

5 日本のベンチャー企業に おける資金調達について

第5テーマ Aブロック

立命館大学証券研究会

目次

序章

- 5 第1章 日本のベンチャー企業の現状と課題
 - 1-1 ベンチャー企業とは
 - 1-2 ベンチャー企業の現状と課題
- 第2章 資金調達における現状
 - 2-1 成長段階ごとについての資金調達
 - 10 2-2 直接金融
 - 2-3 間接金融
 - 2-4 クラウドファンディング
- 第3章 アメリカ・ドイツとの比較
 - 3-1 アメリカとの比較
 - 15 3-2 ドイツとの比較
- 第4章 日本の公的支援のあり方
 - 4-1 公的支援制度とは何か
 - 4-2 公的支援をするべきか否か/公的支援の有益性
 - 4-3 公的支援の現状
 - 20 4-4 公的支援の課題
 - 4-5 望ましい公的支援の形
- 第5章 各成長ステージに最適なあり方の提案
 - 5-1 シードステージ
 - 5-2 アーリーステージ
 - 25 5-3 ミドルステージ
 - 5-4 レイターステージ

終章

参考文献

序章

近年、ベンチャー企業という言葉は当たり前のように使われている。また書籍等に目を向けてもベンチャー企業を扱うものは多い。しかし、いざベンチャー企業とは何かと聞かれると定義がないため曖昧になっている。多くある書籍などでも著者が思い思いの定義をしている。経済産業省などの国の機関も新規産業の創出、ベンチャーの成長発展のためと銘打って支援策を打ち出しているにもかかわらずだ。つまりここからわかるのはベンチャー企業が複雑でその時々によって意味合いやあり方が変わってくるということだ。意味合いやあり方が変わるということは大企業や中小企業というくくりだけでベンチャー企業を見ることができないことを意味する。そこに何かベンチャー企業の本質を見だし加えなければならない。本稿ではまずベンチャー企業そのものについてみていく。

次にあり方である。ベンチャー企業の立ち上がり方、資金調達の方法もすこし変わっている部分もある。たとえば国の支援政策は徐々に充実していったが、逆にベンチャーキャピタルの件数自体は昔に比べるとすくなくなった。このように、ベンチャー企業の資金調達はその時の政策や企業そのものの規模によって方法がことなる。またそこに伴う問題や課題もことなる。本稿ではその課題にまず着目し、それぞれの資金調達方法について分析を進めていく。

以上から世間の認識と、実際のベンチャー企業との乖離は見えたとおもう。「これからはベンチャーの時代」などと謳う書籍やコラムなどにはありふれているが、それを述べるにはまず、ベンチャー企業そのものや問題、課題を見ていかなければならないと考える。そこで、本稿では、まず第1章で、ベンチャー企業の定義と資金調達の問題点についてみていき、その後の章で各資金調達方法についてメリットデメリットをみていくという構成をとっている。

そして分析を進めるなかで今日のベンチャー企業が抱える問題について、意見や解決策を提案したい。

第1章 日本のベンチャー企業の現状と課題

1-1 ベンチャー企業の定義

本来ベンチャー企業には明確な定義はないが、各大学の認識の乖離を避けるために、本稿では事前に「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」と定義されている。しかし、この定義では一般的に使われているベンチャー企業の定義を含み切れていない。そのためここでは初めの定義を参考にベンチャー企業について再定義する。

- 10 まず、法的な視点で見ると、ベンチャー企業の定義はない。つまり、中小企業、大企業といったように明確な定義はできない。また使われ方としても中小企業との境界が曖昧で、ベンチャー企業についての本でも様々に独自の解釈を語っている場合が多い。なぜそのような状況になっているのか。ここでは始めに、中小企業の定義を見ていく。中小企業は、中小企業基本法第二条によって
- 15 定義され、業種によって条件がことなり下図のようになる。

(図表 1-1 中小企業の定義)

業 種	中小企業者 (下記のいずれかを満たすこと)		小規模企業者
	資本金の額又は出資の総額	常時使用する従業員の数	常時使用する従業員の数
①製造業、建設業、運輸業 その他の業種(②～④を除く)	3億円以下	300人以下	20人以下
②卸売業	1億円以下	100人以下	5人以下
③サービス業	5,000万円以下	100人以下	5人以下
④小売業	5,000万円以下	50人以下	5人以下

(出所：中小企業庁 中小企業の定義について

- 20 http://www.chusho.meti.go.jp/faq/faq/faq01_teigi.htm)

つまり、スタートアップの企業のほとんどは中小企業である。そのため、ベ

ンチャー企業と中小企業の境界が曖昧なのである。ここからはベンチャー企業が他の中小企業とどう異なり、本研究ではどのような定義をすればいいのかをみていく。

- 5 日本ベンチャー学会設立時の会長である清成忠雄はベンチャー企業を次のように定義している。「知識集団的な現代的イノベーターとしての中小企業である。創造的で、ソフトに特徴のある中小企業である。」当時の副会長である松田修一は「ベンチャー企業とは、成長意欲の強い企業家に率いられたリスクを恐れない若い企業で、製品や商品の独自性、事業の独自性、社会性、さらには国際性をもった、なんらかの新規性のある企業である。」と定義している。また
- 10 以上の見解に共通するのは、革新性や、創造性といった部分である。これらを持っている中小企業がベンチャー企業になり得るのである。

以上より、本研究ではベンチャー企業を「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・拡大しようとし意欲のある中小企業」と定義する。

15

1-2 ベンチャー企業の現状と課題

ベンチャー企業は、創業当初は信用がない。そのため資金を調達する手段を選ぶ余裕がなく、間接金融で賄っている場合が多い。またそれにともないさまざまな問題も生じてくる。ここでは三つの問題をあげる。

- 20 始めに、本人やまわりの資金で調達する方法であるが、まず始めに個人では限界があるということがあげられる。企業の資金が多いほど信用が上がり、他の調達方法も見えてくる。しかし、本人や周りの資金だけでは次のステージに上がれないといった可能性もでてくる。またリスクやプレッシャー大きく経営陣にのし掛かる。ここまでが一つめの問題点である。

- 25 次に銀行からの融資の問題だがまずこれは行えない場合もある。信用となる実績や担保などが不足しているからだ。大手と比べると、様々な点で貸しにくいからである。また行えたとしても経営者が事業に失敗した場合のリスクも大きい。またこの調達方自体が銀行の経営状態に左右されやすい。以上の点が銀行で融資を受ける際の問題だ。

- 30 最後に VC の問題点である。まず、銀行からの融資のように、そもそも受け

られない可能性もある。そのため、融資してもらえるビジネスモデル、プランを提示する必要があるが、それによって本来したい活動から離れてしまう恐れがある。また、株を持たれることになるため経営権も脅かされる場合がある。以上が VC の問題点である。

- 5 このように、どの調達方法にも問題点はみられる。ここからはどの調達方法がベンチャー企業にとってベストになり得るのかという視点ももち分析を進めたい。

10 第二章 資金調達方法における現状

本章では、まずベンチャー企業の成長ステージを大きく 4 つに分けて各ステージにおける資金調達の特徴を簡潔に説明した後、企業の資金調達手段の現状とその問題点を述べていく。

15 2-1 ベンチャー企業の成長段階

- 一般的にみて、ベンチャー企業は企業の規模や信頼の大きさ、言い換えるなら成長段階によって、資金調達の方法が異なる。成長段階は 4 つに分けられ「シードステージ」「アーリーステージ」「ミドルステージ」「レイターステージ」である。「シードステージ」とは創業準備期から創業したばかりの段階で
- 20 あり、主に創業者自身やその友人、またエンジェル投資家と呼ばれるような者たちの資金で回ることが多い。次に「アーリーステージ」である。時期としてはこれもまた、創業間もなく、具体的には 2~3 年の間である。この段階では事業は安定していないことが多くこれもまた資金構成は「シードステージ」に近い。経済産業省の外局である中小企業庁では、この段階で資金援助を行う活
- 25 動をしているが、大抵のベンチャー企業の主な資金源である、ベンチャーキャピタルや銀行からの援助はここではされないことが多い。「ミドルステージ」は、その次の段階であり事業が安定し更なる収益を求めて投資を必要とする段階である。この段階に来てベンチャーキャピタル、銀行から見ても将来性があり投資先としての可能性を持ってくる。最後に「レイターステージ」。この段
- 30 階では事業は安定し、完成してくる。ベンチャー企業の成長段階では最後に位

置付けられ、残すは上場となる。このように成長段階に応じて特徴もかわり、資金調達の方法も異なる。

5 2-2 直接金融

直接金融とは、資金を必要とする企業が銀行等の第三者を介入させずに株式・社債等を発行することで必要な資金を直接的に貸し手から調達することである。企業にとっては間接金融に比べ、この直接金融の方が有利な条件で資金を調達することができる。借り手の信用リスクはすべて貸し手が負担するからである。直接金融において、貸し手は不特定多数となるため、貸し手から利益につながらないと判断されれば資金調達はより一層困難になる。そのため大企業などでは多くの資金を調達することが容易であるが、比較的信用度が低く、投資家への情報開示コストや株式公開のためのコストを負担する余裕のないベンチャー企業では直接金融による資金調達は厳しいのが現状である。

15

株式

株式とは活動資金を集めるために企業が発行するもので、投資家などから資金を調達することができる。集められた資金の信用リスクは投資家が負うため、返済の義務はなく利子も気にせずに運用できる。株式を公開するには厳しい審査を通過しなければならないため、上場が決定すると社会的信用度が増し資金調達も容易になるが、企業の株式市場で自由に売買されるため株の買い占めによる買収の恐れがある。さらに、企業は株主のモノとなってしまうので不特定多数の株主の意見も無視することはできないので思い通りの経営ができなくなってしまう場合もある。このほかにも、証券取引所の審査を通過することが難しくコストがかかるため創業間もないベンチャー企業の資金調達として考えるのは難しい。

25

30

(図表 1-2) 各市場の形式基準

項 目	市場第一部	市場第二部	マザーズ	JASDAQ		TOKYO PRO Market
				スタンダード	グロース	
株主数	2,200人以上	800人以上	200人以上	200人以上		—
流 通 株 式	流通株式数	20,000単位以上	4,000単位以上	2,000単位以上	—	—
	流通株式時価総額	10億円以上	10億円以上	5億円以上	5億円以上	—
	流通株式比率	35%以上	30%以上	25%以上	—	—
公募又は売出し等の実施	—	—	公募500単位以上	①1,000単位以上 ②上場株数10%以上 上記①、②のうちいずれか多い 数の公募・売出し		—
時価総額	250億円以上	20億円以上	10億円以上	—	—	—
事業継続年数	3年以上		1年以上	—	—	—
純資産額 (連結・上場時見込み)	10億円以上		—	2億円以上	正	—
利益の額(連結) 又は 時価総額	次のa又はbに適合 a 経営利益の額が最近2年合計5億円以上 b 時価総額 500億円以上、 直前期売上高 100億円以上		—	直前期1億円 又は 時価総額 50億円	—	—

出所：日本取引所グループ 新規上場基本情報

(http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/basic/01.html)

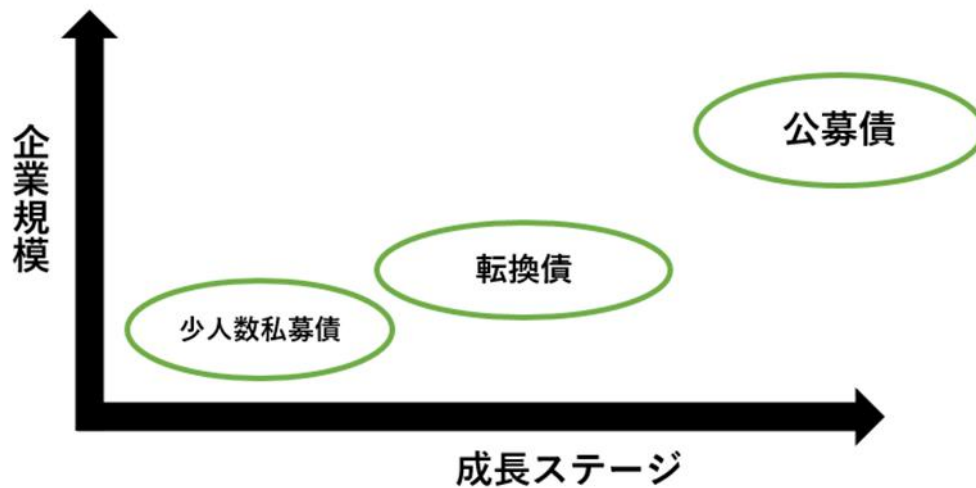
5

社債

社債とは活動資金を集めるために企業が発行するものであるが、株式と違って返済義務や利子が存在する。社債は購入者をどのように募集するかによって公募債と私募債に分けられる。公募債は格付けを必要とし調達コストも大きい
10 ため主に信用力の高い大企業向けの資金調達であり、ベンチャー企業にとって有効ではない。それに比べ縁故者に対する発行である少人数私募債は手続きが簡単で、無担保で発行することができるためベンチャー企業にとって有効な資金調達だといえる。さらに、銀行側が利子を決める公募債と違って私募債はある程度企業側が利子を決定できるという点でも魅力的である。上記の2種類の
15 社債のほかにも転換社債型新株予約権付社債（以下、転換債）がある。社債としての働きと株式としての働きの2つの働きを持つ債権で、社債を株式に転換することができる。成長ステージでいうとレイターステージに位置しており、主に株式公開を予定している企業が発行することが多い。

20

(図表 2-2) 調達手段のイメージ

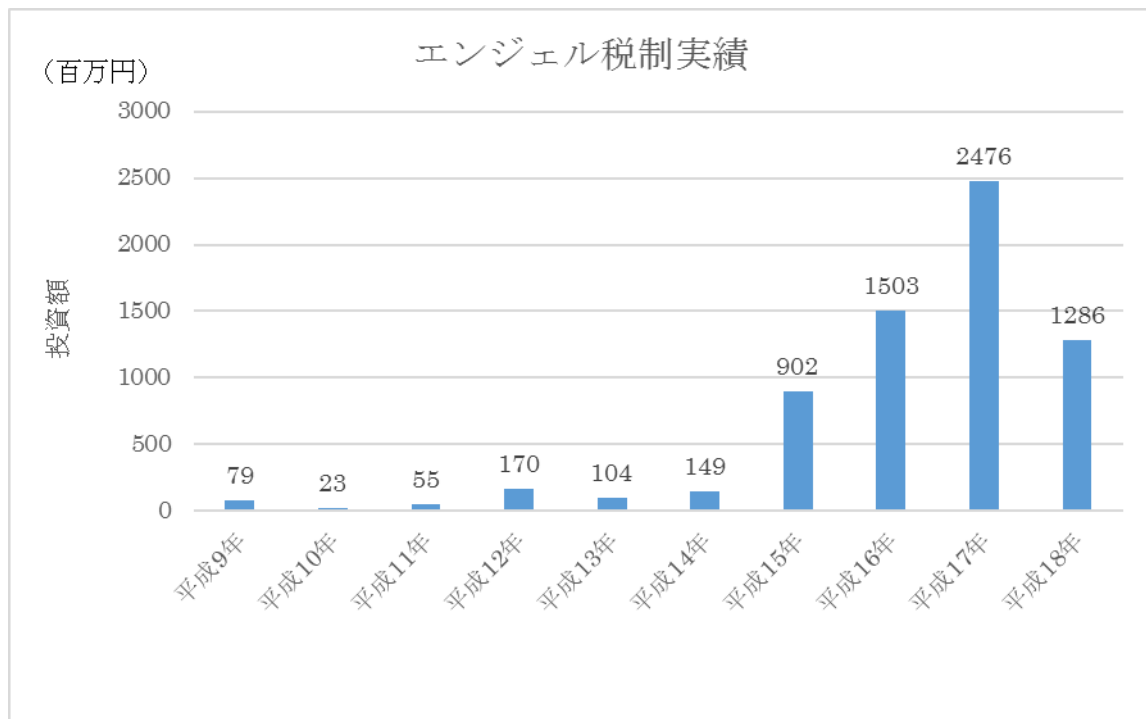


(出所：筆者作成)

エンジェル投資家

- 5 エンジェル投資家とは創業間もない企業に対して出資してくれる裕福な個人のことである。ベンチャーキャピタルと違って投資家は自分のお金で投資することになる。その多くは元経営者や元起業家が多いのでビジネスの知識も豊富であることが多く、良きアドバイザーとなってくれることもある。しかし、2011年度のエンジェル投資家による投資額は日本では9億9000万円に対し
- 10 アメリカでは229億ドル(2.3兆円)と大きく差が開いており、とても有効な資金調達であるが日本においてその数は多くない。日本では1997年に企業と投資家双方にとって有利に働くエンジェル税制度が整備されより多くの投資機会が生まれるはずであったが、日本では豊富な資産と経験を持ったエンジェル投資家が少ないためあまり利用されるに至っていない。平成16年度から取得
- 15 時点における投資額の控除制度の創設、平成17年度に認定投資事業組合およびグリーンシート経由の投資も対象となり実績が急増したが、図表4のように実績が伸び悩んでいるのが現状である。

(図表 2-3 エンジェル税制実績)



(出所：野村総合研究所 筆者作成)

5 2-3 間接金融

間接金融とは、貸し手となる個人・企業が銀行を通して、借り手となる国・企業に間接的にお金を融通する方法であり、戦後日本における金融市場の中心であるが、近年直接金融の増加によって比率の低下がみられる。この理由として、大企業が自己金融力を高めたことや証券市場の発達によって社債・株式・

10 コマーシャルペーパーを効果的に発行できるようになったこと、個人の証券投資が活発になったことが理由としてあげることができる。間接金融のメリットとして、債務不履行のリスクは銀行が背負うものであるから貸し手側から見ると、元金が割れるリスクを負担せずに済み、銀行の破綻というリスクを除いたほとんどのリスクの存在しない安全な資産運用の方法ができる。しかし、デメ

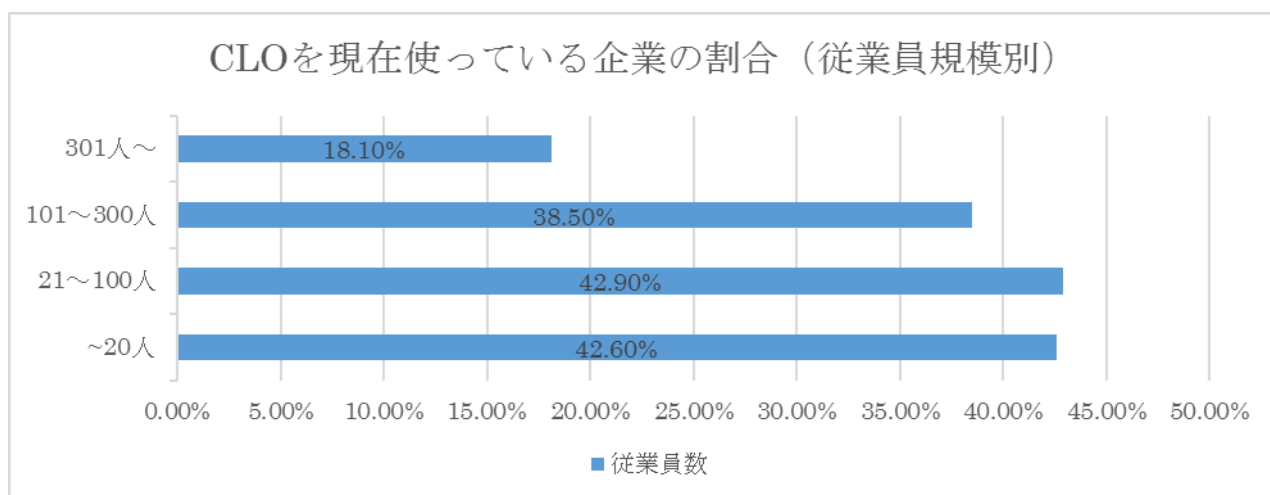
15 リットとしてリスクが低い反面リターンも低く利回りで資産を大きく増やすことはほとんど不可能である。

市場型間接金融

- 市場型間接金融とは、金融の自由化・グローバル化が進む中でそれに合わせて直接金融の役割を大きく取り入れた我が国独自の間接金融である。銀行が企業に融資を行う点については従来と変わらないが、その資金源が従来の預金だけでなく市場性資金を取り入れるようになった。さらに金融機関が企業に貸付けた貸出債権を裏付けとした証券（CLO）を発行し、投資家に売ることによって銀行が抱えていたリスクを投資家に転嫁する ABS などの方法も取られるようになった。

（図表 2-4）CLO を現在使っている企業の割合

10



{出典：中小企業庁「資金調達環境実態調査」（2004年12月） 筆者作成}

リレーションシップバンキング

- 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に親密な関係を長期間に及び継続して維持することで、通常は入手しにくい借り手の経営実態や債務の返済能力などの信用情報を入手し、その情報を基に融資などの金融サービスを提供するビジネスモデルのことである。このビジネスモデルのメリットとしては、貸し出し時の審査コスト等が軽減されたり早期の事業再生支援が可能になるといったことがあげられる。しかし、このビジネスモデルには課題もある。貸し手である金融機関が借り手である顧客の信用情報を収集するためには、一定の費用がかかる。その費用を金利による収益によ

って回収できるとは限らないからだ。

ベンチャーキャピタル

- ベンチャーキャピタルとは、ハイリターンを狙って積極的な投資を行う投資
- 5 会社のことを指す。主に高い成長率を持った未上場企業に対して投資を行い、資金を投下すると同時に経営コンサルティングを行うことで、投資先企業の価値向上を図る。担当者が実際に投資先企業の取締役会にも参加し、経営陣に対して様々な指導を行う。そして投資先企業が上場を果たした後は、キャピタルゲインを獲得する。ベンチャーキャピタルが出資することによるメリット
- 10 には次のようなものがある。まず投資先企業から見てみると、銀行よりもリスクの許容度が高いことがあげられるだろう。銀行であれば資金が回収不能になってしまうことを恐れて融資してもらえない場合でも、ベンチャーキャピタルであれば少々のリスクがあっても融資が可能であることがあるからだ。そして融資が受けられるとなれば、自己資本が充実し社会的な信用力が得られること
- 15 となり、さらなる事業の展開が見込める。ベンチャーキャピタルの側から見たメリットとしては、投資先企業の経営に大きく関与できることがあげられる。経営に関与することで、投資するにおいて情報の非対称性が解消されることになるからだ。ここまでメリットについて述べてきたが、一方でデメリットも存在する。投資先企業はベンチャーキャピタルからのモニタリングを受けること
- 20 になるため、自由な経営ができなくなる恐れがある。ベンチャーキャピタルにおいては、投資先企業から利益を確実に回収できる保証がないということがあげられるだろう。

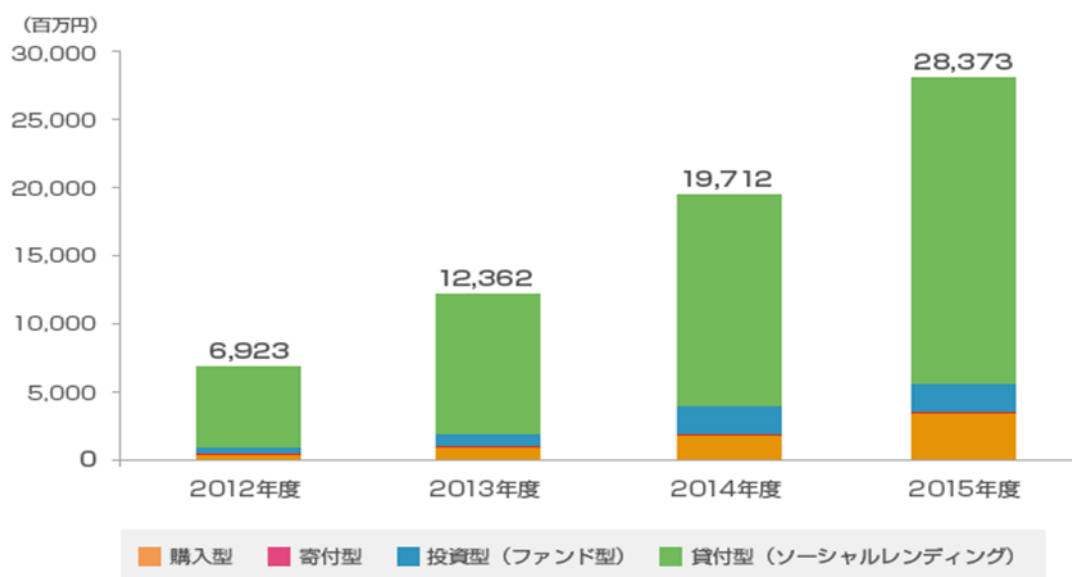
2-4 クラウドファンディング

- 25 ベンチャー企業などの新規事業を設立する人間が一番に抱える問題に資金調達が難しいという問題がある。実力・アイディアはあるのに、それに対してお金を支援してくれる投資家がない、そこで躓く起業家は少なくない。理由はただ一つ。信用がないのだ。銀行にしても投資家にしても自分の投資したお金が返ってこなければビジネスにならない。そんなわけでただアイディアを持っ
- 30 ているだけでは大抵資金調達に苦しむ。それを解決する方法として、現在注目

されているのが「クラウドファンディング」である。「クラウドファンディング」とは、インターネットを介して行われる直接金融の新しいやり方で、不特定多数の人間から資金を集めるものだ。企業の資金調達だけでなく、アーティストの支援、政治運動、ベンチャー企業への出資、映画、フリーソフトウェアの

- 5 開発、発明品の開発、科学研究、個人・事業会社・プロジェクトへの貸付など多岐にわたる分野で利用されている。この方法が確立され、社会に浸透することは、未だ実績のない起業家にとってリスクの低い資金を得ることができるだけでなく、不特定多数の人々に対して、認知度を高めることも可能になる。未だ日本での市場規模はアメリカなどの諸外国に比べ小さなものである。最もこのシステムが早くから活用されているアメリカでは、『IndieGoGo』や『Kickstarter』といった「クラウドファンディング」専用サイトまで登場してきている。もっとこのようなシステムが日本でも構築されれば、新規産業の創出や既存産業のさらなる成長が見込める。また、そういった企業活動だけでなく、「クラウドファンディング」を通じた寄付などで市民活動も推進されるであろう。
- 10
- 15

(図表 2-5) 国内クラウドファンディングの新規プロジェクト支援額(市場規模)推移 (矢野経済研究所調べ)



(出所：価格.com <http://kakaku.com/crowdfunding/>)

第3章 アメリカ・ドイツとの比較

本章では、日本に比べて比較的ベンチャービジネスが活発なアメリカと日本とを比較した後、日本と同じく銀行借入れによる資金調達を主としているドイツを比較しその特徴を分析する。

3-1 アメリカとの比較

日本のベンチャー企業の資金調達と比較してベンチャー先進国であるアメリカでのベンチャー企業の資金調達の現状について語っていききたい。資金調達を論ずる前にまず、日米間の中小企業の定義について比べてみたい。以下は日米の中小企業庁の定義に基づいた表である。

(図表 3-1) 日本とアメリカの中小企業の定義

国	定義
日本	製造業その他：資本金 3 億円以下従業員数 300 人以下の会社ならびに個人 卸売業：資本金 1 億円以下従業員数 100 人以下の会社ならびに個人 小売業：資本金 5000 万円以下従業員数 50 人以下の会社ならびに個人 サービス業：資本金 5000 万円以下従業員数 100 人以下の会社並びに個人
アメリカ	製造業・鉱業：従業員 500 人以下 卸売業：従業員 100 人以下 小売業：売上高 600 万ドル以下 建設業：売上高 2,850 万ドル以下 サービス業：売上高 600 万ドル以下 金融・保険業：総資産 1 億 5,000 万ドル以下

(出所：独立行政法人中小企業基盤整備機構 米国中小企業の実態と中小企業戦略)

この他にも中小企業の国家における役目などにおいても、日米には大きな差は見受けられなかった。しかし、アメリカのそれは日本のそれとは圧倒的に違いがある、それはアメリカがまぎれもなく世界でトップクラスのベンチャー大国であるということだ。つまり、既存の大企業は勿論、時代の流れに沿った新事業を立ち上げ成功していく中小企業（ベンチャー企業）がたくさん存在するということだ。現在世界で最も高い時価総額を誇る Apple もその一つであ

る。では、なぜアメリカでは、このように多くのベンチャー企業が創出されてきたのだろうか。理由として、資金調達の要因とアメリカ人の精神的な要因がある。ここでは、精神的な要因については触れず、本題であるアメリカ独自のベンチャー企業の資金調達について論じようと思う。そもそもベンチャー企業

5 問わず、会社を作る場合には、業種によるが、多額の準備資金なるものが必要となる。しかし、それらのお金を借りるために銀行や投資家に融資や出資を申し込んでも、実績や信用のない会社または個人に簡単には融資や出資をしてくれない。特に日本では、バブル期以降銀行が融資を渋るという傾向が全体的に強く、近年までベンチャー企業と呼ばれるものがあまり発展しなかった。それ

10 に対して、アメリカは、早くからベンチャー企業の資金調達における支援を行った。それが SBA 保証制度である。簡単に言うと、銀行がベンチャー企業に貸しやすく、ベンチャー企業が銀行から借りやすくするシステムである SBA 保証制度にもいくつか種類があり、融資保証プログラム、マイクロローンプログラム、災害融資プログラム、SBIC プログラムなどがある。具体的には、貸

15 し倒れが起きた場合などに、中小企業庁（SBA）が銀行や中小企業などに資金を貸した分の多くを保証し、借りるベンチャー企業は、中小企業庁に借りた額の数%を保証料として払うというシステムである。

（図表 3-2）SBA の金融支援制度の内容

金融支援制度	主な内容
融資保証	中小企業が金融機関から事業資金を借り入れるときの融資を保証。 中小企業庁が、銀行が中小企業の貸した分の 75%～85%を保証し、借りるベンチャーは、中小企業庁に借りた額の 2%を保証料として支払う。SBA で最も利用されている制度。
マイクロローン	小規模事業者への融資を行う非営利の認定中間支援組織に対する転貸資金融資。限度額は 5 万ドル。 小口融資を促進させるために、平均融資額が 1 万ドル以下の中間支援組織に対しては SBA が低利融資を行うとともに、小規模事業者へ

	の融資利率を引き上げることを容認。
災害融資	被災した個人、企業や NPO に対して、所有する不動産、機械設備、在庫等の修繕や再建のために必要な資金を低利で融資するもの。 約 80% が個人向けの融資。
SBIC プログラム	SBA が認可した、中小企業向けに出資を行う民間の投資会社 (SBIC) が、自己資金の 3 倍まで (限度額 1.5 億ドル) の資金を調達するために発行する債券を保証。SBIC は調達した資金を原資として、中小企業が発行する株式の購入や社債の引受けを行い、また、中小企業への融資 (20 年以内) を実施。

(資料) SBA ウェブページに基づき作成

このような制度のおかげで、ベンチャー企業などの新参者でもその業界で戦っていくための資金を調達できるようになった。事実、インテルや Apple は、

5 創設当時この制度を利用して事業拡大を果たした。この他にもアメリカの中小企業庁は、大学と連携したベンチャー企業のノウハウ支援なども行うなど、行政にしかできない役割をしっかりと果たしている。

アメリカのベンチャービジネスを大きく支えているのは、行政だけではない。日本の何倍もの資金を投資するベンチャーキャピタルが多数存在し、ベン

10 チャー企業の投資を進めている。年間 2 兆 5000 億円ものお金が VC から流れている。この額は日本の VC の約 25 倍に相当する。これほど多くの資金が VC からベンチャー企業に流れる理由の一つが VC 出資者の大きな割合を占める年金基金の存在です。かつては、アメリカでも年金基金からのリスクの高いものへの投資は禁止されていたが、1979 年の法改正以降、年金基金の運用の

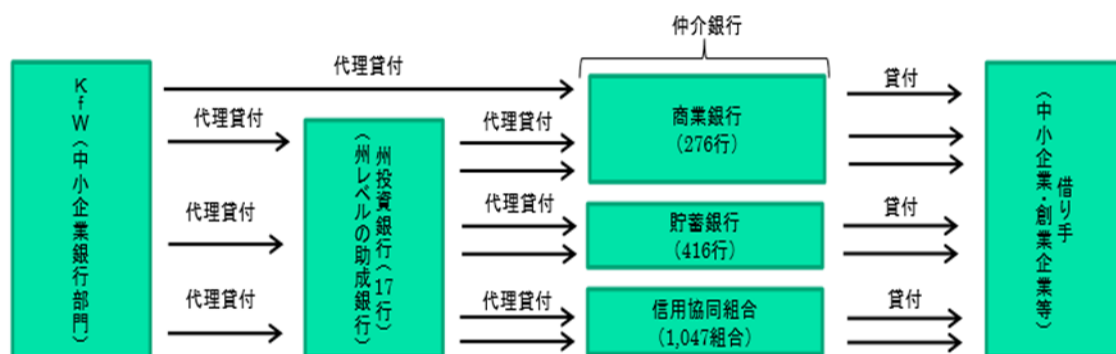
15 規制が緩くなり、現在では VC の出資者の半分近くまで占めるようになった。また、ベンチャーファンドの形態も LPS 形態をとっていて、法人税の課税されない形態であるため、活発な活動を促進され、さらなるベンチャー企業への投資につながっている。

3-2 ドイツの事象

ドイツの金融機関はより進んでリスクを受け入れる傾向があり、信用を供与する場合における民間資本の貸付額を決定する条件はかなり緩やかである。このことは家計の高い貯蓄率および金融市場の良好な担保能力の結果であり、ともに銀行資金の高い流動性に有利に働いている。そのため、銀行借入による相対的間接金融が支配的であり、日本と同じように自己資本が乏しい。さらに、株式投資を行う企業のほとんどが基礎の固まった企業の成長期投資を行っており、アメリカとは対照的にビジネスエンジェルのコミュニティが存在しないことも特徴的である。

- 5
- 10 そのため、あらゆる公的支援制度が存在しそのうちの 하나가 KfW（ドイツ復興金融公庫）である。資金調達、資本市場から主として KfW 債により調達し、公的な目的を達成するための金融機関であるため、最大限の利益を出すことを目的としておらず、その経営資本構造は非常に安定している。比較的緩やかな審査基準で企業への融資を可能とし、全て地元の金融機関を通じて実施
- 15 されている。さらに、民間金融機関を介した代理貸制度が存在する。代理貸制度とは、KfW と借り手である企業との間に、貯蓄銀行、商業銀行、信用協同組合などの民間銀行（ハウスパンク）を置き、KfW などによる国内融資は、原則としてこれらの民間銀行を経由する。信用リスクを含め、借り手の審査は民間銀行が行い、K f W は借り手の信用リスクを負わない。このためドイツの
- 20 企業は銀行との関係性が非常に強く、民間銀行（ハウスパンク）は公的資金の取り付けに関して大きな役割を担っている。

（図表 3-3） 代理貸付のスキーム図



（出所：ドイツの財政投融资類似制度・財務省理財局）

他の公的支援制度として、2005年に新たにハイテク起業家基金を発足した。官民提携による資金総額2億6,200万ユーロ（約380億円）のベンチャーキャピタル基金で主に民間では投資しにくい、ハイテク技術に基盤を持つシード段階の企業が投資対象となる。2005年に第一基金、2011年に第二基金が設立され、現在第三基金が2017～2018年に向けて設立準備中であり、これまでのKfWや連邦政府とは異なる新たな民間の出資者が加わる予定である。2015年で投資契約に至った企業が396社あり、2012年以降その数は約3倍に増加するほどの実績があり、投資先企業が成長後も民間から追加投資を受けられるように、ハイテク起業基金のネットワークを利用し、民間投資家とのマッチングも行っている。

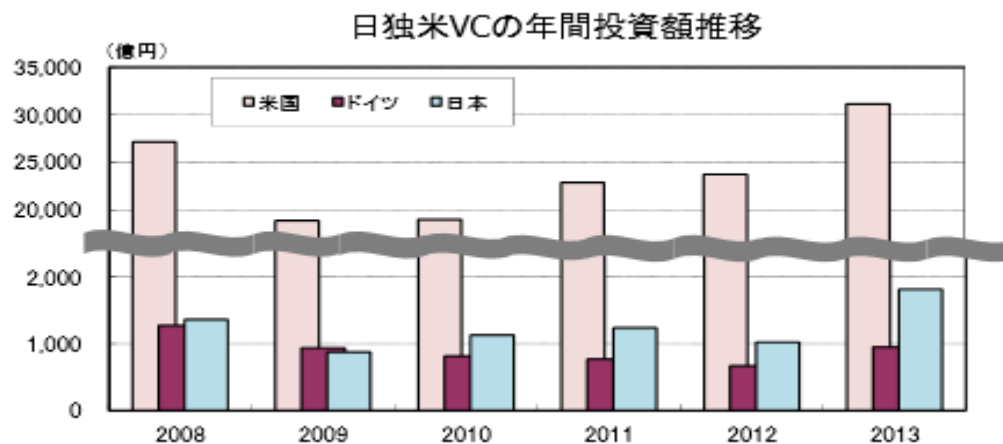
（図表 実績の比較）

2012年1月1日		2015年1月1日
262	投資件数	396
144百万ユーロ	投資額	264百万ユーロ
312	追加投資件数	704
368百万ユーロ	追加投資額 (基金以外)	840百万ユーロ
19	投資回収先	41
26	倒産先	97
33	従業員数	43

（出所：ドイツにおける財政投融資類似制度-財務省理財局より筆者作成）

ベンチャーキャピタル投資額の規模は米国に比べ日独は遅れを取っているが、3国ともリーマンショックの影響で大きく減少した。日米は回復基調にあるがドイツは少し遅れを取っているのが現状である。他国と比較して自己資本に乏しいと指摘されるドイツだが自己資本は財務上の危機に陥った際債務不履行を回避する緩和材としての役割を持つため、将来的に発達しうるベンチャー企業は迅速に相当額の資本を必要とするため自己資本の需要は高い。

(図表 3-4) 日独米 VC の年間投資額推移



5 (出所：ドイツにおける財政投融资類似制度-財務省理財局)

そうした状況のなかで導入されたものがエントリースタANDARDである。これは、自由取引の中に設けられた新たな透明性基準である。参加企業に求められる手数料も安く設定され、さらに透明性基準も緩和されているため株式公開にかかる諸費用も軽減され、資本市場への参加を強く求めるベンチャー企業にとって理想的な環境である。

10

第4章 ベンチャー企業の公的支援のあり方

4-1 公的支援制度とは何か

15 ベンチャー企業を成長させる方法のひとつとして、公的支援制度が存在する。公的支援制度とは、国や地方公共団体、各地の商工会議所などの公的機関が行っている、主に中堅企業や中小企業を対象とした、さまざまな経営に関する支援のことである。本研究では、経営に関する支援の中でも、金融面での支援を中心に扱う。金融面での公的支援は基本的には「補助金」、「出資」、
20 「融資」の3点である。実際にベンチャー企業への公的支援の窓口となっているのは、地方自治体であり、通常直営または第3セクターの振興公社や財団が設けられている。公的機関からの支援形態は多岐にわたる。中層企業基盤整備機構が運営するウェブサイト「中小企業ビジネス支援サイト『J-Net21』」

ではその支援形態は主に以下の 5 形態 1.融資・リース・保証（金融面における支援） 2.補助金・税制・出資（企業会計における支援） 3.情報提供・相談（情報提供） 4.セミナー・研修・イベント（イベント情報の提供） 5.法律等に基づく支援（官による支援制度、商品の認定制度、その他法律に関わる支援）
5 に分類されるとしている。

4-2 公的支援をするべきか否か/公的支援の有益性

ベンチャー企業から生まれる成長企業の中には、雇用創出・その商品やサービスの生み出すところにより多様な経済効果をもたらす。ベンチャー企業の
10 創出は社会全体にとって重要な役割を持つ。ベンチャー企業「創出側」及び創出に関わる「支援側」間で生じる「投資→還元」の流れは、市場を活性化させ、そのベンチャー企業から生み出される雇用やその企業の提供する商品・サービスは我々の社会をより豊かにする。ベンチャー企業創出による社会的利益は創出した企業自身にとどまらず社会全体に望ましい影響を与えるため、より
15 多くのベンチャー企業の創出が望まれるところである。

4-3 公的支援の現状

我が国では 20 年以上にわたり、ベンチャー企業に対するさまざまな政府による公的支援が行われてきた。過去に行われてきた制度を見てみると、金融面
20 での支援だけでなく、エンジェル税制、日本版 SBIR、日本版バイドール法などのアメリカの制度も多く取り入れてきた。これらの政策によりベンチャー企業を活発化させ、雇用の創出、イノベーションの促進、生産性の向上など、経済を活性化させることを目指している。しかしながら、わが国の開業率、廃業率は国際的に見ても低く、先程述べた公的支援がうまく機能しているとは言えない状況である。また政府系の中小企業投資育成会社などのさまざまな支援機構も一時期はベンチャーへの支援に熱心であったが、リーマンショック以降
25 は、資金に余裕がなくなり、ベンチャー支援に消極的になっていることも、わが国での公的支援がうまく機能していない要因である。一方で米国では、近年の不況を打破するには、ベンチャー企業による雇用の創出とイノベーションの
30 促進が不可欠であるという意識が日本に比べ非常に強く、ベンチャー支援に積

極的であり、支援プログラムを数多く実施している。この意識の差が米国と日本の公的支援の効果の差に繋がっているのである。

4-4 公的支援の課題

5 ベンチャー企業への公的支援は、業種、業績、規模にあまり関係なく行われるものであるが故に、さまざま課題が存在する。例えば、特定の政治家や、利害関係者の影響で、資金の流れに偏りが生じる場合や、成功への道筋が既に完成しているにも関わらず、その道筋の有効性を示す目的で資金が投資される場合などがある。また他には、政府による多額の公的支援を受けた企業は、少額
10 の公的支援を受けた企業と比べて、パフォーマンスが低下しているという事例もある。このような情報の非対称性によるモラルハザードの問題を解決するために、公的支援のプログラムをしっかりと設計していくことが今後の課題である。

15 4-5 望ましい公的支援の形

 これまで述べてきたように、公的支援は、ベンチャー企業が成長していくにあたっては、非常に重要な役割を果たすものである。故に、公的支援は積極的に行われるべきものであるのだが、先程あげたモラルハザードの問題などがある。また成功する確率が低い事業にむやみやたらに、国がお金を出すことはむしろ経済に負の影響を与えるものである。このような観点から、公的支援の望
20 ましい形というのは、成長性の高い企業をしっかりと見極めて、そこに集中して十分な投資をすることである。そのためにはやはり制度の設計が重要だと考えられる。制度の設計にあたっては、やはり施策の担当者はVC業界をしっかりと理解しておくことは言うまでもなく重要なことであろう。それだけでな
25 く、支援企業の選定の際には、企業の技術に焦点を当てて投資をし、柔軟に投資のプロセスを考え、また企業のトラックレコードをしっかりと分析することも重要だと考える。さらには、世界のベンチャー支援政策の成功事例や、失敗事例を分析し、成功事例に関しては、わが国に適応できるような形にして、実施すること、失敗事例に関しては、なぜ失敗したのかを考えた上で制度設計の参
30 考にしていくことは大切なことである。また国家は資金供給によってベンチャ

一企業の成功に寄与するだけでなく、企業の活動に関する法制、税制、技術アクセスなどの環境を整備していくことは重要なことである。その上で資金供給のシステムが正しく設計され、実施されるならば、公的支援が望ましい形になることを確信している。

5

第5章 成長ステージに適した資金調達の方法

本章では、各成長ステージのベンチャー企業の資金調達の問題に対して、諸問題と日本や海外の公的支援やVCの運動を参考に提案していきたいと思う。

10 5-1 シードステージ

企業を創業したばかりのシードステージでは、資金調達において多くの問題が存在する。当たり前のことかもしれないが、創業したばかりの企業には信用がない。つまり、お金を貸してくれる銀行がほとんどいない。結果、シードステージの企業は、自らの交友関係内やエンジェル投資家と呼ばれる一部の人間
15 のみに頼ることになってしまう。ここで出てくるエンジェル投資家は、アメリカなどのベンチャー先進国でも大きな役割を担っていて、彼らは、自身が持つ多額の資本を業界の未来の成長のために利益度外視でシードステージにあるベンチャー企業を支援している。それ以外では、1円からでも起業できるように法改正された。とはいえ、多くのベンチャー企業がこのシードステージで資金
20 調達に苦しんでいることには違いない。このような日本の現状に対し、アメリカやドイツなどのベンチャー先進国では、国や民間が資金調達に苦しむベンチャー企業に資金を投資できる環境を配備している。

そこで日本も国が直接支援するだけでなく、アメリカのベンチャーキャピタル（以下はVC）のように民間企業が多額の資金を投資しやすい環境を整備
25 する案を提案する。もちろん、VCも商売であるから、お金が返ってこない可能性があるシードステージの会社にお金を貸したいとは思わないだろう。そこで国がVCに対して、シードステージにあるベンチャー企業への投資額の一部を保証するシステムを設ける。そのようなシステムを設けることで国がベンチャー企業の、国が信用力のあまりない出資者ではなく、ベンチャー企業の保証
30 者となる。結果、ベンチャー企業は競争が激しくなり、VCはより良いベンチ

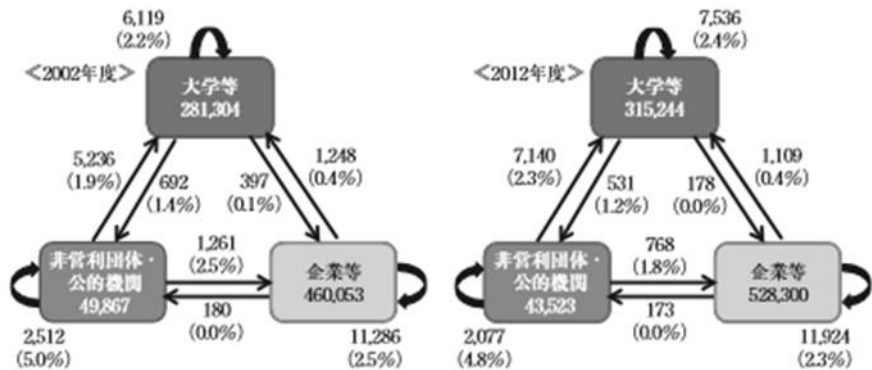
チャー企業を育て、将来の大口投資先にしようという動きが活発になる。

また、国主催で起業家や投資家を集めた大々的なビジネスコンテストなどを開催することを提案する。これはベンチャー企業それぞれの事業展開の刺激になるだけでなく、投資家と起業家のつながりを増やしてもらうことが可能になる。

5 イギリスやドイツでは企業間や組織間の異動が激しく、ベンチャー企業にとって必要な人材の確保、企業と既存企業や大学・研究機関を繋ぐ人材の育成、行政との相互理解の促進などに繋がっている。我が国では、長期雇用や年功序列などの社会的慣行により人材の硬直化が問題となり、多くの優秀な人材が大企業内部や大学・研究機関内部にとどまっている。ビジネスコンテストの

10 開催は、起業家が資金調達においての苦労を削減することができ、また、投資家たちは地に埋もれた将来性のある起業家たちを見つけることができ、どちらにとっても有益な出会いの場になる。

(図表 5-1) 我が国におけるセクター間の異動状況



(出所：文部科学省「科学技術・学術の現状について」)

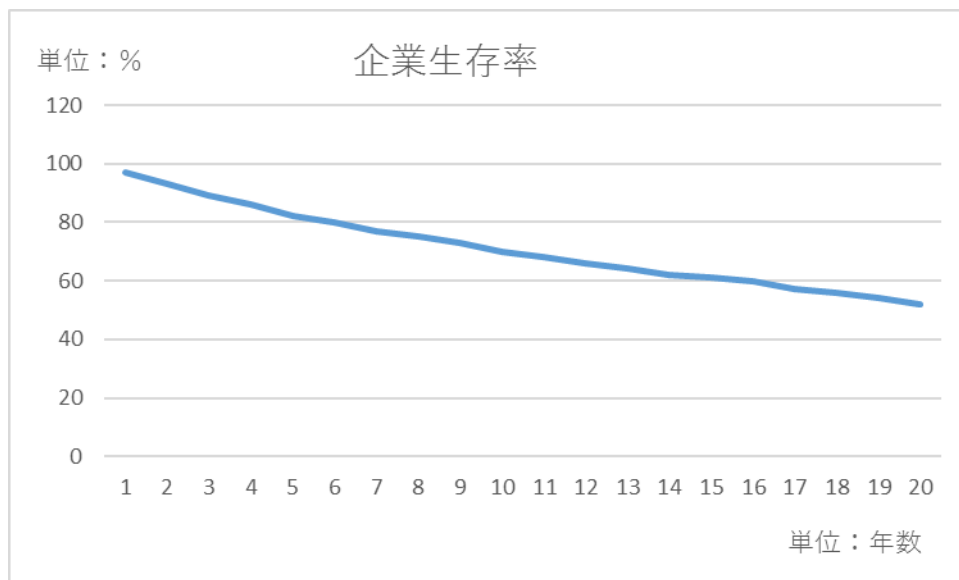
5-2 アーリーステージ

ベンチャー企業の成長段階が4つに分かれているのは、前述の通りだが、ここでは、その第2段階である「アーリーステージ」での資金調達の問題の解決策を

20 提案したい。アーリーステージのベンチャー企業は、シードステージのそれと比べ、会社創業から数年経っているため、資金調達においても少しではあるが安定している。しかし、多くのベンチャー企業が多少なりとも資金調達で苦労しているのは変わらない。事実、帝国データバンクの調べでは創業から5年で約20%もの企業が倒産している。そして、これらの企業の倒産理由の多くが資金難に陥っ

たことである。では、今まで通り、エンジェル投資家と呼ばれるベンチャー企業への投資に熱心な投資家に頼り続ければ良いのか。

（図表 5－2）創業開始からの企業の生存率



5 （出所：経済産業省中小企業庁 経済成長を実現する中小企業）

しかし、そういうわけにもいかない。いくらエンジェル投資家であっても、個人であるゆえに創業から数年経ち、少しずつではあるが、成長しようとしている企業の資本を賄うには厳しいものがある。つまり、アーリーステージのベンチャー企業に求められる資金調達法やシードステージのそれよりは、少しずつ間接金融での資金調達を選ばなくてはいけない。そこで VC や銀行などの資本を多く抱えている銀行からの融資や投資の増加を進めるための政策を提案する。現在も日銀が実施しているが、金利を下げることで銀行がベンチャー企業などに融資しやすい状況をつくる。また、銀行の資本保有率を下げさせ、資本を大企業ではなく、将来が期待されるベンチャー企業などに融資するように指示する。このような行政が強引な策でお金の流れを動かすことで、結果として、ベンチャー企業の経営が安定したり、銀行としても新たな融資先を確保したりすることが可能となる。また、近年、新たなベンチャー企業の資金調達方法として、注目をされているクラウドファンディングの環境整備を進める。日本でも、2014 年金融商品取引法が改正され、規制を緩和されるなど整備が進んでいる。しかし、アメリカなどでは、「IndieGOGO」「Kickstarter」といったクラウドファンディング専用サイ

10

15

20

トができ、一般人の活発な投資が行われ、一種の市民活動にまで発展している。

21 世紀に入り、投資は証券会社を通してネットで行うものになり、多くの人々が投資できるようになった。このように形態を変化させる投資システムも今では、クラウドファンディングという素晴らしいシステムによって SNS のごとく行われるようになった。これによって、信用力の小さいベンチャー企業で誰にも注目されなかった技術やアイデアに光が当てられ、その上、社会全体に投資というのが手軽なものとして整備されることで潜在層の投資増加を図れる。

5-3 ミドルステージ

- 10 この段階では事業が安定してきて更なる収益を求めるようになる。創業から 2～5 年の時期にあたり、自己資本やエンジェルなどの資金により事業はスタートさせたものの VC や銀行から資金を調達するにはまだ少し実績や信頼が足りない。そこで有効だといえる資金調達として挙げられるのは、政府からの公的支援である。
- 15 日本政策金融公庫（以下、日本公庫）は平成 26 年 4 月から国民生活事業本部創業支援部内に「ベンチャー支援グループ」を設置した。シード期、アーリー期の支援強化だけでなくミドル期以降のベンチャー企業支援をさらに強化するために「新事業・ベンチャー推進課」、「新事業・ベンチャー 融資課」への改組と増員を行った。日本公庫が取り扱う融資制度の一つに「資本性ローン（挑戦支援資本強化特例制度）」がある。無担保・無保証で、元金の期限一括償還による立ち上げ期の資金繰りの負担の軽減ができ、その借入金 は民間金融機関から自己資本としてみなされるので、民間金融機関からの融資が受けやすくなるなど、ベンチャー企業が利用しやすい制度になっている。実績も、平成 25 年度に小規模事業者向けで 101 社、中小企業向けで 563 社となり、社数、金額ともに過去最高となった。
- 25

（図表 5-3） 資本性ローンの概要

	国民生活事業	中小企業事業
融資限度額	3,000万円	3億円
融資期間	7年以上15年以内(期限一括償還)	7年、10年または15年(期限一括償還)
融資利率	利率は、業績に応じて以下のとおり設定し、毎年見直しを行う。 ○7～9年 ⇒ 6.60%、3.75%、0.90% ○10～12年 ⇒ 7.00%、3.95%、0.90% ○13～15年 ⇒ 7.25%、4.10%、0.90%	
		○7年 ⇒ 5.65%、4.05%、0.40% ○10年 ⇒ 6.00%、4.30%、0.40% ○15年 ⇒ 6.30%、4.55%、0.40% ※新事業型資本性ローン利率
判定方法	売上高 減価償却前経常利益率	使用総資本 減価償却前経常利益率
担保・保証人	無担保・無保証人	
金融検査上の取扱い	本制度に基づく借入金は、金融機関が行う債務者区分判定において自己資本とみなすことができる。	
償還順位	法的倒産時には、全ての債務(償還順位が同等以下のものを除く)に劣後する。	

(出所：日本政策金融公庫 HP

<https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/57.html>)

- 5 一方で地方自治体からベンチャー企業に向けての支援制度も必要である。地方自治体には通常の融資に比べて低金利で融資を受けやすくなるための融資制度が存在する。自治体が主体となり各制度が設けられ、銀行と信用保証協会がそれに協力する仕組みとなっていて、自治体によって異なるが、支払利息あるいは信用保証料等の一部を自治体が負担してくれるなどメリットがある。このように、日本政策金融公庫や地方自治体の制度金融によってカネの面での支援は整備されてきた。企業が融資を受けることができれば、事業化・成長初期段階における必要資金を獲得できると考える。

5-4 レイターステージ

- 15 株式公開を見据えた最後のステージであり、この頃にはシード期やアーリー期に運用していた自己資本やエンジェル投資をメインに運用することはあまりない。事業内容が少しずつ確立され外部からの信用が増していき、より大きな資金調達をしていかなければならないからだ。

- 20 外部からの資金と調達として一般的なもの1つに銀行融資がある。融資の場合は経営権に影響はなく比較的自由に資金を扱うことができるが、融資には土

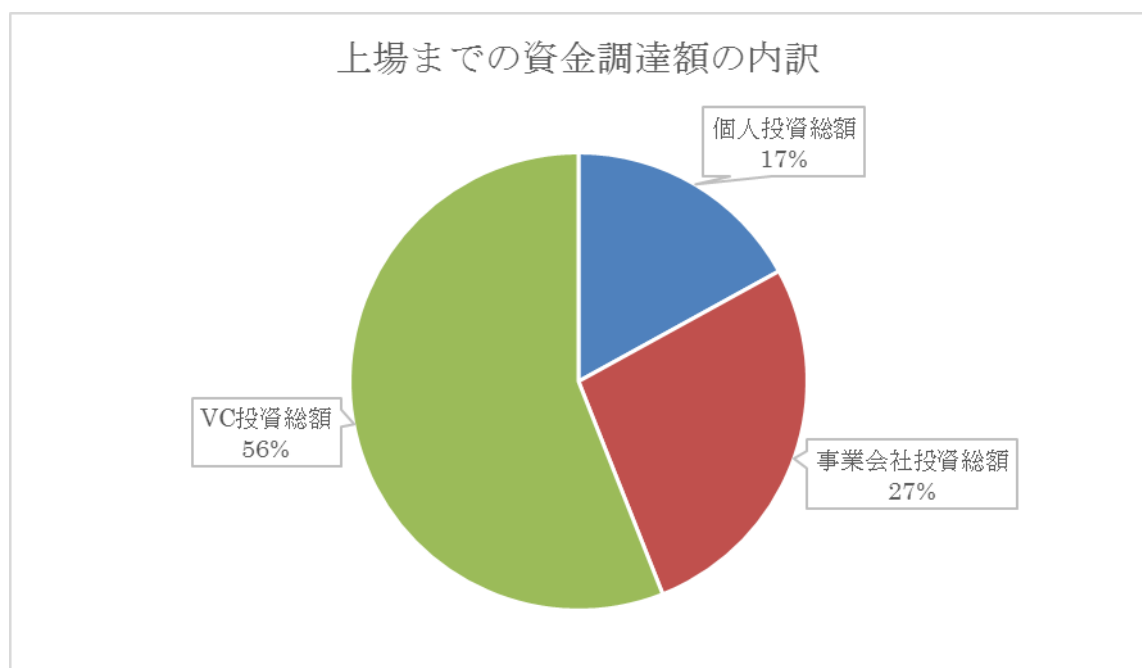
地・建物等の担保や保証人を必要とする場合が多い。ベンチャー企業は担保となる不動産保有額が少なく、また、融資は景気などの外的要因の影響を受けやすいこともあり最適なものだとは言えない。このような問題に対して、

- 5 我々はリレーションシップバンキングの強化を提案する。3-2で述べたように企業の銀行負債比率が高いドイツではハウスバンキング制度が存在する。銀行と経営者がより近い関係であり、情報の非対称の問題を解決しこれまで情報の非対称を補完するための外的環境変化による影響を受けやすい不動産を中心とした物的担保や人的保証から解放を実現させている。具体的には本来リレーションシップバンキングによって収集されるべき情報の収集・与信判断システムの再構築である。
- 10 営業担当者の権限を強化し、営業担当者と経営者との情報授受過程での情報伝達ロスをも最小限にとどめることが必要である。

他にも、有効な資金調達先の1つとして挙げられるのがベンチャーキャピタル（以下、VC）である。VCは出資の回収のために出資先企業の株式上場を目標としている場合が多く、そのため上場を視野に入れられる優良な企業でなければ

- 15 VCからの資金調達は困難である。しかし、上場したベンチャー企業34社の資金調達額のうち半分以上がVCによる出資である(2008年度調査)。このことから上場までの資金調達においてVCは重要な役割を果たしていることがわかる。

(図表 5-4) 上場までの資金調達額の内訳



(出所：ジャパンベンチャーリサーチ「2008 年ベンチャービジネスの回顧と展望」より筆者作成)

近年、新興株式市場（東証マザーズ、JASDAQ など）への上場企業数が増加している。これは、新興株式市場の株価の推移と比較すればわかるように株価が上向きだと投資した資金の回収がしやすくなるため VC による資金調達が容易になる。そのため、多くの企業が上場することができ今、最も賑わいを見せている。

(図表 5-5) 新興株式市場（東証マザーズ）の株価の推移

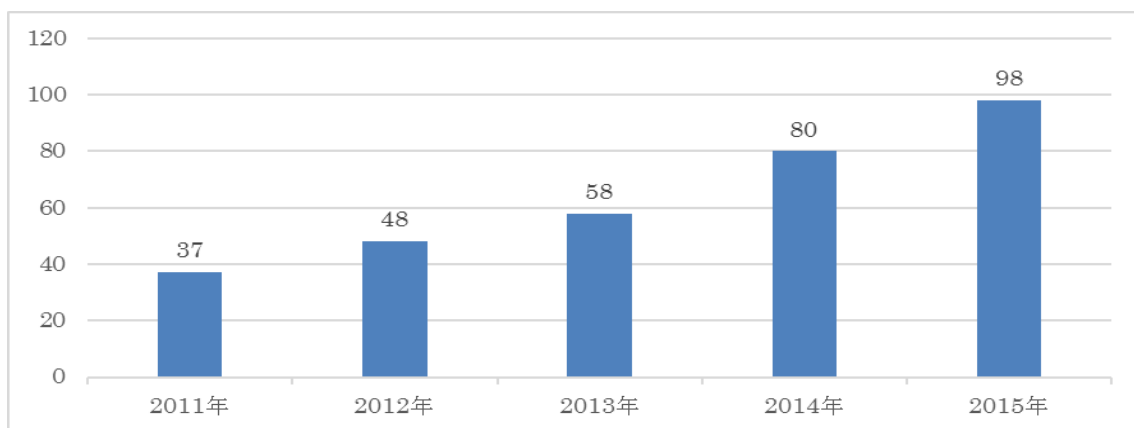


10

(出所：松井証券 株式市況

<http://finance.matsui.co.jp/stockDetail.aspx?code=0170&type=1&chart=7>)

(図表 5-6) 過去五年間の新規上場会社数



15

(出所：新規上場会社情報 日本取引所グループ より筆者作成

東証一部二部、マザーズ、JASDAQ の合計)

終章

- 5 大企業はもちろん、中小企業やベンチャー企業の存在が日本の経済を今日まで支えてきた。日本の経済が今後も成長を続けていくためには、市場競争促進や地域を活性化することが必要だ。中小企業やベンチャー企業は、事業の規模や従業員数などでは大企業にかなり劣っているが、実際に日本の労働力人口の
- 10 半数以上が中小企業やベンチャー企業に勤めているという現状もある。雇用の面から見ても、中小企業やベンチャー企業は欠かせない存在なのだ。企業数で見ても、中小企業とベンチャー企業を合わせると日本の企業のほとんどを占めることになる。特にベンチャー企業は将来的に成長する可能性を秘めており、ベンチャー企業の成長は今現在デフレの状況が続いている日本経済が活性化すると
- 15 といった大きなメリットがあると私たちは考えている。また東京一極集中が進む中でベンチャー企業は新規産業や新規事業の創出、そして地域活性化などの役割を果たすことも期待できる。しかし、ベンチャー企業が成長していくうえで最も必要な資金が調達しにくいのが今の日本の現状だ。直接金融はもちろん間接金融でさえ情報の非対称性のために金融機関からの信用がうまく得られず、金融機関は資金を貸し出すことを躊躇しがちだ。そのため、ベンチャー企
- 20 業は自力での成長が極めて難しい状況になっている。この状況を打開し、ベンチャー企業への資金調達を円滑化する仕組みを作っていくために、私たちはここまでいくつかの提案を行ってきた。リレーションシップバンキングを強化することが出来れば、ベンチャー企業の成長の一助となることは間違いないだろう。リレーションシップバンキングを強化できるかどうかは地方金融機関が鍵
- 25 を握っているといえるが、地方金融機関がベンチャー企業に対して融資をしやすいような環境づくりをすることが今の日本政府に求められていることではないだろうか。またエンジェル投資やベンチャーキャピタルによる投資も有効だと述べてきた。しかし、日本にはエンジェル投資家やベンチャーキャピタルが少ないという現状にあり、実際にアメリカと比べてみても明らかな差があることが分かった。しかしこの現状を解決しない限りは、日本におけるベンチャー
- 30

企業の成長は見込めない。エンジェル税制度の整備以外の手立てを打つ必要があるだろう。また、そのような現状があるために大企業に就職することが一番であるという日本の学生の安定志向も変えることができず、学生起業家の育成に繋げることができないという悪循環に陥っているのではないだろうか。日本

5 においてベンチャー企業が融資を受けやすい環境が整備されて日本経済が持続的に成長することを願い、今後もこのテーマについては研究を続けていこうと考えている。

10

15

20

25

30

参考書籍

< 書籍 >

- 河合 保弘 (2007), 『中小・ベンチャー企業生き残りの切り札 「種類株式プラスα」徹底活用法―経営の可能性を広げる新たな株式制度』 ダイヤモンド
5 社
- 上坂 卓郎 (2006) 『ベンチャー企業論入門―会社設立から資金調達、M&A
まで』 中央経済社
- 10 磯崎 哲也 (2010) 『起業のファイナンス ベンチャーにとって一番大切なこ
と』 日本実業出版社
- 松田 修一 (2014) 『ベンチャー企業』 日本経済新聞出版社
- 15 安西 洋之 (2014) 『世界の伸びている中小・ベンチャー企業は何を考えてい
るのか?』 クロスメディア・パブリッシング
- 由里 宗之 (2003) 『リレーションシップ・バンキング入門』 株式会社太平
印刷所
- 20 O. フィルマン・U. ヴッパーフェルト・J. ラーナー (2000) 『ベンチャー
キャピタルとベンチャービジネス』 株式会社日本評論社
- < HP >
- 25 中小企業庁 『創業前後の資金調達』
(www.chusho.meti.go.jp)
- 独立行政法人 中小機構 『公的融資制度 - 中小企業ビジネス支援サイト
J-Net21 』
- 30 (<http://j-net21.smrj.go.jp/establish/manual/list2/step3/manual32-1.html>)

公益財団法人かがわ産業支援財団 『公的資金・税制』

(www.kagawa-isf.jp/link/venture/32.html)

5 大和総研 『ベンチャー企業の資金調達』

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

経済産業省 『ベンチャー企業による資金調達の実態に関する調査』

10 (www.meti.go.jp/policy/newbusiness/h22fysikintyoutatsu.pdf)

経済産業省認定機構 成長戦略株式会社 『公的支援制度活用』

(www.ss-kk.co.jp)

15 日本政策金融公庫融資支援ドットコム

(www.w-e-uc.com/cat-6/752.html)

財務省 『諸外国における有償資金の活用：I. 財政投融资の概要』

(www.mof.go.jp)

20

野村総合研究所(平成 27 年 3 月) 『起業・ベンチャー支援に関する調査』

(www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf)

一般財団法人 ベンチャーエンタープライズセンター 『平成 25 年度創

25 業・起業支援事業 (起業家精神と成長ベンチャーに関する国際調査)』

(平成 26 年 3 月)

(www.meti.go.jp/policy/.../140331_born_global_veture_tyousa_houkokusyo.pdf)

30 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』

(www.meti.go.jp/report/data/pdf/tyukanhoukokuj.pdf)

東海東京証券 『直接金融と間接金融 | はじめての投資 | 乙女のお財布 』

(<https://www.tokaitokyo.co.jp> >)

5

マイナビ 2017 『ベンチャー企業の成長ステージから探る』

(job.mynavi.jp/conts/2017/tok/p/1417)

経済産業省 (2008 年 2 月) 『ベンチャー企業の成長 <現状と課題>』

10 (www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g80227b03j.pdf)

日本公認会計士協会 『ベンチャー企業及び中小企業の育成に際しての課題』

(平成 11 年 7 月 22 日)

15 (www.hp.jicpa.or.jp/specialized_field/pdf/01393-004438.pdf)

信金キャピタル株式会社 『創業・成長支援投資業務』

(www.shinkin-vc.co.jp/category/business/invest/invest_1)

20 中小企業庁・経済産業省 『平成 27 年度起業・ベンチャーを支援します』

(www.chusho.meti.go.jp/pamflet/leaflet/l-2015/07kigyouall.pdf)

新規上場会社情報 日本取引所グループ

(<http://www.jpx.co.jp/listing/stocks/new/>)

25 松井証券 株式市況

(<http://finance.matsui.co.jp/stockDetail.aspx?code=0170&type=1&chart=7>)

日本政策金融公庫 HP (<https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/57.html>)

30

経済産業省 中小企業庁 経済成長を実現する中小企業

(<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/>)

東京都練馬区 HP 『東京都および国の中小企業向け補助金等の支援』

5 (www.city.nerima.tokyo.jp)

国立国会図書館調査及び立法考査局 財政金融調査室 『タックス・ヘイブ
ン規制の強化』

(www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/refer/200911_706/070603.pdf)

10

独立行政法人中小企業基盤整備機構 HP 『米国中小企業の実態と中小企業
戦略』 (<http://www.smri.go.jp/index.html>)

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング (2015) 『諸外国の法人税改革と日本へ
の示唆』

15

(www.murc.jp/thinktank/rc/politics/politics_detail/seiken_150206.pdf)

Forbes JAPAN HP

(forbesjapan.com)

20

国税庁 HP

(https://www.nta.go.jp)

総務省 『平成 25 年版 情報通信白書 ベンチャーと ICT の動向』

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