

平成 28 年度 証券ゼミナール大会

5

第 5 テーマ C ブロック

ベンチャー企業における資金調達について

10

中央大学 証券研究会

15

20

目次

はじめに

第1章 本稿におけるベンチャー企業の成長段階の定義等

第2章 エンジェル投資家

5 第2章-1節 エンジェル投資家における課題

第2章-2節 エンジェル投資家における課題への提言

第3章 クラウドファンディング

第3章-1節 クラウドファンディングの概要及び可能性

第3章-2節 クラウドファンディングにおける課題

10 第3章-3節 クラウドファンディングにおける課題への提言

第4章 ベンチャーキャピタル

第4章-1節 ベンチャーキャピタルにおける課題

第4章-2節 ベンチャーキャピタルにおける課題への提言

第5章 間接金融

15 第5章-1節 間接金融における現状と課題

第5章-2節 間接金融における課題への提言

第6章 知的財産権担保融資

第6章-1節 知的財産権担保融資の有効性

第6章-2節 知的財産権担保融資における課題

20 第6章-3節 知的財産権担保融資における課題への提言

第7章 シード、スタートアップ、アーリーにおける公的支援のあり方

第7章-1節 アメリカ版 SBIR の概要

第7章-2節 アメリカ版 SBIR の詳細

第7章-3節 日本版 SBIR の概略と課題

25 第7章-4節 シード、スタートアップ、アーリーにおける公的支援のあり方への提言

第8章 ミドルにおける公的支援のあり方

おわりに

参考文献

30

はじめに

日本においては、長年ベンチャー企業が経済活性化のために必要であるという議論が盛んに行われてきた。しかし、議論が盛んに行われる反面ベンチャー企業が盛んに活況を呈することは、一時的ブーム期を除いてはほとんどなかった。その要因の1つにベンチャー企業の資金調達

5 であることがあげられる。そこで本稿では、ベンチャー企業が行う資金調達について、民間から行う資金調達と政府から行われる公的支援の2つに大別した。さらに資金調達の方法を直接金融と、間接金融に分類してどのような課題がそれぞれあるのか、またどのような解決策があるのか検証した。

第1章 本稿におけるベンチャー企業の成長段階の定義等

10 本節では本稿におけるベンチャー企業の成長段階の定義およびベンチャー企業が利用すると考えられる資金調達方法や公的支援について述べる。

ベンチャー企業の成長段階に関してはさまざまな分類を想定することができるが、本稿では本大会でのベンチャー企業の定義(創業からあまり時間が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業)を考慮し以下の成長段階を想定した。本稿ではベン

15 チャー企業の成長段階をシード、スタートアップ、アーリー、ミドル、レイターの5段階に分類する。シードは創業初期段階である。具体的な商業活動などは行っておらず、研究開発、製品開発、サービス開発なども不十分な段階である。スタートアップは事業化に向けての段階である。具体的には研究開発、製品開発、サービス開発や販路の模索をする段階である。アーリーは事業開始初期段階である。研究開発、製品開発、サービス開発は完了しており、実際に商品を市場に流通させる

20 初期段階である。ミドルは事業が順調に進み、ベンチャー企業が利益を生み出し始めている段階である。レイターはミドルよりもさらなる利益を継続的に生み出し、株式公開(IPO)直前あるいは公開後の段階である。なお、本稿では本大会におけるベンチャー企業の定義の中に創業からあまり時間が経っていないと言う文言があるため、レイターの段階にあるベンチャー企業に関しては述べない。レイター段階にベンチャー企業が到達するには、通常多くの年数がかかり、創業からはそれな

25 りの年数が経過していることが考えられるからである。実際、『株式公開した企業が創業から公開までかかった平均年数は2014年通期では22年、2015年通期では21年¹⁾となっている。

ベンチャー企業が利用すると考えられる資金調達や公的支援に関してはさまざまなものが想定

¹⁾ 菊川真(2015)『2015年上半期IPO市場の動向』
(<http://www.primejapan.co.jp/images/matls/2015%20firstharf%20IPOMarketReserch.pdf>) (10月3日閲覧) p3

できるが、本稿では以下の方法を主なものとして取り上げる。ベンチャー企業の民間からの資金調達のうち直接金融では、エンジェル投資家、クラウドファンディング、ベンチャーキャピタルについて取り上げる。間接金融からは銀行を始めとする金融機関を取り上げる。またベンチャー企業が利用できると思われる公的支援は国や地方が行なっているものを全て本稿で取り扱うのは困難であるため、主に国が行なっているものを取り上げる。

10

15

20

25

30

第2章 エンジェル投資家

本章では、エンジェル投資家について述べる。なお、本稿ではエンジェル投資家をベンチャー企業へ直接投資を行う個人投資家と定義する。エンジェル投資家の特徴としては、創業まもない企業に対して資金援助と事業支援を行うことにある。なお、彼らの『エンジェルという由来はアメリカで

5 ミュージカルを製作するさいに、資金提供してくれる資産家がエンジェルと呼ばれたこと²⁾にある。

第2章-1節 エンジェル投資家における課題

本節ではまず、ベンチャー企業のエンジェル投資家からの資金調達に関する課題について国際比較を交えながら述べる。1つ目にあげられるのが、エンジェル投資家の規模、投資額が他国と比べて低いことがあげられる。以下の図表1は日米のエンジェル投資家数、年間投資額を比較した

10 ものである。この図表より、アメリカの投資家数、年間投資額はそれぞれ日本の23.4倍、125倍とわかる。このことより、日本のエンジェル投資家の人数、投資規模がアメリカよりも小さいことがうかがえる。

| | 日本 | アメリカ |
|-------|----------|-----------|
| 投資家数 | 10,000 人 | 234,000 人 |
| 年間投資額 | 200 億円 | 2.5 兆円 |

図表 1

テクニサーチ研究所(2009)「エンジェルネットワークの形成形成促進に関する調査」

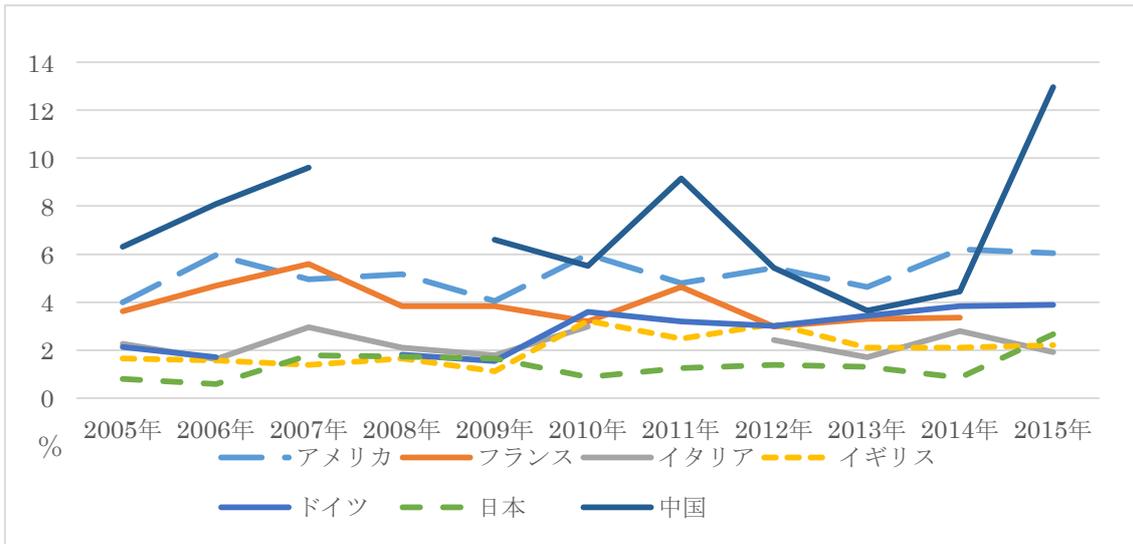
(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angelnetworkhoukokusyo.pdf>) p.1 より本稿作成

15

2つ目にあげられる課題としては、他国と比較して個人投資家におけるエンジェル投資家の割合が少ないことがあげられる。以下の図表2は、アメリカ、フランス、イタリア、イギリス、ドイツ、日本、中国における過去3年間に新しいビジネスに個人的に投資(エンジェル投資)した成人投資家の割合の推移を表したものである。2005年から2015年の間、アメリカの割合は4%から6%の間を推移

20 しており、比較国の中でも高水準となっている。対して、日本は同期間の間、ほぼ2%以下となっている。他国と比較しても、日本の個人投資家におけるエンジェル投資家の割合は低いと言える。

²⁾ 中島真志(2015)『入門企業金融論』p312



図表 2

野村総合研究所(2015)「起業・ベンチャー支援に関する調査」(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000285.pdf) p28

より本稿作成

- 5 これら2つのことより日本のエンジェル投資家の課題として、人数も少なく、さらに全体の投資額も少ないこと。また、そもそもエンジェル投資家として活動している個人投資家が少ないことがあげられる。

第2章-2節 エンジェル投資家における課題への提言

本節では、前節で述べたエンジェル投資家の課題を踏まえ、課題解決への提言をする。本稿で

- 10 は、エンジェル投資家の課題解決に向けてエンジェル税制の一新を提言する。エンジェル税制は、「ベンチャー企業への投資を促進するためにベンチャー企業へ投資を行った個人投資家に対して税制上の優遇措置を行う制度」³である。この制度はエンジェル投資家の人数や投資額の増進に有効な手段と考えられるが、現行の制度では上記の課題解決には十分とは言えない。まずは課題解決に向け、現行の制度の何が不十分かを他国の類似の制度の比較を交えながら述べる。

- 15 本稿では、日米英で比較を行う。比較はエンジェル投資を行ったエンジェル投資家に対する優遇措置と制度の対象となる(エンジェル投資家の)投資先企業に当てはまるための条件を示す企業要件に分けて行う。

優遇措置での、主な比較は以下の通りである(詳細は以下の図表3を参照)。まず、日本では優

³ 経済産業省「エンジェル税制(ベンチャー企業投資促進税制)のご案内(METI/経済産業省)」(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/>) (閲覧)

優遇措置が投資額の所得控除(優遇措置 A)かキャピタルゲイン税の免税(優遇措置 B)の選択であるが、アメリカではキャピタルゲイン税の減税のみ、イギリスではその両方となっている。また、イギリスではファンド投資向けの類似の制度を個別に整備している。

| | 日本 | アメリカ | イギリス |
|------|--|--|--|
| 優遇措置 | 投資額の所得控除またはキャピタルゲイン税の減免、キャピタルロスの繰り延べ。 | 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り延べ。 | SEIS(Seed Enterprise Investment Schemes), EIS(Enterprise Investment Schemes), VCT(Venture Capital Trusts) |
| 優遇内容 | <p>【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)】</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資額(上限は総所得金額×40%と1000万円のいずれか低い方)から2000円を差し引いた金額を所得控除(優遇措置 A)。 または、対象企業への投資額全額をその年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)。 <p>【ベンチャー投資に関するキャピタル・ロスの繰越】</p> | <p>【ベンチャー投資に対する所得控除または税額控除】</p> <ul style="list-style-type: none"> なし。 <p>【ベンチャー投資に関するキャピタルゲイン税の減免】</p> <ul style="list-style-type: none"> 他のベンチャー株式の購入を条件に、課税を繰り延べ。 5年超の保有を条件に、キャピタルゲインの50%圧縮。 <p>【ベンチャー投資に関するキャピタル・ロスの繰越】</p> <ul style="list-style-type: none"> 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 | <p><u>EIS(直接投資向け)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> 100万ポンドまでの投資について、その30%相当額の所得税控除を申請可能。 キャピタルゲインから税額控除額を差し引いた部分を免税とする。 どのような資産から得たキャピタルゲインであっても、それがEIS株式に投資されるのであれば、EIS株式が売却されるまでキャピタルゲインへの課税が繰延される。課税繰越の対象となる金額は無制限。 キャピタル・ロスは通常所得との通算が認めら |

| | | | |
|--|--|---|---|
| | <p>・株式のキャピタル・ロス を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つ 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>期限に繰り越し可能で、毎 年 3,000\$まで通常所得と 通算できる。</p> | <p>れる(ただし、税額控除 分を除く)。 <u>SEIS</u> <ul style="list-style-type: none"> ・ 10 万ポンドまでの投資 について、その 50%相当 額の所得税控除を申請 可能。 ・ 2012-2013 年度に取得 した株のキャピタルゲイ ンの 100%、2013-2014 年度に取得した株のキ ャピタルゲインの 50%は 非課税。 <u>VCT(ファンド経由投資向 け)</u> <ul style="list-style-type: none"> ・ 所得税額控除:20 万ポ ンドを上限に、投資額の 30%の税額控除が認め られる。 ・ 配当課税免除:VCT か ら受けた配当は非課税 とされる。 ・ キャピタルゲイン非課 税:VCT の株式売却に伴 うキャピタルゲインは非課 税。ただし、20 万ポンドを 超えないこと。 </p> |
|--|--|---|---|

図表3

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 エンジェル投資家を中心としたベンチャーエコシステムについて」(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf) pp26-27 より本稿作成

次に企業要件の比較について述べる。企業要件での、主な比較は以下の通りである(詳細は以下の図表4を参照)。日本においては、外部からの投資要件、赤字要件、業種ごとの総資産要件がある。また、イギリスには資金の用途要件がある。

| | 日本(2016) | アメリカ(2011) | イギリス ⁴ (2013) |
|------------|--|---|--|
| 企業要件(一部抜粋) | <ul style="list-style-type: none"> ・外部(特定の投資グループ以外)からの投資を6分の1以上取り入れていること。 ・風俗営業等に該当する事業を行う会社でないこと。 ・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⁵。 ・営業キャッシュフローが赤字⁶。 | <ul style="list-style-type: none"> ・総資産が5000万ドル未満。 ・1993年8月11日以降に発行された株式であること。 ・資産の80%以上が適格事業(金融、農業、ホテル、飲食店業以外)に使用されていること。 | <ul style="list-style-type: none"> ・総資産が1500万ポンド以内。 ・従業員数が250人未満。 ・集めた資金はすべて2年以内に適格な事業活動のために使わなければならない。 |

5

図表4

早稲田大学大学院商学研究科松田修一研究室(2011)「日本のイノベーション2 ベンチャー支援ダイナミズム」p64 および大和総研(2013)「英国のエンジェル税制導入の効果」(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130612_007304.pdf)

pp2-4 より本稿作成

10 本節ではこれまで、優遇措置と企業要件の比較を行ってきた。この他のエンジェル税制の特徴として個人要件があげられる。本稿では、補足程度ではあるがこの要件に関しても述べる。これは制度の対象として当てはまるための投資家側の条件を示したものである。個人要件は以下の2つから

⁴ EISにおける対象要件である。

⁵ 設立経過年数が2年未満の企業の対象要件である。

⁶ 優遇措置Aの最初の事業年度経過後から設立経過年数3年未満の企業の対象要件である。

構成されている。1つ目は、エンジェル投資家が金銭の払い込みにより投資先企業の株式を取得していること。2つ目は、同族要件をみたしていることである。

エンジェル税制の不十分点は、これまでの他国の類似制度比較などをもとにすると以下の通りである。1つ目に、優遇内容が、フロー所得がなく多額の資産がある資産家のエンジェル投資の促進
5 をするものとなっていない。2つ目に、外部からの投資要件(図表4参照)があることである。この要件を満たすのは開業間もないベンチャー企業にとっては厳しいものと考えられる。

前節で述べたエンジェル投資家の課題とエンジェル税制の不十分な点を踏まえた上で、本稿では以下のエンジェル税制の一新を提言する。

1つ目に、新たな優遇措置 C として医療費負担の軽減を提言する。これにより、所得やキャピタル
10 ルゲインのない資産家のエンジェル投資の促進が期待できる。具体的に、このような資産家としては、退職した高齢者が想定できる。現在、日本の個人投資家の『42%は 65 歳以上』⁷で構成されているのでこの優遇措置 C により、彼らがエンジェル投資をより活発に行えば、個人投資家全体におけるエンジェル投資家の割合も増え、全体の投資額の増加も期待できる。

2つ目に、外部からの投資要件の廃止を提言する。開業間もないベンチャー企業が、外部からの
15 6分の1もの投資を受けるのは難しく、この要件はエンジェル税制の利用を妨げる要因と考えられる。この要件を廃止すれば、エンジェル税制の対象企業は広がる。これにより、エンジェル投資家はより多くのベンチャー企業にエンジェル税制を利用して投資することが可能となる。このことはエンジェル投資のさらなる増加に繋がると言える。

20

25

⁷ 日本証券業協会(2015)「個人投資家の証券投資に関する意識調査(概要)」
(http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/files/kojinishikicyousa_gaiyou150915.pdf) p1

第3章 クラウドファンディング

本章ではクラウドファンディングに関して述べる。

第3章-1節 クラウドファンディングの概要及び可能性

本節では、まずクラウドファンディングの概要およびベンチャー企業の資金調達における可能性について述べる。クラウドファンディングとは、「クラウド(群衆)」と「ファンディング(資金調達)」を合成した造語である。本稿ではクラウドファンディングの定義を『資金を募集するプロジェクトや企業に対して、おもにインターネット等を通じて、幅広く個人が応募して、小口の資金が流れる仕組み』⁸とする。すべてがインターネットで完結し、これまで資金調達ができなかった層でも利用が可能になったこの手法は、徐々にその市場規模を拡大させている。また、IT を利用した有力な資金調達方法として近年注目を集めており、総務省による地方再生プロジェクトにも使用され⁹、政府(自治体)がふるさと納税制度を活用したクラウドファンディングであるガバメント・クラウドファンディング(GCF)¹⁰も勃興している。以上より、クラウドファンディングは企業だけでなく国からの注目度も高い事がうかがえ、今後の成長に期待ができる資金調達方法であると考えられる。

クラウドファンディングの特徴として、資金募集を行うウェブサイトをクラウドファンディング・プラットフォームと呼び、『このプラットフォームは大きく分けて「非投資型」¹¹と「投資型」¹²の2つに分類される。そして非投資型は「購入型」「寄付型」に、分類する事ができる』¹³。

「寄付型」は出資した人にリターンが戻ってこない。事業や目的が多くの人に共感されなければ、資金は集まらない。「購入型」は出資した人へのリターンがお金ではなく、モノやサービスとして戻ってくる。そして「投資型」は、出資に対するリターンがお金で戻ってくる。この「投資型」クラウドファンディングは、投資の対価の受け取り方法によって、「貸付型」「ファンド型」「株式型」にそれぞれ分類することが可能である。投資型のクラウドファンディングは、信用力が低く、信用データがない顧客層や、信用力が高い優良顧客層にターゲットを絞り込み、個別最適化された好条件の商品を

⁸ ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書 ベンチャービジネスに関する年次報告 2015 年度版』p93

⁹ 総務省 地域おこし協力隊「クラウドファンディング官民連携事業」共同発表(2016)

¹⁰ 神奈川県 橋本市(URL(2016))、静岡県 三島市(URL(2016))

¹¹ 今回のテーマである「日本のベンチャー企業における資金調達について」に即し、非投資型の「購入型」「寄付型」の説明については省略する。

¹² 「投資型」のクラウドファンディングはソーシャルレンディングと呼ばれる場合もある。

¹³ 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(2015)『ベンチャー白書 ベンチャービジネスに関する年次報告 2015 年度版』p93

提供することが可能である。与信判断の材料として用いられるのは、個人情報のみならず、PFM やクラウド会計のデータ、SNS の情報、EC の購買履歴といった新たな情報が含まれる。これらインターネットが発達する以前は収集できなかった与信判断の材料を集め、蓄え、分析することで、これまで評価することの難しかった層にまでユーザー層を広げることが可能になった。すなわち、既存

5 の金融機関では貸し付けや投資が難しかった信用力の低い、或いは信用データのないベンチャー企業に対して、投資型クラウドファンディングは資金調達を可能にするポテンシャルを持っているといえる。

第3章-2節 クラウドファンディングにおける課題

前節では、クラウドファンディングの概要及びその可能性(特に投資型クラウドファンディング)について述べた。しかし、この投資型クラウドファンディングにも課題はある。本節ではその課題について述べる。主な課題としては情報の非対称性¹⁴があげられる。クラウドファンディングにおいてはインターネットを利用するとはいえ、非上場企業であるベンチャー企業へのチェック機能には限界があり、また事業が頓挫した際のリスクに関する情報を、資金調達を望むベンチャー企業が積極的に公開するとは考えにくい。そのため、情報の非対称性は生じてしまう。

10

もちろん、クラウドファンディングがインターネットによって直接資金調達を行うという性質ゆえに、経営者はインターネットを用いて情報開示や投資者との対話に積極的に取り組む必要があり、投資者による投資先企業の情報取得は容易となり、従来では多大なコストがかかった、株主によるモニタリング機能の強化につながり、情報の非対称性は解消すると考えることも可能である。

15

しかしながら、このようなことはベンチャー企業の事業内容が高い実現可能性を有し、確実な利益を見込むことができ、経営者が投資者に対し誠実である、という前提の下に語られるべき効果である。当然、すべてのベンチャー企業がこの条件を満たしているとは考えにくく、クラウドファンディングだからと言って、情報の非対称性が解消されるとは考え難い。

20

第3章-3節 クラウドファンディングにおける課題への提言

本節では、前節であげた情報の非対称性への解決策について述べる。

本稿では解決策としてクラウドファンディングのプラットフォーム運営者における掲載企業のチェックを提言する。イギリスの crowdcube では掲載の申し入れに対する採用割合は約 10%であり¹⁵、厳

25

¹⁴ 情報の非対称性は間接金融の説明の際にも取り扱うが第3章ではクラウドファンディングに焦点を絞って情報の非対称性について述べる。

¹⁵ 日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会「EU における投資型クラウドファンディング規制」(<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/056.pdf>) p22

格な選別が行われている。このように日本のクラウドファンディングサービス運営者も掲載企業や事業に対する厳格な選別を行う必要があると考える。しかし、日本のクラウドファンディングにおける掲載基準がサービス運営者それぞれにバラバラであり、基準のゆるいプラットフォームに悪質な投資詐欺目的の事業が掲載される恐れがある。このことから、日本証券業協会や金融庁の主導による、

5 統一的な厳格な掲載基準を設ける必要があると考える。

また、資金調達額が目標額を下回った場合、プロジェクトが不成立となり、資金がまったく投資先企業に入らない「All or Nothing 方式」というものがある。この方式に限定する場合、資金調達には多くの人の賛同を得る必要があり、また、一部の騙された人々だけが被害にあうことが回避できるため、多額の悪質な詐欺的案件の抑止に一定の効果があるのではないだろうか。

10

15

20

25

30

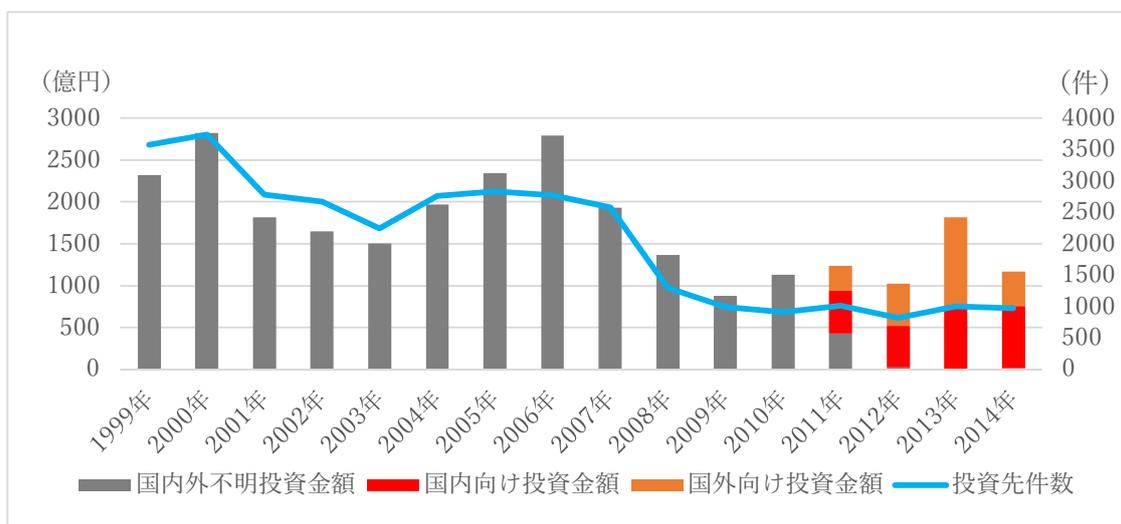
第4章 ベンチャーキャピタル

本章では、ベンチャーキャピタルについて述べる。ベンチャーキャピタルとは、将来性があるベンチャー企業などの未公開企業に投資を行う組織のことである。そして、投資先企業に経営支援を行い、企業価値を高め、その後の株式公開やM&Aによって資金を回収している。

5 第4章-1節 ベンチャーキャピタルにおける課題

本節では、ベンチャー企業のベンチャーキャピタルからの資金調達を国際比較を交えながら分析を行ない課題を述べる。以下の図表5は、日本のベンチャーキャピタルの投資額、投資件数の推移を表したものである。現在のベンチャーキャピタルの投資額は、2006年以降減少を続けており、2013年には海外向け投資が増えたことで一時的に合計金額も増加したが、2014年になると再び減少している。また国内向け投資金額においては、2011年から見ると微増の傾向がある。投資件数は、2008年以降は変動が殆ど無い。

10

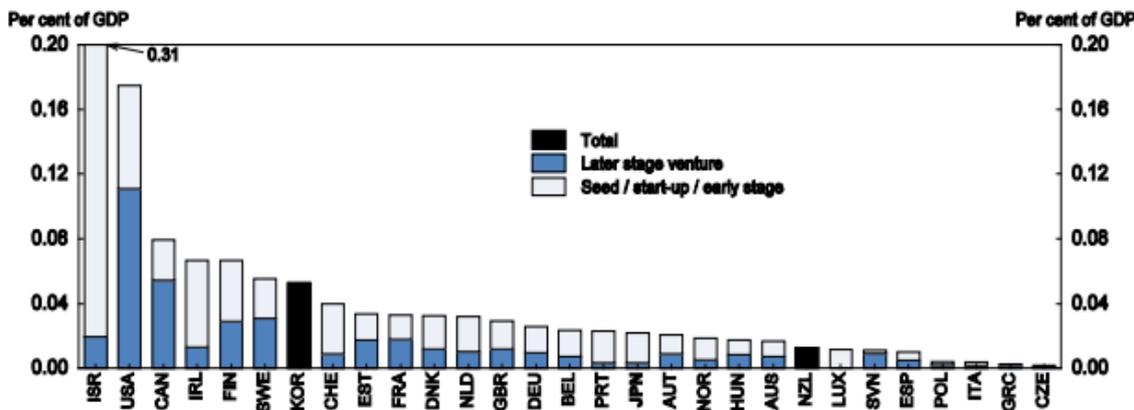


図表5

ベンチャープライズセンター(2015)「ベンチャー白書 ベンチャービジネスに関する年次報告 2015年度版」p2より本稿作成

15

以下の図表6はベンチャーキャピタルの投資額を国際比較したものである。日本のベンチャーキャピタルの投資額は国際比較をすると多いとは言えないことがわかる。日本は金融機関系のベンチャーキャピタルが多く、リスクテイクに関して消極的であるために、諸外国よりリスクマネーが投資されにくいと考えられる。



図表 6

OECD (2015)「対日審査報告書 2015 年版」p22 より引用

また、2014 年度の投資先 1 件あたりの金額はアメリカが 1140 万ドル¹⁶で日本は約 1 億円¹⁷とな
 5 っている。仮に1 \$ あたり 100 円とすればアメリカの投資額は 11.4 億円となり、日本の投資額よりも
 大きいものとなっている。加えて、日本の VC の資金回収は株式公開によるものが多く、リーマンシ
 ョック以降株式公開する社数が減少し現在では回復傾向にあるが、これも投資額に影響している
 のだろう。対してアメリカでは株式公開、M&A とともに VC にとっての収益が日本と比較して多いこと
 も理由に挙げられる。

10 以上より、日本におけるベンチャーキャピタルの投資額は国際比較しても未だ少なくベンチャー
 企業に十分な資金調達が行われているとは言い難い状況である。

第4章-2節 ベンチャーキャピタルにおける課題への提言

15 本節では、前節で述べた課題への解決策を述べる。本稿では、解決策としてベンチャー企業の
 M&A を促進を行いベンチャーキャピタルの Exit (投資回収) をより簡単なものとすることを提言す
 る。

ベンチャーキャピタルは当然ベンチャー企業に対して投資した資金を何らかの形で回収を行うこと
 で利益を得て、企業経営を成り立たせている。VC の投資回収の方法としては、株式公開や M&A
 (合併・買収)の際における売却に大きく二分できる。『株式市場が活発である際は IPO 時の株式

¹⁶ ベンチャーエンタープライズセンター (2015)『ベンチャー白書 ベンチャービジネスに関する年次報告 2015 年度版』p122

¹⁷ ベンチャーエンタープライズセンター (2015)『ベンチャー白書 ベンチャービジネスに関する年次報告 2015 年度版』p3

のバリュエーションが高騰し、M&A との価格差が大きいと、VC にとって IPO の方が好まれる傾向¹⁸にある。

しかし、多くのベンチャー企業が投資を活発に受けるには米国のようにベンチャー企業の M&A を活発にしていく必要があると考える。

- 5 日本における企業の研究・開発は、自前の資金や資源のみで完結できるような社内開発が主流である。対して米国では、ベンチャー企業が成長する過程において、大企業と事業連携したり大企業が資本参加したりすることで成長が加速する。最終的には IPO で自らが大企業になったり、M&A されることで大企業の一部になったりする。

- 10 例えば、General Electric (GE) や、IBM、Microsoft 等の大企業が VB 投資や M&A によって新たな技術を取り込むことで、成長を繰り返し世界的な大企業になった。近年の例では、Facebook や Google が積極的にベンチャー企業とコラボレーションを実施している。彼らは自身が元々ベンチャー企業であり、大企業とベンチャー企業が手を組むことによって両者が加速的に成長することを体験しているため、そのような流れを形成しやすい。

- 15 以下の図表 7 は米国におけるベンチャー企業に投資した VC の Exit 社数の推移である。この図から明らかに M&A での Exit が多く、よりたくさんの利益を VC にもたらす＝VC がよりベンチャー企業に投資しやすくなるということが言えるのではないだろうか。M&A 等が活発に行われることによって VC がより Exit しやすくなり、それで得た利益を更なるベンチャー企業に投資できる。

M&A を促進すればより多くのベンチャー企業への投資が増加すると言える。

| | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| IPO | 58 | 67 | 90 | 7 | 13 | 67 | 50 | 49 | 81 | 115 |
| M&A | 446 | 482 | 488 | 416 | 351 | 525 | 493 | 477 | 385 | 459 |
| 合計 | 504 | 549 | 578 | 423 | 364 | 592 | 543 | 526 | 466 | 574 |

- 20 図表 7

ベンチャープライズセンター (2015) 「ベンチャー白書 ベンチャービジネスに関する年次報告 2015 年度版」p120

- 25

¹⁸ ベンチャーエンタープライズセンター (2015) 『ベンチャー白書 ベンチャービジネスに関する年次報告 2015 年度版』p11

第5章 間接金融

本章ではベンチャー企業の民間からの資金調達に関して、間接金融からの資金調達について述べる。本稿では、間接金融を「資金供給者と資金需要者に金融機関が仲介して資金を融通するシステム」¹⁹とする。なお本稿においては、金融機関を特に明記をしない限り民間の銀行、信用金庫、信用組合などとする。

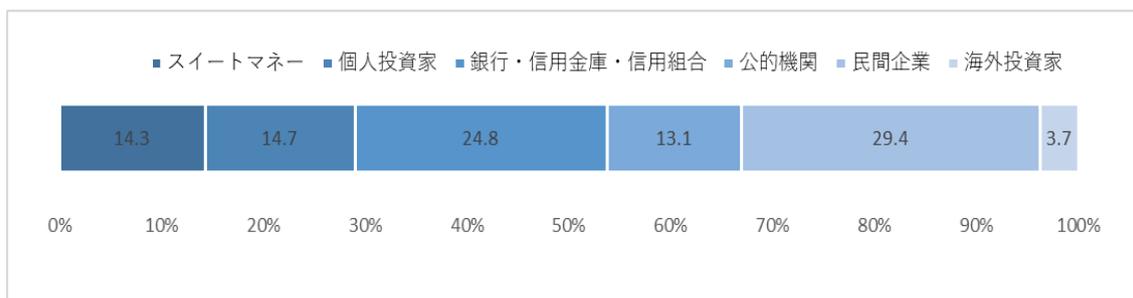
5 銀行、信用組合などとする。

第5章-1節 間接金融における現状と課題

本節では、まずベンチャー企業の間接金融からの資金調達の現状及び課題について述べる。

以下の図表8は、ベンチャーキャピタルからの出資がないベンチャー企業の設立から現在までの資金調達の金額比率を表したものである。間接金融(銀行・信用金庫・信用組合)の比率は

10 24.8%であり、民間企業の29.4%に次ぐ主な資金調達元となっている。



図表8

ベンチャー企業白書(2015)「設立から現在までの資金調達元の種類比率」p.173より本稿作成

15 間接金融からの資金調達は、ベンチャー企業にとって主たる資金調達元と言えるが、課題もある。創業から間もなく、資金力や収益性に乏しいベンチャー企業にとっては間接金融からの資金調達は厳しいという現状がある。これは、大企業や伝統的な中小企業とベンチャー企業を比較すると見えてくる。これら前者の企業達は一般的に金融機関との長い付き合いの上で築いてきた実績に裏打ちされた信用力を有している。しかし、ベンチャー企業は『革新的な技術を活用した新規性のある事業や既存の企業の隙間を埋めるような事業を展開している』²⁰ため、必然的にベンチャーという名の通りリスクの高い冒険的事業を行うことが多くなる。このため、ベンチャー企業が前者の企業達のような信用力を有することは難しくなる。当然、金融機関は貸倒を避けるために、リスク

¹⁹ 藪下史郎(2006)『中小企業入門』p.53

²⁰ 中小機構(2011)「地域ソベンチャーファイナンスに関する調査研究」(http://www.smrj.go.jp/keiei/dbps_data/_material/_b_0_keiei/chosa/pdf/tiikiventure.pdf) (2016年10月23日閲覧)p.5

を抱え信用力を有さないベンチャー企業よりも目に見えて信用力のある大企業への融資を優先させる傾向にある。

ベンチャー企業にとって間接金融からの資金調達は主な手段である。しかし、貸し渋りなどが発生していることを考慮すれば、その環境は良好なものとは言えない。

- 5 金融機関がベンチャー企業に対して、貸し渋りを行う具体的な理由として、情報の非対称性があげられる。情報の非対称性とは、「黒字主体および金融仲介機関が赤字主体に関する情報を十分に持たないこと」²¹である。金融機関が借入企業の情報を完全に把握することは事実上不可能である。このことは融資の際に齟齬をもたらす可能性がある。特に非上場の企業は財務諸表の開示が義務化されていないため、事業規模が小さく上場に至っていないベンチャー企業に融資をする際にはより齟齬は起きやすくなると考えられる。

情報の非対称性は主に逆選択とモラルハザードに分けることができる。

逆選択とは金融機関が融資を行う際に借入企業の情報を十分に得られないことでリスクテイクに消極的になり、低リスクの企業への融資を優先させてしまうことである。財務諸表の開示義務がない事業規模が小さく上場に至っていないようなベンチャー企業には、逆選択が起きやすいと言える。

- 15 モラルハザードとは、金融機関が債務履行能力の不足するベンチャー企業に融資を実行することにより発生する。具体的には、金融機関の判断ミスにより融資を受けたにもかかわらず、自社の信用力が高いと借入企業が誤解をし、高いリスクの行動を行うこと。また、そもそも債務履行能力を超えた融資を受けているので初めから借入企業が債務の支払い努力を怠るといったことがあげられる。ベンチャー企業は信用力も少なく、高リスクの事業を行う傾向にある。そのため、金融機関がモラルハザードを非常に懸念し、ベンチャー企業への融資のハードルが上がってしまうと言える。金融機関が与信に際してスクリーニング²²や企業へのシグナリング²³を徹底することでモラルハザードを軽減することはできると考えられるが、その分コストがかかってしまう。

25

²¹大村敬一(2010)『ファイナンス論』p.7

²² 貸出側が融資の審査を行うさいに、信用情報をもとに融資先をふるいにかけること。

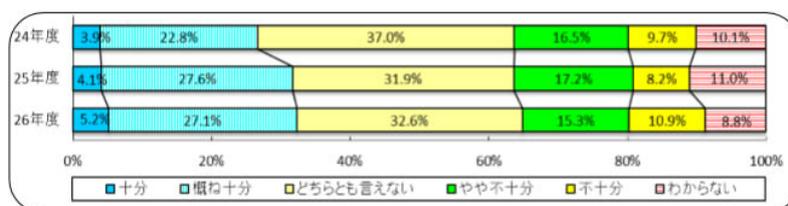
²³ 借入側企業が自社の情報を有していない融資もとに自社の情報を与えること。

第5章-2節 間接金融における課題への提言

本節では、前節で述べた情報の非対称性への解決策を提言する。本稿では、解決策としてリージョン・バンキング(以下リレバン)を提言する。リレバンとは、「銀行が企業と密接な関係を長く維持する中で、企業に関する情報を蓄積し、その情報を基に融資などの金融取引を行うビジネス・モデルのこと」²⁴である。新事業支援機能や新しい中小企業金融の強化等を目的として2003年に金融庁から発表されたアクション・プログラムによって認知が広がったという経緯があり、現在日本の企業の資金調達に大きな役割を果たしているメインバンク制²⁵の中で行われている。

リレバンのメリットとしては、長期的な企業との関係の中で経営者の資質や企業の技術力といった数値化する事が難しい定性情報や、経営実態や企業の内部情報、企業の返済能力といった『決算書に現れないような、部外者が知る事が難しい「ソフトな情報」を基に融資を行う』²⁶ことにある。この決算書に現れないソフトな情報を活用することは情報の非対称性の解消につながると考えられる。また、リレバンは地域密着型金融として企業の創業・経営支援や業績が悪化した場合の再生支援の業務を担っている。これはリレバンが資金調達はもちろんそれ以外の面でもベンチャー企業の世話役としての役割を果たすことが期待できることを示している。

情報の非対称性の解消、またそれ以上の効果を期待できるリレバンだが、もちろん問題点もある。以下の図表9は、金融庁が地域金融機関の利用者に対して地域金融機関について行ったアンケートの項目の1つである「目利き能力を発揮し、顧客企業を評価する能力」について表したものである。この評価においては約30%程度のみが十分あるいは概ね十分という評価である。



図表9

²⁴中島真志(2015)『入門企業金融論』p135

²⁵ メインバンクとは借入れ企業が特に親密な関係を築いている、最大融資のシェアを持つ銀行を呼び、メインバンク制とは借り手がメインバンクを中心として借入れを行う制度である。

²⁶中島真志(2015)『入門企業金融論』p135

利き能力を発揮し、顧客企業の事業性を評価する能力

金融庁（2015）「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関する アンケート調査」

(<http://www.fsa.go.jp/news/26/ginkou/20140815-2/01.pdf>)p4

5 また、同アンケート結果利用者からは『金融機関の職員に財務諸表に拠らず自信を持って企業を評価できる人材はまだ育っていないと感じる』²⁷『企業の事業性や成長性を見て融資を実行していない』²⁸という点があげられている。上記の図表やこれら利用者からの指摘から Relevan の目利き能力の低さが問題としてうかがえる。

10 だが、この問題は以下の対策により長期的ではあるが解消可能と考えられる。具体的には、中小企業診断士の資格を取得している職員のコンサルティング能力の育成を促進し、定性情報の蓄積・目利き能力を向上させていくこと。また行政機関主催の中小企業診断士による講習会の主催及び参加の義務化、ベンチャー金融のノウハウを多く持つベンチャーキャピタルや日本政策投資銀行を始めとする公的金融機関へ職員を出向し、研修を行うことなどがあげられる。

15

20

25

²⁷ 金融庁(2015)「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関する アンケート調査結果等の概要」(<http://www.fsa.go.jp/news/26/ginkou/20140815-2/01.pdf>) p2

²⁸ 金融庁(2015)「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関する アンケート調査結果等の概要」(<http://www.fsa.go.jp/news/26/ginkou/20140815-2/01.pdf>) p3

第6章 知的財産権担保融資

前章では関節金融の課題解決に向けリレバンを提言した。本章では、このリレバンとは別に今後ベンチャー企業の間接金融からの資金調達方法として有効な手段と考えられる知的財産権担保融資に関して述べる。本章では知的財産権担保の概略及びその有効性について述べたのちに、

- 5 活用する際の問題点をあげその問題点の解決への提言を行う。

第6章-1節 知的財産権担保融資の有効性

本節では、知的財産権担保融資の概略及びなぜ知的財産権担保融資がベンチャー企業の資金調達に有効であるかについてその理由を述べる。

- 10 知的財産権担保融資とは、『1990年代半ばに不動産等の資産に乏しいベンチャー企業の資金調達を支援するため、日本開発銀行(現・日本政策投資銀行)が中心となって開発した融資手法』²⁹である。企業が保有している『特許権、著作権、商標権、意匠権、実用新案権等の知的財産権』³⁰を担保として金融機関から融資を受け、資金調達をするという仕組みである。

- 15 知的財産権担保融資が資金調達手段として認知され始めたのは近年になってからである。『2003年4月以降にリレバンが推進される中で、第一次(2003～2004年度)のアクションプログラム³¹では、創業・新事業支援機能の強化策として知的財産権の評価に言及されており、第2次(2005～2006年度)のアクションプログラム³²では、中小企業の資金調達手段の多様化等において知的財産権担保融資への取り組みが紹介された』³³。

- 20 ベンチャー企業は革新的で新規性のある事業展開を行っているという点から、冒険的な性質だけでなく、創造的な性質も持ち合わせているといえる。つまり、創造的活動によって生み出される知的財産を用いた資金調達方策は、ベンチャー企業と相性が良いと考えることができる。特に、動産担保が乏しいIT系などのベンチャー企業にとってはABLを利用した資金調達よりも都合が良い。ベンチャー企業は事業規模の小ささや不足している信用力を持ち合わせの技術力や創造性

²⁹信金中央金庫『知的財産権担保融資の概要』(2004)p2

³⁰ 2016年現在、知的財産法2条2項では「特許権、実用新案権、育成者権、意匠権、著作権、商標権その他知的財産に関して法令により定められた権利又は法律上保護される利益に係る権利」と定義されている。

³¹ このアクションプログラムはリレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラムを示す。

³² このアクションプログラムは地域密着型金融の機能強化の推進に関するアクションプログラムを示す。

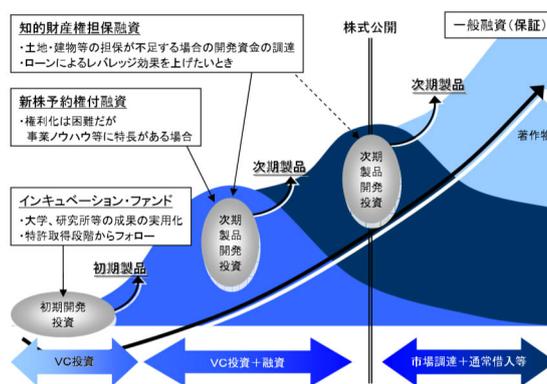
³³土生哲也『よくわかる知的財産権担保融資』(2008)p3

によってカバーできる可能性を秘めているという点において、一般的な中小企業の資金調達と差別化を図る事ができる。

日本政策投資銀行による知的財産権担保融資の位置づけ(図表10)は、ベンチャー企業の成長段階の比較的初期～中期段階への移行における製品開発の資金調達という位置づけであり、

5 シード、スタートアップにおける利用の可能性も示されている。

知財立国を目指す日本にとって、ベンチャー企業を始めとする中小企業の知的財産経営や知的財産経営は重要である。



図表 10

10 経済産業省（2007）知的財産を活用した資金調達『日本政策投資銀行の企業の段階に応じたファイナンスの位置づけ』（http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/IP-circulation_finance/finance.pdf）p46 より引用

次に知的財産権担保融資がベンチャー企業の資金調達において有効な手段である理由についてベンチャー企業、金融機関双方の側から述べる。まずはベンチャー企業側についてである。

15 本稿で述べてきた通り、ベンチャー企業は事業規模が小さく収益性に乏しい為に金融機関からの信用を得にくく、融資を受ける際に大企業が優先されてしまう事がある。

一方で、ベンチャー企業は一般的な中小企業とは違って高い技術力・創造性を持っている。新規性のある事業は一見すれば投機的でリスクが高いが、長期的な視点で考えると日本の産業にイノベーションをもたらす主役となり得る。リレバンとの間に適切な関係を築くことが出来れば、大企業

20 に比べて不足する信用を技術力で補う事ができる。

また、知的財産権の担保価値は技術の陳腐化によって低下する、という性質がある。一見するとデメリットとして捉えられるが、技術の陳腐化を防ぐ為に企業が研究や開発を行うモチベーションの向上、ひいては産業全体の技術競争や活性化に繋がると考えられる。

知的財産権担保融資は、ベンチャー企業の経営や事業の中核である知的財産権を活用する担保という性質上、企業の知財に対する関心を高める働きに期待ができる。現在の日本の企業は『技術力やブランド力などの無形資産の占める比重が高まっている傾向にある』³⁴ので、知的財産権はベンチャー企業にとって重要な財産の一つになっている。つまり、資金調達と同時に企業の

5 財産を保護する役割も担っていると考えられる。

現在の特許を有する日本の民間企業の特許未利用率は 38.7%³⁵である。使用されないまま失効して埋没してしまう知的財産も少なくない。そこで、金融機関がベンチャー企業の所持している知的財産権を譲渡担保として徴しておくことで、企業が経営不振に陥った際に知的財産権が散逸³⁶する事を防止でき、事業の中核にあたる諸権利を失わずに支援を受け続ける事が可能になるとい

10 うメリットも存在する。

また、知的財産権の担保価値の評価は定性情報に基づくので、ABL と同様にリレバ的な取引の要素が強くなる。つまり、人的資本が乏しく知財担当部門が設置できない規模のベンチャー企業であっても、金融機関が代わりに知財部門の担当者として企業の財産を見守ってくれる、というメリ

15 ットも存在する。

次に金融機関側についてである。

金融機関側の理由としては、先述した目利き能力の不足の解消に繋がるという点が挙げられる。知的財産は企業の定性情報である。金融機関が財務諸表などの数値的な評価に依存しないことで、企業の事業を適切に評価し、アドバイスをする能力が向上すると考えられる。また、ABL と同様に、従来の金融機関の融資として問題視されてきた不動産担保融資への依存も解消され、融資実

20 績が拡大する事に期待ができる。金融機関としては、バブル期の不動産担保融と根本的に異なる融資に取り組んでいかなければならない。バブル期は「業務内容や事業計画の審査が十分に行われることなく、担保となる不動産を保有しているという理由だけで多額の融資が行われ」³⁷、多くの不良債権が発生し、経済を著しく後退させる結果となった。知的財産権担保融資も同じ轍を踏ん

³⁴土生哲也『よくわかる知的財産権担保融資』(2008) p3

³⁵ 株式会社エヌ・ティ・ティ・データ経営研究所(2013)『未利用特許等の 知的財産取引ビジネスの実態に関する 調査研究報告書』p8

³⁶ 知的財産権が散逸してしまう例として、『特許権が売却されて技術の保護が不能になったり』、『特許の更新料が納付出来ず権利が失効したり』する事が挙げられる。(共に『よくわかる知的財産権担保融資』土生哲也(2008) p9 より参照)

³⁷土生哲也『よくわかる知的財産権担保融資』(2008)p12

でしまう可能性がないとは言い切れない³⁸ため、金融機関は借入企業の入念な事業計画・業務内容の審査を怠らず、知的財産権の内容や経営に与える影響についてしっかりと把握して融資を実行する事が重要である。

- 5 仮にベンチャー企業向けの融資実績が拡大すれば、ベンチャー企業からの融資申込が増え、必然的に将来有望なベンチャー企業を見出す機会が増えると考えられ、優良な融資先の確保が可能になるという好循環が実現する。金融機関としても、マイナス金利の導入により積極的に融資を行いたいというニーズがあり、ベンチャー企業の融資申し込みというニーズと合致し、健全な資金融通がもたらされると考えられる。

- 10 また、銀行のCSR面でのメリットも存在する。ベンチャー企業の知的財産担保融資を行うことで、融資の面から企業活動、社会の安定発展を支援することは、大きな社会貢献となり、その銀行の重要な特徴戦略となり得るものである。ベンチャー企業があらゆる分野で多くの知的財産権を有することは、そのベンチャー企業の財産となることのみならず、諸外国とも渡り合える力強い企業活動に不可欠であり、ひいては活気あふれる日本の社会をつくることにつながる。

第6章-2節 知的財産権担保融資における課題

- 15 本節では、知的財産権担保融資の現状を分析しその問題点を述べる。

2014年に行われた特許庁による調査(図11)では企業が保持している知的財産が評価されて資金調達面でプラスに働いた企業のうち、特許等を担保にした融資(知的財産権担保融資)を受けたことがあると回答した企業は2%未満である。現状、知的財産権担保融資は現状まだ普及しているとは言い難い現状である。

³⁸バブル期の不動産担保融資の不良債権の大量発生は不動産の価値下落が原因で引き起こされた。知的財産権も技術の陳腐化や他社の動向や環境の変化等の要因によって不動産以上に価値が変動する可能性があり、リスクが無い訳ではない。

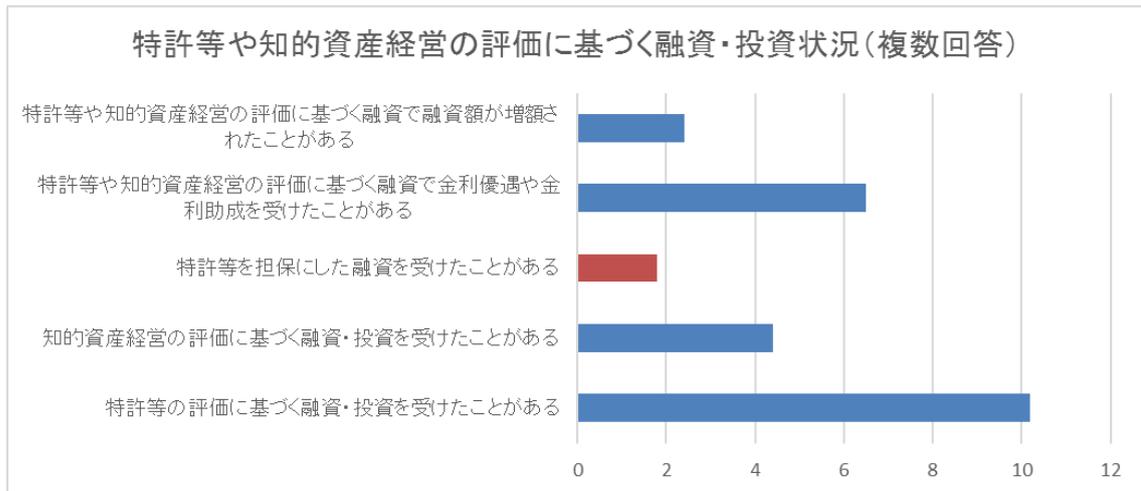


図 11

特許庁 (2014 年) 「知財を活用した中小企業向け融資について」

(http://www.jpo.go.jp/shiryoutou/shin/kenkyukai/pdf/chusho_chizai_shien_haifu03/shiryoutou02.pdf) p2 より筆者作成

5

知的財産権担保融資が普及していない理由としては、①知的財産権の評価方法が画一化されていないため、評価コストがかかる②不動産や有価証券のように流通市場が未発達なので担保処分が容易ではない ③『従来より知的財産の売買や、ライセンスが行われてきた業界以外では資金調達への活用という概念が根付きにくい』³⁹といった点が挙げられる。比較的近年登場した資金調

10

第 6 章-3 節 知的財産権担保融資における課題への提言

本節では、前節での知的財産所有権担保融資の問題点踏まえ解決策を提言する。

15

知的財産権担保融資の普及を阻害している課題の解決策として、まず金融機関の外部の専門的な審査機関及び『知的財産権担保融資の実績が多い』⁴¹日本政策投資銀行との提携推進を提言する。

ベンチャーファイナンス促進の為に、審査の専門機関をスキームに組み込む例として韓国の取り組みが挙げられる。韓国は、技術志向の企業を育成する為に 1989 年に Finance Assistance to

³⁹野村総合研究所金融 IT イノベーション研究部 (2005)『米国における知的財産証券化への取り組みと日本への示唆』(2005) p2

⁴⁰ 中島真志 (2015) 『入門企業金融論』 p158

⁴¹経済産業省『知的財産の流通・資金調達事例調査報告』 (2007) p43

New Technology Business Act (2002年にKIBO Technology Fund Actへ改名)という公的な非営利信用保証機関を設置し、更にKIBOは『技術を客観的かつ公正に評価することを目的としてTechnology Appraisal Center(TAC)を設立』⁴²した。KIBOはTACという審査機関を設置し、担保に乏しいベンチャーや中小企業の技術を適切に評価することで、『有望な技術を保有する中小企業
5 業が担保無しで金融機関から容易に融資を受けることが可能となる環境を実現させた』⁴³のである。

知的財産権担保融資の問題点として知的財産権の評価方法が画一化されていないため、評価コストがかかるという点を前節で挙げた。そこで、知的財産権の扱いに慣れている専門的な審査機関や日本政策投資銀行と提携を図る事で、民間金融機関のノウハウ不足によって生じる評価コスト
10 を解消し、定性情報を基にした適切な評価を下す事ができると考えられる。

知的財産権担保融資を設定する際に、『①企業の強みの分析 ②製品やサービスが売れる根拠となる要因に対して、知的財産権などの参入障壁が機能しているかの分析 ③知的財産権の取得のアドバイス ④知的財産権を散逸する予防策の分析』⁴⁴等、企業と知的財産権との関係性を専門的に分析する必要がある。前述してきた通り、現状では財務諸表に拠らず自信を持って企業を
15 評価できる人材が少ないという傾向にあるので、こうした専門的な分析業務は金融機関の負担になってしまう。そこで、専門機関や日本政策投資銀行と分業をすることで金融機関の負担が削減され、融資までの流れの円滑化を図る事ができる。つまり、同時に流動性の向上にも繋がると考えられる。

また、知的財産権の扱いに慣れている機関と関わり合う事で、金融機関の職員の能力育成、ひ
20 いては目利き能力を更に向上させる機会が増加する事に期待ができる。それに伴って、知的財産権の評価を行うための定型ヒアリングシート等のツールをより整備していく必要があると考える。

企業側としても、知的財産権の管理を金融機関に担当してもらう事になる為、より知的財産権を扱う能力に長けている金融機関を信用すると考えられ、こうした提携は融資の申し込みの増加をもたらすと考えられる。

25 以上の提携を促進していくには金融機関が審査機関に依存しすぎず、双方に適切なバランスを保つ事が大切であるといえる。

⁴²経済産業省『知的財産の流通・資金調達事例調査報告』(2007) p74

⁴³経済産業省『知的財産の流通・資金調達事例調査報告』(2007) p74

⁴⁴土生哲也『よくわかる知的財産権担保融資』(2008) p14

そして、外部の専門的な審査機関や日本政策投資銀行との提携を推進していく為に、ベンチャー企業へ一定の融資実績を金融機関には、行政からの金銭的な援助・法人税の減額といった民間間接金融機関型エンジェル税制の実施を提案する。こうした財務面での援助は、行政としてもベンチャー企業へのファイナンスが盛んになることで、日本の産業のイノベーションの促進を図る事ができるというメリットに繋がる。よって、この提案により、ベンチャー企業・金融機関・行政の三者にメリットがもたらされると考えられる。

5 実際近年、地方銀行を中心にノウハウを有する審査の専門機関や経済産業局との提携が進んでいる。⁴⁵⁴⁶⁴⁷⁴⁸また、2015年9月には三菱UFJ銀行が特許法律事務所との提携を発表⁴⁹し、今後の知的財産権担保融資を促進する金融機関の取り組みに期待ができる。

10 次に、知的財産権の流通市場を整備していく為に、知的財産権の証券化スキームの構築を提案する。知的財産の証券化とは、「知的財産の生み出すキャッシュ・フローを裏付けとして発行した有価証券を、投資家に売却し、資金調達を行うこと」⁵⁰である。アメリカでは1990年代から既に知的財産権の証券化の事例があるが、一方の日本では全く事例がなく市場が整備されていない。そこで、今まで企業ファイナンスに介入する機会が少なかった特許庁や知的財産権を取り扱う民間の15 専門機関を監修に、知的財産権の証券化スキームの構築を図っていく。

また、2006年に旧信託法が全面改正されたことで、知的財産権の信託業務が可能になった。そこで、知財信託銀行(図12)を活性化させ、知的財産権の譲渡を容易にするスキームを促進していくことで、知的財産権の流動化の課題の解決がなされると考える。

⁴⁵ 日本経済新聞(2016/01/21)では近畿経済産業局が独自に進める知財ビジネスマッチング事業に「福井を含む近畿2府5県で、京都信用金庫や滋賀銀行などの12の金融機関が仲介役として参加している」という記載がある。

⁴⁶ 日本経済新聞(2016/03/20)では大光銀行が「特許や商標権などの知的財産権の評価などに関して、吉井国際特許事務局(長岡市)と業務提携した」という記載がある。

⁴⁷ 日本経済新聞(2016/03/21)では『知的財産の評価業務を手掛けるパテント・ファイナンス・コンサルティングが地方銀行を支援するため、融資先の知的財産を評価する事業を拡大する』という記載があり、東京都民銀行、豊和銀行、千葉興業銀行、愛知銀行からの業務を受注したとある。

⁴⁸ 日本経済新聞(2016/03/24)では東北経済産業局と荘内銀行が「知的財産を活用した「知財金融」促進のために連携を強化する協定を結んだ」という記載がある。

⁴⁹ 日本経済新聞(2016/01/21)参照

⁵⁰ 野村総合研究所金融ITイノベーション研究部(2005)「米国における知的財産証券化への取り組みと日本への示唆」p1

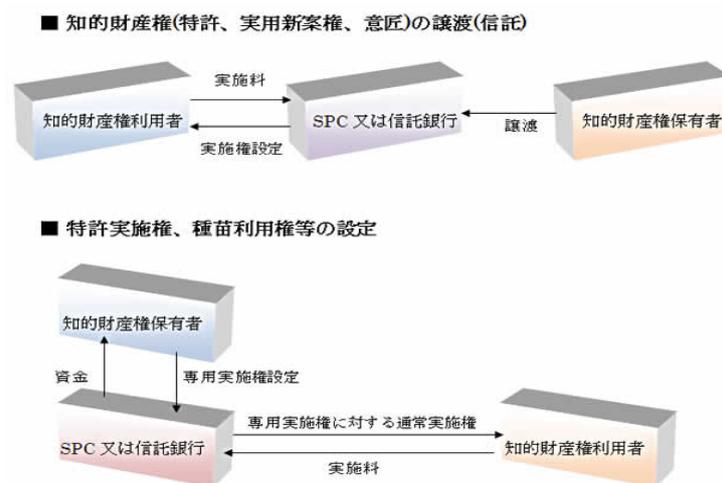


図 12

知財信託銀行等を利用した知的財産権の流動化スキーム

出典：富山綜合法務事務所 HP 知的財産権の流動化（<http://finance.office-tomiyama.com/22.html>）より引用

5

そして最後に、知的財産権担保融資の普及が進んでいないことは、融資形態に課題があるという事ばかりが原因ではなく、ABLと同じくベンチャー企業や金融機関への周知がされていないことも大きな原因になっていると考えられる。⁵¹そこで、行政が知的財産権担保融資の認知度を高める為に、ベンチャー企業や地域金融機関向けの知的財産権を利用した資金調達方策についてのセ

10 ミナーを積極的に行う事を提案する。

実際に鹿児島県で九州経済産業局・九州財務局等が主催の大規模な知財金融フォーラムが行われており、⁵²今後の知的財産権担保融資の認知拡大への更なる取り組みが期待される。

15

⁵¹ 川瀬真 原謙一(2014)らが行ったヒアリング調査によると、著作権を用いた資金調達(≒知的財産権担保融資)を認知していた企業は、53社中9社のみであった(『知的財産権を用いた資金提供・調達に関する実施調査の結果と今後のあり方について』川瀬真 原謙一(2014) 34ページ参照)

⁵² 日本経済新聞(2016/5/31)参照

第7章 シード、スタートアップ、アーリーにおける公的支援のあり方

本章及び次章では、ベンチャー企業の資金調達における公的支援のあり方について述べる。ベンチャー企業の公的支援の一部については、すでに民間からの資金調達の解決策として取り上げてきたものもいくつかある。本章及び次章では、前章のように個別の公的支援に言及することはしない。ベンチャー企業が利用できる公的支援全てを本稿で取り上げるのはその数が膨大であり困難なためである。その代わりに、日本のこれからのベンチャー企業への公的支援の全体的あり方について本章ではシード、スタートアップ、アーリー、次節ではミドルのベンチャー企業に焦点を当て述べる。

第7章-1節

- 10 本節ではまず、シード、スタートアップ、アーリーにおけるベンチャー企業の公的支援の全体的方針について述べる前に、日本のこれからのシード、スタートアップ、アーリーの公的支援のあり方の有力なモデルになる可能性が高いアメリカのベンチャー支援政策である SBIR⁵³に関してその概略を述べる(日本でもアメリカの SBIR をもとに類似の制度は導入されてはいるが、その内容はアメリカの SBIR とは大きく異なるものとなっている。詳しくは第4章-3節で後述する。)。SBIR とは 1982 年
- 15 にアメリカで The Small Business Innovation development Act of 1982 をもとにベンチャー企業の支援策として導入された制度である。本制度の目的は、「アメリカにおけるハイテクベンチャー企業が提案する研究開発プロジェクトのうち、優れた商業化の可能性と開発リスクの高いプロジェクトの事業化を支援し、当該ベンチャー企業の育成を図ること」⁵⁴である。本制度は、農務省、商務省、国防総省、教育省、エネルギー省、保健福祉省、国土安全保障省、運輸省、環境庁、NASA、国立科学財団の 11 省庁と幅広い分野から構成されている。各省庁は、次節で後述するような特徴的統
- 20 一的な取り決めの範疇で各々のプロジェクトを実行する。SBIR はアメリカにおけるベンチャー企業(特にハイテクベンチャー企業)の資金調達面で大きな貢献を果たしてきた。たとえば、『2008 年に行われた全米研究評議会では、アメリカにおける技術ベンチャー企業の 20%以上は SBIR を利用し創設され、それら技術ベンチャー企業のうち3分の2以上は SBIR なしでは創業できなかった』⁵⁵と
- 25 報告された。

第7章-2節 アメリカ版 SBIR の概要

本節では、前述した SBIR がなぜこれだけの成果を収めるに至ったのか、その要因を述べる。

⁵³ 正式名称は Small Business Innovation Research である。

⁵⁴ 野村総合研究所(1998)『新産業創出の起爆剤・日本版 SBIR』p37

⁵⁵ 山口栄一(2015)『イノベーション政策の科学 SBIR の評価と未来産業の創造』p18

1つ目の要因としては、SBIRの予算制度である。本制度では、外部委託研究・開発予算(extramural research budget)が1億ドル以上の省庁は外部委託研究・開発予算の2.9%を本制度に割り当てることが義務化されている。この義務化により、前述の11省庁はSBIRに参加するに至っている。また、この義務化には具体的な数値が盛り込まれているため、SBIRの予算を安定させる

5 要因となっている。これは継続的かつ安定的なベンチャー企業支援に貢献していると言える。

2つ目の要因としては、ベンチャー企業に対する支援制度にある。SBIRの支援枠組みは3段階に分けられている。各段階の目的は以下の通りである第1段階は「チーム作りやビジネス・モデル作りをするとともに、アイデアの実現可能性を探索する」⁵⁶段階、第2段階は「技術の商業化を試みる」⁵⁷段階、第3段階は「実際に技術を商業化してイノベーションを成就させる」⁵⁸段階である。

10 各段階における具体的な内容は以下の通りである。第1段階では、対象者へ Awardと言われる交付金が支給される。Awardは『グラント(Grant)とコントラスト(Contrast)の2つのタイプから構成されており、グラントはまさに Award すなわち賞金と言えるものであり、中間報告と最終報告のみ』⁵⁹が要求される。他方、コントラストとは『業務委託契約であり、細かな支出のチェックと絶え間ない報告』⁶⁰が要求される。通常の場合、第1段階では Awardは6ヶ月で15万ドルを超えないようにする

15 ことになっている。第2段階でも対象者に Awardは支給される。しかし、対象者は第1段階で Awardを受けたもののみで限定される。また、第2段階における Awardの額は第1段階で達成された実績と第2段階で対象者より提案された科学的・技術的利点や商業上の潜在的可能性に基づくものとされている。通常対象者への Awardは2年で100万ドルを超えないようにすることになっている。第3段階では本制度からの Awardの支給はなくなる。加えて、『連邦政府や州政府から

20 SBIRの助成金を調達するか、ベンチャーキャピタルなどの民間から資金調達すること』⁶¹が義務となっている。この義務を本制度で盛り込んでいる理由は、『第3段階でこの義務が果たせないようなベンチャー企業であればいずれにせよ支援を継続するべきでない』⁶²という考えに基づいている。しかし、国防省やエネルギー省などの場合は、制度対象者が生み出した新製品を各省庁が政府

⁵⁶山口栄一(2015)『イノベーション政策の科学 SBIR の評価と未来産業の創造』p16

⁵⁷同上

⁵⁸同上

⁵⁹山口栄一(2015)『イノベーション政策の科学 SBIR の評価と未来産業の創造』p9

⁶⁰同上

⁶¹山口栄一(2015)『イノベーション政策の科学 SBIR の評価と未来産業の創造』p51

⁶²同上

調達して、強制的に市場を生み出す支援を行うこともある。また、政府調達が行われなかった場合は各省庁がベンチャー企業に民間のベンチャーキャピタルなどを紹介して新たな資金調達先の斡旋などの支援をすることもある。第3段階では、Award は無くなり、義務も生ずるが支援が無くなる訳ではない。その分の新たな支援も行われている。

- 5 SBIR は支援の枠組みを3段階に分けることにより、各成長段階のベンチャー企業に適した支援を可能としている。第1段階はその目的から、まだ具体的な商業活動を行わず利益も生み出せず、模索をしているシードのベンチャー企業の運転資金として有効である。第2段階ではその目的から、研究開発、製品開発、サービス開発や販路の模索をし、シードよりも多くの資金を必要とするスタートアップのベンチャー企業にとって有効であると言える。最大2年間で 100 万ドルのという高額
- 10 な Award の支給を可能とすることもこの成長段階のベンチャー企業にとって大きな助けとなっていると言える。第3段階では Award の支給は無くなり、義務も生じる。その代わりとして上記2つ(政府調達、新たな資金調達先の斡旋)の支援を行う。これら2つの支援はさらなる成長を望み、まだ市場の開拓ができず、新製品の販路確保に苦戦を強いられるベンチャー企業にとっては大きな助けとなっている。さらに、ベンチャー企業がいつまでも政府からの資金援助に頼ることなく、自ら自立
- 15 して次の成長段階に進む助けともなっている。

第7章-3節 日本版 SBIR の概略と課題

本節では、前節まで述べてきたアメリカの SBIR をもとに日本のシード、スタートアップ、アーリーにおけるベンチャー企業の公的支援のあり方について述べる前に、日本の SBIR⁶³についてその概略及び課題を述べる。

- 20 アメリカ版 SBIR をモデルとし、日本版 SBIR は 1998 年に施行された新事業促進法をもとに 1999 年に導入された。日本版 SBIR の正式名称は中小企業技術革新制度であり、その目的は『中小企業者および事業を営んでいない個人の新たな事業活動の促進』⁶⁴ である。なお、日本版 SBIR では、制度への参加は任意であり、総務省、文部科学省、厚生労働省、農林水産省、経済産業省、国土交通省、環境省が現在参加している。日本でこの制度が誕生した背景としては、バブル経済
- 25 崩壊後に日本経済が低迷しているなか、アメリカは経済成長を続けていたことがあげられる。日本政府は日本と対照的なアメリカの好調な経済成長の要因の1つにベンチャー企業の創業の多さと

⁶³本稿ではこれより、日米の SBIR を区別して述べるため、日本の SBIR は日本版 SBIR、アメリカの SBIR はアメリカ版 SBIR と表記する。

⁶⁴中小企業庁「中小企業庁:FAQ「SBIR(中小企業技術革新制度)について」」
(http://www.chusho.meti.go.jp/faq/faq/faq07_sbir.htm)

彼らの活況があるとし、アメリカ版 SBIR のようなベンチャー企業を支える制度が日本経済復興の鍵であると考え日本版 SBIR を導入した。

しかしながら、日本版 SBIR はアメリカ版 SBIR のようにベンチャー企業の資金調達の大きな助けとはなっていないのが現状であり、制度改革が必要な状況となっている。

- 5 前節のアメリカ版 SBIR の特徴と日本版 SBIR を比較すると以下の問題点があげられる。
- 1つ目に、日本版 SBIR はアメリカ版 SBIR と異なり予算に関して具体的な取り決めがなされていないことがあげられる。日本では、「毎年、中小企業向け支出目標額を閣議決定」⁶⁵しているに過ぎない。これはアメリカ版 SBIR のように継続的かつ安定的なベンチャー企業支援を行うことを妨げる要因となっている。
- 10 2つ目に、日本版 SBIR にアメリカ SBIR 版のような統一的な支援制度の枠組みがないことがあげられる。日本版 SBIR の具体的支援策は『毎年、関係省庁の所管する研究開発のための補助金、委託費、助成金等のうち、「中小企業者等に交付することができ、その成果を利用した事業活動が行えるもの」などの制度の基本方針に沿ったもの』⁶⁶を選んでいるに過ぎない。つまり、日本版 SBIR では、アメリカのように SBIR のために作られたプロジェクトがあるというよりは既存の制度に SBIR と後付けしているのが実態である。このため、『日本版 SBIR の交付金は 精算払いが多く、会計審査院も厳しいゆえ、アメリカ版 SBIR のように Award と呼ぶには程遠いもの』⁶⁷となってしまう。
- 15 20 適した支援が困難な状況にあると言える。

第7章-4節 シード、スタートアップ、アーリーにおける公的支援のあり方への提言

本節では、前節までの流れを踏まえシード、スタートアップ、アーリーにおける日本のベンチャー企業の資金調達における公的支援のあり方について述べる。本稿では、公的支援のあり方について日本版 SBIR の規模を拡大し、よりアメリカ版 SBIR のように統一的枠組みの中でベンチャー企

⁶⁵ 野村敦子(2014)「わが国ベンチャー支援策の実効性を高めるポイント」

(<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7537.pdf>) p9

⁶⁶ 中小企業庁「中小企業庁:FAQ「SBIR(中小企業技術革新制度)について」」

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

⁶⁷ 山口栄一(2015)『イノベーション政策の科学 SBIR の評価と未来産業の創造』p20

業を支援することを提言する。現在、アメリカ版 SBIR のように大規模にベンチャー企業を成長段階別に支援する枠組みはほとんど無い(『唯一、経済産業省所管の新エネルギー・産業技術総合開発機構が実施している新エネルギーベンチャー技術革新事業が2段階選抜方式である』⁶⁸)。そのため、創業間も無いベンチャー企業の成長を継続的に手厚く支援することが困難な状況にある。

- 5 日本で、ベンチャー企業がより成長しやすい環境を整備するためにこの状況は打開すべきである。第7章-2節でも述べたようにアメリカ版 SBIR はそのための有効なモデルと考えられる。以下は、アメリカ版 SBIR をモデルとした今後の日本版 SBIR の具体的提言である。

まずは、日本版 SBIR の予算制度に具体的数値目標を盛り込むべきである。これによりアメリカ版 SBIR のように継続的かつ安定的にベンチャー企業を支援する予算の確保ができる。本来であれば、

- 10 ば、アメリカ版 SBIR のように、予算の拠出に関して義務化をすべきである。しかし、日本版 SBIR がアメリカ版 SBIR のように義務化できなかった背景に日本固有の予算制度、財政制度の問題があるため、本稿ではあくまで支出目標額を盛り込むことを提言する。

次に、日本版 SBIR で使われる関係省庁の制度を毎年選ぶのではなく、永続的のものとして指定することを提言する。これにより、継続的で安定的なベンチャー企業支援が可能となる。

- 15 次に、アメリカ版 SBIR のように支援の枠組みを3段階に分けることを提言する。これにより、ベンチャー企業のそれぞれの成長段階に適した支援が可能となる。ただし、いきなりアメリカ版 SBIR のように Award なるものを用意するのは現実的とは言えない。そのため、当分は日本版 SBIR として指定した関係省庁の制度を順次 Award と類似したものに変えていくことが現実的と言える。指定した制度の予算によっては、Award を用意することが難しい場合も想定できる。その場合は、超低金利
20 融資、無利子での融資、資本制ローンを使いベンチャー企業の負担がなるべく少なくすむ支援を行うべきである。

25

⁶⁸山口栄一(2015)『イノベーション政策の科学 SBIR の評価と未来産業の創造』pp20-21

第8章 ミドルにおける公的支援のあり方

本章では、前章に引き続きベンチャー企業の資金調達における公的支援のあり方について述べる。本章では、ミドルのベンチャー企業の公的支援について述べる。

本稿では、ミドルのベンチャー企業の公的支援として、ベンチャー企業が円滑に資金調達を行えるための機会の構築を提言する。

前章で述べた公的支援はベンチャー企業への直接的資金援助が中心であった(アーリーに関しては、市場の創出やベンチャーキャピタルなどの仲介もある)。ミドルにおけるベンチャー企業はすでに、事業が順調に進み、利益を生み出し始めている段階にある。この段階のベンチャー企業が必要とする多額の資金を国が前章で述べたように直接援助するのは現実的ではない。加えて、この段階のベンチャー企業であれば自力で資金調達を行うことは、ミドルまでの成長段階と比べ容易と考えられる。だが、やはり伝統や信用力が少ないベンチャー企業に対して投資や融資の話がベンチャーキャピタルや金融機関から舞い込むのは容易なことではない。したがって、国はミドルのベンチャー企業がさらなる成長ができるように直接資金援助を行うのではなく彼らがより、投資や融資を受けやすい機会を構築するべきである。

具体的には、国が主催するベンチャー企業とベンチャーキャピタルや金融機関とのマッチングの場の提供である。実は、このような取り組みはもうすでにベンチャー創造協議会により行われている。この組織は、2014年に経済産業省が主導しつくられた組織である。しかし、その目的はあくまでベンチャー企業の創造の促進にある。ある程度成長し、かつさらなる成長を望むミドルのベンチャー企業にとっては必ずしも適切とは言えない。ミドルのベンチャー企業がさらなる成長を可能にするためにもベンチャー創造協議会はより成長途中にあるベンチャー企業のためのマッチングイベントの開催なども視野に入れるべきである。

25

30

おわりに

本稿ではベンチャー企業が行う資金調達について、民間から行う資金調達と政府から行われる公的支援の2つに大別した。さらに資金調達の方法を直接金融と、間接金融に分類した。直接投資では、投資主体となるエンジェル投資家とクラウドファンディング、ベンチャーキャピタルそれぞれに課題と提言を述べていった。

5

エンジェル投資家について、日本のエンジェル投資家の数、年間投資額、個人投資家における構成割合がそれぞれ他国に比べ低いという現状があり、またそれに対し本稿は、医療費負担の軽減という優遇措置 C の追加、外部からの投資要件の廃止というエンジェル税制の一新を提言とした。

10 クラウドファンディングでは投資型に焦点をあて、クラウドファンディングプラットフォーム運営業者による掲載企業や事業に関する厳格な審査が必要と考えた。そこで、金融庁や日本証券業協会の主導でプラットフォーム運営者に対して統一的審査基準の規格の策定を提案した。

米国のように多くのベンチャーキャピタルが多くのベンチャー企業に投資を可能にするため、Exitの方法を IPO のみならず、既存の大企業によるベンチャー企業の M&A を促進していくことを提案した。そのためには、自社研究・開発のみという状況から、ベンチャー企業の買収による技術の取り入れなどの、日本の大企業の研究開発文化の変化が必要であると考えた。

15 間接金融においては、金融機関の社員のコンサルティング等の審査能力の向上を付随したリレーションバンキングの促進と、ベンチャー企業が有する知的財産を担保とする知的財産権担保融資を提案する。

20 公的支援については、日本版 SBIR 制度をより本家米国に近づけたものとし、更に起業したベンチャー企業が大きく成長していくために機会の構築を公的支援が起点となって行うべきであると考えた。

これからもより国際化していく市場経済において、日本がより発展していくためには革新的技術を持ったベンチャー企業の成長は欠かせないものであり、そのためにはより多くのベンチャー企業により多くの資金が回っていくことが求められる。更なるベンチャー企業の誕生、ひいては日本経済の発展を願いこの論文を閉じたいと思う。

25

30

参考文献

- ・日本政策金融公庫(2015)「第 185 回 信用保証利用企業動向調査結果の概要」
(<https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/hosyouyouyaku185.pdf>) (2016 年 10 月 22 日閲覧)
- ・三菱 UFJ 信託銀行(2015)「クラウドファンディングとその特性」
5 (http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201509_1.pdf) (2016 年 10 月 22 日閲覧)
- ・大和総研(2013)「英国のエンジェル税制導入の効果」
(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130612_007304.pdf) (2016 年 10 月 20 日
閲覧)
- ・Impact Economy(2014)「社会的インパクトを投資可能にする」
10 (<http://www.spf.org/publication/upload/%E7%A4%BE%E4%BC%9A%E7%9A%84%E3%82%A4%E3%83%B3%E3%83%91%E3%82%AF%E3%83%88%E3%82%92%E6%8A%95%E8%B3%87%E5%8F%AF%E8%83%BD%E3%81%AB%E3%81%99%E3%82%8B0428-2.pdf>) (2016 年 10 月 22 日閲覧)
- ・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 エンジェル投資家を
中心としたベンチャーエコシステムについて」
15 (http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf) (2016 年 10 月 22 日閲覧)
- ・経済産業委員会 上原 啓一(2007)「中小企業における資金調達の課題」
([http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.p
df](http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf)) (2016 年 10 月 25 日閲覧)
- ・中小機構(2016)「ビジネス Q&A」(<http://j-net21.smrj.go.jp/well/qa/entry/Q0905.html>) (2016
20 年 10 月 26 日閲覧)
- ・野村総合研究所(2016)「平成 27 年度起業・ベンチャー支援に関する調査 起業家精神に関す
る調査」(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000285.pdf) (2016 年 10 月 22 日閲覧)
- ・みずほ総合研究所(2011)「ベンチャー税制改革の方向性」([http://www.mizuho-
ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r110501tax.pdf](http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r110501tax.pdf)) (2016 年 10 月 22 日閲覧)
- 25 ・株式会社三菱総合研究所(2016)『平成 27 年度産業経済研究委託事業「ABL の現状、普及促
進に向けた課題及び債権法改正等を踏まえた産業金融における実務対応の調査検討」報告
書』
(http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000923.pdf) (2016 年 10 月 20 日閲覧)
- ・信用中央金庫(2016)『信用金庫の事業性評価をバージョンアップするツール ～ 切れ目のな
30 い『事業丸ごと評価』に向けて ～』

- (<http://www.scbri.jp/PDFkinyuchousa/scb79h27s26.pdf>) (2016年10月20日閲覧)
- ・株式会社 東京商工リサーチ(2015)『年間 全国企業倒産状況』
(http://www.tsr-net.co.jp/news/status/yearly/2015_2nd.html)
(統計データ: 中小企業庁(2016) <http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/tousan/>) (2016年10月21日閲覧)
 - 5 年10月21日閲覧)
 - ・日本銀行(2015)『全国企業短期経済観測調査 主要時系列統計データ表(四半期)の「全国短観・判断項目(資金繰り)(2015)」
(<https://www.boj.or.jp/statistics/tk/yoshi/tk1509.htm/>) (2016年10月25日閲覧)
 - ・金融庁(2015)『地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート調査結果等の概要』
(<http://www.fsa.go.jp/news/27/ginkou/20150821-2/01.pdf>) (2016年10月23日閲覧)
 - 10 アンケート調査結果等の概要』
 - ・鮫島正洋(2015)『中小企業・知財戦略支援の現場にて』
(http://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/kensho_hyoka_kikaku/tf_chihou/dai3/sameji_mahaifusiryou.pdf) (2016年10月23日閲覧)
 - 15 ・三菱UFJリサーチ&コンサルティング(2015)『中小企業が融資を受ける際の知財の活用方法』
(<http://www.inpit.go.jp/content/100639461.pdf>) (2016年10月24日閲覧)
 - ・特許庁(2015)『特許料金等の改訂について』
(https://www.jpo.go.jp/shiryou/toushin/shingikai/pdf/tizai_bunkakai_06_paper/09.pdf) (2016年10月23日閲覧)
 - 20 ・特許庁(2014)『中小企業における知財活動状況』
(http://www.jpo.go.jp/shiryou/toushin/kenkyukai/pdf/chusho_chizai_shien_haifu01/shiryou05.pdf) (2016年10月25日閲覧)
 - ・川瀬真 原謙一(2014)『知的財産権を用いた資金提供・調達に関する実施調査の結果と今後のあり方について』
(<http://kamome.lib.ynu.ac.jp/dspace/bitstream/10131/8853/1/23-1-2.pdf>) (2016年10月23日閲覧)
 - 25 日閲覧)
 - ・山口省蔵(2014)『ABL等の活用とリスク管理のポイント』
(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/rel150216f.pdf) (2016年10月23日閲覧)
 - ・金融調整官(2013)『地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート調査結果』
(<http://www.fsa.go.jp/news/27/ginkou/20150821-2/01.pdf>) (2016年10月23日閲覧)
 - 30 に関するアンケート調査結果』

- (<http://tokai.mof.go.jp/content/000069821.pdf>) (2016年10月23日閲覧)
- ・経済産業省(2013)『知的資産経営評価融資の考え方』
(http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/0409_1_dai1sho_kanngaekata.pdf) (2016年10月24日閲覧)
- 5 ・特許庁(2013)『特許庁(2013)『平成25年度中小企業等知財支援施策検討分析事業(中小企業の知的財産活動に関する基本調査)報告書』
http://www.jpo.go.jp/shiryou/toushin/chousa/h25_chusho_chizai.htm
(報告書:http://www.jpo.go.jp/shiryou/toushin/chousa/pdf/h25_chusho_chizai/03.pdf)
(中小企業における特許権、実用新案権及び意匠権の所有・使用状況:
- 10 http://www.jpo.go.jp/shiryou/toushin/chousa/pdf/h25_chusho_chizai/shiryou02.pdf
(アンケート調査結果:
http://www.jpo.go.jp/shiryou/toushin/chousa/pdf/h25_chusho_chizai/shiryou03.pdf)
- ・諏訪野大(2012)『知的財産と信託-課題と展望』
(https://www.iip.or.jp/summary/pdf/detail03j/15_20.pdf) (2016年10月22日閲覧)
- 15 ・中小機構(2011)『地域ベンチャーファイナンスに関する調査研究』
(http://www.smrj.go.jp/keiei/dbps_data/_material/_b_0_keiei/chosa/pdf/tiikiventure.pdf) (2016年10月22日閲覧)
- ・帝国データバンク(2011)『平成22年度ベンチャー企業による資金調達の実態に関する調査 調査報告書』
- 20 (<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/h22fysikintyoutatsu.pdf>) (2016年10月22日閲覧)
- ・土生哲也(2008)『知的財産による資金調達』
(<http://www.ipv.jp/data/documents/ipm0811.pdf>) (2016年10月23日閲覧)
- ・経済産業省(2007)『知的財産の流通・資金調達事例調査報告 第3章 資金調達』
(http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/IP-circulation_finance/finance.pdf) (2016年10月23日閲覧)
- 25 ・村本孜(2007)『リレーションシップ・バンキングの充実に向けてーソフト情報としての知的資産経営ー』
(<http://www.scbri.jp/PDFkinyuukenyuukai/04ronbunmuramoto.pdf>) (2016年10月23日閲覧)

- ・丸島儀一(2007)『知的財産権価値評価ガイドライン(第1号)の公表と 知的財産価値評価推進センターの活動紹介』
(https://www.jpaa.or.jp/activity/publication/patent/patent-library/patent-lib/200701/jpaapatent200701_006-064.pdf) (2016年10月19日閲覧)
- 5
 - ・後藤陽子(2007)『資金調達手法～証券化を中心に』
(https://www.jpaa.or.jp/activity/publication/patent/patent-library/patent-lib/200704/jpaapatent200704_083-089.pdf) (2016年10月21日閲覧)
 - ・野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部(2006)『米国における知的財産証券化への取り組みと日本への示唆』
- 10
 - (http://www.nri.com/jp/opinion/kinyu_itf/2005/pdf/itf20050106.pdf) (2016年10月23日閲覧)
 - ・住谷宏(2006)『リレーションシップバンキング政策の問題点』
(<https://www.toyo.ac.jp/uploaded/attachment/2926.pdf>) (2016年10月27日閲覧)
 - ・金融庁(2005)『地域密着型金融の機能強化の推進に関する アクションプログラム』
(<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/ginkou/f-20050329-4/01.pdf>) (2016年10月22日閲覧)
- 15
 - ・信金中央金庫(2004)『知的財産権担保融資の概要』
(<http://www.scbri.jp/PDFkinyuchousa/scb79h16s06.pdf>) (2016年10月23日閲覧)
 - ・知財研紀要 渡辺宏之(2004)『資産流動化対象資産としての知的財産』
(https://www.iip.or.jp/summary/pdf/detail03j/15_20.pdf) (2016年10月20日閲覧)
 - ・知的財産政策室(2003)『知的財産の流通・流動化の 制度的支援策』
- 20
 - (<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g31016b50j.pdf>) (2016年10月20日閲覧)
 - ・金融庁(2003)『リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム』
(<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/ginkou/f-20030328-2/01.pdf>) (2016年10月21日閲覧)
 - ・中小企業庁(2002)『メインバンクにメインバンクから貸してもらえなかった企業の割合(従業員規模別)～規模が小さい企業は貸してもらえない～』
- 25
 - (<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H15/Z02-03-03-00.htm>) (2016年10月22日閲覧)
 - ・中小企業庁(1999)『中小企業貸し渋り対策等の推進』
(<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H11/04-02-01.html>) (2016年10月22日閲覧)
- 30
 - ・閣議決定(1998)『中小企業貸し渋り大綱』

- (<http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/980902tusan.html>) (2016年10月22日閲覧)
- ・富山綜合法務事務所
 - (<http://finance.office-tomiya.com/22.html>) (2016年10月22日閲覧)
 - ・日本経済新聞(2016/1/21、2016/3/20、2016/3/21、2016/3/24、2016/3/30、2016/05/31、
- 5 2016/7/20) (2016年10月20日閲覧)
- ・日本産業新聞(2016/06/15) (2016年10月20日閲覧)
 - ・日経ヴェリタリス(2016/09/18) (2016年10月20日閲覧)
 - ・加藤洋輝 櫻井駿『決定版 Fintech 金融革命の全貌』2016年 東洋経済新報社
 - ・中小企業庁「中小企業庁:FAQ「SBIR(中小企業技術革新制度)について」
- 10 (http://www.chusho.meti.go.jp/faq/faq/faq07_sbir.htm) (2016年10月3日閲覧)
- ・三菱UFJ信託銀行「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(2016年10月20日閲覧)
 - ・日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/056.pdf>(2016年10月25日閲覧)
- 15
- ・野村敦子(2014)「わが国ベンチャー支援策の実効性を高めるポイント」
 - (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7537.pdf>) (2016年10月28日)
 - ・早稲田大学大学院商学研究科松田修一研究室(2011)「日本のイノベーション2 ベンチャー支援ダイナミズム」白桃書房
- 20
- ・金 炫成(2013)「日本と韓国のベンチャー企業」青山社
 - ・中島真志(2015)『入門企業金融論』東洋経済新報社
 - ・中島真志(2015)『入門 企業金融論』東洋経済新報社
 - ・ベンチャープライズセンター(2015)『ベンチャー白書(2015)ベンチャービジネスに関する年次報告(2015年度版)』ベンチャープライズセンター
- 25
- ・土生哲也(2013)『元気な中小企業はここが違う』社団法人金融財政事情研究会
 - ・大村敬一(2010)『ファイナンス論』有斐閣ブックス
 - ・萩原栄 堀田健治 住田洋一(2009)『資金調達の実務ガイドブック』中央経済社
 - ・土生哲也(2008)『よくわかる知的財産権担保融資』社団法人金融財政事情研究会
 - ・東北産業化活性化センター(2008)『ベンチャー企業の資金調達』日本地域社会研究所
- 30
- ・小野有人(2007)『新時代の中小企業金融』東洋経済新報社

- ・安達巧 長島弘(2007)『ベンチャー企業のファイナンス戦略』白桃書房
- ・藪下史郎 武士俣友生(2006)『中小企業金融入門』東洋経済新報社
- ・山口栄一(2015)『イノベーション政策の科学 SBIR の評価と未来産業の創造』東京大学出版会
- ・野村総合研究所(1998)『新産業創出の起爆剤・日本版 SBIR』野村総合研究所