

第 6 テーマ

「日本企業の資金調達のあり方」

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

C ブロック

関西学院大学 岡村ゼミナール

—目次—

序章	3
第 I 章 日本企業と資金調達	4
第 1 節 中小企業の定義と意義	4
5 第 2 節 現状分析における資金の切り口	4
第 3 節 現状分析における企業の切り口	5
第 II 章 中小企業の資金調達の現状と課題	6
第 1 節 中規模企業の資金調達の現状と課題	6
第 2 節 小規模企業の資金調達の現状と課題	8
10 第 3 節 業績の安定性から見る資金調達の現状と課題	17
第 III 章 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題	19
第 1 節 シード期	20
第 2 節 アーリー期	24
第 3 節 エクспанション期	28
15 第 4 節 レーター期	31
第 5 節 ベンチャー企業の課題	32
第 V 章 中小企業の今後に向けた方策	33
第 1 節 リレーションシップバンキングの強化	33
第 2 節 CLO による資金調達	35
20 第 VI 章 ベンチャー企業の今後に向けた方策	39
第 1 節 ベンチャー企業の産業クラスターの構築	39
第 2 節 その他の方策	45
終章	47
参考文献	49

序章

近年、2020年の東京オリンピックに向けたインフラ整備の需要、外国人観光客の増加、マイナス金利政策をはじめとするアベノミクスにより、日本経済は良好である。しかし、日本経済の根底には少子高齢化や地方の過疎化、財政難など様々な課題が存在している。

「日本再興戦略」では新規開業による雇用や新産業の創出を目指し、ベンチャー企業と呼ばれる創業間もない独自性のある事業を行う企業の設立促進や、成長を促す施策に力を注いでいる。しかし、依然として日本のベンチャー企業の起業率は低い状態である。

10 さらに、銀行に対してバーゼルⅡに次ぐ規制であるバーゼルⅢが2019年に全面適用となる。日本企業にとって重要な役割を果たす銀行融資も、その形の見直しが必要である。

また、近年のIT産業の成長が金融業にも波及し、クラウドファンディングや仮想通貨を筆頭に、フィンテックと呼ばれる新たな金融サービスが生まれている。現在は海外を中心にその規模を拡大しており、今後の日本での影響や、技術革新による日本の金融サービスの向上を考えるべきである。

果たして今日の日本の資金調達環境は日本企業の成長を支え、促すことができるのであろうか。現在の日本経済において、ただ資金不足主体に資金を流通させるだけではなく、資金を循環させるとともに、企業の持続的成長を促進できる資金調達環境が求められる。

本稿では、日本企業の99.7%を占める中小企業を中心に、日本企業を様々な切り口から現状を分析する。そして資金調達の望ましいあり方と現状のギャップを課題と認識し、改善を試みる。

25

第 I 章 日本企業と資金調達

本章では日本企業の概観と、本稿での資金調達の現状分析における切り口を述べる。

5 第 1 節 中小企業の定義と意義

第 1 項 中小企業

中小企業の定義について主旨文に則り、中小企業基本法の定義を採用する。現在の日本において 99.7%の企業がこの中小企業となる¹。

10 中小企業は日本の雇用の 3 分の 2 以上を担っている²。さらに地域経済に与える影響は大きく、日本にとって重要な存在である。

第 2 項 ベンチャー企業

15 ベンチャー企業も中小企業に分類され、その定義は主旨文に則り、「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」とする。

ベンチャー企業は新産業を開拓し、イノベーションを創出し、その成長の過程で多くの雇用を創出することで、大きく日本経済の成長に貢献する存在である。

20 第 2 節 現状分析における資金の切り口

本稿では企業の資金に関して、その期間によって 2 つに分類し、現状分析を行う。

¹ 中小企業庁(2016)「2016 年版 中小企業白書概要」p.2 参照。

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/shokibo/03sHakusyo_part1_chap1_web.pdf

² 中小企業庁(2014)『中小企業白書 2014 年版』p.127 参照。

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/06Hakusyo_part3_chap1_web.pdf

第1項 短期的資金

短期的な需要により調達されるのが短期的資金である。主に企業の運転資金となるものである。短期的資金の調達は負債契約によるものが一般的で、短期的資金の提供は、銀行などの金融機関や個人投資家による貸付け、他企業による企業間信用の取引が考えられる。

第2項 長期的資金

長期的な需要により調達されるのが長期的資金である。主に企業の成長資金となるものである。長期的資金の調達は出資契約によるものが一般的で、長期的資金の提供者は投資家となる。その調達方法は株式によるものが最も多いが、近年ではクラウドファンディングによる個人投資家からの出資が見られる。また、負債契約ではあるが、出資の側面をもつ資本性借入金なども成長資金として用いられる場合がある。

15

第3節 現状分析における企業の切り口

第1項 規模の切り口

日本企業の規模の違いに注目し、現状分析を行う。そこで中小企業を中規模企業と小規模企業³に分類する。規模の違いから、規模の経済性と情報の非対称性の影響の違いにより、資金のアベイラビリティが異なる。本項でそれぞれの望ましい資金調達のあり方を確認する。

20

① 大企業

大企業はその資産、社会的信用力が非常に大きく、多くの資金調達手段を選択できる立場にある。大企業の資金調達のあり方として、多様な資金調達手段から健全な財務状況を実現するための手段を選択し、企業価値の向上に結び付け、持続的な成長のために努力することが望ましい。

25

³ 小規模企業白書を参考にし、その従業員数で分類を行う。

② 中規模企業

中規模企業は限られた中ではあるが、資金調達手段を選択できる。中規模企業は自社の成長性、安定性を考慮し、適した割合で短期的資金と長期的資金の資金調達を行うことが望ましい。

5 ③ 小規模企業

小規模企業は最も資金調達が困難な企業で、中には資金調達が行えていない企業も存在する。小規模企業は安定的な資金調達先を確保するために努力すべきである。また、日本企業の大半を占める小規模企業の資金調達環境を改善することが望ましい。

10

第2項 成長性の切り口

企業によってその成長志向や成長スピードは異なり、それによって望ましい資金調達のあり方にも違いが現れる。最も成長性が高いのはベンチャー企業であり、特に成長資金となる長期的資金の調達を積極的に行うべきである。ベンチャーほどではなく、安定的な成長を目指す企業は短期的資金の調達を安定させたい。また、長期的資金の調達も行う必要がある。成長性が最も低い地域密着型企業は、長期的資金の需要は小さく、いかに短期的資金を安定的に調達するかが課題である。

15

20 第3項 業績の安定性の切り口

企業の業績の安定性は資金調達環境に大きく影響する。とりわけ、不安定な企業は、景気変動に応じて資金のアベイラビリティが変化する。そのため業績の不安定な企業は状況に応じて、資金調達手段を考えて選択することが望ましい。

25

第II章 中小企業の資金調達の現状と課題

第1節 中規模企業の資金調達の現状と課題

第1項 短期的資金の調達

中規模企業の短期的資金の調達先は主に銀行である。そこで地方銀行と大手

銀行の違いを考慮して分析する。

① 地方銀行と中規模企業

5 地方銀行は地域の中小企業との取引を事業の柱としており、中小企業の中で規模の大きい中規模企業は地方銀行から容易に資金調達を行うことができる。

地方銀行との継続的な取引関係を持ち、リレーションシップバンキング(以下リレバン)による資金調達を行うことができるため、安定した短期的資金の調達を行うことができる。しかし、大手銀行と比べると金利は割高になる⁴。

10 ② 大手銀行と中規模企業

大手銀行はトランザクションバンキングによって低コストで融資を行う。中規模企業は融資審査を通過しやすいと考えられるが、大企業に比べると規模の経済性から中規模企業への融資は魅力が少なく、貸し渋りの対象となりやすいため、安定的な資金調達先とはなりえない。

15

よって短期的資金の調達は、地方銀行と継続的取引関係を築いて安定性を確保しつつ、大手銀行から低コストで資金調達を行うべきである。

第2項 長期的資金の調達

20 安定的な成長を目指す中規模企業は、安定的な短期的資金の調達とともに、長期的資金の調達を行う必要があり、そのための資金調達手段の選択が必要である。その手段として、株式と資本性借入金を挙げる。

① 株式

25 長期的資金の調達手段で最も規模が大きいのが株式発行によるものである。株式発行には投資家へ向けた情報公開義務があり、そのコストも発生するが、

⁴ 日本銀行(2017)「貸出約定平均金利の推移(2017年8月分)」pp.1-2 参照。
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/06Hakusyo_part3_chap1_web.pdf

知名度の向上や社会的信用の獲得、優秀な人材の確保など、メリットも多い。

しかし、株式による資金調達を行うためには IPO を行う必要があり、成長初期段階にある企業は利用しにくいのが現状である。

5 ③ 資本金性借入金

株式による資金調達が行えない中小企業は資本金性借入金による資金調達が考えられる。資本金性借入金は、金利は通常より高くなるが、自己資本としての側面も持ち合わせており、金融機関が財務状況を判断するとき一部を自己資本とみなす。これによって自己資本の充実を図ることができ、成長資金として利用できる資金が得られる。資本金性借入金は現在増加傾向にある。

【図表-1】 資本金性借入金の活用状況

	22年度 実績	23年度 実績		24年度(注1)	
		22年度からの 伸び率		実績・予定	22年度からの 伸び率
地域金融機関	61件 (4件)	85件 (28件)	39% (7倍)		
地域銀行(注2)	41件 (3件)	69件 (25件)	68% (8.3倍)	224件 (56件)	5.5倍 (18.7倍)
信金・信組(注2)	20件 (1件)	16件 (3件)	▲20% (3倍)	185件 (29件)	9.3倍 (29倍)

	23年度内訳				24年度内訳(注1)			
	4~6月 実績	7~9月 実績	10~12月 実績	1~3月 実績	4~6月 実績	7~9月 予定	10~12月 予定	1~3月 予定
地域金融機関	9件 (2件)	20件 (3件)	13件 (6件)	43件 (17件)	14件 (4件)	395件 (81件)		
地域銀行(注2)	5件 (2件)	17件 (3件)	8件 (3件)	39件 (17件)	8件 (3件)	216件 (53件)		
信金・信組(注2)	4件 (0件)	3件 (0件)	5件 (3件)	4件 (0件)	6件 (1件)	179件 (28件)		

※「資本金性借入金の積極的活用について」の公表は、23年11月。

(注1)24年度は、各金融機関からの回答において、検討中とされているものを含み、今後、変動があり得る。

(注2)「地域銀行」は、地方銀行(全国地方銀行協会加盟行)64行、第二地方銀行(第二地方銀行協会加盟行)42行、埼玉りそな銀行の合計。

「信金・信組」は、信用金庫271金庫、信用組合158組合の合計。

(注3)括弧内は、被災地(青森、岩手、宮城、福島、茨城の5県)に本店が所在する金融機関の合計。

(出所：金融庁(2012)「資本金性借入金の活用状況について」より引用

15 <http://www.fsa.go.jp/news/24/ginkou/20120810-8/01.pdf>

第2節 小規模企業の資金調達の現状と課題

小規模企業は資金のアベイラビリティが最も小さく、安定した短期的資金の調達が重要である。また、民間の金融機関からの資金調達が困難な企業にとって、公的金融は重要な役割を果たすため、その働きについても見ていく。本節

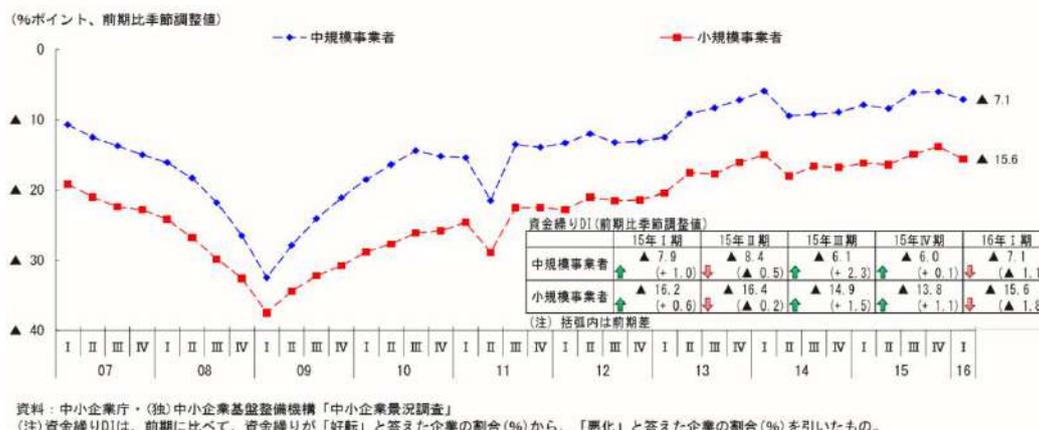
20

では成長性の切り口は用いないため、ベンチャー企業に関しては続く第Ⅲ章で詳しく考察する。

第1項 小規模企業の特徴

5 小規模企業は中小企業の中でも約85.4%を占め、その数は325.2万者と非常に多いのが特徴である⁵。さらに小規模企業の中には、ベンチャー企業やニッチトップ企業などの成長性の高い企業から、下請企業や産地産業、商店街などの地域密着型企业と、その多様性も特徴である。

10 【図表-2】 中規模企業と小規模企業の資金繰りDI⁶



(出所：中小企業庁(2016)『小規模企業白書 2016年版』p.4より引用)

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf

15

上記の図表-2から、小規模企業における資金繰りが最も悪いことが分かる。さらに規模の経済性、情報の非対称性により、金融機関の貸出態度も比較的悪

⁵ 中小企業庁(2016)『小規模企業白書 2016年版』p.17参照。

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf

⁶ 日銀短観と調査方法が異なるため、数値が日銀短観よりもマイナスとなっている。

い⁷。よって安定的な資金調達が行えているとは言えず、資金調達環境に課題がある。

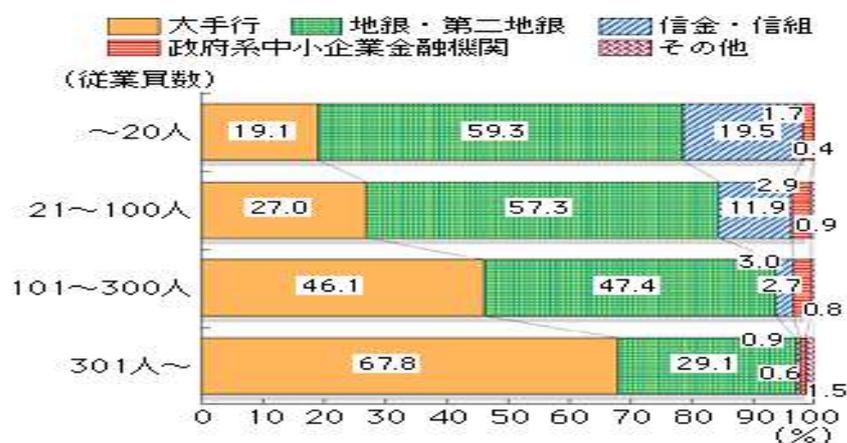
次にこの課題を詳しく分析するため、主な資金提供者である金融機関の視点から小規模企業の現状分析を行い、今後の資金調達手段を考える。

5

第2項 資金提供者から見た小規模企業

① 小規模企業と地方銀行

【図表-3】 企業のメインバンク



10

(出所：中小企業庁(2005)『中小企業白書 2005年版』p.96より引用

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/html/17221240.html>)

15

上記の図表-3を見ると、小規模企業の資金提供者は主に地方銀行となることが分かる。また、地方銀行の融資審査は現在、定量情報をもとにしたクレジットスコアリングの割合が高い⁸。しかし、小規模企業の融資審査では、経営者の

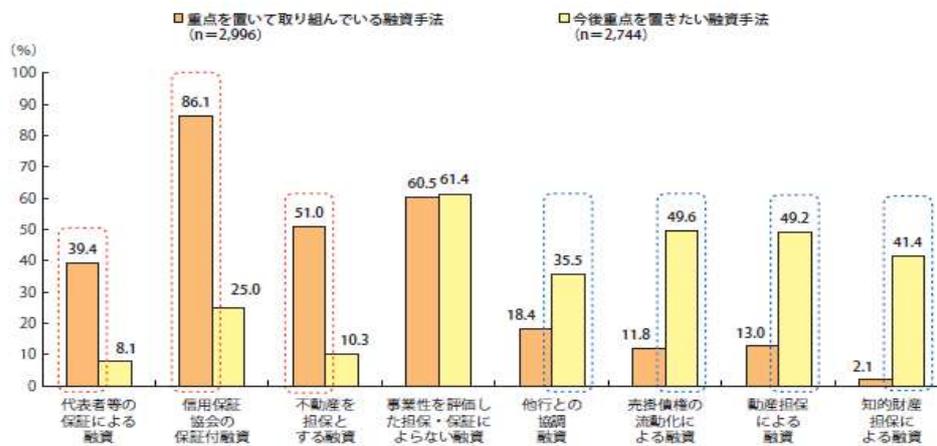
⁷ 中小企業庁(2016)『中小企業白書 2016年版』p.272 参照。

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf

⁸ 地方銀行における融資判断の約70%が定量要因によるものである。(根本忠宣、小倉義明、渡部和幸(2011)「中小企業向け融資における審査体制と条件決定に関する実態調査」独立行政法人経済産業研究所 p.29 参照

人柄などを考慮し、継続的な取引関係によって信頼関係を築くりレバンも重要となる。

【図表- 4】 金融機関が重点を置いている融資手法



資料：中小企業庁委託「中小企業の資金調達に関する調査」(2015年12月、みずほ総合研究所(株))
 (注)1. 上位5つまでを集計している。
 2. 複数回答のため、合計は必ずしも100%にはならない。

5

(出所：中小企業庁(2016)『中小企業白書 2016年版』p.324より引用)

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf

10 上記の図表-4を見ると、金融機関の貸出において、信用保証協会による保証や不動産担保などが重要視されていることが分かる。これは、金融機関などにとって、小規模企業への融資はリスクが高いと考えているということを裏付けている。また、今後重点を置きたい融資手法を見ると、ABLが注目されていることが分かる。

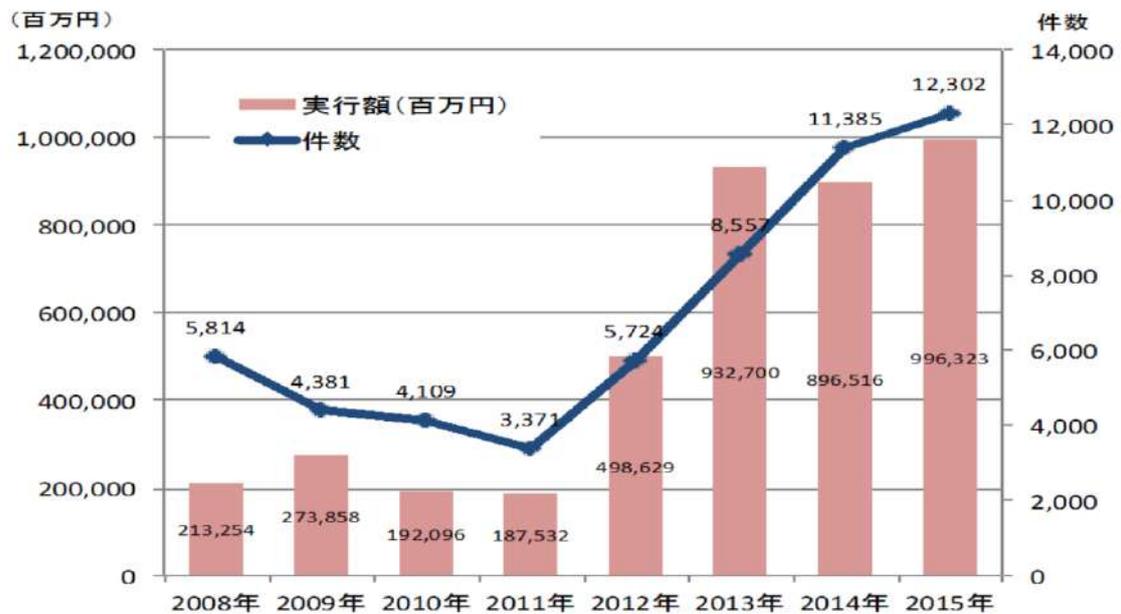
15

・ ABL

小規模企業は不動産などの担保となる資産が少ないため、ABLは有効な手段となる。

20 【図表- 5】 ABLの実績推移(2008~2015年)

<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/11e053.html>



(出所：帝国データバンク(2017)「ABLの課題に関する実態調査」p.5より引用
http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL/12.pdf)

5

上記の図表-5の通り、ABLは現在増加傾向にあるが、その実態は太陽光発電設備の導入が進み、その設備を担保とした融資が増加したにすぎない⁹。よって小規模企業が活用できるABLを発達させ、安定的な資金調達環境とすることが課題である。

10 ABLにおける担保としては企業間信用によって発生した債権を利用することが望ましい。中小企業において、総資産に対する企業間信用の割合は10～15%であり、規模が小さい企業ほど短期的資金として企業間信用を利用しているため、その効果は大きい¹⁰。しかし、企業間信用によって発生した債権の信用リスクを第三者である銀行は判断しづらく、その情報の非対称性を改善し、売

⁹ デロイトトーマツコンサルティング株式会社(2015)「GCM及びABLの現状と普及促進に向けた課題の調査等」pp.12-14参照。

https://www.fidelity.co.jp/static/invest_navi/survey-report/20170123.pdf

¹⁰ 財務省(2015)「法人企業統計月報第774号 資産・負債及び純資産の状況」参照。

https://www.mof.go.jp/pri/publication/zaikin_geppo/hyou/g774/774.htm

掛債権による ABL を促進することが課題である。

② 小規模企業への融資のリスク

金融機関が考える小規模企業への融資のリスクが高い一つの要因として、小規模企業の廃業率の高さがある¹¹。これは規模が小さいほど業績が不安定になる傾向があることに起因する。融資先の企業が倒産すれば、不良債権が発生し、資金提供者にとって大きな損失となる。さらにクレジットスコアリングによる融資を行う場合、企業の利益率などは十分にあり、投資適格であると判断されても、企業の規模が小さく、市場や取引先の影響を受けやすい小規模企業は、連鎖倒産などの理由で黒字倒産に陥ることがある。そのため、資金提供者にとって、小規模企業への融資は、企業そのもののリスクよりも高く見積もられていると考えられる。

また、小規模企業と資金提供者との間に起こる情報の非対称性によって、小規模企業の信用リスクが判断できないことも考えられる。

15

③ 小規模企業への融資のコスト

資金提供者が小規模企業へ資金提供を行う際、そこにかかるコストは規模の経済性や情報の非対称性により、比較的高くなる。

小規模企業は情報公開義務がなく、さらにその数が膨大であるため、資金提供先を探す際、すべての小規模企業を把握することは不可能であり、情報生産にもコストがかかる。

また、小規模企業の多様性から、小規模企業を判断する際の基準が設けにくいということも情報生産が困難な理由の一つである。

④ 今後の資金調達手段

企業の資金調達手段として、近年その規模を拡大しているのがクラウドファンディングである。これは金融機関ではなく、個人の資金提供者から資金調達を行う手法であるため資金提供者となりえる主体は多く、金融機関からの融資

¹¹ 詳しくは同章の第 3 節に後述。

を受けることができない小規模企業は、クラウドファンディングを通じて個人投資家や地域住民からの資金調達を期待でき、今後、小規模企業の資金調達手段として活用できるものと考えられる。

5 また、現在地方銀行において、若者の地方過疎化によって、地方銀行の預金額で大きな割合を占める高齢者の貯蓄が相続により、都市銀行へ移転されてしまいうということが大きな問題となっている¹²。これにより地方銀行はその業態の変化を迫られており、バーゼルⅢによる規制の影響もあるため、従来の融資手法では今後通用しなくなることが考えられる。そこで新たな融資手法によって、比較的大きなリターンが期待できる小規模企業への融資を活発化させること
10 が必要となる。

我々は CLO によってその課題を改善できると考える。しかし、CLO にも多くの課題があるため、第 V 章で CLO の課題を明らかにし、その促進に向けての方策を提案する。

15 第 3 項 公的金融の働き

① 日本政策金融公庫

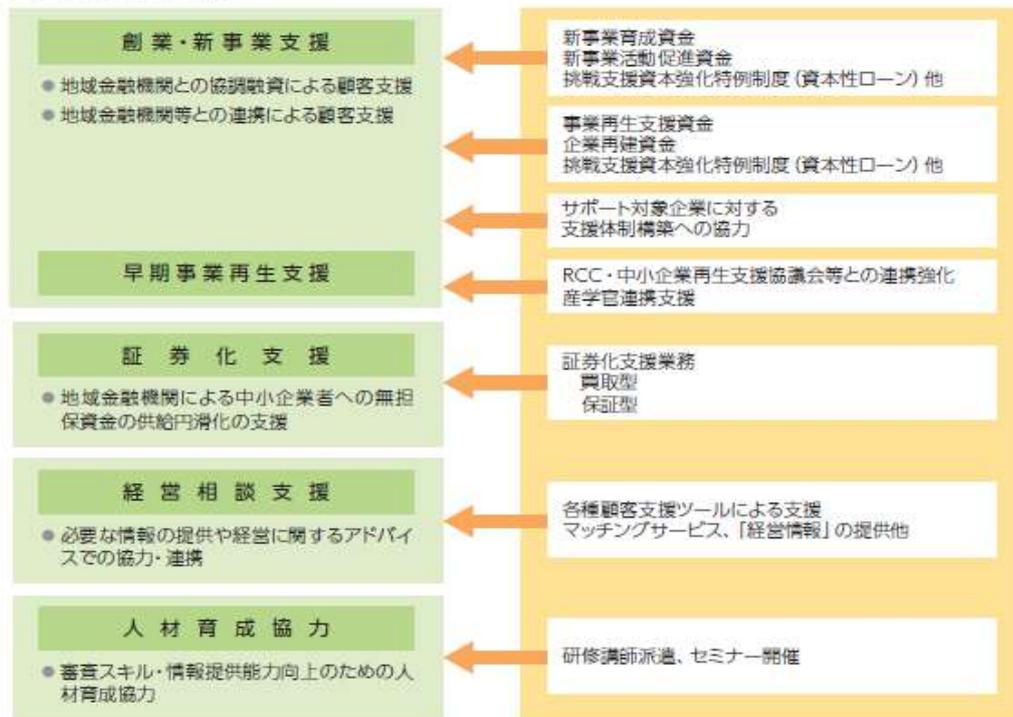
日本政策金融公庫(以下、日本公庫)は、中小企業への融資業務を行っている。また、日本公庫は全国約 5 万社の顧客データベースに基づく豊富な情報を活かし、「創業・新事業支援」、「早期事業再生支援」、「証券化支援」、「経営相談支援」、
20 「人材育成協力」の分野で地域金融機関が行う地域密着型金融の推進を支援している。また、地域金融機関と情報交換することによる支援も行っている。平成 21 年 4 月以降に連携を行った地域金融機関は、461 行に及ぶ(平成 29 年 3 月 31 日現在)。

25 【図表- 6】 日本公庫が連携可能な分野と具体的内容

¹² 野尻哲史(2017)「相続に伴う資産、世代、地域、金融機関間の資金移動」フイデリティ退職・投資教育研究所 pp.23-26 参照。

https://www.fidelity.co.jp/static/invest_navi/survey-report/20170123.pdf

連携可能な分野と連携の具体的内容



(出所：日本政策金融公庫 HP「地域金融機関との連携」より引用

https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/local_finance.html)

5 【図表-7】 日本公庫と地域金融機関との連携実績

● 地域金融機関との連携実績

地域金融機関との具体的な連携内容(平成21年4月～平成29年3月)

	地域金融機関数 ^(注1)	連携実施金融機関数	連携実施割合	連携内容(延べ実施件数)		
				貸付相談	情報支援	講師派遣協力等 ^(注2)
地銀・第二地銀	103	103	100%	11,545	1,355	1,357
信用金庫	263	260	99%	4,091	647	1,073
信用組合	151	98	65%	448	37	105
合計	517	461	89%	16,084	2,039	2,535

(注1) 沖縄県の金融機関を除き、埼玉りそな銀行を含みます。

(注2) 説明会、勉強会、研修講師派遣。

(出所：日本政策金融公庫 HP「地域金融機関との連携」より引用

https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/local_finance.html)

10 日本公庫によるものの他に、企業の開業支援は中小企業庁や中小企業基盤整備機構が行っているものもある。

② 信用保証協会

信用保証協会とは中小企業・小規模事業者が金融機関から事業資金を調達する際に、信用力、担保力が不足していることから必要な資金の借入が困難な場合、それら不足分を保証人となって補完(債務保証)することによって融資を受けやすくなるようサポートする公的機関である。全国各地に信用保証協会があり、各地域に密着して業務を行っている。

この信用保証協会による中小企業への信用保証は、現在大きな役割を果たしている。しかし、その実状を海外の同様の保証制度と比較すると、日本の信用保証制度は過大であると考えられる。

10

【図表- 8】 各国の信用保証の比較

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
実施機関	信用保証協会	中小企業庁 (SBA)	ビジネス・イノベーション・技能省 (BIS)	保証銀行	全国保証基金 地方保証基金
保証制度額	2億円 (普通保証)	500万ドル	100万ポンド	100万ユーロ	150万ユーロ
保証割合	80~100%	75~85%	75%	50~80%	40~70%
保証料率	0.45~1.9% (信用リスクに応じて9段階)	2~3.75% (融資額によって異なる)	2.0%	0.8~1.5% (州によって異なる)	0.6~0.9% (資金使途・業種によって異なる)
年間保証承諾件数 (2014)	714,340 件	63,460件	2,718件	6,472件	86,207件
保証債務残高/ 名目GDP	5.68%	0.42%	0.05%	0.20%	0.63%

(出所：国立国会図書館(2013)「信用保証制度をめぐる現状と課題」岡田悟 p.6
より筆者作成

15 http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8226442_po_0794.pdf?contentNo=1&itemId=info:ndljp/pid/8226442&_lang=en)

上記の図表-8を見ると、日本の信用保証制度において、保証割合と保証承諾実績が極めて高い数字になっていることが分かる。この過剰な信用保証制度によって金融機関と中小企業の双方にモラルハザードが発生しやすい環境になっている。

20 また、本来融資を受けるに値しない低収益・破綻懸念企業の温存が図られる

ことで、競争条件の悪化による健全な企業の収益の押し下げや、産業の新陳代謝の遅れを招くことなどの問題がある。

この過剰な日本の信用保証制度を改善することは、企業の新陳代謝の向上につながり、金融機関のモニタリング機能がより充実し、モラルハザードの防止にもなりえるため、信用保証制度の縮小が課題となる。

この改善策としては、信用保証とは別の融資の担保を利用することが考えられる。我々は保証付き融資から ABL・CLO といった融資手法に移行することで信用保証制度を縮小できると考える。

10 第3節 業績の安定性から見る資金調達の現状と課題

本節では、今までの規模の切り口に加え、中小企業の業績の安定性の切り口を用いて現状と課題を考察する。

業績の安定している企業とは、企業の業績が景気による影響を受けにくい企業であり、一般的に業績の安定している業種には、食品、医薬品、小売りなどがある。規模の大きい企業のほうがその自己資本も大きいため、景気変動によるショックを吸収しやすいと考えられる。

対して業績の不安定な企業には、景気変動によって業績が影響を受けやすく、景気が良好な時に業績が上がり、景気が悪化した時には業績が下がりやすいという特徴がある。業績の不安定な業種には、輸出関連や通信があり、規模の小さい企業のほうがその業績も不安定であると考えられる。

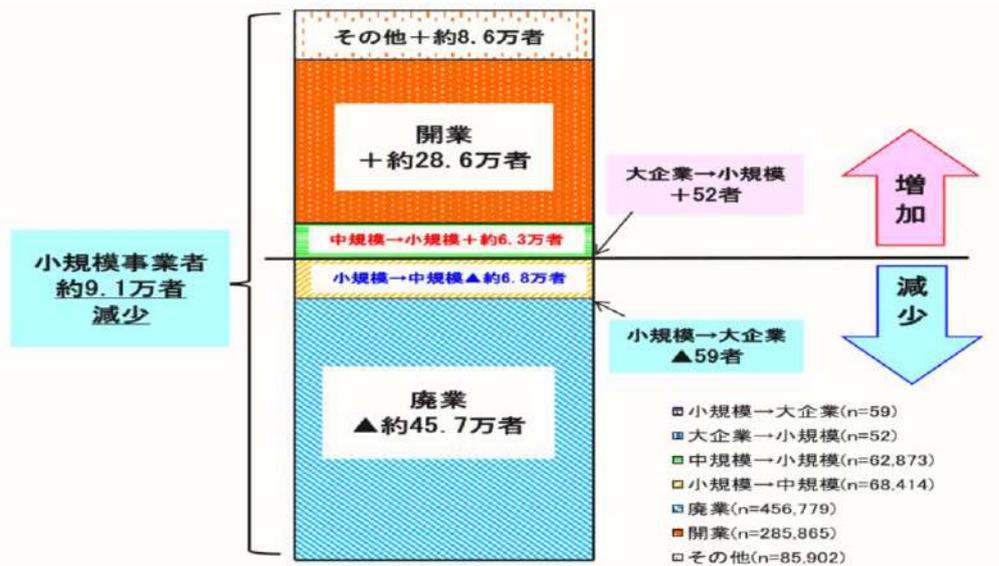
金融機関、主に銀行の貸出態度は景気に左右されるため、我々はこの違いが日本企業の資金調達手段の選択、ないしは資金提供者から見たときの資金提供先の選択に影響すると考える。

25 第1項 業績の安定している中小企業

資金提供者である銀行から見たとき、業績の安定している企業に対する融資はリスクが小さく、景気が悪化した際にも比較的融資しやすい対象となる。通常、小規模企業は業績が不安定であると考えられるが、小規模企業の中にも業績が安定している企業は存在し、安定した利益を上げることができるため、赤字経営には陥りにくい。

しかし、そういった企業も倒産リスクにさらされるのが現状である。

【図表- 9】 小規模企業の開廃業率



5 (出所：中小企業庁(2016)『小規模企業白書 2016年版』p.35より引用

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/shokibo/03sHakusyo_part1_chap1_web.pdf)

10 上記の図表-9を見ると、小規模企業の開廃業率の高さが分かる。企業の新陳代謝を考えると開廃業率が高いのは悪いことではなく、むしろ望ましいことである。しかしその内訳は、約45%が黒字倒産なのである¹³。

15 黒字倒産で最も多く見られる要因が連鎖倒産である¹⁴。これは企業間信用などによって他企業と債務債権関係にあるとき、相手企業の倒産によって不良債権化し、業績が良好であるにもかかわらず連鎖的に倒産してしまう場合などである。

黒字倒産を回避するためには、経営危機に陥った際に資金提供者である銀行が、企業の再交渉に応じ、返済の先延ばしや、債務の減免を考えることが重要

¹³ 東京商工リサーチ HP「2016年 倒産企業の財務データ分析 調査」参照。

http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20170511_07.html

¹⁴ 中小企業庁 HP「倒産の状況」参照。

<http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/tousan/index.htm>

である¹⁵。これは企業と銀行との信頼関係に基づいた取引となるため、リレバンによる資金調達を行うことが必要であり、その強化が課題となる。

しかし、リレバンを行うにはコストと手間が多くかかり、多数ある小規模企業を相手に実行するのは難しいという問題がある。この対策についても第V章
5 で述べる。

第2項 業績の不安定な中小企業

資金提供者である銀行から見たとき、業績の不安定な中小企業への融資はその倒産などによるリスクが相対的に高くなるため、安定した資金調達が困難である。
10

景気が良好で、銀行の貸出態度も積極的で企業の業績も伸びている際には、短期的資金の調達は容易に行えることが考えられる。業績の不安定な企業は、景気の悪化による業績不振や貸し渋りに備えるため、この資金調達が行いやすい時期に、長期的資金の調達も行い、対策を講じることが望ましい。その手段
15 としては、資本金借入金による資金調達などが考えられる。

不景気の時には銀行からの資金調達が困難になることが考えられる。前述したように、事前に備えることが望ましいが、それでも資金不足が発生する際には、公的金融の活用が考えられる。公的金融の融資には、日本政策金融公庫と商工組合中央金庫によるものがあり、十分な融資実績がある¹⁶。

20 公的金融のあり方として、自社の利益を追求する民間企業では対応が困難になる危機時に、補完的な役割を果たすべきである。

第三章 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題

前述した通り、小規模企業は多様である。その中でもベンチャー企業と呼ばれる成長性の高い企業の資金調達は通常の企業とは異なる。本稿ではベンチャ
25

¹⁵ 村瀬英彰(2016)『新エコノミクス 金融論』日本評論社 p.62 参照。

¹⁶ 日本政策金融公庫 HP「融資実績の推移」参照。

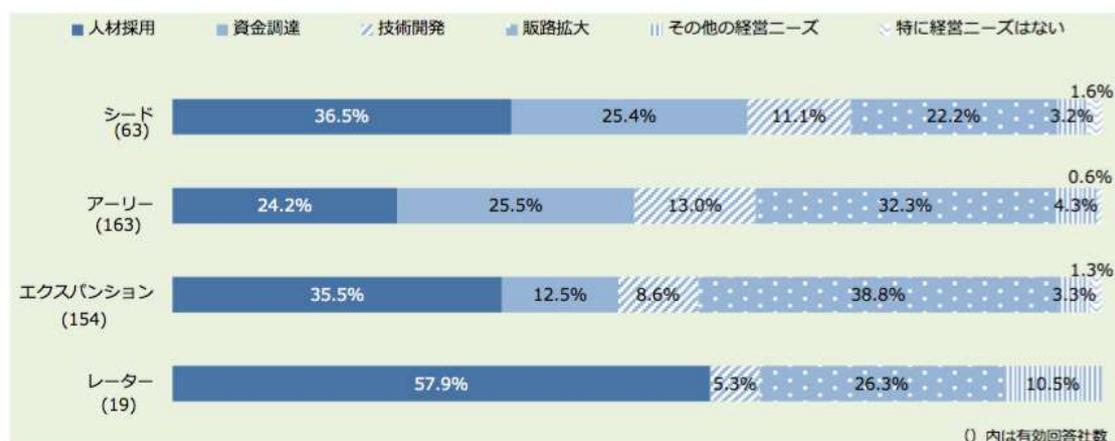
<https://www.jfc.go.jp/n/company/af/jisseki.html>

ー企業の資金調達について、その成長段階に応じて「シード期」、「アーリー期」、「エクспанション期」、「レーター期」の4つに分けて考え、その現状と課題を明らかにする。

各ステージでの経営ニーズは以下のとおりである。

5

【図表- 10】 ベンチャー企業のステージ別の経営ニーズ



(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年版』 p. I -115 より引用

10 http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf)

第1節 シード期

第1項 シード期のベンチャー企業の特徴

15 シード期のベンチャー企業とは、「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」である。シード期のベンチャー企業は実績がなく、信用力が乏しい。よって金融機関からの借入が難しいため、その資金調達手段は主に、①3F、②公的金融、③エンジェル、④クラウドファンディングの4つが挙げられる。

20

第2項 シード期の資金調達

① 3F

シード期の企業が最も手軽に利用できる手段が起業家自身の自己資本である。

これは起業家の思うように事業運用資金として使用できる。よってリスクは少ないのだが、事業が成長していくにつれ自己資金ではカバーできない部分も出てくるため、自己資金以外の方法も考えておく必要がある。また、起業家の家族や友人の資本を利用する起業家も存在する。

5

② 公的金融

金融機関から資金調達が行えないシード期においては、公的機関が支援することが望ましい。公的金融はその形態が融資のものと出資のものが存在する。そこでシード期のベンチャー企業が利用できる代表的なものとして、融資型は
10 日本政策金融公庫の新創業融資制度、出資型は中小企業庁の創業促進補助金を挙げる。

新創業融資制度では無担保無保証で最大 3,000 万円までの融資の可能性がある。さらに、担保不要、経営者本人の連帯保証人としてのサインも不要となっている。加えて、申し込みから融資実行までにかかる期間が 1 ヶ月程度のため、
15 素早い事業展開にも対応が可能となっている。このような点で経営者にとって非常に有利な制度といえる。

また、一般的に融資を受ける場合、企業の安全性を評価するために、一定以上の自己資金割合が求められることが多いが、新創業融資制度は 1/10 以上の自己資金割合であれば融資可能という要件になっている。

20 次に創業促進補助金の内容は以下の通りである。

【図表- 11】 創業促進補助金

対象	新たに創業を予定する者
補助額	100 万円～200 万円
申し込み方法	郵送、もしくは電子申請(公式 HP から入手可能)
おすすめポイント	既存技術の活用や新しいアイデアで、需要や雇用を生み出せる可能性がある事業に対して支給される補助金。支援額が最高 200 万円と高額。相談会や相談窓口もあり、公式サイトも分かりやすい。

(出所：創業・第二創業促進補助金事務局「平成 28 年度創業・第二創業促進補

助金」より筆者作成

<https://sogyo-hojo-28.jp/>)

5 日本公庫や中小企業庁はこれらの他にも様々な創業支援を行っており、中小企業基盤整備機構が行う支援もあるため、シード期のベンチャー企業が受けられる公的支援は充実しているといえる。しかし、日本の開業率は 5.2%と国際的に低い状況にあるのが現状である¹⁷。その原因は、日本では起業しようというインセンティブが働きにくい環境となっていることが考えられる。日本において、さらなるベンチャー企業の起業促進を行うためには、起業に対するイメージを改善し、インセンティブを与えなければならない。

③ エンジェル

15 エンジェルとは、ベンチャー企業が資金調達をするには困難であるシード期、アーリー期に投資を行う個人投資家のことである。エンジェルは専門的知識を有しており、投資に関する情報やビジネスノウハウを交換するためのネットワークを構築している。そのため、投資情報やノウハウを有していない個人に対し情報提供することでエンジェルの拡大につなげることができる。また、このネットワークを通して専門性の異なる投資家が集まることにより、ベンチャー企業の事業が軌道に乗るような多岐に渡る助言を専門的に行うことができる。

20 エンジェルから出資を受けることは、ベンチャー企業にとって大きなメリットとなる。政府はエンジェルに対して、税制の優遇措置をとり、その促進を図ってはいるが、その適用要件が設立年数 3 年未満¹⁸など、厳しいことが挙げられるため、緩和へ向けての動きも見られる。また海外と比べ、日本のエンジェルは約 1 万人と少ない¹⁹ことが、エンジェル投資を利用しにくい原因となって

¹⁷ 中小企業庁(2017)『中小企業白書 2017 年版』p.30 参照。

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/h29_pdf_mokuji_tyuu.html

¹⁸ 経済産業省「エンジェル税制のご案内」参照。

http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/pdf/angeltax_panf1.pdf

¹⁹ アメリカのエンジェルの総数は約 26 万人である。

いる。

日本の潜在的なエンジェルを、ベンチャー企業への出資へと促すことがエンジェルの増加、シード期の資金調達手段の充実につながると考えられる。

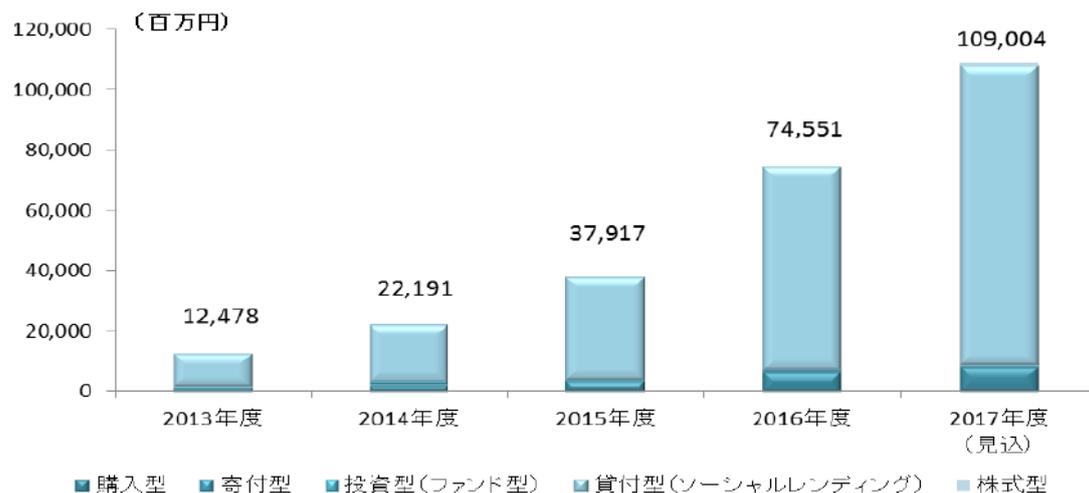
5 ④ クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、新規・成長企業と資金提供者を、インターネットサイトを通じて結びつけることで、不特定多数の個人から小口資金を調達することである。ベンチャー企業をはじめとする若い企業の資金調達手段となることが多い。資金不足主体がインターネットサイトに出資をしてもらいたい

10 プロジェクトを掲載して、それに共感した個人が資金を提供する。

続いてクラウドファンディングの現状を考察する。

【図表- 12】 国内クラウドファンディングの新規プロジェクト支援額



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」
p.3 より引用

<https://www.yano.co.jp/press/download.php/001730>)

図表-12 から日本のクラウドファンディングは増加傾向にあり、貸付型が非
20 常に多いことが分かる。これがクラウドファンディングの市場規模拡大に寄与
しているのは事実である。貸付型クラウドファンディングの増加により創業期

の企業の資金調達手段は多様化しているといえる。

- ベンチャー企業にとって、個人投資家の出資金は重要な資金源となるため、寄付型や購入型、投資型のクラウドファンディングによって資金調達が実現できることが望ましい。そのためには、ベンチャー企業のアイデアや事業内容を個人投資家が理解できるような情報公開システムの構築が必要となる。

第2節 アーリー期

第1項 アーリー期のベンチャー企業の特徴

- 10 アーリー期のベンチャー企業とは、「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」である。アーリー期は上記の図表-10の通り、資金調達ニーズが最も高い時期である。製造や販売に向け、必要な資金の規模が拡大し、自己資本や公的支援だけでなく、民間の金融機関からの資金調達の必要が出てくるが、依然として企業の信用力は低い状態である。次のエクспан
15 ション期の企業の成長に向けて、成長資金となる出資での資金調達、また、長期的資金の調達を行うことが望ましい。

アーリー期の資金調達手段として、融資形態である①銀行からの借入、出資形態である②ベンチャーキャピタルの2つが挙げられる。

20 第2項 アーリー期の資金調達

① 銀行からの借入

- 企業規模の拡大に向けて、その運転資金として銀行からの長期的資金の借入が望ましい。企業の信用力が乏しいため、無担保での借入は難しいが、信用保証協会による信用保証を受ければ、低金利で安定した資金調達を行うことができる。信用保証協会は、ベンチャー企業の資金調達の促進を行っているため、ベンチャー企業は保証を受けやすく、銀行もリスクが低くなるため、保証付き融資が主な貸出手法となる。

また、自己資本の充実を求めるベンチャー企業に対しては、資本金による資金提供が可能である。

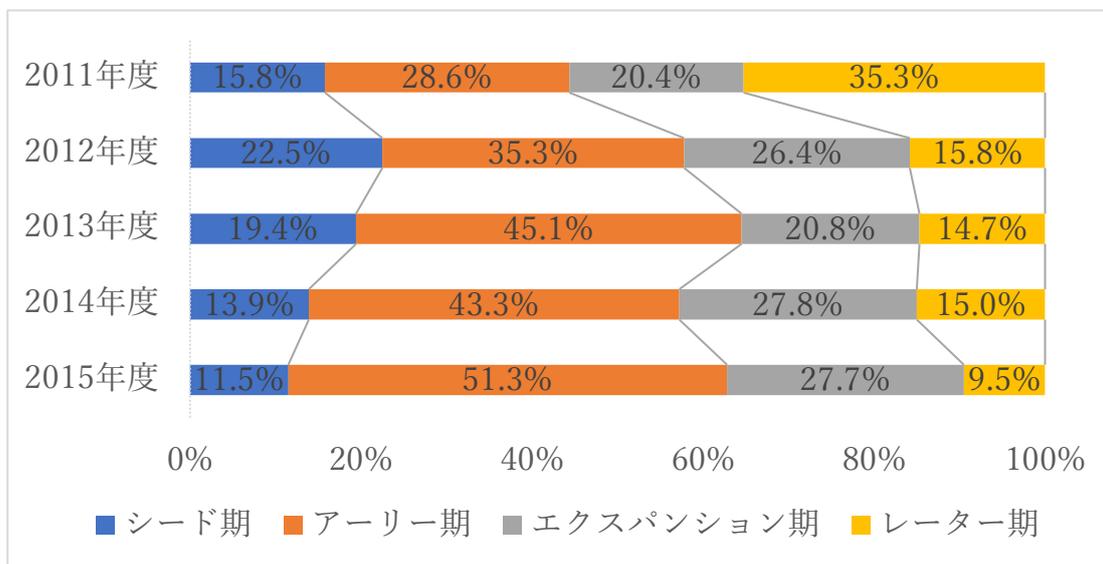
30

② ベンチャーキャピタル(VC)

VC とは将来有望だと考えられるベンチャー企業を援助するため、資金供給を行い最終目標である株式上場を支援する企業を指す。日本においては金融系 VC が多い。VC は出資により、その企業の株主となり、企業価値を向上させるために経営関与を行う。ベンチャー企業は出資による資金調達で成長資金を得ることができ、自己資本の充実が図れるだけでなく、VC と長期的な関係を築くことにより、社会的信用力が向上することが挙げられる。しかしデメリットとして、VC に経営関与されるため経営の自由度が低下すること、VC の出資そのものの最終目標が IPO による株式公開であることが挙げられる。

10 続いて VC の現状を考察していく。

【図表-13】 各ステージにおける VC の出資割合



(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 年版』 p. I -10 より筆者作成

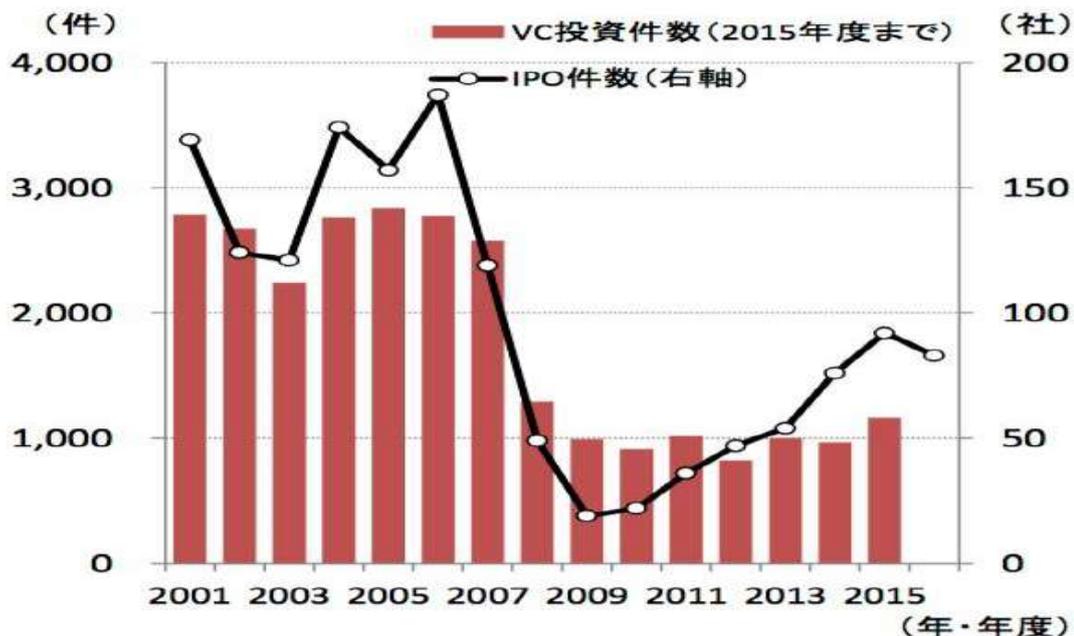
15

http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf)

上記の図表-13 の通り、現在 VC はアーリー期のベンチャー企業に最も出資を行っていることが分かる。

20

次に VC の実際の投資金額とその件数の推移を考察する。



(出所：太田珠美(2017)「IPO 市場の動向と国際化に関する比較」大和総研 p.4
より引用

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170317_011828.pdf

5

上記の図表-15の通り、リーマンショック以前はVCの件数とともにIPO件数も高く、リーマンショック後から現在まで、VCの件数とともにIPO件数も低迷していることが分かる。よってVCの活性化には企業のIPOを促進することが不可欠となる。

10 しかし、2015年に上場審査基準が厳格化された²⁰。その要因となっているのがIPO後の企業の著しいパフォーマンスの低下である。よってIPOを終着点とするのではなく、企業の持続的な成長を図ることが重要であり課題となる²¹。

また、VCはキャピタルゲインなどの利益を重視するため、VCから出資を受けにくいベンチャー企業が出てきてしまう。そこで、後述するオープンイノベ

²⁰ 太田珠美(2017)「IPO市場の動向と国際化に関する比較 サウジアラムコのIPOで東証は存在感を示せるか」大和総研 p.3 参照。

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170317_011828.pdf

²¹ 日興リサーチセンター(2016)『日本経済と資本市場』東洋経済新報社 pp.76-82 参照。

ーション、CVCによる資金調達も活性化していくことが望ましい。

第3節 エクспанション期

第1項 エクспанション期のベンチャー企業の特徴

5 エクспанション期のベンチャー企業とは、「生産及び出荷を始めており、その在庫及び販売量が増加しつつある企業」である。この時期は最も企業規模が拡大する時期で、必要な資金規模も大きい。しかし図表-10を見ても分かる通り、資金調達ニーズは小さく、資金調達の問題はほとんどない。これはアーリー期までに利用してきた銀行やVCから引き続き資金提供を受けられるためである。ここでは、エクспанション期の企業の資金繰りをより良くする手段としてリースを紹介する。

10 資金調達ニーズが小さくなる一方、エクспанション期において最も大きなニーズが販路拡大である。事業が本格化し、その商品の販売における流通チャネルや販売経路の開発の需要が最も大きい時期であるといえる。また、人材採用のニーズも大きくなる。

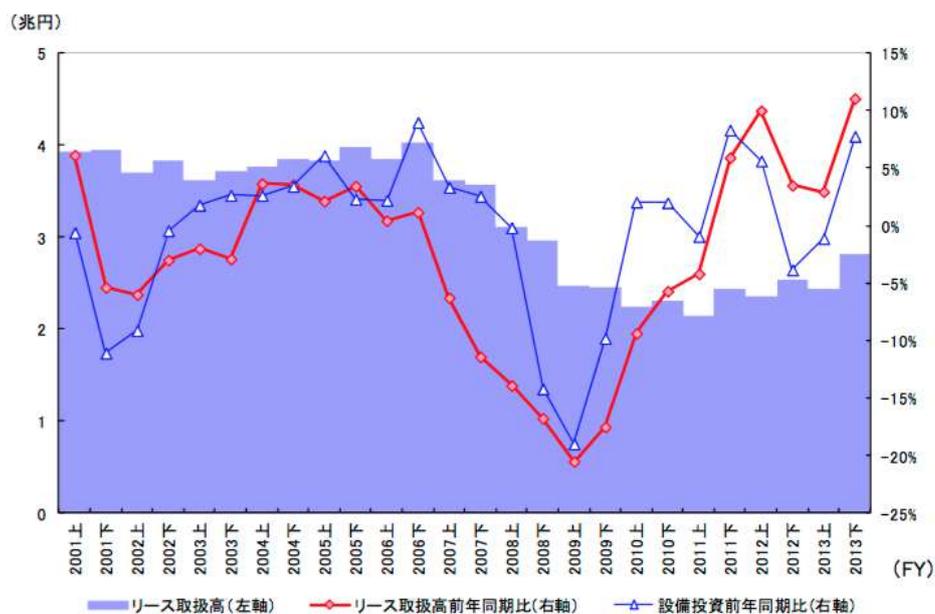
15 ベンチャー企業の資金調達ニーズだけではなく、販路拡大や人材採用のようなニーズも同時に解決する手段としてオープンイノベーションを紹介する。

第2項 エクспанション期の資金調達手段

① リース

20 リースは設備投資資金の確保に有効な手段であり、工場設備導入等についてリース契約することで、将来得られると予想される利益を用いて設備費用を支払うことができる。銀行融資の担保となる資産が限られているベンチャー企業にとっては、リースの活用は銀行の融資枠の温存に有効である。

25 【図表-16】 リースの取扱高の推移



(出所：みずほ銀行産業調査部(2014)「2014 年度の日本産業動向」p.291 より引用)

https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/bizinfo/industry/sangyou/pdf/1046_all.pdf

上記の図表-16 の通り、リースによる設備投資は現在増加しており、今後も有効な手段である。

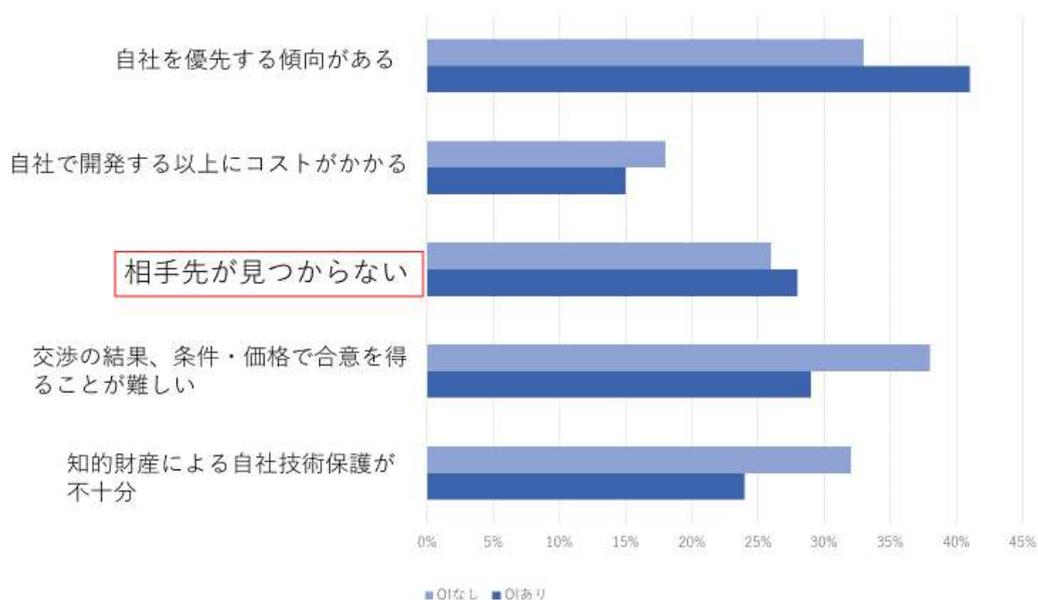
10 ② ベンチャー企業のオープンイノベーション

ベンチャー企業のオープンイノベーションは、既存の企業、主に大企業との提携となる。ベンチャー企業にとっては大企業から資金の面での援助を受けられるだけでなく²²、大企業が所有する情報や流通チャネル、販売経路の利用、さらに人的資本に関してもサポートが受けられる可能性があるため、そのメリットは大きい。大企業にとっては、ベンチャー企業が所有する新技術や新事業の知識の獲得、自社で行うことができないリスク性事業の委託、さらに新事業を行う際の時間短縮という面でメリットが存在する。

²² VC ではない企業からの出資をコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)という。

5 続いてはオープンイノベーションの現状を考察していく。現在の日本において、オープンイノベーションを行う際、大企業からのアプローチが一般的となっている。そしてオープンイノベーションは現在、そのほとんどが大企業と大学・公的研究機関・他の大企業との提携であり、ベンチャー企業との提携は少ない²³。

【図表- 17】 オープンイノベーションの障害



(出所：21世紀政策研究所(2015)「日本型オープンイノベーションの研究」

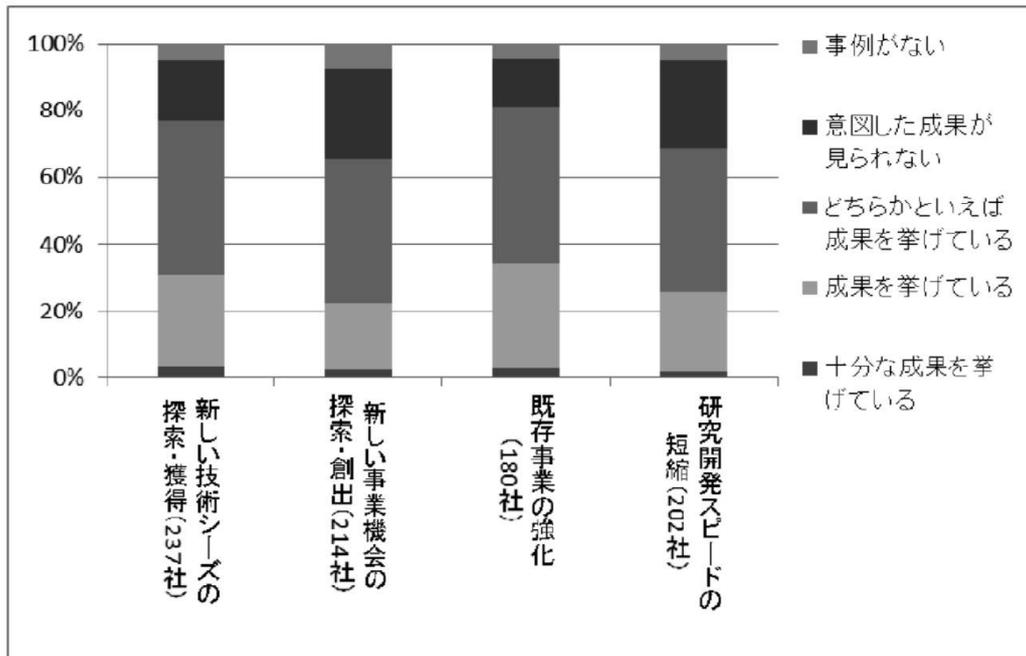
10 p.32 より筆者作成

<http://www.21ppi.org/pdf/thesis/150702.pdf>)

15 大企業のオープンイノベーションの障害に関するアンケート調査を見ると、「相手先が見つからない」が約3割を占めている。オープンイノベーションを促進するためには、大企業とベンチャー企業のマッチングが重要である。

【図表- 18】 オープンイノベーションの成果

²³ 国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構(2016)『オープンイノベーション白書 初版』pp.9-16 参照。



(出所：21 世紀政策研究所(2015)「日本型オープンイノベーションの研究」p.28
より引用

<http://www.21ppi.org/pdf/thesis/150702.pdf>

5

オープンイノベーションは、実施できればその効果は大きいことがわかる。上記の図表-18 のアンケート結果を見ると、すべての項目で 60%以上が成果を上げていると回答している。そのため、オープンイノベーションの実現は日本企業の成長に大きく寄与すると考えられる。

10

第 4 節 レーター期

第 1 項 レーター期のベンチャー企業の特徴

レーター期の企業とは、「持続的なキャッシュフローがあり、IPO 直前の企業等」である。レーター期において、資金調達のニーズはほとんどないため、資金調達の課題は少ないと考えられる。しかし、人材採用のニーズは最も大きく、前述したオープンイノベーションの促進や IPO による知名度の向上が重要となる。またレーター期は、企業が IPO を行って証券市場からの資金調達を可能にするか、M&A によって他企業に買収されるかなど、その経営における重要な選択を迫られる時期である。

ここでは、投資家目線でのベンチャー投資の出口戦略である「投資の EXIT」について述べる。

第 2 項 投資の EXIT

- 5 ベンチャー投資の出口戦略として、主に IPO と M&A の 2 つが挙げられる。日本においては現在、IPO に偏っている。

【図表- 19】 2015 年度の IPO・M&A の件数の日米比較



- 10 (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 年版』 pp. I -28, I -82 より筆者作成)

- 15 上記の図表-19 を見ても、日本において M&A の比率が少ないことが分かる。これによってベンチャー投資の際の投資家の投資金回収手段が IPO に限定され、投資を行いにくい状況となっている。また、前述した通り、現在 IPO 件数も少なく、ベンチャー投資の出口は狭くなってしまっている。よって、IPO と M&A の両方を活性化させることが必要である。

第 5 節 ベンチャー企業の課題

- 20 ベンチャー企業を各ステージ別に分析した結果、我々はシード期の起業率の低さ、アーリー期の VC からの資金調達、エクспанション期の販路拡大ニー

ズ、レター期の投資の EXIT の整備などの課題は全て日本においてベンチャー企業の成長環境が整備されていないことが原因であると考える。

まず起業率の低さについて、日本におけるベンチャー企業の成功イメージが乏しく、起業に対するインセンティブが小さいことが挙げられる²⁴。次に資金調達について、ベンチャー企業の投資の EXIT である IPO の増加によって VC からの出資を受けやすくなる。そのためにも IPO までの持続的な成長をオープンイノベーションによって促進すべきである。それによって CVC による資金調達を行うこともでき、M&A の活性化が期待できる。また、販路拡大ニーズは事業成長における直接的なニーズであり、人材採用ニーズもベンチャーのイメージ改善やオープンイノベーション、IPO によって改善できる。

これらの資金調達を含むすべての課題は、ベンチャー企業の安定的な成長環境が整備されれば改善につながるものであるが、日本においては成長をサポートできるエコシステム、及び産業クラスターが整備されていないため、我々は第VI章で日本におけるエコシステムの確立に向けて、ベンチャー企業の産業クラスターの整備を提案する。

第V章 中小企業の今後に向けた方策

第1節 リレーションシップバンキングの強化

第1項 方策の概要

我々は、地方銀行による小規模企業へのリレーションシップバンキングの強化を推進する。しかし、リレバンは信頼関係の構築に多くのコストがかかるため、420 万者以上存在する中小企業すべてに対してリレバンを行うことは不可能である。そこで、我々はリレバンが最も必要だと考えられる業種を建設業であると考える。

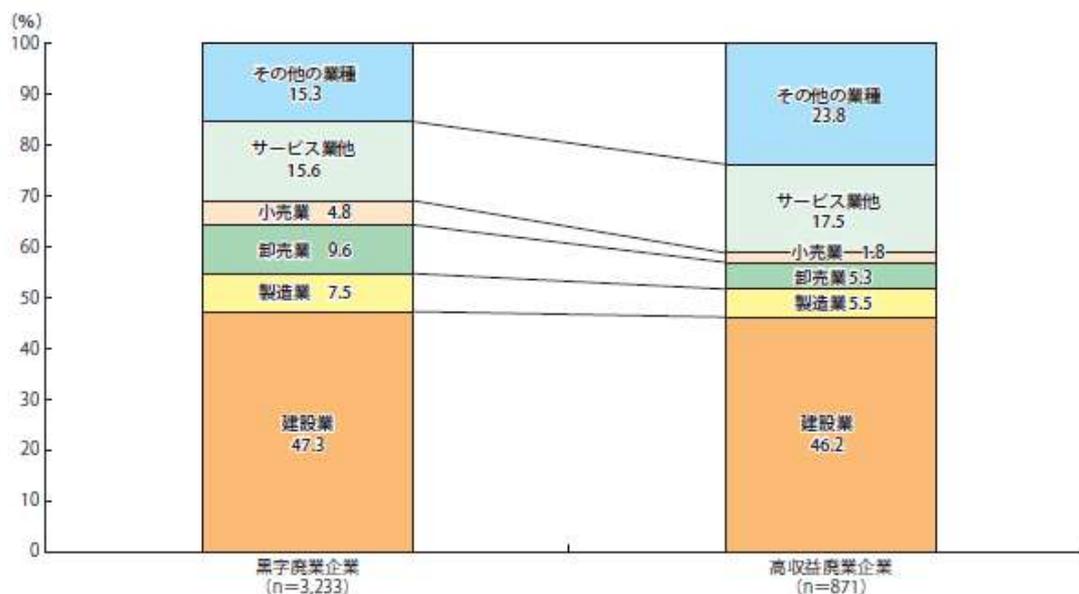
その根拠は黒字倒産の比率である。前述した通り、倒産のうち黒字倒産は約

²⁴ 中小企業庁(2017)『中小企業白書 2017 年版』pp.104-106 参照。

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/h29_pdf_mokuji_tyuu.html

45%にもなる。また、倒産のうち、建設業者は約 22%であり²⁵、比較的多い。さらに、黒字倒産した企業を業種別に見てみると、その約 47%が建設業であった。

5 【図表- 20】 黒字倒産した企業の内訳



(出所：中小企業庁(2017)『中小企業白書 2017 年版』 p.37 より引用

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/h29_pdf_mokuji_tyuu.html)

10

建設業に黒字倒産、主に連鎖倒産が多いのは、1 つの取引において扱う金額の規模が大きく、相手企業の倒産などによって貸し倒れが起きた際の損失が非常に大きいことが影響している。

一方、扱う資金規模が大きいということは、中小企業における規模の経済性の影響を受けにくく、地方銀行にとっては継続的取引に対する十分なリターンがあると考えられる。

15

²⁵ 中小企業庁(2017)『中小企業白書 2017 年版』 p.32 参照。

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/h29_pdf_mokuji_tyuu.html

また、建設業者は小規模企業のうちの 13.4%であり²⁶、小規模企業すべてにリレバンを行うよりも、その実現可能性は高いものであると考えられる。

さらに資金の相談だけではなく、銀行のデータベースを活かしてその後の販路拡大コンサルティングを行うことを推進する²⁷。

5

第 2 項 方策による効果

建設業者に対するリレバンの強化により、第 II 章で挙げた課題のうち、企業の黒字倒産の回避を実現できる。これにより、貸し手から見る中小企業の倒産リスクが低下する。さらに、中小企業の黒字倒産比率が低下することによって、
10 財務状況が健全であるにも関わらず倒産するということが少なくなり、クレジットスコアリングによる融資判断の正確性が向上する。そして、クレジットスコアリングによる融資が小規模企業にも行えるようになれば、多数ある小規模企業の情報生産の効率性が向上することが考えられる。

15 第 2 節 CLO による資金調達

第 1 項 方策の概要

小規模企業の資金調達において、CLO の活用を推進する。CLO はリーマンショック以降その実施件数は減少していた。現在は日本公庫が証券化業務を行い、徐々に増加してはいるが、リーマンショックによる証券化商品のイメージ
20 の悪化から、投資家からの需要が少ないのが現状である。

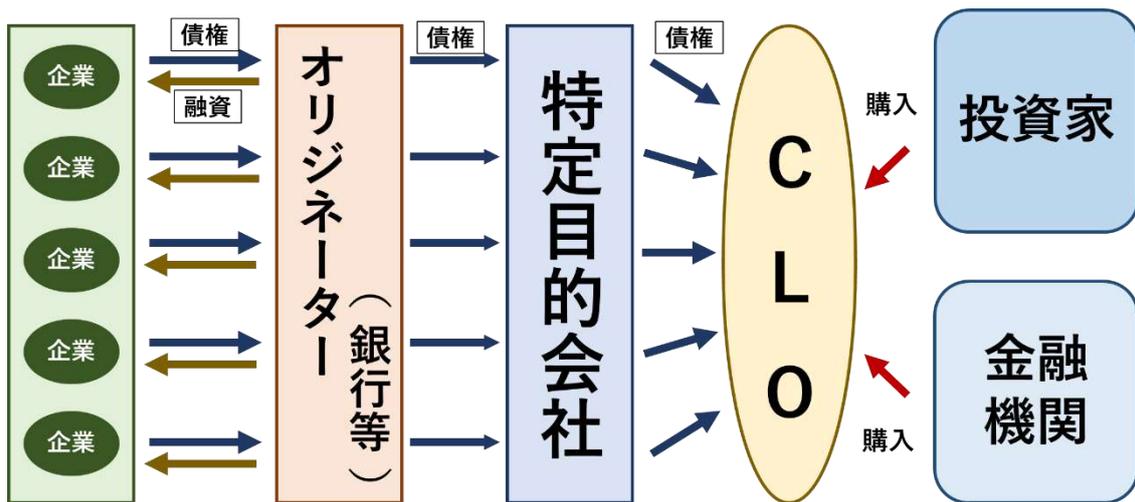
【図表- 21】 CLO の仕組み

²⁶ 中小企業庁(2015)『小規模企業白書 2015 年版』p.7 参照。

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H27/PDF/h27_pdf_mokuji_syou.html

²⁷ 南日本銀行で行われている。南日本銀行(2017)「顧客満足に向けた事業性評価の実践～WIN-WIN ネット業務(新販路開拓コンサルティング)～」参照。

https://www.boj.or.jp/announcements/release_2017/data/rel170713b7.pdf



(出所：筆者作成)

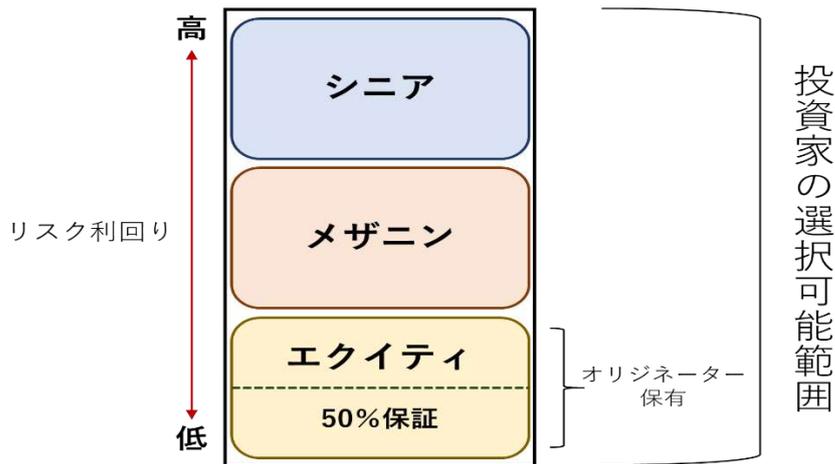
CLOは、オリジネーター(銀行等)から企業への融資によって発生した債権を、
 5 特定目的会社へ移行し、それらの債権からポートフォリオを組んで証券化すること
 ことで、リスク分散された証券化商品である。現在、日本公庫が行っている証
 券化業務では、CLOの組成において、その原債権に制約があり、小規模企業の
 融資などに対して活用しづらいのが現状である。

そこで我々は、民間の金融機関や小規模企業がCLOを活用しやすいよう、
 10 CLOの組成について、原債権のデータの透明化を行い、金融機関や投資家が明
 確な定量情報によって購入判断ができるシステムを提案する。

また、中小企業CLOにおける無担保融資では、銀行の融資が行いづらく、
 投資家にとってのリスクも大きくなりすぎるため、CLOをリスクによって各ト
 ランシェに分割する。そのうちのエクイティの一部はオリジネーターが保有す
 15 るが、さらにその中の一定割合を信用保証付き債権とすることでオリジネー
 ターのリスクを低減する。その割合としてはドイツの保証割合である50%などが
 考えられる。

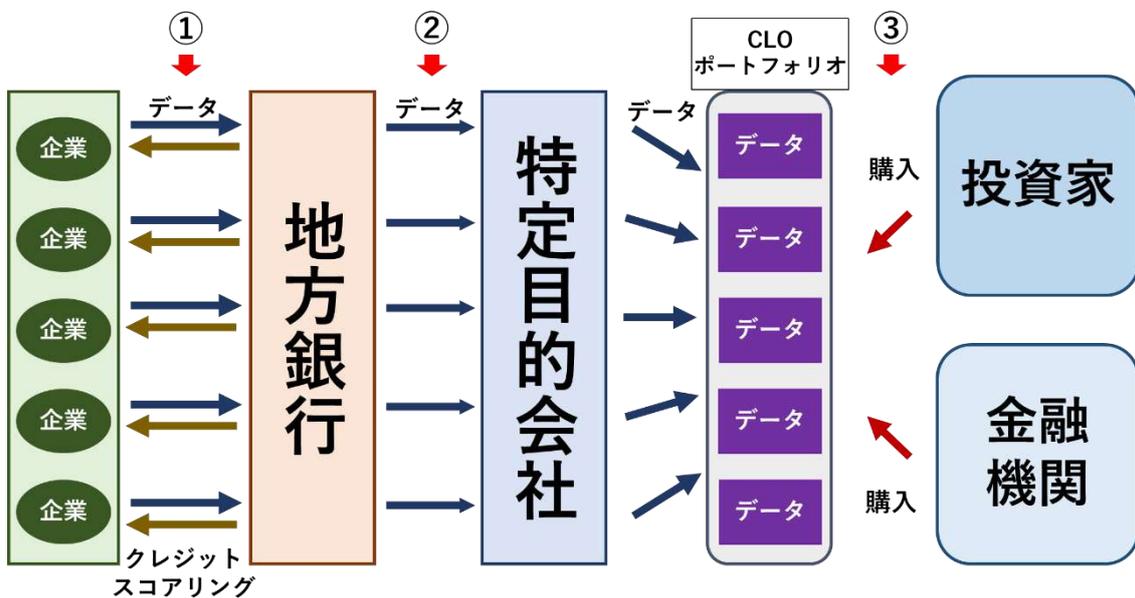
投資家は自身のリスク許容度に応じてランシェを選択することが出来る。

20 【図表- 22】 CLOの構成と信用保証割合



(出所：筆者作成)

5 【図表- 23】 CLO 組成におけるデータの透明化



(出所：筆者作成)

① 中小企業と地方銀行の取引

- 10 地方銀行は中小企業への融資審査の際、中小企業の財務情報をデータ化する。中小企業、地方銀行、特定目的会社、CLO の購入者との間で情報の非対称性を緩和するため、あらかじめ中小企業の経理においてクラウド会計ソフトやでん

さいネットを活用し、そのデータを移転するシステムを推進する。

② 地方銀行と特定目的会社の取引

5 地方銀行は融資によって得た債権の信用リスクのみ CDS によって特定目的
会社に移転するシンセティック方式を採用する。その際に、信用リスクの元と
なる融資審査に用いられたデータも共有する。

③ 金融機関や投資家による CLO の購入

10 特定目的会社が証券化、トランシェの作成を行う際、その原債権のデータを
明記し、投資家に対して情報開示を行い、情報の透明化を行う。

第2項 方策による効果

15 中小企業の財務情報をデータベース化することで、オリジネーターによる情
報生産が効率的になり、クレジットスコアリングによる融資審査が行いやす
くなる。その際に日常の企業活動で用いるクラウド会計などを利用することで
そのデータの信用性が向上する。

また、でんさいネットの普及は売掛債権の流動化を促進するものであり、ABL
の担保としての役割を果たすため、さらに中小企業の資金調達手段が多様化す
る。

20 銀行との取引において、原債権の一部をオリジネーターが保有、証券化にお
いては信用リスクのみの移転とすることで中小企業と銀行の関係は継続し、リ
レバンを行うことは可能である。リスク移転を行うことで、オリジネーターと
なる銀行はより情報生産に力を入れることが出来る。さらにオリジネーターに
よるモラルハザードを防止する²⁸。

25 また、オリジネーターとなる銀行は、バランスシートから債権のオフバラン
ス化を図れることで自己資本比率などの健全化、バーゼルⅢによって規制され
た自己資本比率を維持しながらの融資業務を行うことができる。

さらに、オフバランス化することで銀行の預貸率が低下し、その分を他の中

²⁸ 村瀬英彰(2016)『新エコノミクス 金融論』日本評論社 pp.134-140 参照。

小企業への融資に充てることができ、より多くの企業と取引を行うことができる。

CLOの販売において、その原債権のデータを公開することで投資家との情報の非対称性を緩和する。これにより、金融機関はCLOに対して定量情報を重視したリスクとリターンの判断を行うことができ、さらにデータ化することでその処理にかかるコストを削減できる。

データの健全性が保たれることで証券化商品のイメージの向上につながり、金融機関だけでなく、その他の投資家からの資金提供も期待できる。CLOのトランシェを活用することでリスクの選択が可能な債権となり、リスク許容度が様々な投資家や、マイナス金利政策などの影響により、低金利の下で資本金借入金など、メザニンファイナンスの手法を採用する傾向にある金融機関の需要に応える商品であると考えられる。

CLOのイメージの改善が進み、その流動性が高まれば、CLOの市場価格が創出され、同時にCLOのデリバティブ市場が発達し、さらにその利便性は高まると考えられる。この定量情報を重視したCLO組成のシステムはその第一歩となるものである。

第VI章 ベンチャー企業の今後に向けた方策

本章では、第IV章のベンチャー企業の現状分析から見出した課題を改善するための今後の方策の提案を行う。

第1節 ベンチャー企業の産業クラスターの構築

第1項 方策の概要

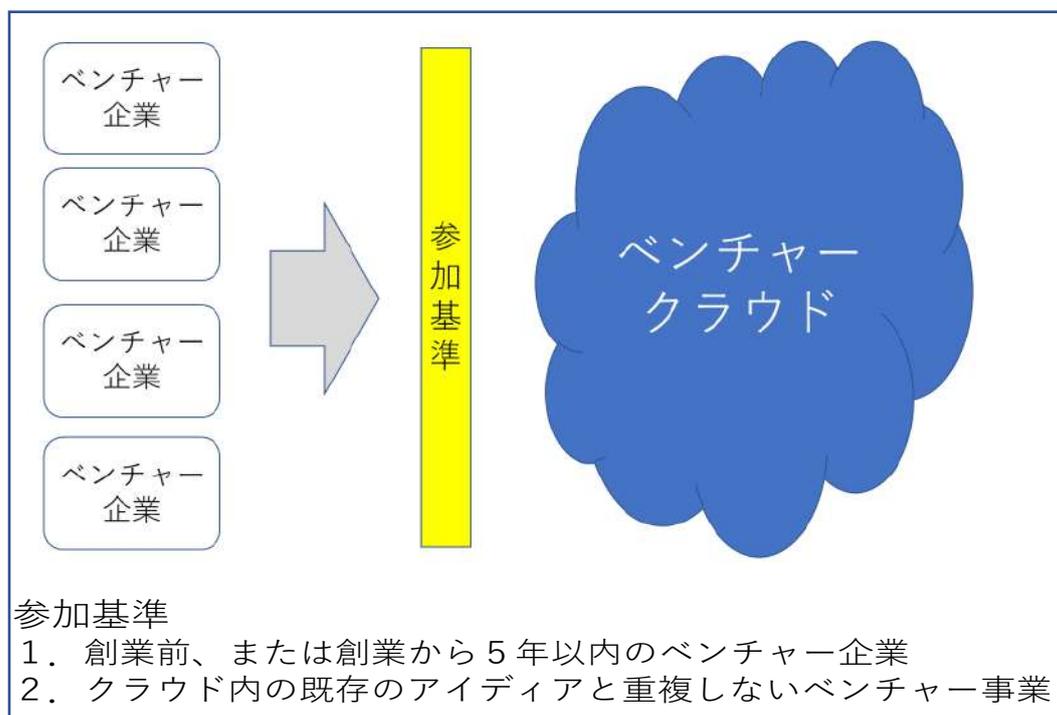
現在の日本において、ベンチャー企業の情報が散在しており、企業や投資家の情報生産が困難となっているため、情報の集積を行い、ベンチャー企業の成長を支えるエコシステムの確立が必要となる。

そこで、ネット上にベンチャー企業が集まる産業クラスター「ベンチャークラウド」を作成し、各ベンチャー企業は企業の財務情報、事業内容、アイデア、IR情報を登録する。そして、他の企業や金融機関、投資家、大学等の研究機関、

公的機関は、自由にこのベンチャークラウド内の情報の閲覧が可能となる。その際、ベンチャー企業のアイディアなどの独自性を持つ情報は公開せず、登録のみとすることで、外部への情報漏洩を防止する。

また、この「ベンチャークラウド」に参加するための審査基準を設け、それを
5 全て満たしたベンチャー企業のみ、参加を認める。これによって、クラウド内のベンチャー企業の情報の散在を防止する。その基準は以下の【図表-24】のとおりである。

【図表- 24】 ベンチャー企業のベンチャークラウドへの参加



(出所：筆者作成)

また、ベンチャークラウドからの退出基準は下記の図表-25 の条件をすべて
15 満たす企業とする。

【図表- 25】 ベンチャークラウドからの退出基準

ベンチャークラウドからの退出基準
・創業から5年経過した企業
・ベンチャークラウド参加から3年が経過した企業
・公的金融による創業支援の補助金を受けられない企業

(出所：筆者作成)

5 現在日本では、経済産業省が中心となって産業クラスターの構築を進めており²⁹、このベンチャークラウドの運営は利益よりも社会的役割を重要視する公的機関に任せることが望ましい。

第2項 方策による効果

① 起業の促進

10 起業後、IPOなどの明確な成功までの間に「ベンチャークラウドへの参加」というチェックポイントを設けることで、起業後の身近な目標として、起業後の道筋を描きやすくなり、起業に対する不安を軽減でき、起業活動の促進を期待できる。

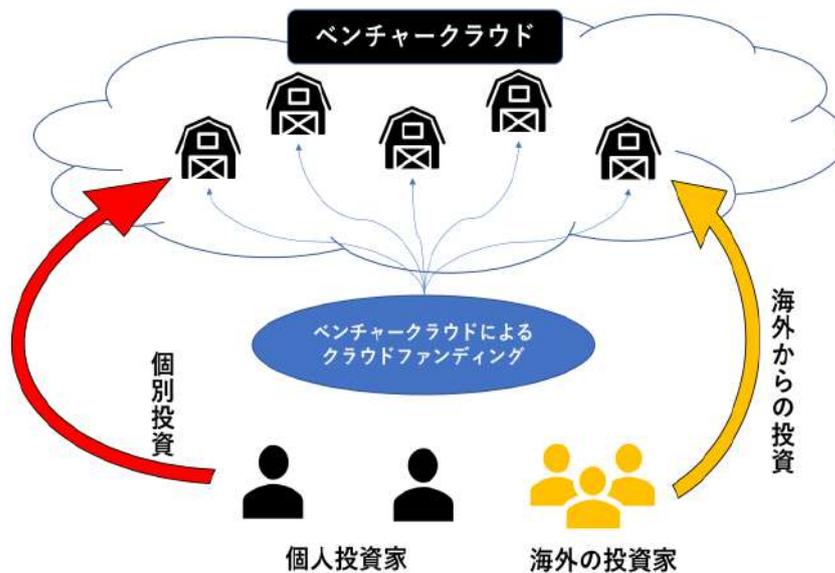
15 ② 個人投資家からの資金調達

このベンチャークラウドの活用により、クラウドファンディング、エンジェル投資を促進し、個人投資家からの資金調達をスムーズに行うことが可能となる。

20 【図表-26】 個人投資家の参加

²⁹ 経済産業省 HP「産業クラスター政策について」参照。

http://www.meti.go.jp/policy/local_economy/tiikiinnovation/industrial_cluster.html



(出所：筆者作成)

個人投資家はベンチャークラウド内の情報にアクセスできるため、エンジェ
 5 ル投資家などの大口の投資家はベンチャー企業へコンタクトを取り、出資を行
 うことができる。

また、小口の個人投資家はベンチャークラウドのクラウドファンディングに
 資金提供を行い、ベンチャー企業全体の成長をサポートすることができる。そ
 の資金の企業への分配方法は、寄付型は均等分配、購入型は資金提供者が企業
 10 を選択し、それぞれの割合で分配する。

貸付型クラウドファンディングは、運用期間1年の短期型、運用期間3年の
 長期型の2つを募集し、1人につき10万円からの資金提供とする。金利は購
 入の際の固定金利を採用する。そして、これらの条件によって集まった貸付型
 の資金は、貸付を希望するすべてのベンチャー企業でその債務を分割する。こ
 15 の貸付型クラウドファンディングにおいて、債務不履行を起こした企業は、以
 後3年間、ベンチャークラウド内のクラウドファンディングによる資金提供を
 受けられないものとする。

ネット上にクラウドを開設することにより、海外投資家からの資金提供を期
 待することができる。この際の為替リスクや送金などの手数料は海外投資家が
 20 負担する。

また、近年海外で注目されている仮想通貨による資金調達も、今後のために視野に入れておく。この資金調達は ICO と言われ、企業が仮想通貨を発行し、投資家が別の通貨で購入する形での資金提供を行う。仮想通貨には為替リスクや送金手数料が存在せず、ブロックチェーンによる分散型記帳により、比較的

5 安全な通貨となる。仮想通貨には別通貨との交換レートが存在するため、投機的な要素もあり、海外投資家からの資金調達をより活発に行える可能性を秘めている。さらに仮想通貨は中央集権的な管理が不要なため、低コストでの資金調達が期待できる。クラウドファンディングや、ベンチャー企業からの出資により、ベンチャークラウドで、仮想通貨によるベンチャー企業の株式や商品の

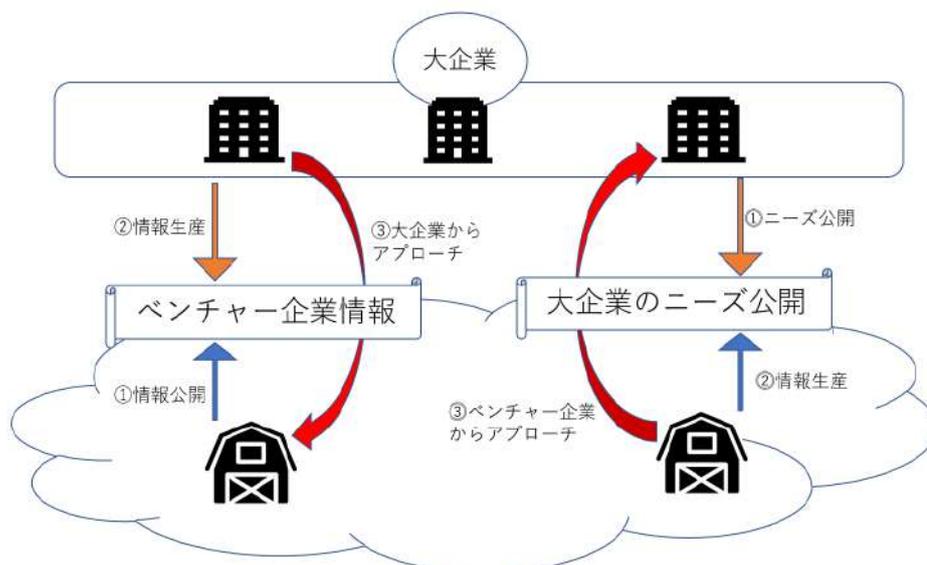
10 取引市場を整備することができれば、今後1つの資金調達手段として成立する可能性がある。

③ オープンイノベーション

1. 大企業とのマッチング

15 ベンチャークラウドの活用により、VCをはじめとする金融機関や、新技術を求める企業は、ベンチャー企業の情報生産が容易になる。これにより、オープンイノベーションの障壁となっていたベンチャー企業と大企業のマッチングが促進される。

20 【図表- 27】 大企業・金融機関とのマッチング



(出所：筆者作成)

上記のベンチャークラウド活用によって考えられるマッチング方法を2つ紹介する。

5 まず1つ目は、大企業からのアプローチによるものである。クラウド上に公開されているベンチャー企業の情報に対し、自社が必要としている分野、技術によって検索をかけ、ヒットした企業に対してアプローチすることでオープンイノベーションを成立させる方法である。

10 2つ目は、ベンチャー企業からのアプローチ方法である。クラウド上に大企業が自社の求めているニーズを公開し、そのニーズを満たすことのできるベンチャー企業が大企業へアプローチすることによってオープンイノベーションを成立させる。このメリットは大企業の情報生産の時間短縮になるだけではなく、創業間もない企業、新事業に乗り出す企業が市場のニーズを把握できることによって、ニーズを満たすベンチャー事業の起業が促進される。

15

2. オープンイノベーション成立による相乗効果

【図表- 28】 ベンチャー企業と大企業のメリット

ベンチャー	大企業
・ CVC による資金調達	・ 時間短縮
・ 流通チャネルの拡大	・ 投資の利益
・ 人材派遣による人的資本確保	・ 新技術の獲得
・ 知名度向上	・ 新事業への参入
・ 情報ネットワーク拡大	・ 既存事業の強化
・ 経営のサポート	・ イノベーションの創出

(出所：筆者作成)

上記の図表-28 の直接的なメリットだけではなく、オープンイノベーションの促進による相乗効果が期待でき、ベンチャー企業と大企業のイノベーションの促進により、両企業の持続的な成長を図ることができる。ベンチャー企業の持続的な成長が実現されれば、ベンチャー投資の EXIT の課題となっている IPO の減少、その原因となっている IPO 後のパフォーマンスを改善することができる。

また、大企業は魅力的な技術を保有しているベンチャー企業や、大企業が参入を考えている新産業、新市場にすでに参入できているベンチャー企業に対して、M&A を行うことが考えられる。これによって、投資の EXIT の課題である M&A が活発化する。ベンチャー投資の EXIT が整備されれば、成長初期段階での VC や個人投資家による投資が活発化することが考えられる。

さらに、IPO 後の持続的な成長や、大企業からの M&A の増加によってベンチャー企業のイメージが向上すれば、成長段階での人材の確保や、国際的に低い水準にある起業率の上昇が期待できる。

第 2 節 その他の方策

第 1 項 投資型クラウドファンディングの推進

ベンチャー企業のシード期・アーリー期の資金調達手段として、投資型クラウドファンディングを推進する。しかし、株式を扱うためには規制があり、日本において扱えるクラウドファンディング業者が少ないことが現在普及していない要因となっている。

一方で、SONY などの企業が投資型クラウドファンディング業務を行い始め、ベンチャー企業にとって今後有効な資金調達手段となると考えられる。そこで、投資型クラウドファンディングのシステムとして、利潤からの分配ではなく、売上高から一定割合を分配することを提案する。売上高を採用する理由は、利益は企業側で操作できる面があり、投資家のリスクを低減するためである。

また、スキームとしてはいわゆるファンド型を用いることで一つのプロジェクトへの投資に限定でき、投資の EXIT を確保することができる。クラウドフ

ファンディング業者はその業務以外にベンチャー企業に対して金融面でのアドバイスなども行っているため、成長をサポートしてくれることが期待できる³⁰。

第2項 M&Aの活性化

- 5 企業を買収する際、日本基準ののれん会計処理は費用化が先行するためイコールフットイングになっていない。一方で、M&Aの多い米国では、のれん代は非償却化されている³¹。

そこで、日本においてもベンチャー企業のM&Aのリスクを小さくするため、のれんの非償却化を行うことを提案する。のれん代の非償却化を実現すれば、
10 企業もM&Aを行ったとしても会計処理の手間や償却時の負担を負う必要がなくなる。よって日本でのベンチャー企業のM&Aが行いやすくなると考えられる。

15

20

³⁰ 松尾順介(2017)「投資型クラウドファンディングの新たな展開」『証研レポート』公益財団法人 日本証券経済研究所 1704号 pp.1-20 参照。

³¹ 湯川抗(2013)「我が国におけるベンチャー企業のM&A増加に向けた提言～のれん代非償却化の重大なインパクト～」『研究レポート』富士通総研(FRI) 経済研究所 No.411 p.2 参照。ここでものれんの非償却化が提言されている。

終章

中小企業の現状分析にあたり、規模の違いと業績の安定性の違いの2つのアプローチを行った。その結果、特に小規模企業の資金調達環境において、黒字倒産の多さや情報の非対称性による影響が大きく、改善が必要であった。

- 5 そこで我々は、建設業者に対するリレーションシップバンキングの強化によって黒字倒産を回避し、定量情報を重視した CLO の活性化によって、情報の非対称性の緩和、ハイリスクとなる中小企業融資の促進を提案し、課題の改善を図る。

- 10 証券化を伴い、日本の金融機関は市場代替的な存在から市場補完的な存在へと姿を変え、新たな収益機会を獲得していく。その結果、バーゼル規制などによって変化していく環境に柔軟に対応することが可能となる。

- 15 また、日本の成長に大きく寄与すると考えられるベンチャー企業に対してはさらなるアプローチをかけて分析を行った。ベンチャー企業の成長段階に応じた資金調達を分析した結果、シード期とアーリー期における資金調達が困難になっており、改善が必要であった。さらにエクспанション期とレター期の分析から、企業の成長における資金調達以外の課題が多いことが分かった。

我々は、ベンチャー企業を取り巻く多くの課題は各成長段階別に分割できるものではなく、日本において、ベンチャー企業が成長できる環境である「エコシステム」が確立されていないという1つの課題であると考える。

- 20 アメリカのシリコンバレーを筆頭に、他国ではエコシステムが確立されている。エコシステムが機能する条件として、ベンチャー企業の情報が集積されていること、その他の機関や企業、投資家がエコシステムに参加し、その成長をサポートできることが挙げられる。

- 25 そこで、産業クラスター「ベンチャークラウド」の開設により、これを軸とした成長環境の整備を方策として提案した。これによってベンチャー企業の情報を集積し、情報公開システムを整備することで、ベンチャー企業とその他の主体とのマッチングを促進し、エコシステムの確立を目指す。これによってベンチャー企業の持続的な成長が実現されれば、シード期からレター期に至る全ての課題を改善できると考える。さらにオープンイノベーションにより、ベンチャー企業だけではなく、大企業を含む日本企業全体の成長を実現することが
- 30

出来る。

さらに我々はそのエコシステムの一環として、「ベンチャークラウド」によるクラウドファンディングの推進と、市場全体の投資型クラウドファンディングの推進、さらにはのれんの非償却化による M&A の活性化を提案した。

5

10

15

20

25

30

【参考文献】

(参考 URL)

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年版』

- 5 http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf

一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(2016)「2016年度ベンチャー
ーキャピタル等投資動向調査年度速報」

- 10 http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/20170822_07_VECNEWS_H29_No21_YEAR.pdf (2017年10
月26日アクセス)

太田珠美(2017)「IPO 市場の動向と国際化に関する比較 サウジアラムコの
IPO で東証は存在感を示せるか」大和総研

- 15 http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170317_011828.pdf
(2017年10月26日アクセス)

金融庁(2012)「資本金借入金の活用状況について」(別紙)

- <http://www.fsa.go.jp/news/24/ginkou/20120810-8/01.pdf> (2017年10月
26日アクセス)

経済産業省「エンジェル税制のご案内」

- 20 http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/pdf/angeltax_panf1.pdf
(2017年10月26日アクセス)

経済産業省 HP「産業クラスター政策について」

- [http://www.meti.go.jp/policy/local_economy/tiikiinnovation/industrial_clu
ster.html](http://www.meti.go.jp/policy/local_economy/tiikiinnovation/industrial_cluster.html) (2017年10月26日アクセス)

- 25 国立国会図書館(2013)「信用保証制度をめぐる現状と課題」調査と情報第794号
岡田悟

- [http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8226442_po_0794.pdf?content
No=1&itemId=info:ndljp/pid/8226442&_lang=en](http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8226442_po_0794.pdf?contentNo=1&itemId=info:ndljp/pid/8226442&_lang=en) (2017年10月26日ア
クセス)

- 30 財務省(2015)「法人企業統計月報第774号 資産・負債及び純資産の状況」

https://www.mof.go.jp/pri/publication/zaikin_geppo/hyou/g774/774.htm

(2017年10月26日アクセス)

創業・第二創業促進補助金事務局「平成28年度創業・第二創業促進補助金」

<https://sogyo-hojo-28.jp/> (2017年10月26日アクセス)

5 中小企業庁 HP「倒産の状況」

<http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/tousan/index.htm> (2017年10月26日アクセス)

中小企業庁(2005)『中小企業白書2005年版』

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/html/17221240.html> (2017年10月26日アクセス)

10

中小企業庁(2014)『中小企業白書2014年版』

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/06Hakusyo_part3_chap1_web.pdf (2017年10月26日アクセス)

中小企業庁(2015)『小規模企業白書2015年版』

15 http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H27/PDF/h27_pdf_mokuji_syou.html

中小企業庁(2016)『小規模企業白書2016年版』

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/shokibo/03sHakusyo_part1_chap1_web.pdf (2017年10月26日アクセス)

20 中小企業庁(2016)『中小企業白書2016年版』

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf (2017年10月26日アクセス)

中小企業庁(2016)「2016年版 中小企業白書概要」

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/shokibo/03sHakusyo_part1_chap1_web.pdf (2017年10月26日アクセス)

25

中小企業庁(2017)『中小企業白書2017年版』

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/h29_pdf_mokuji_tyu.html (2017年10月26日アクセス)

帝国データバンク(2017)「ABLの課題に関する実態調査」

30 http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL

- [/12.pdf](#) (2017年10月26日アクセス)
- デトロイトトーマツコンサルティング株式会社(2015)「GCM 及び ABL の現状と普及促進に向けた課題の調査等」
- https://www.fidelity.co.jp/static/invest_navi/survey-report/20170123.pdf
- 5 (2017年10月26日アクセス)
- 東京商工リサーチ(2017)「2016年「倒産企業の財務データ分析」調査」
- http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20170511_07.html (2017年10月26日アクセス)
- 21世紀政策研究所(2015)「日本型オープンイノベーションの研究」
- 10 <http://www.21ppi.org/pdf/thesis/150702.pdf> (2017年10月26日アクセス)
- 日本銀行(2017)「貸出約定平均金利の推移(2017年8月分)」
- http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/06Hakusyo_part3_chap1_web.pdf (2017年10月26日アクセス)
- 15 日本政策金融公庫 HP「地域金融機関との連携」
- https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/local_finance.html (2017年10月26日アクセス)
- 日本政策金融公庫 HP「融資実績の推移」
- <https://www.jfc.go.jp/n/company/af/jisseki.html> (2017年10月27日アクセス)
- 20
- 根本忠宣、小倉義明、渡部和幸(2011)「中小企業向け融資における審査体制と条件決定に関する実態調査」独立行政法人経済産業研究所
- <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/11e053.html> (2017年10月26日アクセス)
- 25 野尻哲史(2017)「相続に伴う資産、世代、地域、金融機関間の資金移動」フィデリティ退職・投資教育研究所
- https://www.fidelity.co.jp/static/invest_navi/survey-report/20170123.pdf
- (2017年10月26日アクセス)
- 30 みずほ銀行産業調査部(2014)「みずほ産業調査 2014年度の日本産業動向」No.3
Vol.46

https://www.mizuhobank.co.jp/corporate/bizinfo/industry/sangyou/pdf/1046_all.pdf (2017年10月26日アクセス)

南日本銀行(2017)「顧客満足に向けた事業性評価の実践～WIN-WIN ネット業務(新販路開拓コンサルティング)～」

- 5 https://www.boj.or.jp/announcements/release_2017/data/rel170713b7.pdf
(2017年10月26日アクセス)

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～国内クラウドファンディングは貸付型が大きく寄与し、市場規模は拡大基調～」

- 10 <https://www.yano.co.jp/press/download.php/001730> (2017年10月26日
アクセス)

(参考文献)

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年版』

- 15 国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構(2016)『オープンイノ
ベーション白書 初版』

日興リサーチセンター(2016)『日本経済と資本市場』東洋経済新報社

松尾順介(2017)「投資型クラウドファンディングの新たな展開」『証研レポート』
公益財団法人 日本証券経済研究所 1704号 pp.1-20

- 20 村瀬英彰(2016)『新エコノミクス 金融論』日本評論社

湯川抗(2013)「我が国におけるベンチャー企業のM&A増加に向けた提言～

のれん代非償却化の重大なインパクト～」『研究レポート』富士通総研(FRI)
経済研究所 No.411