

平成 29 年度「証券ゼミナール大会」

第 6 テーマ E ブロック

---

「日本企業の資金調達のあり方」

立教大学 亀川ゼミナール 佐藤班

## 目次

	序章 .....	3
	第1章 日本企業の資金調達について .....	4
	第1節 出資と融資 .....	4
5	第2節 日本企業の資金調達手段 .....	4
	第3節 公的金融のあり方について .....	10
	第2章 中小企業について .....	14
	第1節 中小企業の現状 .....	14
	第2節 中小企業の課題 .....	18
10	第3章 ベンチャー企業について .....	21
	第1節 ベンチャー企業の現状 .....	21
	第2節 ベンチャー企業の問題点 .....	28
	第4章 望ましい資金調達実現のための提言 .....	31
	第1節 銀行の融資審査の改善 .....	31
15	第2節 優先株式の普及と有効活用 .....	33
	第3節 M&A 仲介業者の市場形成 .....	38
	終章 .....	46
	参考文献 .....	47

## 序章

近年、我が国の経済状況は緩やかに改善が続いており、2016年においては名目および実質ともに GDP 成長率がプラスとなっている。これに伴って、中小企業・小規模事業者を取り巻く環境も改善傾向にあるが、設備投資や売上高の伸び悩みといった課題も存在する。

日本の労働市場を支えているのは中小企業であるといっても過言ではない。2014年7月時点での中小企業庁の調べによると、中小企業は日本の企業の約99.7%を占めており、雇用の7割以上を担っている。その中小企業は、間接金融からの借入れが資金調達の大半を占めている。しかし、間接金融からの借入れが思い通りにいかず、円滑な資金調達が行えていない中小企業の割合が高い。

創業からあまり時が経っておらず、新技術を携えたベンチャー企業の市場への参入は企業間の競争を生み、イノベーションの原動力となる。このベンチャー企業の役割は社会へ大きな影響を及ぼし、さらなる日本経済の発展に貢献している。しかし、日本ではベンチャーキャピタルやエンジェル投資家によるベンチャー企業に対する投資額が、アメリカや中国などと比べて圧倒的に少ない。また、実績や担保のないスタートアップ企業は金融機関からの融資も見込まれない。

このように、日本の経済を支え、成長を促している中小企業やベンチャー企業が円滑に資金調達を行えていない現状は、企業間の競争に歯止めをかけ、経済の発展の足かせになりかねない。そこで我々は、中小企業とベンチャー企業のそれぞれの特徴に合わせ、成長の助けとなるような資金調達方法を提示することで、柔軟で効果的な資金調達が行われることを目指す。

本論文では、まず第1章で現在企業の資金調達方法としてどのようなものがあるのかを、直接金融・間接金融・公的金融機関に分類して説明する。第2章では中小企業、第3章ではベンチャー企業の資金調達における現状と、そこからみえてくる課題について考察する。そして第4章では、中小企業とベンチャー企業における資金調達がより円滑になるための提言を述べていく。

## 第1章 日本企業の資金調達について

本章ではまず、第1節で出資と融資の違いについて触れ、第2節で日本企業の用いる主な資金調達手段を直接金融・間接金融に分けて述べていく。第3節では、公的金融機関の望ましいあり方を示していく。

### 5 第1節 出資と融資

資金調達手段には「出資」と「融資」の二種類がある。特徴は図表 1-1-1 の通りである。それぞれにメリットやデメリットがあるため目的にあった手段を選択することが必要である。

### 10 図表 1-1-1 「出資」と「融資」の違い

	出資	融資
定義	事業の成長や成功を期待してお金を投資してもらうこと。	要するに借金。
受ける場合に重視されること	将来性	安定性
返済の必要性	不要	必要
利息	基本的にはかからない	基本的にはかかる
出した相手に支払うべきもの	配当金	利息
メリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>担保や保証人が必要ない（代わりに株式を交付）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経営の自由度を保ったまま資金を調達できる（融資を行う銀行は経営に関与しない）</li> <li>公的機関から低金利で融資を受けられる</li> <li>必要な金額だけ受けやすい（出資と異なり1株をいくらでどのくらいの量買い取ってもらうのか、買い手側の意向が影響しない）</li> </ul>
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> <li>経営の自由度を奪われる可能性がある（特に日本では株主の力が経営者よりも強い）</li> <li>高度な経営判断が必要となることもある（株をいくらでどの程度買い取ってもらうのか）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>担保や保障人が必要になることもある</li> </ul>

出典)「【保存版】出資と融資どちらが有利?起業家なら知るべきメリット・デメリットと、出資・融資の成功5つのコツ」資金調達プロより筆者作成 (<http://shikin-pro.com/guide/1085>)

### 15 第2節 日本企業の資金調達手段

日本の資金調達手段の区分として、直接金融と間接金融の2つが挙げられる。

#### (1) 直接金融

直接金融とは、「借り手と貸し手が直接資金を融通する方法で、金融機関を通さずに直接、個人や企業から直接資金を調達する方法<sup>1)</sup>」(赤沼,2015,P.39)である。以下、代表的な直接金融による資金調達手段について述べていく。

20

<sup>1)</sup> 赤沼慎太郎 (2015)「専門家のための資金調達の実務」P.39 より引用

## a. 株式

企業は証券取引所を通じて株式市場に上場し、自社の株式を広く公開することによって、不特定多数の投資家から出資を受けることが出来るようになる。この資金調達方法を一般に株式公開という。株式公開を行うことは企業にとって大きな恩恵をもたらすが、その反面、留意点も存在する。

株式公開をすることで得られる恩恵は大きく分けて2つ存在する。1つ目は資金調達力の増大である。株式公開で直接金融による資金調達が可能になることにより、株主資本が拡大する。結果、事業拡大や新事業への進出に資金を充てることができるようになる。2つ目に、知名度と社会的信用力の向上が挙げられる。株式市場に上場することで、株価や会社の情報、動向が日々新聞に取り上げられるようになる。また株式公開ができるということは、証券取引所の厳しい審査を通過し、内部管理体制が整っていることを意味するため、企業イメージを高めることにもつながる。

しかし、株式公開には同様に2つの弊害があげられる。1つ目は上述した証券取引所の審査である。内部管理体制を整えるだけでなく、有価証券報告書などの開示書類の作成や、財務諸表の正確性を高めることも必要になるため、審査は一筋縄ではいかない。時間・労力の両面で負担が大きくかかる。2つ目に遵守すべき法律の拡大があげられる。公開企業として今まで以上に重い社会的責任がのしかかってくるため、事業内容に関する法令を遵守することがより一層求められるようになる。そのため、それまでよりも窮屈な企業運営を強いられることになる。

## b. エンジェル

一般に創業間もない企業にとって、十分な融資を銀行や各金融機関から受けることは困難である。理由としては、創業初期企業のキャッシュフローの流れが読めないことに起因している。こういった起業家、ひいてはシード期やアーリー期のベンチャー企業の資金調達として有用な方法がエンジェル投資である。エンジェル投資家となるのは基本的に、元起業家や経営者等の裕福な人物で、その個人資産を企業に投資するかわりに、企業から株式や社債を得ている。また、エンジェル投資家は任意で経営ノウハウを伝授する役割を持つため、経験の少ない起業家にとってはよきアドバイザーにもなりうる。加えて、

エンジェル投資家は個人の利益を重要視しているわけではなく後進の育成に重きを置いているため、事業計画がしっかりとしていれば投資を募ることは比較的容易である。日本国内の有名なエンジェル投資家の一例として、シャープ元副社長の佐々木正氏があげられる。佐々木氏はアップルのスティーブ・ジョブスやソフトバンクの孫正義氏に出資した過去をもつ。

エンジェル投資にはもうひとつ、エンジェル税制という特別な仕組みがある。これは、エンジェル投資家は投資や株式売却をする際に、税制上の優遇措置を受けることができるという仕組みである。また確定申告を行った後には、所得税の減税を受けることもできる。

#### 10 c. ベンチャーキャピタル(VC)

ベンチャーキャピタル(以下 VC)とは、ベンチャー企業の株式などを買取ることによって投資をし、その企業が Exit したのちに株式などを売却したときに発生するキャピタルゲインを回収することを目的とした集団のことである。出資の条件は厳しく、Exit できないと思われる企業にはなかなか出資しない。

15 あくまで自分たちの利益を重視した投資を展開することが多い集団である。

VC は、まずファンド(投資事業有限責任組合)を組成し、ファンドに出資してくれる企業を募る。次にベンチャー企業を選定し、選ばれた企業に対して集まった資金で投資する。その後、経営などを補助しながら企業を成長させ、Exit して集まった資金を配当として分配する。

図表 1-2-1 VC の仕組み



出典)「ベンチャーキャピタルとは？VC から投資を受けるメリット・デメリットまで！」起業 tv (2017 年 10 月) より (<https://kigyotv.jp/news/special83/>)

5

VC を利用することのメリットは、彼ら自身の利益を最大化するためにアグレッシブな投資を期待することができるということである。資金がなければ発展も難しいベンチャー企業にとって、潤沢な資金を提供してくれる存在がいることは大きなメリットとなる。また、VC から出資を受けているという実績により、その後の資金調達がスムーズになるという利点もある。VC から評価されているということはそれ相応の企業であると金融機関からもみなされ、審査をスムーズに通過することができる可能性が高まる。その他にも、事業提携先の紹介や経営の支援など様々な利益を得ることができ、VC を利用する効果は大きいと言える。

10

15

逆に、デメリットとしては選択権が一部 VC に握られてしまうということがある。VC としては何としても Exit してもらわなければならないため、そのための口出しをしてくる。期待に応えることができなければ早めに資金を回収されてしまうこともあり、資金提供を受けている側としてはなかなか反論しづらい現状がある。また、企業は Exit を最終的に期待されているが、株式上場には間接費用がかかる。最終的に出資された以上に間接費用がかかってしまったら意味がなく、自由が縛られるという面では不利な資金調達手段といえる。

20

#### d. 少数私募債

少数私募債は社債の一種であり、50人未満の縁故者に限り募集・発行することができる。縁故者に直接頼むため金融機関の審査は必要がなく、銀行などから融資を受けることができない企業にとっては有効な資金調達手段である。

- 5 他のメリットとしては、比較的自由に融資を受けることができるという点がある。縁故者と交渉が出来さえすれば条件は通りやすく、借入期間などもフレキシブルに決定できる。また、担保が必要なく、経営権にも影響がないため小さな会社にとっても利用しやすい。

- 10 しかし、注意点もある。上記のようなメリットは募集があって初めて享受できる。つまり、金の拠出者がいなければ意味がない。拠出者を募るにあたって大切なことは人との付き合い、事業の現実性、具体性などである。少数私募債を受ける上では、日頃からの意識が重要である。

- 15 また、発行に際しても注意が必要である。最終的に50人未満の応募者が集まればよいと考えがちだが、募集の段階でも50人以上に声をかけてはならない。再発行する際も、前回の人数と足して50人を超えての勧誘はできない。さらに、発行総額が1億円を超えると社債を引き受けた人たちに告知しなければならない要項が存在する。あらかじめ発行するためにどのような条件があるのかも含め、確認が必要である。

#### e. クラウドファンディング (CF)

- 20 クラウドファンディング(以下 CF)とは、資金を募る人や企業が「ある目的」のためにネットを通じて不特定多数の人に出資や協力を要請し、それに賛同した人たちによる出資を募る仕組みである。プロジェクトを行っている組織を媒介とし、情報や目的を書き込んで賛同した人たちから協力を得る。

- 25 CFの起案者にとってのメリットは、資金を金融機関などの審査なしに受けられることが挙げられる。銀行などから融資を断られても、賛同さえ得ることができるならCFを通して無担保で資金を調達することができる。また、インターネットを通して多くの人たちに企業の商品やサービスをアピールすることもでき、賛同を得た人々から資金の提供以外にも今後消費などで協力してもらえるかもしれない。無名で小さな企業にとって、CFを利用することでビジネス  
30 の機会を増やすことも可能となる。



一方、支援する側のメリットとしては少額から出資や協力に参加できることが挙げられる。CFには、大きく分けて「購入型」、「寄付型」、「金融型」がある。参加するCFの型次第で様々な配当などの利益を受けることも可能であり、協力、利益の両面において手軽に参加することができるのが強みである。

## 5 (2)間接金融

間接金融とは、金融機関を介して行う資金調達方法である。以下、メガバンク、地方銀行、信用金庫・組合に分けて記す。

### a. メガバンク

10 メガバンクとは、以前は「都市銀行」と呼ばれており、首都圏、中京圏、近畿圏を中心に全国的に400店舗以上を有する銀行のことを指す。一般的にはみずほ銀行、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行の3行を総称して3大メガバンクと呼び、りそな銀行を加えて4大銀行と呼ぶこともある。

15 融資を受けるに際して良い面は、規模のメリットを有効に活用できることである。地方銀行、信用金庫・組合と比較すると、低金利でハイスピードな融資を積極的に展開し、融資の可能金額も他と比べると大きい。

20 悪い面としては、大きい取引を好む傾向があるため融資申込額が小さい場合には相手にされないことが挙げられる。また、業績が悪い企業には高い金利を課したり、融資を断ったりとドライな面もある。銀行員1人当たりの担当件数が多いことから、ひとつひとつの取引に時間を割く時間と余裕がないため上記のような状況になると考えられるが、銀行と密接な取引を望む中小企業にとっては関わりにくい相手となるかもしれない。

### b. 地方銀行

25 地方銀行とは、本店所在地のある都道府県を中心に店舗を展開している銀行のことである。区別として第一地方銀行と第二地方銀行に分けられる。第一地方銀行はメガバンクを除くと各都道府県の中で一番大きい金融機関であることが多く、全国地方銀行協会の会員となっている。第二地方銀行は第二地方銀行協会の会員になっており、小規模な地方銀行である。

30 地方銀行は信用保証協会の保証付融資を中心に融資に取り組む。メガバンクと比べると金利はやや高いが、融資を受ける際のハードルは全体的に低いものとなる。また、1社あたりのコミットは深く、地域に根付いた融資をしてくれ

るケースもあるため、メガバンクから融資を受けることができない中小企業にとっては、メインバンクにもなりうる大事にしたい存在である。

### c. 信用金庫・組合

信用金庫は、「信用金庫法に基づく非営利の共同組織金融機関<sup>2</sup>」（赤沼,2015,P.47）である。信用組合(信用協同組合)は信用金庫とあまり変わらないが、比較すると規模が小さく営業範囲も狭い。

信用金庫・組合は原則、会員しか利用できない。会員条件にその地域に住所を持ち、従業員 300 人以下または資本金 9 億円以下の中小企業であることが明記してあるため、大企業は利用しえない。また、信用金庫・信用組合の保有預金残高は 1000 億円未満が多く、1 回の融資金額も小さくなってしまいうため比較的大規模な中小企業にとってメインバンクにはなりえない。金利も他の金融機関と比較すると高いというデメリットがある。

しかし、他の金融機関にはできないキメの細かいサービスが信用金庫・組合には可能である。「face to face」を信条としており、1 担当者あたりの担当が狭く少ないため、創業初期の中小企業やベンチャー企業にとっては大切にしたい存在である。融資の条件も比較的緩く、他の金融機関で融資を断られた企業や、補完的な融資が必要な企業にとっても重宝したい存在だ。

### 第 3 節 公的金融のあり方について

まず、公的金融とは、国や自治体が行う金融活動のことである。日本政策金融公庫等の政府系金融機関による融資や制度融資、補助金・助成金などが例として挙げられ、民間金融機関が融通できない領域への融資や市場における外部性による問題への対応が目的とされている。したがって、公的金融機関は民間金融機関の補完的な動きをしており、民間金融機関よりも低い金利で融資を受けられるという特徴がある。これにより、信用力の劣る中小零細企業や創業者に対しても融資を行うができ、公的金融はベンチャー企業・中小企業の資金調達において欠かすことのできない存在となっている。本節では、公的金融において一般的な中小企業が活用できる可能性が高いと考えられる「融資」と「補

---

<sup>2</sup> 赤沼慎太郎（2015）「専門家のための資金調達の実務」P.47 より引用

助金・助成金」を中心に公的金融の現状と我々の考える公的金融のあり方について述べる。

中小企業向けの公的金融を行う主な機関は、日本政策金融公庫と商工組合中央金庫、信用保証協会の3つである。以下に説明していく。

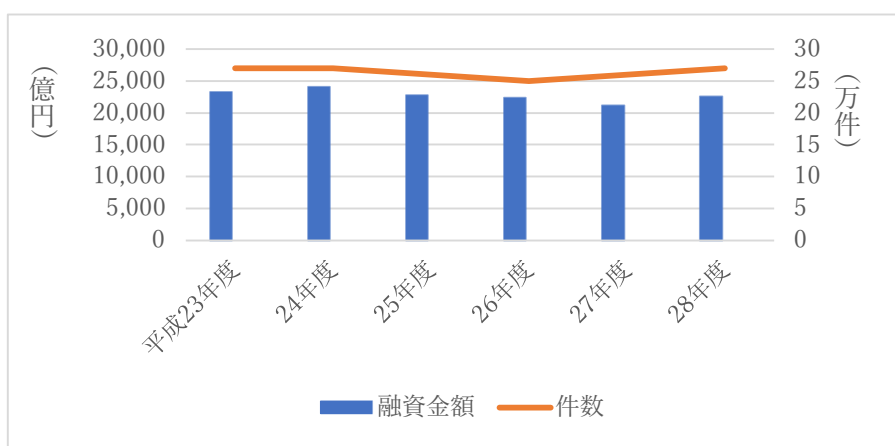
## 5 (1)日本政策金融公庫

日本政策金融公庫とは、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫、国際協力銀行の4つの機関が2008年10月に統合され設立された、100%政府出資の政策金融機関である。

10 その日本政策金融公庫の中でも中小企業の資金調達に深く関わってくるのが国民生活事業と中小企業事業である。国民生活事業では、主に88万を超える小規模事業者への小口融資や資金繰りにおけるセーフティネット機能、創業事業やソーシャルビジネスの支援などを主に行なっている。特に創業企業への融資は年間28,392先<sup>3</sup>であり、創業支援に大きな役割を果たしていると考えられる(図表1-3-1)。中小企業事業では、中小企業に対する長期固定金利融資や新事業育成などの金融活動を行なっている。民間金融機関ではまかな

15 ないきれない中小企業への長期資金の供給を行い、中小企業の資金調達を補完的な立場から支えている。

図表1-3-1 国民生活事業における事業資金の融資実績の推移



20

出典)「業務の概要」日本政策金融公庫 P.32 より著者作成

<sup>3</sup> 日本政策金融公庫 HP 参照(<https://www.jfc.go.jp>)

(<https://www.jfc.go.jp/n/ir/pdf/2017jfs03.pdf>)

## (2)商工組合中央金庫

5 商工組合中央金庫（以下 商工中金）とは、1936 年に創立された中小企業  
を融資対象とする政府系金融機関の一つである。約 80%が政府による出資で  
あり、中小企業等協同組合その他、主として中小規模の事業者を構成員とす  
る団体及びその構成員に対する金融の円滑化を図るために必要な業務を営む  
10 ことを目的としている。融資の対象は、原則として商工中金に出資している  
出資団体や所属団体、構成員のみであり、21,000~27,000 の団体が所属して  
いる。商工中金は日本政策金融公庫とは違い、預金・決済機能があり、手形  
割引や短期融資を行うことが可能である。したがって、短期融資を受けたい  
企業は商工中金の利用も視野に入れることができる。しかし、商工中金は  
90%以上を自己調達しており、民間金融機関に近い立場で業務を行なってい  
15 るため、日本政策金融公庫と比べると融資審査が厳しくなっている。つまり、  
商工中金はスタートアップ企業ではなく、会社ステージが進んだ企業向けで  
あるといえる。

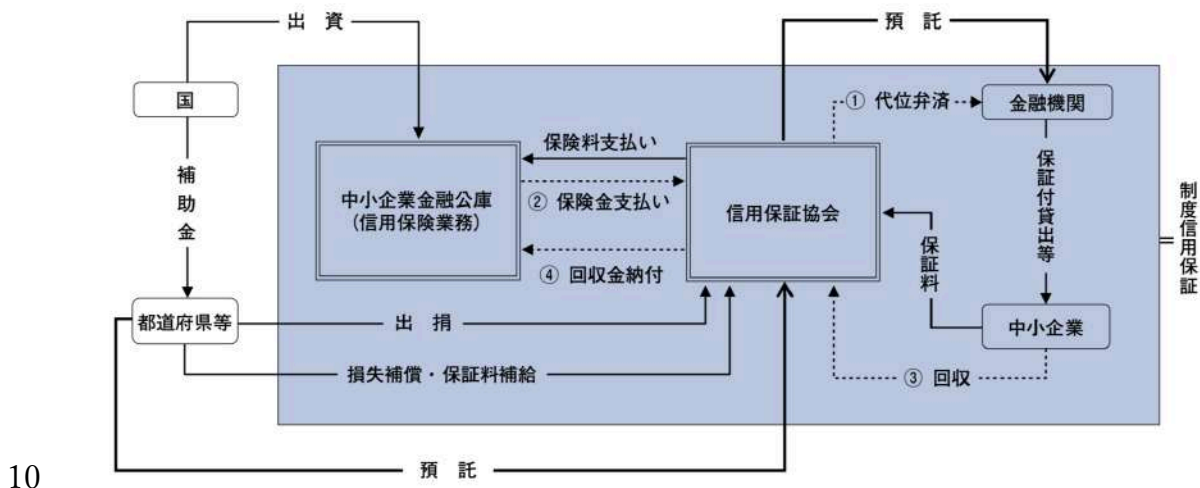
## (3)信用保証協会

信用保証協会とは信用保証協会法に基づき、担保や信用が大企業よりも少な  
い中小企業や創業者の資金調達を円滑に進めるために設立された公的機関であ  
20 る。業績が浅い、決算の内容が芳しくない、保証人の資産背景が弱いなどの理  
由から銀行からのプロパー融資受けられないという中小零細企業は少なくない。  
そのような企業の信用を信用保証協会が保証するという形で資金調達を円滑化  
させている。信用保証協会が保証している融資は「保証付融資」と呼ばれ、万  
が一借主の返済が滞った場合に、借主の代わりに信用保証協会が代位弁済を行  
25 う。中小企業は信用保証料を払うこととなるが、これによって金融機関からの  
融資が受けやすくなるため、「保証付融資」は資金調達に大きな役割を果たす  
といえる。以前は信用保証協会が一部の保証制度を除き原則として融資額の  
100%を保証していたが、平成 19 年に責任共有制度が導入され、一部の保証制  
度を除き融資額の 80%を保証し、残りの 20%は金融機関が負担することとな  
30 った。この制度で、貸し倒れリスクを双方が負うことと、金融機関の融資審査

の改善が行われることが目的とされている。

また、自治体と信用保証協会と金融機関が連携して、中小企業の資金調達の円滑化を図る「制度融資」がある（図表 1-3-2）。自治体が金融機関の貸付原価の一部を負担したり、信用保証協会に対する保証料や利息の一部を負担したりすることで中小企業の負担を軽減する。自治体ごとに制度が異なるため確認は不可欠であるが、比較的審査の通りやすい制度であり、創業者向けとして中小企業の支援を行なっている。

図表 1-3-2 地方自治体による制度融資の枠組み



出典)「地方自治体の中小企業向け制度融資が直面している課題」深澤映司 (2007) P.79 より  
([http://www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/refer/200702\\_673/067305.pdf](http://www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/refer/200702_673/067305.pdf))

15 公的金融と民間金融との主な相違点は、金利と融資業務への取り組みのスタンスである。まず、日本政策金融公庫からの融資の金利は、銀行によるプロパー融資よりも金利が低く、信用保証協会の保証付融資ともほぼ同水準の金利であり、非常に利用しやすいことが伺える。また、民間金融の多くが変動金利であるが、公的金融では固定金利での融資が行われており返済の目処が立てやすい。したがって、公的金融は新事業を始める中小企業やベンチャー企業に適していると考えられる。

20 さらに、公的金融と民間融資の融資業務における役割の違いが大きな差であり、公的金融における一つの課題であると考えられる。上述したように、公的金融

は民間金融の需要を圧迫することなく、銀行などが取りきれなかった中小企業などに向けての融資を行っているため、メインバンクのような存在になることはなく、その立場は補完的である。しかし、新事業を行おうとする中小企業やベンチャー企業にとって民間金融機関よりも金利が低く借入れがしやすい公的金融機関は非常に大きな存在である。そのような企業への支援は日本経済の成長にとっても重要な責務ではあるが、そのために事業を拡大してしまうと民業圧迫につながってしまう。

また、危機時には平時と打って変わって、公的金融が中心的役割を担いながら、経済厚生に努めなければならない。しかし、危機対応策もまた、貸し出しすぎると民業圧迫を叫ばれてしまう。経済の状況に応じて、また民間金融の状況に応じて役割を変えながら業務を行わなければならない、非常に難しい立場にいる。

公的金融のあり方とは、民間金融の補完的な役割でありながら、平時・危機時共に中小企業の支援を最大限行うという難しい役割を、競争相手がいない中でも効率化を図りながら遂行するということであると考えている。

## 第2章 中小企業について

本章では、第1節で中小企業の定義を提示した上で、中小企業の現状を説明する。第2節では中小企業が資金調達の際に直面する課題について述べる。

### 第1節 中小企業の現状

まず、本論文においての中小企業とは、主旨文の通り中小企業基本法の定義（図表 2-1-1）に基づくものとする。

図表 2-1-1 中小企業基本法の定義

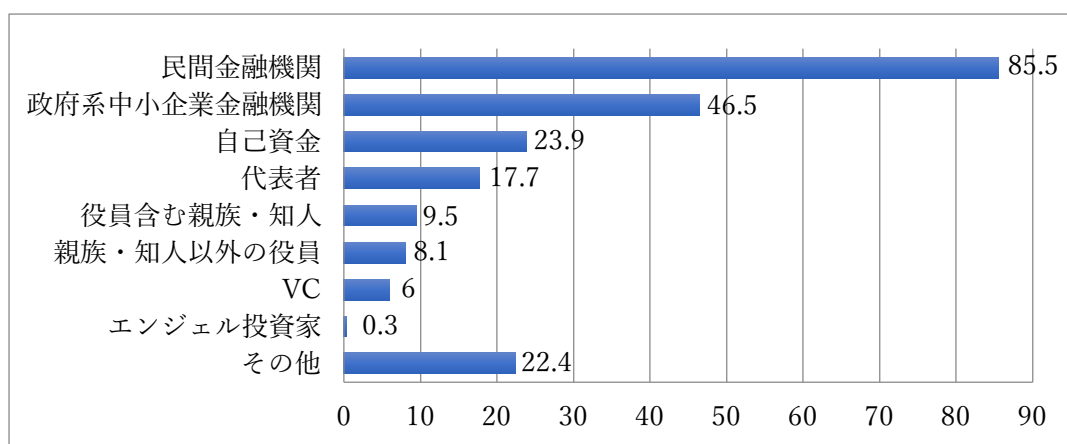
業種	中小企業者 (以下のどちらかを満たす者)	
	資本金または出資の総額	従業員数
卸売業	1 億円以下	100 人以下
小売業	5000 万円以下	50 人以下
サービス業	5000 万円以下	100 人以下
製造業・その他	3 億円以下	300 人以下

出典) 中小企業庁 HP より筆者作成(<http://www.chusho.meti.go.jp>)

日本国内には中小企業が約 380.9 万社存在し、その数は全企業の 99.7%を占め、日本国内の 71%もの人が中小企業に勤めている<sup>4</sup>。中小企業は日本経済そして社会に欠かせない役割を果たしているといえる。

はじめに、中小企業の資金調達元を確認する。図表 2-1-2 にもあるように、中小企業の資金調達手段は、金融機関からの融資をはじめとした間接金融が主流となっている。一方、VC やエンジェル投資家といった直接金融による資金調達は盛んではない。

図表 2-1-2 中小企業の資金調達状況



出典) 「我が国の中小企業の実態」 中小企業庁 (2010 年 2 月) P.16 より筆者作成

<sup>4</sup> 「中小企業・小規模事業者の現状と課題」 中小企業庁 (2016 年 10 月) P.3 参照

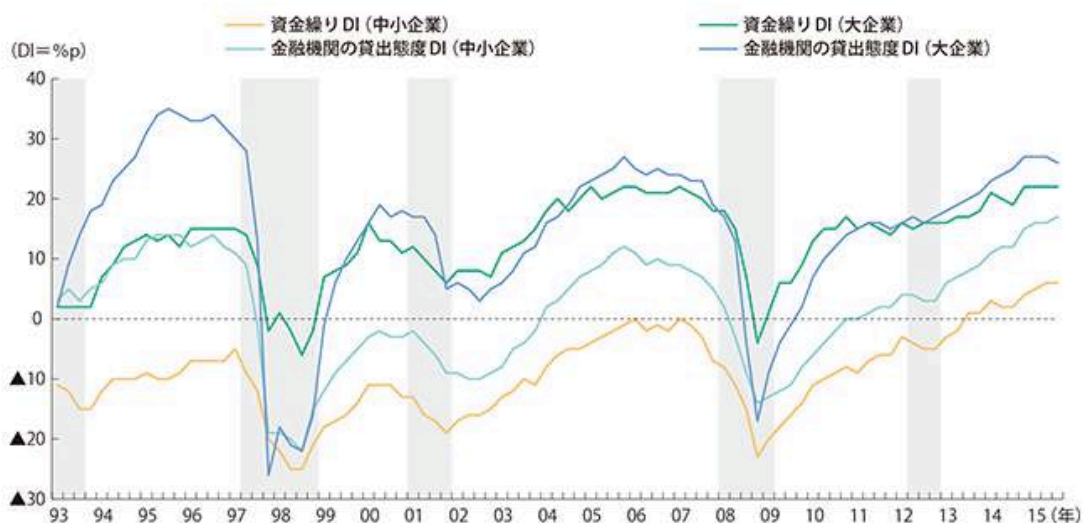
(<http://www.meti.go.jp/committee/materials2/downloadfiles/g100215a05j.pdf>)

ここで、中小企業の資金調達現状を把握するために資金繰り DI と金融機関の貸出態度 DI に着目する。資金繰り DI は、資金繰りが良好と感じている企業の割合から不良と感じている企業の割合を引いたものである。また、金融機関の貸出態度 DI とは、金融機関の貸出態度が良いと感じた企業の割合から悪いと感じた企業の割合を引いたものである。

図表 2-1-3 のグラフからも読み取れるように、バブル崩壊が影響した 1990 年代後半や 2008 年のリーマンショック時は、大企業、中小企業ともにどちらの DI 指数も急激に悪化している。このことから、金融機関からの借入れは景気によって左右されやすいということがわかる。

大企業はリーマンショック後などの景気悪化時期以外は資金繰り DI が常に 0 を超えている一方、中小企業は景気に左右されることなく常に小さい値に留まっている。また、金融機関の貸出態度 DI も資金繰り DI と同様の傾向にある。このことから、中小企業は大企業と比較すると金融機関からの借入のハードルが高いといえる。

図表 2-1-3 企業規模別に見た、資金繰り・金融機関からの借入難易度



20 出典)「中小企業白書 2016 年版」中小企業庁(2016 年 6 月)(P.272)より

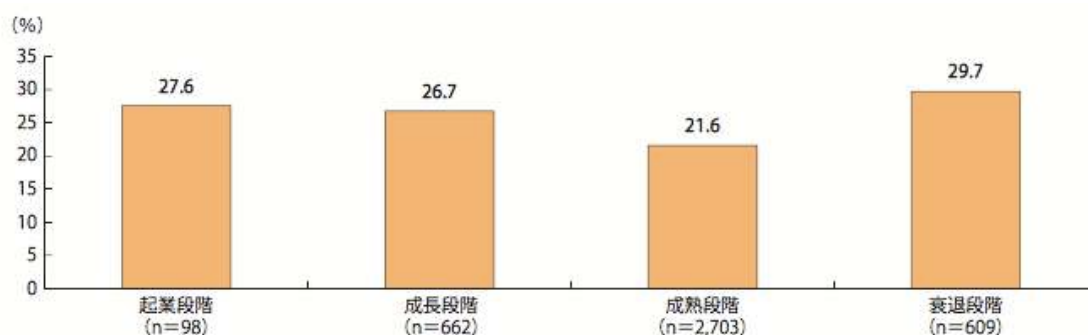
([http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo\\_part2\\_chap5\\_](http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_)



web.pdf)

次に、資金繰りを特に必要としている企業を成長段階別に見てみる。図表 2-1-4 にあるように、起業段階から成熟段階にかけては徐々に低下しているもの、衰退段階にかけては再度上昇している。よって、中小企業は起業時だけでなく、衰退時にも資金調達において困難を感じているということがわかる。

図表 2-1-4 資金繰りを経営課題と考えている企業の成長段階別割合

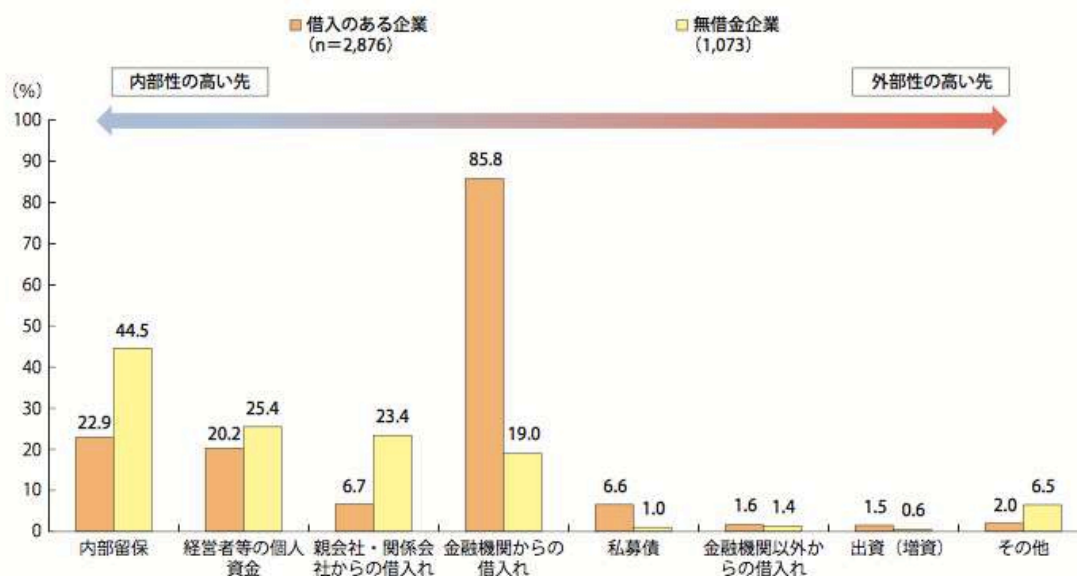


10 出典)「中小企業白書 2016 年版」中小企業庁(2016年6月)P.308より

([http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo\\_part2\\_chap5\\_web.pdf](http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf))

そして、図表 2-1-5 のグラフは、現状金融機関からの借入がある企業とない企業それぞれが、今後事業を成長させていく上で必要だと考える資金調達先を示したものである。現在借入を行っている企業に関しては 85.8%が金融機関からの借入れを考えており、金融機関を通じた資金調達を希望する割合はやはり大きい。一方、借入のない企業では、内部留保が 44.5%で最も多く、個人資金、親会社や関係会社からの借入と続く。よって、現状で金融機関からの借入れがない企業は内部での資金調達を重視しているということがわかる。また、両者ともに私募債や出資等の直接金融を通じた資金調達には消極的なようだ。

図表 2-1-5 成長のために必要だと考える資金調達先



出典)「中小企業白書 2016年版」中小企業庁(2016年6月)(P.310)より

([http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo\\_part2\\_chap5\\_web.pdf](http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf))

## 第2節 中小企業の課題

では、中小企業が資金調達面において抱えている課題にはどのようなものがあるのか。本節では課題を3つ挙げ、以下に述べる。

### 10 (1)銀行の貸し渋り

第1節でも述べたように中小企業は資金調達のほとんどを金融機関からの借入に頼っているのだが、貸し手側の金融機関による貸し渋りの問題が存在している。その原因は主に2つある。

1つ目の原因は、規模の経済である。通常、融資金額が多ければ多いほど、その際にかかる審査コストなどの貸出コストが低下する<sup>5</sup>。審査にかかる時間や労力等も含めると、金融機関は一度にできるだけ多くの融資をしたいと考える。よって、貸出金額の小さい中小企業ではなく、大きな金額で借入を行う大企業に対しての融資を優先するという判断をとることが多くなる。

2つ目に、情報の非対称性がある。情報の非対称性とは貸し手側と借り手側

<sup>5</sup> 「中小企業における資金調達の課題」上原啓一 参照

で把握している情報に格差が生まれることである。大企業は自らの情報を広く発信しているため、金融機関は容易に企業の状態がわかり、融資の判断をしやす。対して、中小企業は企業の情報を発信する傾向になく、さらには正しい財務データを所有していない企業もある。その結果、金融機関は企業の状態を

5 正確に把握しにくく、融資するのは危険と考えられてしまうこともある<sup>6</sup>。よって、中小企業は金融機関からの信頼を得るためにも情報を正確にそして積極的に開示する必要がある。

## (2)目利き能力不足

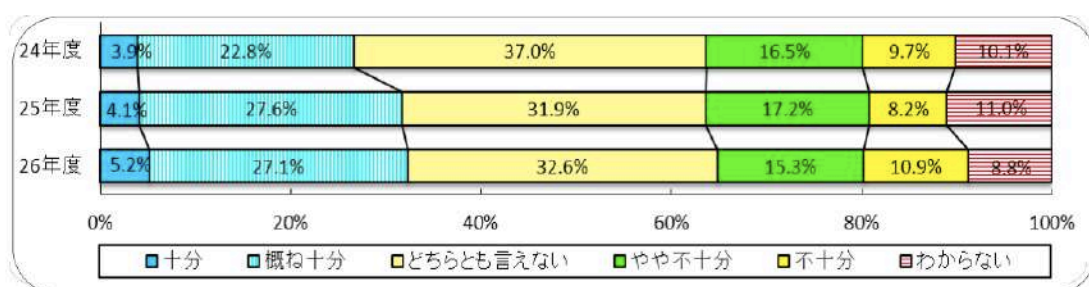
目利き能力は、金融機関が本当に融資をしてもよい企業かどうかを判断する

10 際に不可欠である。だが、図表 2-2-1 から見て取れるように、金融機関が目利き能力を発揮し、評価する能力を十分に持ち合わせていると回答した企業は、およそ 32%である。年々少しずつ増えているものの、満足に感じていない企業も少なからずいるのが現状である。

目利き能力が十分でないと、将来性や融資のしがいがある企業を見落として

15 しまう事態につながりかねない。事業性評価を重点的に取り組む企業が能力の向上のために教育などの取り組みを行った結果、既往取引先の融資案件やシェアの拡大に成功している。したがって、目利き能力の向上は金融機関、融資先の企業双方にとってメリットがある。

20 図表 2-2-1 目利き能力を発揮し、顧客企業の事業性を評価する能力



出典)「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート調査結果等の概要」金融庁(2015年8月)P.6より

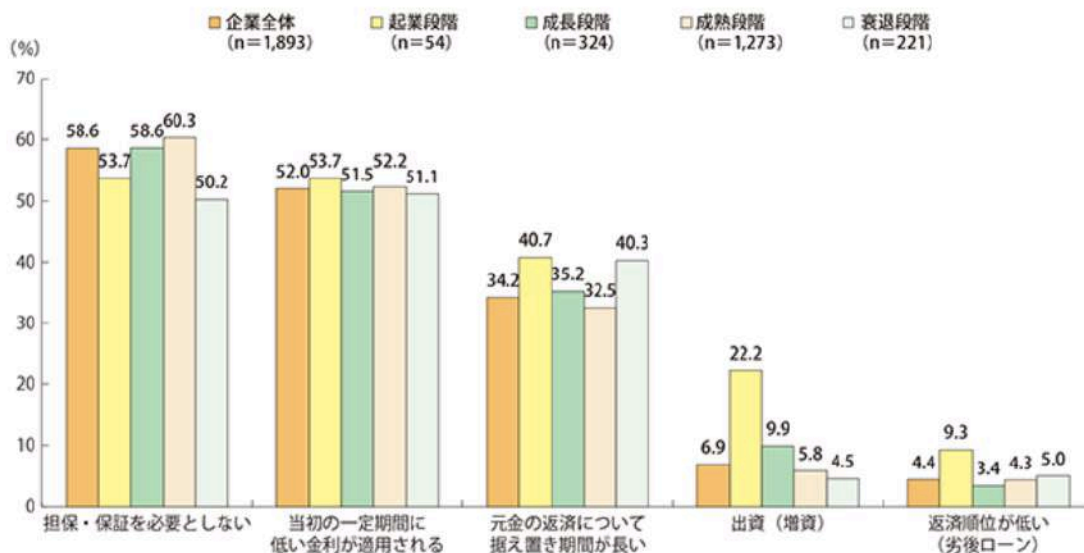
<sup>6</sup> 「中小企業における資金調達の課題」上原啓一 参照

### (3)担保不足

5 中小企業は大企業に比べると所有する担保が少ない。金融機関は、融資する企業の保証となる担保が少ないと貸倒れなどの万が一の場合に資金を回収できなくなるため、融資をしにくくなる。先述した通り、中小企業の資金調達は金融機関からの融資が多くを占めているため、担保が少ないと資金調達が困難に陥りやすくなる。

10 図表 2-2-2 は、成長投資の際に企業側が金融機関に対して望む条件を示したグラフである。ここからも読み取れるように、担保や保証を必要としない融資を望む企業は多くいる。よって、金融機関が担保や保証が必要のない融資を実行することができれば、中小企業側にとってはこれまでよりも資金調達を受けやすい体制になるのではないかと考える。

15 図表 2-2-2 成長投資の際に、金融機関に望む条件や性質



出典「中小企業白書 2016年版」中小企業庁(2016年6月)P.354より

([http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo\\_part2\\_chap5\\_web.pdf](http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf))

20 中小企業の資金調達手段は金融機関からの借入に頼っているため、金融機関が関係している以上の3つを課題として本節で取り上げた。だが、すべてを金

融機関で賄おうとすると金融機関側の負担が大きくなってしまい、困難である。よって、間接金融のさらなる質の向上と同時に、直接金融や公的機関を利用しやすい環境を整えることでさらに中小企業の資金調達の幅も広がると考える。

5

### 第3章 ベンチャー企業について

本章では、最初に本論文におけるベンチャー企業の定義を示した上で、ベンチャー企業の現状について説明する。そして今ある資金調達方法と、各手段の使用状況からわかるベンチャー企業の課題を説明していく。

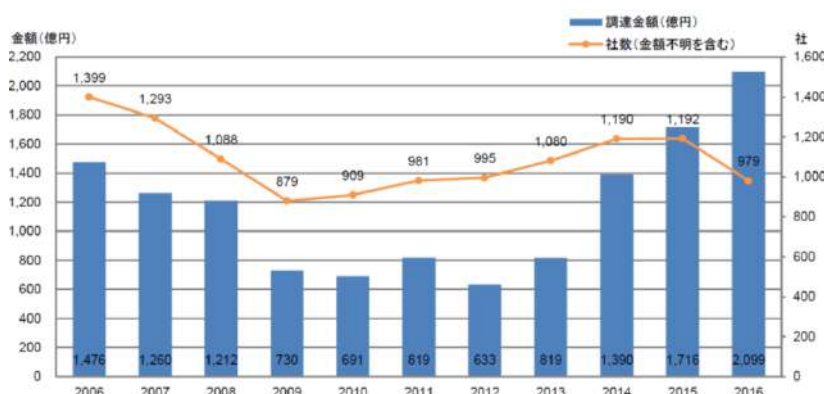
#### 10 第1節 ベンチャー企業の現状

まず、ベンチャー企業の定義であるが、主旨文では“創業からあまり時間が経っておらず、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”と定義されている。加えて本論文では、この定義の“創業からあまり時間が経っておらず”の部分を「キャッシュフローが予測不可能な時期」とする。

15 ベンチャー企業による資金調達総額は年々増加している。図表 3-1-1 の棒グラフのように 2006 年から 2012 年にかけて著しく減少したが、それ以降 2013 年から年々増加し、2016 年には最近 10 年で最高額の 2099 億円に達した。これは IT と金融サービスを融合させたフィンテックや IoT、AI などの新技術や、創薬などのライフサイエンス分野での需要の高まりが影響しており、それに伴う近年のベンチャー企業への注目度の高まりを表している。

20 次に資金調達を行った企業の数に注目する。同じく図 1 のなかの折れ線グラフをみると、リーマンショックで落ち込んだ 2009 年から年々増加してきたが、2015 年から 2016 年にかけて大きく減少し 2011 年と同じ水準にとどまった。このことから 1 企業当たりの資金調達額の大型化が伺える。つまり、資金提供者側が成長の見込める企業を選別して投資する傾向が強まっていると考えられる。

図表 3-1-1 資金調達総額と企業数の推移



出典)「日本の未公開ベンチャー、資金調達総額が 2000 億円を突破」

Tech Crunch Japan (2017 年 5 月)より

5 (<http://jp.techcrunch.com/2017/05/29/jvr-reports-vb-fundraise-in-2016/>)

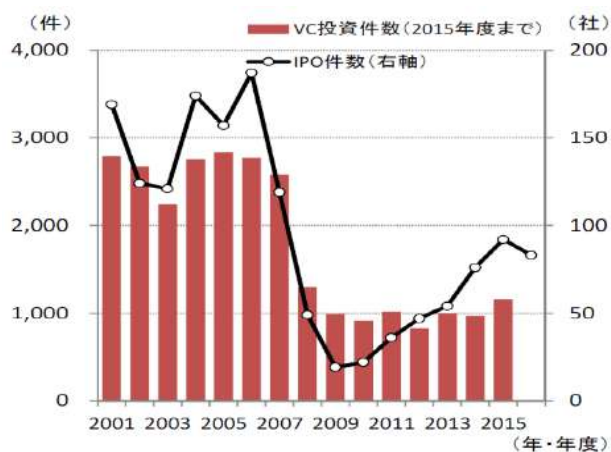
### (1)Exit の現状

次にベンチャー企業の主な Exit 方法である IPO (株式公開) と M&A の現状について述べていく。

10 はじめに近年のベンチャー企業の IPO をみていく。図 3-1-2 に見られるように 2007 年に激減してから徐々に回復しているものの減少前の水準にはなかなか届かないのが現状である。これには株式相場の低迷が大きく関係しており、それに伴う IPO 件数の減少によって VC の投資資金回収が滞り、新たな投資が困難になるという負の連鎖が生じているとみられる。

15

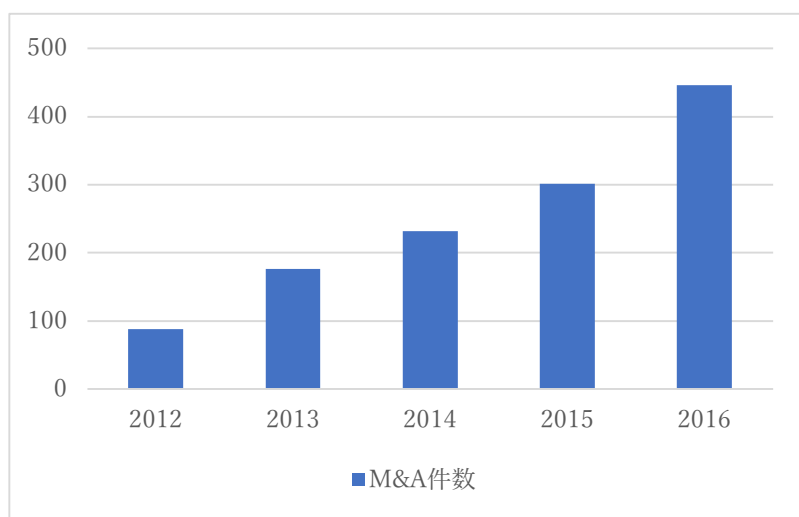
図 3-1-2 VC 投資件数と IPO 件数の推移



出典)「IPO 市場の動向と国際化に関する比較」大和総研 (2017) P.4 より  
([http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170317\\_011828.pdf](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20170317_011828.pdf))

5 続いてベンチャー企業の M&A の現状について述べていく。近年のベンチャー企業の M&A は急拡大している。2016 年は 446 件で前年比 48.1% の大幅増加となった。これは 2000 年以降で最多の数字となっている。図 3-1-3 のように 2013 年以降 4 年連続の最多更新であり、2012 年と比較すると 5 年間で 5 倍に拡大したことがわかる。

10 図 3-1-3 ベンチャー企業への M&A 件数の推移



出典)「急拡大するベンチャー企業への M&A」MARRonline(2017 年 1 月)参考に筆者作成  
(<https://www.marr.jp/genre/topics/kaisetsu/entry/6787>)

15 先述したように、AI など新技術への注目度が高まっている事に関連し、M&A も製造業界で活発になっている。製造業は特にノウハウの共有、連携が重要であり、新たな製品開発のためにベンチャー企業へ資本連携提供をする動きも多くみられる。実際に製造業系ベンチャー企業への M&A は 2016 年で 141 件あり、前年比で 54.9% も増加している。技術革新に向け、優良ベンチャーの発掘、  
20 育成、支援と、協働による事業化の動きは今後も大きくなっていくことが予想される。

しかしながら、Exit 方法の割合としては IPO に大きく偏っていることが伺え

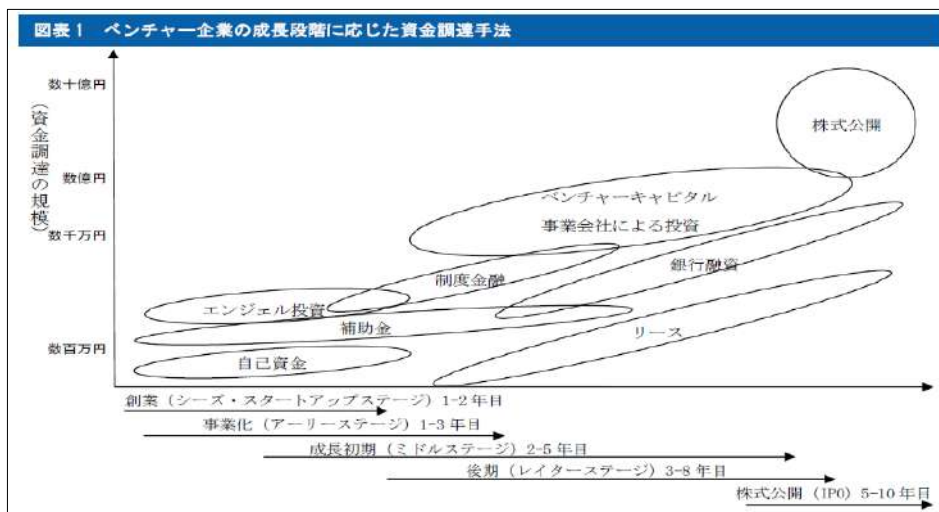
る。株式相場によって Exit できるかが大きく左右される IPO だけではなく、M&A も今後活用されるべき手段のひとつである。

## (2)資金調達方法ごとの活用状況

5 ここではベンチャー企業の各成長段階から主要な資金調達手段の活用状況について述べる。

図 3-1-4 が成長段階ごとの資金調達方法をまとめたものである。シード・アーリー期はエンジェル投資、アーリー期は制度融資、ミドル・レイター期はベンチャーキャピタルについて述べていく。

10 図表 3-1-4 各成長段階に応じた資金調達方法



出典)「ベンチャー企業の資金調達」大和証券 (2012 年 3 月) より

(<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>)

### a. エンジェル投資の現状

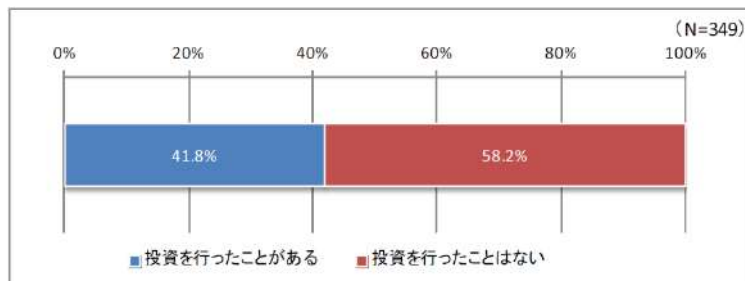
15 個人投資家による直接投資であるエンジェル投資は、創業期のベンチャー企業にとって理想的な資金調達方法ではあるが、信用問題などにより日本では盛んに行われていない。この傾向は日本の個人投資家を対象に行ったアンケートの結果にも表れている。図表 3-1-5 からわかるように未公開企業へ投資をしたことがある個人投資家は約 4 割に留まっている。同じ人を対象としたアンケートで上場企業への投資経験の有無を調査したところ「投資をしたことがある」

20 と答えた人が 8 割を超えたことと比較しても、ベンチャー企業への投資は行わ



れにくいことがわかる。

図表 3-1-5 未公開企業への投資経験の有無



出典)「個人投資家によるベンチャー企業等への投資活動の実態に関する調査」野村総合研究所

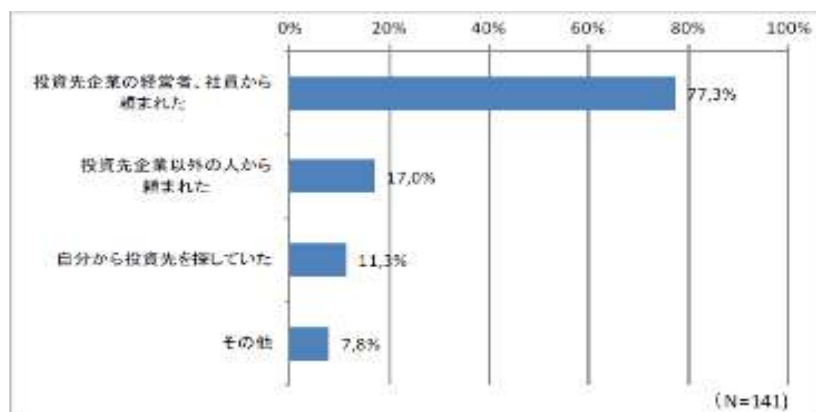
5 (2012年3月)より([http://www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/2013fy/E003176.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E003176.pdf))

次に個人投資家が未公開企業に投資した理由と、また投資しなかった理由をみていく。図表 3-1-6 にあるように、投資のきっかけとして一番多いケースは直接投資先の経営者や社員から頼まれるというものであり、クラウドファンディングなどを利用して個人投資家自ら投資先を探す動きはあまり盛んではないことが分かる。また図 3-1-6 と同じアンケートによって、未公開企業に投資をしたことがない個人投資家を対象に投資をしてこなかった理由を調査した結果をみると「投資先企業の情報がないため」「投資先の評価を行うことができないため」などの意見が多く上がっている。上記のアンケート結果と合わせても、

10

15 投資家は投資先を選択するための企業情報を得にくい状況が伺える。

図表 3-1-6 未公開企業への投資のきっかけ



出典)「個人投資家によるベンチャー企業等への投資活動の実態に関する調査」野村総合研究所  
(2012年3月)より ([http://www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/2013fy/E003176.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E003176.pdf))

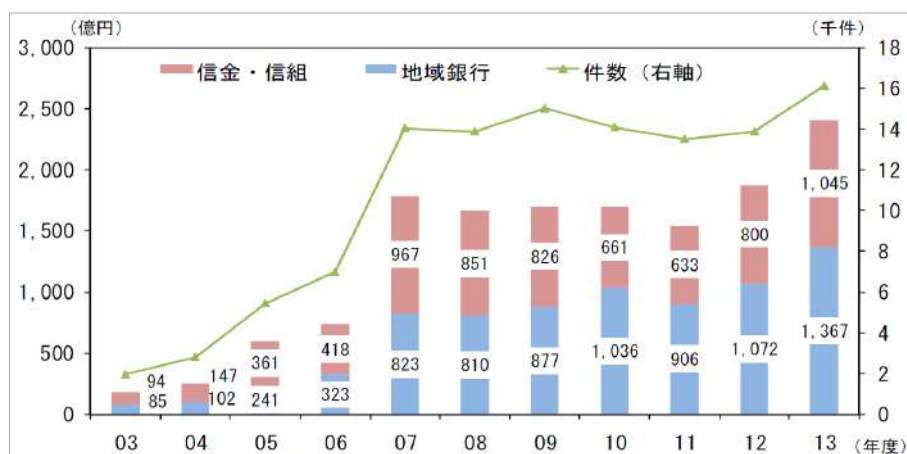
## b. 制度金融の現状

5 制度融資とは自治体と信用保証協会と金融機関の三者協調により、中小企業ベンチャー企業の資金調達の円滑化を図る融資制度である。企業の様々な業種や財政に合わせた豊富な種類の融資制度が用意されているが、今回取り上げるのは創業支援融資である。

10 この制度の最大の特徴は無担保・保証人なしで融資を受けられる点であり、担保の確保が難しいベンチャー企業も利用しやすいといえる。「再チャレンジ支援融資」や「女性・若者／シニア起業家支援融資」など起業における目的や境遇に合わせて様々な支援が用意されている。

15 図表 3-1-7 のように件数・金額ともに年々増加している。一方で、種類が豊富であるがゆえに一番有効な支援を選択することが難しい点や、手続きの煩雑さなど起業が不便に感じるところが多々あり、活用しきれていないのが現状である。

図表 3-1-7 地域金融機関の創業支援融資の実行額



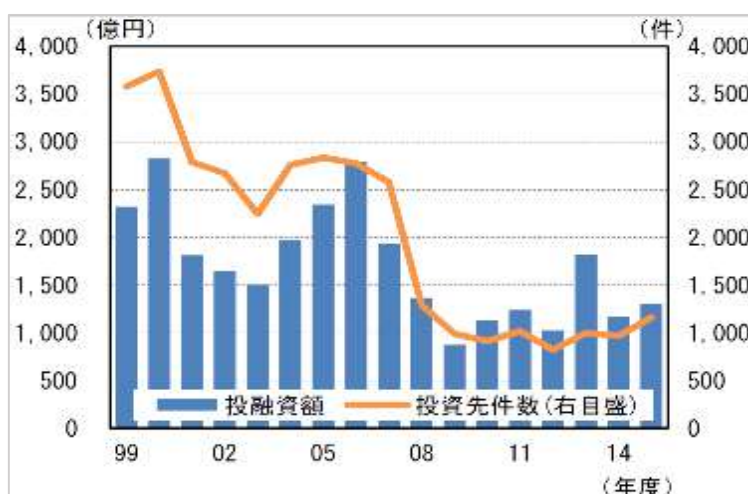
出典)「金融機関における創業支援の現状と課題」

20 日本銀行 金融機構局 金融高度化センター (2015年5月)より  
([https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2015/data/rel150612b1.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/data/rel150612b1.pdf))

### c. VC の現状

VCによる投資額は2008年のリーマン・ショックにより一度落ち込んでから、  
投融資金額・投資先件数ともになかなか回復せず、2015年度の投融資総額は14  
5 年度から1.1%増の1302億円となっている。図3-1-8をみればほぼ横ばいで伸  
び悩んでいる様子が伺える。

図表 3-1-8 VCによる年間投資の推移



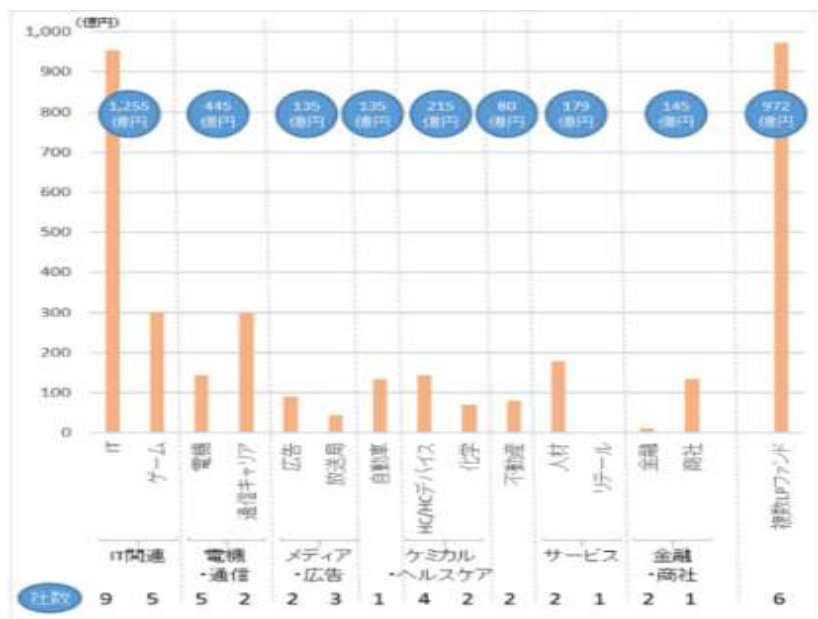
出典)「ベンチャー白書2016」一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターより

10 ([http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016\\_VECYEARBOOK\\_JP\\_VNEWS\\_09.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf))

VCのなかでも近年成長しているのがコーポレートベンチャーキャピタル  
(以下CVC)である。CVCとは事業会社が社外のベンチャー企業などに投資  
15 すること、またその投資活動をする組織のことを指す。

CVCとVCの異なる点はその目的にあり、CVCでは協業や本業とのシナジ  
ー効果を狙って設立されるケースが多い。それは図3-1-9の2011年度以降に  
設立された国内CVCの業種分野にも表れており、IT業界が突出して多く、業  
界を問わず近年IT業界の最先端技術に注目が集まり、また力を入れている企  
20 業が多いこととの関係が伺える。CVCは潤沢な資金をもった大企業とベンチャ  
ー企業がつながる有効な手段であるため、今後もその利用は増えていくと考え  
られる。

図 3-1-9 2011 年度以降設立の国内 CVC の業種分野



出典)「CVCの動向」FIELD MANEGEMENT CAPITAL(2016年4月)より

(<http://fm-cptl.com/2016/04/19/cvc%E3%81%AE%E5%8B%95%E5%90%91/>)

5

## 第2節 ベンチャー企業の問題点

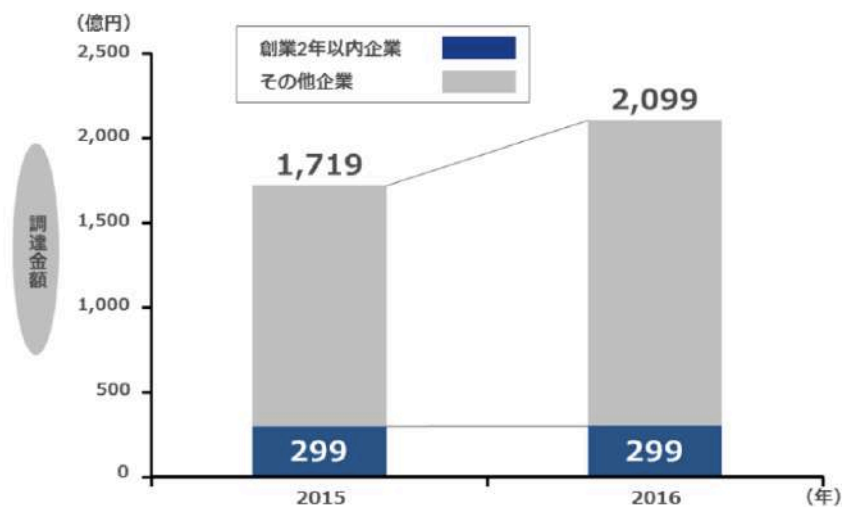
本節では、第1節で述べた現状も踏まえて我々が考える現代のベンチャー企業が資金調達において抱える3つの課題を以下に述べていく。

### (1)創業期の資金調達が困難である

- 10 今後成長に向かうベンチャー企業の創業期では、資金の需要は非常に大きい。しかし、起業したばかりの初期段階では担保となる資産を十分に所持しておらず、また投資家側と信頼関係が築かれていないため、資金調達は大変難しいものとなる。

- 15 第1節でも述べたようにベンチャー企業への資金調達総額は年々増加しているのだが、図表 2-2-1 からわかるように創業2年以内のベンチャー企業に行き届いている金額に変化はない。全体で見れば資金調達額は多くなっているように見えても、実際に創業期のベンチャー企業の資金調達状況は変わっていないのである。

図表 3-2-1 資金調達額全体に占める創業2年以内ベンチャー企業の資金調達



出典)「736社の調達金額分析から見てきた、資金調達ブームの裏にある『法則』」Venture Navi (2017年7月)より (<http://venturenavi.dreamincubator.co.jp/articles/report/864/>)

5

要因としては、ベンチャー企業の自己資金不足や、創業期の資金調達手段となるエンジェル投資家の数や投資額が少ないということなどが挙げられるだろう。今後、創業間もないベンチャー企業にも資金が行き渡るためには、現在ある補助金や助成金なども有効に活用していく必要があると考える。

10 (2)間接金融からの融資を受けにくい

先ほどから述べているように、創業間もないベンチャー企業は融資で条件として扱われることの多い土地などの担保を持ち合わせていない。また、返済をきちんと行うことができるのかなど、資金を融資する金融側へアピールできるような実績もないために、なかなか信用を得ることが難しい。これらの理由から、銀行などの金融機関はベンチャー企業への融資にあまり積極的ではないことが多いのである。

15

(3)ベンチャー企業の Exit 手段の偏り

ベンチャー企業はひとまずのゴールとして、投資した資金を回収する Exit を目指す。投資家側も、リターンを得るためにベンチャー企業の Exit を望んでいる。その方法は第1節でも述べたように、主に IPO と M&A の2つである。

20

日本では多くの企業が IPO を目指しており、M&A による Exit が少ないのが現状である。図表 3-2-1 からわかるように、日本とアメリカで M&A の割合

を比較しても、アメリカは M&A が主流であるのに対し、日本における Exit では IPO の占める割合が大きい。

図表 3-2-2 日米における M&A の割合比較:件数ベース (2014 年)



5

出典)「オープンイノベーション白書」オープンイノベーション協議会 (2016 年 7 月) P.78 より (<http://www.nedo.go.jp/content/100790825.pdf>)

ベンチャー企業が M&A によって得られるメリットとしては、企業の発展や  
10 創業者利益の獲得が挙げられる。M&A によって新たな組織の一部となれば、  
事業規模の拡大や知名度の向上など成長を期待できる。また、創業当時の株式  
を現金化することで、新たな事業への資金に充てることも可能となる。その結  
果、またひとつ新しい企業が増え、日本経済全体の活性化にもつながっていく。

第 1 節でも記したが、M&A の件数は近年増加傾向にあり、長年人々が抱い  
15 ていた M&A に対する抵抗感も徐々になくなってきている。しかし、いまだに  
日本における Exit は IPO に偏っている。今後日本でも、M&A を行う企業がさ  
らに増え Exit の幅が広がれば、資金調達の実選択肢が広がり、各企業に合った円  
滑な資金調達が行われると考える。

20

## 第4章 望ましい資金調達実現のための提言

本章では前章までを踏まえ、我々が考える中小・ベンチャー企業の資金調達を円滑にするための方策を3つ提言する。

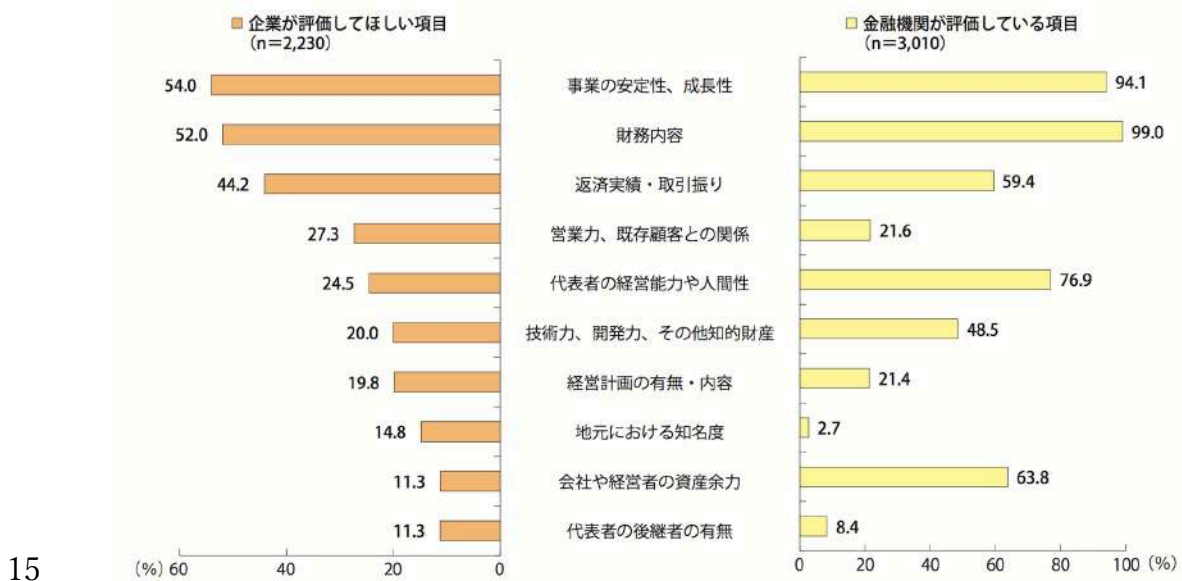
### 第1節 銀行の融資審査の改善

- 5 本節では、中小企業の資金調達の手助けになるよう、銀行の融資審査の現状を改善することを目指す提言を行う。

現在の中小企業に対する銀行の貸し渋りは、情報の非対称性に起因している部分が多い。企業が金融機関に評価してほしい項目の第1位が事業の安定性、成長性であるのに対し、金融機関側が評価する項目の第1位は財務内容である、

- 10 という調査内容があげられる。(図表 4-1-1) そこで、この非対称性を是正するために、会社側が自社の情報を積極的に開示していくことが求められている。

図表 4-1-1 金融機関が担保・保証以外に考慮している項目と企業が担保・保証以外に考慮してほしい項目



15 出典)「中小企業白書 2016 版」中小企業庁 (2016 年 6 月)P.322 より

([http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo\\_part2\\_chap5\\_web.pdf](http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf))

- 20 現在、銀行の融資審査の際に提出する書類は下記の図表 4-1-2 の通りである。この図表を見てわかる通り、借入申込書や試算表などは提出を義務付けられて

いるが、事業報告書や会社案内の提出は任意となっている。

図表 4-1-2 融資審査の際に提出する書類一覧

提出が必須	提出が任意	場合により提出
借入申込書 会社概要 (初回に限り) 定款の写し 法人の履歴事項全部証明書 法人の印鑑証明書 納税証明書 決算・確定申告書 試算表 見積書、請求書	事業計画書 会社案内	不動産の登記簿謄本 取引先との契約書、注文書 売掛金明細表 受注工事明細書 許認可証 関連会社の明細書

出典)「専門家のための資金調達の実務」 赤沼慎太郎 (2015年1月) P.157 より筆者作成

5

そこで我々はこの2つの書類の提出を必須化することで、積極的な情報開示を促していこうと考えている。特に、事業計画書の中には資金繰り表が含まれている。この資金繰り表の正確性を高めることで、銀行側の重視する財務内容に関する記載を改善し、融資が受けやすくなるを考える。また、現在は会社側が独自の基準で事業計画書を作成しているため、そのフォーマットや記載内容は会社ごとに異なっている。これでは銀行側がチェックする負担が大きいうえ、本当に求められている内容が書かれていない可能性がある。そこで、各銀行で事業報告書に盛り込むべき内容を策定し、フォーマットや書式をあらかじめ通達することで、銀行側の負担を減らし、同時に、情報の非対称性の改善を手助けすることができると考えている。

10

15

しかし、今まで任意の提出だった事業計画書と会社案内の必須化に伴う負担の増加は、フォーマットを統一するだけでは補うことができないだろう。そこで我々は、AIの導入も提言する。現在、フィンテックなどの言葉に代表されるように、金融とIT技術の新しい関係が模索されており、AIの導入に関しても肯定的なことが多い。実際にゆうちょ銀行は、2018年度からコールセンタ

20



ーに AI を導入することを検討している。またアクセンチュアは、調査レポート「Accenture Banking Technology Vision」の中で、銀行の AI 活用の次なる段階として、人工知能によって顧客の感情を理解し、それに応じて、最適なコミュニケーションをとるという方法を提示している。これらの事例からもわかる通り、AI と銀行の結びつきは今後より強固なものになっていくと予想される。そこで我々は、AI に決算書や試算表といった数値データの処理を任せ、事業計画書等の処理を人が行うという分業スタイルをとることで、事業計画書等の義務化に伴う負担を軽減することができると思う。加えて、過去のキャッシュフローの流れを AI が分析することで、提出された資金繰り表に信憑性があるかどうかを判断するシステムの導入も検討している。このシステムに関しては、SHARES φ という中小企業の会計データや口座情報を分析し、精度の高い分析結果を出すという AI ソフトが存在するため、実現可能性は高いと考えている。SHARES φ は現在特許出願中であり、認可されれば、新たな融資審査モデルとして、中小企業の評価制度を改め、業務の効率化を図ることができると期待されている。このような AI ソフトの活用は、財務内容を客観的に判断することができるため、情報の非対称性の解決にもつなげることが可能である。

以上が「銀行の融資審査改善案」の提案概要である。事業報告書と会社案内の提出必須化により情報の非対称性を是正し、それに伴う業務増加を AI の活用によって補うことで、銀行の貸し渋りを改善することを目的としている。我々は、中小企業にとって最大の資金調達方法である金融機関からの融資を増やすことができれば、中小企業の事業拡大や設備投資、雇用の形態の改善等につなげることができると考えている。

## 第 2 節 優先株式の普及と有効活用

本節ではベンチャー企業の資金調達の幅を広げることを目的とし、優先株式の普及と有効活用がなされる方策を提言する。

### (1) 優先株式とは

優先株式とは、種類株式の一種であり、余剰金の配当や残余財産の分配を優先的に受けられる等の権利内容が投資家に有利な条件となっている株式のことである。

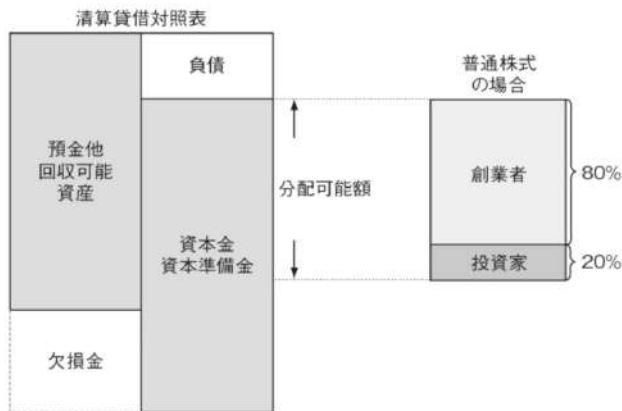
会社法の「株主の権利」(第 105 条第 1 項)において、

1. 余剰金の配当を受ける権利
  2. 残余財産の分配を受ける権利
  3. 株主総会における議決権
- 5 の 3 つが株式のメインになる性質であると定められている。そして、「異なる種類の株式」(第 108 条第 1 項)で、次に掲げる内容について異なる定めをした内容の 2 種類以上の種類の株式を発行できていることになっている。
1. 余剰金の配当を受ける権利
  2. 残余財産の分配を受ける権利
- 10 3. 株主総会における議決権の範囲の制限
4. 株式の譲渡制限
  5. 株主からの取得請求権 (プットオプション)
  6. 会社による取得条項 (コールオプション)
  7. 全部取得条項 (株主総会の特別決議で取得)
- 15 8. 種類株主総会での決議事項
9. 取締役又は監査役の選任権

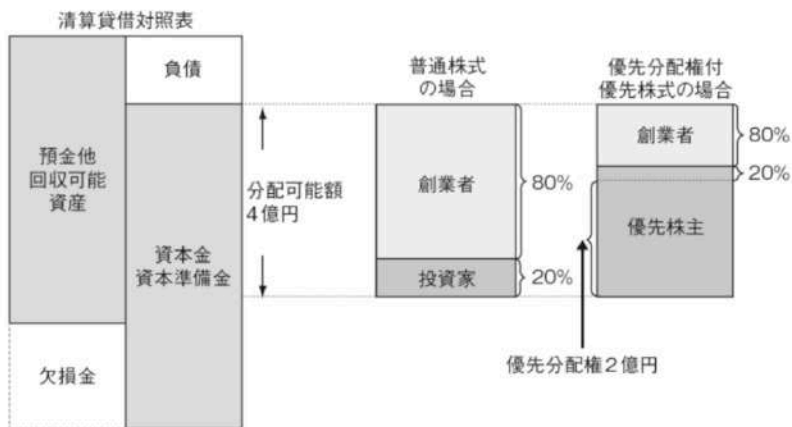
この中で、ベンチャーにおいて利用しやすいと考えたのが、1.余剰金の配当を受ける権利、2.残余財産の分配を受ける権利、6.会社による取得条項である。この残余財産分配権と会社による取得条項について以下に説明する。

- 20 残余財産分配権は、その企業が清算する場合や倒産する場合に、優先株式で投資した投資家が普通株主に先立って残余財産の分配を受けられる権利である。図表 4-1-1,2 からわかるように、優先株主である投資家は普通株式だけで投資した場合よりも投資額の回収が可能となり、利益が出る可能性も高い。

図表 4-2-1 普通株式だけで投資した場合の M&A 時の分配



図表 4-2-2 優先株式で投資した場合の M&A 時の分配



5

出典) 磯崎哲也 (2014) 「起業のエクイティ・ファイナンス」 P.101,103

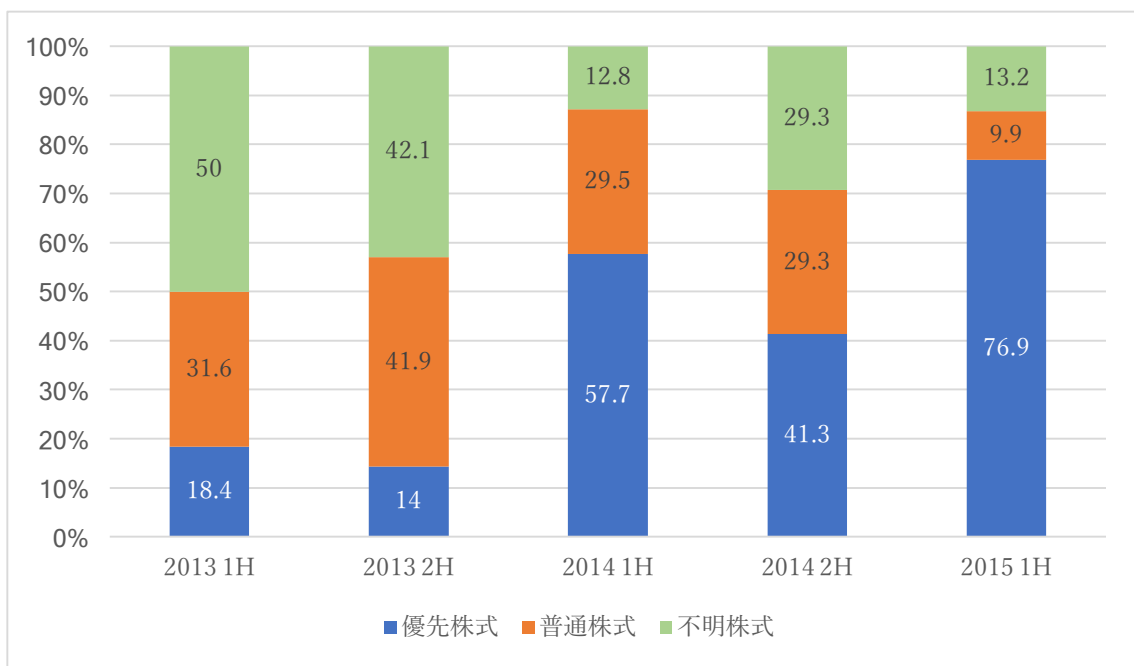
会社による取得条項では、一定の事由が生じたことを条件として、株式会社が一方的な意思で株式を買い取ることができる。ベンチャーで用いられる取得条項は、優先株式を普通株式に「転換」するために使われる用途が多い。ベンチャーが上場するときや M&A される際などに、会社が取得条項を使って優先株式を取得し、代わりに普通株式を交付することによって、優先株式を普通株式に転換する。

(2) 優先株式の現状

15 現在日本では、上場企業の種類株式による資金調達はほとんど行われていな

い。しかし、未上場企業の優先株式の利用は進みつつある。図表 4-2-3 は大手 VC10 社の 2015 年上半期の全投資情報の集計から算出した優先株式の利用比率である。図表からわかるように、同時期の資金調達における優先株式利用率は 76.9%と大部分を占めている。このことから、日本の VC が優先株式を多く取り扱い始めていることがわかる。しかし、ベンチャー企業では優先株式を広く認知されておらず、有効活用がされていない。

図表 4-2-3 優先株式の利用比率



10 出典) ジャパンベンチャーリサーチ『日本における優先株式の利用実態調査』より筆者作成

アメリカやカナダでは多くの優先株式が取引所に上場しており、優先株式による資金調達が一般的である。上場優先株式を対象とした株価指数も存在し、その指数に連動する ETF も存在する。ブラジルにおいても、普通株式と優先株式の双方を発行することが一般的であり、優先株式を上場させている企業が多い。

### (3)優先株の活用

以上のことを踏まえて、我々はベンチャー企業の資金調達において活用しやすいと考える種類株式は以下の種類株式であると考えます。配当金優先取得権・

残余財産優先分配権があり、議決権がなく、会社による取得条項で M&A 時には優先株式が普通株式に転換され売却されるよう取り決められた株式である。

- この優先株式の活用には様々なメリットがあると考えられる。まず、優先株式は普通株式よりも高い価格で発行されるため、単純により多額の資金調達が可能になると考えられる。アメリカのシリコンバレーでは、VC のベンチャー企業への投資はほとんどが優先株式で行われているが、その取引額は普通株式の 10 倍以上であることが多い<sup>7</sup>。つまり、優先株式の発行によって単純計算で普通株式の 10 倍以上の資金を得ることができるとなる。

- 次に、VC のリスクヘッジとなり、VC からの資金調達が容易になると考える。
- 10 前述したように、VC は残余財産優先分配権によって投資額の回収が可能となっており、VC だけが大幅な損失をするという事態を防ぐことができる。もともと VC は株式での議決権は必要としておらず、リターンの回収が目的である。つまり、リターン回収におけるリスクヘッジができるため、VC は普通株式で投資する際よりも大胆な投資ができるようになる。

- 15 最後に、経営の自由度が保たれるというメリットがある。出資を受ける中で株式の増資が行われると、株式の希薄化が起これ、支配権が弱まってしまふ恐れがある。創業時において、企業の支配権が定まらない状況は社内や取引先に不信感を生みかねない。そこで、議決権のない優先株式によって株式の希薄化を回避し、創業者の支配権を守ることができる。しかし、創業者のみが支配権
- 20 を有している状況は、経営方針の暴走などの問題が生まれる可能性がある。そのような場合は、VC に拒否権を有した種類株式を発行することで、経営に制約をかける必要がある。

#### (4)優先株式の普及

- 前節で述べたように、優先株式には VC とベンチャー企業の双方にとってメリットが多い。しかし、日本のベンチャー企業では広く知られておらず、有効的に利用できていないのが現状である。そこで我々は、優先株式が広く認知・

---

<sup>7</sup>未上場企業が発行する種類株式に関する研究会（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』P15 参照

普及されるような提言をさせていただく。

優先株式を普及させる上で VC の協力は欠かすことができない。そこで、日本 VC 協会（以下 JVCA）の主導のもと優先株式専門の VC 機関を発足する。JVCA は日本初、唯一の VC およびベンチャービジネス支援者をサポートする  
5 業界団体である。この JVCA が新事業として優先株のみを取り扱う専門機関を運営することで、ベンチャー企業の優先株式を利用してもらうことはもちろんのこと、VC が本腰を入れて優先株式の取り扱いに臨んでいるという姿勢をアピールすることができる。VC が積極的に優先株式を取り扱う姿勢がベンチャー企業に伝われば、おのずと優先株式に対する意識が高まり、優先株式への理  
10 解が深まることで発行へのためらいは払拭されることが考えられる。VC の優先株式に対するリテラシーの向上も見込まれ、VC とベンチャー企業双方が精通することによって、より有効的な優先株式の利用による資金調達の活発化が期待される。

この提案ではまず、まだ広く知れ渡ってはいない優先株式をベンチャー企業  
15 に認知されることを当面の目的とする。そして、優先株式専門の VC 機関での投資やそのサポートの中で VC・ベンチャー企業がともに優先株式の理解を深めることで、より効果的な優先株の利用が進むことを目指す。

### 第3節 M&A 仲介業者の市場形成

20 本節では、中小企業とベンチャー企業の双方に向けて「M&A 市場の仲介業者の市場形成」を提言する。既存の資金調達手段のひとつである M&A の体制を整備し、資金調達が必要な企業の選択肢として M&A が今まで以上に活用されることを目的としたものである。はじめにこの提案の背景となる M&A の現状とそこから分かる課題を再度考察する。続いて課題に対する我々の提言の詳  
25 細を述べ、最後にそれがもたらす効果を説明していく。

#### (1)M&A の現状

ここで、我々がこの新規案を考案する背景となった日本の中小・ベンチャー企業、政府の M&A に対する姿勢や、社会的な評価などを述べていく。

##### a. 日本国内の M&A 件数

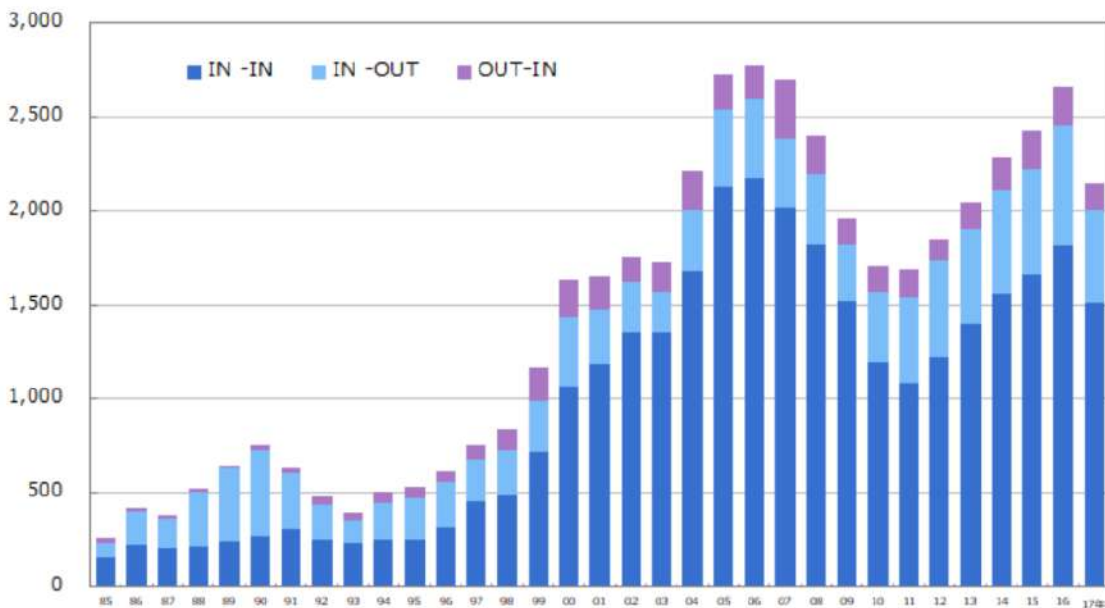
30 第3章ではベンチャー企業に限定して M&A の件数などを述べたが、ここで

は中小企業も含めて考察していく。

図表 4-3-1 より、2008 年のリーマンショック以降 M&A 件数は減少していたが、近年では徐々に回復していることがわかる。マーケット別でみると「IN-IN」つまり日本企業同士の M&A が大部分を占めており、グローバル化が進む一方で日本の M&A は国内の企業同士で行われていることが伺える。

このように件数の推移だけみると M&A は増加しているように思われるが、他国と比べるとその差は顕著である。2015 年 4 月時点で世界 M&A 金額構成比は日本が 1.7%であるのに対し、アメリカが 45.8%、欧州が 23.5%である。<sup>8</sup> このことを踏まえると、他の先進国と比較して日本の M&A はさほど活発に行われているわけではないという現状がわかる。

図表 4-3-1 1985 年以降のマーケット別 M&A 件数の推移



出典)「グラフで見るM&A」MARR Onlineより (<https://www.marr.jp/mainfo/graph/>)

## 15 b. M&A に対する評価

日本企業が M&A を選択しない理由には国民性やメディアによる報道の影響など様々な説が唱えられている。実際に M&A に対して良いイメージを抱いて

<sup>8</sup> シティグループ証券株式会社 (2015)「M&A の国際比較」P.2 参照

いない企業も少なからずある。2008年に中小企業基盤整備機構が行った調査によると、「身売りのイメージがある」という意見があり、M&A実施後の世間的イメージの悪化を心配する声も上がっている。その一方で同じ調査の上位を占めたのは「手法や手続きの理解や知識が乏しい」「相手先企業の情報が少ない、得られない」「信頼できる相談相手や仲介機関がない」などの、M&Aを一度検討したが断念した、という声である。このことから、企業のM&Aに対する知識不足とM&Aを考えている企業を支える体制が整っていないことが問題点として挙げられる。

### c. 仲介業者の現状

次に、現在のM&A仲介業者について論じていく。M&Aを考えている企業を支える立場は主にアドバイザーと仲介業者がある。大きな違いとしては、仲介業者は売り手企業と買い手企業のマッチングを行い、中立的な立場をとるが、アドバイザーは取り引き先が決定している買い手企業又は売り手企業の片方に対してアドバイスを行い、依頼主に有利な条件で話が進むよう協力する。どちらも公的に認められた資格や認定試験は存在しておらず、誰でも名乗ることができるため、企業側としてはだれを信頼していいのか判断が難しいのが現状である。

しかしながら、中小企業は株主が企業のオーナーである。つまり所有と経営が一致している場合が多いことや、ほとんどが未上場企業であり企業情報の大部分が非公開であることなどM&Aをしていくうえで配慮すべきことが多々ある。

まず中小企業の経営者は会社への想いや従業員との関係が深いことが多く、単純に売却利益を追求するのではなく、売却後の会社の存続・発展や雇用の問題を重視するため、より綿密な話し合いが必要とされる。次に企業売却に対する社会的な負のイメージが挙げられる。「業績に悪化した企業が売却の対象になる」「経営責任から逃れるための手段」というようなイメージを持たれていることを考えると、M&A成立まで売却を考えていることをステークホルダーに知られずに進める必要がある。

また、情報の非対称性も大きな問題となる。中小企業は家計と経営が明確に分離されていないことも多く、買収企業が財務諸表の信憑性を疑う。一方で中



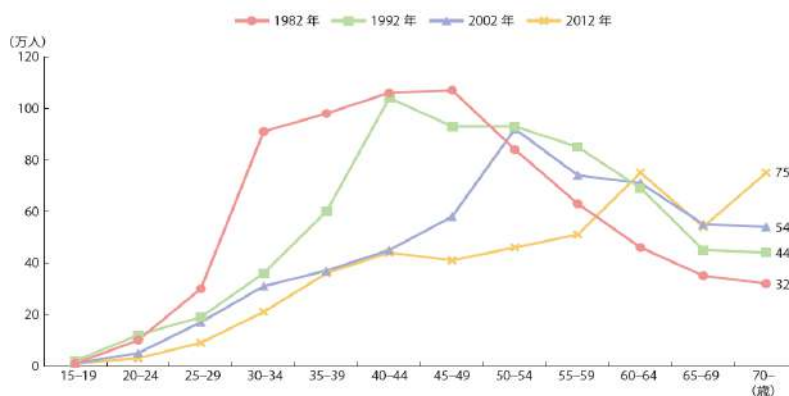
小企業は先述したように M&A はなるべく知られずに進めたいため、買収企業に対する情報伝達が非常に難しい。

これらのことから中小企業の M&A には仲介業者という存在が欠かせないのである。

#### 5 d. 事業承継と M&A

企業側では消極的な意見が多い一方で、政府や金融機関には将来的に企業間の M&A をさらに推進していこうとする動きがみられる。その背景には少子高齢化を受けた事業承継問題がある。図表 4-3-2 に見られるように、70 歳代の高齢者の割合が年々高くなっており、今後多くの団塊世代の経営者が引退を迎えるのである。現経営者の事業承継の意思としては、「他者に何らかの形で事業を引き継ぎたい」と考えている割合は中規模企業で 63.5%、小規模企業で 42.7%となっている。<sup>9</sup> 経営者は事業を引き継ぎたいと考えているものの、少子高齢化の影響で親族内承継が難しく、最後まで後継者を見つけることができずに廃業へ追い込まれるケースも少なくない。ここで我々は引退を考える経営者に、廃業ではなく M&A による事業承継を選択させることで、今ある事業が受け継がれることなく消えていくことを防ぎ、また雇用創出にも繋げていけるのではないかと考える。

図表 4-3-2 年齢階級別自営業主の推移



出典)「中小企業白書 2014」中小企業庁より

<sup>9</sup> 帝国データバンク (2013)「中小企業者・小規模企業者の経営実態及び事業承継に関するアンケート調査」参照

これらの現状のデータから日本企業が M&A に対して積極的でない原因として、我々は M&A を考えている企業をサポートする体制が整っていないことを  
5 挙げる。また、少子高齢化や後継者不足といった時代背景から今後 M&A を推進していく必要があると考え、我々が考案した解決策について以下で述べていく。

## (2)M&A 仲介業者の市場形成

近年国内の M&A 件数は増加してきてはいるものの、欧米と比較しても日本  
10 企業は M&A に対して積極的ではない。その原因の一つとして我々が注目したのは、M&A において企業と企業の橋渡し役である仲介業者である。ここでは、我々の提言の詳細について述べていく。

日本には現在、M&A アドバイザーや仲介に対する公的な資格は存在していない。民間機関で個々に認定試験などを実施しているところも近年増えてきて  
15 はいるが、信頼性の判断基準とするにはどれもまだ歴史が浅く、規模も小さい。そのためどれも大きな差はなく、経営者はたくさん存在している仲介業者のなかから自身の判断だけで自社に合った業者を選択しなければならない。この仲介業者選択の難しさが、企業が M&A に踏み切れない理由であると我々は考えた。

20 そして、買収したい企業と売却したい企業の双方が仲介業者を選択しやすい環境を整え、仲介業者の市場を形成することで、M&A が資金調達の手段の一つとして活用されるようにすることをこの提案のゴールと設定する。

### a. 市場形成の流れ

仲介業者の市場を形成するとはどういうことなのか、説明していく。

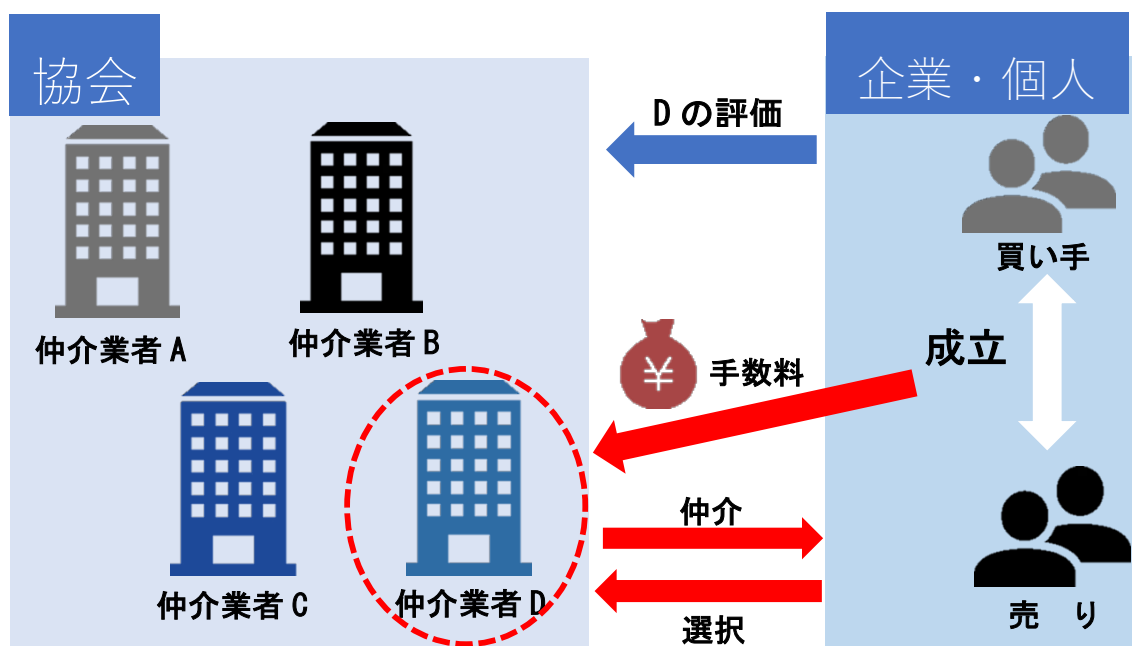
25 第一段階として、現在 M&A の仲介業者として実績を上げている業者が集まり「仲介業者協会」を結成する。この協会は横のつながりが薄いといわれる M&A 仲介業界で業者同士のつながりと情報共有を促すことと、業者同士で監視しあいながら仲介業者全体として企業からの信頼と価値を高めていくことを目的としている。各業者の代表者が定期的に集会を開き、協会メンバーの選定  
30 基準などを設定してから参加を募ることで、協会の規模を大きくしていく。



価を提出することを記載し、売り手企業・買い手企業双方の視点からの評価を集める。このデータはただランキング作成のためだけに使用するのではなく、定期的に開かれる集会での情報共有や、協会が企業に対して行うM&Aセミナーの内容にも活用していくことができると考えている。

5

図表 4-3-3 提案のイメージ図



出典) 筆者作成

#### d. 提言による効果

- 10 我々の提言によって解決される問題や、それぞれのメリットを述べていく。
- はじめに仲介業者が得られるメリットは3点挙げられる。協会という組織で横のつながりがうまれることで互いの仲介の質を高め合うことができる。また、今まで統制がとられず利用する企業や社会的に負のイメージが持たれていた仲介業界が、協会として政府の保証を受けその活動を社会に広めることでイメージを改善できる。統制がとられることですべての業者が同じ基準で評価されるため、活動に見合った評価を得ることができるのも業者側のメリットといえる。
- 15 続いて企業のメリットは、正しく評価されたランキングをもとにニーズに合った仲介業者を選択できるため、仲介業者とのトラブルを回避できる。また協会から M&A に関するセミナーを受講することができ、知識をつけたうえで

M&A に臨むことができる。売却企業に関しては、今まで手当たり次第仲介業者を回りそのたびに企業の情報などを外部に見せる必要があったが、サイトとしてまとめられており十分に吟味したうえで仲介業者に依頼できるため、必要以上の情報開示の必要がなくなる点もおおきなメリットといえる。

- 5 最後に社会的なメリットは大きく2点ある。仲介業者を利用しやすくすることでM&Aの利用増加を促し、Exitしやすくすることで中小企業・ベンチャー企業の活動の幅が広まり活性化する。また事業承継がうまくいかず、廃業に追い込まれていた企業や事業もM&Aを選択できるようになれば、社会から失われずに新たに引き継がれる。

10

図表 4-3-4 それぞれが得られるメリット

仲介業者	買収企業
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 仲介の質の向上</li> <li>・ 仲介業界の社会的イメージの改善</li> <li>・ 正しい評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 希望に合ったM&amp;Aのメリット (新技術・人材)</li> <li>・ セミナーによる知識の増強</li> <li>・ トラブル回避</li> </ul>
政府（社会）	売却企業
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ M&amp;Aの利用増加</li> <li>・ 中小企業・ベンチャーの活性化</li> <li>・ 経済の循環</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 自身に見合った仲介の選択</li> <li>・ セミナーによる知識の増強</li> <li>・ 速やかな仲介の選択による情報開示のリスク軽減</li> <li>・ トラブル回避</li> </ul>

出典) 筆者作成

## 終章

これまでの本論文の流れを再度確認していく。

第1章では、日本企業の資金調達手段として直接金融、間接金融、公的金融のそれぞれから代表的な手段を取り上げた。第2章では、中小企業の資金調達の現状と課題を、第3章では、ベンチャー企業の資金調達における現状と課題を述べた。そして、これらを踏まえ第4章にて3つの提言を行った。

1つ目は、中小企業向けの「銀行の融資審査の改善」である。提出書類を増やすことで企業と金融機関の間に生じる情報の非対称性を、それに伴う銀行の負担をAIでカバーすることで銀行の貸し渋りを軽減する。これにより、中小企業が今まで以上に融資を受けやすくなるを考える。2つ目は、ベンチャー企業向けの「優先株式の普及と活用」である。アメリカで多く使われ日本でも徐々に利用されつつある優先株式のさらなる普及を目的とした提言である。優先株式専門のVC機関を設立することで、ベンチャー企業にとって直接金融の新たな選択肢が増えることを目指す。そして3つ目は、中小企業とベンチャー企業双方に向けた「M&A 仲介業者の市場形成」である。M&A をしやすい環境をつくることでExitの選択肢が広がり、企業が本当に自分に合った資金調達方法を選択できればと考える。

中小企業は日本経済を支える大きな存在であり、ベンチャー企業も日本に革新をもたらしている。両企業が今後も成長や活躍を続けていくためには、企業側が時に応じて自分たちに合った手段を選択できるような資金調達環境を整えることが非常に重要である。現在ある資金調達手段の改善や従来の形にとらわれない新しい資金調達モデルの構築、政府による政策や補助など、企業がこれまで以上に活用しやすい体制を作り上げていくことが大切だと考える。

最後に、本論文が中小企業やベンチャー企業をはじめとした日本企業にとって円滑な資金調達、そして日本経済の活性化の一助になることを祈念し、本論文の結びとする。

## 参考文献

### <参考文献・論文・レポート>

- 赤沼慎太郎 (2015) 「専門家のための資金調達の実務」 翔泳社
- 5 磯崎哲也 (2014) 「起業のエクイティ・ファイナンス」 ダイヤモンド社
- 磯崎哲也 (2015) 『起業のファイナンス 増補改訂版』
- 中小企業庁 (2016) 「中小企業白書 2016 年版」
- 一般財団法人 商工総合研究所 (2014) 「中小企業とM&A」
- 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (V E C) (2016)
- 10 「2015年 (平成27年) の年間 (暦年) 国内ベンチャー投資は、738億円」
- 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (V E C) (2016) 「ベンチャー白書2016 ベンチャーニュース特別版」
- 一般社団法人 全国地方銀行協会(2017) 「地方銀行」
- 上原啓一「中小企業における資金調達の課題」
- 15 株式会社野村総合研究所 (2012) 「個人投資家によるベンチャー企業等への投資活動の実態に関する調査」
- 金融庁 (2015) 「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート調査結果等の概要」
- 経済産業省中小企業庁調査室 (2017) 「2017年版 中小企業白書 概要」
- 20 財務省 「株式会社商工組合中央金庫」
- 中小企業庁 (2010) 「我が国の中小企業の実態」
- 中小企業庁 (2012) 「中小企業庁 支援策のご案内」
- 中小企業庁 (2014) 「経営承継円滑化法の施行状況について」
- 中小企業庁 (2015) 「地域の課題を解決するために 事業評価の手引き」
- 25 中小企業庁 (2015) 「中小企業白書2014 第3章」
- 中小企業庁 (2016) 「中小企業・小規模事業者の現状と課題」
- 中小企業庁 (2016) 「平成29年度以降に向けた創業・起業支援について」
- 中小企業庁 財務課 (2016) 「事業承継に関する現状と課題」
- 帝国データバンク (2013) 「中小企業者・小規模企業者の経営実態及び事業承継
- 30 に関するアンケート調査」

- 日本政策金融公庫 「業務の概要」  
日本公庫総研レポート（2016）「M&Aに取り組む中小企業の実態と課題」  
深澤映司（2007）「地方自治体の中小企業向け制度融資が直面している課題」  
未上場企業が発行する種類株式に関する研究会（2011）「未上場企業が発行  
5 する種類株式に関する研究会報告書」  
大和総研（2012）「優先株式は企業の資本政策に応じた活用を」  
大和総研（2015）「シリコンバレー流、日本上陸 議決権種類株式（Dual  
class structure）を用いた IPO」  
大和総研（2017）「IPOの動向と国際化に関する比較」  
10 Japan Venture Research（2016）『日本における優先株式の利用実態調査』

<参考 Web 資料>

- 下記のインターネットから参考にした資料は、提出日（2017年10月27日）  
時点でアクセス可能であったため、アクセス日は省略することとする。
- 15 アクセンチュア「Banking Technology Vision」  
<https://www.accenture.com/jp-ja/insight-banking-technology-vision-2017>  
起業 tv（2017）「ベンチャーキャピタルとは？VCから投資を受けるメリット・  
デメリットまで！」  
<https://kigyotv.jp/news/special83/>
- 20 クラウドファンディング総合比較「融資型（貸付型）クラウドファンディング  
の仕組み」  
<https://cf-hikaku.net/yushigata/>  
資金調達プロ「【保存版】出資と融資どちらが有利？起業家なら知るべきメリッ  
ト・デメリットと、出資・融資の成功5つのコツ」
- 25 <http://shikin-pro.com/guide/1085>  
シティグループ証券株式会社（2015）「M&Aの国際比較」  
商工中金 <https://www.shokochukin.co.jp/about/corporate/index.html>  
総務省（2016）「平成28年版地方財政白書」  
[http://www.soumu.go.jp/menu\\_seisaku/hakusyuo/chihou/28data/2016data/28c](http://www.soumu.go.jp/menu_seisaku/hakusyuo/chihou/28data/2016data/28c)  
30 [zb01-04.html](http://www.soumu.go.jp/menu_seisaku/hakusyuo/chihou/28data/2016data/28c_zb01-04.html)



中小企業庁「中小企業・小規模業者の定義」

<http://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>

日刊工業新聞ニュースイッチ（2016）「中小企業の『事業承継税制』利用急増のなぜ」

5 <https://newswitch.jp/p/3521>

日本経済新聞（2016）「国内V C投資、15年度11%増 2年ぶりプラス」

[https://www.nikkei.com/article/DGXLASDZ10HST\\_Q6A810C1TJC000/](https://www.nikkei.com/article/DGXLASDZ10HST_Q6A810C1TJC000/)

日本経済新聞（2017）「I P O市場が活況 初値、9割が公開価格超え」

[https://www.nikkei.com/article/DGXLASGD29H3I\\_Z20C17A9EA2000/](https://www.nikkei.com/article/DGXLASGD29H3I_Z20C17A9EA2000/)

10 日本経済新聞（2017）「ゆうちょ銀行、コールセンターにAI 18年度導入検討」

<https://www.nikkei.com/article/DGXLZO20570050Q7A830C1EE9000/>

日本政策金融公庫 <https://www.jfc.go.jp/n/company/national/summary.html>

日本政策金融公庫企業融資ポータル（2016）「日本政策金融公庫と商工中金

15 の違い」<http://tokyo-startup.com/kouko/difference-between-two-government-affiliated-financial-institutions/>

Anipopop（2014）「クラウドファンディングとは -基本的な知識とメリットについての解説」

<http://anipopop.com/what-is-crowdfunding/>

20 A-port 朝日新聞社「クラウドファンディングとは」

<https://a-port.asahi.com/guide/>

DIAMOND Online（2014）「日本にGoogleのような企業が出てこないのは優先株式が普及していないから」

<http://diamond.jp/articles/-/56390?page=2>

25 FIELD MANAGEMENT CAPITAL（2016）「CVCの動向」

<http://fm->

[cptl.com/2016/04/19/cvc%E3%81%AE%E5%8B%95%E5%90%91/](http://fm-cptl.com/2016/04/19/cvc%E3%81%AE%E5%8B%95%E5%90%91/)

MARR Online「グラフで見るM&A」

<https://www.marr.jp/mainfo/graph/>

30 MARR Online（2017）「急拡大するベンチャー企業へのM&A」

- <https://www.marr.jp/genre/topics/kaisetsu/entry/6787>  
NEDO (2016) 「オープンイノベーション白書」  
<http://www.nedo.go.jp/content/100790965.pdf>
- 5 Sankei Biz (2017) 「未公開ベンチャーの資金調達額、初の2000億円超え」  
<http://www.sankeibiz.jp/business/news/170613/bsl1706130500002-n1.htm>  
SHARES 「SHARES φ 金融機関向け AIによる法人向け融資審査モデル」  
<https://www.shares.ai/page/fai>
- 10 Startup Innovators (2015) 『優先株の基礎』  
<http://startupinnovators.jp/blog/122/>  
Tech church Japan (2017) 「大学系VCに存在感一、2016年のファンド総額は2763億円で2008年以来最高を更新」  
<http://jp.techcrunch.com/2017/03/21/jvr-new-report/>
- 15 Venture Navi (2017) 「736社の調達金額分析から見えてきた、資金調達ブームの裏にある『法則』」  
<http://venturenavi.dreamincubator.co.jp/articles/report/864/>