

中小企業におけるイノベーションの可能性

－証券化による資金調達の考究

桑木 小恵子・高嶋 博之

Possibility of Innovation Progress in Medium- and Small- sized Enterprises - Investigation of Raising of Funds by Securitization

Saeko Kuwaki · Hiroyuki Takashima

ITEC Working Paper Series

10-07

September 2010

中小企業におけるイノベーションの可能性
－証券化による資金調達の考究
Possibility of Innovation Progress in Medium- and Small-sized
Enterprises
－Investigation of Raising of Funds by Securitization

同志社大学 技術・企業・国際競争力研究センター
ワーキングペーパー

桑木 小恵子

Saeko Kuwaki

同志社大学 技術・企業・国際競争力研究センター (ITEC) 共同研究員

株式会社SAEマネジメント

SAE Management Co., Ltd.

E-mail: kuwaki@doshisha-u.jp

高嶋 博之

Hiroyuki Takashima

株式会社SAEマネジメント

SAE Management Co., Ltd.

E-mail: takashima@sae-mgt.com

キーワード： 中小企業、イノベーション、資金調達、証券化 Medium- and Small-sized Enterprises, Innovation, Raising of Funds, Securitization

本文内容の専門領域： イノベーション、証券化 Innovation, Securitization

著者の専門領域： 中小企業税制、証券化(桑木)、製品開発、組織論(高嶋)

Kuwaki : Tax law of a business for a medium- and small-sized enterprise, Securitization

Takashima : Product development, Organization theory

要旨：

企業が持続的イノベーションを望む場合には、イノベーションが起こりやすい体制の構築と資金手当に関して平行に戦略を考えなくてはならない。

本稿では、中小企業に焦点をあて、イノベーションが起こりやすい組織構築と、資産の信用力に着目した資金調達方法(証券化)の有用性を述べる。

前者については、中小企業は企業内の技術者たちによる共鳴場で醸成された暗黙知をその企業の経営者が抽出し、市場の要求に合致した新技術を市場に送り込む体制を構築しやすく、また、組織構造がコンパクトであることから組織内の技術者たちが市場の情報に容易にアクセスでき、自身の開発にフィードバックしやすい。これら 2 点から、本稿では、中小企業においてイノベーションを生み出すのに最も適した組織構造がそもそも備わっていることを敷衍している。

後者については、企業内に資金が潤沢にある場合には直ちに資本を投下できるが、企業内に資金が不足する場合、資金調達しなくてはならない。この資金調達について、伝統的かつ代表的な方法の問題点から解決の糸口を見出す。

伝統的かつ代表的な方法の問題点とは、資金調達が「企業の信用力」に依存するため、信用力のある中小企業は資金調達に悩むことはないであろうが、企業の信用力が乏しい場合は調達コストが高くなり、またプレミアム料を支払っても資金調達が困難となることである。さらに企業の財政状態が脆弱な場合、金融機関からの借入れも簡単ではないことがあげられる。

このように、中小企業がイノベーションを生み出すのに最も適した組織構造を有していながらも、資金調達の側面では、中小企業は大企業に比べて不利となる要素が多い。

しかし、企業の信用力に依存する資金調達ではなく、企業が所有する「資産の信用力」に着目すれば、企業の信用力による資金調達の能力に差は生じない。この資産の活用による資金調達の方法を「証券化」に焦点を絞ってその有用性を考察している。

謝辞：

本稿を執筆するに当たり、研究会報告で貴重なコメントをいただいた先生方に改めて感謝の意を表す。

中小企業におけるイノベーションの可能性 ―証券化による資金調達の考究

桑木 小恵子 高嶋 博之

1. はじめに

企業が存続していく上で、持続的なイノベーションは欠かせない。内本(2002)も、「イノベーションの実践こそが中小企業の生存能力を高める強力な力である」と、中小企業におけるイノベーションの重要性を示している。企業が持続的イノベーションを望む場合には、イノベーションが起こりやすい体制の構築と資金手当をパラレルに戦略を考えなくてはならない。

本稿では、中小企業に焦点をあて、イノベーションが起こりやすい組織構築と、資産の信用力に着目した資金調達方法(証券化)の有用性を述べる。

2項では、中小企業においてイノベーションが起こっている状況を、中小企業白書(2009)の中から見出すとともに、野中(1996)の提唱する組織的知識創造の一般原理と、山口(2006)のいう共鳴場の組み合わせにより、中小企業の持つ潜在的な強みが明確になることを示す。

中小企業において企業内の技術者たちによる共鳴場で醸成された暗黙知をその企業の経営者が抽出し、市場の要求に合致した新技術を市場に送り込む体制を構築しやすいことと、組織構造がコンパクトであることから組織内の技術者たちが市場の情報に容易にアクセスでき、自身の開発にフィードバックし易い体制であることを挙げる。

次に、中小企業がイノベーションを起こすためには資金手当をしなくてはならない。企業内に資金が潤沢にある場合には、イノベーションのために直ちに資本を投下できるが、企業内に資金が不足する場合は、資金調達が必要となる。そこで3項では、中小企業における資金調達の現状を俯瞰したのち、証券化(WBS)による資金調達を焦点に絞ってその有用性を考察する。

2. イノベーションが起こりやすい組織構築

2-1. はじめに

わが国において世界に名立たる大企業が、それぞれ研究所を構えて常に研究・開発を続けている。革新的と言われる技術の多くはここで生まれ、わが国を技術立国たらしめている。そこには、数少ない大企業が巨費を投じることによりイノベーション⁽¹⁾を起こしている感がある。それに対してわが国で大多数を

占める中小企業(全企業の総数の99.7% 中小企業白書2009)の中から技術は生まれてこないのであろうか。イノベーションは起きていないのであろうか。

筆者は、中小企業においても、大企業にも匹敵するイノベーションを起こす土壌があると考えている。どんな大企業も発祥時は中小企業であった。この中小企業におけるイノベーションの実例を挙げると、現在のソニー株式会社は、1946年に東京通信工業株式会社として、資本金19万円、従業員約20名で創業した。中小企業であった当時、「人のやらないことをやる」というチャレンジ精神のもと、小型トランジスタラジオを生み出し一世を風靡した。創業者の一人である井深大が設立時に起草した「東京通信工業株式会社設立趣意書」の経営方針の抜粋を図1として示す。この経営方針には、井深のもつ理念が強く表れてきている。ここから、中小企業白書(2009)に示された、中小企業のイノベーションの特徴(2-3. 項に後述する)そのものを見出すことができる。

(前略)

一、 経営規模としては、むしろ小なるを望み、大経営企業の大経営なるがために進み得ざる分野に、技術の進路と経営活動を期する

一、 極力製品の選択に努め、技術上の困難はむしろこれを歓迎、量の多少に関せず最も社会的に利用度の高い高級技術製品を対象とす。また、単に電気、機械等の形式的分類は避け、その両者を統合せるがごとき、他社の追随を絶対許さざる境地に独自なる製品化を行う

一、 技術界・業界に多くの知己(ちき)関係と、絶大なる信用を有するわが社の特長を最高度に活用。以(もつ)て大資本に充分匹敵するに足る生産活動、販路の開拓、資材の獲得等を相互扶助的に行う

(後略)

図1. 「東京通信工業株式会社設立趣意書」井深(1946)にある経営方針

2-2. イノベーションの意義

そもそもイノベーションとは何であろうか。国立国語研究所の『『外来語』言い換え提案』によると、イノベーションは「技術革新」「経営革新」「事業革新」「革新」とされている⁽²⁾。米国の経済学者、ジョセフ・シュンペーターが著書『経済発展の理論』(1912)の中で用いて以来、経済学・経営学分野をはじめ社会科学的な用語となり、それが日本に入ってきた。その後、他の分野でも「革新」「刷新」の意味で用いられるようになってきている。シュンペーターは、イノベーションを新しい組み合わせとしての「新結合」という言葉で表現している。新しい財貨(新製品)・新生産方法・新しい販路・供給源(材料)・新しい組織の5

つがその概念であり、この中での組み合わせを変えることがイノベーションなのである。

一橋大学イノベーション研究センターの米倉は、「ウォークマンは、テープレコーダーとヘッドフォンの既存の組み合わせであるが、歩きながらステレオを聞くというとんでもないマーケットを作り出した。」と紹介している。このような新結合が、企業や産業の活性化を牽引する動力源となるのである。

2-3. 中小企業におけるイノベーション

イノベーションの議論においては、ハーバード・ビジネス・スクールの C.クリステンセンや、MIT スローン経営大学院の M.クスマノがこのテーマで多くの研究を行い、書籍を執筆している。日本でも一橋大学の野中郁次郎を筆頭に多くの研究者によって研究が進められている。これらの書籍や著作物を眺めてみると、彼らが発表する研究の題材の殆どは大企業である。そのためか、一般的に世論として出来上がっている「イノベーション」という言葉のイメージは、大企業において先行し、さらに大企業によって牽引されているものという感がある。そして、中小企業のイメージにはそぐわなくなってしまう。しかし、中小企業の中で、果たしてイノベーションは起こっていないのであろうか。筆者は、むしろ中小企業のほうが組織構造の点で、イノベーションを生み出すインキュベーターとしての素地を備えやすいと考えている。

中小企業は会社組織が小さく、事業自体を経営者自らが熟知しやすい状況であるとともに、経営者が社内の技術者とのコミュニケーションを密にすることが容易である。かつ、小さな組織であるが故に製造部門、営業部門、そして会計部門の人たちの、達成目的を共有しながらも目線を異にした意見が、研究開発活動に携わる人たちに届きやすい環境をもたらしている。この経営者が社内技術を絶えず俯瞰し、市場の欲求があれば直ちに結び付けられる小回りの効く機動力を備えていることと、技術者が自分たちの開発技術に陶醉することなく市場の要求に絶えず曝される環境であることが、イノベーションを起こす上で中小企業の強みである。そして、大企業の組織力を背景とした技術開発に対して、中小企業の技術開発が負けずとも劣らない潜在力を秘めていることを示しているだろう。

中小企業白書(2009)によれば、「中小企業のイノベーションは、研究開発活動を通じた技術革新だけでなく、日頃からビジネスの種を探したり、生産工程の改善や経営資源の有効活用を考える中で生まれたアイデアや創意工夫がきっかけとなった事例も多く広範なものである。」と記されており、また、中小企業のイノベーションの特徴として以下①～③の記述がなされている。

① 経営者が、方針策定から現場での創意工夫まで、リーダーシップをとって取

り組んでいること。

- ② 日常生活でひらめいたアイデアの商品化や、現場での創意工夫による生産工程の改善など、継続的な研究開発活動以外の創意工夫等の役割が大きい。
- ③ ニッチ市場におけるイノベーションの担い手となっていること。

さらに、「大企業によるイノベーションについては、大規模な研究開発や、その成果が現れるまでに長期間を要する研究開発のプロジェクトに対し、その組織力を活かして多くの研究者や資金を投入しイノベーションを実現していることが、中小企業と比べた特徴と思われる。」との記載もある。中小企業におけるイノベーションの起源は、中小企業の営みの全てに及んでいることになる。翻って考えれば、景気の波を直に受ける中小企業において、そこではたらく従業員自身が、企業のおかれた状況を肌で感じる機会が多く、それだけ変化に敏感になっていることが中小企業という環境の強みとなっているように受け取れる。一方、大企業は比較的豊富な人材と資金を利用しイノベーションを意識した新規開発を黙々と続けているということか。中小企業白書の記述は以上に留まっているため、この中から中小企業における研究開発の特徴や優位性をはっきりと見出すことはできない。しかし、ここに中小企業が持続的にイノベーションを起こし続けるヒントが隠されているように感じられる。

2-4. 中小企業における組織的知識創造の一般原理と共鳴場の解釈

この中小企業白書の分析に、野中 (1996)の提唱する組織的知識創造の一般原理と、山口 (2006)のいう共鳴場^③を組み合わせると、中小企業の持つ潜在的な強みが読み取れるのではないか。野中の言う組織的知識創造の一般原理では、知識には暗黙知と形式知があり、それが個人、集団、組織を循環し、相互に絶え間なく変換・移転するプロセスを経ることで増幅され、知識が新しい価値として創造されるとしている。ここでいう暗黙知は、親方から弟子への技能の伝達のように、物事の直接体験を通じて伝えられるものである。この暗黙知がメタファーやアナロジーなどを用いながら新製品などのコンセプトに落とし込まれて形式知化し、この形式知を他の形式知と組み合わせて徹底的に突き詰め体系化され、この形式知が行動や実践を通じて再度、暗黙知化されるのである。この一連のプロセスにより組織的な知識創造が行われる。さらに山口は、暗黙知を伝えるには共鳴場が必要であると述べている。共鳴場とは、この暗黙知が醸成され伝達される場のことであり、新技術を渴望する人がその共鳴場を生成するとともに、別の角度から科学的知見の特性を調べている人の知識が生成者に対して開かれているときに初めて共鳴場が開かれるとしている。この共鳴場が形作られると、その参加者の間で暗黙知は互いに共有され、更にはイノベーションとしての知識創造を促進するのである。

新しい価値である製品を世間に提供するには、その開発や製造の継続を判断する経営者が、自社内の技術を正しく理解することが重要である。野中の言うように開発者の持つ暗黙知を形式知化するには、担当者の力だけでは及ばず、経営者によって多くの人とお金を懸ける判断がないと開発が進められないからである。山口の言葉を借りれば、大企業の場合は、判断の仕組みが重層的(例えば、課長→部長→事業部長というような階層)になっている。そのため、決定権を持つ経営者が研究開発の現場にある暗黙知を共有し、自社の独創力や技術力を理解し、そしてそれを製品化すべく的確にマネジメントすることは難しいであろう。つまり、経営者がよほど技術に精通していない限り、社内の技術者が暗黙知を共有している共鳴場に経営者自身が入り込み、市場の要求に即した技術を有効に製品化させるべく投資することは難しいのである。しかし、中小企業の場合は如何だろうか。中小企業白書(2009)にイノベーションの特徴として書かれている前述の①・②の項目の内容を吟味すると、まさにこの暗黙知における共鳴場の共有を容易にさせる条件が成り立っていることがわかる。①に対して、経営者自身が開発の現場にリーダーとして根付いていることは、技術者との共鳴場に非常に近い位置に、経営者がすでに居ることを物語る。また、中小企業の場合、経営者自身が育み興してきた事業であることが多く、経営者の専門分野がそのままに事業になっている状況であることが多いと考える。このことは経営者の共鳴場への参画を容易にしているはずである。②に対しては、大企業に比べて、規模が小さいことから研究開発分野と製造分野、さらには営業や会計分野の人たちの行動する領域が近く、製造現場での創意工夫といった製造担当の人たちの意見や、お客様の声を直に聞く営業分野の人たちの意見が、研究開発活動に携わる人たちに届きやすい環境をもたらしているといえる。この、さまざまな職種の人たちの別の角度からの知見を開発における共鳴場に取り込み易いことが中小企業の強みなのである。このことは、大企業の組織力や資金力を背景とした技術開発に対して、中小企業の技術開発が負けずとも劣らない状況であることを、最近の野中や山口の研究が裏付けているのではないかと考える。

中小企業の経営者や開発者が、イノベーションを起こす力を自身の組織が既に備えているという認識を強固にしていくことで、わが国の発展にさらに寄与することにつながるのではないかと思う。

中小企業が大企業に優った一つの例として、青色発光デバイスの開発が挙げられる。当時中小企業であった日亜化学工業の研究者の中村修二は、社長の小川信雄を共感させ口説き落とし、5億円の研究費をかけて研究を続け、ついに完成させた。日亜化学工業は、今では青色発光ダイオードの生産においてゆるぎない地位を築き上げた。同時期に開発を進めていた大企業のNTT、東芝、ソニー、NECは、ことごとく青色発光ダイオードの開発に失敗している。大企業に

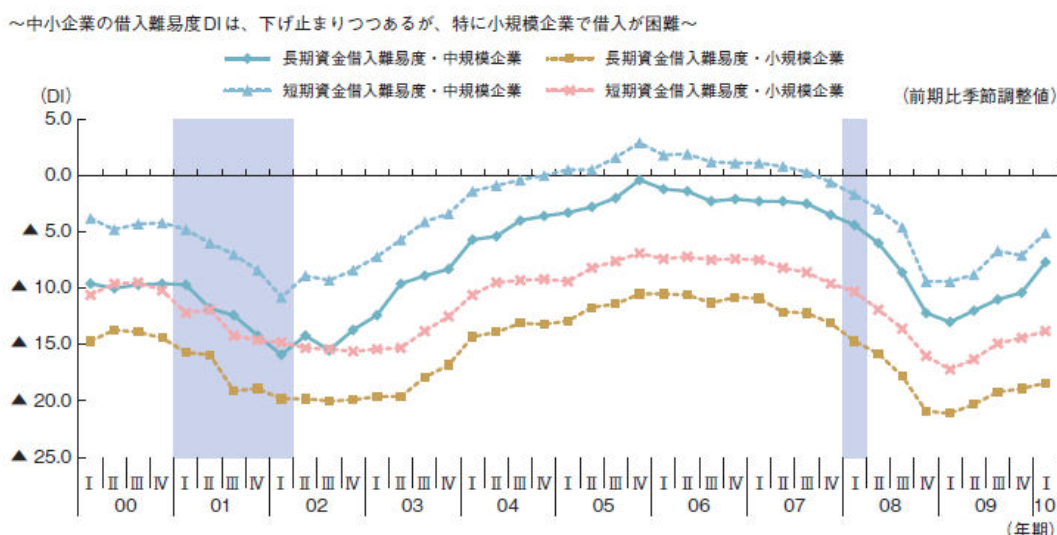
において、進めるべき道筋を掴んでいる開発者が居ながらもその知見を開発に結び付けられない状況は、イノベーションを育む上での大企業の持つネガティブな面の露呈と言わざるを得ない⁴⁾。イノベーションの形成における強みを、この中小企業の経営者自身がはっきりと認識することで、中小企業の活性化を支える一つの原動力になることを望む。

3. 資金調達の方法(証券化)

3-1. 中小企業における資金調達の現状

企業が資本市場において資金調達をするには、一般的に当該企業のバランスシートの貸方を活用する方法を用いる。この方法は、負債・資本を増加させる株式・社債及びコマーシャル・ペーパー(CP)等を発行する伝統的かつ代表的な方法である。この方法の問題点は、「企業の信用力」に依存するため、信用力のある中小企業は資金調達に悩むことはないであろうが、企業の信用力が乏しい場合は調達コストが高くなり、またプレミアム料を支払っても資金調達が困難となることである。さらに企業の財政状態が脆弱な場合、金融機関からの借入れも簡単ではないことがあげられる。

中小企業白書(2010)によれば、「金融機関からの借入の難しさを示す中小企業の借入難易度 DI は下げ止まりつつあるが、特に小規模企業で借入が困難である状況が分かる。」と記されている(図 2 参照)。この記載からも資金調達に対する



資料：中小企業庁・(独) 中小企業基盤整備機構「中小企業景況調査」
 (注) 借入難易度DIは、前期に比べて、金融機関からの借入難易度が「容易」と答えた企業の割合(%)から、「困難」と答えた企業の割合(%)を引いたもの。

図 2 中小企業の借入難易度 DI 中小企業白書(2010)

障壁が高いことが伺える。

3-2. 証券化による資金調達手法

企業が資本市場において資金調達をする場合、当該企業の負債と資産を活用する方法がある。前項で述べた、株式、社債及びコマーシャル・ペーパー(CP)等発行するという伝統的かつ代表的な方法は、基本的には発行企業体の信用力そのものに依存するものである(Corporate Finance)。

資産を活用した資金調達方法は、証券化⁽⁵⁾という金融技術により確立された方法であり、企業の信用力ではなく、当該企業から分離された資産の信用力に依存するものである(Asset Finance)。そのスキームは、企業の有する資産をSPE(Special Purpose Entity)と呼ばれる事業体に譲渡し、その資産から生ずるキャッシュフローに着目して資金調達する手法である。

この方法は、前項で述べたような企業の信用力に依存した資金調達が難しい問題を解決する。さらに、この方法は資産の信用力に依存するため、企業に信用力があるとなかろうと、同等の資産を有していれば、資金調達の能力に差は生じない。筆者は、この証券化の手法は中小企業がイノベーションを起こす上で必要となる資金調達面で信用力のある企業と対峙するための解決の糸口となると考える。そして、どのような企業においても同様にイノベーションを進展させることが出来るものとする。

今後、証券化の方法や法制を整えることが、これからの中小企業の役に立つこととなるであろう。また、このことは中小企業のみならず大企業にとっても資本市場の活性化につながり、良い効果をもたらすことであろう。

3-3. 中小企業の WBS による資金調達の有用性

証券化は、手形債権や売掛債権、ローン債権等を用いることが多いが、事業そのものを対象とする WBS(Whole Business Securitization)もある。ここでは WBS の実態について記載する。

この WBS は、1995 年 4 月、英国でのパブ・チェーン「フェニックス・イン」を、2 億 4900 万ポンド(573 億円)で野村証券の英国現地法人野村インターナショナルが購入したことを皮切りに、7 億ポンドを要した車両保有会社エンジェル・トレイン・コントラクトの購入や、ドイツの鉄道従業員住宅 11 万 4000 戸を 76 億マルクで買収したことなど、野村によって数多くの事例が生み出されており、野村インターナショナルの名を高める結果となった。

わが国でも、2002 年に日興シティグループ証券による熱海ビーチライン事業の証券化や、2003 年のゴールドマンサックスによる日東興業ゴルフ場事業の証券化など多くの事例が生まれている。2006 年に 1 兆 4500 億円の借入が行われたソフトバンクモバイル携帯電話事業による将来のキャッシュフローのみを貸

付金の返済原資として想定した WBS もある。室町(2007)は『ニッセイ基礎研 REPORT』のなかで「証券化を考慮する場合、長期的に安定したキャッシュフローが得られる事業、例えば公共性の高い事業や参入障壁の高い事業、過去の実績が十分にあり将来予測の容易な事業が WBS には適している。」と述べている。実際に、わが国での事例でも多分に洩れない。先の事例以外でも、公共性の高い事業や参入障壁の高い事業として、箱根ターンパイク(現 TOYO TIRES ターンパイク)や、パチンコホールなどが例として挙げられる。

こういった WBS の事例を中小企業に生かすには、「長期的に安定したキャッシュフローをどのように得るのか。」また、「求心力のある社長のポジションをどう捉えていくか。」といった問題があるが、それらを解決していくことで、中小企業においても、この WBS が活用できるのではないであろうか。

また、英国に目を戻すと、パブ・チェーンの事例は、小規模なチェーン店を 1801 軒集めて証券化したものである。このチェーン店に中小企業をあてはめた場合、たとえば、同業種の企業を集めるもしくは、地域を固定することで企業を集める等、多数の企業を集めることによって、たとえ小さな事業でも証券化が可能になると考える。

証券化による調達金額の上限はその裏付資産の価値により決まるのであるが、WBS に証券化の概念を拡張した場合、担保となる事業資産の清算価値と、事業による将来キャッシュフローの割引現在価値の和を調達金額とすることができるようになる。このことは、事業資産の清算価値が低くとも、事業による将来キャッシュフローの割引現在価値が高ければ、高額な資金調達が可能であることを意味する。この点においても、健全な経営状況にあり、将来キャッシュフローの期待できる中小企業において有効であると言えるであろう。

4. おわりに

わが国の中小企業には、経営者が暗黙知を共有し共鳴場にたやすく入り込みやすい素地がある。また、研究開発以外に従事している人の意見が研究開発活動に携わる人たちに届きやすい土壌もある。こうした組織構造が、中小企業においてイノベーションを起こすのに十分な条件であることが確認できた。

このことにより、中小企業の経営者自身がこの点を有効に活用しながら、技術を醸成することができれば、研究所を持ち研究を続けている大企業におけるイノベーションに対しても、負けずとも劣らないイノベーションを起こすことが可能となるであろう。

一方、持続的イノベーションを支える資金調達についても証券化という手法を活用することで、企業の信用力に依存しない資金調達をする糸口を見出した。

資金の調達によってイノベーションが持続的に発展することにより財務の健全性が可能となる。この持続的イノベーションと財務の健全性を好循環させることが、わが国の経済発展に寄与するであろう。

証券化と自己資金投資の融合 ガイ・ハンズ

ゴールドマン・サックスでビジネスプランを却下され、
1995年野村インターナショナルに見出される。

- ・「過小評価された資産」を見出す。
- ・破綻企業を立て直すより、不振企業を業界標準に復帰させる方が効率的
- ・消費者を相手としており、現金収入が手に入る事業に投資

デュアル・エクジット(投資回収手段)

買収資産の将来キャッシュフローを証券化し、投下資本を回収する。
ATCデールでは延べ100人の専門家を動員し、半年がかりで仕組みをつくり上げた。
証券化によって、市場の価格上昇や株式公開に依存しない資金回収を行う。
次いで、買収先の経営改善を自らの手で行い、事業価値が上昇した所で残った
持分を売却

案件の検討のために、弁護士、不動産鑑定士など専門家を使い、
買収する資産の将来価値、予想収益、法的問題などを徹底的にチェック
事前の調査費用だけで1億～5億円を投入(10件中9件は買収を見送り)

WBS ……事業運営者が土地や設備などの事業資産を使用し、
事業を行って初めてキャッシュフローが発生。
事業リスクと、事業運営者の信用リスクが内在する。
将来キャッシュフローの変動性は既存のABSよりも高くなる。

- ⇒ 事業リスク……証券の満期まで事業の継続を担保するための仕組み
- ⇒ 事業運営者の信用リスク……事業運営者がデフォルトしても、社債・ローンの返済を滞らせないための仕組みをスキームの中に設ける。
※ 格付機関がそれらを有効と判断すれば、WBSに事業運営者よりも高い格付けが与えられて、資金調達コストを低減できる。


長期的に安定したキャッシュフローが得られる事業、例えば公共性の高い事業や
参入障壁の高い事業、過去の実績が十分にあり将来予測の容易な事業がWBSには
適している。

調達金額の上限は、既存のABSでは裏付資産の価値であるが、WBSでは担保となる
事業資産の清算価値と事業による将来キャッシュフローの割引現在価値の和なので、
資産価値対比でみた調達額はWBSの方が大きくなる。

WBSによる資金調達の内国外の案件例

1995年 4月	英 1801件のパブ・チェーン「フェニックス・イン」	2億4900万ポンド
1995年秋	英 車両保有会社エンジェル・トレイン・コントラクト(ATC)	7億ポンド
	ATCの保有する3700の車両は、英国鉄に長期リース	
1996年 9月	英 軍人用官舎5万7000戸を、国防省から買収	16億6000万ポンド
1998年 9月	英 別のパブ会社	12億ポンド
	4300のパブを手に入れた。(野村インターは英国最大のパブオーナー)	
1998年10月	英 場外賭博場を経営するウィリアム・ヒル社	7億ポンド
2000年12月	独 鉄道従業員住宅11万4000戸	76億マルク

2002年 5月	熱海ビーチライン事業証券化(日興シティグループ証券)	85億円
2003年10月	日東興業ゴルフ場事業証券化(ゴールドマンサックス)	170億円
2004年 3月	箱根ターンパイク(マコーリー銀行/日本政策投資銀行)	
2005年12月	ガイアパチンコホール事業証券化	700億円
2006年 6月	光BB事業証券化	200億円
2006年10月	太陽パチンコホール及び駐車場事業証券化	300億円
2006年11月	ソフトバンクモバイル携帯電話事業証券化	14,500億円
2006年12月	ユーコーパチンコホール事業証券化	120億円

© Saeko Kuwaki, Ph.D.  Doshisha University

	熱海ビーチライン	日東興業ゴルフ場	箱根ターンパイク	ソフトバンクモバイル	ガイアパチンコ
発行日	2002年 5月	2003年10月	2004年 3月	2006年11月	2005年12月
金額	85億円	170億円	11.57億円	14,500億円	700億円
経営	日興シティグループ証券 グランビスタ ホテル & リゾート	ゴールドマンサックス 日東興業	マコーリー銀行 /日本政策投資銀行 箱根ターンパイク株式会社	みずほ信託銀行株式会社 ソフトバンクモバイル株式会社	株式会社ガイア
資本金			3700万円	1,772億5,121万6,500円	59億1,000万円
経営状況等		GSの資金回収スキーム 買い取った債権を全額放棄⇒ 債権買取りに投じた資金とそ の後に投じた設備投資資金等 は、株式価値を高めることによ り回収。	営業収支率は98.8% (支出が収入を微妙 に上回る) 赤字事業路線	売上高 1兆5,791億600万円 WBSスキームにおいては、レン ダー側は、SBMの携帯電話事業 による将来のキャッシュフローの みを貸付金の返済原資として想 定しているため、SBMが安定的 かつ継続的に携帯電話事業を遂 行できる仕組みの構築・確保が レンダー側にとっての最重要課 題。 第二種優先株式(拒否権付種類 株式)の発行は、かかるSBMの 携帯電話事業を安定的かつ継 続的に遂行できる仕組みの構 築・確保の一環としてレンダー側 から求められたSBMの親会社と してのBBMIによる取締役会レ ベル及び株主総会レベルにおけ る恣意的な行動を排除するた めの抑止機能を実現する手当。	売上高 4,408億円 (2009年5月期) 4,500億円 (2010年5月期見込)
備考	年間通行台数は約 380万台。 道路運送法を根拠 法令とする一般自動 車道であるが、自転 車・軽車両・原動機 付自転車・125cc以 下の自動二輪車の 通行は禁止されてい る。	日東興業の保有するゴルフ場 28コースの現金収入を担保に 170億円を調達。 ・GSの関連会社が日東興業 や同グループ会社に170億円 を貸付け。 ・この貸付債権を信託銀行に 譲渡し、信託受益権として証 券化。 ・GSが信託受益権証券を国 内の機関投資家に販売。 ・調達した資金は借入金の返 済にまわす。	マコーリー等の買 取りは、年金基金など 内外の長期資産運用 を考えている投資家 から資金を募り、箱根 ターンパイクからの通 行料収入や直営ドラ イブインからの収益を 分配する目的がある。		テナント契約形態 について 1.店舗賃貸借契約 2.建物賃貸借契約 ～建設協力金 3.事業用定期借地 契約 4.売買物件も併せ て検討いたします。

© Saeko Kuwaki, Ph.D.  Doshisha University

注

- (1) イノベーションとは、人々の営みを豊かにするような、あらゆる改革行為のこと。このイノベーションこそが、新しい価値を生み出す。
- (2) 山口「イノベーション破壊と共鳴」(2006)P69 より引用、改変。
- (3) 暗黙知が醸成され、伝達される場を共鳴場と呼ぶ。山口栄一(2006)の言う「パラダイム破壊型イノベーション」が生まれるための唯一の「場」という点において、「知の創造」に関わる人間だけが体験する特殊な場合のこと。
- (4) 山口「イノベーション破壊と共鳴」(2006)P191～P236 に詳述されている。
- (5) わが国では証券化を総称して ABS (Asset Backed Securities : 資産流動化証券)といい、広義の ABS を意味する場合が多いが、証券化の発祥地である米国では、証券化のうち、MBS(Mortgage Backed Securities)を除いたものを ABS といい、わが国よりも定義の範囲が狭い。

参考文献・URL

- 井深大(1946) 「東京通信工業株式会社設立趣意書」 1946年1月
- 内本博行(2002) 「中小企業のデュアル・イノベーション戦略」『流通経済大学論集』(流通経済大学)37(2) 31頁～48頁
- ジョセフ・シュムペーター(1977) 『経済発展の理論 (上)』 岩波文庫
180頁～187頁
- 中小企業庁(2009) 『中小企業白書 2009年版』 46頁, 54頁, 102頁
- 中小企業庁(2010) 『中小企業白書 2010年版』 13頁～20頁
- 中小企業庁 調査統計「中小企業の企業数・事業所数」
・「中小企業・小規模企業者数」
<http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/index.html> (2009/08/08)
- 野中郁次郎・勝見明(2004) 『イノベーションの本質』 日経 BP 社
239頁～243頁
- 野中郁次郎・竹内弘高(1996) 『知識創造企業』 東洋経済新報社
- 室町幸雄(2007) 「事業の証券化(WBS)」『ニッセイ基礎研 REPORT』 2007.8
26頁～27頁
- 山口栄一(2006) 『イノベーション破壊と共鳴』 NTT 出版 191頁～236頁,
240頁～245頁
- 山口栄一(2004) 「イノベーションの構造」(ITEC Research Paper Series)
04-13 December 2004