

5

2019 年度 証券ゼミナール大会

第 1 テーマ

10

「日本における非上場企業の資金調達」

15

明治大学 勝ゼミナール
伊藤班



20

目次

	はじめに	3
	第 1 章 上場の意義	4
	第 1 節 企業が上場する仕組み	4
5	第 2 節 上場の意義	5
	第 3 節 上場しないという選択肢	6
	第 4 節 上場のデメリット 説明責任と費用	7
	第 2 章 証券市場の現状	8
	第 1 節 市場の構成	8
10	第 2 節 東証の形骸化	10
	第 3 章 非上場企業の現状の資金調達方法	11
	第 1 節 非上場企業の成長ステージと資金調達	11
	第 2 節 上場意思のない中小企業と間接金融	13
	第 3 節 公的金融・公的支援	15
15	第 4 節 上場意思のない中小企業と直接金融	20
	第 4 章 成長企業と様々な資金調達方法	23
	第 1 節 創業期	24
	第 2 節 成長期	26
	第 3 節 安定期拡大期と M & A	29
20	第 5 章 中小企業のライフサイクルと資金調達の在り方：提言	32
	第 1 節 創業期における政策提案	32
	第 2 節 成長初期における政策提案	38

第3節 上場を検討する非上場企業への政策提案	40
おわりに	41
参考文献	41

5 はじめに

日本にある企業の99.9%は非上場企業であり、人口減少・消費税増税による景気低迷が叫ばれる中、我々の班は非上場企業こそが今後の日本経済を支える礎となると考える。しかし現状では多くの非上場企業が資金調達に困難を感じている。理由としては資金提供の中枢を担う民間金融機関は顧客の預金を信用として企業に資金融資を行うので、赤字を計上する企業には資金提供を渋る傾向にある。

実際に2017年度版日本銀行統計によると国内銀行の中小企業向け融資残高推移は年々減少傾向にあり、1995年から2016年にかけて30%（81兆円）もの割合で減少している。さらに非上場企業により発行される未公開株は証券取引所で売買することができないため、IPO株にならない限り投資家へ利益還元できないため、証券市場を通じた資金流動性が著しく低い。

そこで本稿では非上場企業の資金調達を金融市場・証券市場を通して円滑にするため、創業間もない企業から事業を拡大し続けグローバル進出している企業まで、多種多様な非上場企業がある中で、安定して黒字計上できない創業期¹と成長初期そして上場を検討する非上場企業に注目し政策提言を行う。

初めに、第1章では企業が上場するための条件を確認したうえで上場そのものの意義や、逆に上場しない選択肢や上場のデメリットを、実例を交えて説明する。次に第2章では証券市場の現状を中心に、日本の証券市場の市場構成や東証の形骸化について述べる。第3章では間接金融、公的金融、債券発行など

¹ 中小企業庁(2018)『2017年度中小企業白書』「第2部 中小企業のライフサイクル」では中小企業を以下の3つに分類している。

1. 創業期：本業の製品・商品・サービスによる売上がない段階
2. 成長初期：売上が計上されているが、営業利益が黒字化していない段階
3. 安定・拡大期：売上が計上され、少なくとも一期は営業利益が黒字化した状態

の資金調達の実況に言及し、第4章において成長企業の様々な直接金融について述べる。最後の第5章では非上場企業を創業期・成長期に分けそれぞれ政策提言する。また、上場を検討する非上場企業に対しても同様に提言を行う。

5 第1章 上場の意義

本章では、企業がどのようにして上場するのか、そもそも上場する意義は何なのかを検討し、上場・非上場の違いについて明確にしていく。

10 一般的に、多くの会社が発展の足掛かりとして自社株式の上場を目指す。定められた要件や手順を踏んで上場した企業と、非上場企業では様々な違いが見られる。

総務省統計局の最新調査結果では日本国内企業数は約 385 万 6457 企業²

15 (2016 年時点)である。また、日本取引所グループによると、2019 年 9 月 27 日現在の国内上場会社数は 3,674 社である。よって国内の上場企業は約 0.095%とほんの一握りで、残り約 99.9%は非上場企業である。

第1節 企業が上場する仕組み

20 このような一握りの企業は、どのように上場を果たしたのだろうか。上場の仕組みと手順について紐解いていく。

株式が上場されるということは、日本中の人々、また世界中の人々の投資対象になるということである。そのため、上場企業としての役割を果たす準備を行う必要があり、社内管理体制の整備・見直しや、収益基盤の強化が求められる。上場審査を実施するには、流動性や経営成績、財政状況などについて一定
25 の基準を満たす必要がある。

この際、主幹事証券会社や公認会計士(監査法人)の指導を仰ぎながら進めてい

² 総務省統計局の「経済センサス-活動調査」における、2016 年 6 月 1 日現在の企業等数。国及び地方公共団体を除く。

くこととなるが、いくつかの事前確認の後、上場申請を経て、上場審査にかけられる。審査内容の一つである社長説明会を終え、東証内決議で審査基準に基づき上場の可否が決定される。

- 5 上場申請前には3項目事前確認を申請受付の1週間以上前に主幹事証券会社との間で行う必要がある。公開指導・引受審査の内容に関する事項、反社会的勢力との関係、審査日程という3つの事前確認を行う。
- 公開指導・引受審査の確認では、主幹事証券会社が、上場申請に至るまでに実施した公開指導や引受審査の過程で特に留意した事項（内部管理体制の整備・
- 10 運用、特殊な会計処理の採用、重大な法令違反の存在、特筆すべき事業上のリスクなど、各企業独自の要素を鑑みて特に留意した点）を確認する。
- 新規上場申請者の関係者（役員、株主、取引先等）の範囲で、反社会勢力との関係がないか確認を行い、標準審査期間である3か月を基準に上場スケジュールの確認を行う。このような事前確認の後、上場申請を行い、審査を受けること
- 15 となる。

第2節 上場の意義

上場の意義としては、以下の3つが考えられる。

- 第一に、資金調達の円滑化・多様化が挙げられる。上場企業は、取引所市場
- 20 において高い流動性を持つ。東京証券取引所が発行する上場ガイドブックでは、「直接金融の道が開かれる」と表現しているが、公募による時価発行増資、新株予約権・新株予約権付社債の発行などが可能で、資金調達基盤がある程度確立される。第二章以降で、様々な資金調達について触れていくが、このように、資金調達能力が増大するということは、財務体質の改善・充実に繋が
- 25 り、企業成長の大きな一歩となるだろう。

第二に、信用力・知名度の向上である。企業自体が社会的に認知されることで、金融機関や取引先などからの信用力が向上する。また、知名度が高くなることで優秀な人材の確保が期待できる。

- 第三に、内部体制が整うことである。企業情報を開示することで、投資家や
- 30 株主などのステークホルダーからのチェックが行われる。これにより、個人的

な経営ではなく、組織としての企業運営体制が構築される。このような内部体制の充実により、従業員の士気向上も十分に期待できるだろう。

第3節 上場しないという選択肢

- 5 上場を果たすことは、一般的に企業としての大きな目標のひとつであるが、この流れに乗らない企業もある。上場基準を満たせるにも関わらず上場しない企業や、自らの意思で上場を廃止して非上場化する企業も存在するのだ。

例えば新聞社は報道の公正性や中立性を保つため、生命保険会社は、相互扶助の精神に基づいた独自の企業形態を取っているため、上場しない方針をと
10 る。このように、事業の特性により上場を選択しない場合もあるが、経営判断として、あえて上場という選択肢を取らない企業も存在する。

(1) 上場に踏み切らない企業 「サントリーホールディングス」

- 15 サントリーホールディングスがひとつの例である。同社は子会社のサントリー食品インターナショナルを上場しても、サントリーホールディングスは上場しない選択をしている。株式会社ローソンの元社長でもある、現在のサントリー社長新浪剛史氏は、2017年5月NHKの取材の中で、「上場企業の社長も経験して思うのは、日本は20年の厳しい時代を乗り越えてきた中で、株主偏重主義がずいぶん入ってきたんじゃないかと。」「非上場企業のサントリーの場合、
20 長期的にものを考えて社会のためになることをやっていける。」と上場を選択しない理由を述べている。

(2) 上場を廃止する企業

- 25 上場を廃止するとは、株主から株式を買い取るMBO (Management Buyout)³により、自らの意志で非上場化することである。

上場廃止した企業のうち、創業経営者の全額出資で非公開化した企業にCCC (カルチュア・コンビニエンス・クラブ) 社がある。創業経営者である増田宗

³ MBOとは、経営者自ら会社の株式・事業などをその所有者(株主)から買収すること。

昭氏は、2011 年 2 月の会見において、「株主を気にするあまり意思決定が遅れる恐れがあった。」と MBO を決断した理由を述べている。⁴「短期的には大きな利益を生まない事業にも今後は積極投資する。」と語った。

- 5 非上場企業のメリットとして、これまでの運営方針や雇用を継続できることや、市場で予期せず買収されるリスクが少なくなることも挙げられるが、短期的な市場の声に惑わされず中長期的な経営判断が可能であることが重要である。例に挙げた 2 社も、この経営の自由度という観点に則り、非上場という選択をしている。

10

第 4 節 上場のデメリット 説明責任と費用

上場企業とは、広辞苑の文言を用いて端的に表すと、「発行株式が金融商品取引所で売買取引されている会社」ということになる。売買取引がなされるには、売る側と買う側との間で正しい情報が共有され利害が一致する必要があ

- 15 る。そのため、企業側には、

経営方針や雇用の確保のために、株主らステークホルダーに向けての説明責任が生じる。3 カ月に 1 度、その会社の業績や経営に関する情報を開示しなければならず、3 カ月に 1 度、投資家に会社の経営に対して評価をされる言い換え
20 ば、長期的に見て利益が見込まれる案件があっても、短期的に利益の出る案件に注力せざるを得ない。つまり、長期的な視点で自由な経営ができなくなる。また、株式は、市場にいつでも売買が行われているため、経営者の意思とは無関係に買収されるリスクが常に存在する。

- 25 上場に伴う費用も莫大である。上場申請時には、上場審査料として 400 万円が必要となり、新規上場時には、新規上場料及び公募又は売出しに係る料金が必要となる。

⁴ 日本経済新聞 2011 年 2 月 3 日号を参照

図表 1：上場に必要な費用例

料金		料金	
新規上場	第一部	1,500万円	上場日の月の翌月末日
	第二部	1,200万円	
公募または売り出しにかかる費用		(1) 株式等の公募 公募式数×公募価格×万分の9	上場日の月の翌月末日
		(2) 株式等の売り出し 売出席式数×売出席格×万分の1	

(出典) 東京証券取引所グループ (2018) 『新規上場ガイドブック 2018』を基

5 に筆者作成。

上場後も、時価総額に応じて支払う年間上場料や、新株券発行・上場に伴う料金は定期的に負担していかなければならない。市場変更の際にも、市場変更審査料として、上場審査料と同額の400万円が必要になるほか、吸収合併が行

10 われる際にも費用が発生する。

第2章 証券市場の現状

第1節 市場の構成

以上上場の意義について概観したが、ここではその場である東京証券取引所

15 について検討する。東証では、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ 及び TOKYO PRO Market の5つの市場が提供されている。

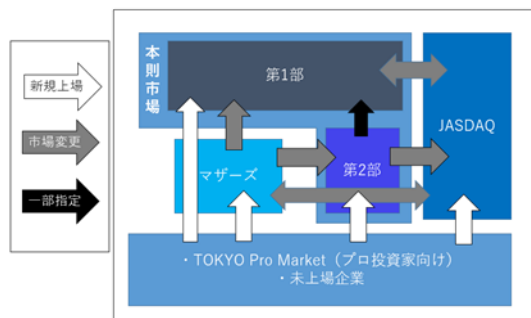
第一部と第二部を合わせて「本則市場」と呼び、国内外を代表する大企業や中堅企業が多く在籍する、日本の中心的な株式市場である。特に市場第一部では、海外の投資家が多く売買取引を行う国際的な市場として、市場規模や流動性においてトップクラスとなっている。マザーズとは、近い将来第一部上場を見据えた成長企業向けの市場であるため、マザーズに申請する企業には「高い成長可能性」が必要とされる。JASDAQ は、(1) 信頼性、(2) 革新性、(3) 地域・国際性という3つのコンセプトを掲げている。こういったコンセプトを基に、一定の事業規模と実績を有する企業を「スタンダード」、さらに特色ある技術や

20 ビジネスモデルを持ち、より将来への可能性に富んだ企業を「グロース」とすることで、2つの企業群を構成している。

25

また、新規上場後も、企業の成長段階に応じて市場を変更することも可能である。

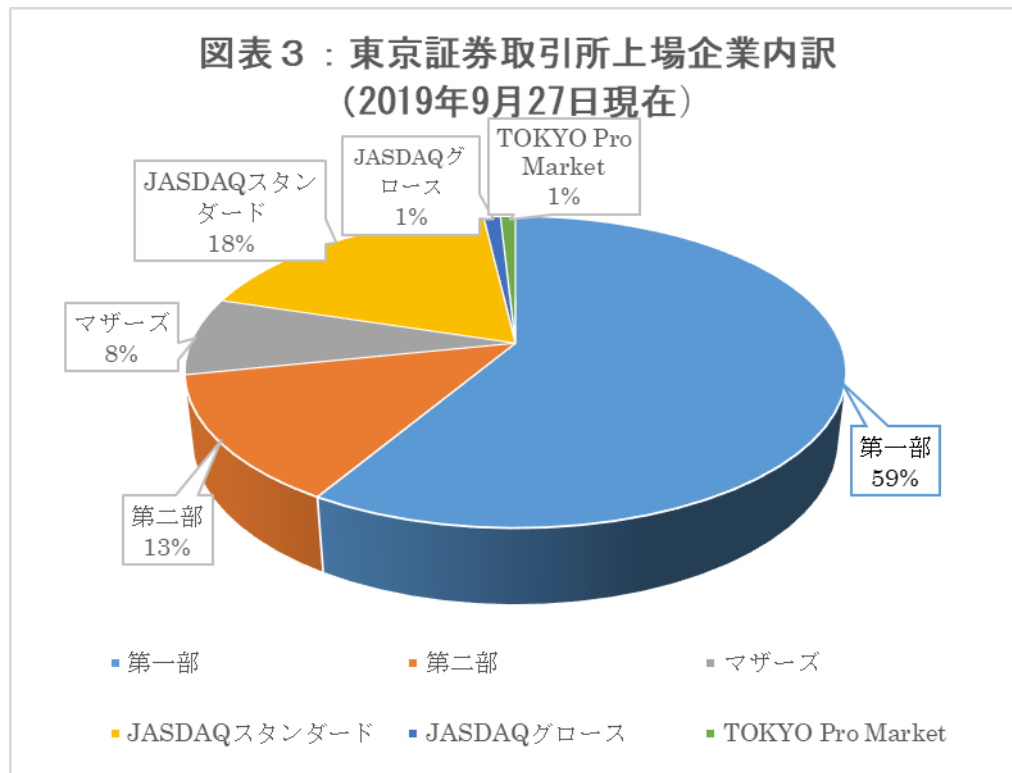
図表 2：東京証券取引所における市場構成



- 5 (出典) 東京証券取引所 (2018) 『新規上場ガイドブック 2018』を基に筆者作成。

- 10 TOKYO PRO Market は、先に述べた 4 つの市場とは違い、株主数や利益額など上場に際して必要な数値基準がなく、東京証券取引所から認証を受けた J-Adviser が上場の適格性を判断するという柔軟な上場制度を設けている。将来の一般上場の足掛かりとして、活用する企業も出てきている。

第 2 節 東証の形骸化



(出典) 日本取引所グループホームページ内「上場会社情報」
<https://www.jpx.co.jp/listing/index.html> を基に筆者作成

5

東京証券取引所に上場している 3,674 社（うち 5 社が外国会社）のうち、半数以上の 2,151 社（うち 2 社が外国会社）が第一部に所属している。米ナスダックのグローバル・セレクトで 1,400 社程度、ロンドンのプレミアムで 500 社程度と、日本の東証一部ははるかに多い。

10

第一部以外の市場から、第一部に内部昇格する企業も多く見られる。新興市場向けのマザーズや第二部に所属する企業は、時価総額においては 40 億円という数値をクリアすれば第一部へ昇格が可能である。

15

非上場企業が直接第一部に上場するための時価総額基準 250 億円と比較すると、圧倒的に低いハードルであることが分かる。第二部やマザーズ、JASDAQ、TOKYO Pro Market は「ステップアップ市場」としての役割も有している。そ

のため、企業が第一部に移行することや、上場企業が増えること自体は問題ではない。

しかし、上場基準の緩さ故に、一部上場企業間での格差や、企業が成長を止めてしまうという点が問題となり、東京証券取引所の市場区分の見直しに向けた議論がなされている。

このように、取引市場における形骸化が取り沙汰される昨今、上場が最善と考えない企業も存在している。

第3章 非上場企業の現状の資金調達方法

上場、非上場それぞれのメリットとデメリットについて触れてきたが、企業は上場を目指し続けるメリットがデメリットを下回る場合、企業活動や発展の妨げになるとされ、自主的な非公開化を選ぶ企業もでてくる。これを判断するには、事業を開始、及び運営するための資金調達という観点が重要である。第3章以降では、非上場企業の資金調達の詳しい現状に触れ、今後の方策について提言していく。

第1節 非上場企業の成長ステージと資金調達

非上場企業は発展段階や事業規模に応じて、①創業期②成長初期③安定期・拡大期の三つの段階に分類される。①創業期は本業の製品・商品・サービスによる売上がない段階、②成長初期は売上が計上されているが営業利益が黒字化していない段階、③安定・拡大期は売上が計上され、少なくとも一期は営業利益が黒字化していない段階と定義する。

企業の成長段階ごとの資金調達方法における理想と現状にはギャップがある。

図表 4：創業期の資金調達方法のギャップ

	利用しなかった方法	実際に利用した方法
1 位	民間金融機関からの 借入れ(48.8%)	経営者本人の自己資 金(80.2%)
2 位	政府系金融機関から の借入れ(48.6%)	民間金融機関からの 借入れ(34.9%)
3 位	公的補助金・助成金 の活用(43.5%)	家族・親族、友人、 知人などからの借り 入れ(34.0%)
4 位	VC・投資組合や ファンドなどからの 出資(38.6%)	政府系金融機関から の借入れ(25.2%)
5 位	個人投資家からの投 資(36.1%)	公的補助金・助成金 の活用(8.9%)

図表 5：成長初期の資金調達方法のギャップ

	利用しなかった方法	実際に利用した方法
1 位	公的補助金・助成金 の活用(49.5%)	民間金融機関からの 借入れ (59.0%)
2 位	VC、投資組合・ファ ンド等からの出資 (46.6%)	経営者本人の自己資 金 (52.5%)
3 位	政府系金融機関から の借入れ(44.3%)	政府系金融機関から の借入れ(35.0%)
4 位	個人投資家からの 出資 (43.4%)	家族・親戚・知人等 からの借入れ(20.8%)
5 位	クラウドファンディ ングの活用(43.0%)	公的補助金・助成金 の活用 (13.1%)

図表 6：安定期・拡大期の資金調達方法のギャップ

	利用しなかった方法	実際に利用した方法
1位	公的補助金・助成金の活用(51.2%)	民間金融機関からの借入れ(61.6%)
2位	クラウドファンディングの活用(47.7%)	経営者本人の自己資金(48.5%)
3位	VC、投資組合、ファンド等からの出資(46.9%)	政府系金融機関からの借入れ(34.1%)
4位	政府系金融機関からの借入れ(45.3%)	公的補助金・助成金の活用(13.8%)
5位	個人投資家からの出資(44.2%)	家族・親族、友人・知人等からの借入れ(13.6%)

(出典) 中小企業庁委託「起業・創業の実態に関する調査」2016年11月三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株)を基に筆者作成。

- 5 以上より、持続成長型の企業は、創業時については金融機関からの融資を利用したかったが、実際には自己資金を活用している。成長段階が進むにつれて、金融機関からの融資や公的補助金・助成金は活用できるようになっていくが、一方でベンチャーキャピタルや個人投資家等からの出資やクラウドファンディングの活用といった、金融機関からの借入れ以外の多様な方法での資金調達に
- 10 ついては、ニーズは高いものの実際に活用できていないことが推察される。

第2節 上場意思のない中小企業と間接金融

- 間接金融とは資金の貸し手、借り手間に第三者が存在する取引のことである。個人や金融投資家が金融機関へ預金し、金融機関がこの資金を企業に融資をす
- 15 るといったように、金融機関が間に立って貸し手と借り手を間接的に結びつける役割をしている。中小企業はこの間接金融に多くを依存している。しかしその一方で、間接金融には課題点が存在しており、利用しにくい現状がある。以下、間接金融の代表例である銀行融資を用いて課題点を述べていく。

銀行融資における課題点は以下の4点である。

第一に挙げられるのは、貸出のコストだ。これは「貸し手における規模の経済」が働く為である。一般に、銀行融資であれば融資金額が大きくなればなるほど、融資を実行するために必要な審査費用などの単位当たり貸出コストは低下する。つまり、中小企業への貸出は大企業に比べて小口となるため、その分

5 コストも高くつく。その為、銀行側は一件あたりの融資金額が大きな借り手である大企業を優先する傾向にある。

第二に、「情報の非対称性」の問題がある。つまり、貸し手（金融機関）が借り手（中小企業）の情報を借り手と同レベルに把握することが難しいということである。中小企業の経営情報の入手が容易ではない。大企業の場合、企業

10 情報を広く開示しているため、金融機関が融資判断するに際して情報が入手しやすい上、会計監査が会社法上義務付けられている為に財務状況の把握が比較的容易である。しかし、中小企業の場合、一般的に企業情報があまり開示されておらず、また、財務データを整備していない企業もある。その為、中小企業の状態が不透明でリスクが高いとみなされがちである。業況の変化が激しい中

15 小企業の経営実態をより正確に把握する為には、金融機関の中小企業の経営者との密接な接触が必要となる。また中小企業側も自ら企業情報の開示に努めることや財務諸表の信頼性を高めることが必要となる。

第三に、担保の問題がある。金融機関では情報の非対称性が強く、借り手に関する情報が入手できない場合、または、将来的な事業動向を不透明とみなす

20 場合、それらのリスクを穴埋めするために担保提供を要求する。中小企業は金融機関から融資を受ける際、不動産を担保とすることが一般的である。しかし、中小企業は資金が乏しいため、不動産を十分に保有していない企業も少なくない。つまり、借入において担保が重視される際には、十分な借入が出来ない。担保は本来、企業の総合的な信用力を補うためのものである。しかし、

25 実際は金融機関の審査コストの削減の為に、担保が借入の成否を大きく左右する要因となりがちである。

第四に、個人保証の問題だ。金融機関が中小企業に融資を行う場合、中小企業の代表者や代表者の親族・知人等の第三者に個人保証を求めるケースが多い。万一、中小企業が企業収益から返済ができない時には、個人保証の部分が

30 実行されてしまい、中小企業代表者等が所有する不動産や預貯金などの大部分

を失い、再起が困難になりかねない。特に、第三者保証徴求については、事業資金の調達のために当該事業とは直接関係の無い第三者を保証人とすることから、当該第三者が別企業の経営者の場合には連鎖倒産を引き起こし、個人の場合にはその生活基盤自体に大きな悪影響を及ぼしかねない。中小企業の代表者等が担保や保証で過度に責任を負うことは、中小企業に対する円滑な資金調達を阻害している大きな要因である。

以上のような理由から、中小企業は大企業に比べ、融資を受けにくい状況にあるといえる。中小企業は資金を調達する際に社債などの手段が活用しにくい
ため、金融機関から資金を調達せざるを得ない。しかし、既に述べたこれらの
問題をクリアできる優良な中小企業でなければ実際には融資を受けることが難
しい。たとえ融資を受けることができたとしても、高い利率など厳しい条件を
強いられることも少なくない。したがって、豊富な情報を提供できる規模の大
きい企業は融資において有利となり、規模の小さい中小企業は不利になるとい
う実態が発生している。

第3節 公的金融・公的支援

(1) 公的金融

前節までは民間部門の間接金融による非上場企業の資金調達について記述して
きたが、この節では公的部門が行う金融活動について述べる。公的金融は民間
金融機関が担えない部分を補うという民業補完の原則のもとで、情報の非対称
性などの市場の失敗や自然災害に対応することを目的としている。非上場企業
のうち、一部の中小企業は民間の金融機関からの融資を受けられないため公的
金融機関を頼ることになる。

① 日本政策金融公庫

日本政策金融公庫は政府が100%出資して設立された政府系金融機関であ
る。民間よりも低い金利での融資を行い、融資の審査基準も低くなっており民
間金融機関からの融資を受けられない中小企業の受け皿となっている。制度の
利用には条件がありある程度ステージの進んだ企業にとっては利用できる融資
制度は限られており、また融資の開始までに時間がかかるという特徴がある。

主な業務として国民生活事業、農林水産事業、中小企業事業の3つがあり、今

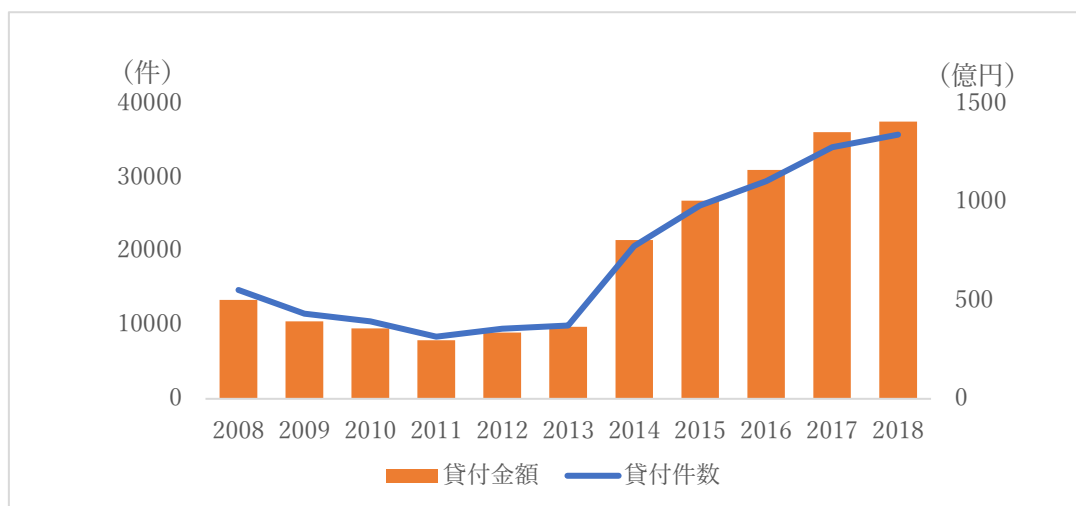
回は大きく関わる国民生活事業と中小企業事業に目を向ける。

国民生活事業では主に従業者が 9 人以下の小規模事業者に対して平均で約 700 万円の小口融資を行っている。経営環境の変化に対するセーフティネットの機能や新規事業の支援のための様々な融資制度を用意しているが、その中でも

- 5 特徴的な制度として新創業融資制度が挙げられる。これは信用力・担保力が小さく民間金融機関からの資金調達が難しい創業期の事業者が、少額ながら無担保無保証で融資を受けることのできる制度である。以下のグラフは近年の新創業融資制度の実績である。これを見るとここ数年でこの制度を利用した融資が増えており今後もこの制度の利用が増えていくのではないかと予想される。

10

図表 7：新創業融資制度の実績



(出典) 日本政策金融公庫国民生活事業「業務統計年報令和元年版」

https://www.jfc.go.jp/n/company/national/pdf/g_toukeinenpo_r01.pdf

- 15 を基に筆者作成。

中小企業事業では中小企業に対して長期固定金利での融資を行い、安定した長期での事業資金を供給している。内訳をみると融資の 6 割弱が期間 5 年超の融資であり、長期運転資金に向けた融資に重きを置いていることが伺える。

20

② 商工組合中央金庫

商工組合中央金庫は政府系金融機関の一つで、80%が政府の出資で残りが

中小企業団体の出資により設立された。特徴としては預金・決済機能があり手形割引や短期での融資が可能で、融資の対象が出資団体の構成企業に限定されることがあげられる。資金の9割が自己資金で賄われており利益を確保する必要があるため、低金利ではあるものの前述の日本政策金融公庫に比べて審査の基準が高くなっている。なお融資の利用条件に企業の規模の上限はないため、よりステージの進んだ成長期または安定期の企業向けの融資を行っている。またセーフティーネットや長期運転資金、設備投資資金の融資の他に、地域再生・活性化支援や成長・創業支援プログラム、海外展開支援など中小企業の企業価値を高めるための取り組みを進めており、融資による資金調達に加えて、信用力の弱い企業が今後金融機関から融資を受けやすくなるような企業の成長を支えてくれるという点で利用するメリットが大きいといえるだろう。

③ 信用保証協会

信用保証協会は信用力の弱い非上場の中小企業や小規模事業者が民間金融機関からの融資を受けやすくなり、円滑な資金調達を行えるように全国各地に設立された公的機関である。金融機関は企業に融資する際に貸倒れのリスクを考慮するため、信用力・担保力が弱い中小企業などは融資が認められないことが多いが、信用保証協会が信用保証をすることで金融機関の貸倒れのリスクは小さくなり融資が認められるようになる。この制度を信用保証制度と呼ぶ。手順としては保証の申し込みが行われた後、信用保証協会が事業内容や経営計画書をもとに保証を行うかの検討を行う。保証が認められた場合、金融機関から融資を受けることになり、返済計画に基づいて借入金の返済を行っていく。もし返済ができなくなった場合、信用保証協会が代位弁済を行い、利用者は信用保証協会に代位弁済された分の返済をすることになる。この制度を利用する際は信用保証協会に信用保証料を支払うことになるが、民間金融機関からの融資を受けるのが難しい企業にとっては資金調達をする手段として有効な手段といえるだろう。

30 (2) 公的支援

公的支援は国や地方公共団体などの公的機関が民間企業などに対して行う支援のことである。今回は非上場の企業が受ける経済的支援として助成金・補助金と優遇税制について取り上げる。

5 ① 助成金・補助金

助成金と補助金は国や地方自治体が推し進めている政策と合った活動をしている企業などに対して国や地方自治体が支給する返済不要のお金である。これらは借入金ではないため自己資本に繰り入れることができ、非上場の企業にとっては助成金・補助金を受けることは企業の評価の判断基準である自己資本比率を10 上昇させる大事な機会である。助成金・補助金はともに決められた条件を満たした企業を対象に支給されるお金で後払いでの支給となる。なお助成金と補助金には違いがあり受け取れる可能性も異なっている。助成金は主に厚生労働省が扱っており、あらかじめ決められた一定の条件を満たせば必ず受給することができる。一方、補助金は主に経済産業省や地方自治体が扱っており、助成15 金よりも支給金額が大きい代わりに支給するお金の総額が決められており、一定の要件を満たしていても審査に通らなければ受給することができなくなっている。両者ともに受給するまでの過程で企業としての価値の向上が見込めるが、共通の課題としては利用率の低さがあげられ、これについては後の章で詳しく言及する。

20

② 優遇税制

資金調達が厳しい非上場企業にとって法人税などの税金は大きな負担となり経営状況を圧迫しかねない。そこで国や地方自治体が税金の軽減をして中小企業の経営と成長を支援する目的で複数の優遇税制が用意されている。代表的な25 ものとして中小企業投資促進税制が挙げられる。これは中小企業の設備投資を促す目的で創設され、中小企業が特定の機械装置等の取得をした際に取得価額の30%の特別償却または取得価額の7%の税額控除が受けられるというものである。受けられる企業の規模に上限があるものの、税金を減額することで中小企業が投資をすることに対して支援を行っている。

30

(3) 公的金融・公的支援の問題点

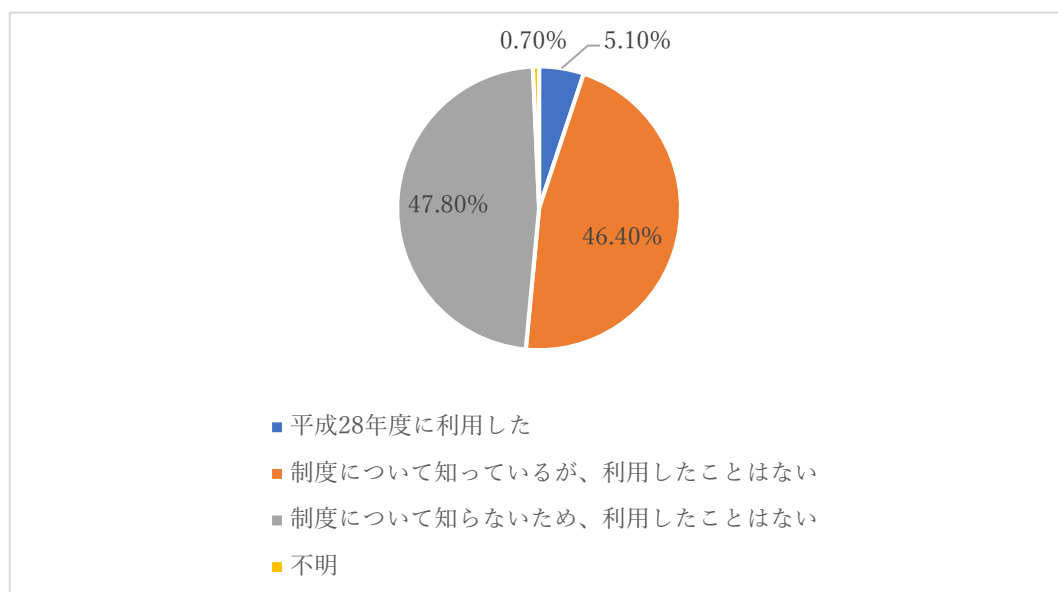
① 政府系金融機関の民業圧迫

日本政策金融公庫や商工組合中央金庫の融資について前章で触れたが、その問題点として政府系金融機関の業務が民間金融機関の業務を圧迫しているというものがある。本来公的金融は民間が補えない部分を公的機関が補うという民業補完の原則の上に成り立っている。しかし、近年公的金融機関の業務が拡大しており、基本的には民間金融機関と協力関係にあるものの競争関係になる事案が発生している。民間よりも低金利での融資を行っている公的金融機関との競争では民間金融機関は不利な状況に置かれやすく、融資の機会を失ってしまっている。2018年の全国銀行協会が行ったアンケート結果では800件以上もの民業圧迫事例が報告された。公的金融機関の本来の目的にそぐわない現在の状況は正しい公的金融のあり方とは言えないだろう。

② 助成金・補助金の低い利用率

助成金・補助金は返済不要の資金ゆえに大事な資金調達源であると前章で述べたが、この問題点としては先ほど軽く触れたように利用率の低さにある。図表18は代表的な助成金であるキャリアアップ助成金の利用状況についてのデータである。

図表8：キャリアアップ助成金の利用状況



グラフを見ると約半数が制度自体について認知していなかったことが浮かび上がる。また認知はしていたものの実際に利用していない企業の割合も高くなっている。この原因としては助成金を受けるまでの手続きが複雑で要件を満たしていても受給を断念することが考えられる。利用率がわずか5%ほどというものでは制度としてうまく機能しているとは言い難く、まずは制度自体の認知度の向上、そして申請・受給までのサポートにより利用率の向上が必要である。

10

第4節 上場意思のない中小企業と直接金融

次に、現状ある直接金融の特徴と問題点について述べる。

直接金融とは、貸し手が借り手に直接資金を提供する方法であり、リスクは貸し手が負う。つまり投資家が企業の資金調達に直接的に参加できるということだ。企業にとっては上記の間接金融より直接金融のほうが有利な条件で資金を調達できるというメリットがある他、個人投資家向けに普通社債等を発行する企業も増えており、直接金融化の流れが加速している現状がある。ここでは社債について述べていく。

15

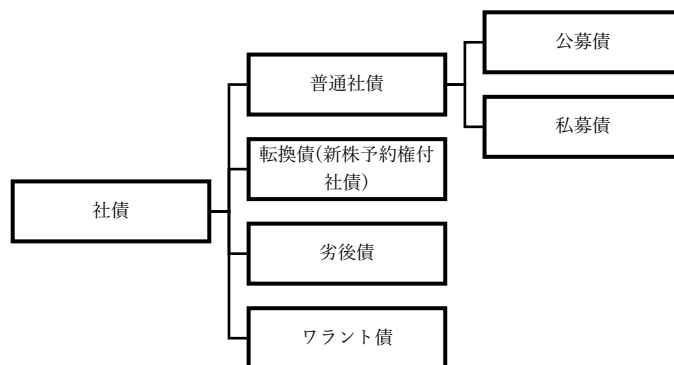
20 社債とは、企業が再建という有価証券を発行し、不特定多数の会社・個人から資金を調達する方法である。社債を持つ人は債権者ではあるが、会社の経営に口を出すことはない。

社債には基本形の普通社債の他、一定の条件で株式に転換できる転換社債型新株予約権付社債や、弁済の優先順位が低い代わりに高利回りである劣後債等が存在する。社債の分類は以下の通りだ。

25

30

図表9：社債の分類



(出典) 富山綜合法務事務所『資金調達・ファイナンスサポート』を基に筆者作成。

- 5 中小企業向けの社債として、私募債と新株予約権付社債が挙げられる。

① 私募債

- 10 私募債は公募債より起債基準が緩やかなものである。公募債は起債の適格基準が定められており、中小企業にとって基準に適合するものは少ないため、中小企業には利用されていない。一方で、私募債は決まった少数の投資家を対象とするため、金商法開示規制を受けず、中小企業が利用可能な資金調達方法となっている。さらに、私募債は「少人数私募債」と、銀行など金融機関のみに対して発行する「金融機関引受私募債」の二つに分類することができる。

- 15 少人数私募債は、親族や取引先企業といった縁故者を対象にして発行される。銀行融資と違って、他機関からの客観的な審査が必要無く、社債を引受けてくれる縁故者がいれば発行することができることがメリットである。従って、少人数私募債は、金融機関に引受けてもらうほど財務体質が良好ではない企業や、銀行借入が困難な企業にとって有効な資金調達手段である。更に社債利息は利子所得として一律 20%で課税されるルールがあり、貸付にした場合の利息は雑所得として給与所得と合算されて税金が計算される。つまり、社債
- 20 を取得する側の税制面にもメリットがある。

一方で、以下のようなデメリットもある。まず、一括償還のため、償還時に向けて償還資金を毎年積み立てておく等の自己管理が必要となり、償還期限での負担が大きくなることが特徴として挙げられる。また、社債の募集は縁故者に行うことが原則のため、必要な資金が調達できない場合がある。さらに、少人

数私募債は、担保や保証人がいないため、信用面のリスクが高く、引受け手が
みつけにくい場合があるため、明確な事業計画書の策定・作成、定期的な報
告が不可欠となる。

- 「金融機関私募債」は金融機関を対象に債券を発行し、現在は信用保証協会
5 や銀行による保証付私募債が金融機関引受私募債の主流である。利用するた
めには、それらが設定した適格要件を満たす必要があり、少人数私募債より利
用できる企業は限られるものの、公募に比べると圧倒的にハードルは低い。金融
機関私募債を発行するという事は、第三者機関の承認を受けるわけであるか
ら、自社の財務の健全性をアピールすることができ、信用力が向上につなが
10 る。しかし、発行手数料が高く、私募債を発行する企業側の負担は大きくな
ると言える。中小企業の資金調達構成割合を見ると、社債の利用割合は、全体の
1%にも満たず、そのデメリットからも利用している企業は少ない。

②新株予約権付社債

- 15 次に新株予約権付社債について述べる。新株予約権とは特定の個人や法人に
あらかじめ決めた価額で新株を引き受ける権利の事である。つまり新株予約権
付社債とは社債としての性格を有しながら、株式としての性格も有するもので
ある。社債である間は、借金である為、利息を支払い満期となれば償還する必
20 要がある。新株予約権を行使した場合は、株式となり、利息の支払い満期での
償還の必要がなく、負債から資産に変化するという特徴がある。発行会社側の
メリットは二点ある。一つは、損失を限定できる点だ。「株式」と「社債」両
方の特徴を持つため、発行企業の業績が悪く、株価が下がり続けたとしても、
社債は額面で償還されるので、最低でも一定の金額が保証されることになる。
二点目は、株の値上がりを期待できる点だ。株式が転換価格を上回ればその
25 分、利益は通常の債券と比べて大きくなるということだ。また、株価が下られ
ば行使しないで良い為にリスクがなく、株価が上がったときのみ行使すればよ
い為、株主側にもメリットがある。デメリットとしては、株価が下がれば損を
する可能性があることや利率の低さが挙げられる。

第4章 成長企業と様々な資金調達方法

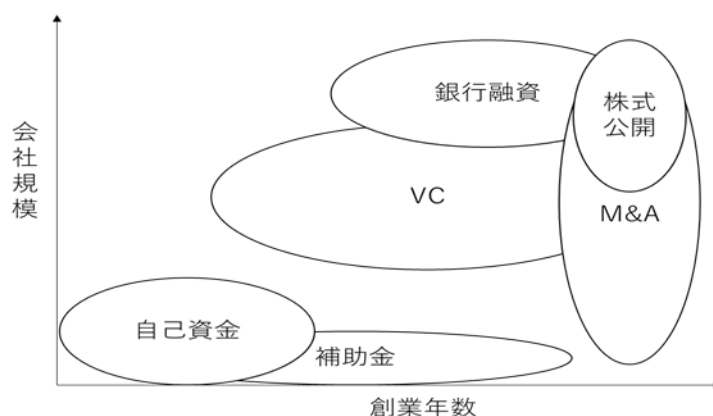
本章ではいわゆるベンチャー企業の資金調達方法について概説する。次に、現状ある直接金融の特徴と問題点について述べる。

5 直接金融とは、貸し手が借り手に直接資金を提供する方法であり、リスクは貸し手が負う。つまり投資家が企業の資金調達に直接的に参加できるということだ。企業にとっては上記の間接金融より直接金融のほうが有利な条件で資金を調達できるというメリットがある他、個人投資家向けに普通社債等を発行する企業も増えており、直接金融化の流れが加速している現状がある。

10 直接金融の場合は不特定多数の投資家が資金提供者になるが、投資家は利益を期待して投資するため、利益につながると期待される選ばれた企業でなければ直接金融で資金を調達することが難しい。また、情報開示の為のコストの関係もあり、直接金融で資金を調達できるのはごく一部の企業に限られるのが実情だ。近年、マザーズやヘラクレスなどの新興市場が創設されるなど、中小ベンチャー企業の資金調達環境が整備されている。

15 図表10は、創業期、成長期、安定期それぞれの段階に適する資金調達方法を分類したものである。

図表10：会社規模と創業年数における資金調達方法の分類



20 （出典）朝日監査法人（1995）『ベンチャー企業の資金調達』経済法令研究会を基に筆者作成。

第1節 創業期

創業期の企業は信用がないため信用に頼らず資金調達しやすい方法が良いと考えた。

(1) エンジェル投資

- 5 エンジェル投資とは創業前あるいは創業間もないベンチャー企業に対して、個人投資家が資金提供を行うことである。投資家は投資先の株式を対価として取得しキャピタルゲインを得ることが目的である場合が多いが、ベンチャー企業で成功を収めた起業家が次世代の起業家育成のために社会貢献的な意味合いで出資しているケースもあり、投資の目的は様々である。また、出資された企業側は、見返りに株式などを提供する。銀行の融資などとは異なり、基本的には返済の必要がないことや、金額が少額からであること、更に、後述するベンチャーキャピタルよりも審査が優しいということが特徴として挙げられる。
- 10

- エンジェル投資のメリットは三点あげられる。一点目は多額の資金を調達できることだ。エンジェル投資家を利用すれば、数百万円から数千万円の事業資金を調達できる。銀行や日本政策金融公庫では審査が厳しく、ベンチャーキャピタルを利用するほど資金が必要ではない場合に最適であるといえる。
- 15

- 二点目に、経営に関するアドバイスをもらえることだ。エンジェル投資家のほとんどは、経営に関して知識と経験が豊富な人が多い。経営が上手くいけば、最終的に利益が入ることもあり、親身になってアドバイスをしてくれる。
- 20 三点目に、エンジェル投資家は実績のある経営者が多いことだ。実績のある経営者と繋がりを持ち、会社の株主になってもらうということは、企業の信頼にも繋がる。また、そこから他の経営者などとの人脈を築ける可能性も存在する。経営のアドバイスを貰えることも考えると、資金を提供してくれるだけの銀行よりも会社の発展が見込める。

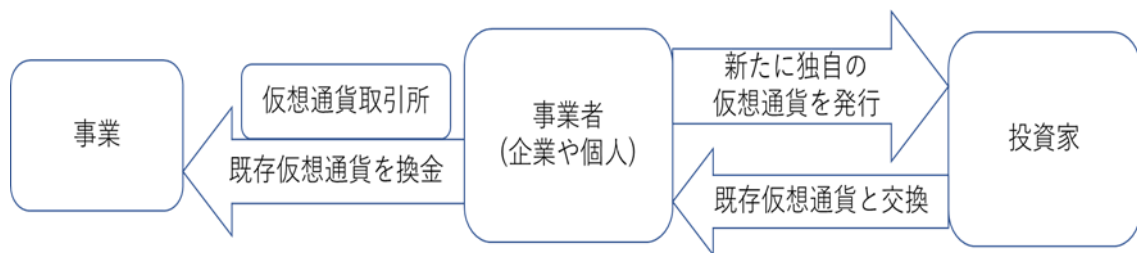
25

(2) ICO

 ICO (Initial Coin Offering) とは、資金調達を行いたい企業などが新しい独自の仮想通貨を発行して資金を調達する方法だ。

30

図表 11 : ICO の仕組み



(出典) トップコート国際法律事務所 https://topcourt-law.com/virtual_currency/ico_national_regulations を基に筆者作成。

- 5 ICOを行う企業のメリットとしては2点あげられる。一つは基本的にICOで集めた資金は基本的に返済義務がないこと。二つ目は世界中から調達できることだ。仮想通貨さえ発行できればネットを通して資金調達ができる。外国語でアピールすれば自国内だけでなく他国から資金を調達することもでき、発行する側にとっては資金調達を行うハードルが低く、手軽に資金を集める方法として
- 10 メリットが多い。

- 一方で、ICOを行う企業のデメリットとして手間の多さがあげられる。まず、国によってはICOを全面的に禁止している国もあるため実施するには法律を確認する必要がある。また、魅力的な仮想通貨を作るのに手間がかかる。魅力のないものだとな資金が集まらないこともあるため、株式などと同じで出資
- 15 する人が投資したいと思えるような魅力のあるものにすることが必要があるのだ。さらには詐欺ではないことを証明する手間もある。ICOは誰でも参加できる反面、詐欺に使われやすいという側面も持つため詐欺だと疑われないように真っ当なプロジェクトである点を証明する必要がある。

- ICOで資金調達を行った企業の事例を見ていく。初めての日本発ICOプラットフォームであるCOSMAのプラットフォーム内ではCOMSA仮想通貨(CMS)が扱われている。COMSAとは、日本国内で仮想通貨交換取引所のZaifを運営しているテックビューロ社が開発し、運用しているブロックチェーンの総合的なプラットフォームで、COMSAプロジェクトの特徴は現行の経済とクリプト経済
- 20 (ブロックチェーン技術を取り入れた経済)との懸け橋となるプロジェクトを掲げていること、ブロックチェーンを用いたビジネスとICOのスタートアップのサポートを行うこと、COMSAプラットフォーム内のICO案件はZaifへ自動
- 25

的に上場することである。このような画期的なサービス内容により、トークンセール開始から約 1 ヶ月で、2018 年時点では世界第 6 位となる約 109 億円の資金調達に成功した。

5 第 2 節 成長期

成長するにつれ創業期に比べ信用力が増し投資が得やすくなる。

(1) ベンチャーキャピタル (VC)

ベンチャーキャピタルとは、ベンチャー企業など、将来高い成長が予想される未上場企業に対して出資を行う投資会社のことである。VC は、未上場時に投資を行い、投資先の企業が上場や成長した後に株式を売却もしくは事業を売却して、値上がり益⁵を得ることを目的としている。更に、値上がり益をより高くする為に、資金投下と同時に経営支援を行うことで企業価値向上を図る。VC の範囲は株式公開までであり、未公開企業までが投資の対象となる。

VC から資金調達をするメリットは、三点挙げられる。まず、第一に投資家から集めた潤沢な資金がある為に、成長の見込みがあると判断された場合は大規模な資金調達が可能になる。また二点目は、VC から出資を受けることで信用性の担保に繋がり、その後の資金調達面で優位に働く可能性があることだ。これは、VC の出資を受ける際の審査が厳しく設定されているため、その審査を突破したという事実が信用力向上に結び付くためである。最後に、VC からの経営支援や事業提携先の紹介などの人的サポートが期待できるというメリットが挙げられる。

一方でデメリットは二点挙げられる。一点目は、エンジェル投資家からの投資同様 VC からの出資に伴い、経営の自由度が低下する可能性だ。VC は投資先企業を成長させることが大きな目的である為、利益獲得に繋がるよう、経営に対して口出しをしてくる場合が考えられる。これに対し、資金調達を受けている企業側は早期に資金を回収されてしまう恐れがあるため、拒否することが難しい状況にある。二点目は、VC への過度な依存だ。VC の持ち株率が過度のウエイトを占めると、株式公開後に株価が急落してしまう可能性がある。上場

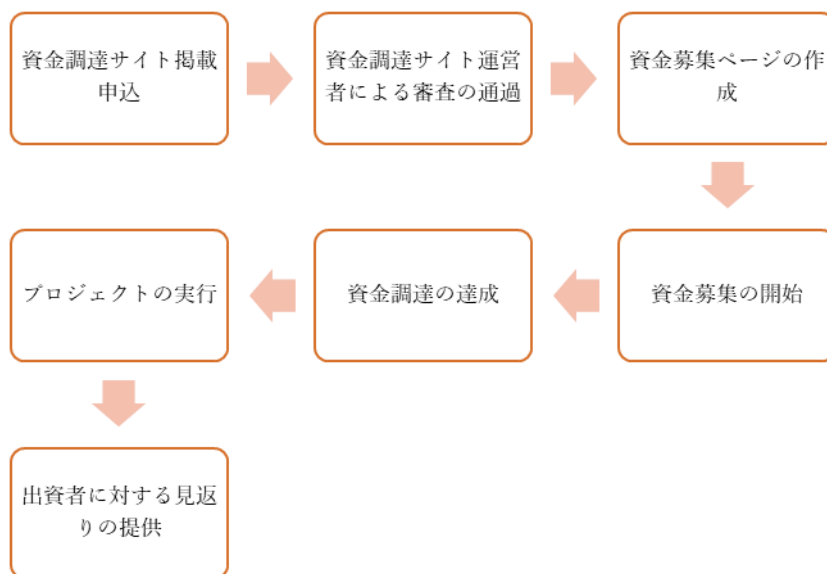
⁵ 当初の投資額と株式公開後の売却額との差額。キャピタルゲインともいう。

後は安定した株主でなくなることを意識しつつ、資金調達の中での VC の位置付けを考えて利用することが必要となる。

(2) クラウドファンディング (CF)

- 5 多数の投資家から少額ずつ資金を集める資金調達方法で、新しい資金調達方法の代表である。CF は事業への共感があれば、厳密な審査を経なくとも「クラウド=不特定多数の人々」から「ファンディング=資金調達」を行うことができる。従って、これまで困難であった個人の投資へのハードルを下げることにより、これまで金融機関が融資に関して中小企業・小規模事業者や起業家に対して消極的になっていた部分を補完し得る可能性があるとされている。
- 10 CF のプロセスは以下の通りだ。

図表 12： CF のプロセス



15

(出典) 中小企業庁『中小企業白書 2014 年版』を基に筆者作成。

CF は資金提供の見返りに何が与えられるかで「融資型」「購入型」「寄付型」「株式型」の四つに分類される。これらの特徴をそれぞれ述べていく。

20

① 融資型

資産運用したい個人(投資家)から小口の資金を集め、それを大口化して借り手企業に融資する仕組みのものだ。個人投資家へ利子などの金銭的なリターンを提供する。CFの型の中で最も市場規模が大きい個人投資家としても投資しやすいものであるといえる。

5 ② 購入型

プロジェクトに対してお金を出資する仕組みだ。個人投資家へ出資先企業のプロジェクトの成果である商品やサービスをリターンとするものである。実際に製品・サービスを提供するため、個人投資家に評価されやすくなり、知名度向上につながる可能性もある。

10 ③ 寄付型

個人投資家が事業に対しお金を寄付し、基本的にリターンとしての金銭や製品・サービスなどは発生しないものだ。寄付型は、被災地の復興など社会貢献性の強いプロジェクトにおいて有効な資金調達とされる反面、今後利用の伸びは限定的であると考えられる。

15 ④ 株式型

出資先企業が個人投資家に自社の未公開株を提供することで資金を募るものである。

CFを利用するメリットは主に二点ある。一つは、他の資金調達方法に比べ幅

20 広く簡単に出資を募れるという点だ。これにより、起業家はいままで埋もれていた夢や目的を実現することも可能となる。二点目に、成功した際に事業の達成だけでなく企業の宣伝にもなる点である。事業性を評価され個人投資家から注目されれば知名度向上にもつながり、今後の経営に良い影響を及ぼす。デメリットは主に三点ある。一点目は、調達できる資金の額が少ないという点である。

25 つまり、CFを資金調達の主軸とすることは難しく、他の資金調達方法と併用する必要がある。二点目に、CF自体の認知度が低いという点である。認知度が低いことから、CFに投資する個人投資家の母数が少ないため多額の資金調達が望めない。三点目に、信用力が低いという点である。CFにて出資を募る企業は、創業してあまり時の経っていないベンチャー企業が多いため、個人投資家としては成功するかどうかの判断がしづらい、つまり信用性が低いた

30

め投資に踏み切りづらい。このことから、CF が思うように活用されていない現状があると考えられる。

第3節 安定期拡大期とM&A

5 安定期の企業は M&A を意識する段階だ。

M&A には様々な手法があるが、そのなかでも主要なのが株式譲渡と事業譲渡と会社分割の三つである。

(1) 株式譲渡

10 株式譲渡とは、会社丸ごと売却する際に用いられる M&A 手法で、売り手が所有する株式を第三者に売却し、経営権を譲渡する。簡潔な手続きで実行できるというメリットから、中小企業の M&A では頻繁に用いられる手法だ。

(2) 事業譲渡

15 事業譲渡とは、会社の一部のみを売却するケースで用いられる M&A 手法で株式譲渡に次いで中小企業の M&A で多用されている。柔軟に活用できる点が、事業譲渡という M&A 手法の大きなメリット。売り手側は優先度の低い事業を売却することで、獲得した資金や浮いた経営資源を、主力事業に投下できる。一方で買い手側にも、欲しい事業のみを買収できるのでメリットは大きい。ただ
20 し、事業譲渡には手続きが面倒であるという大きなデメリットがある。事業譲渡を実行するためには、株主総会の特別決議や資産・債務の移転手続きなど、多くの時間と手間を要する作業をこなす必要があり、また、上記の手続きが上手くいかないと M&A を実行できないリスクもある。

25 (3) 会社分割

そして最後に会社分割がある。株式譲渡や事業譲渡は、会社や事業の売買を主な目的とした手法である一方で会社分割とは、組織再編を目的とした M&A 手法だ。しかし事業譲渡と同様に、会社の一部を売買する目的で活用されるケースもある。会社分割には、新設分割と吸収分割の二種類の手法がある。前者が
30 新しく設立する会社に事業を移転するのに対して、後者は既存の会社に移転す

る手法だ。事業譲渡とは違いあらゆる契約をまとめて引き継げるメリットがあり会社分割はより確実に M&A を実行可能だが、その代わりに不要資産や簿外債務を引き継ぐリスクがある。

5 M&A を行う目的は 3 つ挙げられる。

一つが、新事業への進出である。通常、ゼロから新事業を立ち上げるとなると相応のコストと時間がかかる。しかし、M&A であれば新事業と同じ事業分野の既存の会社を直接買収することで、設備や人員、顧客などを引き継ぐことができる。それによって、新事業を立ち上げる際にかかる負担を大きく減らすことができる。

10

二つ目は M&A で経営再建を目指すことだ。とりわけ中小企業は資金や規模の都合上、経営が行き詰まると立て直せなくなるケースが少なくない。しかし M&A で大企業に買収されれば資金面での助けを得られやすくなり、大企業のノウハウを得られるようになる。また、大企業のバックアップを得られるようになれば、経営再建も進むようになる。

15

最後に、近年は中小企業を中心に事業承継も M&A の目的となっている。中小企業は経営者が高齢化しているうえに、経営を引き継ぐ後継者不在の会社が増えている。このような会社は経営者の引退と同時に廃業してしまうケースが多い。しかし M&A によって第三者に会社を託すことができれば会社を存続させられるようになる。

20

M&A を行うメリットを売り手サイドと買い手サイドの両面から見ていく。

まず、売り手にとってのメリットは事業承継問題の解決と利益の現金化がある。多くの中小企業では、人材が乏しいため今まで会社を育ててきた創業者の後継者がいないという後継者不足問題が実在する。後継者不足を理由に会社を廃業してしまうケースも多く、中小企業が長年かけて積み上げてきた技術やノウハウが承継できない。また、経営とは全く無関係の親族に経営を継いでもらい、失敗してしまう可能性も高い。M&A を活用して良い買い手に譲渡した方が、廃業よりも資金を多く得られる可能性も高く、技術やノウハウは無駄にならない上に、従業員の雇用も確保できる。

25

30 次に、利益の現金化については、会社の中に重要性が低い事業が存在してお

り、今すぐ現金が必要という時、M&A によって会社を売却する選択肢がある。売却によって、その事業から将来にわたって期待できる利益をまとめて得ることが可能。そしてまとまった現金を獲得することで、他の重要事業に資金投資できる。買い手会社から見て自社事業とのシナジー効果がある場合、高額で売却できる可能性が高い。最初から経営戦略として資金の獲得を目指し M&A をする事例も見受けられる。

10 買い手のメリットとしては、M&A により自社に必要な経営資源を獲得することで、時間を節約できる。また顧客の早期獲得により、消費者に対してブランドイメージを植え付けられる。その結果、市場で上位シェアを獲得できる可能性も高まる。また、M&A によるシナジー効果が期待できる。シナジー効果とは、ビジネス同士が合体する際に、従来持っていた以上の価値が発生する現象のことを意味する。例えば、鉄道会社が遊園地を M&A で買収した後に、遊園地近くに駅を作った場合結果、遊園地の存在によって電車に乗る人が増え、駅の存在により利便性が高まり遊園地を利用する人が増える。以上の通り、お互いに良い影響を与え合うことをシナジー効果という。自社ビジネスとのシナジー効果が高いビジネスを買い取る戦略により、利益を何倍にも向上させることも可能なのだ。

しかし、M&A にはデメリットも存在する。

20 M&A により他社から買収されると、労働条件や社風が変わる可能性が高くストレスを感じた結果辞職する従業員が出てくる可能性がある。また、必ずしも売却先が見つかるとは限らず、仲介会社を利用したとしても、買い手が 100% 見つかる訳ではない。また候補が見つかったとしても交渉が決裂した場合、買い手探しからやり直しになる。その為、M&A を成功させることは非常に困難である。

25 一方で買い手のデメリットとしては、M&A の成立後に簿外債務や偶発債務が発生する可能性があり、想定外の費用がかかってしまう恐れがあることだ。しかし事業譲渡を用いれば個別に引き継ぐ資産を指定できるため、このデメリットを防ぐことができる。他にも買い手側は自社事業とのシナジー効果を期待して M&A を実行するが、様々な要因によりシナジー効果が発揮しないケースがあり、その場合、M&A にかかった高額な費用が無駄になる。また、のれんの償却

30

費や減損処理によって、さらに費用がかかってしまうデメリットも起こり得る。このデメリットを完全に防ぐのは不可能である。

実際に M&A で資金調達を行った企業の事例を見てみたい。国内大手の携帯電話事業者であるソフトバンクが当時アメリカで第 3 位の契約数を誇っていた携帯電話事業者であるスプリント・ネクステル・コーポレーションの買収によりソフトバンクの携帯電話事業での売上高は当時で世界第 3 位になった。ソフトバンクはスプリントの株式の 70%を取得し、取得金額は約 1 兆 6000 億円と発表されている。

10

第 5 章 中小企業のライフサイクルと資金調達の在り方：提言

本論題において、我々は中小企業白書（2017）「中小企業のライフサイクル」で定義された企業の三段階成長に注目し、営業黒字が出せず民間金融機関からの融資が受けにくい創業期、成長初期における資金調達方法について政策提言を行う。また、上場という選択肢をあえて選ばない非上場企業が増えていると述べてきたが、企業の本来の目標である上場も視野に入れた方策も考えるべきと考え、第 3 節で上場を目指す企業に向けた政策提言もしたいと思う。

15

第 1 節 創業期における政策提案

創業期の非上場企業には、リレーシオンバンキング⁶並びにビジネスマッチングの強化と公的金融機関による短期継続融資⁷を用いた事業性評価制度の利用、そしてアセット・ファイナンスの一種であるファクタリングが有効だと考える。理由としては創業時の企業は売り上げや固定資産が無いところが多いため、一刻も早く融資機関とのコネクションを築き、早期にまとまった資金を手に入れたいと我々は考えたからである。順に説明していく。

20

25

⁶ 金融機関と顧客である法人が長期間信頼を保つことで、金融機関が企業に融しやすい環境を整えることを目的としたビジネスモデルのことをいう。

⁷ 期日一括返済を条件とした、契約期間一年以内の短期融資のことをいう。企業が事業を継続している限り金利さえ払えば契約更新が可能となる。一方で金融機関はその事業を精査する。

(1) リレーションシップバンキング並びにビジネスマッチングの強化

リレーションバンキングを普及させることで、金融機関からの信頼を勝ち取りたい法人としては、早期に金融機関と接点を持つ事ができる。そのうえ、金融機関としては早い段階から法人の情報を集めることができるため、情報収集
5 のコスト削減や正確な資金提供が可能となる。日本政策金融公庫(2016)の「リレーションバンキングが中小企業の業績に与える影響」⁸によると、10年の間に金融機関への相談頻度が高まった企業はそうでない企業に比べて、「現在」の業績の傾向が良好にあるようだ。また仮に金融機関から融資をもらえなくても、
10 ビジネスマッチングによる金融機関からの斡旋が期待できる。資金を借りられないうちは金融機関とともに提携先を探し、製品・サービスの売上を創出して
いけば良い。創業間もない非上場企業こそリレーションバンキング、ビジネスマッチングを多く利用して早期から金融機関と親密な関係を築くことで金融機関からの助言や斡旋を受けることに繋がり、結果として資金繰りが容易になっ
15 てくると考える。具体的には、まず金融機関が創業間もなく売り上げの無い企業に対して専門窓口を設立し、経営者と早期からコネクションを作る。そして金融機関は自身の取引先データを駆使して、創業期の経営者に対し、経営により有益な取引先の紹介・斡旋を行う。また金融機関主導で経営者と取引先との
マッチングネットワークを設立して両者のつながりのサポートをする。そうす
20 ることで金融機関、創業間もない法人そして金融機関の取引先の三者が、情報の非対称性に囚われることなく資金業務をこなすことが可能となる。

(2) 公的金融機関による短期継続融資を用いた事業性評価制度の利用

次に公的金融機関による短期継続融資を用いた事業性評価制度⁹を提案する。
25 中小企業白書(2016)の「企業の稼ぐ力 - 事業性評価の必要性」¹⁰によると企業

⁸ アンケート対象は、日本政策金融公庫の取引先のうち、返済状況などが良好で、かつ調査時点において業歴が5年以上の企業12,000社のうち3,990社である。

⁹ 金融機関が企業に資金を融資する際、その企業のバランスシートではなく経営者のビジョンや事業内容の将来性で判断する資金提供方法である。

¹⁰ 金融機関に対するアンケート調査：2015年12月、日本金通通信社「2015年版日本金融名鑑」、各金融機関Webサイト情報を基に、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行・信

2230 社のうちの 54%が、また金融機関 3010 行のうち 94.1%が、資金融資の際に担保や保証以外で考慮しているもの、考慮してほしいものとして「事業の安定性・成長性」を挙げている。ただ現在利用している融資手法と今後希望する融資方法の比較を見ると、「事業性を評価した担保・保証によらない融資」の項目においては、将来的に 47.2%の企業がそういった資金調達を考えているものの、現状は 25.9%の企業が利用していることがわかる。約四分の一の企業にしか浸透してらず、理想と現実にはギャップが存在していると考察できる。要因には事業性評価制度の不確実性、客観性の欠如ゆえ金融機関側のリスクの高さがあると考えられる。こういった否定的要素を取り除くためには、長期にわたる事業監査によって少しでも正確に事業を精査する必要がある。現状として金融機関は不良債権のリスクを回避するため、定期的な返済が必要な長期融資を行うのが主流である。しかし、長期融資だと金融機関による企業への事業調査が不十分になり、また定期的な返済に耐えられない企業も現れる。金融機関が短期継続融資を行うことで、企業は事業が継続する限り融資をこまめに受けることができるうえに、金融機関は定期的に事業を精査できるため、より正確な融資が可能となる。リレーションバンキングにもつながり、金融機関と企業の両者にメリットがある。

(3) ファクタリング

最後に、企業の保有する資産を活用して資金を調達するアセット・ファイナンスのなかでも、ファクタリングを取り上げる。これは売掛金を担保にして融資を受ける売掛債権担保融資（ABL）¹¹とは異なる。

ファクタリングとは、企業が保有する売掛債権（売掛金、受取手形）を売却

用金庫信用組合等本店・本部 498 件と無作為抽出した支店 5302 件、合計 5800 件に対して実施。有効回収率は 52.8%

中小企業に対するアンケート調査：2015 年 12 月に、株式会社東京商工リサーチの企業データベースから、全国の中小企業等 20000 件を無作為抽出して実施。有効回収率は 23.5%。

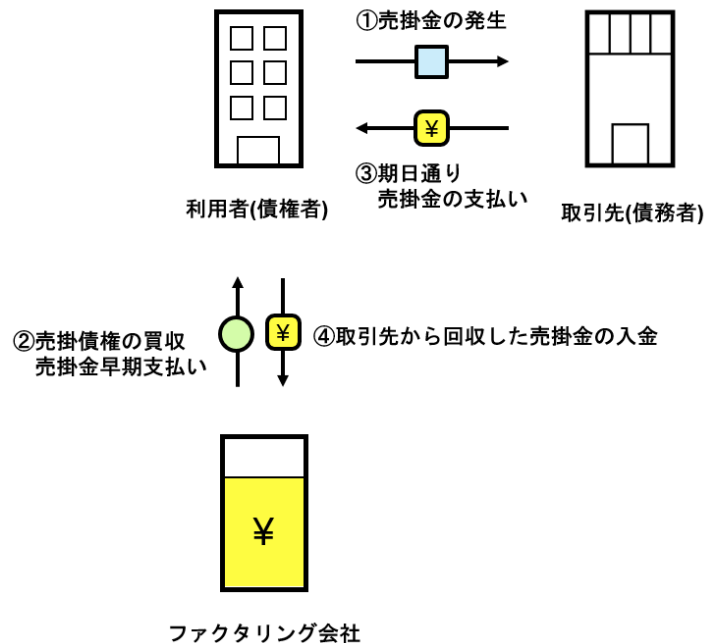
¹¹ ABL とは企業が保有する在庫や売掛金などを担保とする（動産・売掛金担保）融資方法。これまで不動産担保が主流だったが、不動産を所有していない中小企業のために、流動資産を担保として活用するようになった。ABL も三社間同様、動産譲渡登記や債権譲渡登記を行わなければならない。

して早期に資金化するサービスで、売掛債権の圧縮とも呼ばれる。分かりやすく説明したファクタリングのビジネスモデルが以下の(図表 13)である。まず、自社と取引先間で商品の掛取引をし、自社が債権者、取引先が債務者となるケースを考える。売掛債権が現金化(回収)されるまでには売掛債権回転期間というものがあり、

$$\text{売掛債権回転期間(月数)} = \frac{\text{売掛債権}}{\text{年間売上高} \div 12 \text{ か月}}$$

と表すことができる。決算日が来るまでは、債権者である自社にとって売掛金は単なる紙切れで、資金として利用することができない。しかし、ファクタリングを使えば、入金で2～3か月先の売掛金でも早期に資金化することができる。一般的に売掛債権をファクタリングサービス会社に売却し、手数料を差し引かれた金額を受け取る。債務者からの売掛金の支払いがあったのち、ファクタリング会社に債権の額面を入金するといった形だ。

図表 13 : ファクタリングのビジネスモデル



(出典) 中島真志 (2015) 『入門 企業金融論 基礎から学ぶ資金調達の仕組み』

東洋経済新報社を基に筆者作成。

5 <近藤哲朗 (2018) 『ビジネスモデル 2.0 図鑑』 株式会社 KADOKAWA
ツールキットを利用>

ファクタリングには 2 社間ファクタリングと 3 社間ファクタリングの 2 種類がある。前者は (図表 13) のビジネスモデル、後者は債権者と債務者とファクタリング会社が 3 社間でやり取りするものである。後者は債務者である取引先に売掛債権の譲渡を通知し承諾を受ける必要があるが、債権譲渡の通知は取引先に自社の資金繰りについて懸念を抱かせる恐れがある。そのため 3 社間ファクタリングは 2 社間に比べ費用が安く審査が緩いのが特徴だ。また、銀行による融資 (ABL) と大きく異なる点が、ファクタリングは担保を提供する必要がなく、売掛先の信用力が審査対象になるため、非上場の中小企業でも審査に通やすい。また、融資に比べ早期に確実にまとまった資金を確保できる点も魅力的だ。

図表 14：融資とファクタリングの比較

	融資	2社間ファクタリング	3社間ファクタリング
コスト	借りている期間金利発生	債権額の10～25%	債権額の5～10%
掛目	100%	80～95%	80～95%
審査対象	融資先の信用力 厳しい	売掛先の信用力 やや厳しい	売掛先の信用力 緩い
調達可能金額	審査結果によって変動	売掛金の範囲内	売掛金の範囲内
リスク	賠償請求権あり	賠償請求権あり	賠償請求権なし
メリット	分割で返済が可能	即日現金化が可能 取引先への通知が不要	即日現金化が可能 審査が緩い
デメリット	審査が厳しい 時間がかかる	買収額が3社間よりも落ちる	取引先への通知が必要

(出典) ファクタリング研究所 [https://factoring-pro.info/factoring-](https://factoring-pro.info/factoring-toha/)

[toha/](https://factoring-pro.info/factoring-toha/)

を基に筆者作成。

以上を踏まえて、特に我々が取り上げたいのが、フィンテックのファクタリングサービスを提供する「Fundbox」という企業だ。Fundbox は 2013 年に設立されたサンフランシスコの企業で、経済産業省経済産業政策局産業資金課による「産業・金融・IT 融合 (FinTech) に関する参考データ集」においてフィンテック領域におけるグローバル主要プレーヤに挙げられている。また、CB インサイツ¹²が発表した 2018 年のフィンテック 250 にも選ばれているなど、今注目されている企業である。では一般的なファクタリングと一体何が異なるのか。まず、Fundbox のターゲットは中小企業や個人事業者である。そのため銀行から簡単に融資を受けることができない彼らがより簡単にファクタリングを利用できるような仕組みになっている。まず、Fundbox には書類審査が一切ない。通常ファクタリングには書類の審査がある。売掛金を買い取る際のリスクをなるべく正確に判断するためだが、書類提出は大変手間がかかる。なぜなら、オンライン会計ソフトウェアと連動することで審査レスを可能にし、ここから企業の会計データを読み込み、自動的にリスクを算出しているからだ。また、利子

¹² スタートアップやテクノロジー企業、ベンチャーキャピタルに関する独自のデータベースとレポートからなる有料情報サービス

による手数料はとっておらず、代わりに売掛先から請求金が回収できない場合のリスクフィーを取っている。そして、最大のメリットは売掛先への債権譲渡の通知と承認が要らない点だ。

5 現在様々な類似したサービスが出てきているが、資金繰りに困ったときの救済はいくつあってもいいだろう。残念なことに、Fundbox はまだ日本には進出していない。しかし、日本を含む海外進出も視野に入れているとのことだ。日本も海外に後れをとることなく Fintech 技術の向上と Fintech の金融業界との融合に力を入れてほしい。

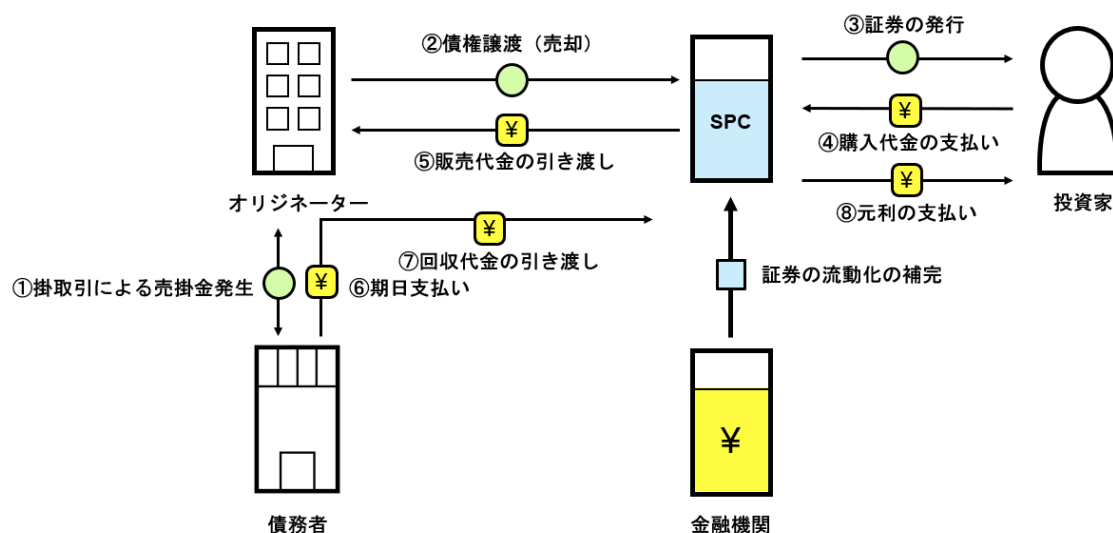
10 第2節 成長初期における政策提案

成長初期の企業には、保有する資産を裏付けとして証券を発行するストラクチャード・ファイナンスの利用をさらに推奨したい。まずは、図表 15 を見ながらストラクチャード・ファイナンスの具体的なプロセスを説明する。企業（オリジネーター）が保有する売掛債権を、証券化を行うために設立され会社である特別目的会社（SPC）もしくは特別目的事業体（SPV）に譲渡（売却）し、SPC は譲り受けた債権を裏付けとした証券を発行し、投資家から資金を調達する。この証券化商品を組成する過程では、証券会社などが証券化の設計・販売に携わる。そして、SPC では、投資家から受け取った証券の販売代金を企業に引き渡し、これによってオリジネーターは元となった売掛債権の期日より前に資金を調達することができる。最後に、元となっていた売掛債権の支払期日が到来すると、債務者は債権回収業務を行うサービサー（多くの場合、債権者であるオリジネーター）に対して債務の支払いを行い、オリジネーターはそれを SPC に引き渡す。

25

30

図表 15：資産の証券化



5 （出典）三井住友銀行

<https://www.smbc.co.jp/hojin/financing/liquidation.html> を基に筆者作成。

＜近藤哲朗（2018）『ビジネスモデル 2.0 図鑑』株式会社 KADOKAWA
ツールキットを利用＞

10

ストラクチャード・ファイナンスと呼ばれる資産の証券化の特徴として二つ挙げる。まず対象資産の幅が広い。対象資産は将来キャッシュフローが見込まれるものであればなんでもよく、具体的には、売掛債権、銀行の企業への貸付債権、住宅ローン債権などがある。次に、低金利での資金調達が可能である。

15 なぜなら、特定の資産を原保有者から切り離すことで、切り離された資産のみの信用度に応じたコストで資金を調達できるからだ。債務者である企業の格付けが債権者の企業の格付けより高い場合、これは有利に働く。

20

次に、証券化のメリットを、オリジネーターサイドと投資家サイドの両面から見ていく。オリジネーターである非上場企業にとっては、銀行の貸し渋りや自社の業績悪化によって銀行借入に制約が生じた場合新たな資金調達方法となる。また、早期の資金化が可能である。売却する資産をバランスシートから切

り離す（オフバランス化）によって自己資本比率、ROA（総資産利益率）などの財務指標を改善することができる。投資家サイドのメリットとしては、対象資産の幅が広いことが、証券化商品は伝統的な手法では投資できなかった分野にも投資を行うことを可能にしている。

5

第3節 上場を検討する非上場企業への政策提案

最後に補足として、将来上場を検討している非上場企業に向けて、証券市場との関わり方に触れながら政策提言を行う。そもそも非上場企業が発行する株式は、金融商品取引法により証券取引所で売買することができない。仮に非上場企業が未公開株を投資家たちに流通させるためには、法人は株式投資クラウドファンディングを利用することが一般的である。しかし IPO がなされない限り投資家は利益を上げることはなく、詐欺も横行しているのが現状となっている。この不確実性・情報の非対称性を軽減するために、非上場企業による商工会議所・商工会を通じた正確な経営計画の設定を提案する。

15

日本アプロイドリサーチ研究所による「小規模事業者の事業活動の実態把握調査」（2016）によると、アンケートを実施した 4857 社のうち経営計画を作成したことのある企業は全体の 53% でおおよそ半数にとどまっている。作成しようと思わなかった理由については「現状維持ができればいいため」が全体の 41.9%、
20 「『計画』など大仰なものは不要なため」が 37.2%、「経営内容を熟知していればふようなため」が 37% で上位三位を占めた。投資家や顧客など外的要素を鑑みるよりは法人内での経営云々といった内的要因を気にかけていることがわかる。しかし、小規模企業振興基本法による企業への小規模事業者持続補助金を利用するためには商工会議所もしくは商工会による助言、支援を受けた経営計画書の提出が必須になる。実際に中小企業庁による「小規模事業者持続化補助金に関するアンケート」（2015）¹³では、2015 年 2 月から 10、11 月にかけて補助金によって新たな取引先・顧客を獲得した企業は 14.5% 増加し、売上増加は

25

¹³ 2015 年 2 月の調査では 5442 社からアンケートを回収。10、11 月では 7855 社からアンケートを回収。

20.5%の企業で確認された。さらに非上場企業が経営計画を発表することで投資家は今後の法人の活動を把握しやすくなり、IPO がなされる可能性の判断が容易になる。また、法人にとっても現状と理想の乖離を再確認し社員一人一人へ目標を共有する事が可能となる。

5

おわりに

本稿では資金繰りに困っている非上場企業にスポットを当て、非上場企業の成長段階ごとに資金調達及び企業政策の提言をそれぞれ行った。創業期の企業には、1 つ目にリレーションバンキング並びにビジネスマッチングの強化、2 つ目に公的金融機関による短期継続融資を用いた事業性評価制度、3 つ目にファクタリングの利用を挙げた。成長期の企業に対しては、ストラクチャード・ファイナンスの導入を提言した。また、上場を視野に入れている企業に対しては堅実な経営計画の公表による株式投資クラウドファンディングの活発化を提言した。

日本には数多くの非上場企業が存在し、個人事業として数人の社員で経営している法人もあれば、数万もの社員を抱えグローバル市場を開拓している法人もある。背景には上場することによる合併のリスクや上場を維持するコストが挙げられる。数多くある資金調達方法がある中で、法人に合う調達方法を選択しながら上場するのか非上場を維持するのか、的確な判断が行われることを願いつつ本稿を締めようと思う。

参考文献

25 <書籍>

朝日監査法人(1995)『ベンチャー企業の資金調達』経済法令研究会

近藤哲朗 (2018)『ビジネスモデル 2.0 図鑑』株式会社 KADOKAWA

総合研究開発機構(1987)『21 世紀の日本の企業金融』東洋経済新社

中小企業を応援する会計事務所の会(2015)『中小企業の資金調達がわかる本』

30 あさひ出版

中島真志 (2015)『入門 企業金融論 基礎から学ぶ資金調達の仕組み』東洋経済新報社

<新聞>

- 5 「東証、『1部』企業を削減へ 優良企業を選別」日本経済新聞 2018年12月20日18日

<論文>

- 10 財務省総合研究所研究部 研究員 磯部昌吾 (2014) 財務省広報誌「ファイナンス」『上場企業と非上場企業の比較から見る日本企業の変遷』
https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2014_02.pdf

<Web サイト>

- 15 「『TSUTAYA』のCCCがMBO 買い付け総額 700 億円」日本経済新聞 2011年2月3日 https://www.nikkei.com/article/DGXNASGD0301A_T00C11A2000000/
毎日新聞「全銀協：「政府系金融、民業圧迫」事例 800 件を提示」2019年10月17日アクセス
<https://mainichi.jp/articles/20180202/ddm/002/020/130000c>
株式会社東京証券取引所上場推進本部「新規上場ガイドブック 2019 (PDF版)」発行日 2019年6月30日 2019年10月10日アクセス
20 <https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/index.html>
<https://www.jpx.co.jp/common/images/icon/tvdivq0000000191-img/icon-pdf.png>
総務省統計局「『日本の統計 2019』 第7章 企業活動」2019年3月発行
25 <https://www.stat.go.jp/data/nihon/07.html> 2019年10月10日アクセス
NASDAQ 公式ホームページ「NASDAQ」2019年10月11日更新 2019年10月12日アクセス <https://www.nasdaq.com/>
London Stock Exchange Group「London Stock Exchange」2019年10月12日更新 2019年10月13日アクセス
30 <https://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

信金中央金庫地域・中小企業研究所「金融調査情報 29-9/SCB」2017年10月20日 2019年10月12日アクセス

<https://scbri.jp/PDFkinyuchousa/scb79h29s09.pdf>

日本取引所グループ「上場会社数・上場株式数」2019年9月27日更新

5 2019年9月30日アクセス

<https://www.jpx.co.jp/listing/co/index.html>

NHK ニュースおはよう日本公式HP『“健康経営”サントリー新浪社長に聞く』
2017年5月29日公開 2019年9月3日アクセス

www.nhk.or.jp/ohayou/biz/20170529/index.html

10 中小企業庁「第2部 中小企業のライフサイクル」2019年10月13日アクセス

https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/h29/html/b2_1_3_5.html

富山総合法務事務所「資金調達・ファイナンスサポート」2019年10月13日

<http://finance.office-tomiyama.com/06.html>

15 資金調達 BANK「資金調達方法には何がある？資金調達方法34種類のメリット
デメリット」2019年7月30日更新 2019年10月13日アクセス

<https://shikin-bank.com/shikinchotatsu/31meritdemerit/>

中小企業庁「中小企業白書 2014年度版」2019年10月19日アクセス

https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/h28/html/b2_5_2_6.html

20

日本中小企業金融サポート機構「資金調達を社債で発行するメリットは？」2019年10月17日アクセス

<https://chushokigyo-support.or.jp/column/detail.php?categorySlug=investors&slug=bond>

25 矢野経済研究所(2018)「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」2019年10月17日アクセス

https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/2036

日本政策金融公庫「国民生活事業 業務統計年報 令和元年版」2019年10月17日アクセス

30 https://www.jfc.go.jp/n/company/national/pdf/g_toukeinenpo_r01.pdf

厚生労働省「能力開発基本調査（結果の概要）平成 29 年度」2019 年 10 月 17 日
アクセス <https://www.mhlw.go.jp/toukei/list/dl/104-29b.pdf>

一般社団法人 全国信用保証協会連合会「信用保証協会と信用保証制度」2019
年 10 月 17 日アクセス <http://www.zensinhoren.or.jp/guarantee-system/>

- 5 中小企業庁「中小企業投資促進税制」2019 年 10 月 17 日アクセス
<https://www.chusho.meti.go.jp/zaimu/zeisei/2014/tyuusyoutoukigyoutousisokusinzeisei.htm>

日本政策金融公庫「リレーションシップバンキングが中小企業の業績に与える
効果」2019 年 10 月 17 日アクセス

- 10 https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/ronbun1608_02.pdf#search=%27%E3%83%AA%E3%83%AC%E3%83%BC%E3%82%B7%E3%83%A7%E3%83%B3%E3%82%B7%E3%83%83%E3%83%97%E3%83%90%E3%83%B3%E3%82%AD%E3%83%B3%E3%82%B0%E3%81%A8%E3%81%AF%27

2016 年版中小企業白書「第 2 部 中小企業の稼ぐ力 - 3 節 事業性評価の必
要性」2019 年 10 月 3 日アクセス

- 15 https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/h28/html/b2_5_2_3.html

みずほ総合研究所「中小企業における資金調達の実態 ～金融機関の取組状況
と中小企業における評価～」2019 年 10 月 17 日アクセス

- 20 https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl_info/working_papers/pdf/report20160715.pdf#search=%27%E4%B8%AD%E5%B0%8F%E4%BC%81%E6%A5%AD%E3%81%AE%E8%B3%87%E9%87%91%E8%AA%BF%E9%81%94%E3%81%AB%E9%96%A2%E3%81%99%E3%82%8B%E8%AA%BF%E6%9F%BB+%E3%81%BF%E3%81%9A%E3%81%BB%E7%B7%8F%E5%90%88%E7%A0%94%E7%A9%B6%E6%89%80%27

25 中小企業庁「第 2 章 小規模事業者の活動実態と取組 第 1 部 小規模事業者
の動向」2019 年 10 月 17 日アクセス

https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/h28/shoukibodeta/html/b1_2_3_2.html

- 30 経済産業省経済産業政策局産業資金課「産業・金融・IT 融合（FinTech）に関す

る参考データ集」 2019 年 10 月 16 日アクセス

https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/fintech_kadai/pdf/001_s03_00.pdf

Amy Feldman (2017)「ジェフ・ベゾスも認めた『請求書現金化サービス』Fundbox

5 の実力」『Forbes Japan』 2019 年 10 月 19 日アクセス

<https://forbesjapan.com/articles/detail/17930>

三井住友銀行 2019 年 10 月 17 日アクセス

https://www.webbankingcollege.com/html/finance_01.html

ファクタリング研究所「ファクタリングとは 仕組みをなるべく簡単にわかり

10 やすく徹底開設！」 2019 年 10 月 15 日アクセス

<https://factoring-pro.info/factoring-toha/>

金融庁ホームページ 2019 年 10 月 15 日アクセス

<https://www.fsa.go.jp/receipt/soudansitu/advice04.html>