

経済産業省中小企業庁事業環境部金融課 御中

令和 4 年度中小企業実態調査事業(スタートアップの資金調達に関する企業の実態調査および検討会実施等)調査報告書

MRI 三菱総合研究所

2023 年 3 月

金融 DX 本部／経営イノベーション本部

目次

1. 事業概要	1
1.1 本事業の背景と目的	1
1.2 本事業の内容	1
1.2.1 実施事項と実施方法	1
1.2.2 実施スケジュール	2
2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活用実態に関する調査	4
2.1 スタートアップに対するインターネット調査	4
2.1.1 インターネット調査の概要	4
2.1.2 インターネット調査の結果	5
2.1.3 インターネット調査のまとめ	17
2.2 金融機関や独立系デットファンド等に対するインタビュー調査	19
2.2.1 インタビュー調査の実施概要	19
2.2.2 インタビュー調査の結果	19
2.2.3 インタビュー調査から得られた示唆	24
3. スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査	26
3.1 市場の新陳代謝	26
3.1.1 津島(2016)	27
3.1.2 Honjo et al. (2019)	28
3.1.3 DeTienne (2010)	30
3.1.4 DeTienne and Cardon (2012)	32
3.1.5 Harris, Siegel and Wright (2005)	34
3.1.6 岡本・幸田・三宅 (2021)	36
3.2 中小企業の資金調達	39
3.2.1 本庄(2015)	40
3.2.2 塩澤(2000)	43
3.2.3 Berger and Udell (1998)	45
3.2.4 Robb and Robinson (2014)	49
3.2.5 Andrieu et al. (2021)	51
3.3 経営者保証等のその他の論点	53
3.3.1 櫛部(2016)	54
3.3.2 Avery, Bostic and Samolyk (1998)	55
3.3.3 Mann (1997)	58
3.3.4 Peltoniemi and Vieru (2013)	59

3.3.5 British Business Bank (2019)	63
4. スタートアップによるデット・ファイナンスの活用促進に向けた課題の分析.....	65
4.1 スタートアップに対するデット・ファイナンスの潮流.....	65
4.2 スタートアップからの情報開示.....	67
4.3 金融機関におけるベンチャーデットの審査.....	68
4.4 ベンチャーデット市場の形成.....	68
4.5 パルソナの明確化	69
4.5.1 スタートアップのデット・ファイナンスに関するニーズ	69
4.5.2 スタートアップに対するデット・ファイナンスに関する課題.....	69
4.5.3 スタートアップのデット・ファイナンスの活用促進に関する対応策.....	70
5. 「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営及び「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイドランス」の調査・取りまとめ	71
5.1 中小企業のガバナンスに関する調査.....	71
5.1.1 文献調査.....	71
5.1.2 中小企業に対するインターネット調査	75
5.2 「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営	87
5.2.1 第1回の議事要旨.....	88
5.2.2 第2回の議事要旨	90
5.2.3 第3回の議事要旨	94
5.2.4 第4回の議事要旨	96
5.3 「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイドランス」の取りまとめ	99

目次

図 2-1 成長ステージごとに活用した資金調達手段(複数回答).....	6
図 2-2 成長ステージ別の累積調達額とデット・ファイナンスによる調達額(単一回答).....	7
図 2-3 デット・ファイナンスの資金使途(複数回答).....	7
図 2-4 デット・ファイナンスの種類(複数回答).....	8
図 2-5 保証有無(複数回答).....	8
図 2-6 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスの資金調達余地.....	9
図 2-7 売上ごとに見た、デット・ファイナンスの資金調達余地.....	10
図 2-8 売上ごとに見た、デット・ファイナンスの懸念点.....	10
図 2-9 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスを利用した理由.....	11
図 2-10 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンス利用時に重視すること.....	12
図 2-11 出口戦略ごとに見た、デット・ファイナンスを利用した理由.....	12
図 2-12 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスへの懸念点.....	13
図 2-13 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスを利用できなかった理由.....	14
図 2-14 成長ステージごとに見た、利用可能だったもののデット・ファイナンスを利用しなかった理由.....	14
図 2-15 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスへのイメージ.....	15
図 2-16 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスによる効果.....	16
図 3-1 デット・ファイナンス比率の推移(左:設立年別、右:業種別).....	41
図 3-2 期待効用仮説に基づく融資額と期待所得.....	44
図 3-3 創業後の資金調達先の推移.....	45
図 4-1 2018 年における欧米のベンチャーファイナンスの市場規模.....	65
図 5-1 経営理念・経営戦略に関するガバナンスの実施状況.....	78
図 5-2 事業に関するガバナンスの実施状況.....	79
図 5-3 経営事項の検討の精度の向上(自己研鑽と壁打ち相手)に関するガバナンスの実施状況.....	79
図 5-4 会社の成長を第一に考えた経営に関するガバナンスの実施状況.....	80
図 5-5 経営者以外の経営陣の積極的な経営への関与に関するガバナンスの実施状況.....	80
図 5-6 社外取締役の選任に関するガバナンスの実施状況.....	81
図 5-7 組織的な意思決定に関するガバナンスの実施状況.....	81
図 5-8 監査に関するガバナンスの実施状況.....	82
図 5-9 経営陣が経営に集中できる環境整備(権限委譲・内部統制)に関するガバナンスの実施状況.....	82
図 5-10 会計・財務に関するガバナンスの実施状況.....	83
図 5-11 法令等遵守(法務・コンプライアンス)に関するガバナンスの実施状況.....	83
図 5-12 情報セキュリティに関するガバナンスの実施状況.....	84
図 5-13 情報開示に関するガバナンスの実施状況.....	85
図 5-14 対話に関するガバナンスの実施状況.....	85
図 5-15 株主構成の検討と適切な株主総会の運営に関するガバナンスの実施状況.....	86

図 5-16 事業投資に必要な資金調達に関するガバナンスの実施状況..... 86

表 目次

表 2-1 アンケート調査のスクリーニング条件.....	4
表 2-2 アンケート調査の設問内容.....	4
表 2-3 本調査における成長ステージの定義.....	5
表 2-4 デット・ファイナンスの活用促進について期待すること.....	16
表 2-5 インタビューの内容.....	19
表 2-6 インタビュー調査の結果.....	19
表 3-1 先行研究を整理するときの視点.....	26
表 3-2 企業ステージに対する出口戦略や撤退理由、撤退時のオプション.....	31
表 3-3 出口戦略毎の回帰分析結果.....	33
表 3-4 MBO 前後における全要素生産性、労働生産性等の平均値の比較.....	35
表 3-5 パネル回帰分析の推定結果.....	38
表 3-6 分析に用いた変数の定義.....	41
表 3-7 パネル回帰分析の推定結果.....	42
表 3-8 期待効用仮説に基づくモデルの概要.....	44
表 3-9 米国の中小企業金融の概要.....	47
表 3-10 金融機関から借入をしている中小企業の割合(推定値).....	48
表 3-11 負債の重要性に関する時系列推移.....	50
表 3-12 2004 年のスタートアップの資金調達先.....	51
表 3-13 創業初期の負債と売上高成長率との関係に関する分析結果.....	53
表 3-14 初期段階の負債と倒産確率の関係.....	53
表 3-15 NSSBF データにおける個人保証を利用している借入企業割合.....	56
表 3-16 SCF データにおける投資額に対する個人保証割合.....	56
表 3-17 SCF データにおける個人担保・保証の利用に関するロジスティック回帰分析.....	57
表 3-18 モデル変数の定義.....	60
表 3-19 モデル 1 によるロジスティック回帰分析.....	60
表 3-20 モデル 2 による OLS 回帰分析.....	61
表 3-21 無担保ローンと有担保ローンで分けたときのモデル 2 の OLS 回帰分析.....	62
表 3-22 モデル 3 による OLS 回帰分析.....	63
表 3-23 英国における EFG プログラムにおける融資.....	64
表 4-1 シリコンバレーにおけるベンチャーデットとベンチャーキャピタル比較.....	66
表 4-2 RBF による資金調達の特徴.....	66
表 5-1 調査した文献一覧.....	71
表 5-2 アンケート調査のスクリーニング条件.....	76
表 5-3 アンケート調査の設問内容.....	76
表 5-4 選択肢の対応関係.....	76
表 5-5 委員名簿.....	87

表 5-6 オブザーバー名簿	87
表 5-7 検討会の開催日時と主な議題.....	88

1. 事業概要

本章では、「令和 4 年度中小企業実態調査事業(スタートアップの資金調達に関する企業の実態調査および検討会実施等)」に関して、その背景と目的、事業内容について述べる。

1.1 本事業の背景と目的

我が国の成長戦略が成功するためには、イノベーションの担い手であるスタートアップを徹底支援し、新たなビジネス、産業の創出を進める必要がある。しかしながら、我が国では、スタートアップの数は依然として低い水準にとどまっており、成長するスタートアップは極めて少ない状況にある。日本の将来を築いていくためには、終戦直後に続く第二の起業ブームを起こす必要があり、スタートアップの創出・成長発展のための環境整備に取り組む必要がある。特に、我が国の場合、成長ステージに応じた資金調達手段の規模が米国等と比べて低水準にあり、企業数を増やすだけでなく、起業後の資金調達環境の整備も重要な課題となっている。

スタートアップの中小企業の資金調達手段としては、エクイティファイナンスが想定されるが、民間金融機関からの借入金等のデットファイナンスで資金調達を行うケースも一定数存在している。他方、スタートアップによるデットファイナンスの活用実態やその課題、デット性資金の供給元側の実態や課題等に関する調査・データは少ない状況にあり、スタートアップ期におけるデットファイナンスによる資金調達環境が十分かを精査する必要がある。

このため、スタートアップ期における円滑な資金調達、特にデットファイナンスを活用した資金調達を促進する観点から、デットファイナンスの活用実態や課題、先行研究等の調査を行うこととする。また、スタートアップを含め、成長志向の中小企業においては、エクイティファイナンスを活用した資本性資金の調達が有効と想定されるが、エクイティファイナンスの活用事例も限られることから、活用促進に向けては、出し手側・受け手側双方の現状分析や課題を整理し、それに応じた施策等を検討することが必要である。その中でも、エクイティファイナンスが活用されない受け手側の問題の一つとして、中小企業のガバナンスや会計上の課題が挙げられる。

このため、中小企業におけるエクイティファイナンスの現状分析を行うとともに、その際に求められるガバナンスや会計のあり方等について、課題の把握、有識者を交えた議論、事例等の収集を行い、成長志向の中小企業におけるガバナンスの在り方指針等について、調査・取りまとめを行うこととする。

1.2 本事業の内容

1.2.1 実施事項と実施方法

(1) スタートアップによるデット・ファイナンスの活用実態に関する調査

まず、スタートアップ向けにインターネット調査を実施し、スタートアップのデットファイナンスの活用実態に関する調査を実施した。スタートアップによるデット・ファイナンスの活用実態という本調査の趣旨を踏まえて設定した条件に該当する国内事業者を調査対象とした。インターネットアンケートモニターに対してスクリーニングアンケートを実施し、2,000 件の回答を得た上で、スクリーニング条件に合ったスタートアップを抽出し、516 件

の回答結果を回収した。なお、インターネット調査結果の集計にあたっては、ウェイトバック処理を行った。

また、スタートアップ向けのインターネット調査と並行して、金融機関に対してインタビュー調査を実施した。政府系金融機関や民間金融機関に加えて、ベンチャーキャピタルによるエクイティ・ファイナンスと銀行によるデット・ファイナンスの間を埋める資金提供事業者として独立系デットファンドをインタビュー対象として、スタートアップ向けデット・ファイナンスの利用実態を中心に調査した。インタビュー調査の結果は、「ベンチャーデット（新株予約権付き融資や転換社債といったメザニン性ローン等をいう）を提供していない金融機関」、「ベンチャーデットを提供している金融機関」、「独立系デットファンド」に分類して整理した。

(2) スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査

スタートアップのデット・ファイナンスに関する学術研究を調査した。調査対象の先行研究を、①市場の新陳代謝、②中小企業の資金調達、③経営者保証等のその他の論点の 3 つのテーマに分類して整理した。日本と米国、欧州の研究を調査対象として、各先行研究の概要や当該研究の貢献(新規性)、検証方法とデータ、結論を中心に記載している。

(3) スタートアップによるデット・ファイナンスの活用促進に向けた課題の分析

上記のスタートアップにおけるデット・ファイナンスの活用に関する調査結果を踏まえ、スタートアップによるデット・ファイナンスの活用がどのような状況やタイミングで有効となるかを検討した。

(4) 「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営及び「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイド」の調査・取りまとめ

中小企業がエクイティ・ファイナンスを活用する場面で求められるガバナンスについて、先行研究や調査、統計その他の資料について収集を行い、中小企業のガバナンスにおける理念・手法を調査した。具体的には、デスクリサーチによる文献調査と中小企業へのインターネット調査によって情報を収集した。デスクリサーチでは、中小企業のガバナンスに関連する国内外の文献を調査し、中小企業が備えるべきガバナンスを洗い出し、「①戦略的な経営」「②持続的な成長を支えるための仕組み」「③信頼関係構築」の 3 項目に分類した。また、エクイティ・ファイナンス活用によって企業のガバナンスが強化される場面について、中小企業に対するインターネット調査を実施し、これまでエクイティ・ファイナンスによる資金調達をしたことがあると回答した 155 件と、エクイティ・ファイナンスによる資金調達をしたことがないと回答した 155 件、合計 310 件から回答を回収した。

また、日本における中小企業向けエクイティ・ファイナンス及びガバナンスに関する研究・調査を行っている有識者 9 名から構成される「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」を開催した。本検討会は、令和 4 年 11 月から令和 5 年 3 月にかけて、経済産業省別館会議室及びオンライン会議室のハイブリッド形式で、計 4 回開催された。

これらの中小企業のガバナンスに関する調査と中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会での議論に基づき、「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイド」とその概要資料を作成した。

1.2.2 実施スケジュール

本調査は、令和4年11月から令和5年3月末までの約4か月間で実施した。

2. スタートアップによるデット・ファイナンスの活用実態に関する調査

本章では、本事業における実態調査におけるスタートアップ企業に対するインターネット調査、金融機関に対するインタビュー調査に関して、その概要と調査結果について述べる。

2.1 スタートアップに対するインターネット調査

本事業における実態調査のうち、スタートアップ向けのインターネット調査に関する事項について記述する。

2.1.1 インターネット調査の概要

インターネット調査では、スタートアップによるデット・ファイナンスの活用実態という本調査の趣旨を踏まえて、以下の条件に当てはまる国内事業者を調査対象とした。調査対象者の抽出にあたっては、インターネットアンケートモニターに対してスクリーニングアンケートを実施し、2,000件の回答を得た。さらに、スクリーニング条件に合ったスタートアップを抽出し、516件の回答結果を回収した。アンケート調査のスクリーニング条件と設問内容については、以下の通りである。

表 2-1 アンケート調査のスクリーニング条件

No.	設問項目	条件	詳細
1	過去の資金調達先	デット・ファイナンスの活用経験あり	本調査の主眼である、デット・ファイナンスの活用経験がある企業を抽出
2	成長ステージ	各ステージで均等割り付けにて抽出	各ステージの動向を調査するため、それぞれ均等に回答者を抽出
3	出口戦略	IPO/M&A を出口戦略としている企業を抽出	本調査では、IPO や M&A を検討していない企業を対象外として、検討している企業(現時点では不明を含む)のみを抽出

出所)三菱総合研究所作成

表 2-2 アンケート調査の設問内容

No.	項目	主な設問項目
1	スクリーニング設問項目	<ul style="list-style-type: none"> 企業の基本的な属性(売上規模、創立年) 過去の資金調達先、成長ステージ、出口戦略
2	デモグラ	<ul style="list-style-type: none"> 本所所在地、社員数、資本金 時価総額、出自、株主構成 技術領域、事業領域 等
3	資金調達の現状	<ul style="list-style-type: none"> これまでの資金調達手段 累積調達額、ステージ別調達額 各資金調達手段における調達額 活用したデット・ファイナンスの種類 等
4	デット・ファイナンスの活用実態と課題	<ul style="list-style-type: none"> 経営者保証・担保の有無、資金使途 デット・ファイナンス活用の理由、活用しなかった理由

		<ul style="list-style-type: none"> ・デット・ファイナンス活用にあたっての課題 ・デット・ファイナンスの資金調達余地 等
5	デット・ファイナンスへのニーズ	<ul style="list-style-type: none"> ・デット・ファイナンス活用のイメージ ・デット・ファイナンス活用にあたっての懸念点 ・金融機関や政府へ期待していること、支援策 等

出所)三菱総合研究所作成

2.1.2 インターネット調査の結果

本事業における実態調査のうち、スタートアップ向けインターネット調査における調査結果について記述する。なお、調査結果の集計にあたっては、データベースサービス INITIAL¹の情報をもとにウエイトバック処理²を行った。

(1) デット・ファイナンスの活用実態に関する概要

アンケート調査の結果をもとに、利用時期や利用額、利用状況等のスタートアップ企業におけるデット・ファイナンスの活用に関する調査結果の概要について述べる。

まず、上記の内容を成長ステージごとに確認した結果について記述する。本調査では、スタートアップ企業のステージを、以下のように定義した。

表 2-3 本調査における成長ステージの定義

No.	項目	主な内容
1	シードステージ	<ul style="list-style-type: none"> ・商品/サービスがコンセプト段階に近い企業が多く、少ない資本で運営している ・商品/サービスは、PoC(Proof of Concept)の段階にあるものが多い。マーケティングはまだ行っていない ・開発段階や市場調査が完了したら、マネジメントチームやビジネスプランの構想も始めるが、その段階のスタートアップもこのステージに含まれる
2	アーリーステージ	<ul style="list-style-type: none"> ・商品/サービスは、開発を終え、試作段階に達している。販売/提供を開始しているケースもある ・このステージにあるスタートアップの多くは、市場での試験販売/提供を終え、企業を運営するうえで必要な仕組みを構築している。事業計画を完成させ、事業を既に開始しているケースも多い
3	ミドルステージ	<ul style="list-style-type: none"> ・生産量や、仕入販売等の商取引の増加により、運転資本が発生している ・資金使途の多くは、運転資金、追加設備投資やマーケティング/開発費等に充当される

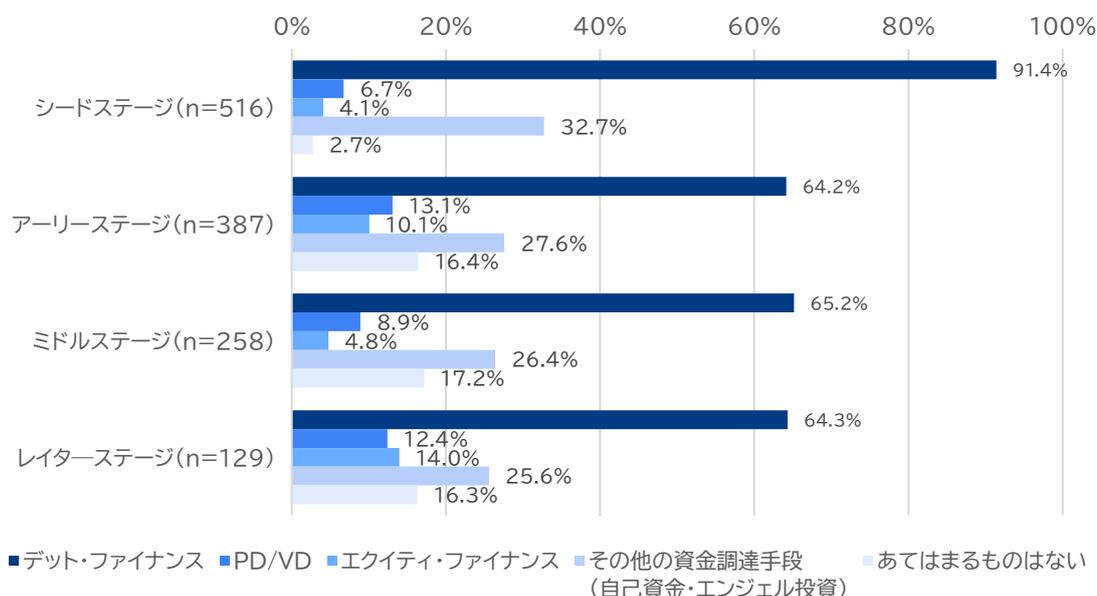
¹ INITIAL、「スタートアップの成長フェーズを知る」、<https://initial.inc/articles/7oUK5qkbYvX4tLeU0VMnwM>、2023年3月20日最終閲覧

² 本調査では、各成長ステージが均等になるように回答を収集したため、調査結果の集計にあたってウエイトバック処理を行った。その際には、成長ステージと投資ラウンドの対比を、シードステージを会社設立、シード、アーリーステージをシリーズ A、ミドルステージをシリーズ B、レイターステージをシリーズ C 以降と定義したうえで、INITIAL『スタートアップの成長フェーズを知る』における投資ラウンドごとの法人数割合をもとに、ウエイトバック処理を実施した。尚、以降の分析結果における n 数については、ウエイトバック前の値を記載している。

4	レイトーステージ	<ul style="list-style-type: none"> このステージにある会社の中には上場を検討する企業も出始める 必要な資金は徐々に安定し、ミドルステージのように大きな資金需要の増加はあまりない
5	IPO、M&A 前	<ul style="list-style-type: none"> 新規株式公開もしくは、第三者への会社又は事業の売却を達成した後の段階

出所)三菱総合研究所作成

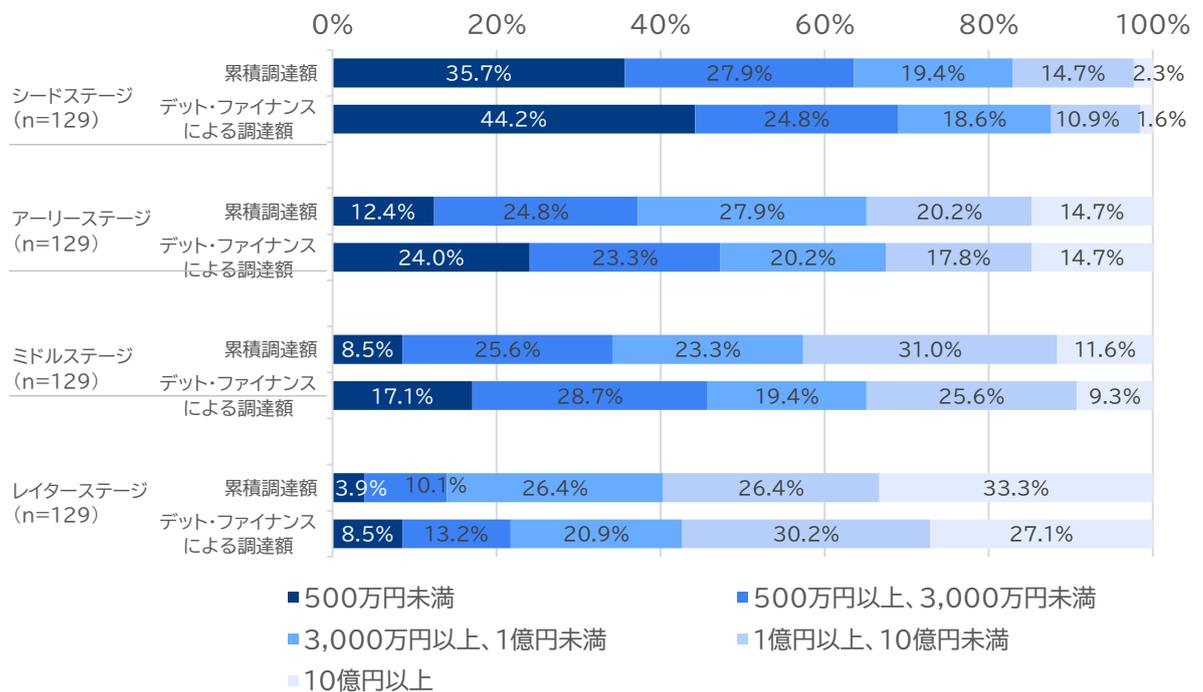
まず、スタートアップによるデット・ファイナンスの活用状況に関する調査結果について、以下に述べる。成長ステージごとに活用した資金調達手段は以下の通りである。金融機関からの創業支援等の融資を活用しやすいシードステージにおいて、デット・ファイナンスの活用割合が最も高く、その他のステージについては同程度の割合であることが確認できる。



出所)三菱総合研究所作成

図 2-1 成長ステージごとに活用した資金調達手段(複数回答)

成長ステージごとに、全ての資金調達手段を踏まえた累積調達額とデット・ファイナンスのみによる累積調達額の状況をまとめた。各ステージの累積調達額とデット・ファイナンスの累積調達額をみると、成長ステージが進むにつれて調達金額が上昇していく傾向が確認できる。

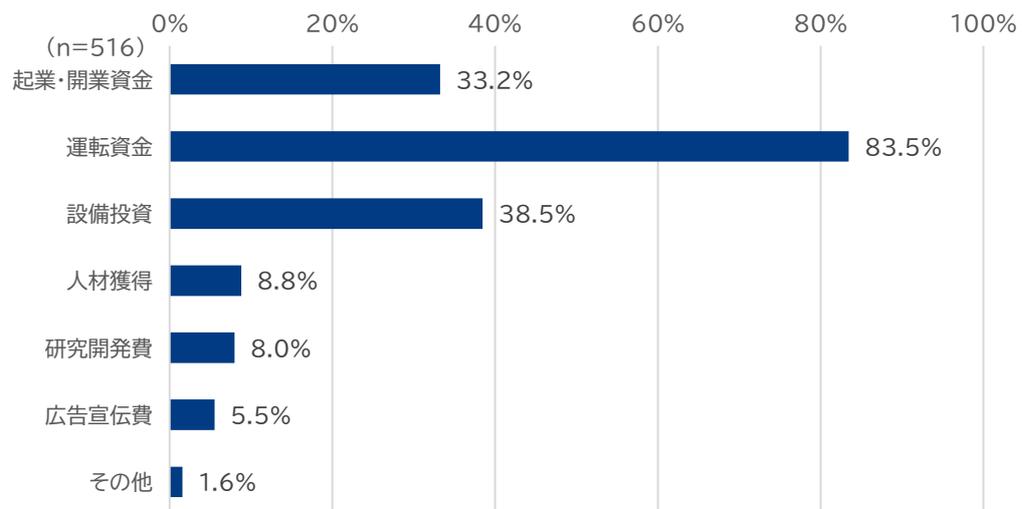


出所)三菱総合研究所作成

図 2-2 成長ステージ別の累積調達額とデット・ファイナンスによる調達額(単一回答)

次に、デット・ファイナンス活用における資金使途や、融資形態、保証の有無についての調査した結果を述べる。

デット・ファイナンスの資金使途は、運転資金としての利用が8割以上を占めていることが確認できる。次いで、設備投資や起業・開業資金等に活用したという回答が多い。一方で、人材獲得、研究開発費、広告宣伝費については1割以下となっており、回答割合が低い傾向が伺える。

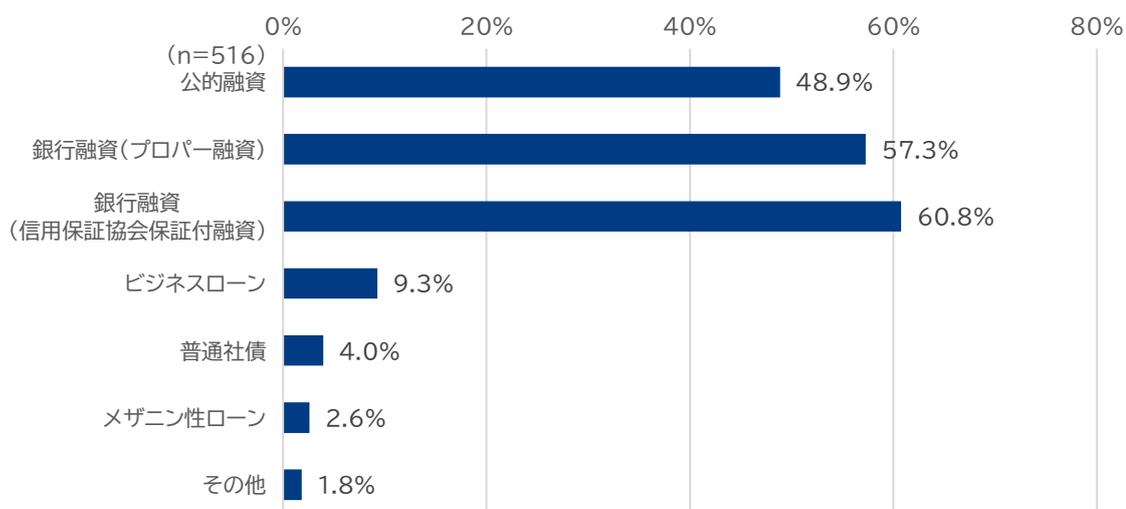


出所)三菱総合研究所作成

図 2-3 デット・ファイナンスの資金使途(複数回答)

活用されているデット・ファイナンスの種類としては、銀行融資(プロパー融資もしくは信用保証協会保証付融資)が最も回答割合が高く、次いで公的融資が高い。その他のビジネスローンや普通社債、メ

ザニン性ローン等の回答割合はそれぞれ1割以下であった。

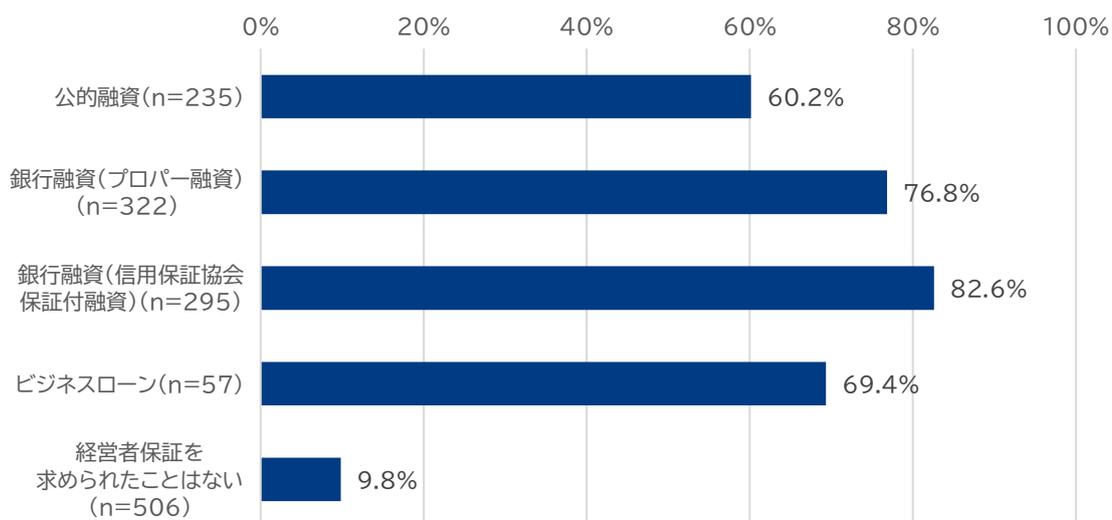


出所)三菱総合研究所作成

図 2-4 デット・ファイナンスの種類(複数回答)

次のグラフは、各デット・ファイナンスの種類を活用した回答者層において、どの程度の割合が経営者保証を提供したかを示したものである。デット・ファイナンスの活用時に「経営者保証を求められたことがない」と回答した割合は1割程度であり、多くの回答者が経営者保証を提供した経験があることが確認できる。

特に、活用割合が高かった公的融資や銀行融資(プロパー融資もしくは信用保証協会保証付融資)については、経営者保証を提供している割合も同様に高い傾向が伺える。また、活用割合は1割程度と低かったビジネスローンにおいても、活用した層の7割程度が経営者保証を提供したと回答しており、経営者保証を提供している割合は高い。



出所)三菱総合研究所作成

図 2-5 保証有無(複数回答)

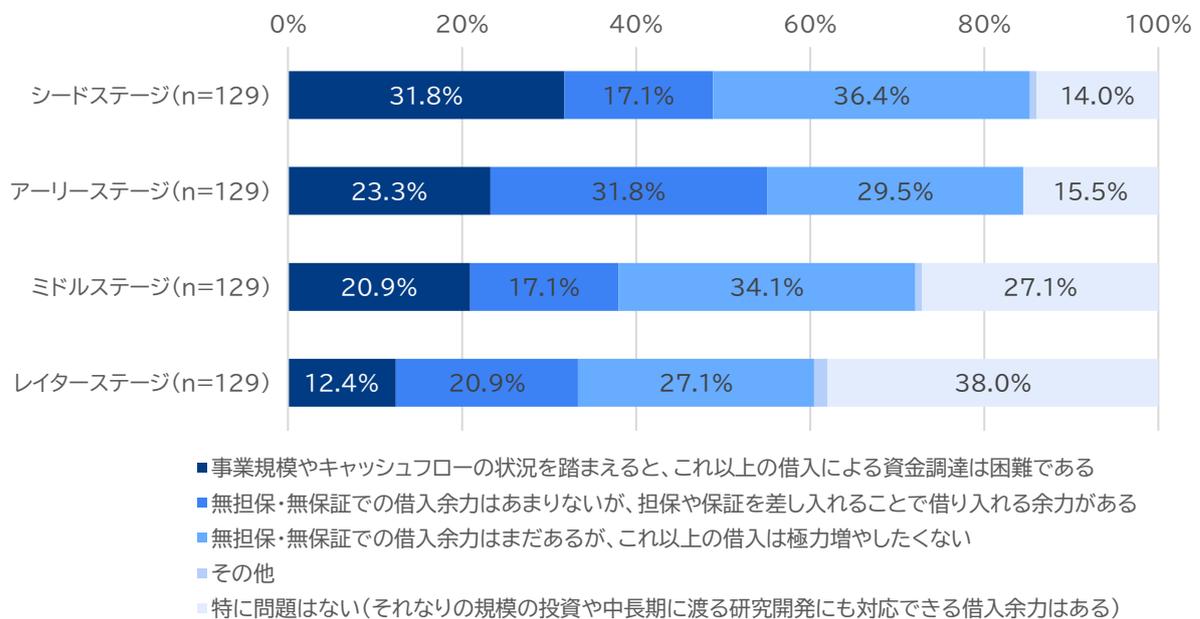
(2) デット・ファイナンスの活用実態に関する詳細

ここまでの結果を踏まえて、デット・ファイナンスの活用実態についての、詳細な分析結果について述べる。

1) デット・ファイナンス活用時の条件について

まず、デット・ファイナンス活用時の条件について、スタートアップの成長ステージ・売上規模別に確認した。

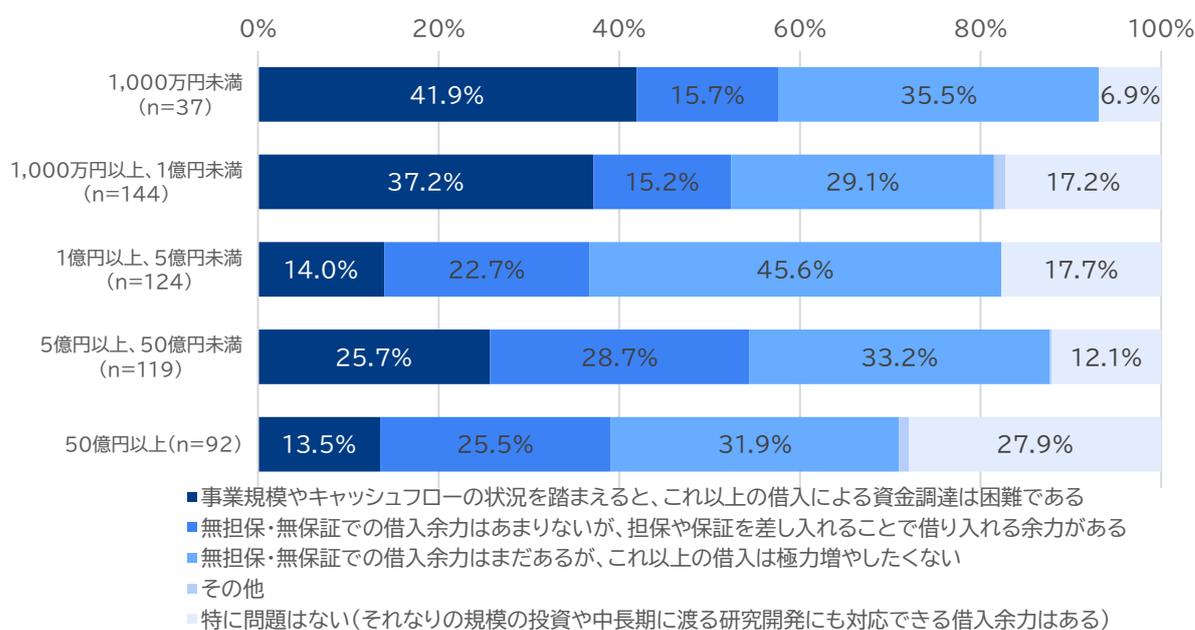
デット・ファイナンス活用時の条件面について、調査結果からシード・アーリーステージの約半数程度の回答者が、「借入による資金調達は困難」もしくは「無担保・無保証の借入余地があまりない」と回答していることが確認できる。特に、アーリーステージにおいては、「無担保・無保証の借入余地があまりない」という回答が他のステージと比較して最も多く、デット・ファイナンス活用時における条件面の課題があることが確認できた。



出所)三菱総合研究所作成

図 2-6 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスの資金調達余地

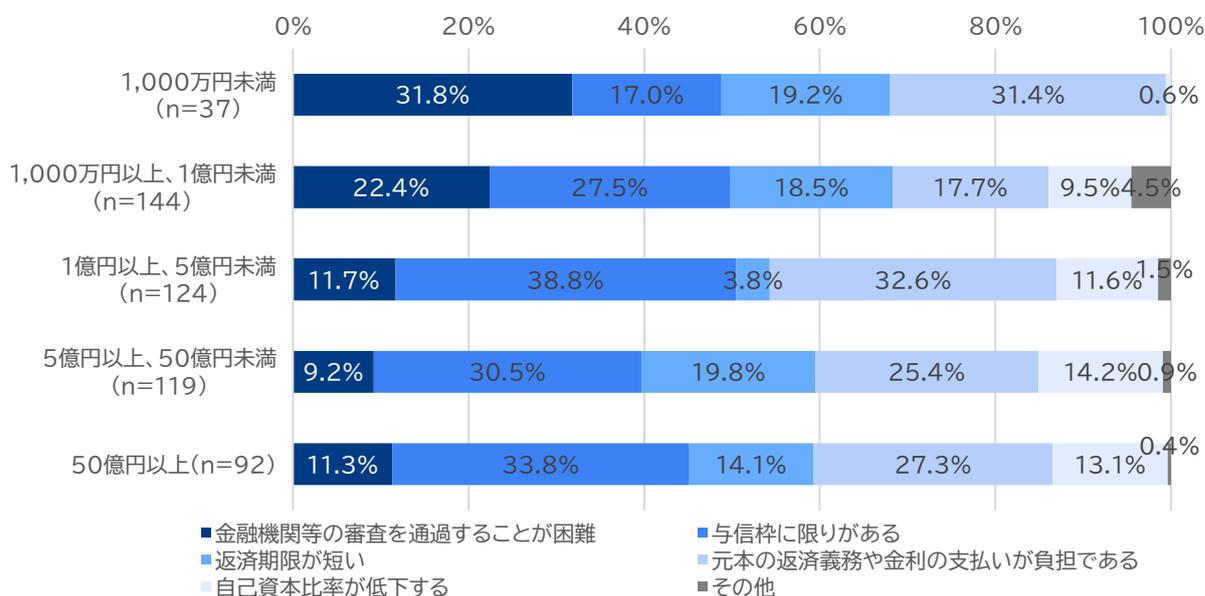
次に、売上規模別にデット・ファイナンスによる資金調達余地を確認すると、売上 1 億円未満の回答者で「借入による資金調達は困難」と回答する割合が高く、「無担保・無保証の借入余地があまりない」の回答も加えると半数以上の割合となる。また、5億円以上50億円未満の層においても、「借入による資金調達は困難」、「無担保・無保証の借入余地があまりない」の回答割合が高い傾向が確認できる。



出所)三菱総合研究所作成

図 2-7 売上ごとに見た、デット・ファイナンスの資金調達余地

デット・ファイナンス活用における懸念点として、売上 1 億円未満の層においては「金融機関等の審査通過」に懸念を感じている割合が高い傾向が伺える。一方で、1 億円以上の層については、「審査通過」を懸念する回答割合は低いものの、「与信枠に限りがある」の回答割合が最も高いことが伺える。



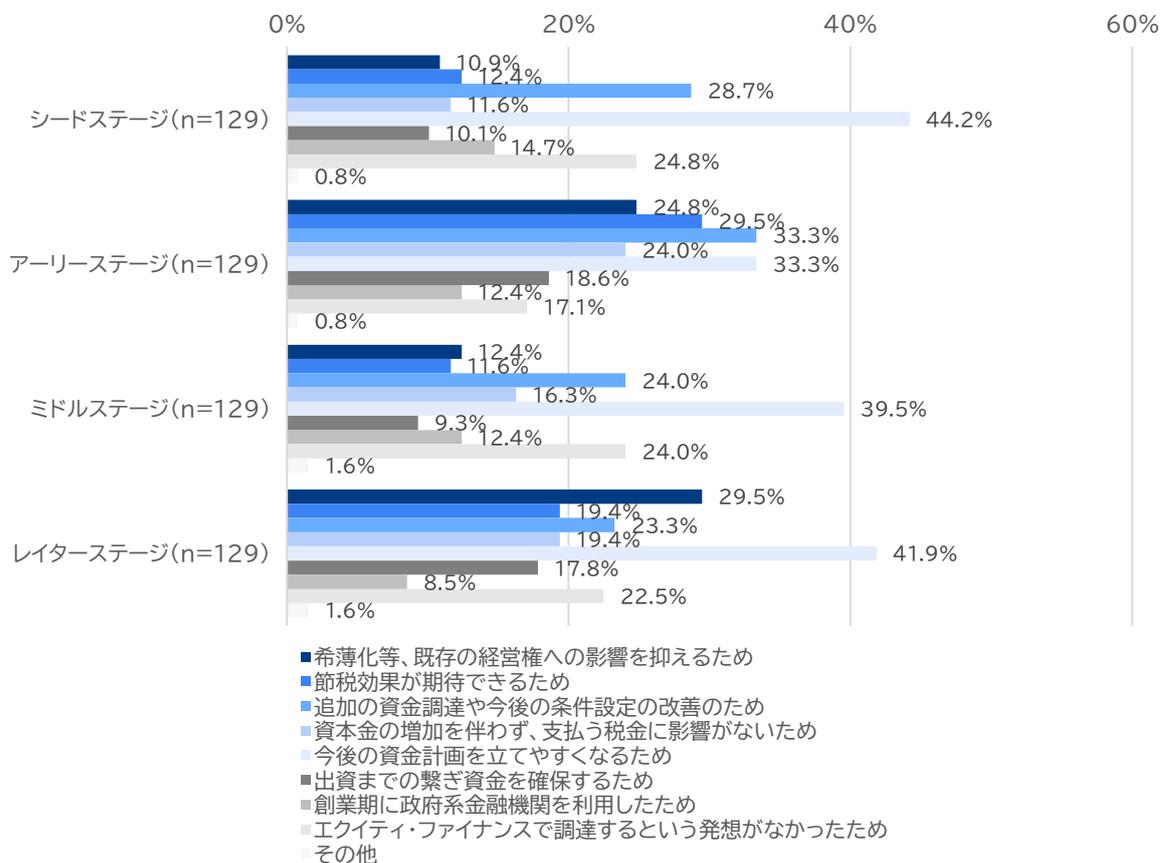
出所)三菱総合研究所作成

図 2-8 売上ごとに見た、デット・ファイナンスの懸念点

2) デット・ファイナンスを活用した理由について

デット・ファイナンスを利用した理由や重視することについて、成長ステージや売上規模別に確認した。成長ステージごとにデット・ファイナンスを活用した理由を確認すると、どの成長ステージにおいても

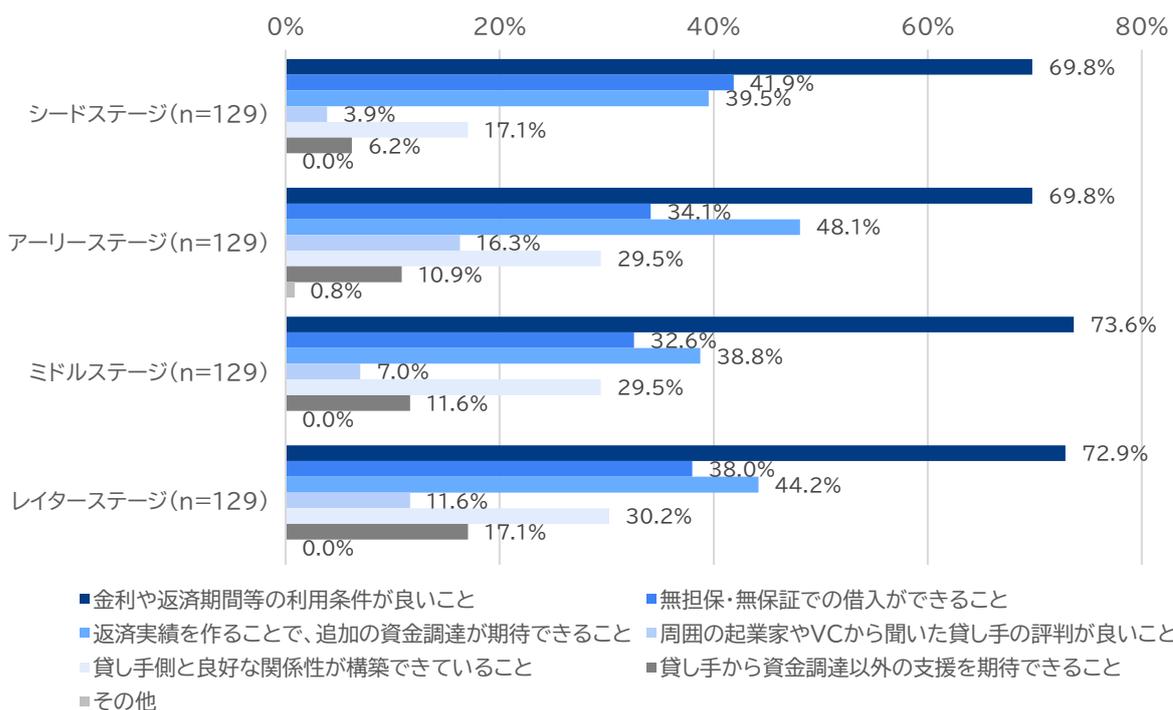
「資金計画を立てやすくなるため」という回答割合が高い。また、大型の資金調達を検討し始めるアーリーステージや、出口戦略を強く意識し始めるレイターステージでは、「株式の希薄化」や「既存経営権への影響を与えないため」にデット・ファイナンスを利用しているという回答の割合が、他のステージと比較して高い傾向にある。



出所)三菱総合研究所作成

図 2-9 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスを利用した理由

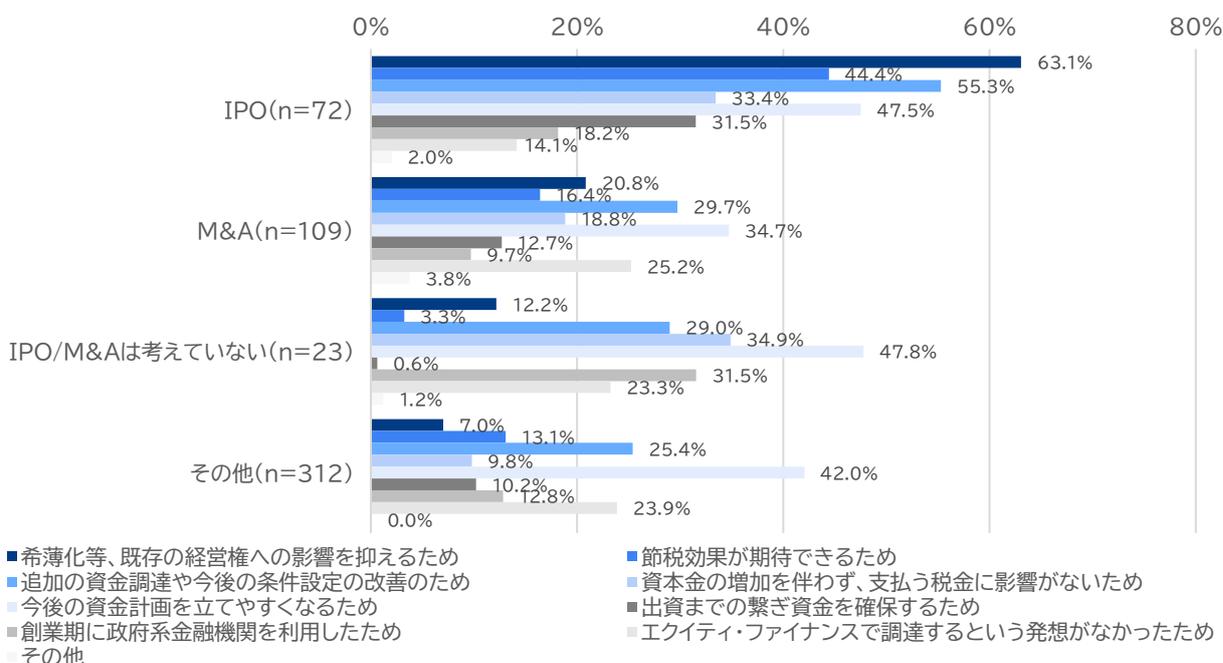
成長ステージごとにデット・ファイナンス利用時に重視することについて確認すると、全ての成長ステージで共通して「利用条件が良いこと」、「無担保・無保証での借入」、「返済実績による追加資金調達への期待」が回答割合の高い上位3項目となっている。特に、大型の資金調達を検討し始めるアーリーステージにおいては、デット・ファイナンスを利用する際に「返済実績によって追加の融資が期待できること」を重視している割合がやや高いことが伺える。



出所)三菱総合研究所作成

図 2-10 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンス利用時に重視すること

以下のグラフは、出口戦略ごとのデット・ファイナンスを活用した理由を示している。IPO を出口戦略として見据えているスタートアップは「節税効果への期待」、「追加の資金調達や条件面改善」に加えて、特に「株式の希薄化や既存経営権への影響を抑えるため」の回答割合が、他の出口戦略を見据えているスタートアップと比較して高い傾向が伺える。



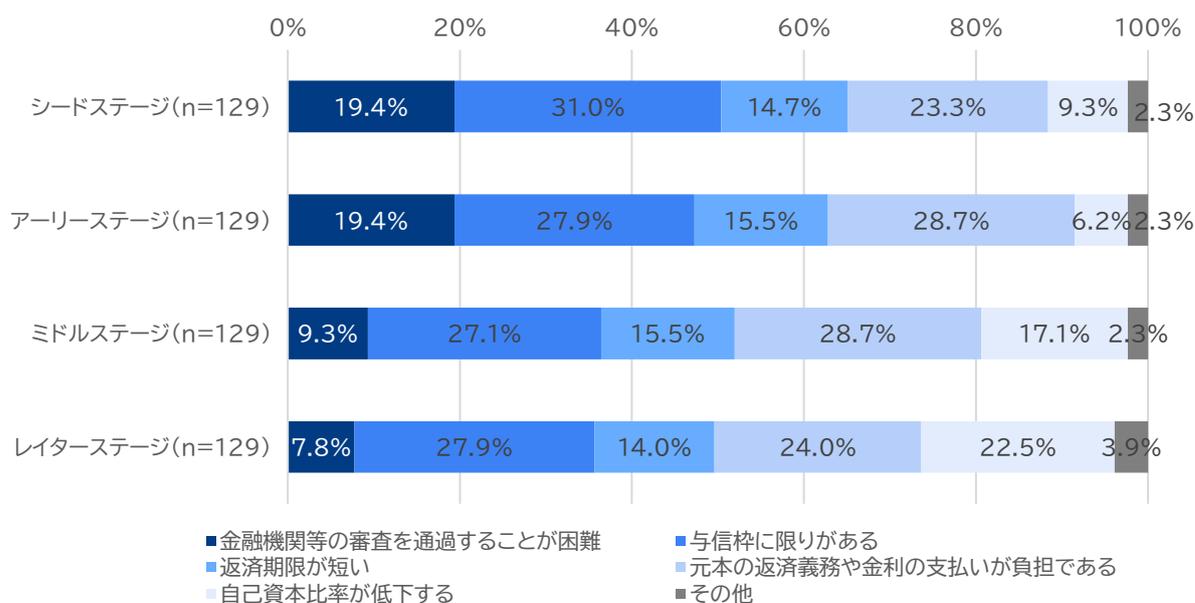
出所)三菱総合研究所作成

図 2-11 出口戦略ごとに見た、デット・ファイナンスを利用した理由

3) デット・ファイナンスを活用しなかった理由について

以下に、デット・ファイナンスを利用できなかった理由、利用可能であったが利用しなかった理由、懸念点について調査した結果をまとめた。

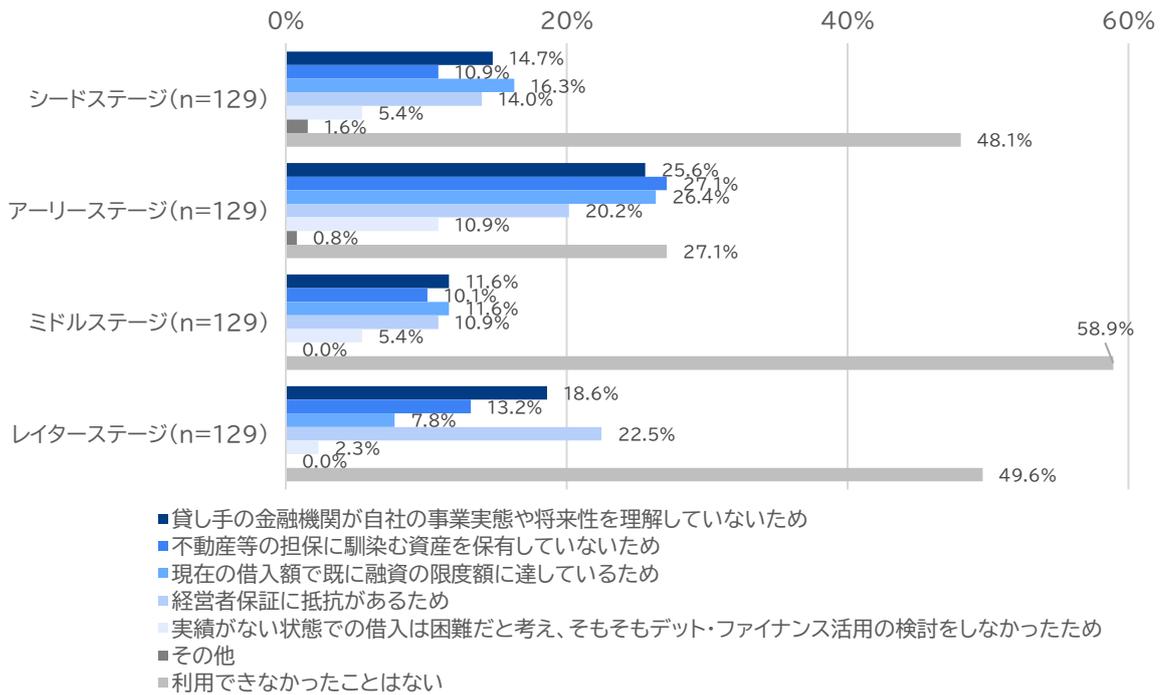
まず、デット・ファイナンスに対する懸念点として、全ての成長ステージで「与信枠の限定性」、「元利返済の負担」の回答割合が上位2項目となっている。また、シード・アーリーステージでは、「金融機関における審査通過」に懸念を感じている割合が高く、活用のハードルとなっていることが伺える。また、ミドル・アーリーステージにおいては、「自己資本比率低下」を懸念している割合が高い。



出所)三菱総合研究所作成

図 2-12 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスへの懸念点

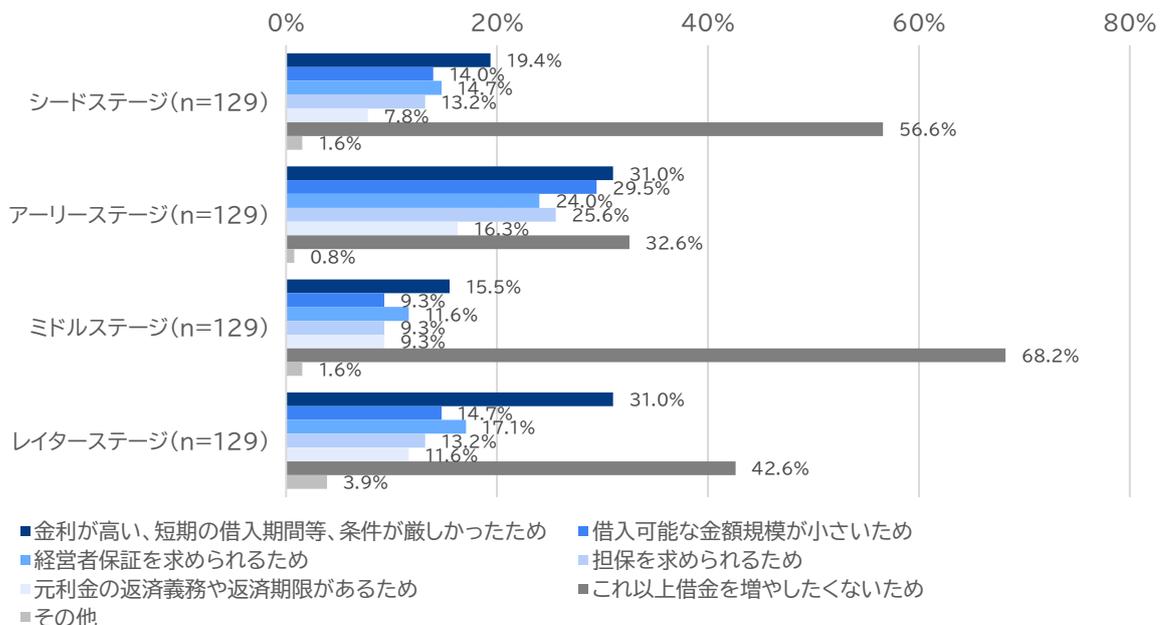
成長ステージごとにデット・ファイナンスを利用できなかった理由を確認すると、アーリーステージを除いて「利用できなかった」ことはないという回答割合が、他選択肢と比較して高い傾向にあることが確認できる。また、大型の資金調達を検討し始めるアーリーステージにおいては、「貸し手が事業の将来性を理解できていないこと」、「担保になじむ資産を保有していないため」、「融資の限度額に達しているため」という回答の割合が他ステージと比較して高く、アーリーステージのデット・ファイナンス活用にあたっての課題が大きい傾向が見て取れる。



出所)三菱総合研究所作成

図 2-13 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスを利用できなかった理由

成長ステージごとに、デット・ファイナンスが利用可能だったものの活用しなかった理由を確認すると、アーリーステージでは他ステージと比較して「借入可能な金額規模が小さかったため」、「経営者保証を求められるため」、「担保・保証を求められるため」という回答の割合が高いことが伺える。このことから、特にアーリーステージにおいては、デット・ファイナンスが活用可能であったとしても条件(経営者保証、担保・保証等)、金額規模に課題があり、活用に至らない状況が生じている可能性が高いことが伺える。



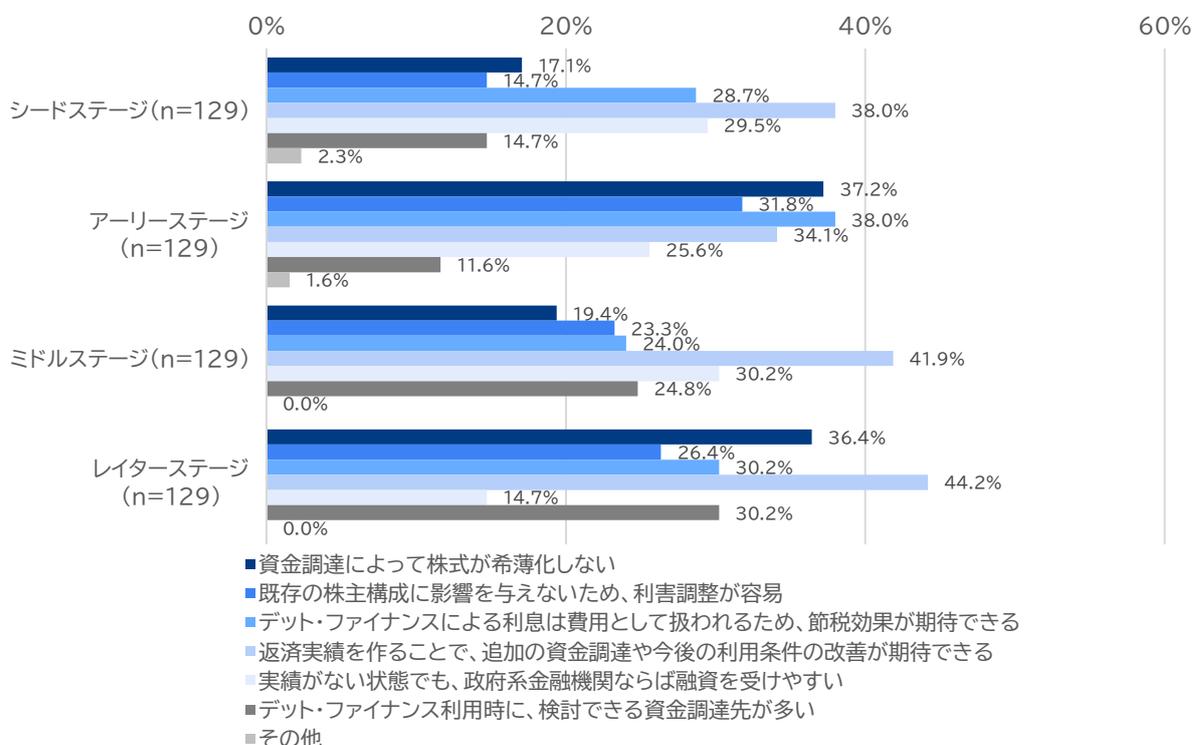
出所)三菱総合研究所作成

図 2-14 成長ステージごとに見た、利用可能だったもののデット・ファイナンスを利用しなかった理由

4) デット・ファイナンス活用時の課題について

デット・ファイナンスを活用しなかった理由について、シード・アーリーステージにおいて活用にあたっての課題が大きい可能性が確認できた。ここでは、デット・ファイナンスに対するイメージや、デット・ファイナンスによる効果について分析結果を述べる。

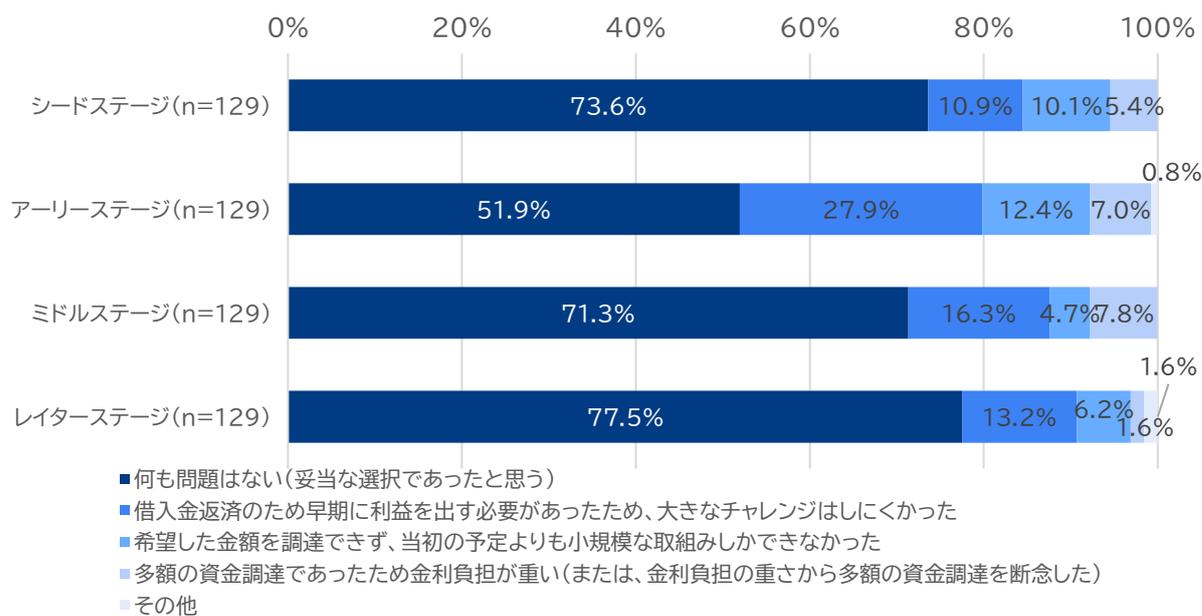
成長ステージごとにデット・ファイナンスへのイメージを調査した結果は、以下の通りである。どの成長ステージにおいても「返済実績を作ることで追加の資金調達や今後の条件改善が期待できる」という回答割合が高い傾向にある。また、大型の資金調達を検討し始めるアーリーステージや、出口戦略を強く意識し始めるレイトーステージにおいて、「株式の希薄化」や「既存経営権への影響を与えないため」にデット・ファイナンスを利用している傾向が伺える。また、信用力が相対的に不足している傾向にあるシード・アーリーステージにおいては、ミドル・レイトーステージと比較すると「デット・ファイナンス利用時に検討できる資金調達先が多い」ことを理由に挙げた割合が低く、資金の出し手が限定的であることが伺える。



出所)三菱総合研究所作成

図 2-15 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスへのイメージ

成長ステージごとにデット・ファイナンスによる効果を確認すると、アーリーステージにおいて「何も問題なかった」という回答割合が他のステージと比較して低かった、一方で「借入金返済のため早期に利益を出す必要があったため、大きなチャレンジはしにくかった」、「希望した金額が調達できず、当初の予定よりも小規模な取り組みしかできなかった」という回答割合の合計が、他のステージに比べて 2 倍程度高い。このことから、アーリーステージでは、借入金額や条件面の課題によって、資金調達後も問題が生じている傾向が伺える。



出所)三菱総合研究所作成

図 2-16 成長ステージごとに見た、デット・ファイナンスによる効果

(3) 期待される支援策

「デット・ファイナンスにおける活用促進について期待していること」に対する自由記述回答を分析した結果は以下の通りである。本分析を通して、期待される支援策を「条件面の改善」・「政府・金融機関からの支援」・「審査基準の明確化・簡素化」・「情報発信」・「事業や環境への理解」に分類した。更に、成長ステージごとに上記の分類でまとめた結果が以下である。

表 2-4 デット・ファイナンスの活用促進について期待すること

	シードステージ	アーリーステージ	ミドルステージ	レイターステージ
条件面の改善	<ul style="list-style-type: none"> 公的融資の窓口を広げて欲しい 企業規模別の融資枠の設定と貸出期間の延長 簡潔な審査と融資枠拡大 	<ul style="list-style-type: none"> 無担保融資の推進 融資判断までの時間短縮 低金利の継続 	<ul style="list-style-type: none"> 長期間の融資枠設定 低利での借り換え 返済実績に基づき追加融資を受けやすくする 融資条件の緩和 	<ul style="list-style-type: none"> 低金利融資の品揃え 柔軟性のある融資条件 経営者保証や不動産担保に依存しない融資
政府・金融機関からの支援	<ul style="list-style-type: none"> 給付金や助成金の期間延長 	<ul style="list-style-type: none"> 助成金・補助に対する迅速な対応 デット・ファイナンスを活用しやすい環境の整備 企業育成に関連する施策 	<ul style="list-style-type: none"> 代表者保証に対する政府の再保証 	<ul style="list-style-type: none"> 無担保・無利子で実施 事業成功時の融資額相当分の株式譲渡 チャレンジしやすい環境づくりや政府助成金
審査基準の明確化・簡素化	<ul style="list-style-type: none"> 審査基準の緩和と新規事業に対する対応力 	<ul style="list-style-type: none"> 担保の正当性の明確化と融資期間の延長 	<ul style="list-style-type: none"> 審査の迅速化 低金利かつ簡単な審査 	<ul style="list-style-type: none"> 与信枠拡大と融資審査の緩和 常に適正な審査と

	<ul style="list-style-type: none"> 過去の企業業績に基づく審査ではなく、将来性や期待値を含めた審査 	<ul style="list-style-type: none"> 短期間での審査 	<ul style="list-style-type: none"> 申込から審査、実行に至るまでのWEB化 	<ul style="list-style-type: none"> 融資実行 審査の簡易化
情報発信	<ul style="list-style-type: none"> デット・ファイナンスに関する情報提供 	<ul style="list-style-type: none"> 金融や公的機関の情報発信は信用できるが、専門用語が多く分かりづらい 	<ul style="list-style-type: none"> M&A等の情報提供 融資制度等の情報提供 	<ul style="list-style-type: none"> デット・ファイナンスの活用や制度についての情報発信
事業や環境への理解	<ul style="list-style-type: none"> 「業績が厳しいからこそ借入を希望する」というニーズへの理解 	<ul style="list-style-type: none"> 将来性を見込んだ借入枠の拡大 	<ul style="list-style-type: none"> 企業の経営状況や事業実態に合わせた融資制度の拡充 経営者側の事情をよく理解した政策 	<ul style="list-style-type: none"> 融資希望企業の価値を見出せる能力向上 柔軟な企業評価 企業の成長性やキャッシュフローへの着目

出所)三菱総合研究所作成

2.1.3 インターネット調査のまとめ

(1) スタートアップによるデット・ファイナンスの活用実態

本調査では、デット・ファイナンスの活用実態の概要として、成長ステージごとのデット・ファイナンス活用実態や活用した理由、活用の際に重視する項目について確認できた。

まず、活用実態に関して、各成長ステージで主に運転資金としてデット・ファイナンスが活用されており、ステージが進むにつれて、デット・ファイナンスによる累積調達額が上昇していく傾向が確認できた。また、デット・ファイナンスの種類としては、銀行融資(プロパー融資・信用保証協会保証付融資)や公的融資が広く活用されていることがわかった。保証有無に関しては、デット・ファイナンスの利用時に経営者保証を求められた経験がある層が大半を占めており、特に活用されている割合が高い銀行融資で経営者保証を提供している割合が高い傾向を確認できた。

次に、デット・ファイナンスを活用した理由としては、全てのステージにおいて「資金計画が立てやすくなること」を理由に挙げている割合が高かった。また、アーリー・レイターステージ、IPOを目指す成長志向の強いスタートアップに関しては、「株式の希薄化や既存経営権への影響を抑えるため」にデット・ファイナンスを活用したいという意向が伺えた。また、デット・ファイナンスを活用する際に重視する項目として、「利用条件」、「無担保・無保証での借入」などの条件面に加えて、「返済実績による追加の資金調達に対する期待」についての回答が多かった。

(2) スタートアップによるデット・ファイナンス活用にあたっての課題

活用にあたっての課題としては、成長ステージや売上規模ごとに、資金の出し手の選択肢が限定的になっていることや、資金調達のしやすさ、融資条件面等の課題を確認できた。

主に、売上規模が小さいスタートアップや初期の成長ステージにおいて、デット・ファイナンスによる資金調達の選択肢が限定的となっている傾向が確認できた。具体的には、売上1億円未満の回答者では、

資金調達之余地としてデット・ファイナンスによる資金調達が困難と回答する割合が高く、活用にあたっては「金融機関等の審査通過」に懸念を感じている割合が高かった。また、成長ステージに関して、シード・アーリーステージにおいて、「デット・ファイナンス利用時に検討できる資金調達先が多い」と答えた割合が他ステージと比較して低い一方で、「金融機関等の審査通過に懸念」を感じている割合も高かった。アーリーステージの企業は、「デット・ファイナンスを活用できなかった経験がある」割合が高く、初期の成長ステージにおいて活用に向けた課題が大きいことが確認できた。

条件面についても、特にアーリーステージにおける課題が確認できた。他のステージと比較して、アーリーステージでは「デット・ファイナンスを利用できなかったことはない」という回答割合が低く、また「無担保・無保証の借入余地がない」という回答割合が高かった。また、デット・ファイナンスを活用できなかった理由としては「融資の限度額に達しているため」、「担保になじむ資産を保有していないため」という回答に加えて、「事業性評価に対して貸し手が将来性を理解できていないこと」という回答割合が高かった。デット・ファイナンスが利用可能であったものの利用しなかった理由として、アーリーステージでは「借入可能な金額規模が小さかったため」、「経営者保証を求められるため」、「担保・保証を求められるため」という回答の割合が高く、利用可能であったものの条件面が悪く、活用に至らなかったケースが存在する可能性が確認できた。

上記に加えて、アーリーステージではデット・ファイナンス活用による効果として「借入金返済のため早期に利益を出す必要があったため、大きなチャレンジはしにくかった」、「希望した金額が調達できず、当初の予定よりも小規模な取り組みしかできなかった」という回答した割合の合計が、他のステージに比べて高かった。これらのことから、貸し手の限定性や条件面における課題から、高い成長性を目指していく初期のアーリーステージにおいて資金調達上の課題から事業への取り組みに支障をきたしている可能性が確認できた。

(3) スタートアップによるデット・ファイナンス活用促進に向けた対応策

最後に、スタートアップによるデット・ファイナンス活用促進に向けた対応策については、大きく「条件面の改善」、「政府・金融機関からの支援」、「審査基準の明確化・簡素化」、「情報発信」、「事業や環境への理解」に対する要望を確認できた。

条件面の改善については、貸し手の限定性や条件面での課題が大きい初期の成長ステージにおいて、無担保・無保証の融資や、融資枠の拡大を求める意見が確認できた。また、デット・ファイナンスによる資金調達額が増加してくる後半のミドル・レイターステージにおいては、長期の融資枠設定や低金利といった条件面の改善への要望が伺えた。政府・金融機関からの支援については、助成金や給付金の充実、政府による再保証の仕組みによってチャレンジしやすい環境づくりを求める意見が確認できた。審査基準の明確化・簡素化に関しては、審査の迅速化や簡素化が全てのステージで期待されている一方で、初期のシード・アーリーステージにおいては事業の将来性を加味した審査体制作りや、担保の正当性の明確化を求める意見などが確認できた。情報発信については融資制度や活用にあたって有益な情報の発信、事業環境や事業への理解においては事業の将来性に対する評価や事業環境に応じた柔軟な対応を求める意見が各ステージで確認できた。

これらの内容は、いずれも調査結果から確認できた各成長ステージにおけるデット・ファイナンスの活用にあたっての課題と対比しており、それらの解決を求める意見であったことが確認できた。

2.2 金融機関や独立系デットファンド等に対するインタビュー調査

本章においては、本事業における実態調査のうち、金融機関や独立系デットファンド等へのインタビュー内容や、それらを通じて得られた示唆について記述する。

2.2.1 インタビュー調査の実施概要

政府系金融機関・民間金融機関に加えて、ベンチャーキャピタルによるエクイティ・ファイナンスと銀行によるデット・ファイナンスの間を埋める資金提供事業者として独立系デットファンドにインタビュー調査を実施し、スタートアップ向けデット・ファイナンスの利用実態を中心に調査した。

表 2-5 インタビューの内容

インタビュー内容	
•	通常のデット・ファイナンスと比較したときの、スタートアップ向け融資の特徴や強み
•	スタートアップ支援部署の特徴
•	スタートアップに対するデット・ファイナンスの実績
•	融資の対象としているスタートアップ像
•	スタートアップの事業性評価の実務内容
•	デット・ファイナンスの条件面の設定方法
•	スタートアップ向けデット・ファイナンスに対する自己査定の実務内容
•	スタートアップから見たエクイティ・ファイナンスとの比較
•	エクイティ・ファイナンス実施先との棲み分け
•	スタートアップがデット・ファイナンス活用を検討開始する時期や活用に至るタイミング
•	スタートアップがデット・ファイナンス活用する典型的な理由
•	デット・ファイナンス活用時のスタートアップの課題
•	デット・ファイナンス実行時の貸し手の課題
•	政府に期待する支援策等

出所)三菱総合研究所作成

2.2.2 インタビュー調査の結果

インタビュー調査の結果は、「ベンチャーデットの融資商品を提供していない金融機関」、「ベンチャーデットの融資商品を提供している金融機関」、「独立系デットファンド」に分類して整理する。なお、本インタビュー調査の結果は、第4章「スタートアップによるデット・ファイナンスの活用促進に向けた課題の分析」にて、デット・ファイナンスの活用が有効だと考えられるペルソナの明確化の整理としてもまとめているため、あわせて参照されたい。

表 2-6 インタビュー調査の結果

	ベンチャーデットの融資商品を提供していない金融機関	ベンチャーデットの融資商品を提供している金融機関	独立系デットファンド
デット・ファイナンスの特徴や強み	<ul style="list-style-type: none"> ミドルステージからレイトステージのスタートアップを対象とする場合が多い 資金使途は運転資金、人件費、広告宣伝費、M&A や設 	<ul style="list-style-type: none"> アーリーステージ・ミドルステージの企業を対象とする場合が多い 業種は SaaS・サブスク・クラウド関連の企業が多い 	<ul style="list-style-type: none"> アーリーステージ後半からミドルステージの企業が多い ソフトウェア関連の企業が多く、ハードテック企業への支援は少ない

	<p>備投資等</p> <ul style="list-style-type: none"> 業種は SaaS 系や IT インフラ系が多い ディープテック領域のスタートアップはグループ内のベンチャーキャピタル等に連携している スタートアップがデット・ファイナンスを利用する理由として、株式の希薄化防止やエクイティまでの繋ぎ資金等が挙げられる 	<ul style="list-style-type: none"> リスクが高いスタートアップに対して、新株予約権付融資を中心に取り組み、アーリーステージまで融資先を広げている ディープテック領域のスタートアップはグループ内のベンチャーキャピタル等に連携している 資金用途はビジネスを拡大するためのマーケティング・広告宣伝費、エンジニア等の人材獲得のための費用等 スタートアップがデット・ファイナンスを利用する理由として、株式の希薄化防止、エクイティまでの繋ぎ資金等が挙げられる 	
デット・ファイナンスの実務	<ul style="list-style-type: none"> 業界環境や競争力、経営者の資質、取引の展望、ビジネスモデル、業績／財務面、エクイティ・ファイナンスの調達力等を中心に審査 定性面を評価する審査体系を構築 リスクヘッジ・リスク分散の観点から、信用保証協会の保証付き融資や協調融資に取り組むケースもみられる 	<ul style="list-style-type: none"> IPO や M&A まで成長可能かという視点で、定性面・定量面の両面でデューデリジェンスを行っている 金利水準は 3～5%程度、期間は 3 年程度のケースが多い 新株予約権付融資等のベンチャーデットでは、デット部分による利息収入ではなく、エクイティ部分によるリターンを重視している 	<ul style="list-style-type: none"> 事業の成長性や市場性、株主構成(リードベンチャーキャピタル等)、経営者の属性、保全及びコバナンツの状況、黒字化の蓋然性、案件意義等を中心に確認 基本的に経営者保証は取得しない 新株予約権付融資で、金利 3～5%まで低下させ、株式を取得しているケースが多い
期待する支援	<ul style="list-style-type: none"> ディープテックのスタートアップに対する債務保証制度 スタートアップを理解し、エクイティ投資家目線で審査が行える人材育成支援 	<ul style="list-style-type: none"> 持続性のある形でスタートアップに対するデット・ファイナンスを実行できる環境整備・情報発信を政府に要望 デット・ファイナンスの回収性を担保するセーフティーネット機能 債務保証制度に対するバリエーションの増加 	<ul style="list-style-type: none"> 政府によるベンチャーデットファンドへの出資 スタートアップに対するデット・ファイナンスの情報提供

出所)三菱総合研究所作成

(1) ベンチャーデットの融資商品を提供していない金融機関へのインタビュー

1) スタートアップ向けデット・ファイナンスの特徴や強み

ベンチャーデットの融資商品を提供していない都市銀行や地域銀行は、グループ内のベンチャーキャピタル、LP 出資先のベンチャーファンド、他事業者との連携、地域助成金の活用、金融機関主催のオープンイノベーションの活動の中でスタートアップと接点を構築しているケースが多い。また、スタートアップの定義が曖昧であるため、銀行全体でスタートアップ向けのデット・ファイナンスの実績を管理できず、全国の支店単位で個別に融資を実行している案件も存在する。一方、スタートアップ支援を促進する部署は整備されており、全国の支店の営業担当者と一緒に帯同・訪問し、支店のサポート業務を

行っている銀行も存在する。

スタートアップとの接点としては、グループ内のベンチャーキャピタルや外部のベンチャーキャピタルからの連携・紹介や地域助成金の活用を通じて接点を構築し、銀行の融資に繋げている点が特徴的である。

融資先はミドルステージからレイターステージのスタートアップが多く、短期資金の資金使途としては運転資金、人件費・広告宣伝費等、長期資金の資金使途としては M&A や設備投資等に活用されている。融資対象となるスタートアップの業種をみると、定期的な売り上げが見込めるといった審査上の観点から SaaS 系や IT インフラ系のスタートアップが多く、長期に亘る研究開発が必要なディープテック領域のスタートアップについては返済可能性を判断することが難しく、それがデット・ファイナンスの性質と合わないことから、グループ内のベンチャーキャピタル等、エクイティ・ファイナンス提供事業者に繋いでいるケースが多い。また、スタートアップがデット・ファイナンスを活用する理由には、株式の希薄化防止、エクイティまでの繋ぎ資金としてのニーズが挙げられる。

2) スタートアップに対するデット・ファイナンスの実務

スタートアップに対する審査業務は、通常与信と同じ枠組みで実施されており、コベナンツを設定する等、リスクの最小化に努めている。審査の中では、業界環境や競争力、経営者の資質、取引の展望、ビジネスモデル、業績／財務面、エクイティ・ファイナンスの調達力等を中心に審査し、業種での判断ではなく、業界全体の状況や競争企業と照らし合わせた企業の強みを把握する等して、融資を検討している。既存の取引に対する追加融資や継続融資についても、一般的な融資審査とは変わらない。自己査定では、定量面だけみるとスタートアップの多くが要注意先以下に区分されてしまうため、有望なスタートアップに対しては定性面を評価する審査体系を構築している。経営者保証や担保は取得しないケースが多く見られる。信用保証協会保証付融資やリスクヘッジ・リスク分散の観点から協調融資の取り組みを進めているケースもあり、リスクをシェアすることができる銀行等のプレイヤー数を増やすことやリスクを分散する仕組みの構築が必要との意見が挙がった。

また、銀行単体でベンチャーデットを提供し続けることは難しく、他行や他事業者と連携してマーケットを形成していく必要があり、金融機関・事業者が連携することで、これまでベンチャーデットに取り組みでいなかった金融機関も参入できるようになるのではないかと意見も確認された。

3) スタートアップの資金調達に関する課題と期待する支援策

政府の支援策として、ディープテックベンチャー企業に対する中小企業基盤整備機構の債務保証制度は有効であり、同様の施策展開を求める意見が挙がった。スタートアップに対する資金の出し手を増やすためには、リスク・リターンを目線をマーケット全体で揃える必要があり、民間金融機関だけではそういった目線の調整が難しいとの声が挙げられる。また、通常の銀行融資とベンチャーデットには必要な知識・スキルが乖離しているため、スタートアップを理解した上でエクイティ投資家目線での審査が行える人材育成が重要であると指摘が挙がった。

その他、債権流動化(セカンダリー)に関して、動産担保(売掛債権等)を処分する方法がない点も課題として挙がった。マーケットにおけるセカンダリーのプレイヤーが少ないと、融資の際に動産担保を取得することができず、銀行の保全策として選択することが難しいため、こうした課題の解消も今後の課題と

して挙げられる。

(2) ベンチャーデットの融資商品を提供している金融機関へのインタビュー

1) スタートアップ向けデット・ファイナンスの特徴や強み

ベンチャーデットの融資商品を提供している都市銀行や地域銀行も同様に、ソーシング先は、グループ内のベンチャーキャピタル、LP 出資先のベンチャーファンドが中心であり、他事業者との連携や銀行主権のオープンイノベーションの活動を通じて、スタートアップと接点構築を行っているケースも存在する。銀行では通常の銀行融資の枠組みでスタートアップを支援し、ベンチャーデット提供事業者をグループ内に別法人として機能分担しているケースも存在する。

投資先のスタートアップの成長ステージはアーリーステージやミドルステージ(もしくはシリーズ B・C)の企業が多く、業種としてはベンチャーデットとの相性から、SaaS・サブスク・クラウド関連の企業が多い傾向にある。通常の銀行融資ではリスクが高いスタートアップに対して、新株予約権付融資や転換社債といったメザニン性ローンを中心に組み、アーリーステージまで融資先を広げている点が特徴的である。資金調達ニーズとして、エクイティの希望がある場合は、グループ内のベンチャーキャピタルに案件を共有している。また、ディープテック企業でもベンチャーデットのニーズは存在するが、長期的な研究・開発に対するファイナンスはエクイティ・ファイナンスで対応するという方針から、グループ内のベンチャーキャピタル等に繋いでいる。また、スタートアップからは取引銀行を拡大したいというニーズも存在するため、他行との協業を進めている金融機関も存在する。

提供する商品は、スタートアップの状況やタイミングに応じて、プロパー融資、新株予約権付融資、新株予約権付社債、転換社債型新株予約権付社債(転換社債)を使い分けて対応している。資金用途は、ビジネスを拡大するためのマーケティング・広告宣伝費、エンジニア等の人材獲得のための費用として使用されるケースが多い。

2) スタートアップに対するデット・ファイナンスの実務

従来の融資審査ではなく、エクイティ投資家の目線でベンチャーデットを提供しているため、対象となるスタートアップが IPO や M&A まで成長可能かという観点で、定性面・定量面の両面でデューデリジェンスを行っている点が特徴的である。融資条件として、金利水準は 3~5%程度、期間は 3 年程度とするケースが多い。デット部分の利息収入ではなく、IPO 等によるエクイティ部分のキャピタルゲインを狙ってファイナンスをするため、金利はそこまで高い水準に設定していない。金融機関がベンチャーデットを実施する際には、ある程度のデフォルトリスクを許容する必要があるため、デフォルトリスクをカバーするため、新株予約権付融資でのキャピタルゲインで収益を獲得する必要があるとの意見が挙げられた。

アーリーステージ初期に対しては経営者保証を設定するケースも存在するが、アーリーステージ後半やミドルステージ、レイターステージのスタートアップからは経営者保証を徴求していないケースが多い。ステージやラウンドに関係なく、スタートアップがデット・ファイナンスを活用する前提として、株式の希薄化の防止が最も重要なテーマであり、その延長としてエクイティ出資がされるまでの繋ぎ資金としてのニーズがみられた。

3) スタートアップの資金調達に関する課題と期待する支援策

ベンチャーデットの課題として、「ベンチャーデット」というワードは広まっているが、様々なシーンにおいてこの言葉の使われ方が異なっている。また、ベンチャーデットが金融機関にとって収益を生み出すビジネスかどうかという見極めが必要であり、ビジネスの継続性には採算性を確保する必要があるとの意見が挙げられた。業界全体の知見やスキルが乏しいまま、スタートアップにデット・ファイナンスを提供すると、そうした企業のデフォルトが顕在化した場合に、デット・ファイナンス自体が危険なものと認識され、マーケットが縮小してしまうことを危惧しているといった意見も挙げられる。

政府に対する要望として、持続性のある形でスタートアップに対するデット・ファイナンスを実行できる環境の整備や情報発信が挙げられた。スタートアップがデフォルトしてしまった場合には、デット・ファイナンスの回収性を担保するセーフティーネット機能を整備してほしいといった要望も存在した。また、現在はディープテックを対象とする債務保証制度が存在するが、それ以外の業種に対しても制度が拡充されることも、スタートアップの選択肢が広がるため、有効であるとの意見があった。

(3) 独立系デットファンドへのインタビュー

1) スタートアップ向けデット・ファイナンスの特徴や強み

近年、スタートアップに対してデット・ファイナンスによって成長資金を供給する重要性が高まっており、ベンチャーキャピタルでも銀行でもない、スタートアップへのファイナンスを担う新たなファンドが注目されている。今回インタビューした独立系デットファンドの融資先は、特定の業種やサービス形態に絞って融資を実行する方針ではないものの、現状はソフトウェア関連の企業が多く、ハードテック企業への支援は少なくなっているという。また、デット・ファイナンスとの相性から製薬業界は融資対象としていない。デット・ファイナンスは、エクイティ・ファイナンスよりも短期的な目線で審査を行うため、ハードテック企業はデット・ファイナンスに向かないとの意見が挙げられた。

成長ステージは、シードステージのスタートアップは対象としておらず、アーリーステージ後半からミドルステージの企業が多い。今後は、ファンド規模が大きくなるにつれて、資金需要が旺盛なレイターステージのスタートアップに対する融資も増えていくものと想定される。

2) スタートアップに対するデット・ファイナンスの実務

審査においては、事業の成長性や市場性、株主構成(リードベンチャーキャピタル等)、経営者の属性、保全及びコベナンツの状況、黒字化の蓋然性、案件意義等を重視しており、その資金使途によって確認する点や重視する点が異なる。商品形態としては、融資金利に加えて、エクイティキッカーを付与したものであり、新株予約権付融資によって、金利を3~5%程度で株式を取得するケースが多い。

現状として担保は取っておらず、今後は担保を徴求する可能性はあるが、経営者保証は取得しない方針。資金規模は、レイターステージで5億円以上、ミドルステージで平均2~3億円程度、アーリーステージで1億円以下程度と、成長ステージ毎に融資の規模は異なる。

資金使途は、ミドルステージやレイターステージでは株式の希薄化を防ぐために増加運転資金のニーズがあり、アーリーステージ(もしくはシリーズA・B)ではブリッジファイナンスに対するニーズが大きい。

3) スタートアップの資金調達に関する課題と期待する支援策

スタートアップに対するデット・ファイナンスの課題として、利回りが低い点というが挙げられる。ファンドの LP 出資者には一般事業者に加えて金融機関が名を連ねている。金融機関は、利回りと政策的意義の両側面においてベンチャーデットファンドへ出資することが適しているとの意見が挙げられた。スタートアップからの案件相談は多いが、現在のファンド規模では対応が間に合わず、ファンドレイズが課題としている。政府がデットファンドへ出資することで、民間金融機関の出資の呼び水となることを期待するという意見が挙げられた。

これまで、スタートアップにとっては外部からの資金調達手段としてエクイティ・ファイナンスしか選択肢がなかったが、今後は金融機関やベンチャーデットファンドによるデット・ファイナンスが増加することが期待される。そのためには、スタートアップ側もデット・ファイナンスや銀行を始めとする金融機関に対するリテラシーを高めていくことが重要であろう。

2.2.3 インタビュー調査から得られた示唆

(1) スタートアップに対するデット・ファイナンスが有効な状況・タイミング

現在提供されているスタートアップ向けのデット・ファイナンスは、ミドルステージからレイターステージのスタートアップを対象とするケースが多く、通常の銀行融資の枠組みの中で、営業基盤とするエリアの地場企業や地域の社会課題解決を担う企業に対して融資を行っている。ベンチャーデットの融資商品を提供している金融機関や独立系デットファンドでは、通常の銀行融資に加えて新株予約権付融資や転換社債といったメザニン性ローンを活用して、アーリーステージのスタートアップに対する支援まで対応していることがわかった。

対象とするスタートアップの業種は、事業性評価の容易さから SaaS やソフトウェア関連企業が多い傾向にあり、エクイティ・ファイナンスと相性が良いディープテック関連企業に対する融資は進んでいない。短期資金の資金用途としては運転資金、人件費、人材獲得費、マーケティング・広告宣伝費等のニーズがあり、長期資金の資金用途としては M&A や設備投資等に活用されている。デット・ファイナンスを活用される理由として、株式の希薄化防止やエクイティまでの繋ぎ資金としてのニーズの大きさが伺えた。

(2) シームレスなスタートアップ支援の実現

ベンチャーデットの融資商品を提供している金融機関や独立系デットファンドが存在し、ベンチャーキャピタルのエクイティ投資と銀行融資の間を埋めるデット・ファイナンスの提供が可能となっていることがわかった。

スタートアップに対してベンチャーデットの融資商品を提供していない都市銀行や地域銀行でも、グループ内のベンチャーキャピタルや LP 出資先のデットファンド、他事業者との連携、金融機関主催のオープンイノベーションの活動の中でスタートアップと接点構築を行っているケースが多い。また、スタートアップの成長ステージや業種に応じて、エクイティ投資事業者に繋ぐ等、グループ内外の連携も進んでいる。

地域銀行では、地元のスタートアップに対して、地域助成金の提供から銀行融資に繋ぐケースも存在し、地域の社会課題解決にデット・ファイナンスが重要な役割を担っていることがわかった。

人材育成や審査体系、採算性の観点から、金融機関単体でデット・ファイナンスを実行することが困難であるといった意見も多く、協調融資の枠組みを活用した支援や、独立系デットファンドがエクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンスの橋渡し機能を担う等、金融機関・事業者間の連携も進んでいることがわかった。

スタートアップに対するデット・ファイナンスを活用してシームレスに企業の資金調達を支援することが重要であり、金融機関単体でデット・ファイナンスが提供できない場合には、グループ内のベンチャーキャピタルや他行との協調融資、ベンチャーデット提供事業者との連携が必要になる。

3. スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究の調査

本章では、スタートアップのデット・ファイナンスに関する先行研究を調査した結果を記載する。先行研究を①市場の新陳代謝（スタートアップ育成に必要な政策や市場からの退出を妨げる事業承継、等）、②中小企業の資金調達（スタートアップの企業年齢に応じた資金調達手段や資本構成の在り方、等）、③経営者保証等のその他の論点の3つに分類して整理した。また、主に日本・米国・欧州の先行研究を対象に、主に以下のような点を中心にサマライズし、深い学術的な専門知識がない読者にも理解しやすいような形でまとめた(表 3-1)。

表 3-1 先行研究を整理するときの視点

No.	視点	内容
1	概要	どのような研究であるか
2	貢献・新規性	先行研究と比較してどのような点が優れているか
3	検証方法・データ	仮説を検証するためにどのような手法を用いているか、またどのようなデータを使用して検証しているか
4	結論	当該研究の結果の解釈や今後の課題は何か

出所)三菱総合研究所作成

3.1 市場の新陳代謝

市場の新陳代謝における先行研究を調査した結果、次のような示唆が得られた。

まず、「多様な起業家の創出の必要性」である。具体的には、Honjo et al. (2019)³は、日本の女性起業家は男性起業家の4分の1に満たない状況にあること、性別・人種・年齢等を問わず、潜在的な起業家が資本市場を含む起業の成功に必要なネットワークへのアクセスが可能となること、起業ネットワークへアクセスできない人に対するアントレプレナーシップに関する教育や職業プログラムが効果的であること、法人設立に関する行政手続きの簡素化等、スタートアップに関する規制緩和が起業活動の関心向上に有効であることを示した。

次に、「出口戦略をもつ経営者の増加」である。津島(2016)⁴は、欧米の経営者の多くが早くから収穫概念をもっており、それに基づいて出口戦略を立て事業承継を行っていることを示した。実践的な出口戦略として、後継者候補に優秀な人材を選び、主要業務の一部を委任して経験を積ませることを挙げている。Honjo et al. (2019)は、出口戦略の円滑化のために、地域内または国内のプライベートエクイティ市場を改善する必要があることを、DeTienne (2010)⁵は、企業ステージ毎に検討すべき出口戦略の重要性を、DeTienne and Cardon (2012)⁶は、起業家としての経験や業界での経験、年齢、教育水準によって、追求すべき出口戦略が異なることを示した。また、岡本・幸田・三宅(2021)⁷では、経営者保証における二重徴求は、円滑な事業承

³ Honjo, Y., Grilli, L., Stam, E., Colombo, M., & Lai, K., "Promoting Support for Start-ups", T20 Japan 2019 Task Forces 9 (SME Policy faced with development of financial technology)

⁴ 津島晃一, 『中小企業の事業承継と廃業—廃業リスクを回避するために—』, 危険と管理, 47 巻, 2016 年, p.67-84

⁵ DeTienne, D. R., "Entrepreneurial exit as a critical component of the entrepreneurial process: Theoretical development", Journal of Business Venturing, 25, 2010, p.203-215

⁶ DeTienne, D. R., Cardon, M. S., "Impact of founder experience on exit intentions", Small Bus Econ, 38, 2012, p.351-374

⁷ 岡本弥, 幸田功, 三宅敦史, 『事業承継と新旧経営者による個人保証の提供』, 神戸学院経済学論集, 53 巻(1・2 号) 2021 年, p.17-36

継の妨げの要因とならしている。

さらに、「ファンドや仲介機関を始めとする金融機関の発達」である。津島(2016)は、日本でM&AやMBOなどの企業の売買が少ないのは、欧米のような出口戦略をもった経営者が少ないため、企業売買の需要そのものが少なく、売買を支援する仲介機関やファンドが発達していないことを挙げている。ベンチャーキャピタルやベンチャーファンドが積極的にリスクマネーを投入するようになれば、日本の経営者にとって、事業を自主的に売却するという出口戦略が一般的となるため、個人保証の解除が容易になり、非親族への事業承継の円滑化が促進されるとしている。Honjo et al. (2019)は、ベンチャーキャピタリストやエンジェル投資家、クラウドファンディング等の資金供給チャネルは、急成長するスタートアップにとって重要であり、政策立案者は税制優遇措置を含む金融インセンティブ等、ハイテクスタートアップに対する効果的な政策支援を検討する余地がある。

また、「スタートアップを取り巻くステークホルダー全体でのエコシステムの構築」が挙げられる。Honjo et al. (2019)では、アントレプレヌール・エコシステムにおいて、起業家や金融機関以外のステークホルダーとして、起業メンター、大学等の公的研究機関、地方自治体を挙げており、ステークホルダー間の利益を調整するための自発的な取り決めが必要となること、大学や公的研究機関からの知的財産権のライセンス供与を含む技術知識へのアクセスやタイムリーな共同研究の支援が、アントレプレヌール・エコシステムにおけるハイテクスタートアップの成長に有効であることを指摘している。また、地方自治体はアントレプレヌール・エコシステムの発展において指導的役割を担うとしている。

最後に、「グローバルスタートアップの重要性」である。Honjo et al. (2019)は、国際的な視点から成長力のあるグローバルスタートアップは、国境を越えて低迷する経済の活性化に中心的な役割を果たし、起業のための多大な時間と費用を要する行政手続きの簡素化は、グローバルスタートアップの促進に寄与することを指摘している。起業の容易さは国や地域によって異なり、一部の国では会社設立に要する費用と時間の大きさが参入の障壁となっている。

3.1.1 津島(2016)

(1) 概要

中小企業数の減少に歯止めをかけるには、廃業を食い止め、事業承継を実現させなければならない。欧米の経営者には多様な退出ルートが用意されており、そのいずれかを選択する出口戦略を立てることが推奨されている。一方、日本においては出口戦略を立てる経営者が少なく、加えて出口戦略を立てにくくしている様々な制約があるため、後継者が事業承継を希望しても実現せず、廃業に至ってしまう例が多いと考えられている。

これらの日本と欧米の相違を分析して、日本で取り組むべき課題として、①企業の出口戦略(収穫概念)をもつ経営者が少ないこと、②企業売買の需要が少なく、日本では売買を支援する仲介機関やファンドが発達していないこと、③企業売買を活発化させるためのリスクマネーが中小企業に流入していないこと、④実践的な出口戦略として、後継者候補に優秀な人材を選び、主要業務の一部を委任できていないこと、という4つの問題点を指摘している。こうした問題に対処することにより、事業を円滑に承継し、廃業等のリスクを回避することが期待できる。

(2) 貢献・新規性

日本と欧米とを比較して相違点を浮き彫りにし、日本における事業承継及び廃業等に関する問題点を明らかにしている。これらの問題点は、日本では経営者が出口戦略を立てづらく、後継者確保が難しいことにつながっている現状を表すものである。さらに、後継者不在という問題へ対処すべく、後継者教育に先んじて重要業務を優秀な後継者候補へ委任することの必要性を指摘している。

(3) 検証方法・データ

欧米の先行研究を中心にサーベイし、上記の仮説を検証している。欧米の企業売却による事業承継については DeTienne and Cardan (2012) や Minor (2003)⁸等を、欧米の廃棄事情については DeTienne (2010) や DeTienne and Cardan (2012)等を、日本については忽那 (2015)⁹や中小企業白書(2014年)¹⁰等をサーベイしている。

(4) 結論

日本の事業承継及び廃業等について、欧米と比較する議論から以下の問題点を指摘している。

まず、欧米の経営者の多くは早くから収穫概念を持ち、それに基づき出口戦略を立てて事業承継を行い、事業承継をせずに廃業した場合でも成功したと認識するケースが多い。しかし、日本では収穫概念をもつ経営者が少なく、出口戦略を立てる経営者が少ない。それが、日本で事業承継が増加せず、廃業に至っても成功したと認識する経営者が欧米より少なくなっている要因となっている。

2点目として、日本で M&A や MBO などの企業の売買が少ないのは、欧米に多い出口戦略をもつ経営者が少ないため、企業の売買需要そのものが少なく、売買を支援する仲介機関やファンドが発達していないためである。これも、日本の事業承継が増加しない原因となっている。

3点目として、日本では非親族への承継における特有の問題として、個人保証の引き継ぎが困難なことで、出口戦略が立てづらいことが挙げられる。企業の売買が少ない状況では、日本の現状は変わらないため、企業の売買を活発化させるためのリスクマネーが中小企業に一層流入しなければ、日本の事業承継は増加しないとしている。

最後に、後継者教育に関して、より実践的な出口戦略として、後継者候補に優秀な人材を選んで、主要業務の一部を委任して経験を積みせなければ、廃業等は防止できず事業承継も増えないだろうとしている。

3.1.2 Honjo et al. (2019)

⁸ Minor, N.A., "Deciding to Sell your Business: The Key to Wealth and Freedom", Business Enterprise Institute, Denver, CO, 2003

⁹ 忽那憲治, 『再考・中小企業政策(下)事業戦略に磨きをかけよ』, 日本経済新聞 2015年7月3日付

¹⁰ 中小企業庁, 『中小企業白書 2014年版』, 2014年, p.253

(1) 概要

スタートアップによる国や地域の経済活性化に対する貢献は少なくない。スタートアップの一部は、新製品や新サービスの開発を通じて、イノベーションや市場競争に重要な役割を果たし、これが雇用の創出と経済成長の促進につながる事が知られている。本研究では、多様な起業家の創出やアントレプレヌール・エコシステムおよびグローバルスタートアップの促進を通じたスタートアップの育成についての政策的な議論を提示している。

(2) 貢献・新規性

スタートアップ企業の一部は、新製品や新サービスの開発を通じて、イノベーションや市場競争に重要な役割を果たしており、これが雇用創出と経済成長の促進につながる事が知られている。本研究では、多様な起業家やアントレプレヌール・エコシステム¹¹およびグローバルスタートアップの促進を通じたスタートアップ企業の育成についての政策等を提言している。

(3) 検証方法・データ

欧米の先行研究を中心にサーベイし、仮説を検証している。多くの国において、スタートアップが雇用創出やイノベーションを通じた経済成長の重要な原動力を果たすとする Van Praag and Versloot (2008)¹²や、社会や経済環境が地域のアントレプレナーシップにどのような影響をするのかについてアントレプレヌール・エコシステムの視点から考察した Isenberg (2010)¹³、アントレプレヌール・エコシステムにおいて起業家やそれ以外の経済主体が、起業・資金調達・その他の支援活動のリスクを負うとした Spigel (2017)¹⁴等をサーベイしている。

(4) 結論

スタートアップは、経済のけん引役として期待されることが多いが、実際に短期間で急成長を実現する企業はわずか一握りに過ぎず、このわずか一握りの急成長企業が経済成長に大きな貢献を果たしている。こうしたスタートアップの創出に向けて、本研究では以下の提言をしている。

まず、多様な起業家の創出が必要である。女性や若者を含む多様な起業家に対する企業機会の創出は、幅広い雇用と経済活動の発展につながる。しかし、多くの国や地域において、男性と比較して女性が企業活動に関与する割合は低く、とりわけ日本の女性起業家は男性起業家の4分の1に満たない状況である。企業を取り巻く環境として重要なことは、性別や人種、年齢等を問わず、潜在的な起業家が資

¹¹ 起業家や企業、ベンチャーキャピタル、エンジェル投資家、銀行、大学や公共機関といったスタートアップを取り巻くステークホルダーで構成され、スタートアップに不足しがちな経営資源や知識を補う仕組み・フレームワークのこと。

¹² Van Praag, C. M., & Versloot, P. H., "The economic benefits and costs of entrepreneurship", A review of the research Foundations and Trends in Entrepreneurship, 4(2), 2008, p.65-154

¹³ Isenberg, D. J., "How to start an entrepreneurial revolution", Harvard business review, 88(6), 2010, p.40-50

¹⁴ Spigel, B., "The relational organization of entrepreneurial ecosystems", Entrepreneurship theory and practice, 41(1), 2017, p.49-72

本市場を含む企業の成功に必要なネットワークへアクセスすることができる点である。また、幅広い多くの人々に知識やスキルを獲得する機会を提供する必要がある、こうした機会の提供は多くの起業家を生み出す礎になるとしている。

次に、効果的なアントレプレヌール・エコシステムの構築が求められる。アントレプレヌール・エコシステムは、国や地域における利用可能な資源の有効活用を促進する。政策立案者は、アントレプレヌール・エコシステムにおける起業環境を整備するため、創業支援サービス等の効果的なシステムを考えていく必要がある。経済成長の視点から、政策立案者は、単に創業や個人事業者の創出よりも、スタートアップの成長に重点を置くべきである。国や地域の限られた資源を考えれば、経済的な影響力の大きいスタートアップに重点を置き、アントレプレヌール・エコシステムを促進していくことが重要である。

また、グローバルスタートアップの振興も重要な要素である。国際的な視点から、成長力のあるグローバルスタートアップの登場は、国境を越えて低迷する経済の活性化に中心的な役割を果たす。しかし、規制や制度の違いは新しい事業の創出に影響を及ぼす。新規事業に関する行政手続等、法人化手続きの簡素化は、海外の起業家や投資家を巻き込んだグローバルスタートアップの成長につながる。また、起業家や投資家の中には、移民政策を含む制度上の問題で起業が難しい人も含まれる。起業時の法的手続きの煩雑さや文化的な距離の解消は、グローバルスタートアップの誕生を促進するだろう。

3.1.3 DeTienne (2010)

(1) 概要

本研究では、起業家の出口戦略の重要性を示している。起業家の出口戦略を理解しなければ、起業のプロセスを完全には理解できない。起業家の出口戦略を定義し、この概念化が他の分野の研究で取り上げられたものとは異なることを指摘している。各企業ステージにおける出口戦略や撤退理由、出口戦略の選択肢を検討している。

(2) 貢献・新規性

これまでのアントレプレナーシップに関する研究は、新しいスタートアップが誕生する時点までを想定していたが、本研究では新規事業の創造に留まらず、企業の出口戦略まで拡張して考察を展開している。また、企業の出口戦略に関する研究は、大手上場企業を対象として企業の財務状況(株価や市場におけるシェア等)の影響に焦点を当てていたが、上場企業と非上場のスタートアップとの実態にはギャップがみられる。

本研究では、企業ではなく、起業家、特に非上場企業の起業家の出口戦略を検討に必要な条件を定義し、企業ステージを子育てに喩えて表現したモデルを用いて、出口戦略の策定、撤退の理由、撤退時の選択肢について考察している。さらに、所有権(株式という側面と心理的な側面の両方)が、撤退時の意思決定や撤退戦略の策定に影響を与えることを示している。

(3) 検証方法・データ

次に挙げる米国の先行研究を中心にサーベイし、上記の仮説を検証している。非上場企業の創業者

が自ら作り上げた企業から撤退するプロセス、すなわち企業の所有権と意思決定の構造から自らを引き離す起業家の出口戦略については、Decker and Mellewigt (2007)¹⁵や Bowman and Singh (1993)¹⁶等を、スタートアップ創出だけではなく、起業家の出口戦略に至るまでのプロセスについては Reynolds and White (1997)¹⁷や Petty (1997)¹⁸等を、成長や収益化を目指す起業家が設立時から策定する出口戦略については Cardon et al. (2005)¹⁹や Reynolds and White (1997)等を、企業の経営から撤退する際の経済的損失を最小限にする出口戦略については Gundry and Welsch (2001)²⁰や Chrisman and McMullan (2004)²¹等をサーベイしている。

(4) 結論

Cardon et al. (2005)は、企業ステージについて、構想期と妊娠期(シードステージ)、幼児期(アーリーステージ)、青年期(ミドルステージ)、成熟期(レイターステージ)の 4 つの段階からなるとしている。各企業ステージにおける出口戦略、撤退理由、撤退時のオプションをまとめた(表 3-2)。

表 3-2 企業ステージに対する出口戦略や撤退理由、撤退時のオプション

	出口戦略	撤退理由	撤退時のオプション
構 想 期 と 妊 娠 期	起業家の約半数は出口戦略を考えて会社を設立しており、成長や収益化を目指す起業家は出口戦略を策定する可能性が高い。	スタートアップ起業家にとって、提供する製品やサービスが既に市場に存在している、市場における需要が低い、厳しい競争環境にある、等。	起業のプロセスを終了し、事業アイデアを破棄する。
幼 児 期	起業家が重要な意思決定を行うのは幼児期であり、組織が当初の想定以上の発展を遂げる可能性がある	個人が強いコミットメントを持っておらず、スタートアップに相当のリソース(時間や資金)を投資していない	失敗や自主廃業。先行研究では、この時期に失敗することが最も多いとしている。

¹⁵ Decker, C., Mellewigt, T., "Thirty years after Michael E. Porter: what do we know about business exit?", Academy of Management Perspectives, 21(2), 2007, p.41-55

¹⁶ Bowman, E. H., Singh, H., "Corporate restructuring: Reconfiguring the firm", Strategic Management Journal, 14(S1), 1993, p.5-14

¹⁷ Reynolds, P. D., White, S. B., "The entrepreneurial process: Economic growth, men, women, and minorities", Praeger, 1997

¹⁸ Petty, J., "Harvesting firm value: process and results. In: Sexton, D.L., Smilor, R.W. (Eds.), Entrepreneurship 2000", Upstart Publishing Company, Chicago, IL., 1997

¹⁹ Cardon, M. S., Wincent, J., Singh, J. & Drnovsek, M., "ENTREPRENEURIAL PASSION: THE NATURE OF EMOTIONS IN ENTREPRENEURSHIP", In Academy of Management Proceedings, 1, 2005, G1-G6

²⁰ Gundry, L. K., Welsch, H. P., "The ambitious entrepreneur: High growth strategies of women-owned enterprises", Journal of business venturing, 16(5), 2001, p.453-470

²¹ Chrisman, J. J., McMullan, W. E., "Outsider assistance as a knowledge resource for new venture survival", Journal of small business management, 42(3), 2004, p.229-244

	る。	め、別の機会を求めて退出する。	
青年期	青年期におけるステークホルダーの数と影響力は、成長企業が求める資金や人材に比例して急速に拡大する。	起業家はベンチャーキャピタルやエンジェル投資家を通じた資金調達のため、株式が希薄化することがある。	プライベート・エクイティによる買収は、急成長している企業の出口の1つである。
成熟期	成長している企業の創業者が成熟期においても企業の支配権を維持することは稀である。	創業者は、投資の回収や流動性の確保、退職、死亡等によって、企業から退出する。	創業者の多くは重要な従業員や家族に企業を譲渡することを期待するが、現実的には少ない。企業を他の後継者に売却することがある。

出所)DeTienne (2010)より三菱総合研究所作成

本研究では、起業家の出口戦略が起業プロセスを理解する上で重要な要素であり、したがって、アントレプレナーシップに関する研究の特徴的であり重要な領域であると指摘している。また、起業家や企業、産業、経済にとって、起業家の出口戦略がいかに重要であるかを説明しており、起業プロセスと各企業ステージにおける出口戦略が果たす役割についても考察している。

3.1.4 DeTienne and Cardon (2012)

(1) 概要

非上場企業の創業者が、設立を支援した企業から撤退するプロセスは、起業プロセスの中でも重要な要素である。本研究は、Gimeno et al. (1997)²²が提唱する生存か撤退かという二値の概念をベースとした上で、それを拡張し、起業家がどのような出口戦略や撤退経路(買収、IPO、親族内承継、従業員による買収、事業売却、清算、等)を意図しているかを検討した。その結果、起業家は自身の経験や業界での知見、年齢、教育水準によって、異なる出口戦略を追求することが示唆された。

(2) 貢献・新規性

まず、起業家の出口戦略における選択肢の中から、起業家が意識的にどの選択肢を選ぶべきかということに焦点を置いた研究は少ない。また、企業が撤退・廃業することと、起業家が企業から撤退することを分けて考察しており、こうした観点で実証的に分析した研究としても評価されている。

(3) 検証方法・データ

起業家の起業経験や年齢、教育水準、業界経験等を説明変数として、撤退経路を従属変数とする回

²² Gimeno, J., Folta, T. B., Cooper, A. C., & Woo, C. Y., "Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms", *Administrative science quarterly*, 1997, p.750-783

帰分析を行うことで、上記の仮説を検証している。分析には、2002年におけるDun and Bradstreet社の連絡先情報や3年分の売上高、雇用者数、SICコード、設立日等を含むデータと、起業家に対するアンケート調査を使用している。

(4) 結論

表 3-3 出口戦略毎の回帰分析結果

	IPO	Acquisition	Family succession	Employee buyout	Independent sale	Liquidation
Variables	<i>t</i>	<i>t</i>	<i>t</i>	<i>t</i>	<i>t</i>	<i>t</i>
Constant	2.11*	4.95***	2.85**	1.19	2.68**	0.80
Firm age	-0.94	0.78	-1.20	1.20	-1.10	-0.70
Firm sales	-0.40	1.24	-0.88	-0.00	0.11	-1.19
Entrepreneur experience	2.95**	1.77†	-1.36	-1.36	-2.40*	-2.68**
Entrepreneur age	-1.35	-1.56	1.69†	1.35	1.38	2.24*
Entrepreneur education	3.36**	2.20*	-2.04*	-0.55	-0.94	-0.39
Industry experience	-0.99	-0.51	0.30	2.31*	-0.44	-0.26
Exit strategy correction	-1.27	4.16***	1.29	-0.11	-0.19	-1.05
<i>R</i>	0.42	0.44	0.29	0.31	0.23	0.31
<i>R</i> ²	0.17	0.20	0.08	0.10	0.06	0.10
<i>F</i>	3.44**	4.28**	1.47	1.72	0.96	1.76

** Path significant at the 0.01 level (two-tailed)

* Path significant at the 0.05 level (two-tailed)

† Path significant at the 0.10 level (two-tailed)

出所)DeTienne and Cardan (2012)

それぞれの出口戦略を被説明変数とする回帰分析の結果から以下のことが示唆される(表 3-3)。まず、起業家の起業経験については、IPO や買収の回帰分析における起業家の企業経験の係数は正で有意であるため、起業家に起業経験があるほど、IPO や買収が選択されることが多い。一方、事業単独の売却や清算といった出口戦略には対しては負で有意であることがわかる。また、起業家の年齢は、親族内承継や清算に関して正で有意であった。起業家の教育水準は、IPO と買収に関して正で有意である一方、親族内承継に関して負で有意であり、起業家の教育水準が高いほど親族内承継は選択されることがわかる。業界経験については、従業員による買収のみ正で有意であった。

本研究の意義は、業界経験や起業家としての経験が、起業家が持つ目標や業績に影響を与える可能性があることを示した点である。例えば、IPO を目指すスタートアップの起業家に十分な時間がある場合、企業のパフォーマンスの目標を低く設定する可能性が高い。これは、機会費用や、より有利なビジネスチャンスを探るのではなく企業内部に資源を投入するという点でトレードオフをもたらしている。このような内部への投資は、時に起業家にとって大きな利益をもたらし、IPO や買収による撤退につながることもあるが、反対に清算等に繋がる可能性もある。こうした起業家の当初の目標・想定はスタートアップに大きな影響を与え、出口戦略に大きな影響を与える可能性がある。また、起業家の学歴も出口戦略に大きな影響を与え、学歴の高い起業家はよりハイリスクな出口戦略を目指す傾向があるが、その目標を達成できないケースもみられる。

3.1.5 Harris, Siegel and Wright (2005)²³

(1) 概要

本研究では、英国における約 36,000 か所の製造施設の縦断データを含むデータベースを使用して、マネジメント・バイアウト(MBO)前後の工場の全要素生産性(TFP)を評価し、MBOが経済効率を高めるか否かを検討している。MBOを実施した施設は、所有権を移転する前の同程度の工場よりも生産性が低いことが示唆された。また、MBOを実施した工場は、MBO後に生産性が大幅に向上しており、こうした生産性向上は業種の垣根を超えて見られる傾向であり、新しい所有者または経営者が中間財や材料のアウトソーシングを通じて、生産の労働集約度を削減することで、パフォーマンスが改善した可能性がある。こうした結果から、MBOはエージェンシーコストを削減し、経済効率を高める有用なメカニズムである可能性があることがわかった。これらは、企業のリソースがより効率的な用途やより優れた経営者に再配分されることを示唆する近年の理論的・実証的研究とも整合的な結果である。

(2) 貢献・新規性

1990年代に英国ではMBOが盛んに行われていたものの、MBOが経済効率を高めるか否かということが議論されてきた。MBOと経済効率性に関する研究としては、Kaplan(1989)²⁴やJensen(1993)²⁵の他、それらを発展させてより望ましい方法論を提案したLichtenberg and Siegel(1990)²⁶等が挙げられる。Lichtenberg and Siegel(1990)は、TFPに対するMBOの影響を評価するため、2段階のアプローチを採用しており、第1段階でコブ・ダグラス生産関数の産業内OLS回帰から残差を計算しているが、本研究では拡張コブ・ダグラス生産関数の産業内GMM推定を利用している。この推定は、生産関数の従来の引数および生産性の他の決定要因(例えば、一連のMBOダミー変数等)についてより効率的な推定を可能としている。

(3) 検証方法・データ

上記の通り、計量経済学のモデルを拡張し、MBOとTFPの関係を明らかにしている。英国の製造業の生産性に対するMBOの影響を評価するため、英国のARDと呼ばれるデータベースを利用している。ARDには、生産量や材料、エネルギー、雇用、および多数の工場や企業の特徴に関する詳細なデータが含まれており、工場レベルの生産関数の推定によってTFPの指標を構築している。また、CMBORと呼ばれる英国におけるMBOのデータセットも利用しているが、これらのデータソースは、市場におけるプライベートエクイティやプライベートデットの提供者に対する年2回のアンケート調査となっている。

²³ Richard Harris, Donald S. Siegel & Mike Wright, "Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom", *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, 87(1), 2005, p.148-153

²⁴ Kaplan, S., "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of financial economics*, 24(2), 1989, p.217-254

²⁵ Jensen, M. C., "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *The Journal of Finance*, 48(3), 1993, p.831-880

²⁶ Lichtenberg, F. R., & Siegel, D., "The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior", *Journal of financial economics*, 27(1), 1990, p.165-194

(4) 結論

1988年から1998年までの英国における製造事業所(35,752か所)を対象として、短期と長期の推計結果が示されている(表 3-4)。買収前後を表すダミー変数の係数に注目すると、MBOを実施した工場は、MBO前の同業他社の工場と比較して、平均して生産性が低いことがわかる(短期・長期でそれぞれ-1.6%と-2.0%)。しかし、MBOを実施した工場は、MBO後に生産性が大幅に向上することがわかった(短期・長期でそれぞれ+70.5%と+90.3%)。さらに、MBO前のTFPが低く、MBO後のTFPが大幅に高いという結果は、産業を超えてみられる現象である。

表 3-4 MBO 前後における全要素生産性、労働生産性等の平均値の比較

Industry (SIC)	Output	Total Factor Productivity	Labor Productivity	Plant employment	Capital/Labor Ratio	Materials/Labor Ratio
Total Manufacturing	50.5	108.6	112.0	39.0	84.9	137.9
Metal manufacturing (22)	49.1	103.3	124.6	47.8	40.0	113.4
Non-metallic minerals (24)	14.7	167.0	33.4	15.4	60.5	106.8
Chemicals (25)	36.4	93.1	74.4	32.7	68.1	113.2
Metal goods nec (31)	54.8	102.4	135.2	46.1	84.5	116.4
Mechanical Engineering (32)	88.5	101.6	148.7	68.9	75.2	143.8
Office machinery (33)	147.5	107.8	277.9	71.2	50.5	199.0
Electrical & electronics (34)	53.2	100.2	144.6	42.1	66.3	134.3
Motor vehicles (35)	57.0	100.4	101.1	52.2	135.1	120.4
Other transport equipment (36)	29.9	99.2	117.6	26.8	122.4	132.0
Instrumental engineering (37)	61.3	100.9	117.1	51.8	207.8	111.9
Food (41)	76.8	103.5	122.7	69.2	68.9	104.3
Drink & tobacco (42)	48.5	96.9	80.7	48.9	71.9	107.8
Textiles (43)	112.5	99.9	127.3	80.6	95.8	150.2
Footwear & Clothing (45)	89.1	100.0	112.4	70.1	73.6	128.7
Timber & Wood (46)	60.8	101.8	137.3	52.0	87.8	111.1
Paper & publishing (47)	59.7	107.9	147.4	46.4	76.1	139.3
Rubber & plastics (48)	69.0	102.5	149.3	60.6	84.5	126.5
Other manufacturing (49)	82.6	100.6	107.2	62.9	230.3	122.6

^a Note that only plants that experienced an MBO are included in this analysis (4877 plants).

出所)Harris, Siegel and Wright (2005)

全要素生産性や労働生産性、雇用、資本装備率、材料／労働比率の各指標について、MBO 前の平

均値に対する MBO 後の平均値の比率をみると、次のことがわかる(表 3-4)。まず、買収後に生産高が大幅に減少するものの、従業員数はさらに大幅に削減されている。その結果、労働生産性と全要素生産性が大きく向上している。これらの結果は、労働者 1 人あたりの資本設備やコストの割合の変化に関する結果に加えて、新しいオーナーや経営者が中間財や材料のアウトソーシングを通じて生産の労働集約度を減らすために行った施策が、経済パフォーマンスの改善に寄与した可能性を示唆している。これらの結果から、MBO がエージェントコストを削減し、経済効率を高めるための有用なメカニズムである可能性があることを示唆しており、Jovanovic and Rousseau (2002²⁷, 2008²⁸)といった近年の理論や実証研究の結果と一致している。MBO によって企業のリソースがより効率的な用途やより優れた経営者に再配分されることが示唆される。

3.1.6 岡本・幸田・三宅 (2021)

(1) 概要

経営者保証の二重徴求が円滑な事業承継の妨げの一因となっている。金融機関による経営者保証の二重徴求や過剰な担保の徴求を回避することで、中小企業のスムーズな事業承継が促進され、金融機関との継続的な取引が可能となり、金融機関と顧客の双方にとって長期的な利益につながるとしている。

(2) 貢献・新規性

本研究では、金融機関の保全手段である担保や個人保証のうち、特に個人保証に焦点を当てており、事業承継の際に新旧の経営者両方に保証を提供することを求められる、いわゆる二重徴求を分析・検証している。二重徴求はもとより、金融機関による後継者への個人保証徴求が、企業の事業承継に与える影響を分析した研究は少ない。

(3) 検証方法・データ

日本政策金融公庫総合研究所が2007年に実施したアンケート調査から、「経営者保証の二重取り」に関する懸念を示す項目を被説明変数、借入金残高や現経営者の年齢、後継者の年齢等を説明変数とするプロビットモデルを構築し、説明変数毎の有意性を確認する。実証分析には、日本政策金融公庫総合研究所が2007年に実施したアンケート調査「小企業の事業承継問題に関するアンケート」を利用している。回答したサンプル企業の約77%が社員数10人未満であり、社員数100人以上の企業が0.4%程度しか含まれていないなど、中小企業の中でもとりわけ小規模な企業の割合が高いことに注意が必要である。

²⁷ Jovanovic, B., & Rousseau, P. L., "The Q-theory of mergers", American Economic Review, 92(2), 2002, p.198-204

²⁸ Jovanovic, B., & Rousseau, P. L., "Mergers as Reallocation", The Review of Economics and Statistics, MIT Press, 90(4), 2008, p.765-776

(4) 結論

「経営者保証の二重取り」に関する懸念を示す項目を被説明変数、借入金残高や現経営者の年齢、後継者の年齢等を説明変数とし、プロビットモデルを構築している。モデル(1)～(3)は、3つのダミー変数(採算ダミー・売上ダミー・事業の将来性ダミー)と、それらのダミー変数と借入金残高との交差項を説明変数に加えた推定を行った結果から、以下のことが示唆される(表 3-5)。

表 3-5 パネル回帰分析の推定結果

説明変数	(1)	(2)	(3)
現経営者の年齢	0.0119 (0.0162)	0.0145 (0.0159)	0.0163 (0.0159)
女性ダミー	-0.804* (0.471)	-0.832* (0.479)	-0.836* (0.477)
学歴ダミー	-0.203 (0.188)	-0.154 (0.182)	-0.115 (0.183)
長男ダミー	-0.00436 (0.177)	0.0454 (0.173)	0.0472 (0.174)
後継者の年齢	-0.00191 (0.0129)	-0.00418 (0.0126)	-0.00208 (0.0128)
後継者と同じ職場で勤務ダミー	0.183 (0.262)	0.102 (0.258)	0.0847 (0.258)
従業員規模ダミー (リファレンス：10-29人)			
1-9人	0.287 (0.197)	0.299 (0.193)	0.263 (0.193)
30-99人	-0.0432 (0.519)	-0.174 (0.482)	-0.208 (0.494)
借入金残高	0.00784*** (0.00163)	0.00511*** (0.00141)	0.00616*** (0.00183)
採算ダミー	-0.499* (0.300)		
売上ダミー		-0.443 (0.302)	
事業の将来性ダミー			-0.448* (0.239)
借入金残高×採算ダミー	-0.00495* (0.00277)		
売上ダミー×借入金残高		0.00139 (0.00303)	
事業の将来性ダミー×借入金残高			-0.000455 (0.00240)
事業以外からの定期収入ありダミー	0.162 (0.187)	0.114 (0.184)	0.0733 (0.184)
事業以外からの定期収入ありダミー×不 動産賃貸収入ありダミー	-0.586** (0.247)	-0.611** (0.241)	-0.632*** (0.242)
経営者や家族名義での土地所有ダミー	-0.106 (0.202)	-0.119 (0.199)	-0.102 (0.200)
事業用建物を自宅と兼用ダミー	0.443 (0.287)	0.420 (0.284)	0.417 (0.286)
事業承継と新旧経営者による個人保証の提供			
経営者や家族名義での土地所有ダミー× 事業用建物を自宅と兼用ダミー	-0.448 (0.363)	-0.455 (0.360)	-0.470 (0.362)
1980年以降の創業ダミー	-0.468** (0.190)	-0.410** (0.185)	-0.349* (0.187)
定数項	-1.553* (0.849)	-1.547* (0.840)	-1.683** (0.834)
対数尤度	-174.307	-182.625	-180.527
擬似決定係数	0.152	0.112	0.122
観測数	330	330	330

(注1) () は標準誤差である。

(注2) ***, **, * はそれぞれ、1%、5%、10%水準で有意であることを示す。

出所)岡本・幸田・三宅 (2021)

借入金残高の係数をみると、いずれも1%水準で正で有意となっていることから、借入金が増加するにつれて金融機関が貸出金を回収できないリスクが高まることを考慮して、「二重取り」が行われることを表している。

また、借入金残高とダミー変数との交差項に着目すると、モデル(1)では採算ダミーとの交差項が10%水準で負で有意となっている。金融機関の融資判断を反映した借入金残高との交差項の係数から、金融機関が企業業績をどのように評価しているかを把握することができる。すなわち、借入金残高の増加に伴って回収不能リスクが高まったとしても、採算性が優れていれば、その分だけリスクを割り引いて評価することができ、先代経営者から個人保証の解除の申し入れがある場合に応じる余地ができるという解釈が可能であるとしている。

さらに、企業の創業時期に関するダミー変数に着目すると、概ね10%水準で負で有意な結果が得られた。創業年数が相対的に短い企業の先代経営者ほど、「二重取り」への懸念を持たない傾向があるということになる。そもそも、経営者が個人保証をしていないケースも含まれている可能性もあるが、現在に近づくにつれて「二重取り」は着実に解消される方向に向かっているということであると考えられる。

なお、本研究では借り手側のデータのみに基づいた分析を行ったが、金融機関の貸し手行動について分析を行っていないことについては、今後の研究課題としている。

3.2 中小企業の資金調達

中小企業の資金調達における先行研究を調査した結果、次のような示唆が得られた。

先ず、「企業ステージに応じて資金構造が異なる」という点である。本庄(2015)²⁹では、創業から6年目までの企業について業種別にデット・ファイナンス比率をみると、製造業が最も高く、情報通信業が低い傾向にあることがわかる。金融機関は担保となる固定資産を有する業種に融資する傾向があり、創業期にはデット・ファイナンスが大きな比率を占めており、キャッシュフローの小さい企業や成長率が高い企業、固定資産比率の高い企業ほどデット・ファイナンスを増加させていることを示した。Berger and Udell(1998)³⁰は、創業後2年以内のスタートアップについて、銀行からの融資を受けにくい個人や企業を対象に融資を行う金融機関からの借入比率が大きいこと、シードマネーの多くが家族や友人から負債として提供されること、3年目から4年目では市中銀行からの借入比率が大きいことを示した。Andrieu et al.(2021)³¹は、創業後3年以内のデット・ファイナンスはスタートアップの成長を促進し、特に初年度においては倒産確率を低下させる。一方で、4年目から10年目にかけて、デット・ファイナンスは企業の成長を促すとは言えず、倒産確率を高め、デット・ファイナンスが事業存続の妨げになる可能性が大きくなっている。

次に、「企業規模によって資金調達手段が異なる」という点である。Berger and Udell(1998)は、従業員数20人以上で売上高100万ドル以上の企業の場合、株式や主要株主からの貸付、クレジットカード等によ

²⁹ 本庄裕司、『スタートアップ企業の資本構成』, 組織科学, 49 卷(1), 2015 年, p.4-18

³⁰ N. Berger, Allen, & F. Udell, Gregory, "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", Journal of Banking & Finance, Elsevier, 22(6-8), 1998, p.613-673

³¹ Andrieu, G., La Rocca, M., La Rocca, T., & Stagliano, R., "Debt financing and firm growth: European evidence on startups", Available at SSRN 3919521, 2021

る本人からの資金調達割合が低く、市中銀行等からの資金提供が増えている。

最後は、社会のインフラストラクチャーを整備して、優良な企業と資金提供者の参加を促すことが重要であるという点である。塩澤(2000)³²は、資金需要者である中小企業やスタートアップが自発的に情報開示を行うインセンティブを与えるメカニズムが必要であるとし、スタートアップを支援する手段として、法的整備や政府系金融機関による金融支援、経営・技術支援、情報収集に関する社会的インフラストラクチャーの整備を挙げている。特に、社会的インフラストラクチャーは、投資家にとって選択の基準を提供しやすくするだけでなく、優良な中堅中小・新興企業にとっては逆選抜を避けるといった意味合いを持つ。金融機関にとっては、審査費用の低下を通じたビジネスの拡大をもたらす。

3.2.1 本庄(2015)

(1) 概要

本研究は、スタートアップ設立後に、エクイティ・ファイナンスよりもデット・ファイナンスを相対的に増加させることを明らかにした。また、簡単な動学パネルデータモデルを用いて、スタートアップのデット・ファイナンスの決定要因を分析し、キャッシュフローの小さい企業や成長率の高い企業、固定資産比率の高い企業ほどデット・ファイナンスを増加させ、また資本構成が過去の資本構成に依存することを示した。

(2) 貢献・新規性

先行研究から、スタートアップの資金調達においてデット・ファイナンスが重要な位置を占めており、その比率が設立後に増加すると推察される。本研究は、こうした傾向をあらためて検証するとともに、それ以外にどのような要因がデット・ファイナンスを増加させているかを明らかにしている。

(3) 検証方法・データ

デット・ファイナンス比率(資金調達額に占めるデット・ファイナンスの比率)を被説明変数、企業年齢を表す変数や資本構成に影響を与える変数を説明変数として、各企業の固定効果を考慮したパネル回帰分析を実施する。また、過去の資本構成の履歴効果を考慮するため、前期のデット・ファイナンス比率を加えた1次自己回帰の動学パネルデータモデルもあわせて推定する。分析には、Bureau van Dijk が提供するデータベース”ORBIS”を使用している。ORBIS とは、各国の信用調査会社や登記当局などから企業情報の提供を受けて約1億5000万社の情報を収録した企業財務データベースであり、上場および非上場企業の包括的なデータである。ただし、観測期間が10年間に限定されており、それ以上の長期にわたるデータを入手できない点に留意が必要である。

³² 塩澤修平,『中堅中小企業ファイナンスに関する理論的分析の視点』,日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ,2000年

表 3-6 分析に用いた変数の定義

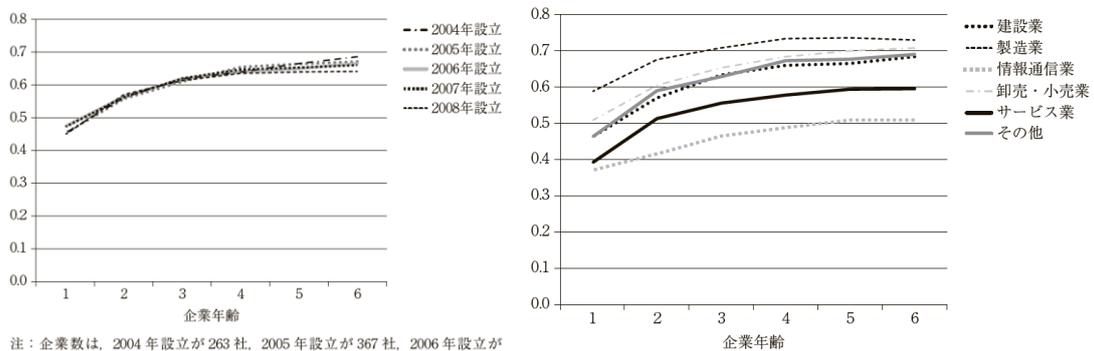
科目	シンボル	定義
デットファイナンス	D	短期負債（短期借入金+1年以内借入金+1年以内社債）+長期負債（社債+長期借入金）
エクイティファイナンス	E	資本金+払込新株
資金調達額	TF	デットファイナンス+エクイティファイナンス
総資産	A	総資産
デットファイナンス比率	D/TF	デットファイナンス / 資金調達額
キャッシュフロー比率	CF/TA	(税引き後当期純利益+減価償却費) / 総資産
成長率	$GROW$	総資産の自然対数値-前年度の総資産の自然対数値
固定資産比率	FA/TA	固定資産総額 / 総資産
企業規模	$SIZE$	従業員数に1を加算した値の自然対数値
企業年齢	$AGE3, AGE4, AGE5, AGE6$	その年を1とするダミー変数

注：デットファイナンス、エクイティファイナンス、資金調達額、総資産の単位は100万円。

出所)本庄(2015)

(4) 結論

まず、設立年別と業種別のデット・ファイナンス比率の推移をみると、いずれの場合も企業設立後にデット・ファイナンス比率が増加する傾向にあることがわかる(図 3-1)。



注：企業数は、2004年設立が263社、2005年設立が367社、2006年設立が582社、2007年設立が580社、2008年設立が314社、2009年設立の企業数は10社しか存在しなかったことから、図に含めていない。

注：企業数は、建設業が1348社、製造業が116社、情報通信業が74社、卸売・小売業が288社、サービス業が216社、その他が74社。

出所)本庄 (2015)

図 3-1 デット・ファイナンス比率の推移(左:設立年別、右:業種別)

また、デット・ファイナンス比率の推移を被説明変数、企業年齢を表す変数や資本構成に影響を与える変数を説明変数として、各企業の固定効果を考慮したパネル回帰分析を行っている(表 3-7)。

表 3-7 パネル回帰分析の推定結果

	(i)	(ii)
$(D/TF)_{-1}$		0.564*** (0.022)
CF/TA	-0.038*** (0.011)	-0.054*** (0.016)
$GROW$	0.040*** (0.005)	0.080*** (0.006)
FA/TA	0.167*** (0.025)	0.145*** (0.028)
$SIZE$	0.023** (0.011)	0.009 (0.014)
$AGE3$	0.055*** (0.004)	0.009 (0.006)
$AGE4$	0.083*** (0.005)	0.008 (0.006)
$AGE5$	0.093*** (0.006)	0.003 (0.007)
$AGE6$	0.103*** (0.006)	0.008 (0.007)
企業個別効果	あり	あり
観測数	10,580	10,580
企業数	2,116	2,116
F 検定統計量	48.7***	
Wald 検定統計量		1,256***
m1 (p 値)		0.000
m2 (p 値)		0.157

注：***, **, * は、それぞれ有意水準 1%, 5%, 10%。m1 および m2 は、1 階差分誤差の系列相関のための Arellano-Bond 検定。従属変数は D/TF 。企業年齢のリファレンスは、企業年齢が 2 (年) となるダミー変数。

出所)本庄(2015)

年齢ダミー(AGE3~AGE6)について、企業年齢が進むにつれて説明変数の係数が大きくなる傾向があることから、スタートアップは事業を継続しながらデット・ファイナンスを通じた資金調達を増加させていることがわかる。また、前年のデット・ファイナンス比率(D/TF)₋₁の係数、すなわち過去の資金調達への依存度が 0.564 であることから、最適資本構成への調整の程度(調整速度)は 0.436 となっている。この結果から、スタートアップのデット・ファイナンスに履歴効果がみられ、前年のデット・ファイナンス比率に基づいて翌年のデット・ファイナンス比率が規定されることがわかる。これらの結果から、最適資本構成と前年との実績値との乖離を調整するように資本構成が決定されている可能性が示唆される。

3.2.2 塩澤(2000)

(1) 概要

本研究では、中小企業やスタートアップのデット・ファイナンスを対象として、プロジェクトが成功した場合に、そこからあがる収益によって元利が返済される場合を主として想定する。中小企業やスタートアップに対するファイナンスは、期待される収益に対して、審査や調査に掛かる費用が相対的に高く、個別企業に対する銀行等の金融機関による融資という形では事業の採算が取りにくいとされている。そうした状況では、市場参加者にとっての公共財的な、あるいは限定された主体が共同消費するクラブ財的な役割をもつ社会的なインフラストラクチャー整備が、極めて重要な社会的意義を持つとしている。

優良な中小企業やスタートアップに対する融資がビジネスとして成立するためには、審査や調査のコストが相応の水準になければならない。また、情報が不完全な市場では逆選抜が生じ、優良企業の方が退出していく傾向をもつため、そういった状況を排し、優良な企業と資金提供者の参加を促す社会的なインフラストラクチャーの整備が求められる。

(2) 貢献・新規性

本研究では、中小企業やスタートアップ向けのファイナンスについて、理論的に分析する。我が国における様々な構造変化の中で、いかに優良な企業を育成していくかは大きな課題である。そのためには、中小企業やスタートアップ、金融機関、一般投資家等の関係を理論的に整理し、問題点を的確に把握していく必要があるが、これまでそうした理論的な分析は十分なされてきたとは言えない。本研究は、そういった課題に貢献するものである。

(3) 検証方法・データ

金融機関にとって、中小企業やスタートアップ向けファイナンスはビジネスの観点から多くの問題点が存在するが、そうしたビジネスの特徴を簡単な理論モデルで定式化して検討する。ここでは、期待効用仮説に基づく単純なモデルを定式化することにより、中小企業やスタートアップへのファイナンスが金融機関にとってどのような意味をもつのかを検討している。具体的には、資金提供額や企業のプロジェクト成功率、企業を見出すためのコスト等をパラメータとして、金融機関の融資による純期待利得を最大化するように理論モデルを展開する。

中小企業やスタートアップは一般的に差異が極めて大きく、事業が成功する確率の分散は大きい。資金調達手段と逆選抜に関して、優良企業と非優良企業の資金供給曲線及び資金需要曲線から均衡利子率等の推移について検討し、逆選抜の状況が生じて優良企業の退出が続くことで、プロジェクトの成功率が低下し、市場が衰退することを説明している。

(4) 結論

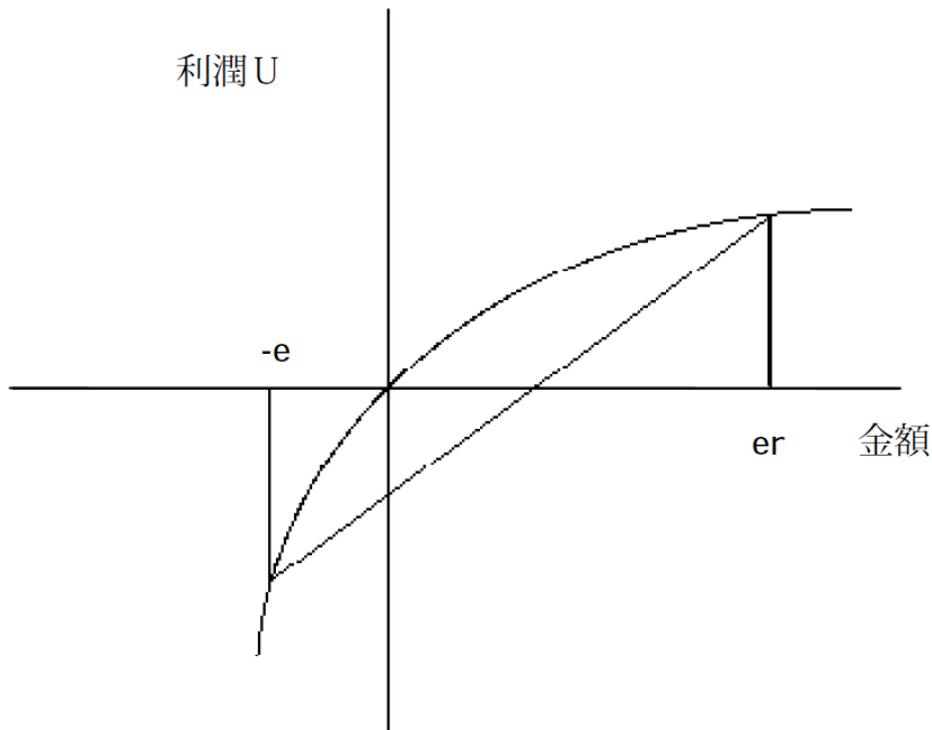
期待効用仮説に基づく、金融機関の融資による純期待利得を最大化するモデルの概要については以下のとおりである(表 3-8)。

表 3-8 期待効用仮説に基づくモデルの概要

項目	内容
期待効用仮説に基づくモデル	<ul style="list-style-type: none"> ● 危険中立型:得られる金額の期待値のみが評価される。利得関数が線形となる。 ● 危険回避型:同じ期待値であれば、リスクの小さい方を好む。利得関数の限界効用が逡減することによって表される。 ● 危険愛好型(本研究では取り上げていない):同じ期待値であれば、リスクの大きい方を好む。利得関数の限界効用が逡増することによって表される。
パラメータ	資金提供額 : e プロジェクトが成功する確率 : a (ただし、 $0 < a < 1$ とする) 成功確率 a をもつ企業を見出す費用 : $f(a)$ 融資に対する利子率 : r 利得関数 : U
融資からの純期待所得	融資からの純期待所得 : $E[U(er)] - f(a)$ e の額の資金を r の利子率で融資したときの収益の期待利得 : $E[U(er)]$ 成功確率 a をもつ企業を見出す費用 : $f(a)$

出所)塩澤(2000)より三菱総合研究所作成

金融機関は、融資からの純期待所得を最大化する最適な成功率 a と資金提供額 e を追求するとして分析している。なお、期待効用仮説に基づく、期待利得はプロジェクトが成功したときの利得と失敗したときの利得の加重平均で表される(図 3-2)。



出所)塩澤 (2000)

図 3-2 期待効用仮説に基づく融資額と期待所得

こうした分析から、融資の額が正の値として求められ、正の期待利得が実現される可能性は、成功確

率の費用構造に決定的に依存していることが示唆されるとしている。優良企業を見出すための審査費用が極めて高いとき、すなわち純期待利得が極大化する成功確率をもつ企業を見出すための費用が高水準にあるときは、融資額について正の純期待利得をもたらす解を得られず、融資がビジネスとして成立しないとしている。

優良な中堅中小・新興企業に対する資金供給がビジネスとして成立するためには、審査・調査費用が相応の水準になければならない。また、情報が不完全な市場では逆選抜が生じ、優良企業の方が退出してゆく傾向にある。そうした状況を排し、優良な企業と資金提供者の参加を促進するためには、社会的なインフラストラクチャーの整備が求められる。適正な社会的なインフラストラクチャーは、投資家にとっては選択の基準を獲得しやすくなり、優良な中小企業やスタートアップにとっては逆選抜を避け、金融機関にとっては審査費用の低下を通じてビジネスの拡大をもたらす、といった意味を持つ。これらのメリットと、インフラ整備に必要な費用の負担の問題を総合的に判断していくことが肝要であるとしている。

3.2.3 Berger and Udell (1998)

(1) 概要

プライベートエクイティとプライベートデットに関して、中小企業の資金調達における経済性を検証している。中小企業の資金調達に着目し、企業規模と企業年齢によって最適な資金調達構造が変化することを示しており、これを「資金調達成長サイクル」と呼んでいる。中小企業金融の相互関連性は、マクロ経済の影響とともに議論されている。

(2) 貢献・新規性

入手可能な調査とデータに基づき、中小企業の資金調達としてプライベートエクイティとプライベートデットについて、企業の規模と年齢によって資金調達構造が異なることを明らかにした。

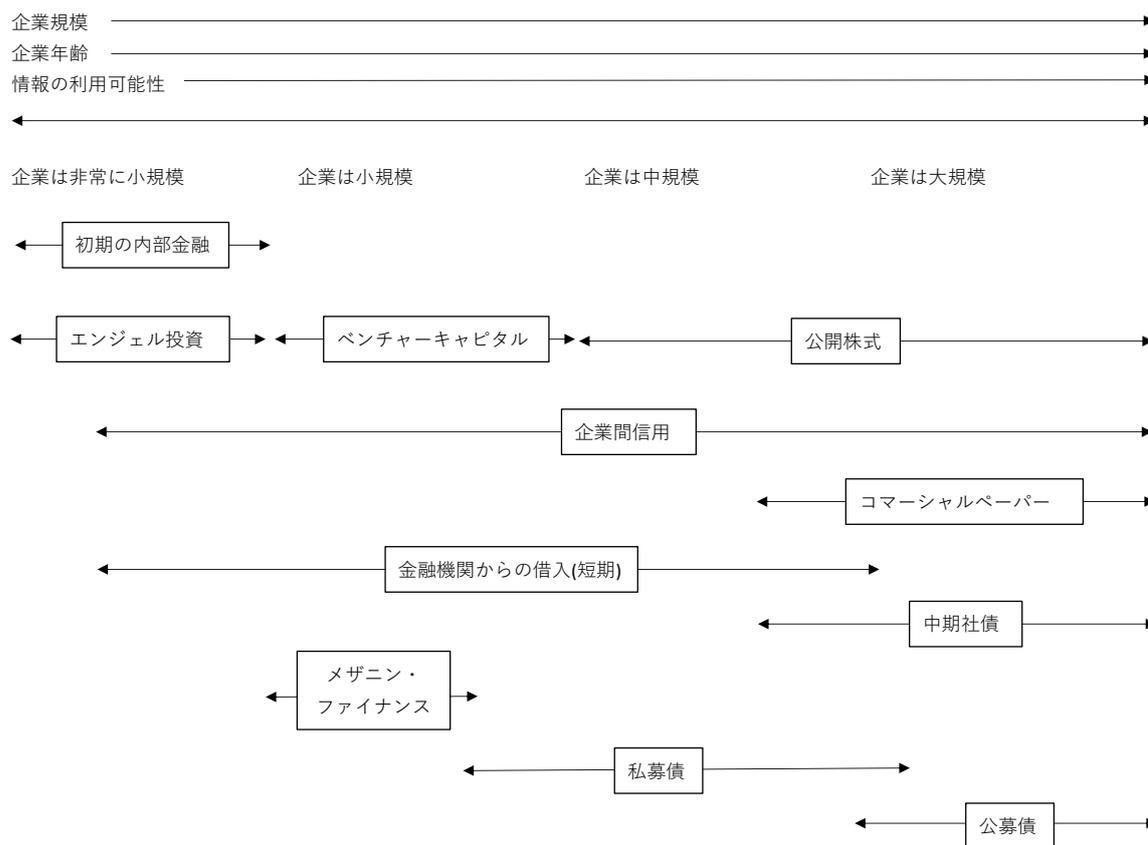
(3) 検証方法・データ

National Survey of Small Business Finance (NSSBF)のデータを用いて、資金配分比率から中小企業金融におけるプライベートエクイティとプライベートデットの資金調達構造が変化することを明らかにしている。連邦準備制度理事会と中小企業庁が実施した NSSBF は、企業単位のデータであり、中小企業向けの融資の種類や融資元、融資残高、企業年齢、これらの債権に関する担保や保証といった情報が含まれている。

(4) 結論

創業後の資金調達先の推移を示しており、企業規模や企業年齢、情報の利用可能性によって、企業ステージ毎に資金調達先が異なることを表している(図 3-3)。

図 3-3 創業後の資金調達先の推移



出所)Berger and Udell (1998)より三菱総合研究所作成

また、本研究では、1993 年の NSSBF から、米国の中小企業金融におけるプライベートエクイティとプライベートデットの種類に応じた資金配分を集計している(表 3-9)。

表 3-9 米国の中小企業金融の概要

US small business finance at a glance: estimated distributions of equity and debt, percent of total equity plus debt (top numbers), and billions of dollars (bottom numbers)

	Sources of equity					Sources of debt							Total equity plus debt			
	Principal owner ^b	Angel finance	Venture capital	Other equity	Total equity	Financial institutions ^a			Nonfinancial business and government		Individuals			Total debt		
						Commercial banks	Finance companies	Other fin. insts.	Trade credit ^c	Other business	Govt.	Principal owner ^d			Credit card ^e	Other individuals
<i>A: All nonfarm, nonfinancial, nonreal-estate small businesses^f</i>																
	31.33%	3.59%	1.85%	12.86%	49.63%	18.75%	4.91%	3.00%	15.78%	1.74%	0.49%	4.10%	0.14%	1.47%	50.37%	100.00%
	\$524.3	\$60.0	\$31.0	\$215.2	\$830.6	\$313.8	\$82.1	\$50.1	\$264.1	\$29.2	\$8.1	\$68.5	\$2.4	\$24.5	\$842.9	\$1,673.4
<i>B: Breakout by size of small business</i>																
<i>“Smaller” (<20 employees & <\$1 mill.sales)</i>																
	44.53%	n.a.	n.a.	n.a.	56.00%	14.88%	3.08%	3.53%	11.81%	1.06%	0.37%	5.59%	0.53%	3.16%	44.00%	100.00%
	\$175.7				\$220.9	\$58.7	\$12.1	\$13.9	\$46.6	\$4.2	\$1.4	\$22.1	\$2.1	\$12.5	\$173.6	\$394.5
<i>“Larger” (≥ 20 employees or ≥ \$1 mill.sales)</i>																
	27.22%	n.a.	n.a.	n.a.	47.67%	19.94%	5.47%	2.83%	17.01%	1.95%	0.52%	3.63%	0.02%	0.94%	52.33%	100.00%
	\$348.1				\$609.6	\$255.0	\$70.0	\$36.2	\$217.5	\$25.0	\$6.7	\$46.5	\$0.3	\$12.0	\$669.3	\$1,278.9
<i>C: Breakout by age of small business</i>																
<i>“Infant” (0–2 years)</i>																
	19.61%	n.a.	n.a.	n.a.	47.90%	15.66%	8.33%	3.84%	13.40%	1.52%	0.33%	6.04%	0.21%	2.77%	52.10%	100.00%
	\$8.6				\$21.1	\$6.9	\$3.7	\$1.7	\$5.9	\$0.7	\$0.1	\$2.7	\$0.1	\$1.2	\$23.0	\$44.1
<i>“Adolescent” (3–4 years)</i>																
	17.37%	n.a.	n.a.	n.a.	39.37%	30.84%	2.51%	2.36%	13.42%	1.06%	0.72%	6.19%	0.20%	3.32%	60.63%	100.00%
	\$25.1				\$56.8	\$44.5	\$3.6	\$3.4	\$19.4	\$1.5	\$1.0	\$8.9	\$0.3	\$4.8	\$87.4	\$144.2
<i>“Middle-Aged” (5–24 years)</i>																
	31.94%	n.a.	n.a.	n.a.	48.00%	17.86%	5.85%	2.87%	17.10%	2.39%	0.44%	3.91%	0.17%	1.42%	52.00%	100.00%
	\$324.9				\$488.2	\$181.6	\$59.5	\$29.2	\$174.0	\$24.3	\$4.4	\$39.7	\$1.7	\$14.4	\$528.9	\$1,017.1
<i>“Old” (25 or more years)</i>																
	35.42%	n.a.	n.a.	n.a.	56.50%	17.25%	3.28%	3.38%	13.86%	0.56%	0.54%	3.68%	0.06%	0.88%	43.50%	100.00%
	\$165.8				\$264.5	\$80.8	\$15.3	\$15.8	\$64.9	\$2.6	\$2.5	\$17.2	\$0.3	\$4.1	\$203.6	\$468.0

出所)Berger and Udell (1998)

大企業と同様、中小企業もエクイティとデットの両方で資金を調達していることが分かる。小規模事業者においては、エクイティの最大の出し手が主要株主であり、エクイティとデットの合計の 31.33%を、また、エクイティの約 3 分の 2 を占めていることが示されている。次いでその他のエクイティが多く、12.86%を占めており、起業チームの他のメンバーや家族、友人等が含まれている。エンジェル投資家によるファイナンスは 3.59%であると推定される。ベンチャーキャピタルは中小企業金融の 1.85%を占めており、ベンチャーキャピタルの約 8 割は独立系ファンドから、残りの多くは銀行持株会社を含む金融機関の子会社から提供されている。また、デットは金融機関が 3 つのカテゴリーに(商業銀行 18.75%、銀行からの融資を受けにくい個人や企業を対象に貸付を行う金融機関 4.91%、その他の金融機関 3.00%)、非金融業または政府も 3 つのカテゴリーに(企業間信用 15.78%、その他事業 1.74%、政府 0.49%)、個人も 3 つのカテゴリーに(創業者本人 4.10%、クレジットカード 0.14%、その他個人 1.47%)分類されている。これらの統計から、小規模事業者の資金調達は、主要株主や商業銀行、企業間信用等から成り立っており、これらの合計で資金調達全体の 70.10%を占めていることが明らかになった。

中小企業の規模別または年齢別のデータの結果から、どの企業規模または企業年齢のグループでも、主要株主や商業銀行、企業間信用の 3 つの最大の資金源であり、全てのケースで総資金調達額の半分以上を調達しているが、いくつかの興味深い違いがみられる。従業員数 20 人以上で売上高 100 万ドル以上の企業の場合、株式や主要株主からの貸付、クレジットカード等、創業者本人からの資金調達の割合が低く、商業銀行等からの資金調達が多くなっている。企業年齢別の資金調達元の構成比を示すことで、成長サイクルにおける中小企業金融に関する問題を詳細に分析している。ここでは、中小企業を創業から 2 年まで、3 年から 4 年まで、5 年から 24 年まで、そして 25 年以上に分類している。こ

ここで興味深いのは、創業から5年以降で、オーナーからの資金提供が大幅に増加し、約25%から約40%になっている点である。これは、ある程度の年齢まで生き残ることができた中小企業の経営者が、時間をかけて内部留保を蓄積してきたことや、成功した企業が当初から経営者の出資比率を高くする傾向があることが一因であると考えられる。また、前述のように、創業時の資金源は、創業者の家族や友人からの出資や借入であることが多く、企業が成長して自立していく過程で、その一部が買い戻される可能性も考えられる。主要株主による資本は、総資本の増加分よりも急激に増加していることから、主要株主がその他の株主から株式を買い取っている可能性がある。また、主要株主からの借り入れやクレジットカード債務といったデットや、主に家族や友人といった他の個人からのデットは、企業の初期ステージでは必要だったものの、企業が成熟するにつれて減少している。

表 3-10 金融機関から借入をしている中小企業の割合(推定値)

Estimated distribution of small business debt ^a from financial institutions ^b	All financial institutions	Commercial banks	Finance companies	Other financial institutions
<i>A: Percent of small businesses with financial institution debt (percent of firms)</i>				
Percent of firms with debt from at least one institution of this type	54.23%	40.57%	12.96%	15.30%
Percent of firms with debt from more than one institution of this type	19.30%	7.00%	2.40%	2.60%
Percent of firms with this type as its "primary" financial institution ^c	100.00%	86.95%	1.62%	11.43%
<i>B: Average length of relationship between small business firms and each type of financial institution</i>				
Average length of relationships with financial institutions of this type	6.64 years	7.77 years	5.33 years	4.78 years
Average length of relationship with "primary" institution if it is this type ^c	9.01 years	9.37 years	7.21 years	6.49 years
<i>C: Percent of each type of financial institution's small business debt by category of loan or lease</i>				
Credit lines used	52.03%	56.35%	52.13%	24.83%
Mortgage loans ^d	13.89%	14.91%	6.94%	18.92%
Equipment loans	10.71%	10.21%	14.81%	7.12%
Motor vehicle loans	6.08%	3.99%	14.62%	5.16%
Capital leases	5.65%	2.45%	6.83%	23.71%
Other loans	11.64%	12.09%	4.66%	20.25%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<i>D: Percent of each type of financial institution's small business debt by collateral and guarantee status</i>				
Percent of debt from this type of institution that is secured ^e	91.94%	91.99%	94.34%	87.72%
Percent of debt from this type of institution that is guaranteed ^f	51.63%	53.82%	51.08%	38.87%

^a Debt of nonfarm, nonfinancial, nonreal-estate small businesses as described in Table 1, note f.

^b Financial institutions include commercial banks, finance companies, thrift institutions, leasing companies brokerage firms, mortgage companies, and insurance companies.

^c A firm's "primary" institution is the one designated by the firm as its primary provider of financial services, including loan, deposit, and other services. It is not necessary to have a loan to have a "primary" institution – almost all firms use financial institutions for deposit services. A few firms that did not have any relations with financial institutions were neglected for the calculations of "primary" institution.

^d Mortgages include both commercial and residential mortgages if the funds were used for business purposes.

^e Secured debt includes the credit lines used and other loans that are reported as secured, plus all equipment loans, all mortgage loans, all motor vehicle loans, and all capital leases.

^f Guaranteed debt includes the used credit lines, mortgage loans, motor vehicle loans, equipment loans, and other loans that are reported as guaranteed. Capital leases by definition are not guaranteed.

Source: 1993 NSSBF, all data are from year-end 1993. See Table 1.

出所) Berger and Udell (1998)

金融機関から借入をしている中小企業の割合の推定値をみると、金融機関から融資やリースを受けている中小企業は54.23%に過ぎず、小規模な企業は単一の金融機関での借入に特化する傾向があることを示唆している(表 3-10)。また、中小企業が単一の金融機関から与信されている傾向があることを示唆している。中小企業は、現在の金融機関と平均して6.64年、主要金融機関とは9.01年と取引していることがわかる。また、融資やリースの種類に関する情報で、52.03%の資金がコミットメントの一種であるクレジット・ラインで引き出されている。このようなコミットメントは、金融機関が将来の与信を約束するものであり、取引コストの削減や信用供与に対する保険等を目的に利用されることがある。さらに、金融機関に対する中小企業の借入金の91.94%に担保が、51.63%に保証が徴求されているこ

とを示している。クレジット・ライン等の融資を含む金融機関の中小企業向け融資やリースにおいて、その大半が担保に支えられていることを意味している。

これらの分析により、中小企業の主な資金源は、創業者自身や商業銀行、企業間信用あり、これらで中小企業金融全体の70%以上を占めており、従来の認識と一致していた一方、クレジットカードの重要性は意外に低く、中小企業金融の1%未満に過ぎないことがわかった。さらに、金融機関からの借入金は、企業年齢が若い企業にとって重要な資金源となっていることが示唆される。通常、こうした資金は、担保となり得る事業資産がない創業間もない中小企業には提供されないという従来の考えに反したものであるが、担保・保証等を通じた起業家の個人の資産が金融機関への返済に充てられていることが示唆される。

3.2.4 Robb and Robinson (2014)³³

(1) 概要

本研究では、カウフマン企業調査と呼ばれる調査のデータを利用した分析を行っている。多くの企業が銀行借入といった外部からの負債に依存しており、友人や親族からの調達には依存していないことがわかった。また、スタートアップの多くは、創業者個人の資産から負債を調達しており、創業者がスタートアップに対してレバレッジの高い持分請求権(企業の全ての負債を控除した後の資産に対する残余持分に対する請求権)を有していることがわかった。外部からの負債へ依存することは、スタートアップの成功にとって信用市場が重要であることが示唆される。

(2) 貢献・新規性

資本市場がスタートアップの成長にどのような影響を与えるかについて理解することは、起業家金融の中心的な課題である。起業家金融について、企業の成長ステージのうち、早期ステージにおける企業データは少なく、本研究はスタートアップが創業当初に行う資金調達方法を明らかにしている。

(3) 検証方法・データ

カウフマン企業調査を用いて、スタートアップが外部からの負債へ依存することを明らかにしている。カウフマン企業調査とは、2004年から2011年の8年間について、2004年に事業を開始した4,928社を対象に企業とそのオーナーに関する情報を集計したパネルデータである。企業に関する情報として、業種や所在地、雇用、利益、知的財産、起業時および経年的に活用された資金調達(エクイティとデット)が含まれている。オーナーに関する情報としては、年齢や性別の他、人種、民族、学歴、業界経験、起業経験が含まれている。

(4) 結論

³³ Alicia M. Robb, David T. Robinson, "The Capital Structure Decisions of New Firms", *The Review of Financial Studies*, 27(1), 2014, p.153-179

表 3-11 負債の重要性に関する時系列推移
Time-series evidence on the importance of formal debt

	All Firms	Firm Has Outside Equity	Inc./Employees/ Asset-backed	Home-based Nonemployers
Panel A: Initial (2004) Baseline				
Owner equity	31,734	92,806	72,170	14,652
Insider equity	2,102	9,205	6,733	658
Outsider equity	15,935	354,540	57,428	3,086
Owner debt	5,037	14,320	12,730	2,045
Insider debt	6,362	12,825	15,781	2,129
Outsider debt	47,847	179,710	120,843	21,802
Total financial capital	109,016	663,407	285,686	44,371
Panel B: First (2005) Capital Injection				
Owner equity	15,352	41,040	33,855	4,795
Insider equity	1,782	1,426	4,992	420
Outsider equity	19,718	275,713	70,438	658
Owner debt	4,447	7,712	6,107	1,849
Insider debt	5,423	11,792	11,494	913
Outsider debt	45,237	137,049	102,092	19,003
Total injection	91,959	474,732	228,978	27,637
Panel C: Second (2006) Capital Injection				
Owner equity	10,540	38,720	27,599	4,848
Insider equity	585	770	2,182	34
Outsider equity	10,033	79,265	38,656	2,284
Owner debt	3,159	7,075	7,519	1,942
Insider debt	4,241	12,103	10,345	584
Outsider debt	42,326	309,176	135,750	16,055
Total injection	70,884	447,109	222,051	25,746
Panel D: Third (2007) Capital Injection				
Owner equity	8,210	23,817	19,224	4,674
Insider equity	1,029	8,513	4,710	148
Outsider equity	7,801	92,488	38,496	433
Owner debt	3,155	10,370	7,776	1,852
Insider debt	3,394	20,990	12,908	535
Outsider debt	35,706	90,086	105,758	18,930
Total injection	59,295	246,264	188,873	26,571

Each column in this table reports the average for the subset of firms with the characteristics described in the column header. Column classifications are based on 2004. Column 3 is the set of firms that are incorporated, have at least one employee other than the founder, and have assets such as inventories. Home-based businesses are those that report operating out of the founder's home.

出所)Robb and Robinson (2014)

分析結果によると、スタートアップは創業から数年間、負債に依存し続けることが示唆される(表 3-11)。一般的な企業は、資金調達に占める外部負債の割合は、企業が成熟するにつれて実際に増加する。オーナーからのエクイティ出資の割合は、企業の成熟とともに低下している。このことは、Berger and Udell (1998)が提唱する資金調達成長サイクルを支持するものである。また、外部からの負債への依存が特定の企業にとって、とりわけ重要であるかどうかを確認するため、企業の種類を変えて検討している。それらの企業は、創業後1年目には多額の資本注入を受けるが、その後の数年間は外部からの負債に大きく依存するのが一般的である。

表 3-12 2004 年のスタートアップの資金調達先

Sources of financing for 2004 startups

Category	Funding Source	Full KFS	Analysis Sample	Mean if >0	Count
Owner Equity		33,640	31,734	40,536	3,093
Owner Debt		4,952	5,037	15,765	1,241
	Personal CC balance, resp.	2,812	2,811	9,375	1,158
	Personal CC balance, others	1,906	238	7,415	132
	Personal loan, other owners	235	1,989	124,124	67
Insider Equity		2,221	2,102	44,956	177
	Spouse equity	524	646	40,436	62
	Parent equity	1,697	1,456	42,509	126
Insider Debt		7,257	6,362	47,873	480
	Family loan	2,760	2,749	29,232	327
	Family loan to other owners	1,719	284	34,509	29
	Personal loan to other owners	272	550	28,988	73
	Other personal loans	649	924	81,452	45
	Business loan by family	1,156	1,760	57,207	115
	Business loan by owner	635	15	9,411	5
	Business loan by emp.	52	79	22,198	9
Outsider Equity		19,257	15,935	354,540	205
	Other informal investors	5,148	6,350	244,707	110
	Business equity	6,621	3,645	321,351	56
	Govt. equity	5,242	798	146,624	27
	VC equity	701	4,804	1,162,898	26
	Other equity	1,546	337	187,046	8
Outsider Debt		50,130	47,847	128,706	1,439
	Personal bank loan	18,031	15,859	92,433	641
	Owner bus. CC balance	16,213	1,009	7,107	543
	Personal bank loan by other owners	5,017	1,859	80,650	92
	Bus. CC balance	4,227	812	6,976	452
	Other Bus. CC balance	2,275	135	7,852	62
	Bus. bank loan	1,591	17,075	261,358	243
	Credit line balance	1,030	5,057	95,058	210
	Nonbank bus. loan	133	3,627	214,920	72
	Govt. bus. loan	857	1,331	154,743	34
	Other bus. loan	241	231	78,281	19
	Other individual loan	206	226	43,202	22
	Other debt	308	626	119,493	22
Total Financial Capital		117,458	109,016	121,981	3,536
Trade Credit		21,628	21,793	93,536	838

The first column, labeled "Full KFS," includes all 4,928 firms in the Kauffman Firm Survey. For some of these firms, it cannot be verified that they either went out of business or remain in operations; therefore, in the remaining columns we include 3,972 firms that either survived over the 2004–2007 period or were verified as going out of business over the same period. This column is labeled "Analysis Sample." These two columns report means that include firms with \$0 amounts of a particular source of capital. The third column, labeled "Mean if >0," reports the mean, in dollars, for only firms with positive amounts of that source of funding. The sample size for that source of funding is reported in the final column.

出所)Robb and Robinson (2014)

2004 年のスタートアップの資金調達先をみると、多くが銀行からの借入といった外部負債に依存している一方、友人や親族からの資金調達には依存していないことがわかる(表 3-12)。また、創業者個人の資産から負債という形で資金を調達しており、創業者がスタートアップに対してレバレッジの高い持分請求権を有していることを示唆している。

3.2.5 Andrieu et al. (2021)

(1) 概要

本研究では、創業間もない中小企業における銀行融資について、創業から 10 年間の関連性を調査している。負債による資金調達とスタートアップの成長との関係は、時間の経過とともに著しく不安定になる(変化している)。負債による資金調達は、企業の創業期における成長と正の相関があるが、時間の経過とともにその限界効果は減少することがわかった。また、負債による資金調達が企業の生産性とデフォルト確率に有意に影響していることがわかった。

(2) 貢献・新規性

先行研究では、デット・ファイナンスの動的効果について統合的な視点を提供しているとは言えない。本研究は、企業の負債水準と成長との間に関連性があるのか、もし関連性があるのであれば、スタートアップにおけるデット・ファイナンスは時間経過によってどのように変化していくのか、企業の成長は財務的に持続可能であるか、といった点について分析している。

(3) 検証方法・データ

デット・ファイナンスが企業の売上高成長率に与える直接効果を検証するため、パネルデータを用いたクロスセクション分析を行う。コントロール変数として、企業と国の固有変数に産業ダミーを加えて分析している。なお、回帰係数の推定と有意性の確認においては、国単位でクラスターリングしたロバストな標準誤差を使用する。2007 年から 2015 年に欧州で設立された創業初期の中小企業に関する大規模なパネルデータセットを使用している。企業単位のデータとして、Bureau Van Dijk のデータベース”ORBIS”を利用しており、欧州全域の民間及び公的な中小企業の財務諸表のデータが含まれている。

(4) 結論

創業期と売上高成長率との関係に関する結果を示しており、負債は創業初期には企業の成長と正の相関を示すが、その後、時間経過と共に低減することが示唆される(表 3-13)。

表 3-13 創業初期の負債と売上高成長率との関係に関する分析結果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	Firms in the 1 st year of age	Firms in the 2 nd year of age	Firms in the 3 rd year of age	Firms in the 4 th year of age	Firms in the 5 th year of age	Firms in the 6 th year of age	Firms in the 7 th year of age	Firms in the 8 th year of age	Firms in the 9 th year of age	Firms in the 10 th year of age
Debt	10.415*** (1.529)	8.182*** (1.446)	7.490*** (1.562)	6.379*** (2.081)	6.345** (2.313)	4.196** (1.754)	4.360** (1.858)	4.267* (2.330)	3.355* (1.727)	2.619 (2.294)
Size	-4.018*** (0.846)	-4.231*** (0.910)	-4.358*** (0.998)	-4.404*** (1.031)	-4.488*** (1.075)	-4.419*** (1.108)	-4.118*** (1.008)	-4.141*** (1.112)	-4.128*** (1.133)	-3.824*** (1.087)
ROA	-2.827*** (0.583)	-4.256*** (0.936)	-5.345*** (1.326)	-7.465*** (1.558)	-6.952*** (1.755)	-9.000*** (2.002)	-8.463*** (1.804)	-8.827*** (2.132)	-7.810*** (1.670)	-7.542*** (2.257)
Tangibility	7.791*** (0.683)	4.816*** (1.037)	4.608*** (1.498)	3.205*** (0.982)	1.801** (0.830)	1.088 (0.729)	1.260 (1.201)	-0.110 (0.789)	-1.038 (1.152)	-1.327 (1.032)
Cash Holdings	2.124** (0.903)	0.233 (0.818)	-1.792** (0.741)	-1.786* (0.931)	-2.480* (1.339)	-2.635* (1.441)	-3.549*** (1.191)	-2.010 (1.204)	-3.028* (1.519)	-3.889** (1.668)
GDP growth	-0.241** (0.099)	-0.444*** (0.079)	-0.212*** (0.062)	-0.202*** (0.069)	-0.159** (0.062)	-0.140** (0.067)	-0.196** (0.073)	-0.152** (0.063)	-0.124** (0.045)	-0.091 (0.056)
Financial develop.	-0.040 (1.966)	-0.048 (1.817)	-0.217 (1.655)	-0.485 (1.509)	-0.713 (1.238)	-0.518 (1.205)	-0.745 (1.066)	-0.511 (0.996)	-0.331 (1.088)	-0.641 (0.753)
Entrepr. density	-0.023 (0.220)	0.107 (0.221)	-0.012 (0.229)	-0.023 (0.221)	-0.055 (0.238)	-0.004 (0.205)	0.025 (0.210)	-0.013 (0.237)	-0.050 (0.189)	-0.056 (0.164)
R ²	0.069	0.074	0.074	0.077	0.079	0.078	0.075	0.078	0.081	0.077
Observations	103194	116541	115066	111596	109132	109296	108605	103605	98285	93275

Notes: Results are from a cross-sectional analysis of firms at a certain age (from firms in the 1st year to firms in the 10th year) across the period 2007-2015. For the description of the variables, see Table 1. Robust standard errors clustered by country are reported in brackets. Industry dummies are included in the regressions, but their coefficients are not reported in the table. ***: denotes significance at the 1% level; **: denotes significance at the 5% level; *: denotes significance at the 10% level.

出所)Andrieu et al. (2021)

また、創業初期の負債と倒産確率の関係を示しており、負債と倒産確率の関係について、初年度は負で有意であるものの、4年目以降は正で有意であることが示されており、創業から4年以上経過した企業では負債が事業存続の妨げとなる可能性がある。(表 3-14)。

表 3-14 初期段階の負債と倒産確率の関係

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	Firms in the 1 st year of age	Firms in the 2 nd year of age	Firms in the 3 rd year of age	Firms in the 4 th year of age	Firms in the 5 th year of age	Firms in the 6 th year of age	Firms in the 7 th year of age	Firms in the 8 th year of age	Firms in the 9 th year of age	Firms in the 10 th year of age
Debt	-0.024*** (0.008)	-0.001 (0.007)	0.008 (0.008)	0.023*** (0.008)	0.027*** (0.007)	0.030*** (0.008)	0.027*** (0.007)	0.030*** (0.007)	0.038*** (0.004)	0.043*** (0.006)
Control variables	YES									
R ²	0.066	0.071	0.073	0.075	0.080	0.076	0.075	0.078	0.080	0.102
Observations	103500	116968	115610	112241	109835	110056	109520	104653	99409	94314

Notes: Results are based on a cross-sectional analysis of firms at a certain age (from firms in the 1st year to firms in the 10th year) across the period 2007-2015. Robust standard errors clustered by country are reported in brackets. ***: denotes significance at the 1% level; **: denotes significance at the 5% level; *: denotes significance at the 10% level.

出所)Andrieu et al. (2021)

本研究は、スタートアップのデット・ファイナンスの役割と成長への影響について、これらの資金調達が重要となる条件を検証し、理解を深めることを目的としている。また、デット・ファイナンスがスタートアップの成長性や生産性、倒産確率に与える影響を検証することで、起業家金融に関する知見を発展させている。EUのスタートアップを対象とした大規模な実証分析から、デット・ファイナンスが初期段階の企業の成長と生産性を促進し、倒産確率を低下させるものの、これらの効果は時間経過とともに変化する事が明らかとなった。

3.3 経営者保証等のその他の論点

経営者保証等に関する先行研究を調査した結果、「経営者の資産の多寡には依らず、個人保証を徴求していること」がわかった。Avery, Botic and Samolyk(1998)³⁴では、個人保証とオーナーの資産との間には

³⁴ Avery, R. B., Botic, R. W., & Samolyk, K. A., "The role of personal wealth in small business finance", Journal of Banking & Finance, 22(6-8), 1998, p.1019-1061

関係性が見られず、金融機関が経営者の資産の多寡に依らず、個人保証を徴求していることや、個人担保の有無に関わらず個人保証を徴求しており、個人担保と個人保証は代替するものではない可能性があることを示した。櫛部（2016）³⁵は、金融機関から個人保証が徴求される現状があるものの、経営者ガイドラインで個人保証に依存しないような融資慣行の確立に向けた施策が推進されていることを述べている。

3.3.1 櫛部(2016)

(1) 概要

「経営者保証ガイドライン」の策定経緯や目的を述べており、2015年度の中小企業融資の実態と「経営者保証ガイドライン」に対する税理士の意見や金融機関の意向を明らかにしている。さらに、中小企業融資における「経営者保証ガイドライン」と「中小会計要領」の意義を明らかにし、今後の「経営者保証ガイドライン」の運用拡大に向けた提言を行っている。

(2) 貢献・新規性

「経営者保証ガイドライン」に関する策定経緯や目的、意義等をまとめている。

(3) 検証方法・データ

中小企業の会計実務における中小企業会計要領の意義、特に中小企業融資の場における中小会計要領の意義を明らかにするべく、税理士や金融機関、信用保証協会に対してインタビュー調査を実施している。インタビュー調査のため、検証に使用したデータは無し。

(4) 結論

2014年度に実施した税理士へのインタビュー調査では、金融検査マニュアルや信用保証協会保証等における中小会計要領の意義が明らかになったが、2015年度の調査では担保の有無が重視されていることが明らかとなった。これは、中小企業の経営の状態が芳しくないことを表した結果と考えられる。中小会計要領の適用の有無について、融資の副次的な判断に利用されるに過ぎず、信用保証協会の保証料割引制度以外には意義を見出すことが難しい。「経営者保証ガイドライン」の適用について、信用保証協会においてもそのリスクを認識しており、通常の融資と比べてリスクを高く見積もっており、金融機関における「経営者保証ガイドライン」の早急な適用は難しい。

また、金融庁から金融機関への指導もあり、借入の必要がない財務状態が良好な企業に対して、借入を依頼している実態があることが分かっており、資格要件や回収システムを見直す必要があると考えられている。資格要件を厳格化し、操作が難しい項目や定性項目、さらに中小会計要領の厳密な適用の要件についても含めるべきとしている。

実際の中小企業融資においては、不動産等の担保を要請し、経営者個人保証を付ける傾向にある。

³⁵ 櫛部幸子、『中小企業融資における経営者保証ガイドラインと中小会計要領の意義』、中小企業会計研究 2016(2)、2016年、p.35-45

このような現状がある一方で、「経営者保証ガイドライン」を普及させるには一定の強制力が必要であるとしている。中小会計要領は、担保中心の融資からの脱却を目指して策定されているが、「経営者保証ガイドライン資格要件」の確認書類に中小会計要領のチェックリストがあり、「経営者保証ガイドライン」の適用が拡大すれば、より中小会計要領の意義も出てくると考えられる。

3.3.2 Avery, Bostic and Samolyk (1998)

(1) 概要

本研究では、経営者の個人保証と中小企業向け与信との関係に関する新たな実証的証拠を示しており、設備資金の融資や住宅ローン、自動車ローンを希望する企業にとって保証が重要であることを示唆している。保証は、担保よりも一般的に利用されており、組織の形態は保証の利用を決定する上で特に重要な要素である。保証とオーナーの個人資産との間に何等かの関係性は認められない。個人保証は、少なくとも信用枠の設定においては事業用担保の代替となるものの、個人担保と個人保証は相互に代替するものではない可能性がある。1980年代後半以降、個人保証は中小企業向け融資においてより重要な位置付けとなっている。

(2) 貢献・新規性

十分な情報を含むデータセットが存在しないことから、中小企業金融における個人担保や個人保証の役割に関する学術的な研究はほとんどない。本研究では、個人保証を利用した中小企業への与信の特徴や、その経済的重要性、個人保証の利用がどのように変化してきたか等を分析し、個人資産が中小企業金融に果たす役割を明らかにしている。

(3) 検証方法・データ

NSSBF(全国中小企業金融調査、National Survey of Small Business Finance)と SCF(消費者金融調査、Survey of Consumer Finances)の2つのデータから、中小企業融資における個人保証の有無をロジスティックモデルで推定し、個人保証の利用の要因を分析している。FRBと米国中小企業庁が実施したNSSBFは、1987年と1993年における企業単位のデータであり、中小企業向け融資の種類や融資元、借入残高、債権に対する担保や保証といった情報を含んでいる。また、FRBと等が実施したSCFは、1989年・1992年・1995年時点における、経営者が経営する事業に対して個人資産を担保に差し出したか否か等、中小企業のオーナーの家計に関する詳細な情報が含まれている。

これらの調査は、焦点を当てている点は異なるものの、類似する項目もあり、従業員や株主の数、年間売上高、業種、創業年数等、企業の基本的な特徴に関するデータが含まれている。

(4) 結論

NSSBFのデータを集計すると、1987年から1993年の間にかけて個人保証の利用が大幅に増加しているものの、その要因は企業構成や融資残高の変動では説明できないとしている(表 3-15)。

表 3-15 NSSBF データにおける個人保証を利用している借入企業割合

	Percent of all firms with any loans	1987			Percent \$/w Comm. ^c	Percent of all firms with any loans	1993			Percent \$/w Comm. ^c
		Percent of borrowing firms using					Percent of borrowing firms using			
		Coll.	Guar.	Both			Coll.	Guar.	Both	
<i>Unincorporated</i>	55.1	6.8	19.9	1.5	26.3	49.5	8.9	25.3	11.4	52.4
<i>Industry</i>										
Mining, const., trans.	52.3	5.1	18.2	3.2	35.2	53.3	17.3	17.3	9.4	26.7
Manufacturing	59.4	4.5	17.1	0.1	10.3	58.2	7.0	37.0	10.9	65.7
Retail	55.9	10.0	20.4	0.4	26.0	50.8	8.3	24.2	12.5	61.5
Real estate, insurance	72.4	9.4	18.1	9.5	29.8	61.7	5.0	29.9	12.0	60.5
Business services	54.0	3.9	17.6	0.3	12.7	42.5	6.3	22.5	9.6	43.4
Professional services	50.2	4.1	25.0	0.0	44.4	46.7	7.1	31.8	13.5	51.3
Sole proprietorships	53.5	6.9	16.8	1.6	22.4	48.6	9.5	23.6	11.3	67.3
<i>Sales</i>										
Sales < \$500,000	50.9	7.5	15.5	1.3	21.2	47.1	9.1	23.8	10.6	52.6
Sales ≥ \$500,000	71.9	3.4	23.0	3.0	24.6	61.9	12.2	21.9	16.1	80.8
<i>Firm Age</i>										
Age ≤ 5 years	57.2	8.6	15.6	0.0	16.6	53.2	8.4	25.1	12.1	53.0
Age > 5 years	52.1	6.1	17.2	2.2	24.2	47.5	9.8	23.2	11.1	70.6
Partnerships	62.8	6.4	32.6	1.1	28.6	54.5	6.3	33.2	12.0	41.2
<i>Sales</i>										
Sales < \$500,000	60.5	4.1	25.9	1.6	53.8	51.9	6.5	26.7	11.3	47.2
Sales ≥ \$500,000	67.9	10.8	46.0	0.2	15.6	63.3	5.7	51.0	13.7	40.1
<i>Firm age</i>										
Age ≤ 5 years	72.0	6.7	37.2	2.6	21.7	62.3	4.8	34.7	19.2	22.6
Age > 5 years	57.4	6.1	29.2	0.1	33.8	51.8	6.9	32.6	13.1	48.3
<i>Corporations</i>	67.6	5.2	33.6	4.2	43.9	59.8	4.0	47.1	12.4	61.3
<i>Industry</i>										
Mining, const., trans.	74.9	4.7	29.3	5.0	31.6	66.2	2.2	41.2	10.7	53.8
Manufacturing	65.7	7.2	39.9	3.9	40.3	65.1	5.6	46.7	11.4	52.9
Retail	67.4	7.6	33.3	4.0	48.8	62.9	3.6	51.6	16.0	64.3
Real estate, insurance	64.0	0.5	42.3	8.1	51.4	48.4	2.3	53.0	12.1	66.6
Business services	68.1	2.3	33.5	4.4	41.9	56.1	6.6	41.0	10.9	64.4
Professional services	61.2	2.2	28.3	0.4	33.6	50.3	4.5	49.3	8.1	67.8
S-corporations	64.6	4.5	31.8	1.4	48.1	60.7	4.1	46.0	14.8	63.6
<i>Sales</i>										
Sales < \$500,000	53.5	6.3	28.5	0.3	36.4	54.7	5.6	43.1	16.4	44.3
Sales ≥ \$500,000	76.9	3.1	34.4	2.3	49.9	70.4	2.2	49.6	12.9	67.9
<i>Firm age</i>										
Age ≤ 5 years	66.7	8.4	25.5	0.3	44.7	58.9	7.4	48.7	13.5	71.4
Age > 5 years	63.2	1.6	36.4	2.3	49.4	61.5	2.8	45.0	11.3	61.3
C-corporations	68.6	5.4	34.2	5.0	42.8	59.1	4.0	48.0	10.7	60.2
<i>Sales</i>										
Sales < \$500,000	60.3	3.1	36.6	4.0	44.1	49.0	6.4	39.6	9.2	68.2
Sales ≥ \$500,000	74.9	6.8	32.7	5.6	42.6	68.9	2.3	53.7	11.7	59.6
<i>Firm age</i>										
Age ≤ 5 years	70.4	8.5	33.8	8.1	36.8	54.6	8.3	48.8	10.4	46.5
Age > 5 years	68.0	4.4	34.3	3.9	44.5	60.0	3.3	47.8	10.7	63.1
Total firms	61.7	5.9	27.8	3.0	39.1	54.7	6.2	37.4	12.0	58.8

^a Excludes leases, trade credit, credit card debt, and loans from owners.

^b Personal commitment data are not directly comparable across years due to changes in survey questionnaire and format. See text.

^c Percentage of the total loan dollars in the category that have any personal commitment.

出所)Avery, Bostic and Samolyk (1998)

1989 年および 1992 年の SCF のデータでも、緩やかな個人保証の利用率の上昇が示されている(表 3-16)。

表 3-16 SCF データにおける投資額に対する個人保証割合

	Equity as a percent of investment			Personal commitments as a percent of investment			Owner loans as a percent of investment		
	1989	1992	1995	1989	1992	1995	1989	1992	1995
<i>Unincorporated</i>	88.5	88.2	89.4	7.8	8.5	7.3	3.7	3.3	3.3
Sole proprietorships	91.5	86.4	89.6	6.9	11.1	7.8	1.6	2.5	2.6
Partnerships	84.8	90.4	89.2	8.9	5.4	6.6	6.3	4.2	4.2
<i>Corporations</i>	81.5	81.5	83.5	11.9	11.3	10.5	6.6	7.3	6.0
S-corporations	84.3	80.0	84.4	8.8	14.4	9.0	6.8	5.8	6.6
C-corporations	79.1	82.8	81.6	14.5	8.7	13.6	6.4	8.5	4.8
Total firms	84.8	84.5	85.9	9.9	10.1	8.6	5.2	5.5	4.9

^a Total owner investment is defined as the sum of the market value of equity plus net loans to the business from the owner plus the total amount of personal commitments.

出所)Avery, Bostic and Samolyk (1998)

1992年と1995年のSCFのデータを用いた比較では、個人保証の使用率が1990年代半ばに低下した可能性が示唆される。しかし、SCFのデータからは、企業が借入による資金調達が難しかったのか、もしくは借入を行う企業が個人保証を利用することが減少したのかを判断することができない。一方、NSSBFのデータによると、1987年から1993年の間にコミットメントの利用が急激に増加しているが、マクロ経済の影響だけで説明することは出来ず、中小企業向け融資において貸し手が経営者の個人的な信用力を利用するようになったことを反映している可能性があることが示している。

1995年のSCFデータにおける個人担保・保証の利用に関するロジスティック回帰分析の結果は以下のとおり(表3-17)。

表 3-17 SCF データにおける個人担保・保証の利用に関するロジスティック回帰分析

	Collateral				Guarantee			
	Corporations		Unincorporated		Corporations		Unincorporated	
	Coefficient (1)	Probability	Coefficient (2)	Probability	Coefficient (3)	Probability	Coefficient (4)	Probability
<i>Intercept</i>	-6.580 ^d	-	-1.415 ^c	-	-5.235 ^d	-	-2.474 ^d	-
<i>Owner wealth (dummies, base group is < \$50,000)</i>								
\$50,000-\$100,000	-1.906 ^c	-0.122	-0.067	-0.007	1.159	0.269	-1.275 ^b	-0.067
\$100,000-\$500,000	-0.334	-0.037	-0.259	-0.024	2.265 ^b	0.512	-0.444	-0.032
\$500,000-\$1,000,000	-0.042	-0.005	0.273	0.031	2.813 ^c	0.593	-1.007	-0.058
\$1,000,000 or more	-0.795	-0.075	0.753	0.100	2.897 ^c	0.603	-0.552	-0.038
<i>Owner liquid assets (dummies, base group is < \$50,000)</i>								
\$50,000-\$100,000	0.140	0.019	-0.434	-0.037	-0.299	-0.054	0.536	0.057
\$100,000-\$500,000	-0.094	-0.011	-1.025	-0.070	1.201 ^c	0.279	-0.150	-0.012
\$500,000 or more	-0.694	-0.068	-1.335 ^b	-0.081	-2.095 ^c	-0.221	1.016	0.130
<i>Owner age (dummies, base group is younger than 35 years)</i>								
Age 35-64 years	0.549	0.083	1.232 ^c	0.192	1.242 ^b	0.290	0.374	0.037
Age 65 or older	-0.086	-0.011	1.755 ^c	0.312	1.357 ^b	0.318	-0.055	-0.005
<i>Number of firm owners (dummies, base group is 1)</i>								
2	-0.796	-0.075	0.866	0.120	-0.552	-0.092	2.760 ^b	0.529
3	-2.368 ^b	-0.132	2.227	0.430	0.013	0.003	1.962	0.332
4 or more	-1.808	-0.120	1.214	0.188	-2.171	-0.224	2.147	0.378
<i>Number of firm employees (dummies, base group is 1 or 2)</i>								
3 or 4	-1.199	-0.098	0.742 ^b	0.099	-0.143	-0.027	-0.036	-0.003
5-19	0.369 ^b	0.053	-0.538	-0.044	0.365	0.076	0.940 ^c	0.117
20 or more	1.442 ^c	0.275	-0.818	-0.060	0.373	0.078	1.012	0.129
<i>Firm sales (dummies, base group is < \$100,000)</i>								
\$100,000-\$500,000	0.691	0.109	1.029 ^c	0.150	-0.258	-0.047	0.758	0.088

	Collateral				Guarantee			
	Corporations		Unincorporated		Corporations		Unincorporated	
	Coefficient (1)	Probability	Coefficient (2)	Probability	Coefficient (3)	Probability	Coefficient (4)	Probability
\$500,000-\$1,000,000	-0.463	-0.049	0.626	0.080	1.677 ^c	0.393	0.150	0.014
\$1,000,000 or more	1.112	0.197	0.811	0.110	2.040 ^d	0.470	0.341	0.034
<i>Firm age (dummies, base group is 2 years or less)</i>								
Owned 3-5 years	1.600	0.314	-0.592	-0.047	-0.733	-0.116	-0.900	-0.054
Owned 6-10 years	1.901 ^b	0.389	-2.247 ^c	-0.100	-0.067	-0.012	-0.982	-0.057
Owned 11-25 years	1.375	0.259	-1.338	-0.081	-0.554	-0.093	-0.866	-0.053
Owned more than 25 years	1.014	0.176	-2.438	-0.103	-0.303	-0.054	-2.151	-0.083
<i>Industry (dummies, base group is professional services)</i>								
Mining, const., trans.	2.621 ^d	0.557	-0.840	-0.061	0.133	0.027	0.134	0.012
Manufacturing	2.161 ^b	0.453	0.458	0.055	0.133	0.027	0.410	0.042
Retail	2.300 ^c	0.486	-0.340	-0.030	0.133	0.027	0.221	0.021
Real estate, insurance	2.452 ^c	0.520	-0.597	-0.048	2.014 ^c	0.468	1.216 ^b	0.167
Business services	3.895 ^d	0.747	-0.774	-0.058	1.798 ^c	0.420	0.948 ^b	0.118
<i>Legal organization</i>								
S-corporation (dummy)	1.119 ^d	0.199	-	-	0.346	0.072	-	-
Partnerships (dummy)	-	-	-1.434	-0.084	-	-	-1.531 ^b	-0.073
<i>Memo: Mean probability in sample</i>	0.148		0.114		0.263		0.095	
<i>sample size</i>	469		575		469		575	

^a Change in the probability of collateral or guarantee for an otherwise average firm implied by a shift from the base group.

^b Significant at the 5% level.

^c Significant at the 1% level.

^d Significant at the 0.1% level.

出所) Avery, Bostic and Samolyk (1998)

個人保証とオーナーの資産との間には、特定の関係性は認められない。個人保証は、少なくとも信用

枠の設定においては事業用担保の代替となるものの、個人担保と個人保証は相互に代替するものではない可能性がある。

3.3.3 Mann (1997)³⁶

(1) 概要

米国において、大企業は無担保与信を、中小企業は有担保での与信を利用するとされている。しかし、既存の研究では、この傾向についてほとんど説明されていない。大企業が無担保融資を利用するのは、有担保融資による信用力のある企業の融資コスト低下に限界があるためであると考えられている。

本研究では、中小企業向け銀行の担当者へのインタビューから得たデータを用いており、有担保融資は、借り手による過剰な借入を抑制すると考えられる。中小企業の清算価値は低い傾向にあるため、融資に対して担保を徴求することはほとんど役に立たない。また、貸し手は借り手から保証を得ることで同じ効果を得ることができ、借り手のインセンティブを向上させることはほとんどない。しかし、実際には、中小企業融資の多くは無担保である。この事実を説明する要因として、有担保融資の取引コストが比較的高いこと、クレジットカードが容易に利用できることで将来の借入を制限する手段としての担保の有効性が低下すること、将来の借入を制限する効果が明確ではないこと、信用スコアリングの技術的発展によって融資のコストとリスクが劇的に低減されることが等を挙げ、中小企業向け融資には有担保から無担保への移行を説明している。

(2) 貢献・新規性

これまでの先行研究では有担保与信と無担保与信の傾向について実証的な調査が行われておらず、本研究では中小企業におけるこうした傾向について分析し、説明している。

(3) 検証方法・データ

調査の信頼性を高めるため、大手金融機関から比較的小規模な銀行に至るまで、様々な金融機関の融資担当者にインタビューを実施している。インタビュー結果から検証を行っており、データを利用した定量的な分析は無い。

(4) 結論

通常、中小企業向け融資は、10 万ドル以下の小規模な取引である。まず、有担保取引の魅力を低下させる要因として、小規模な融資の場合に、大規模な取引においては些細な金額である手数料やその他の取引コストが、取引額対比で大きな割合を占めていることである。インタビューから、現在の中小企業の融資市場は、融資額が小さく競争が激しいため、取引の利幅が非常に小さく、書類作成やファイリングといったコストが、取引額に対して大きくなってしまっていることが述べられている。

また、担保権による将来の借入の抑制機能が低下していることが挙げられる。複数の貸し手は、借り

³⁶ Mann, R. J., "The role of secured credit in small-business lending", *Geo. LJ*, 86, 1, 1997

手がクレジットカードによる借入によって追加的に資金を得ることが可能であると述べている。クレジットカード会社から容易に資金調達ができることを考えると、借り手の事業資産に対して先取特権を有していても、クレジットカード会社が中小企業の経営者に信用供与することを止める可能性は低いと思われる。インタビューを行った金融機関の中には、銀行が事業用資産に先取特権を持つにもかかわらず、借り手がクレジットカードによる借入で容易に多額の事業用資金を得ることができると考えている。

それ以外にも、将来の借入を制限する効果が明確ではないことや、中小企業向け融資市場における情報技術の進歩によって貸し手が低コストで中小企業に融資を行うことができることなどを挙げている。

3.3.4 Peltoniemi and Vieru (2013)³⁷

(1) 概要

本研究は、フィンランドの中小企業向け融資において、口座情報等に基づき借入条件を決定するトランザクションレンディングと、借り手の返済能力や技術力、経営者の資質等の定量化が困難な情報に基づくリレーションシップレンディングの 2 つの融資形態を対象に、個人保証や担保の役割を分析している。フィンランドの大手行を対象とした 1995 年から 2001 年までの融資に関する調査データを用いた実証分析を実施し、個人保証がリレーションシップレンディングよりもトランザクションレンディングにおける信用コスト、すなわち実効金利を増加させるものであることを示唆している。

(2) 貢献・新規性

個人保証は銀行が融資を行う際に一般的に利用されるものであり、先行研究ではその役割やメリット・デメリットが議論されてきた。本研究は、その中でも特に融資の形態(リレーションシップレンディングとトランザクションレンディング)に着目しており、個人保証と与信コストを分析した初めての实証分析であるとしている。

(3) 検証方法・データ

リレーションシップレンディングやトランザクションレンディングといった融資形態が個人保証にどのように関連しているのか、あるいは信用コストにどのように関連しているのかについて、統計モデルを用いた検証を行っている。実証分析には、1995 年から 2001 年までのフィンランドの大手銀行における企業向け融資を対象としたデータを用いており、リレーションシップや担保、企業等に関する情報が含まれている。

(4) 結論

本研究のモデルで利用した変数の定義は下表の通りであり、特に Structure の変数は、企業と銀行との取引年数や企業が利用している金融機関サービスの数、融資額、融資期間等から構成される変数で

³⁷ Peltoniemi, J., & Vieru, M., "Personal Guarantees, Loan Pricing, and Lending Structure in Finnish Small Business Loans", *Journal of Small Business Management*, 51(2), 2013, p.235-255

あり、リレーションシップレンディングの方が値が大きくなると考えられる。

表 3-18 モデル変数の定義

Variable	Definition
Effective Rate	Negotiated marginal effective interest rate which includes the total loan arrangement fees and provisions for the lender.
<i>Relationship variables</i>	
Duration	Length of the relationship between bank and firm (measured in years).
Financial Services	Number of the subject bank's financial services used by the firm.
Loans	Number of currently performing loans from the subject bank.
Multiple	Dummy variable indicating (=1) whether the firm owner has multiple client-bank relationships with the subject bank or not (=0). Client-bank relationships can include either firms or individuals.
Commitment	Ratio of firm's total liabilities to the subject bank per total assets of the firm. ³ (=firm's total liabilities/firm's total assets)
<i>Joint variable</i>	
Structure	A joint variable, which is established from four variables; <i>Duration</i> , <i>Financial Services</i> , <i>Loan Size</i> and <i>Loan Maturity</i> by forming ten groups from each variables. Groups are ranked and scaled between values 0 and 1. Value 0 indicates the orientation for transactional lending and value 1 indicates the orientation for relationship lending.
<i>Collateral variables</i>	
Pergua	Dummy variable indicating whether personal guarantee has been used (=1) or not (=0).
Collateralization	Coverage of pledged total collateral over the total liabilities of the firm to the subject bank after the current loan (measured in percent). [= (total collateral/liabilities)*100].
Non-bank Guarantee	Dummy variable indicating (=1) whether the loan is guaranteed by a Finnish non-bank financial institution or not (=0).
<i>Firm variables</i>	
Leverage	Debt per assets of the firm. (=debt/assets)
Firm Age	Age of the firm (measured in years).
Firm Size	Total assets of the firm.
Legal Form	A dummy variable indicating (=1) whether the legal form of the firm is partnership/proprietorship. Otherwise limited liability (=0).
R3-5	Bank's internal risk-rating classification. (lower risk=R1-2, higher risk=R3-5). ⁴
Industry	Ten industry dummies.
<i>Loan variables</i>	
Maturity	Maturity of the loan (measured in years).
Loan Size	Amount of the loan (in thousand FIM).
Year	A dummy variable for each year in the data.

出所)Peltoniemi and Vieru (2013)

モデル 1 は、保証の有無を表すダミー変数を被説明変数として、融資形態に係る説明変数を中心に採用して回帰分析を実施している。

表 3-19 モデル 1 によるロジスティック回帰分析

Explanatory variables	(1)	(p)	(2)	(p)
Intercept	6.343	<0.0001	5.164	<0.0001
Structure			-2.755	0.0004
Log (Duration)	-0.199	0.338		
Log (Financial Services)	0.078	0.677		
Loans	0.047	0.613	0.075	0.369
Multiple	-0.625	0.005	-0.611	0.004
Commitment	0.010	0.723	0.031	0.225
Collateralization	-0.027	<0.0001	-0.026	<0.0001
Non-bank Guarantee	0.599	0.049	0.542	0.063
Log (Leverage)	0.157	0.419	0.216	0.218
Log (Firm Age)	-0.291	0.157	-0.127	0.416
Log (Firm Size)	-0.140	0.223	-0.113	0.244
Legal Form	-0.898	0.003	-0.846	0.004
R3-5	-0.035	0.881	0.033	0.884
Maturity	-0.116	0.006		
Log (Loan Size)	-0.240	0.10		
Obs.	279		279	
LogL	-108.64		-112.84	

Dependent variable is Personal Guarantee (0,1). Year-dummies and industries are controlled, but not reported. Data: bank loans 1995-2001. Bolded values at least within significance 10% level.

出所)Peltoniemi and Vieru(2013)

回帰結果(1)をみると、複数取引の有無を表す変数 Multiple の係数が負であることから、企業オーナーが銀行との間に複数の取引がある場合に、融資契約で個人保証を使用する可能性が低下することを示している(表 3-19)。また、回帰結果(2)をみると、Structure の係数が負であることから、リレーションシップレンディングで個人保証を使用する可能性が低下し、トランザクションレンディングで個人保証を使用する可能性が高いことが示唆される。また、徴求する担保の保全割合が大きい場合には、個人保証の利用は低下することがわかる。

次に、モデル 2 とモデル 3 は実効金利を被説明変数としており、個人保証と実効金利、すなわち信用コストとの関係を分析している。下表の回帰結果をみると、個人保証を表す Pergua の係数が正であることから、個人保証付きローンは個人保証が無いローンよりも信用コストが高いことを示唆している(表 3-20)。

表 3-20 モデル 2 による OLS 回帰分析

Explanatory variables	(1)	(p)	(2)	(p)
Intercept	2.773	<0.0001	2.221	<0.0001
Pergua	0.175	0.002	0.216	0.0005
Structure			-1.655	<0.0001
Log (Duration)	-0.126	0.002		
Log (Financial Services)	0.039	0.341		
Loans	0.037	0.041	0.052	0.007
Multiple	0.027	0.598	0.003	0.951
Commitment	-0.002	0.693	0.009	0.155
Collateralization	-0.001	0.086	-0.001	0.160
Non-bank Guarantee	-0.047	0.503	-0.058	0.452
Log (Leverage)	-0.011	0.738	0.047	0.165
Log (Firm Age)	0.050	0.256	0.142	0.0004
Log (Firm Size)	-0.011	0.667	-0.038	0.092
Legal Form	0.0007	0.991	0.013	0.843
R3-5	0.085	0.091	0.121	0.027
Maturity	-0.038	<0.0001		
Log (Loan Size)	-0.208	<0.0001		
Obs.	279		279	
Adj. R ²	0.522		0.429	

Dependent variable is Log(Effective Rate). Year-dummies and industries are controlled, but not reported. White-test for potential heteroskedasity is controlled. Data: bank loans 1995-2001. Bolded values at least within significance 10% level.

出所)Peltoniemi and Vieru (2013)

また、回帰結果(2)から、Structure の係数が負であることから、トランザクションレンディングの方がリレーションシップレンディングよりも信用コストが高いことがわかる。さらに、取引年数(Duration)が長いほど信用コストが低下し、ローン取引数(Loans)が多いほど信用コストが上昇し、担保の保全割合(Collateralization)が高いほど信用コストを低下させることがわかる。

さらに、モデル 2 において、無担保ローンと有担保ローンに分けて OLS 回帰を行ったときの推定結果をみると、回帰結果の(1)と(2)で個人保証(Pergua)の係数を比較すると、個人保証が信用コストに及ぼす影響は無担保ローンでより強いことが示唆される(表 3-21)。

表 3-21 無担保ローンと有担保ローンで分けたときのモデル 2 の OLS 回帰分析

Explanatory variables	(1)	(p)	(2)	(p)
	Unsecured loans		Secured loans	
Intercept	1.698	0.003	1.728	<0.0001
Pergua	0.315	0.006	0.193	0.028
Structure	-0.464	0.0003	-0.370	<0.0001
Loans	0.039	0.412	0.065	0.005
Multiple	-0.088	0.427	0.046	0.519
Commitment	-0.016	0.289	0.011	0.125
Collateralization	-0.0004	0.863	0.0002	0.857
Non-bank Guarantee	-0.244	0.084	-0.034	0.766
Log (Leverage)	-0.068	0.537	0.017	0.672
Log (Firm Age)	0.098	0.248	0.080	0.117
Log (Firm Size)	-0.017	0.705	-0.123	<0.0001
Legal Form	-0.008	0.957	-0.075	0.357
R3-5	0.186	0.104	0.111	0.110
Obs.	105		174	
Adj. R ²	0.245		0.429	

Dependent variable is Log(Effective Rate). Year-dummies and industries are controlled, but not reported. White-test for potential heteroskedasity is controlled. Data: bank loans 1995-2001. Bolded values at least within significance 10% level.

出所)Peltoniemi and Vieru (2013)

担保が十分でない場合に個人保証が重要であると考えられる。担保の保全割合

(Collateralization)の係数はほとんどゼロに近く、信用コストへの影響はないことがわかる。融資形態を表す Structure については、いずれの場合も同程度で信用コストに負の影響があることがわかる。すなわち、融資形態がリレーションシップレンディングであるかトランザクションレンディングであるかに関わらず、無担保ローンまたは有担保ローンの信用コストに与える影響に違いはない。

モデル 3 では、トランザクションレンディングとリレーションシップレンディングのデータを分割した上で、実効金利を被説明変数としたときの OLS 回帰分析の結果を示している(表 3-22)。

表 3-22 モデル 3 による OLS 回帰分析

Explanatory variables	(1)	(p)	(2)	(p)	(3)	(p)
	Relationship-based		Transaction-based		Mixed	
Intercept	1.936	<0.0001	1.162	0.050	1.645	0.063
Pergua	0.233	0.014	0.423	0.010	0.658	0.015
Loans	0.046	0.055	0.145	0.093	0.061	0.282
Multiple	-0.130	0.143	0.275	0.057	-0.075	0.655
Commitment	0.001	0.861	0.001	0.918	-0.00008	0.997
Collateralization	-0.001	0.425	-0.0002	0.915	0.001	0.780
Non-bank Guarantee	-0.046	0.622	-0.359	0.127	-0.262	0.264
Log (Leverage)	-0.020	0.634	0.051	0.677	-0.163	0.470
Log (Firm Age)	0.142	0.018	0.069	0.398	0.200	0.305
Log (Firm Size)	-0.095	0.002	-0.071	0.194	-0.159	0.089
Legal Form	0.053	0.562	0.200	0.287	-0.013	0.962
R3-5	0.140	0.055	0.300	0.038	0.023	0.915
Obs.	133		88		58	
Adj. R ²	0.400		0.105		-0.081	

Dependent variable is Log(Effective Rate). Year-dummies and industries are controlled, but not reported. White-test for potential heteroskedasticity is controlled. Data: bank loans 1995-2001. Bolded values at least within significance 10% level.

出所)Peltoniemi and Vieru (2013)

回帰結果(1)のリレーションシップレンディングの推定結果をみると、個人保証を利用すると信用コストが増加するものの、担保は信用コストにほとんど影響を与えていないことがわかる。また、ローン取引数(Loans)が統計的に有意であり、ローン取引数が多い程、信用コストは増大する。一方、回帰結果(2)のトランザクションレンディングの推定結果をみると、リレーションシップレンディングとトランザクションレンディングの明らかな違いとして、個人保証の有無(Pergua)の係数がトランザクションレンディングの方がリレーションシップレンディングよりも大きく、高い信用コストが必要になることが示唆される。なお、担保に関しては統計的な有意性がなく、ほぼゼロであることから、信用コストへの影響はほとんどないと考えられる。

これらの結果から、融資形態によって個人保証の役割は異なると考えられ、特にトランザクションレンディングと比較して、リレーションシップレンディングの方が個人保証が使用される可能性は低いことが示唆される。また、担保で十分に保全が来ている場合には、個人保証の利用可能性は低下する。中小企業の銀行融資において、個人保証はローンプレミアムに影響を与えており、その結果として銀行の融資における企業行動にも影響を与える可能性がある。

3.3.5 British Business Bank (2019)³⁸

本資料は学術論文ではないため、参考資料としての扱うこととする。

British Business Bank(以下 BBB)が運営する Enterprise Finance Guarantee プログラム

³⁸ British Business Bank, “Enterprise Finance Guarantee”, <https://www.british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2019/04/190401-EFG-Request-for-Proposal-Final.pdf>, last visited Feb. 20, 2023

ム(以下 EFG)は、2009 年に当時の金融危機を受けて英国政府によって導入されたもので、十分な担保がない中小企業の資金調達の改善に焦点を当てた英国政府による主要な融資保証制度である。プログラム開始以来、英国内の 3 万社以上の中小企業に対して 32 億ポンドを超える融資が行われており、現在では年間 2~3 億ポンドの融資が実行されており、40 社以上の金融機関のパートナーを通じて市場に資金を供給している。パートナーとして、主要な市中銀行の他、小規模な金融機関、アセットファイナンスプロバイダー、インボイスファイナンス(売掛金担保融資)プロバイダー、コミュニティ金融機関等が含まれる。2015 年、BBB は EFG レビューを行い、借り手や貸し手、その他の関係者との対話を通じて EFG を評価している。2016 年に公表されたレビュー結果によると、EFG は顧客・パートナーから高く評価されており、担保が十分でない中小企業も必要な融資が受けられていることが明らかとなっている。

EFG は、政府と中小企業向け融資の貸し手との間のパートナーシップであり、この制度によって中小企業が実行可能と思われる資金計画を策定し、その返済が期待できる場合、担保が不十分であったとしても貸し手に支援する意思があれば、融資を利用することができる。EFG の対象となる中小企業は以下のとおりである(表 3-23)。

表 3-23 英国における EFG プログラムにおける融資

項目	記載内容
融資基準	事業が実行可能であり、融資が全額返済が可能であるものの、貸し手の融資基準を満たす十分な担保がないと判断された場合に利用可能
資金の貸し手	主要市中銀行や小規模な金融機関、アセットファイナンスプロバイダー、インボイスファイナンス(売掛金担保融資)プロバイダー、コミュニティ金融機関、等
融資額	1,000 ポンドから 100 万ポンドまで
保証料	借り手は政府に対して年間 2%の保証料を支払う
保証割合	政府は貸し手に融資実行額の 75%に対して保証を提供する
利用可能期間	3 か月から 10 年までで、当座貸越は最長 2 年まで インボイスファイナンス(売掛金担保融資)は最長 3 年まで

出所)BBB (2019)より三菱総合研究所作成

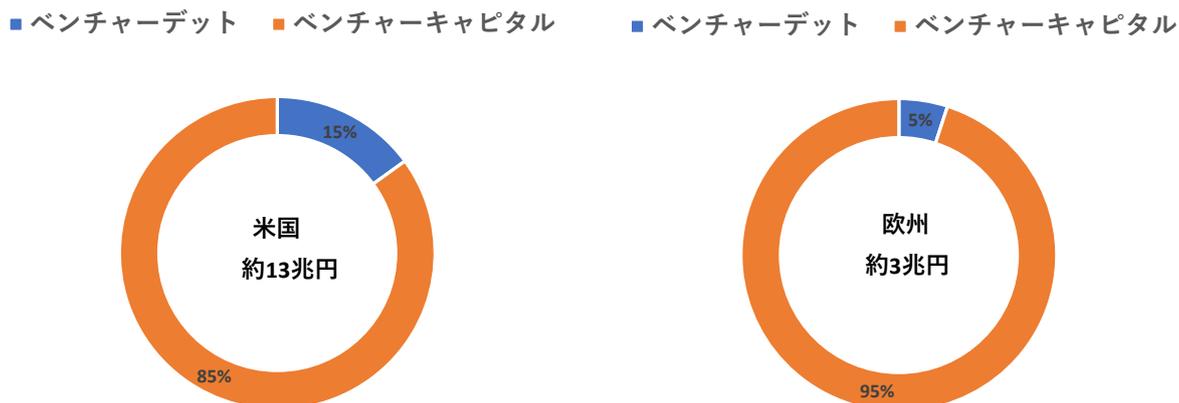
4. スタートアップによるデット・ファイナンスの活用促進に向けた課題の分析

これまでの調査結果等を鑑み、スタートアップによるデット・ファイナンスの活用がどのような状況やタイミングで有効となるかを検討する。

4.1 スタートアップに対するデット・ファイナンスの潮流

新しい企業の創出においてスタートアップ・エコシステムというアプローチが注目されており、スタートアップだけでなく、スタートアップを取り巻く投資家や金融機関、大学、政府といったステークホルダーによる支援が必要不可欠であると考えられている。先行研究の調査から、性別や人種、年齢等を問わない多様な起業家の創出や出口戦略を持った起業家の育成、ファンドや仲介機関を始めとする金融機関の発達が必要であることがわかったが、それ以外にも Stam (2018)³⁹はスタートアップ・エコシステムが様々な要素から構成されており、そのうちの1つが「ファイナンス」であるとしている。

2018年の欧米におけるベンチャーファイナンスの市場規模をみると、欧州では約3兆円となっている一方、米国では約13兆円と、約4倍程度の開きがあることがわかる(図4-1)。



出所)野村資本市場研究除資料⁴⁰より三菱総合研究所作成(1ユーロ146.53円換算)

図4-1 2018年における欧米のベンチャーファイナンスの市場規模

直近のデータをみると、米国での2020年1月から10月までのベンチャーデットの融資総額は約1兆8,700億円に上り、年間ではほぼ確実に2兆円を突破する見込みで、翌年2021年においても4年連続で2兆円以上に達すると予測されている。ここまでベンチャーデットが伸びている理由として、低金利やベンチャー・エクイティの大型化(100億円以上のメガ調達)、コロナの感染拡大等が考えられている⁴¹。一方で、日本のベンチャーデット市場に関する正確な統計データは出されていないものの、100億

³⁹ Stam, E., “Measuring entrepreneurial ecosystems”, Entrepreneurial ecosystems: Place-based transformations and transitions, 2018, p.173-197.

⁴⁰ 加藤貴大・神山哲也(野村資本市場研究所)、「欧州の企業成長支援策とベンチャーデットー欧州投資銀行の取り組みを中心に」、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2021/2021aut10.pdf>、2023年2月15日最終閲覧

⁴¹ 川口洋二(Delta Pacific Partners)、「シリコンバレー・レポート ベンチャーの資金調達の多様化」、

円にも満たないのではないかと推測する見方もある⁴²。表 4-1 は、米国のシリコンバレーにおけるベンチャーデットとベンチャーキャピタルを比較したものである。

表 4-1 シリコンバレーにおけるベンチャーデットとベンチャーキャピタル比較

項目	ベンチャーキャピタル	ベンチャーデット
リターン	金融機関のリターンの80%は、約20%の出資先のIPOや買収によるもの(パレートの法則)	新株予約権が付くケースもあるものの、基本的には融資であることから、定期償還される。ベンチャーキャピタル程リターンは高くない
期間	5～8年程の期間を想定することが多い	15～18ヶ月程の期間を想定している
金額	約1,900万ドル(2021年の米国全体のベンチャーキャピタル投資額と件数から推定) ⁴³	直前ラウンドでベンチャーキャピタルから調達した額の20～35%となることが一般的
目的	長期目線で会社の成長につながるような支援を行う(戦略策定や人材採用、営業支援、広報支援、資金調達支援等)	短期目線であり、とにかく会社が潰れないような観点を重視する

出所)CBINSIGHTS⁴⁴より三菱総合研究所作成

また、欧米におけるベンチャーデットに着目すると、企業の成長ステージを問わない利用例が増えている。これは、ベンチャーデットの中にも、タームローン(融資期間が中長期の貸付)、レバニューベースドファイナンス(企業の将来の売上の一部を債権として譲渡するスキーム、以下 RBF)、エクイップメント・ファイナンス(設備投資に限定した融資やリース)といった、様々なファイナンス形態が登場してきたことと関連しており、一例として、シードステージで転換社債を発行するケースや、レイターステージで新株予約権付き融資を実施するケースもみられる。また、RBFとは、将来の売上のうち一定額をロイヤリティとする返済契約を結び資金調達を行う手法であり、資金調達方法の1つとして注目され始めている(表 4-2)。

表 4-2 RBFによる資金調達の特徴

項目	内容
償還方法	将来の売上を返済原資とする資金調達方法。コストはベンチャーキャピタルとベンチャーデットの間程度とされており、ベンチャーキャピタルからの資金調達よりもコストを抑えつつ、ベンチャーデットよりも機動的な資金調達が実

https://www.kiraboshi-consul.co.jp/assets/pdf/pages/top/silicon_valley_report_vol2.pdf、2023年2月15日最終閲覧

⁴² Siiibo、「アメリカの事例から学ぶ、ベンチャーデットの市場規模や利用企業の広がりとは?」、<https://siiibo.com/articles/venturedebt-us>、2023年2月15日最終閲覧

⁴³ REUTERS、「米国のVC投資、21年は過去最高の3300億ドル?」、<https://jp.reuters.com/article/venture-capital-deals-idJPKBN2J00M3>、last visited February. 16, 2023)

⁴⁴ CB INSIGHTS, "What is Venture Debt?", <https://www.cbinsights.com/research/report/what-is-venture-debt>, last visited February. 15, 2023

	現可能であるとしている。
償還方法	毎月の売上の数パーセントを償還に充てる。
通常の融資との違い	売上が少ないときは返済額も少なくなり、コロナ禍のような予期せぬ売上減にも対応することができるため、通常の融資のように、売上が激減してしまったときのデフォルトを回避することができる。

出所)DeltaPacificPartners 資料⁴⁵より三菱総合研究所作成

4.2 スタートアップからの情報開示

Berger and Udell (1998)や本庄(2015)は、企業規模と企業年齢によって最適な資金調達構造が変化すること(資金調達成長サイクル)を示している。スタートアップに対するアンケート調査においても、デット・ファイナンス活用における課題として、成長ステージや売上規模によっては、資金の出し手の選択肢が限定的になっていることや、資金調達のしやすさ、融資条件面で差異があることが確認できた。主に、売上規模が小さいスタートアップや初期の企業ステージにおいて、デット・ファイナンスによる資金調達の選択肢が限定的となっている傾向が確認できた。具体的には、シードステージやアーリーステージにおいて、検討できる資金調達先が少なく、金融機関等の審査通過に懸念を感じている割合も高い。

特に、アーリーステージの企業はデット・ファイナンスを活用できなかった経験がある割合が高く、初期の成長ステージにおいて活用に向けた課題が大きいことが確認できた。また、アーリーステージでは、デット・ファイナンスを利用できなかった割合が高く、また「無担保・無保証の借入余地がない」と回答する割合が高かった。活用できなかった理由として、「融資の限度額に達しているため」、「経営者保証に抵抗があるため」という回答に加えて、「事業性評価に対して貸し手が将来性を理解できていない」という回答割合が高かった。スタートアップの事業の将来性を加味した審査体制作りや担保の正当性の明確化を求める意見などが確認できた。

一方、金融機関へのインタビュー調査によると、スタートアップが金融機関に対して事業内容等を上手く説明できないケースが存在するとの意見が挙がっている。研究開発志向のスタートアップの場合は外部に情報を開示するリスクが高いことも想定されるが、そうではないスタートアップでも金融機関に対して十分な説明がなされない状態で事業計画が急に変更されているケースが存在する等、スタートアップと金融機関とのコミュニケーションに課題があることが確認された。スタートアップの経営者や CFO は、エクイティ・ファイナンスに対する知見はあるものの、銀行取引に不慣れなケースが多い。例えば、デット・ファイナンスの金利水準等に対する理解が不足しており、交渉の中で金融機関と意見が対立する場面があるとの意見が挙がった。塩澤(2000)も、スタートアップが自発的に情報を開示しようとするインセンティブを与えるメカニズムが必要であるとし、スタートアップの情報を収集する社会的インフラストラクチャーを整備することで、優良な中小企業やスタートアップの逆選抜を避けることや、金融機関の

⁴⁵ 川口洋二(Delta Pacific Partners)、「シリコンバレー・レポート「ベンチャーの資金調達の多様化」、https://www.kiraboshi-consul.co.jp/assets/pdf/pages/top/silicon_valley_report_vol2.pdf、2023年2月15日最終閲覧

審査費用の低下を通じたビジネス拡大に寄与することを示している。金融機関としてスタートアップに対する理解を深めると同時に、スタートアップ側も金融機関やデット・ファイナンスについて理解を深めていく必要があるだろう。

4.3 金融機関におけるベンチャーデットの審査

スタートアップからの情報開示とも関連するが、スタートアップに対するアンケート調査によると、全てのステージで審査の迅速化や簡素化が期待されており、金融機関には事業や事業環境を理解した上で、事業の将来性に対する評価や事業環境に応じた柔軟な対応を求める意見が確認できた。

金融機関へのインタビュー調査では、ベンチャーデットの対象となるスタートアップの業種には一定の傾向がみられた。特に、売上が予測しやすく、比較的容易に事業性を評価できる SaaS・ソフトウェア関連企業が多い一方、研究開発志向の強いスタートアップは不確実性が高く、担保となるような資産価値を持たないことも多いため、リスクが高く、エクイティ・ファイナンスが馴染むと考えられ、ベンチャーデットの提供は進んでいないことがわかった。また、ベンチャーデットにこれから取り組もうとしている金融機関へのインタビューの中では、従来の中小企業向け融資と同じ審査目線で審査してしまうと、一般的なスタートアップは自己査定上の要注意先以下に分類されてしまい、現在の審査基準のままでは融資が難しいとの意見が多く上がった。こうした課題を解決するためには、足許の返済可能性を重視したデット・ファイナンスの目線ではなく、事業の将来性を考慮したエクイティ・ファイナンスよりの視点で審査することができる人材を育成することが必要となる。グループ内のベンチャーキャピタルへの育成出向や外部ファンドへの LP 出資を通じた人材交流等に取り組む金融機関もみられた。加えて、金融機関単体でスタートアップに対してデット・ファイナンスを提供することが難しいとの意見も多く、その場合にはベンチャーデット提供事業者との連携、金融機関間で連携する仕組みの構築、協調融資の形成等が重要であることが確認できた。

4.4 ベンチャーデット市場の形成

スタートアップ向けのデット・ファイナンスの市場はこれから発展することが期待されているが、現在は金融機関毎に手探りでデット・ファイナンスを提供し始めているといった状況である。

現在のスタートアップに対するデット・ファイナンス提供は、ミドルステージからレイターステージ向けが多く、シードステージについては政府系金融機関の創業支援融資等、立上げサポートを行うケースは存在するものの、アーリーステージにおける資金の出し手は限定的である。Andrieu et al. (2021)は、スタートアップの創業期において、デット・ファイナンスが企業の成長を促進することを明らかにし、デット・ファイナンスとデフォルトリスクの関係について、創業当初はデット・ファイナンスがデフォルトリスクを低下させることを示している。しかし、スタートアップに対するアンケート調査では、アーリーステージにおいてデット・ファイナンスが利用可能であったものの、条件面が悪く、活用に至らなかったケースが存在する可能性が確認できた。加えて、アーリーステージでは、デット・ファイナンス活用による効果として、「借入金返済のため早期に利益を出す必要があったため、大きなチャレンジはしにくかった」、「希望した金額が調達できず、当初の予定よりも小規模な取り組みしかできなかった」という回答した割合が高かった。また、無担保・無保証の融資や融資枠の拡大を求める意見も確認できた。

さらに、事業拡大や出口戦略を見据えてデット・ファイナンスが増加してくるミドルステージもしくはレイターステージにおいては、長期の融資枠設定や低金利といった条件面の改善への要望が伺えた。

今後適切なベンチャーデット市場を形成するためにも、事業としての採算性の観点から、組織体制の整備や人材育成が必要であるとの意見が金融機関から挙げられた。業界として知見やスキルが乏しい状態でスタートアップ向けのデット・ファイナンスを促進した場合、スタートアップのデフォルトリスクが高まったときに「スタートアップ向けのデット・ファイナンスは危険なものである」と認識されてしまい、市場が縮小してしまうことを危惧しているといった意見も挙げられた。

4.5 パルソナの明確化

4.5.1 スタートアップのデット・ファイナンスに関するニーズ

企業の成長ステージが進むにつれて、デット・ファイナンスの活用実績が増え、特に、ミドルステージ以降で調達金額や累積額に占めるデット・ファイナンスの割合が高まる傾向にあることがアンケート調査から確認できた。短期資金の資金使途として、運転資金や人件費、人材獲得費、マーケティング・広告宣伝費等のニーズがあり、長期資金の資金使途として、M&A や設備投資等に活用されていることがわかった。

スタートアップがデット・ファイナンスを活用する理由は、成長ステージに限らず、株式の希薄化防止やエクイティまでの繋ぎ資金としてのニーズが大きく、今回のアンケート調査の結果でも、IPO を目指す成長志向のスタートアップで「希薄化を懸念しデット・ファイナンスを利用した」という回答が多く挙げられた。

4.5.2 スタートアップに対するデット・ファイナンスに関する課題

現在のスタートアップに対するデット・ファイナンスの提供は、ミドルステージからレイターステージが多く、通常の銀行融資の枠組みでスタートアップを支援し、対象エリアの地場企業や地域の社会課題解決を担う企業に対する融資を行っている。シードステージについては、政府系金融機関の創業融資により、立上げサポートを行うケースが存在する。アーリーステージの企業に対しては、一部の金融機関や独立系デットファンドが新株予約権付融資等のベンチャーデット商品を提供してアプローチしているものの、資金の出し手は限定的である。アンケート調査からも、アーリーステージにおけるスタートアップに対するデット・ファイナンスの出し手や条件、金額等の選択肢が限定的である傾向が確認できた。

業種は事業性評価の容易さから、SaaS・ソフトウェア関連企業が多い傾向にあり、ディープテック関連企業に対する融資は進んでおらず、業種に偏りが生じている。ディープテック関連企業については、ベンチャーキャピタル等のエクイティ投資家と連携・棲み分けが行われていることがわかった。

金融機関へのインタビュー調査の結果から、金融機関や事業者単体でスタートアップに対してデット・ファイナンスを提供することが難しいとの意見が多く、ベンチャーデット提供事業者や金融機関同士の連携の強化、協調融資の形成が重要であることが確認できた。スタートアップに対するデット・ファイナンスの活用実績は拡大しつつあるものの、適切なマーケットを形成するためには、事業採算性の観点から体制整備や人材育成が必要であるとの意見が挙げられた。スタートアップ向けのアンケート調査においても、金融機関の審査基準の明確化や、金融機関がスタートアップの事業や将来性を理解していないことが

デット・ファイナンスを利用できなかった理由に挙げている回答の割合が高く、スタートアップに対するデット・ファイナンスを提供できる組織体制の構築と人材育成が重要な課題となる。

金融機関向けのインタビュー結果では、業界として知見・スキルが乏しい状態で、スタートアップに対するデット・ファイナンスを促進させた結果、デフォルトリスクが高まり、デット・ファイナンスが危険なものと認識され、マーケットが縮小してしまうことを危惧しているといった意見も挙がっており、政府に対して、持続性のある形でスタートアップに対するデット・ファイナンスを実行できる環境整備や情報発信を要望する声が挙がった。

4.5.3 スタートアップのデット・ファイナンスの活用促進に関する対応策

スタートアップに対するデット・ファイナンスの役割として、エクイティ・ファイナンスからシームレスに企業を支援していくことが重要であり、金融機関単体でそうした支援が困難な場合は、グループ内のベンチャーキャピタル等に繋ぐことや協調融資、ベンチャーデット提供事業者との連携が肝要である。

多くの金融機関では、スタートアップ特有の定性評価、非財務指標および KPI、バリュエーション等に基づく審査体制の整備が求められるが、金融機関単体ではそういった体制整備に時間を要することがわかった。エクイティ投資家目線での審査・評価を行える人材育成のため、グループ内外のベンチャーキャピタルへの出向、人事交流の活発化により、エクイティ投資のリテラシーやベンチャーデットのノウハウ獲得を進める必要がある。また、通常の融資審査とは異なる審査基準や審査体系の構築が金融機関側には求められる。

政府施策に対する意見として、「ディープテックベンチャーへの民間融資に対する債務保証制度」が有効な施策であったとの評価が多く、同様の債務保証制度の拡充や政府によるベンチャーデットファンドへの出資、スタートアップの倒産後にデット・ファイナンスの回収性を担保するセーフティーネット機能の整備を求める意見が多いことがわかった。金融機関間連携の推進やスタートアップに対するデット・ファイナンス提供プレイヤーの増加に繋げ、中長期的なベンチャーデットのマーケットを形成できるよう、リスク・リターンを理解が進むような情報発信も重要となる。

5. 「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営及び「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイダンス」の調査・取りまとめ

本章では、本事業のうち「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営及び「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイダンス」の調査・取りまとめについて記載する。

5.1 中小企業のガバナンスに関する調査

中小企業がエクイティ・ファイナンスを活用する場面で求められるガバナンスについて、先行研究や調査、統計その他の資料について収集を行い、ガバナンスの理念・手法を調査した。具体的には、デスクリサーチによる文献調査と中小企業へのインターネット調査を実施した。

5.1.1 文献調査

ここでは、中小企業がエクイティ・ファイナンスを活用する場面で求められるガバナンスに関して、デスクリサーチした文献の概要を記載する。後述する「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイダンス」では、本調査で明らかとなった中小企業が備えるべきガバナンスを「①戦略的な経営」「②持続的な成長を支えるための仕組み」「③信頼関係構築」の3項目に分類している。

表 5-1 調査した文献一覧

No.	ガバナンス の分類			文献	概要
	①	②	③		
1	○	○	○	コーポレートガバナンス・コード ⁴⁶	実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたもの。これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。
2	○	○	○	伊藤レポート ⁴⁷	日本経済を継続的な成長軌道に乗せていくため、ミクロの企業レベルでの競争力を強化して企業が「稼ぐ力」を高め、持続的に価値を生み出し続けることと併せて、長期的な投資からリターンを得られる仕組み、すなわち経済の「インベストメント・チェーン」の全体最適化を図っていく必要があり、企業経営者や投資家、市場関係者、学識経験者等が集まり、議論した内容をまとめたもの。
3	○	○	○	新規上場ガイドブック(グロース市場編) ⁴⁸	投資者保護の観点から、上場にあたって上場申請会社が一定の適格性(上場適格性)を有していることが求められ、上場審査に関する基準に従って審査が行われる。上場を検討している企業や、IPO 関係者を対象に、取引所の上

⁴⁶ 株式会社東京証券取引所、「コーポレートガバナンス・コード」、<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000005ln9r-att/nlsgeu000005lne9.pdf>、2023年3月17日最終閲覧

⁴⁷ 経済産業省、「持続的な成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～プロジェクト(伊藤レポート)」、https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikei/pdf/itoreport.pdf、2023年3月17日最終閲覧

⁴⁸ 株式会社東京証券取引所、「新規上場ガイドブック(グロース市場編)」、<https://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide-new/nlsgeu000005p64a-att/nlsgeu000005pjil.pdf>、2023年3月17日最終閲覧

					場審査の考え方や手続きを解説している。
4	○	○	○	中小企業者のためのエクイティ・ファイナンスの基礎情報 ⁴⁹	中小企業者がエクイティ・ファイナンスを活用する際に必要な情報をまとめたもの。エクイティ・ファイナンスに関する知識や経験に乏しい者を想定しており、資金の受け手となる中小企業者はもちろん、金融機関等が中小企業者にエクイティに関する説明をする際や、自らが出資者になる場合にも利用できるとしている。
5	○	○	○	Corporate Governance for Startups & Scale-Ups ⁵⁰	企業の成長ステージ(シード・アーリー・ミドル・レイター)別に、スタートアップに期待されるガバナンスの特徴と実践するためのステップをまとめたもの。
6	○	○	○	SME Governance Guidebook ⁵¹	中小企業の起業家とその投資家が、企業の持続的な成長のため、高度にガバナンスの改善計画を策定することを支援することを目的としたガイドブック。企業の成長ステージ別に記載されており、期待されるガバナンスが 5 項目(文化と良いガバナンスへのコミットメント、意思決定と戦略的監督、リスクガバナンスと内部統制、情報開示と透明性、オーナーシップ)に分類されている。
7	○	○	○	The Landscape of Startup Corporate Governance in the Founder-Friendly Era ⁵²	スタートアップのガバナンスに関する実証研究の 1 つ。ベンチャーキャピタルが出資先の取締役会のメンバー構成や役割について影響を与えること等が議論されている。
8	○	○		企業経営理論 ⁵³	企業経営理論の全体感を示したテキスト。企業戦略をフロー図で示し、様々な経営学のフレームワークが企業のどのフェーズで有用かを解説しているもの。
9	○	○		経営デザインシート ⁵⁴	これからの経営(ビジネス)をデザイン(構想)するためのツール(フレームワーク)であり、経営者の頭の中にある将来のビジネスの構想を整理し、見える化するもの。経営デザインシートには、三種類のひな形(全社シート、事業シート、事業が一つの企業用シート)が用意されているが、いずれも同様の 4 つのステップで考えていくことができるようまとめられている。
10	○	○		ローカルベンチマーク ⁵⁵	「財務分析」と「非財務」の両面から企業の健康診断を行っており、特に「非財務」のパートでは①業務フロー、②商流、③4 つの視点から、企業の経営状況を把握し、強みや課題の発見、課題を解決するための対応策の策定につなげている。

⁴⁹ 中小企業庁、「中小企業者のためのエクイティ・ファイナンスの基礎情報」、

<https://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/shikinguri/equityfinance/index.html>、2023 年 3 月 17 日最終閲覧

⁵⁰ Instituto Brasileiro de Governanca Corporativa, "Corporate Governance for Startups & Scale-Ups", <https://idbinvest.org/sites/default/files/2021-04/IBGC%20Segmentos%20-%20Corporate%20Governance%20for%20Startups%20%26%20Scale-Ups.pdf>, last visited March 17, 2023

⁵¹ International Finance Corporation, "SME GOVERNANCE GUIDEBOOK",

<https://www.smefinanceforum.org/sites/default/files/IFC%2BSME%2BFINAL%2BSpt%2B18-2019.pdf>, last visited March 17, 2023

⁵² Jennifer S. Fan, "The Landscape of Startup Corporate Governance in the Founder-Friendly Era",

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4101537, last visited March 17, 2023

⁵³ 日本マンパワー、「企業経営理論、概説」、

https://www.nipponmanpower.co.jp/ps/choose/info/books/data_files/044_978-4-8220-0247-3.pdf、2023 年 3 月 17 日最終閲覧

⁵⁴ 内閣府、「経営をデザインする(知財のビジネス価値評価)」、

https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/keiei_design/index.html、2023 年 3 月 17 日最終閲覧

⁵⁵ 経済産業省、「ローカルベンチマーク」、

https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/locaben/、2023 年 3 月 17 日最終閲覧

11	○	○	COBIT 2019 ⁵⁶	IT ガバナンスの成熟度を測るフレームワークであり、ガバナンスには評価・方向付け・モニタリングを行う 5 つの監督目標、マネジメントには、14 の計画、11 の構築、6 つの運用、4 つのモニタリングに関するマネジメント目標があるとしている。
12	○	○	システム管理基準 ⁵⁷	経済・社会において必要不可欠な情報システムに想定されるリスクを適切にコントロール・運用するための手段のひとつであるシステム監査制度について、システム監査人の判断の尺度を規定している。
13	○	○	中堅・中小企業等向け「デジタルガバナンス・コード」実践の手引き ⁵⁸	DX の推進に取り組む中堅・中小企業等の経営者や、これらの企業の支援に取り組む支援機関の参考となるよう、中堅・中小企業等が DX の推進に取り組む際に求められること等について事例を交えて解説している。
14	○		パーパスを踏まえた経営戦略を実現する上でのガバナンスの論点 ⁵⁹	経営戦略におけるガバナンスの重要性、実効的なグループガバナンス体制設計における論点・留意事項について概観を示している。
15	○		中小企業の人材確保・育成 10 カ条～企業成長の源泉は人材にあり～ ⁶⁰	中小企業を例にとり「人材こそ最大の経営資源(財産)」との原点に立ち帰り、人材の確保・育成および評価・処遇や企業風土や組織構造といった観点から経営者に取り組む上で重要と思われるポイントを 10 カ条にまとめたもの。
16	○		How Companies Can Improve Employee Engagement Right Now ⁶¹	経営者は、従業員のエンゲージメントを高めるための積極的な対策を講じなければ労働力を失うリスクがあり、またエンゲージメントの高い従業員はパフォーマンスが高く、燃え尽き症候群の経験も少なく、組織に長く在籍することが知られている。本文献は、従業員のエンゲージメントを高めるために活用できるチェックリストを提供している。
17	○		ファミリービジネスにおける従業員の満足度 ⁶²	中小企業、ファミリービジネスにおける従業員の満足度について、技術者の技能が企業の業績に反映されやすい業種3社の全従業員を対象にアンケート調査を実施、分析している。
18	○		経営ハンドブック(社長と従業員の関係構築) ⁶³	従業員と良い関係を築くためのコツとして「まずは話を聞く」「自身の感情を表に出さない」「ベキ論を捨てて接する」の 3 点にまとめ解説している。
19	○		Employment relations in SMEs ⁶⁴	従業員関係の問題への対処の一貫性・公平性や、従業員の行動に影響を与え改善できるプロセス、紛争を解決するためのメカニズムを 12 の観点で整理している。
20	○		The Employee Relations Framework ⁶⁵	雇用関係の管理・維持や給与、雇用条件など、非常に複雑なテーマである従業員と雇用の関係について、一般的な枠組みで整理し、紹介している。

⁵⁶ ISACA, "COBIT", <https://www.isaca.org/resources/cobit>, last visited March 17, 2023

⁵⁷ 経済産業省、「システム監査基準」及び「システム管理基準」の改訂について、<https://www.meti.go.jp/policy/netsecurity/sys-kansa/h30kaitei.html>, 2023 年 3 月 17 日最終閲覧

⁵⁸ 経済産業省、「中堅・中小企業等向け「デジタルガバナンス・コード」実践の手引き、https://www.meti.go.jp/policy/it_policy/investment/dx-chushoguidebook/contents.html, 2023 年 3 月 17 日最終閲覧

⁵⁹ EY、「パーパスを踏まえた経営戦略を実現する上でのガバナンスの論点」、https://www.ey.com/ja_jp/library/info-sensor/2021/info-sensor-2021-06-08, 2023 年 3 月 17 日最終閲覧

⁶⁰ 東京商工会議所、「中小企業の人材確保・育成 10 カ条～企業成長の源泉は人材にあり～」、<https://www.tokyo-cci.or.jp/survey/training/file/10kajou.pdf>, 2023 年 3 月 17 日最終閲覧

⁶¹ Daniel Stein, Nick Hobson, Jon M. Jachimowicz and Ashley Whillans, "How Companies Can Improve Employee Engagement Right Now", <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=61347>, last visited March 17, 2023

⁶² 田尻さや香、「ファミリービジネスにおける従業員の満足度」、https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/study200603_02.pdf, 2023 年 3 月 17 日最終閲覧

⁶³ 独立行政法人中小基盤整備機構、「経営ハンドブック、社長と従業員の関係構築」、https://j-net21.smrj.go.jp/handbook/hr/internal_comm.html, 2023 年 3 月 17 日最終閲覧

⁶⁴ Adrian Wilkinson, "Employment relations in SMEs", https://www.researchgate.net/publication/29464813_Employment_relations_in_SMEs, last visited March 17, 2023

⁶⁵ Dicky Lawrence, "The Employee Relations Framework Learning outcoms",

21	○		知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン ⁶⁶	2021年6月にコーポレートガバナンス・コードが改訂されたことを踏まえて、企業がどのような形で知財・無形資産の投資・活用戦略の開示やガバナンスの構築に取り組み、投資家や金融機関から適切に評価されるかについて分かりやすく記載している。
22	○		知的財産取引に関するガイドライン ⁶⁷	知財における取引の問題事例の整理を行うとともに、今後同様の事例が起こることを防ぎ、また、知財取引における企業間の共存共栄を図るうえで必要な考え方が記されている。
23	○		中小企業のための知的財産経営マニュアル ⁶⁸	中小企業の成長・発展の原動力(価値の源泉)である「知財」を明確に認識し、それらを意図的に活用していくことで持続的な成長を目指す「知的資産経営」について、「知識編」、「実践編」、「モデル企業事例編」、「巻末」の4部構成でまとめている。
24	○		中小企業経営者のための知的財産戦略マニュアル ⁶⁹	経営の中に知財の戦略を組み入れ、企業を成長させていくことが不可欠であるという観点から、知財をどう創り、保護、活用し、経営に結び付けていけば良いのかについて分かりやすくまとめたもの。
25	○		中小企業等知財支援施策検討分析事業「中小企業の知的財産活動に関する基本調査」報告書 ⁷⁰	地域・中小企業における今後の知財活動の普及と支援を促進するため、現在の中小企業の知財活動について十分な情報を把握するとともに、中小企業の知財活動にかかる行動を分析し、支援施策の検討へとつなげていくことが重要視されている。本報告書は、中小企業の知財活動について調査・分析を行い、その現状及び課題をまとめたものである。
26	○		株式新規上場(IPO)のための事前準備ガイドブック ⁷¹	IPOを目指す企業が会計監査を受ける前に準備すべきポイントなどを整理したガイドブック。IPOまでのスケジュールと各段階において対応すべきポイントの理解促進や、決算体制の整備に向けた大切なポイントの理解促進、上場申請のための監査契約締結についての理解促進を目的としている。
27	○		スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針 ⁷²	大企業とスタートアップの連携において、大企業との共同研究で特許権が大企業に独占されたり、周辺の特許を大企業に囲い込まれたりするといった偏った契約実態が指摘されている。本指針は、事業連携や出資によるイノベーションを成功させるため、スタートアップと連携事業者や出資者との間であるべき契約の姿・考え方を示している。
28	○		中小企業の情報セキュリティ対策ガイドライン ⁷³	中小企業にとって重要な情報を漏えい、改ざん、消失などの脅威から保護するための情報セキュリティ対策の考え方や、それらを段階的に実現するための方策を紹介し、情報を安全に管理することの重要性について説明している。
29		○	コーポレートガバナンスと	中小企業は所有と経営が未分離であり、エージェンシー問題が起きず意思決

<https://nscpolteksby.ac.id/ebook/files/Ebook/Business%20Administration/ARMSTRONGS%20HANDBOOK%20OF%20HUMAN%20RESOURCE%20MANAGEMENT%20PRACTICE/54%20-%20The%20Employee%20Relations%20Framework.pdf>, last visited March 17, 2023

⁶⁶ 内閣府、「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン」、

https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/tousi_kentokai/governance_guideline/pdf/shiryou_1.pdf、2023年3月17日最終閲覧

⁶⁷ 中小企業庁、「知的財産取引に関するガイドライン」、

https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/torihiki/chizai_guideline/guideline01.pdf、2023年3月17日最終閲覧

⁶⁸ 経済産業省、「中小企業のための知的資産経営マニュアル」、

https://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/guideline/list6.html、2023年3月17日最終閲覧

⁶⁹ 経済産業省、「中小企業のための知的財産経営マニュアル」、[https://www.tokyo-](https://www.tokyo-kosha.or.jp/chizai/manual/senryaku/rmpal000001vypy-att/senryaku_all.pdf)

[kosha.or.jp/chizai/manual/senryaku/rmpal000001vypy-att/senryaku_all.pdf](https://www.tokyo-kosha.or.jp/chizai/manual/senryaku/rmpal000001vypy-att/senryaku_all.pdf)、2023年3月17日最終閲覧

⁷⁰ 特許庁、「中小企業の知的財産活動に関する基本調査」報告書、https://www.jpo.go.jp/resources/report/chiiki-chusho/document/report_chusho_chizai/honpen_zentai.pdf、2023年3月17日最終閲覧

⁷¹ 日本公認会計士協会、「株式新規上場(IPO)のための事前準備ガイドブック」、

<https://jicpa.or.jp/news/information/IPO-Guidebook.pdf>、2023年3月17日最終閲覧

⁷² 公正取引委員会、「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」、

<https://www.jftc.go.jp/dk/guideline/unyoukijun/startup.html>、2023年3月17日最終閲覧

⁷³ 情報処理推進機構、「中小企業の情報セキュリティ対策ガイドライン」、

<https://www.ipa.go.jp/files/000055520.pdf>、2023年3月17日最終閲覧

			中小企業—中小企業の生産性向上を促す「攻めのガバナンス」 ⁷⁴	定が迅速である一方、リスク耐性の低さ、株主のモニタリングが自己監査になること、情報開示に対する認識の低さを問題点として挙げている。中小企業特有のガバナンスの仕組みとして、簡素で選択肢の多い会社機関、サプライチェーンの下流からの監督、本家・分家間の相互牽制、婿養子への事業承継等があるとしている。
30		○	同族企業のコーポレート・ガバナンスに関する考察～同族系上場・非上場企業の破綻事例を通じて ⁷⁵	上場・非上場を問わず、実効性のある真のコーポレート・ガバナンスを確立するために何が重要であるかについて、著者が破綻前から内容を把握していた2つの同族企業の破綻事例を通じて論じている。
31		○	ディスクロージャーのコストとベネフィット ⁷⁶	日本における強制的なディスクロージャーは急速に進んでいる一方、会計情報(利益・純資産)の有用性は低下傾向にあり、ディスクロージャー実務に伴う企業の負担感が増している。本文献は、日本のディスクロージャーの水準が最適であるのか、ディスクロージャーをめぐる規制の改革に問題がないのか等について、理論、実務両面からこの問題を検討している。
32		○	Startup Governance ⁷⁷	スタートアップには、創業者や投資家、経営者、従業員の間に垂直的・水平的な対立構造が存在しており、会社が成熟して、様々な利益や主張を持つ参加者の数が増えるにつれて、増大する傾向にある。本稿は、スタートアップのライフサイクルにおけるガバナンスに関する独自のフレームワークを提供している。
33		○	Building Bank Relationships ⁷⁸	中小企業の経営者にとって、銀行との関係性を強化し、資金調達や財務アドバイスを受けることは非常に有用である。本文献は、中小企業の経営者が、銀行の担当者と関係を構築し、維持、強化していくために必要な事項をまとめている。

出所)各文献より三菱総合研究所作成

5.1.2 中小企業に対するインターネット調査

ここでは、中小企業を対象に実施したエクイティ・ファイナンス活用にあたってのガバナンスに関するインターネット調査について記載する。本インターネット調査結果の一部を、後述する「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイド」にて「中小企業へのアンケート」として記載している。

(1) インターネット調査の概要

一般に、エクイティ・ファイナンスを活用して外部株主を受け入れた場合、事業に必要な資金を調達できるだけでなく、外部株主から経営や事業に関する様々なサポートが得られ、企業のガバナンスについても構築・強化が期待される。そこで、本調査では、エクイティ・ファイナンス活用によって企業のガバナンスが強化される場面について、中小企業に対するインターネット調査を実施した。

エクイティ・ファイナンスによる中小企業のガバナンス強化の実態を調査するという主旨を踏まえて、表 5-2

⁷⁴ 藤野洋、「コーポレートガバナンスと中小企業—中小企業の生産性向上を促す「攻めのガバナンス」—」、https://www.shokosoken.or.jp/shokokinyuu/2017/12/201712_4.pdf、2023年3月17日最終閲覧

⁷⁵ 枝村圭一郎、「同族企業のコーポレート・ガバナンスに関する考察～同族系上場・非上場企業の破綻事例を通じて～」、https://cuc.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=6240&item_no=1&page_id=13&block_id=37、2023年3月17日最終閲覧

⁷⁶ 木村史彦、「ディスクロージャーのコストとベネフィット」、<http://www.jardis.org/publications/jbd/17/jbd-17-features2.pdf>、2023年3月17日最終閲覧

⁷⁷ Elizabeth Pollman, "STARTUP GOVERNANCE", https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/2135/, last visited March 17, 2023

⁷⁸ Zuzana Bednarikova, "Building Bank Relationships - A Small Business Banking Guide", https://www.researchgate.net/publication/360317350_Building_Bank_Relationships_-_A_Small_Business_Banking_Guide, last visited March 17, 2023

のスクリーニング条件に当てはまる国内事業者を調査対象とした。インターネットアンケートモニターに対してスクリーニングアンケートを実施し、10,000件の回答を得た。さらに、スクリーニング条件に合った中小企業を抽出し、エクイティ・ファイナンスによる資金調達をしたことがあると回答した155件と、エクイティ・ファイナンスによる資金調達をしたことがないと回答した155件、合計310件から回答を回収した。アンケート調査のスクリーニング条件と設問内容については、以下の通りである。

表 5-2 アンケート調査のスクリーニング条件

No.	項目	条件	詳細
1	直近の売上高	1億円以上 50 億円未満	エクイティ・ファイナンスを活用可能な売上規模の企業を抽出
2	創業年数	5 年以上	本調査では、スタートアップ企業を除外した中小企業を対象として抽出
3	過去の資金調達手段	エンジェル投資含むエクイティ・ファイナンスの実施先と未実施先	本調査の主眼であるエクイティ・ファイナンス実施先と未実施先とを分類

出所)三菱総合研究所作成

表 5-3 アンケート調査の設問内容

No.	項目	主な内容
1	経営理念・経営戦略	<ul style="list-style-type: none"> 経営理念の明文化・策定の際の壁打ち相手、自社の強み KPI のモニタリング、人材投資、等
2	持続的成長を支える仕組み(経営体制)	<ul style="list-style-type: none"> 経営者交流会への参加、社外取締役の選任 取締役会の設置、法令順守、等
3	ステークホルダーとの信頼関係構築	<ul style="list-style-type: none"> 株主・取引金融機関への開示や意見聴取 従業員・取引先・地域社会への開示や意見聴取、等
4	事業投資	<ul style="list-style-type: none"> 事業投資に必要な資金調達 経営陣と株主等の見解の不一致、等

出所)三菱総合研究所作成

(2) インターネット調査の結果

各設問に対して、エクイティ・ファイナンスを活用していない会社には3つの選択肢(①実施している、②必要性を感じているが実施していない、③必要性を感じていない)を設定した。一方、エクイティ・ファイナンスを活用している会社に関しては、「①実施している」の選択肢を実施時期によってさらに細分化(①-1 出資検討前、①-2 出資決定後かつ出資受け入れ前、①-3 出資受け入れ後)し、計5つの選択肢を設定した。

表 5-4 選択肢の対応関係

No.	エクイティ・ファイナンスを活用していない会社	エクイティ・ファイナンスを活用している会社
1	実施している	出資検討前から実施している
2		出資決定後かつ出資受け入れ前から実施している

3		出資受け入れ後に実施している
4	必要性を感じているが実施していない	必要性を感じているが実施していない
5	必要性を感じていない	必要性を感じていない

出所)三菱総合研究所作成

エクイティ・ファイナンスを活用していない会社と比べて、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、いずれのガバナンス項目においても「実施している」と回答した割合が高いことがわかる。

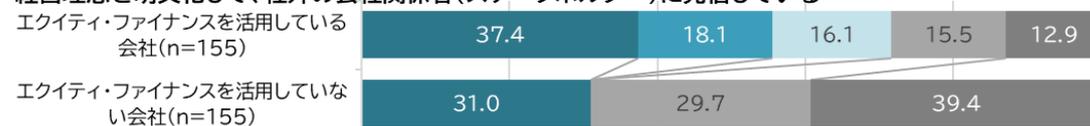
特に、「経営理念を明文化して、社外の会社関係者(ステークホルダー)に発信している」「経営理念を策定する際には、経営陣や経営の壁打ち相手、従業員等から意見を募っている」の2つの項目では、その差が大きく、エクイティ・ファイナンス活用によって、より社外の会社関係者を意識した経営を実施している傾向が確認できる。

また、「市場動向・規模・シェアの把握等の企業を取り巻く環境や業務フロー、組織体制、財務分析等、自社の分析をしている」「長期的(5年以上)な経営戦略を策定している」の項目においても差が大きく、エクイティ・ファイナンスを活用することで、自社分析の向上や長期目線での経営等、経営の質が向上する傾向も確認できる。

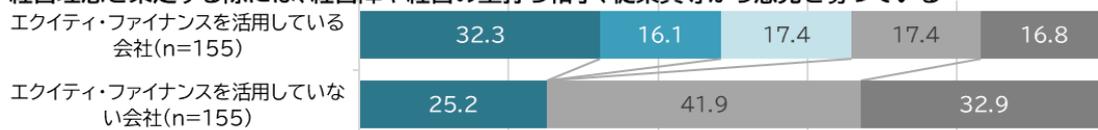
経営理念を明文化して社内に周知している



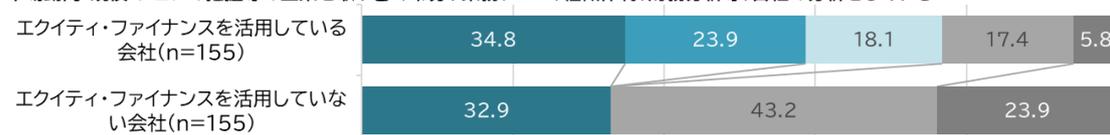
経営理念を明文化して、社外の会社関係者(ステークホルダー)に発信している



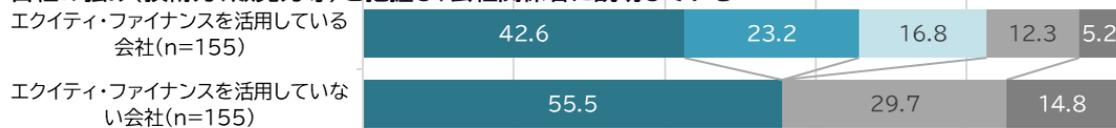
経営理念を策定する際には、経営陣や経営の壁打ち相手、従業員等から意見を募っている

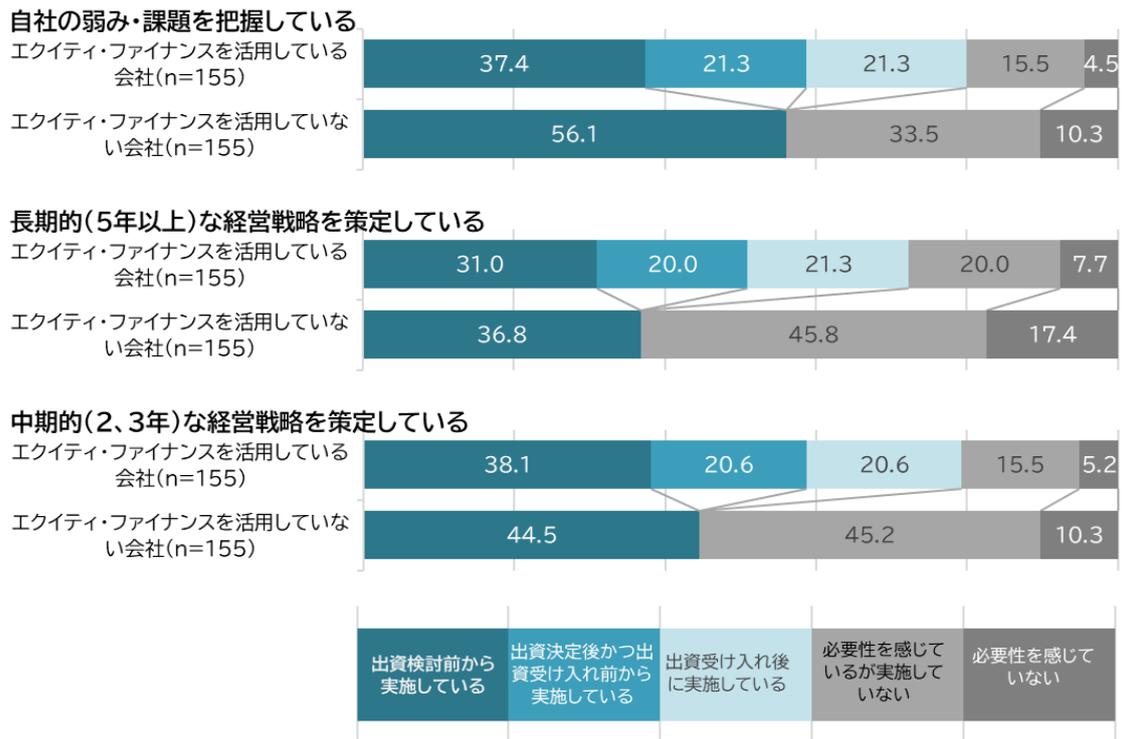


市場動向・規模・シェアの把握等の企業を取り巻く環境や業務フロー、組織体制、財務分析等、自社の分析をしている



自社の強み(技術力、販売力等)を把握し、会社関係者に説明している

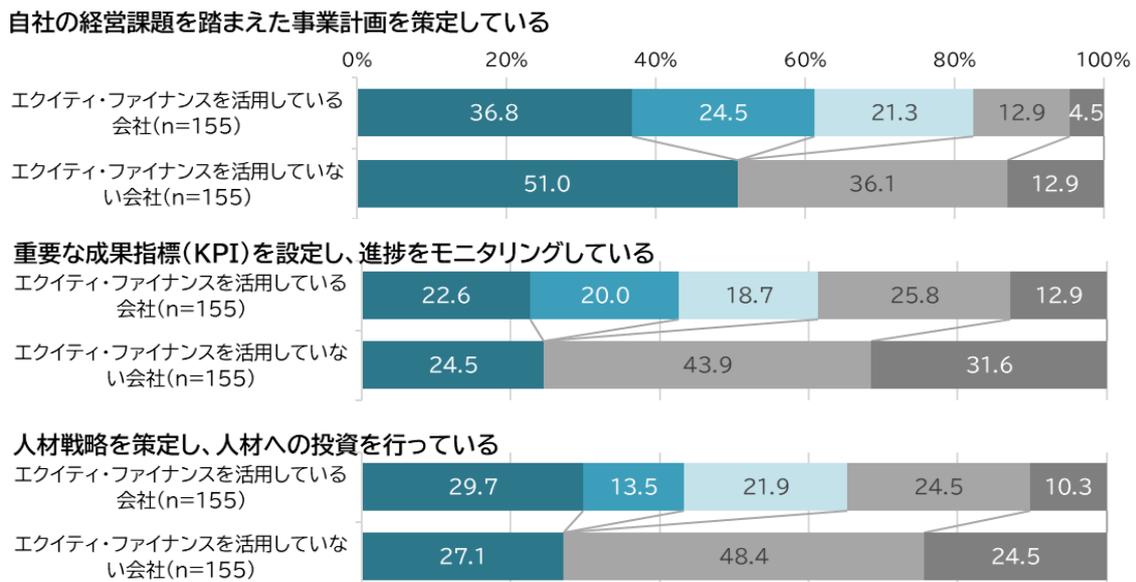




出所)三菱総合研究所作成

図 5-1 経営理念・経営戦略に関するガバナンスの実施状況

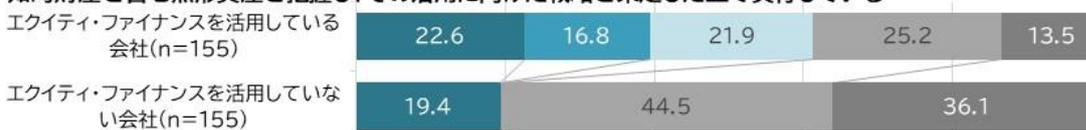
エクイティ・ファイナンスを活用していない会社と比べて、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、いずれの項目においても「実施している」と回答した割合が高い。特に、「重要な成果指標(KPI)を設定し、進捗をモニタリングしている」「知的財産を含む無形資産を把握し、その活用に向けた戦略を策定した上で実行している」といった項目でその差が大きく、エクイティ・ファイナンス活用によって、より戦略的な事業展開を意識している傾向が確認できる。



デジタル化・データの利活用のための戦略を策定し、実行している



知的財産を含む無形資産を把握し、その活用に向けた戦略を策定した上で実行している

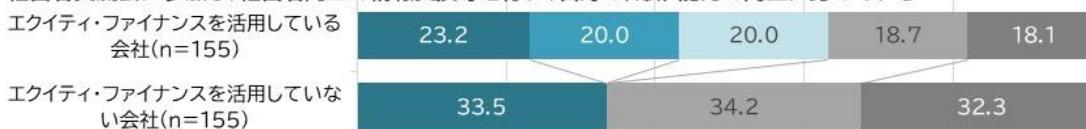


出所)三菱総合研究所作成

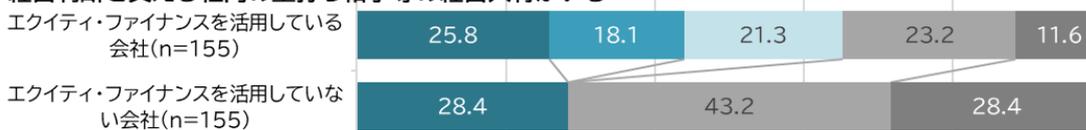
図 5-2 事業に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用していない会社と比べて、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、いずれの項目においても「実施している」と回答した割合が高く、エクイティ・ファイナンス活用によって、経営者の経営判断を支える壁打ち相手が多い傾向が確認できる。

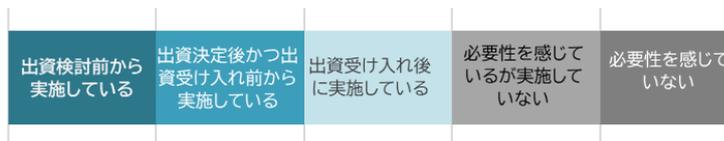
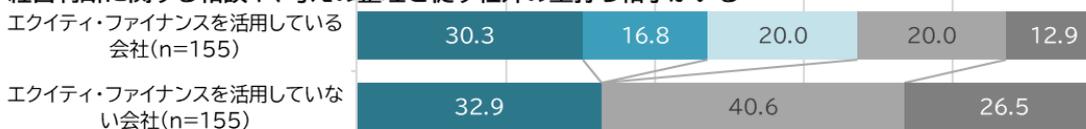
経営者交流会に参加し、経営者同士の情報交換等を行い、自身の知識・能力の向上に努めている



経営判断を支える社内の壁打ち相手等の経営人材がいる



経営判断に関する相談や、考えの整理を促す社外の壁打ち相手がいる



出所)三菱総合研究所作成

図 5-3 経営事項の検討の精度の向上(自己研鑽と壁打ち相手)に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用していない会社と比べて、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、いずれの項目においても「実施している」と回答した割合が高く、エクイティ・ファイナンス活用にあたって、経営者が会社を私物化せず、適切な経営を心掛けている傾向が確認できる。

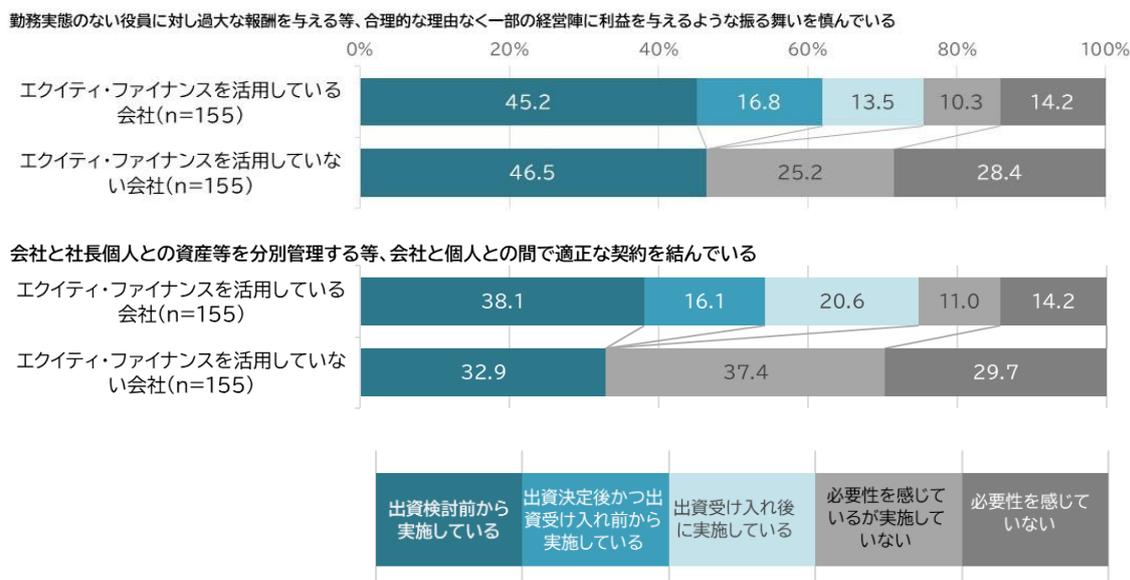


図 5-4 会社の成長を第一に考えた経営に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用していない会社と比べて、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、いずれの項目においても「実施している」と回答した割合が高い。エクイティ・ファイナンス活用によって、経営者以外の人材が積極的に経営に関与できる体制を整備している傾向が確認できる。

経営課題に応じた適切な知見・経験を有する人材を役員に選任している

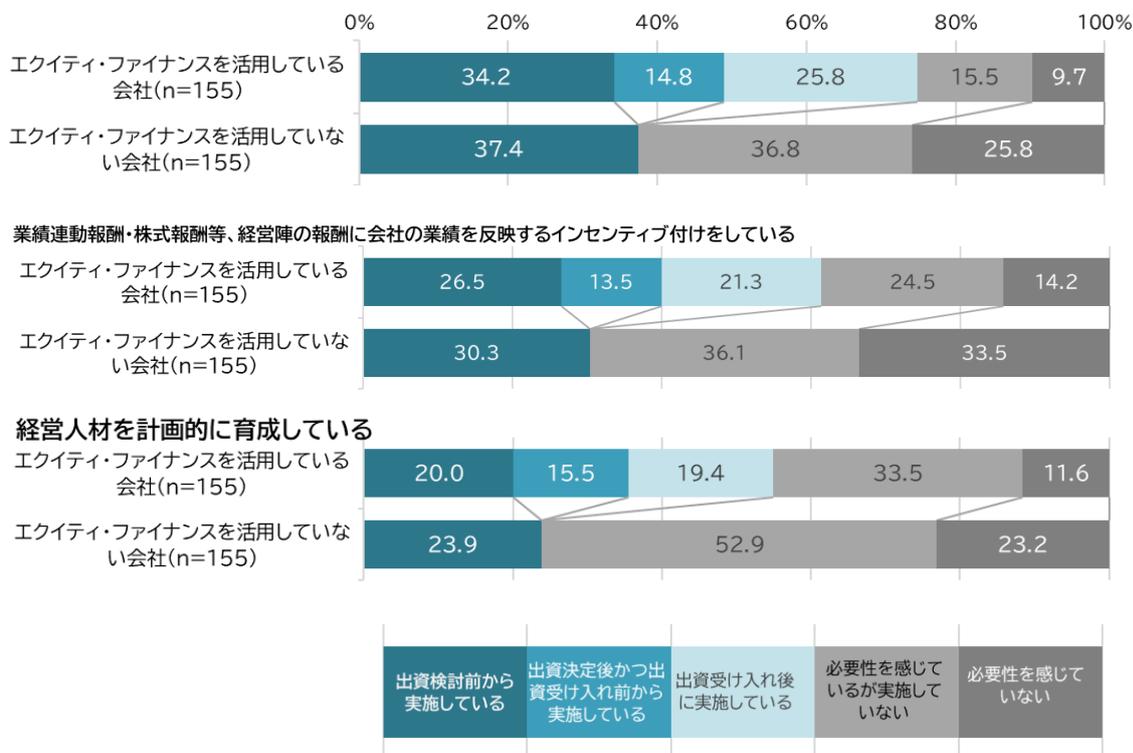
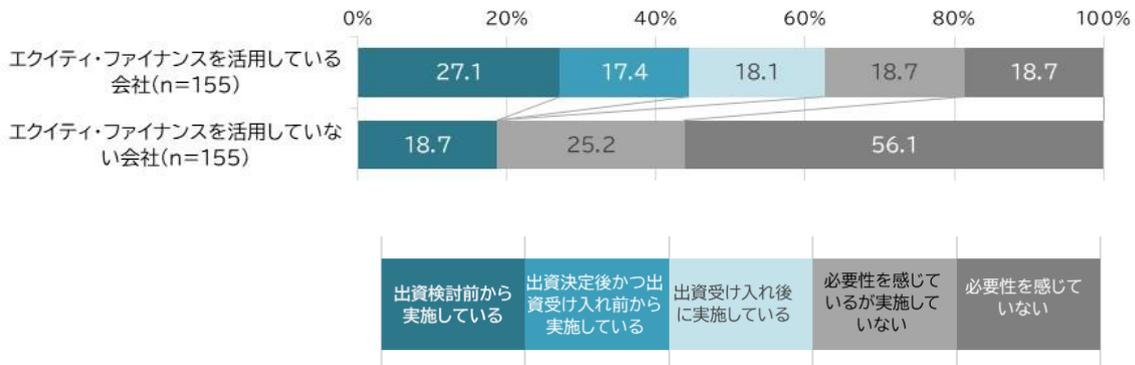


図 5-5 経営者以外の経営陣の積極的な経営への関与に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、社外取締役を選任している傾向が確認できる。

社外取締役を選任している

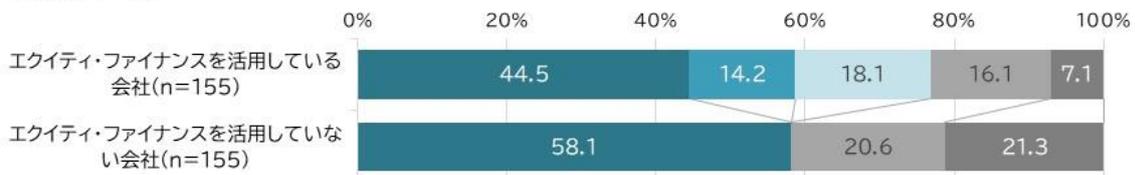


出所)三菱総合研究所作成

図 5-6 社外取締役の選任に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、「取締役会を設置している」「定期的な取締役や幹部による会議を開催し、重要な経営判断を行っている」と回答した割合が高いものの、エクイティ・ファイナンスを活用していない会社においても半数超が「実施している」と回答しており、組織的な意思決定を意識している傾向が確認できる。

取締役会を設置している



定期的な取締役や幹部による会議を開催し、重要な経営判断を行っている



出所)三菱総合研究所作成

図 5-7 組織的な意思決定に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、「専門家等社外の独立した立場にある者による業務監査を行っている」「専門家等社外の独立した立場にある者による監査業務を行っている」といった項目において「実施している」と回答している割合が高く、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が社外の独立した立場から監査を行っている傾向が確認できる。

専門家等社外の独立した立場にある者による業務監査を行っている



専門家等社外の独立した立場にある者による会計監査を行っている



出所)三菱総合研究所作成

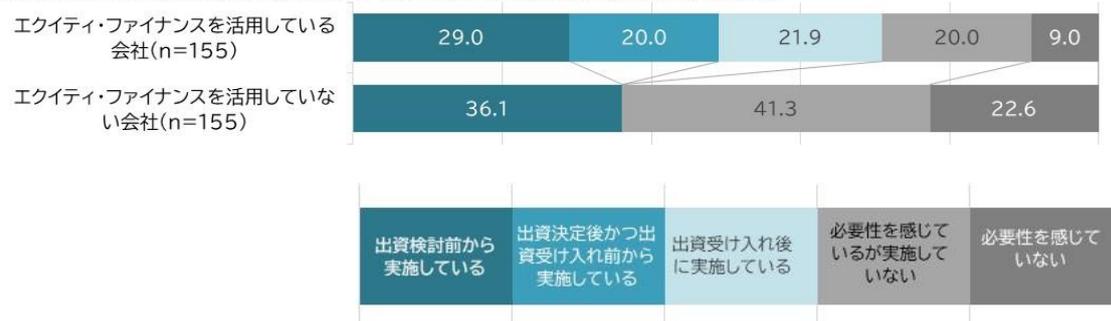
図 5-8 監査に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、「職務分掌や職務の権限の範囲の明確化等、企業規模や将来性を考慮した権限委譲を行っている」「職務規定の整備等、業務の決定・実施が適切かつ効率的に行われるための仕組みを構築している」の項目において「実施している」と回答した割合が高く、権限委譲や内部統制が進んでいる傾向が確認できる。

職務分掌や職務の権限の範囲の明確化等、企業規模や将来性を考慮した権限委譲を行っている



職務規程の整備等、業務の決定・実施が適切かつ効率的に行われるための仕組みを構築している



出所)三菱総合研究所作成

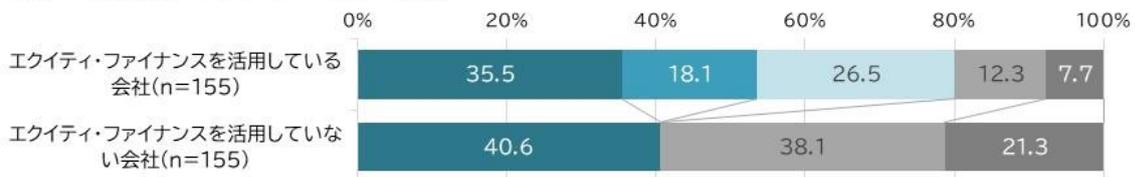
図 5-9 経営陣が経営に集中できる環境整備(権限委譲・内部統制)に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用していない会社と比べて、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、いずれの項目においても「実施している」と回答した割合が高い。

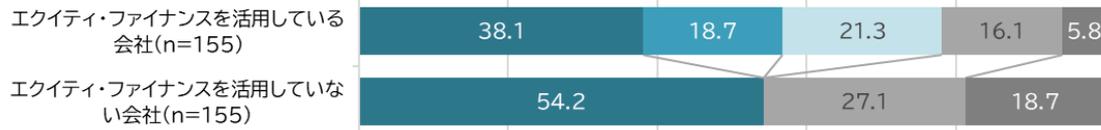
特に、「重要な成果指標(KPI)を設定し、進捗をモニタリングしている」「知的財産を含む無形資産を把握し、その活用に向けた戦略を策定した上で実行している」といった項目では、その差が大きく、エク

イティ・ファイナンスを活用することによって、事業に会計・財務を活かしている傾向が確認できる。

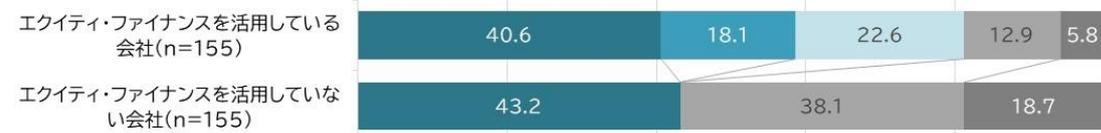
自社の財務情報の重要な点を理解し、説明している



適時・適切な財務情報を作成している



財務情報を税務申告のためにのみ作成するのではなく、自社の経営分析・戦略策定・実行にあたり活用している

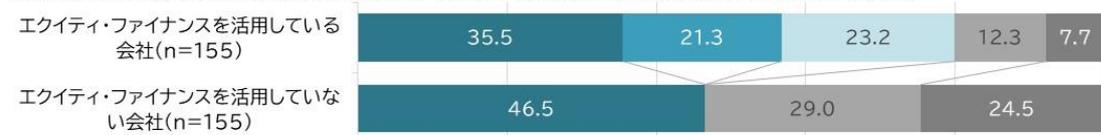


出所)三菱総合研究所作成

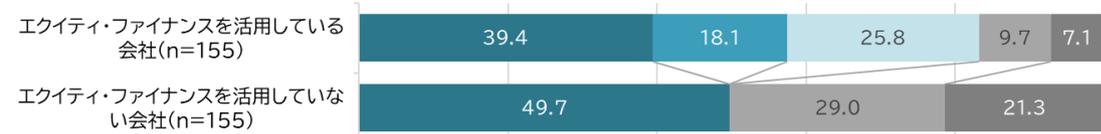
図 5-10 会計・財務に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用していない会社と比べて、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、いずれの項目においても「実施している」と回答した割合が高い。エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、法令遵守の意識が高い傾向が確認できる。

株主総会や取締役会での決議の実施、議事録の作成・保存、内部規定類の整備・運用等の社内体制を整備している



契約の文書化、契約内容を最新の法令に適合させる、独禁法・下請法の遵守等の社外関係(契約関係)を適正化している

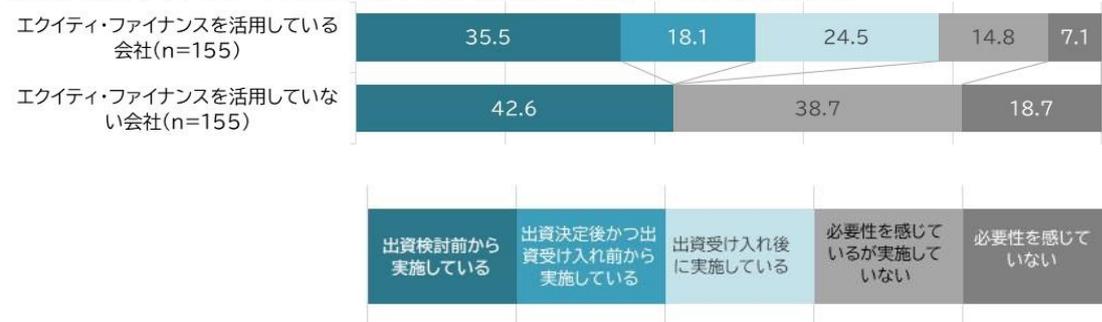


出所)三菱総合研究所作成

図 5-11 法令等遵守(法務・コンプライアンス)に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用していない会社と比較して、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、適切な情報セキュリティ対策を実施している傾向が確認できる。

機密情報の漏洩や不正アクセス、データの改ざん等のリスクをできる限り減らすための情報セキュリティ対策を実施している



出所)三菱総合研究所作成

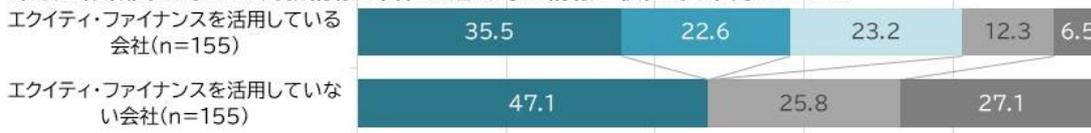
図 5-12 情報セキュリティに関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用していない会社と比べて、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、いずれの項目においても「実施している」と回答した割合が高い。エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、社内外のステークホルダーに対して積極的に情報開示をしている傾向が確認できる。

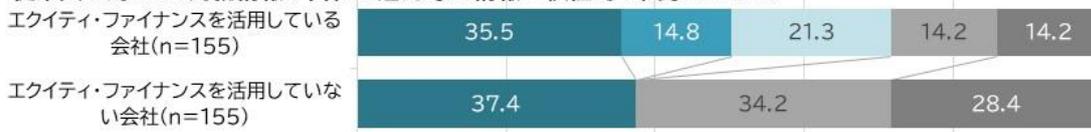
株主に対して、財務情報や自社の魅力等の情報を積極的に開示している



取引金融機関に対して、財務情報や自社の魅力等の情報を積極的に開示している



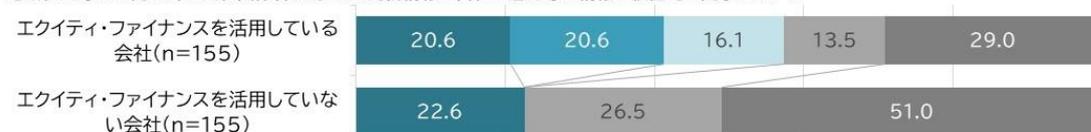
従業員に対して、財務情報や自社の魅力等の情報を積極的に開示している



取引先に対して、財務情報や自社の魅力等の情報を積極的に開示している



地域社会等の上記以外の会社関係者に対して、財務情報や自社の魅力等の情報を積極的に開示している



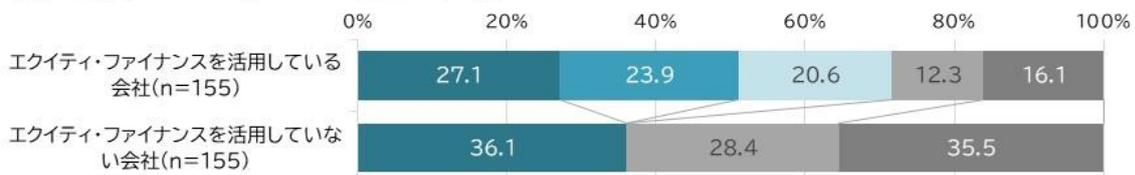


出所)三菱総合研究所作成

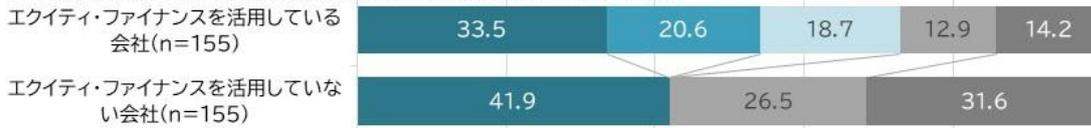
図 5-13 情報開示に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用していない会社と比べて、エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、いずれの項目においても「実施している」と回答した割合が高い。エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、社内外のステークホルダーとの対話を重要視している傾向が確認できる。

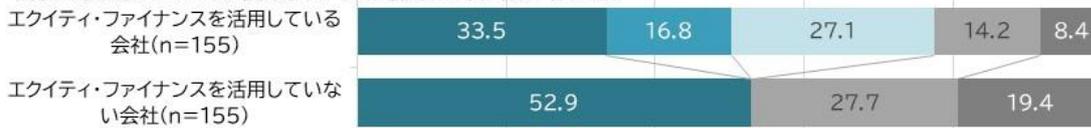
自社の課題について、株主からの意見に耳を傾けている



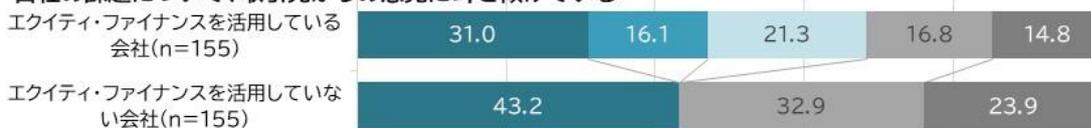
自社の課題について、取引金融機関からの意見に耳を傾けている



自社の課題について、従業員からの意見に耳を傾けている



自社の課題について、取引先からの意見に耳を傾けている



自社の課題について、地域社会等の上記以外の会社関係者からの意見に耳を傾けている



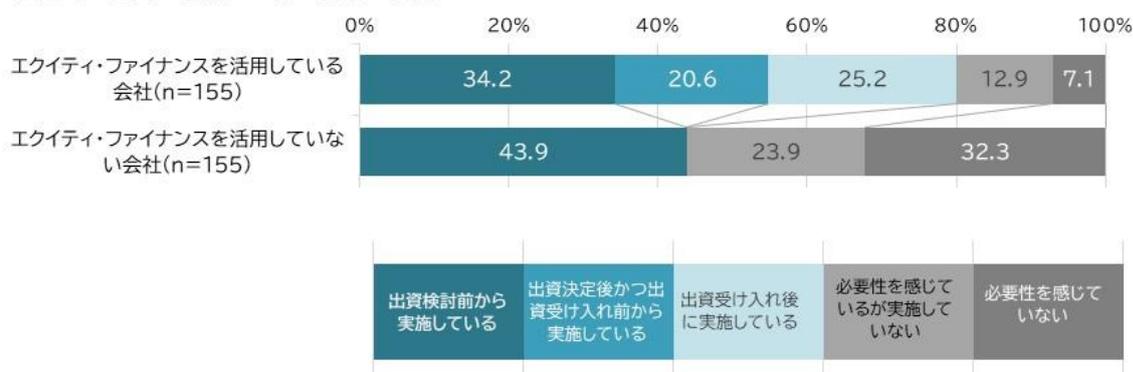
出所)三菱総合研究所作成

図 5-14 対話に関するガバナンスの実施状況

エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、安定的な経営を意識した株主構成を検討してい

る傾向が確認できる。

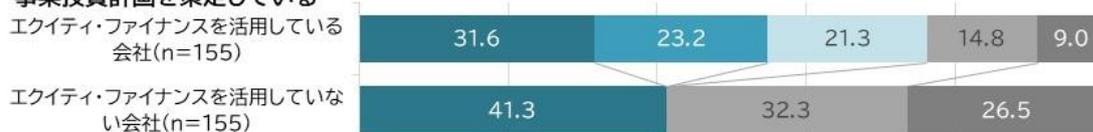
安定的な経営を意識した株主構成を検討している



出所)三菱総合研究所作成

図 5-15 株主構成の検討と適切な株主総会の運営に関するガバナンスの実施状況
 エクイティ・ファイナンスを活用している会社の方が、事業投資計画を策定し、事業投資に必要な資金調達手段の検討にあたって出資と負債とのバランスを意識している傾向が確認できる。

事業投資計画を策定している



事業投資に必要な資金調達手段の検討にあたり、出資と負債とのバランスを意識している

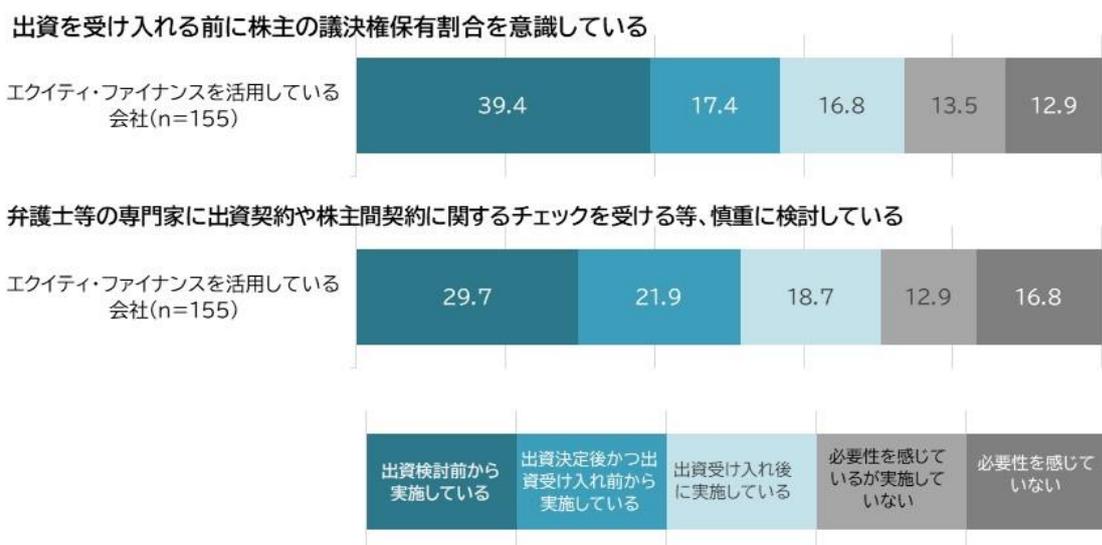


出所)三菱総合研究所作成

図 5-16 事業投資に必要な資金調達に関するガバナンスの実施状況
 エクイティ・ファイナンスを活用している会社の 6 割超が、出資を受け入れ時に将来の経営陣と株主等の見解の不一致を防ぐために慎重に検討していることがわかる。

自社の経営課題や成長促進するために適しているかという観点で投資家を選んでいる





出所)三菱総合研究所作成

図 5-17 経営陣と株主等の見解の不一致に関するガバナンスの実施状況

5.2 「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」の実施・運営

日本における中小企業向けエクイティ・ファイナンス及びガバナンスに関する研究・調査を行っている有識者等 9 名から構成される「中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会」を開催した。本検討会は、令和 4 年 11 月から令和 5 年 3 月にかけて、経済産業省別館会議室及びオンライン会議室のハイブリッド形式で、計 4 回開催された。検討会を構成する委員・オブザーバーは下表の通り(敬称略・五十音順)。

表 5-5 委員名簿

座長	氏名	所属
	加藤 正敏	日本商工会議所中小企業振興部長
	鴨田 和恵	日本税理士会連合会常務理事・中小企業対策部長
	河原 万千子	公認会計士・税理士
	木俣 貴光	三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社コーポレートアドバイザー部長
	坂本 忠弘	地域共創ネットワーク株式会社代表取締役
	洪佐 寿彦	日本公認会計士協会常務理事
	高井 章光	日本弁護士連合会日弁連中小企業法律支援センター副本部長
	徳永 康雄	WMパートナーズ株式会社代表取締役社長
○	松中 学	名古屋大学大学院法学研究科教授

出所)三菱総合研究所作成

表 5-6 オブザーバー名簿

氏名	所属
板崎 司	株式会社日本政策金融公庫中小企業事業本部新事業室長
木下 和典	東京中小企業投資育成株式会社執行役員

齋藤 尚良	独立行政法人中小企業基盤整備機構ファンド事業部長
田部 真史	金融庁監督局銀行第二課長

出所)三菱総合研究所作成

また、検討会の各回の開催日時と主な議題は下表の通りである。

表 5-7 検討会の開催日時と主な議題

回	開催日時	主な議題
第 1 回	令和 4 年 11 月 21 日(月) 17:30~19:30	<ul style="list-style-type: none"> 検討会の設置や議事の運用、今後の検討会の進め方 エクイティ・ファイナンス活用の場面における中小企業のガバナンスの重要性と本ガイダンスの必要性 本検討会におけるガバナンスの定義と、検討対象とするエクイティ・ファイナンスの類型 想定する中小企業や検討すべきガバナンスのテーマ・項目、ガイダンス記載内容の方向性、等
第 2 回	令和 4 年 12 月 22 日(木) 13:00~15:00	<ul style="list-style-type: none"> 前回の振り返り 経営に係る記載の方向性 信頼関係構築に係る記載の方向性、等
第 3 回	令和 5 年 2 月 6 日(月) 14:00~16:00	<ul style="list-style-type: none"> 前回の振り返り 総論を含むガイダンスの全体構成 人材・DX・知財・法務等に係る記載の方向性 中小企業・小規模事業者の人材戦略に関する有識者検討会について、等
第 4 回	令和 5 年 3 月 20 日(月) 13:00~15:00	<ul style="list-style-type: none"> 前回の振り返り ガイダンスの取りまとめ案 ガイダンスの概要版の作成、等

出所)三菱総合研究所作成

5.2.1 第 1 回の議事要旨

第 1 回検討会における委員・オブザーバーからの主なコメントは以下の通り。なお、当日の配布資料は中小企業庁のホームページを参照のこと(第 2 回以降についても同様)。

(1) 想定する中小企業(企業の規模に着目する意義)について

- 規模感として違和感はない。
- 3 億円や 10 億円といった設定、従業員数や事業ポートフォリオの増加の傾向から組織化を進歩させるべき段階といえ、概ね企業の成長の段階と整合していると思料。
- もっとも、規模や人数といった観点で切りすぎると、業種・業態によって売上の規模は変わるため注意が必要。
- 売上 10 億円という、すぐ飲み込まれてしまいそうな規模感。もう少し大きめの規模を前提としてもよい可能性がある。
- スタートアップ企業等、若い経営者が率いて短期間で成長する企業も存在するが、一方でガバ

- ナンス面では未熟な企業も多い。そういった企業にも参考となるガイダンスが必要ではないか。
- 名宛人が誰になるかについては検討が必要。エクイティ・ファイナンスが入った後ではなく、入る前の段階の話だと理解しているが、そうであるとすれば、経営者といっても取締役会の経営陣なのか、もしくは旧オーナーなのか。曖昧にせざるを得ない部分もあるが、できるだけメッセージを明確にしていくことは必要。
 - 会社のステージとしては、他の整理もあり得るところではあるが、たとえば、①知り合い等の内部からの出資と②外部のファンドからの出資とで区切り、整理していったらどうか。
 - ガバナンス、エクイティ・ファイナンス、エクイティ・ファイナンスのなかでもニューマネーが流入する類型、といった観点のうち、どこに力点を置くべきか、確認しておくべきではないか。
 - 「ガバナンス強化」とすると検討対象が拡散し過ぎるため、よくない。新たにエクイティ・ファイナンスを実施して中小企業に資金が入るものが本検討会の基本的な検討対象であり、今まで1人で株式を保有していた状態から株主が分散していく、または他のステークホルダーが増えていくときに必要となるのがガバナンスであり、典型的な場面がエクイティ・ファイナンスである位置付けという整理が可能なのではないか。
 - 金融小委員会の下で、厳しい経営状況となった企業向けの収益力改善のためのガバナンスの検討会が開催されており、そちらとの区分けも必要であることから、本検討会では、エクイティ・ファイナンスに関わるガバナンスに視点を絞っていると認識。ニューマネー流入という言葉が一人歩きしている印象を受けた。
 - 中小企業が新事業を立ち上げるために外部の出資も受けて新会社を設立し、その新会社に一定のガバナンスを効かせ、そこで得た知見を母体となった中小企業に反映していくという方法も有益である。

(2) ガバナンスの検討テーマ・項目について

- 経営、業務、信頼関係構築の3項目に分類することは、様々な関係者に理解しやすく受け入れやすい。また、ガバナンス構築に関する重要性、中小企業に見受けられる実態、備えるべきガバナンス例、参考情報等といった軸で内容を整理することは、特に中小企業が何をすべきかという方向性が明示されるため、非常に有用であろう。
- 整理に違和感はない。整理されている内容と重複するが、中小企業のリスク情報や経営層の課題感が提供されるようになると、投資家側としては投資先企業の検討をしやすくなる。
- ガバナンス構築に関する業務を誰ができるのか。現実的には、人材の確保が大きなポイントとなるだろう。外部の専門人材をより開かれた形で活用できる枠組みがないと、いざ経営者のマインドが変わっていったとしても実行に移せないため、その後の継続的なアップデートが難しい。
- 非上場企業のガバナンスについて、所有と経営が一致しているのであれば、ファミリー企業のガバナンスについても考えていく必要がある。
- 非上場企業であっても、親族内承継の減少傾向がみられるところであり、所有と経営の分離は今後もますます進んでいくことが予想されるため、誰がガバナンスを担うのか、実務上よく論じられている。
- 現実的には、投資家以外のステークホルダー（特に金融機関、従業員、取引先等）が、ガバナンス

の主体となるケースが今後、増えていくのではないか。上記観点からもガバナンスを効かせる側において何が重要なのかを検討するガイダンスになると良い。

- 経営者だけでなく、従業員にとっても有意義な内容であるということの意識醸成ができるようになっていくとよい。

(3) ガイダンス記載内容の方向性について(例:会計・財務)

- 事例の扱いについて、ガイダンスに具体的な事例を掲載すべき、又は事例集を用意してはどうか。
- IPO の手前にあるイベントが難易度に応じて記載され、そのために必要な要件が段階に応じてグラデーションがあると、よりゴールが明確化され、中小企業が何をすべきなのかわかりやすいのではないか。
- 投資家から資金を調達するということは、経営者にとって非常にコストがかかり、経営にも影響があるため、経営者として覚悟が求められる。デメリットについても伝える必要がある。
- 管理会計の実施は必須である。また、外部投資家から投資してもらうには「会計要領」よりも「会計指針」が求められるのではないか。
- ガイダンスが実務で活用されるべきであること、健全な直接金融市場を構築する初めの一歩であることを考えると、事務局説明資料に記載されている程度の内容に留めるべき。
- 多くの中小企業にとってエクイティ・ファイナンスはまだ馴染みがなく、敷居が高く見えている。今回のガイダンスでは、具体的なメリットや実施方法を記して、中小企業に自分たちでもできるものであると思ってもらうことが大切。
- 経理部門の人員が足りないのも確か。そういった中小企業はデジタル化を進めていく必要がある。
- 開示により経営者に緊張感をもたらして結果として企業の成長をもたらすという意味でも、開示は重要。従業員やさらに広く世に開示することも重要ではないか。

5.2.2 第2回の議事要旨

第2回検討会における委員・オブザーバーからの主なコメントは以下の通り。

(1) 経営に関するガイダンス記載の方向性

1) 全般

- 1~4の項目の記載は、順序を変えることも一案。
- 各項目は内容が関連するが、単なる列挙だと関連性が伝わりづらい(例:2,5,6の記載は、経営陣の育成という意味で共通しているともいえ、関係性について気になった。また、5,7の記載についても同様。)
- 経営者が自社の立ち位置(業界内におけるポジショニングや競争優位性)を確認すべきことを強調すべき。魅力がない企業では、投資家も出資することができない。
- 自社の立ち位置を確認するために有益なツールとしてローカルベンチマーク、ミラサポ plus や経

営デザインシートもある。

2) 経営事項の検討の精度の向上(自己研鑽と壁打ち相手)

- 壁打ち相手には、経営者が頭の整理ができるという機能・側面もある。

3) 会社の成長を第一に考えた経営

- ステークホルダーには取引先も含むことを明確にすると良いのではないか。取引先もガバナンスの重要な主体となり得る。
- 会社の存続に悪影響を及ぼすとの記載があるが、会社の継続が非常に重要であることを明記すべき。

4) 会社の目指すところ(経営理念等)の策定・開示

- 併せて、様々な情報や施策、インセンティブを紹介すべき。例えば、パートナーシップ構築宣言や健康経営。

5) 組織的な意思決定

- 会社を離れて合宿形式で議論し、会社の方向性を検討する例もある。

6) 社長以外の経営陣の積極的な経営への関与

- 社員懇談会と呼ばれるような組織をつくり、経営陣と従業員が定期的に経営に関する情報交換を行うといったケースもみられる。
- 事業計画の発表会を、従業員だけではなく、金融機関や取引先を巻き込んで実施している話も聞いている。特に、従業員が発表を担当し、我がことのように発表するケースもみられる。
- 業績連動性報酬の記載があるが、ある中小企業では利益配分のルールとして、利益が上がった場合の従業員や株主、会社の内部留保に関するルールを定めており、従業員のモチベーションが上がったというケースもみられる。

7) 経営陣が経営に集中できる環境整備(権限委譲・内部統制)

- 必ずしも権限委譲ありきということでもないのかもしれない。経営環境・経営状態に応じて、権限移譲のあり方、或いは逆に集約のあり方というのは考えていく必要がある。また、経営者の方が内部統制という概念・考え方について、あまりわかっていない可能性もあるため、何かしら補足や定義付けがあった方が良い。

8) 監査

- 外部専門家による監査(M&Aでいうところのセラーズデューデリ)を受けることも有用。

9) 株主構成の検討と適切な株主総会の運営

- 信頼関係構築にも関連するが、議決権集約の観点で、無議決権株式の活用をより積極的な意味合いで記載しても良い。株主間契約を締結して、運営や解消時のルールなどを定めることも有益。

(2) 信頼関係構築に関するガイダンス記載の方向性

1) 全般

- ガイダンスの項目がまとめられてすぎて、利用者が少々読みにくい印象を持った。ステークホルダー毎に分けた記載が良いのではないか。
- ガバナンスの範疇に含まれるかという指摘を受けるかもしれないが、女性活躍推進のための組織づくりや経営者のメンタルヘルスケアを記載することも一案。

2) 会社関係者(ステークホルダー)との共存共栄の精神

- パートナーシップ構築宣言も併せて紹介してはどうか。

3) 情報開示

- 経営者保証ガイドラインも併せて紹介してはどうか。

4) 対話

- 社外取締役の提案を受け、顧客満足度調査ではなく、取引先満足度調査を実施することで、自社の対応を改善するケースもみられる。

5) 経営陣と株主等との見解の不一致

- 出資受入れ前の検討としての株主間契約等をクローズアップすべきではないか。問題が生じた後にどう対処すべきかよりも先に記載すべき。

(3) 上記以外のご意見

1) 総論

- 背景や目的、定義の説明等、最初に総論があるべきではないか。
- ガバナンスの定義をすべき。いわゆる攻めのガバナンスと守りのガバナンスや経営者の規律付けといった観点からの定義付けをすべき。また、アジャイルなガバナンスの視点を入れるべき。
- 全体の見取り図を総論に加えた方が良い。
- エクイティ・ファイナンスにより会社を成長させるという動機付けの部分を強く打ち出すという観点から、エクイティ・ファイナンスにより調達した資金の用途について言及すべき。

- 総論はポジティブな表現を意識した方が良い。読み手には何のためにエクイティ・ファイナンスを実施するのかを意識して頂きたい。
- エクイティ・ファイナンスによるデメリットないしリスク、経営者に求められる覚悟を説明することが重要。
- 総論では、中小企業にとって望ましいガバナンス全てではなく、エクイティ・ファイナンスを前提としたガバナンスであることを改めて意識すべき。

2) 会計・財務

- 前回の発言に関して、必ずしもエクイティ・ファイナンス受け入れ前の段階で中小企業会計指針の準拠を求めていたわけではない。会計指針並みの会計処理を目指していくことで、外部監査前後における会計の連続性を確保できるのではないかと、ということ。
- 会計については、要領と指針との違いがわかるような資料があると良いのではないかと。

3) 人事労務

- 人事評価や人材育成についても記載した方が良い。売上数十億円になり、社員が100名を超えていくと、今の時代の中では人事制度と人材育成についてしっかりと体系的に考えていくことが必要になる。
- 社内において人材を育成することや、外部の専門家に知見を求めることに加えて、優秀な人材を自社に招き入れる必要がある。また、会社のステージによって求められる人材も変化する。

4) 法務

- 知的財産についても記載した方が良い。知見のある方を役員とする経営体制を構築することも考えられる。

5) デジタル

- 情報管理体制についても記載した方が良い。大量の情報処理が可能となった現代において、大規模・広範囲・多種類のデータに問題が生じた場合に、経営者だけでなくシステム管理担当役員にどのような義務を課すべきか等、問題点を示すことも有用。

6) その他

- 全体的にボリュームが多いため、読み手がどこから着手すべきかがわかりづらい印象があり、工夫あるとよいのではないかと(たとえば、取り組む順序を示す、類型を整理して色分けする等)。
- 経営と信頼関係構築で重複する内容が見受けられるため、関連する部分をわかりやすくした方が良い。
- 中小企業に見受けられる事象における記載は、中小企業の悪い事象として捉えられるおそれがある。中小企業ならではの推進力に繋がっているといった良い点もあり、良さも失わないように

という考え方もあり得るため、記載に留意すべき。

5.2.3 第3回の議事要旨

第3回検討会における委員・オブザーバーからの主なコメントは以下の通り。

(1) 「総論」の記載の方向性

1) 本ガイダンスのタイトル

- 「中小エクイティ・ファイナンス活用におけるガバナンスに関するガイダンス」というタイトルがわかりづらいので、一考をお願いしたい。

2) 本ガイダンスのねらい・活用方法

- 「ガバナンス構築・強化を通じた事業の磨き上げ」との記載があるが、「事業の磨き上げ」よりも「収益力の向上」の方が適切な表現ではないか。

3) 序論

- 背景もしくはエクイティ・ファイナンスの定義の部分で、金融投資家と事業投資家がいることを明確にした方が良い。
- 現在は金融投資家を想定した記載振りが多いものの、事業投資家も重要。株式リターンのみを追求する投資家とプライベート・ベネフィットをも期待する投資家という分類も可能。

4) エクイティ・ファイナンスとは

- 外部投資家を入れることのメリットの1つとして、家業から企業へ、組織的な経営への進化が挙げられ、それが人材確保に繋がっていく点を追記した方が良い。
- 3.3「出資受入れにおける検討のポイント」に関して、事業投資家とのシナジーの明確化を追記した方が良い。反対に投資家からしても、そうしたメリットを中小企業に訴えなければ、企業から選ばれるファンドにはなれない。

5) 持続的な成長を支えるための仕組み

- 6.1.2「経営者の壁打ち相手の確保」に関して、商工会議所の青年部のメンバーから、民間企業が主催する勉強会として、信頼関係のあるメンバー同士で集まり、お互いの企業の「仮想社外取締役」になったつもりで指摘し合う取組を聞いたが、本ガイダンスでも参考になるのではないか。
- 6.1.2「経営者の壁打ち相手の確保」に関して、よろず支援拠点の記載を追加して頂きたい。
- 6.1.2「経営者の壁打ち相手の確保」に関して、これまでの議論から必ずしも壁打ち相手は外部の知見を得るだけの手法ではないと認識しているため、ミスリードしないような記載をお願いしたい。

6) その他

- ガイダンスのボリュームが増えるのであれば、各項目の優先順位付けが必要になる。
- 本ガイダンスに記載されていることの全てを充足していないと出資が受けられない、というわけではないことをしっかりとお伝えした方が良い。
- 金融投資家の中にも、銀行や銀行系ファンド、独立系ファンド、公的な意味合いのある機関等、様々な資金の出し手が考えられる。
- エクイティ・ファイナンスを活用しようとする中小企業のステージやタイミング、フェーズに応じて、誰にアプローチすべきか、誰に財務戦略を相談すべきかを示した方が良い。
- 一般的には出資後に投資家との壁打ちが始まるが、もう少し早い段階で壁打ち相手が加わるような工夫ができないか(例:社外取締役等)。経営が順調な企業では、外部株主が入ることによるメリットを感じにくいことが予想される。
- 社会的信用の失墜や経営の透明性が確保できずに競争に負けてしまう等、ガバナンスが機能していない場合のリスクについても言及した方が良い。

(2) 項目の見直し

- 項目の整理によってわかりやすくなった。資料 1 の 6 ページにある全体図はガイダンスにも追加して頂きたい。

(3) 「人材」・「DX」・「知財等」・「法務」の記載の方向性

1) 人材

- 働きやすい企業というだけでなく、従業員にとって働きがいのある企業、将来性があると思われる企業を目指すことが重要。
- 差別やハラスメントについて、就業規則に記載するだけでなく、研修や相談窓口を整備することも望まれる。
- オーナー企業からガバナンスを備えた企業に脱皮するためには、従業員の意識改革がハードルになると感じている。従業員が指示待ちになるか自主的に考えて動けるかの違いは、能力の問題ではなく、マインドセットの問題であると考えている。

2) DX

- DXリテラシー標準のDSS-Lを紹介する等、ビジネスパーソンのデジタルリテラシー向上の重要性を示す他、企業は従業員のスキルに応じた給与体系を整備することも記載した方が良い。
- 紙媒体の情報管理についても記載した方が良い。

3) 知財等

- 知財戦略は重要であり、価値創造メカニズムをデザインするためのツールとして経営デザイン

シートを記載して頂きたい。

4) 法務

- 法令遵守だけでなく、気候変動や地域社会との連携といった社会的要請について、ワードだけでも記載して頂きたい。
- 内部規定の整備に関して、組織や業務の変化に応じて、適時に整備状況を確認することが重要。また、投資家を含む外部の会社関係者からみた内部規定の重要性が記載されているが、内部規定は企業運営上に設けられるものであり、誤解を与えないような記載が必要。
- 法令遵守のガバナンス例として、特定商取引法等の消費者契約法上の規定、製品の安全性に関する諸制度といったグリーゾーン解消制度を追記してはどうか。
- 社外関係には、独禁法や下請法違反といった当社が違反しないという側面と、反社チェックや信用調査といった相手方の問題から自社を守るという側面がある。適切な契約は強いビジネスを作っていく上での安定的な基盤になる。特に、不正競争防止法上の営業秘密の保護は重要。
- 独禁法や下請法について、部長クラスの方は理解しているが、担当者クラスの方が理解できておらず、重要な問題に発展するケースもみられる。

5) その他

- 組織としての SDGs の進め方を示すことは有効であり、参考としてローカルベンチマークガイドブックの SDGs ガイド付きを追記頂きたい。

(4) 普及のための取組

- 支援機関の中では金融機関の役割が極めて重要であると考えており、特に中小企業向けに強みを持っている地域金融機関が大事な役割を担うと考えている。ただし、地域金融機関の場合はエクイティ・ファイナンスに関する提案力が弱いケースも実際には多いと考えられるため、単独一行ではなく金融機関グループでの対応力を高めることも重要。
- エクイティ・ファイナンスの道筋として、支援する機関については、金融機関やファイナンシャルアドバイザー、M&A 仲介業者、税理士といった点まで具体的に記載できると良い。
- 想定される主な支援機関に商工会議所が含まれているが、全国の会議所を通じて周知していきたい。
- 税理士向け研修で活用できるようなガイダンスに関する動画があると、普及しやすい。

5.2.4 第 4 回の議事要旨

第 4 回検討会における委員・オブザーバーからの主なコメントは以下の通り。

(1) 取りまとめ案

1) 全体

- 本ガイドスは、エクイティ・ファイナンスのガバナンスという構成になっているが、エクイティ・ファイナンスを考えていない企業にとってもガバナンスという着眼点では非常に価値のあるものになっている。
- 実際に中小企業のデューデリジェンスをすると、ガイドスに記載されているガバナンスが全て整備されている企業は少ない。ガイドスの読者に、「ガバナンスが整っていないとエクイティ・ファイナンスができない」という印象を持たれないようナビゲートする必要がある。

2) 表題及び本ガイドスの活用シーン

- エクイティ・ファイナンスを考えていない企業にも参考になることを考えると、もう少し幅広い表題をつけることも一案ではないか。
- 「中小企業のガバナンスのガイドス～エクイティ・ファイナンスの活用に向けて～」等も一案。ただし、つくられた目標が少し違っているので、あまり大きくすると、またそのチェックが必要だということもある。
- エクイティ・ファイナンス活用の場面を取り上げるのは、外部株主が登場することからガバナンスの必要性が非常に分かりやすいためであるが、そのような場面でなくてもガバナンスの向上は意義があり、もっと関心を持って欲しいということを記載したほうが良い。

3) エクイティ・ファイナンス活用例

- 活用例が入りよかったが、中小企業がどのように受け止めるかという指標サンプルとなる個別情報をもう少し入れると、分かりやすく、支援機関が中小企業に対し説明しやすくなると思う。

4) エクイティ・ファイナンスとは

- イグジットについて、少し株主間契約についてネガティブな印象を与えるような記載になっている。
- イグジットに関して、受け身的な表現が気になる。きちんと考えた上で、縛りを入れるのかあるいは任せるのか。いずれにしても注意喚起をして情報化することが重要。

5) ガバナンスとは

- 意思決定機能、監督機能、経営・執行機能という 3 つの機能を意識し、状況・体制に応じて使いこなしていくということは大事な観点。(坂本委員)
- 会社経営におけるガバナンス構築・強化の意義が記載されているが、あまりガバナンスが分からない中小企業及びその支援機関を想定するならば、もう少しかみ砕いた内容の方が良い。

6) 戦略的な経営

- 経営理念について、経営理念が策定されていない、明文化されていない、検討プロセスが透明化されていないことで、結果としてどのようなメリットが得られなかったのかを記載すると事業者

にも我が事感が伝わるのではないか。

- 同様に、他の失敗事例記載箇所についても、失敗の結果を明確に記載した方がよい。

7) 持続的な成長を支えるための仕組み

- もう 1 つコラムを付け加えるとするならば、「経営者の自己研鑽と壁打ち相手の確保」に関連し、自己変革への 5 つの壁を入れると、読者の気づきがあるのではないか。
- 「経営者の自己研鑽と壁打ち相手の確保」に記載のある数字に関するコラムと会計・財務のところのつながりが見えづらい。また、管理会計と財務会計のつながりをしっかりと意識できることが大事であり、一連の言葉で説明できるという意味では、情報開示とのつながりも会計・財務に入れていただきたい。

(2) ガイダンス概要版

1) 作成の方針

- 本ガイダンスの内容について関心が高くない読み手に何を伝えたいのかということを中心に考えるべき。その際に、エクイティ・ファイナンス、ガバナンスの両者を考える場面として事業承継を意識しても良いのではないか。
- エクイティ・ファイナンスとガバナンスが重要であることがわかるように、入口を誘導する要素を強くした方がよい。

2) 記載内容やボリューム

- できるだけコンパクトした方がよいので、これ以上の内容の追加はなるべく控えるべき。
- A3 の 1 枚程度の概略図を載せて、内容が一覧して分かるようなものがあれば良い。

(3) ガイダンスの普及に向けた取組

- 支援機関向けや利用者である中小企業向けの研修(リアル・オンライン)、動画配信等で、理解を進めていくということも重要。
- まず税理士が、ガイダンスについて理解を深めることが大切。日本税理士会連合会としても、その会長宛てに周知の依頼文書をもらえれば、各単位会や支部を通じて会員に周知をする。単位会または支部で、少人数の研修もやってみても良いのではないかと考えている。
- 日本公認会計士協会としても、周知や研修等に取り組みたい。特にエクイティ・ファイナンスという側面においては、エクイティの設計の部分や、投資家に納得感のある事業計画を策定の支援という点で、これまで公認会計士が取り組んでいた事例も多くあると承知している。そういった知見を活かし、エクイティ・ファイナンスの機会創出や拡大に貢献していきたい。
- 日本弁護士連合会としても、普及の依頼書面があれば、日本弁護士連合会から全国の単位会に要請し、周知徹底する。弁護士向けの研修を始めるということになっていくだろう。
- 一律的にガイダンスを普及させていくというよりも、現実的に反応があるところを中心に推進して

- いくことが、結果的には全体が動ききっかけになるのではないか。
- 本ガイドンスは、金融機関として成長意欲がある優良な企業に対してアクセスするためのコンテンツもしくはツールである。特に、地元企業と一緒にやっ払いこうという意識が高い地域金融機関等をフォーカスして、普及していくのも一案。
 - いずれの支援機関も重要だが、特に重要なのは地域金融機関だと考える。エクイティ・ファイナンスという金融面、それからファンドや出資者、事業会社とのマッチング能力等を考えても、地域金融機関への普及が 1 つの鍵になるだろう。地域金融機関の中でも、特に本部の中で資本政策を担っている部署の方々に本ガイドンスを周知していただきたい。
 - 経営者だけでなく企業の中核人材にも読んでもらいたい。こうした中核人材は、金融機関 OB が派遣されるケースも多い。企業に人材派遣をするような部署の方々にも、周知することも有効ではないか。
 - 事例集があればガバナンス構築の重要性について読者がイメージしやすくなり、また、Q&A も不安の払拭に役立つと思われる。

5.3 「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイドンス」の取りまとめ

中小企業のガバナンスに関する調査と中小エクイティ・ファイナンスに係るガバナンス検討会での議論に基づき、「中小エクイティ・ファイナンス活用に向けたガバナンス・ガイドンス」とその概要資料を作成した。これらのガイドンスは令和 5 年 4 月以降の公表を予定している。

二次利用未承諾リスト

令和4年度中小企業実態調査事業（スタートアップの資金調達に関する企業の実態調査および検討会実施等）調査報告書

令和4年度 中小企業実態調査事業

株式会社 三菱総合研究所

頁	図表番号	タイトル
33	表 3-3	出口戦略毎の回帰分析結果
35	表 3-4	MBO 前後における全要素生産性、労働生産性等の平均値の比較
38	表 3-5	パネル回帰分析の推定結果
41	表 3-6	分析に用いた変数の定義
41	図 3-1	デット・ファイナンス比率の推移（左：設立年別、右：業種別）
42	表 3-7	パネル回帰分析の推定結果
44	図 3-2	期待効用仮説に基づく融資額と期待所得
47	表 3-9	米国の中小企業金融の概要
48	表 3-10	金融機関から借入をしている中小企業の割合（推定値）
50	表 3-11	負債の重要性に関する時系列推移
51	表 3-12	2004年のスタートアップの資金調達先
53	表 3-13	創業初期の負債と売上高成長率との関係に関する分析結果
53	表 3-14	初期段階の負債と倒産確率の関係
56	表 3-15	NSSBF データにおける個人保証を利用している借入企業割合
56	表 3-16	SCF データにおける投資額に対する個人保証割合
57	表 3-17	SCF データにおける個人担保・保証の利用に関するロジスティック回帰分析
60	表 3-18	モデル変数の定義
60	表 3-19	モデル1によるロジスティック回帰分析
61	表 3-20	モデル2による OLS 回帰分析
62	表 3-21	無担保ローンと有担保ローンで分けたときのモデル2の OLS 回帰分析
63	表 3-22	モデル3による OLS 回帰分析

令和4年度 中小企業実態調査事業（スタートアップの資金調達に関する企業の実態調査および検討会実施等）報告書

2023年3月

株式会社三菱総合研究所金融 DX 本部／経営イノベーション本部
