

令和元年度 証券ゼミナール大会

第1 テーマ

「国内非上場企業の資金調達について」

関西学院大学

岡村ゼミナール 岩橋班

目次

	はじめに	4
	第1章 非上場企業について	5
5	第1節 非上場企業の位置づけ	5
	第1項 非上場企業の定義と意義	5
	第2項 非上場企業の特徴	5
	第2節 非上場企業の切り口	5
	第1項 規模の切り口	6
10	第2項 性質の切り口	6
	第2章 企業規模と資金調達のあり方	7
	第1節 資金調達環境について	7
	第1項 金融取引における情報の非対称性	7
	第2項 資金調達環境の現状	7
15	第2節 規模に応じた資金調達手段	9
	第1項 直接金融	9
	第2項 間接金融	10
	第3項 信用補完	14
	第3節 資金調達の望ましいあり方と課題	16
20	第1項 資金調達の望ましいあり方	16
	第2項 資金調達の課題	16
	第3章 企業の性質と資金調達のあり方	18
	第1節 資金調達環境について	18
	第1項 資金調達の特徴	18
25	第2項 資金調達の現状	19
	第2節 性質に応じた資金調達手段	20
	第1項 シード期	21
	第2項 アーリー期	25
	第3項 エクспанション期	29

	第4項	レーター期	32
	第3節	性質に応じた資金調達の望ましい在り方と課題	34
	第1項	資金調達の望ましい在り方	34
	第2項	資金調達の課題	36
5	第4章	望ましい在り方に向けての方策	36
	第1節	中小企業の資金調達における提言	37
	第1項	金融 EDI 情報を用いた API 共通基盤の作成・活用	37
	第2項	協調融資による ABL の推進	39
	第3項	リスクアペタイトフレームワークの構築	40
10	第2節	ベンチャー企業の資金調達における提言	43
	第1項	VC によるエンジェルネットワークの活用	43
	第2項	ベンチャー企業の知財戦略への提言	45
	おわりに		48
	参考文献		49

はじめに

2019 年 5 月 1 日、平成の時代が終わり令和へと元号を変え、新たな時代を迎えた。日本経済は近年、アベノミクスやオリンピック開催に向けたインフラ整備等により「失われた 20 年」と言われるデフレから脱却の兆しを見せ、

- 5 足下では緩やかな回復軌道を辿っている。また、「未来投資戦略」、「日本再興戦略」では生産性の向上やイノベーションの創出を目指し、日本企業に対して多様な支援を行っている。一方、少子高齢化の加速、労働力人口の減少による生産力低下といった問題に直面している今日の日本では、2019 年 10 月より消費税の増税、2020 年のオリンピック後の景気低下の恐れ等、懸念材料も存在する。
- 10

日本企業は上場企業と非上場企業に大別されるが、全企業数 400 万社のうち、上場企業はわずか 4000 社程と非上場企業が大半を占め、日本経済の持続的発展には非上場企業の成長が必要不可欠である。しかし、非上場企業には

- 「資金調達」の面で多くの課題が存在する。非上場企業の大半を占める中小企業は、大企業と比較して公募による証券市場からの資金調達を行えない、金融取引に必要な情報を生産するにあたってコストが割高になる等の制約があるため、それらが資金調達の手段やその金額に影響をもたらす。加えて非上場企業には大小様々な企業が存在し、規模や性質といった切り口で資金調達の課題や最適な方法もそれぞれ異なる。
- 15

- そこで、本稿では第 1 章で非上場企業の現状分析を行う上で定義と意義、特徴を確認し、非上場企業の切り口について述べる。第 2、3 章では第 1 章で提示した企業の切り口から資金調達の現状、課題と資金調達方法や資金調達における望ましいあり方を整理する。その上で第 4 章では、望ましい資金調達の方策について提言する。
- 20

第1章 非上場企業について

非上場企業において、企業規模や性質の違いによって適した資金調達方法や環境が異なる。そこで本章では非上場企業の位置づけについて、定義や意義、特徴を確認し、規模や性質の切り口から分析を行う。

5

第1節 非上場企業の位置づけ

第1項 非上場企業の定義と意義

非上場企業とは、上場企業から非公開化した企業と未上場企業をさす。その中には、小規模企業から大企業まで様々な規模の企業が存在する。今回、非上場企業の定義は趣旨文に則る。

10

非上場企業は日本企業の大半を占めているため¹、日本経済において重要な役割を担っている。具体的には、非正規社員や外国人労働者等の「多様な就業機会の提供」が挙げられる。さらに、地域の産業集積、商業集積の中核をなす存在であり、「地域経済の活性化」を果たす。また既存企業に比べて大きなビジネスリスクをとり、事業に挑戦する企業による「新規産業の創出」、技術や需要に合わせた新規参入企業等の台頭による「市場競争の活発化」が期待される。

15

第2項 非上場企業の特徴

非上場企業の株式は、証券取引所において自由に売買することができない。そのため、上場企業に比べて株式や社債の流動性は低く、第三者割当や公募での資金調達は限定的となる。上場審査を受ける際や上場規定にある有価証券報告書の適時開示等における情報生産の観点からみても、貸し手と借り手間の情報の非対称性は大きくなる。

20

25

第2節 非上場企業の切り口

本節では、規模と性質の観点から分析を行う。

¹ 経済産業省(2015) p.7

第1項 規模の切り口

非上場企業はその規模によって大別され、資金力や資金繰りに違いが生じる。そこで我々は、中小企業を中小企業基本法第2条第1項の規定に基づいて定義する。

5

【図表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	常時雇用する従業員	常時雇用する従業員
製造業・建設業・運輸業・ その他の業種	3億円以下	300人以下	20人以下
卸売業	1億円以下	100人以下	5人以下
サービス業	5,000万円以下	100人以下	5人以下
小売業	5,000万円以下	50人以下	5人以下

出典：中小企業庁（2019）「中小企業白書」p.10 より筆者作成

- 10 大企業は社会的信用力や内部資金を多く保有するため、資金調達手段を安定的に行うことができる。それに比べ、非上場企業の大半を占める中小企業は内部資金を十分に保有していないため、外部からの資金調達が重要となる。また、中小企業の資金調達環境を改善することで、非上場企業の代表的な役割ともいえる就業機会を高め、地域経済の活性化へとつながることが期待される。
- 15 次章以降では資金調達方法の現状分析を行い、課題の整理と提言を行う。

第2項 性質の切り口

- 「未来投資戦略2018」では、非上場企業の中でも成長性の高い企業に資金の供給を行うことが推奨されている。しかし、成長性の高い新興企業は事業リスクが高く、担保もほとんど所持していないために、融資による資金調達が難しい。そこで我々は、新しい技術・ビジネスモデルを中核として急速な成長を目指す新興企業を「ベンチャー企業」と定義する。近年、増加するベンチャー企業の資金調達方法を改善することで、新規産業が創出することにより市場競争の活発化につながることが期待される。
- 20

ベンチャー企業においても、中小企業と同様に資金調達方法の現状分析を行い、課題の整理と提言を行う。

5 第2章 企業規模と資金調達のあり方

本章では、資金調達環境の現状を分析し、規模に応じた資金調達手段について確認する。その後、資金調達の望ましい在り方と課題を述べる。

第1節 資金調達環境について

10 本節では、金融取引上で存在する情報の非対称性について分析を行った後、現状を整理する。

第1項 金融取引における情報の非対称性

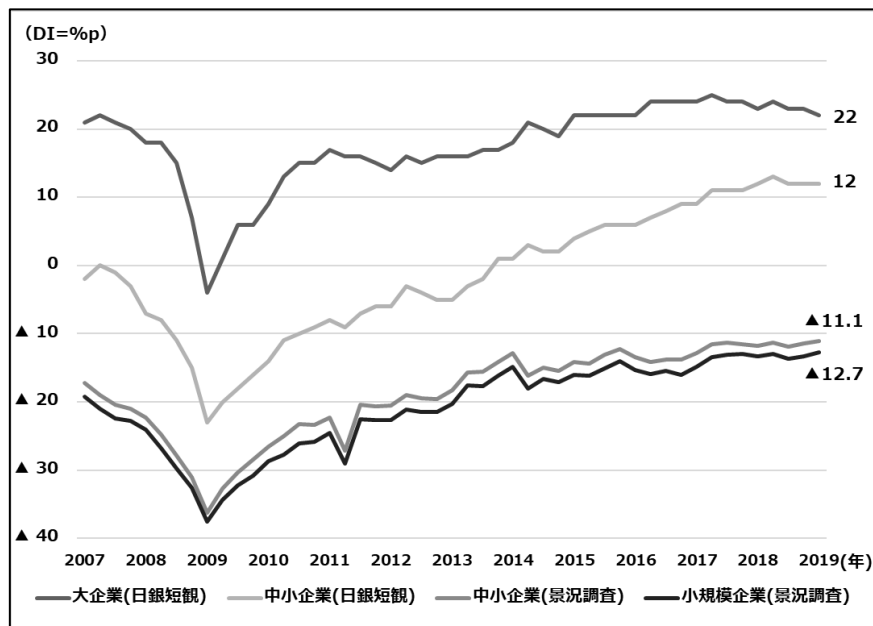
15 貸し手と借り手との間では、保有している情報に格差が存在している。貸し手が借り手に関する情報を十分に保有していないと、資金提供が行われにくくなり、取引条件が厳しくなる等の問題が生じる。特に、非上場企業は有価証券報告書を提出する義務がなく、上場企業に比べて情報の生産が行われにくい。加えて、非上場企業の中でも中小企業は会計監査も義務付けられていないため、情報の非対称性がより大きくなりやすい。

20 貸し手による情報生産に関しては、資金調達額が少なくなるほど情報生産コストが割高となり、規模の経済性の面でも不利になる。従って、大企業に比べて中小企業の方が金利等の資金調達コストが割高になる等、資金調達環境が厳しくなりやすい。

25 第2項 資金調達環境の現状

日本企業では、2008年のリーマンショックにより資金繰りが悪化した企業が多発したものの、年々改善されている。しかし、図表2の「資金繰りDI」によると、中小企業は大企業に比べ資金繰りが困難な状況にある。

【図表 2】 企業規模別資金繰り DI²



出典：中小企業庁(2019)『中小企業白書』p.15、

日本銀行 HP(2019)「全国企業短期経済観測調査」より筆者作成

5

また、日本経済の問題として、地域の人口減少や高齢化といった構造面での課題があることに加え、現在は日本銀行の異次元緩和によるイールドカーブのフラット化に直面している³。金融機関は預金利鞘や有価証券運用益を中心とした収益構造や従来型の貸出依存型・業容拡大型の経営戦略では維持できない状況にある⁴。さらに、金融機関間での金利競争等による国内の金利水準の低下を受け、貸出収益の減少が起こっている⁵。そのため、金融機関はミドルリスク企業への融資を増やし、貸出量の増加等の取り組みを行っている。現在、金融機関からの融資勧誘の状況でも債務者区分の要注意先で約6割、破綻懸念先でも約4割が勧誘を受けていることから金融機関の積極的な貸出姿勢がみえる⁶。

²景況調査のDIは、前期に比べて、資金繰りが「好転」と答えた企業の割合(%)から、「悪化」と答えた企業の割合(%)を引いたもの。日銀短観のDIは、資金繰りが「楽である」と回答した社数の構成比(%)から、「苦しい」と回答した社数の構成比(%)を引いたもの。

³ 日本銀行(2016) p.12

⁴ みずほ総合研究所(2018) p.10

⁵ 金融庁(2018b) p.2.3

⁶ 金融庁(2018) p.87-88

第2節 規模に応じた資金調達手段

本節では資金調達手段を資金チャネル別に分類し、整理する。また、資金調達の円滑化を図る信用補完について述べる。

5 第1項 直接金融

直接金融は非上場企業の中でも企業規模の大きい企業に用いられ、小規模の企業の利用は限定される。本稿では資金調達方法として代表的な株式と社債に加え、伝統的な方法である企業間信用と、新たな資金調達方法として CDO(債務担保証券)を取り上げる。

10

(1) 株式

株式の追加発行による資金調達、つまり増資は公募を用いることのできない非上場企業にとって容易ではない。そのため増資を行う際は、第三者割当といった縁故者等に対して行われるが多い。2015年5月には非上場株式に一定程度の流動性を付与することを目的に「株主コミュニティ制度」が創設された⁷。なお本制度は、後述するベンチャー企業の Exit の場として用いられる可能性も示唆されている⁸。

15

(2) 社債

社債⁹での資金調達は、公募債と私募債に分かれる。公募債は不特定多数の投資家を対象としている。私募債はさらにプロ私募債¹⁰と少人数私募債¹¹に分かれる。私募債では、有価証券報告書等の情報開示が免除される等、発行資格要件が緩和されている。社債は償還期間が決まっており、満期一括返済が多いため、企業の長期的な資金が調達可能になる。しかし、企業規模の小さい企業は信用

20

⁷ 日本証券業協会 HP

⁸ 日本証券業協会(2019) p.3

⁹ 企業が設備資金や運転資金等を調達する際に発行する債券のことである

¹⁰ 適格投資家を対象とし、銀行や証券会社、保険会社の金融機関が引き受ける私募債。

¹¹ 50人未満を対象とし、取引先や従業員等の縁故者が引き受け、基本的に銀行が仲介しないため財務代理人や引き受けの手数料を必要としない私募債。

力が低いことや一括返済が条件であることにより、社債の活用が限定的となっている。

(3) 企業間信用

- 5 企業間信用とは、企業間の商取引の際に生じる「掛取引」のことである。買い手には買掛金や支払手形が、売り手には売掛金や受取手形が発生する。この仕組みは買い手が売り手から信用を供与されている場合に成り立つ。金融機関の貸出態度により企業間信用の利用は左右され、貸出態度が悪化した際の代替的な資金調達としての側面がある。また近年、電子記録債権やオープン API を
- 10 活用する動きがあり、それらを用いた企業間信用の円滑化が期待される。

(4) CDO(債務担保証券)

- 企業が発行した社債を証券化した CBO(社債担保証券)と、金融機関が企業へ貸し出している貸出債権を証券化した CLO(ローン担保証券)を総称して CDO と
- 15 呼ばれる¹²。CDO では、企業は銀行等の金融機関からの融資を受けた上で、金融機関は貸付債権を SPC(特別目的会社)に譲渡して証券化し、市場で投資家から資金を得る。投資家に販売する際に多数の債権をプールするため、個別債権のリスク分散がなされる。

20 第2項 間接金融

- 間接金融とは最終的な貸し手と借り手の間に、金融機関が介在している資金チャネルのことである。金融機関が仲介することにより、満期変換や資産変換がなされ、企業への資金調達が円滑に行われる。現在、企業規模の小さい企業の資金調達は間接金融が中心である。本項では、間接金融にあたる資金調達方法
- 25 法をリレーションシップバンキング(以下、リレバン)とトランザクションバンキング(以下、トラバン)に分けて述べ、リレバンでは短期継続融資、トラバンでは新しい融資手法であるクレジットスコアリングと ABL について取り上げる。

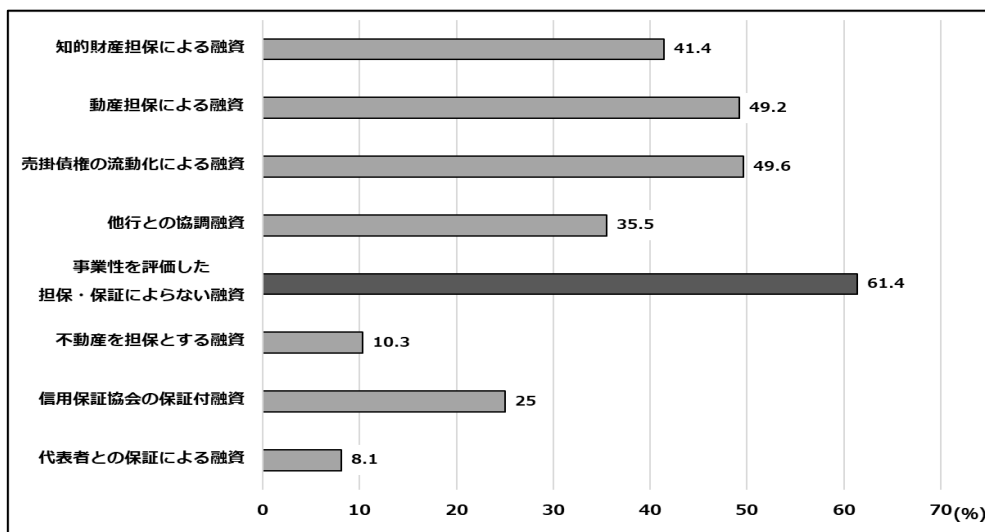
¹² 小宮清孝(2003) p. 90

(1) リレバン

リレバンとは、金融機関と借り手との間で長期的に継続される取引関係の中で、経営者の資質や事業の将来性等についての情報を収集・蓄積し、貸出等の金融サービスを行うビジネスモデルのことである¹³。金融庁(2003)において

5 も、中小企業金融の改善と金融機関の健全性確保・収益性向上を目指して推奨されている。金融機関がリレバンに取り組むことにより、借り手の情報を質的・量的に改善し、情報の非対称性を緩和する。さらに、定量・定性面から融資判断を行うため、経営が安定しにくい中小企業にとっては重要な融資概念である¹⁴。さらにリレバンのメリットとして、景気変動に関わらず貸出金利が平
10 準化されやすいこと、それによる中小企業の事業の長期的な存続を図るインセンティブが挙げられる¹⁵。2014年以降には、リレバンは一部を省き事業性評価と表現され、中小企業の資金供給円滑化が期待されている¹⁶。

【図表 3】金融機関が今後重点を置きたい融資手法



15

出典：中小企業庁(2016)「中小企業白書」p.324より筆者作成

¹³ 金融庁(2003) p. 3

¹⁴ 中小企業庁(2016a) p. 324

¹⁵ 小野有人(2011) p. 101

¹⁶ 金融庁(2014) p. 34

また、図表 3 のように金融機関が今後重点を置きたい融資項目としても挙げられている。金融機関は財務データや担保に依存することなく、企業の事業内容や成長可能性を適切に評価する取り組みが期待されている。

5 (2) トラバン

トラバンとは、金融機関が一時点かつ個々の取引の採算性を重視して融資をする手法のことである。融資実行の可否や条件は、財務諸表や売掛債権等の定量情報に基づいて、信用リスクや資産価値の測定に則した収益性・安全性により決定される。そのため審査の簡素化・迅速化により、貸し手はコストを抑制することができ、借り手は利便性の向上につながる。

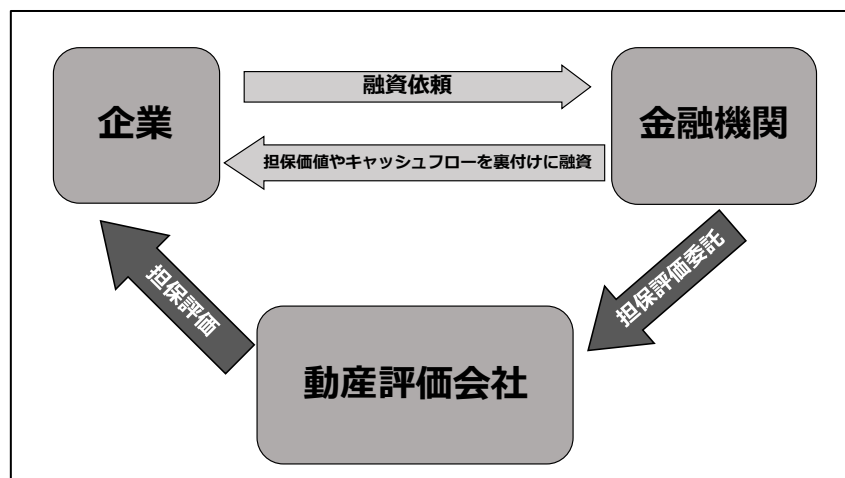
① クレジットスコアリング

クレジットスコアリングとは、信用リスクと関係がある説明変数を用いた計量モデルで評価、融資判断を行う。財務状況や企業属性をスコアリングするため、審査の多くが自動化され、コストを軽減できる。さらに、貸し手側では貸出債権全体としてリスク管理が行われることで、借り手側は迅速に審査が受けられること、担保や個人保証を必要としないというメリットがある。しかし、スコアリングモデルを利用するにあたり、サンプルデータの特性に制約される。そのため、サンプルと借り手との間で乖離が生じる可能性があり、正確性の確保が必要とされる。近年 Fintech の高度化が進み、サンプルデータの質と量の改善によりクレジットスコアリングの拡大が期待される。

② ABL

ABL とは、企業が保有する在庫や売掛債権等を担保とする融資手法である。図表 4 のように、自行に評価ノウハウや管理体制が整備されておらず、外部に評価委託する金融機関も存在する。

【図表 4】 ABL の仕組み



出典：筆者作成

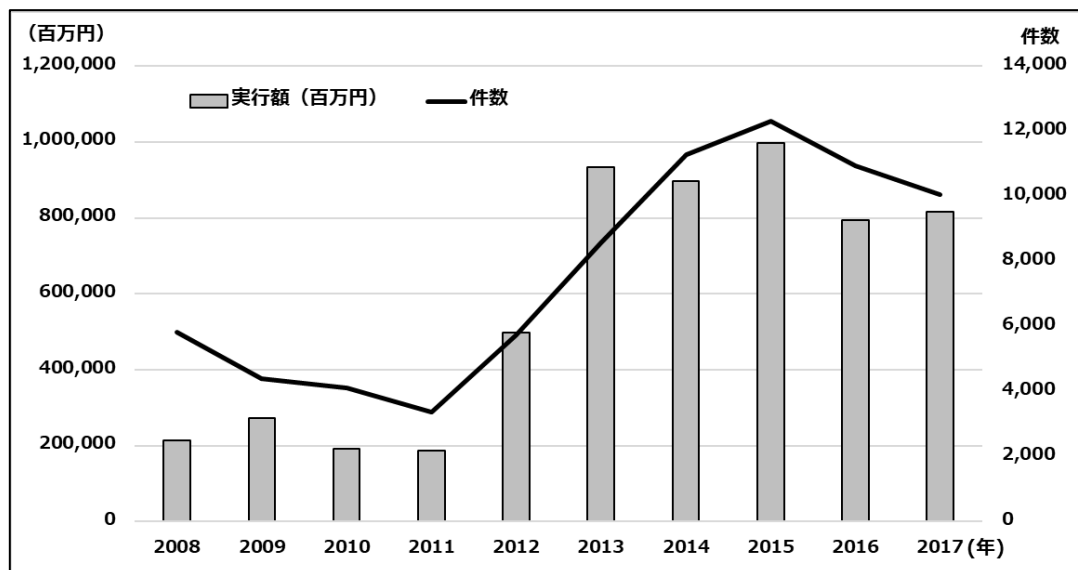
- 5 担保となる動産には、キャッシュフローを創出する在庫等の流動資産に加え、工場内の機械設備や知的財産等の生産財、さらには売掛債権が用いられる。そのため金融機関は、動産を担保にして利用することで、不動産や保証人への依存が抑えられる¹⁷。さらに、定量情報以外に借り手の取引状況といった商流の理解も深まり、情報の非対称性の低減につながる。また、中小企業には不動産
- 10 担保が不足している一方で、売掛債権や在庫、機械設備を保有する企業が多く存在するため、資産の有効活用につながる¹⁸。現在、事業性資産である動産を活用した ABL の意義は高まっている。しかし、ABL を行う上で管理やモニタリングについての体制やノウハウが確立されていないこと等の課題から、ABL の金額・件数は 2011 年から増加傾向にあったものの、2016 年以降は伸び悩んでいる。
- 15 そのため ABL の拡大に向け、2020 年には債権譲渡禁止特約が導入される。さらに法務省は、企業が保有する機械や在庫等の動産を対象とした新たな担保権を創設する検討に入り、ABL の普及を後押しする法的な取り組みも進められている¹⁹。

¹⁷ 経済産業省(2011) p. 4

¹⁸ 経済産業省(2011) p. 7

¹⁹ 日本経済新聞 2019 年 9 月 6 日朝刊付

【図表 5】 ABL の実態推移



出典：経済産業省(2019)「企業の多様な資金調達手法に関する実態調査報告書」p. 5

より筆者作成

5

第3項 信用補完

信用補完は資金調達の円滑化を目的とした仕組みのことである。本項では、個人保証制度と公的な信用保証制度について述べる。

10 (1) 個人保証制度

個人保証制度では、経営者保証が行われ、経営への規律付けや調達コストの低減、資金調達の円滑化を図っている。現在、借入のある中小企業の経営者のうちの多くが個人保証を提供しており²⁰、中小企業の法人・個人の一体性や財務基盤の脆弱性、情報の非対称性の観点から融資慣行として定着している²¹。

15 そのため、中小企業の経営実態に対応し、一定の有用なツールとして中小企業の資金調達の円滑化や調達コストの低減に寄与している。しかし、個人保証への依存は、借り手・貸し手双方の情報開示や目利きといった機能の促進、信頼関係構築等の阻害要因とも考えられ、個人保証偏重からの脱却が掲げられてい

²⁰ 中小企業庁(2014) p. 4

²¹ 中小企業庁(2013) p. 1

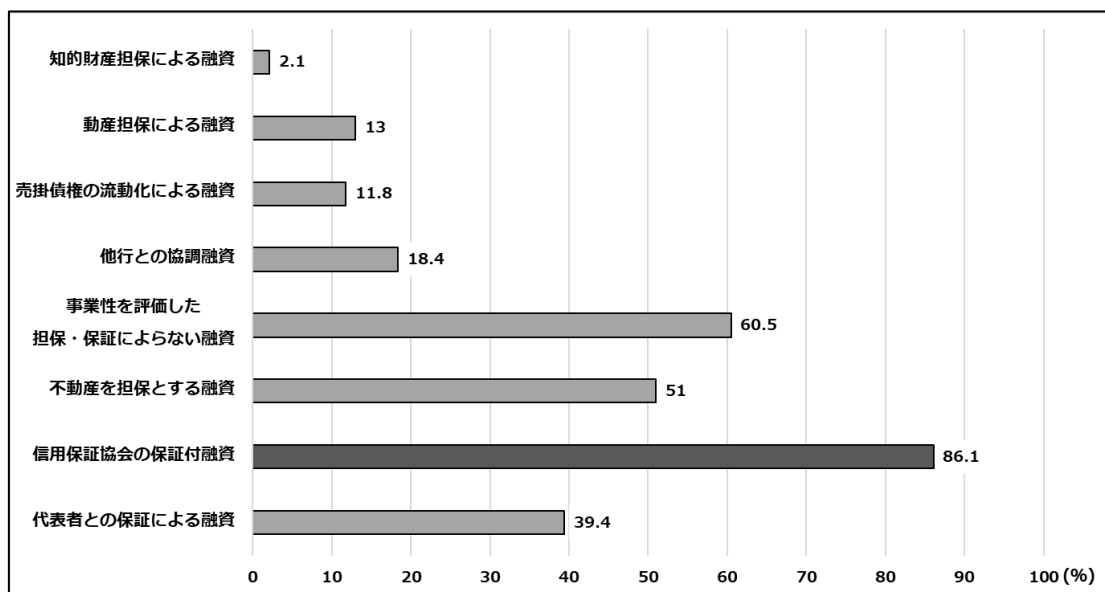
る²²。また、金融庁では担保・保証に過度に依存しない融資促進の取り組みとして「経営者保証に関するガイドライン」の活用を促しており、金融機関の事業性評価に対する取り組みに影響を与えている²³。

5 (2)信用保証制度

信用保証制度とは、物的担保や信用力に乏しい中小企業に対して民間金融機関からの資金供給を円滑化にすることを目的としている。融資額の80%を保証して、20%を金融機関が負担する一般保証と、自然災害時や構造不況業種を対象に融資額の原則100%を保証するセーフティネット保証が制度の柱である。

- 10 信用保証は各地の信用保証協会が事業者の民間金融機関からの借りに対して行い、返済が滞った場合は中小企業に代わり債務を支払う仕組みである。

【図表 6】金融機関が現在重視している融資手法



15

出典：中小企業庁(2016)「中小企業白書」p.324より筆者作成

²² みずほ総合研究所(2013) p. 1

²³ 金融庁(2019) p. 3-6

図表 6 の通り、現在金融機関が行う融資において信用保証付き融資が重要とされていることがわかる。つまり、融資を行う際に大きな役割を果たしているといえる。

5 第 3 節 資金調達の望ましいあり方と課題

第 1 項 資金調達の望ましいあり方

我々は第 2 章を踏まえ、資金調達における望ましいあり方を企業と金融機関が持続的に成長できる環境の構築・維持と考える。そのため、貸し手は金融を取り巻く環境変化の下で持続可能な取り組みを行うことが望まれ、企業の様々な経営状況における資金需要に対して安定的に供給を行うことが必要である。金融機関が健全性を維持した状態で、企業の事業性に基づく融資や担保や保証に依存しない融資の拡大を行うことにより、前述した資金調達における理想形の実現が可能となる。

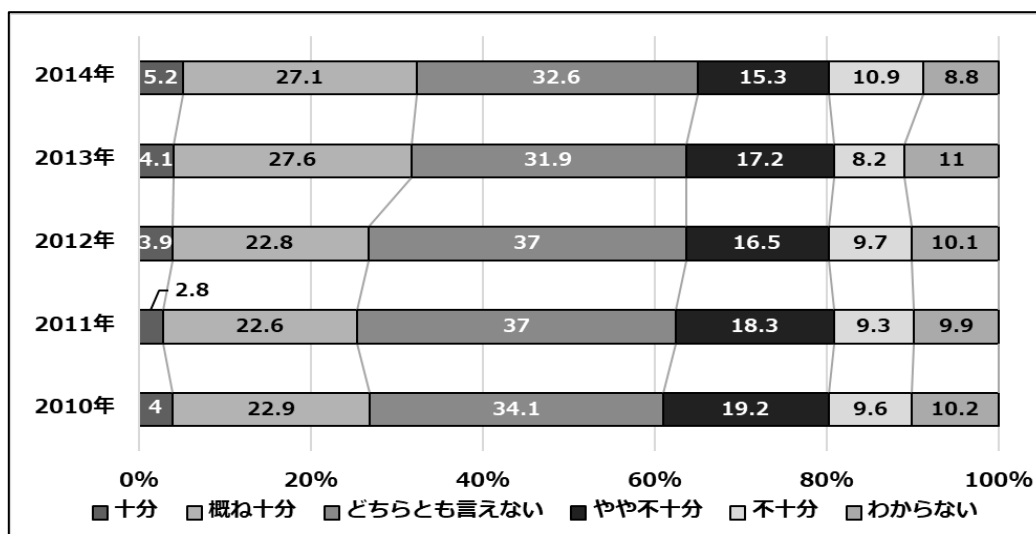
15 第 2 項 資金調達の課題

(1) 目利き能力の不足

金融機関は企業の定量情報だけでなく、定性情報をも含めた判断をする事業性評価融資を行う必要がある。実際、金融庁の「金融庁モニタリング基本方針」や「監督方針」にも事業性評価融資を重要項目と挙げており、事業性評価融資を促進している。金融機関は事業性評価により信用リスクを把握する際、過去の実績や顧客の定量情報だけでなく、技術力や事業の成長性を総合的に判断する。これには金融機関の目利き能力が必要である。図表 7 の通り、現在事業性評価融資は増加しているが、金融機関の行員の目利き能力にはまだなお改善の余地がある²⁴。そのため、金融機関は行員の目利き能力の向上、あるいは補完を促すような取り組みが必要となる。

²⁴ 金融庁(2015) p. 6

【図表 7】 地域金融機関の目利き能力に対する評価



出典：金融庁(2012、2014、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」より筆者作成

5

(2) 日本型金融排除

日本型金融排除とは、十分な担保・保証のある先や高い信用力のある先以外に対する金融機関の取組みが十分でないため、企業価値の向上等が実現できていない状況のことである。金融機関は従来、企業が債務不履行になった際のリスクを回避する手段として、伝統的に不動産担保を重視していた。高い信用力のある企業以外に対する金融機関の取組みが、企業の持続的な成長を促す。また、金融機関はミドルリスクの企業等の顧客基盤を逃すことにより、安定した収益の確保が難しくなる。この現状を打破するために、金融機関の事業性評価融資と、不動産以外を用いた融資手段の促進が必要となる。

10

15

(3) 金融機関の健全性の懸念

現在、金融機関間の競争激化²⁵や超低金利環境の継続、景気回復を背景に、収益確保のため相対的に信用力の低いミドルリスク企業に対しての融資が増加

²⁵ 金融庁(2018) p. 3

している²⁶。さらに、融資先の破綻に備えて積み立てる貸倒引当金等は過去最低基準になっている。経済環境が良好であると判断し、ミドルリスク先への融資を過剰に増加させると景気悪化時に金融システム全体にも影響を及ぼしかねない。実際に、日本銀行はリスクに応じた適正な金利設定や引き当ての適切性の検証等でリスク管理強化の重要性を示唆している²⁷。そのため、リスクテイク姿勢を金融機関自身で見直し、戦略的なリスク負担を行う必要がある。

第3章 企業の性質と資金調達のあり方

10 本章では、第1章の第2節における性質の切り口で述べたベンチャー企業に焦点を当て、資金調達の現状を分析し資金調達手段を確認する。その後、資金調達の望ましい在り方と課題を述べる。

第1節 資金調達環境について

15 第1項 資金調達の特徴

ベンチャー企業の資金調達は「出資」が中心となりやすい。ペッキング・オーダー理論によると、企業は資金を必要とした際、調達コストや情報の非対称性の観点から、自己資金(内部留保)、負債、株式発行の順番で選択する。しかし、ベンチャー企業においては事業リスクが高く担保もほとんど無いため、信用補完がなければ負債による資金調達は難しい。特に、シード期やアーリー期では負債による資金調達は事業評価、キャッシュフロー評価が難しいため選択され難い。よって事業の不確実性や情報の非対称性が緩和されるまでは、自己資金や出資による資金調達、公的支援に頼らざるを得ない。

25 以上の特徴を踏まえ、ベンチャー企業は設立初期から資本政策を策定すべきである。資本政策とは、新規株式公開(以下、IPO)やM&Aに至るまでの資金調達や持株比率の妥当性を考慮する戦略のことである。ベンチャー企業は増資によって企業価値が急速に拡大するため、それに伴って株式の買取価格も上昇

²⁶ 日本銀行(2019) p. 52

²⁷ 日本銀行(2019) p. 10

し、買戻しがますます困難になる。さらに創業者の持株比率が極端に低い場合、上場するインセンティブが低いと判断され、以後出資が受けにくくなる等、直接的に資金調達に影響を及ぼす可能性がある²⁸。

- また、種類株の利用も年々拡大している²⁹。ベンチャー企業は資本政策の重要性を認識し、資本政策手法を適切なタイミングで選択する必要がある。

第2項 資金調達の現状

- 現在、日本は「第4次ベンチャーブーム」に突入していると言われている。国内のベンチャー企業の資金調達額は、5年連続で最高額を達成し、2018年は3800億円を突破した³⁰。更に同年、日本初のユニコーン企業³¹「メルカリ」が上場し、結果的に時価総額が7000億円を超えた³²。このことから、機関投資家の資金の流入が進み、各ベンチャーキャピタル(Venture Capital: 以下、VC)のスタートアップへの集中的な支援が相次いで行われている。また近年の資金調達の特徴として、設立後1年未満の企業やレータ一期に位置する企業に対しての大型調達があげられる。図表8を見ると、調達額が増加している一方で調達社数は横ばいになっており、1社あたりの調達額が大型化していることがわかる。また、注目を集めているのは大学発ベンチャーである。政府によって掲げられた「日本再興戦略」では、大学発新産業創出の必要性が明示されている。実際には、2017年度の大学発スタートアップの資金調達額は427億円だったが、2018年になると690億円に増加した。一方で、調達額全体に占める割合も5%上昇し、2018年では18%に達している³³。

²⁸ 磯崎哲也(2015) p. 100

²⁹ VEC(2018) p. I-5

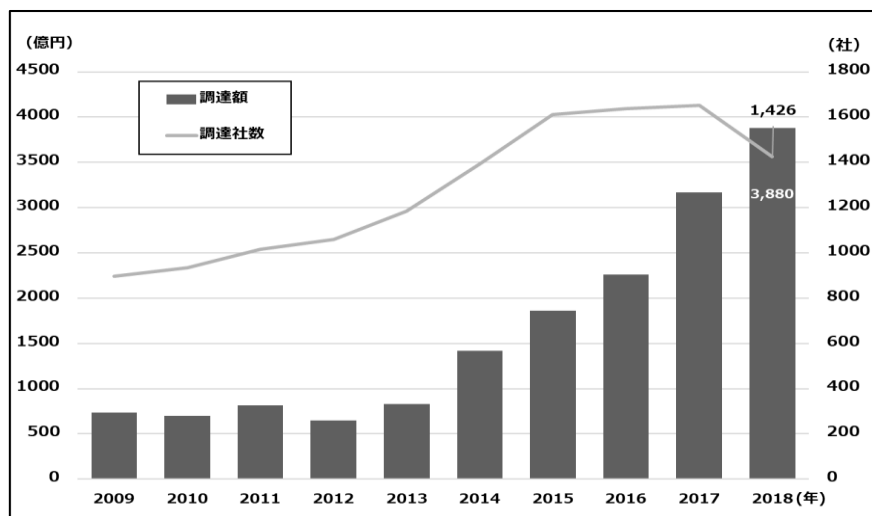
³⁰ entrepedia(2019) p. 11

³¹ 上場できる経営状況・会社規模を持ちながら敢えて上場せず、急速に事業を拡大していく企業のことである。

³² entrepedia(2019) p. 6

³³ entrepedia(2019) p. 22

【図表 8】 日本国内スタートアップ資金調達額



出典：entrepedia(2018)「国内スタートアップ資金調達動向」p.8より筆者作成

5 第2節 性質に応じた資金調達手段

ベンチャー企業の成長段階を、以下のようにベンチャー白書の定義を用いて「シード期」、「アーリー期」、「エクспанション期」、「レーター期」の4つに分類する。

10 【図表 9】 ベンチャー企業の成長段階

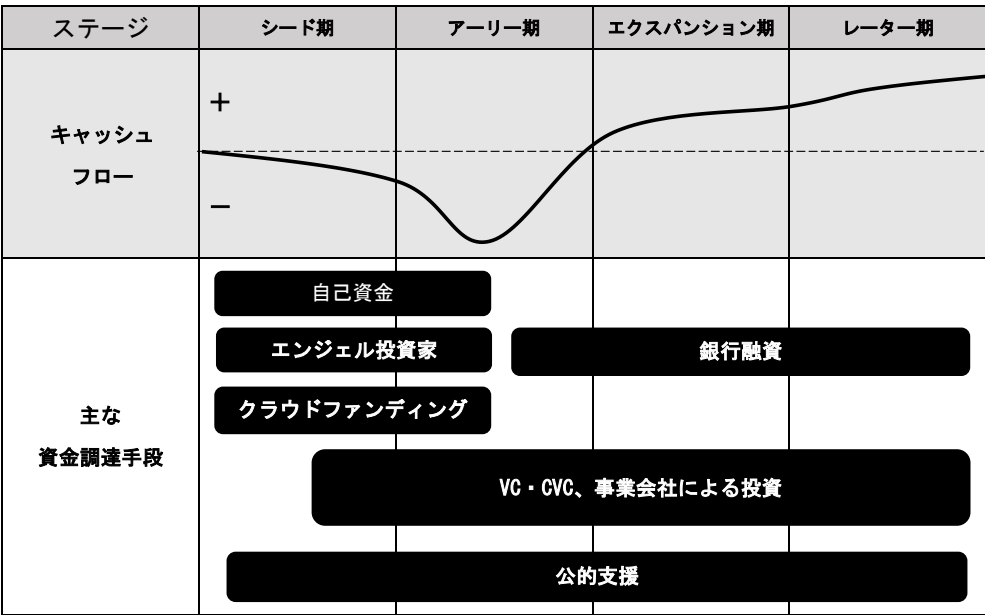
シード期	商業的事業が立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している段階
アーリー期	製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた段階
エクспанション期	生産及び出荷を始めており、その在庫又は販売活動に向けた段階
レーター期	持続的なキャッシュフローがあり、IPO直前の段階

出典：VEC(2018)『ベンチャー白書 2018』p. I-17より筆者作成

- シード期は事業化ができていないため、収益が生み出せない。それに加えて研究開発費や会社設立費用、人件費が嵩むことから投資が先行する。アーリー期は事業化初期の段階であり、マーケティングコストや継続的に研究開発コストが大きく、赤字が先行する。よって、シード期とアーリー期は、キャッシュ

フローがマイナスになりやすいことから資金需要が高くなる。また、エクspansion期には製品やサービスが成長軌道に乗り始め、収益による黒字化が見込める段階になる。しかし管理部門の強化や採用が進み、それらの間接コストが増加するタイミングである。レーター期は事業が安定し、IPO や M&A といった出口戦略（以下、Exit）の準備段階である。

【図表 10】 成長段階ごとのキャッシュフローの動きと資金調達手段



出典：国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構（2018）「研究開発型ベンチャー企業の資本政策立案の手引き」より筆者作成

第 1 項 シード期

シード期は投資が先行する段階であり、まだ信用や実績がない。つまりこの段階にあるベンチャー企業は、銀行融資等の負債による資金調達は困難であることから、エンジェル投資家や公的機関等からの出資といった直接金融や公的支援を活用することが望ましい。

(1) 3F

創業後間もないベンチャー企業は外部からの資金調達が困難であり、「Founder」「Family」「Friends」からの出資、つまり自己資本を用いて資金を

賄う。資金の自由度は大きいが、資金に限界がありそれだけで十分な資金を手に入れることは困難である。そのため、多くのベンチャー企業はその他の資金調達方法を検討する必要がある。

5 (2)エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、起業から間もないベンチャー企業に対して投資する個人投資家のことを指す。その属性は事業主として投資や経営の経験のある金融事情に長けた資産家である場合が多い³⁴。豊富な経験から経営やマーケティング戦略等の資金以外についての支援も期待できる。

10 エンジェル投資家を拡大するための制度として、2008 年度にエンジェル税制という優遇措置を導入している。エンジェル税制には優遇措置 A と優遇措置 B の 2 つがある。投資を行った場合、投資・売却いずれの時点でも税制の優遇措置を受けることができ、民法組合・投資事業有限責任組合を経由した投資についても税制対象となる。

15

【図表 11】 エンジェル税制

	優遇措置 A	優遇措置 B
対象	設立 3 年未満の企業	設立 10 年未満の企業
内容	所得控除による減税	株式譲渡益からの 控除による減税
※ 優遇 A は控除上限(所得金額の 40%または 1000 万円)あり。優遇 B は上限なし。 ※ 優遇 A と優遇 B のどちらか一方を選択する。		

出典：経済産業省(2017)「ベンチャー支援に関する取組について」p.17 より筆者作成

20 エンジェル税制の利用件数・投資額は年々増加傾向にあり³⁵、リスクマネーの向き先としてベンチャー企業への投資が増えてきている。しかし、個人がエンジェル投資家となって、新たな企業に投資する動きも広がり始めてはいるも

³⁴ 野村登志夫(2002) p. 4

³⁵ 経済産業省(2016) p. 5

の、海外に比べるとまだ途上である³⁶。

米国では、個人投資家がベンチャー企業投資に関する情報収集する等を目的とした多数のエンジェル・ネットワークが存在しており、他のエンジェルや起業家とのネットワーク化を進展させている。一方、日本ではネットワークの規模が小さく、未上場企業への投資を行わない理由としては「投資先企業の情報が
5 がない」ことが大きく影響している³⁷。これらの要因から、米国と比べ日本のエンジェル投資の規模、エンジェル投資家の層の厚さは共に脆弱である³⁸が、2017年に中小企業基盤整備機構によってスタートアップエンジェル連携推進協議会（略称：SANA）が設立される等、日本においてもネットワークの形成が進みつつ
10 ある。今後は、エンジェル投資家がより円滑に資金調達を行える環境を整えることが望ましい。

(3) アクセラレータープログラム

アクセラレータープログラムとは、スタートアップに教育を施すことにより
15 成長を促すプログラムを指す。新興企業の成長速度を加速させることを主な目的としている。大手企業や政府、自治体が出資や支援を行う場合もある。書類選考や面接等を経て合格した企業には、メンターからのアドバイスや出資・融資を受けられたりオフィスや IT サービスを安く使える等、さまざまなメリットがある。プログラムの終了時には、デモデイと呼ばれる投資家への披露の場
20 が用意されていることも特徴である。

(4) 補助金・助成金

補助金・助成金を利用する最大のメリットとして返済義務のないことが挙げられる。また、補助金を受給できると、事業の可能性が国に認められたという
25 証明になり、会社の信用度の向上につながる。その結果、それ以降の融資も受けやすくなる。しかし、補助金は原則後払いのため、資金がすぐに手に入るわけではなく、申請時には事業計画書や申請書を作成・提出する必要がある。ま

³⁶ 野村総合研究所(2015) p. 19

³⁷ 野村総合研究所(2015) p. 120

³⁸ 日本経済新聞 2019年9月3日朝刊付

た、審査通過後も報告書の提出、補助金交付後も継続的に事業報告をする必要がある。

(5) 制度融資

- 5 シード期における有効な支援措置の1つとして、日本公庫の「新創業融資制度」が挙げられる。無担保・無保証で利用でき、創業時には創業資金の1/10以上の自己資金で融資が可能となる。

(6) 挑戦支援資本強化特例制度(資本性ローン)

- 10 上記と同じく日本公庫が実施している支援制度である。資本性ローンとは、金融審査において借入金が負債ではなく、資本としてみなすことができることを特徴とする借入れのことである。これにより、他の金融機関が当該企業の決算書等を評価する際、創業者の既存株主の持株比率を低下させないことや、金融機関からの追加融資を受けられることがメリットとしてあげられる。資本性
- 15 ローンの融資実績は年々増加傾向にあり³⁹、財政状況よりも事業内容や成長性が重視して審査が行われる。そのため、赤字経営に陥りやすいスタートアップ企業やベンチャー起業でも利用しやすい制度といえる。

(7) クラウドファンディング(以下、CF)

- 20 CFとは、インターネットを通じて多数の資金提供者を集め、投資や寄付等の形態で小口資金を資金調達者へ提供する仕組みのことである。世の中の不特定多数の人々に呼び掛けることで、製品やサービスを広くPRすることが出来る。また、個人投資家にとっては無理のない範囲で出資ができ、資金需要者および提供者の隙間的なニーズに応える役割を果たす。CFは寄付型・購入型・融資型・
- 25 投資型・株式型の5つに分類される。

³⁹ 財務省(2018) p. 11

【図表 12】CF の分類

類型	仕組み
寄付型	資金提供者が無償で資金を提供する
購入型	資金提供者は対価として何らかの財・サービスを受ける
投資型	資金提供者は対価として収益の配当又は財産の分配を受ける ・融資型：資金提供者は匿名組合契約に基づき資金を融資する ・投資型：資金提供者は匿名組合契約に基づき出資持分を取得する ・株式型：資金提供者は出資先の株式を取得する

出典：三菱 UFJ 信託銀行(2015)「クラウドファンディングとその特性」p.3 より筆者作成

5 2017 年度の国内 CF 市場規模は、前年度比 27.5% 増の 1700 億円と推計された。種類別に支援額をみると最も構成比が高い種類は貸付型で、全体の 9 割を占め依然として市場拡大に大きく寄与している。一方、購入型はサービス参入企業数が最も多いが、構成比では 5.9% であった。

10 市場拡大の背景には、融資型拡大のほかに、2015 年の金融商品取引法が改正されたことにより創設された、「株式型」のサービス提供が 2017 年から始まったことが挙げられる⁴⁰。CF 活用の広がりにより、今後さらなる市場の拡大が期待される。

第 2 項 アーリー期

15 アーリー期は研究開発コストによる赤字が先行し、資金が大幅に不足するため「死の谷」と呼ばれる。シード期と同様に融資を受けることは難しいが、ベンチャーキャピタル(Venture Capital: 以下、VC)やコーポレートベンチャーキャピタル(Corporate Venture Capital: 以下、CVC)からの出資が受けられるようになる段階である。近年では、シード期にも大企業が運営する CVC や大学・
 20 政府系 VC から出資が受けられるケースが増えている。

近年経済産業省は、Society5.0 の取り組みとして、新規性の高い分野について重点的に研究開発を行う「研究開発型ベンチャー企業」の支援に力を入れて

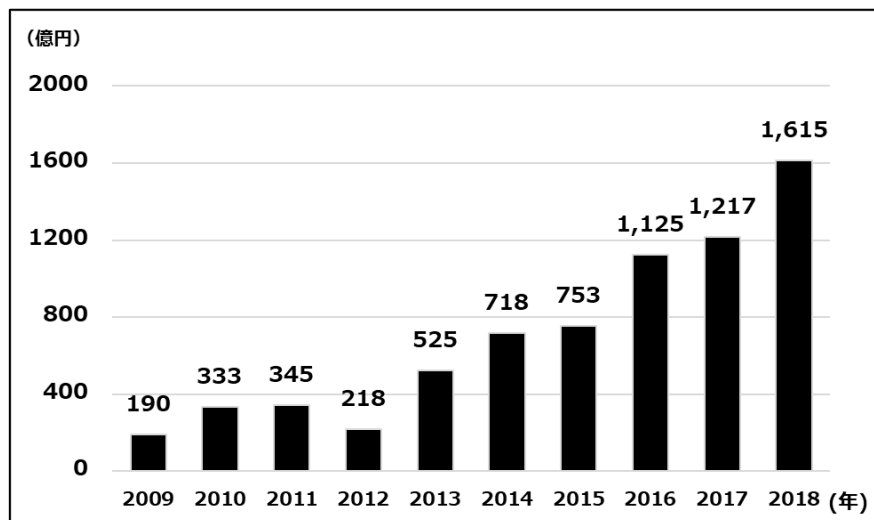
⁴⁰ 矢野経済研究所 HP

いる⁴¹。研究開発型ベンチャー企業は、特にシード期やアーリー期において、初期費用が大きく、資金提供側の投資判断における技術力の評価が難しい。このことから、資金調達がより困難になる。また、長期の研究開発期間と多額の資金が必要なため、リスクが高い。特に VC といった民間投資が回りにくい等、研究開発を要しないベンチャー企業に比べて、資金調達の面で不利である⁴²。そのため出資が受けられない場合は、中小企業庁が運営する中小企業技術革新制度（日本版 SBIR）等の活用が考えられる。

(1) VC

VC とは、上場を視野に入れた有望なベンチャー企業に出資を行うファンドのことである。VC の目的は、IPO を行った株式の売却に伴うキャピタルゲインや、M&A による売却益を得ることである。ベンチャー企業にとっては、十分な実績や信用、担保が不足していても、資金調達や育成支援を受けられるというメリットがある。しかし、VC が株式を保有する形になるので、経営の自由度が下がるというデメリットがある。

【図表 13】 VC の国内向け年間投資額の推移



出典：entrepedia(2019) 「国内スタートアップ 資金調達動向 2018」 p.44 より筆者作成

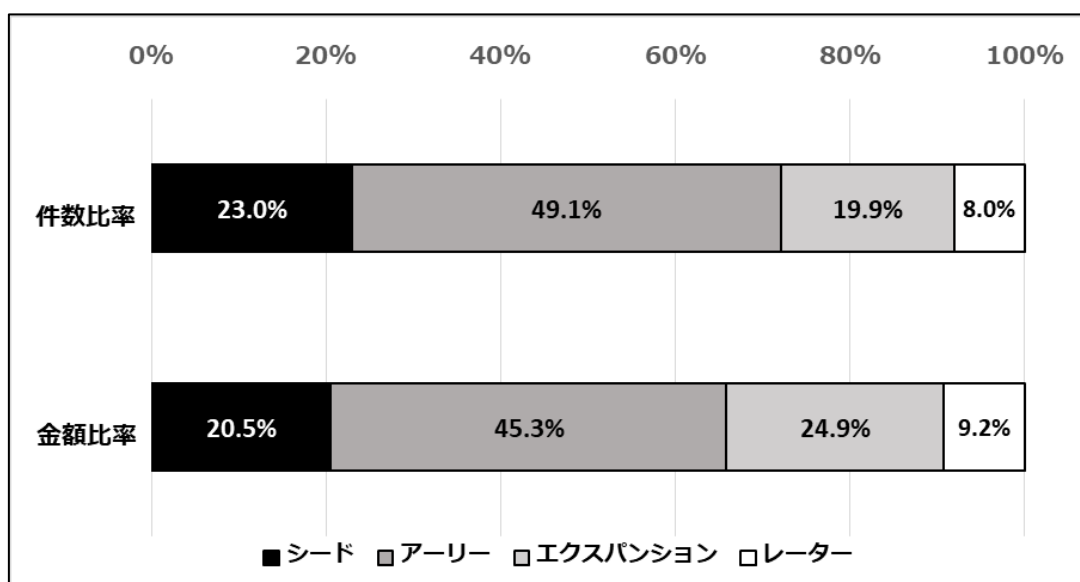
⁴¹ 経済産業省 HP (2018)

⁴² 榊原洋実(2018) p. 9

図表 13 の通り、2018 年度における海外からも含めた VC 等による国内ベンチャー企業への年間投資金額は 1,615 億円であった。2009 年度のリーマンショック以降は最高金額を更新し続けている。とはいえ海外に目を向けると、2017 年度の各国のベンチャー企業への年間投資額は、米国では年間 9 兆 5,336 億円、中国では年間 3 兆 3,630 億円⁴³となっており、他先進国に比べてまだベンチャー投資が少ないという現状がある。

また近年では、日本の VC は同じ企業に何度も出資する「追加投資」が少ないことも問題視されている。単発の投資のみで、早期に IPO をさせて資金を回収する傾向があり、Exit の多様化を阻害している⁴⁴。

【図表 14】 2018 年度の VC の投資先ステージ



出典：ベンチャーエンタープライズセンター（2018）「ベンチャーキャピタル等投資動向速報」p. 5

より筆者作成

図表 14 より、VC の投資先ステージは件数比率・金額比率ともにシード期、アーリー期が約 60% を超えている。また 2017 年度と比較して、両比率に大幅な変動はなかった。現時点において、これらのステージに属するベンチャー企

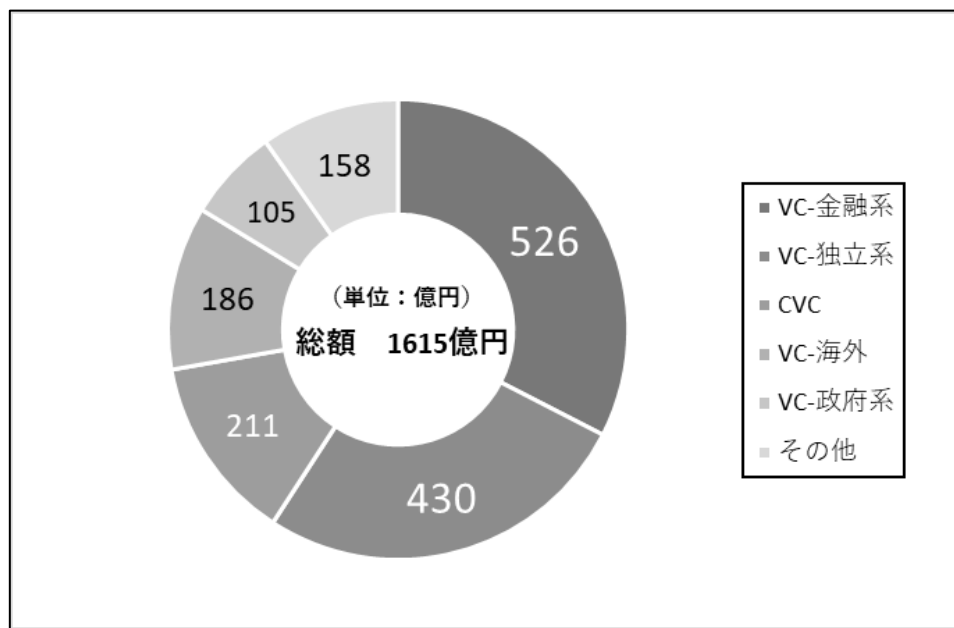
⁴³ VEC(2018) p. I-39

⁴⁴ 日本経済新聞 2018 年 11 月 26 日朝刊付

業にとって、VCは重要な資金調達先の一つである。日本のVCの資本系列としては大きく、金融系、政府系、事業会社系、独立系の4つに分かれる。金融系VCとは、銀行、証券会社、生損保等が子会社としてVCを設立し、業務を行っているものである。政府系VCとしては、「中小企業投資育成会社」がある。独立系VCとは、個人キャピタリストが独立して立ち上げたもので、特定事業領域に特化したものが多い。日本のVCは主に金融系VCが多いという特徴を持つ。しかし、近年は金融機関以外にも事業会社系VCの設立が増えており、エクспанション期においても有効な資金調達手段であるため、第3項で詳しく述べる。

10

【図表 15】VC 属性別投資額の推移(2018 年度)



出典：entrepedia(2019)「国内スタートアップ 資金調達動向 2018」p.50より筆者作成

15 企業の株式総額に占める無形資産の割合が高まり、一部のVCでは有望な投資先の選定に知的財産の情報を活用する動きも見られる。しかし、海外と比べて日本のVCは投資判断に知的財産を組み込んでおらず、知的財産への意識が低い。また、ベンチャー企業においても事前に知的財産を経営戦略に組み入れる意識や活動は十分とは言えない。

20

(2) 中小企業技術革新制度 (SBIR)

7 つの関係省庁が連携し、中小企業・ベンチャー企業に対して、研究開発に関する補助金等の支出の機会の増大を図り、その成果の事業化を支援する制度である。具体的には、研究開発のための補助金・委託費等の中から中小企業が活用でき、その研究開発成果を活用して、事業を行えるものを選び、SBIR 特定補助金等として指定している。SBIR 特定補助金等を受けて研究開発を行い、その成果を事業化する際に様々な支援策を設けている。平成 28 年度では、「新事業育成資金」の実績が過去最高となった。その背景には SBIR 補助金を活用し、新事業に取り組む企業での利用が増加したことが挙げられる⁴⁵。特定補助金等の中小企業向けの支出目標額の推移は年々増加傾向にあり、上記の通りその活用の需要も高い。

現在、中小・ベンチャー企業によるイノベーションを更に推進するための施策がなされている。具体的には、各省の公募情報や研究開発成果等の情報発信の強化や、政府調達を活用を含めた事業化支援の推進、そして多くの中小・ベンチャー企業に研究開発機会を提供し段階的に支援する多段階選抜方式の更なる活用・推進を検討している。これによるベンチャー企業の更なる活用が期待される。

第 3 項 エクспанション期

エクспанション期は生産及び出荷を始めており、その在庫又は販売活動に向けた段階で製品やサービスの販売が軌道に乗り、黒字化が見え始めた状態である。管理部門の強化や採用が進み、それらの間接コストが増え販路拡大を図るタイミングである。

(1) 民間金融機関からの融資

負債による調達の特徴は、いつまでに返済するのかという「返済期限」があること、あらかじめ定められた「金利」を支払う必要があることである。安定したキャッシュフローを生み出すエクспанション期以降になると、事業実績を

⁴⁵ 日本政策金融公庫 HP (2016)

通じて情報の非対称性が緩和されることにより信用力が増す。これにより、外部金融の資金調達コストが低くなることで、借入金を受けやすくなることが期待できる。

また、キャッシュフローがプラスに転じてもハイリスクであるベンチャー企業にとっては、信用保証付き融資が適している。

(2) リース

リースとは、借り手が選んだものを貸し手であるリース会社が借り手に代わって購入して貸与することを指す。設備調達の際に、リースであれば多額の資金を準備する必要がなく経営資金を有効活用することが出来る。リースによる設備導入は融資と同等の効果が得られ、更に金融機関からの借り入れ枠に影響が及ばないことや、事務管理の省略化が図れることがメリットとして挙げられる。多額資金の準備が困難なベンチャー企業にとって、設備導入においてリースを活用することは資金繰りをよくする有効な手段である。

(3) CVC

CVC は事業会社系 VC とも呼ばれ、一般的に VC 等が行うベンチャー投資を、事業会社が財政的なリターンに加え事業シナジーを見込んで投資を行うものである。ベンチャー企業にとっては資金調達だけでなく、研究や販売に関してもサポートを受けることが可能である。CVC には、事業会社がファンドを組成した後、一般の事業会社が投資子会社を設立・出資するパターンと、外部の VC 等を指名し二人組合方式で投資を行うパターンがある。前者は、事業会社の意向や価値観を投資判断に反映させやすいというメリットがある。一方で後者は、提携先 VC 等の情報網や知見を利用でき、より広い視野で投資を行うことができるというメリットがある。

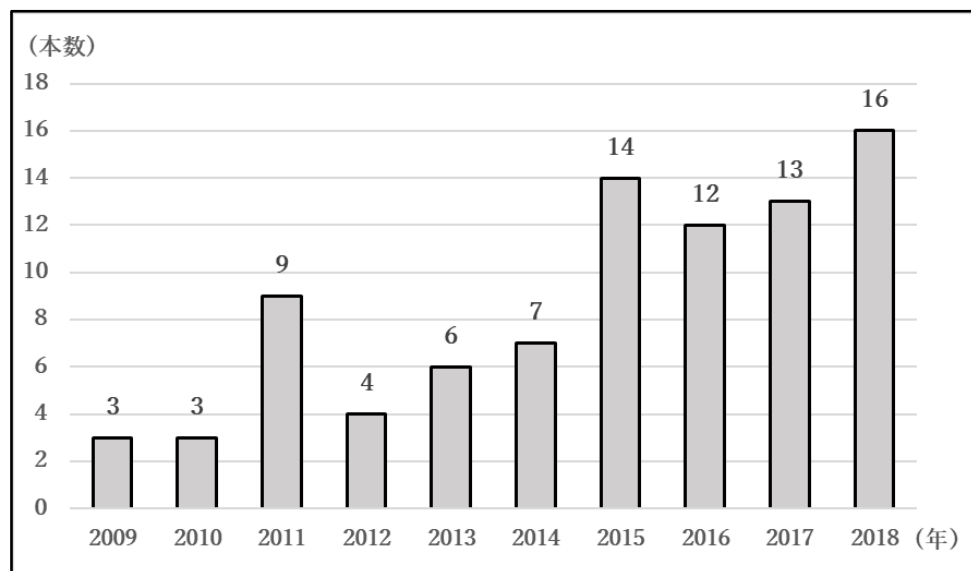
近年、CVC の設立は増加傾向にある⁴⁶。しかし、日本の内部留保は 2018 年度の法人企業統計によると 463 兆 1,308 億円と過去最高額を更新し⁴⁷、日本企業

⁴⁶ entrepedia (2019) p. 17

⁴⁷ 日本経済新聞 2019 年 9 月 2 日朝刊付

は莫大な資金をため込んでいる現状が続いている。これを自社投資のみならず、CVC ファンドの設立や、直接ベンチャー企業に投資するような動きが更に増えることで、ベンチャー投資の活性化が見込める。しかし、CVC は大企業が運営しているため、投資が大企業の経営環境に左右されやすいという懸念がある。経済状況や業績の悪化が起こると、リターンの確実性が不透明なベンチャー投資は真っ先に打ち切られる可能性がある。また今日では、オープンイノベーションの一手段として CVC ファンドを設立する動きも増加している。

【図表 16】 CVC の設立本数の推移



出典：entrepedia(2019) 「国内スタートアップ 資金調達動向 2018」 p. 80 より筆者作成

オープンイノベーション (Open Innovation: 以下 OI) とは、組織内部のイノベーションを意図的かつ積極的に、内部と外部の技術やアイデアを活用することで、組織外に展開する機会を増やすことが可能となることである⁴⁸。製品サイクルの短期化や市場ニーズの多様化を背景として、既存企業の自前主義に基づく従来型の研究開発体制では、社会に価値を生み出し続けることに限界があるとの認識が高まりつつある⁴⁹。そこで、先進的な技術やビジネスプランを持つ

⁴⁸ JOIC, NEDO(2016) p. 3

⁴⁹ 経済産業省(2016) p. 9

ベンチャー企業と、豊富なリソースを持つ大企業がお互いの強みを生かしながら連携することで、短期間で新製品・新サービスを作り上げることができる。OI を推進していく上で、ベンチャー企業のみならず大企業が積極的にコミュニケーションをとることが重要になる。

- 5 このような OI 活動の必要性は高まっているが、ベンチャー企業との連携件数は全体の僅か 1.3% に留まっており⁵⁰、大企業とベンチャー企業との連携は十分に進んでいない。連携を促進させ、CVC からの出資を増加させるためには、CVC が投資したベンチャー企業との事業シナジー実現や財務リターンといった具体的な成果を得る必要がある。CVC を運用する上での OI 阻害要因として、「適
- 10 当な連携先が見つからない⁵¹」「OI を実施する人材不足や組織体制の不備⁵²」等が挙げられる。CVC の出資機会を増やし、OI を促進させることが必要である。

第 4 項 レーター期

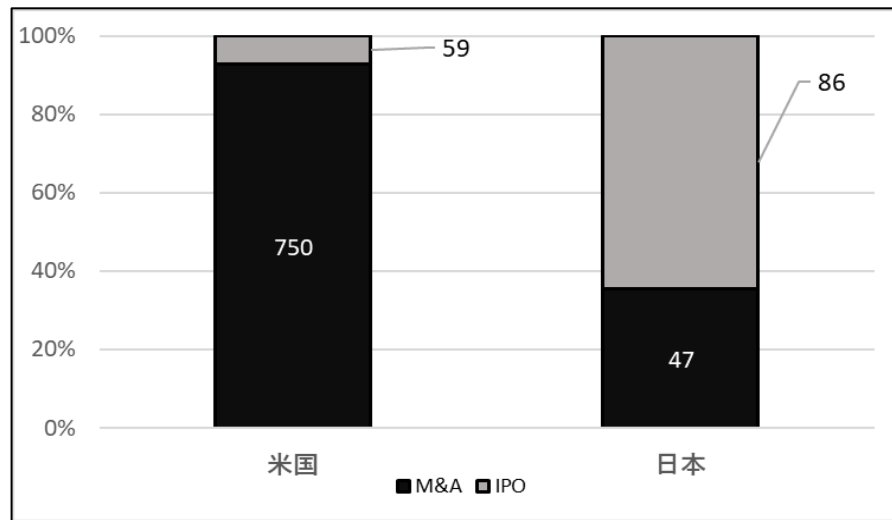
- 15 レーター期のベンチャー企業は、持続的なキャッシュフローが生み出せており、更なる成長・資金調達を求めて、IPO を検討する時期である。また、既に企業に対して投資を行っていた VC 等の投資家が、投入資金を回収するために Exit の準備を始める段階でもある。つまり双方にとって Exit が重要になる。Exit には、先ほど述べた IPO と M&A の二つがあり、それぞれに特徴があるが、図表 17 の通り、日本では IPO に偏重している。

⁵⁰ 経済産業省(2016) p. 10

⁵¹ 経済産業省(2016) p. 23

⁵² 日経 BP 総研(2017) HP

【図表 17】 Exit 内訳の日米比較(件数割合)



出典：ベンチャーエンタープライズセンター(2018)「ベンチャー白書 2018」pp. I-24, I-59 より

筆者作成

5 (1) IPO

公開前の株式は「未公開株式」とよばれ、東証等の証券取引所に上場していないため一般投資家から広く資金を調達することは難しい。株式上場をして IPO を行うことによって投資環境が整い、資金調達方法の幅が広がり事業拡大が見込める。また資金調達手段の多様化以外にも、基準・審査を乗り越えて上場することにより社会的な信用を得ることができる。これより、優秀な人材の確保や金融機関や取引先からの信用度の向上につながる。

また、ジャスダックや東証マザーズ等の新興市場では、新興企業が容易に IPO をできる市場として機能している。成長性の高いベンチャー企業の IPO が多く果たされ、件数が増加することは多くの銘柄を流通させる。これが起因となり、流通市場での取引量が増え、結果として新興市場の活性化につながる。

一方で上場にあたって、審査手数料や監査報酬等、また事業報告書を作成し公開する義務が発生するため、費用や時間において大きな負担がかかる。また、多様な株主ニーズに応えなければならず経営の自由度が低下する。このような要因を踏まえ、ユニコーン企業も存在する。

(2)M&A

M&A は、短期間で優秀な人材・技術・ノウハウを吸収し事業展開ができる。また、顧客や取引先の獲得やシェアの拡大にもつながり、企業の存続・発展のための成長戦略手段の1つである。

- 5 図表 17 より、日本では IPO の割合が高く、米国では M&A がほとんどであることがわかる。日本では買収に対して抵抗感を抱く風潮があるため、Exit において IPO を選択するケースが多かった。しかし最近では、起業家の M&A に対する抵抗感が薄れており、徐々に M&A 件数が増加している⁵³。M&A は性質上、
- 10 買い手によって事業が継承されれば、IPO にはできない経営者の経営からの離脱できる。そのため、シリアルアントレプレナーとなることや、他領域への転身も可能である。また起業家がキャッシュを得られるため、新たなエンジェル投資家となることによるベンチャー企業の投資につながる。

- 以上を踏まえ、Exit の在り方として、株式市場の動向に左右されやすい IPO に偏らず、M&A もより活用可能となることが望ましい⁵⁴。そのためには、プライベート・エクイティの分野であるセカンダリー投資を行うファンドが増える
- 15 ことが重要である⁵⁵。米国で Exit として主に M&A が用いられている背景には、私募市場における規制の緩和並びに規制整備による、新興企業の資金調達とファンドの調達の活性化が挙げられる⁵⁶。公募市場を含め私募市場の整備も、新興企業の登場と成長を促すための有効な政策となるだろう。

20

第 3 節 性質に応じた資金調達の望ましい在り方と課題

第 1 項 資金調達の望ましい在り方

- 我々は、ベンチャー企業の資金調達環境の望ましいあり方を、「日本型ベンチャー・エコシステムの構築」とする。ベンチャー企業の資金調達環境
- 25 が整備されることで、Exit に到達するベンチャー企業が増加し、且つベンチャー企業が Exit の方法選択やタイミングに関して、十分な選択権を保持

⁵³ 日本経済新聞 2018 年 11 月 15 日付朝刊

⁵⁴ 経済産業省(2017) p. 48

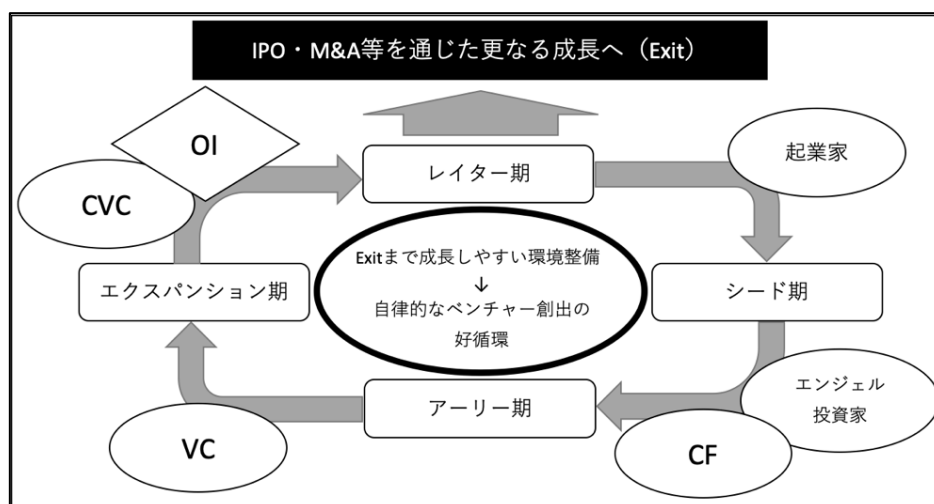
⁵⁵ 経済産業省(2019d) p. 2

⁵⁶ 若園智明(2019) p. 10

できるようにする。また Exit に到達するベンチャー企業が増加すれば、成功事例の増加として新たなベンチャービジネスの創出を促進し、それがまた Exit に到達するベンチャー企業を増加させるというような好循環が形成される。

- 5 ただ、シリコンバレーの発展したベンチャー・エコシステムをそのまま日本に導入するのは困難である。なぜなら、ベンチャー企業に対する思考や経済環境が異なるため、実際に Exit 手段にも色濃く反映されているからである。第 3 章でも記したように、日本は東証マザーズの存在により株式公開が比較的容易であるため IPO の割合が高いが、M&A は増加傾向にある
- 10 ものの活発に行われているとは言い難い状況にある。一方で米国は、株式公開のハードルが高いことから、Exit のほとんどを M&A が占めており、被買収企業のオーナーらが再び会社を立ち上げるといったようなシリアルアントレプレナーや初期段階のベンチャー企業に投資するエンジェル投資家になるケースが多い。このように、日本と米国では人材や資金の循環の面
- 15 で異なる特徴を持っているため、日本は模倣的な施策のみならず、自国の特徴を理解した独自の施策も必要であると我々は考える。

【図表 18】 ベンチャー・エコシステム略図



第 2 項 資金調達の問題

(1) 個人投資家の資金調達環境の未整備

ベンチャー企業へリスクマネーが淀みなく供給されることで企業の更なる成長、新たな企業の創出につながる好循環の流れが生まれる。創業期において

5 は、資金以外にも経営に関する支援を行う個人投資家の存在は特に大きい。個人投資家間での情報共有を円滑に行える環境は、企業支援の活性化に寄与する。そのため、個人投資家からの資金調達を促進させることが必要である。

(2) CVC の情報不足

10 事業拡大や販路拡大による成長環境が整うと、Exit へ辿り着く流れが円滑になる。OI の重要性が高まる中で、CVC が抱える OI の阻害要因として「適当な連携先が見つからない」という点が挙げられる。よって協業機会の増加のために、CVC がより多くの情報を得られる環境が必要である。

15 (3) 知的財産を活用した評価に対する低意識

創業期においては、新たなイノベーションを生み出す研究開発に専念するため、資金不足が顕著に表れやすい。その研究開発活動の成果である知的財産を用いた経営戦略が適切に評価され、資金調達に結びつくことが必要である。加えて、知的財産支援はベンチャー企業の競争優位性を守り、企業価値を高め

20 ることにもつながる。しかし、課題としては、ベンチャー企業と投資家双方の立場においての知的財産に対する意識が低いことが挙げられ、また低意識の裏側に潜む課題として、特にベンチャー企業のような小規模な企業にとっては、知的財産活動はコスト面で負担が大きいという課題がある。

25

第 4 章 望ましい在り方に向けての方策

本章では第 2 章・3 章で挙げた課題に対する提言を中小企業・ベンチャー企業それぞれの理想を踏まえ、提言を行う。

第1節 中小企業の資金調達における提言

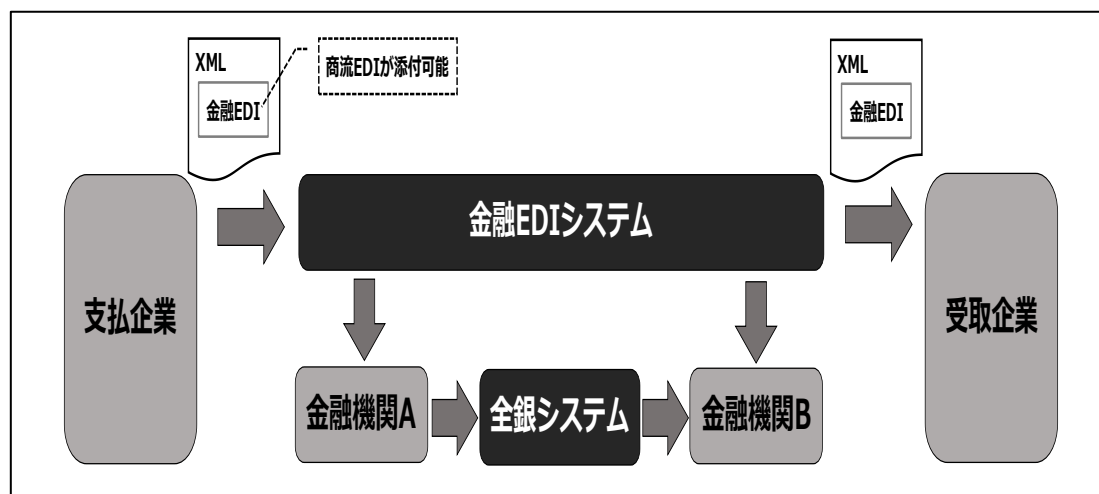
本節では第2章2節で述べた「目利き力の不足」、「日本型金融排除」、「金融機関の健全性」を改善させる方策を行う。課題に基づき、「全銀 EDI 情報プラットフォームとその活用方法」「政府系金融機関によるシンジケート型 ABL」「RAF の構築」を提案し、持続的な成長可能性のある資金調達環境につながると考える。

第1項 金融 EDI 情報を用いた API 共通基盤の作成・活用

(1) 事業性評価に基づく融資

- 10 金融機関の事業性評価に基づいた融資の活発化や行員の目利き力を改善させるために、「全銀 EDI システムを用いた API 共通基盤の作成・活用」を提案する。全銀 EDI⁵⁷システムとは、「日本再興戦略 2016」での政府方針に基づいて 2016 年 12 月に構築が決定され、2018 年 12 月に稼働された新たなプラットフォームである。多くの金融機関が加盟しており、今後の活用も活発化されると
- 15 考えられる。

【図表 19】現在の全銀 EDI システムの仕組み



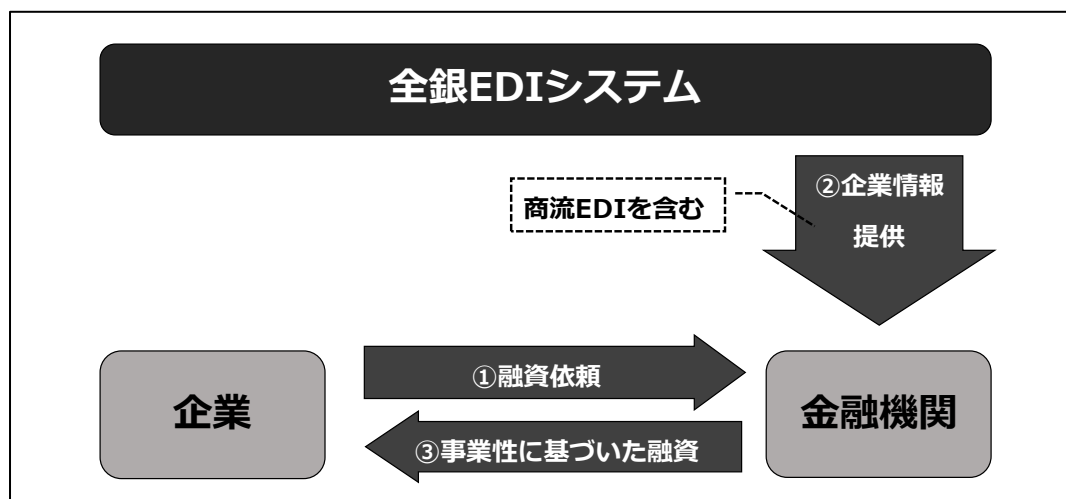
出典：一般社団法人全国銀行協会 HP より筆者作成

⁵⁷ 受発注や請求等、企業間の取引において電子上で交換するデータのことである。

本システムによって、企業間の振込電文について、固定長形式⁵⁸から国際標準である XML 形式⁵⁹へ移行し、EDI 情報を拡充することができる。具体的には図表 20 の通り、企業毎の振込データや入金明細等の商流 EDI 情報を金融 EDI に添付した状態で情報が保管される。

- 5 そこで商流 EDI のデータ保管を個々の企業ごとに行い、企業が金融機関に融資依頼をする際に、全銀 EDI システムに存在する企業情報を金融機関に提供する。金融機関は企業の商流情報を把握することで事業性に基づいた融資を行いやすくなり、行員の目利き力を補うことができる。

10 【図表 20】 全銀 EDI システムの活用



出典：筆者作成

- 15 多くの企業で現在、固定長電文を使用しており、受発注業務の際に各社に合わせた EDI や電文に変換しなければならない。そのため業務が煩雑となり、人的ミスやコスト、書類管理が負担となる。そこで、企業側が XML 電文へ移行することで売掛金の消込作業の効率化や生産性の向上につながる。

⁵⁸ 電文の長さや情報量が予め定められた電文形式。データ処理が容易であるが、格納できるデータフォーマットやデータ量が制限されるといったデメリットがある。

⁵⁹ 電文の長さ等を柔軟に設計・変更することが可能な電文形式のこと。

(2) キャッシュフローレンディングの活用

商流情報の理解による事業性評価に基づいた融資に加えて、プラットフォームの活用方法として売掛債権を担保とするキャッシュフローレンディング

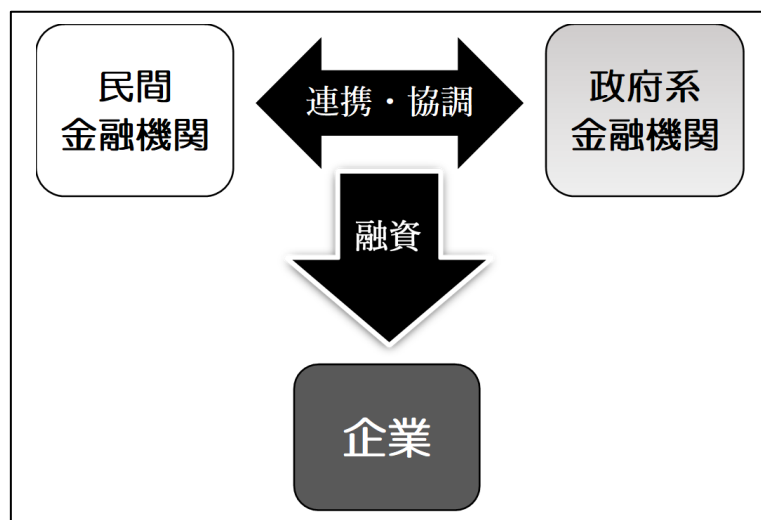
⁶⁰(以下、CFL)を行うことを提案する。動産は在庫状況が絶えず変化するた

- 5 め、継続的なモニタリングが必要不可欠である。そこで、CFLを行う際に本プラットフォームを活用することで企業の現状を把握することが容易となる。また、企業の事業価値だけでなく、財務情報も把握することができるため機動的に融資判断を行うことも可能となる。さらには、企業間の取引が行われるごと
- 10 企業と金融機関間の情報の非対称性を緩和することができる。これにより、金融機関のミドルリスク先への融資が促進されることが期待できる。

第2項 協調融資による ABL の推進

- 不動産担保や個人保証に依存しないことから、ミドルリスクへの融資の拡大
- 15 として「協調融資による ABL の推進」を提案する。

【図表 21】 協調融資スキーム



出典：筆者作成

⁶⁰ 企業が保有するすべての売掛債権を定期的にモニタリングし、そのキャッシュフローを担保とする融資手法。

図表 21 のように、民間金融機関と政府系金融機関が連携、融資を行う。また、ABL のノウハウを持たない金融機関に関しては、政府系金融機関から ABL 行う際にノウハウの提供を行う。これにより、ABL のノウハウを持たない金融機関も ABL を行うことができる。一部の政府系金融機関では民間金融機関との間に連絡窓口を設けている。そこで連絡窓口を活用し、ABL 案件窓口の開設を提案する。開設により、政府系金融機関では民間金融機関からの融資案件が増加する。窓口が拡大され、政府・民間金融機関間の取り組みが行われることで、実務レベルでの意見交換や連携の強化が期待される。そして、政府系金融機関の民業補完の役割の更なる活性化が行われる。

- 5
- 10 協調融資の形をとることで、貸し手側のリスクを分散し、単独での支援が困難な先への融資が可能となる。動産担保による融資を行うことで、貸し手側では不動産担保に依存しない融資を行うことができる。さらに、企業の事業価値を判断するため行員の目利き力の向上が期待できる。一方、借り手側では不動産保有の少ない中小企業へ、追加的な資金調達が可能となる。また、企業の事業価値を評価するため、ミドルリスク企業への融資も可能となる。
- 15

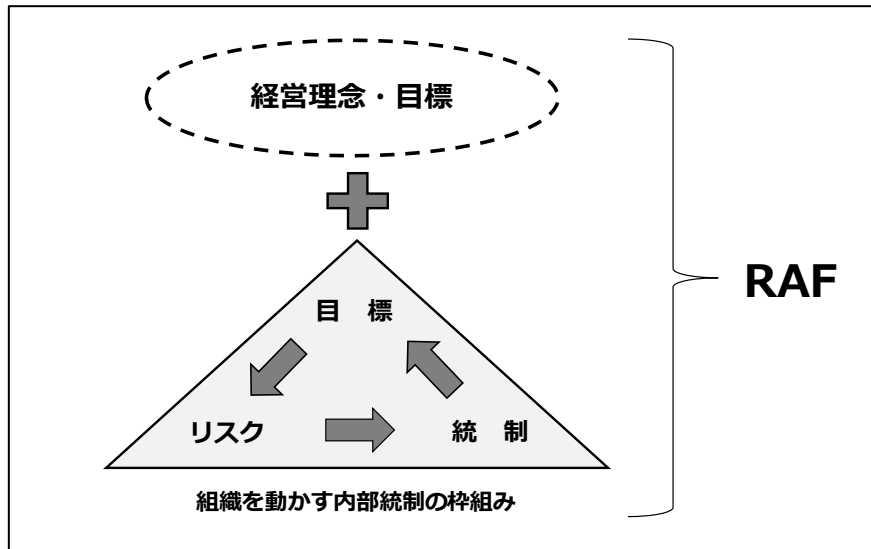
上記より、動産を活用することでミドルリスク企業に対して不動産担保や個人保証に依存しない融資を行うことができる。

第 3 項 リスクアペタイトフレームワークの構築

- 20 リスクアペタイトフレームワーク⁶¹(以下、RAF)は、金融機関毎での経営理念の実現に向けて的確な現状分析に基づく実現可能性のある経営戦略・計画を策定し実行するための体制の 1 つである。

⁶¹ リスクアペタイトを、資本配分や収益最大化を含むリスクテイク方針全般に関する社内の共通言語として用いる経営管理の枠組み。

【図表 22】 RAF の概要



出典：日本銀行金融機構局金融高度化センター（2019）「ガバナンス改革とリスクアペタイト・フレームワーク」 p. 26 より筆者作成

5

リスクアペタイト⁶²では財務計画や事業戦略と整合していることが必要であり、自行の許容しうるリスクを明確化することで想定外損失、引当や償却の妥当性にもつながる。

従来の統合的リスク管理体制下では市場リスク、信用リスク、オペレー
 ショナル・リスク等を計量化して、自己資本比率と比較していた⁶³。加え
 てその計量化手法も VaR(Value at Risk)と呼ばれる直近の過去データのみ
 を使用したバックワード・ルッキングなものである。そのため、定量化偏
 重のリスク管理体制や盲目的な経営になっていると、金融危機等のストレ
 ス時に対応できない。それに対し、RAF では従来の統合的リスク管理体制
 下で測定されていたリスクに加えて、各金融機関の経営戦略、レピュテー
 ションリスク、コンダクトリスク等、これまでのリスク管理体制下におい
 て評価対象から漏れていたものも市場リスクや信用リスクと同様に扱われ

⁶² 組織の目的や事業計画を達成するために、進んで受け入れるリスクの種類・量を明示したものである。

⁶³ 野村総合研究所(2017) p.11

る。また、リスク・カテゴリーやリスク量の把握がフォーワード・ルッキングで行われることでより広い範囲でリスクを把握することができる。

RAF の堅牢性を確保するために、ストレステスト・シナリオ分析の実施、KRI⁶⁴(Key Risk Indicator)の利用が必要である。ストレステストは基本シナリオとストレスシナリオの両方について分析するのに加えて、損失限度の設定や内部自己資本充実度評価等の複数のシナリオで行うことが望ましく、リスクアペタイトが妥当かという検証・見直し、健全性評価の一助となる。KRI は予兆管理のために利用されることが多く、複数回認識された経営上重要なリスクを顕在化することができるため、リスクの「見える化」という観点から重要である。

定量項目と定性項目を組み合わせた RAF を導入することで、ミドルリスク層への融資や破壊的イノベーションへの取り組みといったリスクアペタイトに即したリスクを取り、リスクに見合った収益を上げることで金融機関の利益拡大に寄与する。

ここで日本や世界での RAF 導入率について言及する。大和総研が実施した調査によると、「RAF 導入済み」あるいは「RAF と類似の考え方を導入している」とした金融機関の割合は 35.12%であり、地方銀行・第 2 地方銀行に焦点を当てるとその割合は 8.74%まで低下する⁶⁵。一方で、DTTL の「Global Risk Management Survey」では、同調査対象機関の 68%が、取締役会がリスクアペタイトフレームワークを承認していると述べられており、日本の、特に地方銀行・第 2 地方銀行での導入が進んでいない。

数値化できないリスクを把握し、リスクアペタイトフレームワークを普及すること、そしてそれを組織の末端まで行き渡らせることが今日の日本の金融機関に必要である。各金融機関がリスクの上限と下限をそれぞれに設定し、望ましいリスク負担の幅を定めることで戦略的なリスク負担に繋がり、ミドルリスク層への融資やストレス時における収益性に対して健全性を保つことができる。

⁶⁴ リスクの顕在化（または、そうなりそうな状況）をいち早く察知し、被害の発生や影響をできる限り抑えることを狙いとして設定するモニタリング指標のことである。

⁶⁵ 大和総研(2019) p. 8

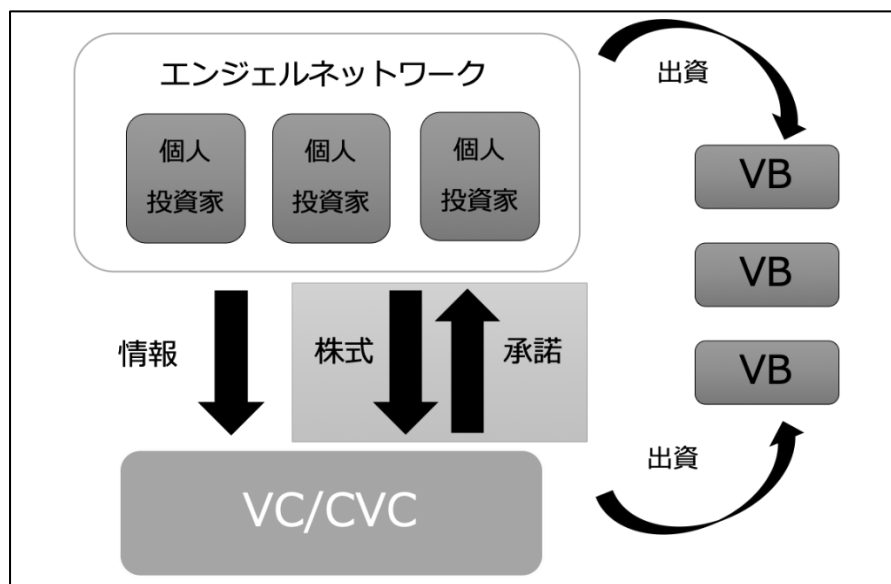
第2節 ベンチャー企業の資金調達における提言

第1項 VCによるエンジェルネットワークの活用

エンジェルネットワークの重要な役割の一つは、投資家間で偏在しているベンチャー企業の情報を集積・共有することで投資判断を行いやすくし、ベンチャー企業へのリスクマネー供給を強化することである。しかし、日本においてエンジェルネットワークの規模は小さく、十分に役割を果たしているとは言い難い。エンジェルネットワークをより活性化することにより、ベンチャー企業の資金調達環境の改善が期待される。そこで、我々はVCとエンジェルネットワークの提携を通じた活性化を提言する。

- 5
- 10 エンジェルネットワークに個人投資家が会員として登録することにより、ベンチャー企業の情報を取得することに加え、エンジェル投資のノウハウを取得し、投資のハードルを引き下げることができる。個人投資家は、自ら支援を行いたいと考えるベンチャー企業に出資を行う。そのようなベンチャー企業との接点を増やすため、ベンチャー企業からエンジェルネットワークに直接アプローチをかける機会を提供する。具体的には、事業計画等を発表するベンチャー
- 15 ビジネス・プレゼン会や、スタートアップ向けビジネスプランコンテストを開催し、支援を必要とする創業者と個人投資家をつなぐ場を設ける。また、全国各地で積極的に取り組むことにより、地方の起業家もエンジェルネットワークへのアピールを容易にできるようにする。
- 20 現在、政府もベンチャーエコシステムの構築の重要性を認識しており、エコシステムの基盤強化に向けた取り組みを強化しているため、公的機関によってネットワークの管理・運営を行うことも想定される。

【図表 23】 VC とエンジェルネットワーク連携概略図



出典：筆者作成

- 5 VC と連携し、エンジェルネットワークが保有する情報を VC に提供する。VC にとっては、投資先情報・投資判断材料が多様化するため、従来以上にベンチャー企業に出資を行う機会が増加する。VC の中には CVC も含まれる。OI の取り組みを行う CVC の課題としては、適当な連携先が見つけれないことが挙げられる。個人投資家の多様な情報に基づいた投資先の選定を行えることから、課題の解消につながると考える。また、個人投資家にとっても、自身が投資した企業が VC からの支援を受ける可能性があるため、質の高い情報を提供するインセンティブを有すると考えられる。現状では接点がなく出資を受けていない企業においても、出資を受けられるようになることが期待できる。
- 10

- また、ネットワークに参加する個人投資家には、保有している株式を VC に譲渡する機会を提供し、流動性が低いために投資を躊躇するといった問題を軽減する⁶⁶。個人投資家が株式譲渡を検討する際は、VC と協議を行った上で決定する。VC への株式譲渡によって、個人投資家は Exit までの期間を短縮することが可能となる。加えて、VC に株式譲渡を行った個人投資家はその資金を支援し
- 15

⁶⁶ VC が株式を買い取る義務は負わないとする。

たい新たな投資先に回すことも可能となる。

- 上記のようなエンジェルネットワークと VC の連携を通じて、VC にとってはベンチャー企業に関する情報獲得の機会増加、加えて CVC にとっては OI に向けた連携先とのマッチング機会増加、個人投資家にとっては VC 支援による投資先企業の価値増大や株式譲渡機会の獲得、といったメリットが生じる。よって、創業期のベンチャー企業支援が活発化し、情報とリスクマネーの好循環が生まれることが期待される。

第 2 項 ベンチャー企業の知財戦略への提言

- 10 まず知的財産の重要性を確認する。取得した知的財産は事業性評価の担保となるため、ベンチャー企業の資金調達に寄与するという副次的なメリットを生み出し、また特許ポートフォリオの構築は他社の権利を侵害するリスクが低いという信用力の裏付けになる。知的財産を活用することで、ベンチャー企業は資金面・成長面で様々なメリットを享受できる。よって知財戦略に関して以下
- 15 の二案を提言する。

(1) 知財戦略を重視した出資のための KPI 設定ガイドラインの作成

- 「国内ベンチャー企業と投資家双方が、知財戦略への意識が低い」という課題に対して、VC 等の投資家向けに、「知財戦略を重視した出資のための KPI⁶⁷設定ガイドライン」を作成し、公表・通知を行うことを提案する。ここでは VC 側ではなく、まずベンチャー企業側に知財戦略への意識を高めるインセンティブを与えるという方策を検討する。具体的な内容は、VC 等が知財戦略を重視した出資判断を行うために KPI の設定を推奨する旨のガイドラインを経済産業省が作成し、日本ベンチャーキャピタル協会と連携しながら国内 VC 等に通知を行うというものである。また KPI は定量目標が望ましいため、知財重視の出資という定性的な目標を細分化し定量化することで、実効性を高めることが求められる。例えば、キャピタリストの知財に関する知識等を客観性に配慮した方式で確認を行うことや、知財専門家とのコンタクト回数等が挙げられる。KPI 設

⁶⁷ 目標の達成度を測るための定量的な指標のこと。

定においての詳細な手引きとひな形も経済産業省が公開する。これにより、VC等の投資判断材料として知財戦略の重要性をより拡大させ、ベンチャー企業側の知財戦略への取り組みが資金調達に影響するという状況を意図的に作り出す。そうなれば、ベンチャー企業側の知財戦略への意識が高まり、同時に知財専門家のサポートを受けたいという需要も高まる。

(2) ストックオプションを活用した知財専門家とのマッチングプラットフォームの構築

先程の提言で、VC等やベンチャー企業に知財に対する意識づけを行った。ここでは、ベンチャー企業が知財専門家と顧問契約を結び、知財戦略に関して全面的なサポートを受けるにはコスト面で負担が大きいという課題に対して、ストックオプション⁶⁸を活用した提言を行う。まず、経済産業省がKPI設定を推奨する旨のガイドラインを公表すると同時に、知財専門家とのマッチングプラットフォームを構築し、知財戦略について支援を必要とするベンチャー企業と支援を行うことができる専門家を募集する。ストックオプションという企業の成長性を前提とした手段を用いる以上、上場を目的としたベンチャー企業のみが登録できるものとする。登録の要件としては「日本国内の未公開企業」「新技術や新しいビジネスモデルをもち、事業成長拡大に取り組んでいる企業」「その他経済産業省が対象と判断した企業」である。ドリームゲートのような民間企業が運営する専門家プラットフォームを倣い、専門家として新たな人材を登録する場合は書類選考やヒアリングをもって選考し、契約終了後の専門家に対する口コミのような評価システムも同様に導入する。初回相談の場合は無料とし、顧問契約や実務が生じた場合に限り料金が発生するものとする。専門家ごとに料金設定を行うことができるが、報酬の支払い方法としてストックオプションの利用に同意する必要がある。ストックオプションは、ベンチャー企業が社内の役職員に対し事業成長に対するインセンティブを付与する手段としてしばしば用いられるが、この提言においては、報酬としてストックオプションを活用することで、ベンチャー企業のコスト負担の低下と専門家の知財支援に対

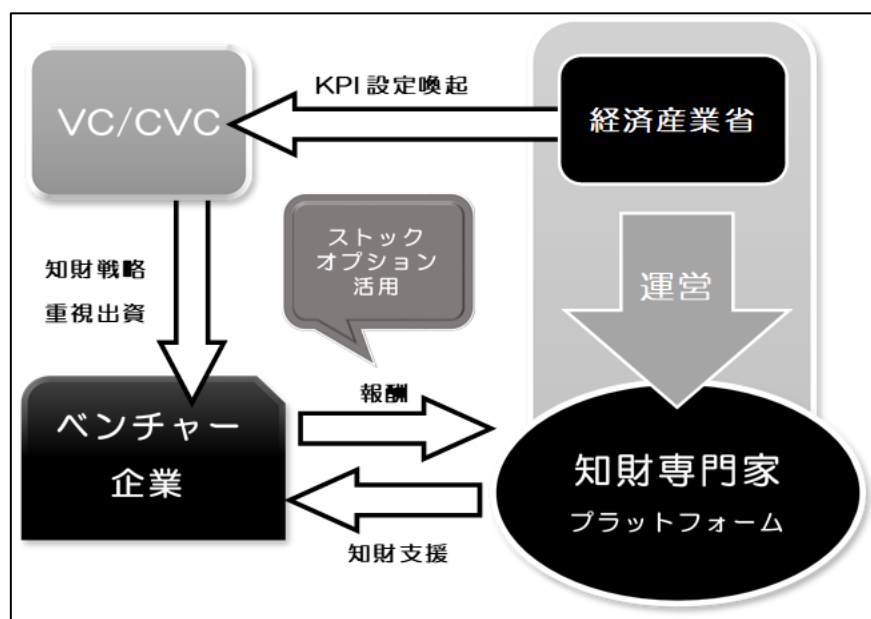
⁶⁸ ここでは新株予約権のことを指す。

するインセンティブを付与することができる。

以上の二つの提言が機能することにより、投資家側に出資判断として知財戦略が重視されるようになれば、ベンチャー企業は知財戦略への意識が高まり、積極的に知財専門家との連携を行うようになる。一方投資家側は、ベンチャー

5 企業が持つ知財戦略を理解し評価するために、知財分析会社や知財専門家との連携をより強化していくことが求められる。

【図表 24】 提言の概略図



おわりに

日本経済の更なる活性化には、資金調達の円滑化を通じた非上場企業の持続的な成長が不可欠である。そこで、非上場企業を規模と性質の切り口で整理し、大部分を占める中小企業と成長性の高いベンチャー企業の資金調達について分析を行った。

具体的には、中小企業に関しては資金調達方法を確認し、望ましいあり方を「持続的な成長を行うための資金調達環境」と定め、提言を行った。事業性評価に基づく融資では、課題として「目利き能力」を取り上げ、「全銀 EDI 情報 PF の作成・活用」を提案した。さらに、その活用方法として、「事業性評価に基づく融資」「キャッシュフローレンディング」「信用リスク評価」を提案した。また、動産活用による融資では、課題として「日本型金融排除」を指摘し、「政府系金融機関によるシンジケート型 ABL」を提案した。最後に、ミドルリスク先への融資拡大等による「金融機関の健全性への懸念」を課題に挙げ、「RAF の構築」を提案した。これらにより、金融機関の目利き能力を向上させ、金融システムの安定性を確保しつつ、ミドルリスク層への融資や資金調達方法の拡大が期待される。

ベンチャー企業に関しては、資金調達方法を理解した上で望ましい在り方を「ベンチャーエコシステム実現による日本経済の持続的な成長」と定め、提言を行った。資金調達環境については、課題として「個人投資家の資金調達環境の未整備」と「CVC の情報不足」を取り上げ、「VC によるエンジェルネットワークの活用」を提案した。さらに、「知財戦略活用に対する低意識」を課題に挙げ、「知財戦略を重視した出資のための KPI 設定ガイドラインの作成」と「ストックオプションを活用した知財専門家とのマッチングプラットフォームの構築」を提案した。これらにより、ベンチャー企業が成長しやすい環境が整備され、Exit まで辿り着く企業が増加すると見込まれる。

我々の提案を通じて、非上場企業の資金調達が円滑に行われる。そして、資金調達環境が改善され、「多様な就業機会の提供」や「地域経済の活性化」、「新産業の創出」、「市場競争の活発化」につながり、更なる日本経済の持続的な成長が促されると考える。

参考文献

- ・ MVC(1997)『ベンチャー投資の実務』日本経済新聞社
- ・ 磯崎哲也(2015)『起業のファイナンス』日本実業出版社
- ・ 大村敬一 俊野雅司(2014)『証券論』友斐閣
- 5 ・ 関水信和(2018)『技術系ベンチャー企業の経営・知財戦略』中央経済社
- ・ 坂本恒夫 文堂弘之(2007)『成長戦略のための新ビジネス・ファイナンス』中央経済社
- ・ 田中英弥(2018)『できる税理士は知っているこれならうまくいくクラウド会計』第一法規株式会社
- 10 ・ 中島真志(2015)『入門企業金融論』東洋経済新報社
- ・ 日本経済新聞(2019年11月26日付朝刊)「VC、追加投資がカギ、企業育成、日本は見劣り。」
- ・ 日本経済新聞(2019年9月3日付朝刊)「スタートアップ 経営者が支援ファンドに出資、知恵も提供」
- 15 ・ 日本経済新聞(2019年8月26日朝刊付)「スタートアップ、知財に落とし穴、模倣や横取りで業績悪化、国、VCに支援役期待」
- ・ 日本経済新聞(2019年9月6日付朝刊)「担保権を動産にも設定、法務省、機械・在庫対象へ。」
- ・ 薮下史郎 武士俣友生『中小企業金融入門[第2版]』東洋経済新報社
- 20 ・ 山本輝 鈴木崇久 宮原啓彰(2019)『週刊ダイヤモンド』ダイヤモンド社

参考 URL

- ・ CRD 協会 HP
- (<https://www.crd-office.net/CRD/structure/kaiin.html>) 2019年9月5日
- 25 最終アクセス
- ・ Edward, T.H. (2013)「Global risk management survey , eighth edition: Setting a higher bar」
- (https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/financial-services/bk/eng_global_risk_management_survey_8thed.pdf) 2019年10
- 30 月24日最終アクセス

- Entrepedia 「Japan Startup Finance 2017」
(https://s3apnortheast1.amazonaws.com/entrepediapublic/JapanStartupFinance2017_rev4.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- Entrepedia 「Japan Startup Finance 2018」
- 5 (https://s3-ap-northeast-1.amazonaws.com/entrepedia-public/Japan-Startup-Finance-2018.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- Entrepedia 「Japan Startup Finance 2019」
(https://s3-ap-northeast-1.amazonaws.com/entrepedia-public/japan-startup-finance-2019h1.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 10 • Freee 株式会社(2016)「中小企業のクラウド化による生産性向上の取組」
(<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/kihonmondai/2016/download/161114kihonmondai5.pdf>) 2019 年 9 月 5 日最終アクセス
- PwC あらた有限責任監査法人(2017)「ベンチャー企業に対する資金供給の円滑化に関する調査報告書」
- 15 (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000605.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- VEC(2009)「我が国新興株式市場を巡る課題について」
(<http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/shinkou.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 20 • 朝倉祐介(2019)「スタートアップの成長支援を通じた新産業創出に向けて」
(https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/subof_filp/proceedings/material/zaitoa310307/zaito310307_04.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 乾智彦(2019)「IP ランドスケープの基礎と現状」『月刊パテント』第 71 巻
- 25 第 9 号
(https://system.jpaa.or.jp/patent/viewPdf/3047)2019 年 10 月 24 日最終アクセス
- 一般社団法人全国銀行協会(2017)「決済事務の効率化に向けた金融 EDI の利活用について」
- 30 (https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/efforts/smooth/xml

- /XML_news291113.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・一般社団法人全国銀行資金決済ネットワーク(2019)「全銀 EDI システムに接続済みの加盟銀行数について」
([https://www.zengin-net.jp/zedi/pdf/全銀 EDI システムに接続する加盟銀行数.pdf](https://www.zengin-net.jp/zedi/pdf/全銀EDIシステムに接続する加盟銀行数.pdf)) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
 - ・一般社団法人全国銀行資金決済ネットワーク(2019)「全銀 EDI システムの紹介」
(https://www.zengin-net.jp/zedi/pdf/zedi_introduction.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
 - ・井上徹(2017)「クラウドファンディングを巡る諸問題:展望」
(<http://www.cba.ynu.ac.jp/gakkai/kaisi/pdf/38-2-4.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
 - ・小野有人(2011)「中小企業向け貸出をめぐる実証分析:現状と展望」
(<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk30-3-4.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
 - ・勝藤史郎(2018)「リスクアペタイト・フレームワーク構築のポイント」
(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2018/data/rel180912a10.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
 - ・株式会社 NTT データ経営研究所(2019)「中小企業・小規模事業者決済情報管理支援事業」
(<https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/gijut/2019/190403ed102.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
 - ・川橋仁美(2015)「金融機関のガバナンス強化とリスク・アペタイト・フレームワーク」
(<http://www.camri.or.jp/files/libs/395/201703271300164355.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
 - ・岸本千佳司(2018)「シリコンバレーのベンチャーエコシステムの発展」
(http://shiten.agi.or.jp/shiten/201806/shiten201806_32_57.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
 - ・金融庁(2003)「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」

- (<https://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/singi/f-20030327-1.pdf>) 2019 年 9 月 5 日最終アクセス
- ・金融庁(2011)「『資本金性借入金』の積極的活用について」
- (<https://www.fsa.go.jp/news/23/ginkou/20111122-4/01.pdf>) 2019 年 10 月 5 22 日最終アクセス
- ・金融庁(2014)「金融モニタリング基本方針」
- (<https://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・金融庁(2015)「金融検査マニュアル」
- 10 (<https://www.fsa.go.jp/manual/manualj/yokin.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・金融庁(2017)「金融行政方針」
- (<https://www.fsa.go.jp/news/29/2017StrategicDirectionsSummary.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 15
- ・金融庁(2018a)「地域金融の現状と課題について」
- (https://www.chiikinogennki.soumu.go.jp/chiiki/files/20180206_07.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・金融庁(2018b)「地域金融の課題と競争のあり方」
- (<https://www.fsa.go.jp/singi/kinyuchukai/kyousou/20180411/01.pdf>) 2019 20 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・金融庁(2018c)「変革期における金融サービスの向上にむけて～金融行政のこれまでの実践と今後の方針～」
- (https://www.fsa.go.jp/news/30/For_Providing_Better_Financial_Services.pdf) 2019 年 9 月 5 日最終アクセス
- 25
- ・金融庁(2019a)「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」
- (<https://www.fsa.go.jp/news/27/ginkou/20150821-2.html>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・金融庁(2019b)「利用者を中心とした新時代の金融サービス」
- 30 (<https://www.fsa.go.jp/news/r1/190828.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセ

ス

・金融調査研究会(2019)「政策金融機関と民間金融機関の関係のあり方」
(https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news310329_2.pdf) 2019
年 10 月 22 日最終アクセス

5 ・経済産業省(2011)「ABL の概要と課題」
([https://www.boj.or.jp/announcements/release_2011/data/re1111205a3.p
df](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2011/data/re1111205a3.pdf)) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・経済産業省(2016a)「経済産業省におけるベンチャー政策について」
([https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/ventur
e_dail/siryou3.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/venture_dail/siryou3.pdf)) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

10 ・経済産業省(2016b)「オープンイノベーションに係る企業意思決定プロセス
と課題認識について」
([https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/sangyo_gijutsu/kenkyu_inno
vation/pdf/003_04_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/sangyo_gijutsu/kenkyu_innovation/pdf/003_04_00.pdf)) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

15 ・経済産業省(2017a)「イノベーション・ベンチャー政策について」
([https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/innova
tion_dai3/siryou4.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/innovation_dai3/siryou4.pdf)) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・経済産業省(2017b)「平成 28 年度経済研究委託事業」
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000391.pdf) 2019 年 10 月
20 24 日最終アクセス

・経済産業省(2018a)「第 1 回研究会事務局説明資料」
([https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/cgs_kenkyukai/pdf/2
_002_03_00.pdf](https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/cgs_kenkyukai/pdf/2_002_03_00.pdf)) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・経済産業省(2018b)「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給について」
25 ([https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/daiyoji_sangyo_risk
/pdf/005_s03_00.pdf](https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/daiyoji_sangyo_risk/pdf/005_s03_00.pdf)) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・経済産業省(2019a)「研究開発型スタートアップ支援事業について」
([https://www.meti.go.jp/information_2/publicoffer/review2019/kokai/sl.
pdf](https://www.meti.go.jp/information_2/publicoffer/review2019/kokai/sl.pdf)) 10 月 24 日最終アクセス

30 ・経済産業省 (2019b)「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための

手引き」

(https://www.meti.go.jp/policy/tech_promotion/venture/tebiki3.pdf)

2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・経済産業省(2019c)「ローカルベンチマーク」

- 5 (<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/smartsme/2019/190313smartsme12.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・経済産業省(2019d)「2.0 ～バイオメディカル産業版～」

(<https://www.meti.go.jp/press/2019/07/20190718008/20190718008c.pdf>) 10 月 24 日最終アクセス

- 10 ・神戸大学経済経営研究所(2018)「『育てる金融』の実現に向けて 一人材育成と連携の課題ー」

(<http://kinki.mof.go.jp/content/000194901.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構(2018)「研究開発型ベンチャー企業の資本政策の手引」

- 15 (<https://www.nedo.go.jp/content/100881843.pdf>) 2019 年 10 月 25 日最終アクセス

・小林誠(2017)「知財戦略と IP ランドスケープ」

(<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/strategy/ipa/jp-ipa-ip-landscape20180115.pdf>) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス

- 20 ・小林誠(2017)「事業戦略と知財戦略」

(<http://www.tokugikon.jp/gikonshi/287/287tokusyu1.pdf>) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス

・小林誠(2019)「知的財産価値評価についての最新動向」『月刊パテント』第 72 巻第 2 号

- 25 (<https://system.jpaa.or.jp/patent/viewPdf/3186>) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス

・小宮清孝(2003)「CDO のプライシング・モデルとそれを用いた CDO の特性等の考察：CDO の商品性、国内市場の概説とともに」

- 30 (<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2003/kk22-b2-3.pdf>) 2019

年 10 月 22 日最終アクセス

- ・ サービスデザイン推進協議会 HP「IT 導入補助金 2019」

(<https://www.it-hojo.jp/about-subsidy-system/>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- 5
- ・ 斎藤正 (2008)「リレーションシップバンキングの機能強化の方策について」

(http://repo.komazawa-u.ac.jp/opac/repository/all/29573/rkz039_4-06.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- ・ 財務局経済産業局認定支援機関 HP「資金調達ノート」

(<https://start-note.com/manuals/subsidy/subsidy-knowledge/277/>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- 10

- ・ 財務省 (2018)「金融機関の現状について」

(https://www.mof.go.jp/financial_system/councils/ikenkokankai/shiryou01.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- ・ 榊原洋実 (2018)「研究開発型ベンチャー企業の将来価値に応じた経営権の動的配分モデル」

15

(http://rcube.ritsumei.ac.jp/repo/repository/rcube/10957/k_1242.pdf) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス

- ・ 幸田博人 (2019)「ベンチャー企業育成に向けた支援」

(<http://www.camri.or.jp/files/libs/1254/201904041128212148.pdf#search=%27%E6%97%A5%E7%B1%B3+%E3%83%99%E3%83%B3%E3%83%81%E3%83%A3%E3%83%BC%E3%82%AD%E3%83%A3%E3%83%94%E3%82%BF%E3%83%AB+%E6%AF%94%E8%BC%83+pdf%27>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- ・ ベンチャーキャピタルの共同投資ネットワーク (2017)「Exponential Random Graph Model を用いた実証分析」

25 (<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/17e084.html>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- ・ 札幌証券取引所 HP

(<https://www.sse.or.jp/listing/list#cat19>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- 30
- ・ 産業技術環境局技術振興大学連携推進課 (2019)「研究開発型スタートアップ

支援事業について」

(https://www.meti.go.jp/information_2/publicoffer/review2019/kokai/sl.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・商工組合中央金庫(2017)「株式会社商工組合中央金庫について」

5 (<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/syokoutyukinarikata/2017/171117syokoutyukinarikata03.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・商工総合研究所(2013)「企業間信用と電子取引」

(<https://shokosoken.or.jp/chousa/youshi/24nen/24-2.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

10 ・商工中金(2018)「地域未来牽引企業発展のための商工中金の貢献」

(https://www.meti.go.jp/policy/sme_chiiki/chiiki_kenin_kigyuu/99_aidusamitto/shochu_chiikimirai_summit.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・杉岡登志夫(2002)「わが国におけるエンジェル投資の課題」

(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2002/2002aut16.pdf>) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス

・総務省(2016)「フィンテック認知度・利用率・利用意向」

(<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/whitepaper/ja/h28/html/nc131130.html>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・大和総研(2019)「リスクアペタイト・フレームワークの現状」

20 (https://www.dir.co.jp/report/research/lawresearch/regulation/20190826_020987.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・中小企業基盤整備機構(2008)「中小企業のための知的資産経営実践の指針」

(https://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/1-13chitekishisanfinance.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

25 ・中小企業庁(2002)「創業支援のエッセンス」

(https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/sogyo/essence/pdf/essence_of_startup_support.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・中小企業庁(2004)「信用補完制度の現状と課題」

(<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/download/1/1.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- ・ 中小企業庁 (2013) 「中小企業における個人保証等の在り方研究会」
(<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/kojinhosho/2013/130424houkokusyo.pdf>) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス
- ・ 中小企業庁 (2014) 「個人保証制度見直しの背景」
- 5 (<https://www.mhlw.go.jp/file/06-Seisakujouhou12200000Shakaiengokyokushougaihokenfukushibu/s4-1-1.pdf>) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス
- ・ 中小企業庁 (2016a) 「中小企業白書 (2016 年度版)」
(https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/h28_pdf_mokujityuu.html) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 10
- ・ 中小企業庁 (2016b) 「中小企業の信用補完制度について」
(https://www.kantei.go.jp/jp/singi/tiiki/kokusentoc_wg/h28/shouchou/161124_shiryou_s_3_2.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 中小企業庁 (2017) 「中小企業・小規模事業者等に対する特定補助金等の交付の方針について」
- 15 (<https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/gijut/2017/170725sbirhoushin1.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 中小企業庁 (2019a) 「中小企業白書 (2019 年度版)」
(https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2019/PDF/2019_pdf_mokujityuu.htm) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 20
- ・ 中小企業庁 (2019b) 「データの利活用・共有等がもたらす中小企業経営へのインパクト」
(<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/smartsme/2019/190523smartsme01.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 25
- ・ 中小企業庁 (2019c) 「『攻め』のスマート S M E の実現に向けた金融機関による本業支援について」
(<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/smartsme/2019/190424smartsme01.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 帝国データバンク (2013) 「中小企業の資金調達構造と社債利用」
- 30 (<https://www.tdb.co.jp/knowledge/trading/pdf/trading12.pdf>) 2019 年 10

月 22 日最終アクセス

- ・ 帝国データバンク (2018) 「企業の多様な資金調達手法に関する実態調査調査報告書」

(https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/itakuhoukoku/04.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- ・ 帝国データバンク (2019) 「平成 30 年度産業経済研究委託事業報告書概要版」

(https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/locaben/houkokushogaiyou30.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- 10 ・ 特許庁 (2014) 「中小企業における知財活動状況」 2014 年 5 月

(<https://www.jpo.go.jp/resources/shingikai/kenkyukai/chusyo/document/01-shiryou/shiryou05.pdf>) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス

- ・ 特許庁 (2017a) 「一步先行く国内外ベンチャー企業の知的財産戦略事例集 IP Strategies for Startups」

- 15 (<https://www.meti.go.jp/press/2018/04/20180403002/20180403002-1.pdf>) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス

- ・ 特許庁 (2017b) 「オープンイノベーションのベストプラクティス IP Open Innovation」

(https://www.jpo.go.jp/support/startup/document/index/ip_open_Innovation.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- 20 ・ 特許庁 (2017c) 「スタートアップが直面する知的財産の課題および支援策の在り方に関して」

(https://www.jpo.go.jp/resources/report/sonota/document/zaisanken-seidomondai/2017_04_youyaku.pdf) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス

- 25 ・ 特許庁 (2017d) 「中堅・大企業等におけるベンチャー企業等が創出した知的財産の活用スキームに関する調査研究」

(https://www.jpo.go.jp/support/startup/document/index/2017_09_jirei.pdf) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス

- ・ 特許庁 (2018a) 「産産連携の推進 ベンチャー支援に向けた知財関連施策」

- 30 (https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/kensho_hyoka_kika

- ku/2018/sangyou/dai3/siryou3-6.pdf) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス
- ・ 特許庁 (2018b) 「特許行政年次報告書 2018 年版」
(<https://www.jpo.go.jp/resources/report/nenji/2018/document/index/honpen0102.pdf>) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス
- 5 ・ 特許庁 (2018c) 「ベンチャー投資家のための知的財産に対する評価・支援の手引き」
(https://ipbase.go.jp/assets/pdf/guidance_20190520.pdf) 2019 年 10 月 24 日最終アクセス
- ・ 内閣府 (2014) 「クラウドファンディングに係る制度整備に関する意見
- 10 (https://www.cao.go.jp/consumer/content/20140226_20140225_iken1.pdf)
2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 内閣府 (2018) 「公共調達における中小・ベンチャー企業の活用等に係る取組」
(<https://www8.cao.go.jp/cstp/gaiyo/yusikisha/20180215/siryo2.pdf>) 2019
- 15 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 中村寛樹・本庄裕司 (2019) 「広き日本の起業家と起業支援投資家およびその潜在性に関する実態調査」
(<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/19j015.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 20 ・ 名古屋証券取引所 HP
(<http://www.nse.or.jp/listing/number/>) 2019 年 9 月 5 日最終アクセス
- ・ 日経 BP 総研 (2017) 「オープンイノベーションに関するアンケート」
(<https://www.nikkeibp.co.jp/atcl/newsrelease/corp/20170630/>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 25 ・ 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) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 日本 M&A センター HP 「M&A とは/M&A 成功のために」
(<https://www.nihon-ma.co.jp/service/aboutma/>) 2019 年 10 月 22 日最終ア
- 30 クセス

- ・ 日本銀行(2016)「金融システムレポート」
(<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/data/fsr161024a.pdf>) 2019 年
10 月 22 日最終アクセス
- ・ 日本銀行金融機構局金融高度化センター(2011)「金融機関経営とリスク管理
5 の高度化」
(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2011/data/rel110628a1.pdf
) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 日本銀行金融機構局金融高度化センター(2015)「金融機関における創業支援
の現状と課題」
10 (https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/data/rel150612b1.pdf
) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 日本銀行金融機構局金融高度化センター(2019)「金融機関のガバナンス改
革」
(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2019/data/rel190816c1.pdf
15) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 内閣官房日本経済再生総合事務局(2016)「『ベンチャー・チャレンジ 2020』
にかかる政府関係機関コンソーシアム及びアドバイザーボード」
([https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/venture_challenge2020/
venture_challenge/dail/siryoul.pdf](https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/venture_challenge2020/venture_challenge/dail/siryoul.pdf)) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 日本証券業協会 HP「株主コミュニティ」
20 (<http://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/index.html>) 2019 年 10
月 22 日最終アクセス
- ・ 日本証券業協会(2019)「『株主コミュニティ制度に関する懇談会』報告書
～株主コミュニティ制度の更なる利活用に向けて～」
25 ([http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/kabucomm_kon/190115_hokoku
sho.pdf](http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/kabucomm_kon/190115_hokoku sho.pdf)) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 日本証券業協会(2016)「社債券の私募等の取扱い等に関する規則の概要」
(<http://www.jsda.or.jp/about/kaiken/files/161221shiryoul.pdf>) 2019 年
10 月 22 日最終アクセス
- ・ 日本商工会議所(2019)「中小企業・小規模事業者の生産性向上に向けた商工

会議所の経営支援における FinTech の活用支援について」

(<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/smartsme/2019/190313smartsme06.pdf>) 2019 年 9 月 5 日最終アクセス

・日本政策金融公庫 HP「基本理念及び経営方針」

- 5 (<https://www.jfc.go.jp/n/company/philosophy.html>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・日本政策金融公庫 HP「アンケート結果 ソーシャルビジネスの資金調達」

(<https://www.jfc.go.jp/n/finance/social/survey.html>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- 10 ・日本政策投資銀行(2001)「日本政策投資銀行ディスクロージャー誌」

(<https://www.dbj.jp/pdf/disclo/disclo01-01.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・日本総研(2014)「今必要とされる CVC への取り組み～既存企業とベンチャー企業の連携促進に向けて～」

- 15 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7667.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・日本総研 HP(2017)「多様化するベンチャーへの『出口』」

(<https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=31322>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- 20 ・日本総研(2019)「スタートアップ育成：フィンテックに学ぶ」

(<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/10996.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・野村敦子(2015)「わが国におけるベンチャー支援の在り方—既存企業とベンチャー企業のパートナーシップを通じたベンチャー・エコシステムの形成に

- 25 向けて—」Vol3

(<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/8033.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

・岩崎薫里(2018)「改善する我が国のスタートアップ事業環境—オープンイノベーション追求が後押し—」Vol2

- 30 (<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10154.pdf>)

- f) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 日本動産鑑定 (2017) 「顧客目線の地域金融」
(<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/suishinakaigo2018/chusho/dai2/siryou4.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 5 ・ 日本取引所グループ HP
(<https://www.jpx.co.jp/equities/products/tpm/issues/index.html>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 野村総合研究所 (2008) 「動産・債権担保融資 (ABL) の普及・インフラ構築に関する調査研究」
(https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL/04.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 10 ・ 野村総合研究所 (2015) 「起業・ベンチャー支援に関する調査 エンジェル投資家等を中心としたベンチャーエコシステムについて」
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 15 ・ 野村総合研究所 (2017) 「金融 IT フォーカス」
(<http://52.194.164.41/~media/Files/publication/special/2017/fitfsp201701.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 浜田陽二 (2019) 「RAF 導入の期待効果と留意点」
(https://www.abeam.com/jp/sites/default/files/field/field_pdf_files/RR089.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 20 ・ 日下智晴 (2009) 「金融機関の目利き力発揮による知的財産の活用・企業価値の向上について」
(https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/tyousakai/kensho_hyoka_kiku/2018/sangyou/dai2/siryou3-2.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 25 ・ 福岡証券取引所 HP
(https://www.fse.or.jp/files/lir_cmn/201907kaisya.pdf) 2019 年 9 月 5 日最終アクセス
- ・ 富士通総研経済研究所 (2011) 「Startup Accelerator の現状と展望ー変化する起業の形から考える今後の ICT ビジネスー
- 30

- (<https://www.fujitsu.com/downloads/JP/archive/imgjp/group/fri/report/research/2011/no377.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ 法務省民事局員 (2018) 「民法 (債権関係) の改正に関する説明資料-主な改正事項-」 (<http://www.moj.go.jp/content/001259612.pdf>) 2019 年 9 月 5 日最終アクセス
- 5
- ・ 本庄裕司 (2015) 「スタートアップ企業の資本構成」 Vol149 (https://www.jstage.jst.go.jp/article/soshikikagaku/49/1/49_4/_pdf/-char/ja) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ みずほ情報総研株式会社 (2019a) 「グローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業」
- 10
- (https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H30FY/000147.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ みずほ情報総研株式会社 (2019b) 「ベンチャー企業が適切に評価されるための知財支援の在り方に関する調査研究報告書」
- 15
- (https://www.jpo.go.jp/support/startup/document/index/2019_04_zentai.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- ・ みずほ総合研究所 (2006) 「多様化が進みつつある中堅・中小企業の資金調達」
- ([https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/report/report06-](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/report/report06-1208.pdf)
- 20
- 1208.pdf) 2019 年 9 月 5 日最終アクセス
- ・ みずほ総合研究所 (2013) 「『個人保証見直し』をめぐる民法改正の論点」 (<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/opinion/shiron/pdf/shiron130603.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 25
- ・ みずほ総研論集 (2007) 「中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の決定要因」 IV 号
- (<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron0710-3.pdf>) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス
- 30
- ・ 三菱総合研究所 (2019) 「平成 30 年度産業経済研究委託事業 (経済産業政策・

第四次産業革命関係調査事業費)(大企業とベンチャー企業の経営統合の在り方に係る調査研究)」

(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H30FY/000123.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- 5 ・三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング株式会社(2018)「スタートアップが直面する知的財産の課題および支援策の在り方に関する調査研究報告書」

(https://www.jpo.go.jp/resources/report/sonota/document/zaisanken-seidomondai/2017_04_zentai.pdf)2019 年 10 月 24 日最終アクセス

- ・矢野経済研究所(2018)「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」

- 10 (https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/2036) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- ・米山茂美・渡部俊也・山内勇、真鍋誠司・岩田智(2017)「日米欧企業におけるオープン・20 イノベーション活動の比較研究」

(https://www.gakushuin.ac.jp/univ/eco/gakkai/pdf_files/keizai_ronsyuu/contents/contents2017/5401/5401yoneyama/5401yoneyama.pdf) 2019 年 10 月 22 日最終アクセス

- ・若園智明(2019)「米国における資本形成の変遷：公開市場と私募市場」『証券経済研究』第 107 号

(http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/107/107_01.pdf)10 月 24 日 20 最終アクセス