

第5テーマ A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

平成28年度 証券ゼミナール大会

阿萬ゼミナール

関西学院大学 商学部

～目次～

	序章 はじめに	3
5		
	第1章 ベンチャー企業における各用語の定義	
	第1節 ベンチャー企業の定義	4
	第2節 成長段階別の資金調達方法	5
10	第2章 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題に対する解決策	
	第1節 資金調達における現状	11
	第2節 課題とその解決策	16
	第3節 今後の公的支援のあり方	22
15		
	第3章 資金調達環境改善へ向けたアプローチ	
	第1節 産業クラスター	24
	第2節 エコシステム	27
	第3節 年金資産を活用した資金調達方法	28
20	第4節 VC 投信デフォルト法案	32
	終章 おわりに	39
25	参考文献	41

序章 はじめに

近年、日本におけるベンチャー企業（以下 VB）の位置づけとはどのような
5 レンジ 2020」というプログラムが発表され、VB への注目度は一層高まると予想
できる。つまり、それだけ影響力を持った存在であることであるということも
同時に理解できる。

VB は既存企業に比べて大きなビジネスリスクをとって事業に挑戦している。
それ故、生み出されるものや創り出されるものは VB にしか成し得ない新技術
10 や革新である可能性は十分にある。しかもそれがその国の未来を変え、ビジネ
スモデルまでも変化させるような革命的なものであった場合、その利益は非常
に大きなものといえる。その中で、VB の重要性はその経済に与える影響から判
断しても年々増してきているように思われる。米国においても、Google や Apple
等 VB がその後急成長し、私たちの生活になくてはならない存在になるケース
15 もしばしば見られる。しかしながら、日本においてはその環境が整っていない
というのが現実であり、その要因のひとつが資金調達である。VB の主要な資金
調達方法はエンジェル投資、ベンチャーキャピタル、銀行融資などが挙げられ
るが、それらには課題も多く残されている。そこで、課題を明らかにするとと
もにそれぞれの解決策を論じ、さらに新たな資金調達方法を細かに提案してい
20 きたい。

本稿ではまず第 1 章で VB の定義、存在意義とともに資金調達における現状
と、そこから解決すべき課題について述べる。第 2 章では第 1 章で挙げた現状
と課題をもとに、成長段階別に分けた資金調達方法と解決策の両方を論じる。
また、今後の公的支援のあり方についても言及していく。第 3 章では新たなス
25 テップとして資金調達環境の改善というテーマのもと、産業クラスターとエコ
システム、これら 2 つの要素からアプローチする。最後に、年金資産の一部を、
確定拠出年金内の投資信託を活用し、産業クラスターの VB へ資産を誘導する
仕組みを組成し、多くの国民が自然化に VB への投資を促される仕組みを提案
した。

第 1 章 ベンチャー企業における各用語の定義

第 1 節 ベンチャー企業の定義

(1) ベンチャー企業の定義

本稿で取り上げられる VB の定義は、独自の技術や高度な知識等をもとに展開・成長していく創業後間もない企業のこととする。VB は大企業には存在しない画期的な新技術、あるいはアイデアの発明を通じて事業を展開し、後に急成長を遂げることが多い。かつて、米国のマイクロソフト社も VB であり、Windows という画期的なオペレーションシステム（OS）の開発、普及により急成長し、現在では世界最大の IT 企業にまで成長した。マイクロソフト社の輝かしい功績の中でも、今や Windows は OS 分野でのデファクト・スタンダード（事実上の標準）となり、世界各国で愛用されている。日本でも、ガンホー・オンライン・エンターテインメント株式会社という IT 関連系 VB があり、パズドラという画期的なゲームシステムの開発、普及により成長し、日本のスマートフォン向けゲームアプリ業界を牽引する企業となった。このように、今まで世界に存在しなかった技術を我が国において開発し、技術立国を目指すことは大変有意義なことであるのは言うまでもない。

(2) ベンチャー企業の存在意義

先述のとおり、VB は今まで世になかった新技術、アイデアを開発することによって、我が国では例えば VB の成長に伴う雇用の創出、またそれに続く経済への好影響、さらに大企業へと成長した VB の技術がまた新たな技術開発などを引き起こすような好循環の発生こそ VB の存在意義であり、また求められているものである。低迷した日本経済の中で革新的な事業を生み出すことは不可欠であり、既存の成熟企業は優良な企業イメージを維持する必要がある、保守的に事業を行うため、新事業が生まれにくい。そこで、新たな成長産業の創出の担い手として VB を活性化していくことは、既存の大企業と競争するのではなく、大企業が参入しない産業で独自のアイデアや技術を用いることにより、マイナーな分野でのイノベーションが起これ、大企業もその分野の効率性の向上に繋がる。その結果として日本経済全体に恩恵をもたらすことになるのである。

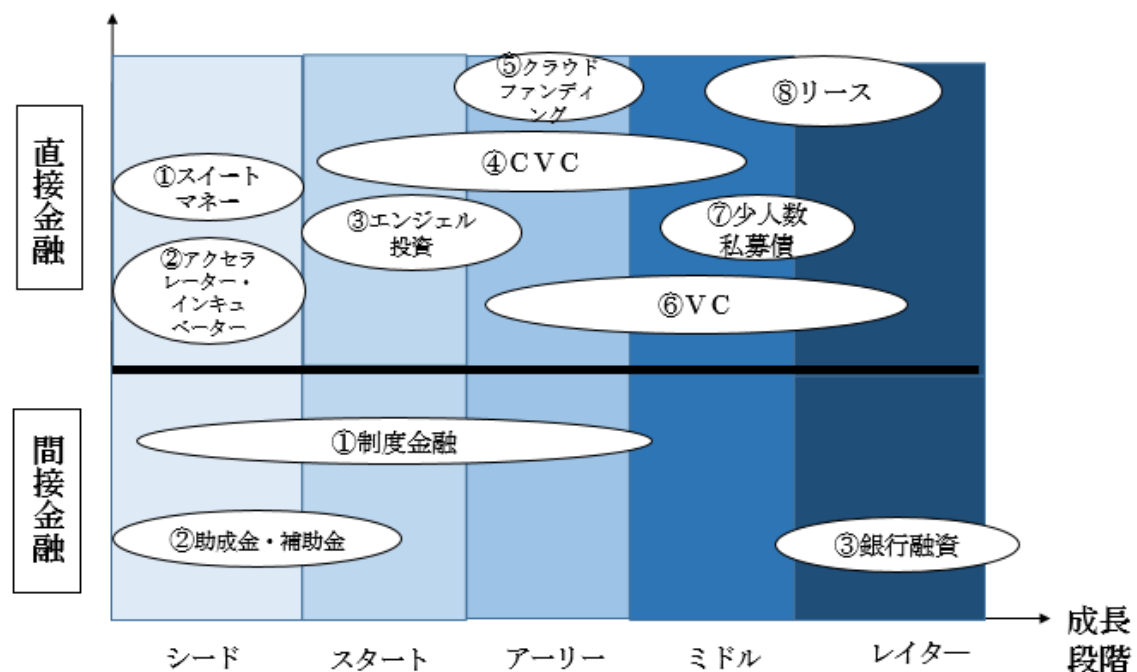
先ほどの例で言えば、マイクロソフト社の開発した Windows はそれ自体が様々な新規 VB の立ち上がりのきっかけとなり、また同社も起業支援機関マイクロソフトベンチャーズを立ち上げ、積極的に新技術開発の手助けを行っている。同社自体も事業成長の中で事業を世界へ展開、国内外問わず、大きな雇用創出しており、世界経済へと多大な貢献を行っている。

加えて、世界へ技術、アイデアを発信し日本を技術立国として確立し、世界経済を牽引することも先進国である我が国に求められた役割であり、このことへの貢献に対しても期待が高まっている。

第 2 節 ベンチャー企業の資金調達方法

図表 1 では VB の資金調達方法を成長段階別に示した。本節では、直接金融・間接金融別に成長段階に沿ってそれぞれの資金調達方法について述べていく。さらに公的支援に分類される税制についてもそれぞれ言及する。

図表 1:VB の成長段階別資金調達方法



出所) 大和総研 (2012) ベンチャー企業の資金調達 p5 より筆者作成

(1 ー直接金融)

1ー① スイートマネー

スイートマネーとは、自己資金や家族知人からの借入資金を意味する。シード期などの創業初期は信用性の観点から、銀行融資などが受けにくいいため、スイートマネーで対応するケースが多い。

1ー② アクセラレーター、インキュベーター

アクセラレーター、インキュベーターとは、ハンズオン型¹の投資を行う機関であり、資金、経営に関するアドバイス、オフィススペースの提供を行っている。アクセラレーターの例としては、シリコンバレーの「Y Combinator (ワイ・コンビネーター)」などが挙げられる。インキュベーターとは乳児を育てる保育器の意味から転じている。初期段階の VB への資金支援や経営全般のコンサルティング機能を有している。

15 1ー③ エンジェル投資家 (ビジネスエンジェル)

ビジネスエンジェルとは、VB に投資する個人投資家のことを指し、エンジェルと呼ばれるのは資金調達に奔走する起業家にとって天使のような存在であることに由来する。エンジェル投資家の多くは過去に起業経験があり、資金と共に実践的なノウハウなども提供するケースがしばしば見られる。また、非営利目的の個人が多いことも特徴である。米国では「ペイフォワード」精神が一般層にも定着しており、ハリウッド俳優やスポーツ選手など様々な成功者がエンジェルとなっている。²

1ー④ コーポレートベンチャーキャピタル (以下 CVC)

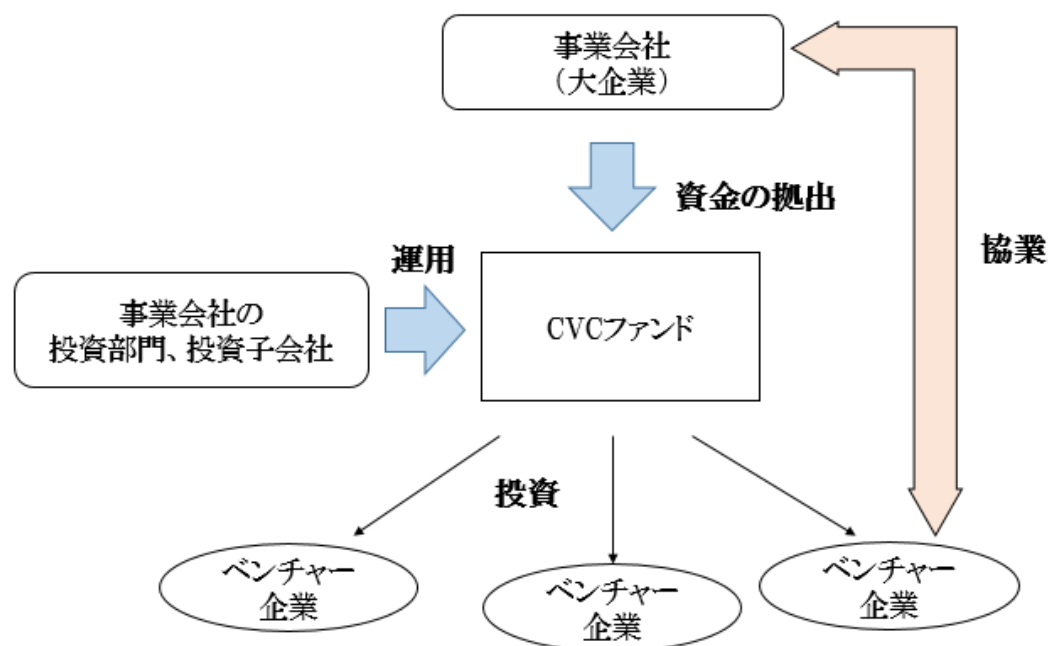
25 事業会社型 VC と呼ばれ、VB の成長とともに発展する技術を資本提携、M&A などによって最終的に自社の経営資源とすることを目的に投資を行う VC の一種である。この事業会社が出資先 VB の関連技術を有する事業会社であること

¹ ハンズオンとは、投資家が投資先の経営に参画することを指す。

² 日本でもサッカー日本代表の本田圭介選手が VB に投資を行っている。(日経産業新聞 2016/06/28 付より)

が多い、設備や技術を提供してもらえる可能性があること、などが通常の VC との違いである。また、大手企業が積極的に CVC に投資を行っているケースもある。³

5 図表 2:CVC ファンドの仕組み



出所) Bizzone (2016) CVC ファンドのメリット、デメリットー「事業シナジー創出」を実現する“5つの視点”より筆者作成

10 1-⑤ クラウドファンディング（以下 CF）

CF とは不特定多数の人々からインターネットを経由して資金調達を図ることを指す。その分類は以下のように寄付型、投資型、購入型の 3 種類に分けられ、その目的も様々である。VB だけではなく、大手企業が新規事業を行う際にも CF は用いられる。⁴

³ 富士通に 2005 年にコーポレートベンチャーファンドを作り、これまで国内外約 20 件に投資を行っている。（日経産業新聞 2016/06/27 付より）

⁴ ソニーは自前の CF サイトを創設し、社内オーディションを通過した消費者向けのモノ系プロジェクトを中心にサイトに掲載し、資金調達を行っている。（日経産業新聞 2016/06/03 付より）

図表 3:CF の分類

類型	仕組み
寄付型	資金提供者が無償で資金を提供する。
購入型	資金提供者は対価として何らかの財・サービスを受ける。
投資型	資金提供者は対価として収益の配当又は財産の分配を受ける。

出所) 三菱 UFJ 信託銀行 (2015) 「クラウドファンディングとその特性」 p. 3

より筆者作成

5 1-⑥ ベンチャーキャピタル (以下 VC)

VC とは、株式投資などを通じて、VB へリスクマネー⁵を提供し、当該企業の成長後、IPO や M&A によって利益を得る営利機関である。銀行系、独立系、政府系など様々分類が存在するが、事業会社系 VC は CVC として分類したため、本稿の VC の定義からは除外する。日本で著名な VC には大和 SMBC キャピタル (銀行系)、DBJ キャピタル (政府系) などがある。

1-⑦ 少人数私募債

少人数私募債とは、50 人未満の縁故者を対象として一般的な社債よりも簡単な手続きで発行できる社債のことである。公募社債の発行は銀行や引受証券会社が必要となるが、少人数私募債では自社で縁故者を募って発行することができる。一般には、最大 1 億円程度の調達が可能である。

1-⑧ リース契約

リース契約とは、厳密には資金調達ではなく、設備投資における手法の 1 つで、必要となる設備を一括で購入するのではなく、設定された期間設備を借りる形で調達する方法である。このため、一定期間ごとに費用の支払いが生じる。つまり、その他の資金調達方法とは性格が異なり、将来得られる利益を見越し、それを用いて設備費用を分割して支払うことができる。多額の設備費用を一度

⁵ 高いリスクを吞んで高いリターンを狙う投資家が供給する資金のこと、一般に、VC やエンジェル投資家が供給する資金のことを指す。

で支払う必要がないことから、資金繰りという点で効果的であるといえる。

(2-間接金融)

5 2-① 制度金融

制度金融とは、一定の制度に則って国が資金を融通するシステムのことである。例として、日本政策金融公庫が提供している制度である新創業融資制度が挙げられる。これは創業の要件を満たしている、新たに事業を始める人を対象に、最大 1500 万円までの融資が受けられる。

10

2-② 助成金・補助金

助成金・補助金とは、融資とは異なり、返還が不要である資金の一種である。具体的には、中小企業基盤整備機構が提供している創業・第二創業補促進補助金が挙げられる。これは新たに創業する者や第二創業を行う者に対して、必要な経費の一部を助成する仕組みのものである。我が国経済の活性化を目的とし、100～200 万円の補助金を得られる。

15

2-③ 銀行融資

銀行融資とは、銀行から資金を借入することである。信頼や安定性、担保の有無が重視されることで借入審査が厳しく、レイター期での利用が最も適していると判断した。その他の資金調達に比べ、経営に対する関与が少ないことが特徴である。

20

25 (3-税制)

3-① エンジェル税制

エンジェル税制とは、一定の要件を満たす VB に対してエンジェル投資をする投資家を税制優遇するものである。これはエンジェル投資家を増加させる目的で政府が行っている政策の 1 つであり、優遇 A と優遇 B の 2 種類から成っている。それぞれ株式投資額の所得控除、株式投資額の株式譲渡益からの控除と

30

いう形で減税がなされる。

3-② 企業のベンチャー投資促進税制

5 企業のベンチャー投資促進税制とは、認定 VC ファンドを通じて VB に出資や
ハンズオン支援を行う企業に対して税制優遇を行うものである。ベンチャー投
資資金の最大 8 割が損失準備金として損益計上が認められる。

10 以上が我々の考える、成長段階別の具体的な資金調達方法等である。もちろ
ん、これは一例であり、VB の個々の事情を勘案して資金調達を行うべきことは
言うまでもない。従って、展開する事業の内容や、取り巻く経済状況によつて
もその都度臨機応変に対応していくべきである。

15 次章では、我が国での資金調達における現状と課題を直接金融と間接金融に
分けて論じていく。さらに、課題に対する具体的な解決策についても詳細に提
案する。

第 2 章 ベンチャー企業の資金調達の課題に対する解決策

20 本章では第 1 節で VB の資金調達における現状について直接金融と間接金融
に区分し、諸外国との比較を取り入れつつ述べていく。第 2 節では前節で述べ
た現状から見えてくる課題を提示し、その解決策を段階別に提案する。

第 1 節 我が国におけるベンチャー企業の資金調達状況

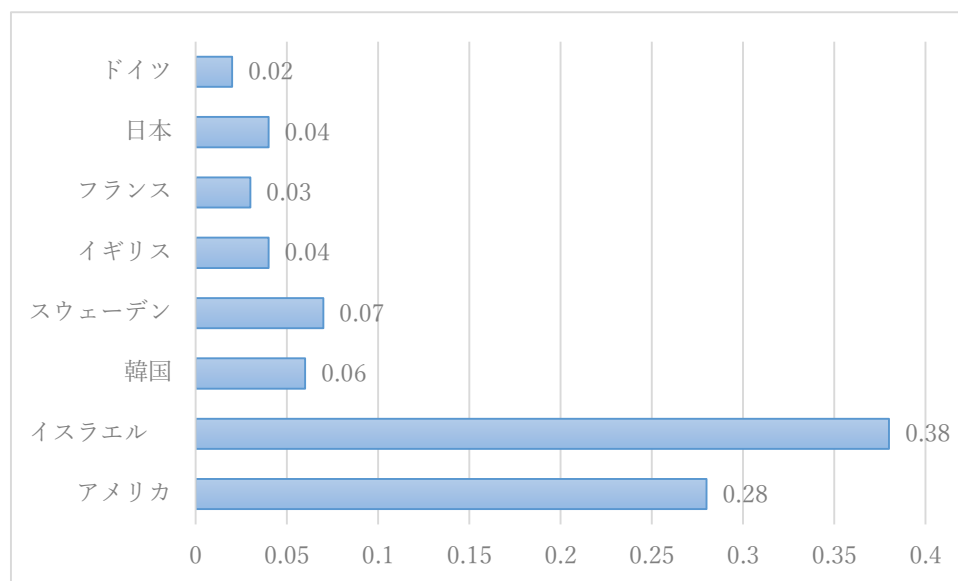
25 (1) 直接金融における現状

直接金融とは、資金の借り手である企業が株式や社債などの証券を発行し、
それを貸し手が金融機関を介さずに直接購入するという形で資金を供給する仕
組みのことである。直接金融でのリスクは貸し手に帰属する。直接金融による
VB の資金調達方法は、前章で述べたように、主に VC・CVC・エンジェル投資・
30 CF 等が挙げられる。当然 VB の成長段階によって適した資金調達手段は異なる

ものの、全体として直接金融は未熟であり、海外諸国と比較しても成長の余地が十分に残されているというのが現状である。以下では VB の直接金融における代表的な資金調達方法である VC とエンジェル投資の現状を諸外国と比較しながら述べていく。

- 5 図表 4 は VC 投資額の対 GDP 比率を表したものである。我が国は先進国諸外国の中でも 0.04%と低い値となっており、これは実に米国の 1 /7 以下であることが読み取れる。また、イスラエルは日本の 9 倍以上の対 GDP 比を有しており、大きく差をつけられている。⁶言い換えれば、我が国において VC への資金供給がいまだ少なく、これがさらに VB の開業率、起業者数に影響を与えている
- 10 可能性も少なからずあると予想される。

図表 4:VC 投資額の対 GDP 比



- 15 出所) 日本経済再生本部 (2016)「ベンチャー・チャレンジ 2020」 p.9 より筆者作成

エンジェル投資に関しては、図表 5 から分かるように投資額、投資件数、

⁶ イスラエルは近年急速にベンチャー投資が活発化しており、「中東のシリコンバレー」とも呼ばれている。

投資家数の全ての項目において、米国とかけ離れているのが現状である。西村（2008）が指摘している、エンジェル投資家と VB とのネットワーク構築問題が存在することも要因の 1 つであり、VC 同様エンジェル投資もまた、我が国において発達していないことは明らかである。国内でエンジェル投資が増えない理由として、日本の文化という要因もある。⁷

図表 5: 日本と米国のエンジェル投資における比較

	日本	米国（2012 年）
エンジェル投資額	約 9.9 億円（2011 年度）	229 億ドル（2.3 兆円）
エンジェル投資件数	45 件（2011 年度）	67000 件
エンジェル投資家数	834 人（2010 年度）	268000 人

出所）内閣府・第 2 回経済財政諮問会議（2014）「中長期の安定した投資の推進に向けて」より筆者作成

従って、以上の要素から判断しても、直接金融における既存の資金調達手段だけでは十分とはいえず、改善の余地があると考えられる。

（２）間接金融における現状

間接金融とは、最終的借り手である企業が金融機関を経由して最終的貸し手である預金者から資金を調達することである。ここでのリスクは金融機関が負うことになる。間接金融による資金調達方法は、主に銀行融資を指す。また本稿では、公的支援による貸し付けも国民から集めた税金を政府が企業に出資するという点において間接金融に近い性質があるといえるので、間接金融に含めるものとする。

銀行融資によって資金調達を行う場合、その VB がどの成長段階にあるかが最も重要である。なぜなら、信用や業績が特に重視されるため、創業初期で融資を受けることはほぼ不可能である。従って、間接金融による資金調達は VB に

⁷ 日本人の傾向として成功者がさらに投資で資産を築くことに対する嫉妬が根強い。（日経産業新聞 2016/06/28）

としてはいつどんなときでも有効な手段とは言えず、限定的であることが指摘できる。

また、図表 6 は金融機関の貸出 D I（中小企業）⁸を示したものであるが、時期によって貸し出し態度が大きく異なっていることが分かる。このように、銀行融資は景気などの変動によって、銀行の貸出態度に大きく左右されることがある⁹ため、VB が銀行融資だけに頼ることは困難だという指摘も存在する。さらに 2009 年から 2014 年にかけて銀行の貸し出し態度は徐々に良くなっていることがわかるが、大企業や中堅企業と比べて VB を含む中小企業に対する貸し出し態度は依然として厳しい状態である。

しかしながら、ベンチャー白書 2015 によると、最近の動向としてはメガバンクが各行の子会社 VC と連携して、レイターステージだけでなく、ミドルステージや銀行によってはアーリーステージの VB にも運転資金などを融資するケースが増加している。メガバンクのこのような動きの背景としては、日銀が実施するマイナス金利政策¹⁰などによって国内の利ざやが縮小し、従来型のビジネスの先行きが不透明になっていることが考えられる。みずほ銀行では 2015 年度の VB 向け融資は 248 億円であり、2014 年度の約 2 倍となるなど、VB に対する融資に力を入れている。また、メガバンクは FinTech¹¹関連ベンチャーに対する支援も活発に行っている。銀行融資は事業化に成功し成長段階のミドル期・レイター期においては一般的な資金調達方法であり、大きな資金を得るには有効な手段の 1 つと言える。

図表 6:金融機関の貸出 D I（中小企業）

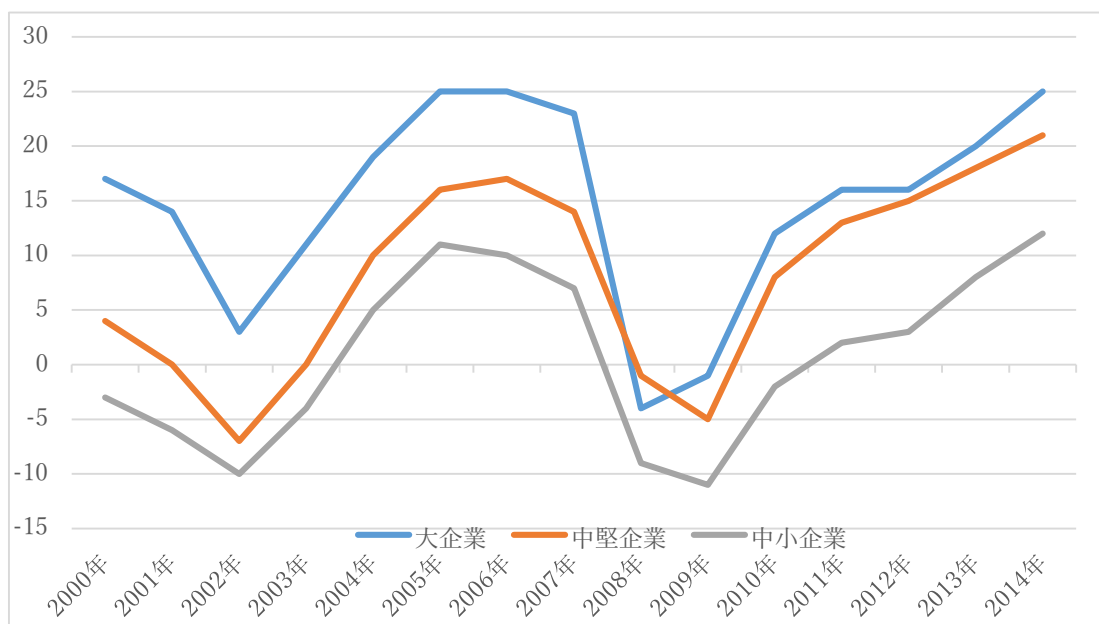
⁸ 質問票回答企業からみた金融機関の貸出態度についての判断のことで、回答の選択肢は、「緩い」、「さほど厳しくない」、「厳しい」の 3 つである。

貸出 DI「緩い」と回答した社数の構成比－「厳しい」と回答した社数の構成比のことである。

⁹ 2008 年 9 月に米国のサブプライムローン問題によって発生したリーマンショックの影響で、2008 年から 2009 年にかけて日本の金融機関の中小企業への貸し出し態度は大きく減少している。

¹⁰ 2016 年 1 月より実施された。

¹¹ IT 技術を使った金融サービスのことを指す。金融を意味する「Finance」と技術を意味する「Technology」を組み合わせた造語のことである。



出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より筆者作成

- 5 また公的支援の現状としては、各省庁でそれぞれ実施している公的支援は様々に存在する。しかし、VB にこれらの公的支援の情報が十分に行き渡っているとは言い難く、VB が公的支援を活用しきれていない。ベンチャー白書が実施しているアンケートによると、助成金・融資制度に関して事業開始前に資金提供を受けられないことや助成金を受けられる企業が限られている現状が挙げら
- 10 れている。¹²また、税制についても設立初期の VB に対しての税制優遇が十分ではない。地方自治体では人を呼び込むような産業等の誘致が不足しており、既存企業にとってメリットのある企画運営がなされていない。以上のことから、現状の公的支援では VB を取り巻く環境が十分に整備されていないといえる。しかし公的支援に対する期待も大きく、今後の公的支援の在り方が注目される。

15

第2節 ベンチャー企業の資金調達における課題と解決策

¹² ベンチャー白書 pp177-178「ベンチャー企業の創出・成長のための政府等の政策面に対する要望」より参照した。

以上で述べた現状から、まず解決すべき共通の課題として VB への資金供給を増やすことと、成長段階ごとに変化する資金需要にどのように対応していくかが挙げられる。それらを実現するためのステップとして、まず成長段階別に課題を整理し、解決していく。

5

(1) シード期における課題と解決策

シード期のような創業初期段階ではスイートマネー以外の資金調達方法に乏しく、“資金をいかに集めるか”が最も大きな課題である。これは事業計画書をどれだけ詳細に、かつ説得力のあるものに仕上げられるかということとも密接に関わっていると言える。しかしながら、起業後間もない時期であることも考慮すると、事業計画書を完成度の高いものに仕上げることは多くの起業家にとって困難を極める。¹³そこで事業を進めていくにあたり、その過程全体を支援する必要がある。

15 以上のような問題に対する解決策として、シードアクセラレーター、またはインキュベーターなどの支援を受けることが望ましい。どちらもシード期の段階から、ハンズオン型の投資を行う機関であり、資金供給はもちろんのこと、経営のアドバイスや事業計画書の作成など様々な支援を行っており、共に事業を成長させる心強いパートナーとなってくれるであろう。

20 また、間接金融としては銀行からの融資はあまり期待できないが、例外的に助成金などの公的支援を受けることができる。中小企業庁が実施している「創業補助金」であれば 100～200 万円、「小規模事業者持続化補助金」であれば 50 万円から給付を受けることが可能である。給付にあたってはいくつが条件はあるものの、助成金は返還の必要が無いので積極的に活用することが望ましい。また、助成金補助金に関しては、各都道府県が散発的に実施するものも存在する
25 ため、その都度確認が必要である。

(2) スタートアップ期における課題と解決策

¹³ ベンチャー白書 p177「ベンチャー企業の創出・成長のための政府等の政策面に対する要望」より抜粋した。

スタートアップ期も前段階と同様に、資金をいかに集めるか、が最も大きな課題である。ただし、計画が事業として軌道に乗る期間であるため、前段階よりも資金が必要となる。比較的短期で少額の資金需要であるが、いまだに銀行融資などは期待できないためにビジネスエンジェルやCVCによる支援を受けることが望ましい。5 ビジネスエンジェルやCVCは前段階で作成した事業計画書を参考にVBに対して出資を行うかどうか判断するので、前段階でいかに完成度の高い計画書を作成できているかが重要となる。

10 ビジネスエンジェルは非営利の個人であることが多く、過去に起業経験があるなどの理由から実践的なノウハウなどを共に提供してもらえることがある。例えば、スクラムベンチャーズ¹⁴を設立した宮田拓弥氏もかつては日米で2度のイグジットを経験し、その後エンジェル投資家となった。

15 ビジネスエンジェルから出資を募るときは非営利の個人であるという特徴を利用して、可能であれば議決権を制限した種類株式を引き受けてもらうことを提案したい。種類株式とは普通株式に異なる性格を持たせて価格を変動させた株式のことを言い、大手企業でも用いられている。¹⁵ ビジネスエンジェルはあくまでVBの成功を願って投資しているのであって、自身が成功に導いた結果、利益を得ることを目標としていない場合がほとんどである。このため、議決権を制限した種類株式を引き受けてもらい、創業者個人の議決権の希薄化を避けつつ、資本を形成する最良の手段となり得る。

20 CVCにおいてはその性格上、ファンド組成元が出資先となるVBの関連技術を保有する事業会社であることが多い。従って、VBが保有する技術等に精通しているという点で他のVCとは一線を画しており、CVCはより技術指導など実践的な支援を行うことができる。そのため、他のVCよりも早いスタートアップ期からの投資が可能となる。

25 また、公的支援については、日本政策金融公庫による様々な創業支援を受け

¹⁴ 2013年設立された、アメリカの技術系スタートアップへの投資を行うVCのことである。

¹⁵ 2015年にシャープが金融機関向けの種類株式を発行した。
(日本経済新聞 2016/04/29付より)

ることができる。こういった制度金融の多くは、制度上では創業後すぐから 5 年以内までであれば利用することができるが、あくまで融資であるので、返済義務が存在し補助金などと比べてより厳しい審査が必要となる。やはりここでも重要となるのは事業計画書であり、このために事業計画書を整った状態で提出できるようにして、さらに各成長段階における倒産リスクなどを考慮したうえで利用することが望ましいと思われる。

この段階では日本政策金融公庫が実施している新創業融資制度の利用を提案したい。開業資金に 1/3 の自己資本が確認できるなどの条件はあるが、無担保無保証で 1500 万円までの融資を受けることができる。特に保証に関しては、いまだに事業の先行き見通しが立たない状態で安易に連帯保証人を知人等に依頼しても断られてしまう可能性が高く、現実的ではないので無担保無保証であるこの制度は魅力的である。さらに資金需要も、後の資金調達段階と比べると少ないので、まずはこの制度による融資を受けるとよいだろう。ただし、研究開発型 VB など、特許維持費によってこの段階から費用がかさむ場合や、支援先の VC などからの勧め、あるいは信用保証協会の保証が得られる場合は銀行融資も考えられる。

(3) アーリー期における課題と解決策

アーリー期では、まだ低収益あるいは赤字の状態が続いている場合が多い。従って、事業を展開していく規模に応じて資金需要は増大していくが、多くの投資を受ける上で必要不可欠な自社企業の PR にも課題は残されているものと考えられる。また、間接金融においては銀行融資による資金調達がいまだに困難な状態が続いているので、次の段階で銀行融資を有利に受けられるような制度金融の活用を模索していく。

この段階では特にアーリー期を得意とする VC による投資を見込むことができる。こちらもスタートアップ期におけるエンジェル投資と同様に、種類株式による調達が効果的だが、一般的な民間の VC は営利組織であるので、議決権を制限した種類株式では経営に口出しができなくなるために、引き受けが非現実的である。従って、ここでは、残余財産分配請求権とみなし清算条項や普通株式への転換条項を付与した種類株式を発行する、配当金額を大きく設定するな

どの工夫を施した種類株式による資金調達を提案したい。残余財産分配請求権に関して優先的な権利を付与しておく、企業が倒産等の要因により解散し、債務を清算したあと、残った財産に関して、株主は優先的に受け取れるようになり、投資回収リスクが減少する。実務的に残余財産分配請求権は、ほとんどの場合で付与されることが多く、あまりこの割合を高く設定すれば創業者側の利得が減少してしまうことには留意しなければならない。また、みなし清算条項を付与しておく、VB が IPO ではなく、M&A によって売却された際に生まれる多額の利益を優先的に受け取ることができるようになる。しかし、種類株式は M&A により株価が跳ね上がるといったことが無い為、普通株式への転換条項を付与しておくことでこのミスマッチを解消する。このような工夫を凝らすことで普通株式による投資よりもより効果的な資金調達を行うことができるだろう。

図表 7: 資金調達手段として望ましい種類株式の内容

種類株式		
残余財産分配請求権	みなし清算条項	普通株式への転換条項
投資回収リスクの減少	M&Aによって売却された際に生まれる利益の優先権	M&Aによる株価の変動への対応

出所) 筆者作成

さらに、CF による資金調達も積極的に活用することを提案したい。CF の参加者は投資に精通している人材ばかりではなく、一般大衆であることのほうが多い。つまり、今後の展望を見据えるアーリー期においては、資金調達だけでなく副次的に、広告宣伝としての活用や、その事業に対してどの程度関心が得られるのかなどを計測できるのでマーケティングとしての効果も得られるであろう。加えて、CF は性質上、極めて低コストで実施することができる。この段階における資金需要を増大させず、VB の負担になりにくい点でも CF は優れてい

るように思われる。

公的支援は日本政策金融公庫による制度金融が考えられる。「新規開業資金特別貸付」、「女性、若者／シニア起業家資金」、「中小企業経営力強化資金」などを利用することが望ましい。いずれも国民生活事業実施であれば最大 7200 万円、中小企業事業実施であれば最大 7 億 2000 万円までの融資を受けることができる。必要に応じて、または相談のうえで担保や保証が必要となるが、前段階よりも実績が存在するため、審査自体や、連帯保証人を知人などをお願いする際にも交渉の材料になるはずである。さらに、「挑戦支援資本強化特例制度」（資本制ローン）も活用すべきである。上述した 3 つの融資制度いずれかに該当することが融資条件の 1 つであり、その他の条件もあまり厳しいものではない。最大 4000 万円までの融資を無担保無保証で受けることができ、さらに特例としてこの制度による債務は金融検査上、自己資本と見なすことができる。そのため、自己資本比率¹⁶を高めることが可能となるので、次の段階以降に自己資本比率が融資の条件となっている制度金融や銀行融資を受ける際に有利に働くであろう。資金調達の展望も併せて考慮すると、非常に魅力的な制度金融だと思われる。

(4) ミドル期における課題と解決策

ミドル期では、前段階までよりもはるかに増大していく資金需要への対応が課題である。設備投資や運転資本需要が急拡大していくため、そこまで多くの資金を必要としない前段階までとは異なった方法でアプローチしていかなければならない。VC からの出資は前段階と同様に利用すべきではあるが、必要となる資金量を株式などの資本で調達する際に、創業者自身の有する議決権の希薄化を招いてしまうことは考慮すべきである。

このため、これ以降の段階では銀行融資によるデット・ファイナンス¹⁷を利用することも視野に入れておかなければならない。銀行融資は審査が極めて厳

¹⁶ 総資本のうちどの程度が自己資本でまかなわれているかを表す指標のことである。自己資本比率が高いほど、その企業は返済不要の資本を元手に事業を行っているため経営が安定する。

¹⁷ 銀行借り入れやシンジケートローン、社債発行などによる資金調達のことである。

しく、前段階までは困難であったが、事業発展の成功によって事業の安定性を評価されると融資は受けやすくなる。従って、銀行融資は資金調達を行いつつも、直接金融による経営権の分散を回避できる手段なのである。

5 加えて、縁故者に対する少人数私募債の発行もあわせて提案したい。VB においては、その信用力や償還期限などの理由から、あまり活用されることのない社債であるが、自社のことを良く知る取引先などであれば、引き受けてもらえる可能性がある。一見、縁故者からの資金調達ということで、シード期やスタートアップ期などでも活用できるように思われるが、仮に家族知人に対して社債を発行するのであれば、わざわざ社債を発行せずとも資金の借入で代用する
10 ことができる。しかし、シード期やスタートアップ期においては、取引先と信頼関係を構築することは困難であるが、この段階になることで実績の裏付けもあり、少人数私募債による調達が十分に可能な信頼関係を構築できていると思われる。従って、少人数私募債は実質的にはこの段階から効果を発揮するためにミドル期における資金調達方法とした。

15 また、上述のように資金調達とは少し話が逸れるが、資金繰りという点でリース契約が考えられる。設備投資に多額の資金を費やすと、その他にあてる資金が圧迫されてしまう。この状態を回避するために、設備を一括購入するのではなく、リース契約を締結することで支払いを分割するのである。最終的に設備は手元に残らないが、今後の事業の収益を段階的に設備投資資金としてあて
20 ることで、現時点での多額の支出を抑えることができるため効果的である。特に CVC の支援を受けている場合、VB は事業会社の設備をリースさせてもらえる可能性があり、新規でリース契約するよりもコストを抑えられるなどのメリットも十分考えられるので非常に効果的である。

25 ミドル期に活用できる公的支援は様々に考えられる。前段階までに挙げた制度金融だけでなく、現段階で受けることのできる見込みがある制度金融が存在する場合はそれをうまく活用すべきである。これは制度金融による融資を受ける条件が創業後 5 年以内であることが要件となっていることが多く、時間経過により受けられなくなる恐れがあるためである。また、銀行の融資を受ける

際に、信用保証協会¹⁸の保証を受けることも公的支援の一つとして利用することができる。

(5) レイター期における課題と解決策

- 5 この段階では銀行融資が格段に利用しやすくなる。しかし前段階に比べれば VB の安定性は評価されるが、それでも既存の大企業などとは比べ物にならず、一行が巨額の融資を行うことは金融機関にとってもリスクが大きい。この場合、金融機関と相談の上、シンジケートローンを活用することも考えられる。シンジケートローンは協調融資とも呼ばれており、複数の金融機関が協調してシンジケート団を組成し一括して資金を供給することで金融機関側のリスク分散が可能となり、VB は資金調達がより容易になる。
- 10

- 成長段階別の課題は以上だが、さらに広い視点で捉えると、もうひとつ大きな課題が残されていることを主張したい。それは、制度や投資家、金融機関、起業家同士などの間における連携が緊密ではないことである。例えば米国ではシリコンバレーバンク・フィナンシャル・グループ（以下 SVBFG）は諸機関との協力や連携的な支援を有している。つまり、中核的な金融機関の下で環境体系が整っていることがわかる。
- 15

- 一方我が国では、支援自体はあるものの、連携機能が存在していない。従って、このような連携支援機能を有した体系を作り上げることは解決すべき課題として主張する。
- 20

第3節 今後の公的支援のあり方

25

前章では VB にとって有用な既存の公的支援のうち、成長段階別に代表的なものを提案した。これらを踏まえ、公的支援は今後どのように方向性を定め、

¹⁸ 信用保証協会法に基づき、中小企業・小規模事業者の金融円滑化のために設立された公的機関のことである。

支援を行うことにより、社会や経済にとってより効果的なものへとなり得るのか、このことについて本節では検討する。

まず公的支援のあり方として重要なことは、その支援体制なのではないかと我々は考える。国や政府が支援できることには限界があり、支援される対象が民間企業である以上、公的支援だけですべてをうまく循環させることは不可能であり、むしろ民間企業の経営努力を主軸と捉える必要がある。そのためには、公的支援とは、社会や経済の発展をあくまで後押しするような存在でなければならない。つまり、投資やVB支援についてはあくまでも促進し、活性化させるための手助けであり、それは個々の企業を援助することではなく、むしろこれらを取り巻く環境そのものに対して策を講じるべきものであると主張する。

このことについて、鹿野（2006）は公的な融資の枠組みは望ましいように映るが、実はVBによる挑戦を減殺するおそれが高い、と指摘している。その理由として、国や自治体は利益獲得インセンティブを欠いていることなどから、市場の監視・規律づけ機能が働かなくなることを挙げている。これはやがて経営者を自己破綻へ導くことにも繋がりがかねないとし、警鐘を鳴らしている。

ここで、VBを成長させるのに適した環境はもちろん産業ごとに異なってくる。従って、このような環境ごとに産業クラスターを形成、発展させ、これを1つの単位として公的支援を行うべきであることも併せて主張する。この詳細については後述する。公的支援の活用により、経済、社会の体系の内における個々の問題を解決するのではなく、体系そのものの改善により諸問題をまとめて解決することが国策に求められた役割である。このことは言うまでもなく体系内のVB、投資家などにとっては最も望ましい支援である。

さらに、これら支援の効果を十分に発揮させるために必要なこととして、公的機関同士の連携を提案する。現在の状況から判断すると、いまだ各々が独立した状態での支援という印象が非常に強い。VBの支援は一行政機関が単独で行うべきものではなく、各行政機関が連携して支援に当たるべきことは前述したシリコンバレーの例からも明らかである。その為、連携による相乗効果を見込めば仮に実現可能なことでも現段階では厳しい、ということも十分に考えられる。連携することの最大のメリットとしては情報の共有が容易になることが挙げられる。お互いが情報を共有し合うことで課題や改善点も明らかになりやす

く、支援として採れる選択肢の数そのものの拡大もあり得るだろう。それがまた支援の活用に一層役に立てるということも考えられる。

最終的には、あらゆる公的な機関が国家として一丸となり、連携的な方策により環境を整備し、起業家や投資家といった枠にとらわれず、そこに関わる様々なプレーヤーもまた VB を支援することで、新たな技術や新案が生まれ、結果国家が全体として利益を享受することの出来る好循環を生み出すことこそが最適な公的支援の在り方であることを提言する。

またエンジェル税制に関しては、さまざま優遇策が施行され、少しずつ投資家や VB にとって活用できるものとなってきたが、まだまだ不十分な面も存在する。例えば、「個人投資家の投資活動及びエンジェル税制の利用促進に関する委員会」¹⁹によると、現行の制度では税制優遇期間が短く、スタートアップの VB しか活用することができない点、周知を徹底して欲しいなどという意見が多数存在する。今後は、このような意見を反映し、税制の拡充に向けた取り組みが必須である。

15

第 3 章 資金調達環境改善へ向けたアプローチ

本章では資金調達環境の改善を目標に第 1 節では産業クラスターについて、第 2 節ではエコシステムについて論じる。さらに第 3 節で確定拠出年金を用いた新たな資金調達方法の模索、そして第 4 節では前節の内容を踏まえた新たな資金調達方法の具体的提案について論じる。

20

第 1 節 産業クラスター

我が国の VB の発展が遅れている一因には、産業クラスターの存在がある。株式会社リベルタス・コンサルティングによれば、『「産業クラスター」は、ぶどうの房のように企業、大学、研究機関、自治体などが、地理的に集積し、相互の連携・競争を通じて新たな付加価値（イノベーション）を創出する状態

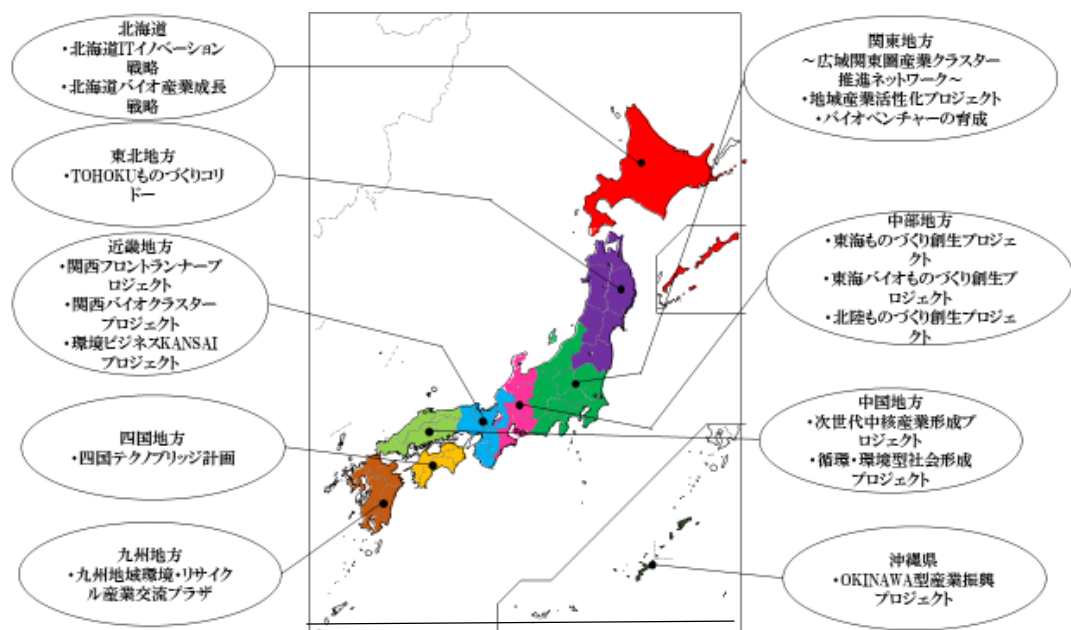
25

¹⁹ 野村総合研究所(2013)「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」p. 68 より参照した。

のこと』であり、アメリカのシリコンバレーなどが好例である。VBの増加を促進する上で、成功し易い環境が非常に重要であり、同じくベンチャー育成を目指す国々が産業クラスターを国策によって形成していることからこのことは明らかである。シリコンバレーは自然発生した産業クラスターであるが、国策によって形成された産業クラスターの一例としては中国の中関村科技園区や台湾の新竹サイエンスパークなどが挙げられる。

さて、ここで我が国では、諸機関が地理的に集積している地域はごくわずかであり、また集積していたとしてもその連携が不十分であることが多い。産業クラスター計画²⁰の地域展開状況では、全国に18箇所しかなく、また複数のプロジェクトから成っていることを踏まえると、このことは明らかである。この問題を解決することがベンチャー促進につながるといえる。

図表 8:産業クラスター計画の地域展開状況



出所) 経済産業省 (2009) 「産業クラスター政策パンフレット」 p.4 より筆者作成

²⁰ 平成 15 年 経済産業省が制定した。

ところで、日本では諸機関による地域的な結び付きが全くなかったのかと言われればそうではない。あくまで連携が不十分であったり、集積と言えるほどの量ではなかったりするということである。我が国には商工会議所が全国に514ヶ所存在し、この商工会議所が公的機関と企業、あるいは企業同士を結びつけている。今日においてもこのことは同様で、VBも含めて中小企業向けに相談や金融機関の仲介、公的支援とのマッチングを行っており、各クラスターの中核的存在であるといっても過言ではない。例えば茨城県のひたちなか商工会議所では「ひたちなかベンチャー創造協議会」を設立し、専門家が支援する創業スクールのほか、イベント、共同開発などを計画している。²¹今後、日本の産業クラスターを発展させていくためには特に重要な事項である。

我が国における産業クラスターの発展であるが、先述したように地理的に集積している必要があり、かつ自然発生に頼ることは難しく国策によって意図的に形成する必要があることから地方自治体が主導してこの発展を促すべきであろう。

このような視点で発展を遂げている産業クラスターの好例としては神戸市の神戸医療産業都市などが挙げられる。埋立地に特定産業の企業を誘致し、技術開発を行い、また商工会議所などの地元密着型公的機関が主となつてのネットワークづくり、さらにインキュベーターの存在によってVBに知識移転が起きる。ネットワークの存在によって、諸機関が連携することにより、効果的効率的なVBの育成支援が可能となるのではないだろうか。

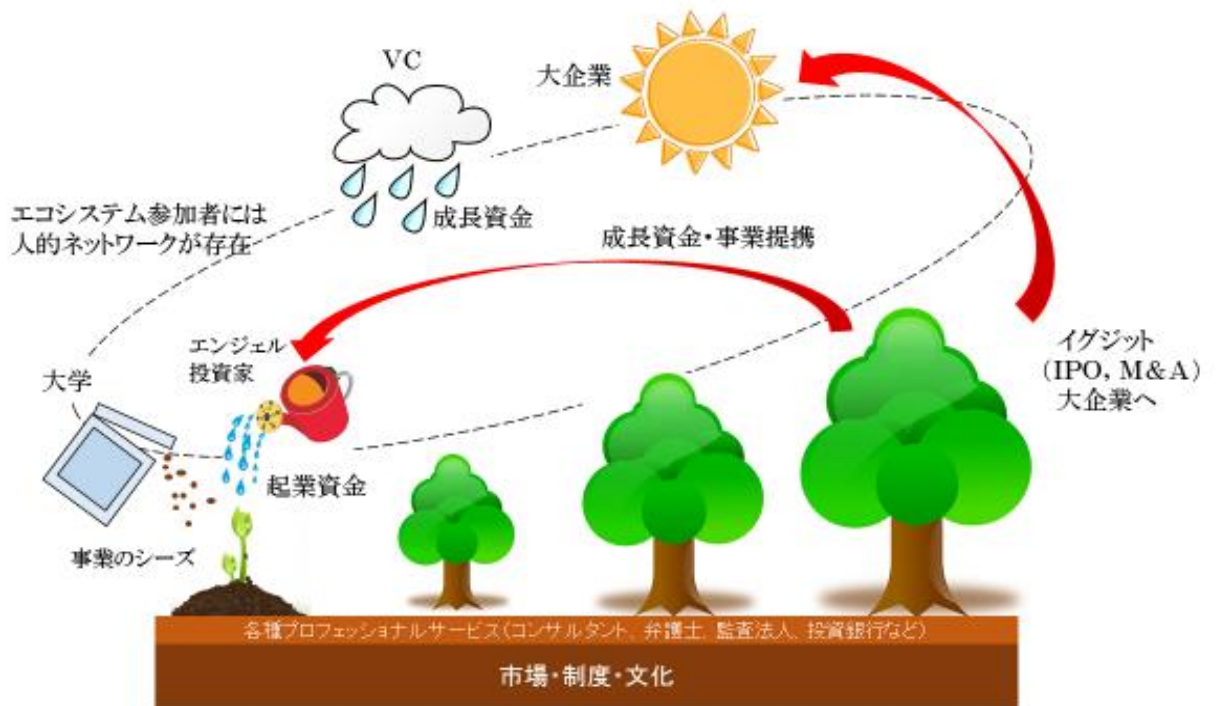
このように各自治体が地方創生を目指し、産業クラスターを発展させることは極めて有意義であると思われる。この好循環を本稿ではエコシステムと呼ぶが、これを次節にて述べる。

²¹ 日本経済新聞 2016/01/28 付より

第2節 エコシステム

前章では、VC やエンジェル投資について言及した。本節では前節の個別的な解決策ではなく、VB の輩出と成長を促進させる仕組みであるエコシステム²²の観点からも問題解決を考察していく。

5 図表 9:イノベーションの概念図



出所) 大和総研 (2011) 「大手 ICT 企業がベンチャー企業を活用すべき理由」 p. 2 より筆者作成

- 10 本稿では、エコシステムを VB へと供給される資金の循環、還流を示す概念と定義する。基本的な話となるが、投資された、あるいは融資された資金は次なる投融資のために供給主体へと還流される必要がある。投資であれば VB の IPO、M&A によりパイアウトという形で投資元の VC やエンジェルへと利益を還元するし、融資であれば利息と返済という形でこれを達成できる。利益還元の
- 15 ためには前節で述べたように各種資金調達方法を活用することにより、効率的

²² 本来は、生物とその環境の構成要素を 1 つのシステムとしてとらえる「生態系」を意味する科学用語である。

に企業は成長できる。この双方向性をどのようにシナジーさせるか、あるいは
いかにエコシステムを循環させるか、ということが日本のベンチャー育成環境
から見た課題である。つまりは、資金供給主体が資金不足である、そもそも必
要とする VB とのマッチングがうまくいかない、イグジットができない、とい
5 うようなことが発生すると循環が止まってしまい、全体から見た VB の発展が
難しくなる。

さて、この解決には視点をより大きく持つことが重要となる。エコシステム
とは先述した産業クラスターの資金循環を指し、このために問題解決を考える
うえで産業クラスターに目を向ける必要があることは明らかである。前節の内
10 容を踏まえると、起業家同士、金融機関、投資家などの諸機関を結び付けるネ
ットワークの存在がある極めて重要であることは言うまでもない。ハンズオン
型の投資と総称するが、インキュベーター、シードアクセラレーター、VC な
ど資金供給と併せてノウハウの提供など総合的な経営支援を行い、または金融
機関や公的支援とのマッチングを図りバイアウト成功の可能性を高めること、
15 イグジット戦略として M&A を選択することで投資回収機関を短縮化でき、投資
家の資金負担リスクを軽減できることなどが具体例である。

第3節、第4節では、新しい資金調達方法について提案していく。

20 第3節 年金資産を活用した資金調達方法

昨今、少子高齢化によって社会保障給付費は経済成長を上回る勢いで増大し
ており、公的年金の財政は悪化の一途をたどっている。現状のままでは公的年
金の特徴である世代間扶養²³が成り立たなくなり、公的年金制度が破綻するこ
とも考えられ、公的年金の財政の強化が求められている。政府は公的年金の財
25 政を強化するために消費税の増税や年金保険料の段階的引き上げ、厚生年金の
支給開始年齢の引き上げ、マクロ経済スライドを用いた給付抑制策といった対
策を講じてきた。これらの対策を講じてもお公的年金だけでは老後の資金を

²³ 現役世代が支払う保険料を、現在支給される年金に当てる方式のことである。

まかなうことは難しく、企業年金などの私的年金を用いた自助努力の重要性が増大した。ここで私的年金の一種である確定拠出型年金(Defined Contribution Plan 以下 DC)が注目された。DCは企業型と個人型に分けることができるが、ここでは確定拠出年金を総称してDCと定義する。

- 5 企業型 DC は企業が加入者である従業員の専用口座に掛け金を拠出し、それを加入者自らが運用の判断を下し、その運用益を加算した分を 60 歳以降加入者に給付する制度である。

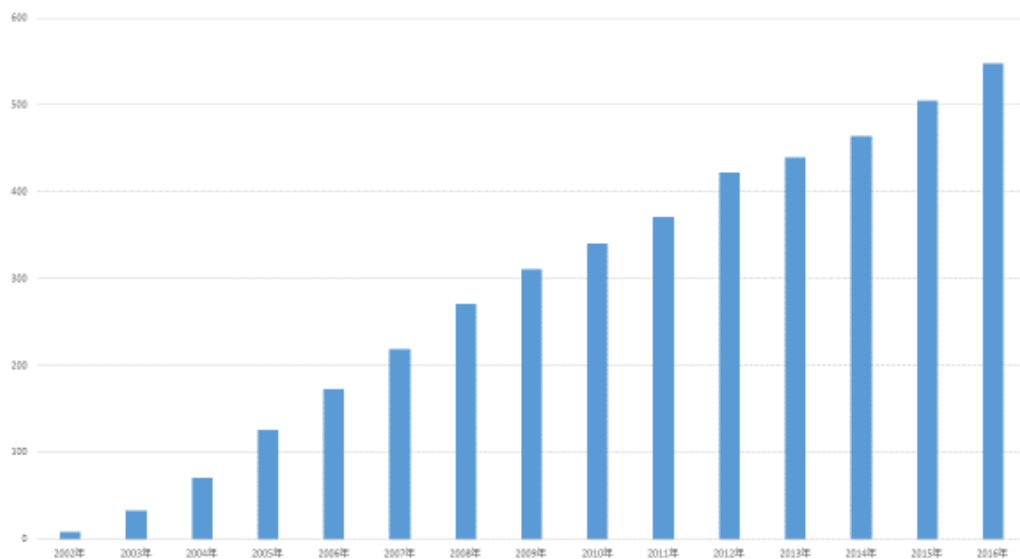
- 10 従来の確定給付型年金(Defined Benefit Plan 以下 DB)では、給付算定式に基づいて年金給付を計算し、資金を企業が拠出、積み立てをして、各金融機関が運用する。積み立て不足が発生すると企業が追加的に拠出し、決められた期日に給付される。DBの場合、昨今の低金利や株式市場の低迷による運用収益の不振やそれに伴う年金資産の積み立て不足に対応しきれず、このことが企業の負担となっている。また不況による終身雇用制度の見直しや若者の転職増加などの雇用環境の変化によって、DBは時代に則した制度であるとは言いがたい。
- 15 その点企業型 DC は企業が掛け金を従業員の専用口座に振り込むだけなので企業の負担の軽減につながり、専用口座は個人のものなので転職や企業の倒産が起こったとしても影響を受けずに次の雇用先に移転できる。また拠出時と運用時は非課税というメリットもある。こういった点から企業型 DC は DB に代わる時代に即した魅力的な年金制度であると考えられる。

- 20 企業型 DC は 2001 年 10 月に日本に導入され、加入者数は 2016 年 8 月時点で約 581 万人に達し、正規職員・従業員全体の約 17%を占めている。²⁴導入会社数も 2 万 3 千社を超えており、着実に数字を伸ばしている。企業型 DC は DB に代わる年金制度であるため、基本的に DC 導入会社の従業員は半強制的に DC の加入者になることが考えられる。

25

²⁴ 厚生労働省HPより参照した。 <http://www.mhlw.go.jp/>

図表 10: 企業型 DC 加入者の推移



出所) 厚生労働省 HP より筆者作成

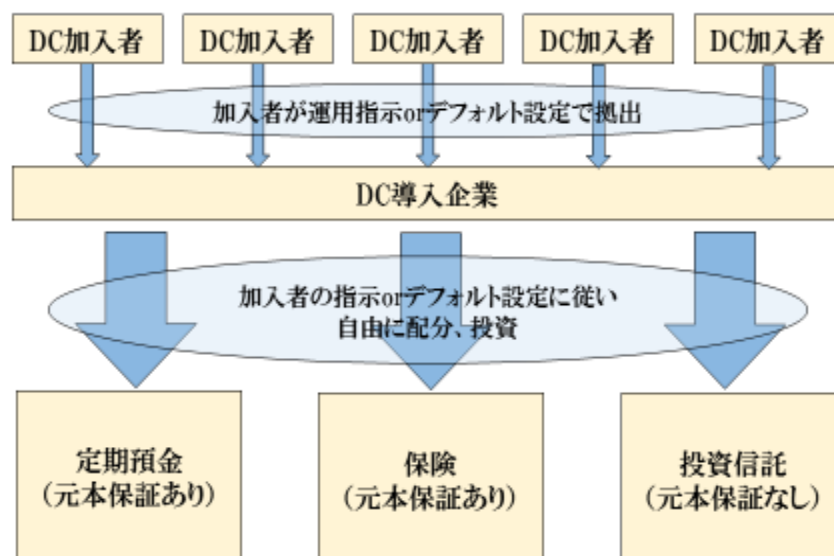
- 5 ここで我々は DC の運用先に VC を組み込むことを考えた。投資信託的な発想である。あらかじめ VC のファンド内に DC 枠を設けておいてそこに資金を投入するのである。もちろん DC の運用益がプラスになるようにポートフォリオを組みリスクをヘッジすることを想定している。²⁵

10

15

²⁵ ここでは高配当で議決権制限の種類株式を用いることで、加入者にとっては必要のない議決権を放棄し、高配当などを指定することで高収入を期待した。

図表 11:DC 拠出金の投資フローチャート



出所）筆者作成

5

しかし、VB への投資は一般に高リスクであり、VC が運用先として加入者には選べない可能性は十分に存在する。このような問題を打開する案としてデフォルト（初期設定）²⁶商品を活用することを提示する。VC への投資をデフォルトの一部にあらかじめ組み込んでおく。DC は加入者が自ら運用指図しなければならず、投資に関する知識が必要となる。このとき一定数の加入者は手続きが面倒、自分で選ぶ必要性を感じない、よくわからない、などの理由により運用指示を行わないことが考えられる。このような人々に対してデフォルト商品を提供することでミスマッチを回避する。²⁷仮に DC に加入していても、運用指図を

10

²⁶ ここでいうデフォルトはナッジ・デフォルトを改良したものをいう。ナッジ・デフォルトとは平均的に最適なオプションをあらかじめ設計しておく、それを初期設定とするものである。

²⁷ セイラー(2009) pp.173-176 より参照した。

行わなければ運用益を見込むことはできない。デフォルトで金融商品を設定しておくことで運用指示を行わなかった人への救済措置にもなりうる。またデフォルト商品についてであるが、コロンビア大学のジョンソンらによると²⁸、行動ファイナンスの観点から、デフォルト商品はおすすめの商品であると解釈したり、デフォルトではないオプションに変更することを煩わしく思ったり、現状維持を好ましく思うといった人間の心理状態を反映するため、DC 加入者の多数がデフォルト商品を選択することも予想される。²⁹

以上のことを考えて、VB に対し、資金供給を行うためのさらに詳細な案を次節にて提示する。

10

第 4 節 VC 投信デフォルト法案

既存の資金調達方法に加えて、新たな資金チャネルの作成を提案する。ここでは経済産業省が推進中の産業クラスター政策の改革案を 2 つ提示し、これによって VB の新たな資金チャネルを確保しつつ、加えて VB が成長しやすい環境を整えることを考えた。

15

プロジェクト単位で見ると全国で 18 箇所の産業クラスターといえる地域が存在する。さて、前述のように産業クラスターとは諸機関が地理的に集積している地域であり、VB も多数存在する。このために、国と連携して VC がクラスター内の VB を支援するため、ファンドを組成していることが多い。一例として、日本最大のバイオ産業クラスターと呼ばれる神戸医療産業都市（ポートアイランド）では銀行系 VC であるさくらキャピタルが神戸バイオ・メディカル投資事業有限責任組合を設立している。

20

このことを踏まえ、第 1 に「国がプロジェクトごとの産業クラスター内に存在する民間の VC に委託する形で、その VC に DC 拠出金による資金を集めて運

²⁸ 大庭（2009）p.126 より参照した。

このような心理状態のことを現状維持バイアスという。

²⁹ VC を投資信託商品として考えているが、投資信託商品である以上は、申込者による運用指図ができず、種類株式等を利用したメザニン・ファイナンスを実施できない。

また VB が配当金を用意することはできず、この提案は有効であるとは言いがたい。これを踏まえ、第 4 節で新たな提案を行う。

用するファンドを1つ以上設立させ、ファミリーファンド方式によって運用、さらに設立したファンドをVCが行う投資信託としてDC向け金融商品化すること」を提案する。より詳しくは以下の通りである。

- 既存の計画に追加し、より簡易的にこの仕組みを導入するために、ここでは
- 5 産業クラスター関連施策のうち、主体となる産業クラスター計画を基とする。また、プロジェクト単位でこれに連携する施策については産業クラスター計画に含むものとし、より効果的な改革案とする。また、産業クラスター計画では地方創成のプロジェクトとして、18に区分して産業クラスターの発展を目指しているが、産業クラスターの定義を明確にするためにも、以下この案では産業
- 10 クラスター計画における各プロジェクトを1つの産業クラスターと見なす。

- 各クラスター内に存在するVCを一社以上、実績など一定の基準を設けたうえで経済産業省が指定する。指定するVCは産業クラスターに密着しており、かつ当該産業クラスター内のVB支援ファンドを有する、あるいは有しようとしているVCとし、これが存在しない場合には外部から誘致するなどして指定する。
- 15 経済産業省が指定するVCの具体例としては、投資信託の性質上、民間かつキャピタルゲインの獲得を目的とするVCが望ましいことから、独立系VC、銀行系VCなどが挙げられる。前者は、VBは資金面以外の手厚い経営支援を受けることができる。だが、投資信託の扱いに銀行系VCよりも長けていないであろうこと、我が国のVCの多くは銀行系であることから絶対数が少ないことが想定される。後者であれば、特に地元企業を応援している地方銀行系VCが適しているだろう。銀行系VCは、独立系VCよりも、VBへの経営支援は難しいとも考えられるものの、投資信託商品の扱いにはある程度長けており、銀行グループであるため、金融商品であるVC投信A等との親和性が高く、何よりもまたDC
- 20 加入者の感情として、自分のお金を託す相手としては普段から利用している銀行グループの方が安心であろうと思われる。
- 25

- 以上のことから本項では経済産業省は、原則的には地方銀行系VCを中心に独立系VCなど性質の異なるVCを複数指定することを提案する。本案では、産業クラスターを18に区切っており、1つのクラスター当たり相当数のVBが集積している状態である。また、地理的要因、集積している産業等により各クラスターの性質は異なるものであり、各々に適した形でこの仕組みを導入する必
- 30

要のあることから、このように VC の指定については、産業クラスターに内在する VB の数、及びクラスター全体の発展の程度などを考慮し、複数であれば弾力的な取り扱いを認めることとした。

5 指定 VC は経済産業省の委託を受けて新たにファンドを組成し、このファンドに集められた資金を同社が現に運用中のファンドに対して再投資するファミリーファンド方式³⁰として運用する。これより、指定 VC が現に運用中のファンドをマザーファンド X、この提案により新たに設立されるファンドをベビーファンド A、B、C、D……（以下ベビーファンド A 等）と呼称する。

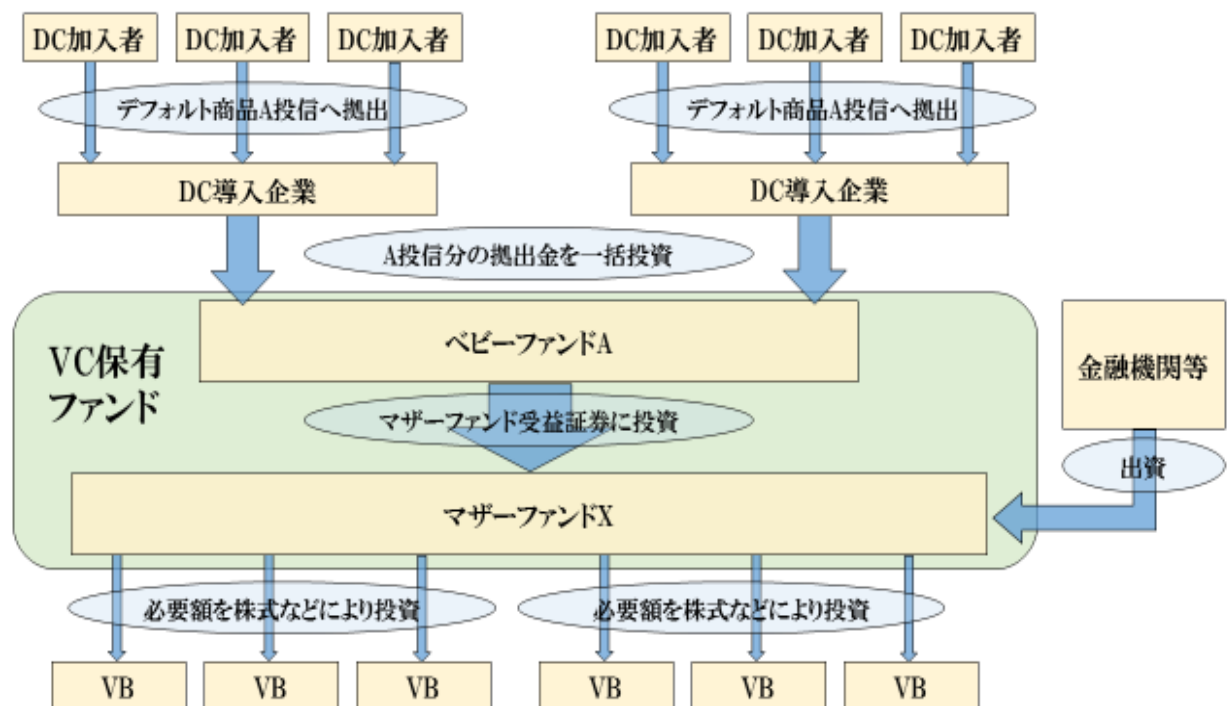
10 DC の運用に対して消極的な加入者からの出資を受ける仕組みとするために、ベビーファンド A 等を VC による投資信託類似商品として金融商品化して、企業型 DC 導入企業と提携している全ての金融機関におけるラインナップに加える。さらに企業型 DC のデフォルトを構成する商品の一部にこの金融商品「ベビーファンド A 等投資信託類似商品」（以下金融商品「VC 投信 A 等」）を組み込んでおく。この金融商品「VC 投信 A 等」はベビーファンド A 等を集められた資金
15 をマザーファンド X の受益証券に対し再投資する仕組みの商品であり、マザーファンド X の資金量を増大させて VB への資金供給力を強化することが可能となる。

20

25

³⁰ 「ベビーファンド」が「マザーファンド」へ投資する仕組みにちなんで、「ファミリーファンド方式」と呼ばれる。

図表 12: DC 拠出金の VB への到達フローチャート



出所) 筆者作成

5

ここで、ファミリーファンド方式にすることのメリットはまず、ベビーファンドを複数設立可能で、金融商品として異なる特徴を持たせて設計することで、より柔軟な商品とすることができることである。さらに VC が現に投資を行っているファンドが 2 種類以上存在する場合、各々に対して適切な配分を VC が

10 設定した上で資金供給を行うことができる。各ベビーファンドが例え少額であったとしても、結局は大本のマザーファンドに集約されるため、問題はない。また、金融商品として例えば決算時期や手数料の違いなどで柔軟性を持たせると、DC を導入している企業がデフォルト商品として設定する際に選択の幅が増えるということも大きな魅力であることは間違いない。

15

さて、この金融商品「VC 投信 A 等」であるが、以下のように作用する。ベビーファンド A 等は DC を実施している企業の近隣に存在する産業クラスター内の VB を支援するために組成されたファンドの投資信託商品である。このファンドに対して投資することはすなわち地元の VB を応援することに他ならない。

このためにデフォルト商品に金融商品「VC 投信 A 等」を加えることは、「我が社及びその社員は地元 VB を応援しています」ということと同義である。地方創成の一環として地元企業が VB を応援することは、経済産業省の産業クラスター計画の目的とももちろん合致するものであり、また DC 加入者の理解も得やすく、世論も大いに賛成することだろう。後の資産形成のために元本完全保証型の金融商品よりも徐々に高リスク商品が選ばれるようになってはきた³¹が、まだまだ受け入れ難い部分もあるのが現状である。そんな中で、金融商品「VC 投信 A 等」は確かに投資対象だけを見れば高リスクな商品ではあるものの、あくまでポートフォリオの一部として組み込まれるものであり、かつ VC という実績ある投資の専門家が運用を行う投資信託類似商品である。

DC 加入者自身にとってもただ単純にハイリスクハイリターンな投資を行うよりも、地元企業を応援するという意味合いで行う投資の方が好ましいことは明らかであり、投資の専門家に運用をお任せし、長いスパンで見る必要こそあるものの、成功時のリターンは多大なものである。また、DC 加入者が地元の VB に対して興味を抱く一助となり得るかもしれない。また、行動ファイナンスの分野では、親近性バイアス (familiarity bias)³²というものが知られている。DC 加入者が地元 VB に興味を抱くと、例えデフォルト商品ではなく任意で DC を運用する場合でも、その他リスク資産の中でもより身近に感じる VC 投信 A 等を選びやすくなる。これは DC への加入が企業型であるか個人型であるかを問わずに当てはまることであり、さらなる資金が VB へ流入することも十分に考えられる。

そのような要因から、支援を受ける VB にとっても資金供給だけでなく「皆さんの地元にはこんな企業がありますよ」との宣伝にもなり、知名度向上の恩恵まで受けることができるかもしれない。DC 導入企業及びその社員と VB の双方にとってメリットがあり、かつ世論にも受け入れられることは間違いない。ま

³¹ DC 専用ファンドの純資産ランキング上位には、幅広いファンドタイプが顔を出しており、リスク許容度の高い加入者もいる。
(日本経済新聞 2016/07/28)

³² ノフシンガー (2002) pp. 73-80 によると、人は複数のリスクのある選択肢を提示されたとき、リスクの高低を考慮するよりも慣れ親しんだものを好み、選択する傾向がある。

さに「売り手良し」、「買い手良し」、「世間良し」、の「三方良し」である。

ところで、この金融商品「VC 投信 A 等」であるが、インセンティブの供与もなしに DC 導入企業のデフォルト商品として本当に加えてもらえるかどうかは疑問であり、ましてやそもそも提携先銀行などの販売商品ラインナップに加えてもらわなければこの案は実現しない。地元産業の活性化を目標としている商品であることから、損益に関わりなく、特に地元銀行、特に指定 VC と同じグループ内の銀行には受け入れやすいものであろうが、高リスク商品であることは変わらず、その他の金融機関にとっては取り扱いにくいことが想定される。

また、DC を導入する企業にとって、最初にこの投資信託商品をデフォルト商品に設定することは難しい。産業クラスター計画は国家政策であり、従って政策の一環として、このようなファンドの存在の周知を徹底し、地方創生を目指すべくデフォルト設定を法律によって導入すべきである。しかし、デフォルト商品に加えることに関しては、主に周知徹底を法目的としていることから、永久的措置ではなく、時限的措置とすることが望ましい。

そのため第 2 に「企業型 DC 導入企業と提携している全ての銀行に、1 つ以上の任意の金融商品『VC 投信 A 等』を商品ラインナップに加えること」、「現に DC を実施している企業は施行日から 5 年、新しく企業型 DC を導入する企業は導入日から 5 年、DC のデフォルト商品の 10% 以上を任意の金融商品『VC 投信 A 等』のうちいずれか 1 つ以上とすること」という法案を提案する。VC 投信デフォルト法案と呼称する。このことによって第 1 の提案に強制力を持たせ、円滑に稼働させるのである。

年数とパーセンテージは数値例であるが、これに加えて 1 つの産業クラスター当たり 50 社、全国では 900 社を支援し、かつ地域差を考慮せず全て均等に投資を行った場合を仮定する。さらに企業型 DC の加入者として H27 年 7 月末速報値 5,812,000 人³³のうち例えば 50%がデフォルト設定のまま、最低最大限度額である 27,500 円を拠出して運用を行うとする。VC 投信 A 等への拠出割合を 5%、10%、20%の 3 通りで試算すると、DC 加入者が年間に日本全国の産業クラスター

³³ 厚生労働省年金局 HP 確定拠出年金の施行状況より参照した。
<http://www.mhlw.go.jp/topics/nenkin/zaisei/>

に存在する VB に投資を行うときの年間 DC 加入者 VB 投信 A 等拠出総額と、18
ヵ所の産業クラスターが 50 社に投資すると仮定したときの VB 一社あたり供
給額は以下ようになる。

5 VC 投信デフォルト法案の試算データ

人数 (万人)	拠出最低最 大限度月額 (円)	年 単 位 に 換算	VC 投信 A 等 への 拠 出 割合	デ フ ォ ル ト商品 選択確率	年間 DC 加入 者 VB 投信 A 等 拠 出 総 額 (億円)	VB 一社 当 たり 供 給 額 (万円)
581.2	27,500	12	0.05	0.5	479.49	5328
581.2	27,500	12	0.1	0.5	958.98	10655
581.2	27,500	12	0.2	0.5	1917.96	21311

筆者作成

従って、VC 投信 A 等への拠出割合の中間値である 10%を基準にすると全国
900 社の VB に対し、年間で 1 社あたり 1 億円程度の資金が VB に投資可能とな
る。企業型 DC の加入者はこの先さらに増加すること、デフォルト設定の割合が
50%以上であること等を考慮すると、この法案は高いポテンシャルがあるとい
える。

日本の VC の国内 VB への総投資金額が 874 億円、投資件数が 954 件³⁴である
ことを考えると、単純に概算しても一社当たりの支援金額を 2 倍に、あるいは
投資件数を 2 倍に増大させることができる。

³⁴ VEC ベンチャーニュース 平成 28 年第 25 号 「2015 年度ベンチャーキャ
ピタル等投資動向調査年度速報」より抜粋した。

終章 おわりに

VB の資金調達について、1 章では諸外国との比較を踏まえつつ、直接金融と間接金融ともに現状としては不十分であると論じてきた。そして 2 章では VB の成長段階を 5 段階に区分し、解決すべき課題とまたそれに見合った資金調達手段を提案した。

企業価値がゼロから始まるシード期においては創業者個人の資金を含めた、スイートマネーによる資金調達が主要であること述べた。しかし、事業計画書の重要性からも金銭面以外でのサポートを重視し、ハンズオン型のシードアクセラレーター・インキュベーターを勧奨した。スタートアップ期ではシード期に比べ資金需要が拡大することを踏まえ、ビジネスエンジェルと CVC による資金調達を提案した。

続くアーリー期・ミドル期においては事業の拡大を伴い、これに従って企業そのものの信用、またロードプランが詳細となっていくことから VC など機関投資家の力を借りやすくなることを示唆した。この場合において、投資家はハンズオン型の投資を心がけるべきであり、資金だけでなく、ノウハウなど経営手法も含め、全面的にバックアップしていく体制が必要なことも併せて記し、そのためには極力創業者の負担を抑えつつ、大規模な資金調達をおこなうことができる種類株式、特に優先株式の利用について提案した。また情報社会化に伴う CF の登場とこの活用についても提案した。その他、少人数私募債とリースの有用性についても言及してきた。

さらにレイター期では、IPO や M&A などのイグジットを視野に入れた資金調達段階であることを考慮し、創業者利益を確保しつつ、銀行などの金融機関が負うリスクも軽減する案としてシンジケートローンを活用した銀行融資による資金調達方法を提案した。

また、公的支援についても成長段階別にどの公的支援が有効であるかを模索し、公的金融の今後のあり方について公的機関の連携について言及した。

3 章では資金調達環境を改善するアプローチとして、産業クラスターに着目した。そして、VB の資金調達方法として産業クラスターを利用した確定拠出年金による資金調達を模索し、新たな資金調達チャネルを提案した。さらに本稿

ではエコシステムについても言及し、産業クラスター内での企業家、投資家、その他関係者を包括したネットワークの形成こそが VB の資金調達環境を改善する上で重要だと説いた。

5 以上のことから、直接金融と間接金融を成長段階に従ってうまく活用し、かつ多種多様な手段を用いて資金調達を行うことが望ましく、国策を用いてその資金調達を支え、国力の増強を促すことが必要であると提言し、これを結びの言葉とする。

10

15

20

25

30

参考文献

- 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2015) 『2015 年度版 ベンチャー白書』 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター
- 大庭昭彦 (2009) 『行動ファイナンスで読み解く投資の化学 - お金は感情で動くのか - 』 東洋経済新報社
- 5 ジョン・ノフシンガー (2002) 『最新行動ファイナンス入門』 ピアソン・エデュケーション社
- 高橋 卓典 (2016) 『捨てられる銀行』 講談社現代新書
- リチャード・セイラーほか (2009) 『実践 行動経済学』 日経 BP 社
- 10 川西 諭 (2010) 『よくわかる行動経済学』 株式会社秀和システム
- 石井 芳明 (2011) 「ベンチャー政策評価の事例研究 ―ベンチャーファンド事業によるリスク資金供給の有効性―」 経済産業研究所
- 15 <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/pdp/11p016.pdf>
- 小澤 佐江子 氏家 豊 (2011) 「コーポレート・ベンチャリング：米国大企業にみる課題とその解決策 (<特集>コーポレートベンチャリング再考)」 研究技術計画
- http://ci.nii.ac.jp/els/110009586357.pdf?id=ART0010040857&type=pdf&lang=jp&host=cinii&order_no=&ppv_type=0&lang_sw=&no=1477643076&cp=
- 20 梶井 憲俊 (2007) 「日本のベンチャーキャピタルの動向と課題-主に株式公開会社のベンチャーキャピタルを中心として-」 経営経理研究
- http://ci.nii.ac.jp/els/110006406121.pdf?id=ART0008407181&type=pdf&lang=jp&host=cinii&order_no=&ppv_type=0&lang_sw=&no=1477642031&cp=
- 25 木谷 哲夫 桂 信太郎 (2010) 「アーリーステージのベンチャーキャピタルの 発達条件に関する試論」 高知工科大学紀要
- http://kutarr.lib.kochitech.ac.jp/dspace/bitstream/10173/546/3/rb7_205-210.pdf
- 経済産業省 (2004) 社債の活用スライド
- 30 http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/ji04_07_23.pdf

- 経済産業省 (2007) 「ベンチャー企業の資金調達に関する中間報告～ベンチャー企業の創出・成長に向けた資金供給システム～」
- <http://www.meti.go.jp/report/data/pdf/tyukanhoukokuj.pdf>
- 経済産業省 (2014) 「ベンチャー有識者会議まとめ」
- 5 http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/yushikisya_kagigi_torimatome.pdf
- 幸田 圭一朗 (2014) 「ベンチャー投資におけるシンジケーションのリスク分散効果に関する研究：投資の集中度の観点から」立命館経営学
- http://r-cube.ritsumei.ac.jp/bitstream/10367/5785/1/BE532_3_koda.pdf
- 10 鹿野義昭 (2006) 「ベンチャー企業育成のための課題―日米比較の視点を中心として―」
- 竹村 隆 (2005) 「日本政策投資銀行の情報提供活動」日本政策投資銀行 設備投資研究所
- https://www.jstage.jst.go.jp/article/johokanri/48/7/48_7_421/_pdf
- 15 大和総研 (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>
- 大和総研 (2012) 「優先株式は企業の資本政策に応じた活用を」太田珠美
- <http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12022201capital-mkt.pdf>
- 20 丹野 光明 (2013) 「ベンチャーファイナンスの現状と課題 研究開発型ベンチャーを中心に」社会科学研究
- http://jww.iss.u-tokyo.ac.jp/jss/pdf/jss6403_173196.pdf
- 内閣府・経済財政諮問会議 (2014) 「中長期の安定した投資の推進に向けて」
- 25 http://www5.cao.go.jp/keizaishimon/kaigi/minutes/2014/0220/shiryo_05_2.pdf
- 中窪 文男 (2002) 「オルタナティブ投資（代替投資）の基礎知識―ヘッジファンド・ブームのかけにリスクあり―」ニッセイ基礎研究所
- http://www.nli-research.co.jp/files/topics/35974_ext_18_0.pdf
- 30 日本総研 (2015) 「わが国におけるベンチャー支援の在り方」野村敦子

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

西村勝志 (2008)「現代ベンチャー企業の資金調達と企業会計」

http://iyokan.lib.ehimeu.ac.jp/dspace/bitstream/iyokan/3885/1/AN10593675_2008_24-207.pdf

- 5 西山茂 (2012)「シリコンバレーバンク・ファイナンシャル・グループのベンチャー支援活動—支援内容・融資方針・収益モデルを中心に—」日本財務管理学会

http://ci.nii.ac.jp/els/110009872443.pdf?id=ART0010393397&type=pdf&lang=jp&host=cinii&order_no=&ppv_type=0&lang_sw=&no=1477650978&cp=

- 10 野村総合研究所 (2013)「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」

http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/report_20130507_02.pdf

野村総合研究所 (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エコシステムについて」

- 15 http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf

林田 敦 (2016)イノベーションを支える「エコシステム」という考え方 NRI HP より

http://fis.nri.co.jp/jaJP/publication/kinyu_itf/backnumber/2016/03/201603_8.html

- 20 藤田 誠 (2012)「産業クラスターの現状と研究課題」早稲田商學

https://www.waseda.jp/fcom/soc/assets/uploads/2015/01/wcom431_16.pdf

内閣官房 経済再生本部 (2016) 内閣官房 経済再生本部「ベンチャー・チャレンジ 2020」

- 25 http://www.kantei.go.jp/jp/topics/2016/seicho_senryaku/venture_challenge2020.pdf

三菱 UFJ 信託銀行 (2015)「クラウドファンディングとその特性」

http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201509_1.pdf

湯川 抗 (2011)「大手 ICT 企業がベンチャー企業を 活用するべき理由 エコシステムからみた 我が国大手 ICT 企業とベンチャー企業の関係構造」富士

- 30

通総研 経済研究所

<http://jp.fujitsu.com/group/fri/downloads/report/research/2011/no365.pdf>

倉林 陽 (2016)「コーポレートベンチャーキャピタルにおける組織とパフォーマンス」同志社政策科学研究

5

<https://doors.doshisha.ac.jp/duar/repository/ir/22868/019017020003.pdf>

10 厚生労働省 HP

<http://www.mhlw.go.jp/stf/seisakunitsuite/bunya/nenkin/nenkin/kyoshutsu/kiyakusu.html>

神戸医療産業都市 HP

<http://www.city.kobe.lg.jp/information/project/iryo/>

15 中小企業庁 HP

http://www.chusho.meti.go.jp/faq/faq/faq07_sbir.htm

東京都中小企業振興公社 HP

www.tokyo-kosha.or.jp/

日本銀行 HP

20 [http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$graphwnd)

[bin/famecgi2?cgi=\\$graphwnd](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/cgi-bin/famecgi2?cgi=$graphwnd) (2016 年 10 月 20 日アクセス)

日本証券業協会 HP

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

日本政策金融公庫 HP

25 https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/04_shinsogyo_m.html

日本政策投資銀行 HP

<http://www.dbj.jp/>

平成 28 年度創業・第二創業促進補助金 HP

<http://sogyo-hojo-28.jp/>

30 リベルタス・コンサルティング HP

<https://www.libertas.co.jp/>

労働金庫連合会 HP

<http://www.rokinren.com/>