

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③)

2022年5月16日

中小企業庁

目次

1. これまでの議論の振り返り	p.2
2. エクイティ・ファイナンスを活用しようとする中小企業について (1) 先行事例から得られる示唆	p.4
(2) ガバナンスのあり方	p.20
3. 中小企業向けのエクイティ・ファイナンスの提供について (1) 金融機関による取組	p.26
(2) その他の取組	p.42
4. ご議論いただきたいポイント	p.46

1. これまでの議論の振り返り

中小企業によるエクイティ・ファイナンス活用に向けた支援の方向性について（暫定）

- 本委員会におけるこれまでの主な意見を整理すると、以下のとおりという理解で良いか。

本委員会におけるこれまでの主な意見（暫定）

方向性1. 中小企業における挑戦志向の後押し

- ① **中小企業における挑戦機運の醸成**
※多くの中小企業では、改良型の成長を考えており、非連続な成長を考えていないとの意見あり
- ② **中小企業における事業計画の磨上げ等**
※いかに成長性を高めるかも重要との意見あり
- ③ **中小企業におけるガバナンスの構築、強化**
※多くの中小企業では、ガバナンスの構築が不十分との意見あり

方向性2. 中小企業向け投資の後押し

- ① **投資リターン確保に係る特例的な支援措置**
（例. 中小機構ファンドにおける他の投資家に優先分配を行える措置等）
- ② **中小企業のグループ化等の支援**
- ③ **エクイティ・ファイナンス人材の育成**
- ④ **地域の中小企業を応援しようとする主体の巻き込み**（例. 地域金融機関、個人投資家等）

方向性3. 中小企業と投資家の接点強化

- ① **中小企業におけるエクイティ・ファイナンス活用に係る広報**（例. 有効な場面・事例、基本的な仕組み等）
- ② **中小企業と投資家が交流できる機会の創出**（例. 相談体制、ピッチイベント等）

中小企業によるエクイティ・ファイナンス活用の活性化（中長期的な目標）

2. エクイティ・ファイナンスを活用しようとする 中小企業について

(1) 先行事例から得られる示唆

(2) ガバナンスのあり方

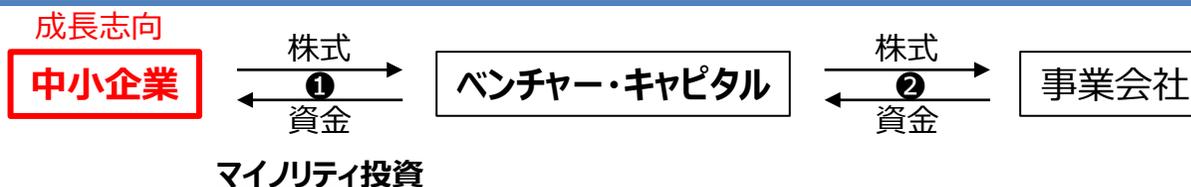
中小企業のエクイティ・ファイナンスへの関与

- 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。

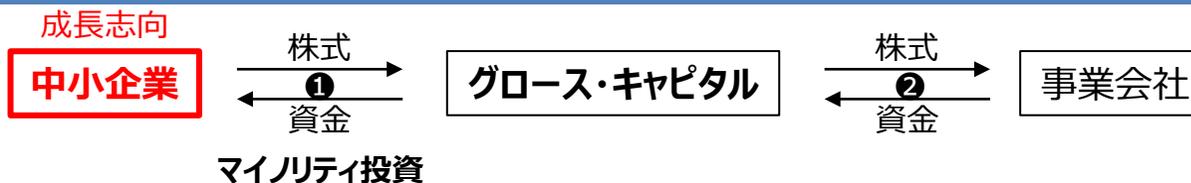
成長志向の中小企業によるエクイティ・ファイナンスへの関与の類型

■ 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

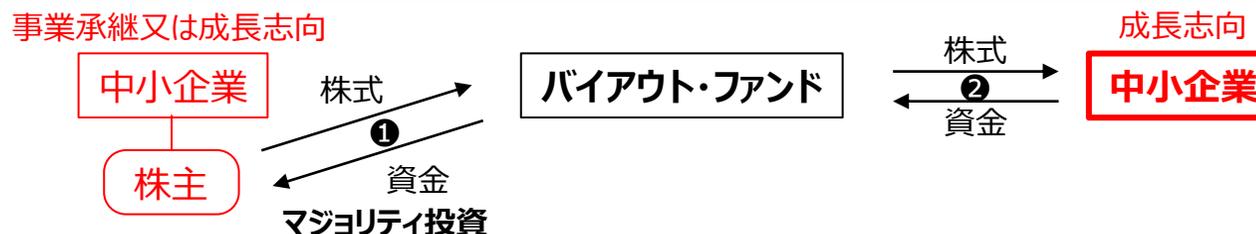


類型①－2： 規模拡大や事業再構築等を図るために必要な資金調達を行う場合



■ 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。

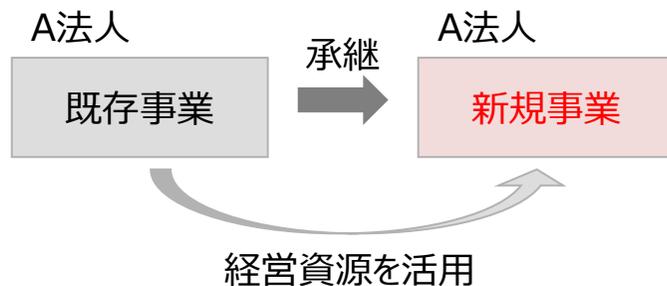
類型①－1：事業承継等を契機に抜本的な事業転換を図るために必要な資金調達を行う場合

- 事業承継等を契機に抜本的な事業転換を図るためにエクイティ・ファイナンスを活用し得る典型事例としては、(i) 第二創業型、(ii) 出島型の二つがある。
- 「第二創業型」とは、承継した事業が衰退期にあり、立て直しが必要な場合等に、後継者が、これまでの事業の経営資源は活かしつつ、事業内容を一新して新たな事業に挑戦する取組をいう。
- 「出島型」とは、新規事業の立ち上げに当たって、これまでの事業のしがらみが資金調達やブランディング等の観点から不利に働く場合等に、後継者が、これまでの事業の経営資源は活かしつつ、新法人を立ち上げて新たな事業にも挑戦する取組をいう。
- これらの取組は、いずれも既存事業の延長線上にないリスクの高い企業活動（挑戦）を行おうとするものであり、ハイリスクを許容するエクイティ・ファイナンスに馴染みやすいと考えられる。

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

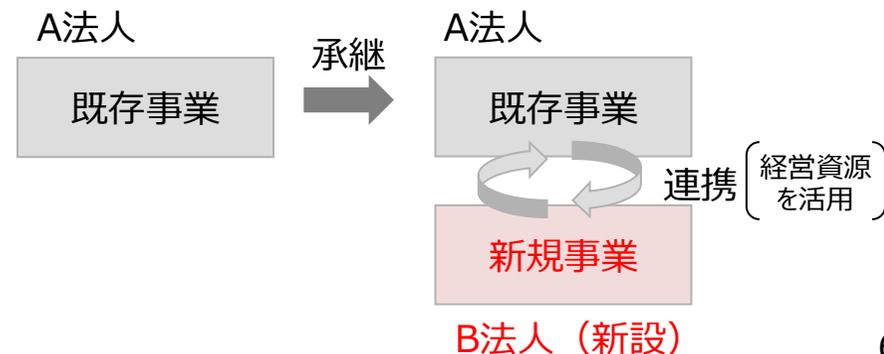
(i) 第二創業型

これまでの事業の経営資源は活かしつつ、事業内容を一新して新たな事業に挑戦する取組



(ii) 出島型

これまでの事業の経営資源は活かしつつ、新法人を立ち上げて新たな事業にも挑戦する取組



【参考】 類型①-1 (i) 第二創業型の事例①

株式会社ミライエ (島根県)

- **設立**： 1972年
- **代表取締役**： 島田 義久 (2代目)
- **事業内容**： 有機廃棄物処理装置の開発・販売、堆肥化施設等の設計、堆肥化技術の共同開発等

1. エクイティ・ファイナンス活用を検討するまでの経緯

- 測量会社「第一コンサルタント」は、公共工事の減少に伴い測量設計事業の受注が激減するなど業績が悪化しており、2006年に再建を図るため事業承継。社名を「株式会社ミライエ」に変更。
- 測量設計事業を廃止、環境事業に特化して、堆肥化設備と脱臭装置の機器メーカーに転換。機器の営業の傍ら、導入企業のフィードバックに応じた細かな調整・開発を行うとともに、島根県畜産技術センター等との共同開発により技術力を強化。徐々に経営が改善。
- 2017年、**脱臭装置「ミライエ生物脱臭システム」を開発。同装置をもとに販路拡大等につなげるため資金調達を行う必要**があった。

2. エクイティ・ファイナンスによる資金調達までの経緯

- **約50のVCに出資を募ったが、販路を拡大するための事業計画が不十分と評価されて全敗。**
- **地方発スタートアップ創出を支援する「島根経洗塾」に参加**、オンライン形式のマンツーマン支援を受け、**事業計画の磨上げ等を実施。**
- 2019年、PRの場を求めて、**ピッチラン・コンテスト「スタ★アトピッチJapan」に参加。準グランプリを受賞し、新規商談を実現、更に事業提携や資金調達等の紹介を受けるように。**
- 2020年2月、「株式会社ベルテクス・パートナーズ」と業務提携。さらに、2021年11月、「中国電力株式会社」「加賀電子株式会社」「とっとり地方創生ファンド投資事業有限責任組合2号」より、**第三者割当増資により資金調達を実現。**これにより、脱臭装置新型機の開発推進、堆肥化装置や脱臭装置の更なる普及、経営基盤の強化等を実施。



脱臭装置の仕組み



新ユニット型脱臭装置デモ機

【参考】 類型①-1 (i) 第二創業型の事例②

ミツフジ株式会社 (京都府)

- **設立**： 1979年
- **代表取締役**： 三寺 歩 (3代目)
- **事業内容**： 銀めっき導電性繊維及びウェアラブルIoT製品の開発・製造・販売、医療機器の製造・販売

1. エクイティ・ファイナンス活用を検討するまでの経緯

- 西陣織の技術をベースとした商材を手がける「三ツ富士繊維工業株式会社」は、業績が倒産寸前まで悪化しており、2014年に再建を図るため事業承継。社名を「ミツフジ株式会社」に変更。
- これまでの取引先へのヒアリングを行う中で、銀めっき繊維商品の導電性を研究機関が評価していることに気づき、銀めっき繊維に特化。更に、三寺歩社長が前職で培ったITノウハウも活用して、当時期待が高まりつつあったウェアラブルデバイスの素材として取り扱うことを決定。
- 2015年、「ウェアラブルEXPO」に「皮膚非接触型センサーシャツ」を出展。2016年には、素材からデバイス、管理システムまでを一気通貫したプラットフォーム「hamon」の計画を京都インデペンデンツクラブにて発表し（2017年2月にはインデペンデンツ大賞グランプリ受賞）、すぐさま高く評価され、様々な金融機関やVC、事業会社との接点が拡大。2017年には、世界最大規模の家電見本市である「International CES2017」に出展。



スマートウェア

2. エクイティ・ファイナンスによる資金調達までの経緯

- 2016年8月、「アトラ株式会社」より、第三者割当増資により資金調達。さらに2017年7月、「カジナイロン株式会社」「株式会社電通」「前田建設工業株式会社」「南都銀行」「京都輝く未来応援ファンド投資事業有限責任組合」「三菱UFJキャピタル」等より、第三者割当増資により資金調達を実現。これにより、国内での量産・開発体制の確立を実施。



リストバンド型デバイス

【参考】 類型①-1 (ii) 出島型の事例①

ワアク株式会社 (福岡県)

- **設立**： 2019年
- **代表取締役**： 酒見 史裕 (4代目)
- **事業内容**： オフィス家具の企画・開発・販売、空間デザイン

1. エクイティ・ファイナンス活用を検討するまでの経緯

- 2016年、先代経営者の逝去に伴い、家具製造会社「丸惣」を承継。厳しい競争環境にある家具市場に限界を感じ、オフィスデスクの自社ブランド「FIEL」を立ち上げ、会社を再建。
- その後、デザイン性や機能性の高いオフィス家具の供給が少ないことや、従来の幾重にも連なる商流に疑問を感じ、2019年、オフィス家具専門のD2Cブランドとなるワアク株式会社を設立。丸惣の家具製造能力も活かしつつ、ワアク株式会社の事業を展開。
- **「Fukuoka Growth Next」(FGN) をSNSで発見し、同施設が提供する起業家育成プログラムに参加。そこでエクイティ・ファイナンスという資金調達手法の存在を認識。**
- 手元資金が十分になかったこと、素早い時代の流れに追いつくためには手堅く事業を展開するスピードでは間に合わないと考えたこと等から、エクイティ・ファイナンスの活用を検討。



電動昇降デスク

2. エクイティ・ファイナンスによる資金調達までの経緯

- エクイティ・ファイナンスによる資金調達を目指し、**審査を経てFGNに入居。その後、FGNや株主からの紹介を経て、約50のVC等へプレゼン。**
- 事業構想をVCや先輩起業家等へ相談する中で、**これまでに経験したことのないような厳しい批評**をされることもあったが、こうした**壁打ちを経て事業構想を発展、具体化。**
- 2019年10月、「**ABBALabスタートアップファンド投資事業有限責任組合**」、2020年11月、「**九州オープンイノベーション1号投資事業有限責任組合**」より、**それぞれ第三者割当増資にて資金調達を実現。**これにより、在宅ワークやスモールオフィスに最適化されたワークデスクの開発、販売拡大を実施。



スマートデスク

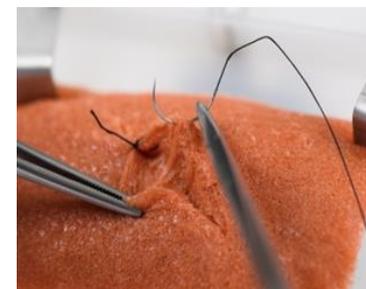
【参考】 類型①-1 (ii) 出島型の事例②

KOTOBUKI Medical 株式会社 (埼玉県)

- **設立**： 2018年
- **代表取締役**： 高山 成一郎 (2代目)
- **事業内容**： 医療関連機器の開発・製造・販売 (手術トレーニング用製品等)

1. エクイティ・ファイナンス活用を検討するまでの経緯

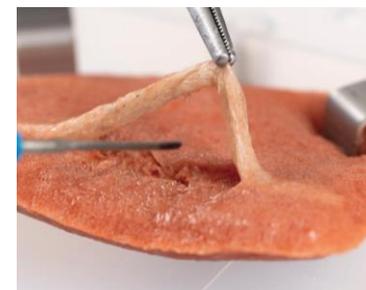
- 2005年、先代経営者の引退に伴い、金属・樹脂加工会社「寿技研」を承継。リーマンショックの影響により受注が大幅に減少したことを踏まえ、自社製品を開発する必要があると痛感。
- 様々な自社製品の開発に挑戦する中で、医師が手術の訓練に使うトレーニング機器分野に、従来からの金属加工や樹脂加工を活かした機器で参入、その活動の中で食品材料の模擬臓器を独自開発し事業を拡大。
- ビジネスコンテストにて多数の受賞を果たし、ファンドの存在を認識したものの、エクイティ・ファイナンスに関する知見やファンドとの接点がなく、暗中模索。SNSを通じ、VC出身の知人とつながり、資金調達等について相談。財務状況や給与制度を踏まえ、資金調達や優秀な人材の採用が困難であると考え、2018年、「KOTOBUKI Medical 株式会社」を設立。
- グローバル展開を視野に入れる中、新設企業での借入には限界があったことから、エクイティ・ファイナンスの活用を検討。



模擬臓器 (標準タイプ)

2. エクイティ・ファイナンスによる資金調達までの経緯

- エクイティ・ファイナンスの活用を目指すも、VCから期待する企業価値評価を得られず、断念。
- その後、知人の紹介により、株式投資型クラウドファンディングの存在を認識。創業当初はビジョンに共感する個人からの資金調達がよいとの助言を受け、2019年6月、株式投資型クラウドファンディング「FUNDINNO」にて、約600人の個人投資家より資金を調達。
- その実績がファンドから評価され、2019年10月、「ぐんま医工連携活性化ファンド」より、第三者割当増資により資金調達を実現。2021年5月には「しんきんの翼ファンド」、「ぐんま医工連携活性化ファンド」より、第三者割当増資により追加の資金調達を実現。



模擬臓器 (血管埋め込みタイプ)

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

- 既に一定水準以上の事業が構築されている中小企業が、更なる成長の加速を図るため、エクイティ・ファイナンスを活用しようとする場合がある。
- 典型的な事例としては、以下のようなものが挙げられる。
 - ① 自己資金や融資等によって調達可能な資金規模を超えた投資を行おうとする場合
 - ② リスクの高い非連続な事業展開に必要な投資を行おうとする場合
 - ③ 社内の人材等の経営資源では成長の壁に直面している時に、各分野の専門家によるハンズオン支援で更なる成長を狙う場合
- これらの場合は、資金調達コストよりも、成長にかかる時間の短縮を優先しようとするものであり、エクイティ・ファイナンスに馴染みやすいと考えられる。

【参考】 類型①-2 事例①

三好食品工業株式会社（福岡県）

- **設立**： 1979年
- **代表取締役**： 三好 兼治（2代目）
- **事業内容**： 豆腐・油揚げ、大豆加工食品、こんにゃく、その他の製造販売・輸出入業

1. エクイティ・ファイナンス活用を検討するまでの経緯

- 大豆加工食品の国内市場は既に成熟しており、今後大幅な成長は見込めないとの考えから、「変化しなければ生き残れない」という危機感を強く持って、経営に取り組み。
- その中で、大ヒット商品はありつつも、既存工場は老朽化が進み、生産能力が限界に近づいていることを問題視。また、高い衛生管理基準を設けるコンビニエンスストア等を意識した製造の重要性を認識。
- このため、各地の食品メーカーや総菜の工場から学んだ工夫やアイデアを盛り込んだ新工場の設立を決定するも、工場設備や製造機械の協力会社が猛反対するほど、これまでの常識とは異なる設計案であった。



新工場

2. エクイティ・ファイナンスによる資金調達までの経緯

- 金融機関等の複数者からの紹介により付き合いのあった「NCB九州活性化投資事業有限責任組合」等に相談。新工場案をきっかけに革新的な経営方針が認められた。
- 2018年7月、「NCB九州活性化投資事業有限責任組合」「日本政策投資銀行」より、優先株式発行により資金調達を実現。これにより、新工場設立等を実現。



にがり厚揚げ

【参考】 類型①-2 事例②

株式会社匠（福岡県）

- **設立**： 2015年
- **代表取締役**： 後藤 元晴（創業者）
- **事業内容**： ロボットの製造・販売

1. エクイティ・ファイナンス活用を検討するまでの経緯

- 1998年創業のマテリアルハンドリングを行う「株式会社ジー・イー・エヌ」を別途運営していたところ、AGV開発会社の代表取締役である田端氏、九州工業大学教授である石井氏と、産業ロボットの将来像を具体化することについて共鳴し、2015年、中国が世界を席卷する搬送ロボットの分野を切り出して「株式会社匠」を設立。
- 事業の新規性に加え、多額の資金を調達する必要があったため、借入での資金調達が困難であったことから、エクイティ・ファイナンスの活用を検討。

2. エクイティ・ファイナンスによる資金調達までの経緯

- 経営者コミュニティを通じて、エクイティ・ファイナンスに知見のある経営者につながり、ファンドとの相談を開始。
- 2019年12月、開発技術と開発環境を充実させるため、「WMグロース4号投資事業有限責任組合」より、第三者割当増資により資金調達を実現。
- その後、2021年5月、制御技術やAI技術などの技術開発を磨き上げ、顧客企業への導入拡大フェーズに入りつつあったところ、新技術の開発を強化するとともに、より多くの顧客ニーズに対応した新製品開発を推進するため、「マーキュリア・ビズテック投資事業有限責任組合」より、第三者割当増資により追加の資金調達を実現。
- 出資元であるファンドからは、社外取締役の派遣を含む社内組織・管理体制の構築、財務・マーケティング戦略、他社とのアライアンス（資本提携または業務提携）強化等に関する支援を受け（ファンドからは足元でも1名が週の半分は常駐）、将来的にはIPOも視野に成長を目指す。

【出典】ヒアリング、報道、公表資料等より作成



搬送用ロボット

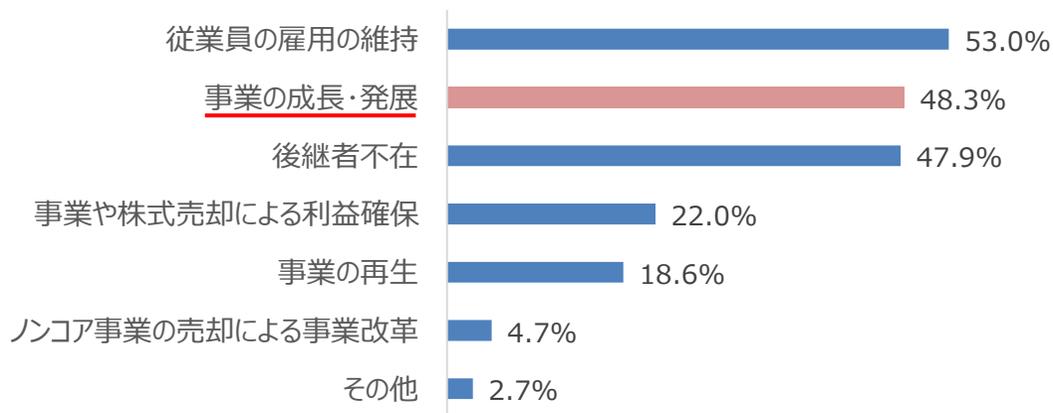


空気清浄ロボット

類型②：規模拡大等を図るためにM&Aを行う場合

- M&Aは、譲受側の立場から、譲渡側の経営資源の活用による生産性向上等の効果が語られることが多い。
- しかしながら、相手方の保有する経営資源を活用できるという意味では、譲渡側にも生産性向上等の効果が期待でき、成長の壁に直面する中小企業にとってM&Aによる譲渡は一つの有効な手段となり得る。
- 実際、中小M&Aの譲渡側の目的としては、「従業員の雇用維持」に次いで、「事業の成長・発展」が多い。
- 中小M&Aでは、(i) 事業会社への譲渡が一般的であるが、各分野の専門家によるハンズオン支援等を期待し、(ii) ファンドへの譲渡を行う場合もある。また、近年では、EXITを想定せずに永続的に株式を保有してグループ一体での成長を目指す、(iii) 持株会社等のグループ体への譲渡を行う事例もある。
- なお、譲受側となる持株会社等のグループ体としては、自身が更なる成長を狙う中小企業であることもあれば、従来のファンドによる短期的な支援等に限界を感じて中小企業の成長・再編の新たな支援を狙う金融・経営支援事業者であることもある。

中小M&Aにおける譲渡側の目的



【参考】 類型②（ii） ファンド活用型の事例①

株式会社ポテトかいつか（茨城県）

- **設立**： 1967年
- **代表取締役**： 貝塚 照雄（創業者）
- **事業内容**： さつまいも加工卸売事業、直営販売事業

1. M&Aを検討するまでの経緯

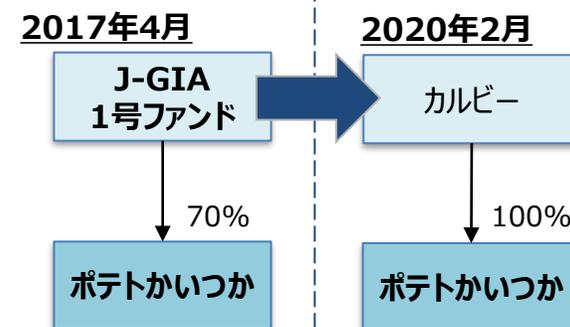
- ・ 焼き芋機器の開発、量販店に機器と生芋を一緒に販売するビジネスモデルの確立、更に直営販売事業や焼き芋専門店の展開等によって売上高が急増。こうした中、事業成長に組織体制や管理体制が追いつかず、家族経営から企業経営への変革の必要性を強く意識。
- ・ この時期、事業成長と同時に危機感を抱き、事業承継を模索している時であったところ、親族内承継に限らずM&Aによる譲渡を同時に検討。

2. M&Aを実施するまでの経緯

- ・ 以前からM&Aのオファーを受けることも多く、複数のファンドとの面談も行い、最終的に「日本成長投資アライアンス株式会社（以下「J-GIA」という。）」からの提案に共感し、2017年4月、「J-GIA1号ファンド」による出資を受け入れた。
- ・ これにより、J-GIAが提携するJTからの出向者を執行役員として採用し、組織体制の構築や経営基盤の強化、人事制度の確立を実現。また、品質向上、省人化、生産性向上を実現する新加工工場を完成。このほか、同じく提携する博報堂の支援により、ブランド構築プロジェクトの立ち上げ等も実現。
- ・ 現在は、カルビーの100%子会社として運営されている。



さつまいも加工食品



同社を巡る資本関係の変化

【出典】報道、公表資料等より作成

【参考】 類型②（ii） ファンド活用型の事例②

三生医薬株式会社（静岡県）

- **設立**： 1993年
- **代表取締役**： 近藤 隆（創業者）
- **事業内容**： 健康食品、医薬品、一般食品、雑貨等の企画・開発・受託製造等

1. M&Aを検討するまでの経緯

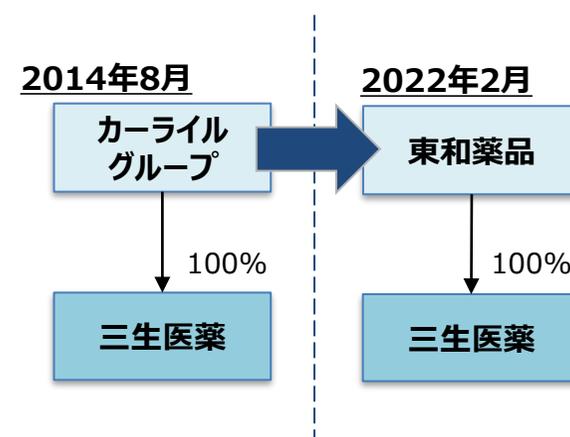
- 創業以来、多様化する顧客ニーズにいち早く対応し、人々の健康に貢献するため、特許技術やオリジナル原料開発など継続的に技術革新を進め、最先端の製剤・カプセルを提供、健康食品・医薬品OEM分野のリーディングカンパニーとなるまでに成長。
- しかしながら、創業者には後継者がおらず、企業が成長するに従い、事業承継問題が重くのしかかっていた。また、経営課題として、健康食品や医薬品等に関するユーザーニーズの多様化や高度化、グローバル展開等、取引先の様々な要望に応えて行くため、更なる成長戦略及び経営体制の刷新を実現して行く必要があると認識していた。



高機能製剤

2. M&Aを実施するまでの経緯

- 2014年8月、米国投資ファンドである「カーライルグループ」への**全株式の売却**を決断し、自ら身を引くとともに、カーライルグループが主導する経営にバトンを渡し、創業者自身が願っていた海外展開を加速し、さらなる成長を遂げる道を選択。
- これにより、経営のガバナンス、人事評価・等級制度、教育の仕組みなど、脆弱であった会社の基盤たる様々な制度・仕組みを整備。また、カーライルというグローバルブランドとグローバルネットワークを活かして、国内外で販路を開拓。
- 現在は、東和薬品の100%子会社として運営されている。



同社を巡る資本関係の変化

【出典】報道、公表資料等より作成

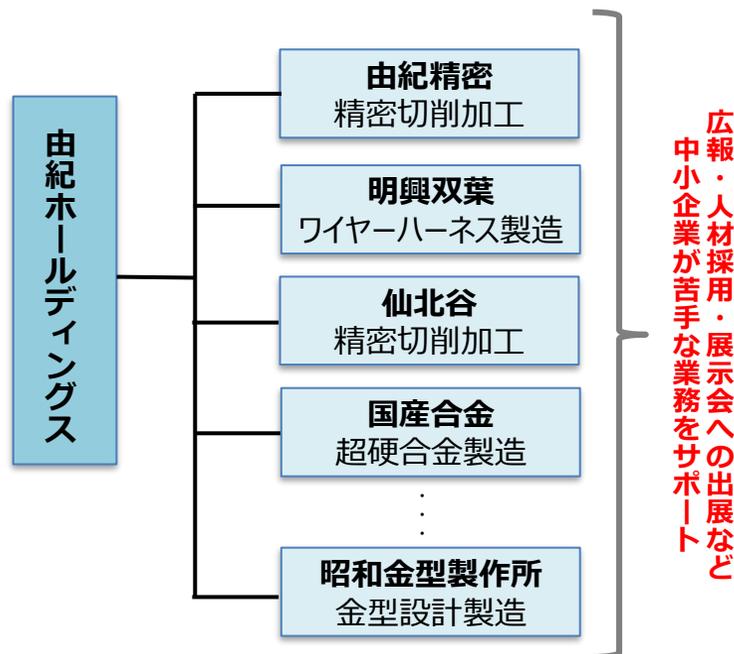
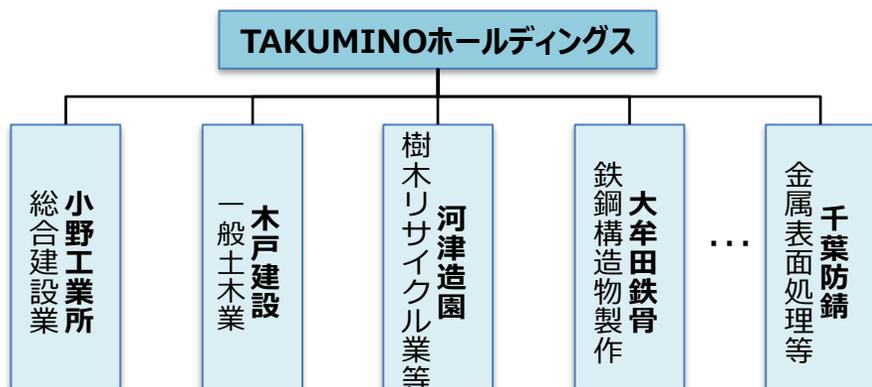
【参考】 類型② (iii) グループ化型の事例①

TAKUMINOホールディングス株式会社

- 福島県を地盤とする1889年創業の総合建設会社の小野社長は、建設業における二つの「担い手不足」（「施工管理技術者・技能労働者の不足」、「地域中小建設事業者の後継者の不足」）を解消し、建設業の構造革新を目指して、2019年に「TAKUMINOホールディングス」を設立。
- ホールディングスの人事、会計制度等のインフラを各社へ展開することにより業務改善を実施。業務改善により得られた利益を社員教育、設備投資、研究開発等に再投資し、グループ全体の成長を目指す。

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によって、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。

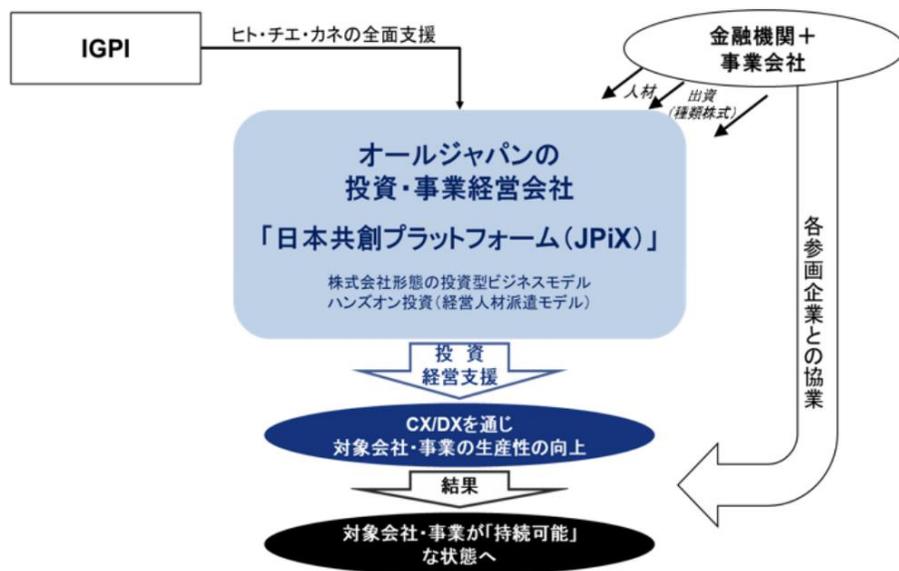


【出典】報道、公表資料等より作成

【参考】 類型② (iii) グループ化型の事例②

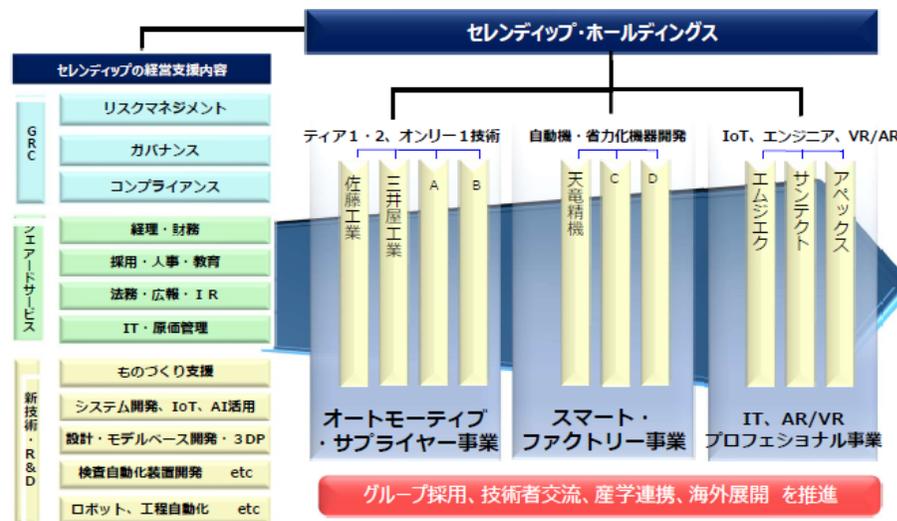
株式会社日本共創プラットフォーム

- 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。
- 地域企業の事業構造改革・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。



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。



【出典】報道、公表資料等より作成

先行事例から得られる示唆

1. 広義のエクイティ・ファイナンスを活用している中小企業は、改良型の成長ではなく、非連続かつスピーディな成長に挑戦していることが多い。なお、事業承継を契機としている案件も少なくない。
2. 当初はエクイティ・ファイナンスという資金調達手法を認識していなくても、ちょっとしたきっかけでエクイティ・ファイナンスを認識して活用に至ることもある（例、SNSを通じたつながり、創業塾への参加等）。
3. エクイティ・ファイナンスの活用に必要な事業計画の作成等は融資とは異なるため困難も少なくないが、専門家の伴走支援等を受けて必要な事業計画の作成等を実施でき、エクイティ・ファイナンスの活用に至ることもある。
4. エクイティ・ファイナンスを認識し、活用するまでの経路は多様であり、必ずしも資金調達に関する直接的な相談の場から始まるわけではなく、創業塾やピッチイベントへの参加等から始まることもある。
5. M&Aについては、近年の中小M&Aの増加に伴い、金融機関や仲介業者等によるマッチング支援が活発化、更に国も事業承継・引継ぎ支援センターによる支援を行っているため、中小企業（譲渡側）と投資家（譲受側）の接点は一定程度確保されている。

2. エクイティ・ファイナンスを活用しようとする 中小企業について

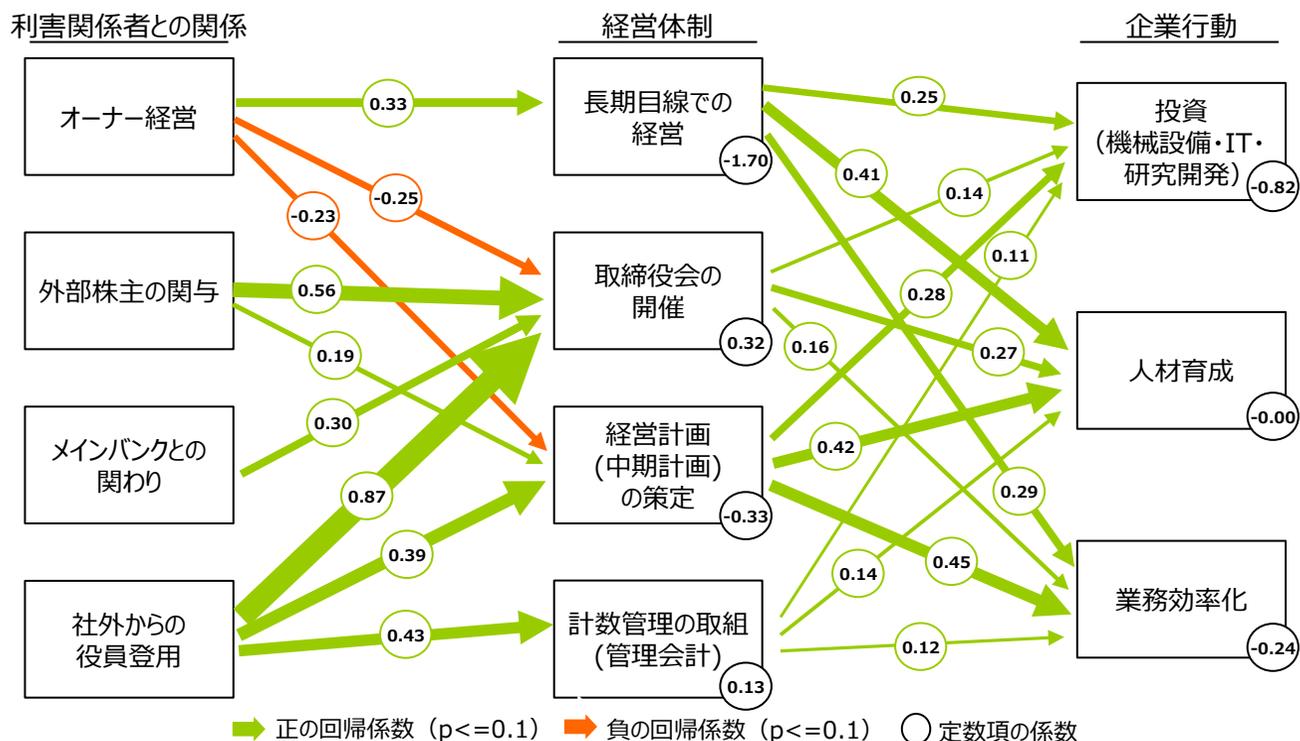
(1) 先行事例から得られる示唆

(2) ガバナンスのあり方

中小企業におけるガバナンスの意義①

- 中小企業は所有と経営が一致していることも多く、その経営は「経営者の姿勢」に一任されていることも多い。経営者が成長意欲に乏しい場合や経営に不慣れな場合には、持続的な成長が期待できないこともあるため、中小企業の実態を踏まえつつガバナンスを機能させることで、中小企業の成長を後押しすることは重要。
- 実際、①外部の利害関係者からの牽制機能が働く経営体制の整備（例、外部株主の関与、社外からの役員登用等）、②組織的な意思決定の仕組みの整備（例、取締役会の開催等）、③内部体制の整備（例、経営計画、管理会計等）により、企業行動の活発化につながるとの調査結果も存在。

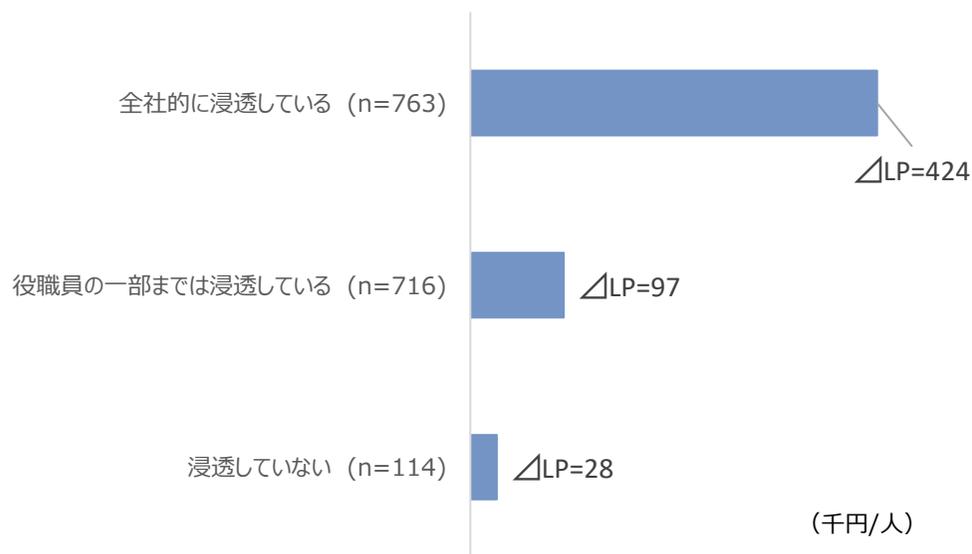
中小企業における統治構造と企業行動の関連性



中小企業におけるガバナンスの意義②

- 経営理念が全社的に浸透している企業は、労働生産性の上昇幅が大きいとの調査結果も存在。
- なお、経営理念を策定したきっかけの約4割を「事業の承継・経営者の交代」が占める。また、「企業規模の拡大・事業内容の変化」をきっかけとする企業も2割強存在。

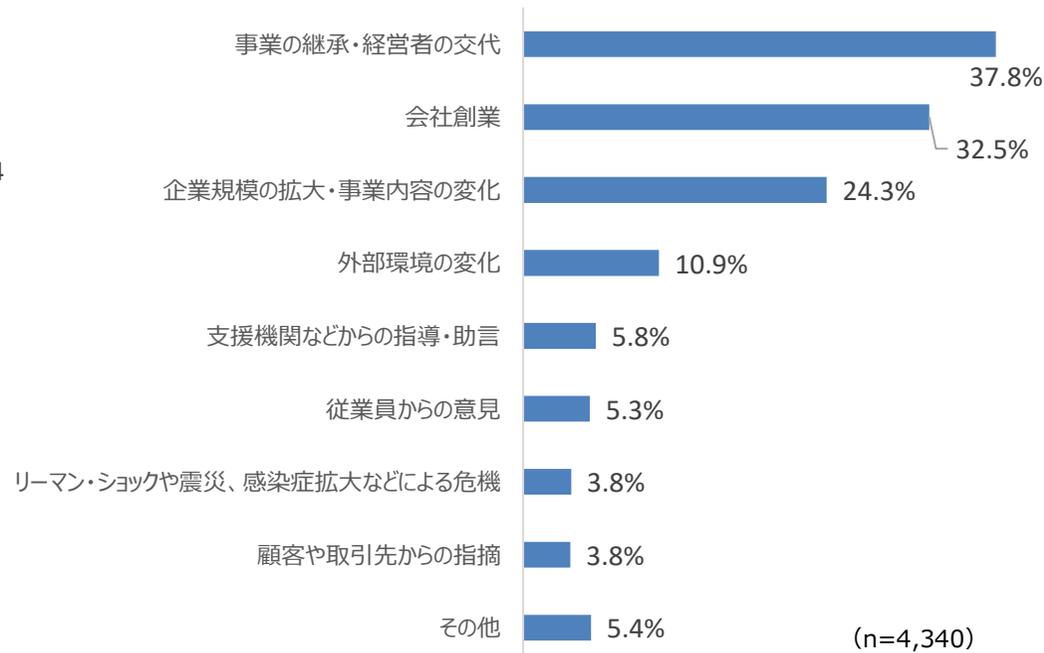
経営理念の浸透状況と労働生産性の変化



(注)

1. 労働生産性 = (営業利益 + 人件費 + 減価償却費 + 賃貸料 + 租税公課) ÷ 従業員数。
2. △LP (労働生産性の変化) とは、2021年時点と2015年時点の労働生産性の差のことをいい、中央値を集計している。
3. 「役職員の一部までは浸透している」は、「主任・係長クラスまで浸透している」、「部長・課長クラスまでは浸透している」、「経営層までは浸透している」の合計。

経営理念・ビジョンを策定した動機・きっかけ



(注)

1. 経営理念・ビジョンを明文化している企業に聞いたもの。
2. 複数回答のため合計が100%とならない。

中小企業におけるガバナンスのあり方に関する有識者の主な意見①（暫定）

- 本委員会における意見を踏まえ、事務局において、大学教授、公認会計士、弁護士等の有識者との意見交換を実施。
- 中小企業におけるガバナンスのあり方についてこれまでに聴取した主な意見は、以下のとおり。

1. 主なターゲット

①企業規模：

- 組織的な経営が必要となる一定規模以上の中小企業をターゲットとすべきとの意見が多数あり。
具体的な規模については、意見に幅があり、更なる検討が必要。
- 一方、基礎的なガバナンス（経営理念等の策定、従業員等のステークホルダーとの対話、法令の遵守等）については、規模の大小や活用場面等を問わず、ターゲットを広く設定してもいいのではないかと意見あり。

②場面：

- 以下のような理由から、事業承継の後継者をターゲットとすべきとの意見が多数あり。
 - ① 後継者に不足する能力がある場合には、外部の知見の取入れや、意思決定の仕組みの確立等の取組を通じて、後継者に不足する能力の補完が必要となる。
 - ② 後継者は、自身が会社を作り上げてきたわけではなく、意思決定の仕組みや、経営状況等の判断材料を十分に把握できていないこともあるため、引継ぎ時における経営の見える化が必要となる。
 - ③ 世代交代に伴い、先代経営者と後継者との間で経営方針や価値観等のギャップが生じることもあるため、ステークホルダーとの対話等が必要となる。

中小企業におけるガバナンスのあり方に関する有識者の主な意見②（暫定）

2. 求められるガバナンスの内容

①「ガバナンス」の多義性

- 「ガバナンス」という用語は多義的であり、具体的な内容を特定することが必要との意見が多数あり。また、「ガバナンス」という用語は規制や規律といった印象を与え得ることに留意が必要との意見あり。

②経営者の壁打ちの相手

- 中小企業におけるガバナンスは「経営者の姿勢」に一任される傾向にある中で、ガバナンスを適切に機能させる上で、経営者が相談できる壁打ち相手（例、先輩経営者、外部専門家）の存在が重要との意見あり。

③経営の見える化

- 新たな挑戦に取り組む際には、現状把握と目的設定が必要となるため、経営の見える化（例、財務情報の把握、KPIの設定・把握、事業計画の策定等）が重要との意見あり。

④情報開示

- 従業員のコミットメントやモチベーションの向上、取引先へのPR等のため、ステークホルダーに必要な情報を開示して経営を行う手法もあり（オープンブックマネジメント等）、一部の中小企業では実施されているとの意見あり。
- 具体的な情報開示のあり方を検討する際には、ステークホルダーの求める情報が何かを特定すべきとの意見あり。（例えば金融機関や投資家は、既に必要な財務情報等を入手できる状況にあるのではないか？）

中小企業におけるガバナンスのあり方に関する有識者の主な意見③（暫定）

3. ガバナンス構築・強化に向けた促進策

①経営者のリテラシー

- ガバナンスの概念は抽象的であるため、ガバナンスに関する経営者の理解や取組を促すために、まずは経営者のリテラシーを高める経営者教育が必要との意見あり。

②政策的なインセンティブ

- ガバナンス構築・強化によって得られる効果は長期的に得られるものが多く、かつ取組と効果の具体的な関係性を認識することが困難であるため、中小企業の経営者にとっては、ガバナンス構築・強化に取り組む意義を見出しづらいとの意見あり。
- このため、短期的な目に見える利益（政策的インセンティブ（例、予算、税制、経営者保証解除等）、優良事例に基づく効果（採用増、雇用維持等）等）を提供することが重要との意見あり。

3. 中小企業向けのエクイティ・ファイナンスの提供について

(1) 金融機関による取組

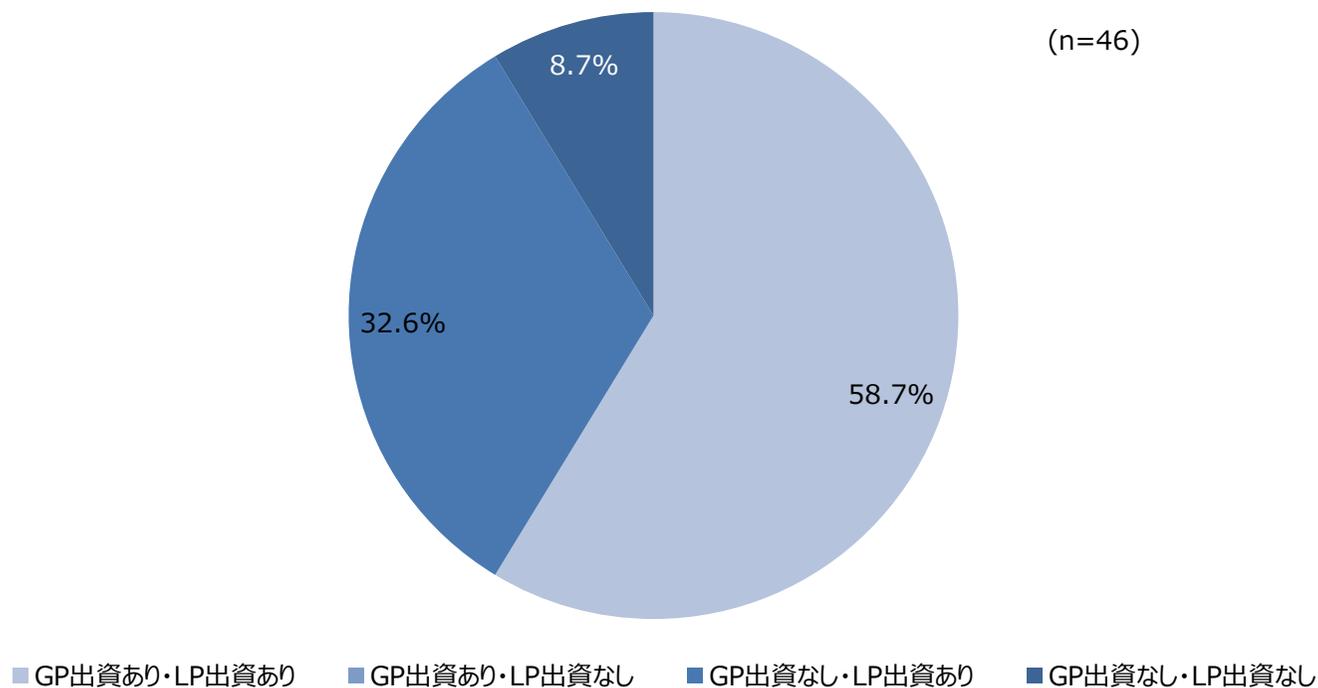
(2) その他の取組

地域金融機関によるファンドへの出資状況①

- 地方銀行においては、GP出資・LP出資双方とも実施している割合が58.7%と高く、LP出資のみの実施が32.6%。一方、ファンド※への出資を一切行っていない割合は8.7%。

※ 主に再生ファンドの性質を有するファンドを除く。以降特記ない限り同じ。

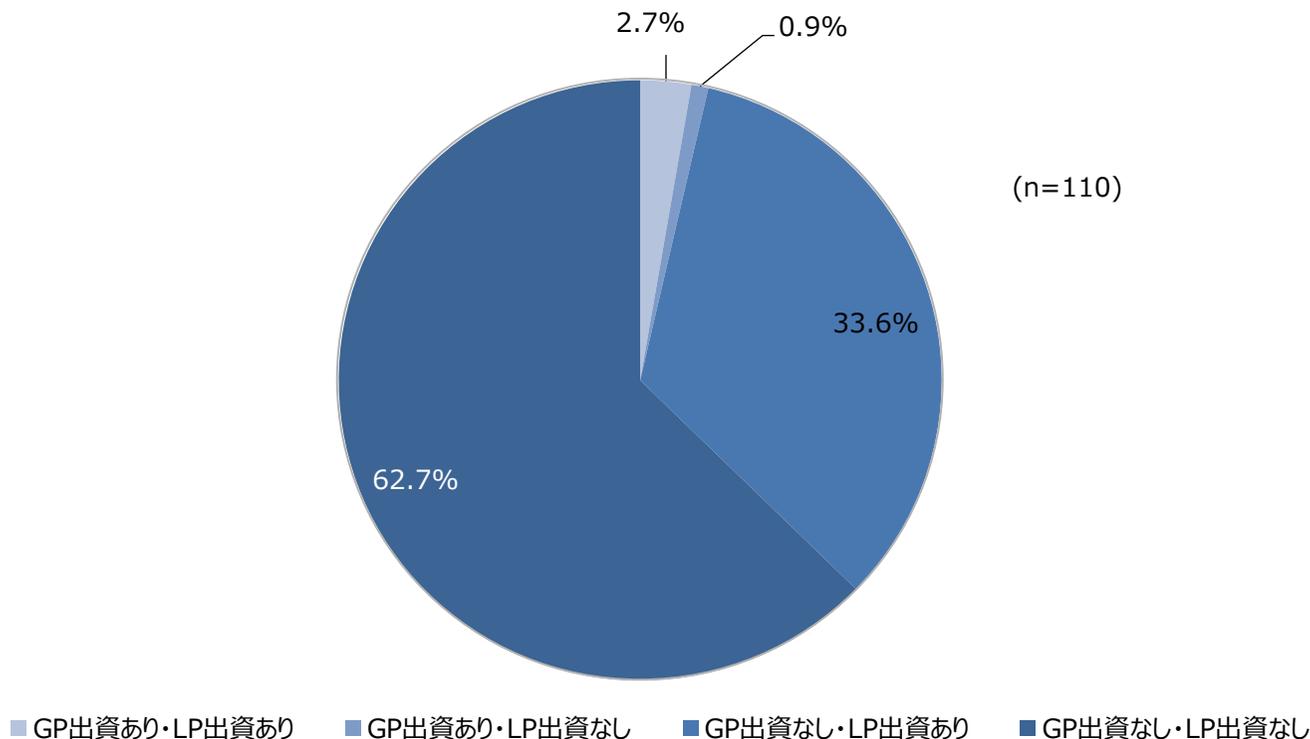
地方銀行によるファンドへの出資状況（直近10年間）



地域金融機関によるファンドへの出資状況②

- 信用金庫においては、ファンドへの出資を一切行っていない割合が62.7%と高い。一方、LP出資のみの実施が33.6%、GP出資の実施は2.7%。
- ファンドへの出資を行っている割合が低い要因としては、取引先の大半を小規模事業者が占める等、投資を受けるニーズが少ないことや、必要となる場合には中央金融機関である信金中央金庫の子会社が投資業務を行うなど、信用金庫の出資機能を補完していること等が考えられる。

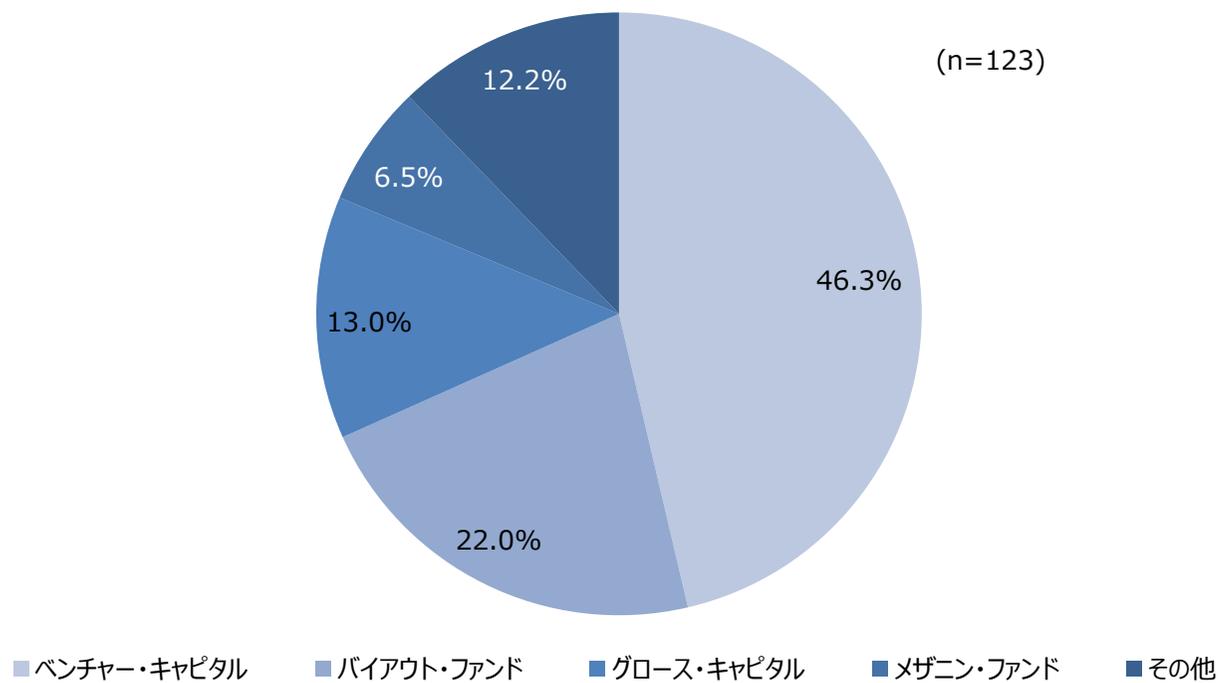
信用金庫によるファンドへの出資状況（直近10年間）



地域金融機関が出資するファンドの性質

- 地域金融機関が出資するファンドの性質として最も近いものは、「ベンチャー・キャピタル」が46.3%、「バイアウト・ファンド」が22.0%、「グロース・キャピタル」が13.0%となっている。
- 独立系投資会社が出資するファンドと比べると（※第2回小委員会参考資料（以下「PEファンド調査」とう。）参照）、「ベンチャー・キャピタル」や「グロース・キャピタル」の割合が大きい点が特徴として挙げられる。

地域金融機関が出資するファンドの性質



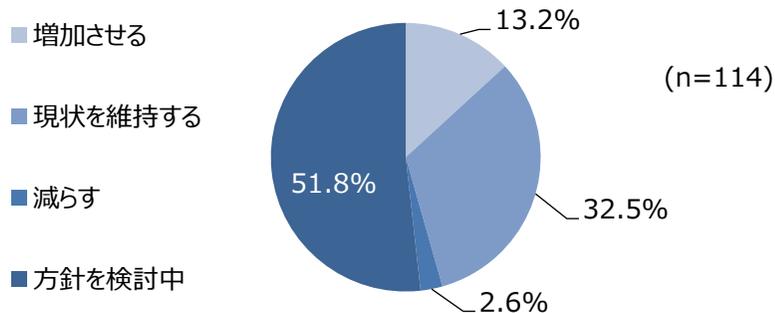
※ファンドの性質として最も該当するものとして回答のあったものを集計。
※数値はすべて、GPへの出資意向とLPへの出資意向を合計したもの。

【出典】 中小企業庁調べ（2022年5月）

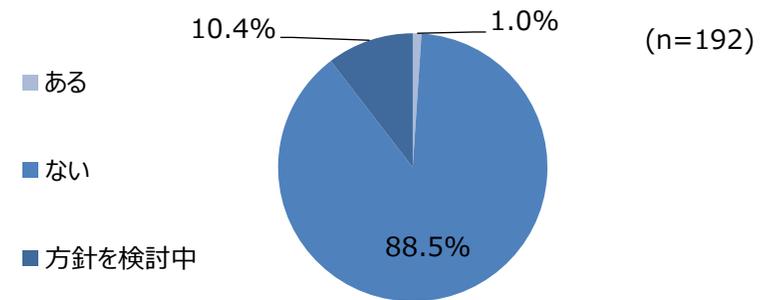
地域金融機関による今後のファンドへの出資に関する意向

- 今後のファンドへの出資に関する意向については、出資実績の「ある」地域金融機関においては、「方針を検討中」が約5割と多いものの、「現状を維持する」が32.5%と多かった。その理由としては、地域の資金ニーズや投資先候補の少なさ、運用ファンドの収益性の低さ等が多い。
- また、出資実績の「ない」地域金融機関においては、今後の出資意向は「ない」が約9割と多かった。その理由としては、出資業務の人材確保の困難さ、地域の資金ニーズや投資先候補の少なさ等が多い。

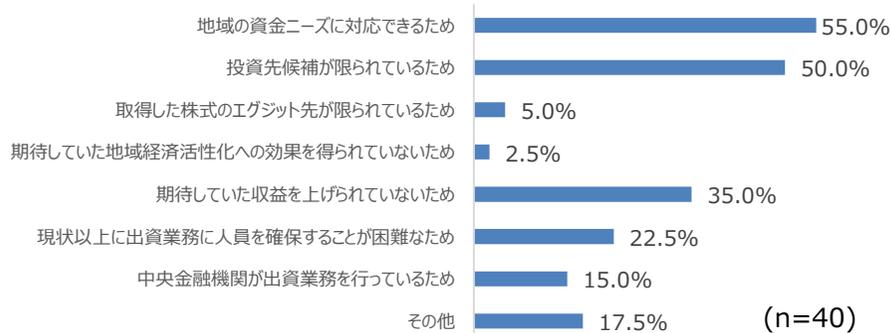
出資実績の「ある」地域金融機関の意向



出資実績の「ない」地域金融機関の意向



「現状を維持する」「減らす」理由



今後の出資意向が「ない」理由



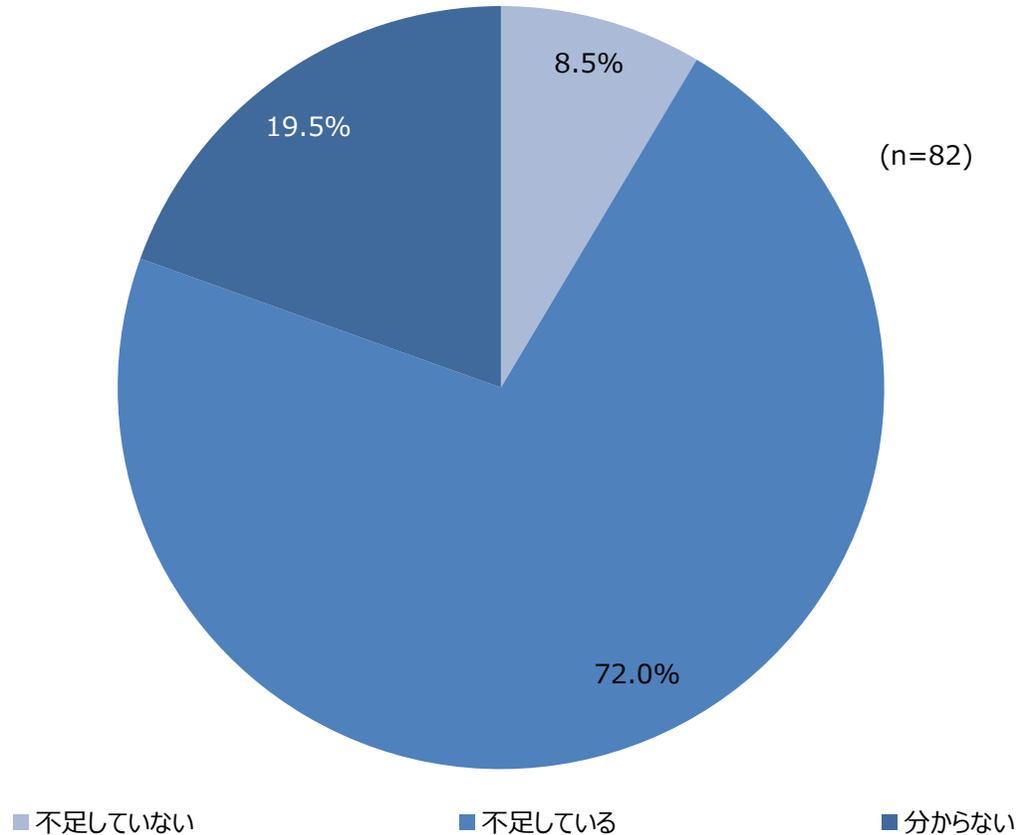
※数値はすべて、GPへの出資意向とLPへの出資意向を合計したものの。

【出典】 中小企業庁調べ（2022年5月）

地域金融機関におけるエクイティ・ファイナンス人材確保の状況

- 地域金融機関におけるエクイティ・ファイナンス人材確保の状況については、「不足している」が72.0%と多い。

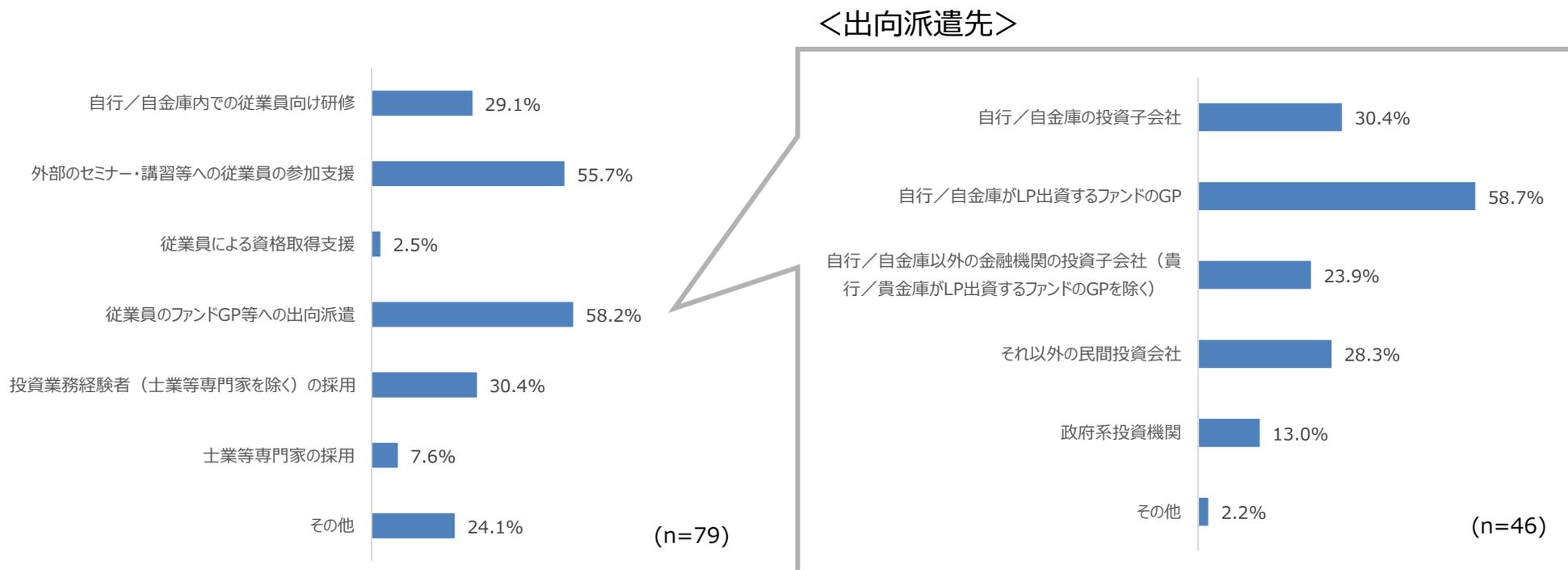
地域金融機関におけるエクイティ・ファイナンス人材確保の状況



地域金融機関におけるエクイティ・ファイナンスに関するノウハウの取得

- 地域金融機関におけるエクイティ・ファイナンスに関するノウハウの取得方法としては、「従業員のファンドGP等への出向派遣」や「外部のセミナー・講習等への従業員の参加支援」が多い。
- 従業員のファンドGP等への出向派遣の先としては、「自行／自金庫がLP出資するファンドのGP」が58.7%と最も多く、「自行・自金庫の投資子会社」や「(ファンドへの出資協力等の関係のない)民間投資会社」と続く。

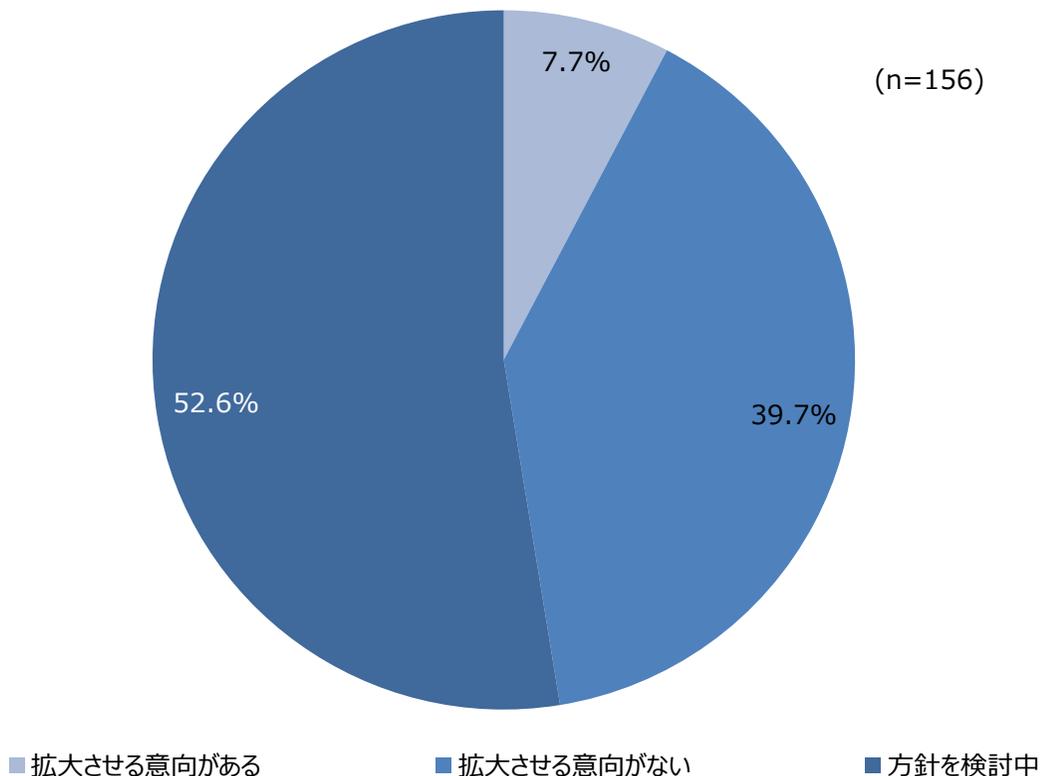
地域金融機関におけるエクイティ・ファイナンスに関するノウハウの取得



地域金融機関による今後の直接の出資に関する意向

- 令和3年銀行法改正等によって地域金融機関による直接の出資が行いやすい環境が整いつつあるところ、こうした状況を踏まえた今後の直接の出資に関する意向については、「拡大させる意向がある」が7.7%を占め、方針を検討中が約5割を占める。

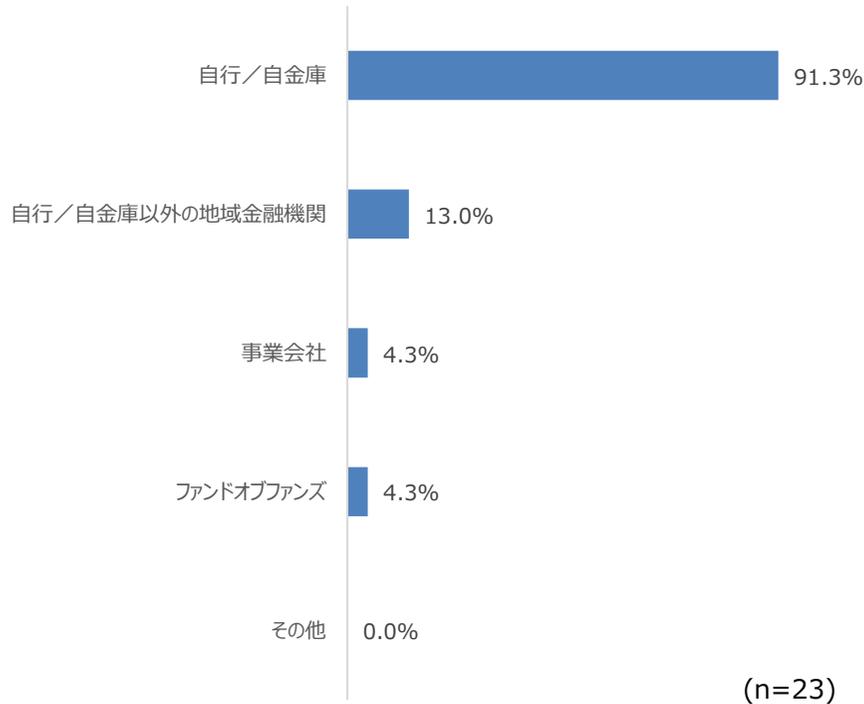
地域金融機関による今後の直接の出資に関する意向



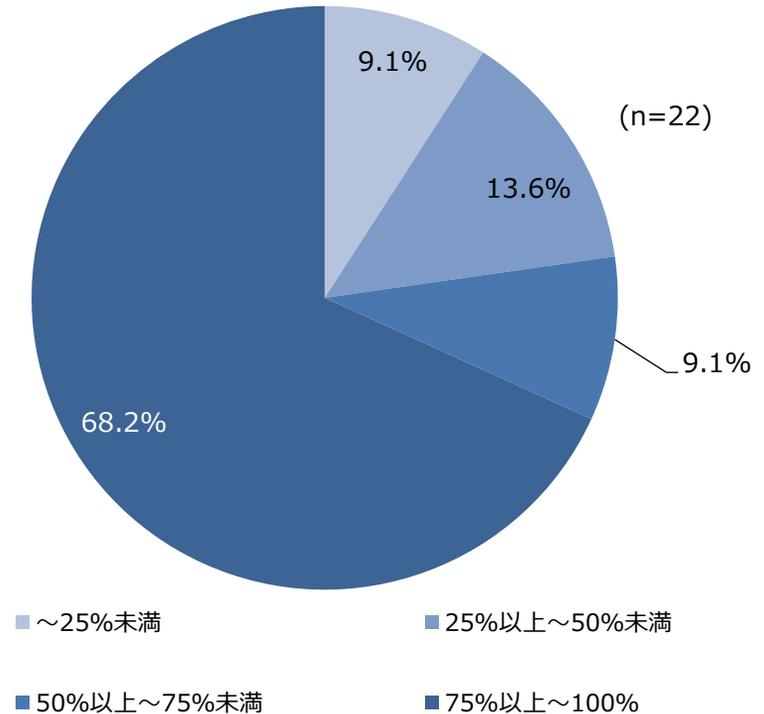
地域金融機関によるGP出資の概要 ベンチャー・キャピタル①

- 地域金融機関がGP出資するファンドのうち、ベンチャー・キャピタルについて、ファンドのLPとなっている企業等の属性は「自行／自金庫」がほとんどであり、自行／自金庫からの出資割合も「75%以上」が約7割と高い水準となっている。

ファンドのLPとなっている企業等の属性



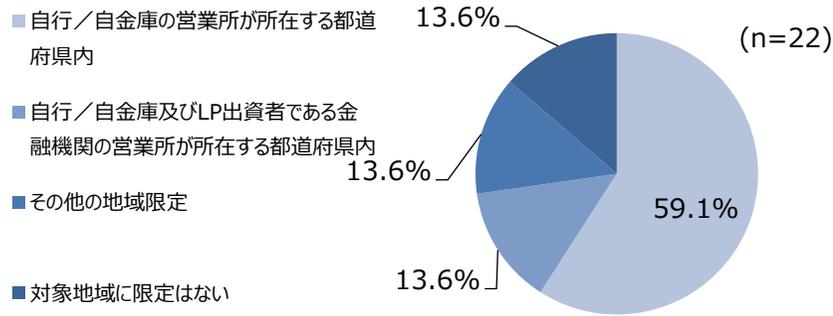
ファンドの出資約束総額のうち自行／自金庫からの出資が占める割合



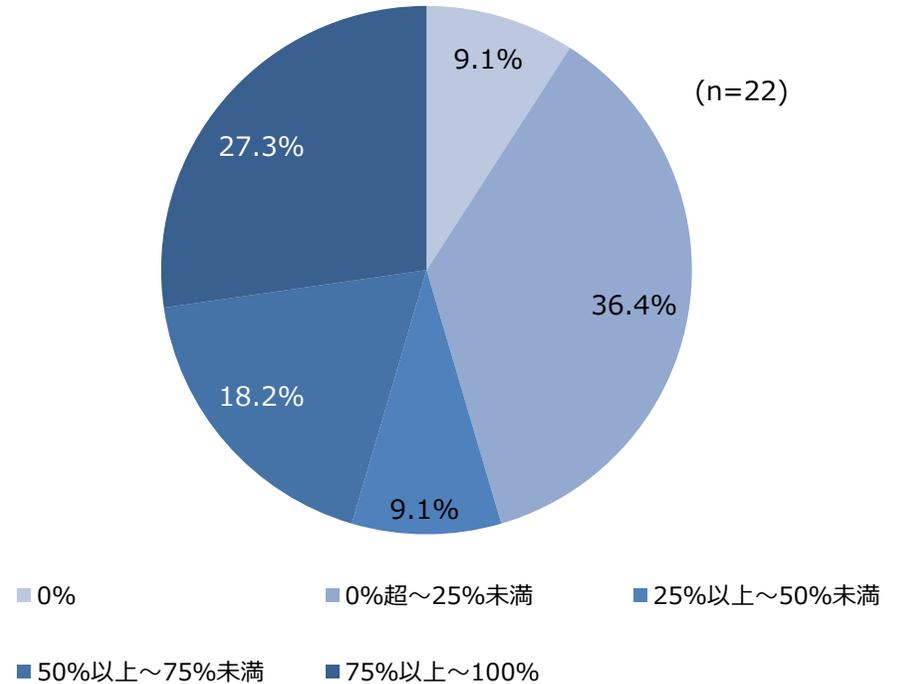
地域金融機関によるGP出資の概要 ベンチャー・キャピタル②

- 投資先の対象は自行／自金庫エリア内が多く、ソーシングルートも自行／自金庫からの紹介が多い。
- ただし、投資先が自行／自金庫メインバンクとなっているかどうかについては幅がある。

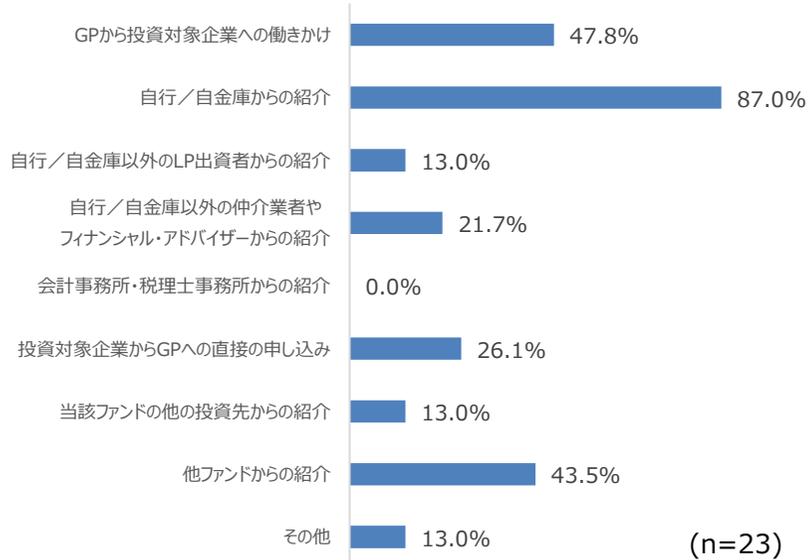
投資対象企業の所在地について求める要件



投資先のうち、自行／自金庫をメインバンクとする企業が占める割合



投資対象企業のソーシングルート

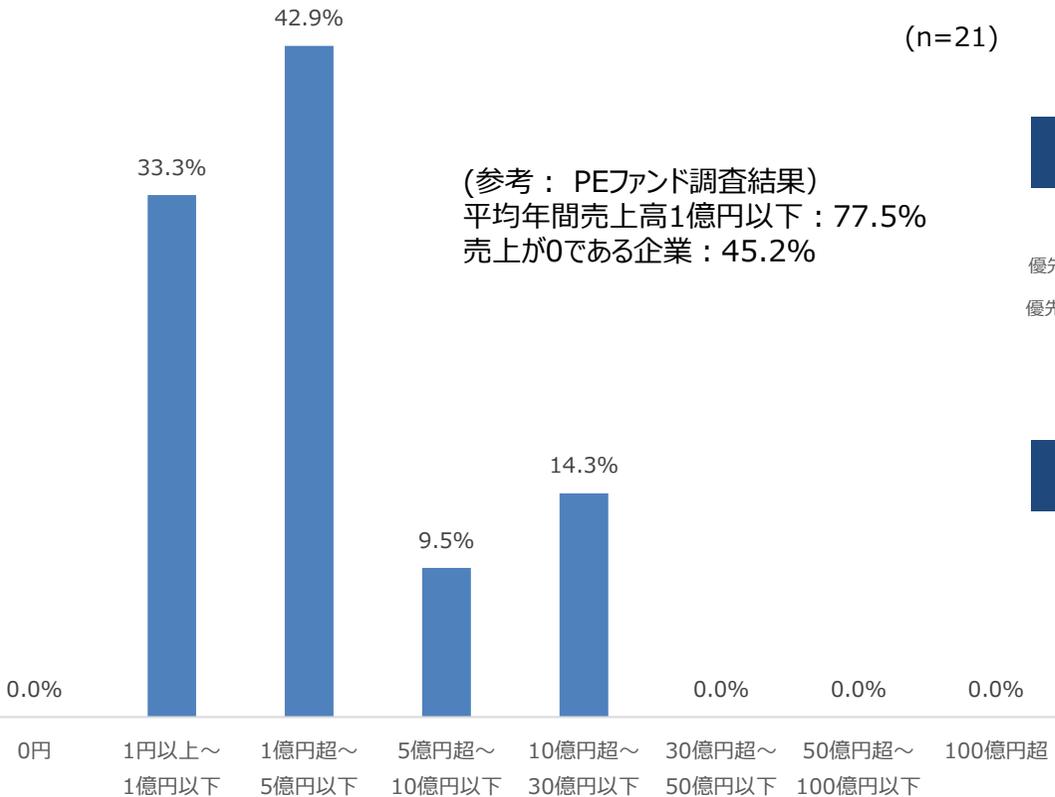


【出典】 中小企業庁調べ（2022年5月）

地域金融機関によるGP出資の概要 ベンチャー・キャピタル③

- 投資対象企業の売上高の水準は、1億円超30億円以下の企業が約2/3を占めており、比較的高い。
- 案件毎の投資額は「0.5～0.7億円」程度と比較的小さい。また、取得する株式は、普通株式に次ぎ、議決権なしも含めて優先株式も多い。平均的な投資期間は「5～10年」が約6割。

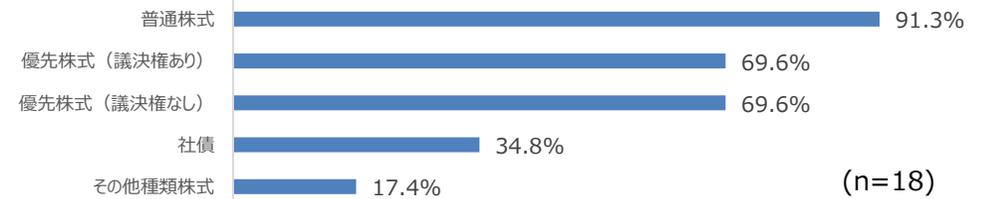
投資対象企業の売上高の分布



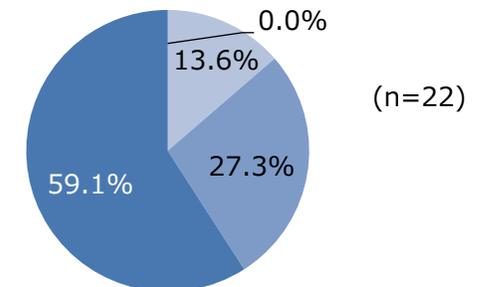
案件毎の平均的な投資額

0.5～0.7億円 (参考：PEファンド調査結果)
 ※下限・上限のそれぞれ平均
 平均的な投資額
0.6～3.4億円

取得株式の種類



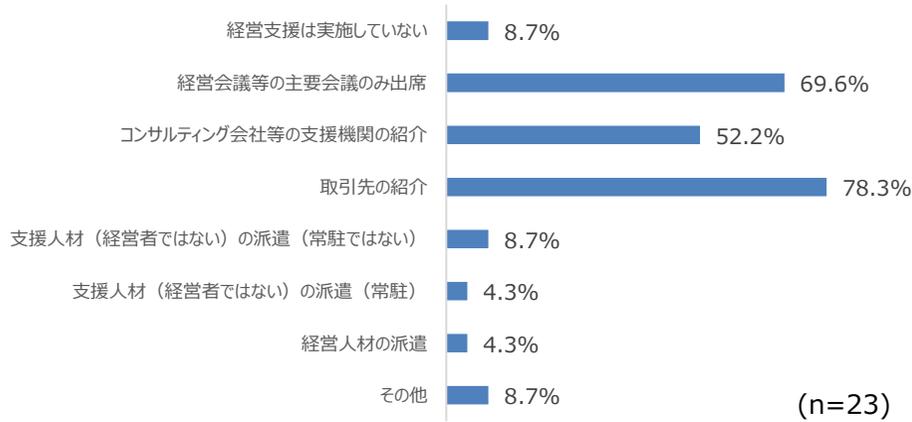
投資対象企業への平均的な出資期間



地域金融機関によるGP出資の概要 ベンチャー・キャピタル④

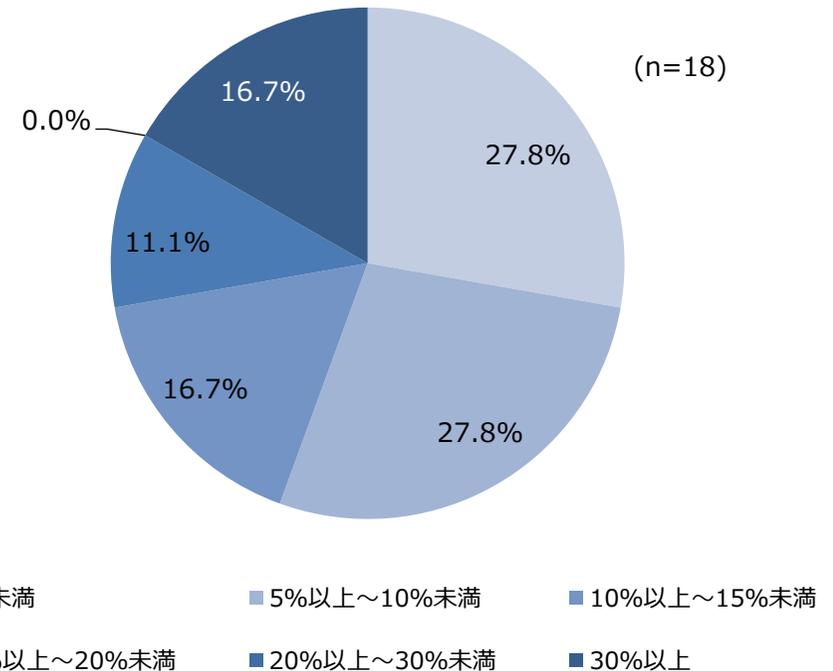
- 経営支援の実施状況については、「取引先の紹介」や「経営会議等の主要会議のみ出席」が多い。
- EXITの方法は「IPO」「自社株買い」「事業会社への売却」が多く、案件毎のIRRの水準は10%未満が約5割と比較的低い。

経営支援の実施状況

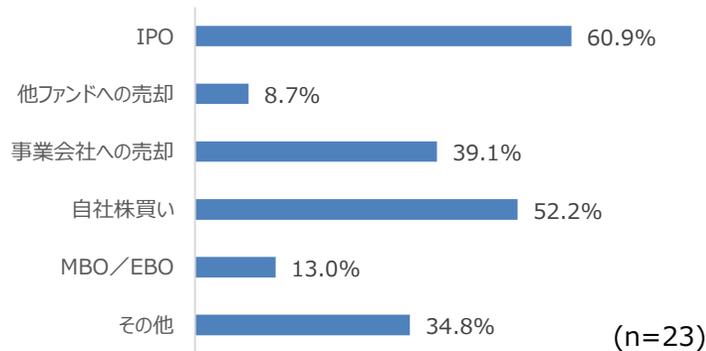


案件毎の平均的なIRRの水準

(参考：PEファンド調査結果)
IRR10%以上の割合：88.5%



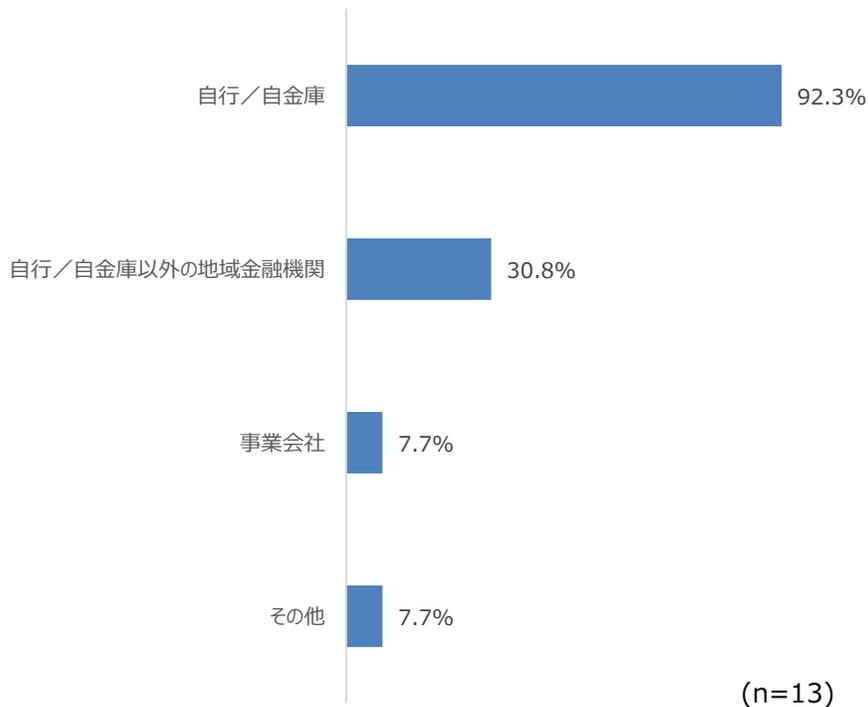
EXITによる投資回収



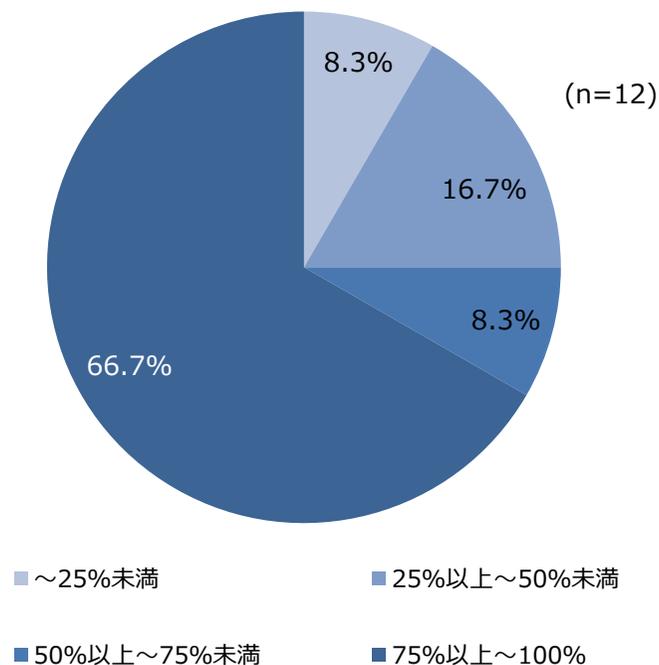
地域金融機関によるGP出資の概要 バイアウト・ファンド①

- 地域金融機関がGP出資するファンドのうち、バイアウト・ファンドについて、ファンドのLPとなっている企業等の属性は「自行／自金庫」がほとんどであり、自行／自金庫からの出資割合も「75%以上」が6割超と高い水準となっている。

ファンドのLPとなっている企業等の属性



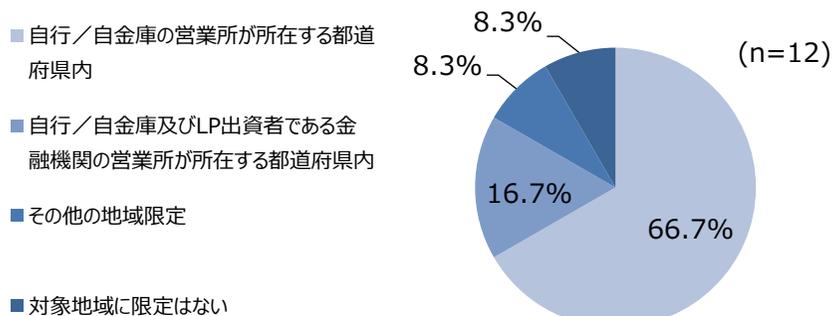
ファンドの出資約束総額のうち自行／自金庫からの出資が占める割合



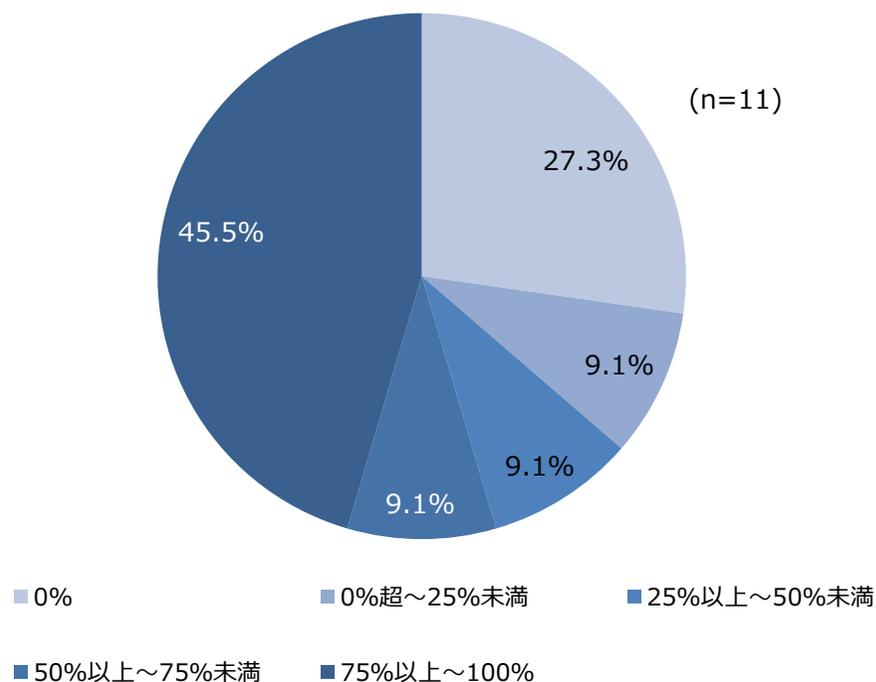
地域金融機関によるGP出資の概要 バイアウト・ファンド②

- 投資先の対象は自行／自金庫エリア内が多く、ソーシングルートも自行／自金庫からの紹介が多い。
- ただし、投資先が自行／自金庫メインバンクとなっているかどうかについては幅がある。

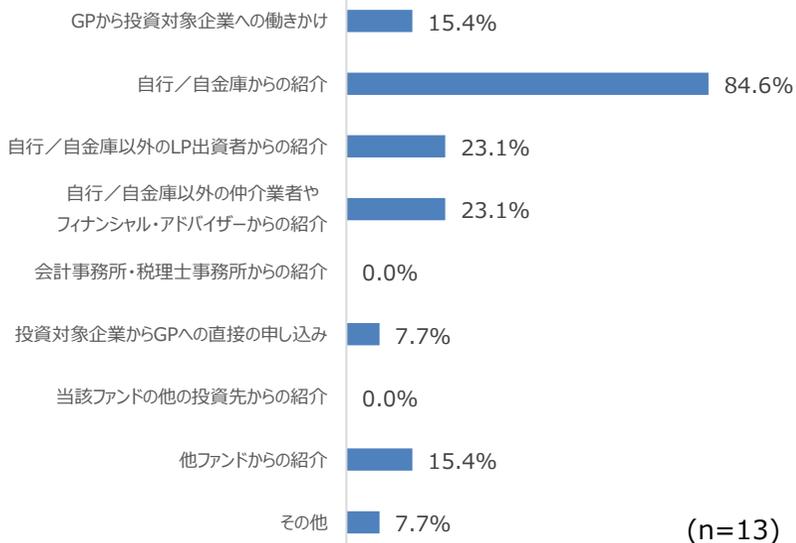
投資対象企業の所在地について求める要件



投資先のうち、自行／自金庫をメインバンクとする企業が占める割合



投資対象企業のソーシングルート

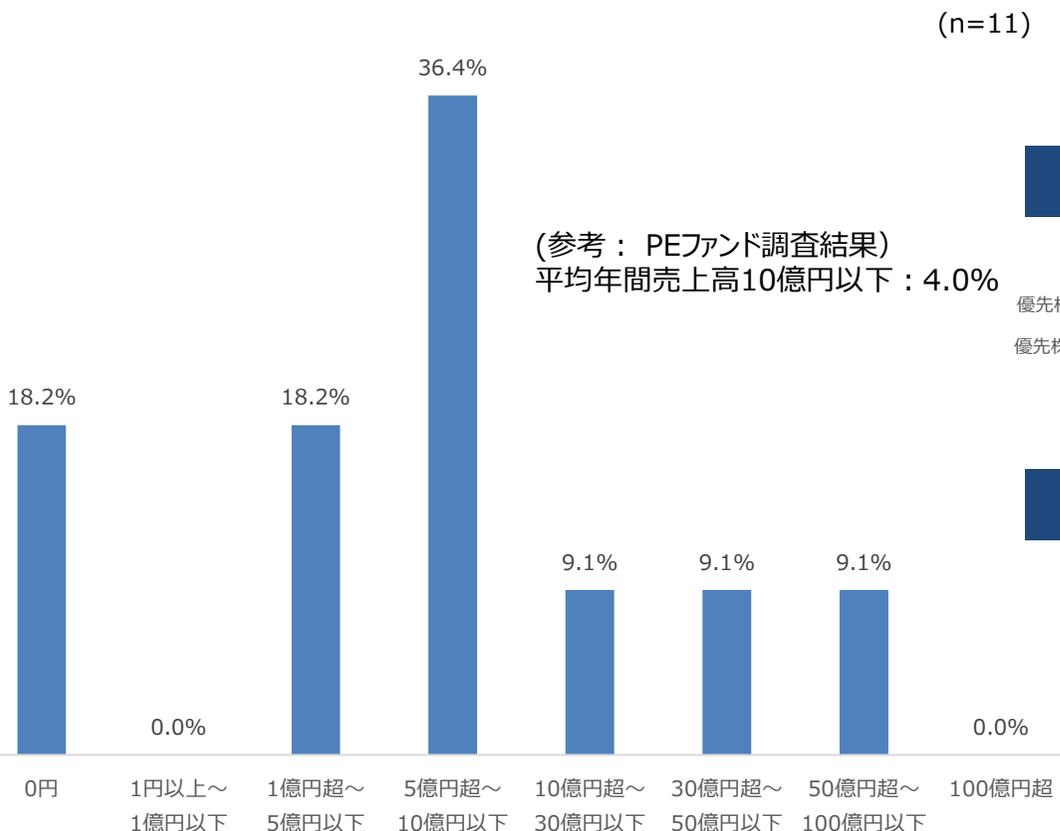


【出典】 中小企業庁調べ（2022年5月）

地域金融機関によるGP出資の概要 バイアウト・ファンド③

- 投資対象企業の売上高の水準は、「10億円以下」が約7割と、比較的低い。
- 案件毎の投資額は「3.3～8.6億円」程度と比較的小さい。また、取得する株式は、普通株式に次ぎ、議決権なしも含めて優先株式も多い。平均的な投資期間は「3～5年」が約8割。

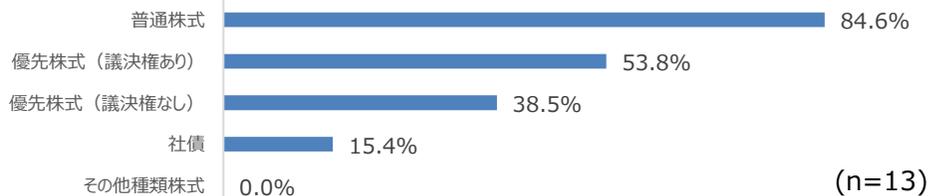
投資対象企業の売上高の分布



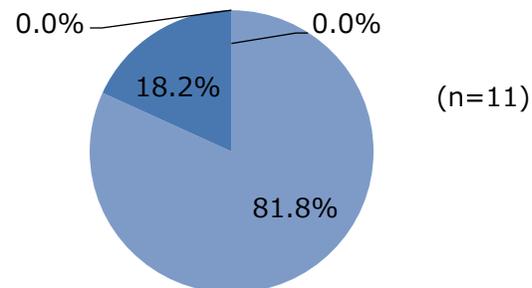
案件毎の平均的な投資額

3.3～8.6億円 (参考：PEファンド調査結果)
 ※下限・上限のそれぞれ平均
 平均的な投資額
 8.7～36.4億円

取得株式の種類



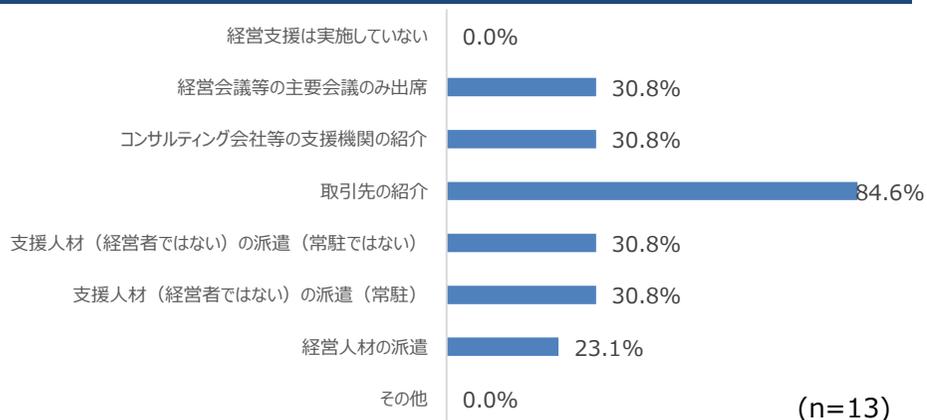
投資対象企業への平均的な出資期間



地域金融機関によるGP出資の概要 バイアウト・ファンド④

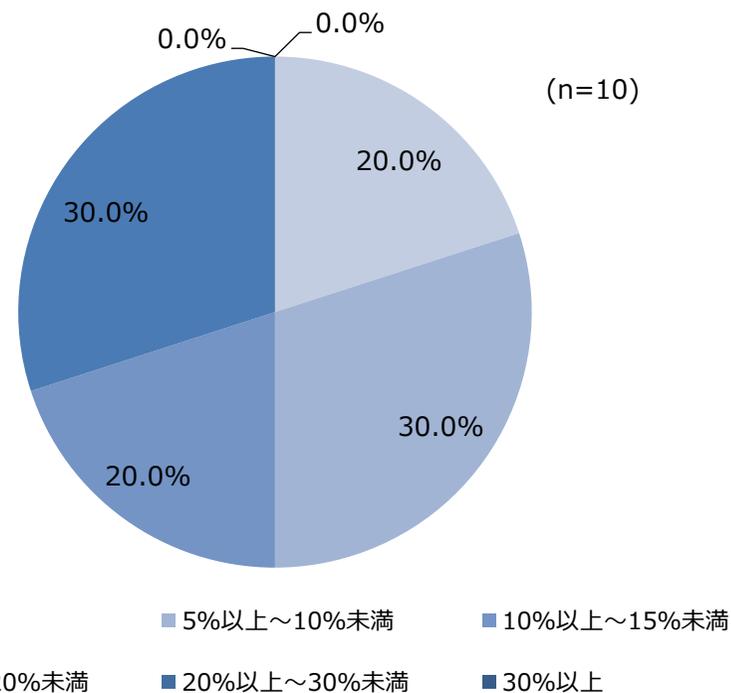
- 経営支援の実施状況については、「取引先の紹介」が多いほか、「経営会議等の主要会議のみ出席」に加え、支援人材や経営人材の派遣が行われることもある。
- EXITの方法は「事業会社への売却」「MBO／EBO」が多く、案件毎のIRRの水準は10%未満が5割と比較的低い。

経営支援の実施状況

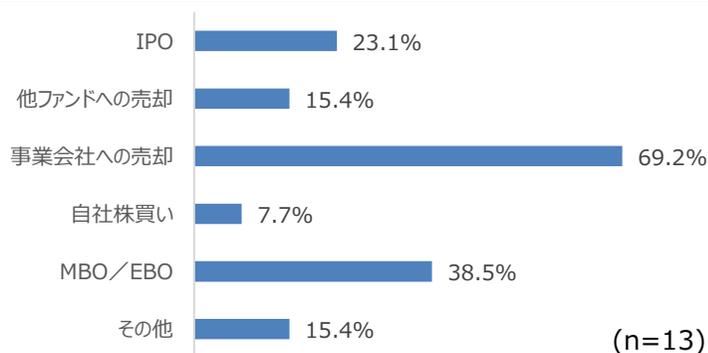


案件毎の平均的なIRRの水準

(参考：PEファンド調査結果)
IRR10%以上の割合：86.2%



EXITによる投資回収



3. 中小企業向けのエクイティ・ファイナンスの提供について

(1) 金融機関による取組

(2) その他の取組

投資リターン確保に係る特例的な支援措置

- 本委員会におけるこれまでの議論では、中小機構ファンドにおける他の投資家に優先分配を行える措置は、中小企業向けの投資の呼び水として有効との意見が多かった。
- 一方、本措置は市場を歪めるものとなる懸念もあるため、①期限を区切って実施するべき、②対象となるファンドは限定するべきとの意見もあったところ。また、当然のことながら、③国庫から中小機構に投入された財源が、いたずらに費消されることなく、有効に活用されることを担保するべきことも必要。
- これらの指摘に対応する制度設計を行う上では、東日本大震災時に講じられた特例措置が参考になるのではないか。

東日本大震災時に講じられた特例措置の概要（産業復興出資事業）

1. 措置が講じられた期間

3年間の時限措置として実施

2. 措置の対象（以下を満たすファンド）

A:投資総額の50%以上が中小企業

又は

B:投資総額の30%以上が中小企業

かつ、50%以上が中小企業及び

①～③をすべて満たす事業者

①中小企業者と一定以上の取引

②震災前と比較し一定以上の売上減少

③時価総額1千億円以上の上場企業ではない

3. 措置の内容

ファンド解散時の投資家への分配を以下のとおり行う。

<出資約束総額まで>

- 中小機構分を含めて、出資比率に応じて案分

<出資約束総額超過分>

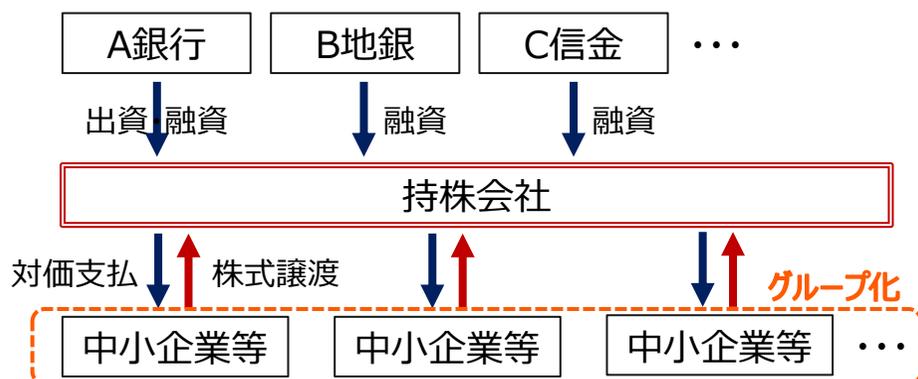
- 一定額までは、中小機構分を劣後させ、他の投資家に優先して分配

中小企業のグループ化等の支援

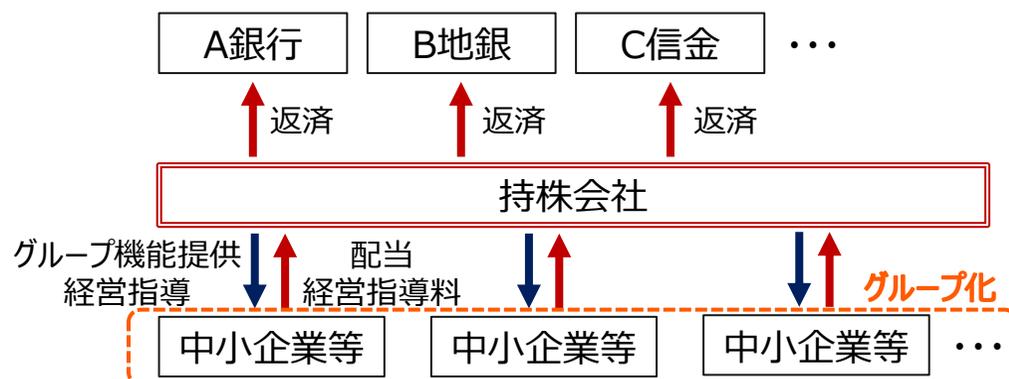
- 本委員会におけるこれまでの議論では、持株会社方式による中小企業のグループ化等は、取得した株式を原則永続的に保有するため、中小企業の成長速度にあった中長期的な支援を可能にする投資方式として有効との意見が多かった。
- グループ化には、経営、広報、採用等、中小企業単独では保有することが困難な機能を共有化できる効果が期待されるが、この効果を早期に享受するためには、スピード感を持ってグループ化による規模拡大を実現することが重要になる。特に外部環境の変化が激化する中においては、その要請はより一層強いと考えられる。
- 一方で、グループ化に必要な出資資金の調達に当たっては、①持株会社の信用力を維持できるような一定水準以上の自己資本比率を維持する必要があること、②投資回収は、取得株式の売却ではなく、配当や経営指導料等により長期的に行われるものであることを踏まえ、相応の工夫を行うことが必要となる。
- このため、グループ化等の新たな投資形態については、出資資金の調達への支援を呼び水の的に行うことが重要ではないか。

持株会社方式による中小企業のグループ化（スキーム）

①グループ化の形成



②グループ化による成長／資金回収

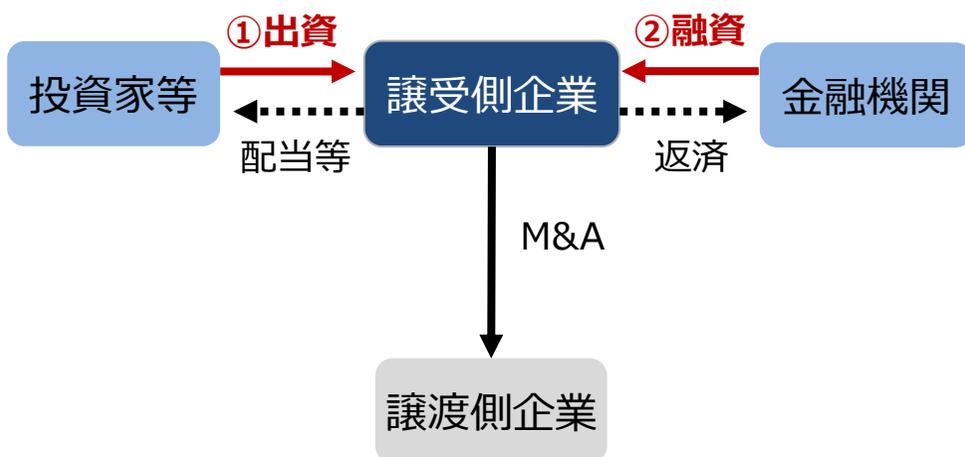


【参考】 M&Aにおける出資資金の調達方法

- M&Aの譲受側の資金調達方法としては、(i) 譲受側自身の信用力に基づき、譲渡側自身が①出資又は②融資を受けるものと、(ii) 譲受側が譲り受けようとする譲渡側の信用力等に基づき、譲渡側を譲り受ける目的で設立する特別目的会社 (SPC) が融資 (LBOローン) を受けるものがある。
- 持株会社等によるグループ化を含め、M&Aにおける出資資金の調達に当たっては、これらの資金調達方法のメリット・デメリットを踏まえ、適切な資金調達方法を選択することが必要。

M&Aにおける出資資金の調達方法

(i) 譲受側自身への資金調達



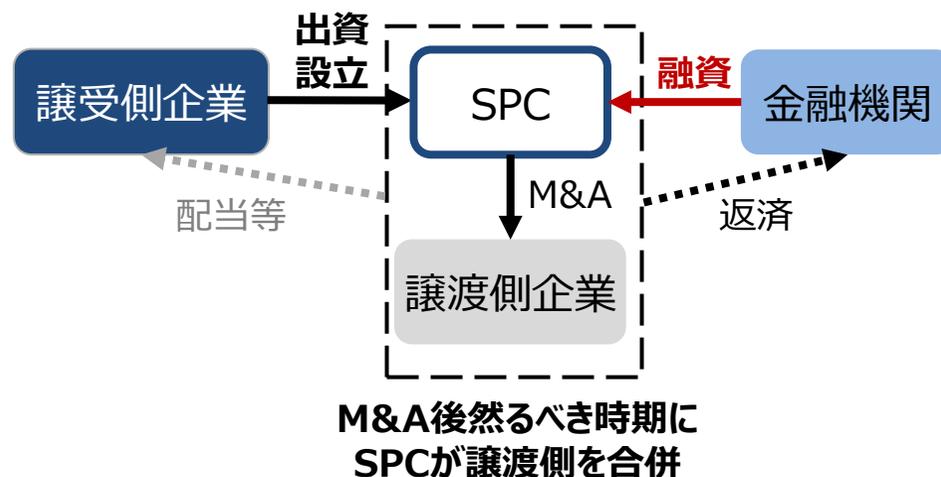
<主なメリット>

- ✓ 出資は、自己資本の充実を図りつつ調達可能
- ✓ 融資は、通常の融資の延長線上で調達可能 等

<主なデメリット>

- ✓ (特に非上場の場合、) 出資を募ることは困難
- ✓ 過度に融資に依存すると、自己資本比率が低下 等

(ii) LBOローン



<主なメリット>

- ✓ 譲渡側の信用力等に基づく調達が可能
- ✓ 譲受側自身の自己資本比率に影響なく調達可能 等

<主なデメリット>

- ✓ LBOローンを提供している地域金融機関は多くない
- ✓ 譲渡側企業に負債が計上 等

4. ご議論いただきたいポイント

ご議論いただきたいポイント①

1. 中小企業によるエクイティ・ファイナンス活用に向けた支援の方向性について

- ① 中小企業によるエクイティ・ファイナンス活用を活性化するためには、「中小企業における挑戦志向の後押し」、「中小企業向け投資の後押し」、「中小企業と投資家の接点強化」を一体的に進めることが重要ではないか。

【関連】本資料 3頁

2. エクイティ・ファイナンスを活用しようとする中小企業について

- ② 中小企業であっても、ちょっとしたきっかけでエクイティ・ファイナンスを認識し、専門家の伴走支援等を受けて必要な事業計画の作成等を行うことで、エクイティ・ファイナンスの活用に至ることがあることを踏まえると、中小企業向けにエクイティ・ファイナンスに関する広報や事業計画作成等の支援を行うことが重要ではないか。

【関連】本資料 19頁

- ③ エクイティ・ファイナンスを認識、活用するまでの経路は多様であり、単に相談窓口を設置するのではなく、専門家への相談等につながる仕掛けを関連施策（例、創業塾やピッチイベント等）に組み込むことが重要ではないか。

【関連】" 頁

- ④ 中小企業の成長を後押しする上でガバナンスは重要ではないか。一方、ガバナンスを構築・強化すべきターゲット、求められるガバナンスの内容、促進策等については、専門的かつ具体的な検討が必要ではないか。

【関連】本資料 23～25頁

ご議論いただきたいポイント②

3. 中小企業向けのエクイティ・ファイナンスの提供について

- ⑤ 地域金融機関によるエクイティ・ファイナンスの提供状況等を踏まえ、地域金融機関にどのような役割を期待することができるか。
【関連】 本資料 27～41頁
- ⑥ 地域金融機関がエクイティ・ファイナンスの提供について認識している課題として、地域の資金ニーズや投資先候補が少ないことだけでなく、出資業務の人材確保の困難さや、運用ファンドの収益性の低さ等が挙げられていることを踏まえると、エクイティ・ファイナンス人材の育成支援や、投資リターン確保に係る特例的な支援措置等を講じることが重要ではないか。
【関連】 " 頁
- ⑦ 投資リターン確保に係る特例的な支援措置について、これまでの議論で示された市場を歪める懸念点については、東日本大震災時に講じられた特例措置等を参考にすることで、対処することは可能ではないか。
【関連】 本資料 43頁
- ⑧ 中小企業のグループ化等の新たな投資形態についても、ファンドへの支援と同様に、出資資金の調達への支援を呼び水的に行うことが重要ではないか。
【関連】 本資料 44・45頁