

平成28年度 証券ゼミナール大会

第5テーマ Cブロック

5

「ベンチャー企業における  
資金調達について」

10



大阪経済大学 証券研究部

15

奥谷班

## 目次

	序章 .....	3
	第 1 章 ベンチャー企業とは .....	4
	第 1 節 ベンチャー企業 .....	4
5	第 2 節 ベンチャー企業の EXIT .....	5
	第 3 節 ベンチャー企業の重要性 .....	7
	第 2 章 ベンチャー企業における資金調達の現状について .....	8
	第 1 節 資金調達の重要性 .....	8
	第 2 節 資金調達の現状 .....	8
10	第 3 節 資金調達法 .....	15
	第 4 節 VC 投資の海外比較 .....	25
	第 3 章 資金調達の課題 .....	28
	第 1 節 成長ステージ別の課題 .....	28
	第 2 節 キャピタリスト .....	30
15	第 4 章 今後あるべき資金調達の方策について .....	30
	第 1 節 ステージ段階別の資金調達 .....	30
	第 2 節 大学法人ベンチャーキャピタル .....	33
	終章 .....	35
	参考文献 .....	36

20

25

30

## 序章

かつてより、日本では様々なサービスが生まれてきた。ソフトバンクや TSUTAYA は日本におけるベンチャー企業の先駆者として知られており、流通革命と言われたセブンイレブンを代表とした第一次ベンチャーブームが起こった後は UNIQLO や楽天、近年では DeNA 等の IT 関連のサービスも生まれ、今では当たり前のもので世の中に存在している。ベンチャー企業は経済活性化の推進力としてそれぞれの産業において確固たるポジションを築き、我々の生活に大きな影響を与えているのだ。

10 近年のグローバル化により、世界を舞台にしたボーングローバルの企業も生まれ、日本企業のステージは国内にとどまらず世界が舞台となってきた。世界市場が中国やインド、ブラジルといった、かつて発展途上国と呼ばれた国にも及んでおり、今や世界中にビジネスチャンスが生まれ得る時代といってもよいだろう。アベノミクス第3の矢「成長戦略」の柱のひとつでもある「産業の新陳代謝とベンチャーの加速」において、開業率を10%台にするという目標から読み取れるように、国を挙げてベンチャー企業を重要視する風潮も見られる。ベンチャー企業に対して様々な可能性がある時代が来ているのだ。

20 ベンチャー企業が創業後、事業を行うには事業資金が必要になる。しかしまだ収益性も低く、実績も乏しいベンチャー企業にとって、外部から資金を調達することは厳しい面もあり、資金調達面は問題視されてきた。我々はそうしたベンチャー企業における資金調達の現状について問題意識を持ち、本論文で資金調達方法について提案する。1章ではベンチャー企業とは何か、2章ではベンチャー企業における資金調達の現状について、3章では現状から挙げられる課題について、そして4章では我々の提案する新たな資金調達について論ずる。

25 尚、ベンチャー企業については様々な定義が存在しているが、本論文では「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」とする。

## 第1章 ベンチャー企業とは

ベンチャー企業とは何かという問いに対する答えが明確には定められていないが、そんなベンチャー企業に対し、本章では、ベンチャー企業とは何なのかについて論ずる。また、ベンチャー企業の成長が日本経済にどのような影響を与えるのか、そして日本経済における位置づけについても論ずる。

### 第1節 ベンチャー企業

ベンチャー企業とは、明確な定義がされていないが、起業家を主体とするか、革新的ビジネスモデルを有する創造企業<sup>1</sup>と言われている。業種は我が国では主に情報、通信業が多数を占めており、ベンチャー企業の多くが大手企業の参入していないニッチ市場、成長可能性が高い市場に存在しているため、日本経済の活性化に大きな役割を果たしており、社会にイノベーションを起こす一旦を担っているといえるだろう。

ベンチャー企業は成長段階ごとにステージが定義されており、(図1)それぞれシード期、アーリー期、エクспанション期、レーター期に分類することができる。

図1 ステージの定義

ステージ	定義
シード	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究および製品開発を継続している企業
アーリー	製品開発および初期のマーケティング、製造および販売活動に向けた企業
エクспанション	生産および出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業
レーター	持続的なキャッシュフローがあり、IPO直前の企業

20

出所：ベンチャー白書 2016

<sup>1</sup> 吉野忠男 「ベンチャー企業」(2011) 196 ページ、8～9 行目

これには様々な定義があり、一様に述べることはできないが、本論文ではベンチャー白書の定義に基づいていくこととする。

5 シード期とは、ベンチャー企業の成長ステージにおける、販売活動前の準備、研究期間を指す。シード期を起業直後と位置づける場合、会社設立から1～2年までの時期を指すことが多い。

10 アーリー期とは、スタートアップステージとも呼ばれ、企業後2～3年の時期を指す。シード期と一括りで捉えられる場合があるが、事業開始しているものの、経営も安定しておらず、収益もままならないため資金繰りに苦しむ時期である。

15 エクспанション期とは、ミドルステージ、グロースステージと呼ばれることもあるが、ベンチャー企業における成長期にあたる。事業が安定して収益をあげており、更なる成長を図る段階にある。事業規模の拡大や市場開拓等を行うため、より多くの資金を必要とする。エクспанション期になると、ベンチャーキャピタルや銀行融資など、資金調達がこれまでに比べると大幅に容易になる。

20 レーター期とは、成長ステージにおける安定期を指す。事業が軌道に乗っており、企業として成熟段階にあるため、ベンチャー企業とは言えない段階にあるともいえる。また、IPOやM&Aなど、次のステージの準備に向けた期間である。

## 第2節 ベンチャー企業のEXIT

25 企業が創業してまず目指すものは株式公開である。株式公開することで自己資本を調達することが格段に容易になるためである。本節では、ベンチャー企業が一般的に目指すIPO（新規株式公開）、そしてM&A（バイアウト）について触れていく。

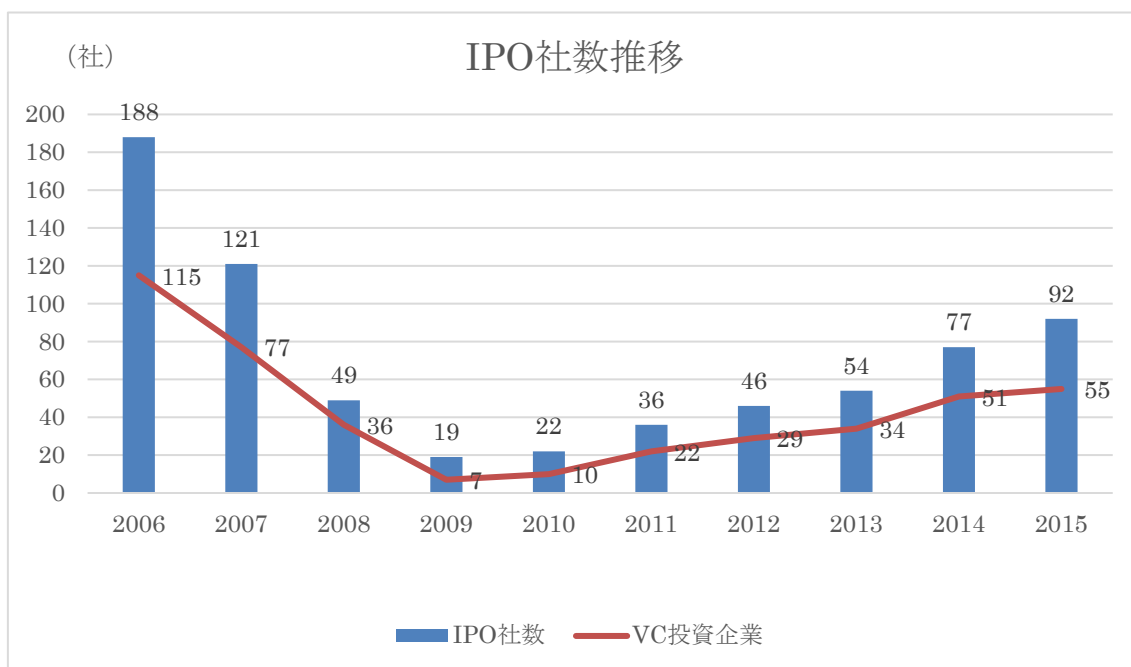
## IPO

IPO とは新規株式公開ともいわれる。

- 5 メリットは主に 3 点あり、1 点目は株式公開にあたり企業情報の正確な開示、会計の正確性の確保、株主分散が必要となるため、それに伴って企業価値が上昇すると見込まれることである。2 点目は株式上場することにより、資金調達が容易になることである。自己資金が調達できやすくなるため、経営の柔軟性や新規事業へのインセンティブになる。3 点目は信用力が向上することである。金融機関や取引先からの信頼性が高まるため、会社自体の信用が向上する。
- 10 しかし、デメリットもある。株式市場の時期によって上場しやすさと上場時の株価が変化してしまうことである。また、株式売却の手続きが複雑であることも挙げられる。

2015 年度の IPO 社数は 92 社で前年より 15 件増加した。(図 2) 過去 10 年で見ても、リーマンショック以降着実に回復傾向にある。

15 図 2



出所 ベンチャー白書 2016

## M&A

ベンチャー企業の創業者のほとんどが株式公開を目指している。しかし、M&Aによって会社売却するというベンチャー企業のゴールが存在する。日本ではIPOがベンチャー企業のゴールとして主流であったが、2000年代以降、

5 M&Aが圧倒的に主流になりつつある。M&Aにもメリットとデメリットがある。

まず、M&Aでのメリットは、IPOに比べて時間や費用がかなり低く抑えられること、大量の保有株式を一括して売却しやすく、一気にキャッシュ化ができることがある。また、シナジー効果として、起業価値が向上した場合、IPOよりも高値で売却できる場合が多いことや、上場コストがかからず利益を大きくすることが出来る。また、信用や相手先との合理化を行うことで調達コストが安くなる。デメリットは相手先企業に主導権を握られる可能性があることや人員削減される可能性があることである。このようにメリットが大きいため活用の幅が広がっている。

## 15 第3節 ベンチャー企業の重要性

近年、著しく加速するIT化により、人口知能やロボット産業が活発化している。経済産業省によると、2011年の産業用ロボットの世界市場規模は約6628億円ともいわれており、このうち我が国のシェア率は50.2%にも及ぶ。また日本のロボット市場は2035年に9.7兆円に達するとも予測されており、

20 今後、有望な産業である。こうした不確定要素が多い産業にこそ大きなリスクをとることができ、ロボット産業のようなイノベーションを起こすサービスに挑戦できるベンチャー企業の強みが生かされてくるだろう。さらに宇宙産業にもベンチャー企業が参入している。米国では多くのベンチャーが宇宙産業に取り組んでいる。

25 日本の技術が高いことは世界に知れ渡っており、ベンチャー企業が日本の高い技術力を発展させることで我が国の将来に多大な影響を与えるといっても過言ではないにも関わらず、それを形にする機会が少ない。ベンチャー企業とはそれだけ大きな期待と可能性を秘めた分野だが、実現することが少ない。

## 第2章 ベンチャー企業における資金調達の実況について

本章では、ベンチャー企業における資金調達の重要性、資金調達の現状、行われている制度や調達法について述べる。

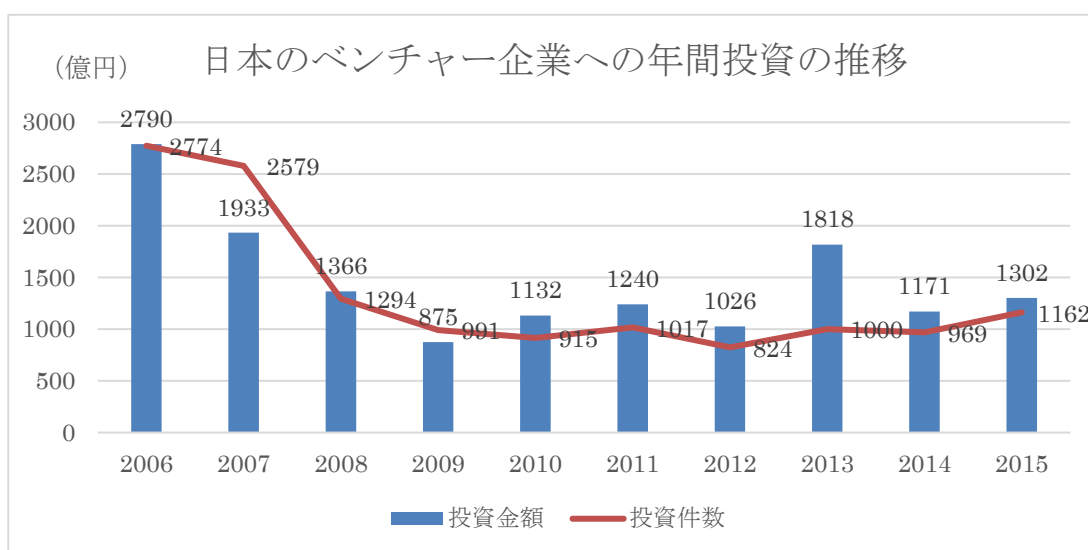
### 5 第1節 資金調達の重要性

ベンチャー企業にとって事業を行うにあたり事業資金の調達は重要である。ベンチャー企業は中小、中堅企業と違い創業間もない頃は研究や開発に迫られ生産、販売活動をしていない。つまり利益が発生せず、そうした資金を内部留保のみで補うことは不可能とってよい。しかし、ベンチャー企業にとって生産段階前のシード、アーリー期は極めて重要な時期であり、資金を確保することは最重要課題である。

### 第2節 資金調達の現状

ベンチャー白書 2016 によると、2015 年度における国内の VC 等によるベンチャー企業に対する総投資額は 1,302 億円、投資先案件は 1,162 件であった。前年度に比べ、投資額は 11.2% 増、投資先件数は 19.9% 増となった。どちらも上昇傾向にはあるが、リーマンショック以前の数字には達していない。

図 3

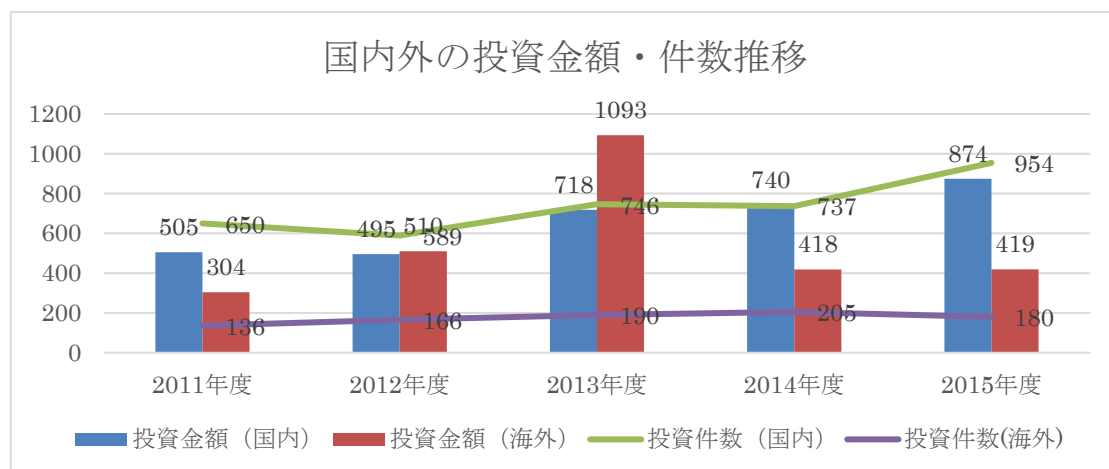


20

出所 ベンチャー白書 2016



図 4



出所 ベンチャー白書 2016

5 投資額を国内向けと海外向けに分けて見ると、国内向け投資は 874 億円となり、前年度に比べ 18.1% 増、一方海外向け投資は 419 億と前年とほぼ同水準となっている。国内向け投資は順調な伸びを続けているが、一部の魅力的なベンチャー企業に対する投資集中や事業会社による投資が増加していることにより、バリュエーション（企業価値評価額）が高騰しているという見方がされている。これにより、投資先の厳選がされておりダウングランド（追加増資の

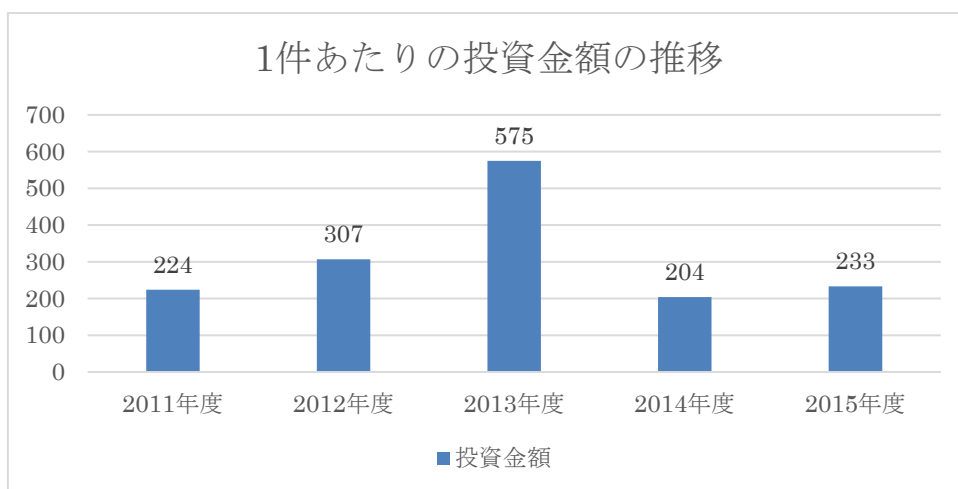
10 株価が前回を下回ることも起こる危険が高まっている。

また 1 件あたりの投資額をみると、2015 年度は 1 億 1 千 2 百万円と前年と比較すると 7.4% 減少している。

15

20

図 5

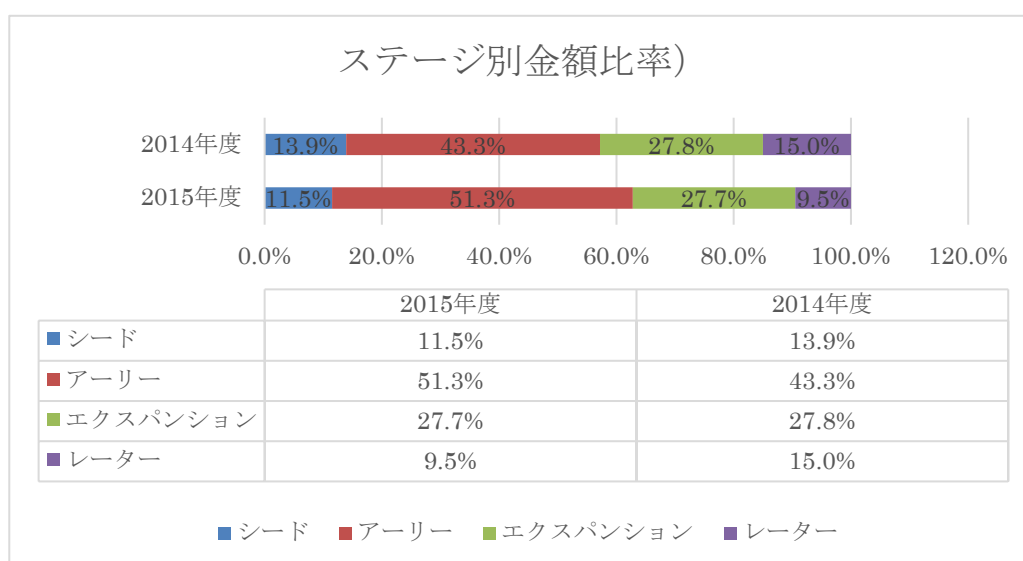


著者作成

### 投資先ステージ別動向

- 5 2015年度の投資先企業のステージ別に金額比率で見ると、アーリー期が、前年 43.3%に対し、51.3%と増加、その反面、レーター期が 2014年度の 15%から 9.5%へと減少している。シード・アーリー期でまとめてみると 57.2%から 62.8%へと増加している。件数比率で見てもシード・アーリー期合算で 67.4%と全体の 3分の 2を上回る結果となった。低いバリエーションのシード・アーリー期へ投資の軸足を移した VCが増えた結果であろう。
- 10

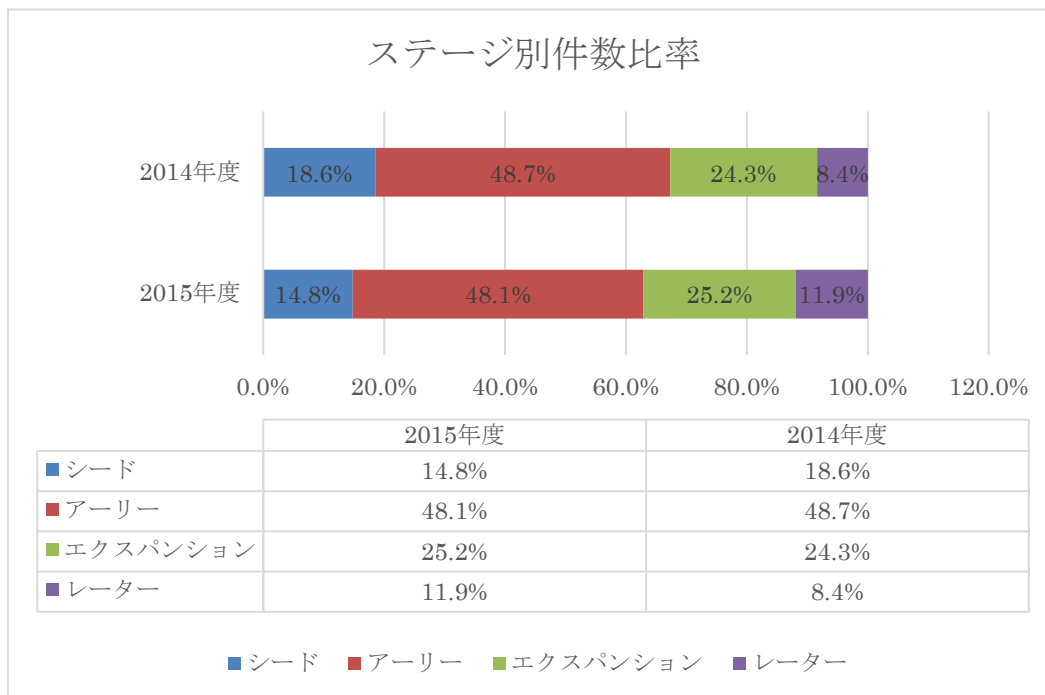
図 6



出所 ベンチャー白書 2016

直近 5 年間の数値を見てもシード・アーリー期へのシフトの傾向はみられる。

図 7

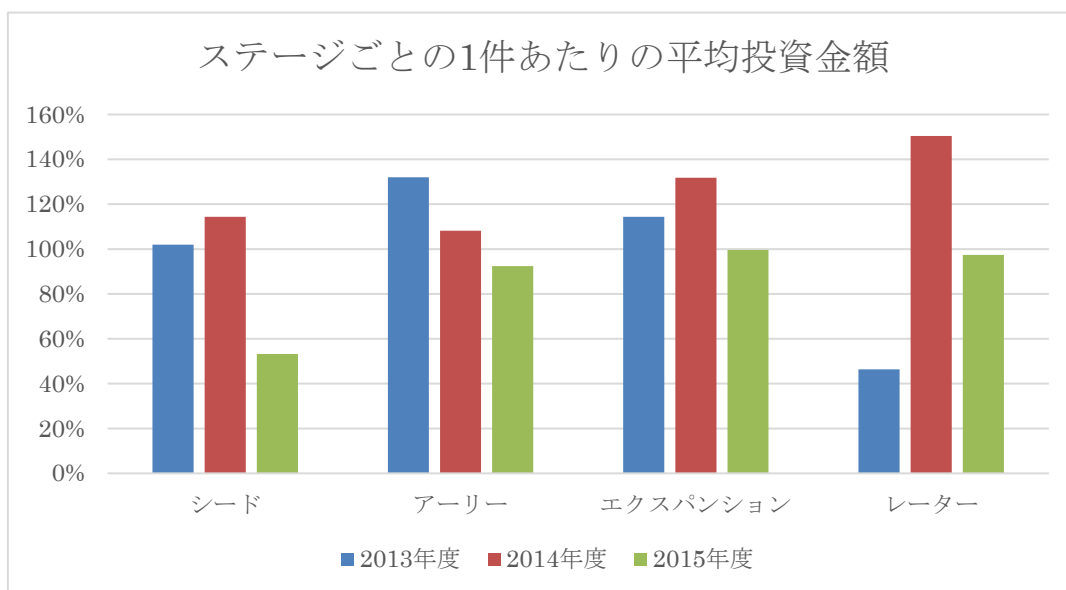


5

出所 ベンチャー白書 2016

ただし、1 件あたりの平均投資額は前年に比べ、減少している。

図 8



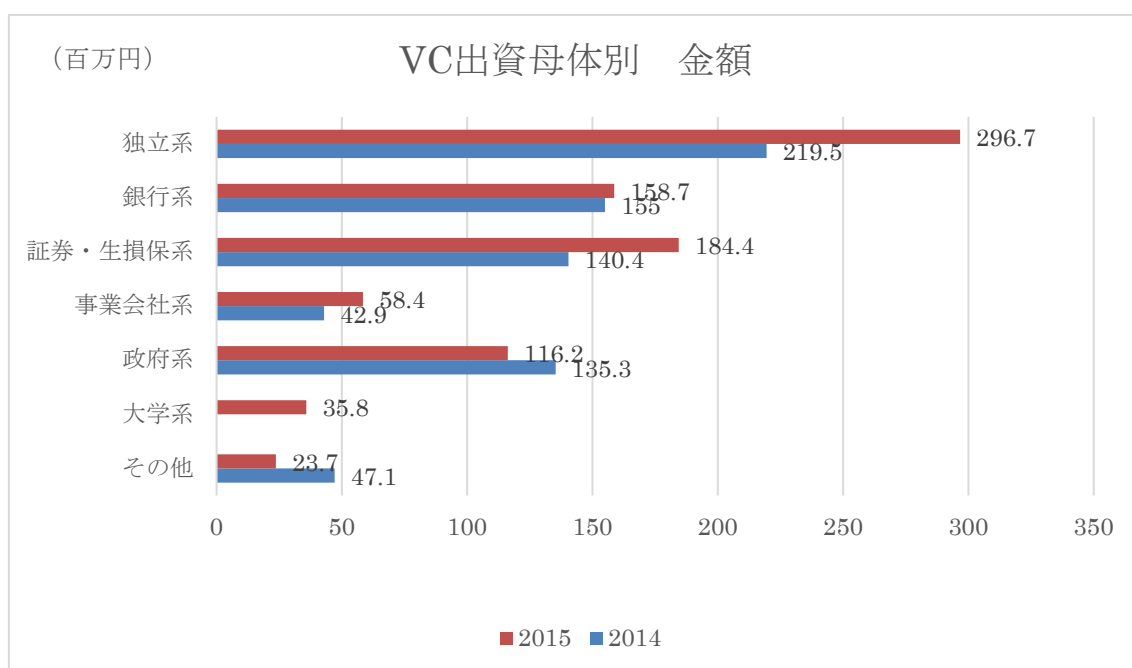
出所 ベンチャー白書 2016

ベンチャーキャピタルの出資母体を独立系・銀行系・証券・生損保会社系・事業会社系・政府公共団体系・大学系・その他に分類し、それぞれのグループごとに投資行動の違いや特色を見てみる。2015年度の投資金額をみると、トップは独立系の297億円、次いで証券・生損保系の184億円、銀行系が159

5 億円で3位という現状である。(図9)

2015年度の特徴として官民イノベーションプログラムによって設立された大学系が活動を開始したことが挙げられる。投資活動を本格的に進めており、今後の投資金額は更に増加すると考えられる。

図9



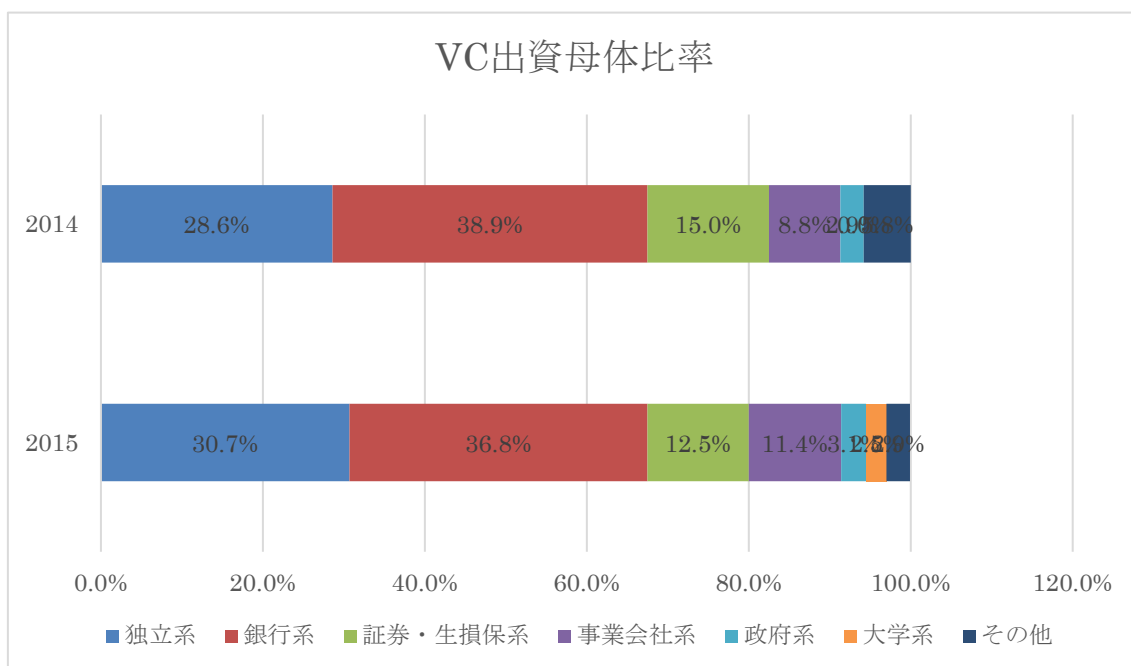
10

出所 ベンチャー白書 2016

投資件数に目を向けると、金額では3位だった銀行系が351件でトップ、ついで独立系であった。

15

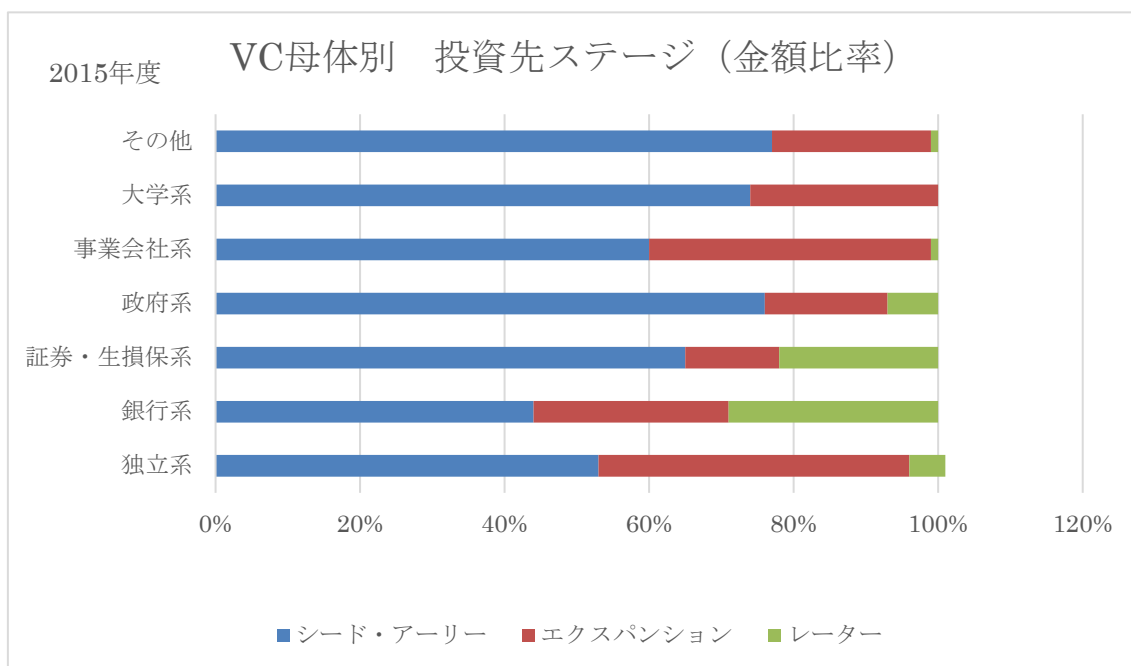
図 10



出所 ベンチャー白書 2016

次に、VC 出資母体別に投資先ステージ金額比率に触れる。図 11 は 2015 年度の VC 出資母体別の投資ステージごとの金額比率である。

図 11



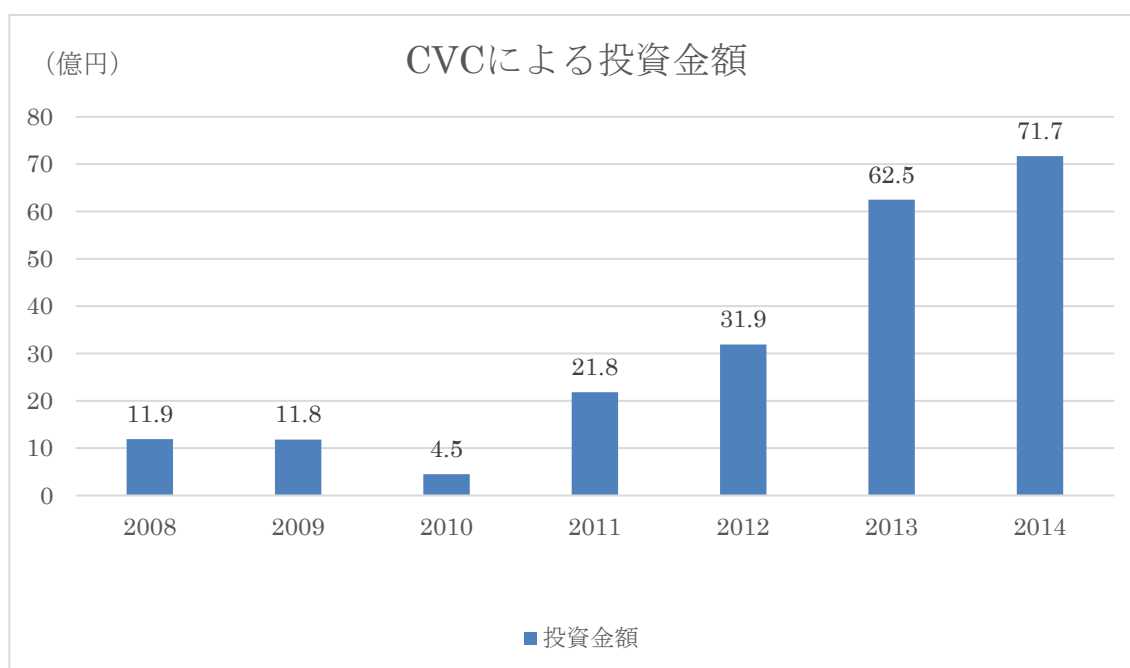
出所 ベンチャー白書 2016

グラフをみてわかるように、シード・アーリー期への投資がメインである VC が多い。つまり VC は比較的初期のベンチャー企業における資金調達を担っているといえる。

## 5 コーポレートベンチャーキャピタル (CVC)

ここ数年にわたって急増しているのがコーポレートベンチャーキャピタル (以下 VCV) である。

図 12



10

VEC 各年投資動向調査より

CVC とは、民間の非金融事業法人による投資や M&A のことであるが、2011 年度からの伸びが急激である。(図 12) 大企業が手掛けていなかった事業に進出する場合にベンチャーに出資して協業するという選択肢が増加しているためであろう。これを支えているのは大企業が保有している内部留保である。大企業が保有している内部留保は総額 243 兆円にも上るといわれており、大企業が CVC を行うことで、自社で行うよりも迅速かつ自由な意思決定による研究が可能であり、シナジー効果を発生させ、自社にイノベーションを起こすという点でもインセンティブが生じている。近年は大企業によるベンチ

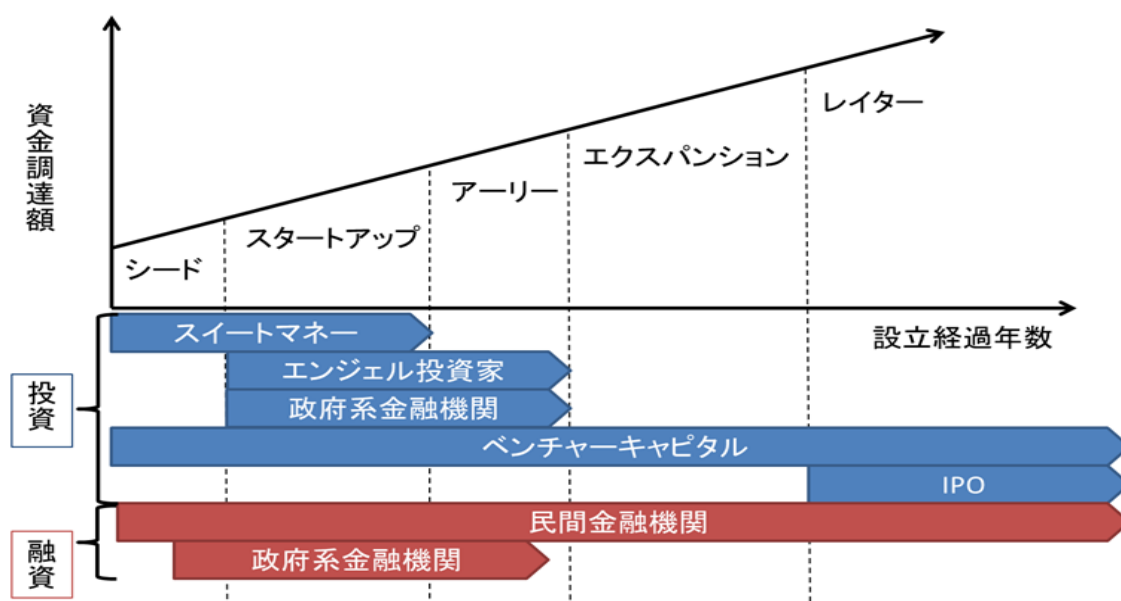
15

チャー育成のインキュベーションとしての働きも活発になっており、CVCは今後 VC において大きなトレンドとなるだろう。

### 第 3 節 資金調達法

- 5 ベンチャー企業はその成長段階によって様々な資金調達法が存在する。以下、各資金調達法の現状について論ずる。

図 13



10

大和総研 ベンチャー企業の資金調達より著者作成

図 13 はベンチャー企業の成長ステージごとに考えられる資金調達をまとめたものである。以下、各資金調達について述べていく。

#### 15 自己資金

自己資金とは、起業家や親族、知人からの出資や借入金である。創業後間もないシード期のベンチャーは金融機関等からの資金調達が厳しく、自己資金を確保することが求められる。

20

## エンジェル投資

- エンジェル投資とは、資金調達に苦しむ起業家にとって天使のような存在であるということに由来して呼ばれている。米国のシリコンバレーでは成功した起業家がエンジェル投資家となって新たなベンチャー企業に対して投資していくシステムが形成されている。しかしながら我が国ではその制度が十分に形成され機能しているとは言えないだろう。(図 14)

図 14

	日本	米国	米/日
投資家数	10,000 人	234,000 人	23.4 倍
投資額	100~300 万円	5,000 万円	16~50 倍
年間投資総額	200 億円	2.5 兆円	125 倍

出所) 日本エンジェルの投資の現状 (有限責任中間法人  
日本エンジェルズ・フォーラム)

- 10 上記のとおり、アメリカではエンジェル投資家はほぼ VC と同規模の投資を行っており、スイートマネーでは用意できないような金額の融資を行ってくれる相手としての立場を確立しており、ベンチャー企業の足掛かりとして大きな役割を担っているといえるだろう。

## 15 クラウドファンディング

- クラウドファンディングとは銀行を通さない資金調達の形である。インターネット上でビジネスモデルを公開し、それに賛同する支援者から資金を集める。銀行を通さないこと、投資する側が少額からでも投資できることからハードルの低さと資金調達までにかかる時間が少ないことが大きなメリットだ。しかしながら集まる資金が安定しないこと、クラウドファンディングに使っていたサイトがなくなってしまうリスクがあるなどのデメリットも存在する。

そんなクラウドファンディングには 5 つの型がある。購入型、寄付型、投資型 (ファンド型)、貸付型 (ソーシャルレンディング)、株式型だ。中でも後の三つはまとめて金融型と呼ばれる。

- 25 購入型は、出資した資金は返還されない代わりに出資者は出資額に応じた商品、サービスを受け取ることができる。この方は、共感や支援、支持といった



ものが核になっており、必ずしもリターンに経済的価値を求めない出資者が多い。

寄付型は、名前の通り出資者が資金を寄付するタイプのクラウドファンディングだ。主にボランティア、災害援助などの資金調達に使われるものである。

5 投資型（ファンド型）は、特定の事業に対して出資者を募るものである。出資者はあらかじめ定められたスキームに従い、売上等の成果に応じた配当を受けとることができる。2年から10年程度の中期の投資期間のことが多い。購入型の特徴の投資の側面を強めたようなもので、購入型よりも金額の高い融資を求める個人クリエイターや中小企業などが主に利用する。

10 貸付型（ソーシャルレンディング）は、企業や個人が少額の資金を集め、それを貸し付けるクラウドファンディングのことだ。世界のクラウドファンディングの貸付残高の約四割はこの貸付型である。我が国でも、クラウドファンディング市場額の8割はこの貸付型である。しかしながら、貸付型のクラウドファンディングの融資件数が多いのではなく、一件ごとの金額がほかの型にくらべて大きいことからこの結果となっている。

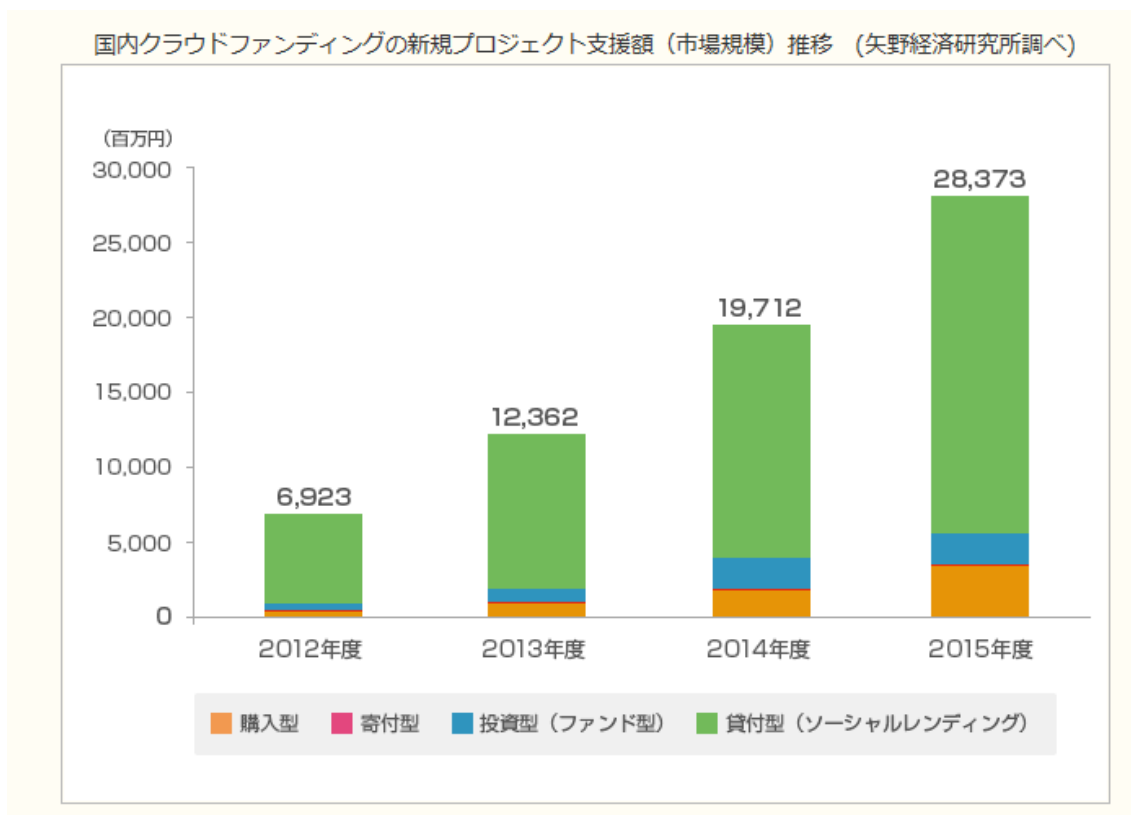
15 株式型は、企業の非上場株式で出資金を募る仕組みだ。出資金の回収は、上場株式と同じく株式の売買で得ることになる。株式のため、基本的に長期投資であり、基本的には上場株式と変わらない。しかしながら本来非上場株式に対する投資はVCが行ってきたものであり、投資には高い専門性を有する。だが、投資した企業が上場した場合、莫大なリターンが期待できる。

また、ベンチャー企業がクラウドファンディングで資金調達を行う場合、一番スタンダードなクラウドファンディングである。

以上これらのクラウドファンディングの融資額は、年々上昇している。

25 図15から見ても分かるように、その上昇率は高く、今後も大幅な市場拡大が期待できる。この市場拡大によって、クラウドファンディングがベンチャー企業の融資において大きな役割を担う可能性があるといえるだろう。

図 15



矢野経済研究所より引用

図 15 には株式型のデータが存在しない。これは株式という形式上売買が常に行われており、単純な支援額としてデータに算出できないからである。

5

### 銀行融資

銀行融資による資金調達には返済義務が存在し、返せない状態になった場合、債務不履行となる。この場合、担保を要求するが一般的にベンチャー企業は担保を保有していないため、不動産を担保とした銀行融資はベンチャー企業の資金調達の主役になるとは考えにくい。

10

### 公的支援

シード、アーリー期にあるベンチャー企業の資金調達は特に困難を極める。企業の信用情報が少なく、先行きが不透明なため民間の融資を受けにくいからだ。よってこのステージの企業に対しては国が一定のリスクを負ってでも融資

15

を行う、または補助金などを支給するのが一番良いとされる。この節では主に今我が国が行っている公的支援について着目していく。

### 日本政策金融公庫

5 開業支援融資制度として、日本政策金融公庫が行っている新規開業資金などといった融資がある。これら融資の一部は、新創業融資制度の適用を受けることが出来る。

新創業融資制度とは、事業計画書次第で無担保無保証で最大 1500 万円まで融資する制度であり、事業開始後税務申告を 2 期終えていない場合に融資を

10 申し込むことが出来る。

新創業融資制度の中で、創業時に適用される融資制度は主に新規開業資金と、女性、若者/シニア起業家資金の二つだ。

新規開業資金とは、新しく事業を始める際に開業資金と運転資金の融資を受けることのできる制度である。担保や保証人が必要かつ、自己資金が 10 分の

15 1 要求されるが、運転資金含め 7200 万円まで融資を受けることが出来る。

女性、若者/シニア起業家資金とは、女性または 30 歳未満、または 55 歳以上で新たな事業を始める人たちを対象にした制度だ。新規開業資金と同じく、担保や保証人、自己資金が必要となるが、新規開業資金とは異なり、比較的緩い条件で上限 7200 万円までの融資を受けることが出来る。これらは民間金融

20 機関に比べ利子もかなり低水準である。

### エンジェル税制

エンジェル税制とは、ベンチャー企業に投資したときまたはベンチャー企業の株式売買を行った時に対して税の優遇処置を行う制度のことだ。

25 投資者は、ベンチャー企業に投資した年に二つの優遇処置からどちらかを選んで受けることができる。

図 16 受けることのできる優遇処置

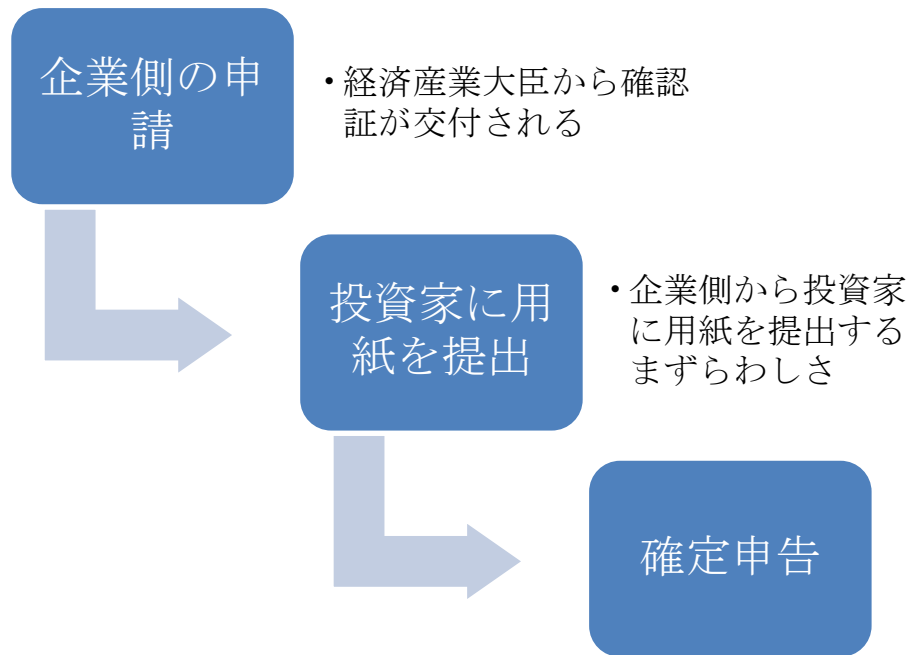
A	B
<p>ベンチャー企業に対する投資額から 2000 円を引いた額をその年の総所得額から控除する。(ただし上限は総所得の 4 割または 1000 万円のうち低い方)</p>	<p>ベンチャー企業に対する投資額全額を、その年の他の株式譲渡額から控除。(上限額なし)</p>
<p>*ただし設立 3 年未満の企業に限る</p>	<p>*ただし設立 5 年未満の企業に限る</p>

著者作成

- 5 また、ベンチャー企業の株式を売買し損益が発生したときにも優遇処置を受けられる。投資家は株式を売却し損益が発生した年に、未上場ベンチャー企業株式の売却により生じた損失を、その年の他の株式譲渡益と通算（相殺）できるだけでなく、その年に通算（相殺）しきれなかった損失については、翌年以降 3 年にわたって、順次株式譲渡益と通算（相殺）ができる。これはベンチャー企業が倒産または上場せずに解散し株式の価値がなくなったとしても同じく損失として通算できる。これにより少しでもベンチャー企業に対する投資のリスクを減らそうとしているのがこのエンジェル税制だ。しかしながらまだこの制度が十分に役割を果たしているとは言えない。まずこの制度が抱える問題の一つに手続きのまずらわしさがある。この制度を受けるにはまずベンチャー
- 10 企業側が自分たちの企業がこの制度の対象であることを確認したうえで経済産業局に申請し、経済産業大臣の確認証を交付されなければならない。そのうえでベンチャー企業は個人投資家に確定申告の用紙を提出。そのうえで個人投資家が確定申告をするという流れを踏まなければならない。

さらに、投資の方法によって投資家の確定申告の方法が変わってくる。3つの投資方法それぞれでそれぞれ確定申告を行わなければならないため、非常に手間がかかる。これでは利用したくとも敷居が高い。実際に、エンジェル税制を利用している件数が極めて少なく、今後の改善が求められている

5 図 17



著者作成

### 助成金

返済の必要のない助成金は、ベンチャー企業にとって貴重な資金源だ。審査  
10 が必要なもの、一定の条件を満たせば必ず支給されるものと様々だが、大まか  
には経済産業省（経産省）系、厚生労働省系の助成金、自治体独自の補助金・  
助成金、その他の補助金・助成金に分けられる。

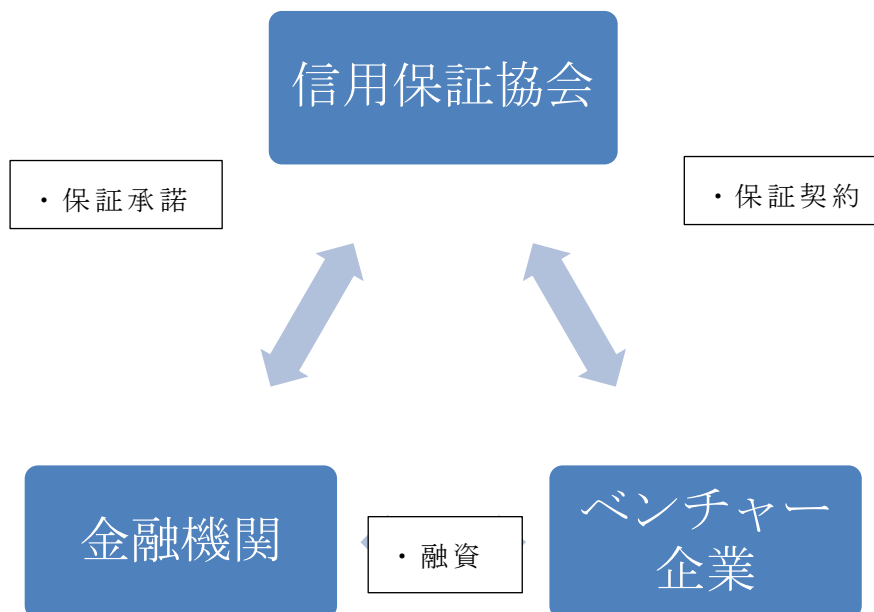
いずれにしろ、共通の欠点として後払いだということがあげられる。500万  
円の経費に対して200万円の補助金が下りるとして、それは500万円の経費  
15 を使い終わった後、報告されて初めて補助金が下りる。すぐにキャッシュが手  
元に来ないことは、大きなデメリットと言えるだろう。

## 信用保証制度

業歴が浅い、保証人の資産背景が弱い、決算の内容がよくないなど、ほとんどのベンチャー企業がプロパー融資を受けられない。そこを埋め合わせるのがこの信用保証制度だ。この制度は、信用保証協会がベンチャー企業の財務審査を行ったうえで、民間から融資を受けようとする中小企業の公的な保証人となり、返済が不履行になった際には信用保証協会が代位決済を行うというもので、特に民間から融資を受けにくいシード、アーリー期のベンチャー企業の大きな助けとなる。銀行側は、融資におけるリスクを負わなくてよいので、通常の融資よりも返済までの期限や利子などが低めに設定されるというメリットがある。

ベンチャー企業は信用保証協会に保証料を支払う必要があるが、公的な保証人となり、返済不履行になった際には代位弁済を行うので、融資のリスクとハードルが小さくなる。しかしながら一定の財務情報が必要なので、この制度を利用できるのはアーリー期以降だ。

図 18



著者作成

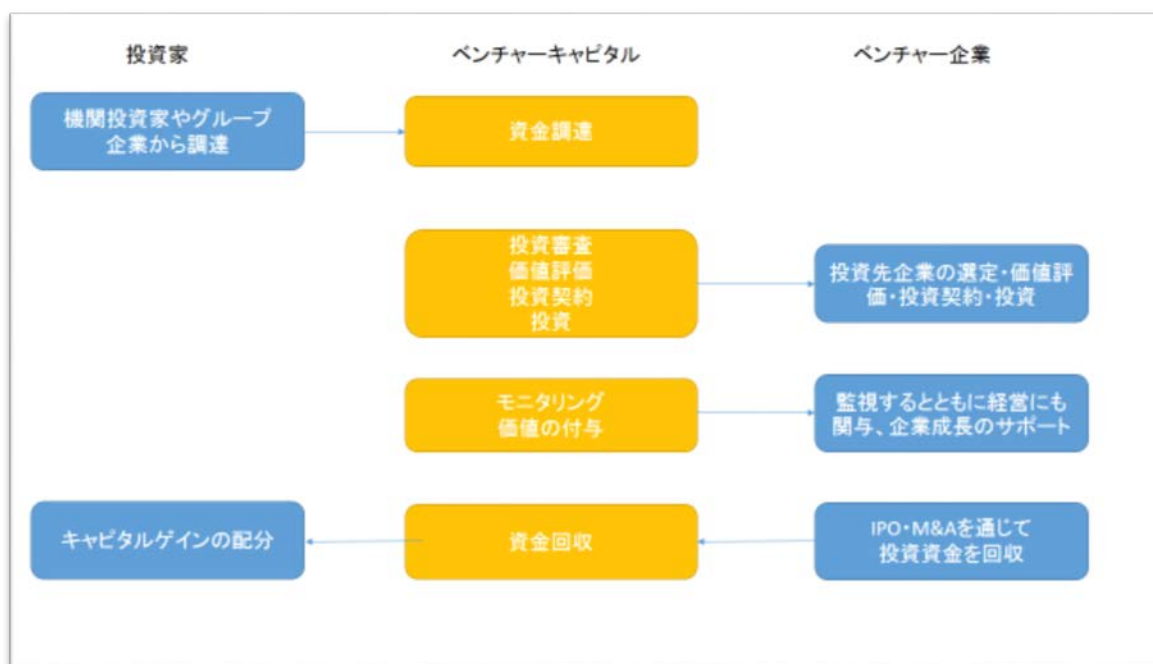
これらの資金調達方法を通じて見えてくることは、全体的にシード、アーリー期における資金調達法が少ないことだ。事業が軌道に乗るまでの一番デリケートな期間に資金調達法が少ないのは、大きな問題だといえるだろう。

## 5 ベンチャーキャピタル

ベンチャー企業における資金調達の主要な担い手としてはベンチャーキャピタルが挙げられるだろう。日本のベンチャーキャピタル（以下 VC）は、1963年に中小企業投資育成株式会社法に基づき、中小企業の自己資本の充実を図ることを目的に中小企業投資育成会社が設立されたことが始まりである。

10 VCの活動は大きく4つのプロセスから構成される。

図 19



出所 ベンチャーキャピタルハンドブックより引用

第1は資金調達のプロセスである。ベンチャー企業に対する投資資金を投資家から調達し、ファンドを組成する。この投資ファンドは期限があり、一般的には10年である。運用期間が終了すればファンドは解散し、出資者にリターンが配分される仕組みである。

第2は投資審査、価値評価、投資契約、投資のプロセスであり、投資先企業の選考から審査や投資内容等の詳細を決定し、投資に至る。この際の企業の

価値評価や契約内容が VC において重要になるのだが、これについては後述する。

第 3 はモニタリングと価値の付与のプロセスである。投資先企業の監視や、経営に関与することで企業に価値を付与していく。

- 5 第 4 は資金回収のプロセスである。多額のキャピタルゲインを得ることができる IPO（新規公開株式）や M&A（企業合併買収）などによって資金を回収し、投資家へと還元する。

- これらの 4 つのプロセスを高い水準で行うことが要求されるが、先が不透明なベンチャー企業においてこれらのプロセスには高いリスクが伴っており、
- 10 ベンチャーキャピタリストの役割が重要である。ここで、ベンチャーキャピタリストについて触れたい。キャピタリストとは事業や企業の将来という見えないものを判断しベンチャー企業の社長に代わり VC に支援を促す役割を担っている。キャピタリストのマネジメントがうまくいかないと投資の実行には至らないのだ。つまりベンチャー企業にとって、どのような VC、キャピタリスト
- 15 から出資を受けるかは慎重な選択が求められる。

VC には様々なタイプが存在する。我が国の VC 業界で特徴的な点は政府系 VC の位置づけが高い点である。

- 次に VC の選択について述べていく。企業と VC のマッチングを図るには、適切な VC のミックス、ベンチャー企業の経営者とキャピタリストの相性、
- 20 VC の期待する投資金額の 3 つの観点から考えるとよい。

- まず VC のミックスだが、資金力がある VC や優秀なキャピタリストであってもその力は限られている。より多くの支援者を得ることで様々な事に対応できるという点において適切な VC のミックスという考え方は重要である。実際に VC にはそれぞれ得意な成長ステージがある。また、経営が厳しくなっている VC の出資が途絶えた場合でも、他の VC が出資を続けてくれる場合もある。
- 25

VC の持つ資源やネットワークをうまく生かすために、証券系、独立系、事業会社系、銀行系等のバランスを図ることが円滑な資金調達に繋がる。

- 次に、ベンチャー企業の経営者とキャピタリストの相性だが、事業をよく理解しているキャピタリストの存在は経営者にとって相談相手としての貴重な役
- 30



割を果たす。良好な関係を築くためにも、基本的な相性が重要である。

最後に、VCの期待する投資金額だが、VCは一定期間内に一定の金額を運用するというミッションを負っている。運用するファンド規模により1社当たり期待する投資金額は異なってくる。期待額に対して投資を検討する額が低いとVCにとって投資のインセンティブが低くなってしまふ。逆に大きいと投資審査が厳しくなってしまうのだ。つまりVCの平均投資金額などを確認しておくことが重要となる。

VCは1社に多額の資金を投資する場合がある。この場合のメリットは投資交渉および管理の負担が減少する点である。最も高い株価をつけたVCだけを選択した場合、限られた株で少しでも多くの資金を調達できる。デメリットとしてはVC1社の持株比率が大きくなりすぎると経営に対する影響力が強まるリスクと、追加増資を断られた場合、他のVCからの調達が難しくなるリスクが挙げられる。ベンチャー企業は情報の非対称性が高いため、メインのVCが追加増資を行わない場合、投資に慎重になるためである。

これら3つを踏まえ、自社にとって最適なVCを見つけることがベンチャー企業の経営者にとって経営を円滑にする最善策であるといえるだろう。

#### シードアクセラレーター

シードアクセラレーターとは、シード期のベンチャー企業に対して投資を行うVCの一種である。投資額は最低でも数百万といわれ、政府系から金融機関系、独立系と幅広く存在するため、起業家にとって有効な資金調達手段であると考えられる。実績がない段階での出資をしてくれるだけでなく、アドバイス等のサポートも受けられる点で注目されている。

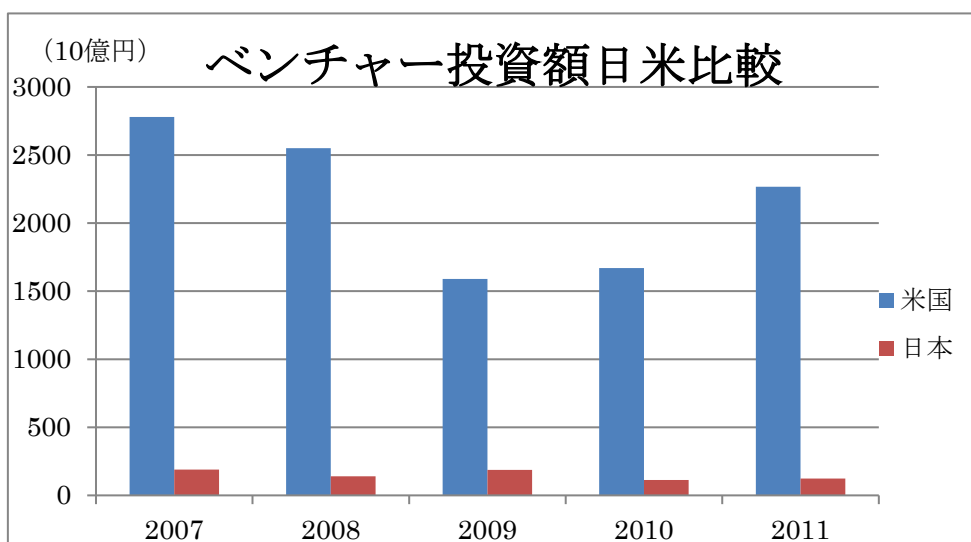
#### 25 第4節 VC投資の海外比較

米国において、近年成功したGoogleやAmazon、Facebook等のVBは今や世界的ビジネスとして経済をリードしている。一方わが国ではこの十数年大きく成長するVBが生まれていない。これが新規企業へのリスク資金、新興市場への上場が減少する悪循環に繋がっているのだ。しかし、日本の起業家が米国に劣っているという訳ではない。では何故世界的なVBが米国に多いのか。

本節では、日本と米国の投資の現状を比較していく。日米のベンチャー投資額を比較しても圧倒的に日本の投資額は少ない。(図 20) これは日米の株式形態の違いによるものがある。米国では優先株に条件をつけることによって VB の経営関与にコミットメントすることができる。また経営の主導権を確保することも可能となり、投資家が高いリターンを得る状況を作り出せる。

一方、日本では、経営参画の先任権や投資家に不利益な行為が株主総会で議決されるのを認めないなどの条件は優先株につけることはできない。また米国では企業が優先株の発行を柔軟に行うことができ、企業と投資家双方にメリットが大きい点が日本より米国の VC が進んでいる要因の 1 つである。もう 1 つの要因として核となる投資ファンドに差異がある。

図 20



VEC 各年投資動向調査より著者作成

## 15 年金運用規制の比較

出資者別のデータを見ていくと、アメリカの VC 出資者に占める年金基金の割合は非常に大きく、1978 年には 15% を占めるに過ぎなかったが 1988 年には 46%、1995 年には 51% にまで比率が増えている。この変化は 1979 年に ERISA 法（従業員退職所得保障法）が改正されたことによる。

20 ERISA は忠実義務および善管注意義務（プルードントマン・ルール）に基づく、基金資産の運用における受託者責任を規定した法律である。従来はプル

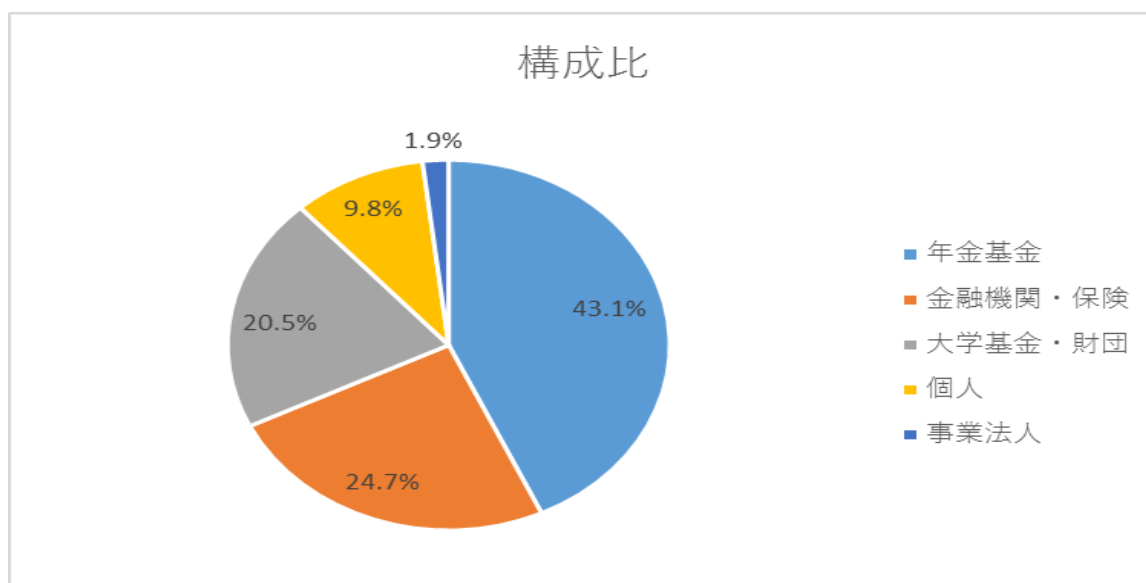
ーデントマン・ルールによりリスクが高い金融商品に投資することは制限されるなど、年金基金の運用は制限されていた。しかし、これは 1979 年の改正により緩和され、国債のみのような保守的運用でなく、個々の年金基金の特性や収支に応じて長期的に望ましい運用を行う義務があるというかたちに変更となった。

5

さらに、1980 年に ERISA が再び改正され、VC ファンド運用者は出資された年金基金資金の受託者とみなされなくなり、VC ファンド運営者は大きな裁量権を持つこととなった。

10 これに類する日本の規制としては、日本の年金基金の「5・3・3・2 規制」が有名で、元本割れのない国債などに 50%以上、株式に 30%以下、外貨建て資産に 30%以下、不動産に 20%以下という年金資金の配分が規定されていたが、1996 年 4 月から緩和が始まり、1996 年には適格退職金年金が、1998 年には厚生年金基金の運用規制が緩和された。

図 21



15

出所 VEC より著者作成

アメリカの投資事業組合はほとんどの場合 LPS (Limited Partnership) の形態をとっている。LPS 形態を取る投資事業組合は、投資に関する業務を執行するジェネラル・パートナーと、業務に関与しないリミテッド・パートナー

20

によって構成され、前者は無限責任、後者は有限責任を負う。LPS 自体は法人税の課税対象にならず、投資家に直接課税がなされる。これ

により投資が失敗したときの責任が有限責任となり、VC、投資家やファンドの構成員が二重課税されないことなどの特徴により、大きな投資資金を投資家から集めることが可能になっている。

5 日本場合はかつて、VCの投資事業組合は民法上の任意組合か商法上の匿名組合のスキームの範囲で議論されていた。民法上の任意組合では、課税は組合員に直接行われるが、組合を構成する各投資家が無限責任を負うことになる。商法上の匿名組合の場合は組合員である投資家は有限責任を保証されるが、匿名組合自体に法人税の納税義務が発生し二重に課税されることになる。また、組合員が10人以上の場合、分配金に対しても源泉徴収義務が発生する。この

10 ようにアメリカのLPSに比べて、責任や課税に関して非常に不利となっている。現実には組合契約の約款によって、実質的な有限責任にすることは可能であるが、無限責任の法的可能性は排除されないため、機関投資家および年金基金の資金がファンドに流入し難い状態であった

この問題の解決のために1998年11月、「中小企業等投資事業有限責任組合

15 契約に関する法律」が施行された。これにより、無限責任組合員と、責任を出資の範囲に限定する有限責任組合員からなる投資事業組合の設立が可能となった。これによりアメリカのLPSと同様の事業組織形態をとれるようになった。

20

### 第3章 資金調達の問題

#### 第1節 成長ステージ別の課題

##### シード期

25 シード期は、事業構想を練り、研究を重ね、本格的に事業の準備に入り、事業計画を実行に移すための資金が必要になる。しかし、起業家自身の資金だけでは不足するケースが多く、家族・親戚・友人に借入しても事業資金には程遠いだろう。そのため外部資金を調達しなくてはならない。ここでVCという選択肢がある。インキュベーターやシードアクセラレーター等が挙げられるが、出

30 資だけでなく経営サポートも提供してくれるため、非常に有効である。そこで

日本ではまだまだ発達しているとは言い切れないエンジェル投資や公的資金を充実させることが課題になると考えられる。また、近年急速に普及しているCVCを活性化させることも大きな手段になる。この段階での資金調達を充実させることができれば、我が国の開業率に大きな影響を与え、日本経済に新陳代謝を起こすことができるため、重点を当てて取り組むべきである。

### アーリー期

アーリー期は、事業化が可能となり、これから成長していく段階であるため、シード期に比べても多額の資金が必要となる。この段階では、VCも有効な資金調達であるが、日本政策金融公庫の創業融資や地方自治体、信用保証協会、金融機関からの制度融資も有効となってくる。また、クラウドファンディングによる資金調達も考えられる。この段階では公的支援が重要になると考える。制度金融による資金調達が充実すれば、成長初期の資金難は避けることができると思う。

15

### エクспанション期

成長、安定段階に入ったこのステージでは、銀行からのプロパー融資を受けることが可能になってくる。VCからの資金調達も更にしやすくなり、投資家からも本格的にEXITを求められ始める。このステージで課題となるのは、相性のよいVCを選択することである。近年、VCの収益性向上のため、将来的に上場、もしくは売却できる可能性の高いベンチャー企業に出資するバイアウト投資が多くなっている。新たな領域に進出し、柔軟な経営が求められるため、自社にとって最適なVCを選択することが必要不可欠となる。

### 25 レーター期

レーター期の段階においては我々の定義するベンチャー企業に当てはまらず、資金調達にも困っていない状態であるため、記述しない。

## 第2節 キャピタリスト

VCにおいて、キャピタリストが大きな役割を果たしている。ベンチャー投資には、人材と人脈が非常に重要であり、キャピタリストの裁量次第で投資条件が大きく変化してしまうこともある。CVC等はキャピタリストを外部に委託している場合もあるため、優秀なキャピタリストを育成することができれば、ファンドの管理だけでなく、資金を保有してベンチャー投資に興味がある個人や法人の手助けも可能となるため、キャピタリスト育成はVCの発展にとっても重要課題であるといえよう。

## 10 第4章 今後あるべき資金調達の方策について

ここまでベンチャー企業の資金調達における現状を分析し、そこから我々が考える課題について挙げてきた。本章では、我々が考える新たな資金調達についての我々の提案を述べていく。

### 15 第1節 ステージ段階別の資金調達

#### シード期

シード期は事業構想を練り、研究を重ねている段階である。シードアクセラレーター等のVCによる調達はあるものの、現状の取り組みだけでは不足している場合が多く、更なる投資の可能性を探す必要があると考える。その中で、シード期からベンチャー企業に投資するエンジェルの存在はかなり大きい。しかし日本はアメリカに比べてエンジェル投資家が圧倒的に少ないことは明らかである。その解決手段として、そしてエンジェル投資の活性化を目的に、シリコンバレーなどで行われているエンジェル投資家グループの形成を提案する。

エンジェル投資家をグループにして、資金をひとつにまとめ、ベンチャー企業に投資することによって融資できる資金が増えると同時に、貸倒れリスクが拡散されるという大きなメリットがある。我が国の現状では、1対1でエンジェル投資家と起業家を結ぶようなマッチングサイトは存在しているが、まばらに存在するエンジェル投資家を横につなぐような団体は存在しない。エンジェル投資家の数が少ないからこそ、投資家同士の横のつながりを強めることで融資1件あたりの力を強めることが日本のベンチャー企業の発展には重要であ

る。エンジェル投資によるベンチャー企業が大成し、投資家グループが莫大な利益を得る案件が増えれば、エンジェル投資というシステムの知名度はおのずと増えていく。知名度が上がれば、その莫大な利益に惹かれた投資家がエンジェル投資家になる可能性がある。そのための足掛かりとしてのエンジェル投資家グループのファンドを設立する。

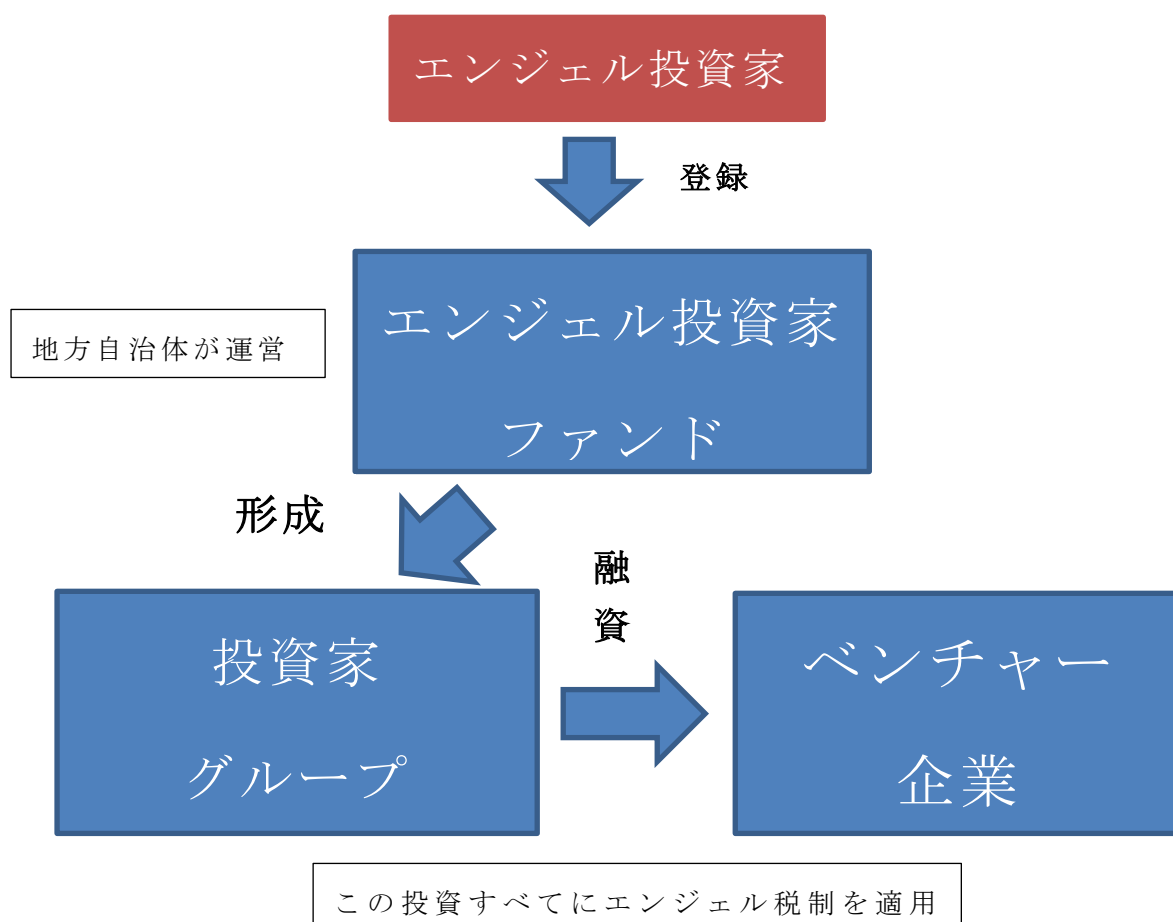
このファンドは地方自治体の元で運営され、地方のエンジェル投資家を集め、定期的に起業家とのマッチングを行う。同時にエンジェル投資家同士での交流を図り、グループを形成する。そのグループ単位でベンチャー企業に投資を行う。このファンドを地方自治体に運営させる理由は2つある。

10 まず1つ目は、地方密着のベンチャー企業が増えていることだ。自分の住んでいる地域に密着したベンチャー企業には、投資家は興味を持つだろう。地方自治体が統括することで地域のエンジェルとベンチャー企業のマッチングがより図りやすくなると考える。

15 2つ目は、エンジェル税制の点である。エンジェル税制の手続きが難解であり、利用者が少ないことは前章で述べた。しかし地方自治体が投資を管理することにより、エンジェル税制の適用が簡易化する。これまでは、企業ごとにエンジェル税制が適用されることを認定してきたが、ファンドを通じた投資全てにエンジェル税制を適用すれば、手続きの問題は大きく改善される。更に、効率よくエンジェル投資が行えるということから、エンジェル投資家がこのファンドに属するインセンティブが発生する。

20

図 22 エンジェル投資家ファンドのスキーム



著者作成

エンジェル投資家が増えること、その投資家たちがまとまった団体に属していることはエンジェル投資のハードルが大きく下がることになる。

- 5 これはシード期のベンチャー企業にとって大きなプラスであると同時に、シード期における資金調達法の少なさを打開する手であるといえる。

### アーリー期

- 10 アーリー期は本格的に事業の準備に入り、事業計画を実行に移すための資金が必要になる。ここでは自己資金がメインになるが、起業家自身の資金だけでは、事業を円滑に進めることができない。現状では VC がアーリー期における資金調達の手段として大きな役割を果たしているが、銀行融資による調達を活



性化することが重要であると考えた。そこで我々は信用保証制度に注目した。現状、シード期において銀行融資は資金調達のメインになっていない。そこで信用保証をシード期、具体的に期間を指定すると創業5年以内のベンチャー企業に関しては、融資の保証割合を例外的に80%とし、それ以降の場合は

5 50%に引き下げることがを提案する。保証割合を50%に下げる理由は、産業構造が日本に似たドイツの保証制度を参考にしたものである。例外とした設立5年以内は事業の安定を図ることが難しい時期であり、「創業支援融資保証制度」の対象期間である。このことから、信用保証制度がシード期においての資金調達で大きな比率を占めているのは間違いのないため、設立5年以内の企業

10 に関しては例外として保証割合を現状のままにすることで、資金調達を円滑にする。

#### エクспанション期

先述したとおり、このステージごろから民間の融資などが受けやすくなる。

15 企業が自力で融資を受けられるため、相性の良いVCとのマッチングが一番の焦点となる。よって、地方自治体がVCと経営者の交流会を設けるなどを行うことが良いと考える。これは先述したエンジェル投資家グループファンドが統括して行うのが一番スムーズだろう。

20

#### 第2節 大学法人ベンチャーキャピタル

関西では大学に眠る技術シーズを活用する動きが始まっている。大阪大学が2015年7月、国立大学初となるVC、約120億のファンドを立ち上げた。大阪大学の再生医療やロボット等の強みを持つ分野への投資を行うといわれている。また、神戸大学は2016年4月に大学院に「科学技術イノベーション研究

25 科」を開設し、起業家教育カリキュラムを盛り込むことで事業化を推進する理系のリーダーを育成しようと試みている。大学の専門分野や技術が投資ファンドに必要な専門知識となるのだ。

この例から、我々は国立大学がVCを創立し、を担う事を提案する。VCに

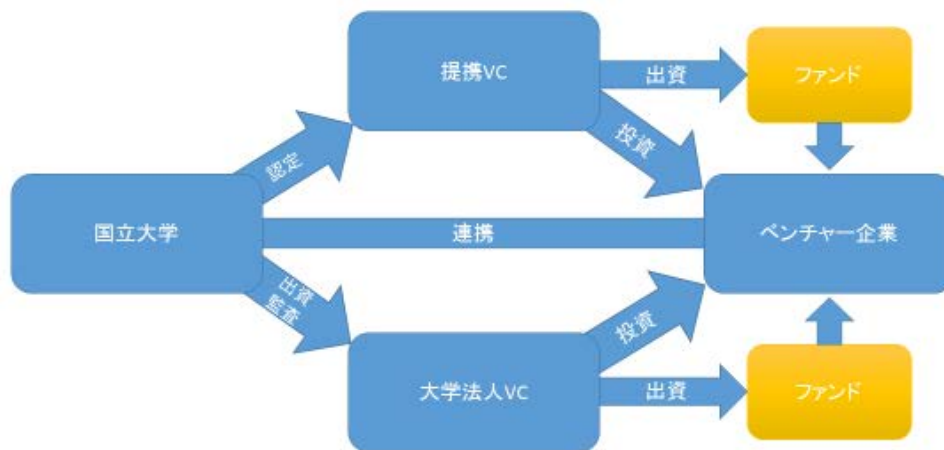
30 において最重要事項であるVBが持っている知的財産の評価を投資会社が行う場

合、人的コストがかかってしまう。大学が VC を設立し、学内の専門家が VB の知的財産を評価することで VC の拡大だけでなく、注目度向上に繋がる。VC が注目され、起業意欲を持つ人々が増えることで企業の新陳代謝、しいては日本経済の発展に大きな好影響を与えると考える。

5

図 23

大学 VC スキーム



著者作成

10

この政策において重要な、大学側が VC を創設するメリットであるが、実際に経営の現場を肌で感じることや、地域の経済や中小企業との繋がりが深まることで大学を中心とした地域一体の経済を形成することができると考える。これにより、地方活性化の促進だけでなく経済の新陳代謝、大学の知名度向上による大学のブランド価値の向上が期待される。つまり大学、地域、そしてベンチャー企業すべてにインセンティブが生まれるのだ。

15

## 終章

我々はベンチャー企業の資金調達というテーマに基づき、第1章ではベンチャー企業の社会的重要性、そして第2章では現状行われている資金調達の方策、その現状についてデータを用いつつ見てきた。そして第3章ではその現状から我々が考える課題を挙げてきた。シード・アーリー期に特に注目し、第4章では課題を解決するための提案、そして日本のベンチャー市場を更に活性化するための提案について論じた。日本ではまだまだ未発展であるエンジェル投資を活性化させるための投資家をひとつにするためのファンドを創設すること、そしてシード・アーリー期において資金調達のメインとなりにくい銀行融資を円滑にする可能性を秘めた公的支援について、信用保証制度の変化を提案した。創業して間もないベンチャー企業に対しての信用保証を手厚くすることで銀行融資という選択使を広げることができれば、ベンチャー企業の資金調達が円滑になるだけでなく、新事業への進出に踏み切ることもできるだろう。

また、日本のベンチャー市場のさらなる活性化を図るために国立大学法人ベンチャーキャピタルを提案した。国立大学は地域に密着した大学であり、その地域にとって知名度を持っている。その大学がVCを設立し、将来有望であると考えられるベンチャー企業を判断、そして投資することで企業の信用力向上に繋がり、経営のモニタリングやノウハウを大学から得ることができる。そしてそのベンチャー企業が成長することで大学のブランド価値が高まり、地域貢献することで地方再生という経済問題に貢献することも考えられる。

ベンチャー企業の資金調達という問題だが、本論文を作成する過程で、日本の経済問題、景気、グローバル化する世の中においてベンチャー市場の発展は我が国の未来を担っているといっても過言ではない問題であると考えられるようになった。確かに評価しづらいベンチャー企業に対しての資金調達が円滑にするということは一筋縄ではいかないだろう。本論文が少しでもこの問題に対して貢献できることを願い、結びとする。

## 参考文献

日本政策金融公庫 HP

[https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/04\\_shinsogyo\\_m.html](https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/04_shinsogyo_m.html)

5 経済産業省 HP

<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/structure/>

お金を学べる情報ポータルファイグーHP

<http://camatome.com/2013/04/business-loan.php>

平成 25 年度創業・起業支援事業

10 (起業家精神と成長ベンチャーに関する国際調査)

[http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/140331\\_born\\_global\\_veture\\_tyousa\\_houkokusyo.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/140331_born_global_veture_tyousa_houkokusyo.pdf)

大和総研 ベンチャー企業における資金調達

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

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

ベンチャー企業の新しい事業しい金調達方法とその課題 商工総合研究所

<http://www.shokosoken.or.jp/jyosei/kenshou/r19nen/r19-02.pdf>

MARRonline(マールオンライン) HP

<https://www.marr.jp/print/entry/5754>

20 株式会社イニシア・コンサルティング

[http://www.initiaconsulting.co.jp/old/archives/management/3\\_09.html](http://www.initiaconsulting.co.jp/old/archives/management/3_09.html)

野村証券 HP

[https://www.nomura.co.jp/terms/japan/hu/prudent\\_man\\_rule.html](https://www.nomura.co.jp/terms/japan/hu/prudent_man_rule.html)

**Find-Job! Startup HP**

25 <http://www.find-job.net/startup/knowledge-of-buyout>

我が国M&Aの現状と課題 経済のプリズム 参議院

[http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai\\_prism/backnumber/h22pdf/20107602.pdf](http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h22pdf/20107602.pdf)

30

平成 25 年度創業企業支援事業

[http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/140331\\_born\\_global\\_veture\\_tyousa\\_houkokusyo.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/140331_born_global_veture_tyousa_houkokusyo.pdf)

## 5 書籍（電子書籍含む）

ベンチャー白書 2016(電子版) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2016)

10 ベンチャー白書 2015 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2015)

ベンチャーキャピタルによる新産業構造 中央経済社 (2011)

「ベンチャー企業」吉野忠男 (2011)

ベンチャーキャピタルハンドブック 中央経済社 (2006)