

## 中小企業と投資ファンド

筒 井 徹  
(商工総合研究所)  
主任 研究員

### < 要 旨 >

- ファンドは、従来担い手が不在であった間接金融型のエクイティ資金の供給とともに、株主等の立場から投資先の経営をサポートする役割を併せ持つ主体である。
- 投資の「ビークル」を基準にファンドを分類すると、「信託型」、「会社型」、「組合理」に大別される。「組合理」については法制面の整備が進められたことにより自由度が拡大し、「投資事業有限責任組合」が多数組成されるようになった。
- 未上場株式を主たる投資対象とする「ベンチャーキャピタルファンド」、「バイアウトファンド」、「事業再生ファンド」はプライベート・エクイティ・ファンドと呼ばれている。これらは「組合理」で「私募」形式のものが多い。
- 近年様々な官民ファンドが設立されており、中小企業への投資にも力を入れている。中小企業基盤整備機構はファンドを通じた投資でリスクマネー供給を下支えしている。また、地域経済活性化支援機構は地域の再生現場の強化や地域経済の活性化に資する支援に注力しており、産業革新機構はベンチャー投資の専門部署を創設した。
- わが国の投資ファンドの運用財産額の規模は国内総貸出の40%以上に達しており金融面において大きな役割を果たしている。ただ、「組合理」ファンドである「集団投資スキーム」は6%程度（不動産を除けば2%）のシェアに止まっている。また、2000年度以降わが国のベンチャーキャピタル投資は停滞しており、年間の投資規模は米国の5%程度、投資残高は8%程度に止まっている。このように中小企業関連のファンド市場の規模は現状大きいとはいえない。
- ファンド市場の健全な発展に向けて法律等の改正による市場の活性化や業界内の自主規制規則の整備等が進められつつある。また、官民ファンドによるリスクマネーの「呼び水」効果も見込めることから今後の市場拡大が期待されている。
- 市場拡大に向けては解決すべき様々な課題が横たわっているが、中小企業側からみるとファンドに対する正しい知識や情報を身につけることが重要である。課題解決のためにはファン

ド組成側が積極的に情報開示を行い、説明責任を果たす必要がある。一方、中小企業側には正確な情報・知識を身に着ける姿勢が求められる。

○中小企業がファンドへの理解を深め、資金調達の多様化や企業価値の向上を図るためにファンドを有効に活用することを期待したい。

## 目次

(はじめに)

### 1. わが国の投資ファンドの現況

- (1) 役割・機能
- (2) ファンド発展の背景
- (3) 関連法制度等の整備
- (4) ファンドの種類・基本的なスキーム
- (5) 投資対象からみた種類
- (6) わが国のファンド投資の動向
- (7) 官民ファンドの概要

### 2. 中小企業とファンド関連市場の動向

- (1) 中小企業の資金調達構造
  - (2) ベンチャーキャピタルの動向
  - (3) 金融商品取引法とファンド
  - (4) 関連法等改正の影響
  - (5) ファンド関連業界の実態
  - (6) 市場拡大に向けての課題
- (おわりに)

## (はじめに)

2013年6月に日本経済を再生し産業競争力を強化することを目的とした「日本再興戦略」が閣議決定され、成長への道筋として「民間の力を最大限引き出すこと」などが掲げられた。そして、2014年1月には「産業競争力強化法」が施行された。このなかでは産業の新陳代謝の促進、中小企業の活力の再生、産業競争力強化のための措置などが講じられており、中小企業においては、新規起業、経営革新、事業再生等を強力に推し進めていくことが課題となっている。

このように産業競争力を強化するためには、

新規・成長企業に必要なリスクマネーが供給される仕組みを構築する必要があるが<sup>1</sup>、わが国の金融システム面の現状をみるとこうしたニーズに対して十分に応えているとはいえない状況にある。

こうしたなかリスクマネーの供給主体として投資ファンドの存在感が高まってきている。昨年以降新たに6つの「官民ファンド」が設立されたことはこれを象徴した動きであり、これらの「官民ファンド」が民間資金の呼び水として機能することが期待されている。

そこで本稿ではわが国の投資ファンドについて調査を行うとともに、中小企業のファンド活用について考察を試みたい。

<sup>1</sup> そもそもリスクマネーの供給先となる新規・成長産業が少ないという点も解決すべき重要な問題であるが、本稿ではこの点については言及しない

## 1. わが国の投資ファンドの現況

投資ファンドとは、複数の投資家から集めた資金を1か所に集めて投資・運用する金融仲介の仕組みであり、分散投資のメリットを享受しつつ、これにより生じた収益の配当や売却益などを投資家に分配することを目的として、ファンドマネージャー等の金融の専門家が責任を持って運用・管理等を行っている。なお、「ファンド」という概念は、こうしたスキームそのものや、運用会社等そのスキームに関与する機関や組織も含めた幅広い概念として使われている。そして、ファンドのスキームはその目的により「資産運用型」と「資産流動化型」に分類することができる。前者は資金運用という金融サービスを提供するための仕組みであり、専門家の裁量により投資対象資産を選択し、入れ替えることも可能である。これに対して後者は、投資や事業の対象となる特定資産のキャッシュフローや資産価値を裏付けとして投資家に証券等を発行することにより資金調達を行う仕組みであり、組成の時点で投資対象資産は特定されている。

本章では、中小企業を投資対象先とする「資産運用型」のファンドを中心にわが国の投資ファンドの全体像を俯瞰することとしたい。なお、昨今注目を集めている「官民ファンド」についても中小企業への投資を中心に説明を加えることとする。

### (1) 役割・機能

ファンドの役割・機能について投資家（運用

サイドと投資対象先企業（調達）サイドの両面から考えてみたい。

まず投資家からみると、ファンドを経由した投資を行うことでそれぞれの投資主体が単体では投資できないような大規模な案件への投資が可能となる。また、多様な対象に投資することが可能となるため投資の裾野を拡大でき、これによりリスクの分散を図ることができる。そして専門知識を有する専門家に運用・管理を委ねることで、複雑で高度な資金調達や金融スキームを構築することが可能となる。他方税制面からみると、ファンド自体に課税関係は生じず、構成員（出資者）を課税主体とする取扱がなされており、二重課税を回避することができるというメリットもある<sup>2</sup>。

一方、投資対象先企業からみると、ファンドは資金調達先としての役割と、株主等の立場から経営をサポートする役割を併せ持つ主体である。まず資金調達機能についてみると、ファンドは多様な主体（投資家）から投資資金を集めているため、投資対象先企業は大規模なリスクマネーの調達を機動的に行うことが可能となる。ちなみに調達資金の属性を「直接金融型」と「間接金融型」<sup>3</sup>、「負債」と「資本」というマトリックスで考えると、ファンドは従来担い手が不在であった「間接金融型」かつ「資本（エクイティ）」性資金の調達主体となる（図表1）。特に投資対象先企業が中小企業の場合は、後述の通り銀行等からの借入という「間接金融型」の「負債」に依存した資金調達構造となっていることから、ファンドからの資金調達が進めば、

<sup>2</sup> 組合型のファンドの場合はファンド自体が納税の主体とならず、その出資者が納税主体となる（パススルー課税、ベイスルー課税）…脚注11参照

<sup>3</sup> 本稿では資金の出し手と取り手の間に仲介機関が存在するスキームとする

(図表1) ファンド出資の形態

	直接金融型	間接金融型	
負債	社債	金融機関借入	シニアローン
		劣後ローン	メザニン
		劣後債	
資本	株式	優先株式	エクイティ
		普通株式	

} 広義のエクイティ性資金

(出所) 経済産業省 (2005) 「経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会報告書」 P88に基づき筆者作成

調達方法の多様化、資金繰りの安定化につながる<sup>4</sup>。次に経営のサポート機能についてみると、投資対象先企業はファンドの情報収集力やマネジメントスキルなどを活かした企業価値を高めるための情報提供・アドバイスを受けることができる。また、経営の透明性を向上させるという効果もある。

なお、経済産業省 (2008) 「ファンド事例研究会報告書」によれば、メインバンク制が弱体化するなか、“多様な主体から資金を集め、新しいリスクの担い手として様々なノウハウを駆使するファンドは、事業に不可欠なリスクマネーの供給主体として存在感と機能を高めつつある”と指摘している。銀行等による間接金融に過度に依存した構造を転換し、ファンドを通じて多様な主体がリスクを分散して負担する仕組

みが構築されれば、経済全体にリスクマネーが円滑・適切に供給されるようになることから、金融システム面からもファンドの果たす役割は大きいといえる。特に中小企業にとっては、従来にはなかった間接金融型のエクイティ性の資金という第三のリスクマネーの調達ルートとしてその存在意義は大きいといえる。

## (2) ファンド発展の背景

前掲の「ファンド事例研究会報告書」によれば、リスクマネーの新たな担い手としてファンドがその機能を果たしつつある背景について次のような要因があると指摘している (図表2)。これらの要因の関連について考えてみたい。

従来産業金融の資金供給者の中心は家計であり、その資産の大部分は銀行等の預金で、こ

(図表2) ファンド発展の背景

	主要因	備考
①	銀行等のリスク許容力の低下	メインバンク制の崩壊
②	新たなリスクマネー供給の担い手の必要性	イノベーションの促進、事業再編等
③	法制度の整備	事業再生支援、組合契約、新興株式市場の整備
④	人材の流動化	終身雇用の崩壊、金融機関の統合・再編
⑤	保険・年金等の機関投資家による代替投資の増加	機関投資家による運用の効率化

(出所) 経済産業省 (2008) 「ファンド事例研究会報告書」 P5、6に基づき筆者作成

4 図表26参照

これらの資金は銀行等の仲介を通じて企業に供給されていた。しかし、バブルが崩壊しその後経済の低迷が続くなか、多額の不良債権が発生し銀行の金融仲介機能が低下した。さらに銀行法、自己資本比率規制などの制約もあり、銀行は企業のエクイティ資金ニーズに応えることが難しくなり、リスクマネーの供給が減少し、そのガバナンス機能も低下してきている(①)。こうしたなか新たにリスクマネーの需給ギャップを埋めるプレーヤーが必要となり(②)、資金の供給者と需要者を結ぶ「導管」の担い手となるファンドに関する法制面(ハード面)の環境整備が進められた(③)。また、金融機関経験者によるファンドへの転身やスペシャリスト人材の流動化も進みファンドを運営していくうえでのソフト面のインフラも徐々に整備されてきた(④)。他方、機関投資家による運用の効率化に向けた見直しも進んできており市場が拡大してきている(⑤)。このようにファンド発展の背景には様々な要因が絡んでいるとみる。

なお、光定・白木(2014)<sup>5</sup>は、日本でさまざまなファンドが台頭してきた要因として、法制面の整備に加えて、特定の分野での専門性を追求したファンドで高い期待利回りがあったこと、ファンドの運用者も投資家と同じリスクを共有したことを挙げている。

### (3) 関連法制度等の整備

ここではファンド発展の背景のなかで、直接的な影響を与えた関連法制度等改正の大きな

流れについて説明を行うこととする。

わが国のファンドの歴史をみると、1951年に「証券投資信託法」が公布・施行され「投資信託」が初めて登場した(図表3)。1961年には公社債投資信託の組成が可能となり、1980年代には中期国債投信(中期国債ファンド)によってその市場が拡大した。また、1982年には未公開株式に対する投資を行うファンドが「任意組合」方式で組成された<sup>6</sup>。しかし、「投資信託」は投資対象が上場株式や公社債などの市場で取引される有価証券に限定されていたこと、「任意組合」方式は民法の規定により投資家(組合員)が無限責任を負うこと<sup>7</sup>などがファンド市場拡大のネックとなっていた。

その後「投資信託」については、1997年に大蔵省(当時)の「金融・証券関係の規制の撤廃等について」に基づき、一定の範囲内で未公開株式の組み入れが解禁された。続いて「証券投資信託法」が1998年、2000年に改正され、「投資信託及び投資法人に関する法律」となり、有価証券以外の不動産を含めた幅広い資産が投資対象となった。不動産投資信託(J-REIT)の市場創出・拡大はこうした改正の成果と言える。

一方「任意組合」方式については、1998年に「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」(以下、「中小ベンチャーファンド法」という)が制定され、未公開株式に対する投資を対象とする場合などは業務執行組合員以外の投資家については出資額までしか責任を

5 光定洋介・白木信一郎(2014)『投資ファンドのすべて』一般社団法人金融財政事情研究会P6参照

6 (株)ジャフコが組成。それ以前は、「組合」を経由せずベンチャーキャピタル会社などが資金調達をして未公開株式への投資を行っていた。なお、「任意組合」については後述する

7 一般的にはファンド契約の際に業務執行組合員以外の組合員の負担については有限責任となるように契約を締結するケースが多かったと言われているが、対外的に有限責任性を確実に確保することはできないのではないかと指摘されていた(経済産業省(2005)「経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会報告書」P20参照)

負わない（有限責任）よう民法の特例が設けられた。また、銀行や保険会社がファンドに投資を行う際にはいわゆる「5%ルール」の適用除外とされた<sup>8</sup>。2002年、2003年には同法の一部改正により投資対象が徐々に拡大され、2004年に同法は「投資事業有限責任組合契約に関する法律」（以下、「投資事業有限責任組合法」という）へと法律名が改称された。これにより

投資対象先の中小企業要件や未公開要件が撤廃され投資対象が拡大し、中堅企業や大企業も投資対象となるとともに、ファンドによる融資や金銭債権の取得が可能となるなど自由度がさらに拡大し、投資の「ビークル」（資金の入れ物）としての機能強化が図られた。そして、現在では多種多様なファンドが「投資事業有限責任組合法」に基づいて組成されるようになった。

（図表3）ファンドに関連する主な法改正の動き

年	主な法令等およびその改正	補足説明	信託方式	組合方式
1948	証券取引法	米国の連邦証券法、連邦証券取引法を参考に制定	○	
1951	証券投資信託法	信託契約を用いて、投資家の資金を有価証券への投資として集団的に運用する仕組み（投資法人、投資信託）について規定	○	
1997	金融・証券関係の規制の撤廃等について	一定の範囲内で未上場・未登録株式の投資信託への組入れ解禁	○	
1998	中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律（中小ベンチャーファンド法）	未公開の中小企業への出資、産業活力再生法認定企業など一定の要件を満たす事業再生を行う企業への出資や融資に限定。有限責任組員の責任を出資金の範囲内とする		○
1998	証券投資信託及び証券投資法人に関する法律	「証券投資信託法」を改称 投資法人制度、私募投資信託、運用の外部委託等の導入	○	
2000	投資信託及び投資法人に関する法律	「証券投資信託及び証券投資法人に関する法律」を改称 有価証券以外の不動産を含めた幅広い資産も運用可	○	
2000	金融商品の販売等に関する法律（金融商品販売法）	顧客保護のために幅広い金融商品に対する説明義務を明確化…金融商品の販売・勧誘についての横断的なルール制定	○	○
2002	中小ベンチャーファンド法の一部改正	投資対象に有限会社、匿名組合を追加		○
2003	中小ベンチャーファンド法の一部改正	改正産業活力再生特別措置法認定企業など一定の要件を満たす事業再生を行う企業に対して出資可		○
2004	投資事業有限責任組合契約に関する法律（投資事業有限責任組合法）	・投資対象先の中小企業要件や未公開要件を撤廃 ・事業者宛て融資、金銭債権取得可 ・ファンド・オブ・ファンズに関する制限撤廃		○
2004	信託業法全面改正	・知的財産権、担保権等の受託も可能となった ・信託業の担い手の拡大	○	
2004	証券取引法改正	投資事業有限責任組合契約に基づく権利及びこれに類する組合契約や匿名組合契約に基づく権利は有価証券にみなされる		○
2005	有限責任事業組合に関する法律	・出資者全員の有限責任 ・内部自治の徹底 ・構成員課税の適用		○
2006	金融商品取引法（2007施行）	・有価証券取引、デリバティブ取引に適用 ・信託受益権、集団投資スキーム持分を有価証券とみなす ・民法上の任意組合や商法上の匿名組合も規制対象に	○	○

<sup>8</sup> 独占禁止法、銀行法、保険業法上の金融機関の株式保有制限（銀行5%、保険10%、銀行グループ15%）の適用除外

その後組合契約を利用して投資や事業を行う各種のファンドのように法規制が講じられていない分野で新たな投資商品が次々に登場するようになり、投資家の利益に反する事例もみられるようになってきた。そこで、預金・保険以外の「投資商品」について横断的なルールの制定を求める声が高まり、2006年6月に「証券取引法」が大幅に改正され、法律名が「金融商品取引法」に改称され翌年9月に全面施行された。同法は、組合その他の契約を利用したファンドに規制を及ぼすとともにそれまで異なる法律で規制されていた抵当証券、信託受益権、商品ファンドなどの投資商品も適用対象としていることから、これにより規制の横断化・包括化が図られることとなった。

なお、ファンドに関する規制について説明すると、同法では新たに「集団投資スキーム持分」という包括的規定が設けられ、これに該当する権利は「みなし有価証券」として扱われ同法の規制対象となった<sup>9</sup>。「集団投資スキーム持分」とは、民法上の組合、商法上の匿名組合、投資事業有限責任組合、有限責任事業組合、社団法人の社員権、その他の権利であって、出資・拠出した金銭またはこれに類するものを充てて行う事業から生じる収益の配当または財産の分配を受けることのできる権利をいい、いかなる形式によるかを問わないとされている。

さらに伝統的な証券業務だけではなく各種の投資ファンドの募集及び運用業務のほか投資助言・代理業務についても「金融商品取引法」の

規制の対象となり、原則として登録義務が課せられた（図表36）。

ちなみに「集団投資スキーム持分」に基づくファンドの例としては、不動産または不動産信託受益権を取得・開発し、賃料その他当該不動産からの収益を得ることにより利益獲得を目指す「不動産ファンド」や、競走馬、アイドル、ワインなどの事業やホテル事業、飲食店経営、小売店経営などの事業に投資する「現物ファンド」などがある。また、株券や債券等に直接投資を行うのではなく、それらに投資を行っている別のファンドに対して投資を行う「ファンド・オブ・ファンズ」も含まれる<sup>10</sup>。

#### (4) ファンドの類型・基本的なスキーム

ファンドの形態についてはいろいろな切り口で分類することができるが、投資の「ビークル」を基準に分類すると、その形態は、「信託型」、「会社型」、「組合理」に大別することができる（図表4）。

未公開株式からのキャピタルゲインを得ることを目的として組成されるファンドは「組合理」が多く、なかでも「投資事業組合」と呼ばれる「任意組合」、「匿名組合」、「投資事業有限責任組合」の3つが代表的なファンドである。これらの「組合理」ファンドの最大の特徴は、組合自体は課税されず出資者を課税対象とする取扱がなされるため二重課税を回避できるという点である<sup>11</sup>。他方、それぞれに異なる特徴も持っている。以下ではこれらの3種類の「組合理」

9 同法は、有価証券の取引とデリバティブ取引に適用される。有価証券は証券・証書が発行されている権利と発行されていない権利（みなし有価証券）に分けて規定されており、信託受益権も「みなし有価証券」とされた

10 これらのファンドの定義については金融庁（2014）「ファンドモニタリング調査の集計結果について」P13による

11 任意組合、投資事業有限責任組合…組合員に対して課税（パススルー課税）、匿名組合…組合の「営業者」に課税（ベイスルー課税）

(図表4) 主なファンドの種類

	ファンドの種類		根拠法令
信託型	投資信託、ETF		投資信託及び投資法人に関する法律
	Mutual Trustなど		外国の法令
会社型	特定目的会社		資産の流動化に関する法律
	合同会社、REIT		会社法、投資信託及び投資法人に関する法律
	ケイマンLLC, デラウェアLLC		外国の法令
組合理	投資事業組合	任意組合	民法
		匿名組合	商法
		投資事業有限責任組合	投資事業有限責任組合契約に関する法律
	有限責任事業組合		有限責任事業組合契約に関する法律
	Limited Partnershipなど		外国の法令

(出所) 一般社団法人第二種金融商品取引業協会HPに基づき筆者作成  
(注) LLCはLimited Liability Company

ファンドの概要について簡単に説明することとする。

#### (任意組合)

「任意組合」は民法に基づき組成される。すなわち民法第667条1項に「組合契約は、各当事者が出資をして共同の事業を営むことを約することによってその効力を生ずる」と定義されている。出資形態については財産出資のみではなく労務出資も可能である。そして「有限責任

事業組合」や「投資事業有限責任組合」とは異なり投資対象の制限等がないことから設計の自由度が大きい。かつ組成も非常に容易であり、登記制度が採用されていないことから秘匿性が高い。また、組合財産は全組合員の共有（合有）となり、組合の債務は各組合員が無限責任を負うものと考えられる（図表5）。

業務執行については、組合員の過半数の賛成で決定するが、業務執行組合員を定めた場合はその過半数で業務執行が決定される。た

(図表5) 任意組合、匿名組合、投資事業有限責任組合の主な相違点

	任意組合	匿名組合	投資事業有限責任組合
根拠法	民法	商法	投資事業有限責任組合法
出資形態	財産出資のみならず労務出資も可	財産出資のみ可	財産出資のみ可
事業目的	制限なし	営業	投資事業
業務執行	(原則) 組合員の過半数	営業者	無限責任組合員
財産の帰属	各組合員の共有	営業者	各組合員の共有
組合員の対外責任	組合員全員が無限責任	有限責任	無限責任、有限責任
根拠法に基づく開示制度	なし	なし	財務諸表の備置 組合員および債権者の閲覧請求権
根拠法に基づく会計監査制度	なし	なし	監査法人または公認会計士による会計監査

(出所) あらた監査法人編 (2013) 『ファンド投資のモニタリング手法』 中央経済社などに基づき筆者作成



だ一般的には業務執行はベンチャーキャピタル会社等の業務執行組合員に委託されている。また、株式会社のような監査役や会計監査人は法定されていない。なお、投資を事業目的とする場合は投資対象を有限の株式投資に限定することが多い。

開示制度等については、通常は組合契約に基づき各組合員に対する報告がなされるが、民法上は開示・会計監査制度についての規定はない。ただし、会社法の計算規則や「投資事業有限責任組合」等の様式を準用するケースが多い。

#### (匿名組合)

「匿名組合」は商法に基づき組成される。すなわち商法第535条において「匿名組合契約は、当事者の一方が相手方の営業のために出資をし、その営業から生ずる利益を分配することを約することによってその効力を生ずる」と定義されており、「営業者」と「匿名組合員」による当事者間の契約により成立し、「匿名組合員」同士には一切の契約関係はなくお互いを知りうることはない。この「匿名性」が最大の特徴であり、通常の「組合」と大きく異なっている。

事業目的は営業に限定されており、業務執行は「営業者」が行う。「営業者」は特定目的会社（SPC）<sup>12</sup>であることが多く、一般的には合同会社<sup>13</sup>や有限会社（特例有限会社<sup>14</sup>）が用いられる。出資形態については財産出資のみ可能となっており、「匿名組合員」の出資は「営業者」

の財産に帰属する。そして、「匿名組合員」は「営業者」の行為について第三者に対して権利及び義務を有しないと定められている。それ故「匿名組合員」は事業者から得られる利益の分配や出資の返還を請求する権利を持つにとどまり、特に定めのない限りにおいては事業に対して当初出資額以上の負担を負うことはない。

開示制度等については、「匿名組合」そのものについては、商法上は計算書類等の作成に係る規定はない。従って匿名組合契約において定められた財務書類を作成することになる。また、会計監査についても商法上は義務づけられていない。

なお、「匿名組合」のスキームは「資産流動化型」のファンドに幅広く用いられている。その課税の仕組みについては、「任意組合」、「投資事業有限責任組合」とは異なり、特定目的会社（「営業者」）に課税されるが、「匿名組合員」に分配する利益または損失を控除した残額が「営業者」の最終的な利益または損失として認められる（ペイスルー課税<sup>15</sup>）。

#### (投資事業有限責任組合)

前述の通りわが国のベンチャー企業への投資のスキームとして1982年に「任意組合」方式が登場したが、組合員の責任と組合員への財産報告（開示、会計監査制度）について問題があった。すなわち前者については、組合が債務超過に陥った場合は、組合員が出資を超えた債務を負う可能性があり、後者については業務

<sup>12</sup> 「資産の流動化に関する法律」に基づき設立される法人（Special Purpose Company）。特定資産を取得し、その特定資産の管理・処分により得られる金銭をもって、資産対応証券に係る債務の履行又は利益の配当及び残余財産の分配等を行うことのみを目的とする団体をいう

<sup>13</sup> 持分会社であり有限責任を負う社員のみを構成員とする

<sup>14</sup> 会社法施行に伴い有限会社法は廃止されたが、法施行前に設立された有限会社は特例有限会社として存在し、決算公告義務がない等有限会社の制度が一部引き継がれている

<sup>15</sup> ただし配当の損金算入が認められるためには一定要件を満たす必要がある

執行組合員による会計報告について法律の明確な定めがないことから、組合員に必要な情報が開示されないリスクがあった。このような問題を克服し、ベンチャー企業に対する投資を活発にするために「投資事業有限責任組合制度」が導入され、現在ではこのタイプが「組合型」方式の主流となっている。

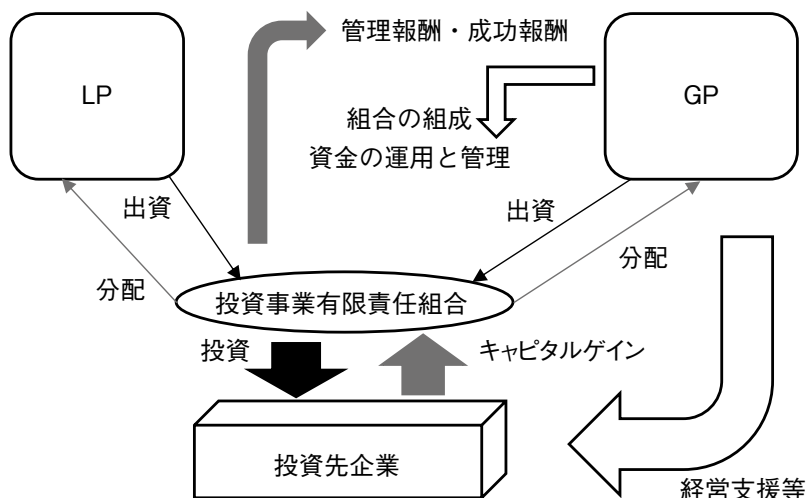
その仕組みについて簡単に説明すると、組合は、無限責任組合員(General Partner、以下「GP」という)と有限責任組合員(Limited Partners、以下「LP」という)との間で締結される組合契約によって組成される。そして契約に基づき組合の組成期間、資金の投資・運用・管理方法や報酬などが定められる。GPは組合の業務を執行し対価として成功報酬・管理報酬を得るとともに組合の債務について無限に責任を負う(図表6)。一方、LPは業務執行権限を有しないが、出資した限度で責任を負う。勿論、両組合員ともに出資者であることから、キャピタルゲ

イン等が分配される<sup>16</sup>。また、組合は必ずしも投資先の株式の過半数を取得するものではないことから、投資後に投資先企業の経営に関与できるように投資先との間で投資契約を締結する。

開示制度等については、「投資事業有限責任組合」には株式会社における監査役等と同等の機関は存在しないが、開示・会計監査制度が法定されており、GPは組合の貸借対照表、損益計算書および業務報告書ならびにその附属明細書を作成しなければならない。また、同法に基づき作成した計算書類等については会計監査を受けなければならない。

なお、「投資事業有限責任組合」は「組合型」であることから、法人格を有していないこと、組合員同士の契約により成立すること、パススルー課税が適用されることは「任意組合」と同じである。一方、組合員のなかに有限責任の組合員が存在することは大きな相違点である。ま

(図表6) 投資事業有限責任組合の基本的なスキーム



16 一般的にGPの出資比率は低いことが多くキャピタルゲイン等の分配よりも成功報酬、管理報酬による収益が主となる

た法務面からは、投資制限があること<sup>17</sup>、公認会計士または監査法人の監査が必要になること、組合として登記が必要である点が「任意組合」と相違している。

ちなみに「任意組合」、「匿名組合」、「投資事業有限責任組合」、「有限責任事業組合」などの持分は、既述の通り「金融商品取引法」において「集団投資スキーム持分」として「みなし有価証券」として扱われ、出資額の100分の50以上を超える額を充てて有価証券に投資する等の要件でかつ500名以上の所有者となる場合などは同法の企業内容等の開示規定が適用され、有価証券届出書、目論見書、有価証券報告書、半期報告書、臨時報告書の作成が必要になる。そして同法の有価証券報告書等の経理の状況に記載された財務諸表、中間財務諸表は、監査法人等の監査を受けることになる<sup>18</sup>。

### (5) 投資対象からみた種類

投資ファンドの投資対象についてみると、株式や債券などの有価証券を投資対象とする「投資型ファンド」が主体であるが、有価証券以外の不動産やコンテンツ、映画、ワインなどを投資対象とする「事業型ファンド」も増加してきている。また、運用戦略についても経営への関与のスタンスや運用期間などについては一様ではなく、一口に「ファンド」といっても投資対象は多種多様である（図表7）。

このなかで主として未上場株式を投資対象とするファンドは一般にプライベート・エクイティ・ファンド（以下「PEファンド」という）と呼ばれている<sup>19</sup>。具体的には「ベンチャーキャピタルファンド」、「バイアウトファンド」、「事業再生ファンド」の3つを総称して「PEファンド」と呼ぶことが多い<sup>20</sup>。一般的にこれらのファンドのスキームは、「信託型」ではなく「組合型」が用いられる。また、投資期間は上場商品を投資対象とするファンドよりも長期となっており、通常この間はファンドの持分には譲渡制限が付されており中途解約ができない。

なお、「事業再生ファンド」と投資対象が一部重なる「不良債権ファンド」及び「バイアウトファンド」とセットで利用されることがある「メザニンファンド」も中小企業に関連が深いことから、以下ではこれらの5種類のファンドについて簡単な説明を加えることとする。

ちなみにこれらのファンドは金融商品取引法の開示規定の適用を受けない「私募」の形式であることが多い<sup>21</sup>。その主な理由は情報開示規制等のコスト負担を抑えるためとみられるが、加えて未上場企業の場合は投資先の情報を広く公開することが適切でないといったことも影響しているとみられる。なお、参考までに投資先企業の成熟度とファンドの関係についてのイメージについては以下の通りである（図表8）。

17 「中小ベンチャーファンド法」を前身とするものであるため、投資対象は主に有価証券や金融商品であり、不動産などに直接投資することはできない。

ただし、著作権等は投資対象に含まれたことからコンテンツファンドの組成において利用可能となった

18 金融商品取引法の開示規定の適用を受けないものを「私募（ファンド）」形式という

19 PE投資は単に「上場・公開株式への投資」の対極にあるものではなく必要資金を提供する代わりに、投資先企業に対して企業価値の向上のための適切な経営関与やガバナンスを行う投資手法である、という考え方もある（辻本了章（2004.8）「プライベート・エクイティーその実態と投資の展望」証券アナリストジャーナル）

20 経済産業省（2005）「経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会報告書」P34参照

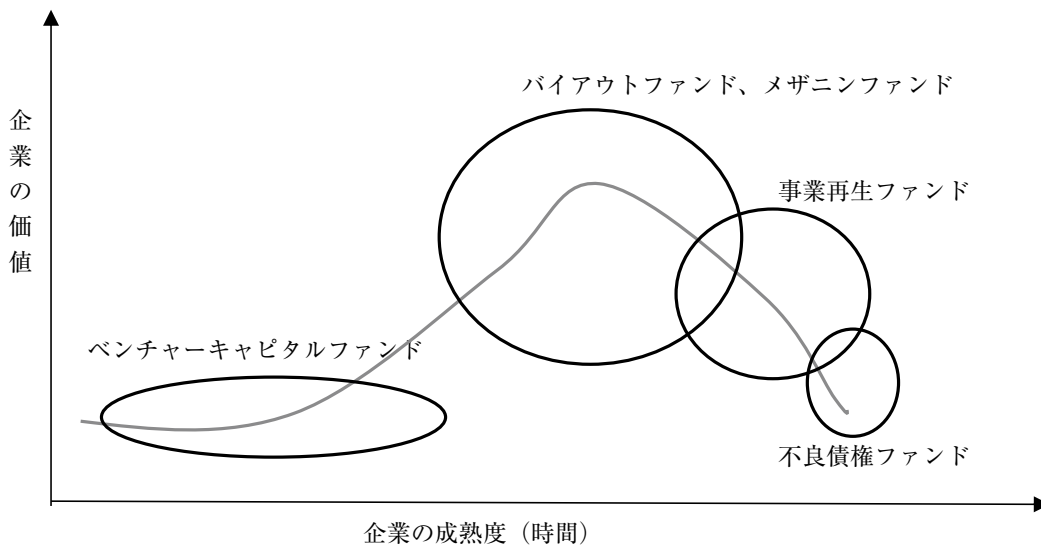
21 少数の投資家あるいは金融機関等の機関投資家から投資資金を調達（脚注18参照）

(図表7) 投資対象別にみた主なファンド

ファンド	主な投資対象、一般的な出資持分等	中小企業 関連
証券投資信託	有価証券、株式、債券、デリバティブ等	
不動産投資法人 (J-REIT)	不動産	
ヘッジファンド	流動性の高い金融商品全般	
アクティビストファンド	上場企業のマイノリティー持ち分	
経営者支援ファンド等	上場企業のマイノリティー持ち分	
ベンチャーキャピタルファンド	ベンチャー企業株式のマイノリティー持分	○
バイアウトファンド	未上場企業・上場企業株式のマジョリティー持分 成熟企業を対象とする	○
事業再生ファンド	再生企業の株式、貸付債権	○
不良債権ファンド	不良債権	○
コンテンツファンド	著作権・特許権等の権利	
セカンダリーファンド	他のファンドの投資案件	
メザニンファンド	劣後債・優先株	○
ファンド・オブ・ファンズ	様々なファンドの持分	
不動産ファンド	不動産、信託受益権	
現物ファンド	競走馬、ワインなどの現物及びホテル事業、小売店経営などの事業	

(出所) 光定洋介・白木信一郎 (2014) 『投資ファンドのすべて』 一般社団法人金融財政事情研究会P12に基づき筆者作成

(図表8) 投資先企業の成熟度とファンドとの対応関係 (イメージ)



(出所) 経済産業省 (2005) 「経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会報告書」 P34に基づき筆者作成

## (ベンチャーキャピタルファンド)

前掲の「ファンド事例研究会報告書」によれば、ベンチャーキャピタルファンドは“新しい技術、新しいビジネスモデルを中核とする新規事業により、急速な成長を目指す新興企業、いわゆる「ベンチャー企業」への投資を行い、当該企業への人材派遣等を行うことにより、その企業価値を高める”と説明している。投資対象先への出資比率は一般的には50%未満に止め、当該企業を育成し、株式市場での上場または他企業への売却による「イグジット」によって収益を確保する。ベンチャー企業に対する投資は相対的にリスクが大きいことから、複数のベンチャー企業に投資してリスク分散を図る場合が多い。また、投資先企業の規模が小さいことから、多数の先に投資する場合であってもファンドの規模は比較的小規模であり<sup>22</sup>、「私募」形式による資金調達が一般的である<sup>23</sup>。

ただ、一言でベンチャー企業と言っても、その成長の段階毎に投資の目的は自ずと異なっている。企業の成長のステージを設立時からの時系列で分類すると、シード (seed)、アーリー

(early)、エクспанション (expansion)、レーター (later) の各段階に分類することができる<sup>24</sup> (図表9)。

わが国のベンチャー企業に対する投資の歴史についてみると、米国の影響を受けてまず1963年に中小企業の自己資本の充実促進を目指す目的で公的な投資育成機関「中小企業投資育成会社」が東京、大阪、名古屋に設立された。さらに1970年代にベンチャー企業に対する投資を専門に手掛ける民間のベンチャーキャピタル会社が設立されて事業を開始した<sup>25</sup>。当初こうしたベンチャーキャピタル会社は、当該株式会社が資金を調達し、直接投資対象先に出資や融資を行っていた。しかし、既述の通り1980年代以降は「組合型」のファンドを設立し、そのファンドを経由して投資を行うという方法が考え出され、その後「中小ベンチャーファンド法」、「投資事業有限責任組合法」が制定されるなど法制面の整備が進んだこともあり、最近ではベンチャー企業に対する投資については「組合型」ファンドが主流を占めている。なお、投資家層は機関投資家等が中心で個人

(図表9) 企業の成長ステージの分類

ステージ	企業のイメージ
シード	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究および製品開発を継続している企業
アーリー	製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた企業
エクспанション	生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業
レーター	持続的なキャッシュフローがあり、IPO直前の企業等

(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (VEC) (2014)『2013年度ベンチャービジネスに関する年次報告』(PII-96参照)

22 図表11参照

23 「投資法人」制度を活用した公募のベンチャーファンドもあるが、2014年9月末時点で2つと数は少ない(ベンチャービジネス証券投資法人、ベンチャー・リヴァイタライズ証券投資法人の各投資証券が上場されている)

24 「シード」と「アーリー」の間に「スタートアップ」を入れる考え方もある

25 1972年に京都財界が京都エンタープライズディベロップメントを設立し、1973年には日本合同ファイナンス(現㈱ジャフコ)が設立された

投資家は少ない。

ちなみにベンチャーキャピタル会社のなかには、特定の業種や特定のステージに投資を集中しているものもあり、各社の投資戦略は多種多様である。なお、ベンチャーキャピタル会社の投資動向については第2章で確認することとする。

### (バイアウトファンド)

バイアウトファンドは基本的に敵対的買取を行わず、未上場企業株式または上場企業株式の過半数を友好的に取得し<sup>26</sup>、投資先企業の経営の主導権を握り相当の期間経営に参画し、当該企業への人材派遣や取引先の紹介等を通じて企業価値を向上させる。そして株式を売却してキャピタルゲインを得ることを目的としている。株式の過半数を取得するという点や成熟企業をターゲットとする点は、ベンチャーキャピタルファンドと相違しているが、「イグジット」に向けての考え方や手法は同じである。

バイアウトファンドの投資対象は、キャッシュフローが安定した成熟段階にある企業が多い(図表8)。こうした企業に対して資金投入、人材派遣を行うなど経営に深く関与し、対象企業の収益力UP、財務内容の改善を図ることでその企業価値を高めていくのである。個別の投資案件の運用期間については3～5年程度が一般的であり、ベンチャーキャピタルファンドよりも短い。ただ、案件発掘までの期間があることからファンド全体の運用期間は10年程度とされている。そして、ファンド運営会社とGP

(会社)は別組織とし、運営会社はGPとアドバイザリー契約や業務委託契約を締結するパターンが一般的である。

なお、バイアウトファンドは、投資規模が比較的大きいことから<sup>27</sup>、出資者は機関投資家にほぼ限定され、個人投資家が出資することは稀である。また、投資効率を高める観点から通常「キャピタル・コール方式」が採用されることが多く、出資の上限(出資約束額)をあらかじめ契約する。そして、投資案件が発生する都度その範囲内の金額で投資案件への資金を拠出する。

### (事業再生ファンド)

事業再生ファンドは、過剰債務を抱える等により財政状況が悪化しているが、本業では収益を確保している等により経営改善の見通しがあるとみられる企業の再生を目的に当該企業に対して投資し、負債の圧縮等財務面の改善を行うとともに、事業を再構築し投資先企業の再生を図る。投資対象は、エクイティ部分(株式)およびデット部分(貸付債権)である。デット部分の投資とは、金融機関等が保有する再生対象企業向けの債権を購入することである。ファンドは債権購入後、再生計画に基づき債権の一部を放棄若しくは株式化<sup>28</sup>することを通じて、対象先企業の過剰債務を圧縮し、財務内容の改善を図る。なお、抜本的な事業の再構築を行う必要があることから経営の主導権を握る必要があり、一般的には株式の過半数を取得する。事業再生ファンド規模についてみると、総

26 上場企業の場合は買取により非上場化を実施する

27 図表11参照

28 債権者がその債権と債務者の株式を交換する手法をデット・エクイティ・スワップという

じてベンチャーキャピタルファンドよりも大きい、一つの企業を再生するために一つのファンドを組成する例もあり<sup>29</sup>、その場合にはファンドの規模は再生対象企業の規模に左右される。なおキャッシュフローが安定しているが財務内容に問題がある企業などは、事業再生ファンド、バイアウトファンド双方の投資対象と考えられることから、グレーゾーンの企業については両ファンドの線引きは必ずしも明確ではない（**図表8**）。

「事業再生ファンド」といえば、バブル崩壊を受けて1990年代後半以降に大型の経営破綻が相次ぐなかで、外資系ファンドの動きが活発化したことが注目を集めた。一例としては、破綻した日本長期信用銀行を2000年3月に買収したアメリカの企業再生ファンド「リップルウッド・ホールディングス」や外国銀行らが組成した投資組合「ニューLTCBパートナーズ」が挙げられる<sup>30</sup>。

その後の動きについては、2000年4月に民事再生法が施行され、同法に基づく再建型の法的手続きが大幅に簡素化されたことなどから、事業再生に伴う事務手続きやコストの削減が図られ、外資系以外の日本発のファンドの動きも活発化していった。当初は大手都市銀行の不良債権に対して積極的に投資を行っていたが、その後不良債権処理が地域金融機関へと進むなかで、地方版の「事業再生ファンド」も設立されるようになった。こうしたファンドのなかで

は後述する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）の組成する「中小企業再生ファンド」が存在感を示している<sup>31</sup>（**図表17**）。

### （不良債権ファンド）

不良債権ファンドは、金融機関の保有する不良債権<sup>32</sup>を安価で購入し、債務者への債権売却や担保物件の処分、サービサーや他の不良債権ファンドへの債権の転売等によってすみやかに投資資金の回収を図る<sup>33</sup>。不良債権ファンドは1990年代後半に金融機関の不良債権処理が推し進められるなかでその受け皿となった。当初は「事業再生ファンド」と同様に日本発のファンドは少なく、外資系のファンドの動きが目立ち、別名「ハゲタカファンド」とも言われた<sup>34</sup>。その後大手主要行を中心に不良債権残高が減少するなかで、市場規模は縮小してきている。

なお、「事業再生ファンド」と「不良債権ファンド」は投資対象が重なる場合も多いが、回収方法と回収期間が異なっている（**図表8**）。すなわち、前者は事業継続を前提とし、経営改善をサポートし収益力を高め、その企業価値を高めることで資金回収を図るが、後者は事業継続を前提とせず転売等による回収を図る。そのために回収期間については、前者は長期を要する場合が多いが後者は短期間となる。

29 ターゲットファンドという

30 「日本長期信用銀行」は同年6月に「新生銀行」に改称、2004年に再上場

31 後記（7）官民ファンドの概要参照

32 一般的に不良債権とは、金融再生法に基づく開示債権（要管理債権、危険債権、破産更生債権及びこれらに準ずる債権）、銀行法に基づくリスク管理債権（貸し出し条件緩和債権、3か月以上延滞債権、延滞債権、破綻先債権）をいう

33 債務者に債権を売却する場合もある

34 不良債権ファンドを題材にして描いた真山仁の「ハゲタカ」というタイトルの小説がドラマ化されたことなどにより、ハゲタカファンドが知られるようになった

## (メザニンファンド)

メザニンファンドの投資対象領域は、シニアローンとエクイティの部分の間に位置する(図表1)。ちょうど出資部分を建物の1階、銀行借入等のシニアローン部分を2階とみると、その中間の「中2階 (Mezzanine)」の部分を出資の対象としていることから「メザニン」と呼ばれている。企業側からみると、銀行借入と出資による調達だけでは調達資金が不足する場合にその隙間を埋めてくれる役割を果たしてくれる。一方、投資側からみると、銀行借入よりも劣後する権利しかなくリスクは大きい、株式ほどハイリスク・ハイリターンではない、いわばミドルリスク・ミドルリターンの商品といえる。

メザニンファンドは、バイアウトファンドの案件とセットになっている場合が多く、日本では一般的に優先株式または劣後ローンに対する投資が多い。

## (6) わが国のファンド投資の動向

ここでは2010年より金融庁が実施している「ファンドモニタリング調査」に基づき、わが国のファンドの運用状況についてみてみることにする。なおこの調査は、ファンドに関する販売・運用の実態を把握するため、「金融商品取引業者等向けの総合的な経営指針」に基づき、ファンドの販売業者及び運用業者を対象とする調査である<sup>35</sup>。

まず2013年度末時点のヘッジファンドを除いた運用状況についてみると、運用本数144千本、運用財産総額は226兆円となっている(図

表10)<sup>36</sup>。運用財産額の規模に着目すると、わが国の国内総貸出<sup>37</sup>の40%以上に達しており、投資ファンドは金融面において大きな役割を果たしていることが確認できる。その推移についてみると運用財産額は2009年度から2011年度にかけては減少が続いたが2012年度以降は2年連続で増加した。運用本数については4年間で大きな変動はないが、2013年度は若干増加した。また、ファンド1本当たりの運用財産額については2010年度、2011年度は減少したが、2012年度以降は2年連続増加となった。

同調査では、ファンドを「国内投資信託」、「国内投資法人」<sup>38</sup>、「外国投資信託・外国投資法人」、「集団投資スキーム」に分けて集計しているが、それぞれの運用状況についてみると、2013年度末時点の運用財産額は、「国内投資信託」が174兆円(77.2%)と、全体の8割近くを占めている。次いで「外国投資信託・外国投資法人」25兆円(11.2%)、「集団投資スキーム」14兆円(6.1%)、「国内投資法人」12兆円(5.5%)の順となっている。運用本数についてみると、「国内投資信託」が9,901本と最も多く、次いで、「集団投資スキーム」3,833本、「外国投資信託・外国投資法人」583本、「国内投資法人」55本の順となっている。参考までにファンド1本当たりの運用財産額をみると、「国内投資法人」が2,262億円と圧倒的に大きい。次いで「外国投資信託・外国投資法人」434億円、「国内投資信託」176億円、「集団投資スキーム」36億円の順となっている。このように投資規模からみると「集団投資スキーム」は小口の投資を対象

35 外国投資信託・外国投資法人の運用状況については、当該ファンドの代行協会員(設置されていない場合は販売業者)が回答している

36 以下、原則ヘッジファンドを除いて集計。なお、ヘッジファンドを含めるとファンド総運用本数は14.7千本、運用財産額は228兆円となる

37 国内銀行、信用金庫、信用組合、日本政策金融公庫、商工中金の合計

38 多くは不動産を組み入れた不動産投資法人(J-REIT)であるが、ベンチャー企業への投資を行っている証券投資法人もある(脚注23参照)

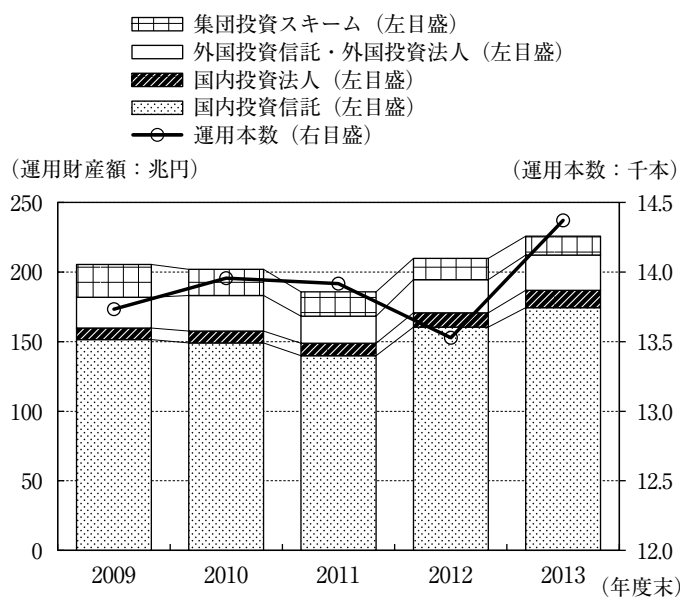


としていることが確認できる。なお、商品別の運用財産額のシェアの推移についてみると「国内投資信託」、「国内投資法人」は漸増傾向にあり、「外国投資信託・外国投資法人」は増減を繰り返しており、「集団投資スキーム」は漸減傾向にある。

ちなみに「組合型」ファンドである「集団投

資スキーム」について商品別に2013年度末の運用財産額をみると、「不動産ファンド」が9.1兆円と最大の規模となっており、同スキーム全体の約2/3を占めている（図表11）。これを除く「組合型」ファンドは4.7兆円程度で、シェアはファンド全体の2%程度に止まっている。なお、1本あたりの運用財産額をみると「不動産」が

（図表10）投資ファンドの運用状況（運用財産額、本数、運用財産額のシェア）



種類	年度末				
	2009	2010	2011	2012	2013
国内投資信託	73.7%	73.8%	75.3%	76.5%	77.2%
国内投資法人	4.1%	4.1%	4.9%	4.9%	5.5%
外国投資信託・外国投資法人	10.7%	12.7%	10.4%	11.4%	11.2%
集団投資スキーム	11.5%	9.4%	9.4%	7.3%	6.1%
合計	100%	100%	100%	100%	100%

（出所）金融庁「ファンドモニタリング調査の集計結果について」（平成22年9月～26年10月）に基づき筆者作成  
（注）ヘッジファンドを除く

（図表11）集団投資スキームの運用状況（2013年度末）

	運用本数 (本)	運用財産額 (億円)	シェアA (%)	シェアB (%)	1本あたりの 運用財産額 (億円)
不動産	1,024	90,559	66.1%	4.0%	88
不動産以外計	2,809	46,523	33.9%	2.1%	17
ベンチャー	757	6,150	4.5%	0.3%	8
バイアウト	109	5,488	4.0%	0.2%	50
メザニン	42	3,333	2.4%	0.1%	79
ファンド・オブ・ファンズ	169	2,716	2.0%	0.1%	16
事業再生	98	2,468	1.8%	0.1%	25
現物ファンド	924	821	0.6%	0.0%	1
その他	710	25,547	18.6%	1.1%	36
合計	3,833	137,082	100.0%	6.1%	36

（出所）図表10に同じ  
（注1）ヘッジファンドを除いて集計  
（注2）シェアAは集団投資スキーム、シェアBは投資ファンド全体におけるシェア

88億円と最も大きく、次いで「メザニン」(79億円)、「バイアウト」(50億円)の順となっている。一方、「ベンチャー」や「現物ファンド」は運用本数は多いが、1本あたりの運用財産額は前者が8億円、後者が1億円と少額となっている。

次に「集団投資スキーム」の商品分類別に主な投資対象を確認すると、「ベンチャー」と「バイアウト」はともに未公開株式に対する投資ウエイトが過半数を占めている(図表12)。また、「メザニン」、「事業再生」についても未公開株式が20%以上と相応のウエイトを占めている<sup>39</sup>。

### (7) 官民ファンドの概要

2013年1月に閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」のなかで、対策の重点項目のひとつとして「成長による富の創出」が盛り込まれた。これを実現するために民間投資の喚起を図るための施策を講じるとともに、

日本経済の活力の源泉である中小企業・小規模事業者の支援や「攻めの農林水産業」の展開に取り組むとしており、既存の官民ファンドである「株式会社企業再生支援機構」<sup>40</sup>や「株式会社産業革新機構」の機能拡充に加えて、新たに6つの官民ファンドが創設されることとなった。こうした動きを受けて昨今では官民ファンドが注目を集めている。

官民ファンドとは、政策目的に基づき政府出資を中心に民間も一部を出資するなどにより「官」と「民」が連携して投資を推進する組織であり<sup>41</sup>、成長が期待される分野へリスクマネーを供給することで民間の力を最大限引き出すための「呼び水」となる役割が期待されている。なお、公的資金が投入されていることから、ファンドが政策目的に沿って効果的に運営されるようファンドの活動を評価・検証し、所要の措置を講じていくことが必要となってくる<sup>42</sup>。このような観点から関係府省と有識者をメンバー

(図表12) 集団投資スキームの商品分類別の主な投資対象

商品分類	2012年度末の主な投資対象(上位3位まで)						2013年度末の主な投資対象(上位3位まで)					
	1		2		3		1		2		3	
不動産	信託受益権(不動産)	81%	集団投資スキーム持分	12%	不動産	4%	信託受益権(不動産)	84%	集団投資スキーム持分	10%	不動産	4%
ベンチャー	未公開株式	66%	金銭債権	8%	信託受益権(除、不動産)	7%	未公開株式	66%	集団投資スキーム持分	11%	信託受益権(除、不動産)	9%
バイアウト	未公開株式	55%	金銭債権	31%	集団投資スキーム持分	7%	未公開株式	59%	金銭債権	33%	集団投資スキーム持分	5%
メザニン	金銭債権	38%	未公開株式	23%	債券(除、国債)	21%	債券(除、国債)	36%	未公開株式	26%	信託受益権(除、不動産)	15%
事業再生	集団投資スキーム持分	37%	公開株式	23%	未公開株式	20%						
ファンド・オブ・ファンズ							集団投資スキーム持分	85%	信託受益権(不動産)	7%	公開株式	4%

(出所) 図表10に同じ

(注) その他を除く上位5種類についての直近2年分を集計

39 「メザニン」の金銭債権は劣後ローン、債券は劣後債とみられる

40 株式会社地域経済活性化支援機構に商号変更のうえ機能拡充(詳細後記)

41 政府が単独で出資し民間機関が協調して融資を行うような連携も含む

42 ファンドの資金源の大部分は産業投資特別会計や政府が保証を付けた民間銀行からの借入金であることから、投融資先から回収することが前提となる

とする「官民ファンド総括アドバイザー委員会」においてファンドの運営上の課題について検討が行われ、2013年9月にはその検討結果をもとに5項目を柱とする「官民ファンドの運営に係るガイドライン」が定められた（図表13）。そして今後は当該ガイドラインに基づいて関係府省一体となって定期的に官民ファンドの運営状況等の検証を行うこととなった<sup>43</sup>。

現在ガイドラインに基づく検証対象とされている「官民ファンド」は9つを数える（図表14）。そして交通事業・都市開発事業の海外市場へのわが国事業者の参入促進を図るために新たに設立される「株式会社海外交通・都市開発事業支援機構」も検証対象先に追加され

た<sup>44</sup>。なお、2013年度末現在の既設の9つの官民ファンドの活用実績についてみると、出資案件は326件、支援決定額は約1.1兆円、実投資額は約0.8兆円であり、官民ファンドの投融資が呼び水となって民間から投資された額は1.1兆円を上回っている（図表14）。

以下では既に中小企業向けリスクマネー供給を下支えしている「中小機構」及び今後中小企業に対する投資の増加が期待できる「株式会社地域経済活性化支援機構」、「株式会社産業革新機構」、「クールジャパン機構（株式会社海外需要開拓支援機構）」の4機関を中心に各ファンドの概要および最近の動向などについて説明を行うこととする。

（図表13）官民ファンドの運営に係るガイドライン概要

検証項目	主な評価・検証の視点
運営全般	法令上の政策目的に沿って効率的に運営されているか、民業補完に徹しているか
	ファンドの業績評価について、ファンドの趣旨を踏まえ、中長期的な視点から総合的に実施されているか
投資の態勢及び決定過程	投資の決定に係る組織について、監視・牽制する仕組みが明確化され、機能しているか
	投資方針、チェック項目等は、政策目的に沿って適切なものか
	適切な手続きによる審査を経て投資に係る決定を行う組織で中立的な立場から決定されているか
	経営支援を行うファンドにおいては適切に経営支援が行われているか
	投資実績の評価・開示が適切になされているか
	投資の運用実績の評価に基づき、運用方針の変更等が適切に行われているか
ポートフォリオマネジメント	個別の案件でのリスクテイクとファンド全体での元本確保のバランスが適切に取られているか
民間出資者の役割	ファンドが民間出資者に対して、投資実績を適時適切に報告しているか
監督官庁及び出資者たる国と各ファンドとの関係	政策目的の達成状況・競争への影響等について国と意見交換を行うための態勢を構築しているか

（出所）内閣官房（2013.9）「官民ファンドの運営に係るガイドライン」、財務省（2013.10）「官民ファンドの運営に係るガイドラインについて」に基づき筆者作成

43 「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議」を設け、ガイドラインを決定するとともに、同閣僚会議の下に「官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会」を置き、これらをガイドラインに基づいて定期的な検証を行う場として位置づけることとしている

44 株式会社海外交通・都市開発事業支援機構法は2014年7月に施行された

(図表 14) 官民ファンドの活動実績 (2013年度末時点)

対象ファンド	中小機構、(株)地域経済活性化支援機構、(株)産業革新機構、(株)海外需要開拓支援機構、(株)農林漁業成長産業化支援機構、官民イノベーションプログラム、耐震・環境不動産形成促進事業、(株)日本政策投資銀行における競争力強化ファンド、(株)民間資金等活用事業推進機構の9つ	
項目	金額 (億円)	補足説明
投融資額等	政府	6,197 産業投資出資3,660、一般会計出資1,537、産業投資貸付1,000
	民間	444
	その他	500 (株)日本政策投資銀行の自己資金
	政府保証	31,350
支援決定件数	326	
支援決定額	11,216	
実投融資額	7,828	
誘発された民間投融資額	11,134	耐震・環境不動産形成促進事業については出資は実績あるが、当該案件への影響を考慮し非開示 (集計対象外)

(出所) 内閣官房 (2014.6) 「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告 (第1回)」に基づき筆者作成

(注) 金額については上記9ファンド合計で算出、単位未満四捨五入で記載

### (中小機構)<sup>45</sup>

中小機構は2004年に3つの特殊法人が統合されて設立された<sup>46</sup>。2014年3月末の資本金は約1兆1,066億円である。中小機構は創業・新事業展開から成長、再生まで総合的に中小企業をサポートすることを目的とする独立行政法人であるが、その一環として、中小企業の起業・成長・再生・震災復興を支援する各ファンドへの出資事業を実施している<sup>47</sup>。ここではファンド事業の概要について説明を行うこととする。

中小機構は民間の投資会社が運営する中小企業支援を行う投資事業有限責任組合 (ファンド) へ有限責任組合員 (LP)<sup>48</sup>として出資し、ファンド運営者は無限責任組合員 (GP) として中小企業に対するリスクマネーの供給と踏み込んだ経営支援 (ハンズオン支援) を通じて、ベンチャー企業や既存中小企業の新事業展開

の促進または中小企業の再生等を支援する。つまり、ファンドの運営 (個別企業への投資等) は、各投資会社が行って投資先企業の経営に参画し、企業価値を高めてIPOまたはM&Aによるイグジットを目指す。

中小機構のファンド事業の歴史についてみると、1998年に前身である「中小企業事業団」<sup>49</sup>が「ベンチャーファンド」事業を開始したことを皮切りに、政策目的に応じた「中小企業再生ファンド」、「がんばれ! 中小企業ファンド」、「事業継続ファンド」、「地域中小企業応援ファンド」の各事業が創設された。このように機構は中小企業に対するエクイティ等資金供給の仕組みづくりに積極的に取り組んできた。そして、2010年に多様なファンド活用ニーズへの対応とより重点的な事業推進を図るために、ファンド事業を「起業支援ファンド」、「中小企業成長支援フ

45 中小機構のファンド事業については同機構HP参照

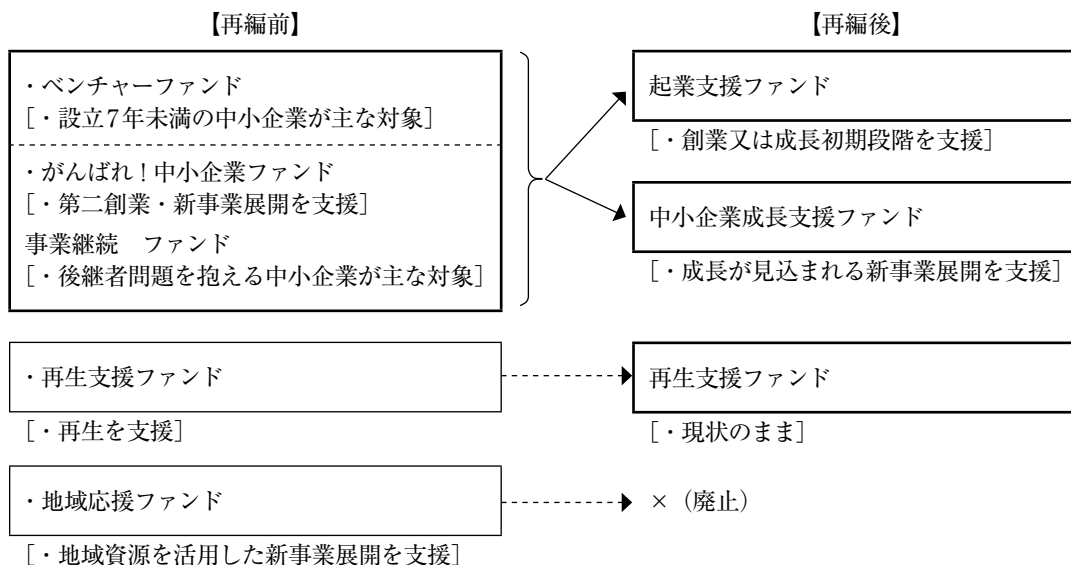
46 中小企業総合事業団 (信用保険部門を除く)、地域振興整備公団 (地方都市開発整備等業務を除く) 及び産業基盤整備基金の3つの特殊法人を統合

47 中小機構は金融商品取引法に基づく「適格機関投資家」となっている

48 出資額はファンド総額の1/2を上限とする。ただし、地方公共団体等が出資を行う場合には、当該出資額と合算して1/2以内とする

49 1980年設立、1999年に中小企業総合事業団に組織変更

(図表15) 中小機構のファンド事業の再編について



(出所) 中小機構資料

ファンド」、「中小企業再生ファンド」の3つに再編するとともに、中小企業向け投資比率の弾力化、中小機構の出資限度額の引き上げ等の要件の見直しを行った<sup>50</sup> (図表15)。

2014年9月末までのファンド事業の累計実績をみると、出資ファンド数は207件、出資約束額は6,881億円に達している<sup>51</sup> (図表16)。また、投資企業数、投資累計額については3,581先、3,098億円となっている。なお、「産業復興機構ファンド」は、東日本大震災における被災企業の二重債務問題の解消を図るために設立された5つの産業復興機構に対する出資である(5機構に対する出資のみ)<sup>52</sup>。

ファンドの種類別に出資状況を見ると、件数では「起業支援ファンド」が91件と全体の約44%を占めている。次いで「中小企業成長支援ファンド」が68件(約32%)、「中小企業再生

ファンド」が43件(約21%)、「産業復興機構ファンド」が5件(約2.4%)の順となっている。一方、出資約束額は、「中小企業成長支援ファンド」が3,646億円と過半数の約53%を占めており、次いで「起業支援ファンド」が1,500億円(約22%)、「中小企業再生ファンド」が1,364億円(約20%)、「産業復興機構ファンド」が370億円(約5.3%)の順となっている。

次に実際の投資状況についてみると、投資先企業数は、「起業支援ファンド」が2,361件と約66%を占めている。次いで「中小企業成長支援ファンド」が697件(約19%)、「産業復興機構ファンド」が265件(約7%)、「中小企業再生ファンド」が258件(約7%)の順となっている。投資累計額については「中小企業成長支援ファンド」が1,212億円(約39%)、「起業支援ファンド」が1,155億円(約37%)、「中小企業再生

50 投資対象からみると、起業支援ファンドはベンチャーキャピタルファンド(設立5年未満の起業初期段階の企業を対象)、中小企業成長支援ファンドはベンチャーキャピタルファンド(スタートアップからレイターステージまで幅広く対象)、パイアウトファンド、中小企業再生ファンドは事業再生ファンドに該当する

51 金額については単位未満切捨てて記載

52 産業復興機構は2011年度に岩手、茨城、宮城、福島、千葉の5県に設置された。産業復興機構ファンドについては、中小機構が8割、地元金融機関や自治体等が2割を出資している

ファンド」が553億円（約18%）、「産業復興機構ファンド」が176億円（約6%）となっている。

なお、最近のファンドの組成状況についてみると、「中小企業再生ファンド」が直近2年間で大幅に増加している点が目に付く（図表17）。

最後に過去5年間の国内のベンチャーファンドの組成金額に占める同機構出資約束金額は、

約10%程度で推移している<sup>53</sup>。また、過去5年間でみると国内新興市場全体のIPO企業の約3割が同機構出資ファンドの投資先である。このように、同機構のファンド事業は中小・ベンチャー企業向けのリスクマネー供給を下支えしている。

（図表16） 中小機構のファンド出資事業の累計実績

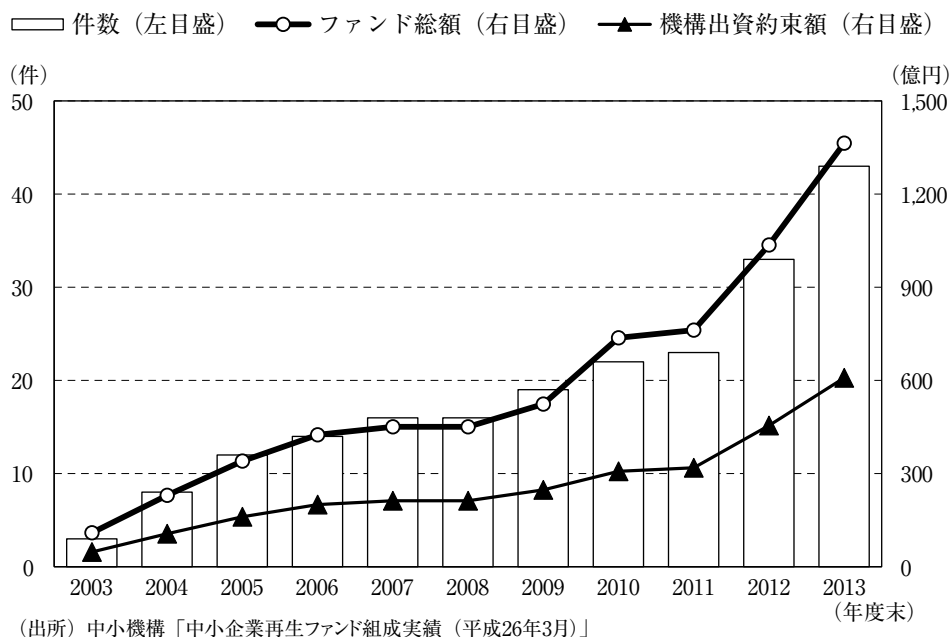
	2014年9月末			2014年8月末	
	出資ファンド数	出資約束額 (億円)	うち機構分 (億円)	投資先企業数	投資累計額 (億円)
起業支援ファンド（注1）	91	1,500.7	600.2	2,361	1,155.7
中小企業成長支援ファンド（注2）	68	3,646.5	1,242.5	697	1,212.5
中小企業再生ファンド	43	1,364.2	608.4	258	553.4
産業復興機構ファンド	5	370.3	296.0	265	176.7
合計	207	6,881.7	2,747.1	3,581	3,098.3

（出所） 中小機構資料

（注1） ベンチャーファンドを含む

（注2） がんばれ！中小企業ファンド、事業継続ファンド、地域中小企業応援ファンドを含む

（図表17） 中小企業再生ファンドの組成実績の推移（年度末累計）



53 VEC『ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告』参照

### (株式会社地域経済活性化支援機構)

株式会社地域経済活性化支援機構は、厳しい地域経済の現状を打破するため、有用な経営資源を有しながら過大な債務を負っている事業者の再生を支援することを目的に2009年10月に「株式会社企業再生支援機構」として設立された。それ以来機構は、中小企業者等の「事業再生支援事業」に積極的に取り組んできた。ただ、その後も地域経済の低迷が続き、地域の再生現場の強化や地域経済の活性化に資する支援を推進していくことが喫緊の政策課題になってきたことを踏まえて根拠法が改正され<sup>54</sup>、2013年3月に「事業再生支援事業」に加えて「地域経済活性化事業活動に対する支援に係る業務」を担う機関へと改組され、現商号に変更された。2014年3月末時点の資本金は約231億円<sup>55</sup>、政府保証枠は1兆円となっている。

「事業再生支援事業」の内容については、債権買取、出資、融資等に加えて、プロフェッショナルな事業再生人材の派遣による直接的な経

営支援を包含している(図表18)。改組に伴う主な変更内容についてみると、支援期間は支援決定から3年以内から5年以内に延長され、事業者の名称は原則非公開となった。また、再生支援決定に至った場合の資産等の査定(デューデリジェンス)費用については、事業者の規模に応じて機構が負担するなど、中小企業事業者の利用を促進するための配慮が窺える<sup>56</sup>。前身の企業再生支援機構の業務開始から2014年6月末までの累計実績についてみると、41件の支援を決定し、29件が支援を完了している<sup>57</sup>。また、債権買取決定は22件(元本総額822億円)、出資決定は13件(総額3,696億円)となっている。

「地域経済活性化事業活動に対する支援に係る業務」については、地域の再生現場の強化や新事業・業種転換を目指す企業や地域活性化事業を担う企業を支援するために以下の4種類の業務を実施している(図表19)。

4種類の業務のなかで「特定経営管理」の仕

(図表18) 事業再生支援事業の概要及び主な変更内容

	(旧) 企業再生支援機構	(新) 地域経済活性化支援機構
業務内容	債権買取、融資、債務保証、出資、専門家派遣、事業活動に関する助言	変更なし
大規模事業者の取扱	政令で定める大規模事業者の支援決定には、主務大臣の事前認定が必要	変更なし
主務大臣の関与	事前通知し意見を述べる機会を与える	事後報告
支援決定期限	2013年3月末	2018年3月末(注)
支援期間	支援決定から3年以内	支援決定から5年以内
公表	全ての対象事業者の名称、支援の概要を公表	大規模業者以外の支援対象業者については公表義務なし

(出所) 地域経済活性化支援機構資料

(注) あらかじめ主務大臣の認可を受けた事業者に対しては2018年9月末まで

54 株式会社企業再生支援機構法→株式会社地域経済活性化支援機構法

55 内訳は預金保険機構226億円(うち民間金融機関拠出96億円)、農林中央金庫5億円

56 中小企業については費用の9/10を機構が負担する。また、支援決定に至らなかった場合は機構が費用の全額を負担する(事業者側の事情に因る場合は除く)

57 商号変更後の支援決定は13件

(図表 19) 地域経済活性化事業活動に対する支援に係る業務の概要

業務種類	内容	具体的なイメージ
特定経営管理 (ファンド業務)	ファンド運営会社(GP)の設立及び運営	地域金融機関等民間事業者と共同して、事業再生・地域活性化ファンドを運営し地域の企業を支援する。運営を行う子会社として2013年6月にREVICキャピタル(株)を設立(同社がGPとなる)。 2014年9月末までのファンド組成実績は9件、組成総額156.5億円(図表20参照)
特定出資	事業再生子会社への出融資	地域金融機関等が設立した事業再生子会社に対して出資または融資(優先株式または劣後ローン)を行い、保有債券の対象となる企業を支援 2013年8月末までの実績なし
特定専門家派遣	地域金融機関等への専門家派遣	地域金融機関等の地域における事業再生・地域経済活性化支援事業活動の支援の担い手に対し、専門的な知識・スキルを持った人材を派遣。これにより再生の前捌きから事業の再構築に至るまで側面的に支援するとともに、機構の持つノウハウの浸透を図る。 2014年8月1日までの実績は33件(地銀9、第二地銀8、信金2、信組1、GP会社4、REVICキャピタル(株)8、その他1)
特定信託引受	非メイン行の貸付債権の信託の引受け	事業再生計画策定が困難な事業者等について、非メイン行分の債権を機構が信託受託し、メイン行と連携して事業者再生を支援 2013年8月末までの実績なし

(出所) 地域経済活性化支援機構「業務実績報告(平成26年4月25日)」ほか

組みについて少し説明を加えると、機構は「事業再生ファンド」及び「地域活性化ファンド」の運營業務を行う子会社として2013年6月にREVICキャピタル株式会社を設立し、同社を通じてファンド(投資事業有限責任組合)運営に関与することで、地域の再生現場の強化を図るとともに、事業再生や新事業・事業転換を目指す事業者や地域活性化事業を行う事業者に対する支援を行っている<sup>58</sup>。具体的なファンドの運営については、「共同運営方式」と「合併方式」の2つを想定しており、前者はREVICキャピタル株式会社と地域金融機関等のファンド運営子会社が共同でGP出資を行い、後者は機構と地域金融機関等がファンドの運営会社を共同で設立し同社がGP出資を行う方式である。特に力を入れている分野については、「ヘルスケア」、「観光」、「ものづくり」であり、これら

に関するファンドの組成については機構が主導的に対応している。そして出口戦略については、通常のファンドとは異なりIPOを主目的とする投資ではなく、リファイナンスによる回収を想定している<sup>59</sup>。

当該業務の2014年9月末までの実績についてみると、ファンド組成件数は9件(組成総額156.5億円)で、目的別の件数をみると地域活性化6件、事業再生3件となっている。ちなみに投資対象業種を「観光産業」、「ヘルスケア産業」に特定しているファンドが組成されている点は注目に値する(図表20)。

なお、東京以外の地域での対面による相談受付に関する要望に応えるために、2013年10月には大阪オフィスが開設された。同所は機構の関西地区を中心とした西日本の相談・案件受付拠点であるとともに、子会社の関西地区にお

58 機構はノウハウを有する専門家を派遣することができる

59 「ものづくり」についてはM&Aも考えている



(図表20) ファンドの設立状況

投資事業有限責任組合の名称	種類	組成総額 (億円)	対象地域、事業等	設立 時期	投資決 定件数
やまぐち事業維新ファンド	事業再生	30	山口県	2013.9	
関西広域中小企業再生ファンド	事業再生	33	関西地域	2013.12	
わかやま地域活性化	地域活性化	10	和歌山県およびその近隣地域の観光産業	2014.1	
北海道オールスターワン	事業再生	30	北海道	2014.3	
観光活性化マザーファンド(注)	地域活性化	13	全国、観光産業	2014.4	
しがぎん成長戦略ファンド	地域活性化	5	滋賀県	2014.4	
青函活性化	地域活性化	2	道南地域	2014.5	1
トリプルアクセル成長支援ファンド	地域活性化	10	山口、広島、福岡県	2014.5	
地域ヘルスケア産業支援ファンド	地域活性化	23.5	全国、ヘルスケア産業	2014.9	2
計		156.5			3

(出所) 地域経済活性化支援機構HP

(注) 投資決定件数は2014年10月3日現在の実績

ける広域型中小企業事業再生ファンド運営の拠点としての機能も兼ねている。

2014年度に入ってからからの主な動きについてみると、5月に観光を軸とした地域活性化モデルの構築に向けて、観光庁との連携を強化し、地域の自立的・継続的な取組を促進し、地域経済および社会の活性化を図るため、同庁と包括的連携協定を締結した<sup>60</sup>。さらに、同月に機構の根拠法が改正され、新規に「特定組合出資

業務」と「特定支援業務」が追加された。加えて「特定専門家派遣業務」は機能強化が図られ、「特定信託引受」については使いやすい制度に改正された<sup>61</sup> (図表21)。特に、「特定組合出資業務」については、機構がLPとして出資を行うことにより、民間のリスクマネーの供給が促されるものと期待されている。また新聞報道によれば、わが国の「ものづくり」の基盤を維持・強化するために地域経済の核となる中

(図表21) 地域経済活性化支援法の主な改正点

新規/改正	業務	内容	補足説明等
新規	特定組合出資	事業再生・地域経済活性化ファンドに対するLP出資機能を追加	民間資金の呼び水としてLP出資を行えるように改正
新規	特定支援	経営者保証の付された貸付債権等の買取業務を追加	「経営者保証に関するガイドライン」の適用開始を受け、経営者の再チャレンジを支援
改正	特定専門家派遣	専門家派遣先の範囲を新たに機構が関与するファンド等の投資先事業者に拡大	従前は金融機関・ファンド等に限定
改正	特定信託引受	リース債権、求償権等を対象債権に追加。また、参加を希望する金融機関だけで信託が可能となった	従前は全金融機関の合意が必要

(出所) 図表20に同じ

60 前述の通り「観光産業」を投資対象とするファンドが既に2つ組成されている

61 平成26年10月14日施行

堅・中小製造業を対象としたファンドを組成し、劣後ローン、優先株引受、人材派遣等により成長段階から成熟段階の層の経営改善を支援しようというプランも検討されている模様<sup>62</sup>。

#### (株式会社産業革新機構)<sup>63</sup>

株式会社産業革新機構は、「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」<sup>64</sup>（以下、「産活法」という）に基づき2009年7月に設立された。2014年3月末の資本金は3,000.1億円で、官民の出資内訳は、政府出資2,860億円、民間出資140.1億円となっている。また、政府保証枠1.8兆円を有しており、投資能力は2兆円を上回っている。運営期間は15年と設定されており、比較的中長期のリスクマネーを供与する。ちなみに1件あたりの支援期間は、平均的な民間のベンチャーキャピタルよりも長い5～7年を想定している。

機構は、「オープンイノベーション」を通じて次世代の国富を担う産業を創出することを基本理念としている。「オープンイノベーション」とは、企業等が自前主義にこだわることなく、技術やアイデアを組織や分野の枠を超えて社外と共有し組み替えることにより、イノベーションを実現し新たな付加価値を創出することで、こうした考え方にに基づき、革新性を有する事業に対して「中長期の産業資本」を提供すると同時に、取締役派遣などを通じた経営参加型支援を実践し企業価値の向上を全面的に支援している。

投資の対象事業については、法令により社会的意義や革新性とともな収益性が求められる。投資の決定は社内に設置される「産業革新委員会」において行い、基本的には対象会社の株式を取得し、当該企業と一体となって企業価値を向上させ、一定期間後に保有株式を売却して投資資金の回収を行う。なお、投資後のモニタリング体制については、投資担当チームとは独立に、公認会計士などの専門的知識・経験を有する人材によって構成される「モニタリングチーム」が、投資のすべての案件について月次で客観的な財務・会計情報等に基づき定時モニタリングを行っている。さらに、機構の社長以下すべての経営幹部が参加する「モニタリング委員会」を原則月次で開催し全案件の情報を共有し、状況把握・課題発掘に努めている。

ちなみに2012年度までの累計実績についてみると、支援決定件数は41件、投資実行37件で、支援決定額は6,296億円、実投資額は3,703億円に達している（**図表22**）。そして2013年度については38件について合計1,700億円の投資を実行した<sup>65</sup>。また、設立以来初めてとなるイグジットも3件実行している。特に、大型事業再編の株式会社ジャパンディスプレイについては東証1部に上場したことは記憶に新しい。

中小企業、特にベンチャー企業に対する投資についてみると、2012年度以降積極的に取組んでいる。具体的な動きとしては「戦略投資グループ」、「アーリー投資プログラム」の設置が挙げられる。加えて投資実行後のサポート強化

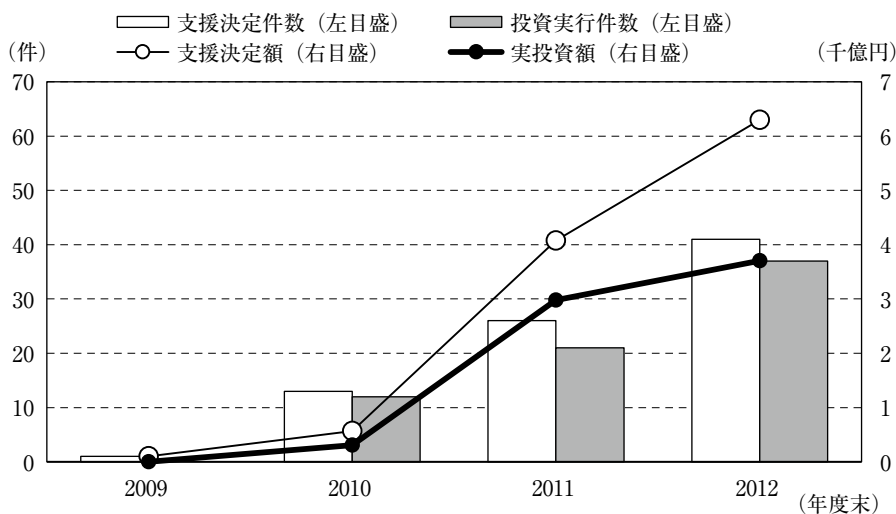
62 2014.6.18日本経済新聞朝刊参照

63 経済産業省（2013）「産業革新機構について」、同省（2014）「平成24年度産業革新機構の業務の実績評価について」、同機構HP等参照

64 2014年1月に新たに機構の根拠法となる「産業競争力強化法」が施行され、「産活法」は廃止となった

65 前期までに決定した15件+当期中に決定した27件のうち23件（同機構「事業報告」参照）

(図表22) 産業革新機構の実績推移 (年度末累計)



(出所) 経済産業省「平成24年度産業革新機構の業務の実績評価について」

を図るための専業部署として「ポスト・インベストメントグループ」も設置された。

「戦略投資グループ」は、2012年6月にベンチャー投資を担う専業部門として新設された。同グループは社長CEO直結の組織で、通常の投資案件を扱う既存の「投資事業グループ」と並列に位置づけられている。これによりベンチャー投資案件の発掘を促進していく体制が整備された。そして、同グループは独立系ベンチャーキャピタルの代表者級の人材のなかからITやバイオ関連に詳しいキャピタリスト<sup>66</sup>を順次採用するなどマンパワーの面でも機能の強化を進めており<sup>67</sup>、ベンチャー投資に積極的に取り組んでいこうとする機構の強い意欲が感じられる。こうしたハード、ソフト両面での改革が投資件数の増加に繋がっており、2012年度に機構が支援決定を行った15案件のうち9件をベンチャー企業が占めるに至った。さらに、2013年

度は機構の直接投資によるハンズオン投資に加えて、新たに機構と投資哲学を共有する3つの民間ベンチャーキャピタルファンドへの戦略的LP投資を実施した。

「アーリー投資プログラム」は、ベンチャー企業への投資を加速させるため、一定の金額以下の支援案件については機構内での意思決定プロセスの簡略化を図るもので、2013年1月に閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」に基づきベンチャー企業等や先端技術の事業化のためのリスクマネー供給として1,040億円の予算が投じられたことを受けて設けられた<sup>68</sup>。これにより、ベンチャー企業へのリスクマネーの供給が機動的に行われる体制が構築された。その後同年3月までに3件がこのプログラムの適用を受けて支援決定がなされた。なお、「産業競争力強化法」の施行に伴い、出資総額10億円以下のベンチャー企業等に対

66 ベンチャー企業に投資を行うべく資金を集めファンドの運営責任を担う

67 VEC (2014)『2013年度ベンチャービジネスに関する年次報告』PI-57参照

68 平成24年度補正予算

する支援決定については、「産業革新委員会」における決定や政府への意見照会が省略され<sup>69</sup>、投資の迅速化が図られている。

「ポスト・インベストメントグループ」は、機構の各チームが投資した後に業務を引き継いで、投資実行後の企業価値向上及び投資決定時の投資方針からの軌道修正を行う等の投資実行後の業務を行うための専業部署として2012年6月に設置された。具体的な業務としては、経営陣の支援、事業拡大支援、経営管理体制の確立支援、リストラクチャリング支援、イグジット支援がある。今後ベンチャー企業や中小企業に対する投資が増加すると予想されることから、投資後のサポートが重要となってくることは必定であり同グループの果たす役割は大きいといえる。なお、こうした体制整備によりモニタリング体制の一層の強化が図られた。具体的には、「モニタリング委員会」等による月次のモニタリングに加えて、投資先の主要課題について、社長以下経営幹部、「モニタリングチーム」、各「投資担当チーム（投資事業グループ、戦略投資グループ、ポスト・インベストメントグループ）」等で構成される「個別検討委員会」で議論を行いながら、投資先の企業価値の向上に努める体制となった。

#### （クールジャパン機構（株式会社海外需要開拓支援機構））<sup>70</sup>

クールジャパン機構は、「株式会社海外需要開拓支援機構法」に基づき2013年11月に設立

された。コンテンツ・観光などを含めた「日本文化」というソフト面の競争力強化に力点が置かれており他のファンドとは趣を異にしている。存続期間は概ね20年程度を想定しており2014年3月末の資本金は385億円で官民の出資内訳は、政府出資300億円、民間出資85億円となっている。

同機構は、日本の生活文化のなかで育まれた「日本の魅力」（クールジャパン）を事業化し、海外需要の獲得（アウトバウンド）及び日本国内への海外需要の取り込み（インバウンド）につなげるために、「メディア・コンテンツ」、「食・サービス」、「ファッション・ライフスタイル」をはじめ様々な分野でリスクマネーの供給を中核とした支援を行い、将来的には民間部門だけで継続的に事業展開ができるような基盤を整備することを事業の目的としている<sup>71</sup>。また、特定の業種・業界や系列の壁を超えた横断的な連携によるプロジェクトの組成を積極的に主導することにより、日本ブランド全体としての「発信力の向上」に努めるとしている。

同機構の支援基準は、民業補完を原則とし、「支援の対象となる対象事業活動が満たすべき基準」（投資基準）と「機構が努めるべき事項」の2項目から構成されている。投資の決定は社内に設置する「海外需要開拓委員会」が行う。投資の対象となる事業については、「プラットフォーム整備型事業」、「サプライチェーン整備型事業」、「地域企業等支援型事業」を主軸に出資を中心とした各種支援を実施する（図表23）。

69 支援前の「主務大臣等への意見照会」が支援決定後の「事後報告」となった

70 経済産業省（2013）「クールジャパン機構の活動の基本方針」、同機構HP等参照

71 上記の3業種以外にも「観光・インバウンド」「インターネット」「サプライチェーン」「インフラ」など切り口の違う全ての業種エリアに密接に関わる分野については、投資対象として検討する

(図表23) 投資対象事業の軸 (3類型)

事業類型	内容
プラットフォーム整備型	海外進出企業の各バリューチェーン上における課題を解決し、企業の海外展開を成功に導くとともに、確固としたブランドを確立して市場での地位を獲得するために、商品・サービスの継続的な展開拠点となるプラットフォームの整備を支援する
サプライチェーン整備型	日本から対象となる国や地域へ展開するための流通のボトルネック解消のためのサプライチェーンの整備を支援し、企業が海外展開を継続的に成功させることができるように、中長期的な競争力強化のためのコスト効率性や商品品質の確保を実現する
地域企業等支援型	プラットフォームとサプライチェーンも活用しつつ、地域企業や中小企業の幅広い連携による海外展開を支援する

(出所) クールジャパン機構HP

ちなみに投資対象国(地域)については限定されていないが、市場規模・市場ポテンシャルが大きい国(地域)における事業を重点的に支援する方針であり、具体的には、アジア地域(東南アジア、中国・台湾等東アジア、南アジア)等やブランド戦略の観点から重要な欧米市場、中東市場等が想定される。そして今後5年間で1,500億円を投資する事業計画を固めている<sup>72</sup>。

また、機構は案件実行のための関連機関とのネットワークの強化に力を入れている。具体的には、2014年3月に海外展開に取り組む事業者を支援するために、「独立行政法人日本貿易振興機構」、「一般社団法人放送コンテンツ海外展

開促進機構」の2機関と業務連携に関する覚書を締結した。続いて2014年9月には、2020年の東京オリンピック・パラリンピックに向けて、今後増加が期待できる外国人観光客の誘致、及び世界的に人気が高い日本の魅力ある商材・サービスに関する事業分野の海外展開や国際競争力の向上に向け協力して取り組むために「日本政府観光局」と業務連携に関する覚書を締結した。

参考までにこれまでの事業実績についてみると、2014年9月末時点で4件の出資を決定している。概要は以下の通りである(図表24)。

(図表24) 投資決定案件の概要

概要(検討内容)	業種(セグメント)	対象国	機構出資額(億円)
Tokyo Otaku Modeが運営する、日本のポップカルチャーをFacebook上で発信するメディア事業、関連グッズのEC事業	メディア・コンテンツ	世界	最大 15
ベトナムでのコールドチェーン整備に向けた高性能な冷凍冷蔵倉庫の建設・運営	食・サービス	ベトナム	7.4
マレーシアにある既存の百貨店を、世界初の全館クールジャパンをコンセプトにした商業施設に再構築	ファッション・ライフスタイル	マレーシア	最大 9.7
中華人民共和国(寧波市)にて進行中の大規模な複合都市開発プロジェクトにおいて、商業施設出店	ファッション・ライフスタイル	中国	最大 110

(出所) 図表23に同じ

72 2014.4.9日本経済新聞夕刊参照

(その他)

参考までに上記4機構以外の5つの官民ファンドの概要については以下の通りである(図表25)。このなかでは、株式会社農林漁業成長産業化支援機構と株式会社日本政策投資銀行の

競争力強化ファンドの実績が際立っている。前者の実績が伸びていること背景には、競争力のある「攻めの農林水産業」を展開すべく「6次産業化」<sup>73</sup>に積極的に取組もうとする動きが活発化している影響が大きいように思われる。

(図表25) その他の官民ファンドの概要

	設立・設置時期等	出資総額等(億円)	概要等	根拠法	所管
(株)農林漁業成長産業化支援機構	2013.1	318 うち政府300 うち民間18  政府保証枠 350	○農林漁業の特性を踏まえて投資期間は最長15年とし、中長期的な観点に立って6次産業化の取組を支援(「6次産業化・地産地消法」認定取得先) ○業務の範囲は出資、資本金劣後ローン、間接出資、指導等 ○ファンドの出資は原則50% ○存続期限2033.3 ○累計実績…出資決定41件、支援決定額333億円	(株)農林漁業成長産業化支援機構法	農林水産省
官民イノベーションプログラム	部会設置決定 2013.3	1,000  全額政府	○実用化に向けた官民共同の研究開発を推進することとされ4大学に1,000億円出資…東京大学437、京都大学272、大阪大学166、東北大学125 ○文部科学省は国立大学法人評価委員会に「官民イノベーションプログラム部会」を設置 ○出資を受けた大学では、外部有識者の参画を得て、共同研究推進グループを立ち上げるなど、専門性を備えた体制を整備中 ○国立大学法人法を改正するなどして、国立大学によるベンチャー支援ファンド等への出資を可能とする	国立大学法人法	文部科学省
耐震・環境不動産形成促進事業	基金設置 2013.3	350  全額政府	○一般社団法人環境不動産普及促進機構に基金(耐震・環境不動産支援基金)設置 ○出資金350億円(国土交通省300、環境省50) ○老朽・低未利用不動産について、国が民間投資の呼び水となるリスクマネーを供給することにより、民間の資金やノウハウを活用して、耐震・環境性能を有する良質な不動産の形成(改修・建替え・開発事業)を促進し、地域の再生・活性化に資するまちづくり及び地球温暖化対策を推進 ○民間事業者(ファンド・マネージャー)がGPとなり、機構とともに投資事業有限責任組合スキームを活用 ○累計実績…支援決定1件、支援決定額3億円	なし (耐震・環境不動産支援基金に基づく事業)	国土交通省 環境省
(株)日本政策投資銀行における競争力強化ファンド	事業開始 2013.3	1,500 うち政府1,000 うち同社500  (独自の取組)	○2012年11月に社内に「競争力強化に関する研究会」立ち上げ ○2013年1月に研究会の中間報告を受けて「競争力強化ファンド」の立ち上げと「大手町イノベーション・ハブ」の開設を決定 ○前者はメザニン・ローン、優先株等のリスクマネーの供給、後者は企業間連携等を推進するための場の提供が目的 ○ファンドの存続期間は10年程度、金額規模は最終的には3,000億円程度を想定 ○累計実績…支援決定5件、支援決定額864億円	なし	財務省
(株)民間資金等活用事業推進機構	2013.10	200 うち政府100 うち民間100  政府保証枠 3,000	○独立採算型等のPFI事業(運営権付与方式を含む)に対するリスクマネーを拠出(優先株の取得(出資)、劣後債の取得(融資))、官民双方に対するプロジェクト形成支援することで、わが国における独立採算型等のPFI事業の推進を図る ○民間株主のうち50社が全国の地域金融機関 ○累計実績…支援決定1件	民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律	内閣府 PFI推進室

(出所) 内閣官房(2014.6)「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告(第1回)、各関係機関のHP情報等に基づき筆者作成  
(注) 2013年度までの情報により作成

73 2010年12月に「地域資源を活用した農林漁業者等による新事業の創出等及び地域の農林水産物の利用促進に関する法律」(6次産業化・地産地消法)が公布された

## 2. 中小企業とファンド関連市場の動向

本章では中小企業の資金調達構造の特徴を確認した後に、中小企業に対する投資ウエイトの高いベンチャーキャピタルの投資動向および「組合型」ファンド関連業界の動向や最近の法改正等の影響について確認を行う。そして中小企業を投資対象とするファンド市場の課題について考えてみたい。

### (1) 中小企業の資金調達構造

中小企業の資金調達に占める「借入金」<sup>74</sup>と「自己資本」の年度末の総資産に占める比率の推移についてみると、1980年代は「借入金」が49%「自己資本」が13%を占めており、「自己資本」に対する「借入金」の倍率は3.9倍となっていた（図表26）。1990年代についてみると、「借入金」が55%、「自己資本」が12%となり、「借

入金」のウエイトが上昇し「自己資本」のウエイトは低下したことから、同倍率は4.6倍となった。2000年代以降については、「借入金」が47%、「自己資本」が23%となり、「自己資本」のウエイトが上昇し「借入金」のウエイトは低下したことから、同倍率は低下したが、依然として中小企業は「自己資本」の2倍の「借入金」を抱えている。一方、大企業について同倍率の推移をみると、1980年代は2.0倍、1990年代は1.4倍、2000年代以降は0.7倍と低下が続いており、「自己資本」による調達が「借入金」を上回る状況となっている。

期間を通じてみると中小企業の「自己資本」比率の改善は進んだものの、資金調達の約半分は「借入金」に依存している状況に大きな変化はない。また、「社債」による調達比率は上昇してきたとはいえ未だに1%未満であり、中小企業は依然として「借入金」、つまり間接金

(図表26) 資金調達構造の推移

		総資産に占める比率（年度末平均）					借入金 自己資本 (倍)
		自己資本	借入金	社債	支手・買掛金	その他の負債	
中小企業	1980年代 (1980～1989)	12.6%	48.8%	0.0%	24.7%	13.9%	3.9
	1990年代 (1990～1999)	12.1%	55.3%	0.1%	17.2%	15.3%	4.6
	2000年度以降 (2000～2012)	23.3%	46.7%	0.7%	13.1%	16.1%	2.0
大企業	1980年代 (1980～1989)	19.3%	38.4%	5.3%	19.9%	17.0%	2.0
	1990年代 (1990～1999)	24.8%	34.6%	7.7%	15.0%	17.9%	1.4
	2000年度以降 (2000～2012)	36.5%	25.1%	6.0%	12.9%	19.4%	0.7

(資料) 財務省「法人企業統計調査」(年次調査)

(注1) 金融・保険業を除く、中小企業は資本金1億円未満、大企業は1億円以上とした

(注2) 総資産=資産+割引手形

74 長期借入金+短期借入金+割引手形

融型の負債に依存した調達構造が続いていることがわかる。これに対して大企業は「自己資本」による調達が主力となってきており、また「社債」による調達も安定的に5～7%台を占めており調達の多様化が図られている。このように中小企業と大企業は対照的な調達構造となっている。

中小企業の調達構造の改善を図るためには、地道に経営改善を進め収益力を高め借入金負担を減らしていくことが重要であることは間違いないが、ファンドからのエクティ資金を調達することで、調達方法の多様化、資金繰りの安定化を図ることも一つの改善策と考えられる。

## (2) ベンチャーキャピタルの動向

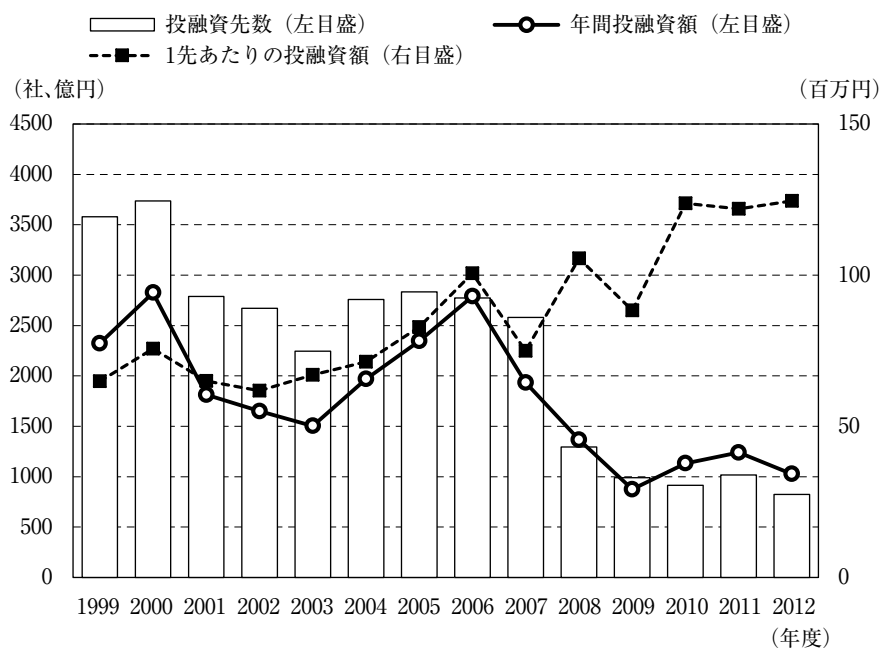
前掲の金融庁「ファンドモニタリング調査」によれば、ベンチャーキャピタルファンドの運用財産額は6,000億円程度で、わが国の投資フ

ンド全体の0.3%に過ぎない（図表11）。ただ、その投資対象の約2/3は未公開株式であり、中小企業に対する投資の一翼を担っているとみられる（図表12）。そこでここでは、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（以下、「VEC」という）が毎年発刊している『ベンチャービジネスに関する年次報告』に基づき、ベンチャーキャピタルの投資動向についてみてみるとともに、米国と比較を行うことでその違いを確認してみたい。

### (投資動向)

まず、ベンチャーキャピタル等によるベンチャー企業への投資動向についてみると、2012年度は投融資先824社、投資額1,026億円、1社当たりの平均投資額は125百万円となった（図表27）。2000年度以降2012年度までの推移についてみると、投融資先数は2004、2005、

(図表27) ベンチャーキャピタル等投資の動向



(出所) 図表9に同じ (PI-1に基づき筆者作成)



2011年度を除き減少が続いた結果、この間に1/4以下となった。年間投融資額は概ね3年サイクルで増減を繰り返し、この間に約1/3に減少した。とりわけ先数・投融資額ともに2007年度から2009年度までの落ち込みが目につく。ただ、1先あたりの投融資額については漸増傾向にある。なお、上記の年次報告では、2012年度の減少要因として、“リーマンショック以降のファンドの組成環境が厳しく資金確保が容易でなかったこと、リーマンショック以前に組成されたファンドを原資とする投資は2011年度までにほぼ実行されてしまったこと、ベンチャー投資を行うベンチャーキャピタル等の数の減少等が挙げられる”と指摘している。

参考までに2008年から2012年までの日米の

ベンチャーキャピタル投資の動向を比較してみると、わが国の年間の投融資件数は米国の20～30%程度、投融資額は4～5%程度にとどまっており、特に投融資額の格差が目立つ。また1先当たりの投資規模は米国の14～22%程度となっている。そして2012年度末の投融資残高は米国の8%に満たない水準となっている(図表28)。

#### (ファンドの組成状況)

ベンチャーキャピタルファンドの組成状況についてみると、2012年度は26件、ファンド総額は1,036億円となった(図表29)。件数・金額ともに2011年度を下回ったものの、2009、2010年度を底に回復基調にあるとみられる。

(図表28) 日米のベンチャーキャピタル投資先数、投資額の推移

	投融資先数・件数(件)			年間投融資額(億円)			1先あたりの投融資額(億円)			投融資残高(億円)		
	日本	米国	日本 米国	日本	米国	日本 米国	日本	米国	日本 米国	日本	米国	日本 米国
2008	1,294	4,165	31.1%	1,366	30,917	4.4%	1.1	7.4	14.2%			
2009	991	3,139	31.6%	875	19,094	4.6%	0.9	6.1	14.5%			
2010	915	3,626	25.2%	1,132	20,434	5.5%	1.2	5.6	22.0%			
2011	1,017	3,946	25.8%	1,240	23,512	5.3%	1.2	6.0	20.5%			
2012	824	3,723	22.1%	1,026	21,307	4.8%	1.2	5.7	21.8%	12,310	159,760	7.7%

(出所) 図表9に同じ(PI-1、I-33、II-1等に基づき筆者作成)

(注1) 日本は年度、米国は暦年

(注2) 米国の投資額については各暦年平均の東京市場スポット相場(17時時点)で換算

(注3) 投融資先数については、日本は投融資先社数、米国は投資件数

(図表29) 日米のベンチャーキャピタルファンドの組成件数およびファンド総額

	ファンド組成数(件)			ファンド総額(億円)			1ファンドあたり平均(億円)		
	日本	米国	日本 米国	日本	米国	日本 米国	日本	米国	日本 米国
2008	23	215	10.7%	848	26,470	3.2%	36.9	123.1	29.9%
2009	15	162	9.3%	474	15,163	3.1%	31.6	93.6	33.8%
2010	13	175	7.4%	525	11,840	4.4%	40.4	67.7	59.7%
2011	31	188	16.5%	1,197	15,382	7.8%	38.6	81.8	47.2%
2012	26	183	14.2%	1,036	16,040	6.5%	39.8	87.6	45.5%

(出所) 図表9に同じ(PI-7、I-37に基づき筆者作成)

(注) 期間、換算レート、件数の考え方は図表28に同じ、ファンド総額については出資約束額(コミットメント金額)

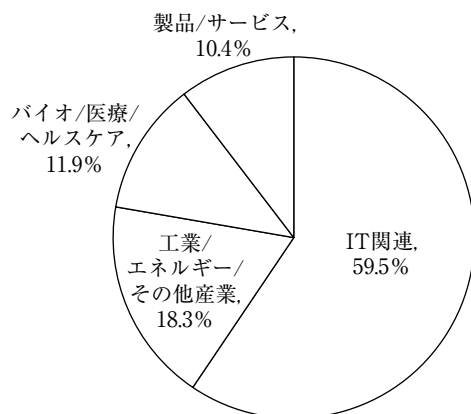
参考までに日米の年間のファンド組成状況を比較してみると、わが国の組成件数は米国の10～16%程度、ファンド総額（出資約束額）は3～7%程度、1ファンドあたりの平均総額は30～60%程度となっている。

わが国のGDPが米国の30%程度であることを勘案すると、経済規模からみたファンドの投資額、組成額（出資約束額）は両者ともに米国と比べると相対的にみてかなり小さいことがわかる（図表28、29）。

### （業種別）

2012年度の投融資額を業種別にみると、「IT関連分野」が59.5%と過半数を占めている（図表30）。次いで「工業/エネルギー/その他産業」18.3%、「バイオ/医療/ヘルスケア」11.9%、「製品/サービス」10.4%の順となっている。一方、2012年（暦年）の米国の状況をみると、業種別では「ソフトウェア」が31.1%、「バイオテクノロジー」15.4%、「工業/エネルギー」10.5%の順となっている（図表31）。

（図表30）わが国の業種別投融資金額ウエイト（2012年度）



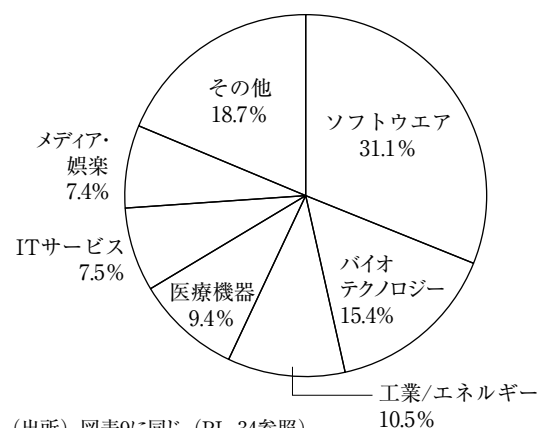
（出所）図表9に同じ（PI-2参照）

### （ステージ別）

2012年度の投資額をステージ別にみると「アーリー」が35.3%と最も多く、次いで「エクспанション」26.4%、「シード」22.5%、「レーター」15.7%の順となっている（図表32）。一方、2012年（暦年）の米国の状況をみると、「エクспанション」が35.2%と最も多く、次いで「レーター」32.6%、「アーリー」29.6%、「シード」2.6%となっている。

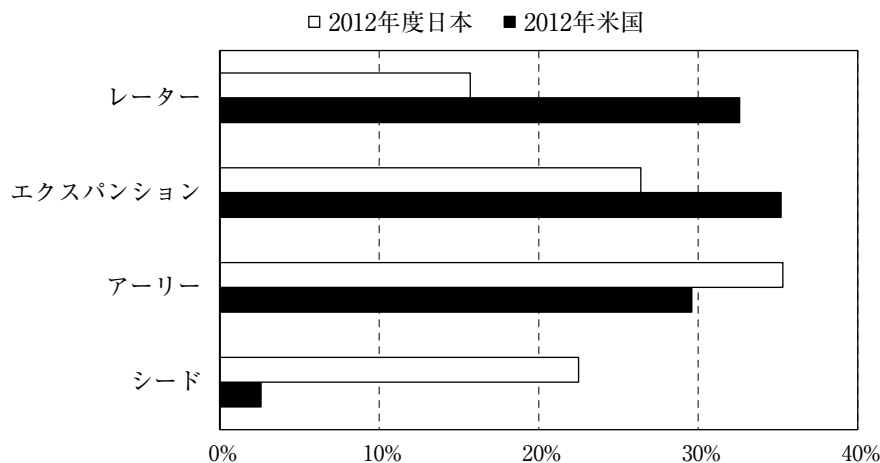
日米両国を比較すると、わが国は企業の立ち上がり初期のステージの企業に対する投資ウエイトが相対的に高く、逆に米国は発展期以降のステージの企業に対する投資ウエイトが高い。この結果は両国の投資規模の違いと関連が大きいように思われる。すなわち、わが国では投資のロットが小さいことから比較的小規模な段階で株式公開を優先させるが、米国は投資ロットが大きいことから、投資先がある程度成長するまで支援した後に株式公開を行うのが一般的な投資行動となっている。

（図表31）米国の業種別投資金額ウエイト（2012年）



（出所）図表9に同じ（PI-34参照）  
（注）その他は5%未満の業種の累計

(図表32) 企業ステージ別投資額分布の推移



(出所) 図表9に同じ (PI-2、I-35参照)

### (イグジット件数の動向)

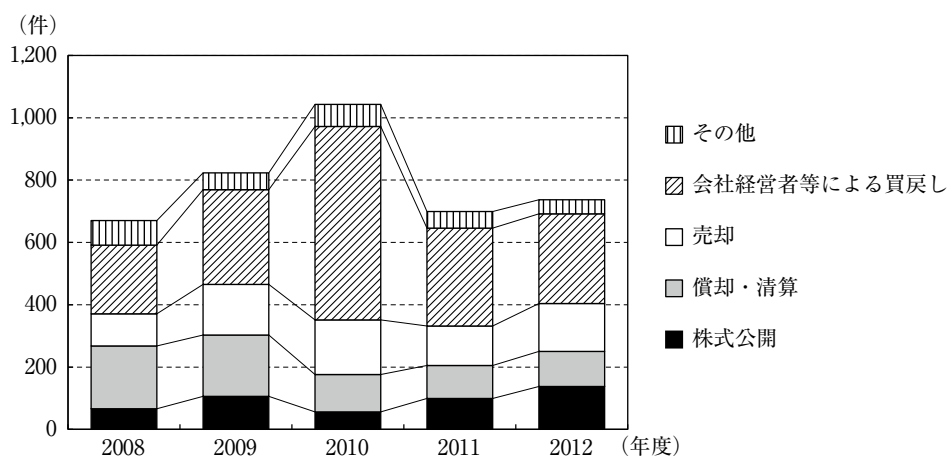
過去5年間の最終的投資回収（イグジット）件数の推移についてみると、2008年度から2010年度にかけて増加した（図表33）。内訳をみると、リーマンショックの影響などから株式市況が低迷したことを受けて「株式公開」が伸び悩み、「会社経営者等による買戻し」が増加した影響が大きいとみられる。なお、イグジットの形態別にみると、「株式公開」が最も多かったのは2012年度であるがそのウエイトは2割弱と低く、5年間を通じていずれの年度もその

過半数は「償却・清算」または「会社経営者による買戻し」によるクローズとなっている（図表34）。

参考までに米国の状況を見ると、M&Aによる回収件数がIPOを大幅に上回る状況が続いている（図表35）。直近の2012年の実績をみると、M&AはIPOの9倍超となっている。このように米国においては未公開株式の売買が活発に行われており、投資の回収方法として定着していることが確認できる<sup>75</sup>。

75 1991～2000年（10年間）の米国のイグジットの状況を見ると、33%がAcquired、14%がWent/Going Publicで、半数以上はStill Private or Unknown、Known Failedとなっている（NVCA YEARBOOK 2014参照）

(図表33) ベンチャーキャピタル支援企業のイグジット件数の推移



(出所) 図表9に同じ (PI-10参照)

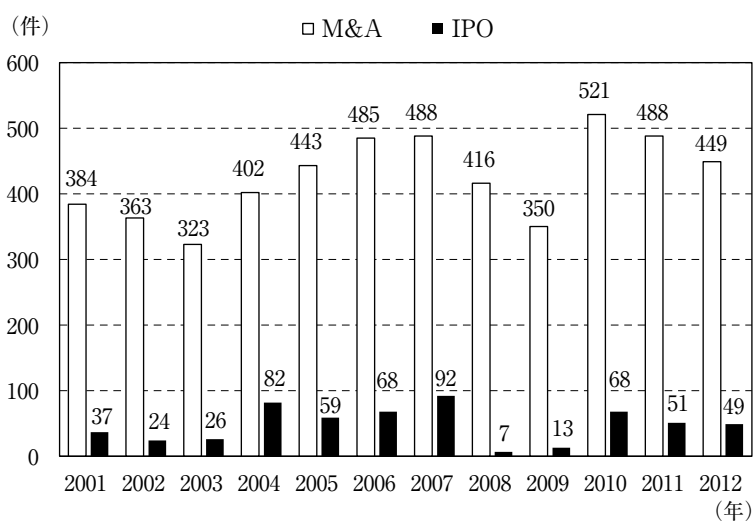
(図表34) ベンチャーキャピタル支援企業のイグジット件数内訳比率の推移

年度	株式公開	売却	償却・清算 (A)	会社経営者等による買戻し (B)	その他	(A) + (B)
2008	9.9%	15.4%	30.1%	32.8%	11.8%	63.0%
2009	12.9%	19.7%	23.9%	36.9%	6.6%	60.9%
2010	5.4%	16.8%	11.5%	59.5%	6.8%	71.0%
2011	14.2%	18.2%	15.2%	44.9%	7.6%	60.1%
2012	18.7%	20.9%	15.2%	39.1%	6.1%	54.3%

(出所) 図表9に同じ (PI-10に基づき筆者作成)

(注) M&Aは売却に含まれる

(図表35) 米国のベンチャーキャピタル支援企業のイグジット件数の推移 (IPO, M&A)



(出所) 図表9に同じ (PI-38に基づき筆者作成)

(小括)

2000年度以降わが国のベンチャーキャピタル投資は伸び悩んでおり年間の投融資額は米国の5%程度、投融資残高は8%程度にとどまっている。ステージ別の投資額にみると2008年度以降は「アーリー」のウエイトが最も高い。イグジット状況についてみると、米国ではM&AによるイグジットがIPOの9倍超を占めており最も有力な回収方法となっているのに対して、わが国はM&Aの件数は少なく日米の格差が大きい点が目立つ。

(3) 金融商品取引法とファンド

既述の通り「証券取引法」が「金融商品取引法」へ改正されたことにより、従来は「金融先物取引法」、「外国証券業者に関する法律」などの個別の法律によって縦割り規制が行われていた業者規制の横断化が図られた。具体的に

は同法2条8項に列挙する行為を「業」として行うものは<sup>76</sup>、「金融商品取引業者」としての登録が義務付けられた。これにより従来の証券会社、金融先物取引業者、商品投資販売業者、信託受益権販売業者、投資顧問業者、投資信託委託業者などはすべて「金融商品取引業者」となった。そして「金融商品取引業」はその取扱商品、業務内容によって「第一種金融商品取引業」、「第二種金融商品取引業」、「投資運用業」、「投資助言・代理業」の4種類に分類されることとなった(図表36)。

4種類の「業」のなかでは「第二種金融商品取引業」登録業者が最も多く、中小企業者を投資対象とする組合型のファンドの販売を手掛ける者はこれに含まれる<sup>77</sup>。以下ではまず当該登録業者の「自主規制機関」である「第二種金融商品取引業協会」の概要および活動状況等について紹介したい。

(図表36) 証券業等と金融商品取引業の対応関係

改正前	改正後	補足説明	【参考】2014.8.末現在登録業者数	
証券業 金融先物取引業 抵当証券業 商品投資販売業 信託受益権販売業	金融商品取引業 (登録制)	第一種金融商品取引業	流動性の高い有価証券の 販売・勧誘、顧客資産の 管理など	278
		第二種金融商品取引業	みなし有価証券等流動性 の低い有価証券の販売・ 勧誘など	1,267
		投資運用業	第一種と同様の登録要件	321
		投資助言・代理業	第二種と同様の登録要件	1,001
投資一任契約に係る業務 投資信託委託業 投資法人資産運用業				
投資顧問業				
証券仲介業	金融商品仲介業			

2,045  
\*同一業者が複数の登録を受けている場合があり、合計と内訳は一致しない

(出所) 黒沼悦郎 (2013) 『金融商品取引法入門 <第5版>』日経文庫P49に基づき筆者作成

76「業」として行うとは反復継続して行う予定であれば足り、営利の目的を持って行うことは要件とはなっていない

77「第二種金融商品取引業」登録業者の約半数は不動産会社が占めているとみられる

(第二種金融商品取引業協会の概要等)<sup>78</sup>

「自主規制機関」とは、一定の公益目的を達成するための自主ルールを策定し、自ら執行する私的団体であり、法律の根拠に基づいて設立され、行政の監督を受けつつ自主ルールを策定・執行している。金融商品取引法上は、「認可金融商品取引業協会」<sup>79</sup>と「認定金融商品取引業協会」<sup>80</sup>の2種類の規定を用意しているが、「第二種金融商品取引業協会」は後者に該当する。

まず協会の設立に至る経緯については以下の通りである（図表37）。金融商品取引法施行

前の2007年6月の金融商品取引業協会懇談会において、“集団投資スキームの自己募集及び信託受益権販売業についても「法的規制」と「自主規制」の二重構造が構築されることが望ましく、今後日本証券業協会内でこれらの「自主規制の隙間」について検討を進めていくことが適当である”という提言がなされた。その後日本証券業協会の勉強会での議論、証券取引等監視委員会のファンド販売業者に対する検査結果の公表などを経て、2010年11月に同協会が設立された。

(図表37) 第二種金融商品取引業協会設立の経緯及びその後の主な動き

西暦	月	主な動き、検討の状況	議論の内容等
2007	6	金融商品取引業協会懇談会「金融商品取引業協会のあり方について」（中間論点整理）公表	法的規制と自主規制の二重構造が構築されることが望ましいことから、今後日本証券業協会内で「自主規制の隙間」について検討を進めていくことが適当
2007	9	金融商品取引法施行	
2010	3	日本証券業協会「第二種金融商品取引業の自主規制に向けて」（論点整理）公表	金融商品取引法上の自主規制が存在していない、いわゆるファンドの自己募集及び信託受益権販売業を中心に自己規制を行う自主規制機関を設立する 設立当初は、自主規制の体制整備が進んでいる業者を中心に運営を開始し、段階的に幅広くカバーする
2010	10	証券取引等監視委員会「ファンド販売業者に対する検査結果について」公表	35の検査実施先のうち25先において法令違反等の事実が認められ、法令遵守の徹底が求められる
2010	11	第二種金融商品取引業協会設立	
2011	6	金融商品取引法上の認定協会としての認定取得	
2013	7	協会内に「投資型クラウド・ファンディングに関する検討会合」設置	
2013	12	金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」公表	当局による規制・監督のみならず自主規制機関による適切な自主規制機能の発揮を組み合わせることが重要であり、自主規制機関への加入促進を図るための規制の整備を行うことが適当
2014	2	「投資型クラウド・ファンディングに関する検討会合」報告書公表	投資家への情報提供の一層の充実、自主規制規則の整備、投資型クラウドファンディング市場の普及促進等に積極的に取組む
2014	5	金融商品取引法等の一部を改正する法律が成立、公布	協会加入を促す手当（登録拒否事由、業務管理体制整備）が盛り込まれた

(出所) 同協会資料に基づき筆者作成

78 一般社団法人第二種金融商品取引業協会HP参照

79 同法上の認可法人の形態をとる。日本証券業協会がこれに該当する

80 内閣総理大臣が認定する。同協会の他に、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会がある

同協会は、正会員の行う第二種金融商品取引業を公正かつ円滑にし、並びに第二種金融商品取引業の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的として設立された一般社団法人であり、正会員に対して様々なサポートを実施している。(予定を含む) 主な取組みとしては、研修制度の実施、金融庁等との意見交換、情報発信、行政当局等への要望の取りまとめ、投資型クラウドファンディング<sup>81</sup>に対する自主規制規則等の整備などである。

なお、同協会は設立後日も浅いこともあり、正会員数は35社(登録金融機関3行を含む、2014年8月25日現在)と加入率は3%弱に留まっており、適切な自主規制機能を発揮するためには、加入率の向上が望まれる状況にある。こうしたことから2013年の金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」において、“自主規制機関への加入促進を図るための規制の整備を行うことが適当である”という提言がなされた。こうした議論も踏まえて2014年5月に成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律」では、「第一種金融商品取引業」及び「投資運用業」と同様に、自主規制機関への加入を行っていない第二種金融商品取引業者(同法29条の4)及び登録金融機関(同法33条の5)については、協会規則に準じた社内規制の作成及び社内規則遵守の体制整備が義務付けられることとなった。これにより同協会への加入が促進され、業界の健全な発展に寄与するものと期待される。なお、同法の改正については中小

企業に対するファンド投資に影響を与えるものも含まれておりこれについては後述することとしたい。

#### (適格機関投資家等特例業務を巡る動き)

ところで「金融商品取引法」ではファンドの出資者に1名以上の「適格機関投資家」<sup>82</sup>を含み、同者以外の一般投資家が49名以下である場合には、ファンドの募集・運用業務は「適格機関投資家等特例業務」と定義され、同法の登録を受ける必要はなく金融庁に届出をすれば営業が可能で、登録の場合と比べると書面交付義務や適合性の原則の適用がない等販売勧誘規制が大幅に緩和されている。こうしたこともあり同特例業務届出者は2014年8月末時点で2,951社に上っており<sup>83</sup>、全登録業者数の約1.5倍に達している。そして前掲の「ファンドモニタリング調査」によれば、「適格機関投資家等特例業務」届出者が扱うファンド(所謂「プロ向けファンド」)は、2013年度末時点で集団投資スキーム全体の運用本数の52%、運用財産額の64%を占めており、「組成型」ファンドの主流を占めている。

この「プロ向けファンド」を悪用した詐欺的な投資勧誘が行われ、知識・経験が乏しい一般投資家が被害を受ける事件が増加していることから<sup>84</sup>、金融庁は、報告命令に応じない、届出書提出義務違反、連絡がとれない等の「問題があると認められた届出業者リスト」を同庁のホームページ上に開示し注意喚起を行っている。ちなみに2014年9月26日時点では届出者

81 後述の「関連法等改正の影響」参照

82 金融機関と有価証券残高が10億円以上の法人・個人で届出を行った者。いわゆるプロ

83 問題があると認められた業者(約600社)を除く

84 2012年度には独立行政法人国民生活センターに1,518件の相談が寄せられ、3年前の2009年度の約10倍になった

の約2割の609先が問題ありと認められた業者となっている。また、届出者以外にも無登録で金融商品取引業を行う者の名称等についても開示を行っている。さらに、2014年5月に同庁は「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令」を公表した<sup>85</sup>。改正案の内容は、プロ向けファンドの販売先を「適格機関投資家」と「一定の投資判断能力を有すると見込まれる者」<sup>86</sup>に限定する、というもので、これにより一般投資家の保護の強化を図る意向である。ただ、ベンチャーキャピタルファンドを組成する関係者などの反対もあり同庁は8月1日に予定していた施行を見送った<sup>87</sup>。その後2014年10月に金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」が設置され、「プロ向けファンド」を含めた投資運用等を巡る制度等に関する検

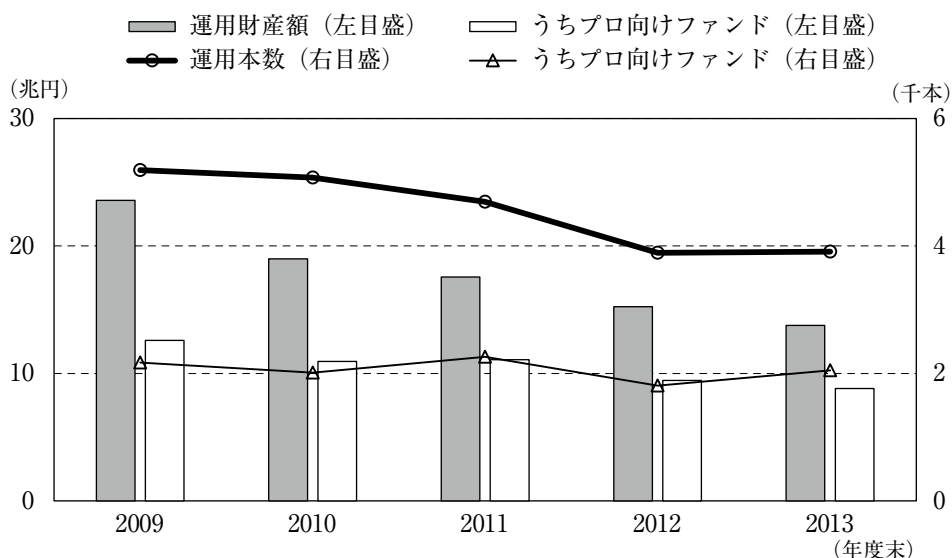
討が開始された。

こうしたなか近年「プロ向けファンド」の市場規模は縮小してきているが、それ以上に全体の集団投資スキーム型のファンド市場は縮小している（図表38）。市場拡大のためには、投資家保護を含めた市場の信頼性の確保が急がれる状況にある。

#### (4) 関連法等改正の影響

前述の通り2014年5月に「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が公布された<sup>88</sup>。これは、家計の金融資産を成長マネーに振り向けるための施策をはじめとする「日本の金融・資本市場の総合的な魅力の向上策」を整備し、成長戦略を金融面から加速・強化することを目的とするものであり、概要は以下の通りである

(図表38) 集団投資スキーム型ファンドの運用本数、運用財産額の推移



(出所) 図表10に同じ

85 「適格機関投資家等特例業務」についてはこれまでも法改正により順次規制が強化されてきたが、調査対象事項の拡充、届出事項の追加等既存の枠組内の改正にとどまっていた

86 個人の場合は投資性資金を1億円以上保有しており、かつ証券口座開設後1年を経過

87 2014.8.1、2014.9.8の日本経済新聞朝刊参照

88 ただし法律の施行は公布の日（2014.5.30）から1年以内の政令の定める日とされている



(図表39)。ここではこれらの主要改正項目のなかで今後中小企業の資金調達に大きな影響を与えると思われる「投資型クラウドファンディングの利用促進」についてみてみることにする。

「クラウドファンディング」とは、現時点で定まった定義があるものではないが、一般に、「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組み」を指すものと言われている<sup>89</sup>。これらは、資金提供者に対するリターンの形態により「寄付型」、「購入型」、「投資型」に大別される。そして「投資型」のクラウドファンディングについては、「株式形態」のもの、「ファンド形態」(集団投資スキーム型)のものがある<sup>90</sup>。前者は株式の勧誘に該当し、第一種金融商品取引業の登録が必要となり、後者はファンドの勧誘に該当し、第二種金融商品

取引業の登録が必要となる。なお、非上場株式の勧誘については日本証券業協会の自主規制規則で原則禁止されている。

「投資型クラウドファンディングの利用促進」については、2012年4月に米国で「Jumpstart Our Business Startups Act (通称JOBS法)」が成立し、かつては事実上困難であった投資型クラウドファンディングによる資金調達の道が開かれたことから、わが国においても制度整備の検討が進められてきていた。今回の改正の内容についてみると、「市場参入要件の緩和」と「投資家保護のためのルールの整備」がセットで組み込まれている。

まず「市場参入要件の緩和」については、一言でいえば「少額」の投資勧誘のみを行う業者について規制を緩和する特則を設けるというもので、具体的には、兼業規制を課さないこと

(図表39) 金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要

	主要項目	補足説明	中小企業 関連
市場の 活性化	投資型クラウドファンディングの利用促進	参入要件の緩和 投資家保護のためのルールの整備	◎
	新たな非上場株式の取引制度	インサイダー取引規制、開示義務等の負担を大幅に軽減	○
	金融商品取引業者の事業年度規制の見直し	外国証券会社の過重な事務負担軽減	
	新規上場に伴う負担の軽減	「内部統制報告書」については上場後3年間は監査免除を選択可能(ただし、社会・経済的影響力の大きな新規上場企業は免除の対象外)	○
	上場企業の資金調達の円滑化等	大量保有報告制度の適用対象から「自己株式」を除外	
市場の 信頼性 確保	ファンド販売業者に対する規制の見直し	自主規制機関への加入促進、ファンド販売に関する規定の整備、国内拠点設置等の義務付け	△
	金融指標に係る規制の導入	TIBOR等「特定金融指標算出者」に対する規制	
	電子化された株券等の没収手続の整備	電子化された株式等「無体財産」の没収に係る手続き規定を整備	

(出所) 金融庁(2014)「金融商品取引法等の一部を改正する法律に係る説明資料」に基づき筆者作成

(注) ◎…影響が大きい、○…影響有、△…相応に影響有、とみられる項目

89 金融審議会(2013)「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」参照

90 「ファンド形態」については匿名組合方式を採用するスキームがほとんどを占めていると思われる

(図表40) 投資型クラウドファンディングにかかる法律等改正の概要

	株式形態 (第一種金融商品取引業者)		ファンド形態 (第二種金融商品取引業者)	
	現行	改正後	現行	改正後
兼業規制	有	なし(注1)	なし	なし
最低資本金	5,000万円	1,000万円(注1)	1,000万円	500万円(注1)
非上場株式の勧誘		解禁(注2)		

(出所) 金融庁(2014)「金融商品取引法等の一部を改正する法律に係る説明資料」参照

(注1)「少額」の投資勧誘のみを行う業者の場合

(注2)「少額」のクラウドファンディングに限る

とするとともに、登録に必要な最低資本金が引き下げられる予定である(図表40)。また、日本証券業協会の自主規制規則も緩和され、少額のクラウドファンディングに限り非上場株式の勧誘が解禁されることとなる。なお、「少額」の判断基準については政令に委任されているが、発行価額総額1億円未満、1人あたり投資額50万円以下という水準が想定されている。そして、「最低資本金」の基準については、第一種金融商品取引業者は1,000万円、第二種金融商品取引業者は500万円に引き下げられる予定である。

次に「投資家保護のためのルールの整備」については、「業務管理体制の整備」条項が新設され、金融商品取引業者は、内閣府令で定める業務管理体制の整備が新たに求められることになる。具体的にはクラウドファンディングが詐欺的な行為に悪用されることがないように、業者に対しては、「ネットを通じた適切な情報提供」や「ベンチャー企業の事業内容のチェック」が義務付けられる予定である。

なお、既に説明した通り第二種金融商品取引業者の自主規制機関への加入を促すための改

正については、「ファンド販売業者に対する規制の見直し」のなかに盛り込まれており、協会加入者の増加に伴い市場・業界の信頼性が高まっていくとみられる。

このように関連法等の改正により、投資型クラウドファンディング市場が拡大し、インターネットを通じて家計の金融資産が成長産業に供給される流れが定着することで、中小企業者の資金調達の選択肢が広がることが期待される。

#### (5) ファンド関連業界の実態

「適格機関投資家等特例業務」届出者については「PEファンド」を運営する業者以外にも多数の届出者が存在する<sup>91</sup>。しかし、全業者を網羅した詳細なデータはないことから「組合理」のファンド業界全体についての分析は難しい。ここでは調査対象を中小企業を主たる投資対象とする「PEファンド」に絞り、業界の現状、調達・運用の状況、投資先となる中小企業のファンドに対する印象等について取りまとめ、定性的な要素から現場の実態に迫ってみることとした<sup>92</sup>。

インタビュー先はWMパートナーズ株式会

91 届出者数はプロ向けファンドの運用本数を上回っている

92 取材日、取材協力先は末尾に記載

社、ベーシック・キャピタル・マネジメント株式会社、株式会社ジャフコの3社で、各社の概要については以下の通りである（図表41）。

なお、インタビュー結果を集計する際にはいろいろな切り口が考えられるが、ここでは、「業界全般」、「調達」、「運用」、「人材」、「その他」の5つのカテゴリーに分けてまとめることとした（図表42）。

3社のコメントのなかの主な意見についてみると、「業界全般」では、「適格機関投資家等特例業務」届出者が多いことがわかる。「調達」については、資金調達は機関投資家に依存していること、「運用」については、ファンドについてより理解を深めてもらう必要があり、業界として中小企業に対するアナウンス不足であること、そのためからか中小企業に円滑に出資を行うためには、信頼できる仲介者の存在が重要となってくること、投資先の経営陣、従業員とのコミュニケーションに留意していることなどを挙げている。また、「人材」については、

OJTによる育成に力を入れるとともに他社や外部人材との連携強化に留意していること、わが国においては人材の流動性が低く大企業等他社の人材を活用することが難しいこと、などのコメントが得られた。

## (6) 市場拡大に向けての課題

既にみてきたようにわが国の中小企業を投資対象とするファンドの市場規模は大きいとは言えず、このところ伸び悩んでいる（図表27～29、38）。また、資金調達の安定性についてみると、調達は機関投資家に依存しているために調達額は資金の出し手の業績に左右される。市場拡大に向けては、①投資家からファンドに安定的かつ十分な資金が供給されて多種多様なファンドが組成され、②中小企業者が目的に応じてファンドを積極的に活用する、という仕組みが構築されることが望まれる。上記①についてはファンドを組成・運用し、販売する側（「適格機関投資家等特例業務」届出者を含む）の、

(図表41) 取材協力先3社の概要

インタビュー先	概要
WMパートナーズ(株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○2013年1月設立</li> <li>○2002年に日本アジア投資(株)の一部門として発足し、2003年に国内初となるセカンダリーファンド（注…*）設立</li> <li>○ミドルマーケット向け投資ファンドとして未上場株式等への投資、投資事業有限責任組合の組成・運営管理業務、アドバイザリー業務を手掛ける</li> </ul>
ベーシック・キャピタル・マネジメント(株)	<ul style="list-style-type: none"> <li>○2002年11月設立（みずほ証券100%出資）</li> <li>○バイアウトファンドの投資助言業務に特化、ハンズオンを重視</li> <li>○投資対象先は中小規模が中心（コア層…年商30～50億円）</li> </ul>
(株)ジャフコ	<ul style="list-style-type: none"> <li>○1973年4月設立</li> <li>○1982年4月わが国で初めて投資事業組合を設立</li> <li>○2001年1月東証1部上場</li> <li>○インキュベーション投資からベンチャー・中堅企業投資、バイアウト投資まで様々な成長ステージや規模の企業への投資を行っており、投資先上場企業も945社を数える</li> <li>○累計実績…ファンド数100超、出資総額約8,900億円超、出資者約1,100社（2014.3.末現在）</li> </ul>

(出所) 各社HP等に基づき筆者作成

(注) \*…未公開株式、ファンド出資持分などを保有する投資家から資産を引受け、流動性とPEポートフォリオの運営を支援する。

(図表 42) PE関連業者に対するインタビュー結果

カテゴリー	コメント	情報入手先
業界全般	未上場企業に投資するファンド業者の大部分が「適格機関投資家等特例業務」届出者で、第二種金融商品取引業者、投資運用業者は少ない。	(株)ジャフコ
調達	PEファンドは流動性が乏しいことから長期資金を運用する機関投資家からの調達に依存している。	WMパートナーズ(株)
	PEファンドの出資先は適格機関投資家（主に金融機関）が中心。	ベーシック・キャピタル・マネジメント(株)
運用	成長を指向し、成長後のイグジットのイメージが描ける企業が投資の対象となる。現状維持を指向している企業は投資対象になりにくい。	(株)ジャフコ
	投資対象として魅力のある先はファンド同士で取り合いとなる。	(株)ジャフコ
	投資先とのリレーションシップを重視。	WMパートナーズ(株)
	ハンズオンを重視し、投資先の「企業価値」を高める。	ベーシック・キャピタル・マネジメント(株)
	利益を計上している会社は、現場に優秀な人材がいるので、権限移譲などにより組織力を高めていく提案が有効と思う。	ベーシック・キャピタル・マネジメント(株)
	セカンダリーファンドの場合は、既存のステークホルダーに替わって投資先会社に存在する制約を解消し、成長機会を実現することが必要となってくる。	WMパートナーズ(株)
	IPOはコスト負担が大きいのでそれ自体を最終目標とはしない。IPOの後に大企業が当該株式を買収すれば結果はM&Aと変わらない。	ベーシック・キャピタル・マネジメント(株)
	中小企業のファンド活用が進まない原因の一つには業界のアナウンス不足もあるように思う。	WMパートナーズ(株)
	ファンドという仕組みは中小企業にとって馴染みがなく、警戒心を持つのは当然だと思う。従って、円滑に出資を受けてもらうためには投資先が信頼できる仲介者の存在が不可欠。	ベーシック・キャピタル・マネジメント(株)
	中小企業のファンド活用が進まないのは、株式を保有されることについての抵抗感が大きいからではないかと思う。	ベーシック・キャピタル・マネジメント(株)
	投資先の従業員に「乗っ取り屋」と思われないように気をつけている。	ベーシック・キャピタル・マネジメント(株)
	人材	人材育成はOJTの積み重ね。当社は新卒を採用し、マンツーマンで鍛える。
人材育成はOJTの積み重ね。当社職員は親会社からの出向者であるが、ローテーションという考え方はなく、在籍期間は長い。		ベーシック・キャピタル・マネジメント(株)
当社はいろいろな業界に人脈・ネットワークを持っているアドバイザー等との連携を強化している。		WMパートナーズ(株)
金融機関をはじめとする大企業は多くの優秀な人材を抱えているが、社内規定等により兼業が禁止されていることからその人材の持っている経験、ノウハウ、スキルをベンチャービジネスのサポートに活用できない状況にある。この点改善が望まれる。		WMパートナーズ(株)
その他	法制面については、投資事業有限責任組合法、会社法（種類株式の改正）、金融商品取引法の影響が大きい。	(株)ジャフコ
	外部との連携については、証券会社、監査法人、地域金融機関との連携を強化している。	(株)ジャフコ

②についてはファンドから資金調達を行う中小企業側の目標と考えられる。以下ではそれぞれについてインタビュー結果なども参考にしながら目標達成のためにネックとなっている要因について考えてみたい。

最初に①についてファンドを取り巻く「外部環境」とファンド自身の「内部環境」の両面に分けて考えてみたい。

「外部環境」についてみると、2000年代に入り従来規制が講じられていなかった組合契約や

匿名組合契約を利用した各種のファンド等の新しい投資商品が販売されるようになる一方、無登録者等によるファンドが詐欺的な勧誘の手段として悪用されるような事例が散見されるようになってきた。金融商品取引法の施行により各種のファンドに対しても法規制が講じられた後も「適格機関投資家等特例業務」の届出を行った業者のなかには一般投資家への不適切な勧誘を行うものがあり、一般投資家が被害を受ける事例が発生し、プロ向けファンドに限らず

ファンド全体に対するイメージの悪化に繋がっている。なお、一言で「ファンド」と称しても、「組成・運用」と「販売」という二つの側面があるが、上記については「販売」面の問題が、「組成・運用」面についてのイメージも悪化させているように感じる。こうした要因がファンドの組成・資金調達を阻害しているものとみられる（図表43）。しかし、被害を抑え込むために徒に規制を強化すれば、調達ルートが狭まり独立系ベンチャーキャピタルファンドの新たな組成・発展が妨げられるなどの問題が生じる。このように規制緩和による「リスクマネーの供給」拡大と「投資家保護」というともすれば矛盾する2つの命題の調整を図っていくことが求められている。

また、中小企業のM&A市場の規模が小さいことから、投資の回収実績はIPO市況に左右されている。特にベンチャーキャピタルファンドについては市況の影響が大きいことから<sup>93</sup>、回収方法の多様化が進まない点もファンドの組成を妨げる要因のひとつとなっている。

一方「内部環境」についてみると、安定かつ十分な資金調達を行うためには畢竟各々のファンドが組成・運用面で自身の魅力を高めていくしかないであろう。そのためにはまず、ファンドの財産を調達・運用する「金融のプロ」と投資先企業の企業価値を高める「経営のプロ」の育成・強化を図っていく必要があるが、現状は米国などに比べると専門のプロが少なく、人材の流動化もあまり進んでいないようである。このようなマンパワーの力不足がファンドによる資金調達にはマイナス要因となっている。

また、各々のファンド関連業者間の連携が不十分なことも、業界内の課題解決を遅らせ、市場の魅力を損なう要因のひとつになっているとみられる。前掲の「ファンド事例研究会報告書」においても、“ファンドの類型が異なると、ほとんど互いに接触がなく、横の連携が上手く取れていないことが明らかになった。ファンドの共通課題の抽出等がスムーズに進んでいないのが現状である”と、ファンド間の連携の欠如を指摘している。ファンド関連業者間で情報の共有化、人材の流動化が進めば個々のファンドのパワーアップにも繋がることから連携強化のメリットは大きく、市場の整備を進めていくためにこうした点の改善も重要になってくると思われる。

次に②については、一言でいえば、まず中小企業がファンドについての正しい知識や情報を身に着ける必要がある、ということに尽きるのではないだろうか（図表43）。現状は中小企業経営者がファンドの機能や目的を必ずしも正しく理解していないという印象が否めない。かつてファンドは敵対的買収のために活用されるという悪いイメージがあった。さすがに今日ではこうした偏見は薄れてきているものと思われるが、中小企業経営者は一般的にオーナーを兼ねており経営に関与されることに抵抗を感じることから、ファンドに対して良くないイメージを持っている場合が少なくない。そしてファンドを画一的なものとして、その投資対象や戦略に違いがあることを理解している経営者は少ないように思われる。こうした要因がファンドの利用を敬遠してしまうことに繋がっているように

93 図表33参照

思われる。かりにファンド側からアプローチがあった場合でも、良くない先入観がある場合は円滑なコミュニケーションは成立しないであろう。

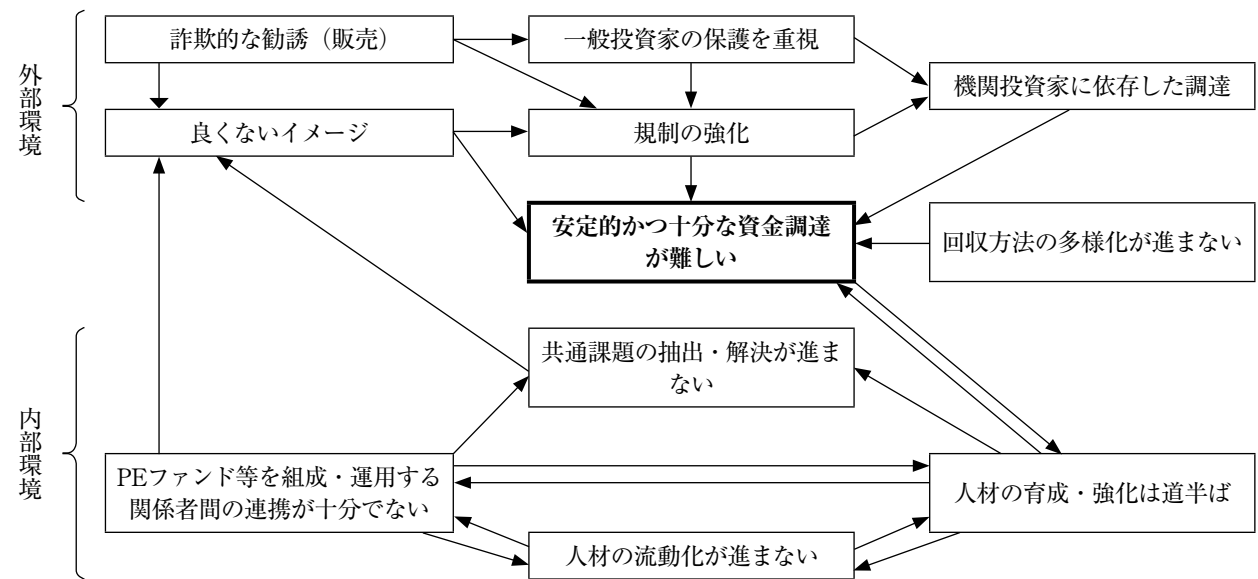
中小企業の「理解不足」による誤ったイメージや先入観を解消していくためには、業界担当者の意見通り、まずはファンドを組成する側が自らの投資哲学、投資対象・戦略を明らかにし、実績等を開示するなどにより投資対象先の不安を取り除いていくことが必要であるが、現状はこうした情報開示を積極的に行っているのは一部の業者に限られているように思われる。一方、中小企業には先入観に囚われることなくファン

ドについての正確な知識・情報を入手する姿勢が求められる。

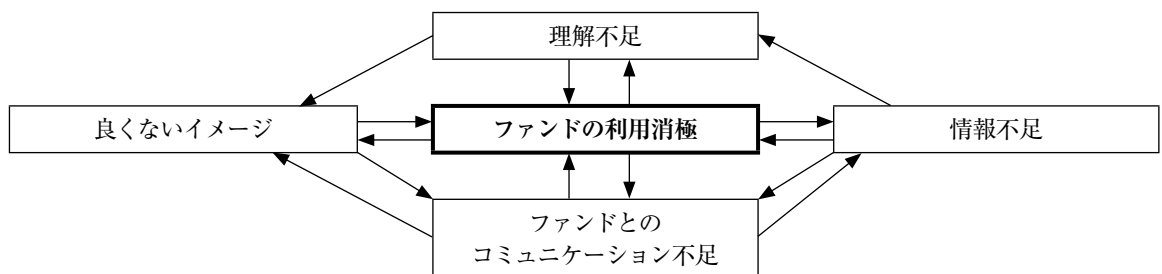
既述の通り「金融商品取引法等の一部を改正する法律」などにより、投資型クラウドファンディングにかかる規制が緩和された。また、同法ではイグジットの多様化などの阻害要因解消に向けての具体的な対応策も一部織り込まれている（図表44）。ただ、「良くないイメージ」の払拭や人材の育成・強化などについては業者自身の地道な自助努力の積み重ねが必要であり時間を要するとみられる。市場拡大に向けてはこれらの課題の改善に向けて腰を据えて取り組んでいく必要があるのは勿論であるが、まずは

(図表43) 市場拡大を妨げる要因 (イメージ)

<ファンド組成側>



<中小企業側>



早めにファンドを通じたりスクマネー供給の実績（ボリューム）を積み重ねていくことが重要になってくる。それは「供給」増は「需要」を生み出し、自ずと関連市場の態勢整備のスピードアップに結び付くとみられるからである。そういう面からも「官民ファンド」による「呼び水」

効果が期待される状況にある<sup>94</sup>。

（おわりに）

本稿ではわが国の投資ファンドの現況、官民ファンドの取組などについて確認した後に、中小企業を投資対象とするファンド関連業界の最

（図表44）ファンド組成側の課題解決に向けた対策例等について

	課題	方向性	関連する課題	対策例	期待される効果等	関連法等
外部環境	回収方法の多様化	IPO手続きの簡素化について検討	新規上場基準が厳しい（負担大）	投資家保護とのバランスを確保しつつ事務負担の経験、開示制度の見直し	IPOによるイグジットが容易になる	新規上場に伴う負担の軽減…（*）
		非上場株式の取引・換金のための枠組みについて検討	IPO環境に左右されない出口戦略の構築	非上場企業の一定の取引ニーズ・換金ニーズに応える場として、流通性を限定した形で設計	IPO以外のイグジットの選択肢が増える	新たな非上場株式の取引制度…（*）
	悪いイメージの払拭	規制の見直しについて検討	法的規制の見直し	投資家の信頼感確保と、ファンドの組成・発展のバランスを考慮した規制内容について検討	ファンドは「詐欺的な勧誘」に用いられるという偏見の解消	「適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令」、金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」が設置され投資運用等を巡る制度等に関する検討開始
内部環境	市場関連業者間の連携強化	情報やノウハウを共有し、業界の発展のために共通する課題の解決のために協力する	悪いイメージの払拭	中小企業経営者等に対する啓蒙活動	ファンドは「敵対的買収」のために活用されるという偏見の解消	
				一般投資家等に対する啓蒙活動	ファンドは「詐欺的な勧誘」に用いられるという偏見の解消	
				健全な市場形成に向けたPEファンド関係業者等の連携の強化	悪徳業者が排除され、健全な業者がシェアアップを図れる	
					行き過ぎた法的規制を回避できることから「ファンド」の組成を阻害しない	
			人材の育成	業界団体、PE関係業者等による研修等について検討	自浄作用のある業界として評価されることで投資家の信頼が得られる	
			人材の流動化	「金融のプロ」、「経営のプロ」などの人材情報を共有化し、その流動化についても検討する	業界全体のマンパワーアップにつながる	
			IPO環境に左右されない出口戦略の構築	情報の取扱に留意しつつ、ファンド間で売買希望先の情報共有	業界全体の人材有効活用に結び付き、ノウハウも拡がっていく	金融、コンサルタント等関連業界との人材の流動化も課題
		IPO以外にM&Aやセカンダリーファンド市場の拡大が見込まれる				

（注）\*…「金融商品取引法等の一部を改正する法律」の主要項目（図表39参照）

94 2013年度までの累計で1.1兆円を上回る民間投資が誘発されている（図表14参照）

近の動向を踏まえて市場拡大のための課題について考えてみた。

既にファンドの仕組みについては法制面、税制面の整備が進んでおり、今後投資型クラウドファンディングや非上場株式取引にかかる規制緩和が図られることで、資金調達環境は改善していくものとみられる。そして足元では「官民ファンド」が中小企業向けの投資にも力を入れていることから、これが「呼び水」となり市場の拡大につながることを期待されている。

中小企業関連のファンド市場の規模は現状大きいとはいえ、残念ながらリスクマネーの

供給主体としての期待に応えるレベルには至っていない。市場拡大に向けては様々な課題があるが、中小企業側からみるとファンドに対する正しい知識や情報を身に着けることが重要である。そのためにはファンドを組成する側が積極的に情報開示を行い、説明責任を果たす必要がある。一方、中小企業側には正確な情報・知識を身に着ける姿勢が求められる。

中小企業がファンドへの理解を深め、資金調達の多様化や企業価値の向上を図るためにファンドを有効に活用することを期待したい。

#### 【取材協力先一覧】

取材日	取材協力先
2014.4.25	一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (VEC)
2014.5.16	独立行政法人中小企業基盤整備機構 ファンド事業部
2014.5.28	WMパートナーズ株式会社
2014.5.29	ベーシック・キャピタル・マネジメント株式会社
2014.6.18	株式会社ジャフコ
2014.9. 2	株式会社地域経済活性化支援機構

#### 【参考文献、資料等】

- あらた監査法人編 (2013) 『ファンド投資のモニタリング手法』中央経済社
- 香月裕爾 (2014) 「クラウドファンディング解禁と金融機関への影響」『金融財政事情』2014.7.21
- 柿沼重志・中西信介 (2013) 「産業競争力強化法案の概要と主な論点」参議院経済産業委員会調査室『経済のプリズム』第120号
- 鎌田純一・柿沼重志・中西信介 (2013) 「日本再興戦略の概要と今後の課題」参議院経済産業委員会調査室『立法と調査』第345号
- 川村雄介 (2014) 「官民ファンドの正しい読み方」『金融財政事情』2014.1.6
- 一般社団法人環境不動産普及促進機構HP (<http://www.re-seed.or.jp/>)
- 金融庁 (2006) 「新しい金融商品取引法制について」-利用者保護と公正・透明な市場の構築に向けて-
- 金融庁、金融審議会、我が国金融業の中長期的な在り方WG (2011) 「日本におけるPEファンドの活用について」
- 金融庁、金融審議会 (2012) 「我が国金融業の中長期的な在り方について (現状と展望)」
- 金融庁、金融審議会 (2013) 「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ報告」
- 金融庁 「ファンドモニタリング調査の集計結果について」(平成22年9月、23年9月、24年9月、25年10月、26年10月)



- 金融庁（2014）「金融商品取引法等の一部を改正する法律に係る説明資料」
- 金融庁、金融審議会：投資運用等に関するワーキング・グループ（2014）「プロ向けファンド」に対する課題
- クールジャパン機構HP（<http://www.cj-fund.co.jp/>）
- 黒沼悦郎（2013）『金融商品取引法入門＜第5版＞』日経文庫
- 経済産業省（2004）「中小企業等投資事業有限責任組合法（中小ベンチャーファンド法）の一部を改正する法律」
- 経済産業省（2005）「経済成長に向けたファンドの役割と発展に関する研究会報告書」
- 経済産業省（2008）「ファンド事例研究会報告書」
- 経済産業省（2013）「株式会社産業革新機構について」
- 経済産業省（2013）「クールジャパン機構の活動の基本方針」
- 経済産業省（2014）「平成24年度産業革新機構の業務の実績評価について」
- 経済産業省HP（<http://www.meti.go.jp/>）
- 国土交通省（2014）「株式会社海外交通・都市開発事業支援機構について」平成26年5月
- 独立行政法人国民生活センター（2013）報道発表資料「投資経験の乏しい者に『プロ向けファンド』を販売する業者にご注意！」2013.12.19
- 財務省「法人企業統計調査」（年次報告）
- 財務省（2013）「官民ファンドの運営に係るガイドラインについて」
- 株式会社産業革新機構HP（<http://www.incj.co.jp/>）
- 株式会社ジャフコHP（<http://www.jafco.co.jp/>）
- 耐震環境不動産形成促進事業HP（<http://www.kankyofudosan.jp/>）
- 一般社団法人第二種金融商品取引業協会（2014）「投資型クラウドファンディングに関する検討会合」報告書
- 一般社団法人第二種金融商品取引業協会HP（<http://www.t2fifa.or.jp/>）
- WMパートナーズ株式会社HP（<http://www.wmpartners.jp/>）
- 株式会社地域経済活性化支援機構「業務実績報告（平成26年4月25日）」
- 株式会社地域経済活性化支援機構「平成25年度の業務の実施状況評価について（平成26年9月）」
- 株式会社地域経済活性化支援機構HP（<http://www.revic.co.jp/>）
- 独立行政法人中小企業基盤整備機構（2014）「中小企業再生ファンド組成実績（平成26年3月）」
- 独立行政法人中小企業基盤整備機構HP（<http://www.smrj.go.jp/fund/index.html>）
- 辻本了章（2004）「プライベート・エクイティーその実態と投資の展望―」公益社団法人日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』2004年8月
- 一般社団法人投資信託協会（2012改正）「投資信託等の運用に関する規制」
- 一般社団法人投資信託協会（2012改正）「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規制」
- 内閣官房（2013）「官民ファンドアドバイザー委員会の設置について」
- 内閣官房（2013）「官民ファンドアドバイザー委員会」第1回～4回議事次第・資料
- 内閣官房（2013、2014）「官民ファンドの運営に係るガイドライン」
- 内閣官房（2014）「官民ファンドの運営に係るガイドラインによる検証報告（第1回）」
- 内閣官房HP（<http://www.cas.go.jp/>）
- 二上季代司（2014）「『適格機関投資家等特例業務』の見直しとその背景について」公益財団法人日本証券経済研究所『証研レポート』2014年6月
- 日経ビジネス（2010）『経済・経営用語辞典』
- 日本証券業協会HP（<http://www.jsda.or.jp/>）
- 株式会社日本政策投資銀行HP（<http://www.dbj.jp/>）
- 一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会HP（<http://www.japanpea.jp/about/>）
- 株式会社農林漁業成長産業化支援機構HP（<http://www.a-five-j.co.jp/>）
- 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2014）『2013年度ベンチャービジネスに関する年次報告書』
- 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2014）「VECベンチャーニュース（平成26年第1号、第2号）」
- 松尾順介（2014）「投資型クラウドファンディングとリスクマネー供給」公益財団法人日本証券経済研究所『証研レポート』2014年2月
- 松田修一（2014）『ベンチャー企業＜第4版＞』日経文庫
- みずほリサーチ（2013.3）「官民連携によるファンド」
- 光定洋介・白木信一郎（2014）『投資ファンドのすべて』一般社団法人金融財政事情研究会

- 株式会社民間資金等活用事業推進機構HP  
(<http://www.pfipcj.co.jp/>)
- 文部科学省HP  
([http://www.mext.go.jp/b\\_menu/shingi/kokuritu/007/index.htm](http://www.mext.go.jp/b_menu/shingi/kokuritu/007/index.htm))
- 横山淳 (2014) 「クラウドファンディング、金融指標  
などに関する金商法等改正法、成立」大和総研  
2014年金商法改正関連シリーズ
- 渡辺喜美 (2007) 『金融商品取引法』文春新書
- NATIONAL VENTURE CAPITAL  
ASSOCIATION 『YEARBOOK 2014』