

平成 29 年度 証券ゼミナール大会

第 6 テーマ A ブロック

「日本企業の資金調達のあり方」

5

10

中小・ベンチャー企業の資金調達の 新しい可能性について

15

20

明治大学 萩原ゼミナール

25

中小・ベンチャー企業の資金調達の新しい可能性について

目次

	はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	3
5	第1章 本稿における中小企業とベンチャー企業の定義・・・・・・・・	4
	第2章 日本の中小企業の資金調達の現状と課題・・・・・・・・	5
	第1節 中小企業の資金調達の現状・・・・・・・・	5
10	第2節 中小企業の資金調達の課題・・・・・・・・	9
	第3章 日本のベンチャー企業の資金調達の現状と課題・・・・・・・・	19
	第1節 ベンチャー企業の資金調達の現状・・・・・・・・	20
	第2節 ベンチャー企業の資金調達の課題・・・・・・・・	26
15	第4章 日本における望ましい資金調達の実現に向けた方策の提言・・	33
	第1節 中小企業の資金調達のあり方・・・・・・・・	33
	第2節 ベンチャー企業の資金調達のあり方・・・・・・・・	38
20	参考文献・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	48

はじめに

2016年には日銀によるマイナス金利政策が導入され、国内金融機関の預貸率は低下し続けており、国内のカネ余りはなかなか改善していない。この状態は、
5 大企業に比べ信用リスクの高い中小企業の資金繰りを悪化させてしまう。今後の日本の経済成長のためには中小企業が円滑な資金調達を行える制度作りが必要になるといえる。また、政府は「未来投資戦略」のなかで、第四次産業革命を通じて一人一人のニーズに合わせて少子高齢化などの社会課題を解決している社会、「society5.0」の実現を目指すとしている。今後、AIやビックデータ
10 など最新のテクノロジーが成長の柱になっていくとするならば、そうした技術を駆使できるベンチャリングな企業が育つ環境の整備も必要になるだろう。

国内のこうした状況を受け、中小企業ならびにベンチャー企業が円滑な資金調達を行える環境整備に向けた政策提言を行っていくのが本論文の主旨である。

15

1章では中小企業の定義、ベンチャー企業の定義を行い、2章では、中小企業の一般的な資金調達の特徴（リレーションシップバンキング、トランザクションバンキング）を述べつつ、それぞれのメリットとデメリットを洗い出す。そして、その中で「情報の非対称性」に注目することで提言への足固めとする。
20 3章ではベンチャー企業の現状と課題についての考察を行う。現状について示した上で、日本のリスクマネーの供給力不足を課題として挙げ、その原因を分析する。原因について、具体的には高齢者への資産の集中、金融資産の分布のばらつき、不動産保有割合の高さを主に考察し、提言の根拠を提示する。4章では、中小企業一般に言える提言を一つ、とりわけベンチャー企業に提言する
25 ものを二つ挙げる。具体的には前者はIT化の促進政策、後者は国内資金（高齢者等）を呼び込むための政策と海外資金を呼び込むための政策の2つである。

第1章 本稿における中小企業とベンチャー企業の定義

中小企業基本法第2条によると、以下のように中小企業の定義が定められている。また本稿においては、小規模企業者についても中小企業者と同様の扱いをする。

図1 中小企業者の定義

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
	資本金または出資額の総額	常時使用する従業員の数	常時使用する従業員の数
①製造業、建設業、運輸業、その他企業(②～④を除く)	3億円以下	300人以下	20人以下
②卸売業	1億円以下	100人以下	5人以下
③サービス業	5000万円以下	100人以下	5人以下
④小売業	5001万円以下	50人以下	5人以下

出所：中小企業庁「中小企業・小規模企業者の定義」(<http://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>) より筆者作成

本稿では、一般的に「魅力的な起業家のもと、独自の技術やノウハウをもって、ニッチな市場に参入したり新規市場を開拓したりしている会社」(マイナビ(2016))といわれるベンチャー企業を別にして論じることにする。この分類を行ったのは、信用力の差などから、政府の中小企業支援策においても創業期＝ベンチャー企業は別扱いをしているためである。日本政策投資銀行(2017)によると、時価総額上位100社の創業年について、日米でそれぞれ調査すると、日本は1950年以前に創業した企業が8割を占めるのに対し、米国は約6割にとどまり、90年代以降に創業した企業だけでも10%に達する、という結果が出ている。したがって、日本の新興企業の活性化を論じるためにもやはりベンチャー企業と成熟企業を分けて考えたほうが効率的であると感じ、本論文では大きく2つの章立てで議論をすすめる。

そもそも、中小企業およびベンチャー企業が存在する意義としては、中小企業庁によれば、①市場競争の苗床、②イノベーションの担い手、③魅力ある就業機会創出の担い手、④地域経済社会発展の担い手とされている。そのため、投資家や支援機関はその意義を阻害するような要因を企業とのコミュニケーション

ョンにより排除し、より企業が業務に専念できるような環境を整えることが重要であるといえる。マイナビ（2016）によると、とりわけベンチャー企業の役割としては、①「起業家精神」をもったリーダーの育成、②大企業による寡占状態の打破も挙げられている。

5

第2章 日本の中小企業の資金調達の現状と課題

第1節 中小企業の資金調達の現状

日本の民間企業の構成として、大企業 1.1 万社（0.3%）、中小企業 380.9 万社（99.7%）と中小企業のプレゼンスは大きい。また、従業員数では大企業 1,433 万人（31%）、中小企業 3,361 万人（69%）と同様に大きい。そして現在存在するソニーやトヨタなどの大企業は中小企業発祥の企業であると同時に、それらの大企業は中小企業を下請け企業として日本企業の技術力の源となっている。そのため、日本経済の活性化を図るためには中小企業の活性化を促進することが不可欠であることは明らかである。アベノミクスにおいても 2016 年 6 月に閣議決定された「日本再興戦略 2016」や 2017 年に決定された「未来投資戦略 2017」に中小企業の「稼ぐ力」やイノベーションの強化を掲げられている。「稼ぐ力」やイノベーションを行うためにはコスト削減策や IT 関連への設備投資が必要となるが、その中小企業の「稼ぐための資金を募る力」も養う必要がある。

20

（1） 中小企業の借入状況

日本銀行「全国企業短期経済観測調査」（2017）によれば、中小企業の業況は大企業よりも厳しい状況にあると言えるが、2016 年度は熊本地震以来、2 期連続で業況が改善し数年来の良好な状態になっている。

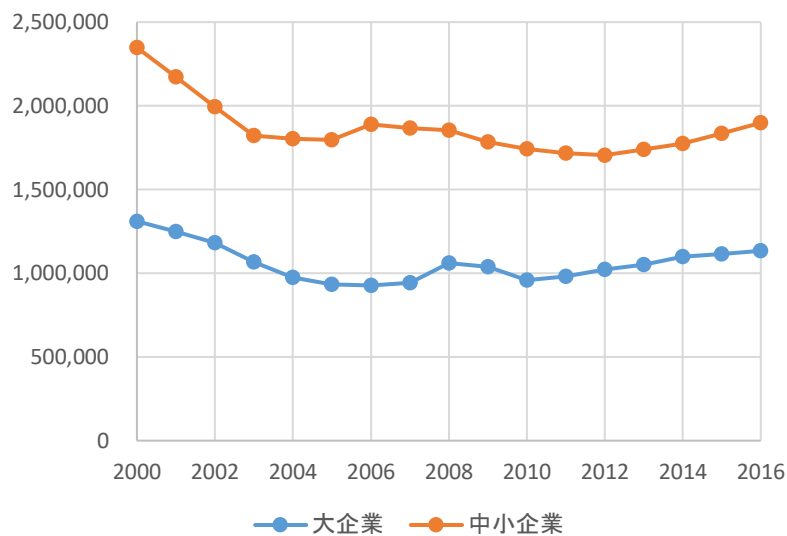
25

それに伴い、全国の都市銀行・地方銀行の中小企業への貸出態度は最近 5 年間に渡って回復している。図 2 によると、中小企業向けの貸出残高の推移は大企業のそれと比べると、回復度合いが低いことが分かる。しかし、貸出態度が低調といえども 20 年以上から続いてきた中小企業への貸出残高の減少に歯止めをかけた 2013 年の日銀の量的質的金融緩和の影響は一定数あったと考え

30

られる。東京商工リサーチ（2017）によると、地方銀行や第二地方銀行が貸出残高を微増させている傍ら、2016 年後半から都市銀行の貸出残高は前年比マイナスとなっている。これは、メガバンクのグローバル化によって、国内中小企業から国際部門に貸出が移転していることによって起きていると考えられる。そのため、銀行間の役割が明確化され、地方銀行・第二地方銀行は中小企業への貸出に大きな役割を担っているといえるだろう。

図 2 国内銀行の大企業・中小企業向け貸出残高の推移



出所：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」（2017）（<http://www.boj.or.jp/statistics/tk/index.htm/>）より筆者作成

（２） 中小企業の資本構成

図 3・4 は中小企業と大企業の資本構成の推移を表したものである。低下したものの中小企業の借入依存率は高く、株式による調達が著しく低い。また、2014 年の段階で中小企業の利益剰余金他の比率が大企業と逆転しており、内部留保による資金調達も増加しているといえる。同時に中小企業の運転資金のニーズも増加してきているため、内部留保を確保した成熟期の企業が増加していることも考えられる。

図3 中小企業の貸借対照表の推移

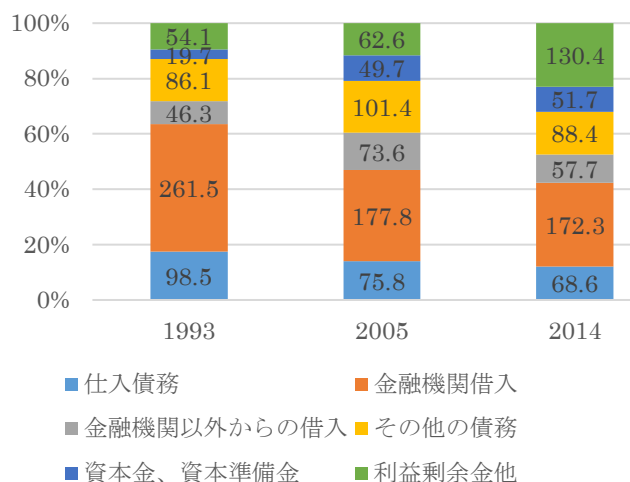
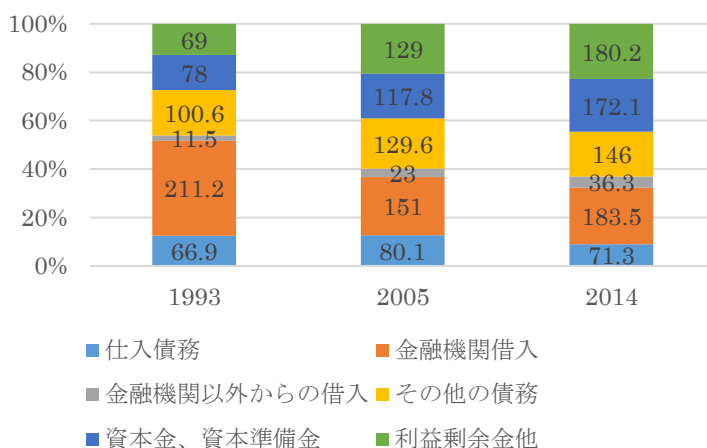


図4 大企業の貸借対照表の推移



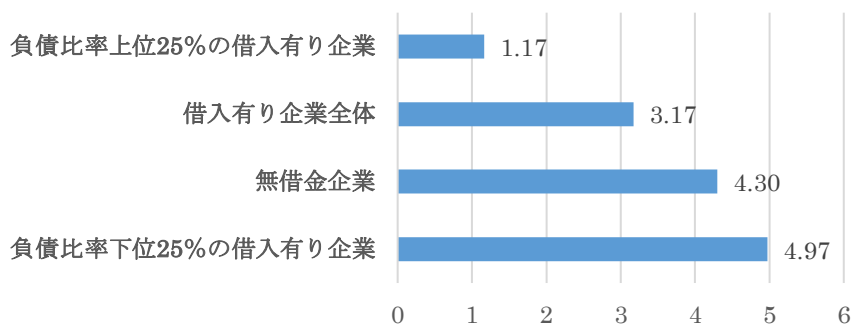
出所：中小企業庁『中小企業白書（2016年版）』（2016, p. 285）より筆者作成

※グラフ内の数字は各項目の実数値（単位：兆円）

この中小企業の借入依存の改善には、無借金企業の割合の増加が貢献していると考えられる。1993年では全中小企業に対して無借金企業は20%であったが、足下の2014年では35.4%に増加している。

無借金企業の多くは借りたくても借りられないのではなく、借入ニーズがないことから無借金を選択している。これは、倒産企業の負債比率の高さや生存企業の無借金企業の経常利益の高さから見ても合理的な選択ともいえる。しかし、借入のある企業で負債比率が低い企業の方が経常利益は高いという結果も出ており（図5）、長期的に見ると、一定量の負債は企業価値を押し上げる効果をもたらす。

図5 借入状況別に見た経常利益率（単位：%）



出所：中小企業庁『中小企業白書（2016年版）』（2016, p. 339）より筆者作成

次に、資産構成を諸外国と比較したい。図 6 は 2017 年の世界の企業（大企業含む）の負債総資産比率を表したもののだが、日本は米国に比べて約 1.4 倍の数値になっており、全世界的に見ても日本の負債への依存度は高いことが分かる。日本の負債（銀行借入）への依存度の高さの理由については次節で触れることとする。

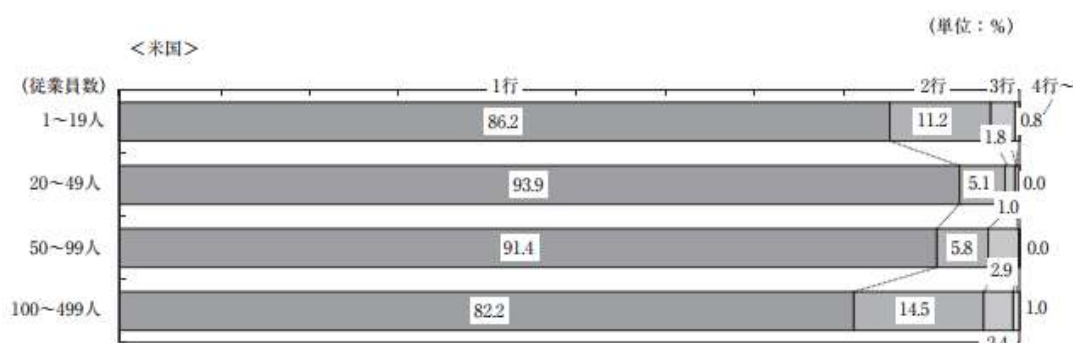
図 6 日本企業の負債総資産比率の海外比較 (2017)

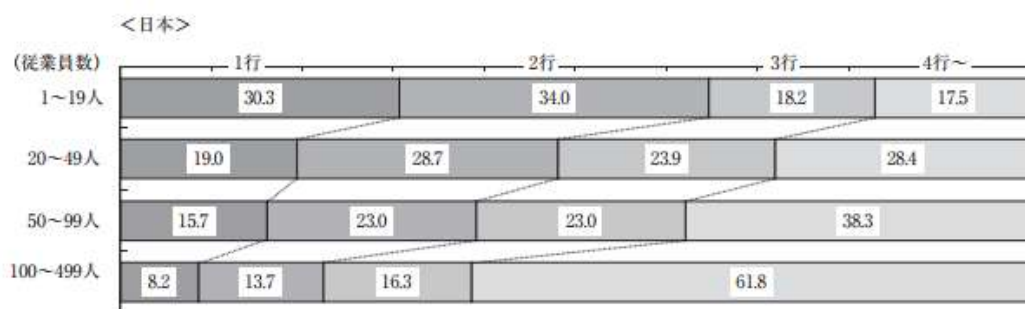
	日本	米国	全世界
負債総資産比率	54.25%	39.10%	43.43%

出所：DamodaranONLINE (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>) より筆者作成

日本の中小企業は借入負債が多いとするならば、金融機関との取引に関する情報はどうか。図 7 は日本と米国の中小企業の従業員規模別取引金融機関数を示したものである。米国の中小企業の約 9 割が 1 行取引であるのに対して、日本は従業員規模が増えるほど複数の銀行と取引を行うようになり、従業員数 100～499 人の企業においては 6 割以上が 4 行以上の金融機関と取引を行っていることがわかる。もともと日本は 1 銀行あたりの中小企業数が多いにもかかわらず、中小企業の複数行取引の慣習によりさらに銀行が多忙になっていることがうかがえる。同時に中小企業は、従業員数が少なく一人の意見が大きく反映されるため、金融機関と取引をする部門の負担も取引行数分大きくなっている。『中小企業白書 2016』によると、現に従業員規模が小さい企業の経営者ほど経営に関する助言を請うていないというデータもあり、中小企業の経営者の忙しさがうかがえる。

図 7 日米中小企業の従業員規模別取引金融機関数





出所：中小企業庁「中小企業白書 2005 年版」

(<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/menu.html>)

次に各銀行における中小企業向け融資比率を見ると、資産規模 1 億ドル未満の米国中小銀行の中小企業向け融資比率は 86.4%であり、500 億ドル以上の大手銀行における融資比率は 22.0%である（2011 年）。また、日本の地方銀行（第二地銀含む）の中小企業向け融資比率は 74.5%で、都市銀行における融資比率は 61.4%であった（2011）。したがって、米国は大手銀行と中小銀行（コミュニティバンクやリージョナルバンク）の棲み分けがしっかりなされていて、中小銀行は日本より地域企業の発展に力を入れられる体制が整っていることがうかがえる。

第 2 節 中小企業の資金調達の問題

日本を含め、多くの国の優良大企業は、株式を発行しており、その価格をリアルタイムで投資家が把握でき、円滑に資金を投入できるようになっている。また、財務諸表や経営方針が様々な媒体で公表されており、それに対して投資家が意見を述べることができるシステムができています。このような情報の透明性が日本の中小企業にはあるだろうか。本論文では、中小企業の資金調達の円滑化を阻害する最大の理由を「情報の非対称性」として、論じていきたい。

前節の通り、我が国の多くの中小企業の主たる資金調達方法は、借入である。基本的に中小企業は大企業より信用力が低いとされ、株式や債券を発行しにくいため、借入に依存する結果となっている。実際に『中小企業白書 2016』によると、借入れを行っている中小企業は、創立から 51 年以上経っているもので 78.3%、創立から 10 年以内のものでは 40.8%となっており、老舗企業ほど借入

に依存していると言える。また、従業員規模が小さいほど借入依存度は高くなる傾向にある。財務省「法人企業統計年報」（2006 年度）によると、従業員 20 人未満の企業は借入依存度が 49.9%に対し、301 人以上の企業は 20%となっている。

5

戦後日本は経済成長が急速であったために、企業が自己資本ではまかないきれず、多額の外部資金に依存していた。現在の我が国の借入依存はこの当時の名残だといえる。しかし、バブル崩壊後、「失われた 20 年」と形容される不況が続き、中小企業に対する貸し渋りが大きな問題となってきた。政府は、平成 4 年から中小企業を支援するための不況対策とそれを行う政府系金融機関の支援を行ってきた。リーマンショック前の景気回復期に入ると、その政策は長期的に実施されず、代わりに平成 14 年度以降に行われた中小企業セーフティネット対策と中小企業再生支援、平成 17 年度以降に実施された創業と連携支援、18 年度のものづくり支援、19 年度の中小企業の生産性向上と農商工連携が、それぞれ広く展開されるようになった。また、平成 19 年から 25 年までは、中小企業が返済条件を変更するリスケジュールの申込みに金融機関はできるだけ柔軟に対応するよう努力義務を定めた法律である中小企業金融円滑化法が実施された。同法が終了しても地域金融機関や商工会議所などで構成された中小企業支援ネットワークにより中小企業支援が包括的に行われている。最近 10 年の政府の方針の流れとして、中小企業の”治療”をするものから稼ぐ力（≡資金調達力）の創出を図るものになったといえるだろう。

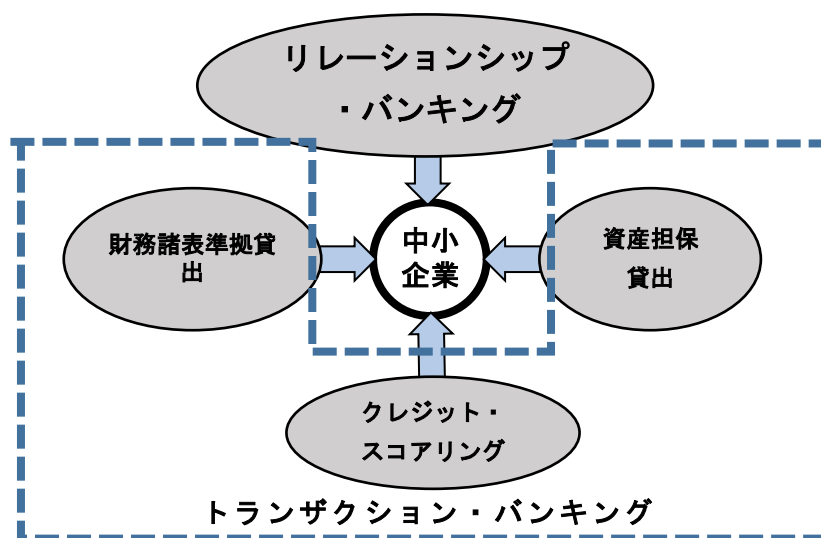
この政策の変化により、金融機関が中小企業に貸出を行う時、より柔軟に貸出判断を行うようになった。Berger and Udell（2002）によると、現在では主に下図の四つの貸出方法があると言われている。四つの貸出形態は互いに代替的であったり、補完的であったりするため、どれか一つのみが用いられるより複数で用いられることが多い。本章では我が国の企業が他の国と比較して銀行借入への依存度が高いということを前提として、それぞれの貸出方法の特徴と課題を論じていきたい。同時に、社債や株式および市場型間接金融を用いた資金調達方法については中小企業の信用力の低さと主に株式発行における手続の

多さが推進を阻むと判断して本章では割愛する。

図 8 中小企業金融の方法

5

10



筆者作成

(1) リレーションシップバンキング

15 リレーションシップバンキング（以下リレバン）は、「金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより、顧客に関する情報を蓄積し、この情報をもとに、貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデル」（金融庁・金融審議会金融分科会第二部会（2003）より）と一般的に解釈される。

20 リレバンで金融機関が得られる情報は大きく二つに分けられる。Goldberg（2004）によると、借手企業との長期的・継続的取引を行っていく過程で得られる情報であるタイムシリーズ情報と face-to-face 取引を行っていく過程で当該借手企業のみならず、当該地域コミュニティにおけるステークホルダーから得られる情報であるクロスセクション情報があるといわれている。つまり金融機関は企業の財務諸表だけでなく多角的な視点から中小企業を見つめ、情報
25 を蓄積・生産していくのである。その結果、中小企業と金融機関の情報の非対称性が軽減でき、中小企業は他者からの企業価値計測・向上のチャンスを得るのである。

Boot（2000）によれば、このような、金融機関が審査・モニタリングをして得る非財務的で各企業固有の情報を「ソフト情報」と呼び、トランザクションバンキングで扱う定量的な情報である「ハード情報」と対をなすとされている。このような情報を金融機関は多角的に収集・生産し、情報の非対称性による逆

5 選択やモラルハザードと言った問題を軽減しようと努めている。

リレバンの必要性については実証分析によっても示されている。加賀谷（2012）の研究では、上場企業を対象にして、純利益と経常利益が株価をどれだけ説明できるかを示すうえで、各年度における株価のモデルの調整済み決定係数をベ

10 ースに測定したところ、財務情報が株価に及ぼす影響は減少してきていることが分かっている。また、環境問題や不正会計問題などが取り沙汰されてきた 21 世紀になってからこの影響力の低下が加速しており、近年では財務情報が株価を説明できるのは 2 割に満たなくなっていると考えられている。同研究では、上場企業を対象にしているが、取引先の大企業の状況に大きく左右される

15 中小企業では、同様の結果が得られると考えると、直接経営者と面会し、従業員の情報や施設の老朽化の情報などの非財務情報を得るリレバンは重要になってきているといえる。

次にリレバンの一般的な課題について挙げる。Boot（2000）によると、soft-

20 budget constraint 問題と hold-up 問題の二つの問題があると言われている。

soft-budget constraint 問題は「借手の企業にデフォルトの可能性が生じたときに銀行が追貸しを確実に拒否できるかどうか」という問題である。この問題が起こると、リレバンが長期化するにつれて、借手企業が利用している金融

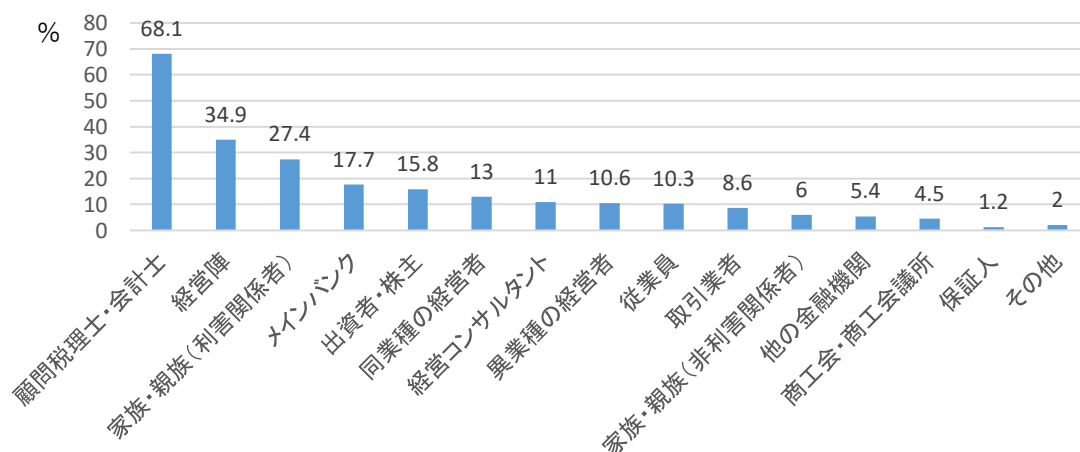
25 機関からの借入を当たり前と思い、継続融資の再交渉に応じてくれるかもしれないと慢心し、企業が経営努力をしなくなるというモラルハザードが起こってくる。日本では金融審議会金融分科会第二部会（2003）によって、この問題を「コミットメントコスト」と解釈されている。コミットメントコストは地域のために金融機関がコストを払うこととリレバンは同義ではないことを示しており、

30 リレバンを推進するためにはコミットメントコストを放置してはならない

のである。また、金融機関がこの思い込みをすると、リレバンの推進が貸出業務の収益力低下を生むと解釈されやすくなり、リレバンの敬遠が広まるかもしれない。日本では、2016年に金融庁が「一時的に赤字や債務超過に陥った経営難の中小企業にも成長融資を」と地銀に要請したため、コミットメントコストの増加が今後深刻化するのではないかと考えている。

hold-up問題は、企業が一行取引の場合、リレバンを行うことで銀行が情報独占をすることで借入を強いたり、高い金利で貸し出したりして借手に負荷がかかり、複数取引ならば、銀行の情報独占は防げるが、借手の手間は増加するという問題である。滝川（2006）は、とりわけ複数行と取引することは一つの企業情報の価値は下がり、さらにその借手企業に貸し出す金融機関間で過度な競争が起こり、本来貸し出すべき金利で貸し出さなくなる問題が起こると指摘する。一般にリレバンの強度は金融機関と企業の関係性によって図られるので、複数行取引が一般的な日本は米国などの国と比較するとその強度が低くなるのが分かる。さらに、図9によると、定期的に自社の経営の相談をする相手として、68.1%が顧問弁護士・会計士と答えており、複数行取引によって起こる情報の希薄化だけでなく、異業種によっても情報の価値が希薄化されていることが分かる。つまり、税理士等は経営の助言をする機関、金融機関はその助言に応じた資金調達を実際に行う機関として役割が分けられているのではないかと考えられる。

図9 定期的に経営相談している企業（全体の35.7%）の具体的な相談相手



出所：中小企業庁「中小企業白書（2012年版）」（2012,p.157）より筆者作成

一般的なリレバンの課題を挙げた上で、日本の現状に照らし合わせた新たな課題も本節では二つ述べておきたい。

まず、リレバンには上記の通り、コミットメントコストが掛かり、さらに複
5 数行取引を行う場合は金利競争が起こり金融機関の経営を逼迫することが問題
視されている。近年、貸出のマーケットの規模が都市部とそれ以外での差が乖
離してきている。そのため、地方に根付いてきた地方銀行や信用金庫は貸出マ
ーケットの減少に伴い、本業（融資利息や金融商品の手数料）での赤字が続き、
統合・合併が相次ぐようになった。つまり、リレバンを行う主体が崩れてきて
10 いるのである。大和総研（2017）はリーマン・ショック後貸出金利低下による
収益減を貸出量でカバーしてきたが、少子化およびマーケット規模縮小の影響
で貸出量でも稼げなくなると指摘している。そのため、今後は都市部の地銀と
それ以外の地銀が合併し、都市部のマーケットに貸出を集中させるより、都市
部ではない地銀同士が統合し、高い金利競争率が懸念される都市部のマーケッ
15 トを捨てて、情報価値の希薄化が起こりにくい地方でのマーケット獲得を選択
するほうが収益増に繋がるのではないかと考えられる。

第2にリレバンのアクションプログラムの揺らぎを問題視する。2003年に策
定されたこのアクションプログラムには「早期事業再生への積極的取組み」、
20 「経営情報の提供」などが強く推進されており、企業のイノベーションを促そ
うと投げかけられている。しかし、『中小企業白書 2016』によれば、中小企業
はアクションプログラムが発表される前の15年前と比べて、無借金企業が1.4
倍に増加している。これは、中小企業自らが外部への資金需要を絶ち、事業の
存続に必要なイノベーションに掛けなければならない資金を余裕資金として保
25 ち続けていることになる。つまり、長期的な事業の存続を望んでいるであろう
中小企業自らが金融機関のリレバンを拒み、アクションプログラムを揺るがせ
ているのである。確かに、前節で述べた通り、無借金企業はそれ以外と比較す
ると相対的に経常利益が高いが、長期的な企業価値向上を図るという点におい
ては、米国企業が推奨しているように、適度な借金を行う必要があると考えて
30 いる。

(2) トランザクションバンキング (財務諸表準拠貸出)

近年では、IT 技術・ビッグデータの発展により、クレジットスコアリング技術（後述）が取り上げられるようになり、トランザクションバンキングがリレバンと並べて議論されるようになった。『中小企業白書 2016』は、「トランザク
5 ションバンキングとは、リレバンが長期継続的な取引に基づく定性情報を重視して融資するのに対して、財務諸表等の定量情報に基づき、一時点かつ個々の取引の採算性を重視して融資する手法のことを指す」としている。

財務諸表準拠貸出とは、小野（2011）によると、主に借入企業の財務諸表に
10 基づいて与信判断を行う貸出形態であるとされ、最も一般的な定量的貸出スタイルである。金融機関は EBITDA（利払前税引前減価償却前その他償却前純利益）などを用いながら、審査・モニタリングを行う。ただし、リレバンと異なる貸出形態のため金融機関と企業の長期的な関係は必要が無いというわけではなく、当然、審査題材となる財務諸表は長期におけるヒアリングが必要となる。なお
15 かつ、Berger and Udell（2006）によると、財務諸表準拠貸出には信頼性の高いハード情報が望ましいとされており、特に財務諸表を公表している上場企業に有効であるといえるであろう。

財務諸表準拠貸出では、金融機関と企業が 1 対 1 の関係になることもあるが、
20 複数対 1 となるシンジケートローンを組んで貸出をすることも含まれている。近年は、シンジケートローン組成額は伸びているものの 1 件あたりの額は大きく減少しているため、中小企業に馴染みのないシンジケートローンも使われ始めているといえる。シンジケートローンが増加することで、各企業をモニタリ
25 ングする金融機関が複数になれば、リレバンの機能は一層強まることになる。

財務諸表準拠貸出にはもう一つ特徴がある。コベナント融資が多く用いられる点である。コベナント融資とは、通常金融機関と企業の間で交わされる「銀行取引約定書」の他に特約として、2 者間で追加ルールを取り決めて融資を行うもので、主に「報告・情報提供義務条項」、「担保制限条項」、「資産譲渡制限
30 条項」、「財務制限条項」といった条項が交わされる。これは毎月の試算表の提

出義務を設けたり、他の債権者よりも優位であるようにしたり、財務的なノルマを課したりするように、モニタリングの一部簡略化の役割がある。また、コベナントを付与することで、これらの条項が無形の担保の役割を果たし、融資リスクを軽減させる意味合いも持つ。

5

金融庁（2009）によれば、コベナント融資の貸出残高はリーマン・ショック前の5年間（2004～2008）で1.5倍以上に増えており、金融機関も支持する有効な貸出手段として認められつつある。

10 (3) トランザクションバンキング (資産担保貸出)

図10 貸出条件の内訳 (2015)

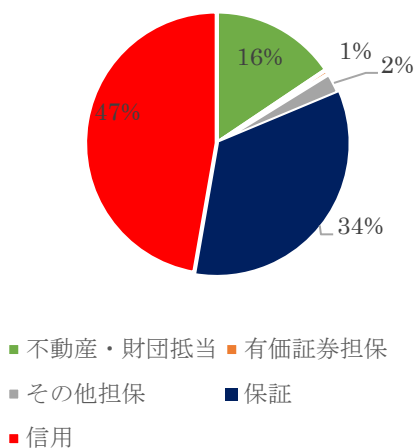
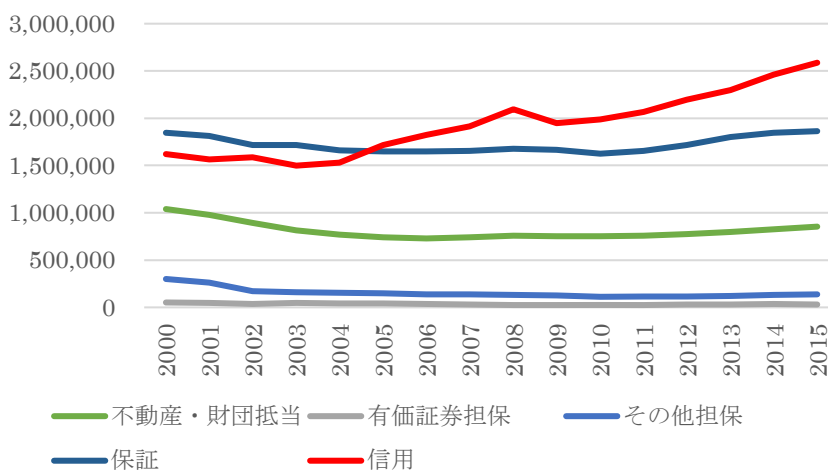


図11 各貸出条件の残高推移



出所：どちらも日本銀行「貸出・預金動向」(http://www.boj.or.jp/statistics/dl/dep_o/kashi/index.htm/) より筆者作成

資産担保貸出は、企業が所有している不動産や有価証券、流動資産などを担保にして無担保貸出よりも高額で長期の借入を実現できる方法である。特に不動産担保貸出は業種問わず不動産を所有している企業が多く、担保に入れやすいためバブル期に急増した。リレバンのアクションプログラムが策定された後には「担保・保証によらない借入」が望まれたと同時に、続く不況によりデフォルト時のリスクが大きいこの貸出方法は敬遠されるようになった。上記のグラフで表している通り、現在は無担保融資（保証・信用）が全体の8割を超え、資産担保貸出は横ばいで推移している。2009年には日本政策金融公庫が無担保

貸出制度を本格的に導入しており、同年から無担保信用貸が上昇し続けている。しかし、植杉・内田・岩本（2015）の研究によると、公庫が無担保で貸し出した企業は事後パフォーマンスが悪化し、信用リスク自体も低下している企業が多いことも分かっている。つまり、無担保融資には企業の資金アベイラビリティ（≡信用の量）の改善と事後パフォーマンスの悪化という相反する結果を生じさせる要因もあることになる。

資産担保貸出の分野の中で、事後のパフォーマンスも考慮した貸出方法として、ABL（動産担保貸出）がある。小野（2011）によると、ABLは「企業が保有する在庫や売掛債権などの動産を担保として、その担保価値に基づいて金融機関が短期の与信枠を設定する貸出形態である」としている。2011年から5年間で約4倍に市場が膨れ上がり、新たな資金調達方法として注目を浴びている。ABLは中小企業の在庫や売掛債権（≡資産）に目を向けて、モニタリングをすることで、金融機関と企業のコミュニケーションが生まれるとして、リレバンの要素も持っている。逆に、コストのかかるトランザクションバンキングとしても解釈できるであろう。

また、ABLの問題点は、売掛債権の担保が実行されたときに企業の実質的業務停止に陥らせかねないことや金融機関にとって担保の実行のタイミングが難しいことなどが挙げられる。このようなリスクを軽減するためには、コベナントを付与することが有効とされる。コベナントの中に財務制限条項を入れ、経常利益や棚卸資産回転月数などに最低限度をつけることで、モニタリングのコストを軽減できる。

25 （４） トランザクションバンキング（クレジットスコアリング）

小野（2011）によると、「クレジット・スコアリング貸出とは、借り手の信用リスクと関係が深い諸変数（企業や経営者の属性、財務状況など）を組み込んだ計量モデルにより借り手の信用力を表すスコア（評点）を算出し、これに基づいて融資実行の可否や金利などの契約条件を決定する貸出手法である」としている。つまり、個々の企業について与信判断をするのではなく、多数の取引

をサンプルとしてまとめて、そのポートフォリオ全体の平均パフォーマンスに基づいて、統計的に与信判断をするのである。リレバンと比較すると、精度こそ劣るものの情報の非対称性が起こりやすい零細・小規模企業への与信判断には有効だと考えられている。2016年に金融庁がこれらの企業が金融サービスを

5 受けづらいことを「日本型金融排除」が起きていると批判している。

クレジットスコアリング貸出は1990年代からすでに米国などの先進国では導入されていたが、金利が低い日本にとっては、金利に対して不良債権になる確率が高かったのだと考えられる。そして、2003

10 年のリレバンのアクションプログラムでクレジットスコアリングの活用に関する取り組みが要請されたので、注目されるようになり、主に資金力のある大手銀行が零細・小規模企業および個人に向けての融資方法として活用されるようになった。近年の特徴としては、FinTechの流れから、地銀・中堅銀行がデータ分析・スコアリングを手がけるITベンチャー企業と提携して、中小企業向け

15 融資を行う形態を取るものが多い。例えば、2016年には新生銀行とグリフィン・ストラテジック・パートナーズ（2012年設立のデータ分析のベンチャー企業）が提携してAI融資を行うことを発表している。AIの深層学習機能を用いて、クレジットスコアリングが抱えていた制度の問題を軽減することができると考えられている。現に米国の大手銀行ウェルズ・ファーゴでは、企業・個人への

20 資金調達・信用供与に関して17社のFinTechベンチャー（2017年現在）と手を組み、融資を行っている。

クレジットスコアリングのメリットとして、益田・小野（2005）は3つ挙げている。①審査の自動化による効率的な融資判断ができる点、②金融機関の支

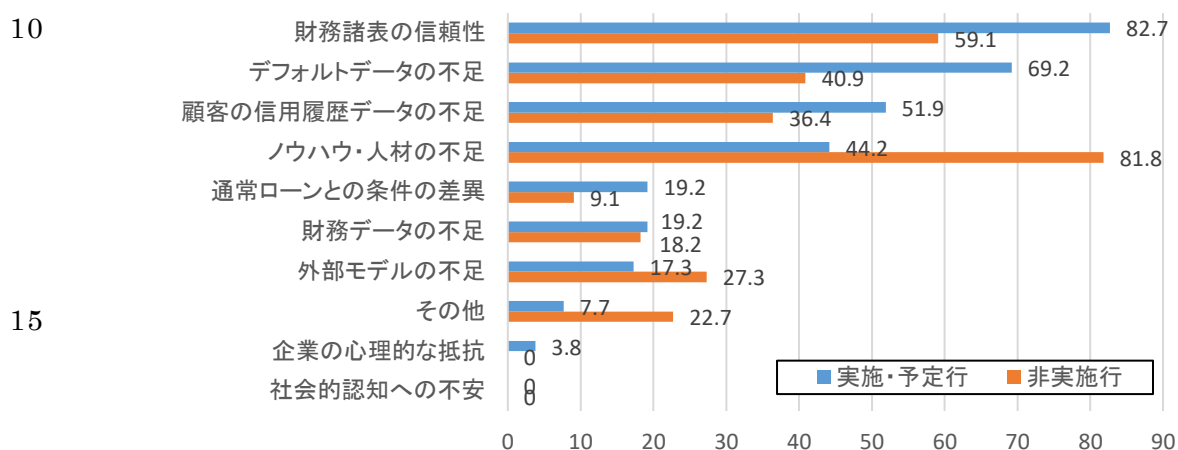
25 店がどこにあったとしても融資判断ができる点、③融資判断に主観的なばらつきがなくなる点である。また、問題点については、①過去に過去に取引が行われた案件しかサンプルにならないという「選択バイアス」がかかる点、②サンプルは過去の事案だけなので、適宜スコアに経時的な変化を織り込まなければならない点の二つに集約できるとしている。

また、日本特有の課題として、データ不足の問題がある。日本の金融機関も米国と同様にクレジットスコアリング融資を行うとき、経営者個人の信用履歴データを求めるが、米国と比べると圧倒的にサンプル不足となっているようである。みずほ総研（2005）のアンケート調査では、金融機関が融資実行時に障

害に感じるものの上位に「財務諸表の信頼性」や「財務データの不足」が挙げられていることから、借手企業内部での経営管理システムに改善の余地があると考えられる。つまり、中小企業であっても財務諸表などの正確な情報を提示

できることが求められているのである。

図 12 クレジットスコアリング実施にあたっての障害（複数回答）



出所：みずほ総合研究所「みずほ総研論集 2005 年 第 I 号 クレジット・スコアリングの現状と定着に向けた課題 ～邦銀アンケート調査と米国での経験を踏まえて～」

（2005, p. 33）より筆者作成

第 3 章 ベンチャー企業の資金調達の実状と課題

本章では、まずベンチャー企業の成長段階やその中で直面する障壁といったベンチャー企業の特徴について概要を整理することを通じてベンチャー企業にとっての資金調達の重要性を把握する。その上で、日本国内におけるベンチャー企業による資金調達の現状・動向について、「ベンチャー大国」といわれる米国をはじめとする諸外国との比較等を適宜交えながら分析を行う。そして、現状分析により抽出された課題について、その原因を考察することを通じて 4 章における提言の根拠を提示する。

第1節 ベンチャー企業の資金調達の現状

本節では、1.1 および 1.2 において、ベンチャー企業の成長段階や「死の谷」をはじめとする各障壁について概要を述べることでベンチャー企業にとっての資金調達の重要性を示す。その上で、ベンチャー企業の資金調達環境の実態を把握するために、ベンチャー投資額の動向や、自己資金、エンジェル投資といった創業初期の企業の主要な資金調達手段の現状、ベンチャー投資の Exit（投資資金回収）戦略の状況等について分析を行う。

1.1 ベンチャー企業の成長段階

ベンチャー企業の成長段階は、企業設立時から順番にシードステージ（スタートアップステージ）、アーリーステージ、エクспанションステージ、レーターステージに区分される。なお、成長段階については区分や名称について様々な定義が存在するが、本稿では『ベンチャー白書 2016』（ベンチャーエンタープライズセンター）の定義を参考にしている。それぞれの成長段階の特徴を図 13 に示した。

図 13 ベンチャー企業の成長段階の定義

ステージ	定義	主な資金調達方法
シード	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業	自己資金、スウィートマネー、エンジェル投資
アーリー (スタートアップ)	製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた企業	自己資金、エンジェル投資、融資
エクспанション	生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業	融資、VC、IPO
レーター	持続的なキャッシュフローがあり、IPO 直前の企業等	シローン、VC、CVC、IPO

出所：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告』（2016, I-11）を参考に筆者作成

1.2 ベンチャー企業が成長過程に伴い直面する危機と資金ニーズ

ベンチャー企業が成長していくためには、自らの研究開発に基づく技術を製品化して開発段階から事業化段階へと移行し、競合他社との競争を制して市場に受容されることが必要となるが、そうした成長過程においてベンチャー企業は様々な障壁に直面することとなる。その代表的なものとして、「魔の川」、「死の谷」、「ダーウィンの海」が存在し、これらはベンチャー企業に対して技術面や経営面だけでなく資金面での問題をももたらす。「魔の川」とは、研究に基づく技術やビジネスのコンセプトを実用性のあるレベルに集約し具体的な製品・サービスを実現する際の障壁であり、「死の谷」は、その製品・サービスの生産を本格化させ、事業を拡大しビジネスを軌道に乗せるまでの障壁を言う。そして「ダーウィンの海」とは、製品・サービスが市場における淘汰を受けながらも他社との競争を勝ち抜くまでの障壁のことである。ベンチャー企業が上記の障壁を乗り越え成長していくためには各局面において様々な用途、異なる規模の資金の調達を円滑に行っていく必要がある。

1.3 ベンチャー企業の資金調達の現状

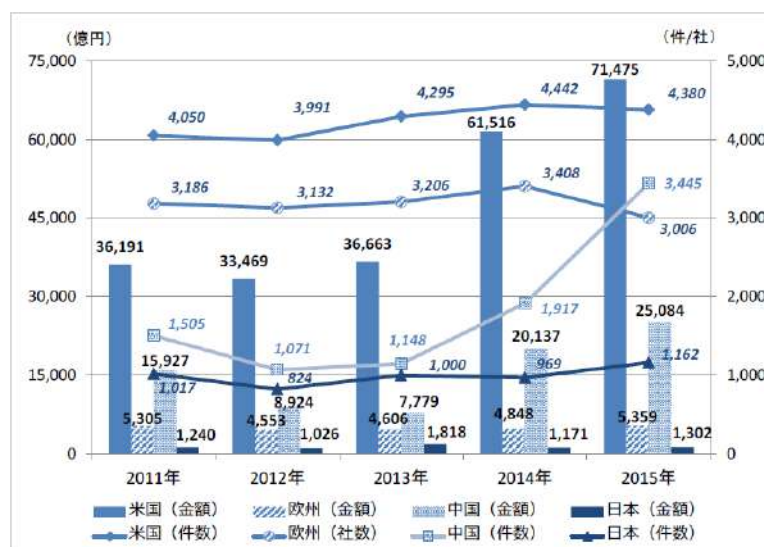
ここでは、日本におけるベンチャー企業の資金調達の現状を把握するために、ベンチャー投資の動向やエンジェル投資の規模、VC 投資の Exit（投資資金回収）戦略の状況等について、米国・欧州・中国との比較を交えながら分析を行う。

(1) ベンチャー投資の動向

2011 年から 2015 年の 5 年間におけるベンチャー企業に対する投資金額を米国、欧州、中国、日本の 4 地域で比較すると（図 14）、米国が最も多く、2015 年には 2 番目に多い中国の約 3 倍となっている。また、2014 年からの 2 年間で大幅に増加している米国・中国に対し、欧州・日本はほぼ横ばいである。日本の投資金額は米国の 2 % にも満たない規模となっており、日本のベンチャー投資が極めて不活発であることがわかる。投資件数（社数）を比較すると、2014 年からの 2 年間で金額の増加に比例するように件数が伸びている中国に対し、米国は金額が約 2 倍に増加している反面で件数はほぼ変化していないことから、

米国では1件あたりの投資金額が増加したと読み取ることができる。欧州・日本は金額が小規模であることに比較すると件数が多く、1件あたりの投資金額が小さいことがうかがえる。次にベンチャーファンドの新規組成額を比較すると（図15）、2015年において、米国では組成額・件数ともに前年よりも減少しているが、中国では件数が2倍以上に増えており、金額も約7割増加し、34,146億円の米国を抜いて38,722億円となっている。一方、欧州・日本はいずれも米国・中国と比較すると低い水準でほぼ横ばいに推移しており、日本については組成額が米国・中国の僅か5%程に過ぎない。

図14 2015年のベンチャー投資実行額の国際比較（米国・欧州・中国・日本）

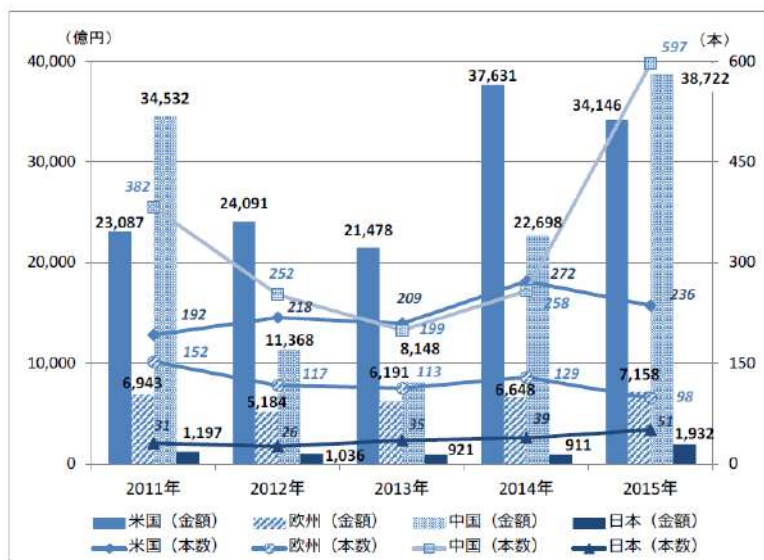


(注1) 欧州：件数ではなく、投資先「社数」を統計数字として使用

(注2) 欧州：欧州内の投資家【VCを含むPE会社】による投資（欧州外への投資を含む）

(注3) 日本のみ年度ベース（4月～翌年3月）

図15 2015年のファンド組成額の国際比較（米国・欧州・中国・日本）



(注) 日本のみ年度ベース（4月～翌年3月）

出所：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2016 ベンチャーニュース特別版」(2016, pp. I-4 (図 14) , I-5 (図 15)) (http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf)

注) 各通貨は以下の 2015 年の平均為替レートで日本円に換算されている。

5 米国：1 ドル=121.0 円, 欧州：1 ユーロ=134.3 円, 中国：1 人民元=19.0 円

(2) 自己資金

自己資金とは、文字通り起業家自らが所有している資金のことである。中小企業庁の『中小企業白書 2011』(2011)によると、日本において自己資金は起業資金の調達先として最も大きなウエイトを占めているが、調達額の中央値はおよそ 500 万円と低い水準にとどまっている。また、自己資金以外に起業時の一般的な資金調達先として親族や友人が存在するが、同庁によると、そちらの調達額の中央値も自己資金を下回る低い水準となっている。日本政策金融公庫総合研究所の「2016 年度新規開業実態調査」(2016)によると、開業費用の平均値は 1,223 万円とされていることから、起業時および起業後間もない時期に第三者から大きな金額の資金を調達することができる環境の重要性がうかがえる。実際に、同調査において、起業時および起業後の課題として最も大きなものは資金調達であるという結果も出ている。

20 (3) エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、起業時もしくは起業後間もない企業に対して資金の供給を行う個人投資家のことである。エンジェル投資家は自らが起業経験を有していることが一般的であり、企業経営を通じて培ったノウハウに基づいてベンチャー企業に対して資金面だけでなく経営面でのアドバイスを行うなど、コンサルタントとしての機能も発揮する。

株式会社テクノロジーサーチ研究所の「平成 20 年度 エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」(2009)では、エンジェル投資の現状について、日本は投資家数が約 1 万人、年間投資総額はおよそ 200 億円であり、米国は投資家数が日本の 23.4 倍の 23.4 万人程度、年間投資総額は日本の 125 倍の 2.5

兆円程度であると推計されている。また、2014 年の経済財政諮問会議では図 17 の数値が示されており、こちらに基づく日本のエンジェル投資の規模はさらに小さいものとされている。

- 5 ここで、エンジェル投資額をベンチャー投資額と比較してみると、2012 年において米国ではエンジェル投資額は 229 億ドルであり、同年のベンチャーキャピタル投資額の 267 億ドルと同程度となっている（図 17）。また、UK business capital association によると、英国において 2012 年 4 月 1 日から 2013 年 3 月 31 日までの間に個人投資家によって行われたベンチャー企業に対する投資
- 10 総額 137 万ポンドの内、76 万ポンドはエンジェル投資に該当するものとなっている。このことから、エンジェル投資家はベンチャー企業の成長資金の主要な供給源であることがわかる。

図 17 日米のエンジェル投資の金額・件数およびエンジェル投資家数の比較

	日本	アメリカ(2012年)
エンジェル投資額	約 9.9億円(2011年度)	229億ドル(約2.3兆円)
エンジェル投資件数	45件(2011年度)	67,000件
エンジェル投資家数	834人(2010年度)	268,000人
ベンチャーキャピタル投資額	約1,240億円(2012年度)	267億ドル(約2.7兆円)

- 15 (出所)日本のエンジェル投資額・VC投資額は金融庁資料、エンジェル投資件数・投資家数は経産省資料。エンジェル投資件数は、エンジェル税制により実際に投資を受けた企業数を用いた。アメリカのデータはACA(Angel Capital Association)資料より作成

出所：内閣府「第 2 回経済財政諮問会議（平成 26 年 2 月 20 日）資料 5-2」（2014, p. 3）

(http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2014/0220/shiryo_05_2.pdf)

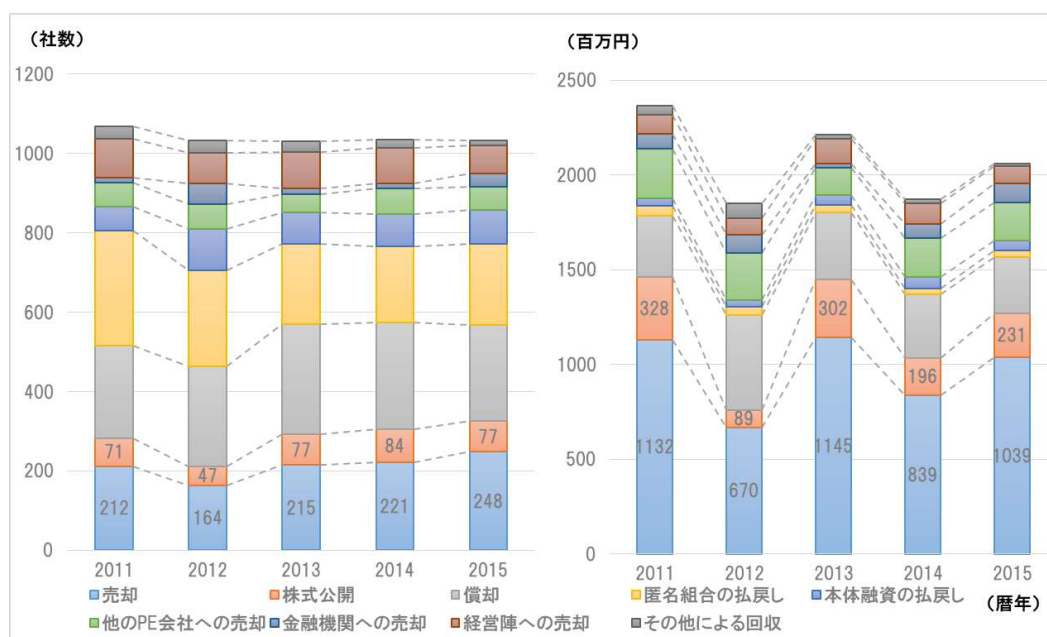
(4) Exit

- 20 上場株式等への投資とは異なり換金性が極めて低く投資期間が長期にわたるベンチャー投資においては、投資資金の回収が重要な課題となる。そこでここでは、ベンチャー投資における Exit 戦略の現状について、日本・米国・欧州で比較を行う。

- 25 まず、欧州における Exit 戦略別の社数及び金額を見ると、IPO および M&A は社数ベースでは 2011 年から 2015 年の 5 年間の平均で全体の約 3 割程度である

のに対し、金額は同じ5年間の平均で約6割を占めている（図18）。このことから、IPOおよびM&Aはベンチャー投資における主要なExit戦略であると同時に、ベンチャー企業のIPOもしくはM&Aの実現は、当該企業に投資している投資家にとっての大きな成果を意味することがわかる。そのため、IPOおよびM&Aの活性化は、期待リターンを高めることを通じて投資家にとってのベンチャー投資の魅力を高めることで、一国におけるベンチャー企業に対する投資を活発にさせる効果があると考えられる。

図18 欧州におけるVC投資案件のExit戦略別社数（左）および金額（右）の推移



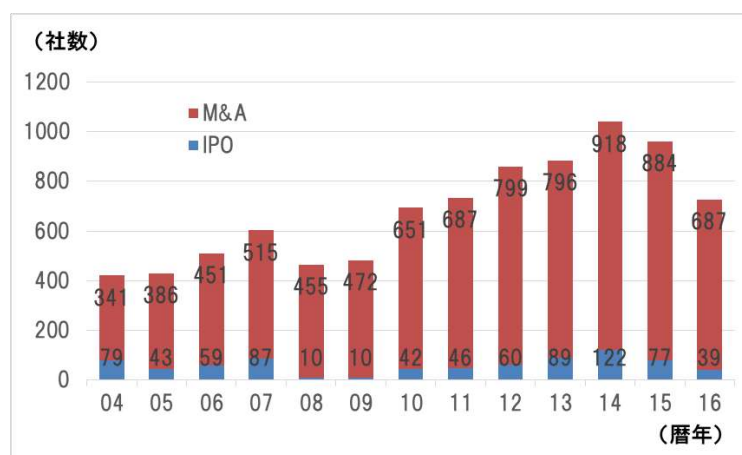
出所：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書 2016 ベンチャーニュース特別版」（2016,I-63）（http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf）より筆者作成

注）2015年の平均為替レート：1ユーロ=134.3円で日本円に換算。

そこで、次に日本と米国のIPOおよびM&Aの現状を比較する。図19からは、米国ではM&AがIPOを大きく上回って主要なExitの手段となっていることがわかる。一方、日本については、2010年度から2015年度までの間においてIPOとM&AはともにExit件数全体に占める割合は低く、IPOの数こそ米国と大差ない水準となつてはいるものの、M&Aは約40社と米国の687社の6%程度にとど

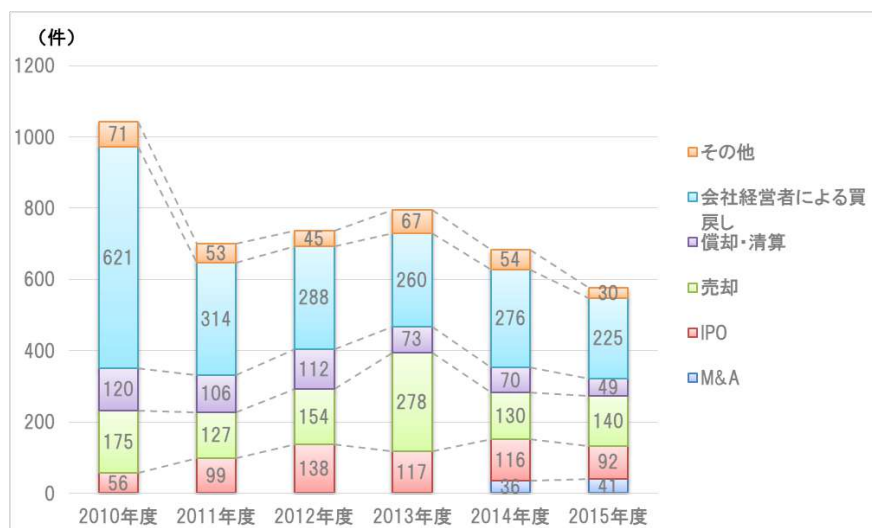
まっている。米国における IPO および M&A 以外の Exit 戦略の現状を把握するなど、異なる観点からの比較を行う余地はあるものの、日本はベンチャー投資の主要な Exit 戦略としての IPO および M&A が盛んでないと捉えることができ、これらの活動を活性化させることがベンチャー投資の促進につながると考えられる。

図 19 VC から出資を受けた企業の IPO および M&A の社数（米国）



出所：National Venture Capital Association “NVCA 2017 Yearbook Data Pack Public Version” (pp.45,49) より筆者作成

図 20 日本の VC 投資等における Exit 件数の推移（2010～2015 年度）



出所：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告』（2016, II-37）より筆者作成

第2節 ベンチャー企業の資金調達の問題

前節で提示したベンチャー企業の資金調達の現状に関するデータが示すように、日本は世界的に見てもベンチャー企業に対する投資の規模が極めて小さい。つまり日本はベンチャー企業が資金面での障壁により成長を阻まれやすい環境であると考えられる。ベンチャー大国といわれる米国の例からわかるように、活発な起業活動やベンチャー企業の成長はイノベーションの主導や産業の新陳代謝の改善、雇用創出といった多様な面で経済にプラスの効果をもたらすものである。そして、そのベンチャー企業は成長過程において資金面での課題を乗り越えていく必要があるため、ベンチャー企業の資金調達環境の改善は重要な課題であるといえる。

そこで本節では、4章で提言する施策の根拠として、ここまで本章で述べたベンチャー企業の資金調達の現状を踏まえた上で考えられる国内ベンチャー企業の資金調達に関する課題を考察する。なお、ベンチャー企業が成長していく過程で資金調達の問題を適宜乗り越えていくためには資金供給側の積極的な姿勢だけでなくベンチャー企業側に競争優位性のある技術や優れた経営手腕等が求められるが、ここでは主に資金供給側に焦点を当て、ベンチャー企業に対するリスクマネーの供給を促進するために解決されるべき課題について分析する。

資金供給側に焦点を当てた際に解決されるべき日本のベンチャー企業の資金調達における最大の課題として、「国内におけるリスクマネーの供給力不足」が考えられる。ベンチャー投資はリスク資産に含まれる投資手段であり、国内の資金供給側がリスク選好的になることによりベンチャー企業に対する資金の供給力も高まることが予想される。そこで本節では、4章で述べる日本のベンチャー企業に対する資金の供給を促進する枠組みの根拠となり得る事実を探るために、日本においてリスクマネーの供給力が不足している現状とその原因を把握することでリスクマネーの源泉を考察する。

(1) 金融資産構成に占めるリスク資産の割合の低さ

国内のリスクマネーの供給力不足を示す根拠の一つとして、家計の金融資産構成におけるリスク資産の割合が低いことが挙げられる。そこで、日本のリスクマネー供給力が不足している現状を把握するために、日米欧の家計の金融資産構成を比較する。

5

日本銀行（2017）によると、日本は「現金・預金」が家計の金融資産の過半数（51.5%）を占めている一方で、「投資信託、株式・出資金」の合計は 15.4%と少ない。一方、米国の「投資信託、株式・出資金」の割合は 46.8%、欧州が 27.4%となっており、同時に「現金・預金」は低い数値を示している。比較した三つの国・地域では経済状況や市況等の様々な条件に差異があるため適切な金融資産構成を一概に定義することはできないが、現預金過多、リスク資産の割合の低さといった特徴からは、日本のリスクマネー供給力は余力を残している状態であると読み取ることができる。またその一方で、米国は金融資産構成におけるリスク許容度が高いと捉えられる。このことから、日本におけるリスク資産への投資の活発化の必要性に加え、日本国内のベンチャー企業の資金調達先としての米国の可能性が示唆される。

10

15

（２）高齢者への金融資産の集中

家計の金融資産構成におけるリスク資産保有割合の低さの原因の一つとして、高齢化社会である日本において、リスクを取りづらい経済主体である高齢者に金融資産の多くが集中していることが考えられる。まず、高齢化の実態については、内閣府の「平成 29 年版高齢社会白書」によると日本の高齢化率（総人口に占める 65 歳以上人口の割合）は 2015 年時点で 26.6%と 2 位イタリアの 22.4%に大きく差を付けて世界 1 位であることから、日本においては深刻な高齢化が進んでいると判断することができる。そして、高齢者に金融資産が集中している状況については、図 21 で示されているように、2009 年度において 60 歳代以上が金融資産残高全体の約 6 割を保有していることから把握することができる。

20

25

30

図 21 年代別金融資産残高の分布の推移



出所：内閣府「相続税・贈与税」（2015,p.9）（<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kai>
[gi/minutes/2014/0220/shiryo_05_2.pdf](http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kai)）より筆者作成

次に、高齢者がリスクを取りづらい経済主体である理由を以下に述べる。一つ目の理由はライフサイクル仮説に基づくものである。働いている間に獲得した所得に基づいて蓄えた貯蓄を取り崩す形で生計を立てている退職後の高齢者は、将来の労働所得の現在価値である人的資本の価値を使い切ってしまうため、金融資産のポートフォリオにおいては許容できるリスク量が若年層と比較すると極めて少ない。二つ目の理由は、高齢者がバブル期を経験していることである。これは日本特有の高齢者の金融投資行動の特徴を説明付けるものである。日本はバブル期の1989年12月29日に史上最高値である38,957.44円を記録した。当時を知る者にとって、現在の日本の株価水準は依然として回復しておらず低いままであると捉えることもできるだろう。また、当時の銀行金利も日本の高齢者の投資行動に影響を及ぼしていると考えられる。バブル期には定期預金の金利が高くて8%、普通預金でも2～3%の水準であった。そのことによって現在の高齢者は銀行預金に対して有効な運用手段としてのイメージを抱いているのかもしれない。両国の高齢者さらには家計全体の投資行動の特徴を決定づける要因は定かではないが、高齢者に金融資産の大半を保有している日本において、高齢者が自らの資金をリスク資産、中でもベンチャー企業への投資に配分する動機付けを行うことができれば、ベンチャー企業の資金調達環境は改善するであろう。

(3) 金融資産の分布のばらつき

米国では、世帯間での所得格差や資産保有格差が非常に大きいことが知られている。そこで、金融資産保有額の世帯間格差を日米で比較する。世帯数を所得水準の高さで五分位に分け、各階層の資産保有額の構成比率をグラフに示すと、米国では所得最上位層に家計部門が保有する金融資産の70%以上が集中している一方で、日本においては各階層間の格差が比較的小さいことがわかる(図22)。また、米国は、リスク資産(株式+投資信託)の保有比率についても特に富裕層(純貯蓄保有額の最上位層)において日本と比較して顕著に高い水準となっている(図23)。

以上のことから、米国ではリスク許容度の高い一部の富裕層にリスク資産が偏在していることによって家計全体のリスク資産保有割合が押し上げられており、それが日米間での家計のリスク資産保有割合の差異の要因の一つとなっていることが考えられる。これは言い換えれば、日本では資産保有格差が小さく家計部門において金融資産の分布がばらついていることによりリスクマネーの最大の供給源である富裕層のリスク許容度がそれ程高く、故に家計のリスク資産保有割合が低水準にとどまっているということであり、少額投資が可能かつ高い流動性が確保された投資手段の提供の必要性を示唆するものである。

図22 所得別(五分位階級)日米家計の金融資産保有額シェア

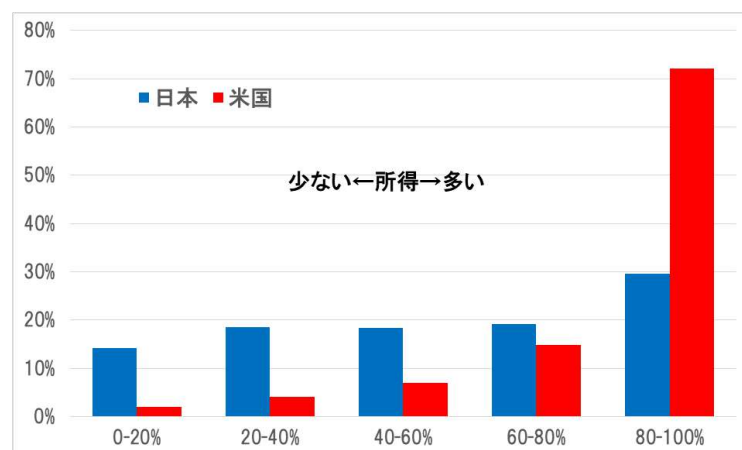
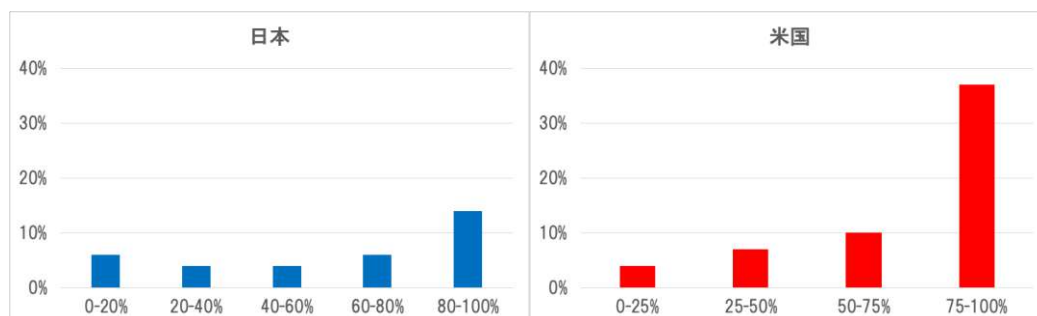


図 23 純貯蓄額別・日米家計の株式・投信保有比率
(日本は五分位、米国は四分位階級)



出所：どちらも小池拓自「家計の保有するリスク資産」(2009, p. 12) (http://www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/refer/200909_704/070404.pdf#search=%27E5%AE%B6%E8%A8%88%E3%81%AE%E4%BF%9D%E6%9C%89%E3%81%99%E3%82%8B%E3%83%AA%E3%82%B9%E3%82%AF%E8%B3%87%E7%94%A3%27) より筆者作成。

原資料は、総務省「家計調査(貯蓄・負債編)年報平成19年」、Federal Reserve Board “2007 Survey of Consumer Finances”。

(4) 高い不動産保有割合

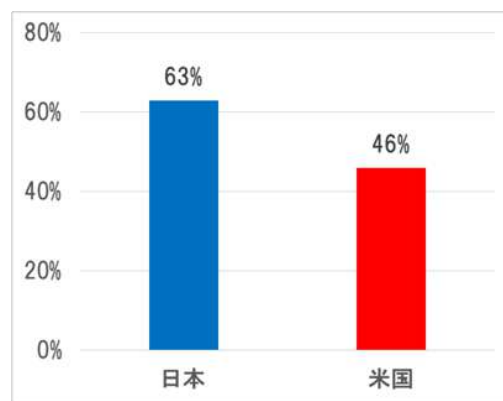
不動産は家計における主要な資産の一つであるが、金融資産と比べて流動性が低いため、バランスシート全体における流動性の制約要因となり、リスク回避的な金融資産選択傾向を強める効果を持つ。

家計の総資産に占める不動産比率は、日本が63%、米国が46%と、日本が米国を17%上回っている(図24)。また、日本の不動産所有に関連する特徴として、住宅ローンの負担の大きさや中古住宅の流動性の低さが挙げられる。住宅ローンの負担に関して、日本銀行情報サービス局の「日米家計のリスク資産保有に関する論点整理」(2016)によると、負債残高に占める住宅ローンの割合は、米国が7割強であるのに対して日本は9割を超えている。また、中古住宅の流動性の低さに関し、国土交通省の「平成23年度土地に関する動向」(2012)によると、全住宅流通量に占める中古住宅流通戸数の割合は、アメリカが77.6%、イギリスが88.8%、フランスが66.4%であるのに対し、日本は13.5%と諸外国と比較して極めて低い水準となっている。

これらのことから、日本の家計は実物資産の保有によってリスクテイクを行っているため、金融資産選択においてリスク回避的な行動をとっている、つまり、不動産の保有割合の高さによって金融資産におけるリスク資産保有割合が抑制されていると考えることができる

5

図 24 日米の家計の資産に占める不動産（住宅・土地）の割合



出所：日本銀行情報サービス局「日米家計のリスク資産保有に関する論点整理」（2016, p. 15）（https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2016/data/ron160224a.pdf#search=%27E6%97%A5%E7%B1%B3%E5%AE%B6%E8%A8%88%E3%81%AE%E3%83%AA%E3%82%B9%E3%82%AF%E8%B3%87%E7%94%A3%E4%BF%9D%E6%9C%89%E3%81%AB%E9%96%A2%E3%81%99%E3%82%8B%E8%AB%96%E7%82%B9%E6%95%B4%E7%90%86%27）より筆者作成。

原資料は、総務省「全国消費実態調査報告」（2009、二人以上世帯）、Federal Reserve Board “Survey of Consumer Finances” （2013）。

15

そもそも日本において家計の不動産保有割合が高いことについては、相続税対策としての有効性が原因の一つとして考えられる。不動産が相続される際には、相続税の算出にあたり、時価よりも低い相続税評価額を基準として相続税額が計算される。そのため、高齢者かつ一定水準以上の資産を保有しており相続税の課税対象となる富裕層の人々には、被相続人の相続税の支払額を抑えることを目的として不動産の保有を増やす行動が見られる。ちなみに、相続税の基礎控除額は日本が「3,000 万円 + 600 万円 × 法定相続人の数」であるのに対し米国では 543 万ドル（2015 年 1 月時点）であり、米国では日本と比較すると相続税の課税対象となり相続税対策が必要となる人の数は少ない。

20

このことから、日本においては相続税対策の一環としての不動産需要が家計の金融資産におけるリスク資産保有割合を押し下げていると推測することができ、またそこから、リスク性金融資産への投資喚起にあたり税制面からのアプローチが有効であることが予想される。不動産にまつわる税制についての詳細や節税目的の不動産購入の実態等については4章の提言の中で更に詳しく述べることとする。

(5) エンジェル投資家の不足

第1節で述べたように、日本は他国と比較するとエンジェル投資の規模が投資家数・金額ともに極めて小さく、創業初期の企業に対する支援基盤が非常に脆弱である。エンジェル投資家は資金面と経営面の双方でベンチャー企業の成長に寄与する重要な存在であり、日本においてベンチャービジネスを活発化するためには、エンジェル投資家の層を拡大しベンチャー企業の資金調達環境の改善ならびに蓄積されたノウハウの有効活用の促進を実現する施策が必要であろう。

第4章 日本における望ましい資金調達の実現に向けた方策の提言

第1節 中小企業の資金調達のあり方

第2章では、中小企業の資金調達の最大の問題点は、「情報の非対称性」であると述べた。また、それに対して、リレバンとトラバンの二つの視点から金融機関は金融サービスを行ってきた。そこで、まず中小企業一般的な観点から、2章の内容を考慮して、以下に示す企業の資金調達のあり方、新たな可能性について提言したい。

中小企業に対して中小企業の情報開示の促進を行い、リレバンやスコアリングを容易にする IT システムの構築

2章第2節では、中小企業に対してクレジットスコアリング融資を行う際に最も障害と感じているものの一つに「財務諸表の信頼性」があった。この問題

を解決するために、顧問税理士等を置いていない企業は、税理士等と連携として、決算書づくりを推進するのはもちろんのこと、顧問税理士等を置いている企業に関しては、経理の効率化や業績の管理を徹底して決算書づくりをサポートする必要がある。そこで、IT 経営の推進を提言したい。中小企業の経営者の

5 関心事は、「売上増加」、「人手不足改善」、「資金繰り」の三つだと考えられているが、IT 経営を実践できれば、この三つのそれぞれの問題が見える化し、金融機関や税理士等に相談する題材となり得、リレバンがさらに進むと考えている。

実際に、『中小企業白書 2016』によれば、IT 経営を実践している企業は相対

10 的に売上高、経常利益がそれぞれ高い。同書は、会計ソフトを用いていない企業は 30%、さらにパソコンを用いていない企業が 20%あるとも示しており、今後中小企業は売上増に向けた対症療法的な施策から IT 投資を行い売上不振の原因を突き止める施策が必要であると考えている。また、三井住友信託銀行

15 (2015)によると、特に最近数年間では好況と施設老朽化のタイミングが重なり、従来の「資本的借入」と呼ばれる運転資金の借入の他に、設備投資の借入も急増しているため、より自社の設備投資の状況を多角的に管理するシステムが求められているといえるだろう。

IT 経営が行われないうまひでいると、売上高が伸びにくいほかに、新しい資金

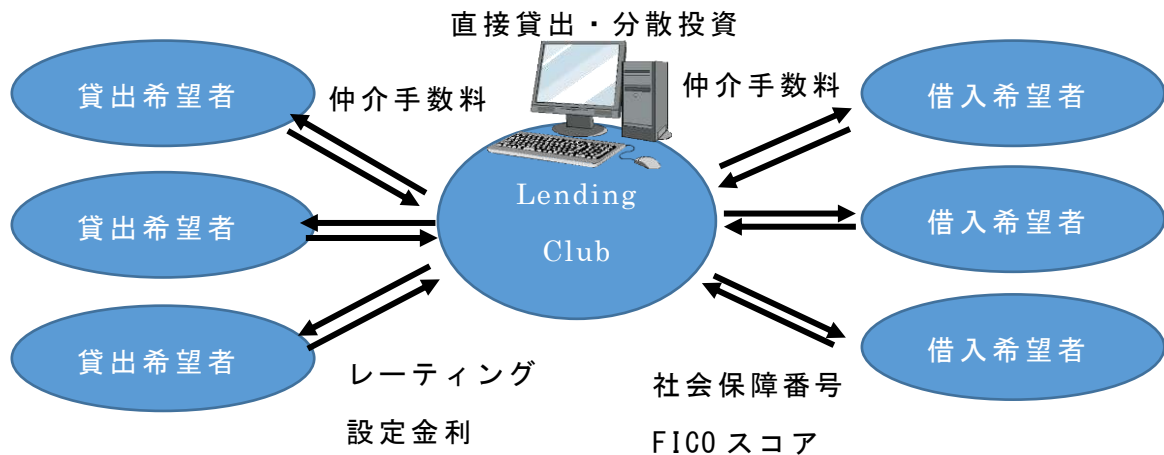
20 調達方法に順応できない可能性がある。2 章で述べたとおり、日本でも AI 融資が始まり、世界では FinTech 企業が中小企業の成長を支えている。今後、日本の中小企業の経営者の IT 知識なしでは有益な資金調達サービスが受けられなくなる可能性があるといえる。そこで、米国の FinTech 企業を例にとり、より効率的な資金調達を行える IT サービスを一つ示したい。

25

米国の資金貸出型の FinTech を行っている Lending Club という企業がある。岩下 (2017) によると、この企業は P2P レンディングと呼ばれる、途中に銀行を介在させないで、資金の貸し手と借り手をマッチングさせるビジネスの第一線

30 リングを応用した貸出モデルである。

図 25 Lending Club のビジネスモデル



筆者作成

Lending Club は、まず借入希望者（個人）の社会保障番号（SSN）と呼ばれる、マイナンバーにあたる情報や個人の過去の借入金返済履歴などをもとにした 1000 点満点のスコアである FICO スコアをベースとして、レーティングを行う。そしてそれをもとに適切な金利を設定し、借入希望金額とともにインターネットで公開する。その情報を見た貸出希望者が様々なレーティングの借入希望者にリスク分散させながら、直接貸し付ける。そのため、Lending Club は直接リスクを取ることなく仲介手数料をとることができ、貸し手は銀行預金より高い金利が得られ、借り手も銀行よりも安い金利で借りられる。

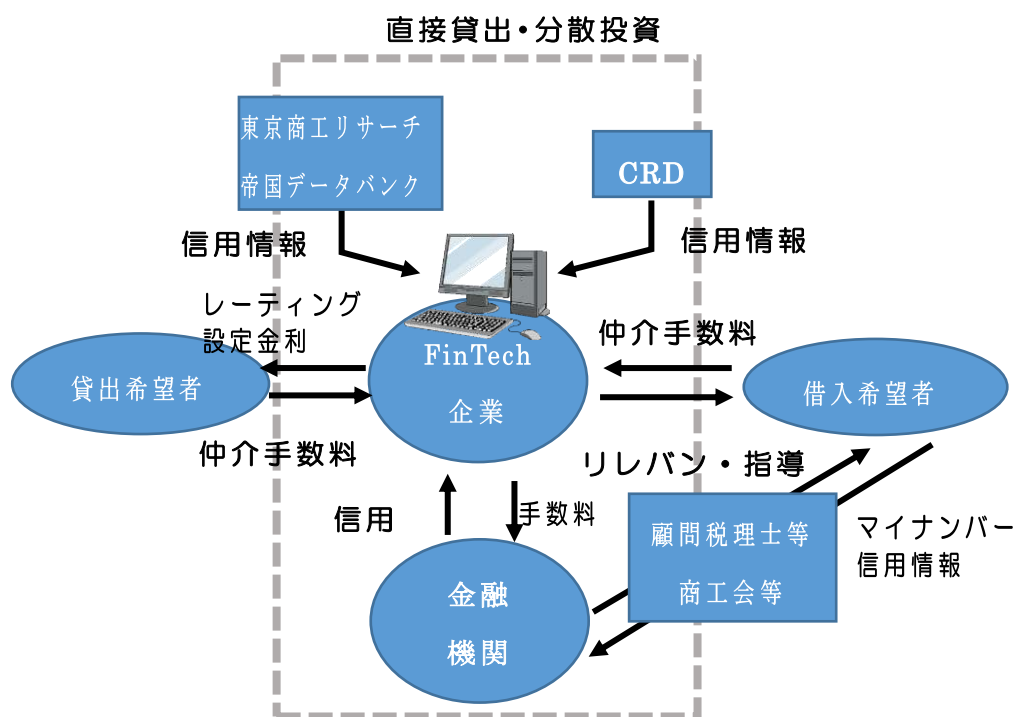
ところで、日本の中小企業に対してはこのようなビジネスモデルは成り立つだろうか。日本でこのモデルを成り立たせるために乗り越えなければならない壁として二つを考えている。

まず、米国のような統一的な借入希望者の情報が有効でないことが挙げられる。日本でもマイナンバー制度は、ちょうど 2 年前の 2015 年の 10 月から施行されているが、浸透度は薄い。また、指定信用情報機構から得られるような個人の借入金返済履歴なども知名度、使用企業数ともにまだ少ないと言うべきであろう。また、Lending Club のビジネスモデルは個人向け融資が対象になっているが、これを日本の中小企業に応用するには、財務情報やリレバンで得られるような事業性評価や非財務情報などの企業情報も加えなければならない。

二つ目は貸出希望者が少ないことである。言い換えると、貸出希望者は国内では高齢者と法人、そして海外投資家に限定されがちであるということである。家計の資本構成を見る限り、日本は預金と不動産で資産を保有する文化が浸透しているため、すぐに投資に移行させるのは難しい。IT化に比較的疎い高齢者や、日本の企業情報を物理的に得にくい海外投資家にとっては FinTech 金融機関から発信される情報は米国より分かりやすくなければならないといえる。

そこで、新たな資金調達の可能性として「日本型 FinTech 貸出」を提言する（図 26）。FinTech 企業と地域金融機関がジョイントベンチャーの形を組むことで、FinTech 企業が得られなかったリレバンの情報と金融機関が得られなかったビッグデータ処理能力の改善が図られる。また、金融機関にとっては新たなフィービジネスになる。

図 26 日本型 FinTech 貸出の内容



筆者作成

FinTech 企業は、それぞれ 200 万社、160 万社以上の企業情報を持つ東京商工リサーチと帝国データバンクの情報を得て、さらに、一定の属性を持つ「平均的な企業」に関する倒産確率等の客観的な信用リスク情報を共有する枠組みで

ある CRD（信用リスクデータベース）を用いて、貸出審査におけるコストを減らす。そして、各金融機関と個別に提携して、同企業が独自に指定したソフト情報を収集し、数値化することで借入希望企業の情報の確度が高まる。次にその情報をベースにレーティングや金利を設定し、インターネットに公開する。

- 5 国内の貸出希望者に関しては、連携している金融機関に公開を委託することもできることとする。

- 地域金融機関は、まず FinTech 企業の代わりに借入希望企業の経営者のマイナンバー情報や個人の借入履歴を収集する役割を担う。次にリレバンによって
- 10 FinTech 企業が指定したソフト情報を収集する。そのとき金融機関の業務過多にならないように予め各企業の顧問税理士等とその地域の商工会等と連携をとっておく。（その理由については後述する。）したがって、金融機関は預金、貸出、為替と情報収集の 4 足のわらじを履くことになる。金融機関は「他金融機関の情報は得たいが自社の情報を公開したくない（フリーライダー問題）」と考
- 15 えられているが、間に FinTech 企業が入り、情報を遮断することでこの問題を防ぐことができると考えている。

リレバンによって借入希望企業から正確にソフト情報を得るためには、先述の通り、企業側の IT 経営による情報の見える化も重要である。

20

- IT 経営は経産省の「攻めの IT 経営銘柄」や「攻めの IT 経営中小企業百選」などに見られるように、成功例は多い。しかし、これを模倣して革新的な IT 化を非 IT 経営中小企業が最初から行うのはリスクが高いと考える。ここでは、経済産業省「攻めの IT 活用方針」に則り、ペーパーレス化から始める IT 化を推
- 25 進したい。

中小企業は資金繰りの他にも人手不足で悩んでいる。そのため、業績をあげようにも IT 人材の確保が進まずにプロジェクトが頓挫する可能性がある。そこで、地域金融支援機関からの実質的 IT 人材の補てんを提案したい。

30

2 章では経営で困ったときに定期的に相談する企業は少なく、相談したとしても 7 割近くが顧問税理士等に駆け込んでいることを示した。図 27 は地域金融支援機関がそれぞれ得意とする支援内容を示したもののだが、例えば情報発信や付加価値向上についての IT 利活用を得意とする税理士等は 3.2%しかおらず、逆に商工会等は 22.6%が得意と答えている。したがって、より効率的に IT 人材を補てんするには金融機関ではなく、税理士や商工会の力が必要になる。

図 27 各地域金融支援機関が得意とする支援内容（単位：％）

	税理士等	金融機関	商工会等
事業計画策定・財務分析	80.2	88.6	73.0
資金繰り	65.5	69.2	69.0
海外展開	1.7	12.9	6.2
IT 利活用（情報発信・付加価値向上）	3.2	8.1	22.6
IT 利活用（内部管理・効率化）	9.2	0.8	5.3
現場改善・生産性向上	9.0	21.0	13.7

出所：中小企業庁『中小企業白書（2016 年版）』（2016, p. 382）より筆者作成

10 ※最も数値が高い項目は編み掛けとした。

このように、中小企業は相談内容によって相談相手を選ぶ必要があり、顧問税理士の 1 チャンネルだけでは経営課題の改善を補えないことが分かる。そこで、金融機関が中心となって税理士・商工会等と提携することで、経営情報を一元化し、最も重要な課題に上記のビジネスモデルから得られる資金を投入することができると考えている。つまり、金融機関は税理士や商工会と明確に連携しながらリレバンを行い、情報のブローカーとしての役割を担いながら、中小企業を活性化させることが重要なのである。

第 2 節 ベンチャー企業の資金調達のあり方

20 ここではベンチャー市場の現状と課題を踏まえて、ベンチャー市場をより活発化させるための施策提言を行っていく。本稿では国内マナーをベンチャー市

場に呼び込む政策と海外マネーをベンチャー市場に呼び込む政策の二つを提示したい。3章第1節では国内の資産構成割合におけるリスク量は、不動産等実物資産を含めるとアメリカと遜色ない水準にまで上昇すること、つまり見方によっては今現在の日本国内にあるリスクマネーの総量には整合性があることを示した。そこで後述の①では、国内に眠る 1000 兆円超の預金ではなく、既存の、特に不動産市場に偏重しているようなリスクマネーをベンチャー市場に呼び込むための政策提言を行う。そして②では3章で示した海外(特にアメリカ)の豊富なリスクマネーを日本のベンチャー市場に呼び込むための政策提言を行う。海外からの資金に頼ることで(国内マネーでは限界のある)リスクマネー総量の増加を図り、これまでは目の行き届かなかったベンチャー企業などにも資金を行き渡らせたいと考えている。

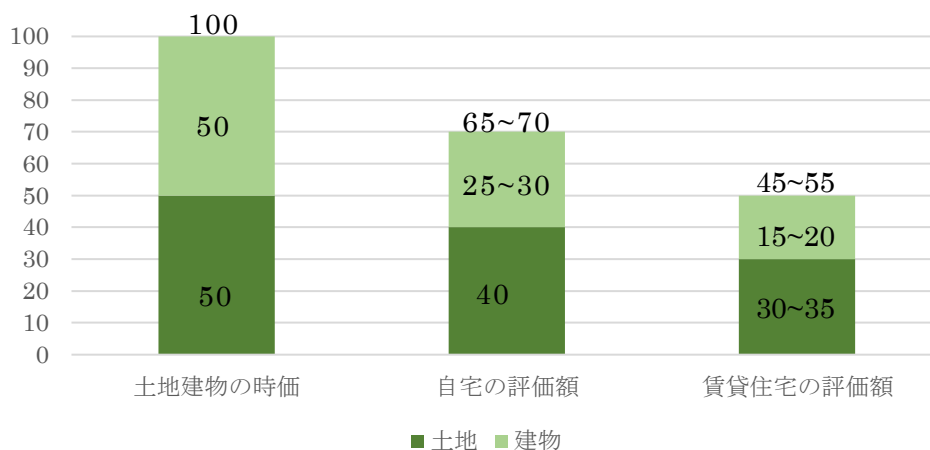
① 国内

・ベンチャー投資に対する税制優遇

3章の第1節では国内のリスクマネーが不動産に偏重していることを指摘した。その要因として不動産投資における相続税対策の有効性という点を挙げた。日本の金融資産の大半は高齢者に片寄っている(3章第2節参照)ため相続対策への需要は多い。不動産は土地建物の時価に対しての圧縮率が設定されていて、その評価額を低く抑えることが出来るため相続税の軽減につながる。そして圧縮率の観点から賃貸住宅は特に有効であるとされている(図 28)。賃貸住宅であれば圧縮率は 50%程度望め、自用の住宅不動産と比較するとその差は 20%程度に上っている。

そこで、賃貸住宅が実際に相続税対策の一環として活用されていて、それが国内の巨大な不動産市場を支える一部として機能しているとわかれば、ベンチャー市場を国内マネーによって活発化させるために、ベンチャー投資に対して相続税の面での優遇措置を与えることは有効であるという考察を行えるだろう。ここではまず、不動産の中でも賃貸住宅に対する税制優遇が実際に相続税対策のインセンティブを与えているということを示していきたい。

図28 不動産評価の圧縮率（単位：％）

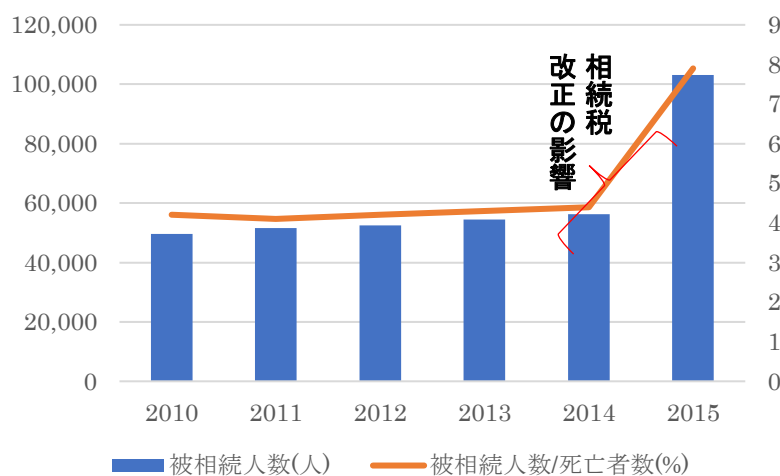


出所：一般財団法人住宅改良開発公社「なぜ「相続税対策に賃貸住宅が有効」なの？」

(<http://www.kairyoukousya.or.jp/guide/souzoku/>) より筆者作成

相続税は平成 27 年に大幅改正を行っている。改正により基礎控除額が大幅に減額され、相続税の課税対象となる被相続人が大幅に増加した。実際に、これまで死亡者数に対する相続対象者の割合は 4 % 台で推移していたが、改正後初となる平成 27 年には約 8 % に上昇した（図 29）。

図 29 被相続人の動向

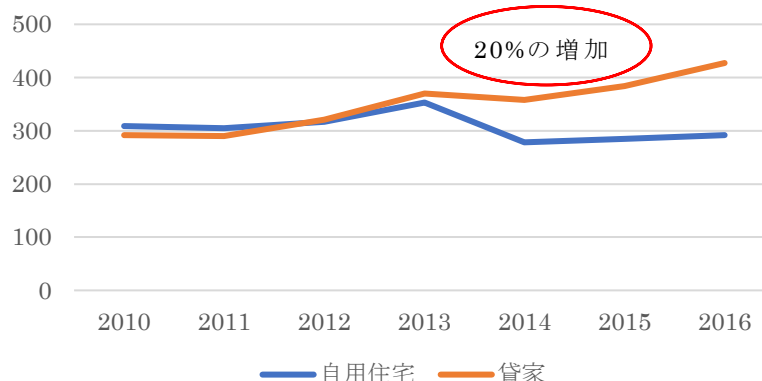


出所：国税庁「課税状況」（2015）(http://www.nta.go.jp/kohyo/tokei/kokuzeicho/sozoku2015/pdf/05_kazeijokyo.pdf)、厚生労働省「平成 28 年 人口動態統計の年間推計」（2016）(<http://www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/jinkou/suikei16/dl/2016sui>)

kei.pdf) より筆者作成

被相続人が大幅に増加したということは相続税対策を行う人も大幅に増加したはずである。相続税対策の資金先として賃貸住宅が活用されたかどうかを見るために、直近の新設住宅着工統計を分析した(図 30)。まず、内閣府が 2014 年 2 月に公表した「マンスリー・トピック」で指摘されているように、2013 年までの着工件数の増加は、持ち家・貸家ともに増加していることから 2014 年に実施された消費増税前の駆け込み需要の影響が大きいと考えられる。同じく、2013 年から 2014 年の大幅な落ち込みは駆け込み需要後の反動減と考えられる。つまり、相続税改正により大幅に増加した相続税の課税対象者が相続税対策の一環として賃貸住宅を活用したかどうかは、賃貸住宅へのアプローチから着工までの期間を 1 年と見積もれば施行前年の平成 26 年からの動向を追えば判定できるのではないだろうか。駆け込み需要後の反動減以降の賃貸住宅の着工件数は、下落トレンドをたどっている自用住宅に対して、上昇トレンドにあり、上昇率にして 2014 年～2016 年の間で約 20%となっている(自用住宅は約 5%の上昇)。ここから、大幅に増加した相続税の課税対象者(被相続人)の多くが相続税対策の一つとして賃貸住宅を活用したと推測できる。つまり、今回の提言のようにベンチャー投資を活発化させるうえで、相続税への優遇措置をとることは効果的な手段であるといえる。

図30 新設住宅着工件数推移



出所：国土交通省「平成 28 年度 住宅経済関連データ」(2016) (http://www.mlit.go.jp/statistics/details/t-jutaku-2_tk_000002.html) より筆者作成

そこで、提言の前に現在のベンチャー投資に係る制度について紹介していきたい。現在はエンジェル税制という形でベンチャー投資に対しての税優遇措置

が取られている。詳細を図 31 に示した。表からわかるように、現在のエンジェル税制には所得税に対する優遇措置しか存在しない。相続対策のインセンティブを与えるためには上記の不動産税制のようなストックマネーに対する税の優遇措置が必要となる。エンジェル投資により取得したベンチャー企業の株式や債券の譲渡に係る税制に対して優遇措置を行うことが効果的であると考えられる。不動産税制に倣えば、時価に対しての圧縮率を設定し相続税課税の対象となる評価額を低く抑えるといった方法があげられるだろう。

図 31 現在のエンジェル税制

優遇措置	詳細
a. 投資した年に受けられる所得税控除	A. 【設立 3 年未満の企業が対象】 (対象企業への投資額 - 2,000 円) をその年の総所得金額から控除できる。 ※控除対象となる投資金額の上限は、総所得金額×40%と 1,000 万円のいずれかの低い方。
	B. 【設立 10 年未満の企業が対象】 対象企業への投資額金額を、その年の他の株式譲渡益から控除できる。 ※控除対象となる投資額の上限なし
b. 株式を売却し損失が発生した場合、受けられる所得税の控除	対象企業の株式売却により生じた損失を、その年の他の株式譲渡益と通算(相殺)できるだけでなく、その年に通算(相殺)しきれなかった損失については、翌年以降 3 年にわたって、順次株式譲渡益と通算(相殺)できる。

出所：経済産業省「エンジェル税制のご案内」(http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/pdf/angeltax_panf1.pdf) より筆者作成

・未上場のベンチャー企業のクローズドエンド型投資信託の上場

3 章第 1 節で述べたように、エンジェル投資は国内においてはそのすそ野がかなり狭い。また、国内の金融資産割合が高齢者に偏っているため(3 章第 2 節参照)、労働所得があり本来であればリスクを取りやすいはずの若い年代にロットの大きいベンチャー投資をする余力がない。そこで本稿では、上記のような税制改革に加えて、エンジェル投資と同じく未上場のベンチャー企業を対象とした、ベンチャー投資の小口化(=ファンドの組成)を行うことで若い年代のベンチャー投資が可能になり、ベンチャー投資家のすそ野が広がるのではないかと考えている。しかし、今現在一般の投資家に浸透している投資信託は構成銘柄が価格の公開されている上場企業であったり、未上場であっても優良企業であったりすることがほとんどである。未上場かつ信用リスクの高いベンチャー企業を投資信託とする場合にはその困難性を熟慮すべきだろう。熟慮すべ

き点として以下の三つが挙げられる。

- I. 短期的な資金取り崩しが難しい
- II. 上場企業と違い時価の算定を行うのが難しいこと
- III. 取引の流動性の確保が難しいこと

- 5 これらの点に配慮したうえで未上場ベンチャー企業への投資の小口化を行うには、クローズドエンド型の投資信託を上場するという方法が最も適切であると考えている。ちなみに現在でもベンチャー投資ファンドの一部に個人投資家が含まれることがあるが、ほとんどは金融機関や事業法人等であるため、個人投資家が主体となっているベンチャー投資ファンド（＝公募投信）はなく、その点では新しい可能性として本提言を行えるだろう。
- 10

- ところで本提言は REIT の仕組みをもとにしている。REIT の仕組みをもととしたのは、REIT の原資産である不動産のリスクリターン特性とベンチャー投資のリスクリターン特性に類似性があったためである。類似性というのは上記した I ～ III にあたる。一般的に、不動産もベンチャー投資同様、短期的な資金の取り崩しや時価総額の算定、取引の流動性の確保が困難である。その理由としては資産の一部売却、換金するといった取引ができないこと、物件一つに対して評価すべき項目が多いこと、取引が相対であることなどがあげられる。投資信託協会によれば、そこで REIT の仕組み（多くの投資家から集めた資金で、オフィスビルや商業施設、マンションなど複数の不動産などを購入し、その賃貸収入や売買益を投資家に分配する）が、上記のような不動産に対して短期的な換金性や時価の算定機能、取引の流動性を与えているようだ。その際に用いている手段が本提言にもあるようにクローズドエンド型の投資信託を証券取引所へ上場するという方法であった。以下では REIT との類似性に言及しつつ、未上場のベンチャー企業の上場投資信託の組成ことの妥当性を示していく。
- 15
- 20
- 25

- I について、図 32 ではベンチャー白書 2016 のベンチャーキャピタル等ファンドの加重平均 IRR を設立年ごとに記載したが、設立年が早いファンドになれば成るほど IRR が低下していくという傾向がみてとれる。設立年と IRR が逆相関の性質を持っていることから、ベンチャー企業のリターンには J カーブ（は
- 30

はじめは大きなキャッシュアウトフローがあるが、運用期間が長期にわたるにつれて、ファンドの清算が近づくにつれて、キャッシュインフローが積みあがっていくという）特性があると考えられる。この特性がベンチャーファンドの投資信託にはクローズドエンド型が適切であるという示唆を与えるだろう。

5

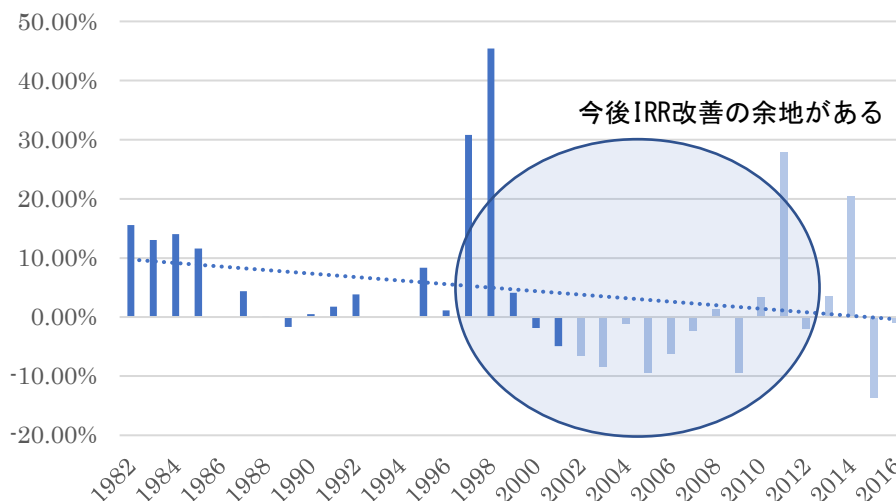
クローズドエンド型は投資家が運用中に純資産価額で取り崩して換金(解約)を行うことが出来ないタイプの投資信託である。運用期間の内、キャッシュインフローが得られる期間が限定的となるベンチャー企業にとっては清算時まで資金の取り崩しには応じないのが適切だろうと考えられている。これは、資産

10 の一部売却などに応じられない不動産の性質を補完するように、REITが流動性を高めている構図に比類する。

そして、クローズドエンド型のファンドを設定するとして問題になるのは運用期間の設定である。1982年から1999年の間で清算済みのファンド138個の運用期間を平均すると約12年であったことから、運用期間は最低でも10年以上設ける必要があると考える。

15

図32 ベンチャーファンド加重平均IRR



出所：一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター『ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告』（2016,pp.Ⅱ-63-Ⅱ-80）より筆者作成

20

Ⅱについて、時価総額算定が難しいことを補う手段として投資信託の上場という方法を提案したい。上場株式を組み合わせている投資信託に関しては、個

別銘柄の市場価格が常に手に入る状態なので簡単に時価総額を算定できるが、未上場のベンチャーファンドの株式で構成されているファンドの時価総額を毎日算出するのにはコストがかかる。そこで未上場株で構成された投資信託そのものを上場し、投資信託自体の価値を市場に決定させることでそのコストを省くことができると考えている。加えて、REIT 同様、投資信託の上場を行うと追加投資や解約などに応じられなくなるので、投資資金は投資家のもとから分離させる必要があり、上述のクローズドエンド型を設定すべきという提案との整合性がとれる。

10 Ⅲの取引の流動性が低いことについては、Ⅱと同様、投資信託の上場を行うことで補えると考えている。流動性の低さは換金性の低さと言い換えることもできる。市場参加者がそもそも少ないベンチャー市場において、個別銘柄のように投資信託の形をとらなくとも投資家が各々の好きなタイミングで売買を行うことはほとんど不可能である。そのため、国内のベンチャーキャピタルやプライベートエクイティは IPO や M&A などの Exit をゴールとしており、途中売却によって資金を回収することはほとんどないのである。そこで無数の市場参加者が存在する市場に上場することによって取引の流動性を高めていく必要がある。

20 ② 海外

3 章第 1 節で述べたように、日本に比べて海外のベンチャー市場の規模は非常に大きい。特にアメリカには VC などの機関投資家だけでなくエンジェル投資家に至るまで分厚いリスクマネー供給層が整っている。国内のリスクマネー量が限定的であることは先に述べた通りで、その時に、海外のリスクマネーを呼び込むことは、国内のみでは補えなかったベンチャー企業にも資金を行き渡らせられるという意味で日本のベンチャー市場を活発化させる手段となるだろう。では海外投資家と日本のベンチャー市場を繋げるためにはどのような施策が必要になるだろうか。

30 本節では金融機関がベンチャー企業と海外投資家との橋渡しとなることで、

両者の資金需給をマッチングさせるという仕組みづくりを提言したい。重要な点は以下の二つである。

I．橋渡し役の金融機関（大手国内銀行）はベンチャー企業のリスク評価を行わず、情報のブローキングに徹する。

5 II．地域金融機関と大手国内銀行が提携を行う。

I について、ここで大手国内銀行を想定しているのは海外とのコネクションやノウハウをより多く持ち合わせているからである。本提言において金融機関は情報のブローカーとしての機能のみを担い、評価機能は海外に一任している。

10 なぜなら、提言の中でターゲットとしている資金需要は国内資金では資金調達しきれなかった（＝リスクの取れなかった）部分であり、海外のリスク許容度を基準にして再評価されるべき案件だからである。つまり、ここでの情報ブローカー（金融機関）は、資金需要のある当該ベンチャー企業を海外投資家に繋げようとした際に生じる言語・文化の壁をなくすためのコンサルティングを行う

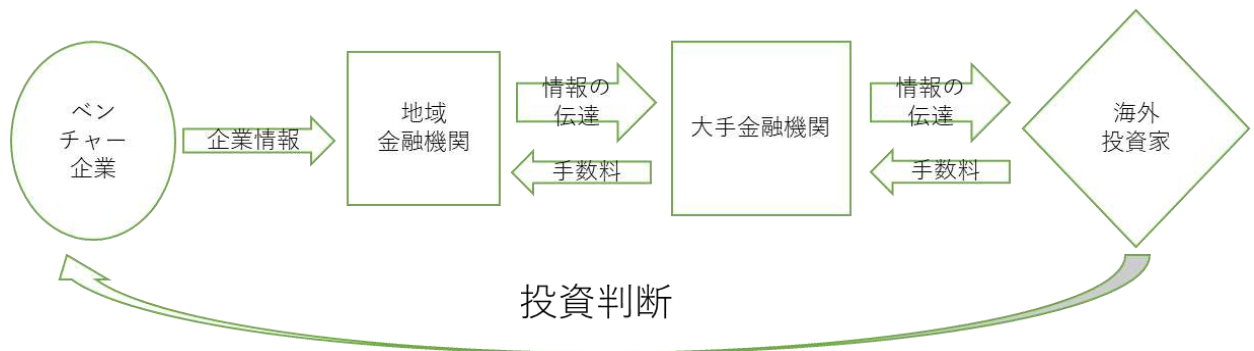
15 う意味合いが強い。

II について、地域金融機関は、本提言の中でベンチャー企業を大手国内銀行に紹介する機能を持つことになる。地域金融機関は大手金融機関よりベンチャー企業に比較的身近な存在であるため、スタートアップ段階である小規模な企業に関する情報も大手金融機関より豊富に持っていると考えられる。しかし、

20 情報は豊富に持っていたとしても地域金融機関の財務体制は大手銀行ほど盤石ではないため、ベンチャー的経営を行う企業を相手に大きなリスクをとることはできないだろう。そこで、海外とのコネクションを持つ大手金融機関に対して自社ではリスクを負えなかった資金調達需要があるということを伝達する役割として地域金融機関が必要となる。つまり、地域金融機関が資金需要を見出して、大手金融機関がそれを海外投資家へとつなげるという２段階のアプローチを踏むことになる。これらをまとめると図 33 のようなビジネスモデルが出来上がる。このモデルによりベンチャー企業は海外投資家から再評価される機会を得、国内では補えなかったリスクマネーの供給を受けることができるだろう。

30 う。

図 33 海外投資家からベンチャー企業への資金調達モデル



筆者作成

- 5 また、この仕組みは国内ベンチャー市場において Exit が IPO に偏っているという課題の解決にもつながる可能性を持っている(3章第1節参照)。これは、大手金融機関が取引を行う前にその企業の存在を知ることができるので、既存の顧客(法人)に対して、情報を仲介したベンチャー企業との M&A コンサルティングなどを行えるからだ。すでに述べたように、欧米ではベンチャー企業の
- 10 Exit は M&A が主流になりつつあるので、Exit における M&A の存在感を高める可能性を持つこの仕組みには大きな期待が持てるだろう。

15

20

25

【参考文献】

- 中小企業庁（2017）『中小企業白書 2017』P2~7
- 中小企業庁（2016）『中小企業白書 2016』P271~387
- 5 中小企業庁「FAQ『中小企業の定義について』」（http://www.chusho.meti.go.jp/faq/faq/faq01_teigi.html）（2017/10/27 アクセス）
- マイナビ「ベンチャー企業の定義 社会的役割、魅力を探る」（2016/12/16）（<https://job.mynavi.jp/conts/2018/tok/p/8265/>）（2017/10/27 アクセス）
- 日本政策投資銀行（2017）「近年の日米ベンチャー企業からみえる日本の起業
10 活性化に向けた課題」（PDF）
- 日本銀行（2017）「全国企業短期経済観測調査」（2017/10/27 アクセス）
- 東京商工リサーチ（2017）「銀行 112 行（2016 年 9 月中間期決算）「地方公共
団体・中小企業等向け貸出金残高」調査」（2017/4/10 付）（http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20170410_07.html）
- 15 Damodaran ONLINE（2017）（<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>）（2017/10/27 アクセス）
- 日本政策金融公庫 総合研究所（2014）「米国銀行における中小企業金融の実態」（日本公庫総研レポート No. 2013-8）（PDF）
- 小野有人、西川珠子（2004）「米国におけるリレーションシップバンキング
20 担保保証の役割を中心に」（みずほ総研論集 2004 年Ⅲ号）（PDF）
- 財務省（2006）「法人企業統計年表」
- 滝川好夫（2012）「リレーションシップ・バンキングの経済理論：1つのサー
ベイ」（PDF）
- 長谷川清（2013）「リレーションシップバンキング行政の成果と課題」（成城大
25 学経済研究所研究報告 No. 66）（PDF）
- 三井住友信託銀行（2015）「異次元緩和で増加した中小企業向け貸出」（三井住
友信託銀行 調査月報 2015 年 4 月号）（PDF）
- 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」（日本銀
行金融研究所/金融研究/2011.8）（PDF）
- 30 大田智之、小野有人、野田彰彦（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 ～起業属性に応じた適正に関する一考察～」（みずほ総研論集 2007 年Ⅳ号）（PDF）
- 加納正二（2008）「日本の中小企業金融におけるソフト情報と財務諸表準拠貸出」（経営情報学部論集 22-1・2（2008・3））（PDF）
- 5 秋山太郎（2014）「トランザクションバンキングの問題点およびリレーションシップバンキングの優位性についての一考察」（MAR 2014 Discussion Paper No.101）（PDF）
- 植杉威一郎、内田浩史、岩本宏道（2015）「無担保貸出と起業の資金調達・パフォーマンス」（国民経済雑誌 第212巻 第6号 抜刷 平成27年12月）
- 10 （PDF）
- 相馬一天（2015）「日本の ABL のこんにちの課題と企業財務についての考察ー日本中小企業の銀行取引比較よりー」（PDF）
- 益田安良、小野有人（2005）「クレジット・スコアリングの現状と定着に向けた課題 ～邦銀アンケート調査と米国での経験を踏まえて～」（みずほ総研論集 2005 年Ⅰ号）（PDF）
- 15 内閣府（2015）「相続税・贈与税」p.9
- 株式会社野村総合研究所（2015）「平成26年度 起業・ベンチャー支援に関する調査 エンジェル投資家等を中心とした ベンチャーエコシステムについて」（PDF）
- 20 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2016）「ベンチャー白書 2016 ベンチャーニュース特別版」
- 日本政策金融公庫総合研究所（2016）「2016 年度新規開業実態調査 」p.13
- 伊藤 元重・小林 喜光・佐々木 則夫・高橋 進（2014）「会議情報一覧 平成26年- 経済財政諮問会議 資料5-2 持続的成長を支える中長期の安定した投資の推進に向けて」
- 25 National Venture Capital Association（2017）“NVCA 2017 Yearbook”
- 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2016）「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告（電子版）」（PDF）
- 小池拓自（2009）「家計の保有するリスク資産」（PDF）
- 30 総務省（2007）「家計調査年報 <貯蓄・負債編> 平成19年」

- Federal Reserve Board (2007) “2007 Survey of Consumer Finances”
- 日本銀行情報サービス局 (2016)「日米家計のリスク資産保有に関する論点整理」 (PDF)
- 総務省 (2009)「平成 21 年全国消費実態調査」
- 5 Federal Reserve Board (2013) “Survey of Consumer Finances”
- 株式会社日本政策投資銀行 (2017)「近年の日米ベンチャー起業からみえる日本の起業活性化に向けた課題」
- 大和総研 (2012)「ベンチャー企業の資金調達」(PDF)
- みずほ総合研究所 (2016)「家計金融資産動向」(PDF)
- 10 日本銀行 (2017)「資金循環の日米欧比較」 p. 3
- 株式会社テクノロジーサーチ研究所 (2009)「平成 20 年度 エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」 p. 6
- 内閣府 (2017)「平成 29 年版高齢社会白書 第 1 章第 1 節 5 (2) 図 1-1-13」
- 中小企業庁 (2011)「中小企業白書 2011」
- 15 大和総研 (2017)「家計における金融資産と土地・住宅資産の保有の関係」(PDF)
- 【スタートアップ用語解説】シード、アーリー、グロースの違いとは？ | ベンチャークリップ関西 (http://kansai.ventureclip.com/3403152016/early_seed_series/22) (2017/10/27 アクセス)
- 20 MBA 経営辞書「死の谷」 | GLOBIS 知見録 - 学ぶ (<https://globis.jp/article/2044>) (2017/10/27 アクセス)
- イノベーション経営を阻む三つの関門 : 日経 BizGate (<http://bizgate.nikkei.co.jp/article/73093415.html>) (2017/10/27 アクセス)
- 出川 通・田辺孝二「ベンチャー企業における「日本型の谷」の考察」
- 25 国土交通省 (2012)「平成 23 年度土地に関する動向」
- CANON (2017)「白書から読み解く中小企業の IT～現状と課題」(<http://cweb.canon.jp/solution/biz/trend/sme-it-problem.html>) (2017/10/27 アクセス)
- 岩下直行 (2017)「銀行の情報システムの将来像 -FinTech が示唆する未来-
- 30 -」(金融構造研究 第 39 号)

一般財団法人 住宅改良開発公社「なぜ『相続税対策に賃貸住宅が有効』なの？」(<http://www.kairyokousya.or.jp/guide/souzoku/>) (2017/10/27 アクセス)

財務省「相続税の主な改正の内容」(https://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/property/144.html) (2017/10/27 アクセス)

国税庁 (2015)「相続税 課税状況」(http://www.nta.go.jp/kohyo/tokei/kokuzeicho/sozoku2015/pdf/05_kazeijokyo.pdf) (2017/10/27 アクセス)

厚生労働省 (2016)「人口動態統計の年間推計」(<http://www.mhlw.go.jp/toukei/saikin/hw/jinkou/suikai16/dl/2016suikai.pdf>) 2017/10/27 アクセス

10 内閣府「マンスリー・トピック」(2014/2/19) (http://www5.cao.go.jp/keizai3/monthly_topics/2014/0219/topics_028.pdf) (2017/10/27 アクセス) 国土交通省 (2016)「平成 28 年度 住宅経済関連データ」(http://www.mlit.go.jp/statistics/details/t-jutaku-2_tk_000002.html) (2017/10/27 アクセス) 経済産業省「エンジェル税制のご案内」

15 一般社団法人 投資信託協会、「J-REIT の仕組み」(<https://www.toushin.or.jp/reit/about/scheme/>) (2017/10/27 アクセス)

一般財団法人 ベンチャーエンタープライズセンター (2016)「ベンチャー白書 2016 ベンチャービジネスに関する年次報告」一般財団法人 ベンチャーエンタープライズセンター

20 株式会社 ユーザーベース「2015 年の相続税改正後の影響を調べる」(2016/2/13) (<https://jp.ub-speeda.com/analysis/archive/30/>) (2017/10/27 アクセス)