

平成27年度 証券ゼミナール大会

第3テーマBブロック

5

「中小企業における
資金調達について」

10



15

大阪経済大学 証券研究部

星野班

目次

	<u>序章</u>	3p
5		
	<u>第1章 中小企業とは</u>	4p
	1節 中小企業の定義	4p
	2節 中小企業の重要性	5p
10	<u>第2章 中小企業の現状と課題</u>	7p
	1節 中小企業を取り巻く現状	7p
	2節 海外比較	8p
	4節 中小企業金融の問題点	9p
15	<u>第3章 現在行われている調達方策</u>	14p
	1節 直接金融.....	14p
	2節 間接金融.....	17p
	3節 クラウドファンディング.....	23p
20	<u>第4章 今後あるべき中小企業金融の方策について</u>	27p
	<u>終章</u>	35p
	<u>参考文献</u>	36P

25

序章

今日の日本は激流の時代にある。止まることのない少子高齢化、日本企業における人材不足は重大な問題となり、ここ数十年に及ぶ急激な IT 化により、社会の仕組みや経済は大きく変化してきた。世界経済においても、バブル期を
5 迎えた中国によるアジア諸国への進出、ギリシャの金融危機など日本国内経済への影響は計り知れない。我々は、絶えることなく変化していく時代の中に生きているのだ。

中小企業においても例外ではない。日本企業の 99.7% を占め、就業者の 3 分の 2 を超え、生み出している生産価値が約半分を占めている中小企業は、
10 戦後から高度経済成長、そして現在に至るまで日本の復興、そして先進国へと歩んできた我が国の屋台骨を支えてきた。中小企業の社会的重要性としてまずは大企業の下請けとしての役割、そして産業の新陳代謝としての役割も担っている。この重要な役割にある中小企業への資金調達は、日本経済の成長を計る
15 うえで極めて重要な事である。一般的に中小企業は大企業に比べ、資金調達で圧倒的に不利である。その原因として大企業との大きな違いである規模の経済性、そして情報の非対称性等があげられる。これについては後述する。中小企業にも中堅企業から零細企業まで幅広く存在しており、これらを細かく分類して考察することが重要であると考え。

我々は中小企業の定義を後述するが、その中でも事業拡大意思のある企業、
20 事業融資を必要とする企業を本論文における中小企業とし、資金調達の方策を論じていきたい。また、我が国のベンチャー意欲を掻き立てることこそがこれからの日本経済の発展において重要なテーマであると考え、ベンチャー企業に対する支援についても論じていく。

まず、第 1 章で我々の考える中小企業の定義を述べ、第 2 章では中小企業
25 金融の現状と挙げられる問題点を述べる。第 3 章では現在行われている調達手段第 4 章では我々が提案する資金調達法を述べる。

第1章 中小企業とは

1節 中小企業の定義

はじめに中小企業の定義について触れておく。日本では大小さまざまな規模の企業が存在するが、中小企業に分類される定義は中小企業基本法第2条第1項によって定められている。また以下の表1は各業種における定義の位置づけである。

表1 中小企業の定義

業種	資本金または出資金	従業員数
製造業・建設業・運輸業他	3億円以下	300人以下
卸売業	1億円以下	100人以下
サービス業	5000万円以下	100人以下
小売業	5000万円以下	50人以下

出典 中小企業庁 中小企業の定義より作成

10

また、中小企業基本法上の「製造業、建設業、運輸業その他の業種」、「卸売業」、「サービス業」、「小売業」のうちどの業種に分類されるかを判断する方法として、中小企業庁では以下のように定めている。

15 農林漁業

その他の業種に該当する。(日本産業分類上、大分類A(農業、林業)もしくはB(漁業)に該当するため)

製造小売業

20 製造した商品をおの場で販売する場合は小売業に該当する。また製造した商品を製造場所以外で販売する場合は、工場は製造業、店舗は小売業になり、複数の業種に該当する。

電気・ガス事業

その他の業種に該当する。(日本産業分類上大分類F(電気・ガス・熱供給・水道業)に該当するため。)

また、別業種に属する複数の事業を持つ場合は「重たる事業」に該当する業
5 種で判断される。

2 節 中小企業の重要性

序章でも述べた通り、中小企業は日本経済にとって重要な社会的役割を担っ
10 ている。その役割として、①雇用の担い手、②競争の担い手、③成長産業創出
の担い手、④多様化するニーズの担い手、⑤地域経済の担い手、⑥社会的分業
構造の担い手の6つの担い手が挙げられる¹。

雇用の担い手

15 中小企業の社会的役割として、まず第1に挙げられるのが雇用の担い手であ
る。日本の全企業の雇用者のうち約70%が中小企業勤務であることや、女性や
高齢者の勤務の機会を提供していることから、雇用者の円滑化・労働資源の有
効活用として中小企業は雇用の役割を果たしている。

20 競争の担い手

多数の企業が存在することで市場での競争が活性化するので、企業は何かし
らの差別化を図らなければならない。その結果、絶え間なく市場経済は活発す
るので、競争に敗れた企業は退き質の高い企業が生き残り社会の生産性が高ま
る要因となる。

25

成長産業創出の担い手

数多くの中小企業の中には、創立してすぐ消える企業や小規模の状態の企業
がほとんどである。しかし、少なからず大企業に近づく中小企業も存在する。

¹ 中小企業金融入門 藪下史郎 武士俣友生 中小企業の社会的な役割より
引用

つまり中小企業の数が多ければ多いほど、成長する企業が生まれやすくなる。

多様化するニーズの担い手

- 時代によって顧客のニーズに変化が生じる。中小企業はニーズに応える商品・
- 5 サービスを提供する役割を担っているが、所得水準の低かった時代は低価格商品が求められていたので、コストダウンをすることが重要視されていた。しかし、現代のような所得水準の高い時代になるにつれて、顧客は安さだけでなく多様なニーズを追求するようになったためコストアップが受け入れられるようになり、ニーズの多様化により市場が細分化され、中小企業は様々なニーズに
- 10 応えることができるようになった。

地域経済の担い手

- 我が国の中小企業は地域経済の中核としても役割を担っている。特に例として挙げられるのが地場産業である。地場産業とは、関連商品の生産・加工を特定地域で固まってしまうものだが、地場産業は以下の4つの役割を果たしている。
- 15
- ① 地域外からの収益を獲得できる
 - ② 地場産業だけでなく、地域内の運送業・卸売業の活性化に繋がる
 - ③ 地域住民の就業率の向上
 - ④ ②・③項目により、地域住民が地域内で消費するので、内部経済で金融の
- 20 循環が成り立つ

これら4項目により地場産業は地域経済の担い手として大きな役割を果たしている。

社会的分業構造の担い手

- 25 中小企業は社会的分業を担っている。その例として地場産業や下請け企業がある。中小製造業の約50%近くが下請け企業にあたる。大企業が下請け企業を持つことにより、設備保有量の削減・資源の効率活用が可能になる、技術を特化した工程だけにすることができる、固定費の削減といった利点があり、対し
- 30 下請け企業側にとっても生産工程だけに特化でき、また技術・設備の固定化ができること、親会社・下請け会社双方にメリットがある。

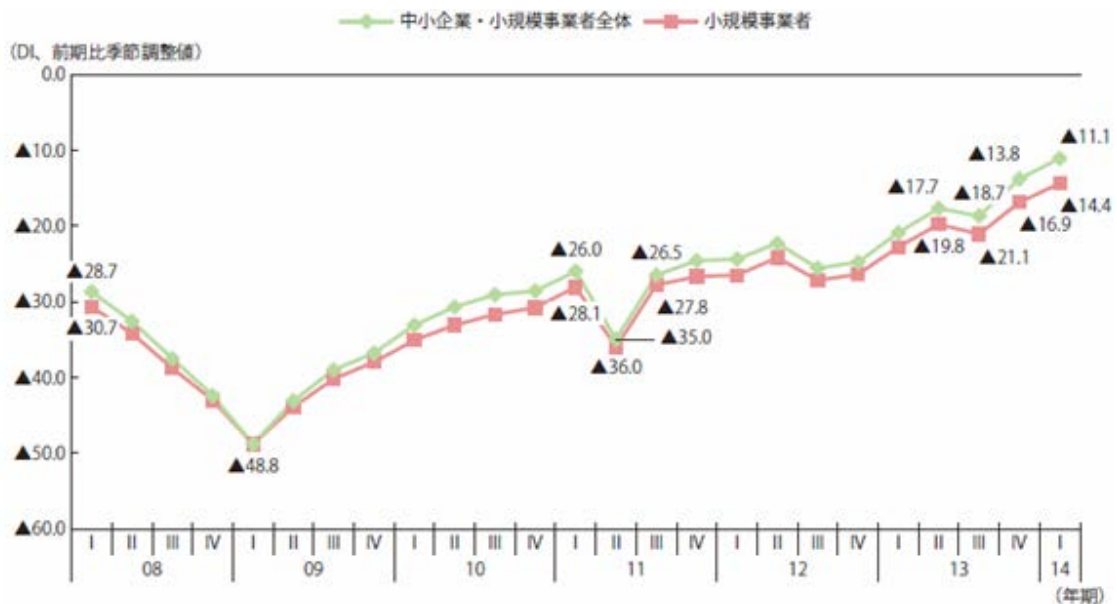
第 2 章 中小企業金融の現状と課題

- 5 本章では、第 1 章で述べた中小企業の特徴や性質を踏まえ、中小企業における金融の現状を述べる。

1 節 中小企業を取り巻く現状

- 近年の世界情勢は複雑であり、劇的に変化している。中国や韓国の経済成長や、TPP による関税問題等は日本国内の中小企業にも大きな影響を与えるだろう。図表 1 は、中小企業の業況判断指数 DI の推移を表したグラフである。業況判断指数とは、日本銀行調査による景気の判断指数のことで、景気がよいと感じている企業の割合から景気が悪く感じている企業の割合を差し引いた指数のことである。

15 図表 1 中小企業 業況判断 DI



参照 中小企業白書 業況判断 DI より

- 2008 年のリーマンショックによる世界的な不況により、大幅に下落したもののここ数年は回復の傾向にある。日経平均株価が、2015 年の 4 月に 15 年ぶりの 2 万円代に到達するなどアベノミクスによる経済政策は一定の効果を

生んでいるが、中小企業においても好景気の波が反映されてきていると考えてよいだろう。

TPP

- 2015年10月に安倍政権はTPP（環太平洋経済連携協定）に大筋合意した。TPPが締結された場合、中小企業に与える影響はどのようなものになるのか。TPPは農業問題が大きく取り上げられる事が多いが、関連項目の21分野のパネルがあり、その中のひとつにすぎない。まず、あらゆる工業製品が関税撤廃対象になる。また、参加11ヶ国への輸出総額の99.9%の関税が撤廃される。当然、中小企業の作っている製品にも影響があり、更なるグローバル化の中で中小企業の経営変化が求められる時代になるだろう。

中国経済の変化

- 中国の近年の経済成長は、中国人観光客増加や中国進出する日本企業の数で見てもわかるように日本国内の経済へ大きな好影響を与えてきた。アベノミクス以来、順調に伸びてきた日経平均が人民元切り下げを始めとする中国経済の失速により大きく下落した。中国進出した企業はこれまでのように売上を伸ばすことは難しくなるだろう。

2節 海外比較

- 日本政府は中小企業に対して、資金調達や経営改善のためのさまざまな施策を行っている。本節では、我が国の信用保証制度だけでなく、諸外国の施策を取り上げ、比較を行う。

アメリカ

- アメリカの中小企業の定義は米国中小企業庁（以下SBL）によると、一般的に「従業員が500人未満の企業」を中小企業とされている。だが、同じSBLの上記の定義に関わらず、「小売業の場合：年間収入が500マンドル～2000万ドル以下」であること、「卸売業の場合：従業員数が100人以下（すべての業種）」であること、などと定義する場合があります、ケースによってさまざまである。また、アメリカの中小企業は、日本の企業総数99.7%と同様、企業総数99,

9%と圧倒的な大多数で、新規に創出される雇用の大半を担い、かつアメリカ経済の貴重な担い手であり経済発展の強力な牽引力でもある。

5 米国中小企業の特徴として多様な資金調達の手段を利用できることと、ベンチャーキャピタルの充実があげられる。しかし、問題点として貸し渋りの深刻化が懸念されるだろう。オバマ政権は、大手金融機関に米国の中小企業に資金を流すことを約束に、大手金融機関の不良資産を買い取った。しかし、その約束に反抗し、中小企業や中小企業に融資する地方銀行、信用組合、ノンバンクに資金を流していないことが問題となっている。中小企業が債務不履行になった場合、SBAは信用保証施策として「保証証券再保証プログラム」という公的
10 支援を用意している。保証証券再保証プログラムとは、信用不足で保証会社から保証証券を発行してもらえない中小企業のために、保証会社にSBAが再保証を供与するという施策である。そして万一、中小企業が債務を履行できなくなった場合、SBAは保証会社の損失を70%~90%を保証する。

15 ドイツ

ドイツの中小企業の定義は従業者数499人以下、年間売上高5000万ユーロ未満の企業とされている。ドイツには連邦政府が行う企業振興策として、EPR自己資本補助事業がある。これは企業家に対して有利な利子条件で自己資本となるような貸付金が供与され、担保が必要ない。貸付金供与額は申請者につき
20 50万円ユーロに相当するマルク額を限度としている。貸付金の返還は10年後に開始される。貸付金の供与の対象は企業家（フリーランサーを含む）であるが、成功をもたらすと判断される構想やビジネス案が対象となり、また企業の存続に自己資本が必要と判断される場合は、企業買収も対象となる。

さらに、起業後の経営を安定化させるために、起業後最高2年を経過していても供与する。企業家の必要な資本は最低15%を用意しなければならない。また
25 貸付金供与によって自己資本率が40%超となつてはならない。

3節 中小企業金融の問題点

30 中小企業金融には多くの問題点がある。本節では、現状の資金調達における問題点を述べていく。

大企業と中小企業の差異

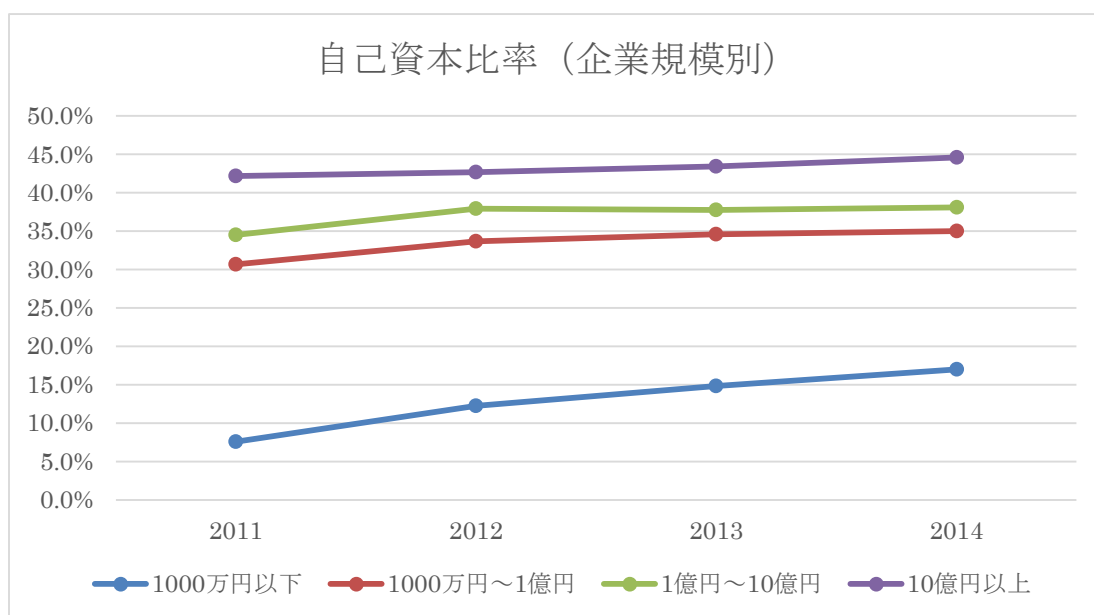
企業は規模別に大企業、中堅企業、中小零細企業に分類することができる。これらの企業群は規模の差によって資金調達的手段に差異が生まれる。

5 中小企業に存在する問題として、自己資本の違いがある(図表 2)。大企業の特徴は中小企業よりも自己資本比率が比較的に高く、開示する情報の多さから信用リスクが低い。そのことから、直接金融や関係金融を組み合わせ、幅広い調達手段をとることができる。中堅企業とは図表に定義はされていないものの、中小企業の中でも優良な企業群のことである。中堅企業(資本金1億円以上10億円未満)、零細企業(資本金2千万以上1億円未満)と区分されて

10 いる。中小企業といっても小規模の企業から比較的安定した中堅企業まで幅広くある。中堅企業はクラウドファンディングや社債といった直接金融、また様々な調達方法を選択できるだろう。中小零細企業の特徴は自己資本比率が低いこと情報開示が十分にできないことが挙げられる。情報開示が困難なことから、株式による調達が難しく、直接金融による調達は困難である。様々な調達

15 手段を選択できることが望ましいが、現状としてはまだまだ銀行融資に頼らざるを得ない状況である。

図表 2



参照 法人企業統計より作成

情報の非対称性の問題

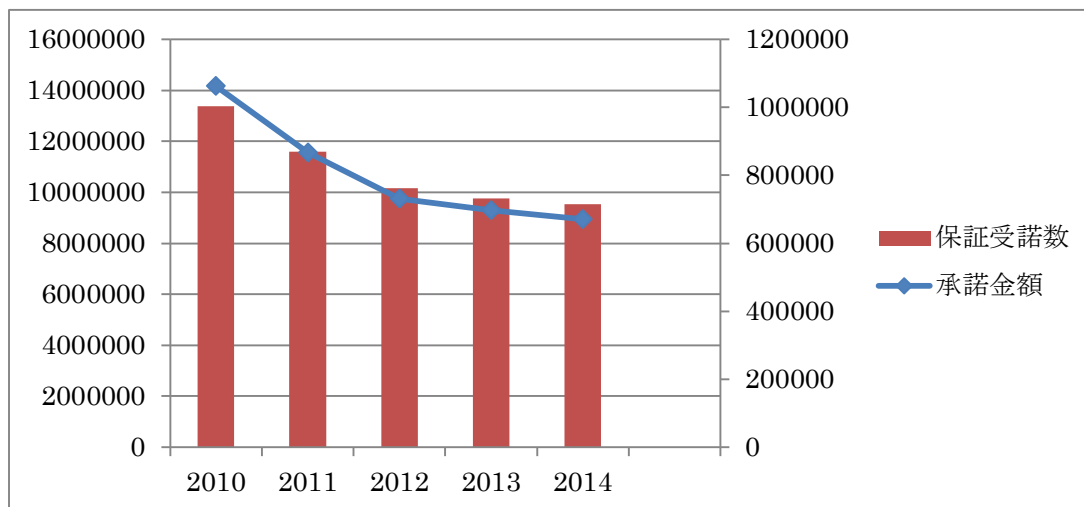
企業が外部資金によって資金調達を行う上で、借り手側との間に発生する問題として情報の非対称性というものがあげられる。企業が金融機関に借入れを求めるとあって、企業の財務状況や事業計画などの情報が審査の対象とされる。中小企業の場合、財務状況が芳しくない事が多くその情報を社外に出す事を恐れる。なぜなら、金融機関側に不利な情報を提供することによって、貸出額や条件が引き締められる可能性があり、それを避けようとするからである。

- つまり、企業の内部状態を公開する義務を負う上場企業に比べ、中小企業金融においてはそのほとんどの場合で企業側に情報の優位性がある。これにより貸し手が適切な金利ではなく、平均的な金利を提示してしまう。これを割高と感じる企業は金融機関から手を引き、結果として業況の悪い企業が残ってしまう逆選択が起きてしまう。また、取引後の借り手の行動がわからずに、貸し手にとって望ましくないリスクが高い事業を行ってしまうモラルハザードという問題を引き起こしてしまう。この問題は中小企業金融を円滑にする上で解決しなければならないだろう。

信用保証制度に隠れた問題

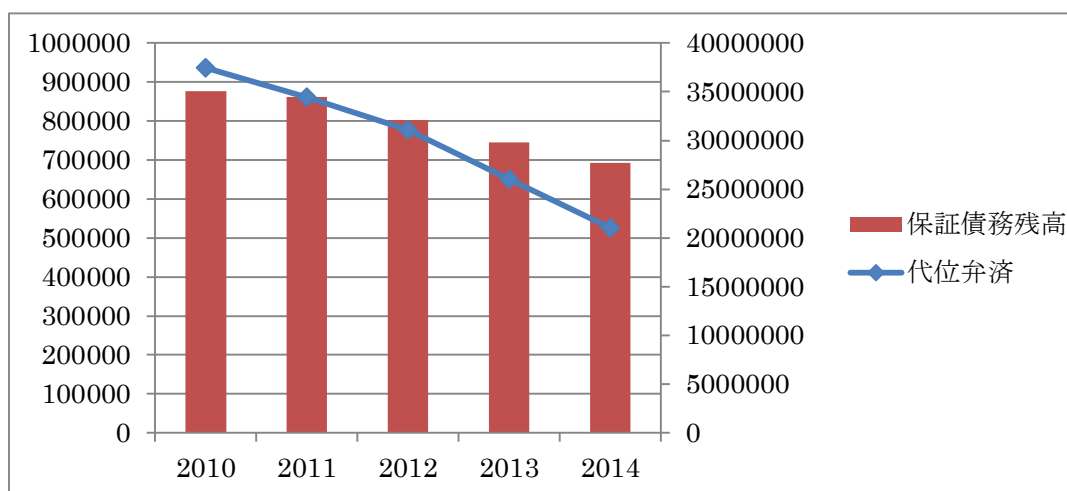
- 信用保証とは、中小企業が金融機関から借入を行うにあたり、信用保証協会が債務を保証するというものである。企業が債務不履行の場合、信用保証協会が金融機関に対し代位弁済をして債権を回収する。中小企業は一定額の保証料を協会に支払う必要があるが、これまで銀行借入が困難だった企業に、公的保証をつけることで借入を容易にする効果がある。そのため、図表 3、図表 4 にもあるように中小企業にとって必要性は高い。

図表 3 信用保証制度の利用状況



参照 全国信用保証協会連合会 HP より作成

図表 4 代位弁済と保証債務残高



参照 全国信用保証協会連合会 HP より作成

5

中小企業金融にとってメリットが大きい信用保証制度に見えるが、問題点がある。

- 10 まず、信用保証協会の赤字である。保証協会は債務不履行の企業の代位弁済を行うため、損失になる。この損失金は公的資金で補われているため、国民が信用保証協会の赤字を肩代わりしている。つまり、信用保証協会は企業の赤字を背負っているのが現状である。

次に、金融機関と借り手側のモラルハザードである。金融機関は保証協会が

代位弁済を行ってくれるため、融資先の審査やモニタリングを正確にする必要性が少ない。貸し倒れリスクも保証協会に転移出来るため、自己資本比率の底上げのために敢えて返済リスクの高い企業に融資する恐れがある。さらに金融機関のモニタリングが緩くなってしまうため、企業側の経営改善意欲が低下する。したがって、保証協会のリスクが増大してしまう。

最後に、新陳代謝の阻害である。信用保証制度は利用度も高く、中小企業の金融機関による借入を容易にしている。しかし、信用保証は全ての企業が利用することができる。そのため、将来性のある企業だけでなく収益性も意欲も低い倒産リスクの高い企業にも保証金を払うことになる。俗にいうゾンビ企業といった企業が増え、効率の悪い保証を行ってしまう。前述の通り、保証協会の赤字は国民が担っている。倒産すべく企業を救うのではなく、未来のある企業や新たな夢をもったベンチャー企業にこそ資金を使うべきである。

リレーションシップバンキングに関する問題

中小企業金融におけるリレーションシップバンキングとは、金融機関が企業との間で親密な関係を長期にわたって維持することで企業に関する情報を蓄積し、この情報を基に貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデルを指す。ここでいう情報とは、経営者の能力等の主観的な情報である。貸出方法は大きく2種類あり、財務等の客観的情報による取引（トランザクションバンキング）との対比で呼ばれることが多い。

リレーションシップバンキングという言葉は、03年に金融庁が発表した「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」から注目されるようになった。リレーションシップバンキングのメリットとして、財務面で有益な情報を金融機関に提示しにくい中小企業にとって、親密な取引によつての経営能力や事業成長性等の、外部からは入手しにくい信用情報が銀行からの融資に繋がるといふものがある。これは企業にとってメインバンクとの関係性を深め、長期的な取引がなされることによって、貸出金利が低下し、資金制約が緩和される点で大きな効果がある。リレーションシップバンキングには借り手貸し手ともにコストが低減されることに本質があるといわれている。これにより、前述した情報の非対称性の問題が解決されるだろう。

ここまでの見解だと、リレーションシップバンキングこそが中小企業金融の最善策だと思うかもしれない。しかし、問題点もあるのだ。1つ目は長期的貸出において金融機関が負担するコストである。企業が経営難に陥り、関係持続のために取引を続け、尚且つ条件引き下げ等の緩和が行われてしまうと、企業の経営改善意欲が低下する恐れがありさらなる赤字を生み出すかもしれないからだ。また、長期の関係性によって適正金利を見失ってしまう危険があり、適正金利より低い金利での貸出を余儀なくされることがある。2つ目に企業の経営が軌道に乗り出すことで他の金融機関が参入することである。これにより、これまでメインバンクが設定していた金利より低い金利を提示してくるため、メインバンクとの信用関係が崩れてしまう危険性だけでなく、金融機関側も利益を上げにくくなるため、中小企業への融資の妨げになる。

第3章 現在行われている資金調達方策

現在企業の資金調達の手段は大きく、自社で資金を生み出す内部資金、そして社外から調達する外部資金の2つに分類される。勿論、自社内で資金繰りが出来れば最善なのだが、内部資金だけでは不足するため、外部資金が必要になってくる。本章では、現在の日本で行われている資金調達法を見ていき、今後の中小企業における資金調達へ結びつくものを探っていきたい。

20

1節 直接金融

直接金融とは企業が投資家から直接、資金調達を行う手段であり、不特定多数の投資家によって成り立つ金融である。直接金融の場合、投資家は配当や利子などの見返りを求めるため、企業はより正確な情報開示が求められる。したがって、投資家にとって有益であると認められる企業でなければ直接金融による調達は難しい。中小企業にとっては、情報開示コストや株式公開などにかかるコストや人材も余裕がないため、そのほとんどにおいて直接金融による調達は厳しい現状となっている。

本節では、一般的に直接金融に当たるものに触れながら、今後の中小企業における資金調達の方策へのヒントを見つけていきたい。

30

株式

株式とは、企業（株式会社）の資本の構成単位であり、株式会社が発行する出資証券を指す。株式会社であれば株式を発行することができる。企業は自社株を投資家に売ることによって資金を調達することが出来る。株式による調達のメリットとして、銀行借入れ依存からの脱却が大きい。会社に利益が出ていない場合、配当をする必要は無く、金融機関に比べて、株式は返済義務がないため返済に追われるリスクが軽減される。また、社会的認知度の向上や情報開示を義務付けられるため、経営の健全化にも繋がる。一方で、デメリットとして投資家の経営参加による柔軟性の低下や、M&Aのような買収のリスクがある。

10

社債

社債とは、企業が発行する債券のことを指す。株式との違いとして、社債は一定期間後に利子をつけて返済しなければならない他人資本である。株式に対してのメリットとして、発行までにかかる時間が短いことや株式価値を下げることも無く資金調達することが出来る。また、満期一括返済が多いために分割返済が多い銀行借入れに比べ、資金繰りに余裕が生まれる。デメリットとしては社債の発行には一定の信用力が必要であること。銀行などの場合、財務上、資格を満たす条件があり、公募債の場合も格付けの取得が必要になる。条件を満たさず、引受人を限定して行う小人数私募債があるが詳細は後述する。

15

まず始めに、社債には公募債と私募債がある。公募債とは、株式を公開している企業が広く一般的に調達する方法である。対して私募債とは、株式未公開の企業が特定の投資家から調達する方法である。

公募債は、発行総額が1000万円から1億円の間であれば有価証券通知書を財務局に提出しなければならない。また、1億円以上であれば同じく財務局に
有価証券届出書を提出しなければならない。一度有価証券届出書を提出した企業は以後、継続して有価証券報告書を提出する必要がある。一方、私募債では財務局への届出は必要ない。このような条件により、中小企業では公募債を利用することは困難である。対して私募債は中堅企業が発行する銀行引受私募債（プロ私募債）では一定の条件を満たす必要があるが、公募債ほどの信用力は

25

必要ない。少人数私募債においては、財務上の条件はない。

つまり、中小企業が社債を発行しようとする場合、現実的な選択肢としてはプロ私募債、少数私募債となる。プロ私募債は、全額銀行が引き受け、少数私募債は50名未満の縁故者が主に引き受ける。少数私募債は引受人がいれば条件なしで調達できるが、プロ私募債に比べ調達額に限界がある点、プロ

5 私募債は数億円の調達ができるが一定の条件が必要になり、手数料がかかる点でどちらも場面によって優劣は言えない。

以上からプロ私募債は財務状況がある程度健全な企業が長期的に、少数私募債は銀行借入が困難な企業が利用することで調達の多角化を図れると考える(図表2)。

10 図表2 社債区分

	区分	募集人数
公募債		不特定多数を対象
私募債	少数私募債	50人未満
	プロ私募債	

ベンチャーキャピタル (VC)

ベンチャーキャピタル(以下VC)は株式公開していない段階の成長性のある未上場企業への投資を行う行為、企業のことを指す。VCは投資先の企業に対して、株主の立場で経営支援を行い、ベンチャー企業の株式上場を目的とする。資金供給者としてだけでなく、経営支援も行う。VCのメリットとして株式による調達により、自己資本の充実が図れる事、リスクの許容、金融機関にはできない細かい対応や支援が行えることがある。

15

VCによる資金調達には返済義務がなく、ベンチャー企業の社会的信用力の向上に繋がるため、注目を浴びている方策である。現在の日本ではVCの規模が小さいため、今後の中小企業金融においておおきなキーワードであると考え

20

2節 間接金融

25 間接金融とは、資金調達側と供給側の間に金融機関などの仲介を挟んで資金

を調達する手段である。現在の日本の企業金融ではこの間接金融が主流となっており、その中でも銀行借入に依存している。本節ではいくつかの間接金融に触れ、前節同様に今後の資金調達へのヒントを見つけていきたい。

5 銀行融資

銀行融資とは、銀行が企業に貸し出しを行うことである。信用保証付きの融資も存在するが、ここでは一般のプロパー融資²について触れる。銀行融資は、企業金融において中核を担っている資金調達方法であり、銀行は審査を通じて事業投資を行う。他の調達法に比べて借りやすく、融資額にも制限はない。但し、利率があることや返済期限、定期的に返済しないといけないため、安易に借入を行うと倒産リスクも伴い、銀行の信用力も低下して今後の借入が困難となりうるため、調達側と供給側との間でモニタリング等を通じて適切な額の融資が望まれる。

15 ノンバンク

ノンバンクとは、銀行等から借り入れた資金を融資の原資として、預金や為替業務を行わずに融資をしている会社である。メリットとしては自己資本が少なく、財務状況が厳しい中小企業にとって、銀行よりも素早く、簡単に借入を行うことができる。またデメリットは銀行融資に比べて金利が高いことや、銀行から借入ができない企業とみなされ、社会的な信用力が低下する恐れがある。また、ノンバンクは調達先の企業とのリレーションシップの蓄積が難しく、一時的な融資になる。このような短期融資のノンバンクでは中小企業における資金調達の中核にはならない。それに加えて、近年ノンバンクは銀行との垣根がなくなりつつある。それはノンバンクの規制が変わりつつあるからだ。上限金利が一本化され、水準が引き下げされることでノンバンクの利益が低下するだろう。つまり、高リスクの企業に資金融資をするノンバンクの利点が失われている。

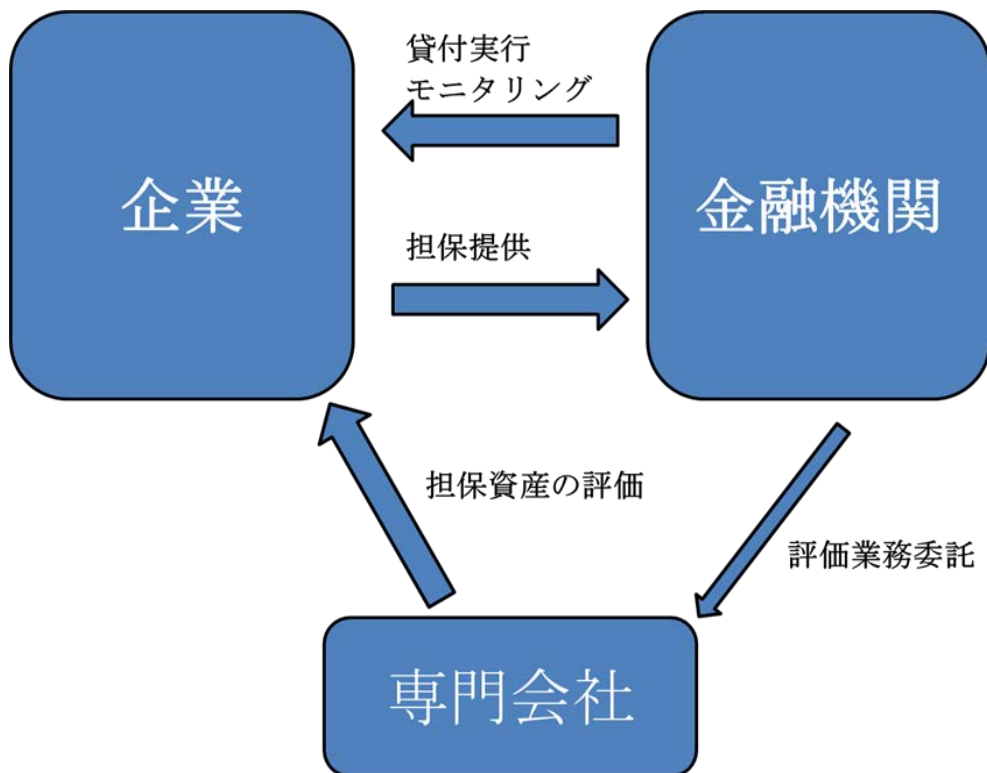
²プロパー融資とは信用保証協会等の外部機関による信用保証受けずに直接銀行から融資を受けること（日本政策金融公庫 用語集より引用）

ABL

ABLとは、企業が保有している売掛債権や在庫等の動産を担保に実行する融資の総称である。不動産や株式が担保の対象であったが、2005年に「動産及び債権の譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」が施行されてから「動産担保融資」において、動産だけでなく、収益全体を担保として融資を受ける事が可能となった。これにより、様々な動産の組み合わせで企業を評価することができ、中小企業にとっては資金調達方法に幅が生まれた。

図表5はABLのスキーム外観である。金融機関から評価業務委託を受けた外部の専門会社が企業の担保評価を行い、企業からの担保提供、銀行からの貸付が行われる。ABLのメリットとして、貸付後も担保価値を守るために金融機関に対して事業報告を行い、金融機関側もモニタリングを行う。つまりリレーションシップを高める役割を果たしている。

図表 5 ABLスキーム

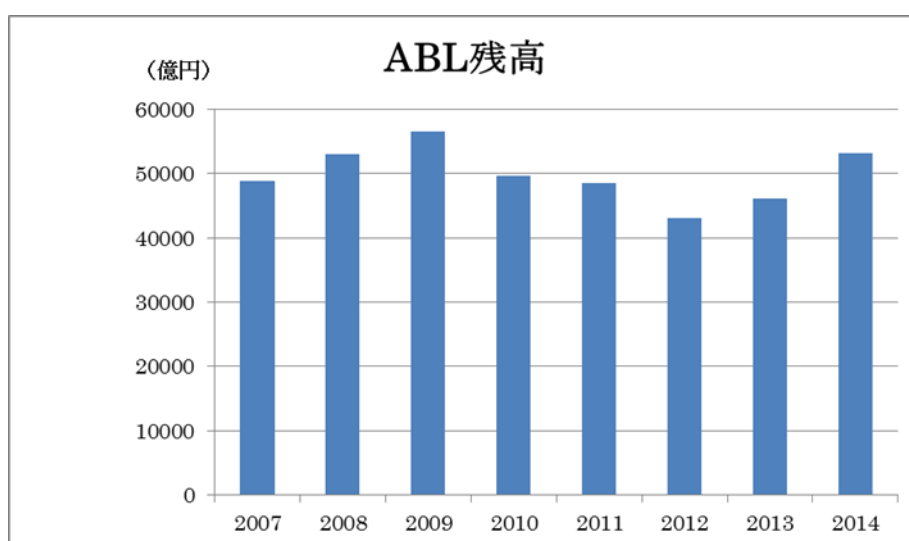


15 デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザーより引用

日本企業は売掛債権と在庫合わせて約 297 兆円（法人企業統計データ 2013

より)を保有しており、同じく不動産 186 兆円(同上データ)と比較しても多く、これらの動産・売掛金担保が融資条件としてさらに活用されるようになれば、企業の事業資金が賄えるだけでなく新事業拡大へのチャンスも生まれるのではないかと。ABLの活用を推進するために、金融庁は2013年に「金融検査マニュアル」の改定を行った。そして全国の金融機関へ周知徹底を行い、企業には広報や説明会を行う等の措置をとることで今後のさらなる推進を図っている。

図表 6 ABL 残高



10 流動化・証券化協議会 ABCP/ABL 統計調査より作成

3 節 クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、「クラウド(crowd=)」と「ファンディング(funding=)」の造語で、企業やクリエイターが製品・サービスの開発、実現などの目的のために、インターネット上で不特定多数の人から資金を集めて運用する仕組みのことである。

クラウドファンディングには、投資型と非投資型の2つが存在し、更に投資型には融資型・ファンド型・株式型の3つ、非投資型には寄付型・購入型の2つに分類される。図表7はそれぞれの特徴を示したものである。

図表 7 クラウドファンディングの分類

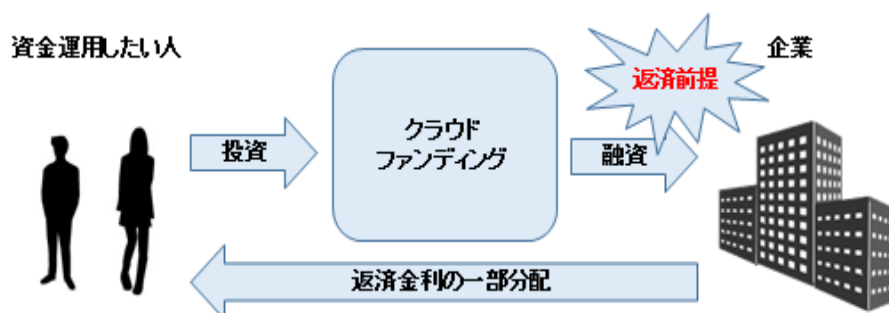
投資型		非投資型	
類型	リターン	類型	リターン
融資型	金利	寄付型	なし
ファンド型	配当	購入型	商品・サービス
株式型	株式		

～投資型～

5 融資型

日本での浸透度は寄付型・購入型と比べた場合低いが、世界規模で見ると市場シェアが最も高いクラウドファンディングである。投資家から資金を集め、資金を必要としている企業に対して融資を行う。少額の金額を大量に集め、多額にすることで個人にとって難しかった好条件な投資案に参加することができる。返済が前提となるので、対価として金利の一部を分配される(図表 8)。

図表 8 融資型の模式図

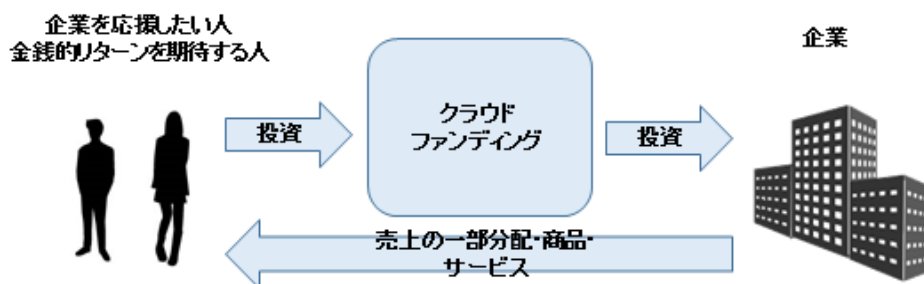


ファンド型

期待を込めて投資したい企業に対して、匿名組合をして投資することを指す。

リターンとして、売上の一部を分配金として受け取ることができ、商品やサービスも受け取ることができる(図表 9)。

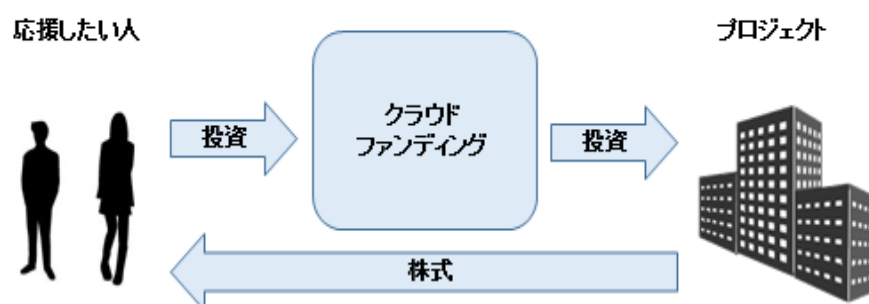
図表 9 ファンド型の模式図



株式型

- 5 インターネットを利用することで未上場企業の株式を購入することができ、将来性のある企業の株を上場前に買うことができる。リターンとして投資した企業の株式を貰えるが、デメリットとして表舞台の市場や金融機関での株式売買ができないので、流動性が低いという欠点がある。更に、現時点では金商法改正前なので、正式な株式型ではないという点も挙げられる(図表 10)。

図表 10 株式型の模式図



10

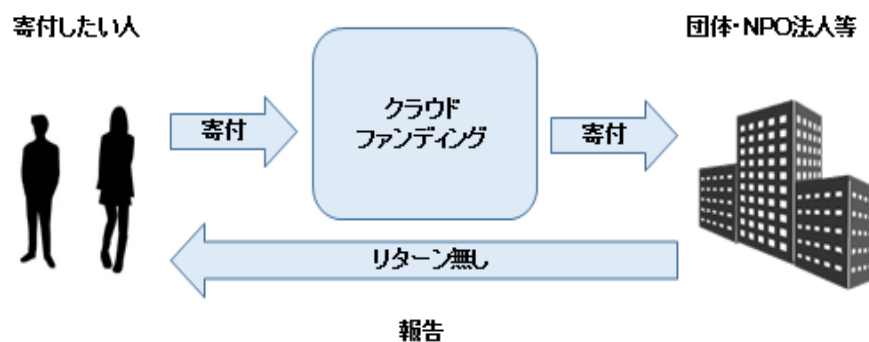
～非投資型～

寄付型

- 15 寄付を必要とする団体・NPO 法人などに寄付を行うことである。寄付型なのでリターンがないのが特徴だが、寄付した団体の HP から活動報告を閲覧する

ことができる(図表 11)。

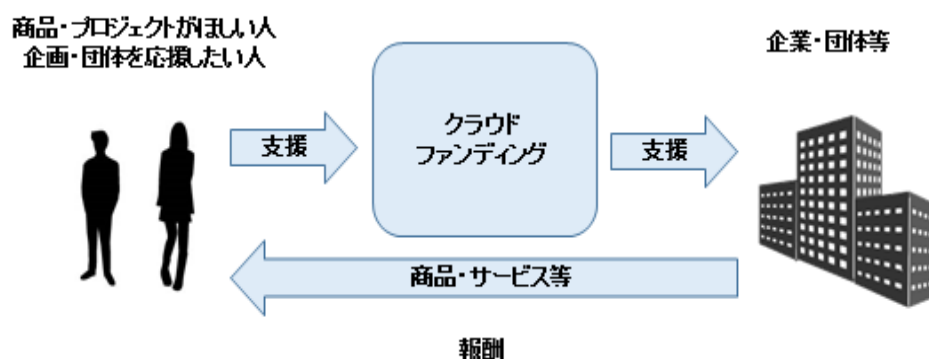
図表 11 寄付型の模式図



購入型

- 資金調達したい企業や団体に対して支援を行うことができる株式型を購入型という。リターンとして商品やサービスなどを受け取ることができる。日本では購入型が最も浸透しているクラウドファンディングでもある(図表 12)。

図表 12 購入型の模式図



- 以上、クラウドファンディングの種類について述べた。クラウドファンディングは第1に審査がない場合が多いので気軽に誰でも参加できるメリットがある。例えば、アイデアはあるのに資金がない業者がクラウドファンディングを利用することで実現をものにできる。一定の額以上集まれば、企画案者の考えに出資者は共感していると考えられるので、共感できない(=資金が集まらなかった)となった場合に資金の損失を免れることができる。

しかし、クラウドファンディングで扱う商品は一般の金融商品や株と違ってマイナーな商品・サービスであるので流動性がない(=売れない)デメリットが存在する。失敗しそうなクラウドファンディングに対して売るという行為ができないことから投資金の損失を避けることができない。

- 5 また、提案した事業者が本当に資金を運用するのかという問題も存在する。これは分別管理や情報開示の規制がなく、適正に行われているかどうかわからない。よって始めから出資金を持ち逃げする可能性が示唆される。

非投資型においては、調達した資金が課税対象になる、手数料がかかる(15%~20%)問題点がある。

10

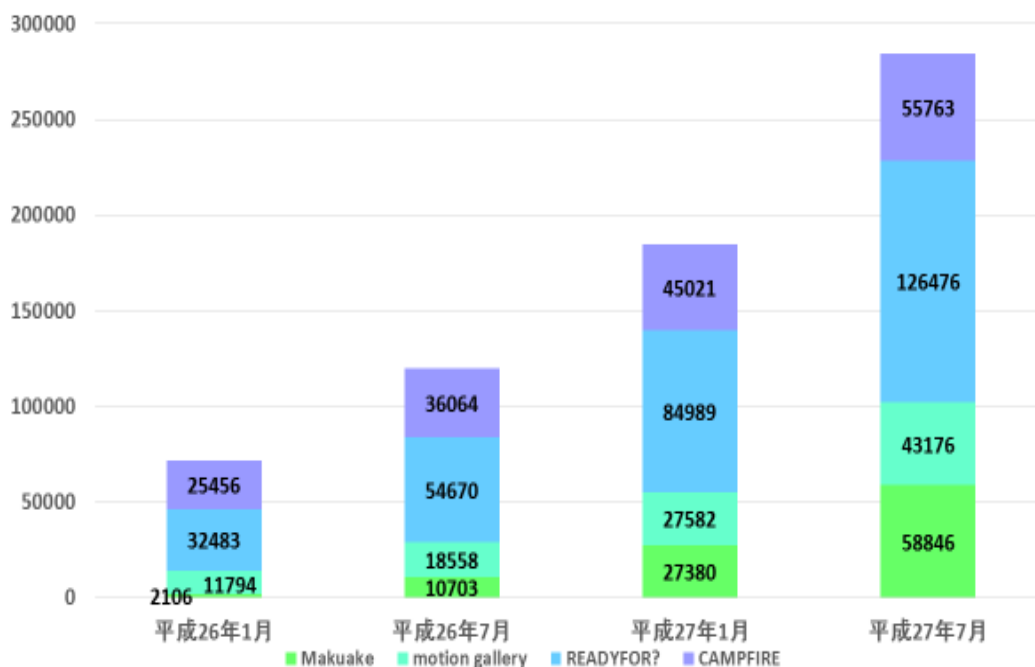
クラウドファンディングの現状

現在の日本において行われているクラウドファンディングは寄付型や購入型といった金銭的リターンを伴わない形態での取引が中心である。投資型のクラウドファンディングに関しては、匿名組合契約を要した出資形態によるものが中心であり、株式形態の資本調達は行われていない。

15

図表 13 日本上位4社累計支出額

日本の主要クラウドファンディング 累計支出額(千円)



参考 日本のクラウドファンディング掲載プロジェクトデータより著者作成

また、図表 13 はクラウドファンディング市場規模上位 4 社(Makuake motion gallery READYFOR? CAMPFIRE)の累計支出額を表した図である。最近 2 年間の推移であるが、月ごとに増加しておりクラウドファンディングが進捗していることがわかる。

5

金融商品取引法改正

金融商品取引法とは「企業内容等の開示の制度を整備するとともに、金融商品取引業を行う者に関し必要な事項を定め、金融商品取引所の適切な運営を確保すること等により、有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り、もつて国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする」³法である。平成 26 年に金融商品取引法の一部が改正され、投資型クラウドファンディングの利用促進に影響が表れた。金融庁によると⁴、少額(募集総額 1 億円未満、1 人当たり投資額 50 万円以下)の投資型クラウドファンディングを取り扱う金商業者の参入要件を緩和することや、インターネットを通じた投資勧誘において詐欺的行為等が行われることを排除するための行為規制を導入するなど、新規・成長企業へのリスクマネーの供給を促進する改正である。

改正前は有価証券を勧誘するために「金融商品取引業者」としての登録が必要であり、株式型の勧誘の場合、第 1 種金融商品取引業者として最低資本金 5000 万円を必要とする。ファンド型の場合は、第 2 種金融商品取引業者として最低資本金 1000 万円を必要とする。さらに株式型は兼業規制があるが、ファンド型は兼業規制がない。また、非上場株式の勧誘は、日本証券業協会の自主規制により原則禁止である。しかし、参入要件の緩和等・投資家保護のための

25 ルールの設備が改正されるので、投資型クラウドファンディングの利用が行いやすくなった(表 3 表 4)。

³ 金融商品取引法 第 1 章 総則より引用

⁴金融庁 H P 金融商品取引法等の一部を改正する法律より
<http://www.fsa.go.jp/common/diet/186/01/setsume.pdf>

表 3 金融商品取引法改正前

<h2>改正前</h2>
<ul style="list-style-type: none"> ・有価証券勧誘のためには金融商品取引業者としての登録が必要 (株式型...第一種金融商品取引業者 兼業規制あり 最低資本金5000万円) (ファンド型...第二種金融商品取引業者 兼業規制なし 最低資本金1000万円)
<ul style="list-style-type: none"> ・非上場株式の勧誘は、日本証券業協会の自主規制で原則禁止

表 4 金融商品取引法改正後

<h2>改正後</h2>	
参入条件の緩和等	<ul style="list-style-type: none"> ・発行総額1億円未満、1人当たり投資額50万円以下のもののみを扱う業者について、兼業規制等を課さないこととするともに、登録に必要な最低資本金基準を引下げ。
	<ul style="list-style-type: none"> ・非上場株式の勧誘を、発行総額1億円未満、1人当たり投資額50万円以下のクラウドファンディングに限って解禁。
投資者保護のためのルールの設備	<ul style="list-style-type: none"> ・詐欺的な行為に悪用されないよう、クラウドファンディング業者に対して、「ネットを通じた適切な情報提供」や「ベンチャー企業の事業案内のチェック」を義務付け。

参照 金融庁 金融商品取引法等の一部を改正する法律 より著者作成

5

米国のクラウドファンディング

2000年以降にアメリカで始まったサービスで、アメリカ市場 2 大クラウドファンディングサービス「kickstarter」「Indiegogo」を筆頭に現在世界市場規模の約半数を占めている。起源は 19 世紀にアメリカ建国 100 周年を記念して、自由の女神像を建造するためにジョーゼフ・ピューリツァー氏が自ら発行している新聞「The New York World」で資金を募ったことがクラウドファンディングの始まりである。正式にサービスとして始まったのが、artistShare である。本国アメリカにおいてのプラットフォーム類型は 3 つあり、購入型・投資型・寄付型である。うち kicustarter、Indiegogo は報酬型にあたる。いずれも日本のクラウドファンディング市場で述べたとおりなのでここでは割愛する。

10

15

またアメリカでは 2012 年に JOBS 法が成立し、法内で「クラウドファンディング除外規定(クラウドファンディング法)」という形でインターネットでの不特定多数から資金調達が可能となっている。

日本では、JOBS 法に基づいて金融商品取引法の一部が改正されている。

5

第4章 今後あるべき中小企業金融の方策について

ここまで中小企業について社会的役割、金融の現状と問題点について述べてきた。本章では、現在の中小企業金融から見えてくる課題に対しての我々の提案をあげる。提案において序章でも述べたベンチャー企業について主に述べる。何故ベンチャーなのか、それは景気回復の傾向にある日本は、今までの救うという概念から、競争へと切り替えていくべきであると考えからである。その中でベンチャー企業に対する融資を拡大し、中小企業の競争意識を高めることによって日本経済の底上げを図ることが我々の考える中小企業金融の在り方だと考えているからである。

ベンチャーキャピタル (VC) の拡大

経済の発展を考える上で、新たな企業が多く生まれ、競争することにより成長していく、反対に競争力を失った企業が退いていくという新陳代謝は重要なことである。日本ではベンチャーに関する議論が薄れてきてはいるがベンチャー企業が多数生まれる国にすることは経済発展にとって重要であり、グローバル化によってビジネスの機会が増えた今こそ、我が国の起業精神を活性化させるべきだと考える。

その中でベンチャーキャピタル (以下 VC) は前章でも述べたように、今後の中小企業における資金調達で重要視されるべきである。

まず、VC のビジネスモデルに触れておく。VC はベンチャービジネス (以下 VB) の経営支援だけでなく、投資事業組合への運用、出資を行い、リターンを得る。⁵この投資事業組合は VC や出資者からの出資で、VB へ融資を行

⁵ベンチャー企業 吉野忠男 VB ビジネスモデルより引用

う。VCは無担保で返済義務のない投資をし、VBの株式を取得する。VBが上場後に株式を売却しキャピタルゲインを得る。VCは単に資金のための方策ではなく利用した企業は株式上場をする義務、そして危機感が生まれることや、成功のモデルを肌で感じることで、VC側もキャピタルゲインを得るためにVB

5 を成功に導くインセンティブが生まれるのだ。これはリレーションシップを超えた中小企業金融の大きな柱になると我々は考える。

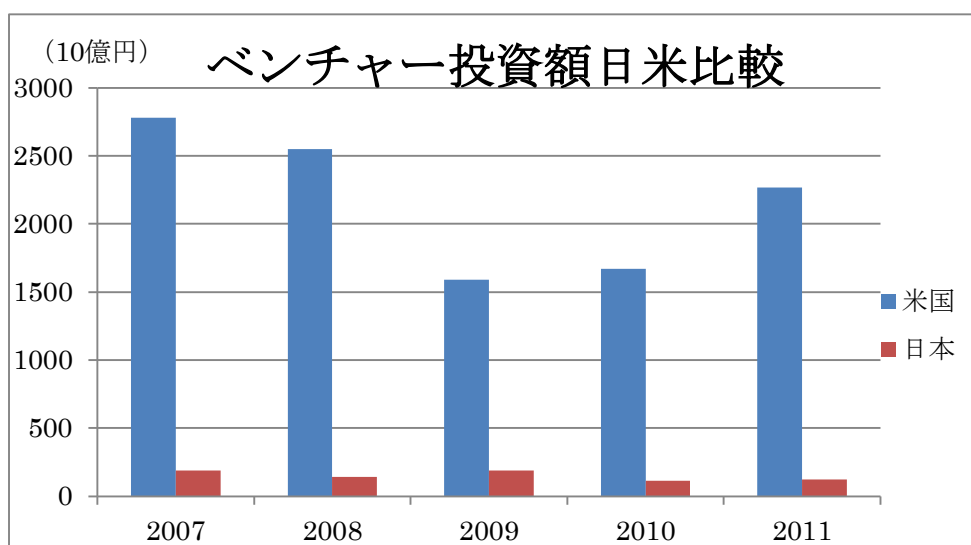
しかし、VCには課題がある。VCは多種多様なVBが対象となるだろう。その場合、それぞれの専門性のある事業の評価を行うには、人材や知識等が必要になってくる。現在のVCはこれに対応できるだけの投資、制度支援が実現

10 されていない。また、投資会社にもこのことは当てはまる。担当の能力に応じて投資の良し悪しが決定するため、VBへの投資内容は投資会社の担当の力によるところが大きい。また、専門分野のノウハウは伝承性が少ないため、特定の人物に専属することが多い。投資会社も人材育成に取り組んでいるがこのことはVCにおいて大きな課題となっている。

15 米国において、近年成功したGoogleやAmazon、Face book等のVBは今や世界的ビジネスとして経済をリードしている。一方わが国ではこの十数年大きく成長するVBが生まれていない。これが新規企業へのリスク資金、新興市場への上場が減少する悪循環に繋がっているのだ。しかし、日本の起業家が米国に劣っているという訳ではない。では何故世界的なVBが米国に多いのか。

20 日米のベンチャー投資額を比較しても圧倒的に日本の投資額は少ない。(図表14)これは日米の株式形態の違いによるものがある。米国では優先株に条件をつけることによってVBの経営関与にコミットメントすることができる。また経営の主導権を確保することも可能となり、投資家が高いリターンを得る状況を作り出せる。

図表 14 ベンチャー投資額日米比較

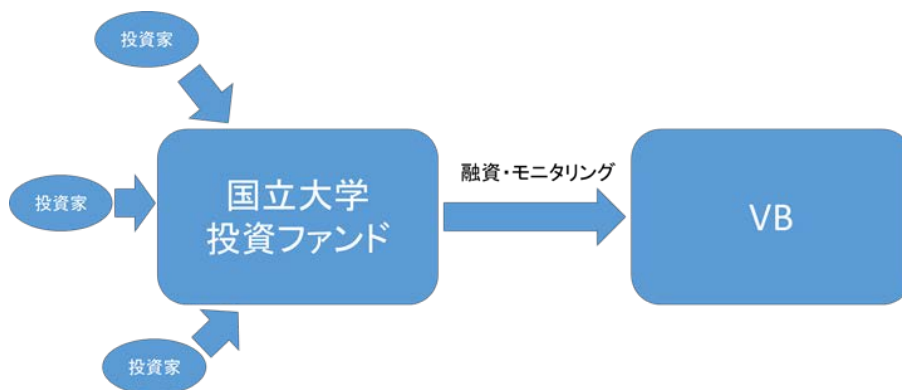


VEC 各年投資動向調査より作成

- 5 一方、日本では、経営参画の先任権や投資家に不利益な行為が株主総会で議決されるのを認めないなどの条件は優先株につけることはできない。また米国では企業が優先株の発行を柔軟に行うことができ、企業と投資家双方にメリットが大きい点が日本より米国の VC が進んでいる要因の 1 つである。もう 1 つの要因として核となる投資ファンドに差異がある。
- 10 関西では大学に眠る技術シーズを活用する動きが始まっている。大阪大学が 2015 年 7 月、国立大学初となる VC、約 120 億のファンドを立ち上げた。大阪大学の再生医療やロボット等の強みを持つ分野への投資を行うといわれている。また、神戸大学は 2016 年 4 月に大学院に「科学技術イノベーション研究科」を開設し、起業家教育カリキュラムを盛り込むことで事業化を推進する理系のリーダーを育成しようと試みている。大学の専門分野や技術が投資ファンドに必要な専門知識となるのだ。
- 15 この例から我々は全国の国立大学が VC における投資ファンドの役割を担う事を提案する。VC において最重要事項である VB が持っている知的財産の評価を投資会社が行う場合、人的コストがかかってしまう。大学が VC を設立し、学内の専門家が VB の知的財産を評価することで VC の拡大だけでなく、注目度向上に繋がる。我々は序章でも述べた通り、企業の新陳代謝を本論文の
- 20

テーマとしている。VCが注目され、起業意欲を持つ人々が増えることで企業の新陳代謝、あるいは日本経済の発展に大きな好影響を与えると考える。

図表 15 大学 VC スキーム



5

この政策において重要な、大学側が投資ファンドになるメリットであるが、実際に経営の現場を肌で感じることや、地域の経済や中小企業との繋がりが深まることで大学を中心とした地域一体の経済を形成することができると思える。

10

図表 16



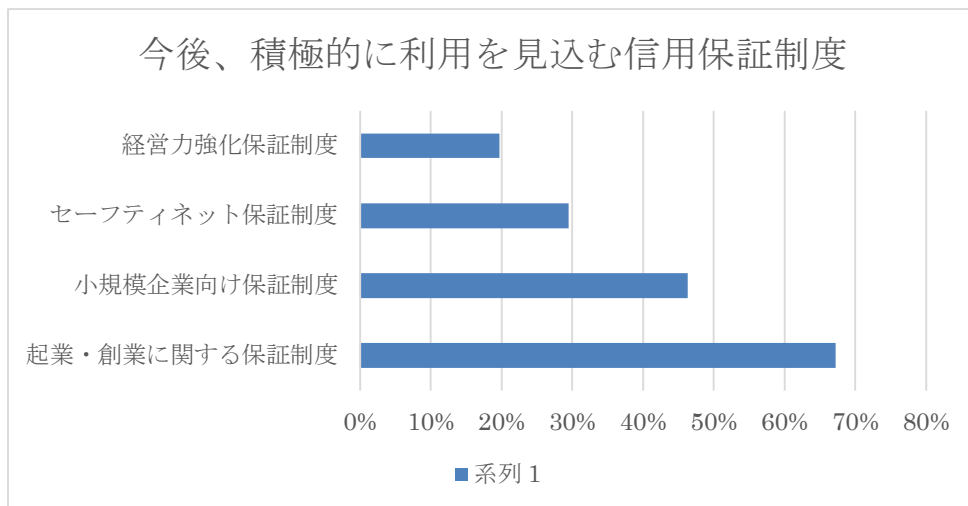
信用保証制度の見直し

15 第3章でも述べたとおり、信用保証制度の利用件数は年々減少している。倒産件数もリーマンショック以降回復の傾向にあり、政府の政策により景気も一時期よりも持ち直してきている。そんな中で、財政が悪化しており、国の補助も膨れあがっている今、信用保証制度は必要なのだろうか。確かに、信用保証制度は金融機関の融資を緩和した点で、大きな成果を上げた。今後の信用保証制度の在り方は既存企業に対してではなく、ベンチャービジネスに対してこ

20

そ發揮されるべきであるとする。

図表 17 今後の信用保証制度の在り方



5 日本政策金融公庫アンケート 金融機関の貸出スタンスの変化より作成

日本政策金融公庫のアンケート（2015）によると（図表 19）、今後積極的に利用を見込む保証制度の対象が、金融機関の大小に関わらず、企業・創業に対して利用を目指している。信用保証制度の問題は、赤字を膨らますだけのゾンビ企業に対しての融資が行われている点である。我々は、信用保証制度を既存事業向けではなく、ベンチャービジネス、新規事業への融資制度にするべきであるとする。つまり、既存事業への信用保証制度を廃止し、新規事業に対してのみの制度にすべきであると提案する。

15 ベンチャーエコシステム(VE)の活用

ベンチャーで最も考えなければいけないことは、新規で参入してきた企業同士が互いに競争することにより成長することに意味がある。競争相手双方が市場において共に成長し、日本経済を担っていくことが理想のベンチャー市場形態だと考えられる。

20 ここではベンチャーエコシステム(以下 VE)について述べていく。エコシステムの一般的な意味としては、多種多様な生物とその環境が互いに作用し合い、環境循環を作り出すシステムのことを指し、「生態系」の同意語でもある。環境

をベンチャーに置き換えることで、ベンチャー企業が成長する過程の中で、成長をサポートする制度、法律、金融機関、インフラ等の要素・機能が緊密な関わりを持つ仕組みのことである。VE を確立することで、ベンチャー企業前の起業家育成の段階に、ベンチャー成功起業家からの経営教育を受けることができる。起業してからは資金・人材・技術・市場での知識など各成長段階での適切な支援(サポート)を受けることができる。そして安定期を迎え成功した起業家は新たに参入する起業家への教育人材へとなる。このように起業前から経営安定期にかけて手厚いサポートを受け、起業成功家となって新たな人材を育てるベンチャー業界の循環構造が成立する。

- 5
- 10 VE の成功事例は米国におけるシリコンバレーだ⁶。日本マーケティング協会によると、シリコンバレーはリスクマネーの提供と成功体験のシェアがエコシステムの重要な役割を担っている。リスクマネーの提供は、初期段階ではエンジェル投資家、次の段階では VC が担う。成功体験のシェアは起業家に対して、メンタリング、ネットワーキング、教育等の身近な機会を通じ、成功体験
- 15 をシェアし、起業家精神を育むことにある。

- VE の問題点はやはり支援金だと考えられる。米国のシリコンバレーはリスクマネーに年間 3 兆円と投入している。市場規模や国家予算に大差はあるが日本で米国同様支援金を出すのは難しい話であろう。各成長段階において支援金の投入することは相当な額を要求することになるからだ。だが経済産業省は⁷、
- 20 グローバル・ベンチャー・エコシステム(GVE)連携強化事業という枠組みで平成 28 年度概算要求額 5 億円を提示している。GVE は VE を世界に拡大することだが、事業内容は経済産業省のグローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業によると、「新事業創造の担い手である起業家・ベンチャー企業や大企業、支援人材などからなる『ベンチャー創造協議会』の活動を通じて、事業連
- 25 携の促進やネットワーク形成などを図り、国内のスタートアップ・コミュニティを活性化する。さらに、起業家や中堅中小企業等のシリコンバレーへの派遣や日米交流イベントの開催等によって、事業目線の引上げを図る」といったも

⁶ 日本マーケティング協会より http://www.jma2-jp.org/main/index.php?option=com_sobi2&sobi2Task=sobi2Details&catid=31&sobi2Id=52&Itemid=535

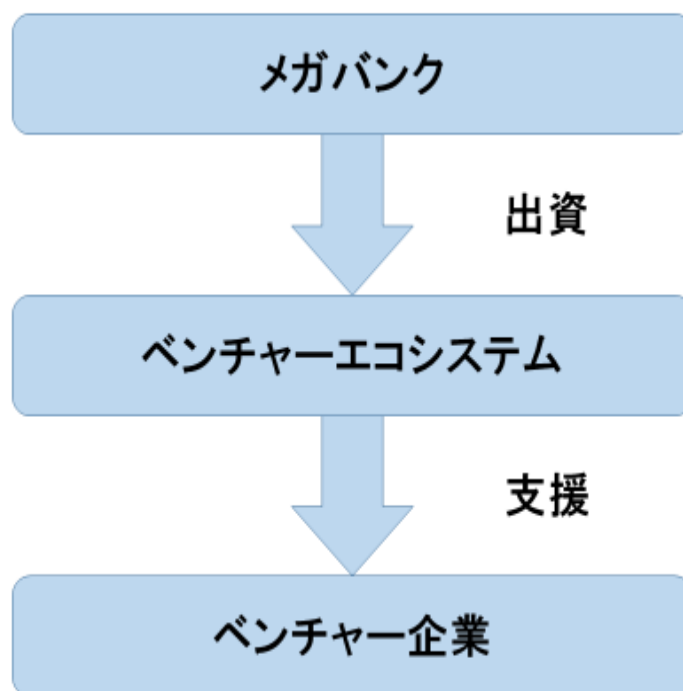
⁷ 経済産業省 HP グローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業より

のだ。しかし現在のところ 5 億のうち 3.4 億しか集まっていない以上、国家予算からこの事業が成功するとは言い難い。

そこで我々は資金の問題についてメガバンクを利用することで解決を図ることを提言する。メガバンクは地域活性化としての出資支援を行っている。メガバンク側として恣意的な意見は避けたい方針である。しかし VE のようにベンチャーを支援していくという方向性が鮮明である事業には出資したいと考えられる。図表 18 は、これらを図式にして表したものである。

以上のことからメガバンクによる VE 資金は有効であると考えられる。

10 図表 18 新規 VE 模式図



終章

第1章から第3章にかけて、中小企業の定義、中小企業の現状、直接金融、間接金融、クラウドファンディングについて述べていった。それらを踏まえた上で、第4章ではベンチャー企業に視点を置いて、ベンチャーキャピタルの拡大、信用保証制度の見直し、ベンチャーエコシステムの活用について言及した。我々は、VCによる中小企業の資金調達を重視し、中小企業金融の大きな柱になると考えられるが、日本と米国にはファンドに差異があることからVCの拡大が必要と考えた。また、VBに対してこそ発揮される信用保証制度の利用件数が年々減少していることから見直しは必要と考えられる。さらに、ベンチャー企業の成長過程において支援の不足からVEの必要性はあると提言する。

以上のことをベンチャー市場に取り入れることで、市場活性化に繋がるのではないかと考えられる。

15

20

25

30

参考文献

中小企業庁 HP

<http://www.chusho.meti.go.jp/>

2014年版中小企業白書について

- 5 <http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/download/14042500h26-Gaiyou.pdf>

サービス立国型英国の経済構造-中小企業の視点から- (2014年3月)

<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2014/07001626.html>

イギリス通信 英国の中企業金融

- 10 <http://www.ginkouin.com/oversea/britain2/>

総務省 ICU産業のグローバル戦略等に関する調査研究 平成25年

http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/linkdata/h25_01_houkoku.pdf

財務省 法人企業統計

<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/>

- 15 全国信用保証協会連合会

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

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー

<http://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/about-deloitte/articles/dtfa/deloitte-tohmatsu-financial-advisory.html>

- 20 流動化・証券化協議会 ABCP/ABL 統計調査

<http://www.sfj.gr.jp/info/>

金融商品取引法

<http://law.e-gov.go.jp/htmldata/S23/S23HO025.html>

金融庁 金融商品取引法等の一部を改正する法律

- 25 <http://www.fsa.go.jp/common/diet/186/01/setsumei.pdf>

VEC 各年投資動向調査

<http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2013-sokuho20131018.pdf>

日本政策金融公庫アンケート

https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/shiyohosyo150629_1.pdf

日本マーケティング協会

http://www.jma2jp.org/main/index.php?option=com_sobi2&sobi2Task=sobi2Details&catid=31&sobi2Id=52&Itemid=535

グローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業

- 5 http://www.meti.go.jp/main/yosangaisan/fy2016/pr/pdf/i02_sansei.pdf

総務省統計局

<http://www.stat.go.jp/data/e-census/2012/kakuho/gaiyo.htm>

中小企業 重要性

<http://www.gov-online.go.jp/useful/article/201311/2.html>

- 10 信用保証制度をめぐる現状と課題

http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8226442_po_0794.pdf?contentNo=1&itemId=info:ndljp/pid/8226442&__lang=ja

中小企業と地域貢献

<http://www.shokosoken.or.jp/chousa/youshi/23nen/23-2.pdf>

- 15 中小企業が直面する経営上の問題点

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H13/02-01-01-02.html>

信金中央金庫

<http://www.shinkin-central-bank.jp/>

信金中金 地域・中小企業研究所

- 20 <http://www.scbri.jp/reports.htm>

中小機構 経営力の強化 第13回 米国の中小企業と中小企業支援施策

<http://www.smrj.go.jp/keiei/kokusai/report/chosa/ny/002451.html>

矢野経済研究所 国内クラウドファンディング市場に関する調査結果 2015

<https://www.yano.co.jp/press/press.php/001429>

- 25 「検証 中小企業金融」 渡辺努、植杉威一郎（2008）

「中小企業の現状と中小企業金融」 吉野直行、渡辺幸男（2006）

「事業会社のための ABL 入門」 金城亜紀（2011）

「中小企業金融入門 第2版」 藪下史郎 武士保友生（2006）