

中小企業政策審議会 金融小委員会  
中間取りまとめ

2022年6月6日

# 目次

第1章	はじめに.....	2
第2章	ウィズコロナ・ポストコロナの間接金融のあり方について .....	3
1.	コロナ資金繰り支援の状況 .....	3
2.	増大する債務への対応 .....	4
3.	金融機関や信用保証協会による経営支援 .....	4
4.	経営者保証を徴求しないスタートアップ・創業融資の促進 .....	5
5.	経営者保証に依存しない融資慣行の確立 .....	5
	(1) 経営者保証 GL の認知度向上に向けた積極的な広報の展開 .....	5
	(2) 新規融資・既往債務の経営者保証解除の促進 .....	6
	(3) 事業承継特別保証制度の活用促進 .....	7
	(4) 今後の検討の方向性 .....	8
第3章	中小企業の成長を支える新たな資金調達のあり方 .....	9
1.	中小企業の成長と新たな資金調達 .....	9
	(1) 中小企業の成長志向の高まり .....	9
	(2) 中小企業における成長資金調達の課題 .....	9
	(3) 成長志向の中小企業によるエクイティ・ファイナンスの活用 .....	11
2.	中小企業と投資家の接点強化 .....	15
	(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（手引きの作成等） .....	15
	(2) 中小企業と投資家が交流できる機会の創出（相談窓口の創設等） .....	16
3.	中小企業における挑戦志向の後押し .....	17
	(1) 中小企業における挑戦機運の醸成 .....	17
	(2) 中小企業における事業計画の磨上げ等（専門家による伴走支援等） .....	18
	(3) 中小企業におけるガバナンスの構築・強化 .....	18
4.	中小企業向け投資の後押し .....	20
	(1) 投資リターン確保に係る特例的な支援措置の創設 .....	20
	(2) 中小企業のグループ化への支援（日本政策金融公庫による融資制度等の活用、出資支援の検討） .....	21
	(3) エクイティ・ファイナンス人材の育成 .....	23
	(4) 地域の中小企業を応援しようとする主体（地域金融機関等）の後押し .....	24
第4章	終わりに .....	27

## 第1章 はじめに

2020年に発生した新型コロナウイルス感染症により、中小企業の経営環境はこれまでにない厳しい状況に直面した。これに対して、政府は、これまで官民金融機関による実質無利子・無担保融資や資本金劣後ローンといった金融支援、各種補助金・給付金等の事業継続支援策を講じてきた。この結果、足下では資金繰りDIに一定の改善がみられ、中小企業の倒産件数は抑えられるなど、中小企業の事業継続に一定の効果があったとの評価もなされている。

一方で、足元ではウクライナ情勢・原油高騰の影響も出始める中、今後、ウィズコロナ・ポストコロナに向け、金融面から中長期的に中小企業の事業継続・成長を支えていくためには、まずは、これまでのコロナ資金繰り支援について、より詳細に検証する必要がある。また、資金繰り支援策の結果、一部の中小企業が抱える債務は増大しており、このような債務への政策的対応も不可欠である。

また、持続的な成長のためには、スタートアップ・創業支援や金融機関等による経営支援の充実も必要であり、金融機関や保証協会による伴走支援を進めつつ、中小企業のガバナンスのあり方を含めて個人保証に依存しない融資をどう促進していくか、という論点も存在する。

更に、中小企業においても、SDGsやDXの要請等の環境変化に対応した成長・事業再構築等に係る資金調達ニーズが潜在的に高まっている。また、経営者の高齢化に加え、コロナ禍も相まって、「事業承継ガイドライン」や「中小 M&A ガイドライン」、「中小 PMI ガイドライン」も踏まえた、事業承継や M&A に関する取組が進みつつあり、事業承継等を契機とした抜本的な事業転換など挑戦志向の取組の機運が高まっている。こうした背景を踏まえ、資金調達の多様化等の観点から、間接金融のみならず、新たな資金調達のあり方として、直接金融についても検討を行う必要がある。中小企業・投資家双方の観点から分析を進める必要があるが、その際も金融機関の支援、中小企業のガバナンスのあり方は論点となってくる。

本委員会においては、以上の問題意識を背景に、中小企業金融について、直接・間接金融ともに、4回に渡って幅広く議論してきた。本報告書は、本委員会でのこれまでの議論について、それぞれのテーマ毎にとりまとめたものであり、挑戦し、成長していく中小企業を後押しできるよう、今後の直接・間接金融における中小企業政策の検討の糧となれば幸いである。

## 第2章 ウィズコロナ・ポストコロナの間接金融のあり方について

### 1. コロナ資金繰り支援の状況

コロナ禍において、中小企業の事業継続を支えるため、官民金融機関による実質無利子・無担保融資や政府系金融機関による資本金劣後ローンなど、各種の金融支援策を行ってきた。実質無利子・無担保融資等については、制度開始以降、2022年3月末時点までに約56兆円と、過去の危機時を大きく上回る規模の融資を実行しており、資本金劣後ローンについても、同時点までに約9,200億円と、平時の約10倍もの融資を実行してきた。このような信用保証を活用した民間金融機関及び政府系金融機関による支援の結果、資金繰りDIが改善し、倒産件数も低水準で推移するなど、中小企業の事業継続に一定の効果を上げてきたと考えられる。

特に、資本金劣後ローンは、超長期も可能な融資であり、法的倒産時には全ての債務に劣後することから、民間金融機関にとってはリスクの高い仕組みであるところ、政府系金融機関は、財務状況が悪いが故に事業再構築など前向きな取組を躊躇している中小企業に対して、民間金融機関と協調しつつ、長期的視点に立って融資するなど、効果的な支援を実施した。なお、リーマンショック時は、コロナ禍とは異なり、金融収縮期であったこともあり、100%保証を発動（緊急保証制度、2008年10月31日から発動）したものの、民間金融機関の貸出金の減少傾向は解消せず、当時は、特に、政府系金融機関の果たした役割は大きかったと言える。

より子細にみると、2020年度以降、各業種で売上や営業利益は大きく減少し、特に、飲食業、宿泊業、旅客運送業などのコロナの影響を特に大きく受けた業種は、2021年度になってもその影響が残るものの、各種支援策の効果もあり、最終利益の減少幅は抑えられている。また、資金繰り支援策により、官民金融機関の貸出残高は大きく伸びる中、将来に備え現預金として手元に置いている企業も存在し、現預金を差し引いたネットの有利子負債や、それとEBITDA（営業利益＋減価償却費）との倍率を見る限りにおいては、コロナ前と比較して、中小企業の多くは、現時点では財務状況・返済能力が大きく悪化している状況にはない。実際、民間調査会社のアンケート調査や日本政策金融公庫（国民事業）のデータにおいても、既に半数以上が元金返済を開始している。他方で、コロナの影響を特に大きく受けた業種を始め、足下で返済見通しの厳しい事業者は1割程度とする調査も存在し、今後増加する可能性もあることから、今後はこうした厳しい事業者に重点を置いた支援が重要となってくる。

一方、金融支援策の効果について、より厳密に検証するためには、政策の介入効果を示す必要があり、例えば、コロナ前、コロナ禍、足元の業況等と支援策の利用の有無について、それぞれクロスで比較・分析を行うこと等が考えられる。その際、今後の危機に備えて、政策介入のあり方等についても、検証を行うことが必要である。こうした観点や、利用可能なデータの特性も踏まえつつ、引き続き、一般社団法人CRD協会等の協力も得つつ、更なる効果検証を行っていくことが必要である。

## 2. 増大する債務への対応

前述した民間調査会社のアンケート調査によると、条件緩和を受けないと返済は難しいなど、返済に不安があると回答した事業者は約1割、日本政策金融公庫(国民事業)のデータによると、条件変更及び追加融資した事業者は約1割となっている。

こうした返済に不安を抱える中小企業や、今後増える可能性のある、増大する債務に苦しむ中小企業の収益力改善・事業再生・再チャレンジを促し、成長と好循環を実現するため、本年3月に経済産業省・金融庁・財務省の連名で「中小企業活性化パッケージ」を策定したところである。引き続き、本パッケージに基づく支援を着実に実行することが必要であり、官民金融機関、信用保証協会においても、個別の事案に応じた債務減免等の債務整理を伴う事業再生支援も含め、必要な支援に取り組むべきである。その際、「中小企業の事業再生等に関するガイドライン」の周知や、地方自治体による求償権放棄条例の整備も促していくべきである。

また、「中小企業活性化パッケージ」の更なる実行加速のため、収益力改善支援等の実務や着眼点を整理した実務指針の策定、中小企業再生ファンドの組成促進に向けた民間出資者への優先配当制度の創設、再生系サービサーを活用した事業再生支援のトライアルの開始、実効的な支援体勢の構築に向けた中小企業活性化協議会と信用保証協会等の関係機関の連携強化など、必要な措置を講じるべきである。

## 3. 金融機関や信用保証協会による経営支援

コロナの影響により債務が増加傾向にある中、中小企業の収益力改善に向けた経営支援も重要である。経営支援の主体としては、商工会・商工会議所・中小企業団体中央会といった支援機関に加え、融資等を通じて日常的に中小企業と接する機会の多い民間金融機関や、2018年度から法律上の業務に経営支援が追加された信用保証協会の役割も大きくなっている。

民間金融機関は、従前より、経営者保証に依存しない新規融資など事業性評価に取り組んでいるところではあるが、中小企業からは、より踏み込んだ支援を期待する声も聞かれる。そのような中、金融機関が伴走支援を行うことを条件とする伴走支援型特別保証(2021年4月開始)は、民間金融機関の提案とサポートにより経営行動計画書を作成するもので、2022年3月までに約5.2万件・1兆円の実績を上げている。なお、本保証制度については、民間金融機関から、経営行動計画書の策定や伴走支援を通じて、事業者との間での目線合わせができるという評価もなされている。このような中、伴走支援型特別保証や民間無利子・無担保融資におけるモニタリングの仕組みも参考に、コロナに係るセーフティネット保証4号についても、金融機関による半期毎のモニタリングを実施するよう措置することで、信用保証協会と金融機関が連携した事業者支援を促進することが必要である。

また、コロナ禍において、民間無利子・無担保融資を中心とする信用保証の残高が大きく伸びている。このため、各地の信用保証協会においては、既に、プロパー融資のない保証先への支援や、民間無利子・無担保融資のモニタリング報告を踏まえた支援をプッシュ型で進めているところであるが、上述した中小企業活性化協議会との連携強化などを通じて、より一層の経営支援に取り組むことが期待される。

#### 4. 経営者保証を徴求しないスタートアップ・創業融資の促進

日本の起業家に対するアンケートでは、日本で起業が少ない原因として「失敗に対する危惧」を挙げる者が最も多く、38%存在する。また、起業関心層が考える失敗時のリスクとして、「借金や個人保証を抱えること」と回答した者が77%、創業時に、信用保証付き融資を含め、民間金融機関から借り入れを行う際、47%の経営者は個人保証を付与されているという調査結果も存在することも踏まえると、創業時の融資において経営者保証を求める慣行が、創業意欲の阻害要因となっている可能性がある。

こうした状況を踏まえ、起業家が経営者保証を提供せず資金調達が可能となる道を拓くべく、信用保証協会においては、経営者による個人保証を徴求しない新しい創業時の信用保証制度を創設することが必要である。その際、新しい創業保証制度においては、経営者保証コーディネーター等の専門家による「経営者保証に関するガイドライン」(以下「経営者保証 GL」という。)の要件の充足状況の確認など、事業者のガバナンスの向上のための措置を併せて講じるべきである。

また、商工組合中央金庫においても、スタートアップ向け融資において、原則、経営者保証を徴求しない取組を開始することが期待される。日本政策金融公庫においては、創業期における日本政策金融公庫によるデット資金供給の役割が大きいことも踏まえ、経営者保証を徴求しない創業融資の一層の推進に向け、必要な措置を検討すべきである。

民間金融機関に対しては、金融庁とも連携し、創業時点では事業者が必ずしも十分な資力を有していない場合が多いことなどの事情を踏まえ、経営者保証 GL を機械的に当てはめることなく、経営者保証を求めない対応ができないか等、事業の将来性を踏まえた検討を促すべきである。

#### 5. 経営者保証に依存しない融資慣行の確立

##### (1) 経営者保証 GL の認知度向上に向けた積極的な広報の展開

経営者保証 GL に関する認知度は横ばい傾向にあり、2020 年度では 58%である。また、経営者保証 GL の存在を認知している者のうち、具体的な要件まで認識している者は 53%にとどまっている。経営者保証 GL を認知している者の認知経路は、「金融機関からの説明」が 43%である一方、「政府による広報」は 15%、「商工会・商工会議所からの説明」は 12%と低い水準になっている。なお、金融機関についても、事業者に対するアンケートでは、金融機関から経営者保証 GL の説明を受けたと回答した者は 33%にとどまっている。

こうした状況を踏まえ、経営者保証 GL の認知度向上を通じた経営者保証解除の促進に向け、中小企業庁において、経営者保証 GL の概要ではなく、「経営者保証を外すことができるかもしれない」というメッセージを強調した広報を展開すべきである。その際、中小企業庁において、中小企業や支援機関による経営者保証解除の取組や解除による効果について、好事例集を作成し、併せて周知を図ることが効果的である。

## (2) 新規融資・既往債務の経営者保証解除の促進

### ① 官民金融機関・信用保証協会による取組の促進

経営者保証を提供している事業者のうち、事業者の主観ではあるものの、経営者保証 GL の3要件を充足していると考える者が 43%存在する。また、信用保証付き融資も含めた金融機関からの借入金に対して経営者保証を提供している事業者について、民間調査会社のデータベースと照合し、その財務状況を分析したところ、信用保証制度における経営者保証を不要とする取り扱いの財務要件を充足する者(注:財務要件は、経営者保証 GL の一要件であり、財務要件以外にも要件がある点に留意。)も一定程度存在している。加えて、経営者保証 GL の3要件を認識していても、その充足に向けた具体策は分からない者が 47%存在している。

こうした状況を踏まえ、経営者保証を解除できる財務状況にある中小企業の経営者保証解除を促進するため、日本政策金融公庫においては、「経営者保証免除特例制度」の活用を促すべく、融資の相談があった場合には、必ず同制度の基準を満たすかどうかを事業者に伝える現行の運用を継続するべきである。

信用保証制度においては、経営者保証を不要とする取組の一層の促進に向け、信用保証制度が原則として経営者保証が必要であるかのような誤解を生じないよう、説明方法を工夫の上、信用保証制度における経営者保証を不要とする取り扱いについて中小企業・金融機関の双方に対して一層の周知を行うべきである。

また、経営者保証を解除できなかった中小企業がどのような状態に達すれば経営者保証を解除できるのかを理解し、経営者保証の解除に向けたアクションに円滑に取り組むことができるよう、官民金融機関に対して、経営者保証を徴求する場合には、どの部分が十分ではないために保証契約が必要なのか等の説明を個別・具体的に求めることを検討することが必要である。

### ② 中小企業による経営者保証解除に向けた取組の促進

中小企業による経営者保証の解除に向けた取組を支援するため、全国 47 都道府県に、チェックシートを活用した経営者保証 GL の充足状況の確認や磨き上げ支援等を行う経営者保証コーディネーターが設置されているが、その支援対象は、事業承継時の事業者に限られている。また、経営者保証コーディネーターに対するアンケートでは、チェックシートを充足していても、各項目の判断基準について金融機関と目線が揃っていないこともあり、経営者保証の解除を実現できなかった案件が 37%存在する。

こうした状況を踏まえ、様々なフェーズにある中小企業の経営者保証解除に向けた取組を促進するため、経営者保証コーディネーターについて、質・量の両面で拡充するとともに、事業承継時以外も含めた支援を行うことができるよう、支援対象を拡充すべきである。その際、日本政策金融公庫が定めている経営者保証を徴求しない定量的な財務要件、信用保証制度の経営者保証を不要とする取り扱いの定量基準も踏まえつつ、チェックシートの更なる明確化を図ることも必要である。さらに、2022 年4月より開始した、全国約3万の認定経営革新等支援機関の支援の下、経営者保証の解除に取り組む中小企業を支援する制度(経営改善計画策定支援事業において経営者保

証解除に向けて取り組む場合に、金融機関との交渉に係る費用を支援)の活用を促進するため、周知広報の徹底など必要な措置を講じるべきである。

あわせて、中小企業は所有と経営が一致していることも多い等の実態を踏まえつつ、ガバナンスを機能させるための実効的な施策を検討するべきである。その際、先述した収益力改善支援等の実務や着眼点を整理した実務指針において、中小企業のガバナンス向上も含めた支援のあり方を規定することで、支援機関に対しても中小企業のガバナンス向上支援を促すべきである。

### ③政府事業における経営者保証解除の促進(高度化融資)

独立行政法人中小企業基盤整備機構(以下「中小機構」という。)の高度化事業(単独企業では困難な大規模な設備投資を行う中小企業組合等のグループに対し、都道府県と中小機構が資金融資・事業アドバイスの両面からサポートする事業)における融資については、中小機構において2021年2月に「都道府県の債権保全に関する運用指針」(以下「指針」という。)を改正し、原則、経営者保証によらない債権保全を求めることとしたところであるが、指針改正を踏まえた都道府県の貸付規則の改正について、対応予定のない自治体も存在する。

対応予定のない自治体の中には、引き続き高度化融資を実行している自治体も含まれていることから、中小企業庁においては、更なる経営者保証の解除を促すべく、貸付規則の改正に取り組んでいない自治体に対して、指針を踏まえた貸付規則の改正を要請することが必要である。

また、経営者保証が必要となる場合においても、商工組合中央金庫が債務保証を実施することで、個人保証の提供を求めることなく高度化融資を実行している好事例が存在することも踏まえ、都道府県及び全国の中小企業組合に対して、このような金融機関保証の活用を一層周知することも必要である。

### (3)事業承継特別保証制度の活用促進

2020年4月から開始した事業承継特別保証制度は、一定の要件を満たせば、事業承継時に経営者保証を不要とする制度であるが、利用件数が2022年3月末時点で559件にとどまっている。これは、制度開始時期とコロナ資金繰り支援策の開始時期が同時期であり、かつ、事業承継特別保証制度よりもコロナ資金繰り支援策の方が金利・保証料等が大きく優遇されていたこと等により、事業承継特別保証制度の利用が見込まれていた中小企業がコロナ資金繰り支援策を利用したことが要因として推察される。他方で、コロナ資金繰り支援策により債務が増加した中小企業も存在することから、事業承継特別保証制度のEBITDA有利子負債倍率要件(10倍以内)が制度利用時のネックとなった可能性も想定される。

そこで、一般社団法人CRD協会のデータを用いて中小企業の決算情報を分析すると、2019年度決算では、資産超過かつEBITDA有利子負債倍率が10倍以内の者は43%存在する一方で、2021年度決算では、同要件を満たす者は37%にとどまる。この点、2021年度決算において、資産超過かつ、EBITDA有利子負債倍率を15倍以内の者の

割合は41%となり、2019年度決算におけるEBITDA有利子負債倍率が10倍以内の者の割合と同程度となっている。

こうした状況を踏まえ、コロナ禍の影響も勘案し、当面は、事業承継特別保証制度のEBITDA有利子負債倍率要件について、現状の「10倍以内」から「15倍以内」へと緩和するべきである。

#### **(4) 今後の検討の方向性**

上記取組に加え、官民金融機関や信用保証協会における経営者保証徴求のあり方や中小企業のガバナンスのあり方を含めた今後の中小企業金融の方向性について検討を行い、金融庁とも連携し、経営者保証に依存しない融資慣行の確立を加速する施策を年度内にとりまとめるべきである。

### 第3章 中小企業の成長を支える新たな資金調達のある方

#### 1. 中小企業の成長と新たな資金調達

##### (1) 中小企業の成長志向の高まり

中小企業を巡る経営環境は、2020年以降に世界的に蔓延しているコロナ禍の影響や、デジタル化・グリーン化の要請の高まりをはじめとして急激に変化しつつある。また、団塊の世代全員が75歳以上になる2025年が迫る中、経営者の高齢化が一貫して進んでおり、事業承継はいよいよ待ったなしの状況にある。

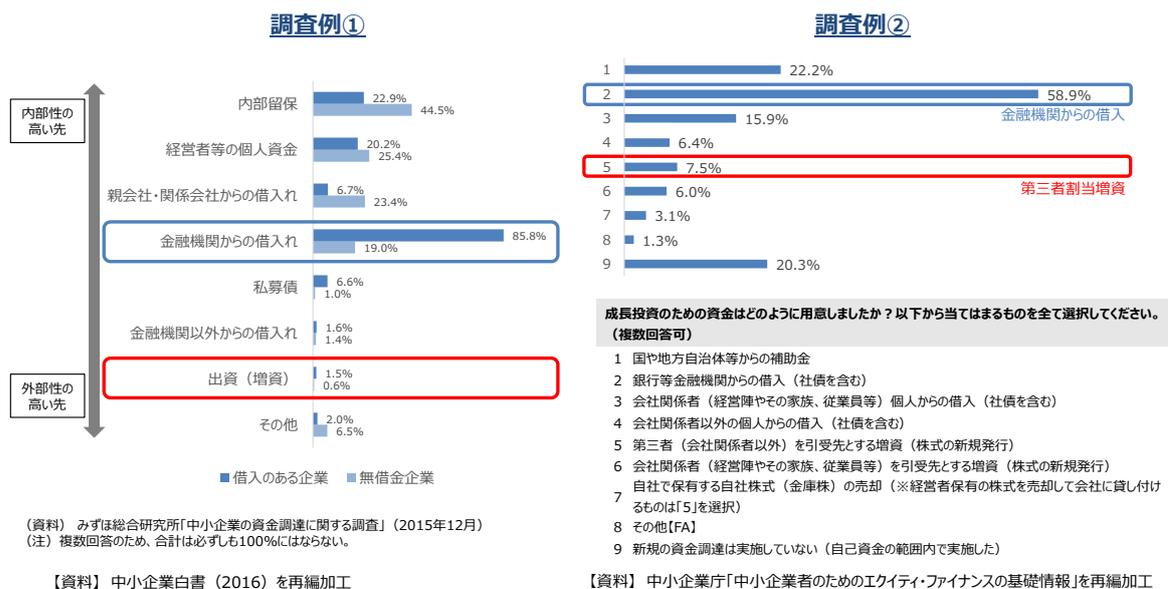
一方で、こうした経営環境の厳しさは、長らく生産性が横ばい傾向にある等、停滞している中小企業が新たに成長する契機ともなり得る。実際、足下ではコロナ禍を契機に事業再構築の取組を積極化させつつあるほか、デジタル化やグリーン化の優先度も高まりつつある。また、経営者年齢が若い企業ほど新たな取組に果敢に挑戦する企業が多い傾向にあることを踏まえると、事業承継による世代交代が円滑に進めば変革の契機となり得る。

いわば「ピンチはチャンス」として、外部環境の変化に対応しようとする中小企業の成長を強力に後押しするべきである。

##### (2) 中小企業における成長資金調達の課題

企業が成長するためには、研究開発や設備投資、人的投資、販路開拓といった新たな取組に果敢に取り組むことが不可欠である。そのためには必要な資金を調達することが重要となるが、中小企業においては、こうした成長資金の調達手段として、金融機関からの借入等によることが圧倒的に多いのが現状である。

<図表1> 中小企業における成長資金の調達手段



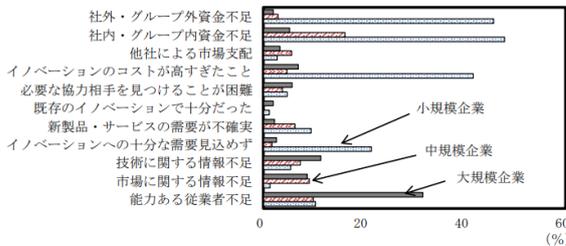
しかしながら、中小企業が新事業展開やイノベーションを検討するに当たっての課題としては、特に資金不足が指摘されており、借入だけでは十分な成長資金が調達できな

中小企業も少なくない。こうした状況を踏まえると、中小企業における成長資金の調達手段として、借入以外も検討すべきと考えられる。

〈図表2〉中小企業における成長資金の不足

**イノベーションの実現に向けた阻害要因**

大企業と比べ資金力に劣る中小企業では、イノベーションの実現に向け、資金面での課題克服が重要となることが示唆



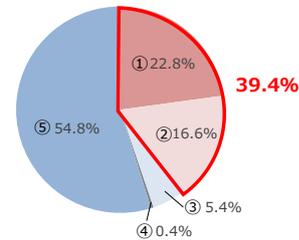
(注)

1. 文部科学省 科学技術・学術政策研究所「第3回全国イノベーション調査報告」により作成。
2. 小規模企業は、常用雇用者数 10 人以上 49 人以下、中規模企業は、同 50 人以上 249 人以下、大規模企業は、同 250 人以上。
3. プロダクト又はプロセス・イノベーションのための活動がいずれの実現にも結び付かなかった企業の回答結果。企業が直面した各阻害要因について重大さ・大と回答した割合。

【資料】 内閣府「日本経済2015-2016」

**成長投資への資金を借入で調達したことへの考え**

全体の 4 割が借入での資金調達ではやりたかったチャレンジができなかったと回答



借入による資金調達を選択したことについて、どのように考えているか、以下から最も近いものを1つ選択してください。

- 借入金の返済に向けて投資した事業から早期に利益を生み出さなければならず、大きなチャレンジはしにくかった
- ①
  - ② 希望した金額を調達することができず、当初の予定よりも小規模な取組みしかできなかった
  - ③ 多額の資金調達により金利負担が重い（または、金利負担の重さから多額の資金調達を断念した）
  - ④ その他【FA】
  - ⑤ 何も問題はない（妥当な選択であったと思う）

【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」を再編加工

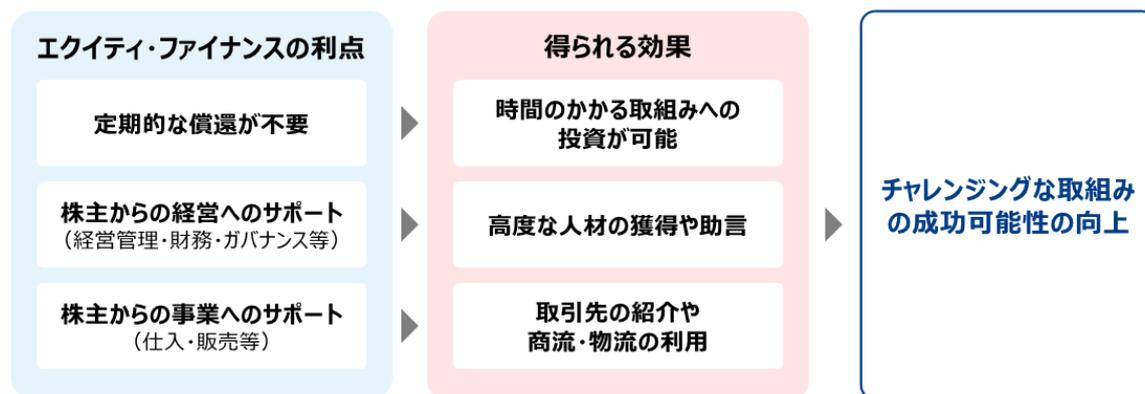
そもそも企業の資金調達手段には、金融機関等からの借入による「デット・ファイナンス」と、株式を発行することで資金調達を行う「エクイティ・ファイナンス」の二つがある。

「デット・ファイナンス」については、比較的高いリスクを伴う事業への利用を前提としておらず、将来的な返済義務を負う等のデメリットがある一方で、調達コストは比較的低く、かつ返済が履行される限りにおいて経営に関与されない等のメリットがある。こうした性質故に、既存事業の維持・改良等の比較的低リスクの低い企業活動に合った資金調達手段と一般に捉えられている。一方、「エクイティ・ファイナンス」については、比較的高いリスクを伴う事業への利用を前提としており、将来的な返済義務がない等のメリットがある一方で、配当金支払いや株式の買戻し等を考慮すると調達コストは比較的高く、経営に関与される等のデメリットがある。こうした性質故に、既存事業の延長線上にない新たな事業展開等の比較的高リスクの高い企業活動、いわば挑戦に合った資金調達手段と一般に捉えられている。

既述のとおり中小企業の経営環境が急激に変化している中においては、これに対応するために新たな取組への挑戦が求められる場面も少なくないと考えられ、中小企業においても、借入等だけでなく、エクイティ・ファイナンスも積極的に活用していくことの重要性が高まりつつあると考えられる。

なお、エクイティ・ファイナンスについては既述のとおり投資家による経営への関与を伴うが、これは経営権の希釈という意味ではデメリットである一方、当該投資家から、経営・事業面のサポート、取引先や人的ネットワークの提供等の支援を受けられることが一般的であり、高い成長を実現できる可能性が向上することが期待されることからメリットとしても捉えられる。実際、エクイティ・ファイナンスによる資金調達を実施、又は検討した中小企業では、メリットとして捉えている者も少なくない。

＜図表3＞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」

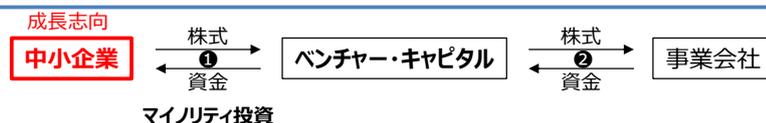
### (3) 成長志向の中小企業によるエクイティ・ファイナンスの活用

成長志向の中小企業によるエクイティ・ファイナンスの活用形態としては、当該中小企業への資金の流れという観点から、①中小企業に直接的に資金が供給される「狭義のエクイティ・ファイナンス」と、②中小企業に直接的には資金が供給されないものの株式取引を活用した成長の手段となり得る「M&A」の大きく二つがある。「狭義のエクイティ・ファイナンス」は、調達した資金によって取り組もうとする内容に応じてさらに、①-1:事業承継等を契機に抜本的な事業展開を図るために必要な資金調達を行う場合と、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の二つに分類できる。

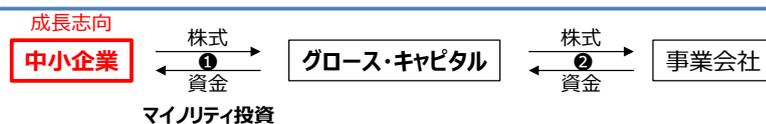
＜図表4＞成長志向の中小企業によるエクイティ・ファイナンスへの関与の類型

#### ■ 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

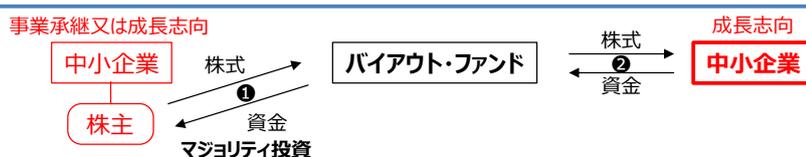


##### 類型①-2： 規模拡大や事業再構築等を図るために必要な資金調達を行う場合



#### ■ 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）



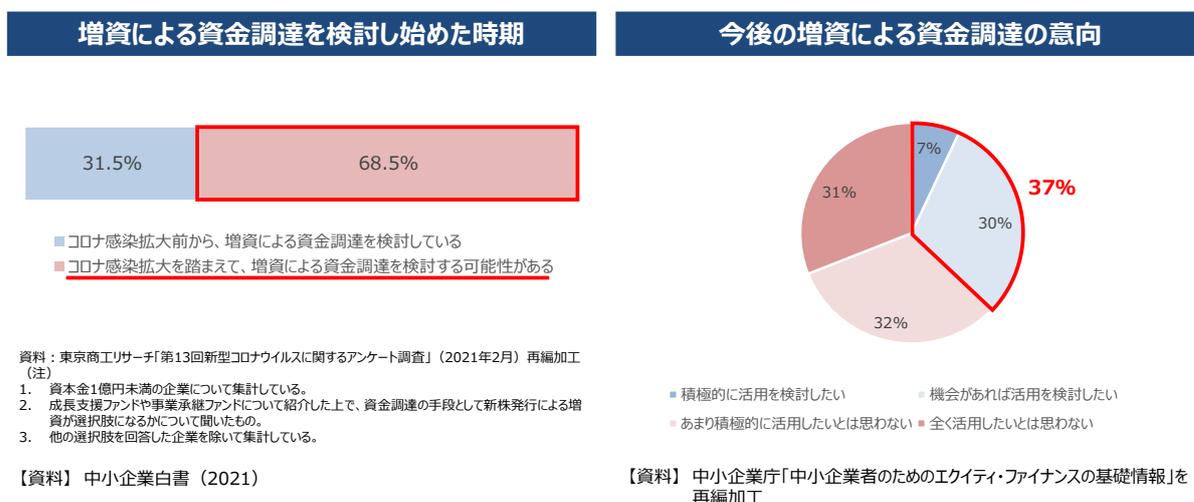
(注) 上記では、いずれの類型でもファンドを経由する形としているが、必ずしもファンドを経由するわけではない。また、最終的な出口としても、事業会社による引受けだけでなく、IPO等もあり得る。

#### 類型①： 狭義のエクイティ・ファイナンス

足下では狭義のエクイティ・ファイナンスに関心を持つ中小企業も現れ始めている。実際、増資による資金調達の検討を行っている企業では、「コロナ感染拡大を踏まえて」検

討を開始したとの回答が3分の2を占めているとの調査結果もある。また、今後、エクイティ・ファイナンスを活用したいと回答する中小企業が約4割を占めるとの調査結果もある。

<図表5> 増資による資金調達についての検討時期、今後の意向

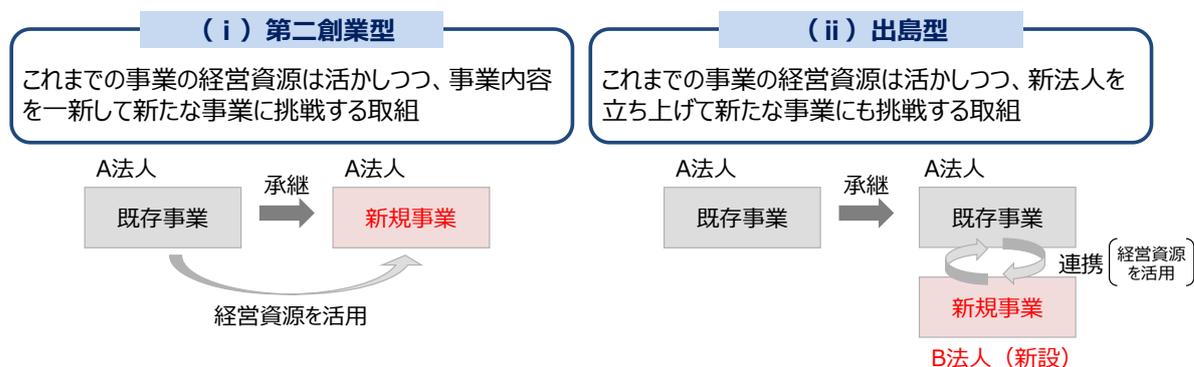


### 一1： 事業承継等を契機に抜本的な事業転換を図るために必要な資金調達を行う場合

本類型の典型例としては、「第二創業型」と「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、後継者等が、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を行おうとするものであり、比較的高い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。

<図表6> 第二創業型と出島型のイメージ



### 一2： 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

本類型は、既に一定水準以上の事業が運営されている中小企業が、更なる成長の加速等を図るため、エクイティ・ファイナンスを活用しようとするものであり、その典型例としては、以下のようなものが挙げられる。

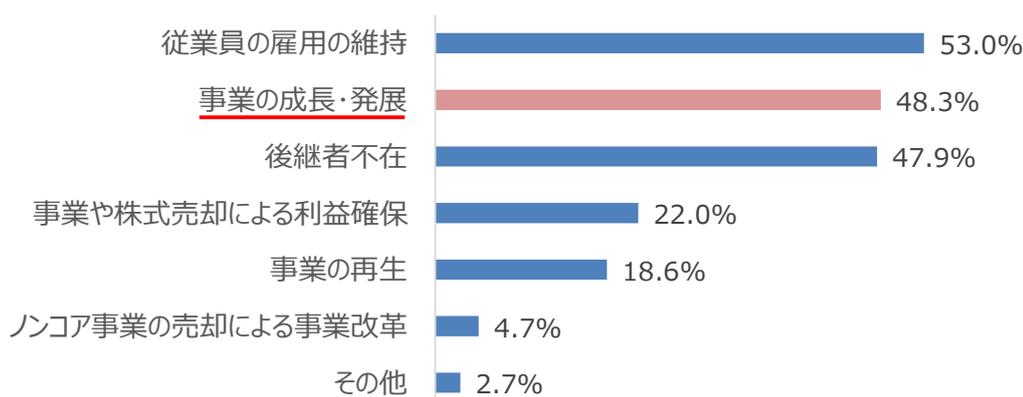
- 自己資金や融資等によって調達可能な資金規模を超えた投資を行おうとする場合
- リスクの高い非連続な事業展開に必要な投資を行おうとする場合
- 社内の人材等の経営資源では成長の壁に直面している時に、各分野の専門家によるハンズオン支援で更なる成長を狙う場合

これらの場合は、資金調達コストの高さよりも、成長にかかる時間の短縮等を優先しようとするものであり、比較的高い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。

## 類型②： M&A(規模拡大等を図るために M&A を行う場合)

規模拡大等を図るために行う 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、譲渡側の立場から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、中小企業を当事者とする M&A(以下「中小 M&A」という。)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」が多いとする調査結果もある。

<図表7> 中小 M&A における譲渡側の目的



【資料】 中小企業白書 (2021年)

中小 M&A は、この 10 年程度で急速に拡大しており、現在では年間 3~4 千件程度実施されていると考えられている。なお、中小 M&A では、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、プライベート・エクイティ・ファンド(以下「PE ファンド」という。)への譲渡が行われる場合もある。また、近年では、株式売却による投資回収(以下「EXIT」という。)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、持株会社等のグループ体への譲渡が行われる場合もある。

以上のとおり、特に高い成長志向を有する中小企業においてはエクイティ・ファイナンスの活用も検討されるべきであり、実際に活用されている事例も存在するが、特に狭義のエクイティ・ファイナンスについては、中小企業において一般的な取組として定着していると言えるような状況にはない。また、中小 M&A についても、急速に拡大しつつある一方で、潜在的な譲渡側は約 60 万者との試算もあり、仮にこれを 10 年で実施する場合

には年間 6 万件ペースとなることを踏まえると、まだまだ拡大の余地は大きく、譲受側の属性をはじめとして多様化の余地もあると考えられる。

本委員会では、中小企業におけるエクイティ・ファイナンス活用に係る課題としては、①中小企業と投資家の接点強化、②中小企業における挑戦志向の後押し、③中小企業向け投資の後押しの大きく三つが存在すると整理したところ、今後の中小企業政策においてこれらの課題を一体的に解決することを意識した施策が検討、実施されることが必要である。

＜図表8＞ 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

方向性 1. 中小企業と投資家の接点強化	
<ul style="list-style-type: none"> <li>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. 手引きの作成等）</li> <li>② 中小企業と投資家が交流できる機会の創出（例. 相談窓口の創設等）</li> </ul>	
方向性 2. 中小企業における挑戦志向の後押し	方向性 3. 中小企業向け投資の後押し
<ul style="list-style-type: none"> <li>① <b>中小企業における挑戦機運の醸成</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・中小企業が切磋琢磨できる環境の整備（例. 後継者支援ネットワークの創設等）</li> <li>・事業承継・M&amp;Aの推進とサーチファンドの支援</li> </ul> </li> <li>① <b>中小企業における事業計画の磨上げ等</b>（例. 専門家による伴走支援等）</li> <li>① <b>中小企業におけるガバナンスの構築、強化</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>① <b>投資リターン確保に係る特例的な支援措置の創設</b>（例. 中小機構の「経営力強化支援ファンド出資事業」における他の投資家に優先分配を行える措置等）</li> <li>② <b>中小企業のグループ化への支援</b>（例. 公庫の融資制度等の活用、出資支援の検討）</li> <li>③ <b>エクイティ・ファイナンス人材の育成</b></li> <li>④ <b>地域の中小企業を応援しようとする主体（地域金融機関等）の後押し</b></li> </ul>

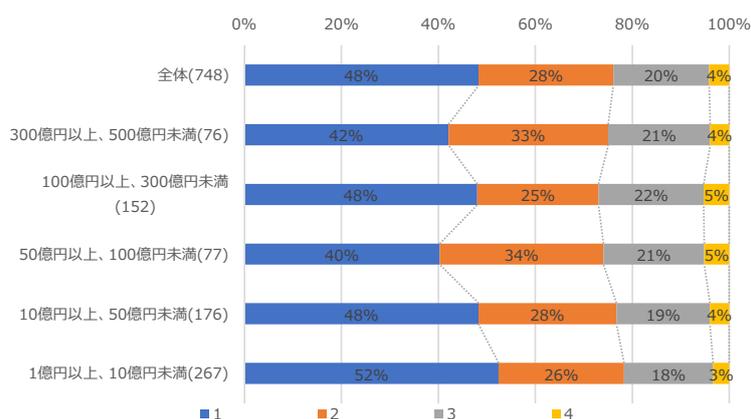
**中小企業によるエクイティ・ファイナンス活用の活性化（中長期的な目標）**

## 2. 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(手引きの作成等)

多くの中小企業は、ようやく周囲で M&A の事例を見聞きするようになったという程度の状況にあり、そもそもエクイティ・ファイナンスに関する理解が乏しいと考えられる。実際、中小企業においては、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いる割合が高い。

<図表9> 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が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

【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」

一方、既にエクイティ・ファイナンスを活用している中小企業の先行事例では、当初はエクイティ・ファイナンスという資金調達手段を認識していなかったにもかかわらず、経営者同士のコミュニティや起業家育成プログラムへの参加等のふとしたきっかけで、エクイティ・ファイナンスを認識したことが契機となったという事例もある。

このため、中小企業において、借入等以外の資金調達手段としてエクイティ・ファイナンスというものがあるという理解を広げるべく、エクイティ・ファイナンスの基本的な仕組みや、エクイティ・ファイナンスの活用が有効な場面・事例等について広報活動に取り組むべきである。

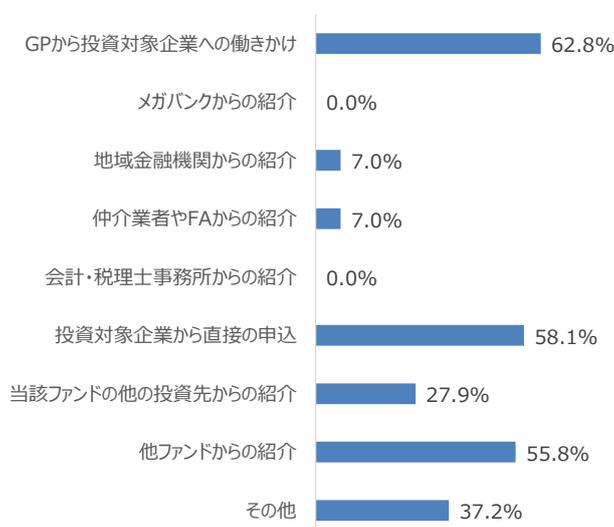
具体的には、既に中小 M&A については、2015 年に「事業引継ぎガイドライン」が策定、更に 2020 年には「中小 M&A ガイドライン」に全面改訂され、足下ではテレビやラジオ等も活用した多様なメディアでの広報活動が行われていることも踏まえ、中小企業によるエクイティ・ファイナンスの活用全般について、段階的に広報活動を充実させていくことが重要ではないか。そして、まず第一歩として、中小企業によるエクイティ・ファイナンス活用に関する基礎的な利用しやすい手引きの作成に着手すべきではないか。

## (2) 中小企業と投資家が交流できる機会の創出(相談窓口の創設等)

広報活動等によって中小企業がエクイティ・ファイナンスという資金調達手段を認識したとしても、中小企業が PE ファンド等の投資家と出会う機会が不十分という問題がある。中小企業を巡る各種の支援機関は、資金調達手段として融資を提案するのが通常であり、既述の図表9でもそのことが示唆される。

同時に、投資家も中小企業と出会う機会が不十分という問題がある。例えば、ベンチャー・キャピタルの案件探索(ソーシング)は、「GP(無限責任組合員。以下同じ。)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」等の回答が多いという調査結果からもうかがえるとおり、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のが一般的である。しかしながら、少なくとも現状では、そのようなコミュニティに属している中小企業は極めて稀である。

### <図表10>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「PEファンド等による投資に関する実態調査」

一方、既にエクイティ・ファイナンスを活用している中小企業の先行事例では、ピッチイベントや展示会への参加、SNS を通じた人脈形成等をきっかけとして、中小企業と投資家が出会ったことが契機となったという事例もある。

このため、中小企業と投資家が交流できる機会を意識的に創出すべきである。

具体的には、少なくとも現時点においては、エクイティ・ファイナンスを活用しようとする中小企業と、中小企業向け投資を行おうとする投資家の双方が少ないことを踏まえ、効率的に知見・ノウハウ等の蓄積を進めるため、一元的な相談窓口の創設を検討すべきではないか。その際、中小企業がエクイティ・ファイナンスを認識、活用するまでの経路は多様であることを踏まえ、各種の金融支援や創業・事業承継支援施策といった関連施策等から相談窓口等へつなげる仕掛けも検討することが重要ではないか。

### 3. 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

##### ① 中小企業が切磋琢磨できる環境の整備(後継者支援ネットワークの創設等)

既述のとおり、中小企業を巡る経営環境は急激に変化しつつあり、これに対応するためには、既存事業の改良・改善等にとどまらず、既存事業の延長線上にない新たな事業展開等に果敢に挑戦することが必要な場面も少なくない。中小企業の成長を支える新たな資金調達手段を検討する大前提として、中小企業における挑戦志向を後押しすることが必要であり、そのためにも中小企業が切磋琢磨できる環境を整備すべきである。

具体的には、上記 2. のとおり中小企業と投資家の接点強化に向けた取組も有効であると考えられるが、加えて、事業承継が新たな経営革新の契機となることが多いこと、これまでの事業承継支援では事業を引き渡そうとする現経営者への支援に力点が置かれがちであったこと等も踏まえ、まずは事業承継支援において、事業を引き継ぐ後継者(候補を含む。)に着目し、後継者同士をつなぎ、後継者と各種の支援機関とをつなぐ、後継者支援ネットワークの創設を検討すべきではないか。なお、その際には、各種の支援機関のみならず、学識経験者や先輩経営者等も巻き込んだ連携体制を検討するとともに、引き続き、事業承継・引継ぎ支援センターの体制整備も行う必要があるのではないかと。

##### ② 事業承継・M&A の推進とサーチ・ファンドへの支援

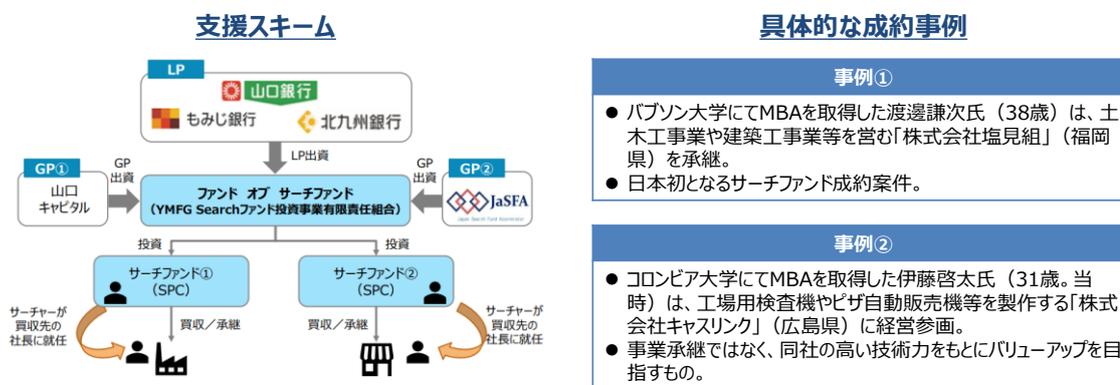
中小企業における挑戦機運を醸成する方法としては、上記 3. (1)①のとおり経営者自身に働きかける方法もあるが、事業承継や M&A を通じて、高い挑戦志向を有する経営者に事業を委ねていくことも重要である。

これまで中小企業庁においては事業承継や M&A を推進しており、近年、事業承継税制の抜本拡充や、経営資源集約化に資する税制の創設をはじめとして、支援施策を急速に拡充させつつあるが、こうした支援に引き続き積極的に取り組んでいくべきである。

また、特に地方においては経営者人材が不足しているという課題が指摘されているところ、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、後継者不在の中小企業等を譲り受けて自ら経営者として企業の再成長を実現させようとする経営者候補(サーチャー)に対して資金等の支援を行うサーチ・ファンドの取組が日本でも始まりつつある。既に 2021 年 11 月から中小機構のファンド出資事業においてサーチ・ファンドへの支援を開始したところであるが、日本においてサーチ・ファンドの取組はまだ緒に就いたばかりであり、国内外の取組の状況等を注視して引き続き必要な支援に取り組んでいくことが必要である。

## <図表11>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。



## (2) 中小企業における事業計画の磨上げ等（専門家による伴走支援等）

エクイティ・ファイナンスは会社の将来性等に対する評価のもと資金提供されるものであるため、エクイティ・ファイナンスによる資金調達に必要な事業計画では、投資家に向けて会社の特徴・成長戦略・企業価値の増大の道筋について説明するストーリーが重要となる。一方、融資による資金調達に必要な事業計画では、財務内容等の過去の実績や担保・保証が重要となる。このように、エクイティ・ファイナンスに必要な事業計画は、多くの中小企業が慣れ親しんでいる融資に必要な事業計画とは根本的に性質が異なる。

既にエクイティ・ファイナンスを活用している中小企業の先行事例でも、エクイティ・ファイナンスの活用にあたって事業計画の策定等に苦慮した事例が散見される。しかしながら、PE ファンドや先輩経営者等との壁打ちを経て、事業計画を発展、具体化し、PE ファンドからの資金調達を実現した事例も存在する。

このため、エクイティ・ファイナンスの調達に必要な事業計画の磨上げ等について、専門家による伴走支援等を行うべきである。

また、まずは経営者が自ら事業計画を作成する能力を身につけることも重要である。ローカルベンチマークによる現状認識や経営デザインシートの活用も含め、いかに経営者への教育や学びなおしを進めることができるかについても、引き続き必要な検討を進めるべきである。

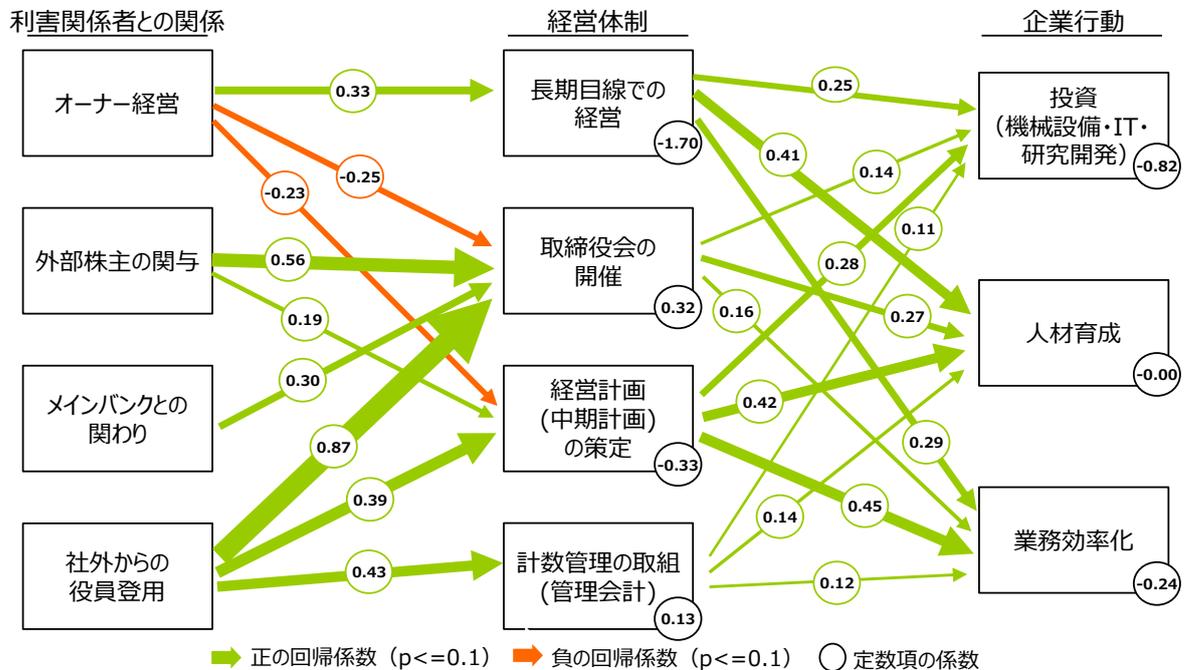
## (3) 中小企業におけるガバナンスの構築・強化

エクイティ・ファイナンスを受けた企業は、投資家が期待する高い経済的リターンを実現する責務があり、出資金の有効な活用や事業成功に向けた努力は当然として、更に適正な財務情報を開示するなど、投資家に対して必要な説明責任を果たすとともに、持続的な成長志向を担保するための組織的な枠組みを確保するため、ガバナンスの構築・強化が求められる。

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あり、ガバナンスの構築・強化は、中小企業にとっても成長を促す効果が期待できる。

<図表12> 中小企業における統治構造と企業行動の関連性



【資料】 中小企業白書 (2018年)

ただし、中小企業におけるガバナンスの構築・強化を促す施策を検討する際には、例えば中小企業、特にファミリー企業においては所有と経営が一致しており、その経営は「経営者の姿勢」に一任されていることも多いため、経営者の判断を縛ることにもつながり得る側面のあるガバナンスの構築・強化を行おうとする誘因が働きづらいといった、中小企業の実態を踏まえることが必要である。また、そもそも「ガバナンス」という用語は多義的であるため、中小企業における挑戦志向の後押しという目的に照らして求められる、具体的な内容を特定することが必要である。したがって、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、ファミリー企業などの中小企業の特徴を踏まえて、更に専門的かつ具体的な検討が必要である。

なお、中小 M&A については、M&A によって引き継いだ事業の継続・成長に向け、経営の方向性の確立や経営体制の確立等の統合作業 (PMI: Post Merger Integration) が重要であるとの問題意識のもと、2022 年 3 月に「中小 PMI ガイドライン」の策定をはじめとする「中小 PMI 支援メニュー」が中小企業庁から提示されているところであり、これに従って中小 M&A における PMI の普及を引き続き進めるべきである。

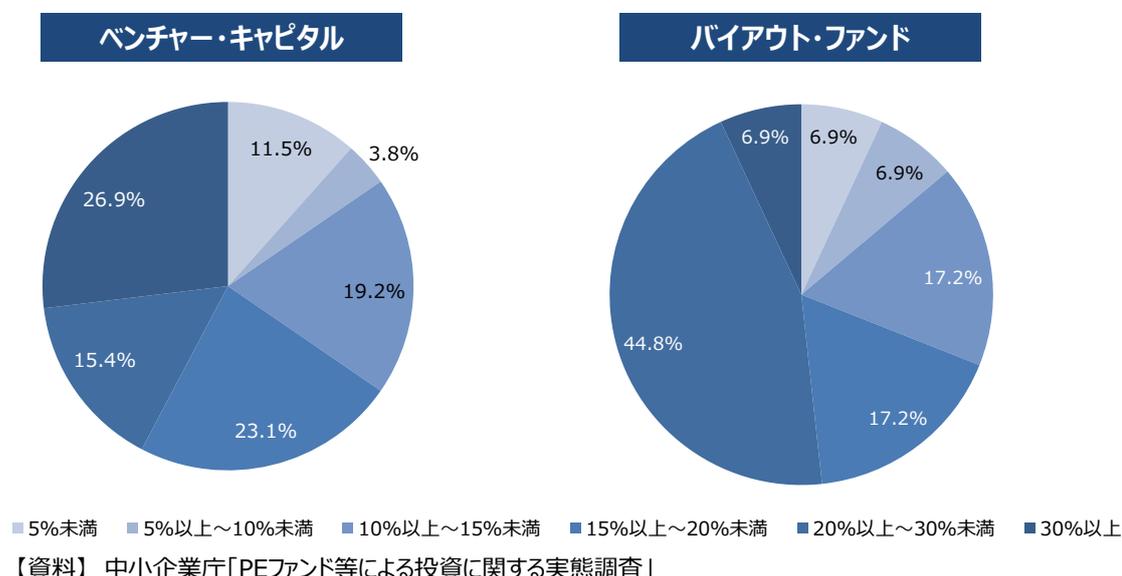
#### 4. 中小企業向け投資の後押し

##### (1) 投資リターン確保に係る特例的な支援措置の創設

中小企業向け投資については、投資家にとってハンズオン支援等のコストはかかる一方で、「期待リターンが低い」ことを理由に敬遠される傾向にあるとの指摘がある。

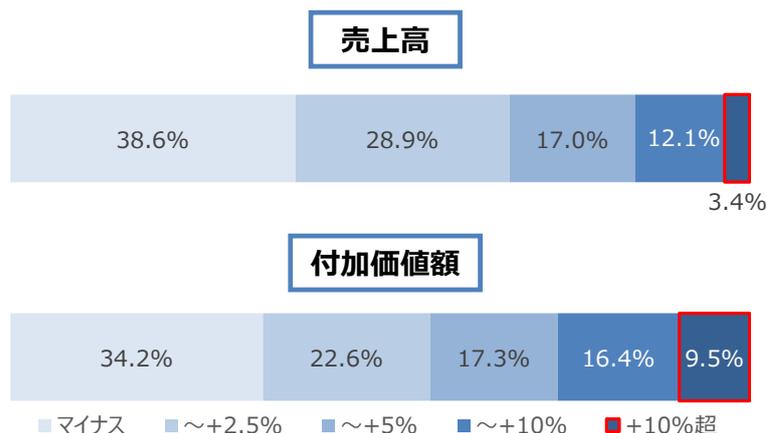
中小企業庁が実施したPEファンド等による投資に関する実態調査(参考資料2参照。以下同じ。)によれば、PEファンドにおける案件毎のIRRは15%以上が約7割を占める。ベンチャー・キャピタルにおいては、投資期間で5年以上～10年未満が66.7%と比較的長い一方で、案件毎のIRRが30%以上も26.9%を占める等、期待リターンの水準が比較的高い。バイアウト・ファンドにおいては、案件毎のIRRで30%以上が6.9%と比較的低い一方で、投資期間で5年未満が88.2%と比較的短く、比較的短期間でのリターンが求められる。

＜図表13＞PEファンドの案件別の投資リターンの水準(IRR)



こうした投資家の高い期待リターンに応えるために必要な成長性を試算することは容易ではないが、中小企業の成長率の分布等を踏まえると、投資家の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と考えられる。このため、中小企業の成長性は低いとの固定観念が形成され、潜在的にエクイティ・ファイナンスの対象となり得る中小企業にもエクイティ・ファイナンスが提供されず、その結果として当該中小企業も新たな取組に挑戦できずに十分な成長を実現できないという悪循環に陥っている可能性がある。

＜図表14＞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

こうした状況を踏まえると、上記 3. のとおり、中小企業の挑戦志向を後押しすることで、中小企業の成長性を高めることが当然に必要なではあるが、一方で、中小企業向け投資の活性化によって中小企業の成長志向が後押しされる側面もあるため、中小企業向け投資の呼び水として、中小企業向け投資の低い投資リターンを如何に補うかといった観点からの支援も同時に行うべきである。

例えば、中小機構の「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措置を講じることが有効ではないか。

ただし、当該措置は市場を歪めるものとなる懸念もあるため、東日本大震災時に講じられた特例措置(産業復興出資事業)等の類似の制度も参考にしつつ、実施期間や対象について必要な制限を設けるとともに、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措置を検討すべきである。一方、中小企業におけるエクイティ・ファイナンスの活用はまだまだ実績が乏しいことも踏まえ、実態を踏まえて柔軟に対応していくことも重要である。

なお、中小企業等が行う研究開発等に係る費用を補助する Go-Tech 事業(成長型中小企業等研究開発支援事業)では、民間ファンド等の出資者から出資を受ける予定がある研究開発等に対し、上限額を引き上げるなど重点的な支援を実施している。投資家にとっては投資リターンを高める効果も期待でき、活用を促進すべきではないか。

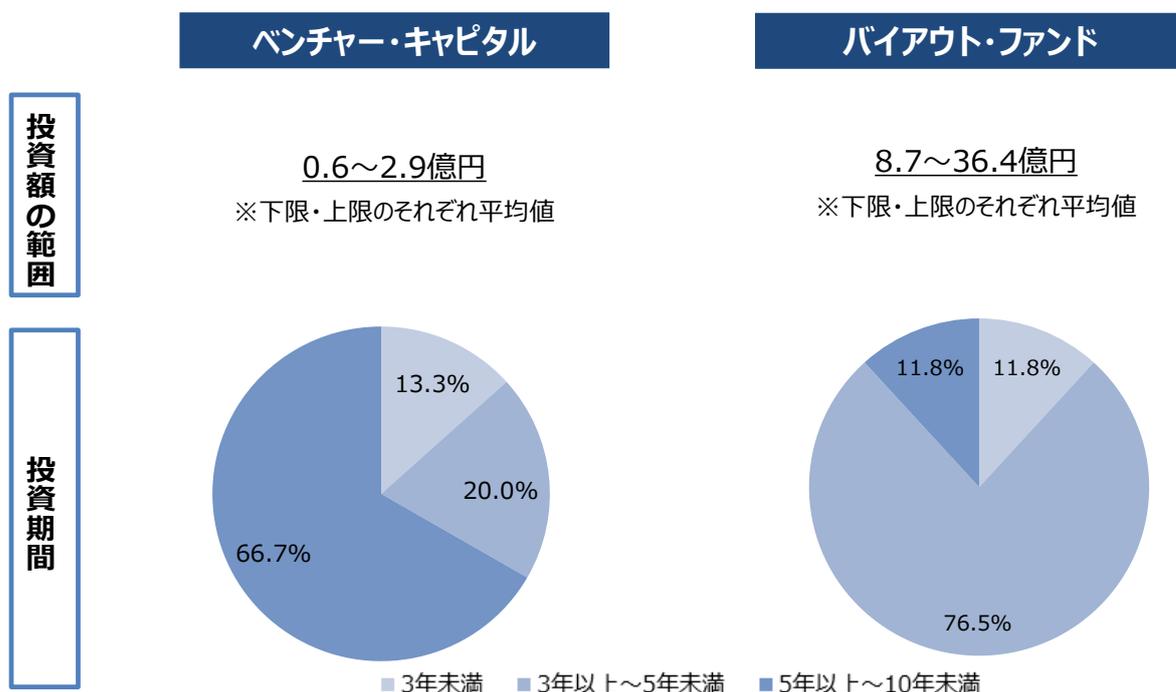
## (2) 中小企業のグループ化への支援(日本政策金融公庫による融資制度等の活用、出資支援の検討)

投資家が中小企業向け投資に積極的でない理由として、既述の「期待リターンが低い」ことに加えて、「成長に必要な期間が長い」ことも挙げられる。

PE ファンドはそもそも EXIT を念頭に投資活動を行っていることに加え、中小企業庁が実施した PE ファンド実態調査によれば、PE ファンドにおける案件毎の投資期間は、ベン

チャー・キャピタルでは5年未満が33.3%、バイアウト・ファンドでは5年未満が88.2%を占めている。

＜図表15＞PEファンドにおける投資の額と期間



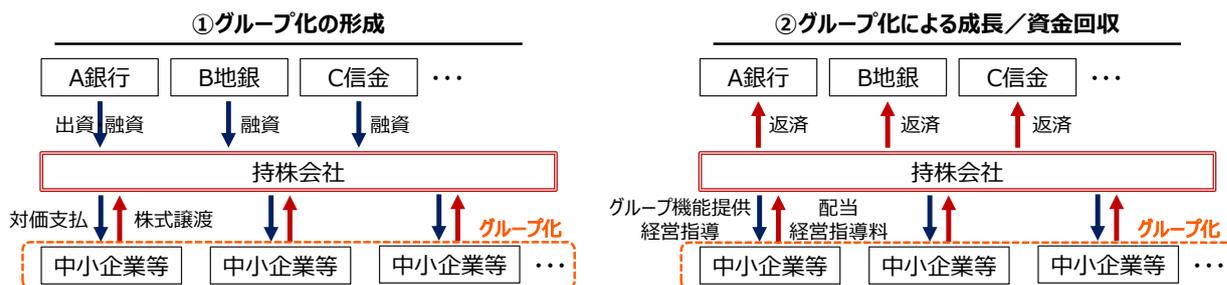
【資料】 中小企業庁「PEファンド等による投資に関する実態調査」

こうした短い投資期間が故に、成長に比較的長い期間を要することが多い中小企業への投資が困難であるとの指摘もある。こうした中、近年では、主として投資事業有限責任組合の形態で設置されるPEファンドではなく、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、持株会社等によるグループ化の取組が活発化しつつある。

こうしたグループ化には、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や、持株会社からグループ傘下企業への永続的な経営指導等が可能となる効果が期待され、中小企業の成長速度に合った中長期的な支援を可能とする投資方式として有効と考えられる。

しかしながら、グループ化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ところ、グループ化に必要なグループ傘下企業に対する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に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等を踏まえ、相応の工夫を行うことが必要となる。

＜図表16＞持株会社形態での中小企業のグループ化(スキーム)



このため、投資事業有限責任組合の形態を代替し得る、比較的新しい投資形態としてのグループ化については、こうした取組の更なる活性化に向けて、出資資金の調達への支援を呼び水的に行うべきである。

具体的には、持株会社等によるグループ化への資金調達において、事業会社がM&Aを行う場合と同様、日本政策金融公庫による融資制度(事業承継・集約・活性化支援資金)等を積極的に活用すべきではないか。また、グループ傘下に加えようとする譲渡側企業の信用力等に基づき出資資金を調達しようとするLBOローンについても、同様に、日本政策金融公庫による融資制度(事業承継・集約・活性化支援資金)等を積極的に活用すべきではないか。なお、活用の促進に当たっては、周知広報活動に取り組むべきではないか。加えて、持株会社等による資金調達に対する出資による支援についても検討を進めるべきではないか。

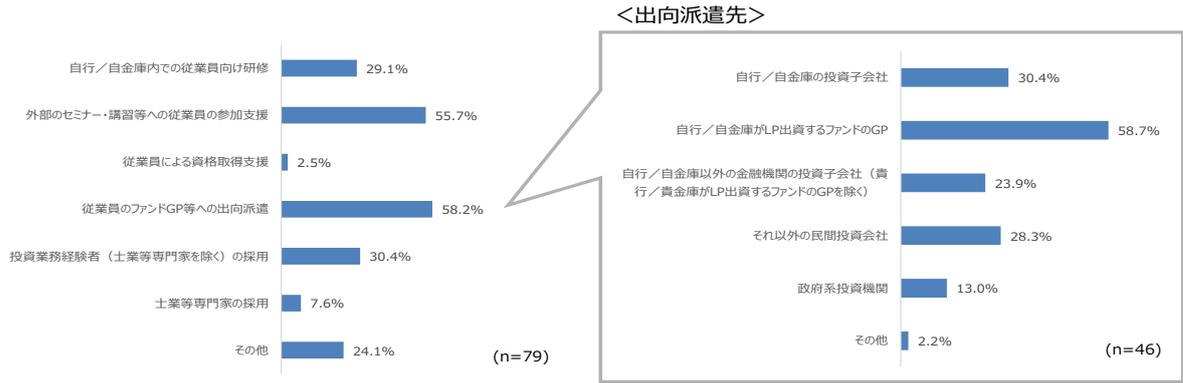
### (3) エクイティ・ファイナンス人材の育成

日本においては融資による資金調達が長らく大宗を占めており、そもそもエクイティ・ファイナンス人材が不足していることが指摘されている。例えば中小企業庁が行った調査では、地域金融機関の72.0%が、エクイティ・ファイナンス人材が「不足している」と回答している。

このため、エクイティ・ファイナンス人材の育成が求められるが、その際には、エクイティ・ファイナンスに関するノウハウの取得の実態を踏まえた実効的な施策を検討することが必要である。中小企業庁が行った調査によれば、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、「外部のセミナー・講習等への従業員の参加支援」といったOFF-JT(Off-the-Job Training。教育研修)の取組だけでなく、「従業員のファンドGP等への出向派遣」といったOJT(On-the-Job Training。現任訓練)の取組が多い。

これまで地域経済活性化支援機構(REVIC)においても、OFF-JTのみならずOJTによる金融機関取引先の事業性評価等を行う短期トレーニー制度を実施し、多くの地域金融機関のエクイティ・ファイナンス人材育成を支援してきたところであるが、一層の取組進展のため、例えば、ファンドのGPへの金融機関の職員出向等への支援を検討してはどうか。

＜図表17＞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



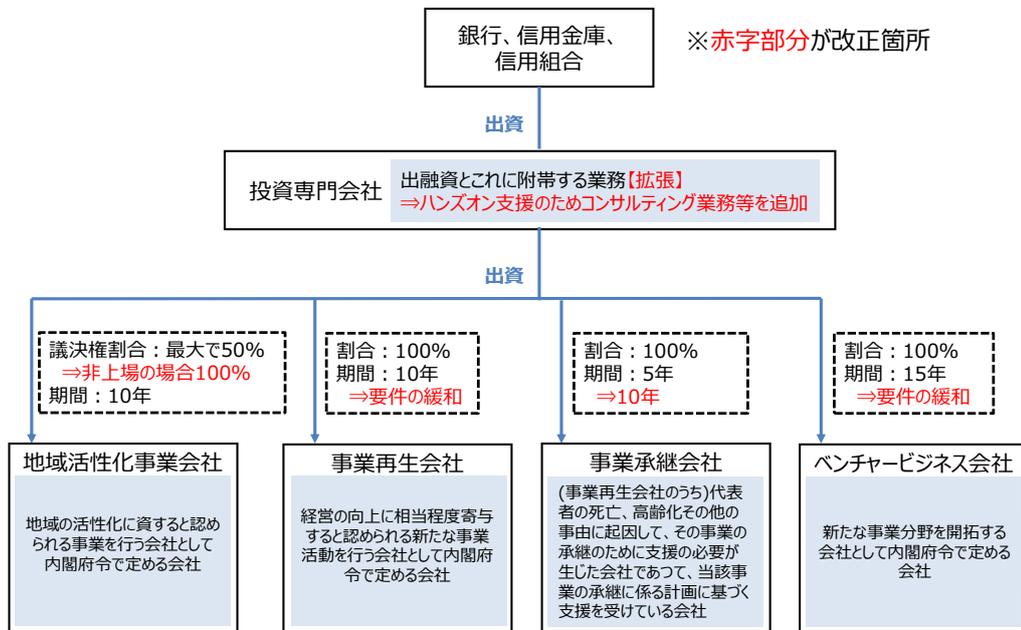
【資料】中小企業庁「PEファンド等による投資に関する実態調査」

(4) 地域の中小企業を応援しようとする主体(地域金融機関等)の後押し

中小企業向け投資を促す上では、既述のとおり、投資家が直面する課題に対応していくことが重要であるが、同時に経済的リターン以外の便益にも関心のある多様な投資家層の取組も期待される。

具体的には、地域金融機関による取組も期待できるのではないかと。地域金融機関は、地域経済を支える主体としての役割が幅広く期待されているところであり、近年、従来の融資だけでなく、ファンドへの出資も活発化させつつあり、さらに、地方創生や地方経済の活性化等の観点から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。また、事業承継の一環として、M&A 支援にも積極的に取り組むつつある。

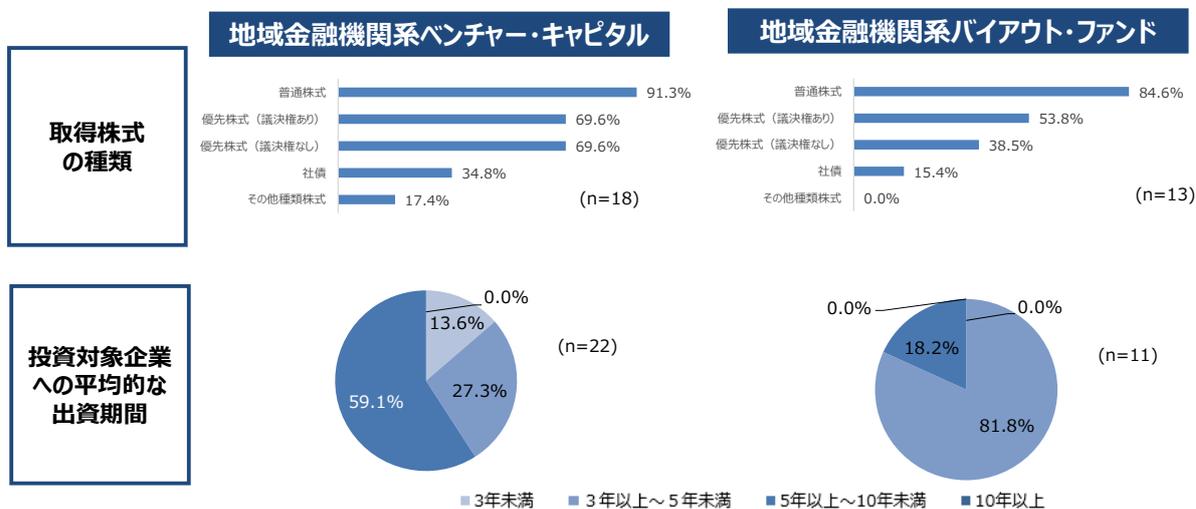
＜図表18＞令和3年度銀行法等改正の概要(出資規制関連)



実際、中小企業庁が実施した PE ファンド実態調査によれば、地域金融機関が出資するファンドにおいては、案件毎の IRR は 10%未滿が約 5 割と比較的低い。また、取得する株式も、普通株式だけでなく、議決権なしも含めて優先株式も多い。こうした状況を踏

まると、成長性の点でやや劣り、外部からの経営への関与を嫌う等の傾向にある中小企業にとっては、地域金融機関が出資するファンドからの投資は比較的受け入れやすいと考えられる。

＜図表19＞地域金融機関系ベンチャー・キャピタルとバイアウト・ファンドの取得株式の種類、平均的な出資期間

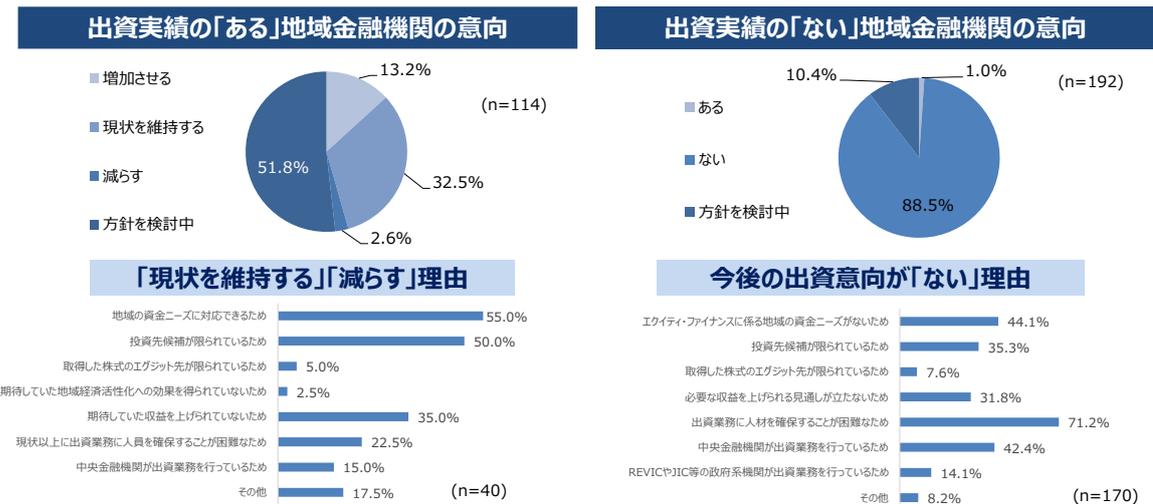


【資料】 中小企業庁「PEファンド等による投資に関する実態調査」

一方、地域金融機関の今後の出資意向としては、PE ファンドへの出資実績がある地域金融機関では方針を検討中が多く、出資実績がない地域金融機関では現状維持(出資実績がない場合は、引き続き出資しない)が多い結果であり、必ずしも中小企業向け投資を積極化させようとしているとは言えないのが現状である。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といった中小企業側に起因する要因も大きい、運用ファンドの収益性の低さや、出資業務の人材確保の困難さを挙げる声も多い。

このため、地域金融機関が中小企業向け投資を積極化させやすい環境を整備するためにも、既述の「中小機構の「経営力強化支援ファンド出資事業」における他の投資家に優先分配を行える措置の創設」や「エクイティ・ファイナンス人材の育成」等をはじめとして、各種の対応を進める必要がある。

<図表20> 地域金融機関の今後の出資意向(出資実績別)



※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。

【資料】 中小企業庁「PEファンド等による投資に関する実態調査」

なお、信用保証協会においても、事業再生目的以外に、創業・経営の改善発達支援を目的とする出資が可能である。既に地方創生を目的とするファンドへの出資例もあることから、こうした取組を継続すべきである。

また、地域金融機関以外にも、地域の中核企業や、地縁のある個人投資家等の巻き込みも重要との意見もあった。近年、ESG 投資やインパクト投資、株式投資型クラウドファンディング等が広がりつつあるが、これらは単純な経済的リターンだけでなく、社会や環境等に関する便益の実現も考慮する投資手法である。こうした新たな投資手法の動向も踏まえつつ、経済的リターン以外の便益にも関心のある多様な投資家層を如何に巻き込むかについても、引き続き必要な検討を進めるべきである。

## 第4章 終わりに

以上、2章にわたり、これまでの本委員会の議論について、直接金融・間接金融の両面からまとめました。間接金融については、ウィズコロナからポストコロナに向け、これまでのコロナ資金繰り支援策の効果検証、増大する債務への対応、金融機関等による経営支援や経営者保証のあり方についての検討結果を整理しました。また、中小企業の成長を支える新たな資金調達については、直接金融に着目し、①中小企業と投資家の接点強化、②中小企業における挑戦志向の後押し、③中小企業向け投資の後押しの3点から、必要な施策の方向性について、議論を深めてきた。また、5月31日には、中小企業への経営支援の最前線にいる機関が一堂に会し、知見を共有して高めあうとともに、人材育成にも資するプラットフォームとしても期待される「経営力再構築伴走支援推進協議会」が立ち上がったところである。こうした中小企業政策とも連携しながら、本中間とりまとめの議論の方向性に沿って、今後の中小企業金融政策が検討されていくことを期待したい。

一方で、経営者保証徴求のあり方や中小企業がバナンスのあり方、あるいは、本とりまとめにおける施策が活用されるために中小企業経営者などに対する学びの場をどのように提供するかなど、今後の検討課題と位置付けた論点も多い。また、SDGsやDXを金融面からサポートしていくための議論も必要である。本中間とりまとめを踏まえ、本年秋以降も、引き続き、本委員会において、必要な検討を進めていくこととしたい。