

中小企業に対するEUの資金調達支援策 ～共同体レベルと加盟国レベルでの制度的な取り組みを解説～

公益財団法人 国際金融情報センター ブラッセル事務所長

金子寿太郎



1. はじめに

G20サミットの声明でも近年繰り返し記されているように、中小企業は技術革新をもたらすことなどを通じて経済成長の源泉となっている。このため、中小企業が必要な投資を行う上での資金調達環境を改善することは、世界的に重要な政策課題となっている。

企業が安定的かつ安全に資金調達を行える環境を確保するには、銀行市場と資本市場双方の健全な発展が求められる。しかし、米国等を除く殆どの地域では、規模の小さな企業

にとって、資金調達はまだ銀行を仲介する間接金融が主流であり、資本市場を通じた直接金融はまだ十分に発展していない。

OECDは15年に他の国際機関と共同で「中小企業ファイナンスに関するG20/OECDハイレベル原則」を公表した。若い中小企業は十分な担保を欠いていたりキャッシュフローがマイナスであったりすることを踏まえ、これらの資金調達手段・経路を多様化するための施策を講じるよう各国政府に促している（原則3）。OECDによる最新の年次調査報告書^{（注1）}によれば、世界的金融危機以降、成熟した大企業の資金調達環境が改善している一方で、スタートアップなどの若い企業や零細企業は引き続き資金繰りに窮している。

EUでも、中小企業の資金調達は容易とは言い難い。特に世界的金融危機や欧州債務危機に際し、革新的な技術開発を目指したスタートアップ企業は、銀行による金融仲介機能の低下を通じて、大企業よりも深刻な影響を

目次

1. はじめに
2. EUにおける中小企業の金融環境
3. 共同体レベルでの施策
4. 個別加盟国レベルでの施策
5. 結び

受けた。EUでユニコーン^(注2)が北米やアジアに比べ少ないことは、こうした要因も関係している。こうした状況を受け、EUは欧州投資計画（通称「ユンケルプラン」）^(注3)、COSME^(注4)、Horizon 2020^(注5)といった中小企業向けの資金援助を目的とした基金やプロジェクトを立ち上げた。また、融資や保証のようなリアルマネーによる支援に加え、ベンチャーキャピタル、クラウドファンディングといった資金調達手段を普及させるためのインフラ整備にも力を入れている。後者の施策には、同じく中小企業の育成・強化に取り組んでいる日本にとっても参考になるものがある。

本稿は、このような問題意識に立ち、公的ファンドなどを通じた直接的な中小企業支援ではなく、中小企業の資本市場における資金調達をサポートする施策を考察の主たる対象としている。以下では、まず第2章においてEUにおける中小企業の金融アクセスの現状を整理する。その後、第3章と第4章は、EUの主な中小企業の資金調達支援策につき、資本市場同盟計画等共同体としての対応および個別の加盟国が独自に実施している対応をそれぞれ解説する。最後に、第5章で本稿の主要な結論を述べたい。

■ 2. EUにおける中小企業の金融環境

EUにおいて、中小企業（従業員数250名未

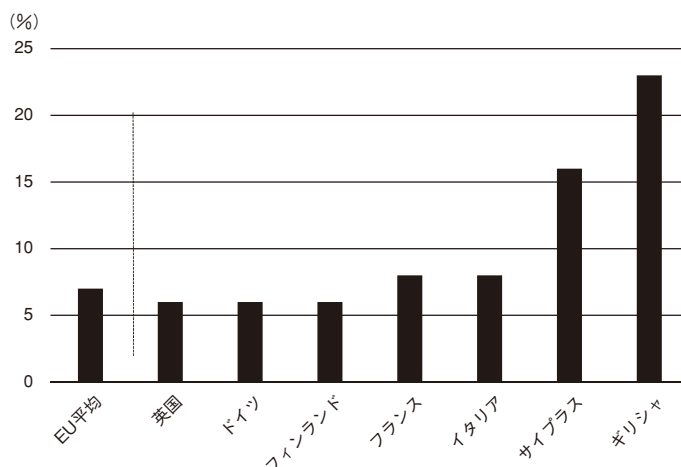
満、売上高5千万ユーロ未満、総資産4千3百万ユーロ未満と定義）は、17年6月末時点で約2千4百万社に上り、金融分野を除く全企業数の99.8%を占めている。このほか、従業員数で同66.6%、付加価値ベースで同56.8%と、EU経済に占める存在感は極めて大きい。

EUでは、資本市場の流動性が小さいほか、株式上場や社債発行にかかるコストの高さなどを背景に、銀行を通じた間接金融への依存度が非常に高い。現在は欧州中央銀行（ECB）の緩和的な金融政策によって、中小企業にとっても借入金利が概ね低く抑えられている。もっとも今後は、金融政策の正常化に伴って、金利が徐々に上昇してくる可能性がある。そうした事態に備えて、中小企業の資金調達手段を多様化し、低コストでかつ安定的な資金繰り環境を整備しておくことが喫緊の要請となっている。

EUでは、域内の中小企業等の状況把握を目的として、欧州委員会とECBがSAFEと呼ばれるサーベイ^(注6)を定期的実施し、その結果をそれぞれ公表している。欧州委員会は電話でのヒアリングや質問状のやり取りを通じて、定性的なデータを中心に毎年収集している。他方、ECBはユーロ圏加盟国に特化してより定量的なデータを半年毎に収集している^(注7)。

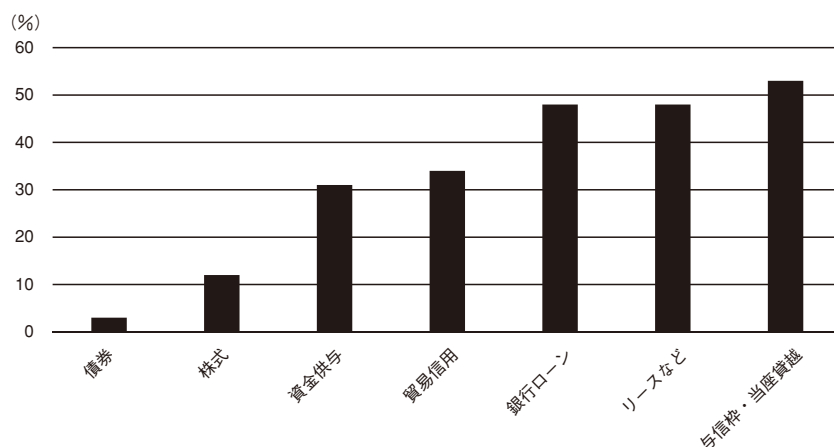
17年11月に欧州委員会が公表したSAFE報告書（調査期間は同9－10月）によれば、EU企業の金融環境が11年以降改善傾向にあ

(図表 1) 「足許の最大の課題」に占める「資金繰り」の割合



(出所) 欧州委員会 (2017年版SAFE報告書)

(図表 2) 資金調達手段 (中小企業全体に占める利用企業の割合)



(出所) 欧州委員会 (2017年版SAFE報告書)

る中で、約 1 割の中小企業にとっては資金繰りが引き続き最も重大な懸案となっている。加盟国別にみると、英国、ドイツ、フィンランドなどではこの割合が 6 %程度に過ぎないのに対し、ギリシャとキプロスではともに同

2 割程度に上っており、金融危機から約 10 年が経過した今でも、域内に大きなバラツキが残っている (図表 1)。

資金繰りの厳しさは、零細企業や創業から間もない企業で特に顕著である (注 8)。中小

企業にとっての主要な資金調達手段はクレジットライン、銀行融資およびリースとなっている。一方、株式と債券により資金を調達している中小企業はそれぞれ全体の12%と3%にとどまっている（図表2）。また、株式と債券のいずれについても、ここ数年利用状況に特段の改善はみられていない。こうした中、EUは、様々な施策を通じて、中小企業の発展段階に応じた資金調達手段の多様化に取り組んでいる。

■ 3. 共同体レベルでの施策

本章では、EUが推し進めている資本市場同盟計画等での中小企業の資金繰り円滑化策を解説する。資本市場同盟は、経済通貨同盟（EMU）の主要な構成要素の一つであり、銀行同盟の最終化や域内財政協調と並んで、EUが特に注力している政策分野である。資本市場同盟計画には、経済成長の促進や雇用の維持・拡大を目的として、インフラ開発支援策等と並び、多くの中小企業向け資金調達支援策が盛り込まれている（注9）。EUでは19年11月に欧州委員会委員の任期が満了する。こうした事情もあって、欧州委員会は、19年末までに資本市場同盟を完成させるべく、必要な立法対応を19年中頃までに完了させる方針である（注10）。

資本市場同盟計画は、15年に初めて全容が示された。17年6月には、同年初旬に実施した中期レビューの結果を踏まえ、計画内容の

拡充や見直しが図られた。当該計画は、50項目近い多様な個別案件から構成されている。このうちの殆どが何らかのかたちで中小企業の資金調達円滑化に資するものである。既に、目論見書の要件緩和（注11）や安全な証券化商品の普及（注12）といった個別案件について、所定の立法対応が実現している。とはいえ、全体として、進捗は遅れ気味である（注13）。18年3月、欧州委員会は閣僚理事会、欧州議会等の関係機関に法案審議の加速を促す政策文書を公表した。

英国のEU離脱（Brexit）は、EU域内から最も大きくかつ洗練された資本市場がなくなることの意味する。ロンドンを欠く中で、EU資本市場の存在感を保つ方法は域内の一体性を高めること以外にない。一方、ロンドンの比較優位を維持しようと英国がEUレベルの資本市場監督機関の創設に後ろ向きだったという状況もなくなる（注14）。その意味で、Brexitは資本市場同盟にとって、損失であるとともに機会でもあると言われている。

以下では、資本市場同盟計画やユンケルプランにおける中小企業支援策の中でも、特に高い効果が期待され、日本にとっても政策的な含意があると思われる①ベンチャーキャピタルの育成、②クラウドファンディングの促進、③私募債の普及、および④企業と投資家のマッチング、について概説する。

(1) ベンチャーキャピタルの育成

カナダ、イスラエル、米国といった域外の

国々と比べて、EUのベンチャーキャピタル市場は不活発である。EUの中でも、英国とフランスの市場規模が相対的に大きい一方、イタリア、スペイン、チェコといった国で市場規模の小ささが目立つ。ベンチャーキャピタル市場が加盟国間で分断されている上、それぞれのファンドの規模が小さい^(注15) ため、将来ユニコーンとなる可能性を秘めたスタートアップ企業の資金ニーズがあっても、これに十分応えることができていない。機関投資家がファンドへの資金提供に慎重になっており、調査や投資判断に長い時間を要していることが一因とされている。この結果、EUのベンチャーキャピタルでは、公的資金の占める割合が米国等の先進国と比べ大幅に高くなっている。

こうした中、欧州委員会は、ベンチャーキャピタルに対する資金増強や複数加盟国を跨った活動の増加を企図して、①ファンドオブファンズの設立、②欧州ベンチャーキャピタル規則の改正、などの対応を進めている。

①は、域内におけるベンチャーキャピタルのファンドとしての規模が小さいことを踏まえ、これに出資する民間投資家を資金的にサポートするものである。欧州委員会と欧州投資基金（EIF）^(注16) のイニシアティブの下、汎EUレベルの大規模なファンドオブファンズ（Pan-European Venture Capital Fund-of-Funds）育成プログラムが進められている。ここでは、ファンドオブファンズの実質的運営が可能な機関投資家に対し、EUが案件毎

に一種の呼び水として最大25%までの資金を補助できる。対象となるファンドオブファンズの要件としては、基金の半分以上をEU域内の企業に投資すること、最低でも5つの加盟国で活動することなどが規定されている。17年1月末まで行われた公募に対して、17先の民間投資家から応募があった。

②は、運用資産額が5億ユーロを超えるベンチャーキャピタルを認可対象に加えるよう、欧州ベンチャーキャピタル（EuVECA）規則を見直すことを主眼としている。当該規則は、ベンチャーキャピタル育成の観点から、AIFMD^(注17) という運用会社全般向けの域内指令よりも緩い要件の下で域内共通市場へのアクセス（単一パスポート）を認めるものである。しかし、EuVECAとしての認可対象を運用資産額5億ユーロ以内のベンチャーキャピタルに限定していた結果、登録事業者数が伸びず、期待されていた効果が十分生じなかった。改正案は、事業者の事務コストを軽減するべく、AIFMDに基づいて資産運用会社として登録されている業者については、EuVECAに則った登録義務を免除してもいい。当該改正案は、17年10月に採択され、18年3月初めに発効した。

（2）クラウドファンディングの促進

クラウドファンディングは、主にインターネットを介して、中小企業等が不特定多数の投資家から比較的少額の資金を集める方法であり、個人投資家とのピアトゥーピアレンデ

イングも含む。最も生き残りが困難なシードステージ^(注18)の企業にとって、ビジネスエンジェルのような個人投資家と同様、特に重要かつ有効な資金調達手段と考えられている。

OECDによれば、世界全体のクラウドファンディング市場の規模は、15年にベンチャーキャピタル市場を超えたとのことである。EUにおいても、クラウドファンディング市場は、絶対水準がまだ低いとはいえ、近年急速に成長している。国別に市場規模をみると、15年の時点で、英国、フランス、ドイツ、オランダの順になっている。なかでも英国は、域内全体のほぼ8割と圧倒的なシェアを占めている。なお、国民一人当たりでは、英国に次いで、エストニアやフィンランドの規模が大きい。

EUでは、クラウドファンディングにかかる基本的なルールや仕組みが加盟国毎に異なるため、域内であってもクロスボーダーの資金募集が難しい。こうした状況に鑑み、欧州委員会は、100万ユーロ以内の投資型もしくは融資型のクラウドファンディング案件を対象として、単一パスポート制度の適用を検討してきた^(注19)。

18年3月、欧州委員会は、新たなEU規則および既存EU指令(MIFID2^(注20))の改正として、欧州証券市場機構(ESMA)の認可を受けた事業者に域内全体でのサービス提供を認める立法提案を公表した^(注21)。ここでは、事業者に通市場へのアクセスを認める

とともに、投資家保護の観点から、ガバナンス、案件の情報開示、リスク管理等に関する要件を定めている。事業者の監督については、ESMAが担うこととしている。クラウドファンディングにはフィンテックとしての側面がある。当該立法提案は、欧州委員会が18年3月に公表したフィンテック行動計画^(注22)の中でも位置付けられている。

(3) 私募債の普及

ある程度成熟した中小企業にとっては、社債の発行も安定的な資金調達手段として重要な選択肢になってくる。米国等と比べ、EUでは私募債の発行を通じた資金調達もまだ浸透していない。現状では、ドイツやフランスが相対的に先進的な制度を有しているものの、両者の枠組みは互いに異なるため、両国を跨っての起債が難しい。例えば、ドイツは発行等の対象を原則として資本金10億ユーロ以上の大企業に限定している一方、フランスの制度では中小企業が主な対象となっている。こうした相違を踏まえ、EUは、資本市場同盟の中で、私募債の発行要件等にかかる域内共通ルールの策定を検討してきた。

欧州委員会は、実態調査での所見に基づき、両制度はそれぞれの国の事情に合わせて概ねうまく機能しているという趣旨の報告書を18年2月に公表した。ここでは、独仏の起債にかかる文書作成負担軽減のための合理化策等を評価している。その上で、各加盟国の私募債市場を必ずしも新たなEUルールに則って

収斂させるのではなく、加盟国が互いの制度の良さを学ぶことにより、自ずと汎EUの私募債市場が育っていくのを側面から促す^(注23)、という方針を示している。もっとも、今後ECBによる債券購入額が減少してくれば、私募債の発行環境に変化が出てくる可能性もある。欧州委員会は近く法的拘束力のない勧告を加盟国向けに発出すると推測されている。

(4) 企業と投資家のマッチング

EUは、ユンケルプランの一環として、中小企業等と投資家を結びつけるためのプラットフォームを運営している。具体的には、再生可能エネルギーといった重要な政策分野において、域内の中小企業と域内外の投資家をマッチングするべく、European Investment Project Portal (EIPP) というインターネット上の場を16年に立ち上げた。欧州委員会の運営する専用ポータルに登録すれば、投資家がデータベースにアクセスし潜在的な有望な案件を検索したり、中小企業が自らのプロジェクトに関する情報を発信したりすることが無料で可能になる。EIPPでの最低必要資金額は、本稿執筆時点で100万ユーロと設定されており、クラウドファンディングよりも規模の大きな調達案件が対象となっている。

■ 4. 個別加盟国レベルでの施策

EUは、補完性の原則や比例性の原則を基

本的な運営理念としており、加盟国では適切に取り扱えない事柄を最低限必要な範囲で担うことになっている。EUは財政協調を含めた域内の統合深化に取り組んでいるものの、各加盟国は財政主権を保持している。この結果、税制を通じたインセンティブ付けなどの政策は、原則として加盟国政府のみが取り得る手段となっている^(注24)。中小企業の資本市場へのアクセス支援としては、英国やイタリアで、個人が中小企業の株式を一定期間以上保有した場合の免税措置が講じられている。英国の制度は「個人貯蓄勘定 (ISA)」、イタリアの制度は「個人貯蓄計画 (PIR)」とそれぞれ呼ばれている。

上述のとおり、ドイツとフランスは、私募債にかかる洗練された制度を運用し、実績を上げている。ドイツでは、公的金融機関が比較的規模の大きな企業を主たる対象として、Schuldscheinと呼ばれる証券を多く発行している。フランスでは、Euro-PPという債券がこれに次ぐ規模で流通している。Euro-PPは、非投資適格級格付の中小企業にも起債を認めている点が特徴である。イタリアも、こうした域内のベストプラクティスを参考にしつつ、ミニボンドと呼ばれる商品を13年に導入したほか、ExtraMOT PROというプログラムの下で文書形式要件の標準化等に取り組んでいる。EUは、私募債にかかる個別加盟国の取り組みについて、ひとまず静観する構えを見せている。

企業と投資家のマッチングに関しては、フ

ランスとベルギーが共同でEuroQuityという中小企業等と投資家のプラットフォームを運営している^(注25)。英国でも、ロンドン証券取引所（LSE）がビジネススクールなどとも連携しつつ、ELITEプログラムというサービスの下、インターネットサイトを通じて、国内外の有望な中小企業等と投資家との関係構築をサポートしている^(注26)。

■ 5. 結び

世界的金融危機から約10年が経過したことに加え、主要国・地域で緩和的な金融政策が継続してきたことから、中小企業の資金調達環境は銀行市場と資本市場のいずれにおいても改善がみられている。もっとも、主要な中央銀行は徐々に金融政策の正常化に着手しつつあるか正常化に向けた検討を本格化させており、世界的に現下の金利水準が今後も続く保証はない。加えて、Brexitにより、EUは域内で最も洗練された資本市場を失う公算が高まっている。このような問題意識から、EUは中小企業の資金調達環境改善に積極的に取り組んでいる。

本稿で紹介した共同体レベルの施策は、資本市場同盟計画における多くの取り組みの中でも、中小企業の資金調達を円滑化する効果が高いと期待されているものである。また、個別加盟国レベルでも、税制面のインセンティブ付けを含め様々な試みがなされており、それらは既に一定の効果をあげている。とり

わけ、フランスやイタリアのように国内の中小企業に占める零細企業の割合が相対的に高い国^(注27)や、イタリアのように多額の不良債権により銀行の貸出余力が限られている国の場合、直接金融を発展させる政策的な要請が強い、という事情もうかがえる。

EUの施策分野の幾つかでは、90年代後半以降金融ビッグバンに取り組んだ日本の方が進んでいるとも思われる。ただ、EUは、綿密な実態調査を行った上で必要性に応じ、健全な投資インセンティブを高めるような種々のコスト削減策の導入を進めている。それと同時に、投資家の保護や金融システムの安定といった異なる要請との兼ね合いにも配慮し、規制等を通じて許容できるリスクの水準調整を可能な限り精緻に行おうとも努めている。こうした姿勢は、成長戦略に取り組む日本にとって、参考にできる部分があるように思われる。

資本市場同盟はあくまでEUという地域共同体における域内市場育成策であるものの、その中には、フィンテックの規制上の取り扱いや持続可能な経済発展を企図したグリーンファイナンスの推進といった今日の国際社会が共有している課題に根差したものが多い。日系金融機関のEU域内での活動に対する直接的な影響に加え、EUのルールが将来の国際標準に及ぼし得る影響も念頭に置きながら、資本市場同盟等の進展を注視していく必要があるだろう。

(注1) 正式名称はFinancing SMEs and Entrepreneurs 2018 : An OECD Scoreboard。

(注2) 市場評価額が10億ドルを超える非上場企業、と一般的に定義されている。

(注3) 正式名称はThe Investment Plan for Europe。現行欧州委員体制が発足した14年に開始。債務危機等から回復し経済成長を推し進めようとするユニケル欧州委員会委員長の肝煎りプログラムであり、域内のインフラ整備等と並んで、中小企業の支援を柱としている。

(注4) 正式名称は EU programme for the Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises。成長期の中小企業を主な対象として、15万ユーロ以上の融資を行うべく14年に開始されたプログラム。欧州委員会による審査を通った企業は、欧州委員会と提携する金融機関に仲介される。欧州委員会は保証を提供することで、それら金融機関を支援している。

(注5) COSMEを補完しつつ、特に技術革新をもたらしうる黎明期の企業への支援を目的として、14年に開始。対象企業の9割は零細企業である。開始後3年間で、210社に対し、研究・開発にかかる90億ユーロの融資を実行した（契約ベースでは250億ユーロ）。

(注6) 正式名称はSurvey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area。

(注7) ECBは、SAFEと別に、18年中を目途として、標準化された手法により定量的なサーベイを導入する予定。こうした新たな試みにより、中小企業金融の改善点がより明確になると期待されている。

(注8) 創業間もない企業の場合、資金不足は2番目に多い倒産事由となっている。

(注9) 加えて、リスクマネーが資本市場に入ることによって、企業の銀行融資に対する依存度が下があれば、不良債権問題を抑制できるという効果も期待されている。この意味で、資本市場同盟と銀行同盟は相互補完関係にある。

(注10) 閣僚理事会および欧州議会での法案採択には相応の時間を要するため、新規の立法提案は18年

5月までに全て実施する予定。

(注11) 中小企業にとって有価証券の募集等を行うにあたり、目論見書の作成負担が公開市場への参入障壁になっていたとの問題意識から、目論見書を義務付ける資金調達額の閾値の引上げなどが図られている。

(注12) 世界的金融危機の教訓から、簡素で透明性が高く標準化されていること（STS）を条件に、資本規制等における要件緩和が図られている。

(注13) 例えば、本稿執筆時点で採択に至っている立法提案は、全12件中3件に過ぎない。

(注14) 欧州委員会は17年9月に欧州証券市場機構（ESMA）の権限強化を含む新たな立法提案を公表した。本稿執筆時点において、当該提案は閣僚理事会と欧州議会における審議が続いている。

(注15) 欧州委員会によれば、ファンドの平均的な規模は7－8千万ユーロと、米国の半分程度に過ぎない。

(注16) 欧州投資銀行、欧州委員会等の出資によって94年に設立。本部はルクセンブルグに所在。

(注17) 正式名称は Alternative Investment Fund Managers Directive。

(注18) 企業の成長段階のうち、会社設立前の準備段階もしくは会社設立直後の段階を指す。

(注19) 他方、寄付型と購入型のクラウドファンディングは、金融サービスには該当しないため、検討の対象外とされた。

(注20) 正式名称はDirective 2014/65/EU on Markets in Financial Instruments。

(注21) 今後、立法化に向け、閣僚理事会および欧州議会で審議に付されることとなる。なお、欧州委員会は、当該立法提案の付属文書として、13－17年の間に4度にわたり実施した市中協議等に基づく影響評価（impact assessment）を公表した。

(注22) 正式名称はFintech Action Plan : For a more competitive and innovative European financial sector。

(注23) 具体的には、域内外のベストプラクティスに関する情報発信や加盟国同士の意見交換の補助、

といったかたちでの関与が挙げられている。

(注24) EUの立法手続き上、税制にかかるルール策定には全加盟国の同意が必要とされるなど、厳しい成立要件が課せられている。

(注25) フランス国内ではBpifrance社、ベルギー国内ではSowalfin社がそれぞれ運営。

(注26) 12年にサービスを開始。LSEの審査に合格した企業への仲介相手には、銀行等の投資家のほか、アドバイザーや共同プロジェクトを通じた貢献が期待できるような他の中小企業も含まれる。LSEは、参加中小企業等に対して、研修プログラムも提供している。

(注27) 欧州委員会の資料によると、16年時点の全企業に占める従業員数10名未満の零細企業の割合は、EU平均が93%であるのに対し、イタリアでは95.1%に上る。なお、フランスでは同95.7%と更に高い。

