金融機関の役割」一般財団法人商工総合研究所
・秋山義継 松岡弘樹(2015)『ベンチャー企業経営論(改正版)』税務経理協会
・磯崎拓也 チャールズ・ジギスムンド(2001)『変わりゆく資金調達のかたち』ネットイヤーパブリッシング
・磯崎拓也(2015)『企業のファイナンス 増補改訂版』日本実業出版社
- 15 ・一般財団法人 商工総合研究所(2014)「中小企業各政府系金融機関の役割」平成 25 年度調査研究事業報告書
・一般社団法人 兵庫県信用金庫協会(2017)「川上・川下ビジネスネットワーク事業」
・一般財団法人 ベンチャーエンタープライズセンター(2015)「ベンチャー白書発表資料」
・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』
- 20 ・井上哲也(2017)「第 248 回 NRI メディアフォーラム 国内金融の活性化に向けた研究会について」野村総合研究所
・上坂卓郎(2006)『ベンチャー企業論入門』中央経済社
・植杉威一郎 内田浩史 水杉裕太(2014)「日本政策金融公庫との取引関係が企業パフォーマンスに与える効果の検証」
- 25 独立行政法人経済産業研究所 企業金融・企業行動ダイナミクス研究会
・上原啓一(2007)「中小企業における資金調達の課題」経済産業委員会調査室
・内田浩史(2016)『金融』有斐閣
・内山力(2014)『ファイナンス・イノベーション』産業能率大学出版部
・梶川融(2011)「目指すべき政策金融のあり方～規模の適正化とコストの可視化を図る～」公益財団法人 経済同友会
- 30 ・奥谷貴彦(2012)「ベンチャー企業の資金調達」大和総研
・岡田悟(2008)「M&A による中小企業の事業承継」国立国会図書館 調査と情報第 620 号
・株式会社三菱総合研究所(2015)「平成 27 年度地域経済産業活性化対策調査」

- ・河田博紀(2014)「日本企業における IPO の決定要因」中央大学商学部商業貿易学科
- ・金融庁(2003)「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」
金融審議会金融分科会第二部会
- ・金融庁(2017a)「企業ヒアリング・アンケート調査の結果について～融資先企業の取引
5 金融機関に対する評価～」
金融仲介の改善に向けた検討会議(第4回)議事要旨及び配布資料
- ・金融庁(2017b)「平成27事務年度 金融レポート」
- ・金融庁(2017c)「平成28事務年度 金融行政方針概要」
- ・金融調査研究会(2009)「公的金融の現代的役割(概要)」金融調査研究会事務局
- 10 金融調査研究会(2015)「中期的にみたわが国公的金融のあり方」
一般社団法人全国銀行協会金融調査部
- ・忽那憲治(2011)『ベンチャーキャピタルによる新産業創造』中央経済社。
- ・経済産業省(2008)「日本のベンチャー企業～6つの課題と対応策」
- ・経済産業省(2017)「企業の健康診断ツールローカルベンチマークの手引き」
- 15 研究開発センター(2013)「科学技術・イノベーション政策動向イスラエル編～2010年
度版～」独立行政法人 化学技術振興機構
- ・孔繁智(2015)「中小非公開株式会社における情報開示規制に関する一考察・債権者保護
の観点から」年報財務管理研究
- ・公益財団法人 ひょうご産業活性化センター(2015)「ひょうご中小企業技術・経営力評
20 価制度について」第3回地域企業評価手法・評価指標検討会
- ・公益財団法人 ひょうご産業活性化センター(2016)「ひょうご産業活性化センター 50
年の歩み～ひょうごを支える企業とともに～」
- ・高慶元(2012)「中小企業金融に関する考察」環日本海研究年報 no.20
- ・小坂英雄(2011)『企業のお金 必ず知っておきたいこと 100』あさ出版
- 25 小藤康夫(2007)「金融庁によるリレバン政策の有効性」
専修大学都市政策研究センター論文集 第3号
- ・斉藤正(2009)『地域と自治体第32集 地域経済を支える地域・中小企業金融—持続可
能な社会に向けた地域金融システムづくり』自治体研究社
- ・重田正美(2005)「不良債権処理対策の経緯～金融再生プログラムを中心として～」
30 財政金融課
- ・清水武信 中村中 久保田博三 新井信裕(2009)『こう変わる！中小企業の資金調達』
ダイヤモンド社
- ・清水学(2017)「イスラエル経済の構造変動の現段階」(暫定版)
中東レビュー 2018年3月第5号掲載予定(閲覧日 2017年10月27日)

- ・ 商工組合中央金庫 (2017)「ディスクロージャー誌 2017 年 3 月期」宝印刷株式会社
- ・ 情報システム厚生課 (2008)「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究最終報告」
ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会
- ・ 白石丈夫 新井直之 井須淳二 (2007)「ベンチャー企業の新しい事業資金調達方法
5 とその課題」一般財団法人 商工総合研究所
- ・ 神座保彦 (2005)『[概論] 日本のベンチャーキャピタル』株式会社ファーストプレス
- ・ 鈴木博 (2005)『中小・ベンチャー企業の進展と政策課題』税務経理会
- ・ 住谷宏 (2006)『地域金融機関のサービス・マーケティング』近代セールス社
- ・ 瀬野昂太 (2017)「事業性評価融資における信用リスク管理について」
10 信金中金月報 2017.9
- ・ 関沢正彦 (2015)『信用保証協会の保証』一般社団法人金融財政事情研究会
- ・ 滝川好夫 新田町尚人 (2017)『楽しく学ぶ中小企業金融』泉文堂
- ・ 滝川好夫 (2008)「兵庫県の金融情勢と地域金融：リレバンと道徳金融」
神戸大学経済学年報 No.55
- 15 ・ 中小企業金融専門委員会 (2012)「中小企業金融に関するアンケート調査結果」
東京商工会議所
- ・ 中小企業総合事業団 (2002)『中小企業におけるコーポレートガバナンスー成長企業にみ
る経営システムと情報開示』中小企業総合事業団調査・国際部調査第二課
- ・ 中小企業庁 (2002)『2002 年版中小企業白書』日経印刷
- 20 ・ 中小企業庁 (2008)『2008 年版中小企業白書』日経印刷
- ・ 中小企業庁 (2004)「資金調達環境実態調査」
- ・ 中小企業庁 (2016a)『2016 年版中小企業白書』日経印刷
- ・ 中小企業庁 (2016b)「危機対応円滑化業務支援事業」中小企業庁金融課
- ・ 中小企業庁 (2016c)「地域の課題を解決するためにー金融機関向け事業評価の手引きー」
25 中小企業庁 事業環境部 企画課・金融課
- ・ 中小企業庁 (2017)「中小・小規模事業者からみた中小企業支援機関に関するアンケート
結果(確報)」
- ・ 中小企業金融専門委員会 (2012)「中小企業金融に関するアンケート」東京商工会議所
- ・ 中井透 (2013)『物語でわかるベンチャーファイナンス入門』中央経済社。
- 30 ・ 中嶋真志 (2015)『入門 企業金融論』東洋経済新報社
- ・ 中村中 (2016a)『ローカルベンチマーク地域金融機関に求められる連携と対話』
ビジネス教育出版社
- ・ 中村中 (2016b)『事業性評価融資ー最強の貸出増強策』ビジネス教育出版社
- ・ 日本経済研究センター金融研究班 (2010)「起業社会に向けての金融の課題」

公益財団法人 日本経済研究センター

- ・ 日本政策金融公庫(2014)「中小企業事業の役割と特色 民業補完機能の発揮」
中小企業のご案内 2017

- ・ 林克行(2006)『Q&A ベンチャー成功の資金づくり』日本評論社

5 ・ 松田修一(2014)『経営学入門シリーズ ベンチャー企業(第4版)』日本経済新聞出版社

- ・ みずほ総合研究所(2016a)「中小企業のリスクマネジメントと信用力向上に関する調査報告書」中小企業庁委託調査報告書 3月

- ・ みずほ総合研究所(2016b)「中小企業における資金調達の実態」
みずほ総合研究所ワーキング・ペーパー 7月15日

10 ・ 村本孜(2015)『元気な中小企業を育てる』蒼天社出版

- ・ 藪下史郎 武士俣友生(2006)『中小企業金融入門』東洋経済新聞

- ・ 山内基弘 土田篤(2017)「企業のリスクを可視化する事業性評価のフレームワーク」
一般社団法人 金融財政事情研究会

- ・ 吉田学(2004)『究極の資金調達マニュアル』こう書房

15

- ・ 財務省HP(http://www.mof.go.jp/financial_system/fiscal_finance/)
(閲覧日 2017年10月27日)

- ・ 日本政策金融公庫HP(<https://www.jfc.go.jp/n/company/profile.html>)
(閲覧日 2017年10月27日)・

20 ・ TabisLand 税務会計経営情報サイト(<https://www.tabisland.ne.jp/ipo/whatsipo.htm>)

(閲覧日 2017年10月27日)

- ・ 経済産業省HP「商工業実態基本調査」
(<http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/syokozi/result-2/h2c5keaj.html>)
(閲覧日 2017年10月27日)

25 ・ 兵庫県HP「事務事業評価」(https://web.pref.hyogo.lg.jp/kk20/pa02_000000111.html)

(閲覧日 2017年10月27日)

- ・ エイチ・エス証券株式会社HP(<http://www.hs-sec.co.jp/>)(閲覧日 10月27日)
- ・ 日本アジア証券株式会社HP(<http://www.ja-securities.jp/>)(閲覧日 10月27日)