

平成 30 年度 証券ゼミナール大会

第 6 テーマ 「日本における中
小ベンチャー企業の資金調達に
ついて」

内容

序章	2
第一章 ベンチャー企業とは	3
第一節. ベンチャー企業の定義	3
第二節. ベンチャー企業の現状	3
第二章 ベンチャー企業の資金調達の様式別の現状、課題	8
第一節. シード期	8
第二節. アーリー期	15
第三節. エクспанション期	18
第四節. レーター期	20
第三章 解決策の提言	25
第一節. シード期の課題に対する提言	25
第二節. アーリー期の課題に対する提言	25
第三節. エクспанション期の課題に対する提言	26
第四節. レーター期の課題に対する提言	31
第四章	33
終章	35
参考文献	36

序章

日本では近年、様々な種類の新しい企業が生まれているが、その一方で起業して間もない多くの企業が廃業に追い込まれている。この現象には、起業したばかりの中小企業、特にベンチャー企業と呼ばれている企業が拡大していくための制度が不十分であるという背景が考えられる。日本ではいまだに起業に対するハードルが高いイメージが根付いており、実際に世界銀行が発表した「ビジネス環境ランキング」によると日本の起業のしやすさは 106 位である¹(190カ国・地域)。つまりイノベーションの担い手であるベンチャー企業が少ないのである。日本経済を活発化させるためにはベンチャー企業が活躍できるような環境を整えることが大切であると考えられる。したがって本稿では、まずベンチャー企業に重点を置いて資金調達方法について述べる。次に、中小企業の資金調達について検討する。

本稿の流れとしては、第一章でベンチャー企業の説明をし、本稿における立ち位置について述べる。第二章はベンチャー企業の成長ステージごとの現状、課題について述べ、第三章でその課題に対する提言をする。第四章では、中小企業の資金調達方法について述べる。

¹ ビジネス環境ランキング 2017 より参照

第一章 ベンチャー企業とは

本章ではベンチャー企業の定義について確認した後、ベンチャー企業の現状について説明し、その現状への対策を考案する。なお、中小企業については、第四章で議論する。

5

第一節. ベンチャー企業の定義

現在の日本において、ベンチャー企業については、文献や周りにある企業のイメージによって認識されているだけであり、現段階では明確な法律などによる定義はされていない。野中(2002)によると「ベンチャー企業とは、イノベーション(革新性)を歯車とし、高い志をもったアントレプレナー(起業家)がリスクにチャレンジしながらその夢を実現しようとする企業である。²⁾」とされており、また、松田(2014)によると「リスクを恐れず新しい領域に挑戦する起業家に率いられた若い企業で、製品や商品の独創性、事業の独立性、社会性、さらに国際性を持った企業³⁾」とされている。

15 今回の主旨文では「創業からあまり時は立っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」と定義されているため、その定義に沿ってベンチャー企業について考える。

第二節. ベンチャー企業の現状

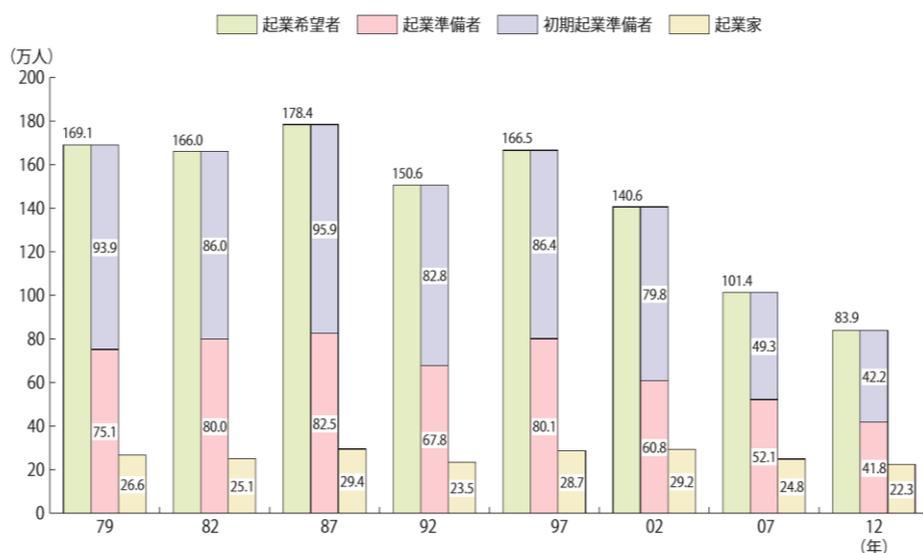
20 近年、日本では様々なベンチャー企業が生まれているが、多くのベンチャー企業は資金調達に苦労していることが多い。そのようなこともあってか、日本の起業家数は図表 1-1 のように減少の一途をたどっている。

25

²⁾ 野中(2002)『イノベーションとベンチャー企業』219頁を参照

³⁾ 松田(2014)『ベンチャー企業〈第四版〉』17頁を参照

図表 1-1 起業家数の推移



資料：総務省「就業構造基本調査」再編加工

- (注) 1. ここでいう「起業希望者」とは、有業者の転職希望者のうち、「自分で事業を起こしたい」、又は、無業者のうち、「自分で事業を起こしたい」と回答した者をいう。
 2. ここでいう「起業準備者」とは、起業希望者のうち、「(仕事を) 探している」、又は、「開業の準備をしている」と回答した者をいう。
 3. ここでいう「初期起業準備者」とは、起業希望者のうち起業準備者ではない者をいう。
 4. ここでいう「起業家」とは、過去1年間に職を変えた又は新たに職についた者のうち、現在は自営業主（内職者を除く）となっている者をいう。

出所：中小企業『中小企業白書(2014年版)』より引用

5 企業家数は図表 1-1 のように、1979 年では合計 26.6 万人であったが、2012 年では 22.3 万人となっている。特に起業希望者は、1979 年の 161.9 万人であったが、2012 年では 83.9 万人というように減少が大きく、ベンチャー企業の将来に不安がある。

10 ベンチャー企業の企業規模は、図表 1-2 のようにシード期、アーリー期、エクспанション期、レーター期という 4 つの成長ステージに大まかに分類することができる。また図表 1-3 は、全体におけるステージごとの割合を示したグラフであり、図表 1-4 はステージ別の経営ニーズである。

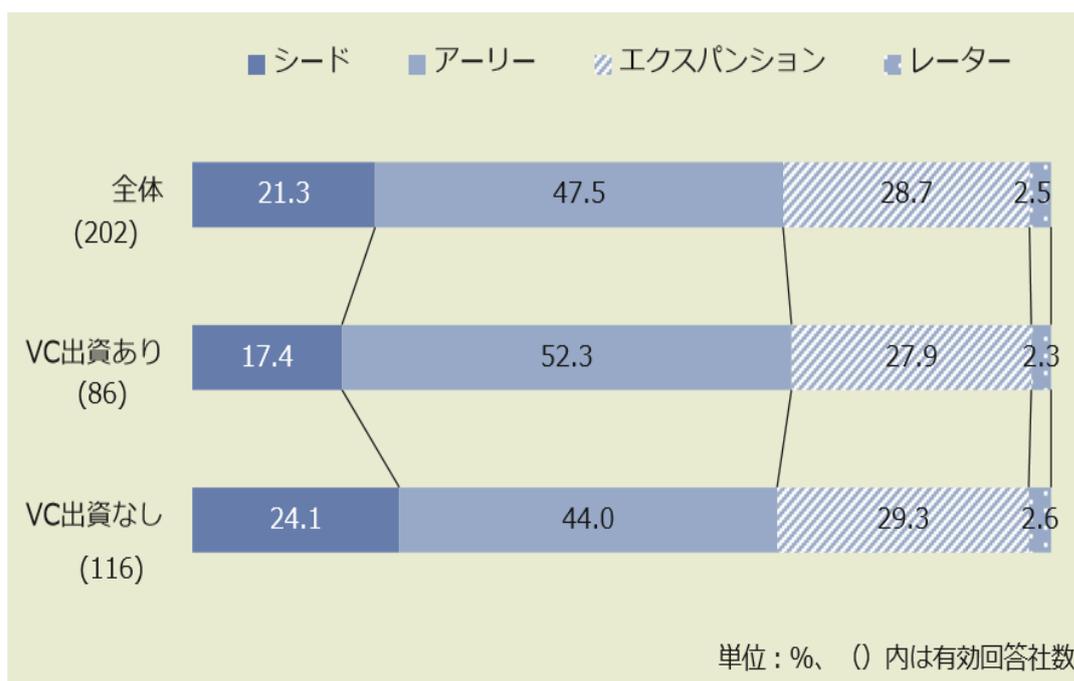
図表 1-2 ステージごとの定義

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

出所：VEC(2017)「ベンチャー白書 2017 年(ベンチャーニュース特別版)」より引用

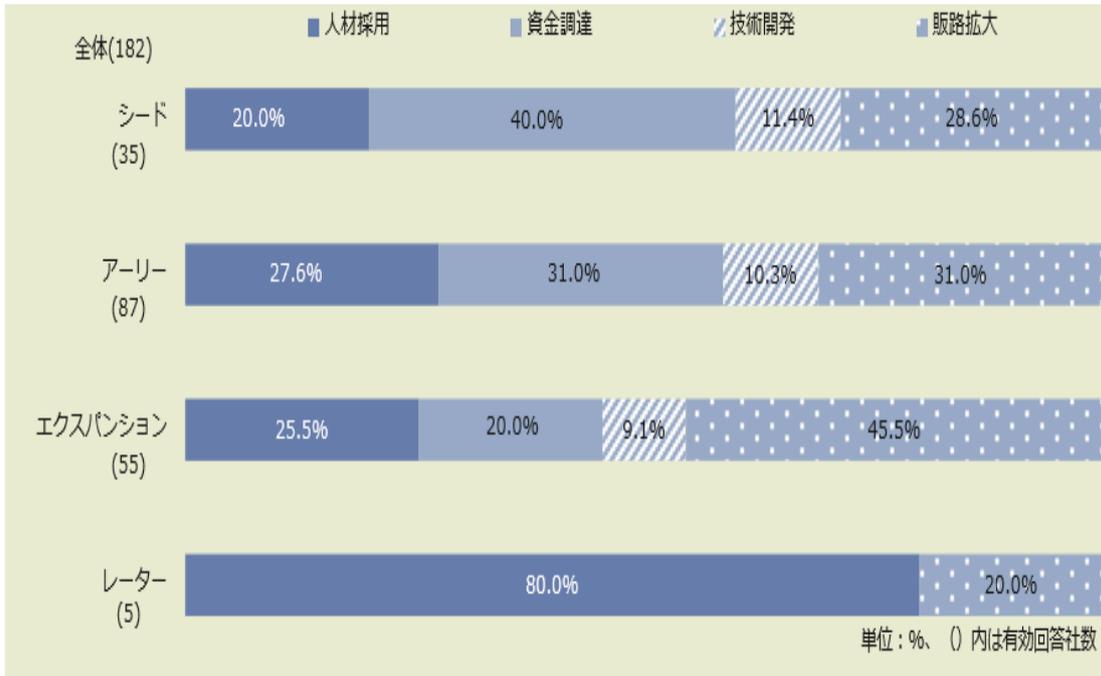
5

図表 1-3 ステージごとの割合



出所：VEC(2017)「ベンチャー白書 2017 年(ベンチャーニュース特別版)」より引用

図表 1-4 ステージ別の経営ニーズ



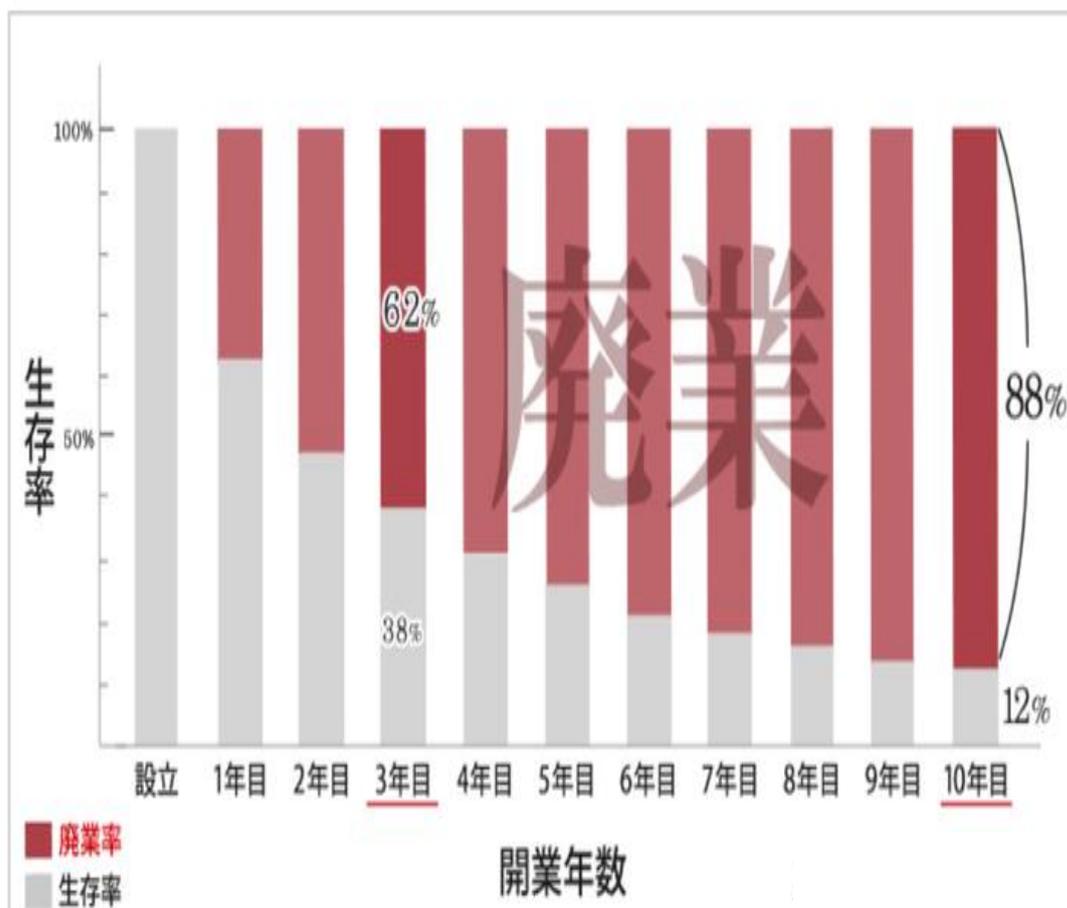
出典：VEC(2017)ベンチャー白書 2017年(ベンチャーニュース特別版)より引用

5

図表 1-3 からわかるように日本では、シード期、アーリー期というような未成熟な時期のベンチャー企業が約 7 割を占めている。それに加え、図表 1-5 のように、ベンチャー企業は起業してから 2 年目までに約半分が倒産してしまい、起業者数減少の原因の一つになっているとも考えられる。

10

図表 1-5 企業の生存率



出所：中小企業白書統計調査を再編加工

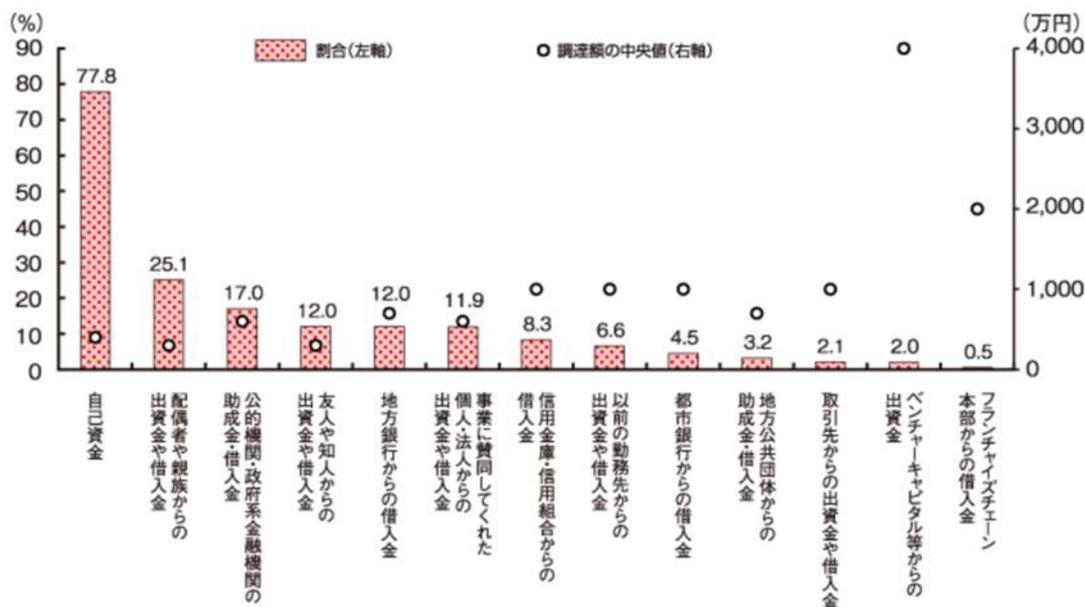
- 5 企業が迅速に発展するためには、企業の現状を把握し、その現状に最も適した対策を練ることが効果的であると考えます。つまり、企業の性質や、シード期、アーリー期、エクспанション期、レーター期という企業規模に適した資金調達を考えることが必要である。
- したがって、まずは第二章でそれぞれの成長ステージの定義を再確認し、その定義に沿ってステージごとに問題・課題を考察していき、なぜ資金調達に苦労しているのかを明らかにした後、第三章でその解決策を提案する。
- 10

第二章 ベンチャー企業の資金調達ステージ別の現状、課題

本章では、ベンチャー企業の現状と課題をシード期、アーリー期、エクспанション期、レーター期の四つの成長ステージ別に述べる。図表 2-1 のように、資金調達方法は様々である。

5

図表 2-1 資金調達方法の割合



出所：中小企業庁委託「企業に関する実態調査」(2010年12月、(株)帝国データバンク)を引用

10

第一節 シード期

シード期の定義は、創業した初期の企業のサービスや商品開発のコンセプトやビジネスモデルがまだ形になっていない段階、つまりは「商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究および製品開発を継続している企業⁴」のことである。資金需要はそれほど大きくないが会社設立時の諸費用や人件費が最低限必要となってくる事が考えられる。また、シード期やアーリー期においては、クラウドファンディングの利用も効果的である。そこでこの節ではシード期の現状と課題と併せて、クラウドファンディング利用についても述べる。

15

⁴ VEC(2017)「ベンチャー白書 2017年(ベンチャーニュース特別版)」より参照

(a) シード期の現状

ベンチャー企業のシード期における資金調達方法を大きく分けると直接金融と間接金融に分けることができる。

(1) 直接金融

5 ・ 3F (Founder, Family, Friend)

3Fとは、創業者や家族、友人から資金調達を行う方法のことである。借入の条件や契約が自由であり、他の資金調達と違い、容易に借入することができるが、身近な人間とリスクを共有することになる。また、裁判などのトラブルに発展する恐れもある。

10 ・ エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、創業期の企業に対して資金供給をする個人投資家のことであり、その多くは引退した起業家や実業家たちが大半を占めている。エンジェル投資家からサポートを受けるメリットは、資金を受け取ることだけでなく、企業が軌道に乗れるよう経営上のアドバイスを受けることや、他の経営者を紹介してくれるなどの必要なノウハウを得られることである。

図表 2-2 : エンジェル投資家・ベンチャーキャピタルの現状

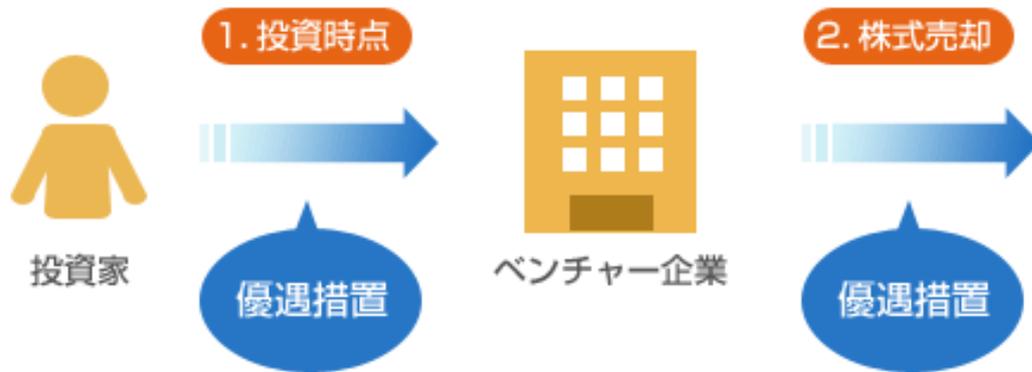
	日本	アメリカ(2012)
エンジェル投資額	約 9.9 億円	229 兆ドル(約 2.3 兆円)
エンジェル投資件数	45 件(2011 年度)	67,000 件
エンジェル投資家数	834 人	268,000 人
ベンチャーキャピタル投資額	約 1,240 億円(2012 年度)	267 億ドル(約 2.7 兆円)

出所：資金調達プロ

しかし、図表 2-2 で示されているように、米国と比べて日本のエンジェル投

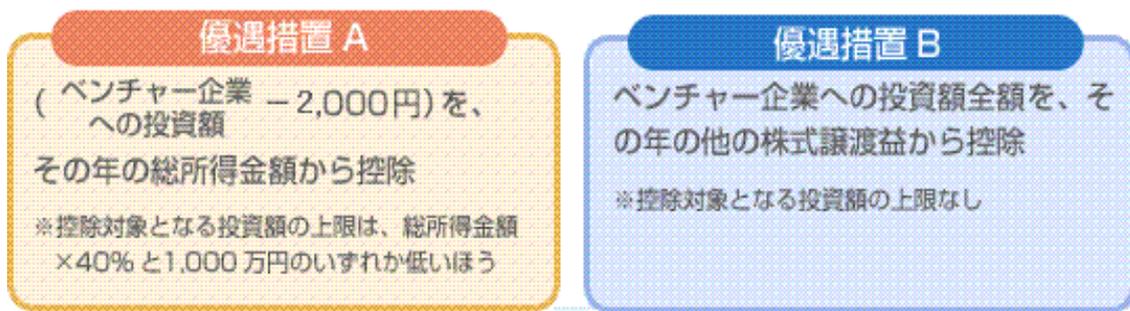
投資家の規模は小さく、日本ではまだエンジェル投資家からの資金調達が主流ではないと言える。日本では、エンジェル投資家の規模の拡大を図るため、エンジェル税制がある。エンジェル税制とは、「ベンチャー企業への投資を促進するためにベンチャー企業へ投資を行った個人投資家に対して税制上の優遇措置を行う⁵」制度である。

図表 2-3 エンジェル税制の仕組み



10 出所：中小企業庁「エンジェル税制の仕組み」より引用

図表 2-4 ベンチャー企業へ投資した年に受けられる優遇措置



出所：中小企業庁「エンジェル税制の仕組み」より引用

15

エンジェル税制は、図表 2-3 にあるように、個人投資家（エンジェル投資

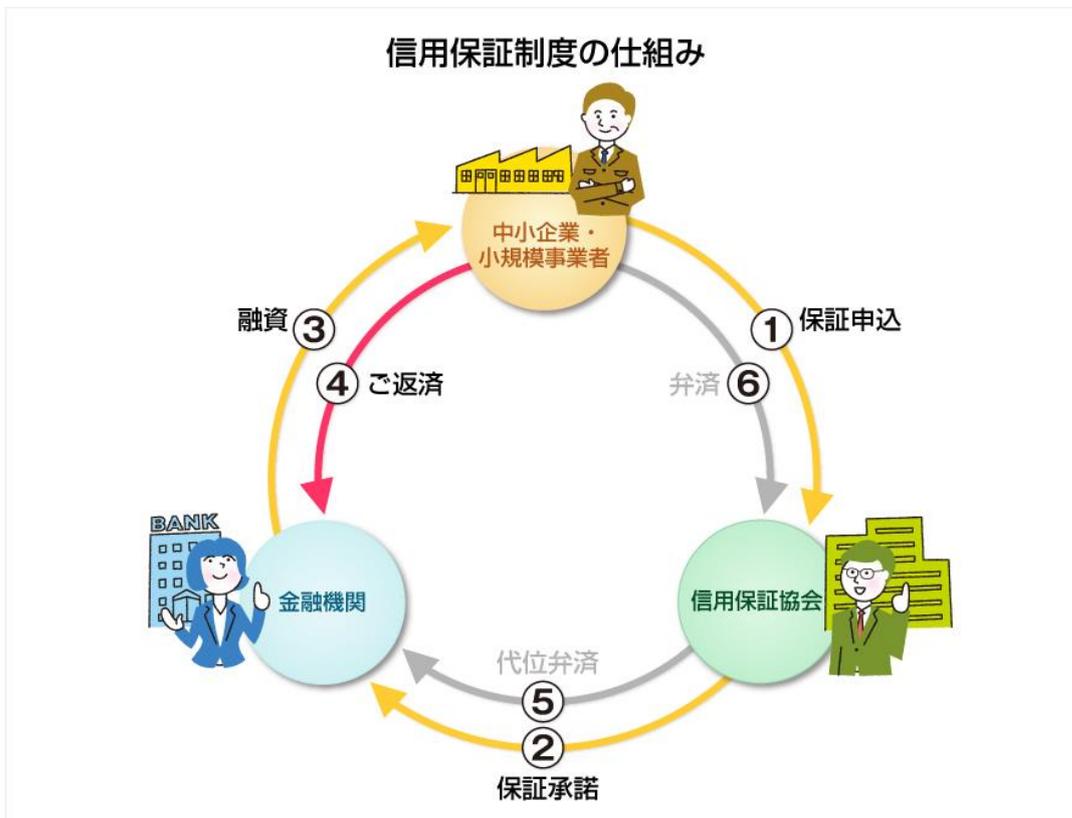
⁵ VEC(2017)「ベンチャー白書 2017年(ベンチャーニュース特別版)」より参照

家) が投資を行う時点と株式売却時点の二つの時点において、税制上の優遇措置を受けることができる制度である。優遇措置については、図表 2-3 にあるように、優遇措置 A と優遇措置 B があり、いずれかを選択できるようになっている。しかし、エンジェル税制の要件が複雑であるため、エンジェル税制を使用するエンジェル投資家は少ない。

(2)間接金融

シード期にあるベンチャー企業は、創業して間もないため、企業実績がなく、担保や個人保証などもない。そのため、銀行融資は第三者保証なしでは受けることが難しい。しかし、信用保証協会の信用保証制度を利用すれば融資枠の拡大を図ることができる。

図表 2-5 信用保証制度について

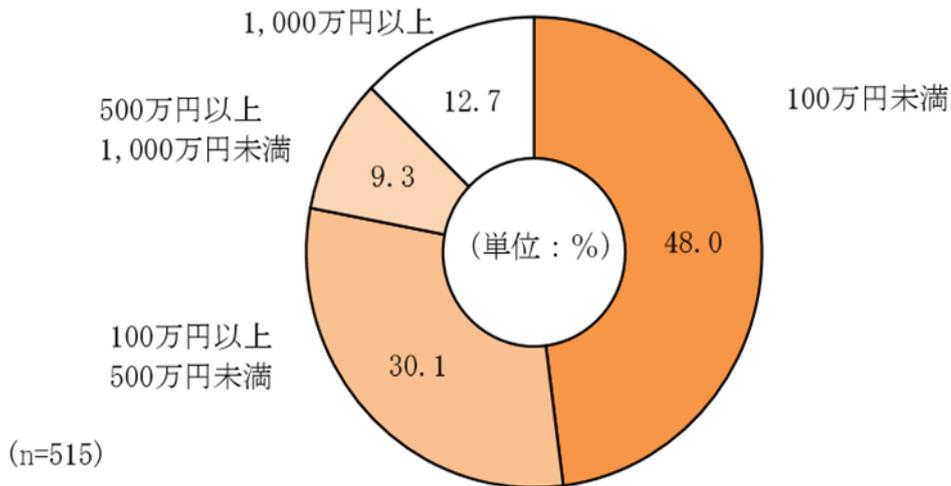


出所：全国信用保証協会連合ホームページより参照

(b) シード期の課題

シード期の課題としては、まだ企業としての知名度が低く信用がないため、お金を貸してくれるところが少ないということである。シード期は事業がまだ立ち上がっておらず、起業・設立のための資金調達になるため、多額の資金を調達しなくてはならないわけではない(図表 2-6,2-7)。しかし、実績がない状態で評価してもらい、投資をうけなくてはならないため、資金を集めるのが非常に難しい。

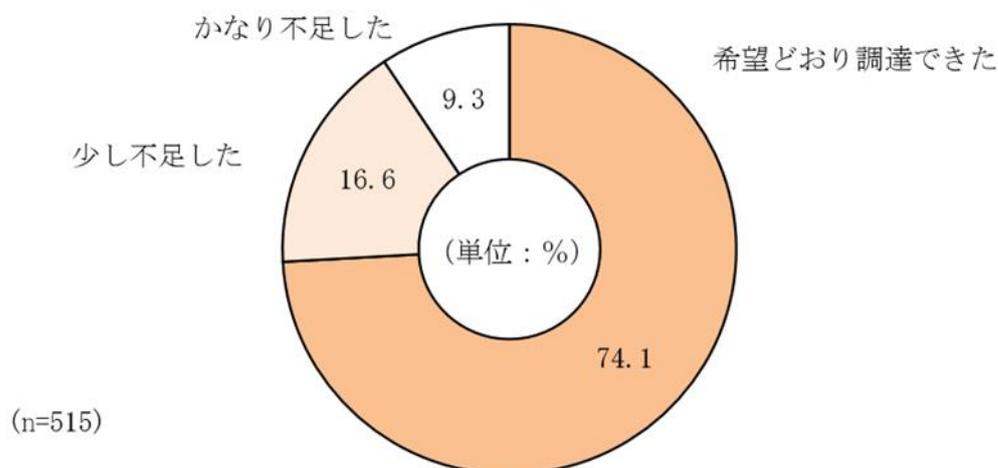
図表 2-6 起業費用



10

出所：日本政策金融公庫総合研究所「起業と企業意識に関する調査」より引用

図表 2-7 起業費用の調達額に対する満足度



出所：日本政策金融公庫総合研究所「起業と企業意識に関する調査」より引用

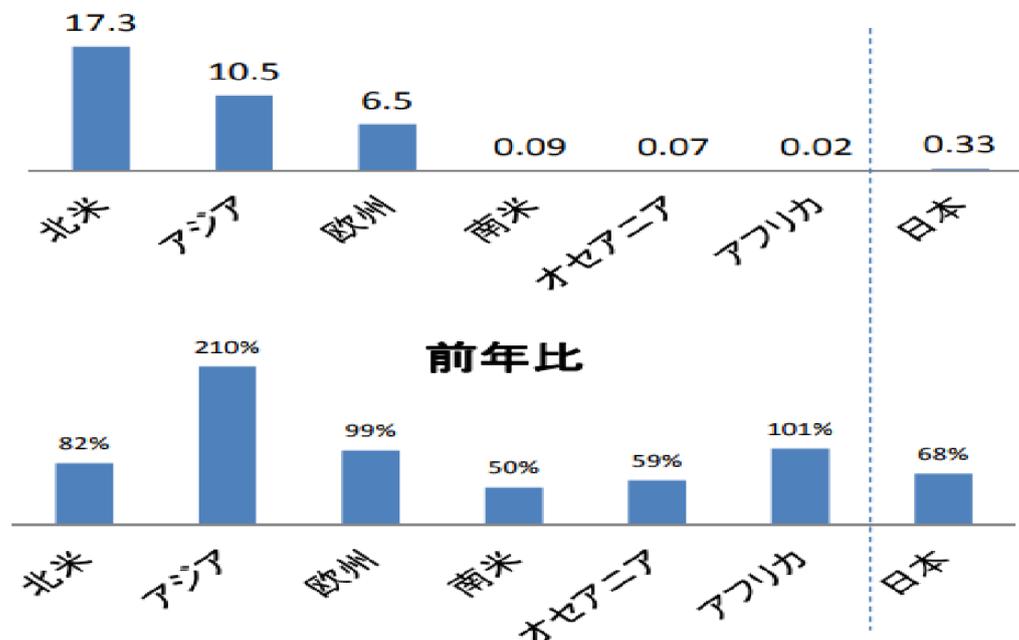
(c)クラウドファンディングの現状

・クラウドファンディング（以下、CF）

CF（crowd funding）とは、定まった定義はないが、一般に『「群衆（crowd）」からの「資金調達（funding）」の語を用いた造語であり、資金を募集する人、プロジェクトや企業に対して、主としてインターネット上の資金調達サイト（プラットフォーム）を通じて、幅広く不特定多数の個人が応募し、小口の資金が流れる仕組み⁶』のことである。CFを行うことによって個々の出資額は少額でも、不特定多数の人々から出資を募ることで、資金の調達ができる。世界的に見ると近年CFの市場規模は急拡大している。

⁶ クラファンネット HP より参照

図表 2-8 世界各地域のクラウドファンディングの市場規模(2015年 10億ドル)



出所：クラウドファンディングに係る規制改革要望

5

CFは一般的に5つの種類に分類される。

- ① 寄付型は、資金提供者の善意に依存し、資金提供の見返りを求めない。つまり金銭的リターンが無い。
- ② 購入型は、資金提供者は対価として何らかの財・サービスを受ける。
- 10 ③ 株式型は、資金提供者に株式を発行し、収益から配当を行う。
- ④ ファンド型は、少額の資金提供者の資金を集めた管理者が間接的に投資をする。
- ⑤ 資金提供者に元本の返済義務が生じる。

15 企業は、①～⑤の中から資金調達目的や企業の扱う商品やサービス、事業モデルによって使い分けることができる。

米国調査会社の massolution 社が公表している世界の CF 市場の規模は、2015年で 340 億ドル、うち貸付型は 250 億ドル、購入型及び寄付型 55 億ドル、株式型は 25 億ドルとなっている。国内の CF 市場は、約 360 億円となっている。

CFは、不特定多数の人々が参加できる仕組みであるため、CF市場をより発達させることが出来れば、シード期のベンチャー企業に強力な資金調達手段になり、新製品のプロトタイプ開発費やマーケティングへの利用が期待できる。しかし、CFは、日本、米国ともに投資家保護などの問題から、運用会社

5 に対する規制面でのハードルが高いことや、非上場株式の流動性の低いことなどの様々な問題がある。また、CFを行う上で注意すべき点は、資金調達が実施される期間が、ベンチャーキャピタルなどの約1か月で融資実行されるのに対して、長いという点である。このため、CFを受ける際には、融資が実行される期間も含めてプロジェクトを計画することが必要である。

10 CFは、2014年の金融商品取引法による投資型CFの利用促進以降、非上場企業の負担が大幅に軽減され、利用しやすいものとなりつつある。またこの改正による緩和を利用した詐欺などに悪用されることが無いよう、「ネットを通じた適切な情報提供」や「ベンチャー企業の事業内容のチェック」が義務づけられるなど、投資者保護のためのルールが整備されている。しかし近年、

15 募集時に提供された資金使途や貸付先数等に関する情報が異なっていたなどで、仲介業者に対する行政処分がなされたことなどから、投資家保護に不安が残る点は問題である。

以上のことから、CFは、現状ではあまり魅力的な資金調達手段ではないが、どの成長段階でも利用できるメリットと、CFを利用する上での問題点を

20 クリアすることが出来れば、今後のベンチャー企業や中小企業にとっての有力な資金調達手段となる可能性がある。

第二節.アーリー期

アーリー期とは「製品開発および初期のマーケティング、製造および販売活動に向けた企業⁷」の段階である。この段階では、会社として始まったばかりであり、商品やサービスの販売を開始したものの売り上げは計上されていない状態である。会社としての活動を始めているアーリー期は、商品の認知度の向上や生産・事業拡大のための設備投資が重要になってくる。そのため、アーリー

⁷ VEC(2017)ベンチャー白書 2017年(ベンチャーニュース特別版)より参照

一期では新たな資金の提供先を探す必要がある。そこでこの節ではアーリー期の現状・課題を述べる。

(a)アーリー期の現状

5 アーリー期におけるベンチャー企業の資金調達方法は、シード期から引き継いで 3F からの調達が主となっている。しかし、事業を本格化していく中で、3F からの出資のみでは会社の拡大は不可能である。したがって、この段階では外部の金融機関からの資金提供を目指す。外部からの資金の調達方法は主に 2 種類ある。

10 (1)直接金融

 ・ベンチャーキャピタル(以下 VC)

 VC とは、ベンチャー企業を対象に投資を行う会社である。ベンチャー企業は先行きが不透明であり、投資先としてリスクが高い。VC は高いリターンを求めて将来性のある事業を行うベンチャー企業に対して早期に投資を行う。ベンチャー企業にとって VC による最初期の投資は、投資の額が大きく会社の資金の大部分のシェアを占める。VC の援助を受けたベンチャー企業は、設備投資や生産拡大、広告活動など幅広い活動が可能となる。しかし、会社によっては企業の方針に深く干渉する VC が存在する。また、ベンチャーの貸付には期限が設けられている。資金の提供を受けられるものの返済の義務も付随するため、エンジェル投資家による出資とは違い、会社の自由が制限される可能性がある。

図表 2-9 VC 出資の有無による有効回答企業数内訳

	社数
VC 出資あり	86 社
VC 出資なし	120 社
計	206 社

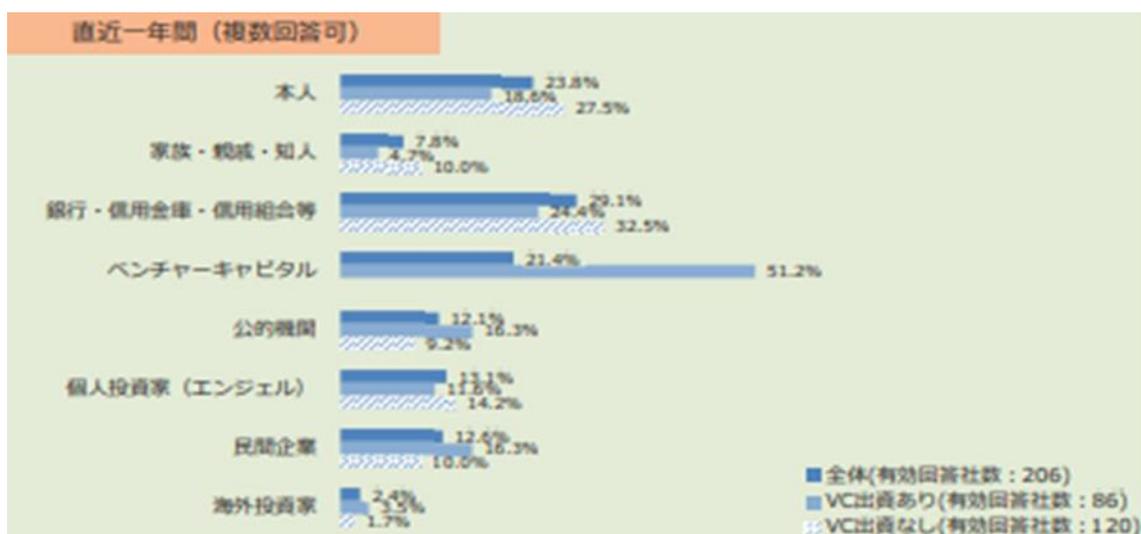
25 出所：VEC(2017)ベンチャー白書 2017 年(ベンチャーニュース特別版)より引用

(2)間接金融

・銀行

銀行は不特定多数の預金者から集めた資金を活用し、企業へ融資をすることによって得られる金利を得ることを主業務としている。銀行への融資を希望しているベンチャー企業は VC の融資を受けていない企業を中心に需要が存在している⁸（図 2-10）。

図表 2-10 直近 1 年間の資金調達元の件数比率



- 10 出所：VEC(2017)ベンチャー白書 2017 年(ベンチャーニュース特別版)より引用

しかし、銀行は融資に関して厳しい審査を設けており、実績の少ないアーリー期の企業に対しては貸し倒れの可能性が高いため貸し出しを渋る傾向がある。

- 15 ・信用金庫

信用金庫は信用金庫法を根拠に「国民大衆のために金融の円滑を図り、その貯蓄の増強に資する」組織である。資金の規模は銀行ほど大きくない。しかし、信用金庫は中小規模事業者を対象とした融資を行っており銀行よりも細かい金額の融資を受けやすい。

⁸ VEC(2017)ベンチャー白書 2017 年(ベンチャーニュース特別版)より参照

(b)アーリー期の課題

アーリー期の課題としては、キャッシュフローがマイナスであることが多く、金融機関の審査を通過するのが厳しいということが挙げられる。この段階で VC や銀行の出資を受けていない企業は、事業が拡大できず倒産する恐れがある。ベンチャー企業は常に事業を拡大して会社を大きくすることが重要である。また、VC から資金の提供を受けている企業もファンドの期限が 10 年以内であり、EXIT など一定のゴールまでの時間制限が定められているので、どちらの場合も常に会社を拡大していくことが求められる。

10 第三節. エクспанション期

エクспанション期は、ベンチャー企業の成長段階を 4 つに分類した際の第 3 段階に相当する。エクспанション期の定義は、「生産および出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業⁹」である。事業展開を本格的に進めていく時期だが、事業全体は赤字か低収益の場合が多い。事業拡大にむけ、販路拡大や人材確保、商品開発のための迅速かつ多額の資金調達が要求される。エクспанション期における資金調達方法は大きく分けて、銀行からの融資、VC からの投資、日本政策金融公庫の融資、動産・売掛金担保融資制度 (ABL)、知的財産担保融資、トランザクションレンディングといったものがある。それぞれの概要を以下に述べる。

20

(a) エクспанション期の現状

銀行はベンチャー企業への融資に慎重である。これはベンチャー企業の持つ収益性について判断が難しく、貸し倒れのリスクが高いと判断されることが原因だと考えられる。エクспанション期では事業が本格化しており、銀行からの融資を受けられる可能性があるが、十分な経営実績がない場合では、銀行から融資を得るのが難しい。

銀行や証券会社、その他金融機関を母体とする金融機関系 VC は、日本の VC のなかでは最も数が多いとされる。特徴として、アーリー期よりも IPO に近く

⁹ VEC(2017)ベンチャー白書 2017 年(ベンチャーニュース特別版)より参照

なってきた段階での投資が多いこと、金融関連以外の投資先の場合には事業のシナジーが低いので、純投資を目的とすること、特定の業種ではなく、幅広い業種に投資を行う場合が多いことが挙げられる。銀行と同様にリスクを避ける傾向があるため、エクспанション期以降でも事業実績があるベンチャー企業
5 に対する投資が多い。

エクспанション期のベンチャー企業が活用しやすい融資として、日本政策金融公庫の融資がある。日本政策金融公庫は政策金融機関で、創業融資に注力している。ベンチャー企業向けの制度として特徴的なのは、「挑戦支援資本強化特例制度（資本性ローン）」である。これは、5年1カ月以上15年以内の返済
10 期間中、毎月支払うのは利息のみで、元本は満期時に一括返済する制度である。借入でありながらも、資本的な役割を果たす効果がある。日本政策金融公庫をうまく活用して事業を軌道に乗せることができれば、民間の金融機関からの融資を受けられる可能性が高まってくる。また、公的な制度を利用することで信用力が高まり、民間金融機関の融資を引き出す効果も期待できる。

近年、動産・債権譲渡特例法の制定等により、不動産、連帯保証人以外の担保手法、動産・債権を含めた企業資産を資金調達に活用する方策として、ABL
15 という融資がある。ABLとは、企業が保有する「在庫」や「売掛金」などを担保とする融資である。日本の融資制度は、担保といえ、不動産あるいは連帯保証人が必要であった。これに対し、ABLでは、不動産、資産を有する保証人
20 はないが、事業内容が優良な企業であれば融資が可能となり、これまで融資を得られなかった企業でも活用することができる。

ベンチャー企業では知的財産担保融資の利用も考えられる。これは特許権や著作権など無形の知的財産を担保とする融資である。これらが担保として認められるためには、知的財産によって継続的に収益が得られると評価される必要
25 がある。そのため売上実績がない知的財産は、担保とはならない。知的財産を扱う個人、企業、特に無形資産の多いベンチャー企業にとっては資金調達が容易になり、金融機関にとっては、不動産や有形財産に加えて、有望な知的財産が融資対象となり、新たな収益源となるメリットがある。一方で、知的財産権の価値を判断できる人が金融機関の内部にはほとんどいないこと、担保に取っ
30 た知的財産権の売却などの処分が容易ではないことなどから、知的財産担保融

資を制度的に行う金融機関は、政府系金融機関や都市銀行の一部などの少数に限られていた。しかし近年では、金融機関外部の「知的財産評価機関」を利用して知的財産の評価を行って、知的財産担保融資を制度的に行う地方金融機関も増えてきている。

- 5 エクспанション期では、事業が本格化し実際に顧客との取引が行われている。この取引の記録データを決算書の代わりに審査対象とする「トランザクションレンディング」という融資がある。ネット通販事業を展開する Amazon では、Amazon マーケットプレイス内に出店している法人販売事業者に対し、売り上げデータを元に審査・融資を行う「Amazon レンディング」という事業を行っている。このサービスでは、申し込みから入金まで初回で5営業日、2回目以降は3営業日と非常に短い期間で借り入れられる。そのため、必要なタイミングでタイムリーに仕入資金などの調達が可能である。融資額は取引実績に応じた上限額を Amazon 側から指定される。こういったサービスは他のネット通販事業でも行われている。楽天では「楽天スーパービジネスローン」という
- 10 楽天市場出店事業者向けの融資サービスを展開している。こちらも楽天市場内での取引実績を元に審査が行われる。しかし、ネット通販への出店事業者向けという範囲の狭さや、返済期限の短さなどからあまり普及していない。

(b) エクспанション期の課題

- 20 エクспанション期では資金調達の選択肢が多岐に渡るが、迅速な資金調達方法としては銀行からの融資が非常に重要である。しかし金融機関にとってベンチャー企業はハイリスクと認識されることが多く、金融機関から融資を受けようとする、決算書に加えて、保証人か不動産の担保が求められる。しかし
- 25 エクспанション期のベンチャー企業では担保として十分な資産を持っていないことが多く、融資を受けられないケースが出てくる。これらの課題を受けて、我々は第三章で「動産・債権を含めた企業資産を活用した融資制度の拡大」を提案する。

第四節. レーター期

- 30 レーター期とは「持続的なキャッシュフローがあり、IPO 直前の企業等」の

段階のことである。この段階では企業の販売する商品が売り上げに計上され、経営状態が比較的安定しているといえる。また、この時期の主な資金の調達方法は、既に受けている金融機関からの融資・投資の継続が主とされている。レーター期はベンチャー企業のゴール「EXIT」をするための準備が整い、実行に移される時期である。

(a) レーター期の現状

前述した EXIT の方法には IPO と M&A の二種類がある。

(1) IPO

10 IPO は株式公開のことであり、証券取引所に自分の会社の株式を上場して、一般の不特定多数の投資家が株式を自由に売買できる状態にすることである。IPO は企業にとって資金を獲得し、認知度を得るメリットがある。しかし、財務状態を公開する義務を負い、株価の変動によって企業の価値が上下するというデメリットもある。

15 近年の動向として、IPO の公募件数は一定数あり、好調を維持している。しかし、資金調達額は減っており、新たな資金の獲得というより、上場により認知度を高めるといった目的が主となっている。そのため、東証一部や東証二部に上場するよりも、審査の基準が緩いマザーズ市場や JQ 市場への上場を目指すベンチャー企業が多い。

20 近年の国内ベンチャーの EXIT の状況としては、マザーズ市場には東証一部への将来に移動することを目的とした企業が集まっている。なぜなら、マザーズ市場に十年在籍することによって、東証二部への移動が簡単になるため、ほかの市場と比較してマザーズ市場を目指すベンチャー企業が多い。

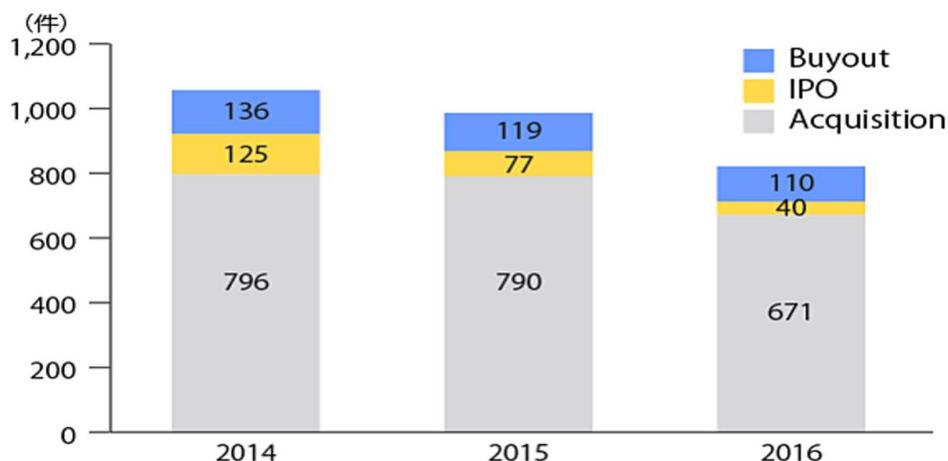
(2) M&A

25 M&A は企業と企業が合併をすることである。ベンチャー企業が行う M&A は、大企業がベンチャー企業の会社・事業を買収する「吸収合併」のことを指す。大企業側としては、伸びる可能性がある事業を自分たちの会社に取り込むことができる。ベンチャー企業としては、経営者等の株主が株式を売却でき、現金を得ることができる。アメリカではこの方法が多く、図表 2-12 のように日本でも年々件数が増えていて、M&A が浸透していることがわかる。しかし、

30

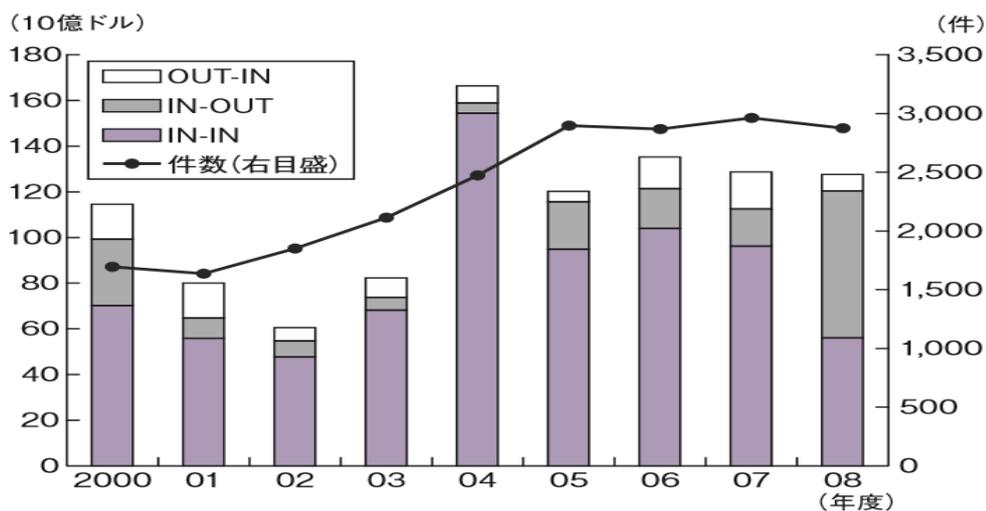
法律の整備など M&A の環境整備はまだ整っていない。

図表 2-11 米国ベンチャー企業の EXIT 状況



5 出所：森（2017）「国内ベンチャーの EXIT 動向を見る」より作成

図表 2-12 日本企業の M&A 推移



出所：みずほリサーチ December (2008)

10

(b) レーター期の課題

レーター期の課題としては、ベンチャー企業が目指す「EXIT」戦略が非常に限られているということが挙げられる。日本の場合、M&A の事例が少なく、IPO の割合が多い。これは、M&A を行う大企業が少ないのが原因である。M

&A を行う経験とノウハウがまだ大企業にないことが理由だと考えられる。

IPO は公募と売り出しがあるが、経営者が所有権を保持するか否かで選択が分かれる。このうち、公募は新たに株を発行することによって資金を調達する方法である。経営権を維持しながら新たな投資家を募ることができるが、シェアが分散されるデメリットもある。

5 売り出しは未公開時に大部分のシェアを保有している大株主の一部の株式を投資家に売却することである。新規の株式を発行するわけではないので、会社の資金調達をするわけではなく、現在株を保有している株主の利益確定に使われている。創業者などが会社を手放す場合も売り出しが行われる。双方にメリット・デメリットが存在するが、マザーズ市場では、売り出しでの上場が不可能である。したがって、マザーズに上場する際には、支配権の分散が免れない。

10 JQ とマザーズとの違いは、上場後のステップアップを推奨しているかどうかにある。JQ には、上場後東証一部への基準を満たしているにもかかわらず、10 年以上存在する企業がある。そのような会社に対して更なる成長を促すため
15 には、環境整備が必要である。

図表 2-13 東京証券取引所のマザーズ市場・JQ市場の上場審査基準

	上場審査の基準		
	マザーズ	スタンダード	グロース
株主数	200人以上		
流通株式時価総額	5億円以上		
純資産	－	2億円以上	正
時価総額	10億円以上	50億円以上	－
利益	－	1億円	－

出所：日本取引所グループ 2015 「新規上場基本情報」より作成

(正は0円以上のことである。)

5

M&Aの件数は増えているが、IPOよりも件数が少ない。ベンチャー市場をさらに活性化させるためには、M&Aをよりスムーズにしていく必要がある。大企業側が、M&Aを行う際、「のれん」の償却が問題となっている。のれんとは、M&Aの際に発生する「買収された企業の時価評価純資産」と「買収価額(取得原価)」との差額である。日本の会計制度では、現在超過・減損に関わらず会計処理が必要となっているが、それがM&Aを困難にしている可能性がある。のれんは無形資産であり、目に見えにくい部分が存在している。明確な基準がないために株主に対して、買収する側の経営者は納得のいく説明が求められる。評価の方法には、DCF法(Discount Cash Flow法)という計算方法が存在する。DCF法は事業の生み出す期待キャッシュフロー全体を割引率で割引いて企業価値を算出する方法である。しかし、DCF法は有効な計算方法であるが、前提条件の設定などに恣意性があり、不動産投資と違い基準が大きくぶれやすく、ベンチャー企業は正確な数値が出しづらい。このように、ベンチャー企業は経営の先行きが不透明な部分が多いため外部の評価が難しく、リスクが大きいことが課題である。

10

15

20

第三章 解決策の提言

本章では、ベンチャー企業の資金調達方法の課題に対する解決策の提言をシード期、アーリー期、エクспанション期、レーター期の四つの成長ステージ別に述べる。

5

第一節.シード期の課題に対する提言

シード期の課題に対する提言としては、エンジェル税制を簡略化し、利用しやすいようにするということや、クラウドファンディングなどの新しいシステムなどの開発、普及を促進するということを挙げる。また、起業家と出資者がマッチングできるようなコミュニティを増やすということも挙げる。

10

シード期は事業が立ち上がっていない状態なので資金調達には限界がある。クラウドファンディングなどを利用するとしても、根本に「稼げる事業かどうか」という前提をクリアしていない場合は、資金を調達するのは難しい。そこで、エンジェル投資家に出会える機会をなるべく増やすために、コミュニティを築くことがシード期の資金調達のポイントになってくると考える。そのため、エンジェル税制の簡略化と、コミュニティを増やすということも提言として挙げる。

15

第二節.アーリー期の課題に対する提言

アーリー期は、会社としてスタートラインに立ったばかりの段階であり、これからの成長スピードによって次の成長段階に進む場合もあれば、会社の運転資金の調達さえままならず、倒産してしまう可能性もある。このように、アーリー期は成長の進路が決まる段階でもある。アーリー期での円滑な資金調達によって、EXIT にたどり着くことができるといっても過言ではない。それを実現させるための方法として、アーリー期の課題に対する提言を二つ挙げる。

25

(a)信用金庫・商工会議所・日本政策金融公庫(JFC)による融資

この2つの金融機関は、銀行と比較して貸し付けの金額は低いものの、審査の基準が低いいため資金を獲得できる可能性が高い。例として無担保・無保証人

で借入を受けることができる¹⁰ということや、金利が低く、満期までの期間が長く設定されるということがあげられる。これらの資金提供を得ることができれば、長期の運転資金にすることができ、安定した成長を望める。

5 (b)早期 EXIT

- 後述のエクспанション期・レーター期のような黒字を計上できる状態まで安定した成長をできるのはごく一部の企業のみである。たとえ、魅力的な技術や人材がいたとしてもそこまで成長できるとは限らない。早期 EXIT は、このような段階を省略して企業が急成長を遂げることを指し、その企業をスタートアップ企業¹¹という。スタートアップ企業とは短期間での EXIT を目的としている企業でベンチャー企業の一部である。EXIT を達成するには IPO か M&A をすることが必要である。しかし、IPO には企業価値や売上金額などに条件があるため、何も実績のないスタートアップ期ではほぼ不可能である。しかし、M&A により大企業へ株式を売却することは可能である。
- 15 早期 EXIT を実現させるためにはいくつかの前提条件が必要である。1 つは、魅力的な新技術やシステムを所有していることや、その会社独自の新技術が存在し、その将来性と成長性が十分に認められていることである。2 つめは会社自身が短期間での EXIT を目的に、必要最低限の人員で構成されていることである。この 2 つの条件に加えて、VC やエンジェル投資家から資金の提供を受けていることもほぼ必須である。
- 20

第三節. エクспанション期の課題に対する提言

- エクспанション期では売上の増加に伴い、必要運転資金が増大する。そのため企業は短時間で多額の資金調達を行うことが重要である。そこで銀行や信用金庫などの民間金融機関による融資や公的支援を安定的に利用できる環境が必要となってくる。しかし、小規模なベンチャー企業では民間金融機関から収益性を評価されることが難しい。
- 25

そこでエクспанション期の課題に対する提言として、ベンチャー企業には、

¹⁰ JFC 日本政策金融公庫 2018 より参照

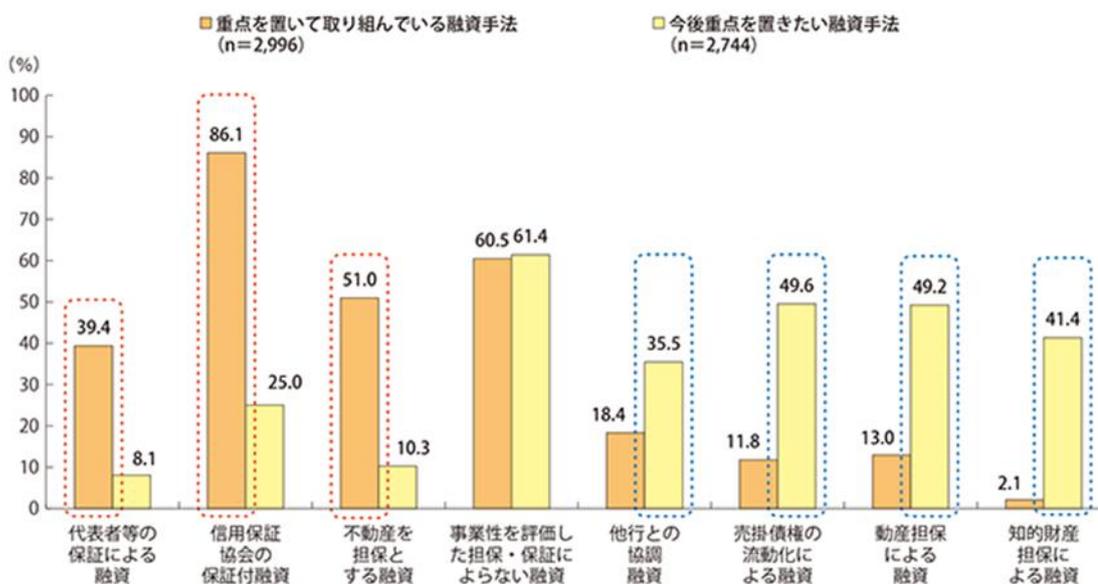
¹¹ iFinance 2018 より参照

不動産、連帯保証人以外の担保手法として、動産・債権を含めた企業資産を資金調達に活用できる環境を整備する必要がある。ここでは、先に挙げた ABL について述べる。

5 これまでは、会社が金融機関などから借入する際、会社や社長など個人の不動産に担保権を設定するか、社長などが保証人となるケースが多かったが、ABL では在庫などの動産や売掛金といった債権を担保にして融資を受けることができる。

10 図表 3-1 は、2015 年に実施された、金融機関が現在重視している融資手法と、今後重点を置きたい融資手法についての調査である。これによれば、今後重点を置きたい融資手法として、動産担保による融資が注目されていることがわかる。しかし、2015 年時点で実際に動産担保による融資を行っている金融機関は 13.0%と少ない。

15 図表 3-1 金融機関が現在重視している融資手法と、今後重点を置きたい融資手法



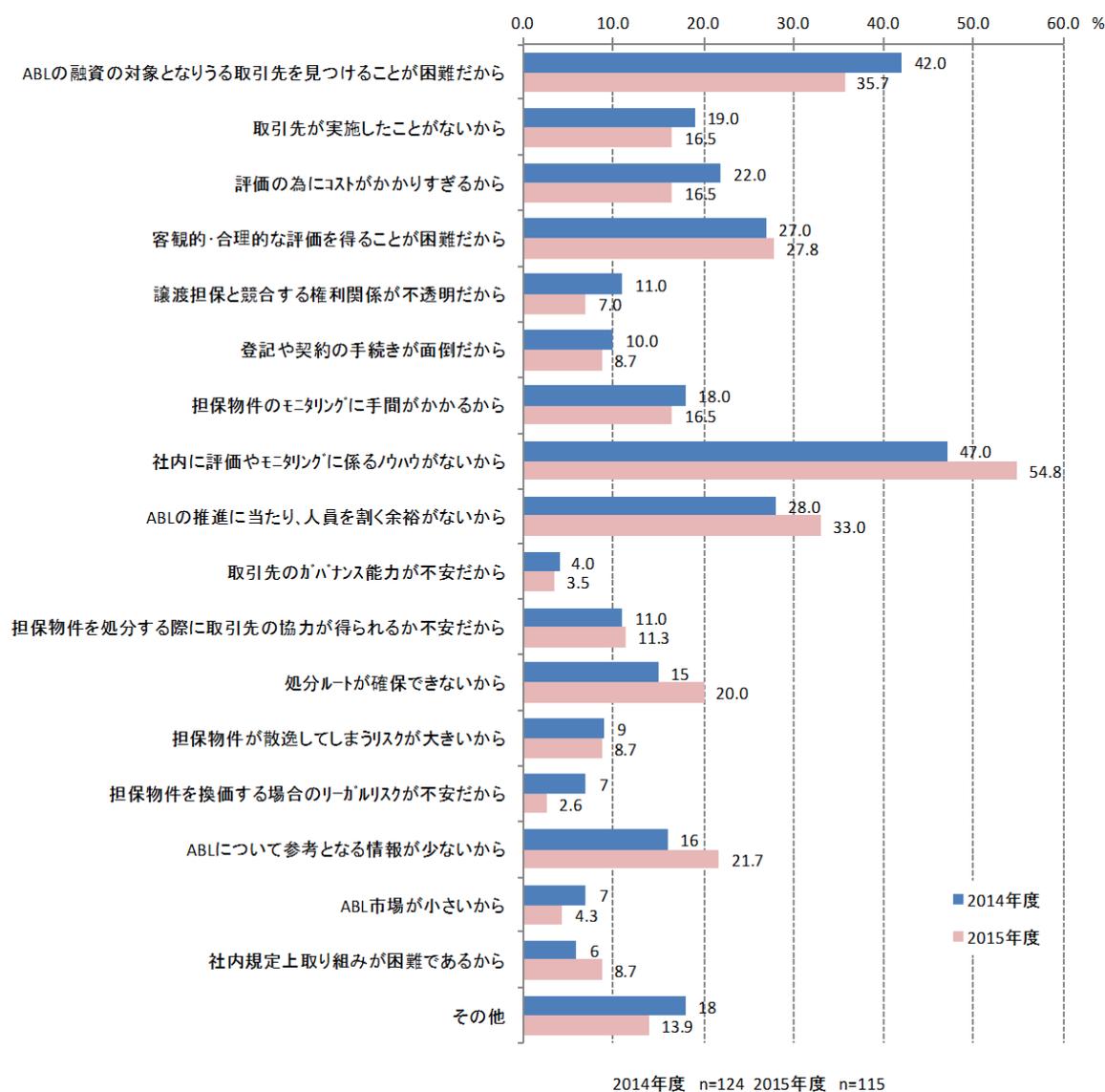
出所：中小企業庁 2016年 「中小企業白書」

20 図表 3-2 はなぜ ABL を利用しないのか質問を金融機関にしたときのアンケート結果である。一番多かった理由は「社内に評価やモニタリングに係るノウハ

ウがないから」(54.8%)、続いて「ABL の融資対象となりうる取引先を見つけることが困難だから」(35.7%)、「ABL の推進にあたり、人員を割く余裕がないから」(33.0%) とあった。ここから ABL の普及への課題として、変動する動産担保の価値評価、管理を行う能力を金融機関が持っていないことが大きいことがわかる。

5

図表 3-2 ABL 取組を予定していない、もしくは縮小する方針をとる理由



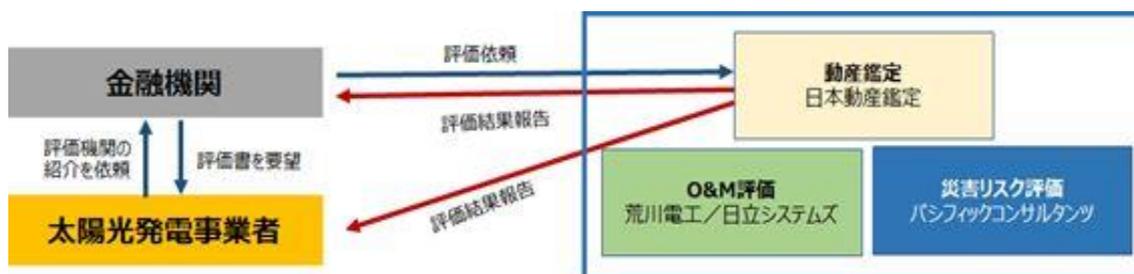
出所：帝国データバンク 2017年「ABLの課題に関する実態調査」

- 5 そこで、担保の評価や処分方法について統一的・標準的なガイドラインを確立すること、また担保の管理を行う第三者機関を設置することが ABL 普及に有効であると考えられる。米国では専門の調査会社(フィールドイグザミナー)にモニタリングを委託するケースがある。日本でも、一部でモニタリングを外部委

託するケースが見られている¹²。

日本で動産評価鑑定、及び担保管理を委託できる機関としては、NPO 法人「日本動産鑑定」が挙げられる。ここでは以下に挙げるように担保管理に関する様々な業務を行っている。在庫品および商品につき流通価格と処分価格を算出し、評価時点での価値を鑑定する「動産評価鑑定業務」。処分市場のネットワークを構築し動産担保として取得した商品等、動産の処分を手伝う「買い取り処分窓口業務」。動産（在庫商品）のシステム管理機能を活用して、日本動産鑑定が開発したビジネスモデルにより評価をした在庫商品につき、金融機関（保険会社）と在庫商品を提供した債務者および在庫商品を管理する営業倉庫会社との間でデータ管理体制を構築し、モニタリングを行う「管理業務」。金融機関の担当者に、動産評価のポイント講座を行う「鑑定者育成業務」。近年では、パシフィックコンサルタンツ株式会社、荒川電工株式会社および株式会社日立システムズと協働し、再生可能エネルギー事業において動産鑑定・発電リスク評価・災害リスク評価の3つを用いた事業性評価を行う「再生可能エネルギー発電事業の事業性評価サービス」を行っている（図3参照）。

図表 3-3 再生可能エネルギー発電事業の事業性評価サービス



出所：パシフィックコンサルタンツ株式会社 2017年 「日本初！動産鑑定による事業性評価サービス提供をスタート」

ABL普及を目指す上では、政府の支援などによって日本動産鑑定が行っているような事業を更に拡大させる事が重要であると考えられる。また、動産・債権を担保に提供することは商慣習として定着していないため、借り手と貸し手双方

¹² 日本銀行金融機構局 「リスク管理と金融機関経営に関する調査論文」 参照

に抵抗感がある。そこで、このような新しい考え方を積極的に浸透させていく必要がある。

第四節. レーター期の課題に対する提言

5 レーター期の課題に対する提言としては、JQ に存在し続ける企業のために、JQ 市場の中に新たな枠組みを用意して、JQ 市場を三部構成にすることを提言したい。JQ 市場にとどまる大規模企業の傾向として、シェアの分散を望まない経営者が、流通株式の制限がない JQ 市場に存在し続ける場合がある。流通株式数の比率などの基準は現状のままとし、さらに上のステージを設けることで
10 知名度や信頼を高めることが可能になると考える。

 具体的には、JQ のグロース市場をマザーズ市場へ移し、成長が見込まれる企業全体をマザーズ市場へ集合させる。残ったスタンダード市場は、より幅広い中小企業を取り込むことを目的とした市場へと変わることを目指せばいいと思う。現在、ベンチャーの大半は IT 企業に偏っており、その他の業種の上場数は
15 多くない。スタンダード市場は、業種ごとに細かく審査条件を設定して、今まで上場が難しかった業種を集める市場へと変化することが望ましいと考える。

 マザーズ市場は東証一部への移動を目的としている企業が多く上場するため、上場後も成長の見込みのある会社に関心がある投資家を多く取り込むことに課題があると思う。マザーズ市場の企業は東証一部と比較して安定性に欠けており、
20 リスクが大きいといえる。マザーズ市場の銘柄はリスクが大きいために、そのような株を扱う証券会社に対して通常よりも優遇された手数料とすることを促し、マザーズ市場への取引を積極的にすることが重要である。例としては、マザーズ市場を通した株を取引する際、その株にかかる手数料や税金を優遇する。その後、会社の株がある一定の水準よりも値上がりした場合や東証一部などへ移動した場合には、一定の金額を東証へ支払う措置をとるなどで取引を促
25 すことが考えられる。

 M&A は、ベンチャー企業の企業価値が売却益へとつながるためできるだけ企業価値を高める事が重要である。その一つの方法として、劣後債の利用があげられる。劣後債は通常の社債よりも返済する優先順位が後となっている。通常の社債よりも償還されるのが後回しにされるため倒産時には回収不可能とな
30

る可能性が高い。その代わり、高いリターンを求めることができる。また、劣後債の一部は資本として計上することができるので企業の財務状態をよく見せることも可能である。

- 5 また、優先株式の利用も考えられる。優先株式は、通常の株式より優先的に余剰資金(配当金)を受け取ることが可能である。一方、優先株式は、株式総会の議決権がないことや、余剰資金が配当に達していない場合に翌年度に不足分を受け取る権利(累積権)も失うこともある。これらのルールは、株式の種類によって細かく設定されている。

- 10 劣後債も優先株式も通常の金融商品(シニアファイナンス)よりもリスクの高いメザニンファイナンスに該当する。通常よりも幅広い条件で資金を獲得できるので、ある程度経営が安定しているレター期にとっては利用価値がある方法である。

第四章 中小企業の資金調達方法

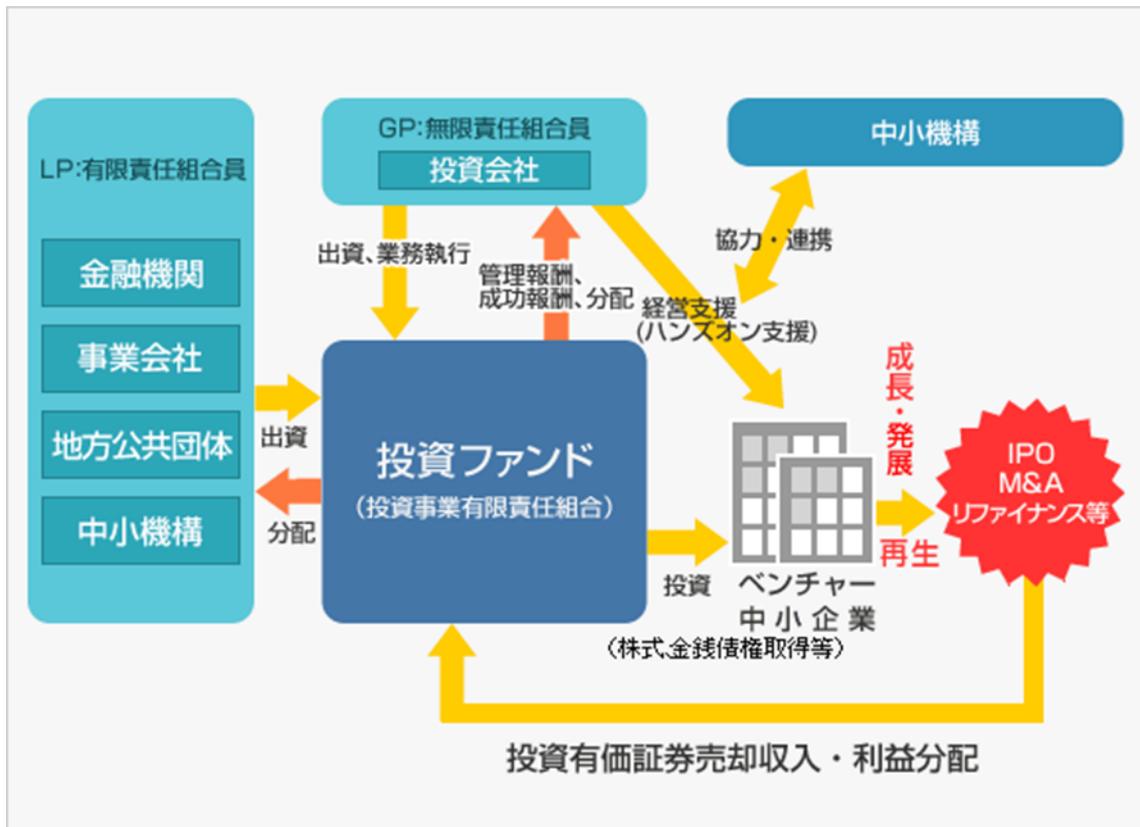
この章では中小企業の資金調達方法について触れる。ここまでベンチャー企業の資金調達方法について述べてきたが、その中には中小企業に対して応用できるものも多い。一例として、投資ファンドについて述べる。

- 5 ファンドとは複数の出資者から資金を募り、その資金を元手に事業への投資を行い、収益を出資者に分配する仕組みのことである。資金を提供する投資家は個人・法人を問わず、また投資先も上場企業の株式や新興市場など多岐に渡る。中でも投資ファンドと呼ばれるのは、企業や事業を買収し、経営再建などのため経営者を送り込むなどして企業の価値を高め、保有株の価値上昇後に売却して利益をあげるファンドのことである。その中で主に株式上場前のベンチャーを対象に資金供給し、株式上場と企業の資産価値向上を目指すのがベンチャーキャピタルである。これと同様に、中小企業を対象に投資する投資ファンドも存在する。

- 15 中小企業向けファンドとして代表的なのは、独立行政法人中小企業基盤整備機構、通称、「中小機構」が出資しているファンドである。中小機構では、中小企業者に対する投資事業を行う民間機関などとともに投資ファンドを組成し、中小企業者への資金調達の円滑化と踏み込んだ経営支援を行う。ファンドの運営（個別企業への投資）は、各投資会社が行う（図表 4-1）。種類としては以下のものが存在する。創業又は成長初期の段階にあるベンチャー・中小企業を支援する「起業支援ファンド」。新事業展開、事業の再編、承継等により新たな成長・発展を目指す中小企業を支援する「中小企業成長支援ファンド」。過剰債務等により経営状況が悪化しているものの、本業には相応の収益力があり、財務リストラや事業再構築により、再生が可能な中小企業を支援する「再生ファンド」。また、中小機構と都道府県などが組成したファンドの運用益を原資とした
- 20 助成金によって、地域コミュニティへの貢献度が高い新事業への取り組み、地域の工芸・特産品・観光資源を活用した新事業開発などを支援する「地域中小企業応援ファンド」といったものもある（図表 4-2）。

以上のように中小企業でもベンチャー企業と同じような手法を使った資金調達が可能である。

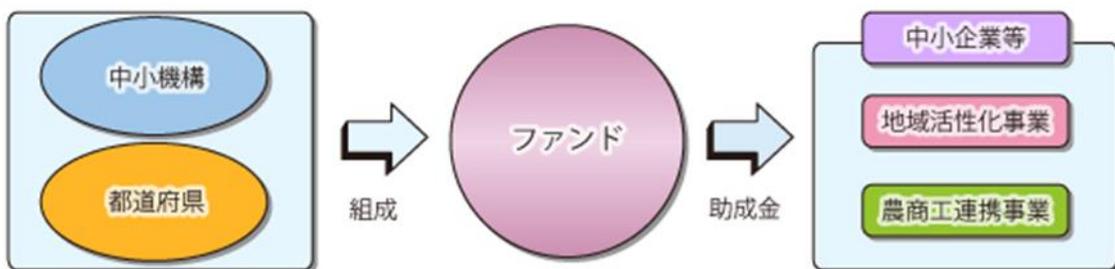
図表 4-1 中小機構の投資ファンド



出所： 中小機構 「ファンド出資」

5

図表 4-2 地域中小応援ファンド



出所： 中小機構 「地域中小企業応援ファンド（助成金）」

終章

本稿において私達はベンチャー企業の資金調達方法の現状と課題を4つのステージごとに説明し、それぞれの課題に対して提言をおこなった。

- 5 シード期ではお金を貸してくれる場所がなく、エンジェル投資家の数が少ないという課題があり、それに対してエンジェル税制の簡易化とコミュニティの拡大を提言した。

アーリー期では金融機関の審査を通過するのが難しいという課題があり、それに対して信用金庫・商工会議所・日本政策金融公庫による融資や、早期EXITという方法を提言した。

- 10 エクспанション期では担保としての十分な資産が足りず、融資を受けられないという課題があり、それに対して不動産・債権を含めた企業資産を資金調達に活用できる環境を整備するという方法を提言した。

- 15 レーター期ではEXIT戦略が限られるという課題があり、それに対してJQに存在し続ける企業のために、JQ市場の中に新たな枠組みを用意して、JQ市場を三部構成にするということを提言した。

また、中小企業の資金調達方法として、投資ファンドについて触れた。今後の中小企業、ベンチャー企業の発展を期待して、本稿の結びとする。

参考文献

【参考 URL】

Amazon ホームページ

5 <https://www.amazon.co.jp/gp/press/pr/20140220>

(2018年10月10日アクセス)

行政書士法人 WITHNESS ホームページ

<https://www.w-e-uc.com/> (2018年10月16日アクセス)

金融商品取引法等の一部を改正する法律(平成26年法律第44号)に係る説

10 明資料

<https://www.fsa.go.jp/common/diet/186/01/setsumei.pdf>

金融庁ホームページ

<https://www.fsa.go.jp/news/24/ginkou/20130205-1.html>

(2018年10月10日アクセス)

15 クラウドファンディングに係る規制改革要望

<http://www8.cao.go.jp/kisei->

[kaikaku/suishin/meeting/wg/toushi/20180227/180227toushi05.pdf](http://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/meeting/wg/toushi/20180227/180227toushi05.pdf)

CROWDPORT NEWS

<https://www.crowdport.jp/news/5132/> (2018年10月25日アクセス)

20

クラファン NET

<http://クラウドファンディング比較.net/cf-kisochisiki/>

(2018年10月25日アクセス)

経済産業省ホームページ

25 <http://www.meti.go.jp/press/2015/07/20150701010/20150701010.html>

(2018年10月10日アクセス)

資金調達プロ

<https://shikin-pro.com/guide/113>

30

- JPX 日本取引所グループ ホームページ
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/01.html>
(2018年10月25日アクセス)
- JPX 日本取引所グループ ホームページ
5 <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/02.html>
(2018年10月25日アクセス)
- 全国信用保証協会連合会 ホームページ
<http://www.zensinhoren.or.jp/guarantee-system/index.html>
(2018年10月25日アクセス)
- 10 中小企業庁 2016年 「中小企業白書」
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/h28/html/b2_5_2_3.html (2018年10月16日アクセス)
中小企業白書(2014年版)
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/07Hakusyo_part3_chap2_web.pdf
- 15 2018年版 中小企業白書・小規模企業白書 概要
file:///C:/Users//AppData/Local/Microsoft/Windows/INetCache/IE/MWO43F0P/h30_pdf_mokujityuuGaiyou.pdf
- 帝国データバンク 2017年「ABLの課題に関する実態調査」
20 http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL/12.pdf (2018年10月16日アクセス)
- 日本銀行金融機構局 2012年「リスク管理と金融機関経営に関する調査論文」
https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120629a.pdf
(2018年10月24日アクセス)
- 25 日本政策金融公庫ホームページ
<https://www.jfc.go.jp/> (2018年10月10日アクセス)
- 日本弁理士会 東海支部
http://www.jpaa-tokai.jp/activities/media/detail_510_1.html
(2018年10月23日アクセス)
- 30 Financial Solutions

<http://fis.nri.co.jp/ja->

[JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2017/11/201711_3.html](http://fis.nri.co.jp/publication/kinyu_itf/backnumber/2017/11/201711_3.html)

(2018年10月25日アクセス)

VEC(2017)「ベンチャー白書 2017年(ベンチャーニュース特別版)」

- 5 http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2017_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_01.pdf

みずほ総合研究所ホームページ

<https://www.mizuho-ri.co.jp/index.html> (2018年10月25日アクセス)

みずほリサーチ December 2008「日本企業のM&A動向」

- 10 <https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r081201enterprise.pdf>

三菱UFJ信託銀行「クラウドファンディングとその特性」

https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201509_1.pdf

楽天カードホームページ

- 15 <https://www.rakuten-card.co.jp/bizloan/> (2018年10月10日アクセス)

りそな Collaborare『銀行の「融資審査」で準備しておきたいこと』

<https://resonacollaborare.com/finance/17092902/>

(2018年10月24日アクセス)

20

【参考文献】

野中(2002)「イノベーションとベンチャー企業」

松田(2014)「ベンチャー企業〈第四版〉」

25