

平成30年 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

関西大学 田村ゼミナール 高橋班

目次

	序章	3
5	第1章 中小企業、ベンチャー企業の定義	3
	第1節 中小企業の定義	3
	第2節 ベンチャー企業の定義	3
	第2章 中小・ベンチャー企業の資金調達の現状	3
10	第1節 中小・ベンチャー企業の資金繰りと海外との比較	4
	第2節 中小企業の資金調達	5
	第3節 ベンチャー企業の資金調達	7
	第4節 各資金調達方法	9
15	第3章 中小、ベンチャー企業の資金調達の課題	15
	第1節 民間金融機関	15
	第2節 エンジェル投資家	18
	第3節 VC（ベンチャーキャピタル）	18
	第4節 クラウドファンディング	19
20	第4章 望ましい資金調達のための提言	19
	第4節 IPOに関する提言	27
	終章	28
25	<参考文献>	29

30

35

序章

中小企業庁が2017年に発表した我が国における中小企業の数約380.9万社であり、企業全体の99.7%を占めている。また従業者数においても3361万人、約70%を占めているなど、日本経済において中小企業は欠かせないものとなっている。中小企業やベンチャー企業が成長していく上で最も重要な要素となるのが資金調達である。革新的なアイデアが生まれ、日本経済を潤わせることができる技術を持っていたとしても、それを現実のものにするには資金面の考慮が必要不可欠であり、資金が足りないために行動に移すことができないのが現状である。世界からも認められる日本の技術を発揮させるためには中小企業、ベンチャー企業に対する資金調達方法を改善し、より多くのビジネスチャンスを与えるべきである。本稿では、まず第1章で中小企業、ベンチャー企業の定義をし、第2章、第3章でそれぞれの現状と課題を把握、第4章で現状、課題から得た方策を述べる。

第1章 中小企業、ベンチャー企業の定義

第1節 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)		小規模企業者
	資本金の額又は出資の総額	常時使用する従業員の数	常時使用する従業員の数
①製造業、建設業、運輸業 その他の業種(②～④を除く)	3億円以下	300人以下	20人以下
②卸売業	1億円以下	100人以下	5人以下
③サービス業	5,000万円以下	100人以下	5人以下
④小売業	5,000万円以下	50人以下	5人以下

(出典)中小企業庁

中小企業は主旨文の通り、中小企業基本法に基づくものとする。

第2節 ベンチャー企業の定義

ベンチャー企業も同様に主旨文に基づいて、「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」と定義する。

第2章 中小・ベンチャー企業の資金調達の現状

現在、日本の中小・ベンチャー企業の資金調達は、成長段階ごとに利用している資金調達方法が違う。これは、創業して間もない企業は融資の審査が難しく銀行の融資などを受けることが難しいからである。創業支援の制度などは多くあるが、より資金調達がしやすくなるように事業性を評価することも必要だと考えられる。本章では、これらの成長段階別の中小・ベンチ

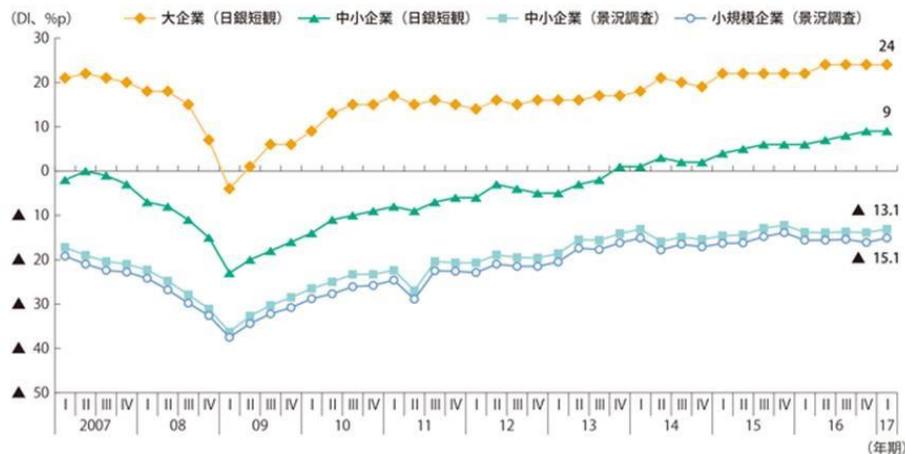
ベンチャー企業の資金調達の現状や日本と欧米主要諸国との開業率・廃業率の比較を用いての日本の中小・ベンチャー企業の資金調達の現状を述べていく。

第1節 中小・ベンチャー企業の資金繰りと海外との比較

- 5 本節では、企業規模別の資金繰りの現状について確認し、中小・ベンチャー企業における資金調達の現状について述べていく。また、開業率・廃業率の海外との比較を用いて日本の中小・ベンチャー企業の現状を述べていく。

図表 2-1-1 は、企業規模別の資金繰り DI¹の推移である。大企業はリーマンショック後に資金調達が比較的容易である 0 を下回ったが、安定して高い水準を保っており、資金調達が容易であることを示している。一方、中小企業は 2013 年から 0 を上回り改善傾向にあるが、大企業と比べると資金調達に苦労していることが分かる。

図表 2-1-1 企業規模別資金繰り DI の推移



- 15 出所）中小企業庁「2017年版中小企業白書」5ページ

次に、日本と欧米主要諸国との比較を用いて、中小・ベンチャー企業の現状を述べていく。

- 図表 2-1-2 は日本と欧米主要諸国との開業率・廃業率の比較を表にしたものである。日本の開業率・廃業率は欧米主要諸国と比べて半分程度かそれ以下の水準である。その背景として日本は欧米主要諸国と比べて新しいビジネスを始める意欲・能力・知識が少なく、将来起業しようと考えている割合も少ないことが原因である。また、開業率が低い理由として、収入の減少や生活的不安定化、事業に失敗した時の負債の返済などリスクを負いたくないという理由が多く見受けられる。この状況を改善するため、第2次安倍内閣が「開業率が廃業率を上回る状態にし、米国・英国レベルの10%台を目指す」という日本再興戦略が2013年に閣議決定されたが改善されないまま現在に至っている²。また、英国では2010年から開業率の上昇が続いている。この背景には、英国ビジネス銀行によるスタートアップローンや英国インキュベーション

¹ 日銀短観の資金繰り DI は、資金繰りの状況について、「楽である」と答えた企業に割合（%）から「苦しい」と答えた企業の割合を引いたもの。

² 日本銀行金融機構局 金融高度化センター「金融機関における創業支援の現状と課題」（2015）、4～6 ページを参照。

投資ファンドの組成など英国政府による包括的な中小企業向け支援政策の充実がある³。日本もこのような支援を積極的に行うことで目標の 10%に近づくことができると考えられる。

この状況を改善するために中小・ベンチャー企業の資金調達を容易にし、起業しようと考えている人が資金を調達できるようにすることが必要だと考えられる。

5

図表 2-1-2 日本と欧米主要諸国の開業率・廃業率の比較

(%)

	開業率	廃業率
日本	4. 8	4. 0
アメリカ	9. 3	1 0. 3
イギリス	1 4. 1	9. 7
ドイツ	8. 5	8. 1
フランス	1 5. 1	1 1. 1

出所) 日本銀行金融機構局 金融高度化センター「金融機関における創業支援の現状と課題」(2015) より筆者作成

10

第 2 節 中小企業の資金調達

ここでは、中小企業の資金調達の現状について述べていく。中小企業の資金調達の主な方法として間接金融、直接金融、助成金・補助金などが挙げられる。ここでは、間接金融は融資、直接金融は出資として考える。まずは、融資と出資の違いについて説明していく。

15

・融資

融資とは「定期的な返済」を必要とする資金調達方法である。現在、多くの中小企業が利用している。返済は元本がなくなるまで返済する必要がある、返済時には利息もかかる。

20

・出資

出資とは返済を必要としない資金調達方法である。事業の成功・成長を期待してお金を投資し、資本金を出してもらった代わりに出資者に配当金や経営への関与などの権利を約束する。

25

30

³ Mori Atsuko 「ベンチャー企業の資金調達と VC」(2017) を参照

図表 2-2-1 「融資と出資の違い」

	融資（間接金融）	出資（直接金融）
返済の有無	必要	不必要
出資者の見返り	貸したお金に対する利息	配当金、経営への配慮
担保、保証人	担保となる土地や建物、または保証人が必要になる。	基本的には必要ないが、代わりに株式を発行する。
メリット	・経営の自由度を保ったまま資金調達が可能。 ・公的機関から低金利で融資を受けることが可能である。 ・必要な分だけ融資を受けることができる。	・返済の必要がない。 ・基本的に利息がかからない。 ・担保や保証人が必要ない。
デメリット	・基本的に毎月返済の必要がある。 ・融資を受ける際に利息がかかる。 ・担保や保証人が必要になる場合もある。	・経営の自由度が奪われる可能性がある。 ・出資者としては企業の見極めの能力が必要である。
受ける際重視されること	安定性	将来性
会計的な概念	負債の増加	純資産の増加

出所）筆者作成

- 5 図表 2-2-1 は融資と出資の違いを表にして表したものである。融資を受ける際に必要な土地や建物などが経営に必要不可欠である場合もあるので、出資者に将来性や成長性を示して出資してもらうことも必要である。また、現在融資を受ける際には損益計算書や貸借対照表などの定量面の要素を審査することが多い。しかし、中小企業の中には定量面の要素が悪くても将来性のある事業を展開している企業も多く存在している。そのような企業が円滑に資金調達を行えるために、融資する側に定性面や事業性評価を行える目利き能力が必要であると考えられる⁴。
- 10

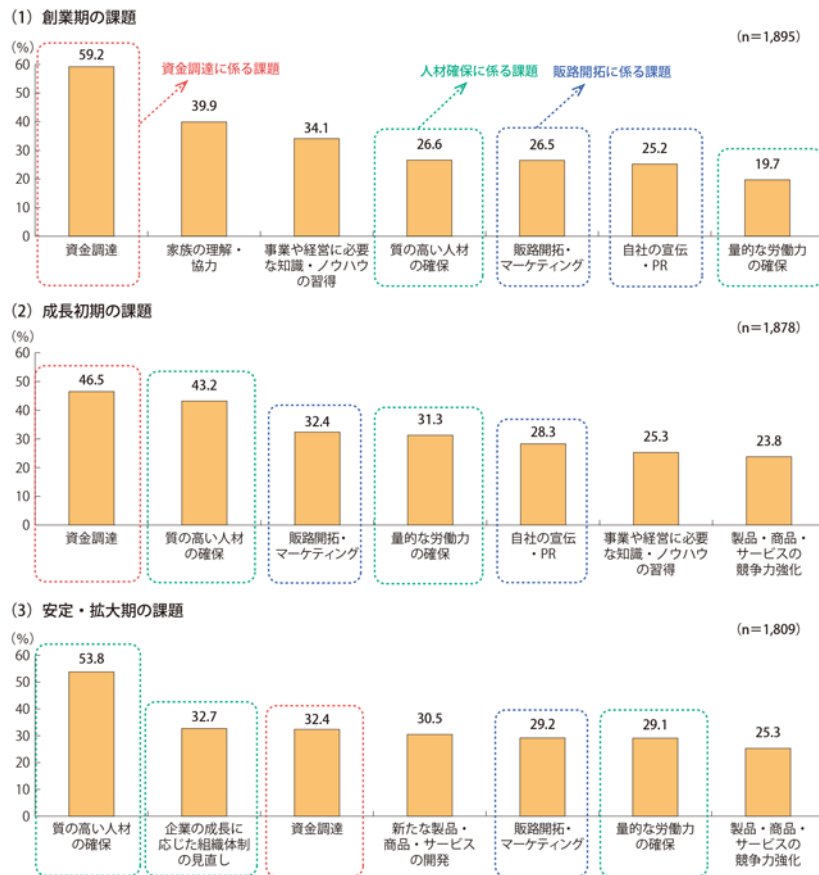
次に、中小企業の資金調達の現状を成長段階ごとに見ていく。中小企業の成長段階は主に、創業期、成長初期、安定・拡大期に分けられる。図表 2-2-2 は各成長段階の課題を図にしたものである。創業期、成長初期では資金調達にかかる課題が 1 番多くなっている。また安定・拡大期においても 3 番目に多くなっており、資金調達に苦労していることが分かる。また、創業

⁴ 中小企業庁「地域の課題を解決するために－事業者向け－事業計画書作成の手引き」（2015）、6 ページを参照

期における金融機関の支援には創業支援専用融資商品や政府系金融機関の融資制度の斡旋、信用保証協会（創業等関連保証、創業関連保証）の活用など様々な資金調達方法があるが⁵、創業者側から見るとあまり積極的に支援されているとは感じず、資金調達にはまだまだ改善の余地があるといえる。

5

図表 2-2-2 各成長段階別の直面している課題



出所) 中小企業庁「2017年版中小企業白書」

10 第3節 ベンチャー企業の資金調達

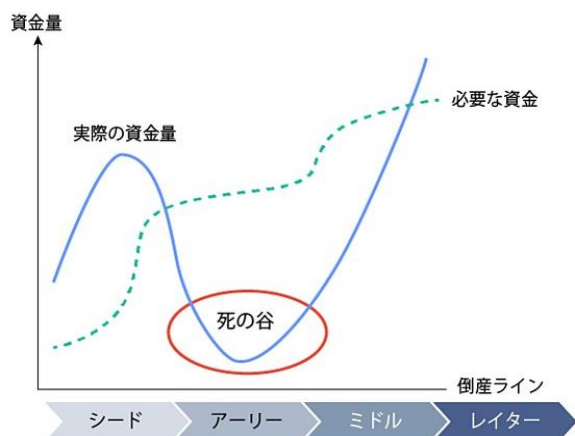
ここでは、ベンチャー企業の資金調達の現状を成長ステージごとに見ていく。ベンチャービジネス（以下VB）においては、経営するうえで計画を立てるにあたり、VBの創業者やベンチャーキャピタルなどの出資ファンドが株式を売却し、利益を手にするEXITが大きな課題となっている。その方法として株式公開や株式譲渡、経営陣による会社の買収（MBO）などが挙げられる⁶。そのEXITに至るまでの成長ステージは明確な区分はないが、基本的にシード期・アーリー期・ミドル（エクспанション）期・レイター期の4つに分類される。これらの成長ステージの中では資金調達において様々な特徴がある。その特徴を説明していく。

15

⁵ 日本銀行金融機構局 金融高度化センター「金融機関における創業支援の現状と課題」（2015）、18～24 ページを参照

⁶ Mori Atsuko 「ベンチャー企業の資金調達とVC」（2017）を参照

図表 2-3-1 VB の資金ニーズと資金量



5 出所) Mori Atsuko 「ベンチャー企業の資金調達とVC」(2017)

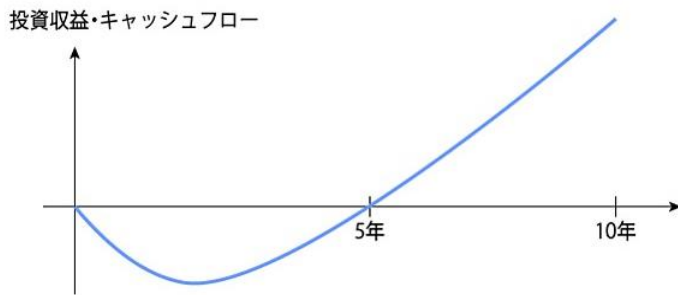
ベンチャー企業の成長段階において、EXIT に至るまでに資金不足になる「死の谷」と呼ばれるものがある。これはアーリー期によくある現象で、必要な資金を確保して、創業してから利益が上がるまでに生じる資金のギャップのことである。図表 2-3-1 は「死の谷」を図に表したものである。この背景に日本は、アメリカなどベンチャー企業の歴史が深い国と比べて、プロセスイノベーションからプロダクトイノベーションへのシフトの遅れや、様々な外部環境の整備（評価経験と資金量）の問題などがある⁷。また、エンジェルやコーポレートベンチャーキャピタルの存在も大きく、日本において「死の谷」の問題を解決するにはこれらの整備を進めていく必要がある。

VB の資金調達において初期段階（シード期、アーリー期）では経営の不確実性が高いため、直接金融での資金調達が主になる。これは、間接金融では収益の安定性や個人保証など初期段階では評価が難しいものが対象になるからである。よって、経営者のドラックレコードや人間性などがより評価の対象になりやすいと考えられる。このような背景からベンチャーキャピタルの損益パターンは、一般的に運用開所後は数年マイナスが続き、その後収益が積みあがっていく「Jカーブ」型と呼ばれている⁸。よってベンチャー企業の成否の判断はJカーブを超える前にはできないので、10年程度の期間が必要であるといえる。図表 2-3-2 はJカーブのイメージを図に表したものである。これをみるとミドル期～レイター期である5年頃から収益がプラスになっていく傾向が分かる。

⁷ 出川通、田辺孝二『ベンチャー企業における「日本型死の谷」の考察』（2006）、1～4 ページを参照

⁸ Mori Atsuko 「ベンチャー企業の資金調達とVC」(2017) を参照

図表 2-3-2 「J カーブ」のイメージ



出所) Mori Atsuko 「ベンチャー企業の資金調達とVC」(2017)

- 5 次に成長ステージごとに利用している資金調達方法を紹介していく。ベンチャー企業の資金調達方法としてエンジェル投資家、自己資金、補助金、制度金融⁹、リース、銀行融資、VC・事業法人がある。これらは成長ステージごとに利用している資金調達方法が違う。図表 2-3-3 は主にどの方法を利用しているかを表にしたものである。シード期、アーリー期は経営の不確実性が高いため間接金融である銀行融資などを受けることが難しいので、エンジェル投資家や
- 10 自己資金などの直接金融での資金調達が主になっている。ミドル期、レイター期になると補助金や制度金融などある程度審査が必要となる資金調達を行うようになる傾向がある。VC・事業法人に関してはすべての成長ステージで幅広く使われており、創業支援から EXIT の資金調達まで多くのベンチャー企業が利用している。

15

図表 2-3-3 成長ステージごとの資金調達方法

	エンジェル投資家	自己資金	補助金	制度金融	リース	銀行融資	VC事業法人
シード期	○	○	○				○
アーリー期	○	○	○	△	△		○
ミドル期			○	○	○	○	○
レイター期			△	△	○	○	○
EXIT					○	○	○

出所) Mori Atsuko 「ベンチャー企業の資金調達とVC」(2017) より筆者作成

第4節 各資金調達方法

- 20 本節では中小・ベンチャー企業の主な資金調達方法である民間金融機関、公的金融機関、エンジェル投資家、ベンチャーキャピタル、クラウドファンディングについて述べていく。

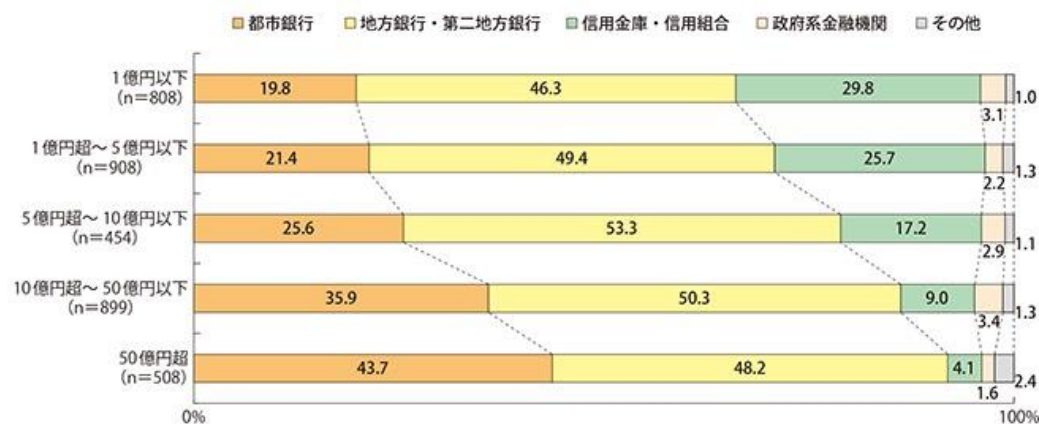
25

⁹ 制度金融…国や地方公共団体が制定した融資制度に基づく金融。一般の民間金融と比較して低利かつ長期の融資を行うことによって、その融資分野を保護または奨励することを目的としている。

第1項 民間金融機関

中小・ベンチャー企業が安定的に資金調達を行う上で民間金融機関である地方銀行などの金融機関と良好な関係を築くことは重要なことである。図表 2-4-1-1 を見ると中小・ベンチャー企業のメインバンクは地方銀行・第二地方銀行であることが分かる。また、大企業になると都市銀行をメインバンクにしている企業が多く、信用金庫・信用組合の割合が少なくなっている。

図表 2-4-1-1 売り上げ規模別に見たメインバンクの業態



出所)

中小企業庁「2016年版中小企業白書」

第2項 公的金融機関

公的金融機関からの中小・ベンチャー企業の資金調達として、ここでは信用保証協会と日本政策金融公庫を紹介していく。

(1) 信用保証協会

信用保証協会とは中小企業・小規模事業者の金融円滑化のために設立された公的金融機関である。金融機関から資金調達する際に、信用保証協会が「信用保証」を通じてサポートするというものである¹¹。民間金融機関からの融資と比べると、保証人や担保に依存しないのでより資金調達が行いやすい方法であるといえる。

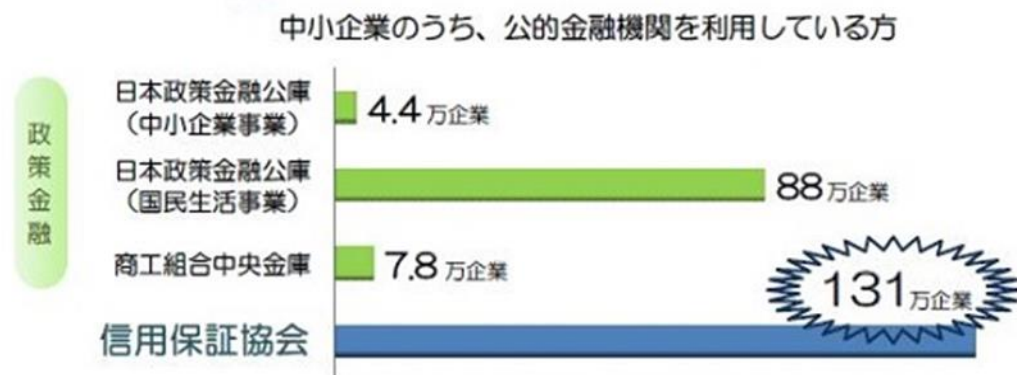
次に「信用保証協会の保証付き融資」について説明していく。中小企業が銀行などから融資を受けようとする際、プロパー融資と保証付き融資があるが、信用保証協会の保証付き融資では返済が滞った場合、信用保証協会が返済を立て替えてくれるというものである。

図表 2-4-2-1 は中小企業の中で利用される公的金融機関のうちどれがよく利用されるかを示したものである。この図を見ると信用保証協会がよく利用されており、借りる側も融資する側も信用保証協会を信頼していることが分かる。

¹⁰ 中小企業庁「2016年版中小企業白書」第2節 中小企業の稼ぐ力 を参照

¹¹ 一般社団法人「全国信用保証協会連合会」HP を参照

図表 2-4-2-1 中小企業が利用している公的金融機関



5 出所) 一般社団法人) 全国信用保証連合会

(2) 日本政策金融公庫

日本政策金融公庫は中期資金融資など「中小企業向けの業務」を柱の1つとしており、中小企業資が資金調達を推進している公的金融機関である。最近では創業支援に力を入れており、新しい産業を生み、育てることを政策的に行い、起業家への融資にも積極的に取り組んでいる。10 「新創業融資制度」というものを行っており、事業立ち上げや実績の少ない企業が無担保・無保証人で利用できる制度がある¹²。図表 2-4-2-2 は日本政策金融公庫による創業融資実績であるが、融資金額・企業数ともに上昇していることが分かる。

15 図表 2-4-2-2 日本政策金融公庫による創業融資実績



出所) 日本政策金融公庫 2017 年 5 月 20 日プレスリリース

¹² Mori Atsuko 「ベンチャー企業の資金調達と V C」(2017) を参照

第3項 エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、ベンチャー企業が資金調達に苦戦するシード期、アーリー期に出資をしてくれる個人投資家のことを指す。エンジェルは成功した起業家である場合もあり「後進の起業家を育てるために出資する」という側面がある。エンジェルの投資は倒産による全損リスクを承知の上で起業家に投資する点で融資と大きく異なっている。国内のエンジェル投資について、株式会社テクノリサーチ研究所による、平成 20 年度経済産業省委託調査報告書「エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」では、約 1 万人のエンジェル投資家が国内には存在し、100～300 万円程度の金額を年間に投資しており、総投資額は年間 200 億円程度と推計している。

また、経済財政諮問会議ではエンジェル税制の利用額状況に基づいて以下に示す数値があげられており、こちらによるとエンジェル投資額やエンジェル投資家の人数はより小さなものとなる。

第4項 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、ベンチャー企業の主な資金調達手段 VB を投資対象とするファンドを組成し、資金集めを行う投資会社のことである。国内の VB の幅広い成長ステージで投資を行っており、投資会社先の株式などを引き受けた後に、経営コンサルティングなどを行い、投資先会社の価値の向上に努めている。その後、投資先会社が上場すると、保有している株式を売却し、当初の株式投資額と上場後の売却差額であるキャピタルゲインの獲得を目的としている¹³。

また、近年は様々な形態の VC が存在している。親会社を持たずに独立設立し経営している VC を独立系という。JAFCO や NVCC、JAIC など伝統的な VC の多くはこの形である。

さらに事業会社が VB に対して投資を行う事業会社系も増えてきている。事業会社が直接投資を行う場合があるが、関係会社に自社の VC を設置して行うコーポレートベンチャーキャピタル（以下 CVC）も存在している。CVC は伝統的な VC とは異なり、出資者が事業会社かつ、出資元企業と事業シナジーを目的としていることも多い¹⁴。

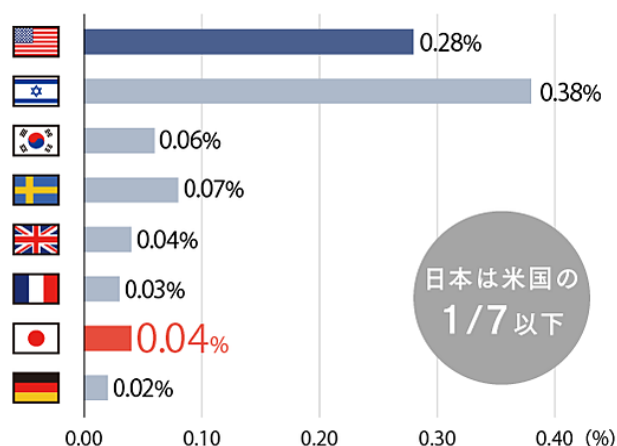
ベンチャー企業の数を増やす為には、主な資金調達方法である VC からのリスクマネー供給増加の必要性がある。図表 2-4-4-1 は日本の VC 投資額の対 GDP 比率を表したものである。この数値は米国の 7 分の 1 以下であり、経済産業省の研究会では 2022 年までに倍増させることを目指すとされている。その一環として経済産業省は、「第 4 次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会」を 2017 年 10 月に立ち上げ、議論を進めている。その中で日本企業の成長マネーとして世界中の巨額な資金の源泉が活用されるために、有望案件の目利きを行い、ガバナンスを効かせて事業を成長させる金融仲介機能として VC の更なる発展が議論されている¹⁵。

¹³ Mori Atsuko 「ベンチャー企業の資金調達と VC」（2017）を参照

¹⁴ Mori Atsuko 「ベンチャー企業の資金調達と VC」（2017）を参照

¹⁵ 経済産業省「第 4 次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会取りまとめ」（2018）を参照

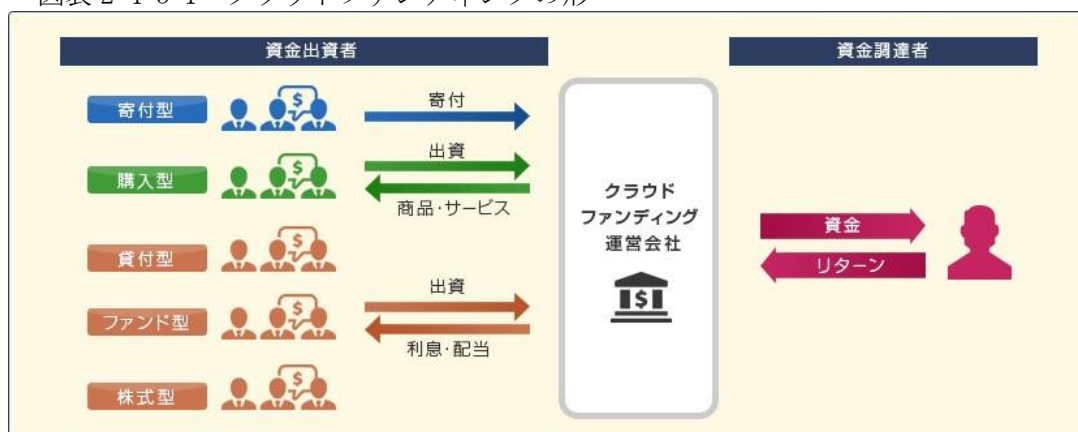
図表 2-4-4-1 VC 投資額の対 GDP 比率



5 出所) ベンチャーチャレンジ 2020

第5項 クラウドファンディング

図表 2-4-5-1 クラウドファンディングの形



10

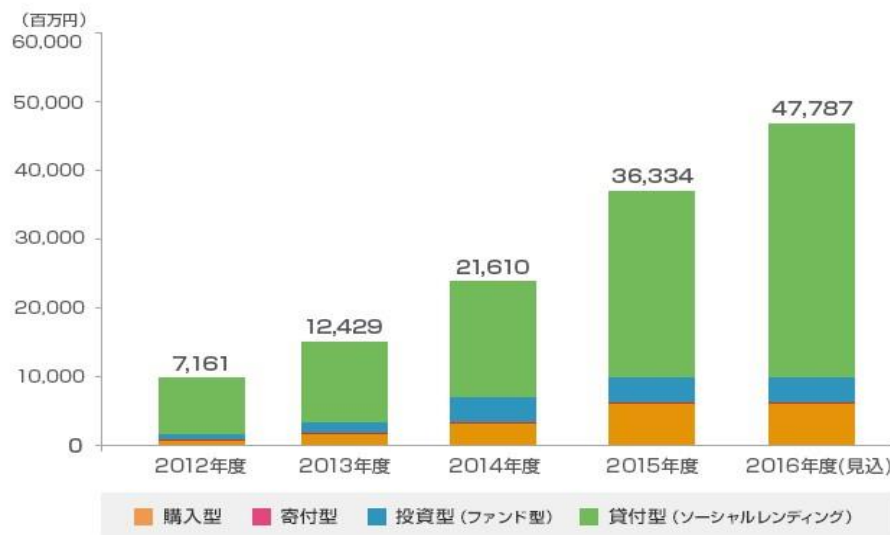
出所) 価格.com 「クラウドファンディングの仕組み」

クラウドファンディングとは、新規・成長企業と資金供給者を、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。一般的には、資金不足主体がインターネットサイトに出資してもらいたいプロジェクトを掲載して、それに共

15 感した個人から出資を募るという方式が認知されているが、現状として寄付型のクラウドファンディングの割合はわずかでその大部分を貸付型が占めている。

20

図表 2-4-5-2 クラウドファンディング支援額の推移



5 出所) 価格.com「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推移」
(矢野経済研究所調べ)

貸付型クラウドファンディングとは、運営者が web サイトを運営し、企業に融資する資金集めのために web サイト上でファンドを組成し、投資家から小口で資金を集める。そして、企業はそのファンドによる資金調達で融資を受け、金利分を含めて貸付型クラウドファンディング運営者に返済する。投資家は投資元本に加え、利率から運営者の手数料を差し引いた金額が利回りとして分配されるというシステムである。インターネットを活用することで少額の資金しか持たない小口投資家も金融に参加できるようにした画期的なシステムだと言える。

日本のクラウドファンディングは貸付型を中心に増加傾向にあり、シード期、アーリー期における資金調達の改善のためにも更なる発展が望まれる。また、株式型クラウドファンディングや投資型クラウドファンディングなどをより普及させることで資金調達手段としてより活用できると考えられる。

第3章 中小、ベンチャー企業の資金調達の問題

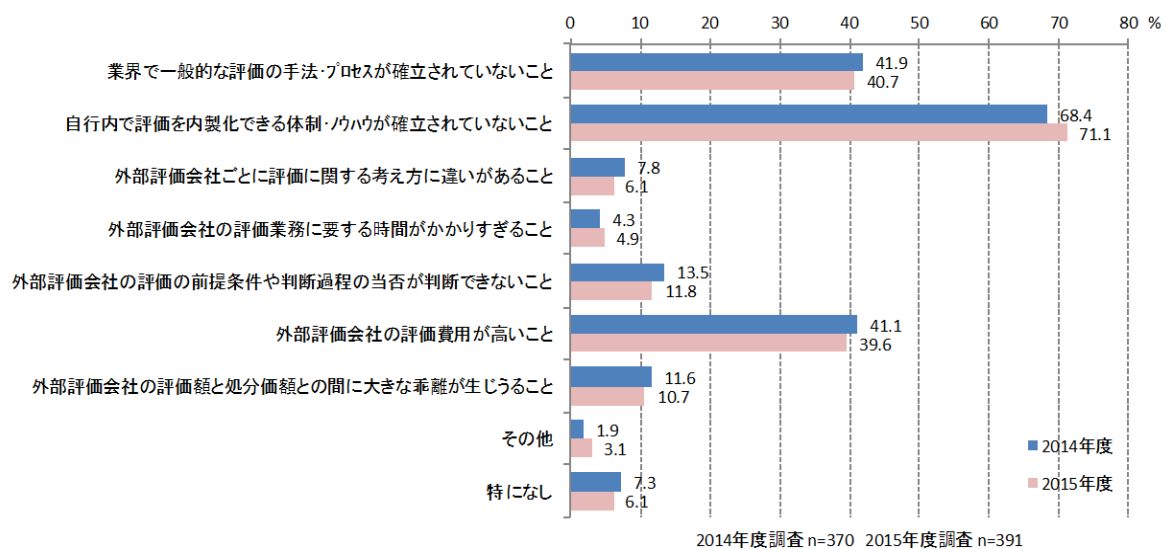
第1節 民間金融機関

- 5 中小、ベンチャー企業に対して融資を積極に行えない理由として①「担保の不足」②「情報の非対称性」③「規模の経済」が挙げられる。これらを解決するために ABL やリレーショナルシップバンキング、信用保証協会が存在している。しかし、これらの制度にも課題が見受けられる。次項では、それらを挙げていきたい。

第1項 ABLの課題

- 10 ABLの課題としては「目利き能力の不足」「評価時のコスト」が挙げられる。
帝国データバンクの調査によると、担保価値評価時の課題（複数回答）については、「自行（庫・社）内で評価を内製化できる体制・ノウハウが確立されていないこと」（71.1%）、「業界で一般的な評価の手法・プロセスが確立されていないこと」（40.7%）「外部評価会社の依頼費用が高いこと」（39.6%）が上位に挙げられている。

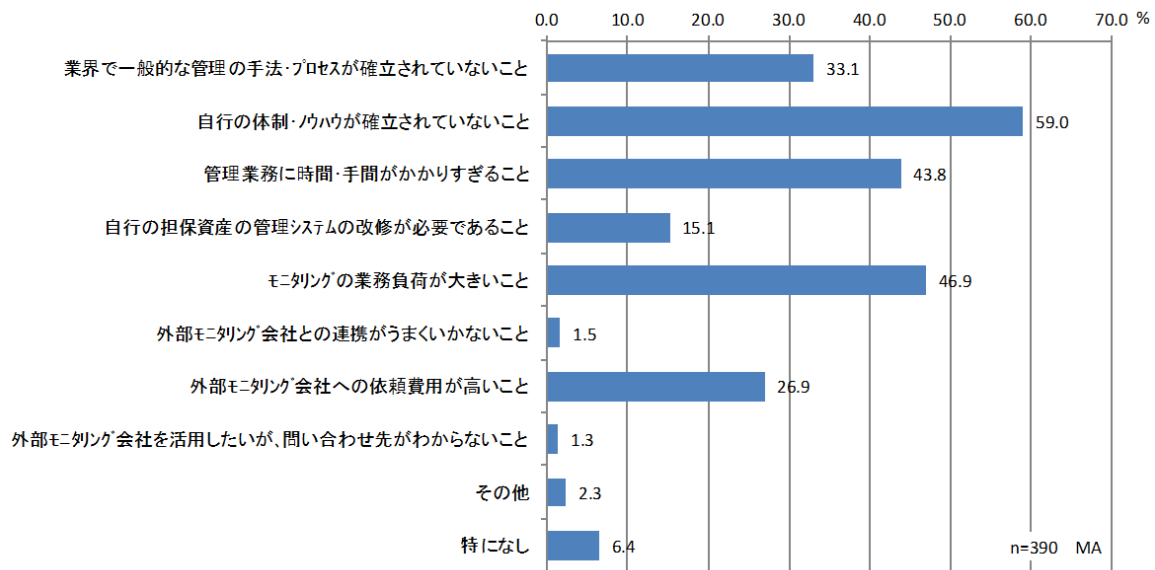
図表3-1-1-1 担保価値評価時の課題



- 15 (出所) 帝国データバンク「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」

- 20 ABL の管理・モニタリングに関する課題については、【動産担保】、【債権担保】ともに「行内の体制・ノウハウが確立されていないこと」（59.0%、51.4%）が最も多く挙げられた。次いで、「モニタリングの業務負荷が大きいこと」（46.9%、39.7%）、「管理業務に時間・手間がかかりすぎること」（43.8%、39.7%）が挙げられている。

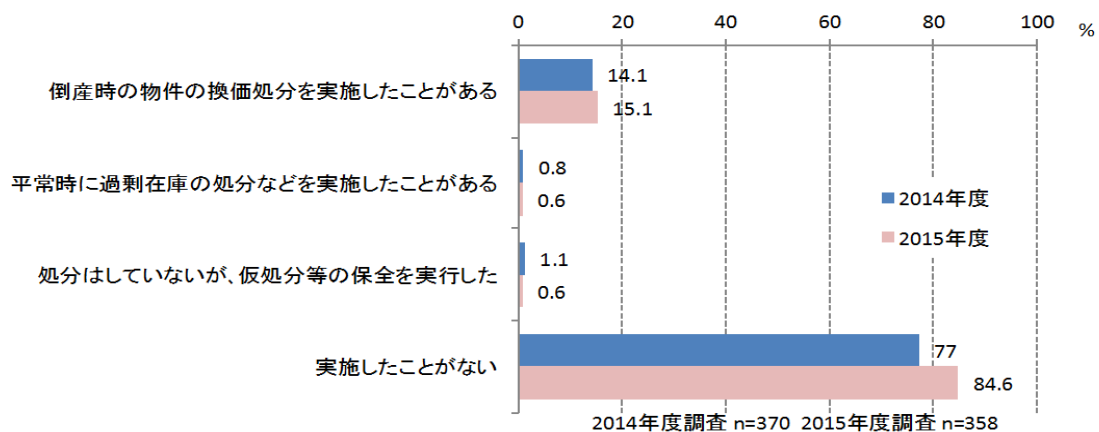
図表3-1-1-2 ABLの管理・モニタリングに関する課題【動産担保】



(出所) 帝国データバンク「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」

また、ABL 融資実行案件のうち、実際に譲渡担保権を実行した割合（n=358）（複数回答）については、「実施したことがない」と回答した機関の割合は 8 割を超えていた。このことは、ABL 融資に取り組んでいるものの、実際の換価処分を経験した金融機関は一部に限られていることを示しており、今後、処分を実施することを想定した体制の構築等が必要と考えられる。

10 図表3-1-1-3 譲渡担保権を実行した割合



(出所) 帝国データバンク「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」

これらの段階ごとの課題をまとめると、「物件を評価、モニタリングするノウハウやシステムが確立されていない。」「外部評価会社に依頼するにしても、コストがかかる。」ということが言える。

第3項 信用保証協会の課題

- 5 信用保証協会の課題に「モラル・ハザード」「保証金額の残高の多さ」が挙げられる。
日本の信用保証制度を他国における同様の制度と比較すると、いくつかの特徴的な点が明らかになる。以下の図表は日本の信用保証制度と諸外国の同様の制度を比較したものである。

図表3-3-1 日本と欧米の信用保証制度比較

わが国と欧米の信用保証制度比較

国 名	日 本	アメリカ	ドイツ	イギリス	フランス
実施機関	信用保証協会 経済産業省	Small Business Administration	連邦経済技術省	貿易産業省	経済財政産業省
債務保証残高	約33兆円	州ごとに実施のため 不明	約5,500億円	約5,500億円	約5,344億円
平均填補率	原則100%	15万ドル以下85% 15万ドル超 75%	50～80% 平均填補率75%	業歴2年未満 70% 業歴2年以上 85%	創業時 70% その他40～50%
代位弁済率 (事故率)	3.65%	3.17%	3.60%	非公開	0.66%
担 保	無担保 8,000万 無担保無保証1,000万	原則担保徴求	人的・物的担保無し	原則無担保 人的担保無し	非公開
保証料	無担保 1.35% 有担保 1.25%	期間、金額に応じて 変動	手数料1% + 0.7～1.0%	変動金利 1.5% 固定金利 0.5%	0.45～0.60%
保証限度額	法人2億8,000万円 組合4億8,000万円	9,000万円	8,500万円	2年未満 1,800万円 2年以上 4,500万円	非公開

- 10 (出所) 立松和城 (2005) 6ページより引用。

- まず唯一日本のみが採用しており他国に比べて特徴的なのは、金融機関に対する保証割合が100%（小規模事業者や創業者、セーフティネット保証の場合）であるという点である。つまり、小規模事業者や創業者に対しては、信用保証協会が銀行から中小企業への融資に債務保証をつけ、万一融資先企業が経営破綻した場合には銀行は全額債権が保全されるため、リスクを負う必要が無い。この点において忽那（2005）は日本の現状の信用保証制度を情報の経済学の視点から信用保証協会をプリンシパル、金融機関をエージェントと位置づけ考察している。そこではエージェントである銀行が中小企業に対する私的情報をより多く持つことから、リスクが高いと判断したものをプロパー融資ではなく保証付き融資とする「逆選択の問題」が発生し、保証付き融資とすれば 100%債権が保全されるため、銀行は保証先企業をモニタリングしようとしなくなるという「モラル・ハザードの問題」が発生することを指摘している¹⁶。

- 20 次に諸外国と比べて特徴的なのが、保証金額の残高の多さである。日本の保証残高は 33 兆

¹⁶ 立松和城（2005）5 ページを参照。

円であるが、これを諸外国と比べると非常に多額であることがわかる。日本の保証金額は他国に比べても圧倒的に多く、日本に現存する中小企業のうち、実に企業浸透率はピーク時の1999年には45%を超えている。この数値は現在では40%を切る程度まで低下しているものの、日本における中小企業金融は同制度に大きく依存した状態となっていることがわかる。これに加えて最近特に問題点として指摘されているのは、代位弁済率が高い点である。日本の代位弁済率は平成12年度（2000年度）から年々上昇を続け、平成14年度には3.65%となっている。この数値は諸外国と比較して高いと言える。代位弁済の率が低下していると同時に回収率の低下も起きており、信用保証協会の収支が著しく悪化している。¹⁷

以上の二点が信用保証協会の課題であるのだが、中小・ベンチャー企業にとってのデメリットは特に見受けられない。

第2節 エンジェル投資家

エンジェル投資家からの資金調達の課題としては、「エンジェル投資家を増やすこと」「起業家を増やすこと」「コミュニティの整備」が挙げられる。

野村総合研究所が、エンジェル投資の経験が豊富な4人のエンジェル投資家にヒアリング調査を行った結果によると、

(1)「自ら起業して成功したものが、後進に対してアドバイスと共に投資をするのが一般的なエンジェル投資家像。日本でも起業家の成功、投資、というサイクルを回す事が求められる。」

(2)「エンジェル投資活性化においては、①起業家（スター）を増やすことと、②リスクマネーを増やす、ことが大きな課題。まず1番の課題は起業家の不足。エンジェルも足りないが、起業家も足りない。リスクマネーはあるものの、いい起業家の取り合いになっている。」

(3)「国としてベンチャーを活性化させるためには、ベンチャーが活動しやすいルール作りも考える必要がある。海外では認められても、日本では認められない新しいビジネスモデルも存在する。規制が厳しすぎると日本から新しいビジネスモデルが生まれにくい。」

(4)「日本にはエンジェル同士が協力できるコミュニティが少ない1人ではエンジェルになることに踏み切れない資産家も、複数人集まればエンジェル投資に踏み切ることが出来る。エンジェル同士の繋がりを増やす場があればよいのではないか。」といった意見が出された¹⁸。

これらの意見を要約すると、最初にあげた三点が課題であると言える。

第3節 VC（ベンチャーキャピタル）

「M&AによるEXITの拡大」が課題として挙げられる。

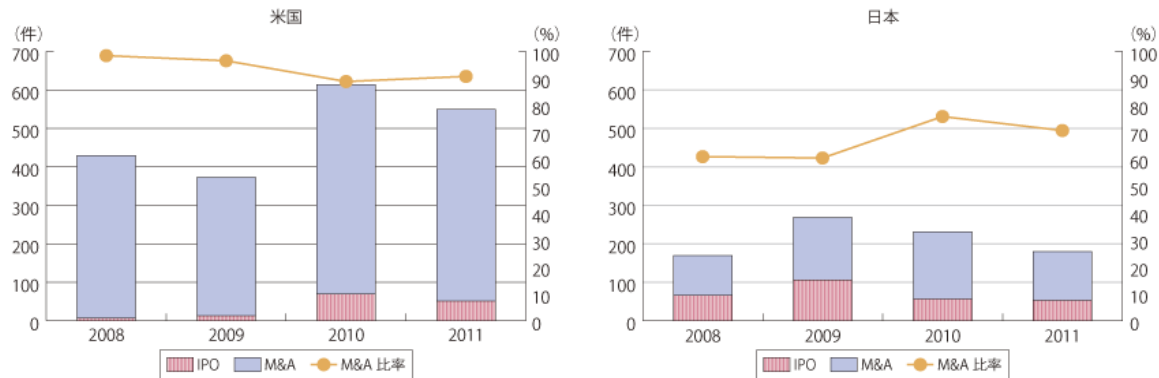
丹野光明氏の著書『ベンチャーファイナンスの現状と課題』では、「昔はIPOの際に投資単価の10倍～20倍になるものもあった。すなわち単純化して言えば、ファンドの投資のうちIPOするのが10社に1社でも、それが10倍になれば、全体でトントンになるということで、ハイリスクハイリターンが実現できたことによりファンド全体のパフォーマンスが維持できていた。しかし、IPOする投資先が減少し、かつ株価も低位だということになればファンドへの投資家のリターンは惨憺たるものとなる。」と述べられており、新たなEXITの開拓が課題であると示唆している。その上で、M&Aを新たなEXITとして挙げている。先例として、アメリカもか

¹⁷ 立松和城（2005）6ページを参照。

¹⁸ 野村総合研究所（2015）29～32ページ参照。

つては IPO が M&A を上回っていたのだが、現在では逆転している。日本もこれに倣って M&A にシフトしていくのが最も妥当な解決策であり今後の課題であると言える¹⁹。

図表3-3-1 日米におけるベンチャー企業のイグジット先件数



5 (出典) 総務省「ICT産業のグローバル戦略等に関する調査研究」(平成25年)

第4節 クラウドファンディング

クラウドファンディングの課題としては、「話題性、社会貢献性、リターンの不足」「情報の非対称性の解消」が挙げられる。

10 主要な購入型・寄付型のクラウドファンディングサービスを提供している web サイトを調査してみると、「話題性」や「社会貢献性」「魅力的なリターン(金銭以外)」を有しているファンドが多くの出資を受けていることが分かる。つまり、ベンチャー企業側が工夫して話題性や社会貢献性を出資者に提供できれば、出資を受けることは十分に可能であると考ええる。

15 また、融資型のクラウドファンディングの主要なサイトを調査してみると、出資先の情報開示がされていないことが分かった。担保の有無は把握できるものの、出資先の情報が確認できないことは、投資を阻害する要因であると言える。この課題を解決することで更なる融資型クラウドファンディングの拡大が期待できる。

20 第4章 望ましい資金調達のための提言

本章では前章までの課題と現状を踏まえた上で中小・ベンチャー企業が資金調達を円滑に行うための方策を提言する。

第1節 事業性評価に特化した信用保証付き融資

本節では中小企業が事業性を担保に金融機関から融資を受けることが可能になる提言を行う。

25 まず、信用保証協会とは、信用保証協会法(昭和28年8月10日法律第196号)に基づき、中小企業・小規模事業者の金融円滑化のために設立された公的機関である。事業者が金融機関から事業資金を調達する際、信用保証協会は「信用保証」を通じて、資金調達をサポートしている。

¹⁹ 総務省 HP 参照。

47 都道府県と 4 市（横浜市、川崎市、名古屋市、岐阜市）にあり、各地域に密着した業務を行っている。平成 26 年の時点で、約 146 万もの企業が信用保証制度を利用し、実際に融資を受けている。

- 5 保証資格として、商工業のほとんどの業種について利用出来るが、農林漁業や金融業など一部の業種は保証対象外となる。保証対象となる資金は、事業経営に必要な資金（運転資金及び設備資金）に限られている。中小企業・小規模事業者 1 人に係る保証限度額は、中小企業信用保険における普通保険の限度額 2 億円（組合 4 億円）と無担保保険の限度額 8,000 万円（組合も同額）を合わせた 2 億 8,000 万円（組合 4 億 8,000 万円）となっている。²⁰

- 10 信用保証協会の審査基準としては、返済能力の有無が最大のポイントとなる。返せないとなると信用保証協会は銀行に対して代位弁済をしなければならなくなるため、信用保証協会は慎重に審査を行う。返済能力の有無というのは、「利益で返済出来るかどうか」、「返済するために新たな追加の資金調達力があるかどうか」という 2 点を重視して審査している。

- 15 「利益で返済出来るかどうか」についての審査基準は一義的に定義することは出来ないが、1 つの目安としては「債務償還年数」が例として挙げられる。債務償還年数とは、現在ある借入金の残高をその企業の返済可能なキャッシュフローで割った場合の年数のことで、簡単に言うと、借入金を完済するまで何年かかるかという期間のことを指している。目安として、債務償還年数が 10 年以内であれば返済能力が高いということで追加融資が受けられる可能性が高く、逆に債務償還年数が 10 年を超えれば超えるほど返済能力が低くなっていくということである。²¹

- 20 「返済するために新たな追加の資金調達力があるかどうか」については、赤字決算の場合には資金繰りが苦しくなり、借入金の返済に窮してしまう事が考えられ、このような場合に借入金の返済分を含めた資金繰りを確保するために、新たな借入が必要となる。その新たな借入が出来るかどうかというのが「資金調達力」になる。「資金調達力」の基準は、担保となる不動産などの資産を所有しているかどうかという点である。会社あるいは会社経営者に不動産などの所有資産があれば、それを担保にして新たな銀行借入を受けやすい。信用保証協会の審査の基準として資金使途についても重要である。信用保証協会が保証するのは、その会社の事業に関わる範囲内の借入に限定されている。信用保証協会が保証を行う会社の借入は、「運転資金」と「設備資金」である。会社の事業と関係のないことで信用保証協会の保証を得ることは出来ない。設備資金として信用保証協会保証付融資の借入をし、実際は全部（一部）を運転資金に流用などが発覚した場合は、その後の数年間は、新たな保証が受けられなくなる可能性がある²²。これらが現在利用されている信用保証付き融資の大まかな全容である。

事業性評価に特化した信用保証制度の目的は、リスクはあるが成長性もある中小企業が資金調達する際に保証を付与することで、金融機関からの資金調達を円滑に行うことを目指したものである。

- 35 現在、中小企業が効率的な投資プロジェクトを保有していても、金融機関はそれを判別できない、またはリスクが高いなどの理由で融資が実行されない可能性が高い。これは、銀行員が入社から目利き力に関する教育をあまり受けていないことによる金融機関側の目利き力の低さが問題となる。そのため、信用保証協会が金融機関の代わりに事業性を評価し手厚い保証を行うことによって融資の幅を広げることが可能である。保証を付与した後も中小企業の事業や経営状態を主に信用保証協会が正確に判別し金融機関に伝える。また 3 ヶ月に 1 度程度 3 者（企業、金融機関、信用保証協会）で面談を行うことによって情報の非対称性を是正し、従来の課

²⁰ 信用保証協会「もっと知りたい信用保証」より参照

²¹ 銀行員の融資総合ガイド「銀行員の決算書分析 債務償還年数」より参照

²² 大阪信用保証協会「保証の内容」より参照

題であったモラル・ハザードが起こりにくい状態を作ることが可能である。

図 4-1-1 従来の保障付き融資との対比

	従来の保証付き融資	事業性評価を重視した保証付き融資
重要な審査基準	返済能力	事業性
面談	保証審査時	保証審査時+3 ヶ月に 1 度
保証割合	部分保証または全額保証	全額保証
返済不能	一括返済請求+遅延損害金	分割払い
保証料	財務評価によって 9 段階	事業評価によって 9 段階

5 出典：大阪信用保証協会より筆者作成 <http://www.cgc-osaka.jp/information/>

10 保証割合について現状、責任共有制度による部分保証（80%保証）と、復興緊急保証やセーフティネット保証などによる全額保証（100%保証）が併存している。制度の収支、リスク管理という観点からは、全額保証は金融機関・借り手企業のモラル・ハザードの発生が懸念されるので望ましくないとされているが、上記の新しい保証付き融資ではモラル・ハザードが起こりにくいいため全額保証になる。これで、金融機関が貸し出すハードルもさらに下がるであろう。

15 返済不能になった場合には現状、保証協会は中小企業の代わりに金融機関に対して代位弁済を行う。代位弁済を行った保証協会は、デフォルトを起こした中小企業に対する求償権の回収に取り組む。企業は一括返済+最大 14.6%の遅延損害金を請求される。新しい保証付き融資では遅延損害金を要求せず、元本を分割払いにし長い目で返済していく。

20 信用保証料の料率は、中小企業・小規模事業者の財務状況を主に考慮し、原則として 9 つの料率区分から適用される。担保の提供がある場合や会計参与設置会社である場合等には、割引を行っている。

25

30

図表 4-1-2 現在の保険料割合

区分	保証料率 (%)
(1)	1.90
(2)	1.75
(3)	1.55
(4)	1.35
(5)	1.15
(6)	1.00
(7)	0.80
(8)	0.60
(9)	0.45

出典：資金調達プロ <https://shikin-pro.com/guide/6105>

- 5 この方策には、信用保証協会に事業性評価を行う人材が十分に存在していないという課題がある。この課題をクリアするためには、信用保証協会の審査担当者に目利き力向上のためのプログラム（具体例を挙げると銀行研修社が行っている中小企業融資目利き力養成講座）を毎年受講してもらう必要がある。
- 10 なぜ、金融機関の目利き能力を向上させるのではなく、信用保証協会の目利きの能力を向上させるのかということに関しては2つの理由がある。まず1つ目は、規模の違いである。金融機関と信用保証協会の数を比べると圧倒的に信用保証協会の方が規模は小さい。規模が小さければ、教育内容・審査基準が統一しやすく、教育が浸透しやすいというメリットが生まれる。
- 15 次に2つ目は、リスクの問題である。金融機関が事業性評価によって融資を行ったが、返済不能になってしまった場合、実物の担保・保証がないため金融機関の損失は大きい。さらに、返済不能になってしまう企業が増えると、事業性評価による融資自体を行わなくなる可能性もある。これらを考慮すると、信用保証協会が事業性評価を行い、保証を付けることによって、金融機関のリスクを軽減し、融資を実行しやすくなるのではないかと考えた。

第2節 株式投資型クラウドファンディング

- 20 本節では、株式投資型クラウドファンディングの利用が創業間もないベンチャー企業への十分な資金調達方法になる方策を提言する。

現在、株式投資型クラウドファンディングの市場規模は国内で10億円程度の規模となっている。

株式投資型クラウドファンディングの仕組みとしては、新規・成長企業への円滑な資金提供を目的として、金融商品取引法等の改正及び日本証券協会の自主規制規則の整備により、2015年5月に創設された非上場株式の発行を通じて資金調達を行うための制度である。

- 5 資金調達を行う発行体側は、年間1億円未満、資金を提供する投資者側の払込額制限は、年間50万円以下となっている。この50万円以下の制限は、1発行体に対してなので、複数の発行体に対し50万円ずつの投資は可能である。

- 10 また特徴的な規制としては、勧誘手法併用の禁止である。法令上は、クラウドファンディングの業務はウェブサイトを用いるか、ウェブサイトを用いたうえで電子メールを使う、この2つの募集によるべきとされている。また、日本証券協会の規則でも、法令で認められている方法以外の方法（例えば電話や訪問など）での投資勧誘をしてはならないと定めている。

クラウドファンディング業者が、株式投資型クラウドファンディングにおいて取り扱う株式とその株式を発行する会社の財務状況、事業計画の妥当性や資金使途等を審査し、適当と認めたもののみを取り扱う。²³

- 15 次に、情報提供の仕方としては、証券会社はウェブサイト上でクラウドファンディングの案件について情報提供を行う。これを見た投資家が、クラウドファンディングで株を買う決断をした場合、証券会社や専業会社との取引ということになる。クラウドファンディング実行後も、発行体から投資家に対して、事業の進捗状況の情報提供を行っている。

20 図 4-2-1 「クラウドファンディング規則4条」

第4条 会員等は、株式投資型クラウドファンディング業務を行うに当たっては、店頭有価証券について、第17条の規定により当該会員等が策定した社内規則に従って、あらかじめ次の各号に掲げる事項について厳正に審査を行わなければならない。

- 25 1 発行者及びその行う事業の実在性
2 発行者の財務状況
3 発行者の事業計画の妥当性
4 発行者の法令遵守状況を含めた社会性
5 反社会的勢力への該当性、反社会的勢力との関係の有無及び反社会的勢力との関係排除への仕組みとその運用状況
30 6 当該会員等と発行者との利害関係の状況
7 当該店頭有価証券に投資するに当たってのリスク
8 調達する資金の使途
9 目標募集額（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）第70条の2第2項第3号に規定する目標募集額をいう。以下同じ。）が発行者の事業計画に照らして
35 適当なものであること。

出典：日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」（平成27.5.19）
http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/105k22_kabushiki/files/150529_crowd.pdf

- 40 この資金調達方法のメリットとしては、創業間もないベンチャー企業であっても優れた事業性があれば個人から広く薄く資金を調達できることや企業のファンを創造することが出来る点である。創業時は売上がほとんどなく、金融機関からの借入が難しいため、自己資金・スイー

²³ 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング」より参照

トマネーなどによる資金調達方法が上位を占めており、資金額としては十分でない。しかし、株式投資型クラウドファンディングであればこの問題を解決することも可能である。また、株式投資型クラウドファンディングによる株式発行で資金を充実させ、資本が増加すれば、金融機関からの借入を行うことも可能になる。

- 5 また、株式には経営参加権があるため、株主総会や株主への情報公開によって企業側のモラル・ハザードが起こりにくい状態を容易に作ることが出来る。

- 10 しかし、現状プラットフォームに課題が存在していることは事実である。審査について、発行会社が起業したばかりで審査対象である財務情報がほとんど存在しない場合、どう審査するのかという問題がある。これについては、他の8項目を総合的に判断していければ問題無いと思われる。また情報提供については、投資家の投資判断に与える影響が大きい将来の業績に係る計画数値は不確実であっても言及しないことが一般的であるが、計画未遂のリスクに注意喚起すべきか、またするとしてもどこまで許容するのかという問題がある。これは、全プラットフォームで統一の規則を作れば解決出来る問題であると思われる。

- 15 さらに、課題として「株式の流動性の低さ」が挙がる。この流動性の低さを改善できる既存の制度は「株主コミュニティ」であると考えた。

- 20 まず、株主コミュニティとは、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的として、2015年（平成27年）5月に創設された非上場株式の流通取引・資金調達の制度である。仕組みとしては、証券会社が非上場株式の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、自己申告によって参加する投資家に対してのみ投資勧誘を認めている。取引については、株主コミュニティ銘柄の参加者間又は参加者と証券会社との間で行うことができる。²⁴

- 25 具体的な動きとして、2017年8月1日に株式投資型クラウドファンディング「FUNDINNO」と株主コミュニティを運営するみらい証券株式会社が業務提携を行った。これによって投資家はFUNDINNOで取得した非上場株式を株主コミュニティ内で売買することが可能となり、これまでの課題であった非上場株式の流動性を向上させることができるようになった。

投資家にとって安心できるプラットフォームの制度運営が、株式投資型クラウドファンディングへの信頼を強固なものにし、円滑な資金調達方法の1つになる近道であろう。

30 第3節 中小会計要領

本節では、中小企業が金融機関から円滑に融資を受けるための方策を提言する。

- 35 まず、中小会計要領とは、計算書類等の開示先や経理体制等の観点から、「一定の水準を保ったもの」とされている「中小企業の会計に関する指針」と比べて簡易な会計処理をすることが適当と考えられる中小企業を対象にして、その実態に即した会計処理のあり方を取りまとめるべきとの意見を踏まえ、以下の4つの考えを基に作成されたものである。²⁵

40

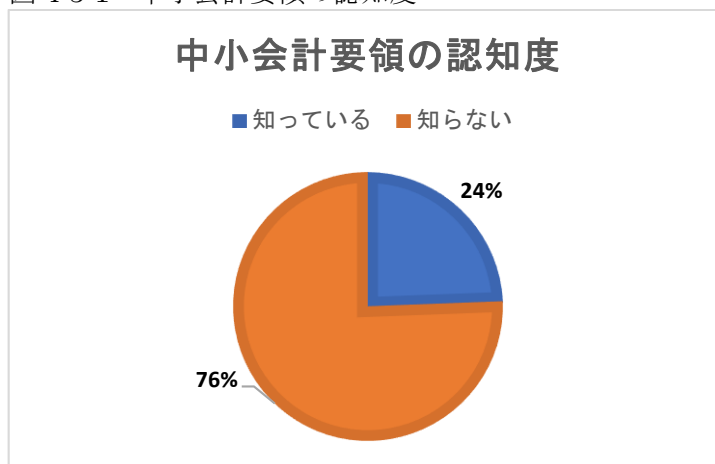
²⁴ 日本証券業協会「株主コミュニティ」より参照

²⁵ 中小企業庁「財務サポート 中小会計要領」より参照

1. 中小企業の経営者が活用しようと思えるよう、理解しやすく、自社の経営状況の把握に役立つ会計
2. 中小企業の利害関係者（金融機関、取引先等）への情報提供に資する会計
3. 中小企業の実務における会計慣行を十分考慮し、会計と税制の調和を図った上で、会社計算規則に準拠した会計
4. 計算書類等の作成負担は最小限に留め、中小企業に過重な負担を課さない会計

次に、中小会計要領の普及・活用の状況を把握するため、中小企業に対して中小企業庁がアンケート調査を実施した。824 社に「中小会計要領について知っているか」というアンケートを行った。（図 4-3-1）

図 4-3-1 中小会計要領の認知度



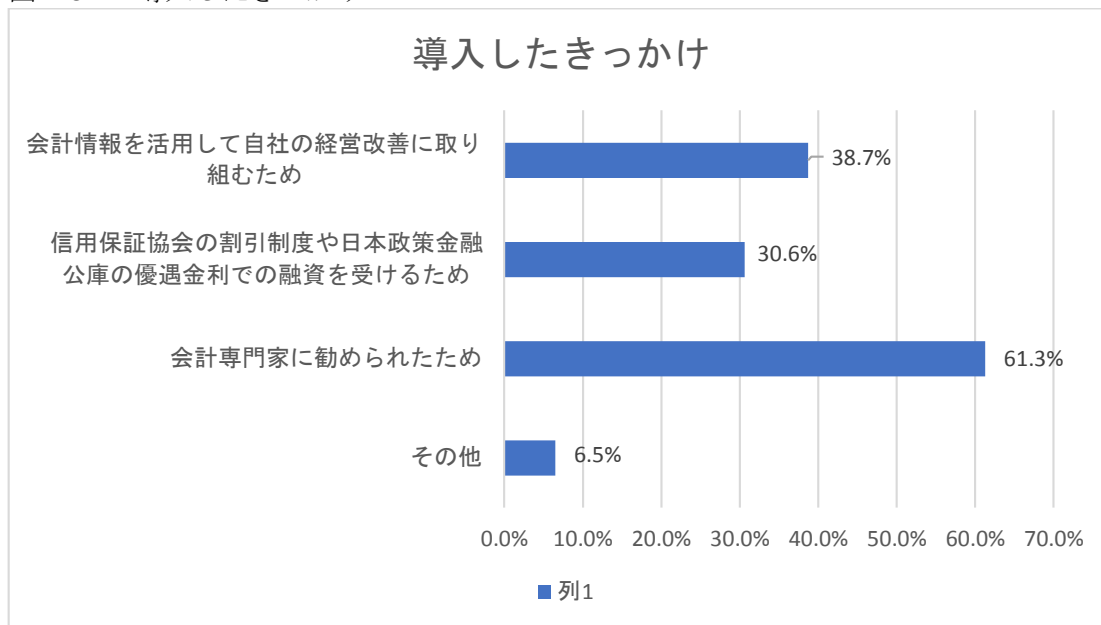
出典：平成 26 年度中小企業における会計の実態調査についてより筆者作成

<http://www.chusho.meti.go.jp/zaimu/kaikei/kento/2015/download/150304HS4.pdf>

「知っている」と答えた企業は 24%程度で回答を行った約 4 分の 3 の企業が知らないという結果が出た。この結果により、中小会計要領の認知度の低さが目に見える。

また、現在導入していると回答した 62 社の企業に導入したきっかけについて尋ねてみると以下のような結果が出た。（図 4-3-2）。

図 4-3-2 導入したきっかけ



出典：平成 26 年度中小企業における会計の実態調査についてより筆者作成

<http://www.chusho.meti.go.jp/zaimu/kaikei/kento/2015/download/150304HS4.pdf>

最も多い回答を得たのは会計専門家に勧められたためという理由であった。この結果により、金融機関等が企業側に中小会計要領のメリットを上手く伝えることが出来れば導入が進んでいくという考えに至った。

中小会計要領のメリットは大きくいえば 2 つ存在する。1 つ目は自社の経営判断を正しく行うためである。中小会計要領は会計処理を会計ルールに沿って作成することにより、自社の経営状況を正確に表した財務書類を作成するためのものである。自社の正しい経営状況を知らない経営者は正確な経営判断を下すことは出来ない。自社の立ち位置を知り、どうしていくべきかの判断を正確かつ迅速に行っていくための重要なツールとなる。

2 つ目は金融機関や取引先からの信用力を高めるためである。自社がステークホルダーへこの会計ルールに沿った決算書などを用いて情報提供を行うと信用力が高まり、資金調達を円滑に行うことや取引先との契約・拡大が期待出来る。

その他に、「中小会計要領」に従って計算書類を作成している旨の税理士、公認会計士等による確認書類を信用保証協会に提出すれば、割引を受けることが出来る制度も存在していた。（平成 25 年 4 月から 3 年間限定で現在は終了している）

この現状より、「信用保証料率割引制度の再開」と「新しく起業した会社に対して中小会計要領の強制導入」を提言として挙げる。

図 4-3-2 を見ると「信用保証協会の割引制度や日本政策金融公庫の優遇金利での融資を受けるため」という項目に 30.6%もの回答が存在した。このことから中小会計要領の利用促進の面で一定の効果があるので割引制度を再開すべきであると考えた。

また、新しく起業した会社に対して中小会計要領の強制導入を行うと、新聞・ニュースで報道され、認知度が一気に向上するだろう。認知度が向上することによって導入することのメリ

- 5 ットの理解が広まり、既存の企業でも中小会計要領の利用率向上が期待できるだろう。さらに、金融機関は中小会計要領を企業が提出すれば多少財務内容が良好でなくても審査を優遇するという方針を発表すれば、さらに利用率向上に繋がるだろう。会計の信用力が向上するということは企業全体の信用力も向上するということである。即ち、以前より必要な担保が減少するというに繋がり、融資を受けやすい環境に近づいていくと考えた。

第4節 IPOに関する提言

- 10 現在、企業が上場する際に、手間やコストがかかりIPO時の負担が大きいという課題がある。それを解決するために、私たちは「有価証券届出書」と「内部統制報告書」の規制を緩和し、IPO時の負担を軽減するという方策を提言する。
- 15 まず、有価証券届出書では5年間分の財務諸表の記載と5年のうち2年分は公認会計士の監査が必要となっている。しかし、既存上場企業が有価証券届出書を提出する際には、過去2年間の監査済み財務諸表の記載のみの「有価証券報告書」の提出でよいとされている。また、新規上場時に投資者に交付される「目論見書」では過去2年間の財務諸表のみの記載となっている。さらに図表4-5-1を見てもわかるように主要国の中で過去5年分の記載を求めている国はなく、アメリカでは、新興成長企業に限り過去2年間分の財務諸表の記載で足りるとされる、開示簡素化が図られている。

20 図表4-5-1 新規上場時に求められる財務諸表の主要国との比較

国・地域	記載事項
米国	・過去2事業年度分の監査済み連結貸借対照表 ・過去3事業年度分の監査済み連結損益計算書、連結キャッシュフロー計算書
EU	・（株式）過去3事業年度分の監査済み連結財務諸表・（債券）過去2事業年度分の監査済み連結財務諸表
香港	・過去3事業年度分の監査済み連結財務諸表
シンガポール	・過去3事業年度分の監査済み連結財務諸表
日本	・過去2事業年度分の監査済み連結財務諸表及び財務諸表 ・過去5事業年度分の財務諸表（上記2事業年度分は記載不要）

出所）金融庁「新規上場に伴う負担の軽減」（2013）より筆者作成

- 25 ここで私たちは、日本の過去5事業年度分の財務諸表の提出を無くし、香港やシンガポールと同じく過去3事業年度分、または2事業年度分の監査済み連結財務諸表のみの提出にすることを提案する。また、新興企業などは過去2年間分の財務諸表の記載で足りるなど開示の簡素化を図ることを提案する。

次に、内部統制報告書では上場後にも各事業年数ごとに公認会計士による監査を受けた「内部統制報告書」の提出が必要となる。これは新規の上場企業にとって負担になっており、IPOの妨げになっていると考えられる。しかし、アメリカなど主要国でも内部統制報告書の

提出は義務付けられており、新規上場企業の負担を考えるべきだと考える。そこで私たちは新規上場企業に対して3年間公認会計士の監査を免除するという提案をする。3年という期間は、新規上場企業において3年間はあまり変化率が50%以下という背景があるからである。

- 5 これらの規制緩和を行うことで、IPO時の負担を軽減することで、上場後のキャピタルゲインを狙うVCからの資金調達の確保が望める。また、VCが出資することで将来性があるとみられると、他の金融機関からの資金調達も円滑に行うことができる。

終章

- 10 本稿では中小企業・ベンチャー企業の定義づけをし、それぞれの現状把握を行い、複数の課題を発見し、その課題に対する方策の提言の順で資金調達問題解決に向けた意見を述べた。

- 15 第2章において、まず中小企業の資金繰りの悪さと欧米主要国と比較した開業率・廃業率の低さを可視化し、いかに日本において中小企業を経営することが困難な状況にあるかを説明した。99.7%に至る中小企業数の割に合わない状況は企業自身、金融機関、公的機関すべてに責任があることを認識するきっかけとなった。また、融資と出資の違いを述べた後に、グラフを用いて中小企業にとって資金調達が最大の課題であることを示した。創業期、成長初期、安定・拡大期それぞれにおいて資金調達が最も重視される課題であり、現在の定量面だけを審査する融資は資金調達に苦勞している中小企業には厳しい環境になるので、将来性や成長性などの定性面を加味した融資を行うことが必要であることを主張した。さらにベンチャー企業の資金調達の現状を成長ステージごとに確認した。死の谷と言われるアーリー期を中心にベンチャー企業にとっても資金調達は大きな課題であり、創業したばかりでは定量面の評価が難しく、融資を受けにくいのでエンジェル投資や補助金などの様々な資金調達方法を駆使する必要がある。その他にも中小・ベンチャー企業の主な資金調達方法を示した。どの資金調達方法にもメリット・デメリットがあるので、自社に合う方法を選ばなければならない。また米国と比べ、日本には資金を調達してくれる母数も金額も大きく差があるのでより積極的に支援できるような環境を形成していくべきであることを確認した。
- 20
- 25

- 30 第3章では第2章で確認した中小・ベンチャー企業における現状をもとに資金調達の課題を探っていった。ABLには動産を評価するためのノウハウや一般的な基準が存在せず、また信用保証協会においては企業自体に関心を持たず、保証がついているかどうかだけで判断する「逆選択」、100%の保証割合から、企業をモニタリングしようとししない「モラルハザード」問題や「代位弁済率」の上昇が企業の向上心を下げ、信用保証協会自身の首も絞めている。エンジェル投資家においてはベンチャー企業に対する規制が厳しいために起業家が増えず、その環境の中で投資を行いたくないことからエンジェル投資家も少なく、リスクマネーも膨らまない。結果的に起業家の成功とその起業家による新たな起業家への投資というサイクルが形成されない。VCではIPO率の低下が問題であり、クラウドファンディングは企業側から事業の魅力を伝えることができず、「話題性」や「社会貢献性」「魅力的なリターン（金銭以外）」に欠けている。融資型のクラウドファンディングでは情報開示がおこなわれていないところもある。
- 35

- 40 第4章では前章までで確認した現状と課題から考えた方策を3つ述べた。1つ目は公的金融機関について、事業性に重きを置いた信用保証付きの融資である。この方策では従来の定量面に頼った融資ではなく、定性面に焦点を当てた融資を行うものだけである。これにより事業性を評価できる人材を育成さえできれば、かつて将来性はあるが資金が足りずに断念してしまった企業にも経営の機会を与えることのできる方策であると考えている。2つ目にベンチャー企業について、株式型クラウドファンディングを方策として提言する。これは近年勢いのあるクラウドファンディングの中でも、創業したばかりの企業への資金提供を目的とした資金調達方

法である。第1節での方策と同様、定量面に不安のある企業が事業性においても評価される環境が形成されるので中小企業にとっても有効な手段にもなり得る。プラットフォームの不安定性や一般投資家のリテラシー不足などの問題点もあるが、定量にしかこだわらない現代の資金調達方法に変化をつけることのできる手段ではないだろうか。3つ目に中小会計要領について述べた。信用力の高い会計要領を形成することで自社にとっても新たなビジネスチャンスを発見する可能性を高め、金融機関にとってもその企業の状態を確認するのが容易になる。融資における環境が発達することは中小企業、金融機関の双方にとって有益となるにちがいない。

10 <参考文献>

・ Atsuko Mori 「ベンチャー企業の資金調達と VC」

<https://jp.ub-speeda.com/analysis/archive/68/>

(2018年10月22日アクセス)

15 ・ FUNDINNO

<https://fundinno.com/>

(2018年10月20日アクセス)

・ PRTIMES

<https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000010.000021941.html>

20 (2018年10月20日アクセス)

・ 一般社団法人 全国信用保証協会連合会

<http://www.zensinhoren.or.jp/>

(2018年10月20日アクセス)

・ 大阪信用保証協会より筆者作成

25 <http://www.cgc-osaka.jp/information/>

(2018年10月20日アクセス)

・ 価格.com 「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推移」
「クラウドファンディングの仕組み」

<http://kakaku.com/crowdfunding/>

30 (2018年10月20日アクセス)

・ 株式会社 野村総合研究所 「起業・ベンチャー支援に関する調査」

http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf

(2018年10月22日アクセス)

・ 株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則

35 http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/105_kabushiki/files/150529_crowd.pdf

(2018年10月20日アクセス)

・ 銀行員の融資総合ガイド 「信用保証協会保証付融資の審査」

<http://ginkobank.com/tyoutatsu/houzinmain/maruhosinsa>

(2018年10月20日アクセス)

・経済産業省「第4次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会取りまとめ」(2018)
<http://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/20180629001.html>

(2018年10月26日アクセス)

5

・資金調達プロ

<https://shikin-pro.com/guide/6105>

(2018年10月20日アクセス)

・住谷 宏「リレーシヨンシップバンキング政策の問題点」

10 file:///C:/Users/yasul/Downloads/keieironshu67_035-051.pdf

(2018年10月22日アクセス)

・全国信用保証連合会

<http://www.zensinhoren.or.jp/>

(2018年10月20日アクセス)

15

・総務省「ICT産業の「革新」とグローバル展開」

<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h25/html/nc112140.html>

(2018年10月22日アクセス)

・総務省「ICT産業のグローバル戦略等に関する調査研究」

http://www.soumu.go.jp/menu_seisaku/ictseisaku/ict_seichou/

20

(2018年10月20日アクセス)

・立松 和城「信用保証制度が中小企業の事業再生に及ぼす影響」

http://www.b.kobe-u.ac.jp/~kutsuna/class/file/MBA1_tatematsu.pdf

(2018年10月22日アクセス)

・丹野光明「ベンチャーファイナンスの現状と課題」

25 https://jww.iss.u-tokyo.ac.jp/jss/pdf/jss6403_173196.pdf

(2018年10月22日アクセス)

・中小企業庁「地域の課題を解決するために - 事業者向け - 事業計画書作成の手引き」
(2015)

<http://www.chusho.meti.go.jp/keiei/koyou/2015/151211chiikitebiki3.pdf>

30

(2018年10月26日アクセス)

・中小企業庁「2016年版中小企業白書」

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/h28_pdf_mokujityuu.html

(2018年10月20日アクセス)

- ・ 中小企業庁「2017年版中小企業白書」
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/chusho/00Hakusyo_zentai.pdf
 (2018年10月26日アクセス)
- 5
 - ・ 中小企業庁:財務サポート「中小会計要領」
<http://www.chusho.meti.go.jp/zaimu/youryou/index.htm>
 (2018年10月20日アクセス)
- ・ 中小企業庁「高成長型企業の、成長段階別の課題と取組」
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/h29/html/b2_1_3_3.html
- 10
 - (2018年10月22日アクセス)
- ・ 中小企業庁「起業の実態の国際比較」
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/h29/html/b2_1_1_2.html
 (2018年10月22日アクセス)
- ・ 帝国データバンク「ABL の課題に関する実態調査 調査報告書」
http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL/12.pdf
- 15
 - (2018年10月20日アクセス)
- ・ 出川通、田辺孝二 (2006)『ベンチャー企業における「日本型死の谷」の考察』
http://www.jaist.ac.jp/coe/library/jssprm_p/2006/pdf/2006-2G21.pdf
 (2018年10月26日アクセス)
- 20
 - ・ 日本銀行金融機構局 金融高度化センター「金融機関における創業支援の現状と課題」
https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/data/rel150612b1.pdf
 (2018年10月20日アクセス)
- ・ 日本政策金融公庫「融資制度一覧」
<https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/index.html>
- 25
 - (2018年10月22日アクセス)
- ・ 日本政策金融公庫
<https://www.jfc.go.jp/>
 (2018年10月20日アクセス)
- ・ 日本証券業協会「株式投資型クラウドファンディング」
<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/kabucrowdfunding/index.html>
- 30
 - (2018年10月20日アクセス)
- ・ ベンチャーチャレンジ 2020
http://www.kantei.go.jp/jp/topics/2016/seicho_senryaku/venture_challenge2020.pdf

(2018年10月20日アクセス)

・松尾順介, 梅本剛正 (2015)「投資型クラウドファンディングに関する規制について」
http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/91/91_03.pdf

(2018年10月20日アクセス)

5 ・ メリットや優遇制度を知ろう「中小企業の会計に関する基本要領とは？」

<https://www.chuokaikei.co.jp/staffblog/taxaccounting/3/>

(2018年10月20日アクセス)

10 ・ 森本健一 (2015)「新たな非上場株式の制度について-
株式投資型クラウドファンディング及び株主コミュニティ」

<http://www.camri.or.jp/files/libs/349/201703251754048131.pdf>

(2018年10月20日アクセス)

15

20