

平成30年度 証券ゼミナール大会

第6テーマ ブロック

日本における中小・ベンチャー 企業の資金調達について

大分大学 鶴崎ゼミナール 第2班

—目次—

はじめに	3
第1章 ベンチャー企業の定義	4
第2章 ベンチャー企業の成長段階ごとの資金調達の現状と課題	5
第1節 成長ステージ	5
第2節 シード期	5
第3節 アーリー期	8
第4期 エクспанション期	11
第5節 レーター期	13
第3章 公的支援のあり方	15
第1節 日本の公的支援	15
第2節 海外の公的支援との比較	18
第4章 今後の資金調達のあり方とその方針	23
第1節 エンジェル税制について	23
第2節 セカンダリーファンドについて	24
第3節 中小企業 CLO の整備・組成促進について	24
終わりに	27
参考文献	28

はじめに

1990年代前半頃、日本はバブル経済が崩壊し、「失われた20年」と呼ばれる景気低迷の時期に突入していった。そして現在、アベノミクスを中心とした政策等により、そのデフレ期から脱却の一途を辿っている。また、2016年以降に「マイナス金利政策」が導入されたことによって企業の資金調達コストは低下したため、企業全体としての資金調達に関する状況は改善されてきている。その中で、これからの日本に必要とされる経済発展の要素の1つとして求められているのが、日本企業の99.7%を占めている中小企業・ベンチャー企業の更なる成長であると考えられる。

- 5 その中でも、ベンチャー企業のような新規性を持った商品・サービス等を展開している企業は、日本の技術面で大きく貢献していけるであろう。しかし、そこで大きな壁となるのが調達資金という要因である。できたばかりの新米企業に対して資金を貸し付けてくれるような金融機関などそうそうあるはずもなく、貸し付ける側として大きなリスクを背負うこととなる。そして、仮に資金調達に成功したとしても、そこから更なる発展を遂げていけるだけの莫大な資金をどのようにして用意していけばいいのかが重要な問題となってくる。

また、現在では、「エンジェル税制」や「セカンダリーマーケット」等のベンチャー企業の資金調達を支援する環境整備が整えられているが、依然として課題が多く存在し、実際に資金調達の支援策として有効な段階に到達できていないのが事実である。

- 15 本論文では、そのようなベンチャー企業が持続的に成長し、上場企業へと発展していくためには、どのように資金調達の環境を整備していく必要があるか、どのようにして資金調達の支援策を十分に活用してもらえるかということを主軸に論じていく。

- 20 第1章では、ベンチャー企業とはどのようなものであるかを解説する。第2章では、ベンチャー企業を成長段階ごとに分類し、成長段階ごとの資金調達の方法とそれに関して直面している課題について説明していく。第3章では、日本と海外の公的支援を比較することで日本における公的支援の課題をみていく。第4章は、第2章、第3章で見えてきた課題について具体的な解決案を提示していく。

第1章 ベンチャー企業の定義

ベンチャー企業に明確な定義は存在しない。日本のすべての企業は、現時点の資本金額と従業員数で大企業か中小企業のいずれかに分類される。中小企業の中のベンチャー企業であるという認識の上で、図表1-1で中小企業の定義を確認する。

5

図表1-1 中小企業の定義

業種分類	中小企業基本法の定義
製造業その他	資本金の額又は出資の総額が3億円以下の会社又は常時使用する従業員の数が300人以下の会社及び個人
卸売業	資本金の額又は出資の総額が1億円以下の会社又は常時使用する従業員の数が100人以下の会社及び個人
小売業	資本金の額又は出資の総額が5千万円以下の会社又は常時使用する従業員の数が50人以下の会社及び個人
サービス業	資本金の額又は出資の総額が5千万円以下の会社又は常時使用する従業員の数が100人以下の会社及び個人

出所：中小企業庁「中小企業・小規模企業者の定義」

10 上記にあげた中小企業の定義は、中小企業政策における基本的な政策対象の範囲を定めた原則であり、法律や制度によって中小企業として扱われている範囲が異なることがある。

15 ここでは論文主旨より、ベンチャー企業を「会社の設立から時間がさほど経過していないこと、取り扱う事業内容における製品・サービスに新規性が含まれていること、自社企業の株式上場を目指している等の成長志向が見られること、高い志を持った起業家に率いられていること」と定義して進めていく。

第2章 ベンチャー企業の成長段階ごとの資金調達の現状と課題

第1節 成長ステージ

ベンチャー企業には大きくわけてシード期・アーリー期・エクспанション
5 期・レーター期の4つのステージがある。

ここではその4つの成長段階ごとに採用されている直接金融・間接金融、ベンチャー企業の各成長段階における資金調達の課題を述べる。

直接投資と間接投資について定義づけると、「直接金融は、資金の所有者が
10 株式や社債を買い(投資)、資金を直接的に企業に融通する方式である。間接金融は、家計や企業が銀行などに預金し、銀行が預かった資金を企業などに貸し付ける方式である。¹⁾」とされる。

第2節 シード期

シード期の定義は、「商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び
15 製品開発を継続している企業²⁾」である。

このときに立ち上がる、基礎研究から実用的な研究へシフトするまでの間の壁を魔の川(デビルリバー)と呼ぶ。

(1)直接金融

20 (i)3F(Founder, Family, Friends)

創業者(Founder)・その家族(Family)・友人(Friends)から資金調達を行うことである。

(ii)エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、創業して間もないベンチャー企業に対して資金提供
25 を行う個人投資家のことである。基本的には、多くの資産を持った起業家や元経営者で、資金面以外に経営戦略立案等の支援を行う人物を指している。

金融機関等での借入の場合、融資金額が大きく設定できる分、審査が厳しくな
ってしまい、シード期の企業では調達が困難である。しかし、事業を立ち上げ

¹⁾小西大(2005)「金融論を通して考える大学での「学び」

²⁾丹野光明(2013)「ベンチャーファイナンスの現状と課題」

るために十分な資金は、エンジェル投資家から提供してもらえる金額の相場(約500万円～2,000万円)で、たいていの場合は事足りるので、審査をしてまで多額の資金を調達する必要はないとされている。

(iii)クラウドファンディング

5 資金調達を検討している者がインターネット上で募集をかけ、その告知をみた不特定多数の人々から出資を受ける仕組みである。

主に、クラウドファンディングには、寄付型・購入型・投資型があり、企業ごとに資金調達の目的や商品・サービス、事業領域によって変わってくる。

10 ここでは購入型のクラウドファンディングを導入する。資金提供者が製品開発などのプロジェクトに対して出資し、その対価として金銭ではなくプロジェクトの成果となる製品やサービスを受け取るもので、開発中のベンチャー企業の新製品やサービス等が市場のニーズにフィットしているか調査し、製品・サービスの改善に活かすことが可能となる。

15 図表2-1 クラウドファンディングの分類

投資型	資金提供者が資金を出し、資金調達者が成功し、配当金を受け取るタイプのもの
購入型	資金提供者がものを購入した時の売上が支援金となるもの
寄付型	資金提供者が資金を出しても特に見返りが無いもの

出所：米良はるか、稲蔭正彦(2011)『クラウドファンディングーWeb上の新しいコミュニティの形ー』

(2)間接金融

20 (i)信用保証制度

シード期は、事業として成り立っておらず、企業としての実績がないため、担保や個人保証、もしくは第三者保証なしでは銀行融資を受けることはできない。そのため、中小企業が金融機関から資金を借り入れる時、信用保証協会が金融機関へ代理で返済することを保証し、円滑な資金調達を実現する信用保証

25 制度を多くの企業が利用している。

しかし、信用保証協会の赤字が長年続いており、黒字化にむけた制度の見直しが進められている。現時点では、保証協会80%、金融機関20%の負担だが、将来的には保証協会の利用を卒業してもらえるように、企業が成長していくにつれて保証利用を抑えてもらい、金融機関の保証割合を増やしてもらう形にする案が提案されている。

図表2-2 信用保証制度の仕組み



10

図表2-3 創業期に使用可能な信用保証制度

	創業関連保証	創業等関連保証
対象	中小企業の新たな事業活動の促進に関する法律に基づく創業者、新規中小企業者	産業競争力強化法に基づく創業者
保証限度額	1,000万円	1,500万円
自己資金	不要	借入金額の同等以上の自己資金が必要
融資期間	10年(1年以内)	

15 出所:全国信用保証協会(2018)「全国信用保証協会ホームページ」

(3) その他

(i) ビジネスインキュベーター

5 ビジネスインキュベーターとは、起業家的な中小企業に、利用可能なスペース、共用の支援サービス、そして金融マーケティング、マネジメントなどの企業開発サービスを提供する施設である。

(4) 課題

10 3Fによる調達に関しては問題なく行われている。しかし、シード期において資金の調達と円滑な経営の大きな2つの問題点のサポートができるエンジェル投資家の数が、海外と比べて日本では少なく、投資を受けることができる企業数が限られている。そのため、ベンチャー企業の資金調達は3Fに頼らざるを得ないのが現状である。

15 創業時にかかる必要資金を3Fによって調達できる企業、もしくは公的金融によって調達できる企業に大きな課題はないと言える。だが、創業期は特に研究開発に注力しなければならず、選定したドメインによっても異なるが、資金面で大きな負担を抱える場面も出てくる。それゆえ、いかにしてエンジェル投資家の数を増加するかが重要となってくる。

第3節 アーリー期

20 アーリー期の定義は、「製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた企業³⁾」である。

25 アーリー期では、研究開発した製品・サービスを販売段階まで進めるために生産ラインや流通チャネルの確保が必須となり、シード期よりも必要資金の規模が大きくなる。そのため、事業化に踏み切ることのできないプロジェクトも多くみられる。

このときに立ちはだかる、実用化研究から製品化へシフトするまでの間の壁を死の谷(デスバレー)と呼ぶ。

³⁾丹野光明(2013)「ベンチャーファイナンスの現状と課題」

(1) 直接金融

(i) ベンチャーキャピタル

ベンチャーキャピタル (Venture Capital : VC) とは、高い成長率を持つベンチャー企業の株式を取得し、その企業が M&A 等をおこなった際に、キャピタルゲインを獲得して利益を得ることを目的とした投資事業会社である。

ハイリターンを狙っていることから、VC からの資金調達は多額の資金を出資によって得られる。そして、販売段階に踏み切るためには、多額の設備投資が必要となるので、資金調達として最適な手段であるといえる。

(ii) コーポレートベンチャーキャピタル

10 コーポレートベンチャーキャピタル (Corporate Venture Capital : CVC) とは、投資事業を主体としない会社によるベンチャー企業への投資、及びそのような投資を行う事業会社のことである。

大企業は普段から多数の企業と取引をおこなっており、取引先の企業を紹介することで、販路の拡大や事業提携につながることもある。

15 大企業が保有する内部留保は増加しており、今後 CVC によるベンチャー企業への資金供給は増加していくことが期待できる。

(2) 間接金融

20 アーリー期では信用保証制度を用いた融資、地方自治体による制度融資が利用されている。

(i) 制度融資

中小企業に民間金融機関の通常の融資より低金利で資金を借りられるよう、個々の自治体が独自の政策支援をおこなうことの総称を制度融資という。

25 融資の条件、内容は各都道府県によって異なるため、十分な確認が必要とされる。

主なメリットとして、「自治体の斡旋を受けており、積極的な創業支援を行う前提で仕組みが成り立っていることから、比較的金融機関の審査がとおりやすい。一般的な銀行融資に比して金利が低く、元本を返済せずに金利だけを支払うことで足りる「据置き期間」が条件で設定されている場合が多いため、創業

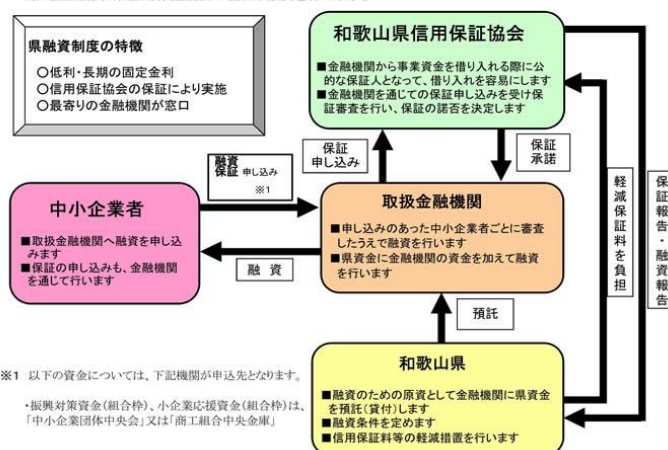
30 時の負担を限りなく抑えることが可能で、さらに、固定金利・長期返済が基本

のため、ゆとりを持って返済できる。各自治体によって異なるが、信用保証協会に支払う保証料や、金融機関に対する利息の一部を補助してくれる自治体もあり、一般的な金融機関の融資に比して有利である。」という点がある。

5 図表 2 - 5 制度融資の仕組みの例(和歌山県)

○和歌山県の融資制度の仕組み・申し込み方法

県・金融機関・県信用保証協会が協力し融資を行います。



出所： 和歌山県(2018)「和歌山県HP」

(3) その他

15 (i) クラウドソーシング

クラウドソーシングとは、インターネット上の不特定多数の専門性を有した者に対して、業務委託または受注をおこなうことである。クラウドソーシングを活用することで、作業そのものの資材費、必要以上にかかる労働コストを抑えることができ、加えて、特定の作業のみに専念することで作業効率をあげられる。

低コスト・労働の効率化によって、ベンチャー企業の成長スピードと事業成功の確実性を向上させられる。

(4) 課題

25 日本では、アメリカのような赤字でも公開できる成長のスピードを考慮に入れた市場がないことから、会社設立から株式公開まで、アメリカが約5年に対し、日本は約15年といわれている。そのため、VCが設立する一般のファンド

の投資期間の約10年に株式公開が間に合わないため、アーリー期に投資をおこなうことはハイリスクであり、VCの資金循環が悪くなることから、投資に踏み切るケースが少ない。

5 そのため、我々は資金循環をよくするための考えとして「セカンダリーファンド」というものを提案する。

第4節 エクспанション期

エクспанション期の定義は、「生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増大しつつある企業⁴」である。

10 エクспанション期のベンチャー企業は、販路の拡大や人材採用のための費用や販売量が増加するため、運転資金や事業拡大のための投資資金の確保も重要である。

このときに立ちはだかる、製品が市場に出て、生き残るまでの間の壁をダーウィンの海と呼ぶ。

15

(1) 直接金融

(i) ネット通販運営企業によるトランザクションレンディング

トランザクションレンディングとは、取引履歴(売上実績)に基づいた融資サービスのことである。また、ネット通販運営企業とは、インターネット上で商品の売買を仲介する企業のことである。

20 ネット通販運営企業では、これまでの売上高や顧客情報、消費者からの評価等をデータとして管理しており、そのデータを提供することで、迅速な融資を可能としている。

25 売上高を実質的な担保として扱っているため、概ね無担保・無保証で融資でき、必要な場合は、商品在庫を担保としている。

(2) 間接金融

(i) ABL

⁴ 丹野光明(2013)「ベンチャーファイナンスの現状と課題」

金融庁によると、「ABL(Asset Based Lending)とは、企業が保有する「在庫」や「売掛金」などを担保とする融資手法である⁵⁾と定義づけられている。

- 借り手にとってのメリットとしては、今まで担保として扱われることのなかったものを担保として採用することで、資金調達を円滑におこないやすくなる。一方で、金融機関では、動産・売掛金担保をモニタリングすることで、企業の経営実態の把握ができ、安全性が確保できる。

しかし、現在、「動産・売掛金担保」よりも「不動産担保」が中心に活用されている。

10 (3)その他

(i)マッチングイベント

- 近年、経済産業省や地方自治体、銀行等様々な団体がマッチングイベントをおこなっている。大企業にとってベンチャー企業のもつ技術やアイデアはイノベーションのきっかけとなり得る存在である。またベンチャー企業にとって
- 15 はマッチングイベントに参加することが外部とのつながりを作る機会となる。

大手銀行では、近年 Fintech の発達に伴い金融関連の IT サービスのベンチャービジネスのマッチングイベントを開催している。企業にとっては、マッチングイベントを開催することで自社に必要な技術を集めることができる。

20 (4)課題

エクспанション期は、シード期・アーリー期に比べて資金調達手段は増加するが、同時に、売上拡大に合わせて運転資金の額が増加する。それに加えて十分な労働力の確保も重要な要因となってくる。故に、安定性が高く、かつ調達額の大きい方法でなければならない。

- 25 そこで、「中小企業 CLO の整備、組成促進」を提案する。

⁵⁾ 金融庁(2005)「ABL(動産・売掛金担保融資)の積極的活用について」

第5節 レーター期

レーター期の定義は、「持続的なキャッシュフローがあり、IPO直前の企業等⁶」である。

5 売上利益が継続的に出ている比較的安定した時期である。レーター期の資金調達方法としては、今までの各成長ステージで利用してきた資金調達先からの追加出資、融資がある。

(1) 直接金融

(i) メザニンファイナンス

10 メザニンファイナンスとは、従来採用されてきたシニアファイナンスよりも投資リスクの高い資金調達方法である。主に、種類株式、劣後債・劣後ローン、資本性ローンなどがある。シニアファイナンスとは、国において発行される社債や銀行融資等の借入の多くに該当する資金調達方法のことである。

15 シニアファイナンスに比べて、投資リスクと金利水準とで釣り合いが取れているため、経済合理性が確保されているといえる。

メザニンファイナンスの導入により、状況に応じて、新株発行を伴う資金調達であるエクイティファイナンスと、社債や借入金融による資金調達であるデットファイナンスの双方の特徴を生かすことが可能となる。

20 エクイティファイナンスの特徴は、返済の期限を定めないことであり、財務体質を強固にする効果を持つ。また、自己資本比率の向上に繋がる。一方、デットファイナンスの特徴は、資金の調達先の選択肢が多いため、その分資金調達がしやすいといえる。また、借入の返済実績を積み上げることで今後の資金調達に有利になる。加えて、事業の成功の有無にかかわらず、支払うのは元金と利息のみであり、期待収益率が小さい。

25

⁶丹野光明(2013)「ベンチャーファイナンスの現状と課題」

図表 2-6 メザニン(中二階)とは



出所：MCo 株式会社(2018)「MCo 株式会社ホームページ」

5

10 (2) 間接金融

現在の日本は、全体的に金利は引き下がっている。企業からすると、貸出金利が低くなった分、資金を借りやすい状態であるといえる。

(3) 課題

15 投資家は、未上場企業に投資を行う際に出資金をいかに回収するかを考える必要がある。日本の課題として挙げられることは、「投資のEXIT」が非常に限られているという点である。EXITとして主な方法は、出資した企業が株式公開(Initial Public Offering: IPO)をおこなうか M&A によって事業を売却するかの二つである。

20 EXITとは、投資を受け入れたベンチャー企業が株式上場するなどして、ファンドの保有株式を売却等することであり、IPOとは、会社が広く一般投資家から資金調達をし、その対価として会社が新規に発行した株式や大株主が放出した発行済株式が、株式市場で投資家の売買の対象として取引されるようになることである。

25 IPOの件数は株式市場の状況に影響を受け、安定した数の企業がIPOをおこなうわけではない。従って、IPOとM&Aの両方がある米国に比べ、日本のVCの収益率は低くならざるを得ない。日本でもM&Aが活発化すれば、VCや投資家のEXITが広がり次の案件に投資しやすくなることで資金の循環がよくなる
30 と考える。そこで、ここではアーリー期の課題と同様に「セカンダリーファンド」を提案する。

第3章 公的支援のあり方について

公的支援とは、国や政府、都道府県などの公的機関が企業や個人に対して行う支援のことであり、特に銀行からの融資が難しいベンチャー企業の創立初期の時期において資金調達的手段として大きな役割を担っている。本章では特にベンチャー企業の資金調達にかかわる公的支援について説明しながら、日本における公的支援と外国における公的支援とを比較して、我が国の公的支援のあり方についてみていく。

第1節 日本の公的支援

まずは日本の公的支援についてみていく。

(1) 税制優遇

第2章でも説明したエンジェル投資家であるが、日本ではこのエンジェル投資家向けの優遇税制にエンジェル税制というものが存在している。対象となるための要件は下記の図表3-1と図表3-2の通りで、投資段階で適用される優遇措置Aと株式の売却段階で受けられる優遇措置Bのどちらか一方を投資家は選ぶことができる。

図表3-1 エンジェル税制の優遇措置A

優遇措置 A	
設立経過年数 (事業年度)	要件
1年未満かつ 最初の事業 年度を未経験	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上。
1年未満かつ 最初の事業 年度を経過	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上で、直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。
1年以上～ 2年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が収入金額の3%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。または、新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上で、直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。
2年以上～ 3年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が収入金額の3%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。または、売上高成長率が25%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。

(対象企業への投資額-2,000円)を、その年の総所得金額から控除 <small>※控除対象となる投資額の上限は、総所得金額×40%と1,000万円のいずれか低い方</small>	
▼ 優遇措置Aの対象となる企業	
I 創業(設立)3年未満の中小企業者であること	<input type="checkbox"/>
II 右の要件を満たすこと	<input type="checkbox"/>

出所：中小企業庁「エンジェル税制のご案内」p. 3

図表 3 - 2 エンジェル税制の優遇措置 B

優遇措置 B	
設立経過年数	要件
1年未満	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上。
1年以上～2年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が収入金額の3%超。または、新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上。
2年以上～5年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が収入金額の3%超。または、売上高成長率が25%超。
5年以上～10年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が収入金額の5%超。

対象企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益から控除
※控除対象となる投資額の上限なし

▼ 優遇措置Bの対象となる企業

Ⅰ 創業(設立)10年未満の中小企業者であること

Ⅱ 右の要件を満たすこと

出所：中小企業庁「エンジェル税制のご案内」p. 3

- 5 また、資金調達者から見る融資と投資は財務上において、前者は負債、後者は資本として処理されるので、ベンチャー企業にとって、投資を促すこの制度は非常に有用であるといえる。

(2) 補助金・助成金

- 10 補助金や助成金は融資とは異なり、受給の要件を満たした上で審査を通過すれば受け取ることができる返済不要なお金のことだ。こういった補助金や助成金も、国や地方公共団体から企業に対して給付されている。

この一例として挙げられるのは、大阪府が実施している大阪起業家スタートアップ補助金で、これはビジネスプランコンテストの優秀対象者であること

- 15 と、大阪府内の事業者、或いは大阪府内で起業しようとする者を補助金交付対象にした、最大3年度にわたって年度毎に上限100万円の補助金を受け取ることができる制度だ。こういった補助金や助成金の給付額そのものは少額であるが、提示された条件を満たすだけで支援を受けることができるので、銀行からの融資があまり期待できない成長初期段階の企業にとっては積極的に受けて
- 20 おきたい制度である。

(3) 融資制度

ベンチャー企業は銀行から融資を受けるのが難しいと前述したが、日本政策金融公庫のように、中小企業への融資を業務として支援をおこなっている団体も存在している。

- 日本政策金融公庫とは、国の政策の下で民間の金融機関の補完を旨として
- 5 つ、国民生活事業・農林水産事業・中小企業事業・危機対応等円滑化業務の機能を担うことによって、国民生活の向上に寄与することを目的とする政策金融機関であり、この機関は前述した通り中小企業への融資もおこなっていて、成長に必要な不可欠な長期資金の安定調達を補助するために長期的な融資をおこなっている。
- 10 その中でも、特にベンチャー企業支援に関係のある融資として、新事業育成資金というものが挙げられる。これは事業の新規性と成長性を認定された上で図表3-3にある条件を満たした企業が受けられる融資であるが、限度額6億円という、前述した補助金と比較しても非常に大きな資金を調達することができる。また、融資後も企業への経営面でのアドバイスもおこなっており、新規
- 15 参入する企業にとっては非常に心強い制度だ。

図表3-3 新事業育成資金の条件と内容

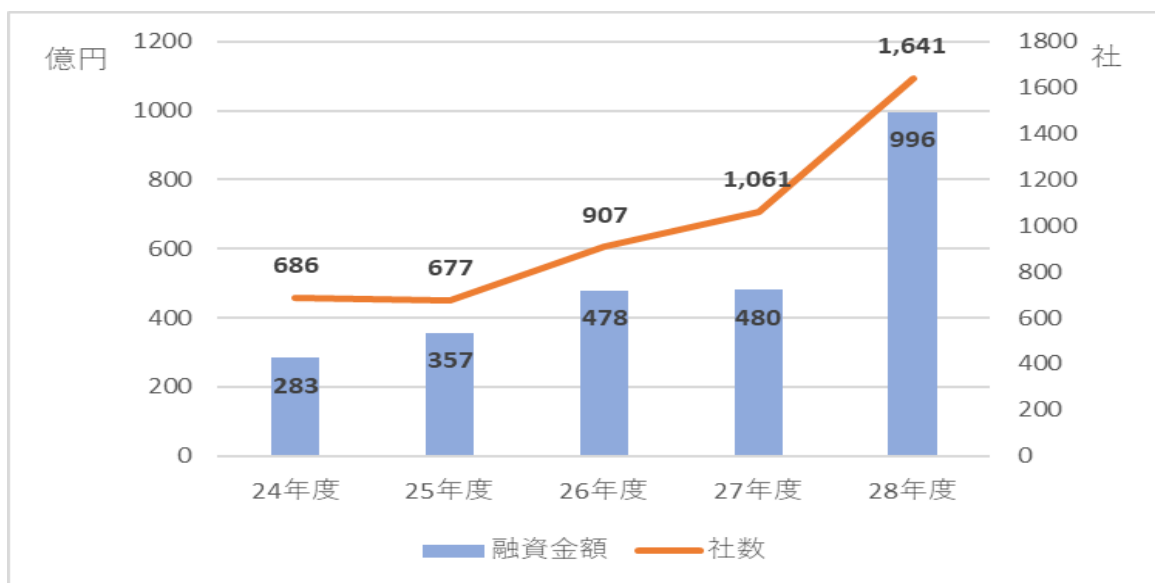
対象者	<p>高い成長性が見込まれる新たな事業を行う者であり、その上で下記の条件すべてを満たす者</p> <p>1. 新たな事業を事業化させて概ね7年以内の者</p> <p>2. 次のいずれかに当てはまる者</p> <p>イ 公庫の成長新事業育成審査会から事業の新規性・成長性の認定を受けた者</p> <p>ロ 独立行政法人中小企業基盤整備機構が出資する投資事業有限責任組合から出資を受けた者</p> <p>ハ 他企業に利用されていない知的財産権や中小企業技術革新制度に係る特定補助金などの交付を受けて開発した技術を利用して新事業を行う者</p> <p>3. 当公庫、中小企業事業が継続的に経営課題に対する経営指導を行うことにより、円滑な事業の遂行が可能と認められる者</p>
限度額	直接貸付 6億円
利率(年)	融資期間に応じて上限 3%
返済期間	<p>設備資金 20年以内(うち据置期間5年以内)</p> <p>運転資金 7年以内(うち据置期間2年以内)</p>

出所：日本政策金融公庫「新事業育成資金」

また、図表 3-4 を見れば分かる通り、これを利用する企業は年々増加しており、平成 28 年度では前年度と比較して利用社数は約 150% 増、融資金額は約 200% 増という著しい実績の良化をみせた。

5

図表 3-4 新事業育成資金の推移



出所：日本政策金融公庫(2017)「平成28年度「新事業育成資金」の実績」

p. 1

10 第2節 海外の公的支援との比較

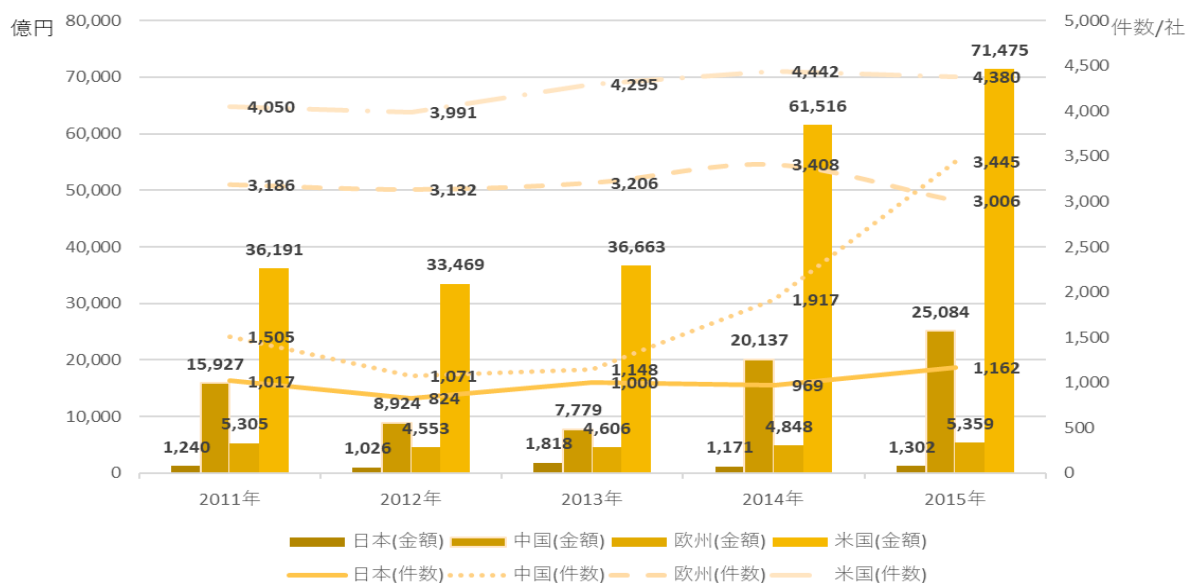
前節では日本の公的支援について挙げていったが、次はそれを海外の公的支援、特に優遇税制に注目しながら比較していく。

日本と海外を比較する上で、まずは図表 3-5 を見て欲しい。これは4つの地域におけるベンチャー企業への投資額とその件数を比較したもので、投資された金額は図表 3-6 にあるように調査当時である2015年の平均為替レートで日本円に換算したものである。

2011年から2015年におけるデータを比較してみると、4地域の中でも投資大国と呼ばれている米国が投資金額・件数がともに群を抜いているのが分かる。これは4地域内で最下位の日本と比較してみると2015年時点では実に7兆円もの投資金額の差が2国の間に生じており、つまり、日本におけるベンチャー投資額が米国の2%にも満たないことを示している。

また、日本が5年間で投資金額がほぼ横ばいであるのに対して、米国はほぼ2倍もの増額を達成していて、日本はベンチャー投資において非常に遅れを取っていると言える。

5 図表3-5 ベンチャー投資額の推移の国際比較



出所：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2016）

「ベンチャー白書2016」p. 12

10 図表3-6 2015年の平均為替レート

地域	為替レート
米国	1ドル=121.0円
欧州	1ユーロ=134.3円
中国	1人民元=19.4円

出所：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2016）

「ベンチャー白書2016」p. 11より

15 更に、ベンチャー投資の中でも特にエンジェル投資に注目してみると、図表3-7のように投資額・件数ともに2国間で大きく差が開いており、エンジェ

ル投資家の数についてもそれは同様である。これはベンチャー企業の成長に大きく関わっているエンジェル投資家の層が日本は非常に脆弱であると言わざるを得ない。

5 図表 3-7 日米におけるエンジェル投資の状況

	日本	米国
エンジェル投資額	約 9.9 億円 (2011 年度)	約 2.3 兆円 (2012 年度)
エンジェル投資件数	45 件 (2011 年度)	67,000 件 (2012 年度)
エンジェル投資家数	834 人 (2010 年度)	268,000 人 (2012 年度)

出所：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」p. 20

10 それに加えて、図表 3-5 と図表 3-6 を合わせて見てみると、米国ではベンチャー投資額に対するエンジェル投資額の割合が約 70% であるのに対して、日本ではその割合が約 0.8% と非常に低い。これはつまり、日米で比較してみて、エンジェル投資に関する公的支援が日本では不足しているということではないだろうか。

15 図表 3-8 日米における個人的ベンチャー投資に対する優遇税制

	日本	米国
優遇措置	投資額の所得控除，キャピタルロスの繰越。	ベンチャー投資に関するキャピタルゲイン税の減免，ベンチャー投資に関するキャピタルロスの繰越。
優遇内容	【ベンチャー投資に関する投資額の所得控除，またはキャピタルゲイン税の繰延】 (投資額 - 2,000 円) を総所得金額から控除(上限は	【ベンチャー投資に関する投資額の所得控除】 なし。

	<p>総所得金額×40%と1,000万円のいずれか低い方)。 或いは投資額全額をその年の他の株式譲渡益から控除。</p> <p>【ベンチャー投資に関するキャピタルロスの繰越】 株式のキャピタルロスはその年の他の株式のキャピタルゲインと通算できるだけでなく、その年に通算しきれなかったロスについては翌年以降3年間にわたって順次キャピタルゲインと通算することができる。</p>	<p>【ベンチャー投資に関するキャピタルゲイン税の減免】 他のベンチャー株式の購入を条件に、課税を繰延。 5年超の保有を条件に、キャピタルゲインの50%圧縮。</p> <p>【ベンチャー投資に関するキャピタルロスの繰越】 10万ドルを上限に、その年の通常所得と通算できる。その年に通算しきれなかったロスについては無期限に繰越可能で、毎年3,000ドルまで通常所得と通算できる。</p>
--	--	---

出所：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」pp. 26-27

5 実際には日米間のエンジェル税制について比較してみると図表3-8のようになるが、ここで注目すべきは日本には所得控除に関する優遇措置があるのに対して米国にはそれが無く、キャピタルゲイン税に関する優遇措置が日本より充実している点だ。

10 エンジェル投資家は主に先行きが不透明なベンチャー企業へのハイリスクな投資ができる富裕層で構成されているが、その中には既に退職して給与所得が無い層も存在している。そういった投資家にとって、所得に関する優遇措置は意味を成さず、日本においてはそれが原因でエンジェル投資家の層が薄いとも考えられる。それだけでなく、前述したように日本ではエンジェル投資件数・投資家数が米国と比べて圧倒的に少ないが、この点からも日本のエンジェル税

制に問題があるからエンジェル投資に関する数値が諸外国と比較して低いと考えられる。

よって、日本の公的支援のあり方に関して、ベンチャー企業への投資を促す優遇税制であるエンジェル税制に大きな課題があると考ええる。

5

10

15

20

25

30

第4章 今後の資金調達のあり方とその方針

5 本章では、第2章、第3章で明示した課題について、その解決策を提案していく。

第1節 エンジェル投資について

第2章、第3章のどちらでも述べたとおり、日本におけるエンジェル投資は非常に少ない。

10 そもそもの問題として、日本と米国では創業時の資金準備の方法が違い、日本では第2章で述べたように自己資金、親族から、金融機関の割合が多くなっているが、米国ではエンジェル投資家による投資が多い。その背景として、日本はベンチャー企業が育ちにくいという風土があり、投資家はリスクテイクを好まないという気質があるからだ。海外の主なエンジェル投資家は、自分自身
15 がかつては起業家であった事、成功したりターンが感じられるからリスクテイクもとりやすいという。

また、日本人の国民性も要因としてあげられる。日本人は海外と比べてエンジェル投資だけでなく、投資そのものをおこなっている人が少ない。更に、日本人は特に「お金を稼ぐことが悪いこと」という考え方をする人が多い。

20 投資を行うと必ずではないが利益が出る。つまり儲けることができるので、ここに日本人の国民性である、「汗水たらして得たお金は貯金するという考え」との相違があり、これが日本人の投資に対する消極性を表していると考えられる。

各章で述べたことと上記のことから、投資に積極的ではない日本でもエンジェル投資家を増やしていくことが、日本においてベンチャー企業を成長させる方法の1つであると我々は考える。つまり、エンジェル税制の利用件数を増やしていくことが重要であるわけだが、その具体案として、我々は「キャピタル
25 ロスの繰越における時間制限の撤廃」を提案する。

第3章で述べたとおり、日本におけるエンジェル税制下でのキャピタルロス
30 は、そのキャピタルロスが発生した年に得た他の株式のキャピタルゲインと通

算でき、通算できなかった超過分は翌年以降3年までという制限付きでキャピタルゲインへ順次通算可能である。もちろん、キャピタルロスが発生しないに越したことは無いのだが、この3年という期限を米国のように無期限にすることで、エンジェル投資家は期限超過で無駄になってしまうキャピタルロスが無くなる、つまり、エンジェル投資において発生しやすいキャピタルロスへのリスクをより軽減し、エンジェル税制での節税効果を上げることができると考える。

第2節 セカンダリーファンドについて

10 アーリー期とレター期における課題である資金循環に関する解決策として、セカンダリーファンド(Secondary Fund: SF)というものを我々は提案した。

まず、SFとは、通常ではEXITの手段が限られている非上場企業の未公開株式(Private Equity: PE)を、何らかの理由で手放したい投資家から買い取することを意味する。SFをおこなう側は基本的に投資期間が長く、ハイリスクであるVCや企業再生ファンドといったPEを、企業成長・再生の途中の段階で保有することになるため、普通にPEへの投資をおこなうよりもリスクを抑えることができる。

20 また、PEは証券取引所では売買されておらず、PE保有者がEXITを得る手段は、第2章で述べたようにM&Aによる事業売却、あるいは出資した企業のIPOが主となる。つまり、非常に流動性が低いわけだが、そこに新たなEXITの手段としてSFが盛んになれば、今までEXITの不確実性が高かったベンチャー企業に対しても、投資機会が増えると考えられる。

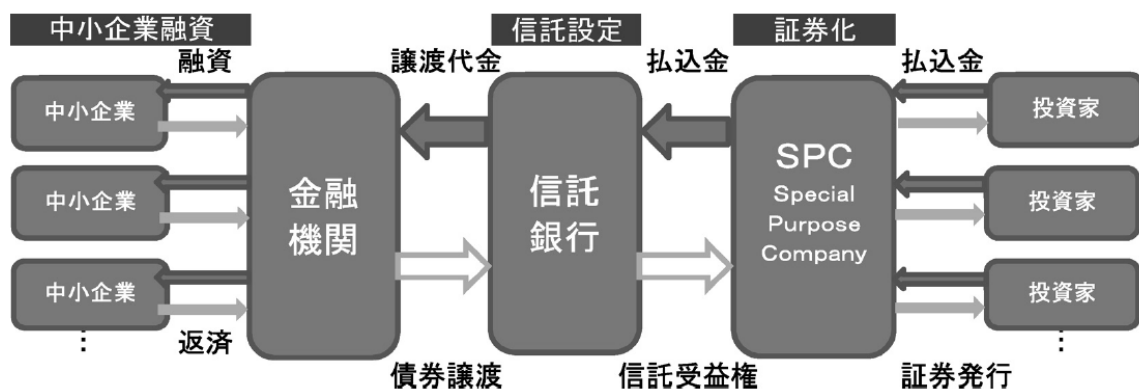
25 第3節 中小企業CLOの整備・組成促進について

第2章第4節で述べたように、エクспанション期では、使用可能な資金調達手段は増えるが、売上の増加に伴って必要運転資金の額は増加するため、多様かつ安定した資金調達方法をもつことが企業にとって重要である。迅速な資金調達として銀行があげられるが、銀行としてもベンチャー企業のようなリス

クの高い融資先を複数件抱えることはリスク高い。そのため、リスク分散を行う仕組みを導入する必要がある。

そこで中小企業 CL0 の整備・組成促進を提案する。中小企業 CL0 の組成を促進することによって、資金調達方法の多様化することができ、銀行のリスク分散も可能にすることで解決できると考える。

図表 4-1 CL0 の基本的スキーム図



出所：石橋尚平(2009)「新たな中小企業金融チャネルとしての CL0 の発行条件の分析」

10

まず、CL0(Collateralized Loan Obligation)とはローン担保証券を意味するものであり、これは資産担保証券の一種である。仕組みとして、まず金融機関が企業に対して貸出を行う。その貸付債権を特別目的会社(Special Purpose Company : SPC)に譲渡し、SPC が貸付債権の元利金を担保にして証券化する。そして、投資家がこの証券化された金融商品を購入する。投資家は、貸付債権の元利金を受け取るという仕組みである。金融機関は CL0 を用いて貸付債権を証券化することによって、金融機関が一点に保有していた信用リスクを分散し、外部に移転することができる。CL0 は、支払の優先劣後構造を持つように複数の種類の債券で組成される。企業がデフォルトを起こした際に、優先的に残余資産を受けとることができる「シニア」、「メザニン」や支払が劣後する「エクイティ」から構成される。これらの劣後部分がデフォルトリスクを吸収する

15

20

仕組みであり、優先劣後構造を持つことによって、証券化された際にリスクに見合ったリターンを当てることができる。

5 このように CLO の特徴は、企業が金融機関からの融資により資金調達する形態を取るものの、金融機関は SPC を通じてその貸付債権を証券化し、市場で投資家向けに販売している点にある。すなわち、金融機関が最終的な資金提供者である投資家と資金調達者である企業および市場をつないでいることから、市場型間接金融と呼ばれている。

10 CLO は、企業にとっては、資金調達の多様化、資金調達のコスト手減などのメリットがある。金融機関にとってのメリットは、信用リスクを移転することや安定した無担保融資の供給手段を確保することができる。担保や保証がない故に融資をすることがためられる企業に対しても、融資がおこなえるようになることによって、金融機関の顧客基盤の強化につながる。このように、担保・保証に依存しない融資の促進による顧客基盤の強化・拡大や信用リスクの分散による信用リスクコントロール、オフバランス効果による各種、財務諸表
15 の改善(自己資本比率、ROA 等)、資金調達方法の多様化というメリットが考えられる。また、投資家にとってもリスク分散、モニタリングコスト低いなど、個別企業に対する投資よりも投資が行いやすいというメリットがある。

20 ただ、現在の CLO の制度が抱える問題点として、まず中小企業にとって CLO 組成にコストがかかり、金利が割高になる可能性があること。証券化を前提とするために、期限前完済等への対応ができない、参加条件が優良な企業に限られる、タイムラグが発生する、などの点があげられる。また、金融機関においても、CLO に積極的に取り組めるような環境となっていないことが指摘される。

25 中小企業金融に CLO を着実に根付かせ、市場を育成していくためには、公的機関と民間との間での役割分担を明確化していく必要があると考えられる。また、CLO 市場の基盤作りにおいて公的金融機関の果たす役割は大きいものの、市場の更なる発展を展望するにあたって官主導から民主導への道筋をつけることが重要である。

30 公的金融機関においては、資金ニーズがあるのに民間金融機関から通常融資を受けることが困難な企業に対する支援、単独で CLO 組成が困難な自治体や地

域金融機関の支援，新しい金融技術に対応可能地域金融機関の育成などに重点を移していく必要があるだろう。

終わりに

本稿において，我々はベンチャー企業の成長段階や公的支援について述べながら，ベンチャー企業の各成長ステージにおける課題を明示し，我々はそれらの課題から3つの解決案を提案した。

1つ目は，企業創立の初期段階，つまり，シード期において有用となる公的支援の中でも特にエンジェル税制に注目して，諸外国と比較して圧倒的に少ない日本のエンジェル投資を増やすために，エンジェル税制の緩和をおこなうという提案だ。スタートアップするベンチャー企業に対して投資が増えることは，起業に踏み切れていない起業志望者たちに積極的な起業を促すものと考えられる。

2つ目は，アーリー期とレーター期における，企業と投資家間での資金循環の流動性確保のために，EXIT手段の拡張をSFによっておこなうという提案だ。EXITの手段が増えることで，ベンチャー企業への投資リスクを抑えることができ，それによって投資機会の増加が期待できる。

3つ目は，エクспанション期における必要運転資金の増加に対して，資金調達方法の多様性・安定性を確保するために，中小企業CLOの整備・組成促進を提案した。これらが成就されることによって，銀行のリスクの分散，及びベンチャー企業の資金調達の安定性確保が期待できる。

ベンチャー企業に関連する資金が流動的，かつ安定的に動くことでベンチャー企業が成長することは，将来的な日本経済の活性を促すものと我々は考えている。

参考文献

【参考 URL】

- 丹野光明(2013)「ベンチャーファイナンスの現状と課題」
〈https://jww.iss.u-tokyo.ac.jp/jss/pdf/jss6403_173196.pdf〉 2018年
5 10月13日アクセス
- 中小企業庁「中小企業・小規模企業者の定義」
〈<http://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>〉 2018年10月1
3日アクセス
- 米良はるか稲蔭正彦(2011)「クラウドファンディングーWeb上の新しいコ
10 ミュニティの形ー」〈<http://ymatsuo.com/papers/jsaillcrowdfunding.pdf>〉
2018年10月13日アクセス
- 全国信用保証協会ホームページ 〈<http://www.zensinhoren.or.jp/>〉 2018
年10月13日アクセス
- 野村総合研究所「平成26年度 起業・ベンチャー支援に関する調査」
15 〈http://www.Meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf〉 2018年
10月13日アクセス
- 小西大(2005)「金融論を通して考える大学での「学び」」〈[http://hermes-
ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/15354/1/ronso1330400190.pdf](http://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/15354/1/ronso1330400190.pdf)〉 2
018年10月13日アクセス
- 20 和歌山県ホームページ
〈[https://www.Pref.wakayama.lg.jp/prefg/060300/gyoumu/kinyuu/sangyoush
ien.html](https://www.Pref.wakayama.lg.jp/prefg/060300/gyoumu/kinyuu/sangyoushien.html)〉 2018年10月21日アクセス
- 小畑庄平(2003)「近年のベンチャーブームとベンチャーファイナンスを巡
る動向についての考察」〈[https://repository.kulib.kyoto-
u.ac.jp/dspace/bitstream/2433/56929/1/ece008_013.pdf](https://repository.kulib.kyoto-u.ac.jp/dspace/bitstream/2433/56929/1/ece008_013.pdf)〉 2018年10月
25 21日アクセス
- 金融庁(2015)「ABL(動産・売掛金担保融資)の積極的活用について」
〈<https://www.Fsa.go.jp/news/24/ginkou/20130205-1/01.pdf>〉 2018年1
0月21日アクセス

- DBJ 日本政策投資銀行 〈<https://www.dbj.jp/service/invest/mezanin/>〉 2018年10月22日アクセス
- 野村証券 〈<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/e/equity.html>〉 2018年10月22日アクセス
- 5 MCo 株式会社 〈www.Mcokk.com〉 2018年10月22日アクセス
- 中小企業庁「エンジェル税制のご案内」
〈<http://www.Chusho.meti.go.jp/keiei/chiiki/angel/index.html>〉 2018年10月10日アクセス
- 大阪府「大阪企業家スタートアップ補助金の概要」
〈<http://www.Pref.osaka.lg.jp/keieishien/start-apper/hojyokin.html>〉 2018年10月12日アクセス
- 10 日本政策金融公庫「新事業育成資金」
〈<https://www.Jfc.go.jp/n/finance/search/01.html>〉 2018年10月12日アクセス
- 15 日本政策金融公庫(2017)「平成28年度「新事業育成資金」の実績」
〈https://www.Jfc.go.jp/n/release/pdf/topics_170615c.pdf〉 2018年10月13日アクセス
- 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書2016」
〈http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf〉 2018年10月13日アクセス
- 20 日本総研ホームページ 〈<https://www.Jri.co.jp/page.jsp?id=4658>/日本総研/) 2018年10月21日アクセス
- 石橋尚平(2009)「新たな中小企業金融チャネルとしての CL0 の発行条件の分析」『大阪産業大学経営論集』第11巻第1号
〈<https://ci.nii.ac.jp/els/110007479867.pdf?id=ART0009306613&type=pdf&1>〉 2018年10月25日アクセス