

5

10

# 平成 28 年度 証券ゼミナール大会

## 第 5 テーマ C ブロック

「日本のベンチャー企業における資金調達について」

15

立教大学 池田ゼミナール

20

25

## 目次

	はじめに	4
	第1章 ベンチャー企業とは	4
	1-1 ベンチャー企業の定義	4
5	1-2 ベンチャーブームの歴史	5
	1-3 ベンチャー企業の分類	6
	1-4 ベンチャー企業の成長ステージ	8
	第2章 ベンチャー企業の現状	10
	第3章 ベンチャー企業の資金調達の現状	10
10	3-1 直接金融	13
	3-1-1 直接金融のシステムとは	13
	3-1-2 直接金融のメリット、デメリット	14
	3-1-3 エンジェル投資	14
	3-1-4 ベンチャーキャピタル (VC)	10
15	3-1-5 クラウドファンディング	18
	3-2 間接金融	21
	3-2-1 間接金融のシステムについて	21
	3-2-2 銀行融資	22
	3-2-3 信用金庫	25
20	3-3 公的融資	25
	3-3-1 公的融資とは	26
	3-3-2 日本政策金融公庫	26
	3-3-3 信用保証協会	27
	第4章 課題に対する政策提言	28
25	4-1 スタートアップ企業に向けた政策提言「エンジェル税制適用株式型CFの導入」	28
	4-2 アーリー・ミドルステージ企業に向けた政策提言「種類株の発行によるリスクマネー供給の増大」	32
30	4-3 レイターステージ企業に向けた政策提言「トランザクションレンディングによる融資」	36

4-4 公的支援に対する政策提言「人材確保」と「事業化支援」 .....	39
おわりに .....	40
参考文献 .....	42

5

10

15

20

25

30

はじめに

リーマンショック後日本での金融危機によって企業の資金調達環境は大きく乱れた。日本政府はそうした状況下で、金融機関による中小・ベンチャー企業  
5 への資金の供給が円滑に行われる環境が整備した。その円滑法も平成 25 年 3 月に期限を迎え、法制上の中小企業に対する金融支援は終了した。しかしながら中小企業に対する円滑な資金供給がなされるべきであるということは円滑法が終了した後も変わらない。

今回は中小企業の中でも「創業からあまり時間が経っておらず、新技術や新製  
10 品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」という定義でベンチャー企業に的を絞り、円滑な資金調達手法を思案していく。

本稿では 4 章構成となっており、1 章でベンチャー企業について述べ、2 章でベンチャー企業の現状を、3 章ではベンチャー企業の資金調達の現状を述べ、4  
15 章でその現状に対する政策提言を行っていく。

15

## 第 1 章 ベンチャー企業とは

### 1-1 ベンチャー企業の定義

本大会では、ベンチャー企業の定義を「創業からあまり時間が経っておらず、  
20 新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」としている。『ベンチャー・ビジネス 頭脳を売る小さな大企業』（1971 年 日本経済新聞社）では、一般的な中小企業とは異なり、「小企業として出発するが、従来の新規開業小企業と違うのは、独自の存在理由をもち、経営者自身が高度  
25 な専門能力と才能ある創造的な人々を引きつけるに足る魅力ある事業を組織する起業家精神をもっており、高収益企業であり、かつ、この中から急成長する企業が多く表れている」と定義されている。さらに、特徴を構成要素ごとに比較してみると、以下の図のようになる。

30

図 1-1 ベンチャー企業と一般中小企業の比較

構成要素	ベンチャー企業	一般中小企業
起業家の夢・志	高い志、強い夢	低い志、弱い夢
起業家の成長意欲	夢を実現するための強い成長意欲	成長意欲はそれほど強くない
製品・商品の独創性	製品・商品に独創性あり	製品・商品に独創性少ない
市場・顧客の創造	新規の市場・顧客の創造に積極的	既存の市場・顧客の開拓・拡大
設立経過年数	設立或いは新事業進出の若い企業	設立経過年数長い停滞企業
起業家	上記を引き出す若々しい牽引車	際立った能力的優位性低い
経営陣の状況	専門家も参画し最適経営陣組成	経営陣に専門家少ない
従業員の状況	平均年齢低く、従業員増加	平均年齢高く、従業員増加せず
企業収益の状況	高い利益率と先行投資重視	低い利益率と現状維持
資金調達方法	ベンチャーキャピタル等 リスクマネー活用	中小企業金融等融資中心

(出典) 『ベンチャー企業』(2014年 日経文庫 松田修一) p33  
より筆者作成

5

## 1-2 ベンチャーブームの歴史

日本では、産業構造の変化が起こる中で、過去に三度の「ベンチャーブーム」と言われた時代があった。ベンチャー企業や起業家は産業構造の変革期に輩出されて、新産業の担い手となってきた。

第一次ベンチャーブームは1970年代に素材産業中心の大量生産・消費型産業から加工組立型産業へと産業構造が変化したことで起こり、研究開発型のハイテクベンチャー企業が多く輩出された。1973年末の第一次石油ショックによる不況期への突入で第一次ベンチャーブームは終了した。

第二次ベンチャーブームは1982年から86年までの4年間で、製造業中心の産業構造から、流通・サービス業中心の第三次産業の拡大期であった。1981年の商法改正により、未公開企業に対する分離型新株引受権付社債(ワラント債)の発行が可能となり、さらに83年にはジャフコが新たな投資方式として日本型投資事業組合を組成した。このことにより、ベンチャー企業の長期安定的なリスクマネーの確保が可能となった。

第三次ベンチャーブームは平成バブルが崩壊し、日本が長期不況に突入した1995年から10年間続いた。1995年には、研究開発型ベンチャー企業等を支援するための「創意的中小企業促進法」、96年には、各県でベンチャー企業へ投

資する「ベンチャー財団」が設立された。97年には人材の流動化促進のための「ストックオプション」導入、未公開株売買の解禁等、大きく変革が起こった。

1999年には、ベンチャー企業の資金調達のために、東京証券取引所の「マザーズ」と、2000年大阪証券取引所の「ナスダック・ジャパン」という新興企業向けの株式市場が開設された。

そして現在、第四次のベンチャーブームが到来していると言われていたが、詳しくは次章で述べていく。

### 1-3 ベンチャー企業の種類

10

#### ①業種形態による分類

以前の業種別分類は、製造業と非製造業の分類で行われていた。しかし、現在では製造業のサービス化や、インターネットの普及により、この区分があいまいになっている。

15 「製造業型ベンチャー企業」は、工場を所有し、原料の加工、製品の生産、納入を行う B to B ビジネス形態が典型的となっている。一方で工場を持たない、製造サービス業と呼ばれる企業も存在する。例えば、創薬開発等のベンチャーであるアンジェス MG（森下竜一氏、1999年設立、2007年 IPO）は、製薬に関しては大手医薬品会社に任せ、研究開発した新薬候補をライセンスアウトしている。

20

「非製造業ベンチャー企業」は流通サービス業が典型となっている。戦後最大の成功産業としては、スーパーマーケットが挙げられるが、インターネットの普及で地域や時間、空間を超えたビジネスを行うベンチャー企業が急成長し、苦戦している。

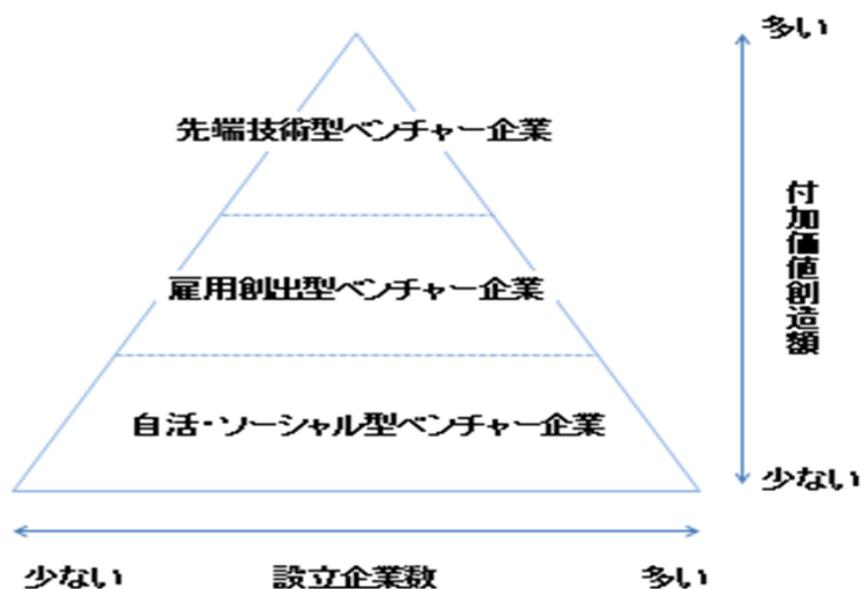
25

#### ②創造される付加価値による分類

企業が創造する付加価値は、単純化すると売上高から購入コストを控除した金額である。この付加価値で企業分類を行うと、自活・ソーシャル型ベンチャー企業、雇用創出型ベンチャー企業、先端技術型ベンチャー企業である。

30

図 1-2 付加価値創造別の分類



(出典) 『ベンチャー企業』(2014年 日経文庫 松田修一) p45  
より筆者作成

5

自活・ソーシャル型ベンチャー企業は独立意識の強い起業家が、家族や少数の友人と事業を起こした企業をいう。このような企業は規模の拡大は迫わないため、ローリスク・ローリターン型である。個人事業主としてお店やレストランを開業するのが典型的な例である。

10 雇用創出型ベンチャー企業は、商品やサービスを生み出すにあたり、多くのマンパワーを必要としその規模の拡大に伴って雇用を生み出す企業である。事業自体は、既存事業として存在することが多く、成功していくためにはビジネススピードと経営システムの革新性が不可欠である。市場の動向や他社との競争優位性が把握しやすいため、リスクはやや少ないといえる。

15 先端技術型ベンチャー企業とは独創的かつ、世界に通用する製品・サービスによって、市場のシェアが高く、高収益が見込め、グローバルベンチャー企業になる可能性がある企業を指す。しかしながら、先端技術の開発に失敗したり、市場が未成熟であったりと、倒産するリスクは高く、ハイリスク・ハイリターン型ベンチャー企業であるといえる。今大会でのベンチャー企業の定義である

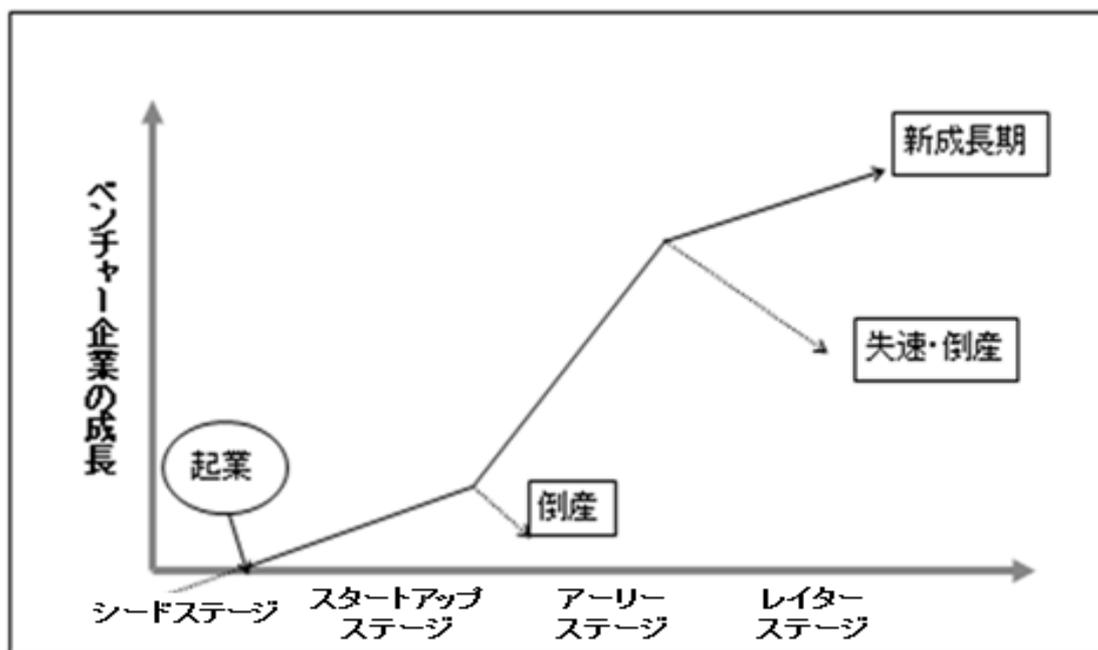
「創業からあまり時が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」はこの先端技術型ベンチャー企業が当てはまると考えられる。

#### 5 1-4 ベンチャー企業の成長ステージ

すべての事業は、個人の「志」から始まり、それをビジネスに繋げていく。その成長過程の中で起業家は自己脱皮を行っていく。自己脱皮とは、一人でリスクを取る「起業家」から、組織としての「企業家」へと変わることをいい、この自己脱皮を行わないと、企業として成長していくことは不可能である。ベンチャー企業の成長は、起業家がすべての事業を掌握し、すべての意思決定を行う小さな組織から、開発・営業・管理等の各専門家をコーディネートし、彼らの能力を発揮させていくような組織的運営に変化させていく過程のことだ。ベンチャー企業の成長ステージは以下の図表の通りだ。

15

図 1-3 ベンチャー企業の成長ステージ



(出典) 『ベンチャー企業』(2014年 日経文庫 松田修一) p70

より筆者作成

成長ステージは起業家が起業を行うまでの「シードステージ」、起業し、製品やサービスの販売を行って事業が軌道に乗るまでの期間を「スタートアップステージ」、軌道に乗り、顧客や市場で受け入れられるようになり、規模が急拡大していく期間を「アーリー・ミドルステージ」、市場や製品が成熟化することにより、規模の鈍化が起こる期間を「レイターステージ」という。

ベンチャー企業には必ず起業までの助走期間である、シードステージが存在する。企業ビッグバンを起こすまでの期間で、起業家予備軍はアイデアを事業化し、ビジネスに関して起業疑似体験や経験を積み、起業に必要な最低限不可欠なビジネスの基本を学ぶことが、その後のステージを自己脱皮して成長していくために重要になる。

先進技術型ベンチャー企業は開発の段階で研究開発費がかさみ、資金が尽きて倒産しそうになることがある。この危機を「死の谷」と呼ぶ。また、試作品が開発され、製品の販売を開始しても市場に受け入れられるかは分からない。強者が必ずしも生き残るとは限らないという意味で、製品が市場で受け入れられるようになることを「ダーウィンの海」を乗り越えるという。ベンチャー企業の成長段階においてシードステージの「死の谷」、スタートアップステージの「ダーウィンの海」を乗り越えることが重要なのだ。

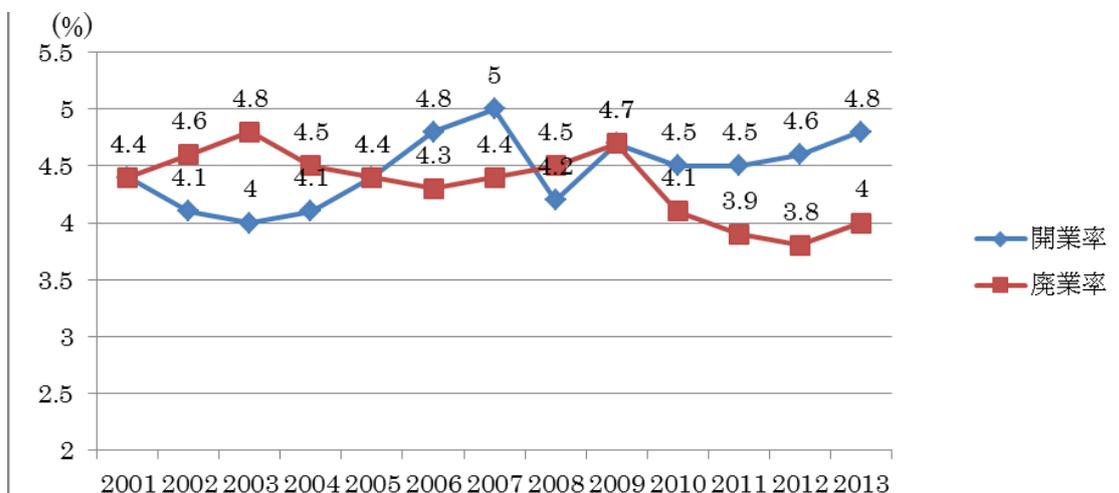
20

25

30

## 第2章 ベンチャー企業の現状

図2-1 日本の開業率・廃業率の推移



5 (出典) 日本銀行(2015)「金融機関における創業支援の現状と課題」  
[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/data/rel150612bl.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/data/rel150612bl.pdf)  
 より筆者作成

2009年を境に、最近では開業率が廃業率を上回る傾向にあり、起業の動きは増  
 10 えてきていると考えられる。しかしながら、海外と比較をしてみると、日本の  
 開業率・廃業率は低いことがわかる。

図2-2 開業率・廃業率の国際比較

	開業率	廃業率
日本	4.8	4.0
米国	9.3	10.3
英国	14.1	9.7
ドイツ	8.5	8.1
フランス	15.3	11.1

15 (出典) 日本銀行(2015)「金融機関における創業支援の現状と課題」  
[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/data/rel150612bl.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/data/rel150612bl.pdf)  
 より筆者作成

日本政府はこのように国際的に開業率・廃業率が低い現状を受けて、日本再興戦略を打ち出した。その中の「日本産業再興プラン」では、現状 5%程度である開業率・廃業率を 10%にすることを目標としている。そのための策の一つとしてベンチャー投資の促進を提言している。具体的内容としては①企業等の資金を活用したベンチャー企業への投資促進策、②クラウドファンディングを通じた資金調達の手組みの検討、③起業を阻害する個人保証制度の慣行を挙げている。既存のベンチャー企業に対する投資や支援が円滑化・活性化されることで、起業家予備軍が起業に踏み出しやすい環境を作り、開業率の上昇にもつながる。

また、ベンチャー企業が増え、活発化することは国全体の経済の活性化につながる。現在、第四次ベンチャーブームが到来しているといわれており、ベンチャー企業の活発化が期待されている。アベノミクスにより、日本の経営資源として蓄えられているストックをフロー化し、民間活力を積極的に活用し、成長戦略を実現するために、細っていた投資を活発化する目的で官民ファンドが多く立ち上がった。2013 年度に新たに創設された官民ファンドは総額 3 兆円規模になる。農林水産省、経済産業省、財務省、内閣府、文部科学省参加の機構等が運用主体となり、民間も加わったファンドである。新興市場の回復し、これが「第四次ベンチャーブーム」の兆しとなっている。

さらに現在では大学発ベンチャーの動きも大きくなっている。大学を日本経済のイノベーションの基点にするために、2001 年当時の経済産業大臣であった平沼赳夫氏による「平沼プラン」が発表され、3 年以内に大学発ベンチャーを 1000 社設立するという目標が公表された。当時の日本における大学発ベンチャーの数は 395 社であり、これはアメリカの 2256 社と比較すると 20%にも満たない数である。さらに大学による研究成果を事業で生かすために、大学と企業間に存在し、技術の移転を行う TLO（技術移転機構）の数もアメリカは 139 あるのに対し、日本は 22 であった。その結果 TLO を通じた技術移転数もアメリカは 15480 回に対し日本は 67 回であった。この数字から日本の大学における社会貢献の低さが証明され、この現状を変えるために「平沼プラン」が発表されたのだ。経済産業省は認定 TLO への助成、TLO 運営への人材派遣、MOT 教材開発

支援など次々と策を施行した。さらに、国立大学教員の兼職禁止が一部解除となり、大学教員の意識が徐々に変化し、ポスドクの活用や学生 OB・OG の会社設立が急増し始めた。2004 年末には目標であった 1000 社を超え、現在では 1773 社が設立された。

5

### 第 3 章 ベンチャー企業の資金調達の実状

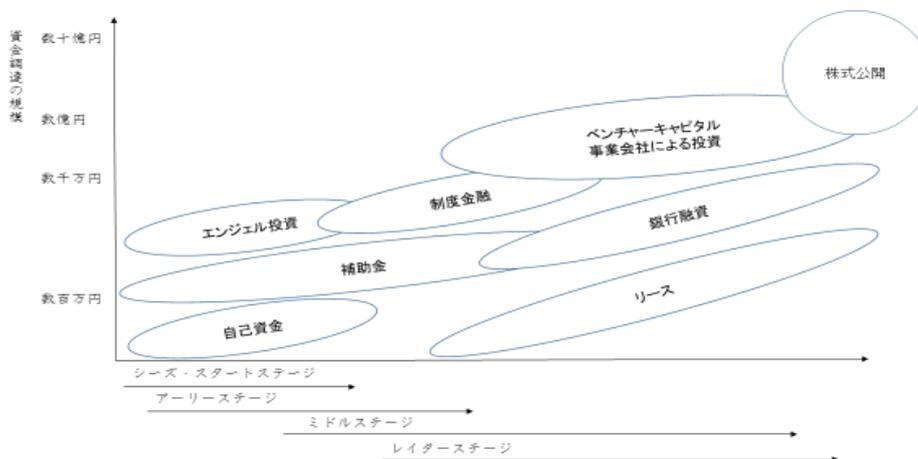
本章では、ベンチャー企業の資金調達の現状を、直接金融と間接金融に分けて、述べていくが、その前に成長ステージ別の資金調達方法の変化について確認しておく。

10

第 1 章で、ベンチャー企業には成長段階があるということを述べたが、その成長段階に応じて資金調達方法も自ずと変化していく。企業が成長するにつれ、その規模が拡大していくと、必要となる資金調達額も異なるため、成長していく過程で企業は資金調達先を変えなければならない、一方ではそれぞれの調達先がベンチャー企業の成長段階に適した資金を融資・投資することが必要となるのである。

15

図 3-1 成長段階に応じた資金調達手法の変化



20

(出典) 大和総合研究所(2012)「ベンチャー企業の資金調達」

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf> より筆者作成

企業の成長段階のアーリーステージやミドルステージでは、以下の直接金融で取り上げるベンチャーキャピタルなどが主な資金調達先となるが、それに加えて、間接金融としても公的機関からの制度金融も重要となる。制度金融は主に日本政策金融公庫や地方自治体が役割を担っている。日本政策金融公庫の代表的な融資制度は新規開業資金という制度が挙げられる。対象は事業開始から概ね5年以内の起業家、融資額は7200万円以内、融資期間は設備投資については15年以内、運転資金については最大7年と設定されている。また、特に事業の新規性や成長性が認められた場合などにおいて、低利の貸付を提供している。事業化、成長期初期段階における自治体も制度金融を運営しているのである。東京都は東京信用保証協会や金融機関と連携し、東京都制度融資を運営している。企業が制度金融による融資を受けることができれば事業化、成長期初期段階における必要資金の獲得が可能だ。

成長段階のレイターステージでは銀行からの融資も可能となってくるため、通常、銀行の融資には土地・建物等の担保や保証人を必要とする場合が多く、また担保の設定に伴い融資額には上限があるため、融資の担保となる不動産保有額が少ない創業前後のベンチャー企業にとって、多額の銀行融資枠を確保することは困難となるという問題もある。ベンチャー企業の資金調達先として間接金融を考える際には、こうした問題も踏まえて論じる必要がある。

20

### 3-1 直接金融

#### 3-1-1 直接金融のシステムとは

金融の資金調達の方法は、金融仲介機関を通すか通さないかで直接金融と間接金融の二つの方法がある。直接金融は、借り手が、貸し手から金融仲介機関を通さずに直接お金を融通する資金調達の方法のことを指す。この際、借り手は国や企業にあたり、貸し手は投資家と呼ばれる。借り手である国や企業が、株式や債券などといった有価証券を発行して、貸し手から直接的にお金を借りるシステムである。投資家は、出資したい企業や国・地方自治体などの株式や

30

債券を相手から直接購入し、そして、配当や利息を受け取る。

金融仲介機関を通さないために、借り手が債務を返済しない場合のリスクを貸し手は負う。直接金融を担う機関には、証券会社が挙げられる。証券会社は、企業と個人投資家の間で仲介を行う。この場合も、債務不履行のリスクは証券会社ではなく貸し手が負う。証券会社は企業から手数料をもらって、債券の仲介販売を行う。間接金融の商品である銀行預金を扱う銀行は「お金を貸す際の利息と預金者に支払う利息の差額」で儲けているが、証券会社は「仲介する際の手数料」で儲けている。貸し手と借り手が求めるものに見合った条件を探す上でサポートする役割を持つのが証券会社である。

10

### 3 - 1 - 2 直接金融のメリット、デメリット

直接金融を用いることによって受けられる借り手側のは三点ある。まず、返済義務がない点である。そのため、調達資金は負債に計上されず、資本となり、企業の自己資本の充実に繋がる。しかし、返済義務がないからといって資金提供者への利益の還元を怠っていると信用を失い、借りるあてのない状況に陥る可能性もある。次に情報開示リスクの減少である。直接金融は銀行による審査がないため、間接金融の場合よりも情報開示の程度は少なく済む。これにより、借り手は企業秘密の漏洩のリスクを小さくすることができる。そして最後が契約の詳細の決定権を企業側が持つ点である。そのため、調達した資金の使い道を自由に決めることができる。一方、直接金融のデメリットは意図せず大量の株式を購入され、経営の主導権を他者に握られる可能性がある点である。以上が直接金融というシステムの概要である。

次に直接金融による、ベンチャー企業が国内の GDP 増加に大きく貢献している国であるアメリカの資金調達について見ていきたいと思う。アメリカの資金調達としてあげられる主な方法はエンジェル投資と民間企業による資金調達である VC(ベンチャーキャピタル)と CF(クラウドファンディング)である。

### 3 - 1 - 3 エンジェル投資

30

まずエンジェル投資とは、個人投資家が、創業間もないベンチャー企業に対して資金提供と経営アドバイスを行うことを指す。ベンチャー企業は実績を用いて融資を仰ぐことができないため、銀行や金融機関、ベンチャーキャピタルなどの融資を受けにくい現状にある。そのようなベンチャー企業の資金調達に

5 手を貸すのがエンジェル投資家である。エンジェル投資家の多くは、引退した起業家や実業家達である。エンジェル投資家は資金を提供するだけでなく、一線で活躍する経営者を紹介したり、経営についてのアドバイスを行ったりする。

投資家は出資をする代わりに、支援した会社の株を取得する。起業家の事業が上手く行けば、大きな利益が得られる。ただ、新規事業を軌道に乗せることは

10 は難しく、エンジェル投資は「失敗するリスク」を覚悟の上で支援する必要がある。

米国のシリコンバレーなどでは、成功した起業家がエンジェル投資家となって次世代の起業家に投資する仕組みができていて、米国ではエンジェルネットワークやエンジェルリストといった起業家とエンジェル投資家のマッチングサ

15 ービス、エンジェル同士の情報共有の場が数多く設けられているため、創業段階での資金調達が行われ易いと考えられる。

日本でもエンジェル投資を増やそうと、エンジェル投資を行う個人投資家に対して、税制上の優遇措置を与える制度であるエンジェル税制を 1997 年に創設した。その後、2008 年にエンジェル税制の緩和が行われた。

20 ベンチャー企業に投資を行った年に受けられる優遇措置は 2 つあり、どちらかを選択することができる。

図 3-1 エンジェル税制の優遇措置

優遇措置A  
(ベンチャー起業への投資額-2000円)をその年の総所得金額から控除  
※控除対象となる投資額の上限は、総所得金額×40%と1000万円のいずれか低い方

優遇措置B  
ベンチャー起業への投資額全額をその年の他の株式譲渡益から控除  
※控除対象となる投資額の上限なし

25 (出典) 経済産業省経営イノベーション事業化促進 新規産業室 エンジェル税制のご案内 <http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/subject>

より筆者作成

5 上の図の優遇措置 A、B においてはそれぞれ要件が定められている。A の対象とするベンチャー企業は創業（設立）3 年未満の中小企業、B の対象とするベンチャー企業は創業から 10 年未満の中小企業である。また、経過年数ごとに事細かな要件が設けられている。

エンジェル税制のメリットは、大きくわけて 3 つある。

・企業と投資家の双方に有利に働く制度であることから、より多くの投資機会を生み出す

10 ・事前確認制度によって対象企業であることを明示することが、投資を募るアピールになる

・企業と投資家の双方が適用可否の審査を受けるため、安心して投資取引を行うことができる

15 しかし、現在でも日本のエンジェル投資の普及は低い水準にとどまったままであるのが現状である。エンジェル投資は日本ではたった 13% であるがアメリカではそれを上回る。下の図のように日本とアメリカではエンジェル投資の規模が全く異なる。

図 3-2 エンジェル投資 日米比較

	日本	アメリカ
投資額	約 9.9 億円	約 2.3 兆円
年間投資額/件	約 100～300 万円	約 5,000 万円
投資件数	45 件	67000 件
VC 投資額	約 1240 億円	約 2.5 兆円

（出典） エンジェル投資 日米比較 第二回経済財政諮問会議（2014）

20

より筆者作成

次章では日本におけるエンジェル投資家が少ないという現状に対し、現状を分析したうえで、解決に向けた政策提言を行う。

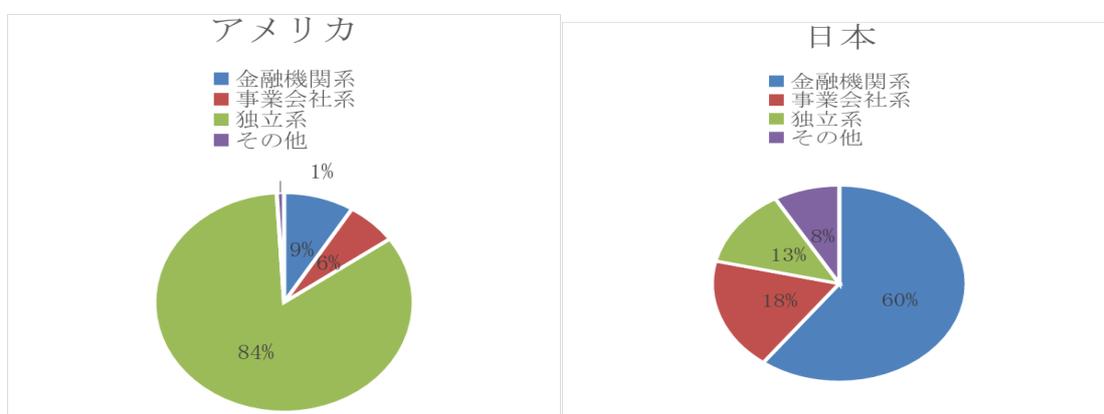
### 3-1-4 ベンチャーキャピタル (VC)

ベンチャーキャピタルとは、ベンチャー企業に資本 (Capital) を提供する企業や組織のことを指す。一般的に、担保力の不十分さや、審査の通り辛さ等により銀行融資に頼ることのできないベンチャー企業の資金調達において有力な手段になっている。リスクは通常の企業に投資するよりも高いが、ハイリターンが期待できるアグレッシブな資金調達方法である。

日本とアメリカの現在のベンチャーキャピタルの投資額を比べると投資金額は日本は 1818 億円であり、アメリカは 295, 5 億ドル (約 3 兆円) である。投資先企業は日本は 1000 社であるのに対し、アメリカは 4041 社である。この数字からアメリカに対して日本はベンチャーキャピタルの規模がかなり小さいということがうかがえる。

ベンチャーキャピタルの問題点としてあげられるのが、金融機関によるベンチャーキャピタルの割合が多いことである。下の図によると、日本は金融機関系のベンチャーキャピタルが 60%をしめているのに対して、アメリカでは多くが独立系ベンチャーキャピタルであり、金融機関系ベンチャーキャピタルは 10%にも満たないということが読み取れる。

図 3-3 ベンチャーキャピタルの属性別の構成比



(出典) 日経金融新聞(2014) 「VC 調査をもとにした経済産業省集計」

より筆者作成

なぜ金融機関によるベンチャーキャピタルが多いことが問題なのかというと

金融機関によるベンチャーキャピタルの場合、親会社からの出向や金融や証券専門の人に偏りがちになってしまう。そのため、金融や証券に関係のない分野における専門性のなさが目立ってしまうのである。

#### 5 3-1-5 クラウドファンディング

クラウドファンディング（群衆 crowd 資金調達 funding）とは、クリエイターや起業家が製品、サービスの開発、もしくはアイデアの実現といったある目的のためにインターネットを通じて不特定多数の人から資金の調達を募るものである。日本ではそもそも特定かつ少数の人間が資金を融通するものとされていた。インターネットの普及に伴い必要な資金を必要な時に賛同者に呼びかけることが可能になったためにクラウドファンディングが生まれた。

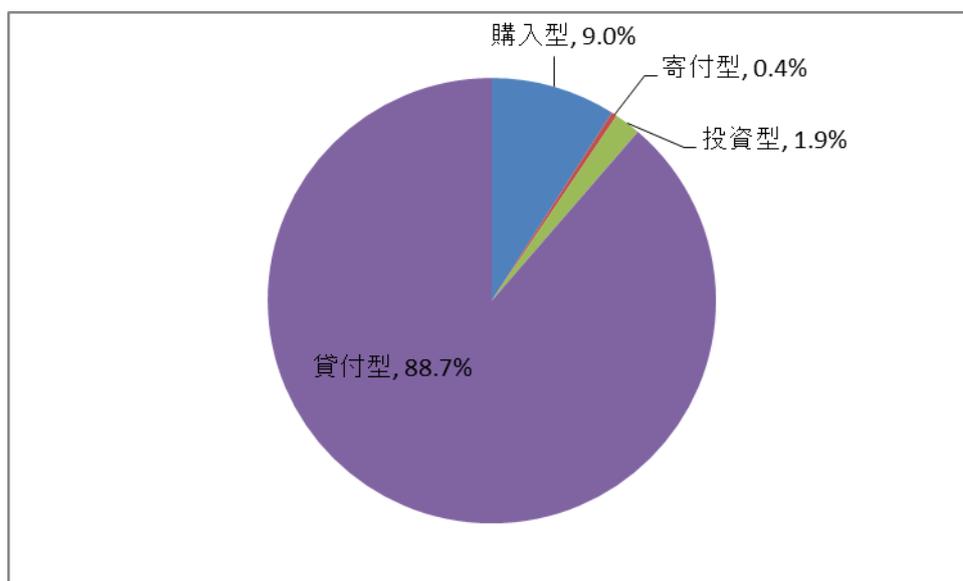
世界におけるクラウドファンディングの市場規模は、2013年は5,100億円、2014年は1兆4000億円である一方で、日本は2013年における市場規模は約6億円で、海外に比べるとまだまだ小さいのが現状であるが、今後の成長が期待されている。

クラウドファンディングには細かく分けると5種類あり、寄付型、購入型、貸付型、ファンド型、株式型があげられる。下の図はクラウドファンディングの構成比を表した図である。なお、下の図においてはファンド型と株式型は投資型としてまとめられている。

25

30

図 3-4 国内クラウドファンディング類型別構成比



(出典) 株式会社矢野経済研究所 (2016)

5 「国内クラウドファンディング市場の調査」  
<https://www.yano.co.jp/press/pdf/1573.pdf> より筆者作成

貸付型は、約 5000 億円とも言われる世界の CF 市場の 41%、国内では 70% を  
占めており、5 種類のクラウドファンディングの中でも最も割合が多い。貸付  
10 型の借り手側のメリットとしては低金利での借入の可能性が高いこと、資金の  
使用用途に制限がないので借り手側の自由度が高いこと、借入の際に保証人や  
担保が必要とされていないことが挙げられる。貸し手側のメリットとしては、  
少額からの投資ができること、銀行よりも利回りが高いことが挙げられる。し  
かし、貸付型には元本が保証されていないというリスクをはらんでいる。

15 次に、寄付型について見ていく。寄付型は資金提供者の善意に基づく見返り  
を求めない投資である。そのため、被災地支援や途上国の支援など社会的意義  
のある目的を達成する際に適している。借り手側は、自らの企画に資金調達者  
が共感してくれるように積極的に活動状況を発信しプロジェクトを透明化して  
いくことが必要である。寄付という性格上のために伸びに限界はあると考えら  
20 れている。

次に、購入型クラウドファンディングである。購入型とは資金提供者に金銭

以外のモノ、サービスを 提供する方法である。目標日までに一定額が集められなければ、それまでに集めた資金を提供者に払い戻す「all or nothing」方式が一般的である。2013年度のCF業界レポート(マスソリューション社5発行)によると、購入型クラウドファンディングは2012年に比べ2.34倍に増えている。日本は製造業部門の企業が多い為、リワードを用いた資金調達是有効な手段になると考えられる。具体的なリワードの例としては、完成品に支援者やスペシャルサンクス等として名前が入ったり、制作会議への参加が可能になったり、具体的な完成品を提供されたりすることが挙げられる。

株式型クラウドファンディングは未上場企業の株式出資を募る資金調達方法である。この制度は、2015年5月の金融商品取引法の改正と自主規制規則の整備により創設された方法である。ファンド型クラウドファンディングも同様である。従来、株式やファンドといった有価証券の勧誘には 金融商品取引業者の登録の義務が課せられていたが、その際に必要な資本金は最低でも株式では5000万、ファンドでは1000万であった。また、非上場株式の勧誘は日本証券業協会の自主規則で禁止されていた。そのため、ベンチャー企業は投資を受けることが難しい状況にあった。しかし、2015年の 法改正、規制緩和により、株式を取り扱う第1種金融商品取引業者の登録に関する最低資本金は5000万から1000万へと減額された。さらに、禁止されていた非上場株式の勧誘についても発行総額1億以内、一人当たり50万を上限にネットでの購入が可能になった。

株式クラウドファンディングは普通の株式投資とは同様に、企業が倒産したり事業が失敗したりした場合には投資金全てを失ってしまうというリスクがある。

そして最後にファンド型クラウドファンディングであるが、それは資金提供者が匿名組合を通じて出資を行い、事前に定めた方法で配当を受け取るものである。数年のスパンでの資産運用であり、ある程度リスクを伴う新規事業用の資金を調達するために実施される。資金提供者はその事業の将来性に期待し中期投資のリターンを狙い、事業の成果次第では予想外の利益を得る可能性を得られる。基本的に資金調達者に返済の責任は無いというメリットがある。後日出資者に支払う配当も事業の成果に応じた仕組みになっており、利子の高い借り入れよりも圧倒的に事業リスクを軽減できるのもメリットである。

クラウドファンディングにおける今後の課題は海外で今実際に起きている問

題の一つとして詐欺が挙げられる。ネットである目的のために出資を募り資金集めるだけ集め、実際には何の活動もしないという詐欺だ。これにより海外では多くの訴訟問題が起きている。

5 バランスの取れた金融システムの発展のためには、今後直接金融の機能向上を図ることが必要である。資金調達側の直接金融市場へのアクセスに関しては幾つかの課題が残されている。特に問題なのは、資金調達者としてのベンチャー企業の直接金融市場へのアクセスをどう改善するかという課題である。直接金融が進まない理由としては、企業の業績評価が困難であること、直接金融市場での評価が難しいこと、直接金融を利用するための情報開示コストが大きな負担となる、間接金融で十分な資金調達ができていると考える企業が多い、取引金融機関との良好な関係を維持したい、現状の経営権・経営体制を維持したいといったことが挙げられる。

15 このような状況の中、ベンチャー企業の資金調達を円滑化する観点から、私たちはVC（ベンチャーキャピタル）とエンジェル投資をいかに普及させていくか述べていく。

### 3-2 間接金融

#### 3-2-1 間接金融のシステムについて

20

まず、間接金融とは、お金の借り手と貸し手の間に金融機関などの第三者の存在がある資金調達方法である。ここでの貸し手は、銀行にお金を預けている預金者であり、企業は銀行を通じて間接的に預金者から資金を融資してもらっていることになる。

25 預金者は、自分の預けたお金が銀行によってどこの企業に資金を調達したのかわかることはない。またこの場合、もしも企業が倒産しても預金者がリスクを背負うことはない。そのため、銀行が破綻しない限り預金は守られるという安全性の高さというメリットがある。一方、デメリットとしては直接金融に比べ第三者を経由しているために金利が低いことが挙げられる。銀行融資や信用金庫による融資が間接金融に当たる。

30

### 3 - 2 - 2 銀行融資

5 昨今メガバンクによるベンチャー企業への支援が手厚くなっている動きも見られる。2015年6月、三大メガバンクのひとつであるみずほ銀行が、創業間もないベンチャー企業約400社を発掘し、100億円の融資を行った。担当する専門部隊を通じ、通常なら銀行融資の対象にならない赤字企業や少額の資金需要にも対応している。みずほだけでなく他の大手行も同様にベンチャー企業の育成に本腰を入れている。将来性の高い企業を早い段階から囲い込むことによって、グループ全体の取引に繋げることが狙いである。

15 このようにメガバンクからの融資が上がっている動きも見られるが、ベンチャー企業の場合、金融機関と借り手となるベンチャー企業の間には「情報の非対称性」が生じる。大企業は企業情報を広く開示しており、会計監査のシステムを確立されているため、財務状況の把握も容易に行えるのに対し、ベンチャー企業は企業情報が少なく財務データの完備も整っていないため、融資判断を通ることが難しくなる。さらに、この情報の非対称性が存在するため、金融機関が不透明でリスクの高いベンチャー企業と判断した場合には、返済義務を果たせるのか疑わしいとされる。もしも債務者（企業）がこの義務を果たせなくなった場合は、債務不履行となり、銀行は企業へ担保、保証を要求する。担保とは将来生じるかもしれない不利益にそなえ、あらかじめ補填の準備をすること、またはすでに生じた不利益についての補填をすることを指す。

25 通常の企業は、土地などといった不動産を担保にするが、起業したてのベンチャー企業では不動産を有している場合は少なく、ベンチャー企業が不動産を担保とすることは考えづらい。そういったベンチャー企業は債務不履行の際、経営者本人が借金を負う形になってしまう。そもそも、ベンチャー起業は社会的にまだ信用度も低く担保も少ない状態で、創業間もない経営者の個人保証のみで資金調達として必要な額を借りることが可能なのかも疑問である。また、もし融資を受けられたとしても高い利率を設定されるといった厳しい条件になるであろう。

地域の持続的な発展の為にはベンチャー企業の育成は欠かせない。ベンチャー企業の成長は産業の新陳代謝を促進させる。

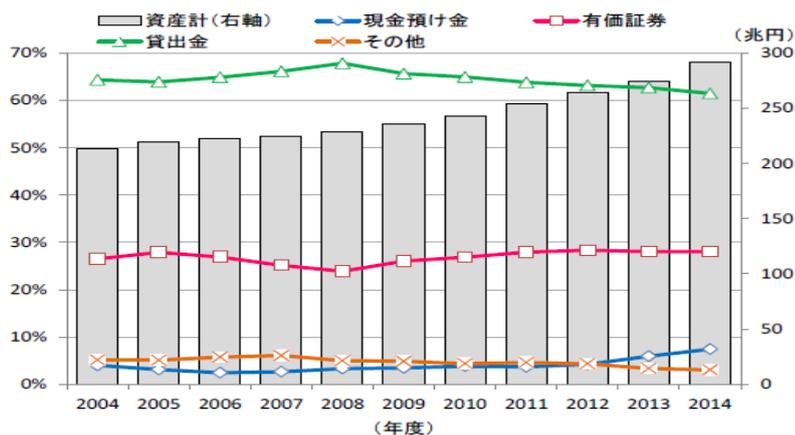
だが、ベンチャー企業の中には、技術やアイデアがあっても、主に資金面の問題に直面している企業も少なくない。そこで、一般社団法人全国地方銀行協会では、そのようなベンチャー企業に対して、事業計画の作成や創業手続きに関するサポートを行うとともに、創業資金の融資、企業育成ファンドからの出資を行っている。

一般社団法人全国地方銀行協会は、地方銀行 64 行の取組みを、平成 25 年度の地域密着型金融に関する取組み状況を取りまとめた。一般社団法人全国地方銀行協会とは、地方銀行の健全な発展を通じて金融経済の伸長に寄与し、もって公共の利益を増進することを目的とする一般社団・財団法人法上の一般社団法人である。

平成 25 年度の日本全国の地銀による「創業、新事業の開拓を目指す取引先へのサポート」の事例は、全 74 事例公開されている。具体的な事例としては、①北海道銀行のファンドを利用した支援の取り組み、②筑波銀行による地域ベンチャー企業の育成・支援機能強化、③千葉銀行による公的支援策活用や外部機関との連携によるベンチャー企業への多面的な経営支援などが挙げられる。

ただ、現状として地銀における預金量は年々増加傾向にあるのに対し、貸出金はその増加分ともなった上昇は見られない。集めたお金が貸出には回らず、預貸率は低下しているのだ。

図 3-5 地方銀行の資産構成（比率、残高）



(出典) 日本銀行(2015) 「民間金融機関の資産・負債」

[http://www.boj.or.jp/statistics/asli\\_fi/index.htm](http://www.boj.or.jp/statistics/asli_fi/index.htm)より引用

第二次安倍政権のアベノミクスにおいて「地方創生」が掲げられているが、  
5 地方の活力向上のために、その地域ごとのベンチャーの成長は欠かせない。更  
にそのためには地方金融機関からベンチャーへの融資は必須である。ベンチャ  
ー企業は問題点でも述べたように、企業情報が少なく財務データの完備も整っ  
ていないことや、土地などの担保を持っているケースが少ないことから、融資  
10 判断の通過は困難だ。しかし資金調達がしづらい状況では、ベンチャーの成長  
は見込まれない。ベンチャーが資金調達を円滑に行う為に、地方金融機関は正  
しい融資審査を行うことが要求される。そのために、そのベンチャーの事業に  
対する専門的な知識を有することが鍵になってくる。地方金融機関の人材を育  
成したり、外部専門家を活用したりすることによって、ベンチャーに対して正  
15 しい判断を行える。地銀をはじめとする地方金融機関自身がリスクを負うこと  
によって、ベンチャーは資金調達が可能となり、ベンチャーの活性化が実現さ  
れるのだ。

地銀による融資手法としてリレーションシップバンキングが挙げられる。リ  
レーションシップバンキングとは、金融機関が借り手である顧客との間で親密  
な関係を継続して維持することで、外部において入手しにくい借り手の信用情  
20 報などを入手し、その情報をもとにして貸し出し等の金融サービスを提供する  
ものである。メリットとしては、貸し出し時の審査コスト等の軽減や早期の事  
業再生支援が可能になるといったことが挙げられる。2002年10月の金融再生  
プログラムにおいて、特に中小・地域金融機関(地方銀行、第二地方銀行、信用  
金庫、信用組合)を中心に、検討の必要性が盛り込まれた。05年3月公表の新  
25 アクションプログラムでは、具体的な取り組みとして、地域企業の創業・新事  
業支援機能等の強化、取引先企業の経営相談等の強化、早期事業再生に向けた  
取り組みなどを挙げ、地域密着型金融の一層の推進を目指している。

しかし、2節で述べたように、ベンチャー企業は企業情報が少ないために、長  
期継続的な取引関係を構築することを必要とするリレーションシップバンキン  
30 グは対応しにくいのが現状だ。

### 3 - 2 - 3 信用金庫

信用金庫とは、日本において預金の受け入れ、資金の移動や貸し出し（融資、  
5 ローン）、手形の発行などを行う金融機関の一つである。信用金庫法によって設  
立された法人で、現在全体で 100 兆円を超える資金を運用し、地元の中小企業  
を中心に 60 兆円強の資金を融資するなど、地域経済社会に確固たる地位を築い  
ている。2016 年（平成 28 年）3 月 31 日現在、全国に 265 の信用金庫が存在す  
る。

10 一般的に創業時のメイン口座は、信用金庫が原則だ。信用金庫は地域密着型  
であり、ベンチャー企業のような創業して間もない小さな企業の資金需要にも  
応えようとする。また、顧客・ビジネスパートナーの紹介や情報提供にも手厚  
い。しかし、信用金庫からの融資にはデメリットも存在する。まず第一に、金  
15 利が高いのだ。その原因は、信用金庫自身の資金調達是一般顧客からの預金  
に頼っており、資金市場から調達する比率がメガバンクに比べると劣っている。  
また、貸出規模が小さく顧客あたりの事務コストがかさむことが挙げられる。  
信用金庫の金利は、地銀の+0.5%、メガバンクの+1%に値するのだ。そして、信  
用金庫には卒業制度というものが存在する。信用金庫を利用できるのは「従業  
20 員数が 300 人以下」もしくは「資本金が 9 億円以下」の少なくともどちらか一  
方を満たしている事業者に限られる。事業が拡大して条件を満たせなくなつた  
ら、信用金庫から卒業しなければならない。しかし、現在は卒業生金融制度と  
いうものがあるため、卒業しても直ちに信用金庫と縁が切れるわけではない。  
卒業生金融とは卒業して会員資格を失った事業者に対する期限付きの融資であ  
る。

25 地域の信用金庫ごとに融資条件は異なるが、銀行と比較して融資ハードルは  
低い。信用金庫からの資金調達は、高金利の負担が発生するが、銀行の審査を  
通りにくいベンチャー企業にとっては簡単な方法である。

### 3 - 3 公的融資

30

### 3 - 3 - 1 公的融資とは

ベンチャー企業への間接金融による融資は、二つのタイプに分類される。民間金融融資と公的融資だ。民間金融融資とは、今まで述べてきたような銀行や信用金庫による融資である。日本政策金融公庫や信用保証協会が挙げられる。先程も述べたように銀行からの資金調達は、企業情報も無く土地などの担保も無い

5 ため、債務不履行とされ融資を受けづらい。そこで、公的融資である国民生活金融公庫などの公的融資は、一般の金融機関からの融資を受けることが困難で、国民が必要とする

10 国民生活金融公庫とは、2008年10月1日まで存在した、国民生活金融公庫法に基づく政策金融機関たる特殊法人である。独立して継続が可能な事業の資金のうち、一般の金融機関からその融通を受けることが困難で、かつ国民大衆が必要とするものを供給した。現在、国民生活金融公庫は解散し株式会社日本政策金融公庫に業務移管された。

15

### 3 - 3 - 2 日本政策金融公庫

日本政策金融公庫は、平成20年10月1日、国民生活金融公庫・農林漁業金融公庫・中小企業公庫・国際協力銀行の4つの政府系金融機関が統合し、発足された。平成24年4月1日、国際協力銀行が分離独立をした。

20 3つの事業があり、まず1つ目は国民生活事業だ。これは国民一般向け業務であり、業務内容は、小口の事業資金融資・創業支援地域活性化支援・国の教育ローン、恩給共済年金等を担保とする融資である。2つ目は、農林水産事業。これは、農林水産業者向け業務であり、業務内容は担い手を育てて支える農林水産業者向け融資・食の安全の確保、農食連携を支える食品産業向け融資・コンサルティングやビジネスマッチング等の経営支援サービスがある。最後に3つ目は、中小企業事業である。これは、中小企業者向け業務で、業務内容は中小企業への長期事業資金融資・イノベーション支援、海外展開支援、再生支援・信用保証協会が行う中小企業の借入等に係る債務の保証についての保険の引受

25

30 などがある。

日本政策金融公庫では、ベンチャー企業の支援を行う事業があり、積極的に支援するため、平成 24 年 4 月から国民生活事業ではイノベーション企業の審査を全国 15 ヶ所の創業支援センターで実施する態勢を構築、中小企業事業では本部に新事業室を設置した。両事業が情報共有をし、一体的に中小・ベンチャー

5

企業のサポートを行っている。  
新事業室では融資手続きを行う。成長性の高い中小・ベンチャー企業の融資

⇒資本性ローン等を活用した政策性の高い融資の実施。  
そして支店サポート。全国の支店に対する新事業推進に関するサポートを行っ

ている。  
10 また、創業支援室（国民生活事業本部）では創業支援策の企画を行っており、  
h p での p r ・創業セミナーの実施・メールマガジンの配信をしたり、融資制  
度等の企画（資本性ローン等のどうんっゆうを企画）をしている。他に、支店  
等のサポートとして、全国 15 ヶ所の創業支援センター、152 の視点が実施する  
新事業推進策のサポートを行っている。

15 上記の新事業室と創業支援室が情報共有を行う。

実例として、京セラ創業三年目時、当時の専務が銀行に設備投資の資金を借  
りようとしたところ、担保も無く融資を受けられなかった時、当時の中小企業  
金融公庫の支店長は創業初年度から 3 年間 10 数パーセントの利益をあげている  
という実績と努力を認め、今後融資を受けようとする設備を担保に貸出を行う  
20 ことを決定した。この決定はそれまでの金融機関の常識では、非常にリスクの  
高い決定だったが、このおかげで今日の京セラが存在しているのである。この  
ように成長性のあるベンチャー企業が将来日本を支える大企業へ成長するケー  
スもあるため、ベンチャー企業への支援は非常に重要である。

### 25 3 - 3 - 3 信用保証協会

信用保証協会とは、起業家が金融機関から事業に必要な資金を借り入れる時、  
信用保証協会が保証人になることによって、借入を容易にし、中小企業の支援  
を行うことを目的に、都道府県・市区町や金融機関から出えん金や負担金によ  
り設立された公的な保証機関で、各都道府県に設置されている。先程から述べ  
30

ているように、ベンチャー企業は土地などの担保を持っておらず、銀行からの融資を受けにくい。そういった場合に非常に有効な機関である。

信用保証協会付き融資の中でも、起業家向けの融資として、自治体の制度融資（創業融資）がある。

- 5 制度融資（創業融資）とは、都道府県や各市町村などの地方自治体が、起業家や中小企業へのサポートを目的とした制度を利用して、融資を行うことをいう。基本的には、銀行などが窓口となり、自治体から預かる預託金を用いて融資を行う。

- 10 制度融資（創業融資）は、自治体の管轄する会社（自治体内に本拠を置く会社）が対象で、数多くの自治体が複数の融資を設けているが、融資の内容や条件は各自治体により異なる。

- 15 制度融資にはメリットとデメリットが存在する。メリットとして主に挙げられるのは2点ある。まずは同じ公的融資である日本政策金融公庫の創業支援融資よりも金利が低いことである。創業支援融資の年利が1~2%であるのに対し、制度融資は自治体によって異なるが1%未満の年利で融資を受けられる場合もある。これは自治体が利子の一部を負担しているためだ。2つ目は融資を受けやすさである。預託金を支払う自治体が民間金融機関に対し企業への積極的な融資を促しているため比較的融資の審査が緩くなるのだ。

- 20 また、デメリットは融資申込から実行までの期間の長さが挙げられる。自治体での事業計画の添削や審査、銀行での審査、信用保証協会での審査と、3段階の手続きがあるため、日本政策金融公庫の融資と比較すると、創業支援融資は日本政策金融公庫内での審査のみであるため、信用保証協会による制度融資は融資を得るまでの時間が長いのだ。

## 25 第4章 課題に対する政策提言

4-1 スタートアップ企業に向けた政策提言「エンジェル税制適用株式型CFの導入」

- 30 我々はスタートアップステージのベンチャー企業に対するリスクマネー供給

手段として、「エンジェル税制適用株式型 CF」を提言する。

日本で普及していない株式型 CF であるが、現在株式型 CF を利用したベンチャー企業への投資が注目されてきている。2015 年にアベノミクスの成長戦略第 3 の矢として金融商品取引法の改正が行われた。今まで未上場の企業の株式を  
5 購入することは日本で禁止されていたが、今回の法改正により未上場のベンチャー企業でもインターネットを利用した証券を扱いやすくなった。内容としては、「第一種電子募集取扱業者」、「第二種電子募集取扱業者」という、参入要件が緩和された金融取扱業者の類型を新設したことだ。新たに作られた要件としては「第一種・二種少額少額電子募集取扱業者」というもので、「少額」とは  
10 ①投資可能額は 1 人につき 50 万円以下であること。②1 年間で企業が募集できる金額は 1 億円未満であることだ。この条件が適用された理由としては、創業間もない企業は業績・経営状況が安定せず、経営赤字や倒産のリスクが高く、こうしたリスクによる投資家への損失を軽減させようとしたためだ。株式を取り扱う業者は「第一種少額電子募集取扱業者」に区分され、非上場の株式、新  
15 株予約権について少額の要件を満たす電子募集取扱業務を行う場合には、最低資本金として 1000 万円を用意すれば第一種少額電子募集取扱業者としての登録ができるようになった。「少額」ではなく通常の第一種金融商品取扱業者は最低資本金として 5000 万円用意する必要があるという要件からかなりの緩和が行われた。

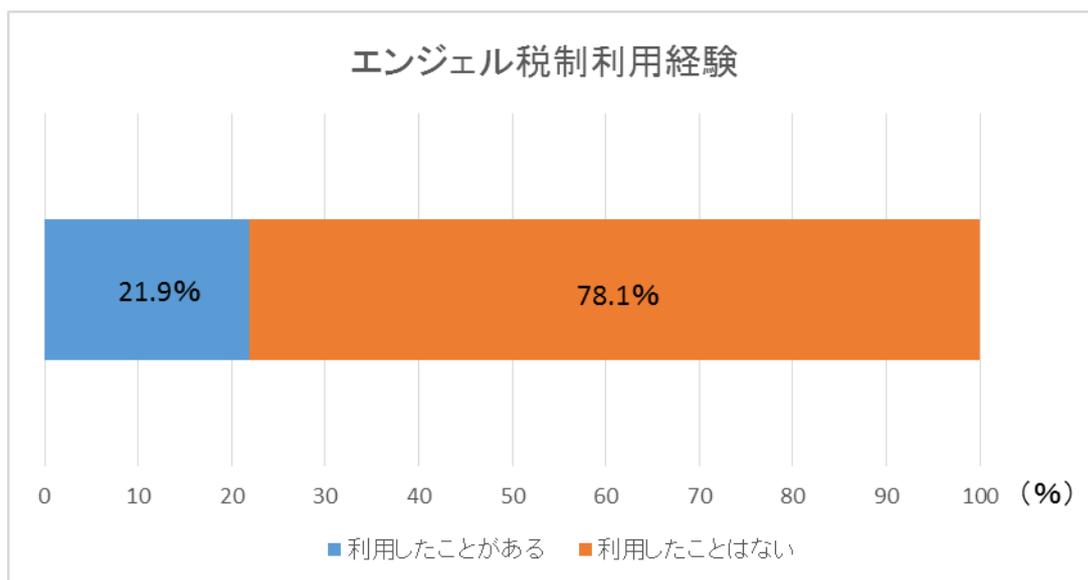
20 現在では証券会社「AIP 証券」運営している投資型 CF 業者である「スマートエクイティ」は日本初となる株式型 CF の募集開始を発表している。正式な開始日時は決定していないが、今後スタートアップ期のベンチャー企業のリスクマネー需要に対する貢献が大いに期待できる。

我々はこの現在注目されている株式型 CF にエンジェル税制を適用させること  
25 とで、さらなるリスクマネー供給の増大が期待できると考えた。実際にこの CF でベンチャー企業に対して出資を行い、エンジェル税制による優遇措置を受けることで、これまでよく把握していなかったエンジェル税制のメリットにも気づくことが期待できる。

30 2015 年にエンジェル税制の改正が行われ、ベンチャー企業投資を行うエンジェル投資家に対する税制上の優遇処置が与えられた。しかしながら、エンジェ

ル投資家の増加はわずかなものにとどまり、飛躍的な伸びにはつながっていない。下の図は個人投資家を対象に行ったアンケートであり、エンジェル税制を利用したことがあるかの調査を行った。結果として利用したことのある投資家は全体の 20% であり、エンジェル税制が個人投資家にとってリスクの高いベンチャー企業に対して投資を行うインセンティブにはなっていないと考えられる。

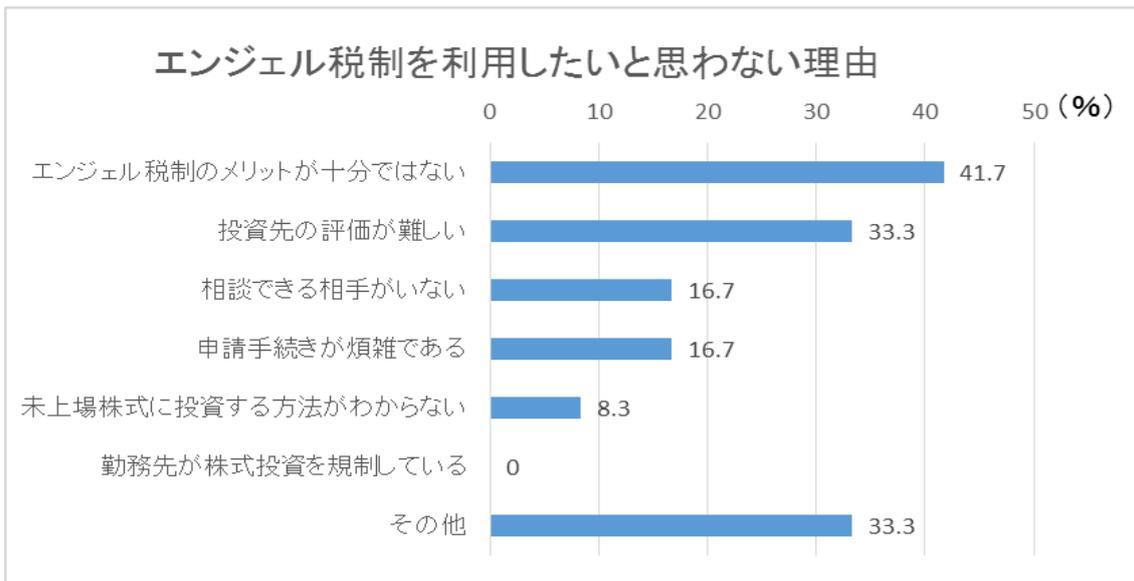
図 4-1 エンジェル税制利用経験



(出典) 野村総合研究所(2014) 「平成 26 年度 企業・ベンチャー支援に関する調査」 [www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/2015fy/001074.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf) より筆者作成

個人投資家がベンチャー企業に対して投資を行わない理由としては、大きく分けて 2 つ挙げられる。1 つ目はベンチャー企業に投資を行うことにリスクを感じる事。そしてもう 1 つはベンチャー企業に対する情報が少なく、どの企業に投資を行えばよいのかわからないというものだ。

図 4-2 エンジェル税制を利用したいと思わない理由



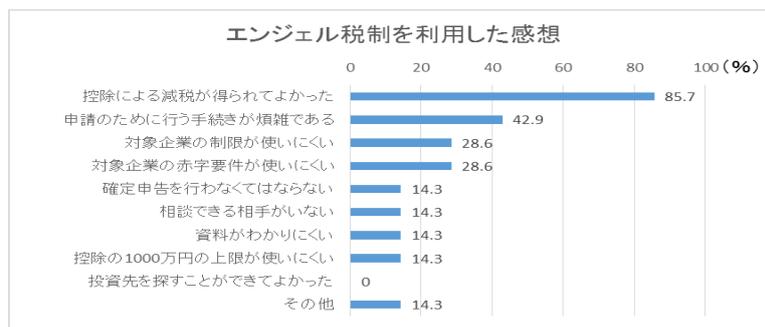
(出典) 野村総合研究所(2014) 「平成 26 年度 企業・ベンチャー支援に関する調査」 [www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/2015fy/001074.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf) より筆者作成

5

まず 1 つ目のリスクに関する問題だが、日本人の特徴である、リスクをとることを避ける安定志向の考えでは、確かにベンチャー企業に対して投資を行うことは難しい。アメリカの個人投資家のような、リスク許容度の高い投資家にしていくということも非常に困難であろう。そもそも本当に日本のエンジェル税制はメリットが十分ではないのか、ということも疑問点として挙げられるが、同調査でエンジェル税制を利用した人の感想として一番多かった回答は、控除による減税を受けることができ良かったというもので回答者の 8 割以上がそう答えている。

10

15 図 4-3 エンジェル税制を利用した感想



(出典) 野村総合研究所(2014)

「平成 26 年度 企業・ベンチャー支援に関する調査」

[www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/2015fy/001074.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf) より筆者作成

5 さらに海外のエンジェル税制と比較をしても日本の優遇措置は他国と何ら遜色はないといえるだろう。したがって、エンジェル投資家を増やしていくための解決策としてはエンジェル税制の改正ではなく、他にあると考えられる。

そこで我々は日本人投資家のベンチャー企業に対する投資を促進していくために、注目度の高い株式型 CF にエンジェル税制を適用させることを提言する。

10 さらに、個人投資家がベンチャー企業に対して投資を行わない 2 つ目の理由として挙げられていた、ベンチャー企業の情報の少なさは、改正金融商品取引法により投資型クラウドファンディング業者に対して「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」を義務づけたことで改善が見込まれる。さらに掲示板等を利用した出資者とベンチャー企業との対話の  
15 場を設けることで、企業の信頼度を出資者に対して示すことができると考える。

この「エンジェル税制適用株式型 CF」は「貯蓄から投資へ」という動きを活発化させるためには非常に有効な手段であると考え、ベンチャー企業にとっても今後重要な資金調達源になることが期待できる。

20

4-2 アーリー・ミドルステージ企業に向けた政策提言「種類株の発行による  
リスクマネー供給の増大」

我々はアーリー・ミドルステージにおけるベンチャー企業へのリスクマネー  
25 供給を促すために「種類株」の発行を提言する。

種類株とは、優先的に配当を受けられる権利や、株主総会において拒否権を持つことができるなどといった普通株式とは異なる権利が付いている株式のことである。会社法においては 2 種類以上の株式を企業が発行すればそれらの株式は種類株となり、普通株とは異なる権利を有する株式は「優先株式」と呼ばれることが一般的だ。  
30

種類株式に付けられる権利は大きく分けて2種類ある。1つは配当金が優先的に与えられるような経済的価値を有するもので、もう1つは株主総会において議決権を持つことができるような支配的価値を有するものである。

種類株式を利用することのメリットはベンチャー企業と投資家双方にある。

- 5 まずベンチャー企業、つまり種類株発行者のメリットとしては、経済的権利を付けた優先株式と普通株式には価格差が存在し、その価格差を利用することによって企業家の株式持分の希薄化を抑えながら大規模な資金調達が可能となることだ。通常優先株式は普通株式よりも価格が高いのだが、そのメソッドとしては、普通株式は会社設立時に企業家に対して発行されるものであり、一方
- 10 で優先株式は主にアーリーステージに入ったベンチャー企業が投資家に対して発行するものである。したがって普通株式と優先株式の発行には時間差が存在し、企業が成長する中で株価も上がり、優先株式を発行するときには企業の株価も上がっているのだ。さらに優先株式には普通株式にはない権利が付されているため普通株式よりも価値があるとされ価格が上がるのだ。これにより優先
- 15 株式と普通株式に価格差が生まれる。

持ち株比率は企業にとって非常に重要なものであり、投資家の持ち株比率が高くなれば企業の経営決定権を投資家が持つということにもなりかねないため、優先株式発行は株主による支配を回避することができる。ちなみに持ち株比率による権利は以下のようにになっている。

- 20 ・発行済株式の100%を保有

全てを自分の意志で決定することが可能となる。

- ・発行済株式の2/3以上を保有

株主総会の特別決議が可能となる。特別決議とは定款の変更、取締役の解任、合併や解散など企業における重要な決議のことだ。

- 25 ・発行済株式の1/2超を保有

株主総会において、単独での特別決議は不可能だが、普通決議が可能になります。過半数ならばその会社で一番権力を有することとなるため、株主総会の決議においてはある程度の決定権を持つといえる。

次に投資家側のメリットとしては大きく分けて2つ挙げられる。

- 30 1つ目はダウンサイドリスクの低減だ。これは優先株式の中でも残余財産の

優先分配権などが付されている優先株式を購入した場合に可能となる。残余財産の優先分配権とは、投資した企業の残余財産を出資額まで優先的に分配される権利のことをいい、それ以上の分配を受けられる「参加型」と出資額までの分配を受けられる「非参加型」という種類がある。したがってこの優先株式に投資を行った投資家は少なくとも出資額までの配当は受けることができるため、

5  
10  
15  
20  
25  
30  
35  
40  
45  
50  
55  
60  
65  
70  
75  
80  
85  
90  
95  
100

もう1つのメリットは、ガバナンスの強化である。種類株式の中には議決権や拒否権といった株主総会においての権利行使を行うことができる権利を有するものが存在する。先に挙げた企業側のメリットである、「株主による支配の回避」をこの権利を付することにより優先株式でも株主総会において投資家の意思を反映させることができるようになる。

現在日本では種類株式の定着度は低く、VC等からの投資は普通株式によって行われるのが一般的である。

15 図4-4 VC及び投資事業組合による年間投融資状況

	社数	割合	金額	割合
普通株式	554社	67.9%	63920百万円	79.9%
種類株式	137社	16.8%	8519百万円	10.7%
社債	60社	7.4%	5389百万円	6.7%
その他投資	64社	7.8%	1877百万円	2.3%
融資	1社	0.1%	270百万円	0.3%

(出典) 経済産業省(2011) 「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」 <http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g111202a01j.pdf>

より筆者作成

20  
25  
30  
35  
40  
45  
50  
55  
60  
65  
70  
75  
80  
85  
90  
95  
100

この表のようにVCや投資事業組合による投資の8割近くが普通株式によるものであり、種類株式は10%程度になっている。

企業と投資家双方にメリットのある種類株式であるが、日本に未定着であるのには2つ理由が挙げられる。

25  
30  
35  
40  
45  
50  
55  
60  
65  
70  
75  
80  
85  
90  
95  
100

1つ目は税務上の種類株式の取り扱いだ。アメリカではVC等の外部投資家に対して様々な権利が付されている種類株式を発行し、経営陣に対して種類株式よりも価格の安い普通株式を発行するというのが一般的だ。理由としては種

類株式を VC に対して発行することで、十分な資金調達を行い、かつ創業者の保有株式の希薄化を抑えることができるからだ。また、経営陣が普通株式を対象としたストックオプションを発行することで、事業成功時に経営陣への報酬が上がることを期待できるため、経営陣の成功時のインセンティブを付与することができるのだ。

ストックオプションとは自己資金の少ない企業が経営陣に対して多額の報酬を現金で交付することができない代わりに、役務提供の対価として、新株予約権を取得する権利を与えるというものだ。

ストックオプションを魅力のあるものとするためには、種類株式の発行価格と普通株式を原資産にするストックオプションの行使価格の価格差を利用する必要がある。

例として優先株式の発行価格が 1 株 100 円で 10 万株の投資を受けたとし、その直後に経営陣に対して税制適格ストックオプションを 1 個 10 万株分に付与した場合、優先株式と行使価格に価格差がある時、例えば普通株式の行使価格が 50 円であった場合、ストックオプションの対象とされた普通株式は、譲渡時の優先株式の価格が 120 円であるとする、価格差 70 円×10 万株=700 万円分の価格インセンティブが発生するのだ。優先株式の価格と行使価格の差が大きいほど投資インセンティブは上昇するのだ。

しかしながら、日本ではこの価格差があまり生まれてない。理由としてはストックオプション発行の際に、直前に発行した優先株式の価格よりも低い権利行使価額にすると、ストックオプション税制上非適格とみなされるリスクを恐れ権利行使価額を上げて優先株式との価格差を小さくしてしまうからだと考えられる。

2 つ目の問題点として挙げられるのは、合併等における対価における優先的分配権の法制上の取り扱いについてだ。

日本ではベンチャー企業への投資資金の回収方法として、企業が上場し株式公開を行った時に投資家は株式を売却するというのが一般的とされている。そのほかにも M&A といった合併等が行われたことによる投資資金回収もある。

しかしながら、日本の法制では合併等における対価の優先的な分配についての権利を定款に掲載することが認められていないため、投資契約や株主契約に

において規定している場合が多いのだが、株主構成変更のたびに契約の改定が必要となるため、効力・利便性が劣ってしまうのだ。

上に挙げた二つの問題点であるが、実際にはどちらも税制、法制上認められているのだ。問題点は税制・法制上にあるのではなく、実務における活用方法がまだ確立されていない、制度についての理解が不十分であるという所にあると考えられる。

これらに関しては、アメリカにおける種類株の発行モデルを経済産業省のホームページに記載する。公的支援機関のベンチャー経営指導の際に種類株発行を促し、その際に発行に関するノウハウを指導することで解決に向かうことが期待される。

#### 4-3 レイターステージ企業に向けた政策提言「トランザクションレンディングによる融資」

現在の地方銀行による融資を企業が受けるためには、その企業の信用力を示すための担保等が必要となっている。したがって、ベンチャー企業が銀行からの融資を受けることは困難になっている。

不動産を担保とせず、現段階での売上や業績等で融資の実行を判断する ABL や、信用保証協会による信用を受けることで銀行からの融資を受けられるようになることはあるが、創業から一定期間経っていること等が条件となっており、ベンチャー企業がすぐに資金を調達するという事は難しい。

そこで我々は現在注目されている Fintech を利用した資金調達手法を提言する。具体的には Fintech を用いて、トランザクションレンディングによるベンチャー企業の地方銀行からの資金調達を行おうという取り組みだ。

そもそも Fintech とは「Finance(金融)」と「Technology(技術)」という言葉を組み合わせた造語であり、最新の IT 技術を利用した金融サービスのことを指している。代表的なものにブロックチェーンやビットコインが挙げられ、その中の一つとしてトランザクションレンディングがある。

トランザクションレンディングとは「取引の履歴や売上を参考にした融資サービス」のことを指し、現在ではインターネット通販サイトを運営する企業が

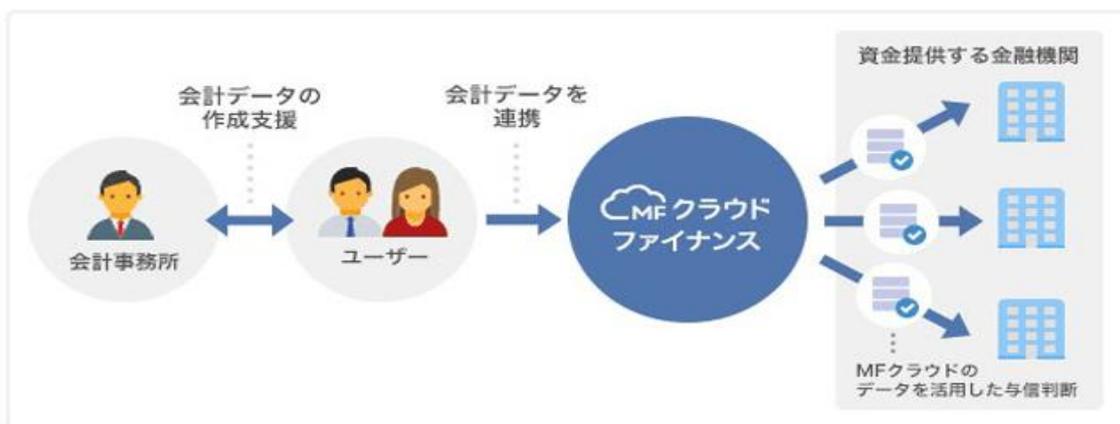
このトランザクションレンディングを多く利用している。融資の特徴としては、担保や保証を調達側が用意する必要はないということだ。融資をする企業が融資を受けている企業の日々の売上を一時的に保有することで、その売上を担保とすることができるのだ。これにより、もしも融資を受けている企業の返済が滞っている場合でも、売上から融資額の回収を行うことができるようになるのだ。基本的にインターネット通販サイトを運営する企業による融資の対象はその企業の通販サイトに来店をしている企業という条件があるため、他の企業がそれらから融資を受けることは不可能ではあるが、来店する企業にとっては非常にメリットの多いサービスであると考えられる。

10 このサービスを地方銀行からベンチャー企業への融資を行う際に利用することでレイターステージ企業の資金調達を円滑に行うことが期待できる。

「株式会社マネーフォワード（以下 MF）」ではビジネス向けのクラウド型会計ソフトを利用した Fintech サービスである「MF クラウドファイナンス」を 2016 年夏より始めている。仕組みは以下の図のようになっている。

15

図 4-5 MF クラウドファイナンスの仕組み



(出典) 株式会社マネーフォワード HP <http://corp.moneyforward.com>

より引用

20

このサービスは、MF と資金融資を行う金融機関、審査の基礎となるデータを作成するうえでのサポートを行う会計事務所が連携することで成り立つ。担保や保証人を必要とせず、事業者の銀行口座やクレジットカードの取引情報、

商品の仕入れ・販売状況、会計・決算情報などを用いて与信の審査を行い、融資するという点から、このサービスはトランザクションレンディングであるといえる。

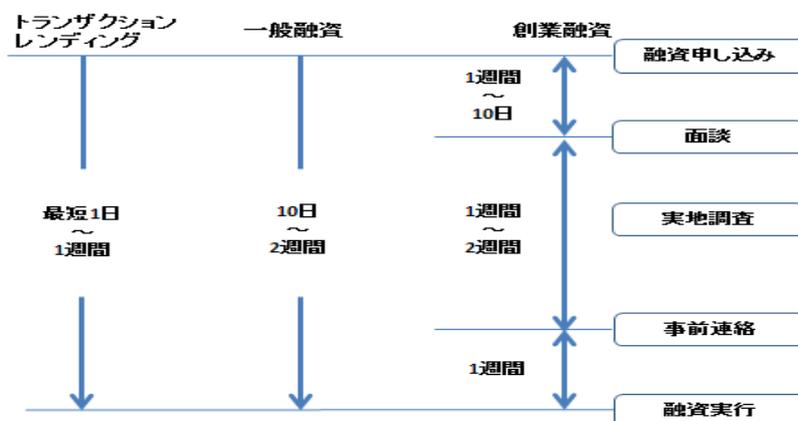
トランザクションレンディングのメリットを、融資を行う側と受ける側の2つの視点から挙げると、まず融資を行う側のメリットとしては、先にも挙げたように売上を担保とすることで、貸し倒れのリスクが少なくなるということだ。創業して間もない企業は、売上や業績が安定していないため、経営難に陥る可能性が高いため、金融機関にとってはベンチャー企業に融資を行うことは非常にリスクを伴うものであった。

2つ目のメリットとしては、ITによる会計サービスを利用することで常に企業のリアルタイムでの売上や業績を知ることができることだ。これにより融資の審査の短縮と確実性が増し、金融機関としてもベンチャー企業に対して貸し渋りをすることが少なくなると考えられる。

融資を受ける企業側のメリットは担保が不必要であることと、融資の申し込みをしてから実行までの期間の短さが挙げられる。

一般的な金融機関からの融資や創業融資の、融資申し込みから実行までの期間と、トランザクションレンディングでの融資期間を比較したものが以下の図のようになっている。

図 4-6 融資申し込みから実行までの期間



(出典) 資金調達 net <http://www.shikin.net/moushicom> より筆者作成

5 運転資金を自己資金で賄うことが困難なベンチャー企業にとっては、資金を利用したいときにすぐに調達を行えることは非常に魅力的である。また常にインターネット上で売上データの蓄積が行われているため、企業は決算書を作成する必要がない。決算書の内容が正確でない、不十分である等の理由で金融機関からの融資を断られるというケースもあり得るため、そういった心配もい

5 なくなるのだ。

地方銀行によるベンチャー企業への融資が拡大することで、地域活性化にもつながり、新たな企業家の増大につながることも期待ができると思う。

#### 10 4-4 公的支援に対する政策提言「人材確保」と「事業化支援」

15 現在日本では政府によるベンチャー企業に対する公的支援として、信用保証協会による制度融資や、日本政策金融公庫による補助金など資金面での支援のほか

15 環境も整備されている。ベンチャービジネスの盛んなアメリカと比較をしても支援環境

15 に関しては遜色がないといえる。しかしながら1章でも述べたように日本の開・廃業率は他国に比べて低く、ベンチャー企業に対する投資も活発に行われていないことが現状である。つまりベンチャー支援が多様に存在しているにも関わらず、それらがうまく機能していないことが考えられる。

20 そこで我々は、「公的支援機関の人材確保」と「事業化支援の強化」を提言する。

25 まず「公的支援機関の人材確保」だが、本章2節で挙げたような「種類株式発行」

25 においての問題点では、企業の税制・法制に関する知識不足が挙げられていた。さら

25 にベンチャー企業の課題として、経営ノウハウや必要書類の作成知識が不十分であることも考えられる。そこで公的支援機関による企業への直接的な支援が必要であると考え、支援機関に専門性の高い人材を確保させることを提案する。例えば税制・法制に関する知識や決算書の作成に関しては公認会計士による指導を行うこと、そして経営指導に関しては、日本においてはまだ多く存在するわけではないがベンチャー企業でIPOを行い成功を収めた起業家や、アメリカでベンチャー企業経営の経験を持つ起業家などによる指導が

30

有効だと考えられる。

次に「事業化支援の強化」であるが、日本では代表的なものとして SBIR 制度（中小企業技術革新制度）が挙げられる。SBIR は中小企業者の事業化活動を支援する制度であり、具体的には研究開発のための補助金や委託費を提供している。現在 SBIR では中小企業の実業化支援として、平成 20 年度から「多段階選抜方式」の導入が開始された。これは中小企業の研究開発費に関して、従来では研究開発から事業化まで一元的な支援を行っていたのだが、「多段階選抜方式」では事業化までをフェーズで分けることで研究開発の事前調査の段階で研究開発・事業化の実現可能性を調べ、次のフェーズに進む段階で事業者の選抜を行うことを決めた。これはアメリカの SBIR で行われているものと類似していて、事業化を目指す企業の競争力の活性化につながっている。アメリカでは研究開発段階の次のフェーズである事業化に入った企業に関しては、実際に製品やサービスの販売先を見つけるための支援である「販路開拓支援」を行っている。VC への紹介や大企業とのマッチング、さらには政府が最初の買い手となるなど、具体的な事業化支援を行っている。

日本でも資金面での支援に加えて、事業化の際に他企業とのマッチングの場を作る等の支援を行うことでベンチャー企業の活性化が期待できると考える。

おわりに

し渋りを少なくするために、担保や保証人を必要とする融資の他に、日々の売上や業績を参考にした「トランザクションレンディング」による融資を提案した。これは中小企業への一般的な融資手法である「リレーションシップバンキング」とは対にあるものであるが、完全にそれを否定しているわけではない。

「リレーションシップバンキング」の良さを理解したうえで新たな資金調達手法として審査時間も短縮されるものを提案した。公的融資に関しては、資金面での支援は充実していると感じた我々は、ベンチャー企業が事業化に向け本稿ではベンチャー企業は中小企業とは異なり成長意欲が高いことを考慮したうえでの、円滑な資金調達手法の政策提言を行った。

資金調達の現状では直接金融と間接金融、公的融資に分けてそれぞれを分析した。直接金融の課題としては、いかに日本人投資家がリスクのあるベンチャー

企業に投資を行いやすくなるのかという点に焦点を当て、主に投資家のリスクを軽減させるような提案を行った。間接金融に関しては、金融機関の貸た取り組みに対する支援を公的機関が行うべきであるとし、その提案を行った。

これらの政策提言が行われればベンチャー企業に対する円滑な資金調達が期待できる。

10

15

20

25

## 参考文献

- 武藤健（2010） 「金融危機後のベンチャー企業の資金調達に関する新しい潮流」株式会社 NTT データ経営研究『情報未来 No. 35 変革に立ち向かう日本企業』2010年1月
- 5 <https://www.keieiken.co.jp/monthly/2010/1001-1/index.html>
- 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2013）「図表目次」内閣府経済財政政策白書等『日本経済 2013-2014 デフレ脱却への闘い、次なるステージへ』2013年12月
- 10 [http://www5.cao.go.jp/keizai3/2013/1225nk/img/n13\\_2\\_3\\_12z.html](http://www5.cao.go.jp/keizai3/2013/1225nk/img/n13_2_3_12z.html)
- 一般財団法人エンチャーエンタープライズセンター（2014） 「2014年ベンチャー企業向けアンケート調査」『ベンチャー白書 2014-ベンチャービジネスに関する年次報告』2014年12月
- 15 [http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2014\\_12\\_ver2.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2014_12_ver2.pdf)
- 経済産業省（2015）「平成26年度起業ベンチャー支援に関する調査 エンジェル投資家等を中心としたベンチャーエコシステムについて」 株式会社野村総合研究所 2015年3月
- 20 [http://www.Gmeti.go.jp/reti\\_lib/report/2015fy/001074.pdf](http://www.Gmeti.go.jp/reti_lib/report/2015fy/001074.pdf)
- 経済産業省 「エンジェル税制の対象要件」経営イノベーション事業化促進 新規産業室 エンジェル税制のご案内
- 25 <http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/subject/>
- 経済産業省（2009） 「ベンチャー企業の経営危機データベース～83社に学ぶつまずきの教訓～」政策について 経済産業 経営イノベーション・事業化促進
- 2009年
- 30 <http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/kikidatabase/index1.html>

株式会社リビジェンプレスリリース(2013) 『「クラウドファンディング」に関する認知度・実態調査』 Pretimes 2013年10月

<http://prtmes.jp/main/html/rd/p/000000027.000007774.html>

- 5 総務省(2013)「スマート ICT の戦略的活用でいかに日本に元気と成長をもたらすか」総務省政策『平成25年版情報通信白書』第2節 2013年

<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h25/html/nc112140.html>

- 10 ジェトロ・サンフランシスコセンター(日本貿易振興機構)(2009)「米国での資金調達」調査レポート『米国における資金調達方法ガイドブック』第2章 2009年7月

<https://www.jetro.go.jp/world/reports/2010/07000213.html>

- 15 産経 Biz(2016)「大手行、ベンチャー育成支援に本腰。将来性見極め取引拡大狙う。」金融・企業ニュース 2016年9月

<http://www.sankeibiz.jp/business/news/160903/bse1609030500001-n1.htm>

一般財団法人第2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報告書」 2014年2月

- 20 <http://www.t2fifa.or.jp/event/pdf/20151117.pdf>

日本経済新聞(2015)「みずほ、ベンチャー400社支援。有望株囲い込み」2015年6月

- 25 <http://www.nikkei.com/article/DGXLZ088077030V10C15A6NN7000/>

株式会社フィールマネジメント・キャピタル(2016)「日米 VC 環境の比較」2016年3月

<http://fm-cptl.com/2016/03/18/日米vc環境の比較/>

- 30

田口研介 (2015) 「ドイツ中小企業の強みと公的支援策」一般社団法人中小業  
断士協会城西支部

[http://www.mmjp.or.jp/rmc-jyosai/kokusai/kokusaika\\_sien201512.pdf](http://www.mmjp.or.jp/rmc-jyosai/kokusai/kokusaika_sien201512.pdf)

- 5 野村敦子 (2013) 「わが国におけるベンチャー支援の在り方ー既存企業とベン  
チャー企業のパートナーシップを通じたベンチャー・エコシステムの形成に向け  
て」株式会社 日本総合研究所 調査部 マクロ経済研究センター報告書より

<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/8033.pdf>

- 10 奥谷貴彦 (2012) 「ベンチャー企業の資金調達」大和総研 金融資本市場リサー  
チレポートより

[http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capita  
l-mkt.pdf](http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf)

- 15 日本金融政策公庫

<https://www.jfc.go.jp/>

一般社団法人全国信用保証協会連合

<http://www.zensinhoren.or.jp/>

- 20

創業手帳 web

<http://sogyotecho.jp/shinsogyoyushi/>

日本銀行

<http://www.boj.or.jp/>

- 25

中小企業庁

<http://www.chusho.meti.go.jp/>

経済産業省

- 30 <http://www.meti.go.jp/>

松田 修一(2014) 「ベンチャー企業」 日本経済新聞出版社 全 245 頁

鳥邊晋司(2000) 「情報の非対称性と中小企業の資本構成問題」『商大論集』  
vol. 51(5) 565-598 頁

5

馬場大治(1994) 「情報の非対称性と企業の資本調達政策」『経済情報学研究』  
vol. 2 1-16 頁