

事務局説明資料

（中小企業の成長を支える新たな資金調達のあり方について②）

2022年3月30日

中小企業庁

目 次

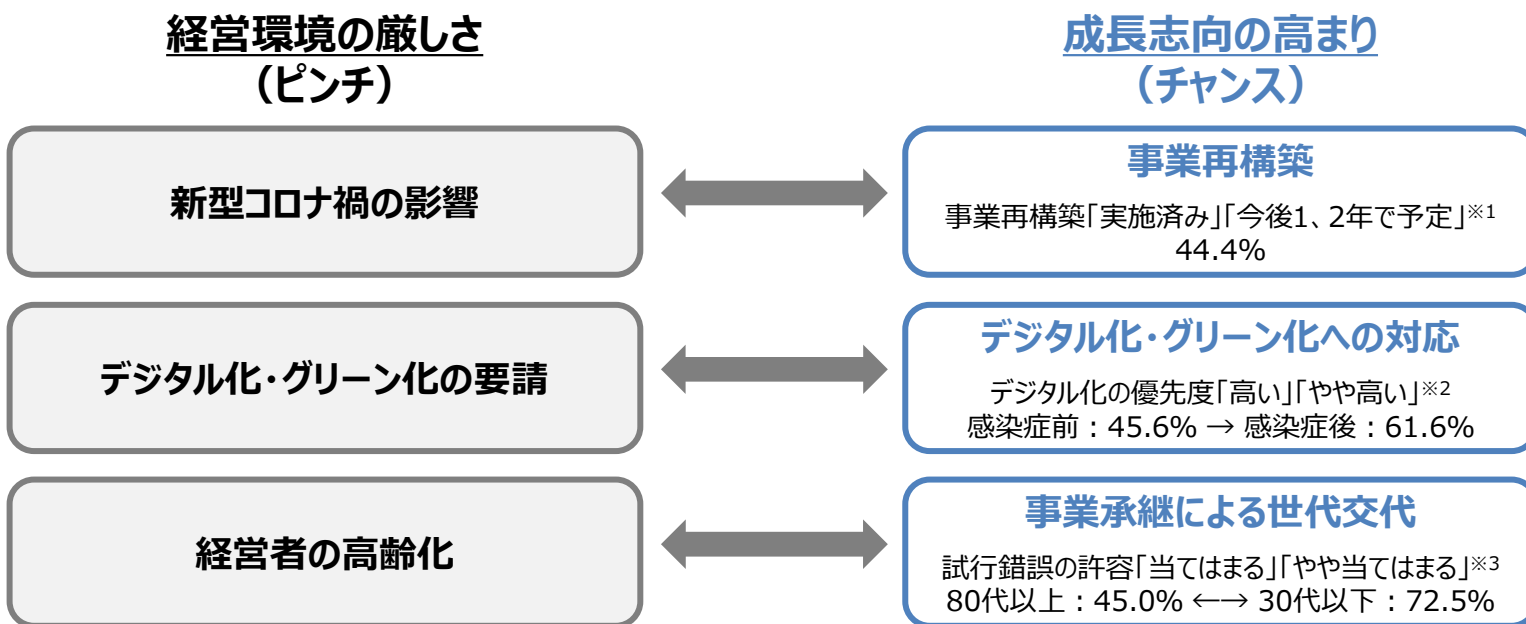
1． 中小企業にとってのエクイティ・ファイナンス	p.2
2． 狭義のエクイティ・ファイナンスの現状と課題	p.9
3． M&Aの現状と課題	p.19
4． まとめ	p.35

1. 中小企業にとってのエクイティ・ファイナンス

中小企業を巡る「経営環境の厳しさ」と「成長志向の高まり」

- 中小企業を巡る経営環境は、新型コロナ禍の影響や、デジタル化・グリーン化の要請の高まりをはじめとして厳しい状況。また、経営者の高齢化に歯止めがかからず、事業承継もいよいよ待ったなしの状況。
- 一方、それが故に、ウィズ・コロナに対応する事業再構築や、デジタル化・グリーン化への対応など、成長志向が高まる契機にもなっている。また、事業承継も、世代交代による変革の契機とも捉えられる。
- 言わば「ピンチはチャンス」として、中小企業の成長を強力に後押しすることも必要ではないか。

中小企業を巡る「経営環境の厳しさ」と「成長志向の高まり」

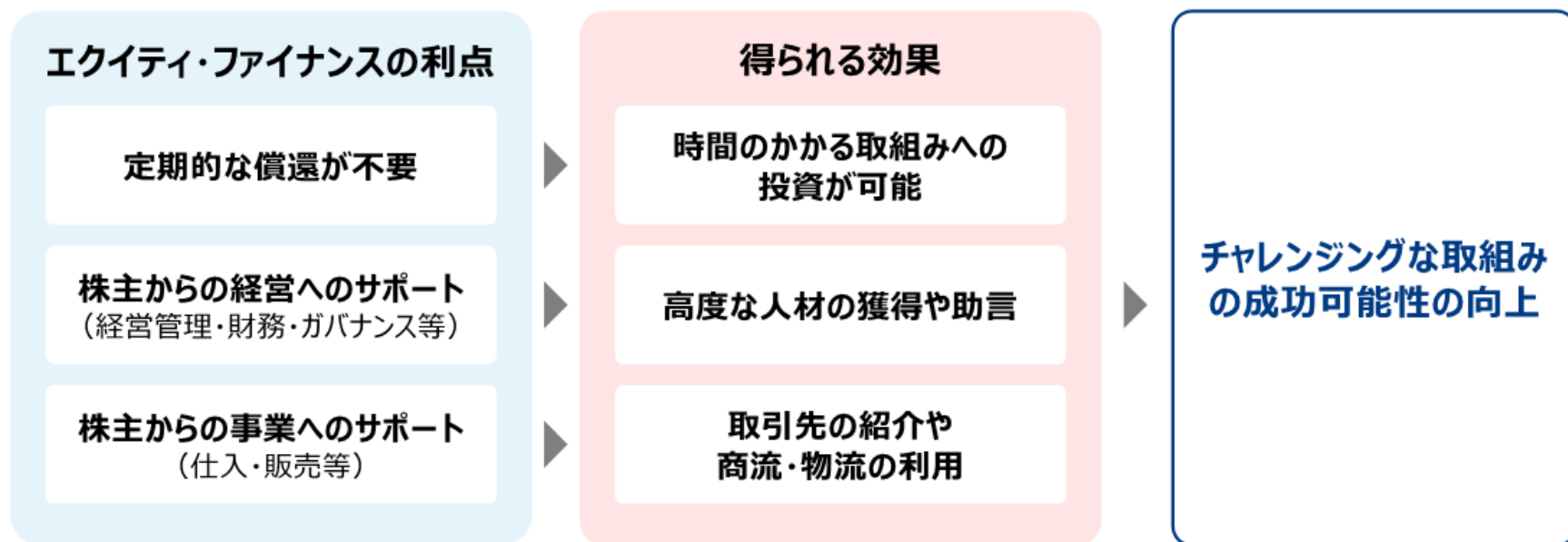


【資料】 東京商工リサーチ「第15回新型コロナウイルスに関するアンケート調査」（※1）、「中小企業白書（2021年）」（※2）、東京商工リサーチ「中小企業の財務・経営及び事業承継に関するアンケート」（※3）

成長志向の中小企業にとってのエクイティ・ファイナンスの有効性

- 成長志向が高ければ高いほど、既存事業の延長線上にないリスクの高い企業活動（挑戦）を伴う。このため、その資金調達は、一般に、ローリスクを前提とする借入だけによることは適当でなく、ハイリスクを許容するエクイティ・ファイナンスも活用することが適当。
- また、エクイティ・ファイナンスの出し手（出資者）から、経営・事業面のサポートや、取引先や人的ネットワークの提供等の支援を受けることで、成長を実現できる可能性が向上することも期待。

エクイティ・ファイナンスの利点と得られる効果



【資料】 中小企業庁「エクイティ・ファイナンスに関する基礎知識」

エクイティ・ファイナンスを受けた中小企業の責務

- 出資者は、出資先企業に対してハイリスクな資金を提供する一方で、高い経済的なリターン（企業価値向上、配当金等）を期待。
- このため、エクイティ・ファイナンスを受けた中小企業は、株主たる出資者から、出資金の有効な使用や事業成功に向けた努力は当然ながら、更にガバナンスや情報開示等の順守が求められる。

エクイティ・ファイナンスを受けた中小企業の責務

出資者が期待する経済的なリターン

企業価値の向上

株主への配当金の
支払い

取引先からの出資の場合

安定的な取引の継続

事業間のシナジー

順守事項への適切な取組み

株主総会の厳格な運営

定款変更

役員選任

その他の議決権行使事項

等

投資契約の締結事項の順守

情報開示

表明保証

等

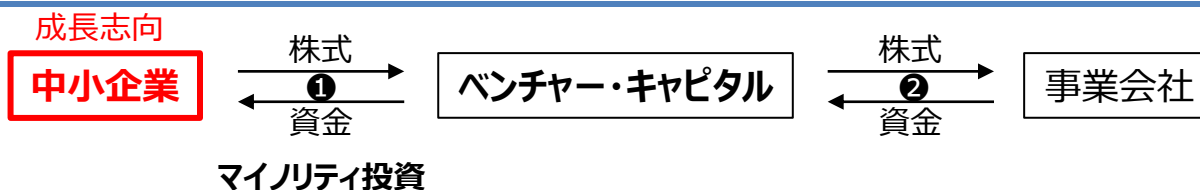
中小企業のエクイティ・ファイナンスへの関与

- 中小企業のエクイティ・ファイナンスへの関わり方としては、主に以下の類型が考えられる。

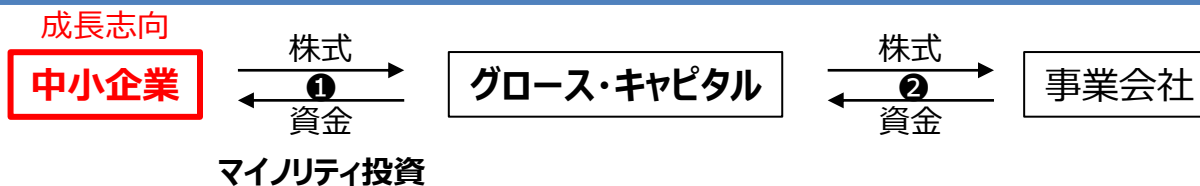
成長志向の中小企業によるエクイティ・ファイナンスへの関与の類型

■ 類型①： 狭義のエクイティ・ファイナンス（※対象企業に直接的に資金が供給）

類型①－１： 事業承継等を契機に抜本的な事業転換を図るために必要な資金調達を行う場合

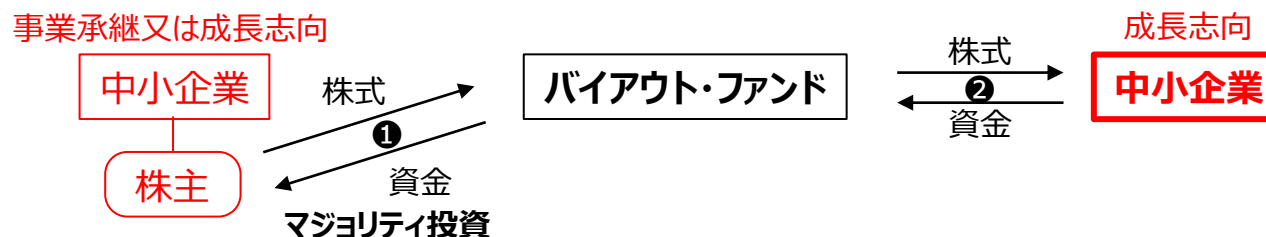


類型①－２： 規模拡大や事業再構築等を図るために必要な資金調達を行う場合



■ 類型②： M&A（※対象企業に直接的には資金が供給されない）

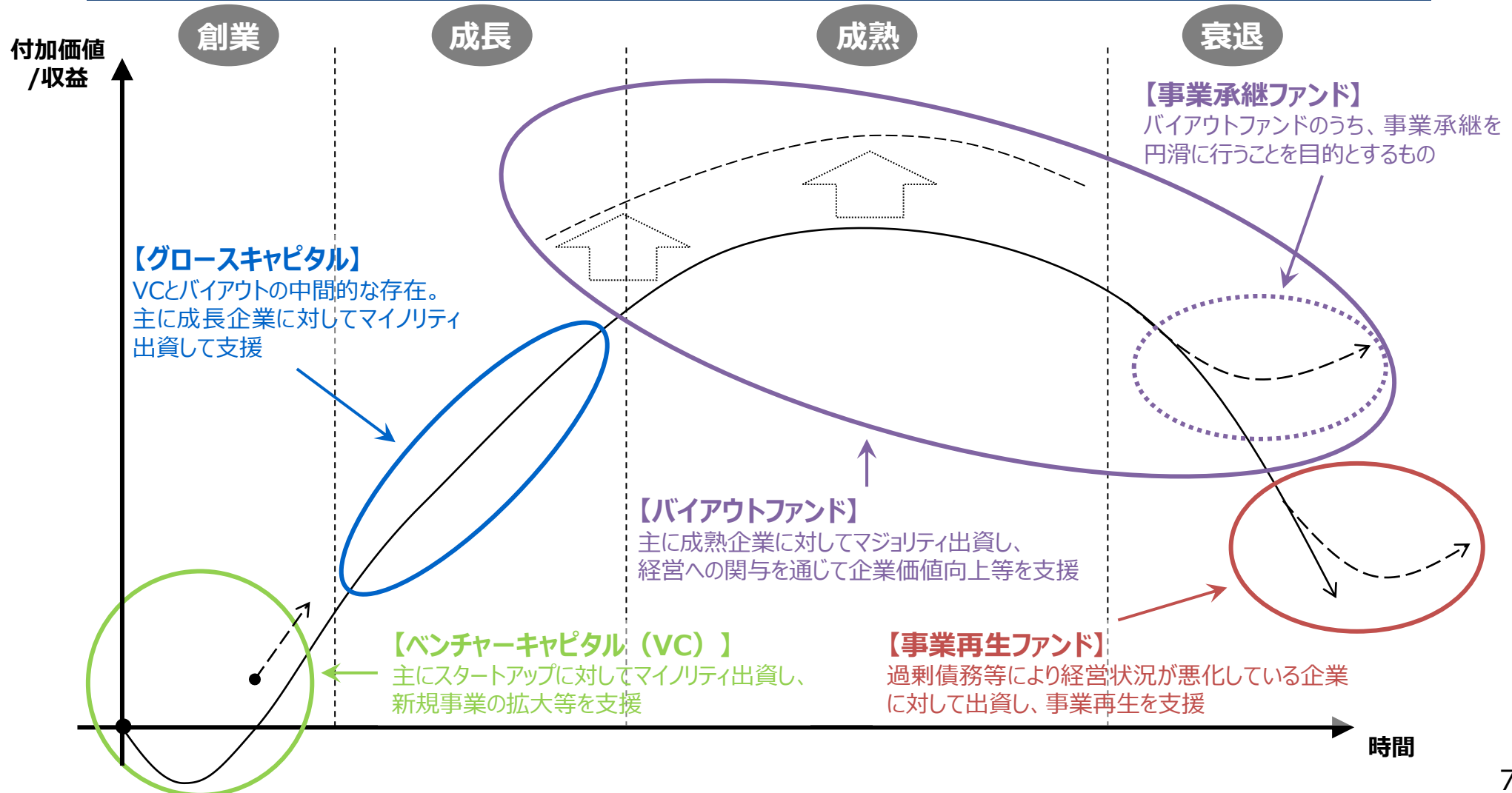
類型②： 規模拡大等を図るためにM&Aを行う場合（※譲受側だけでなく、譲渡側の視点でもあり得る）



（注） 上記では、いずれの類型でもファンドを経由する形としているが、必ずしもファンドを経由するわけではない。また、最終的な出口としても、事業会社による引受けだけでなく、IPO等もあり得る。

- PEファンドは成長フェーズや目的に応じて様々なものが存在。また、同じ成長フェーズ等であっても、それぞれのファンドが持つ強み・専門性は異なる（例、ガバナンス強化、海外展開等）。

企業の成長フェーズと関連するPEファンドの関係性



(小括) ご議論いただきたいポイント①

1. 中小企業にとってのエクイティ・ファイナンス

①成長志向の中小企業にとってのエクイティ・ファイナンスの有効性

⇒ エクイティ・ファイナンスは中小企業にとって馴染みがないため、まずはエクイティ・ファイナンスの活用が有効な場面・事例や仕組み等を広報することが重要ではないか。

②エクイティ・ファイナンスを受けた中小企業の責務

⇒ 中小企業においてはガバナンスや情報開示が不十分なことも少なくないが、これらに対応することでエクイティ・ファイナンスが提供されやすくなるのではないか。また、特にどのような点に対応することが重要か。

2. 狭義のエクイティ・ファイナンス の現状と課題

現在の実施状況①

- 地方の中小企業が成長に必要な資金をエクイティ・ファイナンスで調達し、出資者から経営・事業面のサポートや、取引先や人的ネットワークの提供等を受けている事例も存在。

成長に必要な資金をエクイティ・ファイナンスで調達した事例

株式会社ミライエ（他特殊産業機械製造（島根県））

- 投資ファンド名：
とっとり地方創生ファンド投資事業有限責任組合2号
（グロース・キャピタル）
- 投資受け入れの目的や背景：
調達した資金を生かして事業展開を強化し、
2025年8月期までに10倍超となる20億円の
売り上げを目指す



ポテトかいつか（野菜卸（茨城県））

- 投資ファンド名：
J-GIA1号投資事業有限責任組合（グロース・キャピタル）
- 投資受け入れの目的や背景：
事業成長に組織体制・管理体制が追いついておらず、家族
経営から企業経営への変革の必要性を強く意識
- EXIT：
2020年2月、カルビーの完全子会社へ



ミツフジ株式会社（繊維原料卸（京都府））

- 投資ファンド名：
京銀輝く未来応援ファンド投資事業有限責任組合
（ベンチャー・キャピタル）
- 投資受け入れの目的や背景：
米ラスベガスの家電見本市CESに初出展
して注目され、海外企業からの引き合いも増
えてきたため、国内での量産・開発体制を確
立する



株式会社八天堂（パン小売業（広島県））

- 投資ファンド名：
いよベンチャーファンド6号投資事業有限責任組合
（ベンチャー・キャピタル）
- 投資受け入れの目的や背景：
八天堂の海外部門が独立して設立されたHattendo
International（東京都）への出資。
今後もフランチャイズ展開や現地企業との
ジョイント・ベンチャー設立により東南アジア
諸国に店舗を拡大する方針

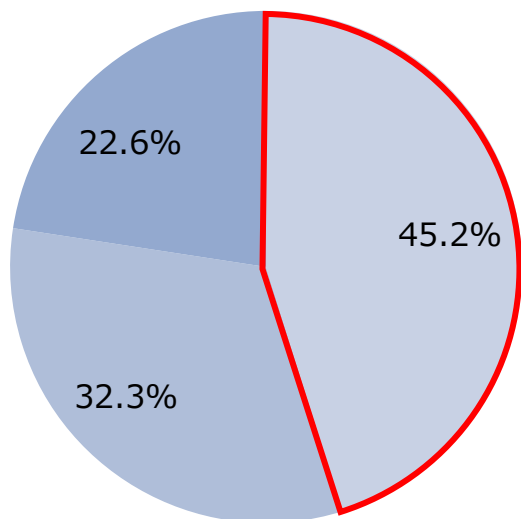


現在の実施状況②

- ベンチャー・キャピタルでは、売上が立っていない企業への投資が45.2%と多く※、創業間もない、いわゆるスタートアップへの投資が中心と考えられる。
- また、成長期の企業への支援が期待されるグロース・キャピタル等は、少数にとどまっている。
- （業歴が10年以上の）中小企業が成長に必要な資金をエクイティ・ファイナンスによって調達するケースは、まだ一般的ではないと考えられる。

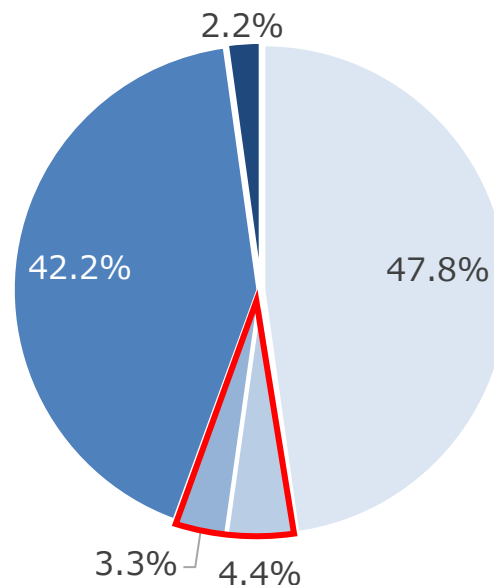
※中小企業庁が行った調査による（詳細は別紙「参考資料」を参照）。特記ない限り、本資料においてファンドの投資実態に関する分析はいずれも本調査の結果に基づく。

ベンチャー・キャピタルの投資対象企業の売上高



■ 0 ■ ～1億円 ■ ～10億円

PEファンドの種類別の割合

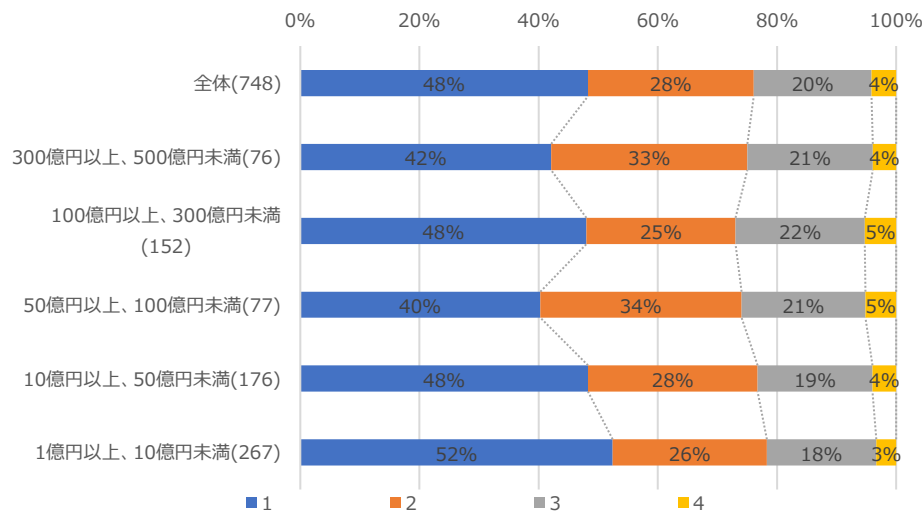


■ ベンチャー・キャピタル ■ グロース・キャピタル ■ メザニン・ファンド
■ バイアウト・ファンド ■ その他

課題①：中小企業と投資家の接点の少なさ

- 多くの中小企業は、成長資金を調達する際、それ以外の調達方法を検討せずに借入を選択しており、そもそも中小企業と投資家の接点が少ないと考えられる。
- なお、ベンチャー・キャピタルの案件探索（ソーシング）は、まずは投資対象企業のコミュニティに入り、そこから信用を得て徐々に投資対象企業等からの相談が来ることが一般的と言われている。そのことは、「GPから投資対象企業への働きかけ」「投資対象企業からの直接の申込」等が多いことからもうかがえる。

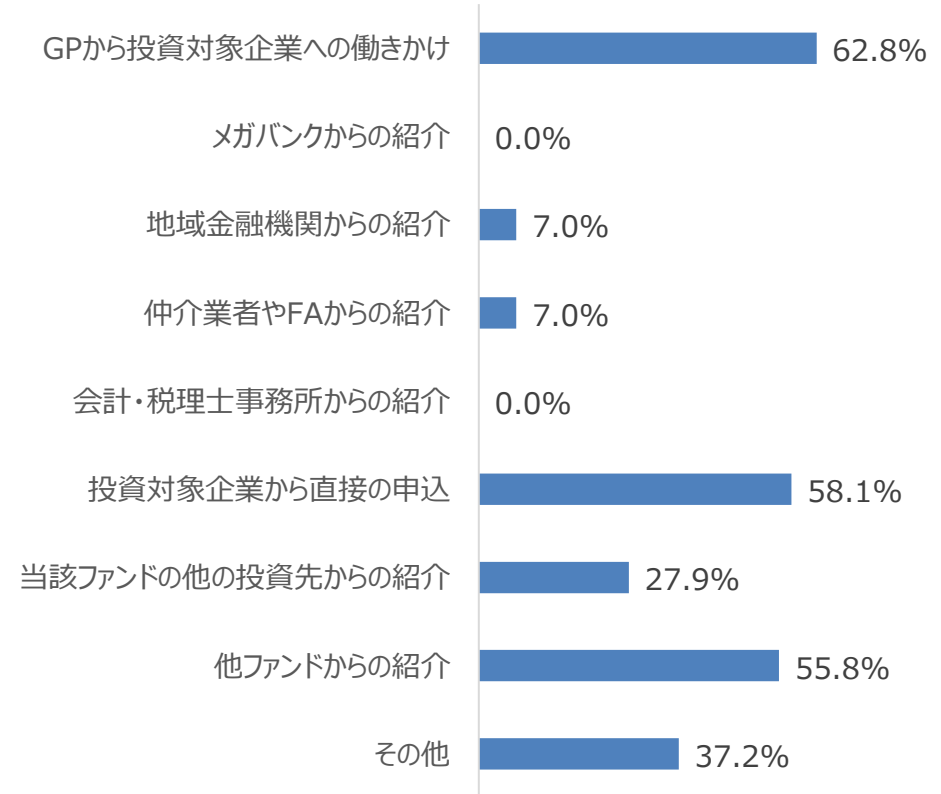
中小企業における成長資金の調達方法の意識



増資ではなく、借入による資金調達を選択した理由について、以下から最も近いものを1つ選択してください

- 1 借入先に融資を前提に相談した（資金調達として、それ以外に思い当たらなかった
- 2 借入先に資金調達についての相談をした結果、提案されたのが融資であった
- 3 増資も選択肢としてあったが、調達条件（金利や利子補給）等の理由から借入がより良い選択と考えた
- 4 増資による資金調達を検討したが実現には至らず、次の選択肢として借入での調達を行った

ベンチャー・キャピタルの案件探索の方法



【資料】 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」

課題②：中小企業における経営への関与についての懸念

- 中小企業からは、エクイティ・ファイナンスを受けることで、経営者の持ち株比率が低下し、経営の自由度が低下することを懸念する声が多い。
- こうした懸念に対応するため、無議決権株式等の種類株式を活用する事例もある。
- なお、いわゆる「オーナー企業」の割合は、売上高10億円未満では8割超である一方、企業規模が大きいほど低くなる傾向にある。

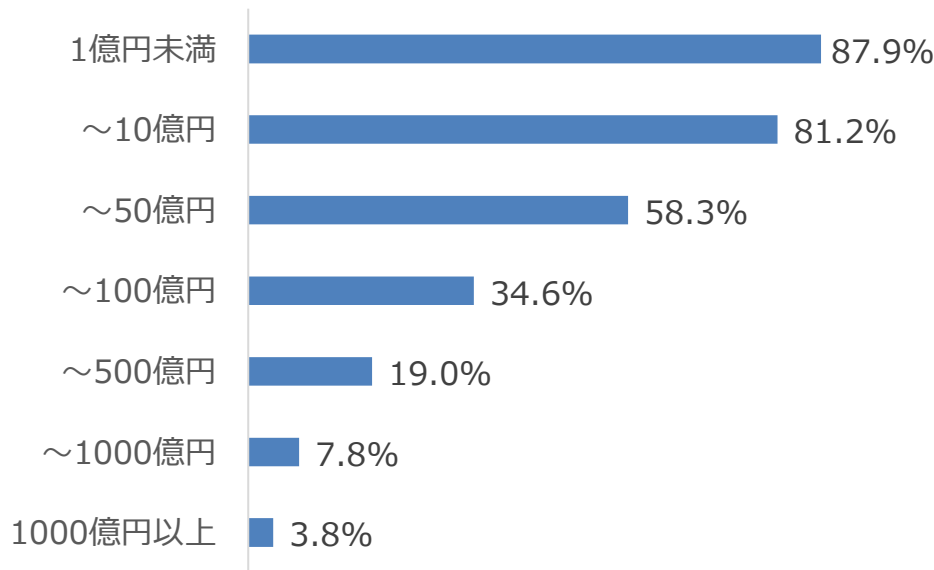
種類株式の活用事例

三好食品工業株式会社

- **企業概要：**
食品製造業（福岡県）
- **投資ファンド名：**
NCB九州活性化投資事業有限責任組合（DBJ・西日本シティ銀行・REVICが共同出資）
- **投資概要：**
ファンドによる優先株式出資（+ DBJ・西日本シティ銀行による協調融資） ※投資期間中
- **出資受入れの目的：**
製品の質向上や生産ラインの集約化を目的とした新工場の建設に伴う大規模な設備投資の実施。



売上高規模別のオーナー企業の割合



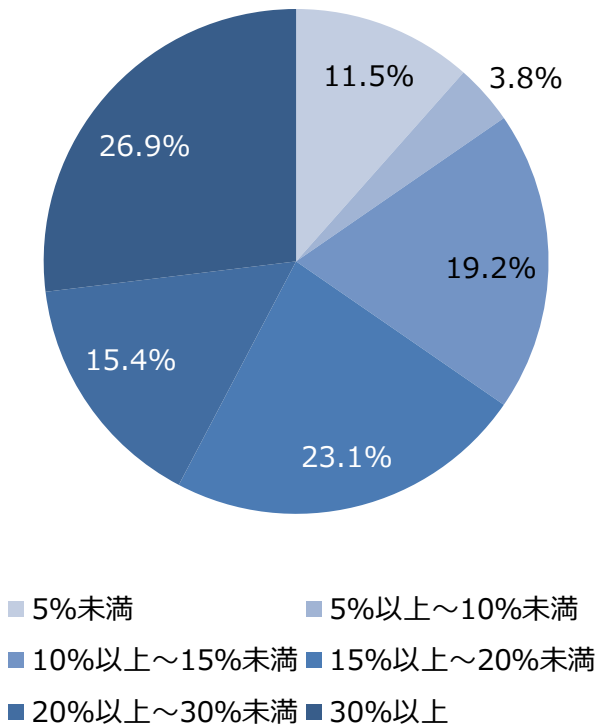
（注）「オーナー企業の割合」は、全体（約 56 万社）に占めるオーナー企業（＝代表者名と筆頭株主が一致した企業）の割合。

【資料】 帝国データバンク「全国オーナー企業分析」（2016年）をもとに作成

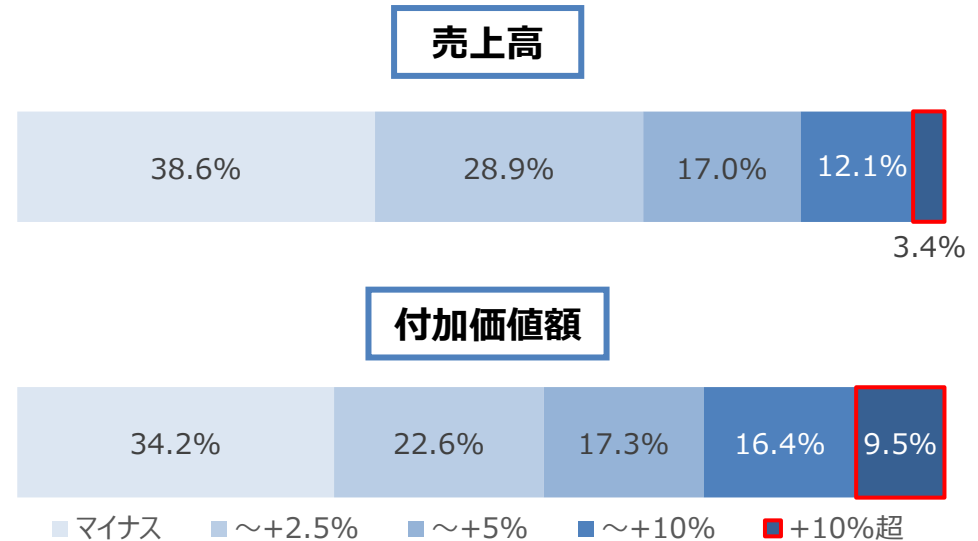
課題③：「中小企業の成長性」と「投資家側の期待リターン」のギャップ

- ベンチャー・キャピタルにおける案件毎の投資リターン（IRR）は、15%以上が65.4%を占め、30%以上も1/4超を占める。
- こうした投資家側の高い期待リターンに応えられる成長性のある中小企業は、少なくとも現状では限定的。

ベンチャー・キャピタルの平均的なIRRの水準



中小企業の成長率の分布（2015年→2019年）



(注)

1. 対象とする企業は、2015年及び2019年に当該調査に回答した企業のうち、2019年時点の資本金が3,000万円以上1億円以下で、かつ従業員50人以上の企業、10,756社である。
2. ここでいう成長率とは、2015年時点の売上高・付加価値額と2019年時点の売上高・付加価値額の変化率を指す。
3. ここでいう付加価値とは、当期純利益 + 給与総額 + 減価償却費 を指す。

【資料】 経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」再編加工

課題④：投資家側における投資回収（EXIT）の困難さ

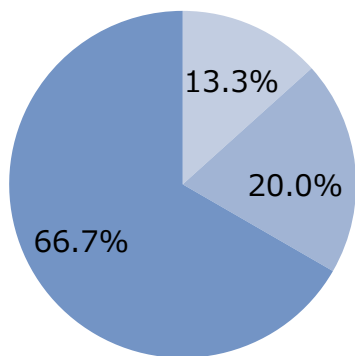
- ベンチャー・キャピタルの投資額は必ずしも大きくなく、投資期間も必ずしも短くない。
- 一方、EXITの方法は、IPO（76.7%）や事業会社への売却（60.5%）が多いが、IPOを実現できる企業は年100社程度と極めて限られており、EXIT先として期待される事業会社も少ない状況。

ベンチャー・キャピタルにおける投資の額と期間

投資額の範囲

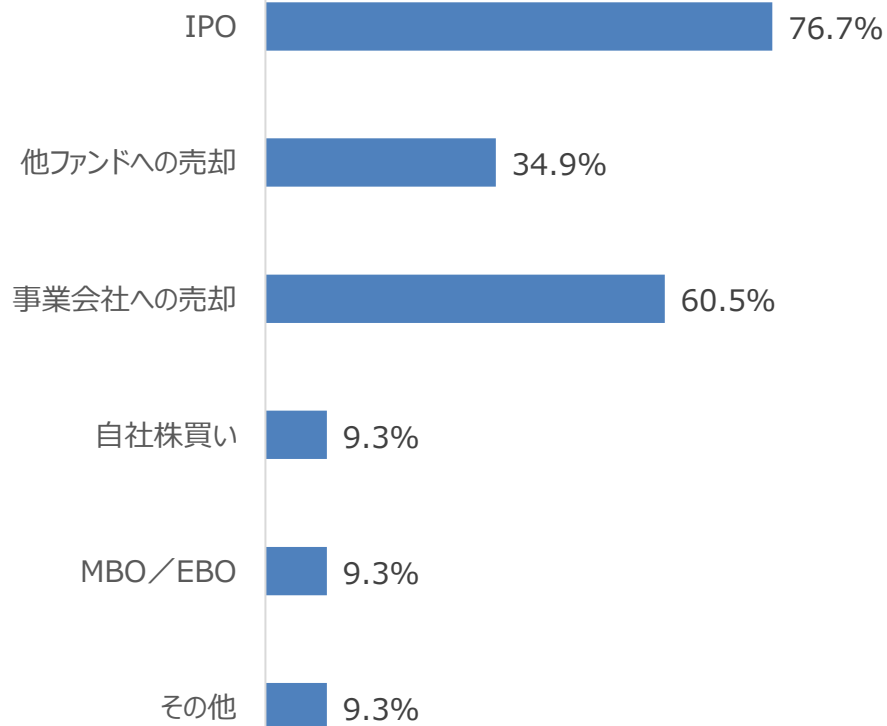
投資期間

0.6～2.9億円
※下限・上限のそれぞれ平均値



■ 3年未満 ■ 3年以上～5年未満 ■ 5年以上～10年未満

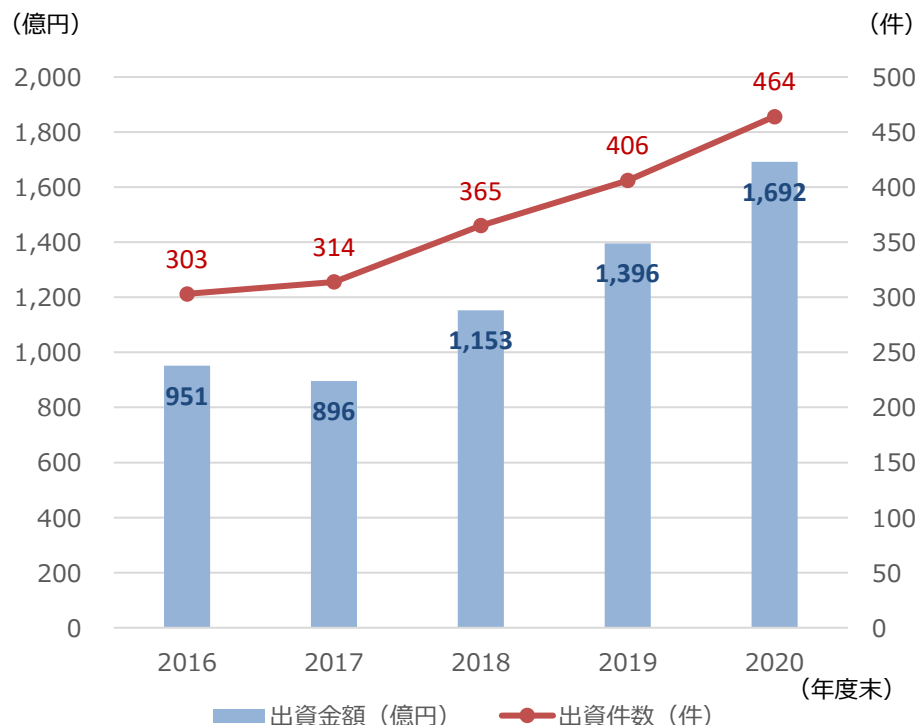
ベンチャー・キャピタルにおけるEXITの方法



(参考) 地域金融機関によるエクイティ・ファイナンス

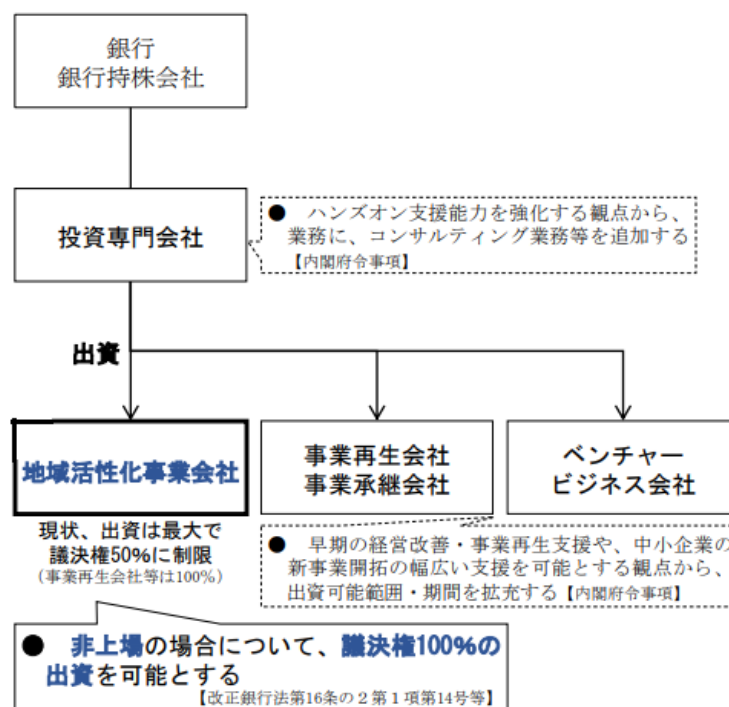
- 地域金融機関は、創業・新事業開拓を目指す企業に対して、融資だけでなく、企業育成ファンドへの出資も行っており、その出資実績は増加傾向にある。
- さらに、地方創生や地方経済の活性化等の観点から、近年、5%ルールの例外が緩和され、地域活性化事業会社、事業再生会社、事業承継会社等への出資を行いやすい環境が整いつつある。

地方銀行による企業育成ファンドへの出資実績



【資料】 全国地方銀行協会「地方銀行における『地域密着型金融』に関する取り組み状況」(2021年)

令和3年銀行法改正の概要 (出資規制関連)

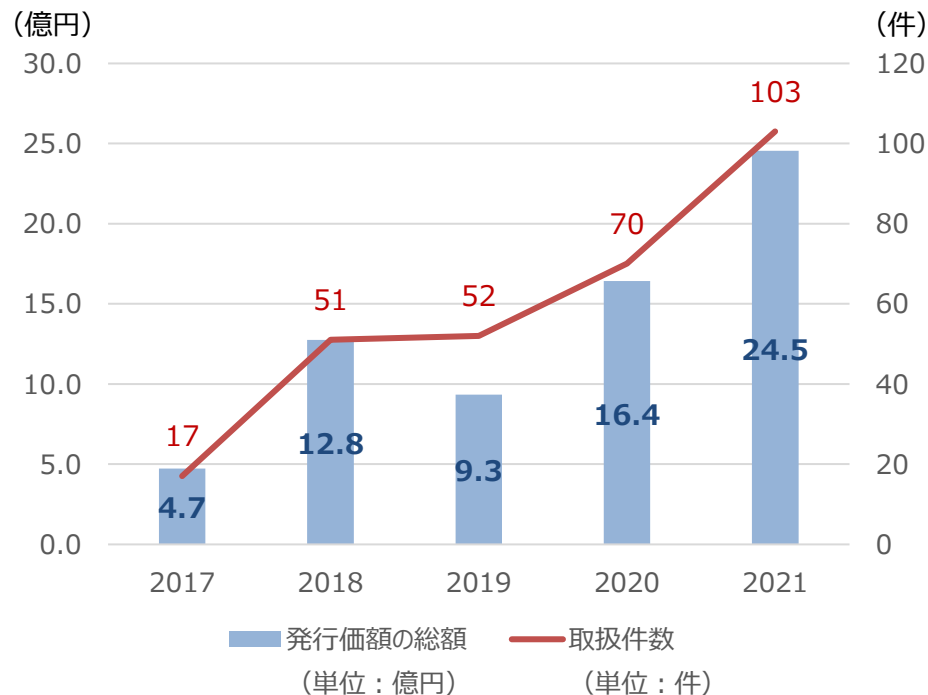


【資料】 金融庁資料

(参考) 株式投資型クラウドファンディング／株主コミュニティ制度

- ベンチャー企業等への小口の投資を促す仕組みとして、株式投資型クラウドファンディングが広がりつつある。
- また、地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、2015年5月に創設された非上場株式の流通取引・資金調達の「株主コミュニティ制度」についても、利便性を高めるためにネットで売買を行える環境も提供され始めている。

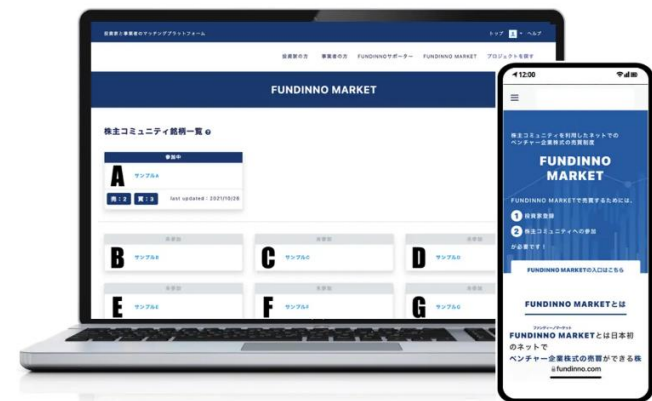
株式投資型クラウドファンディングの実績



【資料】 日本証券業協会
「株式投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況」

ネット売買を提供する株主コミュニティ制度の事例

- 2021年12月、日本初となる、非上場株式の売買をネット上で行える株主コミュニティ制度として、「FUNDINNO MARKET（ファンディーノマーケット）」が開始。
- これまでに4銘柄について、37件の取引を実施。（2022年1月末時点）



【資料】 (株) FUNDINNO資料より作成

(小括) ご議論いただきたいポイント②

2. 新規事業展開等に必要な資金調達

課題①：中小企業と投資家の接点の少なさ

⇒ 中小企業と投資家の接点を提供、強化することが重要ではないか。具体的にどのような方策があり得るか。

課題②：中小企業における経営への関与についての懸念

⇒ 経営への関与についての懸念を緩和、解消することができないか。

例えば、①無議決権株式等の種類株式の活用促進や、②まずは非オーナー企業が多い、比較的規模の大きい企業への支援から始めることが有効ではないか。

課題③：「中小企業の成長性」と「投資家側の期待リターン」のギャップ

⇒ 低い投資リターンを許容する投資家による支援を促進することができないか。

その手段の一つとして、中小M&A推進計画では、「（中小企業基盤整備機構の）中小企業経営力強化支援ファンド出資事業において、他の投資家に優先分配を行える仕組みを措置するなどの特例措置の創設」を検討することとされている。中小企業によるエクイティ・ファイナンスの活用を促すことで、更に中小企業の成長志向を高めるといった好循環を創出する上で、本制度の導入は有効ではないか。一方で、市場を歪めるなどどのような反作用が懸念されるか。

課題④：投資家側における投資回収（EXIT）の困難さ

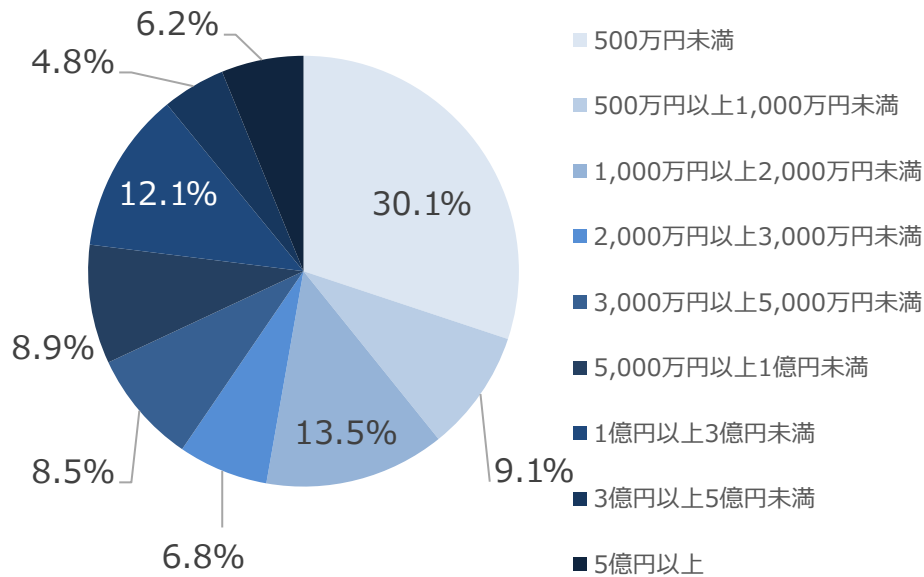
⇒ 非上場株式の流動性を向上させるため、金融庁において株主コミュニティ制度や株式投資型クラウドファンディングの改善等について検討が行われているが、現行制度下においても工夫の余地はないか。

3. M&Aの現状と課題

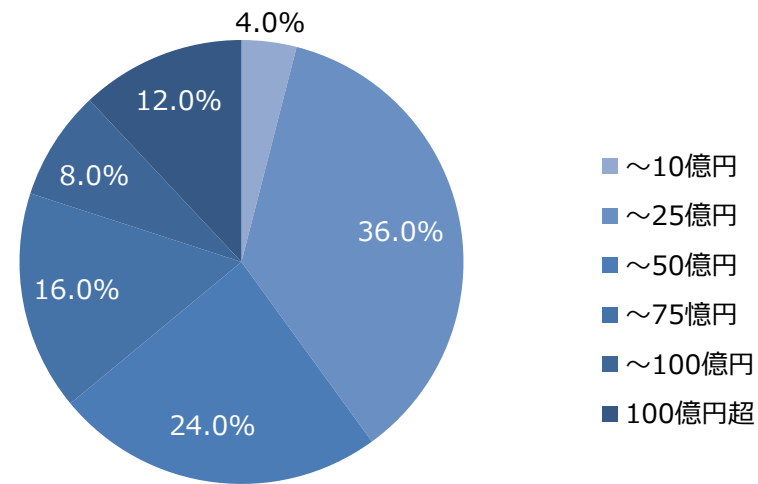
現在の実施状況①

- 中小企業においても、事業承継ニーズの高まり等に伴って、規模の大小を問わず、幅広い企業でM&Aが実施されている。

中小企業を当事者とするM&Aの譲渡価額



バイアウト・ファンドの投資対象企業の売上高

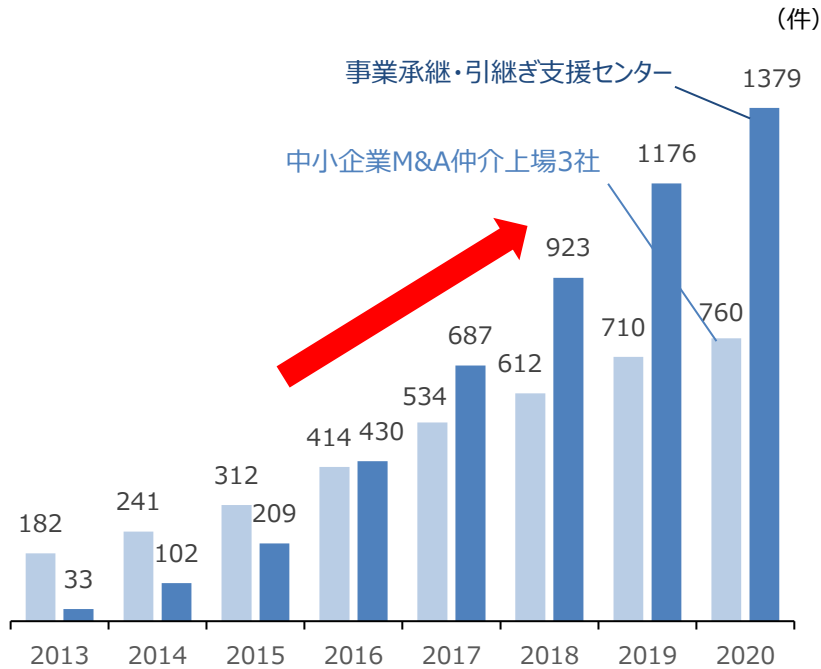


(注) 2018年度の成約案件について、民間M&A仲介業者及び事業引継ぎ支援センターへのアンケート結果を集計

現在の実施状況②

- 中小企業を当事者とする中小M&Aの実施件数は右肩上がりで増加しており、足下では年間3～4千件程度実施されていると推計。
- 一方、中小M&Aの潜在的な譲渡側は約60万者との試算（→10年で実施する場合、年6万件ペース）もあり、希望する中小企業がM&Aを円滑に行える環境の整備が必要。

中小企業を当事者とするM&Aの実施状況



(注) 「中小企業M&A仲介上場3社」とは、「(株) 日本M&Aセンター」、「(株) ストライク」、「M&Aキャピタルパートナーズ (株)」を指す。

潜在的な譲渡側（試算）

	潜在的な譲渡側数	構成比
成長志向型M&A	8.4万者	14.5%
事業承継型M&A	30.6万者	53.1%
経営資源引継ぎ	18.7万者	32.4%
合計	57.7万者	100.0%

(注)
「成長志向型M&A」：
自力での成長の限界等を背景に、更なる成長をするために戦略的に行うM&Aをいう。

「事業承継型M&A」：
経営者の高齢化等を背景に、事業を継続するためにやむを得ず行うM&Aをいう。

「経営資源引継ぎ」：
事業を継続しないものの、全部又は一部の経営資源を引き継ぐことをいう。

【資料】レコフデータ

中小M&A推進計画の実行

- 2021年4月、中小M&Aを推進するため、今後5年間に実施すべき官民の取組を「中小M&A推進計画」として取りまとめ、これを着実に実行しているところ。ただし、本計画では、幅広い中小企業への対応が念頭に置かれ、高度なM&A等を念頭に置いた検討は十分ではない。

中小M&A推進計画のポイント

(1) 小規模・超小規模M&A向け

課題.

- 潜在的な譲渡側の数が増大。
- かけられるコストに限りがある中で、最低限の安心の取組がおろそかになっているケースがある。

- ➡
- ① **事業承継・引継ぎ支援センターとM&A支援機関の連携強化**
 - ② **DD、セカンドオピニオン、表明保証保険の推進**

(2) 大規模・中規模M&A向け

課題.

- M&A支援機関の支援の妥当性を判断するための知見が不足している中小企業が存在。
- M&A後の経営統合（PMI）の取組が不足。

- ➡
- ① **支援の妥当性を判断するためのツールの提供**
 - ② **中小M&AにおけるPMIに関する支援**

(3) 中小M&Aに関する基盤の構築

課題. M&A支援機関の数が増加する一方、M&A支援機関の質を確保する仕組みがない。

- ➡
- ① **M&A支援機関に係る登録制度の創設**
 - ② **M&A仲介に係る自主規制団体の設立**

(参考) 中小M&A推進計画の実行例① (M&A支援機関の質の確保)

- 2020年3月、M&Aの基本的な事項や手数料の目安を示すとともに、M&A支援機関等の適切な行動指針として、中小M&Aガイドラインを策定。
- 更にこれを徹底するため、2021年8月にM&A支援機関に係る登録制度を創設し、2021年10月に自主規制団体が設立されたところ。

中小M&Aガイドライン

(2020年3月策定)

後継者不在の中小企業向けの手引き

- ◆ M&Aの基本的な事項（手続等）
- ◆ 手数料の目安（考え方、具体的事例） 等

支援機関向けの行動指針

- ◆ 不利益情報の開示の徹底
- ◆ セカンドオピニオンを許容する契約
- ◆ 契約後も手数料を取得する契約の制限 等

中小M&A推進計画

(2021年4月策定)

M&A支援機関に係る登録制度の創設

- ◆ 「中小M&Aガイドライン」の遵守等を要件とする登録制度を2021年8月に創設
- ◆ 「事業承継・引継ぎ補助金」による補助対象を、登録支援機関による支援に限定
- ◆ トラブル等に関する情報提供窓口も創設

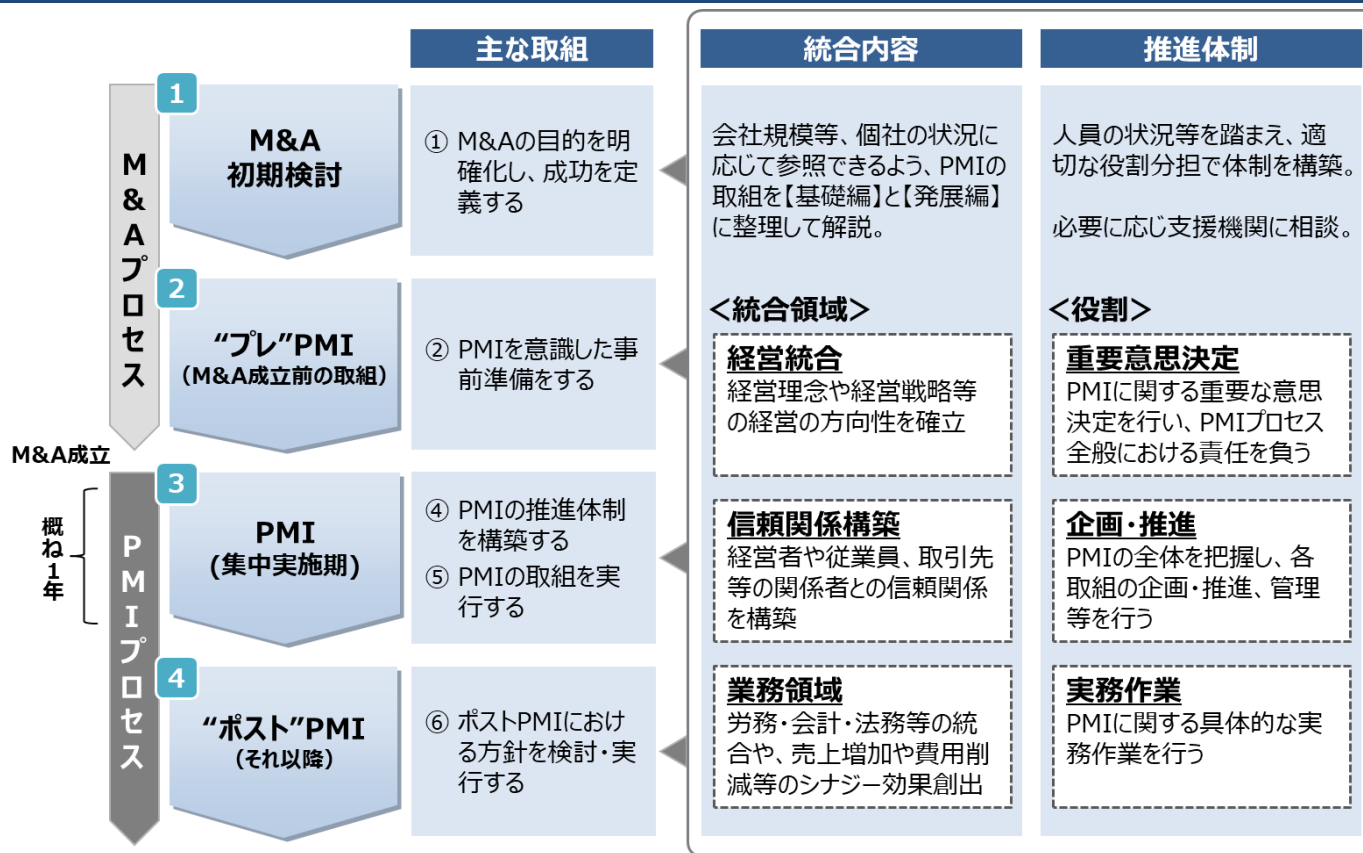
自主規制団体の設立

- ◆ M&A仲介業者を中心とする自主規制団体を2021年10月に設立
- ◆ ①適正な取引ルールの徹底、②M&A支援人材の育成サポート、③苦情相談窓口等を実施

(参考) 中小M&A推進計画の実行例② (M&A後の経営統合 (PMI) の推進)

- M&Aによって引き継いだ事業の継続・成長に向けた統合やすり合わせ等の取組 (PMI : Post Merger Integration) の重要性や取組内容について、中小企業の理解が進んでいない状況を踏まえ、**2022年3月**、中小企業におけるPMIを推進するべく、**「中小PMI支援メニュー」を策定**。
- ①中小PMIの「型」を提示する**「中小PMIガイドライン」を策定・公表**し、更に②**事業承継・引継ぎ補助金等による支援** (令和4年度から)、③**PMI支援を行う専門家の育成**に着手したところ。

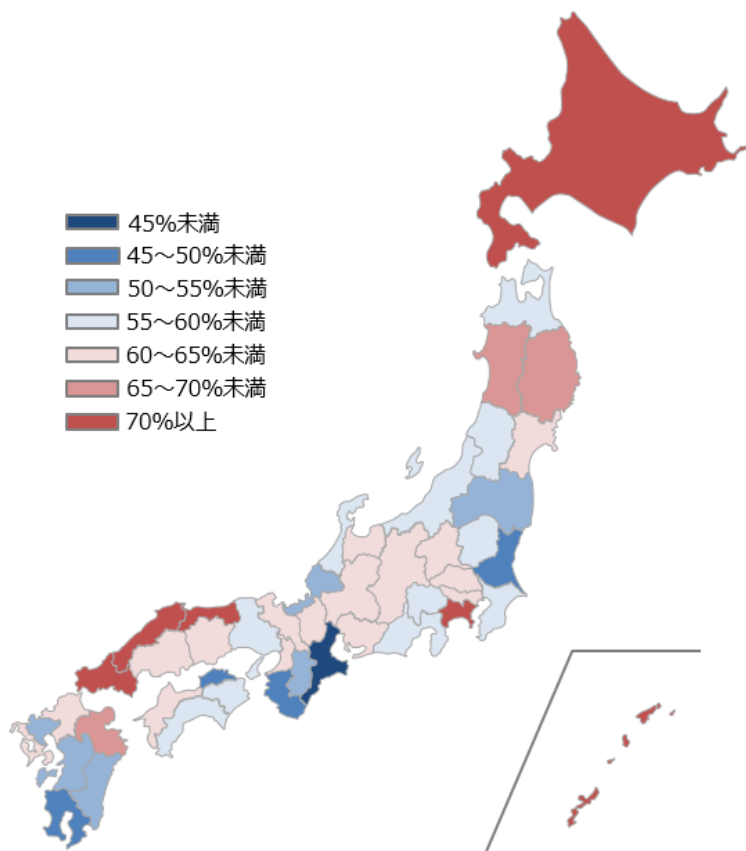
中小企業において求められるPMIの取組概要



残された検討分野①：一定規模以上の地方企業における経営者人材確保

- 地域によっては、そもそも事業を引き継げる経営者人材が不足している。
- このため、事業承継・引継ぎ支援センターでは、「後継者不在の個人事業者」と「創業希望者」をマッチングする「後継者人材バンク事業」を実施しているが、一定規模以上の中小企業には対応していない。

都道府県別の後継者不在率（2021年）

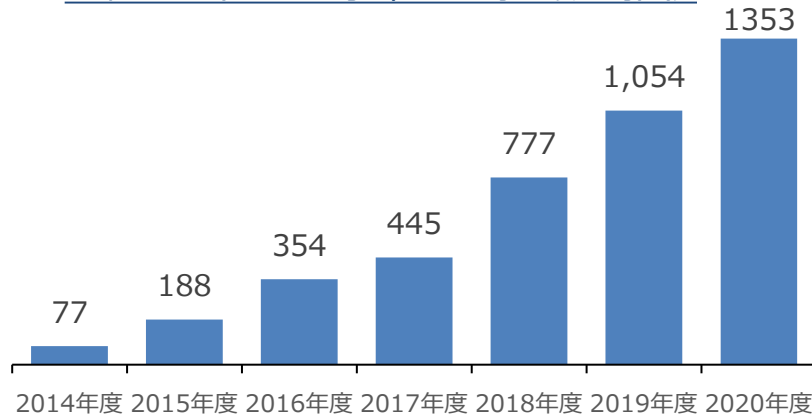


【資料】 帝国データバンク
「全国企業『後継者不在率』動向調査」（2021年）

後継者人材バンク事業の概要



後継者人材バンク事業の登録者数の推移



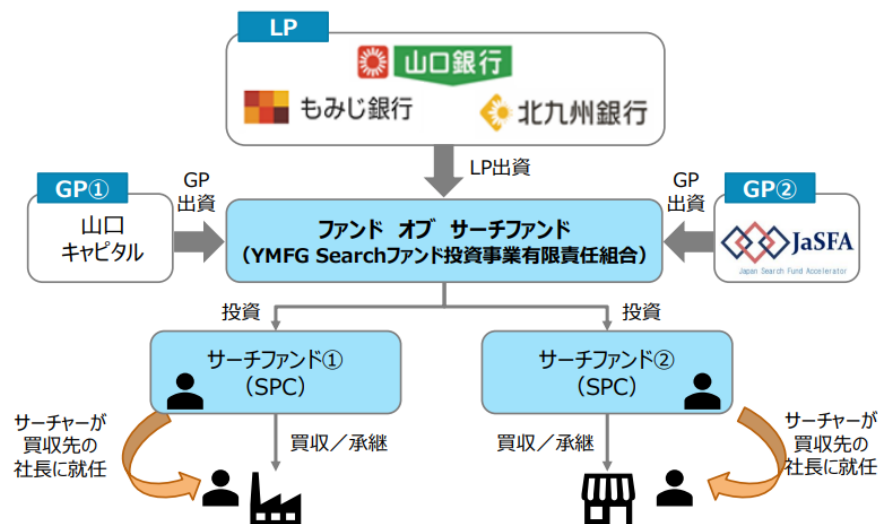
課題：経営者人材を確保するために必要なインセンティブの不足

- 経営者人材については人材紹介会社等による人材マッチングも活発化しつつあるが、中小企業では経営者人材を確保するために必要な報酬等を用意できないといった課題に直面することもある。
- こうした中、後継者不在の中小企業と、高度な経営者人材をマッチングする手法の一つとして、サーチ・ファンドの取組が日本でも始まりつつある。

サーチ・ファンドの事例

- 2019年2月、「山口フィナンシャルグループ（山口FG）」と「Japan Search Fund Accelerator（J社）」は、地方の事業承継課題や過疎化、若手人材不足といった多様な社会課題を解決するため、「YMFG Search Fund」を設立。
- 山口FGは、J社から紹介された候補者との面談等により、能力面や地域へのコミットと経営に対する覚悟を確認しサーチャーを選定。対象となる企業は、事業性評価の取り組み等、日頃の全店の活動の中から協議の上選定。
- 「YMFG Search Fund」は、サーチャーへの投資資金や後継者不在企業の株式買取資金を供給。

支援スキーム



具体的な成約事例

事例①

- バブソン大学にてMBAを取得した渡邊謙次氏（38歳）は、土木工事業や建築工事業等を営む「株式会社塩見組」（福岡県）を承継。
- 日本初となるサーチファンド成約案件。

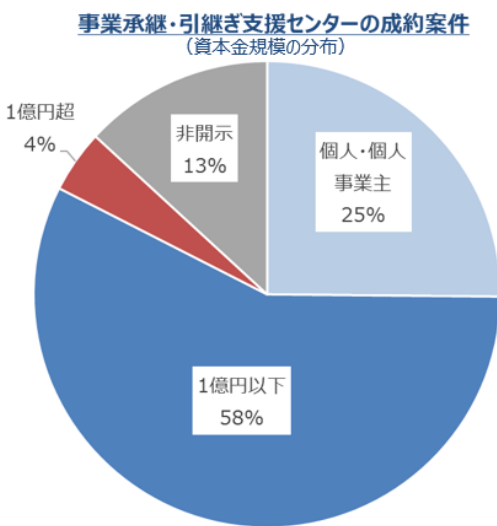
事例②

- コロンビア大学にてMBAを取得した伊藤啓太氏（31歳。当時）は、工場用検査機やピザ自動販売機等を製作する「株式会社キャスリンク」（広島県）に経営参画。
- 事業承継ではなく、同社の高い技術力をもとにバリューアップを目指すもの。

残された検討分野②：高度なM&A①（大幅な経営革新）

- 中小M&Aは中小企業同士で実施されることが多いが、中小企業ではM&AやPMIに関する知見や人材に乏しいことが多く、必ずしも大幅な経営革新を達成できているわけではない。
- このため、中小M&A推進計画に基づき各種の取組を進めているところであるが、これに加えて、知見や人材に優位性のあるバイアウト・ファンドによる支援が有効なことも多いのではないか。

中小M&Aにおける譲受側の規模



(注) 全国本部資料をもとに作成

<M&A仲介業者>

- 資本金1億円以下が7割程度で、ちょうど資本金1億円の会社も多い。【A社】

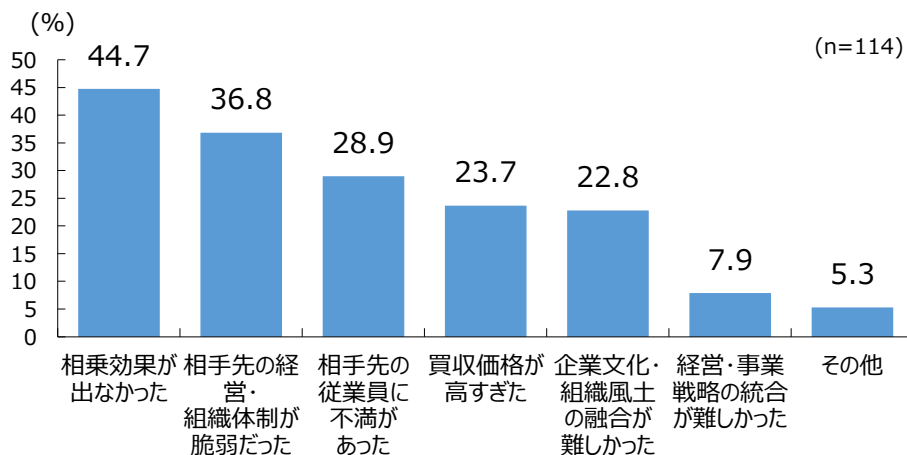
<M&Aプラットフォーム>

- 成約案件の買い手の98.5%が資本金1億円以下。大企業の業界再編やスタートアップのM&Aは1億円以上の資本金の企業が多いものの、それ以外のM&Aの大半では買い手の資本金は1億円以下というのが実態。【B社】
- 直近の成約した法人の買い手のうち、資本金1億円未満が約9割。【C社】

中小M&Aの期待を下回った主な理由

M&A実施後の満足度が期待を下回っていると回答した者は24%

M&Aの満足度が期待を下回った理由



(注)

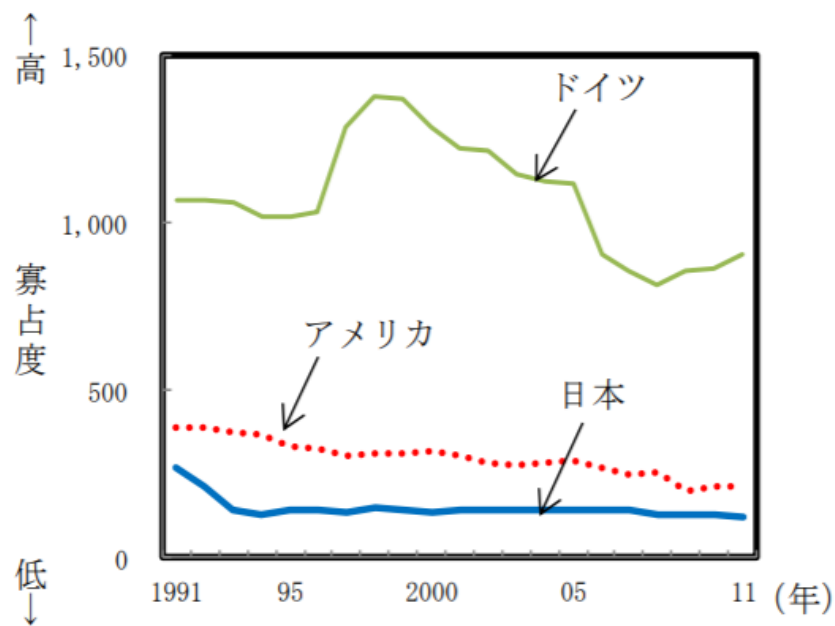
1. 複数回実施している者については、直近のM&Aについて回答している。
2. 複数回答のため、合計は必ずしも100%にならない。

【資料】三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株)
「成長に向けた企業間連携等に関する調査」(2017年11月)

残された検討分野②：高度なM&A②（中小企業のグループ化）

- 近年、デジタル化・グリーン化の要請や、激化する過当競争等に対応するための手段の一つとして、複数の中小企業を束ねるM&A（ロールアップ）を行うことで、個別の中小企業では保有することが困難な広報・採用・研究開発等の業務基盤を確保し、競争力を高めようとする取組が行われている。
- こうした取組は、M&A後の経営統合（PMI）について、高度な支援が必要になるため、バイアウト・ファンドが支援を行うことも少なくない。

売上高から見た市場集中度の各国比較



(注)

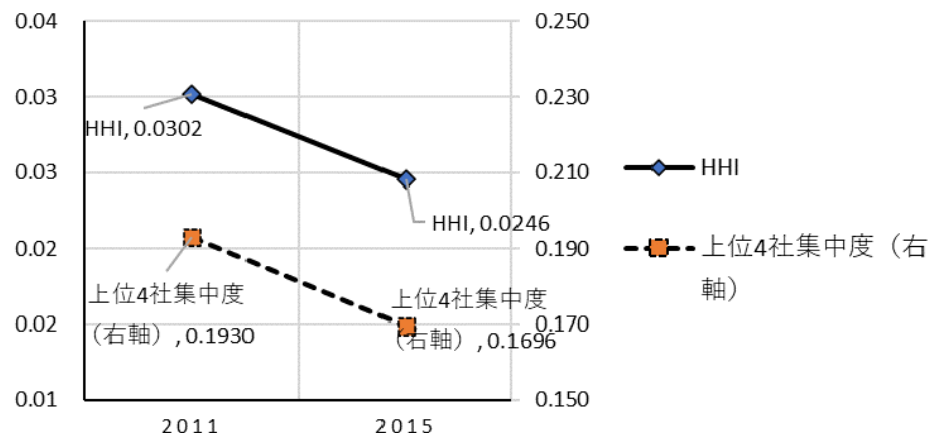
1. Bloombergにより作成。
2. 市場集中度は、ハーシュマン・ハーフィンダール指数。

【資料】 内閣府「年次経済財政報告」（2013年）を一部加工

近年の日本の市場集中度の傾向

2010年→2018年の市場集中度（ハーフィンダール指数）は低下（29.2%→27.9%）

【資料】 滝澤・細野・宮川（2020年）

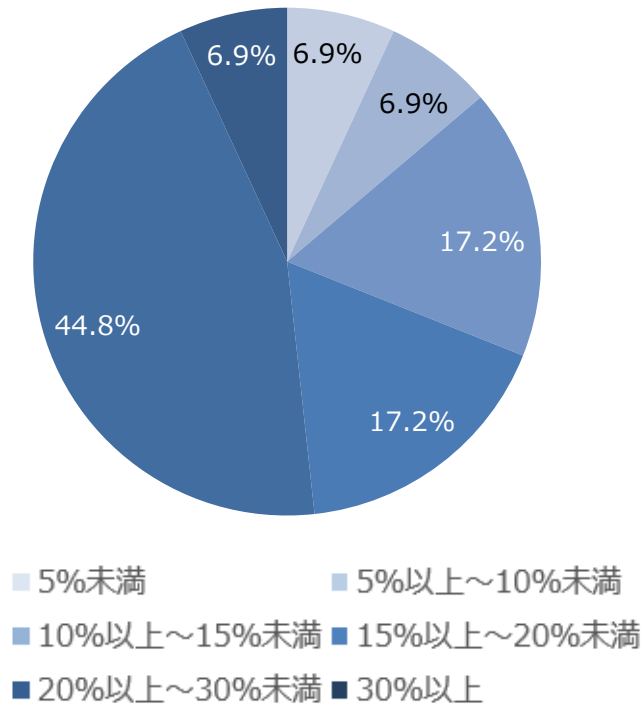


【資料】 深尾京司「アベノミクス下のビジネス・ダイナミズムと生産性上昇」（2021年）

課題：「中小企業の成長性・速度」と「投資家側の期待リターン・投資期間」のギャップ

- 高度なM&Aについてはバイアウト・ファンドの取組が期待されるが、案件毎の投資リターン（IRR）は、15%以上が約7割を占める。これを3～5年という短い期間で実現することが求められている。また、投資額も概ね10億円超と大きい。
- こうした投資家側の高い期待リターンに応えられる成長性のある、規模の大きな中小企業は限定的。

案件毎の平均的なIRRの水準



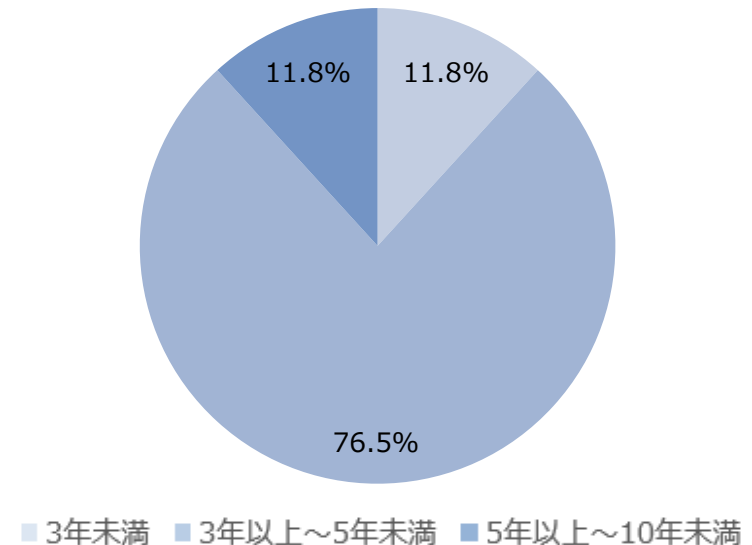
バイアウト・ファンドにおける投資の額と期間

投資額の範囲

投資期間

8.7～36.4億円

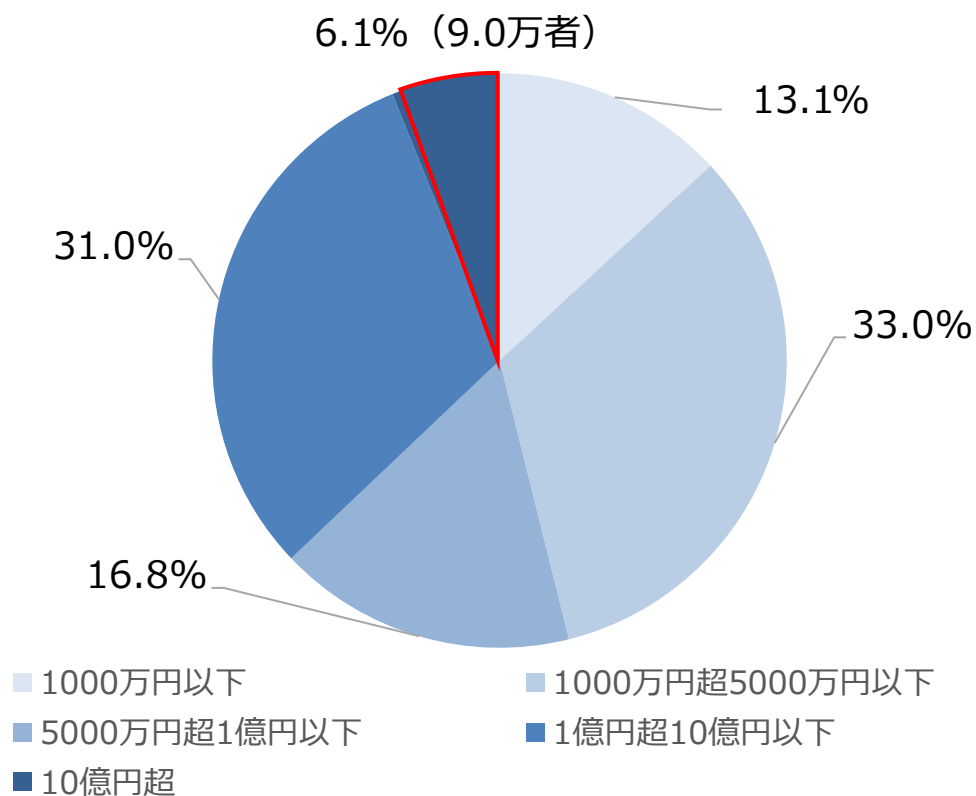
※下限・上限のそれぞれ平均値



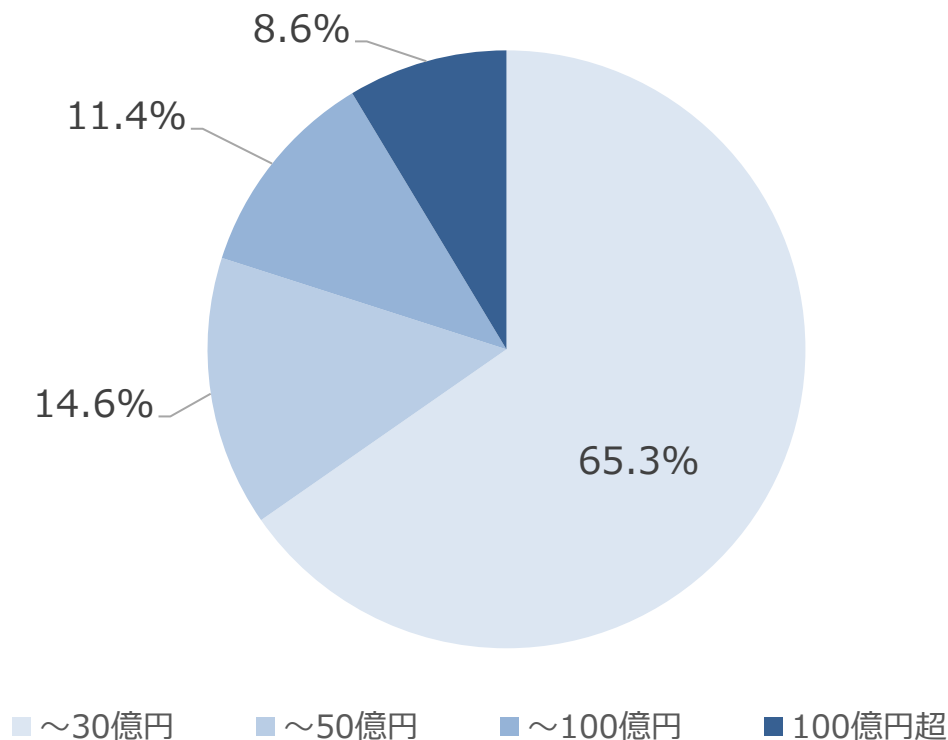
(参考) 中小企業の売上高の分布

- 中小企業（個人事業者を除く）のうち、売上高が10億円を超える企業は、9.0万社（6.1%）。
（10－30億円：5.9万社（4.0%）、30－50億円：1.3万社（0.9%）、50億円－：1.7万社（1.2%））

中小企業の売上高の分布（2015年）



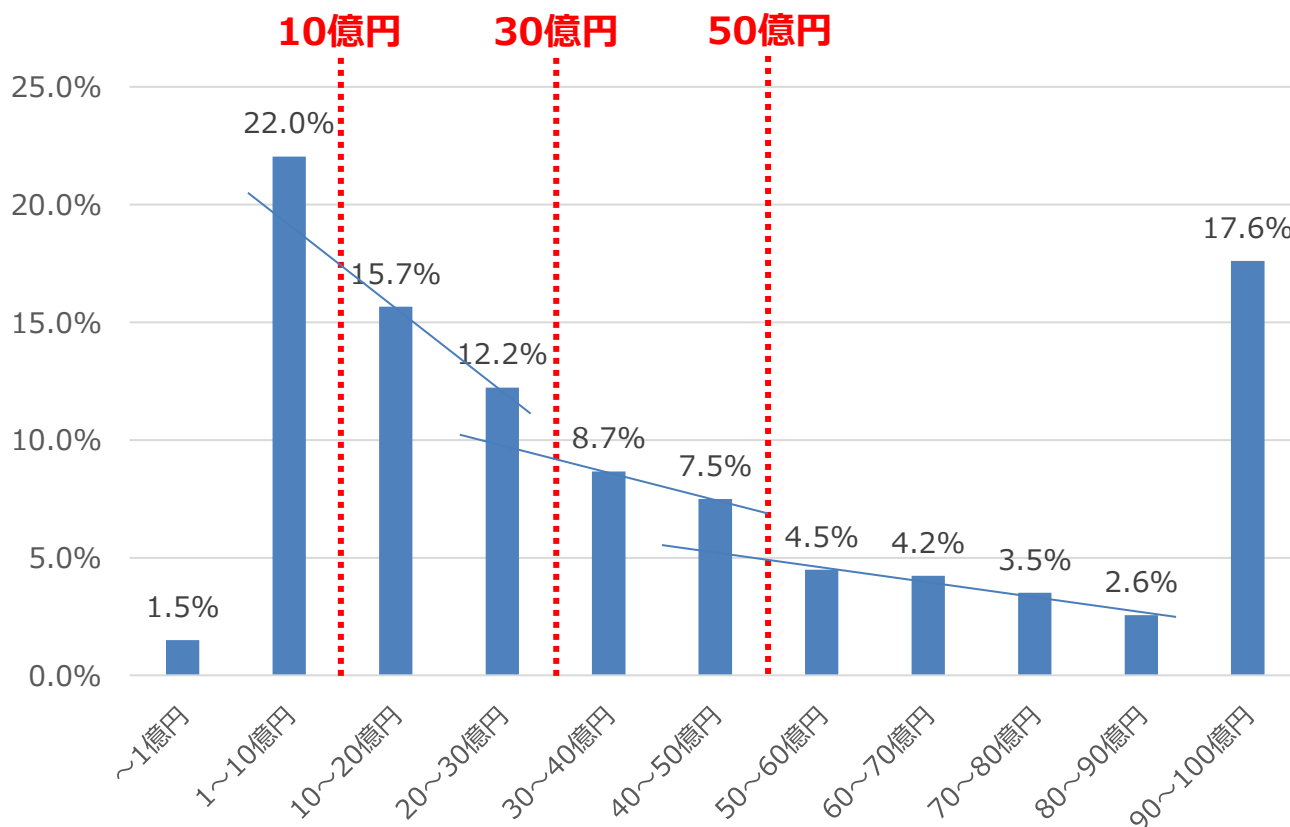
うち、売上高10億円超の企業の分布



(参考) 中小企業の成長の壁

- 中堅企業に成長する企業数は現状で年300社程度にとどまる。
- 中小企業が成長に当たって直面する壁として、「10億円」「30億円」「50億円」の売上高の壁があると一般に言われるが、地域未来牽引企業の売上高の分布を見ても、概ねそのような傾向があることがうかがえる。

地域未来牽引企業の売上高の分布



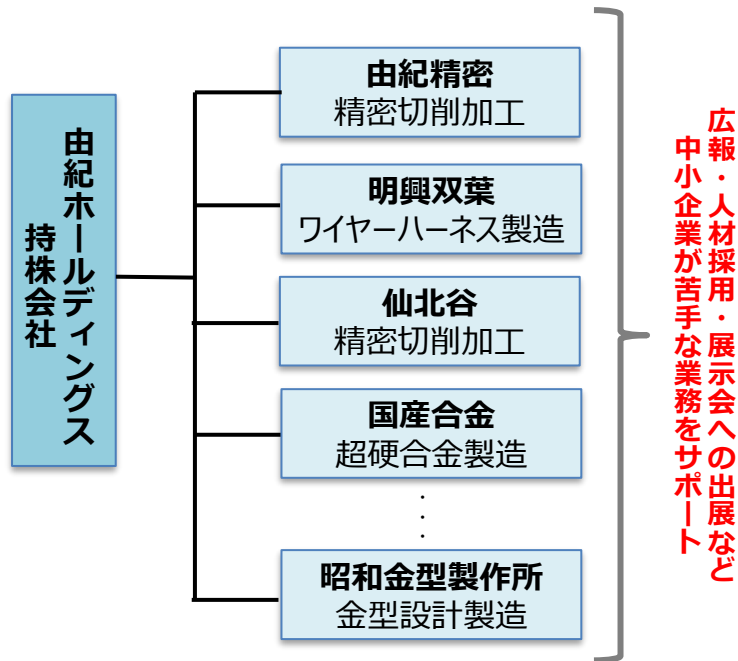
(注) 地域未来牽引企業のうち、従業者数が500人未満である約3,500者のデータをもとに経産省にて集計

(参考) 持株会社方式等による中小企業のグループ化①

- 近年、中小企業自身がM&AやPMIに関する知見や人材を蓄積し、持株会社の方式によって中小企業のグループ化等を図ろうとする取組が広がりつつある。

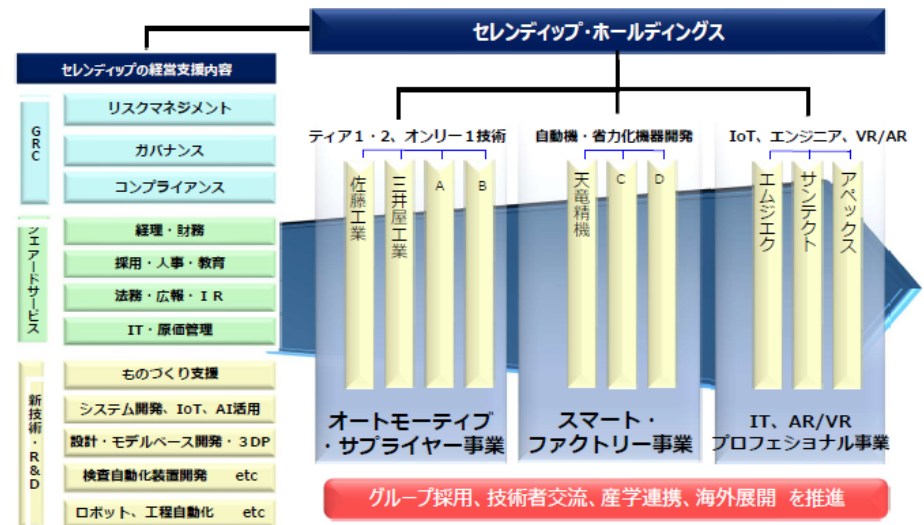
由紀ホールディングス株式会社

- 精密加工等を営む「由紀精密」の三代目社長の大坪正人氏は、日本の中小製造業が持つ優れた要素技術の消滅を防ぎたいという思いから、同社で培ってきたノウハウを他の中小製造業に提供することを目指して、2017年10月に「由紀ホールディングス」を設立。
- 中小企業の集合体を作ること、中小企業単独では保有できないようなインフラや、広報、人材採用、海外展開・販路開拓等の機能を充実させ、個社は技術開発に集中。



セレンディップ・ホールディングス株式会社

- 「セレンディップ・ホールディングス」は、自動車部品やハイテク部品等のものづくり企業を中心に、「M&Aによる事業承継」と「プロ経営者の複数派遣」により、中小企業の継続的な成長を支援する企業。
- 同社は、グループ企業のバックオフィス機能をシェアード化するとともに、製造現場のDX化・省人化を進め、採用、R&D、ファイナンス等の機能をグループ企業に提供。グループ各社は製造・開発に集中。
- 2021年6月、東京証券取引所マザーズ市場に上場した。



(参考) 持株会社方式等による中小企業のグループ化②

- 投資家側においても、中小企業に共通する課題に対応するべく、複数の中小企業を対象に特定のテーマ（例、デジタル、グリーン、SDGs・ESG等）に焦点を当てたバイアウト・ファンド等の取組が広がりつつある。
- また、投資形態も、従来の投資事業有限責任組合（LPS）の形態だけでなく、中小企業に合った多様な形態（持株会社等）が模索されている。

D Capital 1号投資事業有限責任組合 （中小企業のデジタル化）

- 2021年10月、D Capital株式会社が組成。三井住友銀行、福岡銀行、新生銀行、あおぞら銀行、SCSK、KDDI、JDSCが中心となって参画。
- 中小企業のDXを通じた生産性向上が目的。
- ビジネス、データサイエンス、エンジニアリングのプレーヤーで構成される「DXギルド」が、投資先中小企業のDXをハンズオン支援。

株式会社日本共創プラットフォーム （地域企業の企業の事業構造改革・組織構造改革等）

- 2020年5月、株式会社経営共創基盤（IGPI）が設立。伊予銀行、群馬銀行、KDDI、埼玉りそな銀行、商工組合中央金庫、三井住友信託銀行、山口フィナンシャルグループ、ゆうちょ銀行が無議決権株主として参画。
- 地域企業における事業構造改革・組織構造改革（CX）と、最新デジタル技術を駆使したDXの推進が目的。
- ファンド（投資組合）ではなく、株式会社形態で、投資期間の定めず、投資先企業を長期持続的に支援。

Yamatoさわかみ事業承継未来ファンド（SDGs）

- 2021年12月、株式会社Yamatoさわかみ事業承継機構が、幅広い中小企業を投資対象に、事業承継「問題」を資産運用「機会」にすることで、「子や孫に持続可能な社会を残す」ことを目指すことをコンセプトに、個人投資家の募集を開始。
- 個人投資家だけでなく、同機構が劣後出資することにより、審査基準を高く保つとともに、承継先企業の損失が発生した場合のリスクを軽減。また、投資先の分散を行うことでポートフォリオ効果を生み、投資リスクを軽減する仕組みも取り入れ。

(小括) ご議論いただきたいポイント③

3. M&Aによる「譲受」「譲渡」

課題①：経営者人材を確保するために必要なインセンティブの不足

⇒ 後継者不在の中小企業と高度な経営者人材をマッチングするための手法の一つとして、着任後の企業の成長がインセンティブとなる「サーチ・ファンド」の取組が起こりつつあるが、この取組を推進すべきではないか。

課題②：「中小企業の成長性・速度」と「投資家側の期待リターン・投資期間」のギャップ

⇒ 長い投資期間・低い投資リターンを許容する投資家による支援を促進することができないか。

その手段の一つとして、中小M&A推進計画では、「（中小企業基盤整備機構の）中小企業経営力強化支援ファンド出資事業において、他の投資家に優先分配を行える仕組みを措置するなどの特例措置の創設」を検討することとされている。中小企業によるエクイティ・ファイナンスの活用を促すことで、更に中小企業の成長志向を高めるといった好循環を創出する上で、本制度の導入は有効ではないか。一方で、市場を歪めるなどどのような反作用が懸念されるか。

⇒ 近年、中小企業自身が競争力を強化するため、又は投資家側が中小企業に合った投資形態を提供するため、持株会社等の方式で長期投資を行う取組が起こりつつあるが、こうした取組はどのような点で評価できるか。逆に、どのような点が懸念されるか。

4. まとめ

ご議論いただきたいポイント①

1. 中小企業にとってのエクイティ・ファイナンス

①成長志向の中小企業にとってのエクイティ・ファイナンスの有効性

⇒ エクイティ・ファイナンスは中小企業にとって馴染みがないため、まずはエクイティ・ファイナンスの活用が有効な場面・事例や仕組み等を広報することが重要ではないか。

②エクイティ・ファイナンスを受けた中小企業の責務

⇒ 中小企業においてはガバナンスや情報開示が不十分なことも少なくないが、これらに対応することでエクイティ・ファイナンスが提供されやすくなるのではないか。また、特にどのような点に対応することが重要か。

ご議論いただきたいポイント②

2. 新規事業展開等に必要な資金調達

課題①：中小企業と投資家の接点の少なさ

⇒ 中小企業と投資家の接点を提供、強化することが重要ではないか。具体的にどのような方策があり得るか。

課題②：中小企業における経営への関与についての懸念

⇒ 経営への関与についての懸念を緩和、解消することができないか。

例えば、①無議決権株式等の種類株式の活用促進や、②まずは非オーナー企業が多い、比較的規模の大きい企業への支援から始めることが有効ではないか。

課題③：「中小企業の成長性」と「投資家側の期待リターン」のギャップ

⇒ 低い投資リターンを許容する投資家による支援を促進することができないか。

その手段の一つとして、中小M&A推進計画では、「（中小企業基盤整備機構の）中小企業経営力強化支援ファンド出資事業において、他の投資家に優先分配を行える仕組みを措置するなどの特例措置の創設」を検討することとされている。中小企業によるエクイティ・ファイナンスの活用を促すことで、更に中小企業の成長志向を高めるといった好循環を創出する上で、本制度の導入は有効ではないか。一方で、市場を歪めるなどどのような反作用が懸念されるか。

課題④：投資家側における投資回収（EXIT）の困難さ

⇒ 非上場株式の流動性を向上させるため、金融庁において株主コミュニティ制度や株式投資型クラウドファンディングの改善等について検討が行われているが、現行制度下においても工夫の余地はないか。

ご議論いただきたいポイント③

3. M&Aによる「譲受」「譲渡」

課題①：経営者人材を確保するために必要なインセンティブの不足

⇒ 後継者不在の中小企業と高度な経営者人材をマッチングするための手法の一つとして、着任後の企業の成長がインセンティブとなる「サーチ・ファンド」の取組が起こりつつあるが、この取組を推進すべきではないか。

課題②：「中小企業の成長性・速度」と「投資家側の期待リターン・投資期間」のギャップ

⇒ 長い投資期間・低い投資リターンを許容する投資家による支援を促進することができないか。

その手段の一つとして、中小M&A推進計画では、「（中小企業基盤整備機構の）中小企業経営力強化支援ファンド出資事業において、他の投資家に優先分配を行える仕組みを措置するなどの特例措置の創設」を検討することとされている。中小企業によるエクイティ・ファイナンスの活用を促すことで、更に中小企業の成長志向を高めるといった好循環を創出する上で、本制度の導入は有効ではないか。一方で、市場を歪めるなどどのような反作用が懸念されるか。

⇒ 近年、中小企業自身が競争力を強化するため、又は投資家側が中小企業に合った投資形態を提供するため、持株会社等の方式で長期投資を行う取組が起こりつつあるが、こうした取組はどのような点で評価できるか。逆に、どのような点が懸念されるか。