

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」

平成30年度 証券ゼミナール大会

関西学院大学 岡村ゼミナール

C班

目次

はじめに	3
第Ⅰ章 中小・ベンチャー企業と資金調達	4
第1節 中小企業について	4
第1項 中小企業の定義.....	4
第2項 中小企業の社会的役割.....	4
第3項 中小企業の資金調達における特徴	5
第4項 中小企業の資金調達の望ましい在り方.....	6
第2節 ベンチャー企業について	6
第1項 ベンチャー企業の定義.....	6
第2項 ベンチャー企業の社会的役割.....	6
第3項 ベンチャー企業の資金調達における特徴	7
第4項 ベンチャー企業の資金調達の望ましい在り方	8
第3節 現状分析における企業の切り口	8
第1項 規模の切り口	8
第2項 成長段階の切り口.....	8
第Ⅱ章 中小企業の資金調達の現状と課題	9
第1節 直接金融による資金調達	9
第1項 株式.....	9
第2項 社債.....	10
第2節 間接金融による資金調達	10
第1項 小規模企業とトランザクションバンキング	11
第2項 小規模企業とリレーションシップバンキング	13
第3節 間接金融におけるリスク管理	16
第1項 信用保証制度	16
第2項 ABL	18
第3項 CLO	19
第4節 公的金融機関の活用.....	21
第1項 政府系金融機関.....	21
第2項 補助金・助成金	22
第5節 中小企業の今後の課題.....	23
第Ⅲ章 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題	23
第1節 シード期.....	24
第1項 シード期におけるベンチャー企業の特徴	24
第2項 シード期の資金調達における現状と課題	24

第2節	アーリー期	30
第1項	アーリー期におけるベンチャー企業の特徴	30
第2項	アーリー期における資金調達の現状と課題	31
第3節	エクспанション期	34
第1項	エクспанション期におけるベンチャー企業の特徴	34
第4節	レーター期	35
第1項	レーター期におけるベンチャー企業の特徴	35
第2項	レーター期における出口戦略	36
第5節	ベンチャー企業の今後の課題	38
第IV章	中小企業の今後に向けた方策	39
第1節	クラウド会計の導入	39
第1項	方策の概要	39
第2項	方策による効果	39
第2節	事業性を評価した融資の推奨	40
第1項	方策の概要	40
第1項	方策による効果	41
第3節	ABLの促進	41
第1項	方策の内容①	41
第2項	方策による効果①	42
第3項	方策の内容②	43
第4項	方策による効果②	44
第4節	CL0の促進	45
第1項	方策の内容	45
第2項	方策による効果	45
第V章	ベンチャー企業の今後に向けた方策	45
第1節	投資家ネットワークの構築	45
第1項	方策の概要	45
第2項	方策による効果	47
第2節	事業会社型PEファンドの設立	48
第1項	方策の内容	48
第2項	方策による効果	49
終わりに		52
参考URL		53
参考文献		55

はじめに

近年の日本経済は、アベノミクスによる金融政策や、2020年の東京オリンピックに向けたインフラ整備の進展により、1990年代のバブル崩壊以降から続く「失われた20年」というデフレからの脱却の兆しをみせている。しかしその一

5 方で、少子高齢化や地方の財政難や開業率の低下等の、日本経済の成長を抑制する可能性のある課題に直面している。このような状況下において、日本経済が持続的な発展を遂げるためには、日本企業の大部分を占める中小・ベンチャー企業が更なる成長を目指し、生産性を向上させることが必要不可欠となる。

10 現在、日本政府は「日本再興戦略」で開廃業率を英米並みの水準とすることや黒字企業の増加を目標とし、雇用の創出や競争の担い手である中小・ベンチャー企業の設立や成長を促進する施策を行っている。安倍首相は米国での講演で「ベンチャー精神あふれる起業大国を目指す」と発言し、事業会社によるコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)設立の動きも活性化するなど、第4次ベンチャーブームの様相を呈している。

15 このように日本経済において重要な役割を担う中小・ベンチャー企業が成長を目指す上で、「資金調達」が最も重要な課題として挙げられており、日本はこれまで資金調達に関する様々な支援が行われている。しかし、全ての企業が資金調達を円滑に行えているわけではない。企業の規模、性質、成長段階等に応じて課題は異なっており、それぞれの企業に適した資金供給ルートの確保が望まれる。また、資金を一方向的に供給させるだけでなく、ベンチャーエコシステムの構築等を通じて循環させる環境が求められる。

25 そこで本稿では、第I章においてまず中小・ベンチャー企業の現状分析を行う上で定義と役割、企業の切り口について述べる。次に第II章、III章では中小・ベンチャー企業をそれぞれ規模別・成長段階別に分類し、現状分析を行い課題を述べる。最後に第IV章、V章では、それらの課題を改善するために今後の中小企業、ベンチャー企業の望ましい資金調達のあり方について提言する。

第 I 章 中小・ベンチャー企業と資金調達

本章では日本における中小・ベンチャー企業の概観と、本稿での現状分析における企業の切り口について述べる。

5 第 1 節 中小企業について

第 1 項 中小企業の定義

中小企業の定義は主旨文に則り、中小企業基本法の定義を採用する。中小企業は資本金の額または出資の総額と、従業員数によって区分され、さらに 4 つの業種に分けられる（図表 1）。

10

図表 1 中小・小規模企業者の範囲

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
	資本金の額又は出資の 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、その他の業種(②～④を除く)	3 億円以下	300 人以下	20 人以下
① 卸売業	1 億円以下	100 人以下	5 人以下
② サービス業	5,000 万円以下	100 人以下	5 人以下
③ 小売業	5,000 万円以下	50 人以下	5 人以下

(出典：中小企業庁 HP「中小企業の定義について」より作成)

第 2 項 中小企業の社会的役割

15 中小企業は日本国内全企業数の 99.7%を占めており、日本経済に大きな影響を及ぼす¹。ここで、日本経済における中小企業の社会的役割について確認する。

① 市場競争の担い手

20 前述したとおり、日本における全企業の大半を占める多様な中小企業が、市場の圧倒的多数を占めるプレイヤーとして新たな市場を創造し、市場競争の活性化を促す。

② 地域経済発展の担い手

¹ 中小企業庁 HP「中小企業・小規模事業者の数等（2014年7月時点）の集計結果」参照。

特定の製品や業種に特化した企業が集積している地域、いわゆる地場産業により中小企業の利益は地域経済に還元される。中小企業は地方財政への寄与や雇用機会の提供により、地域経済活性化の牽引力となることが求められる。

- 5 大企業はその多くが都市部に集中する中、相対的に地域における中小企業の存在感は大きい²。日本経済、とりわけ地域経済活性化のためには、中小企業の資金調達環境を整え、生産性や競争力の強化が必要である。

第3項 中小企業の資金調達における特徴

- 10 中小企業は、銀行融資等の間接金融に依存した資金調達構造である³。負債契約に基づく融資は返済が必要であり、予め決められた期日までに返済できるよう、キャッシュフローの管理が重要となる。しかし、中小企業は大企業と比較して「情報の非対称性」「信用力の不足」といった問題の影響が大きく、貸し手にとって借り手の返済能力の確実性を把握をすることは容易ではない。また「規模の経済」により、中小企業は貸し渋りの対象となりやすい。

① 情報の非対称性

- 銀行融資等の金融取引における情報の非対称性とは、取引対象である貸し手と借り手の間に情報格差がある状態を指す。大企業は会社法上、会計監査が義務付けられており、積極的に情報開示を行う。一方で、中小企業には法律上で情報開示が義務付けられていないため、情報の非対称性が大きく逆選択やモラルハザードといった問題の生じる可能性がある。

② 信用力の不足

- 25 中小企業は、情報の非対称性や資金体力、経営の不安定性により、大企業と比較して信用力は不足している。この信用力の不足を補完するために、担保や信用保証協会の保証等が求められる。

² 中小企業庁（2005）第2部参照。

³ 中小企業庁（2016）p. 275 参照。

③ 規模の経済

融資における主な貸し手である金融機関にとって、融資金額が大きくなるほど融資額1円当たりの情報生産コストが逡減していくと考えられ、規模の経済が存在している。中小企業大企業に比べ融資額が少ないため、規模の経済では不利な状況にある。

第4項 中小企業の資金調達の望ましい在り方

中小企業は日本経済の発展・成長において重要な役割を担うが、中小企業は大企業と比べ厳しい業況判断、資金調達環境にある。中小企業の金融取引において、借り手である中小企業の経営不安定性、さらに貸し手である金融機関の利ザヤの縮小等によって円滑な資金調達が阻害されている。中小企業の主な金融取引相手である地域金融機関が、安定的な健全性を確保し金融仲介機能を十分に発揮することで、中小企業の生産性向上と地域経済の発展が期待される。

第2節 ベンチャー企業について

第1項 ベンチャー企業の定義

ベンチャー企業の定義は主旨文に則り、「創業からあまり時がたっておらず、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」とする。ベンチャー企業は中小企業に分類される。

第2項 ベンチャー企業の社会的役割

ベンチャー企業による創業・起業が活発化することで「成長産業の創出」「イノベーションの創出」の効果が期待され、経済の活性化に寄与する。

① 成長産業の創出

ベンチャー企業は成長産業を創出する可能性をもち、企業の革新的な成長は産業のフロンティアを拓き、日本の経済を率引する産業の中核となる。

② イノベーションの創出

ベンチャー企業はその高い成長志向から独創的な新技術や新製品、新事業を

生み出すイノベーション創出という大きな役割を担っている。グローバル化に伴う海外企業の台頭により、従来の下請け制度に加え、新たな分業体制の形成が求められている。ベンチャー企業は大企業のパートナーとしてオープンイノベーションを促進させ、さらなるイノベーションを生み出すスピードを向上させ、コストとリスクを低減させることが期待されている。

第3項 ベンチャー企業の資金調達における特徴

ベンチャー企業はその企業体質から、中小企業の資金調達における特徴に加え、特有のリスクが存在する。

10

① 不確実性が高い企業

未経験な分野や十分な実績のない分野において事業を新たに展開する企業であるため、一般の企業に比べ事業の失敗や倒産可能性の高い企業である。

15 ② 情報の非対称性が大きい企業

中小企業の資金調達における特徴に加え、若い企業で組織も未熟であるため企業情報が整理された形で発信されにくく、かつ事業実績が乏しいことから、企業や経営者の能力を判断する材料が乏しい。つまり、ベンチャー企業は事業を失敗する可能性が高い上に将来を判断する情報を入手することも困難であるため、資金提供者が判断を行うこと自体が難しい。

20

③ 研究開発への投資割合が大きい企業

独自の製品やサービスを提供するために、多額の研究開発を行うことが多い。結果としてキャッシュフローが負の状態になり、日々の資金収支において支出が収入を上回ることが恒常化している。

25

ベンチャー企業は上記のような課題があるため、キャッシュフローの把握が難しい。しかし、成長スピードの速さや成長志向の高さから将来創出される価値への期待は高く、負債より出資による資金調達が適している。ベンチャー企業に提供される資金はリスクマネーと言われ、ベンチャー企業の成長に必要な不

30

可欠である。しかし、現状日本は「リスクマネー後進国」と言われ⁴、成長力強化に向けた民間によるリスクマネー供給の強化が指摘されている⁵。

第4項 ベンチャー企業の資金調達の望ましい在り方

5 日本では新たな事業や産業を担うベンチャー企業の創出と育成を図ると同時に、市場の変化に適応できず非効率となっている事業や産業の退出の必要性が強調されてきた。だが、依然として開業率・廃業率ともに他国に比べて低い水準であり、産業の新陳代謝が活発に行われてきたとはいえない⁶。新陳代謝を活発にするための方策として、例えばわが国においても、米国のシリコンバレーのようなベンチャーエコシステムの形成が考えられる。

10 ベンチャーエコシステムとは、「起業家、既存企業、大学、研究機関、金融機関、公的機関等の構成主体が共存共栄し、企業の創出、成長、成熟、再生の過程が循環する仕組み」である⁷。現在の単発の資金支援だけでなく、ベンチャー企業の創出から自立までの切れ目のない継続的・循環的なシステムをいかに作り上げていくか、その過程で各主体がどのように関わっていくべきかを検討すべきである。

第3節 現状分析における企業の切り口

第1項 規模の切り口

20 同じ中小企業の中でも、その数の多さから企業の背景や抱える課題は様々である。企業規模が小さくなるにつれ、前述した情報の非対称性等の問題の影響は大きい。本稿では中小企業基本法に基づき企業を従業員規模に応じて分類し、第II章において現状分析を行う。

25 第2項 成長段階の切り口

企業によって成長スピードは異なるが、その中でも最も成長志向が高いのがベンチャー企業である。ベンチャー企業は成長段階ごとにシード期・アーリー

⁴ 経済産業省（2018）p.1 参照。

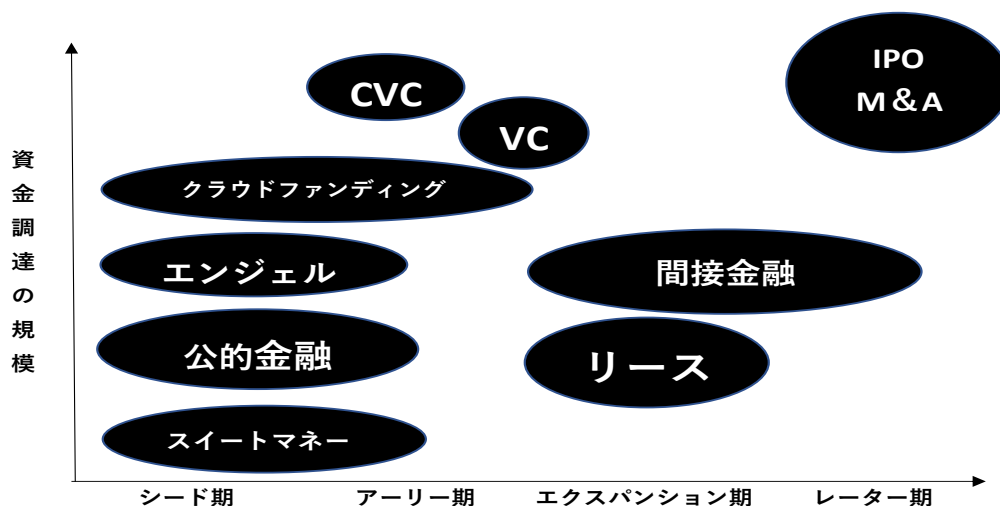
⁵ 日本経済再生本部（2018）p.124 参照。

⁶ 中小企業庁（2018b）p.33 参照。

⁷ 日本経済再生本部決定（2016）p.6 より引用

期・エクспанション期・レーター期の4段階に分類でき、各段階によって必要な資金額や企業の状況が異なる(図表2)。第Ⅲ章において成長段階ごとに現状分析を行い、各段階に適した資金調達について考える。

5 図表2 ベンチャー企業の資金調達方法



(出典：大和総研(2012)「ベンチャー企業の資金調達」p.2より作成)

第Ⅱ章 中小企業の資金調達の現状と課題

10 本章では中小企業を従業員数に応じた規模別に分析を行い、資金調達の現状と課題を明らかにする。

第1節 直接金融による資金調達

第1項 株式

15 株式発行は多額で広範囲からの資金調達、情報の非対称性の緩和、社会的な信用の獲得、知名度の向上、優秀な人材の確保などメリットが多い。しかし、不特定多数の投資家を対象に株式を発行するには、上場していることが必要であるため、利用が難しいのが現状である⁸。そこで、1997年に未公開株式の流通市場であるグリーンシート市場が作られた。しかし、法改正によって発行会社
20 に対して定義開示義務が課せられたことにより銘柄数や取引が減少し、2018年

⁸ IPO、クラウドファンディングについては第Ⅲ章にて詳しく後述。

に制度自体が廃止された。これに代わって登場したのが 2015 年に導入された株主コミュニティ制度である。また、最近、インターネットサイトを通じた株式投資型クラウドファンディングが登場したが、制度面で証券会社が顧客に株主コミュニティへの参加を呼びかけにくいという問題もみられる⁸。

5

第 2 項 社債

社債は主に、運転資金や設備投資などに長期的で安定的な資金を調達する際に発行される。社債は満期日に一括償還され、最終期日まで返済義務がないため資金繰りを安定させることができる。中小企業が社債による資金調達を行う際、銀行保証付き私募債や少人数私募債が用いられ、発行に伴って社会的信用を得ることができる。しかし、中小企業 406,346 社のうち、社債を利用している企業は 18,951 社であり、4.66%の企業しか社債を利用していない⁹。社債の発行は中小企業の中でも経営状態が良好である企業に限定されるため、中小企業における社債の利用はほとんど変化が見られない。よって、社債は中小企業の資金調達方法として極めて限定的な手段である。

10

15

第 2 節 間接金融による資金調達

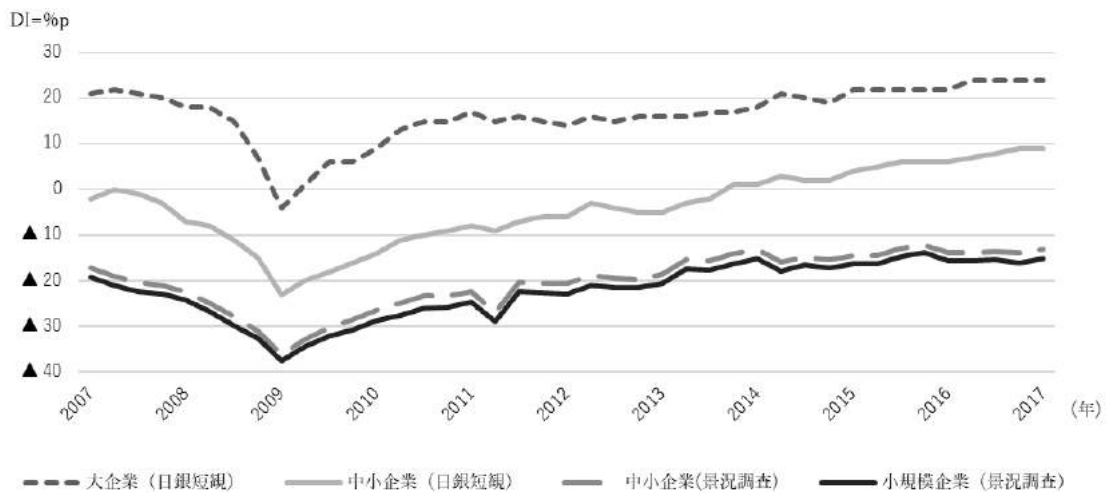
前述したとおり、中小企業による直接金融の利用は一部に限られており、銀行融資等の間接金融に依存した資金調達構造である。しかし中小企業、特に小規模企業において資金繰りが厳しく、円滑に融資が行われているとはいえない(図表 3)。中規模企業においても課題は残るものの、中小企業の 85.1%を占める小規模企業における課題解決が中小企業金融円滑化に大きく寄与する¹⁰。

20

図表 3 企業規模別資金繰り DI の推移

⁹ 帝国データバンク (2013) p.5 参照。

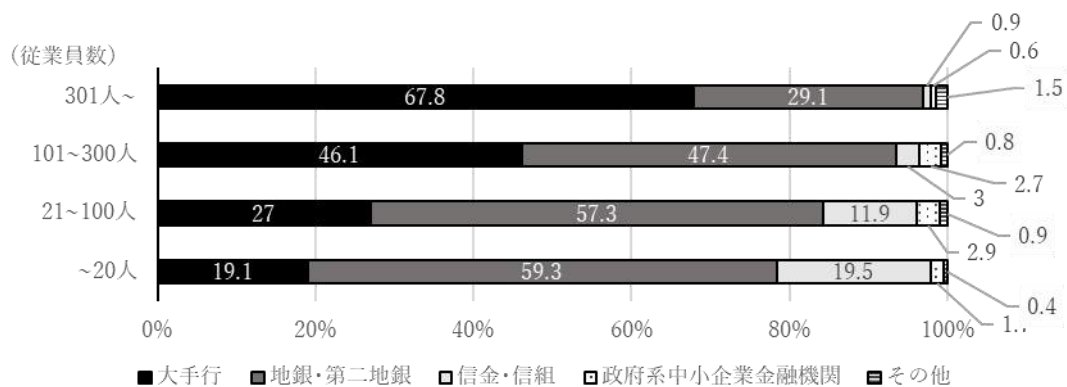
¹⁰ 中小企業庁 HP「中小企業・小規模事業者の数等 (2014 年 7 月時点) の集計結果」参照。



(出典：中小企業庁（2018a）『2018年版小規模企業白書』p.13より作成)

5 中小企業はその多くが地域金融機関をメインバンクとしており、小規模企業においては約8割を占める（図表4）。そのため、小規模企業の資金調達においては地域金融機関とどのような関係を構築するかが重要となる。

図表4 従業員規模別にみたメインバンクの業態



10 (出典：中小企業庁（2007）『2007年版中小企業白書』第2部より作成)

以下において、企業と金融機関の取引関係の在り方としてトランザクションバンキングとリレーションシップバンキングについて述べる。

15 第1項 小規模企業とトランザクションバンキング

トランザクションバンキング（以下トラバン）とは、財務諸表等の定量情報

に基づき、取引時点の個々の採算性により融資を行うことである。現在、地域金融機関が融資を行う際の判断基準の 50～70%が定量情報によるものである¹¹。ここで、地域金融機関におけるトラバンの具体的な取引形態としてクレジットスコアリングを挙げる。

5 クレジットスコアリングとは、信用リスクと関係が深い企業の属性や財務状況などの諸変数を説明変数とする計量モデルを用いてスコアを算出し、機械的に融資実行の可否や融資条件などを決定する手法のことである。クレジットスコアリングにより通常融資と比較し審査コストが半分程度削減でき、迅速な融資が可能となる¹²。スコアリングモデルを用いたクイックローンの利用割合は
10 従業員規模が小さいほど高く、規模の経済により融資が不利な小規模企業向けの融資の促進に有効である¹³。またフィンテックの広がりにより、ビッグデータや AI などの技術を用いた企業分析システム等の利用が拡大することで、金融機関による融資判断の省力化が期待される。

15 しかし、クレジットスコアリングで用いる定量情報に関して、企業が作成する計算書類等の質が問われている。金融機関が中小企業向け貸し出しの審査項目として重視する点として、「計算書類等の信頼性」という回答が 51.3%と高い¹⁴。しかし、中小企業にとって会計情報の作成は、大企業のように外部への情報発信のためではなく、課税所得算定を主な目的とした処理がなされ信頼性が
20 十分でないとの指摘がある。また、中小企業の半数以上が経理を 1 人で担当しており、いかに経理業務を省力化するかも重要となる¹⁵。

図表 5 金融機関への正確な情報開示を行っている企業の割合

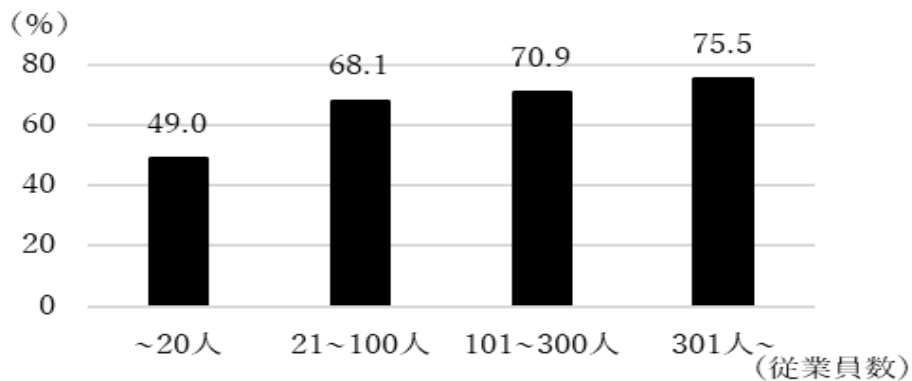
¹¹ 経済産業研究所（2011）p. 29 参照。

¹² みずほ総合研究所（2005）p. 24 参照。

¹³ 中小企業庁（2005）第 2 部参照。

¹⁴ 中小企業庁（2005）第 2 部参照。

¹⁵ 富士経済（2015）p. 20 参照。



(出典：中小企業庁（2005）『2005年版中小企業白書』第2部より作成)

また、特に小規模企業ほど積極的に情報開示を行っていない（図表5）。大企業は会社法上会計監査が義務付けられているが、小規模企業は法律上での情報開示は義務付けられておらず、企業情報を開示していない企業が多い。

会計情報は金融機関が融資判断を行う際に重要なツールであるにも関わらず、小規模企業における作成や開示の取り組みは不十分である。情報の非対称性を緩和し金融機関の信頼を獲得するため、信用力のある計算書類等を作成できるように中小企業の会計の質を向上し、情報開示する取り組みを促進すべきである。

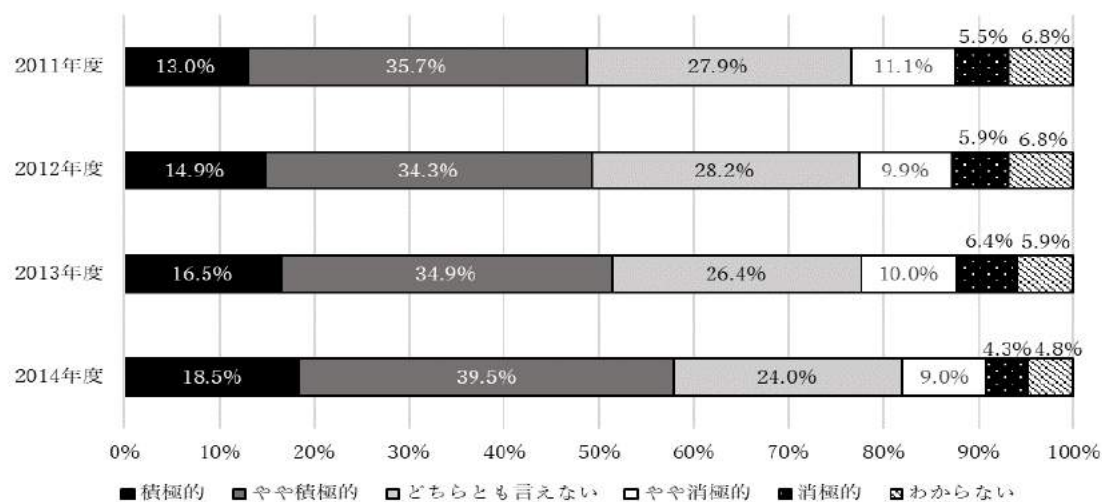
第2項 小規模企業とリレーションシップバンキング

前項では、トラバンにより審査コストを抑えた資金調達方法について説明した。しかしスコアリング融資は通常、貸出額に限度があるなど、比較的小口の資金ニーズ向けである。また地域金融機関は、定量情報だけでは融資が困難な企業に対しても、定性面を評価して融資を拡大することが望ましい。そこで、地域金融機関におけるリレーションシップバンキングの強化が促されている。

リレーションシップバンキング（以下リレバン）とは、金融機関が顧客である企業等と長期的に親密な関係を継続することで信用情報などを蓄積し、この情報をもとに融資を行うことである。金融庁はリレバンの構築により情報の非対称性を緩和し、「担保・保証に依存する融資姿勢を改め、取引先企業の事業内容や成長可能性などを適切に評価（事業性評価）し、融資や本業支援等を通じて、地域産業・企業の生産性向上や円滑な新陳代謝の促進を図り、地方創生に

貢献していくこと」を地域金融機関に求めている¹⁶。

図表 6 地域密着型金融の取り組み姿勢

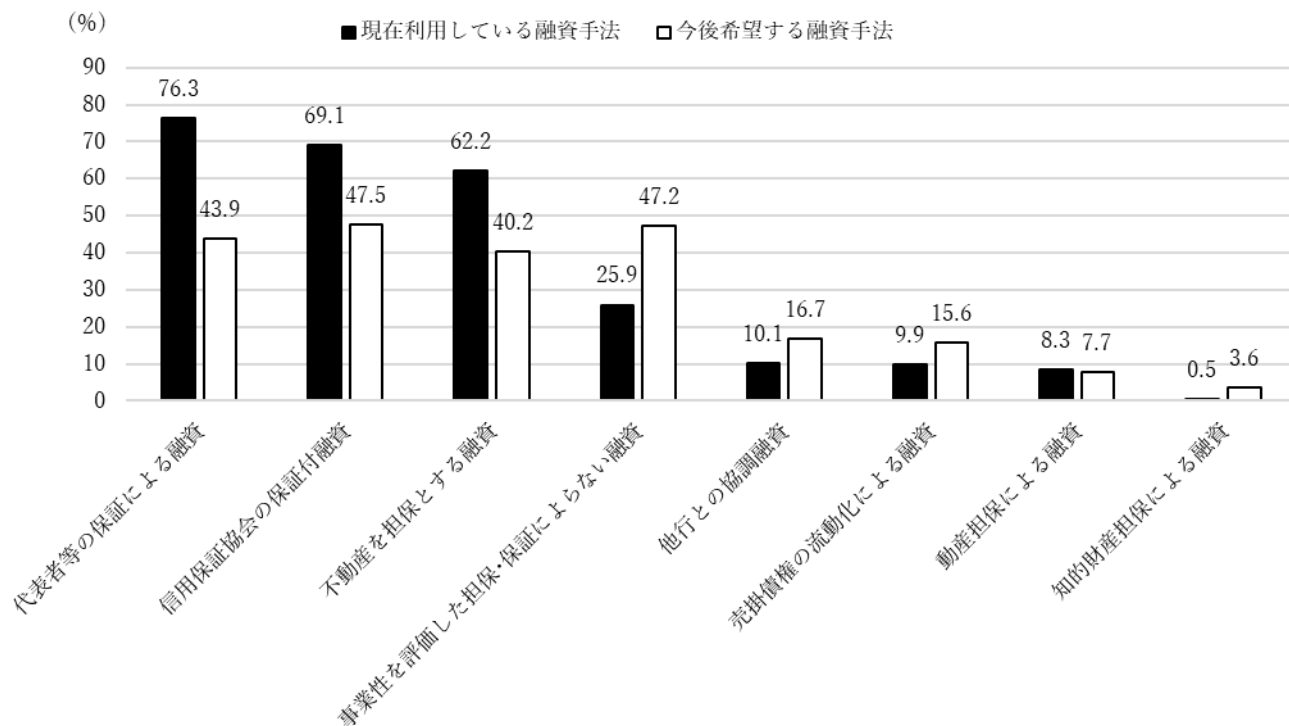


5 (出典：金融庁(2014)「地域金融機関の地域密着型金融の取り組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート」p.4、金融庁(2015)「地域金融機関の地域密着型金融の取り組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート」p.6より作成)

10 中小企業や商工会議所の職員が行った金融機関のリレバンの取り組みに対する評価によると、2014年度は「積極的な取り組み」が58.0%であり、年々増加傾向にある(図表6)。

図表 7 企業が現在利用している融資手法と今後希望する融資手法

¹⁶ 中小企業庁(2015) p.12より引用。



(注)1.金融機関から借入れのある企業のみを集計

2.複数回答

(出典：中小企業庁（2016）『2016年版中小企業白書』p.323より作成)

5

しかし、事業性を評価した融資について今後のニーズは高いものの、現在利用している割合とのギャップが大きい（図表 7）。地域金融機関における目利き力は依然として低く、取引先企業の正確な事業性評価を行っているとはいえない。ここでの目利き力とは、「融資の審査において、顧客の技術力や販売力等の定性面を含め、顧客の事業価値を適切に見極めるための能力」を指す¹⁷。また、企業への訪問を定期的に行っているが「御用聞き」としての役割であり、経営上の課題解決能力や提案力についてはノウハウが不足している¹⁸。各金融機関において内部組織・体制の強化などの取り組みが行われているが、それに加え、外部の支援機関等と連携する動きが積極的にみられる。事業性を評価した融資

¹⁷ 金融庁（2013）p.1より引用。

¹⁸ 金融庁（2015）p.1より参照。

の促進のためには、外部機関との連携をはじめとして評価能力の向上を図ることが重要となる。

第3節 間接金融におけるリスク管理

5 間接金融では、仲介者である金融機関が債務不履行の際のリスクを負う。中小企業は金融機関からの信用力に欠けており、融資が受けにくい。この原因として「乏しい返済能力」「高い倒産件数」を挙げる。

10 中小企業は大企業と比べ、債務償還年数が長くなっている¹⁹。債務償還年数とは、企業が有利子負債を全額返金するために何年かかるのかという指標であり、金融機関が企業を格付けする際に重要視されている。中小企業は大企業に比べて融資の返済能力が劣っており、金融機関から十分な信用が得られない。

15 さらに倒産件数は、年々中小企業は減少しているものの、大企業に比べると圧倒的に多く、特に小規模企業の倒産が多い²⁰。小規模企業の業績は不安定な傾向にあり、仮に企業が倒産すると不良債権が発生するため、融資元は大きな損失を被ることになる。

20 以上より、中小企業のなかでも特に小規模企業は融資におけるリスクが高い。金融機関は定量情報の分析を行い、リレバンにおいて定性面からも企業を評価したうえで、信用力の不足により融資が困難な場合は、信用補完として信用保証制度の利用や担保提供や経営者保証等が考えられる。また、金融機関の持つリスクを証券化の仕組みを用いて投資家に移転する方法として、CLOを挙げる。

第1項 信用保証制度

25 信用保証制度とは、金融機関から事業資金を借り入れる際に公的な信用保証協会が保証を行うことにより、中小企業等の資金繰りを円滑にすることを目的としている。信用保証協会は信用保証料を受領し、融資が返済不履行になった場合は金融機関に対し代位弁済を行っている。現在33%の中小企業が信用保証制度を利用しており、中小企業の資金調達において大きな役割を果たす²¹。

¹⁹ 中小企業庁（2006）p.3 参照。

²⁰ 中小企業庁（2017）第1部参照。

²¹ 日本政策金融公庫（2018）p.9 参照。

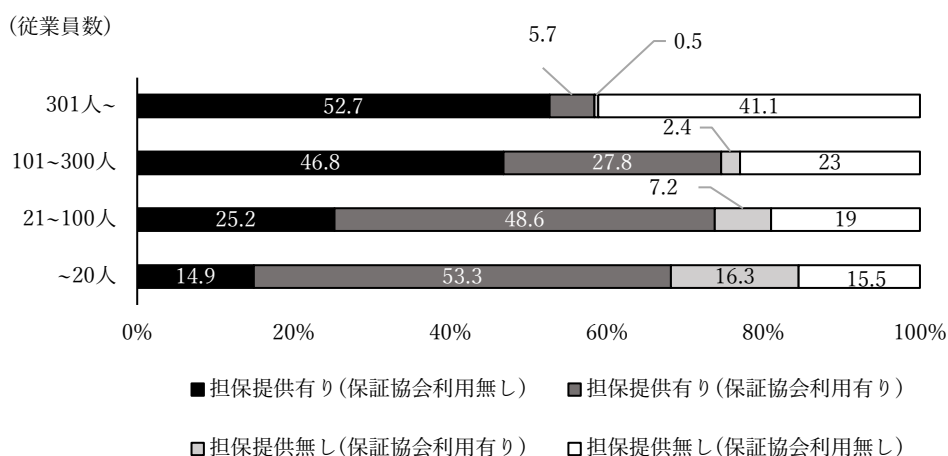
図表 8 各国の信用保証制度の概要

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
実施機関	信用保証協会	中小企業庁 (SBA)	ビジネス・イノベーション・技能省 (BIS)	保証銀行	全国保証基金 地方保証基金
保証限度額	2億円(普通保証)	375万ドル	120万ポンド	125万ユーロ	150万ユーロ (新規創業に対しては100万ユーロ)
保証割合	80~100%	75~85%	75%	60~80%	40~70%
保証料率	0.45~1.9% (信用リスクに応じて9段階)	0.25~3.75% (融資額・融資期間によって異なる)	2.0%	1.0~1.5% (州によって異なる)	0.6~0.8% (資金用途・業種によって異なる)

(出典：日本政策金融公庫(2016)「欧米における中小信用保証制度に関する調査(2015年度)」、信用保証協会(2017)「日本の信用保証制度」より作成)

- 5 しかし、諸外国の保証制度と比較すると日本の信用保証制度は保証割合が高いことが特徴である。(図表 8)。また、2007年の制度改定によって責任共有制度が導入されたが、一方で全額保証の復興緊急保証やセーフティーネット保証などが存在している。このような手厚い保証によって、金融機関と借り手企業の間にもラルハザードが生じる可能性がある。
- 10 金融機関は信用保証協会からの代位弁済が期待されることから、融資先企業の審査やその後の経営モニタリングを厳密に行うインセンティブが低下し、審査やモニタリングの努力水準が低下する恐れがある。さらに、金融機関は自己資本比率基準の達成や貸し倒れリスクを保証協会に転嫁する目的で、保証なしで借り入れが可能な企業にも保証付き融資を要求する可能性がある。また、企業側は金融機関のモニタリングが十分になされなくなることで負債によるガバナンス効果が低下し、ハイリスクなプロジェクトを選好する恐れもある。他にも、高金利下では融資が受けられなかったような低収益・破綻懸念企業の延命が図られることで、競争条件の悪化による健全な企業の収益性の押し下げや、産業の新陳代謝の遅れを招くなどの問題もある。金融機関による十分なモニタリングの実施とラルハザード抑制のためには、諸外国に比べて過剰な保証割合の縮小も課題となる。
- 20

図表 9 メインバンクの担保提供・保証協会利用状況



(出典：中小企業庁(2005)『2005年版中小企業白書』第2部より作成)

- 5 企業規模が小さくなるにつれ担保提供より信用保証協会を利用する割合が高い(図表9)。その理由として、中小企業向け貸出金担保は85.7%が不動産に依存しているが、小規模企業ほど保有不動産が少なく、担保提供が難しいためと考えられる²²。また不動産担保に関しても、地方に多く存在する中小企業の不動産は都市部と比較して価値が低いこと、地価が継続的に上昇するという状況が崩れたことなどから、信用補完として十分に機能しなくなった。そこで次項で述べるABLの活用により十分な不動産担保を保有しない小規模企業における信用保証制度の見直しを図る。

第2項 ABL

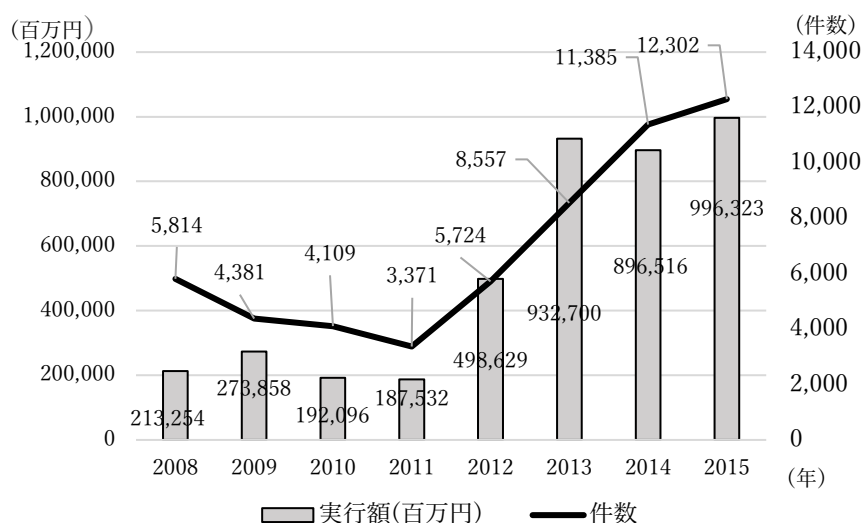
- 15 ABL(Asset Based Lending)とは、動産担保融資ともいわれ、企業が有する売掛債権や在庫、機械設備等の事業性資産、特許やのれんなどの知的財産を担保として事業資金の融資を受ける手法である。企業はABLの実施により、従来の不動産担保に依存した融資と比較して、事業収益資産に基づいて融資額が決定され景気変動に左右されない安定的な資金調達が可能となる。一方金融機関は、新たな担保拡大の手法として活用するとともに、担保のモニタリングを行

²² 中小企業庁(2005)第2部参照。

うことでより詳しい企業実態の把握が可能となる。

金融庁は2013年、地域経済の活性化や貸し渋り対策となるとして、ABLを積極的に活用するように求めた。また東京都では中小企業に対し、担保物件の評価費や保証料等の必要経費への補助を行う東京都動産・債権担保融資（ABL）制度を実施するなど、ABL促進の支援が行われた。これらを受け、現在ABLは増加傾向にある（図表10）。

図表 10 ABLの実績推移



10 (出典：帝国データバンク（2017）「ABLの課題に関する実態調査 調査報告書」p.5より作成)

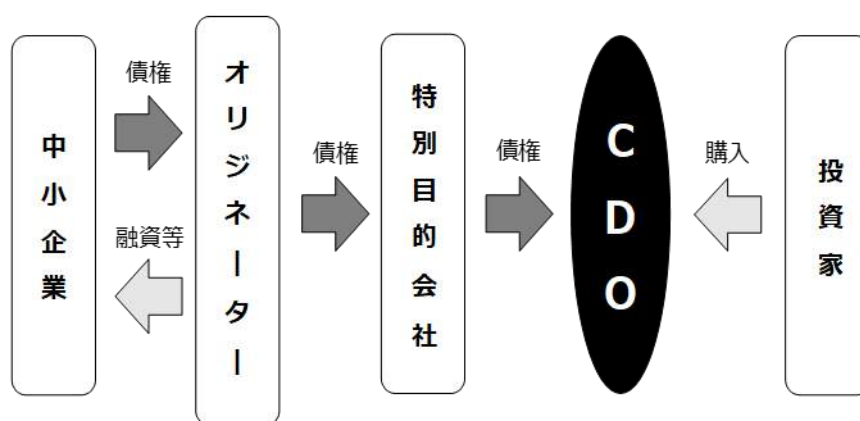
しかし、動産を担保にした場合、金融機関の動産評価に関するノウハウの不足という課題がある。また、在庫残高などを定期的にモニタリングする業務も必要となる。さらに、動産担保を活用していくためには担保取得した動産を処分する市場が不可欠であるが、現在日本ではこの市場がほとんど存在しない。一方、売掛債権を担保にした場合、取引先企業がもつ売掛債権のモニタリングコストが発生すること、さらに手続きの煩雑さなどの課題が残る。

20 第3項 CLO

CLOとは、金融機関等のオリジネーターから企業へ銀行融資によって発生し

た貸付債権を、特別目的会社（以下 SPC）を通じて証券化した後、市場で投資家向けに販売するものであり、市場型間接金融の一種に分類されることもある（図表 11）。投資家向けに販売される証券は、複数の貸出債権を市場にプールした上で、リスクの異なる複数のトランシェに分けられ、それに見合った格付けがされている。

図表 11 CLO の仕組み



（出典：中島真志（2015）『入門企業金融論』東洋経済 p.290～297 より筆者作成）

CLO の活用により、従来の間接金融を補完して資金調達方法を多様にする。また、金融機関にとっては信用リスクを証券化し市場に移転することで、損失が生じた際の経営悪化を回避できる。期待するリターンに応じて投資家にリスクを移転することで、中小企業金融の拡充が期待される。

CLO はリーマンショック以降実施件数が減少していたが、日本政策金融公庫における証券化業務によって再び増加しつつある。しかし、リーマンショックによる証券化商品のイメージ悪化に伴い、投資家からの需要は依然として多くはない。また、CLO に関する事例が少ないことから、情報・データの蓄積も少なく適確な評価を行うことが難しい現状である。

第4節 公的金融機関の活用

第1項 政府系金融機関

政府系金融機関とは、経済や産業の発展、および国民生活の安定を目的とし、民間金融機関では融資困難な分野に資金を供給する補完的役割がある。中小企業は資金繰り改善のために、直接金融や間接金融の利用のほか、政府系金融機関も活用していくべきである。

① 日本政策金融公庫

日本政策金融公庫（以下日本公庫）における中小企業事業は、多様な中小企業に対して融資、信用保険、証券化支援といった金融手法を活用しながら、それぞれの企業に見合った形での幅広い支援を行っている。また、全国約5万社の顧客データベースに基づく豊富な情報を活かし、様々な分野で地域金融機関が行う地域密着型金融の一層の推進を支援している。小口融資、創業事業やソーシャルビジネスの支援、新事業育成などを行っており、小規模企業や創業企業での活用が期待される。中小企業事業は約130万先（約34%）の資金繰りの円滑化に貢献しており²³、融資の半数が5年超と長期資金を専門的に扱っている²⁴。融資の伸びは日本銀行の金融政策等に影響され、民間金融機関がリスクをとりにくい時期に高くなり、中小企業への安定的な資金の供給に貢献している²⁵。さらに、セーフティネットの構築による中小企業再建のための支援や資本性ローンの適用、新事業支援等を通して企業のニーズに適した取り組みを行っている。日本公庫による企業の開業支援の他に、中小企業庁や中小企業基盤整備機構が行っているものもある。

② 商工組合中央金庫

商工組合中央金庫（以下商工中金）は、「中小企業等協同組合その他主として中小規模の事業者を構成員とする団体及びその構成員に対する金融の円滑化を図るために必要な業務を営むこと」を目的としている²⁶。近年、商工中金に

²³ 日本政策金融公庫 HP「中小企業分野における政策金融」参照。

²⁴ 日本政策金融公庫 HP「融資業務」参照。

²⁵ 日本政策金融公庫（2017）p.7参照。

²⁶ 商工中金 HP「商工中金の概要」より引用。

おける各専門機関で、中小企業の資金調達を円滑化する独自の取り組みが行われている。また、各種情報の提供などの積極的活用により中小企業の経営革新へ向けての活動を支援している。さらに、長期・短期問わず、様々な資金ニーズにきめ細かく対応し、フルバンキング機能を生かして中小企業を金融面から支援している。

第2項 補助金・助成金

補助金とは、事業拡大や生産性の向上、企業の維持・成長のために必要な取り組みに対して支給される資金のことである。それに対し助成金とは、労働環境の向上や社会貢献などにつながるが、金銭、時間、労力などのコストがかかる活動を実行した企業に対して支給される資金のことである(図表 12)。現在、新たな企業や生産性の向上に向け「ものづくり補助金」「小規模事業者持続化補助金」「創業補助金」などが注目されている。

15 図表 12 補助金・助成金の違い

比較項目	助成金	補助金
お金の支給元	国や地方自治体	国や地方自治体
お金の支払時期	後払い	後払い
返済義務	なし	なし
受けるための条件	資格要件を満たせば受けられる	補助金を使う事業の必要性を書面でアピールする必要あり
書類整備	なし	事業に使ったことを証明する書類整備が必要
会計検査院の検査	なし	あり

(出典: 智創税理士法人 支店広島事務所 HP「助成金・補助金の活用より作成)

補助金・助成金は返済の義務がなく、受給すれば自由に活用することができる。また、補助金の申請において事業性評価を受けるため、補助金採択企業は金融機関からの融資が受けやすくなる。助成金は条件を満たせばほぼ確実に受給が可能のため、はじめから資金の一部として事業計画に組み込むことができる。以上のことから、補助金・助成金は金融機関からの融資を補完することができる資金調達であると考えられる。

第5節 中小企業の今後の課題

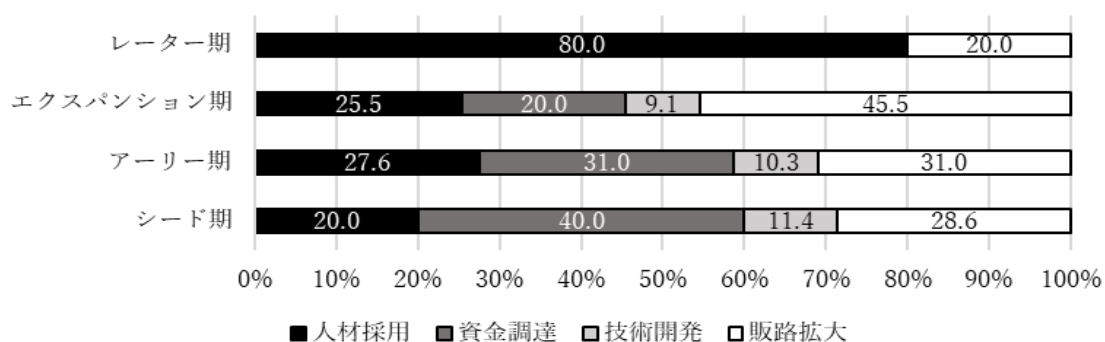
5 中小企業を従業員規模別に分け、とりわけ小規模企業に焦点を当てて分析を行った。小規模企業に対しては、クレジットスコアリング等の活用により審査コストを省力化することで融資の促進が図られるが、審査に用いられる会計情報

10 5 報の作成・開示の取り組みは不十分である。また地域金融機関は、事業性を評価し定量情報のみでは融資が困難だった企業への融資拡大が求められ、いかに体制強化・外部機関との連携を行うかが重要である。さらに、小規模企業の信用補完は主に保証協会に依存しており、ABL や CLO の活用により信用保証制度の縮小ならびにの民間の活力を用いた中小企業金融の促進が期待される。これらの課題に対し第 IV 章において提言を行う。

第Ⅲ章 ベンチャー企業の資金調達の現状と課題

15 ベンチャー企業はその成長志向の高さと、リスクの高いビジネスから一般的な中小企業の資金調達とは異なる面がある。本章ではベンチャー企業を成長段階に応じて「シード期」「アーリー期」「エクспанション期」「レーター期」の4つに分類し、各段階における資金調達の現状分析を行う。また、ベンチャー企業がより成長していくためには、資金調達以外の経営ニーズも同時に満たすことが重要となると考える（図表 13）。

20 図表 13 ベンチャー企業の成長段階別経営ニーズ



(出典：ベンチャーエンタープライズセンター (2017) 『ベンチャー白書 2017』 p. I-131より作成)

第1節 シード期

第1項 シード期におけるベンチャー企業の特徴

シード期とは「商業事業がまだ立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続して行っている段階」を指す²⁷。シード期のベンチャー企業は研究費や製品開発費が嵩む一方で、それに見合った収入が得られないこともあり、死の谷と呼ばれる資金不足による倒産の危機を乗り越える資金調達が重要となる。しかし、事業実績がなく将来に対する不確実性が高いことから、信用力が乏しく民間の金融機関からの借入が厳しい。また、この時期は収入がほとんどないことから、返済が求められる融資ではなく出資による資金調達が望ましい。

10

第2項 シード期の資金調達における現状と課題

シード期の主な資金調達方法である「スイートマネー」「クラウドファンディング」「エンジェル投資家」「公的支援」について述べる。

15 ① スイートマネー

スイートマネーとは、起業家の自己資本や家族、友人からの出資による資金のことを指す。身内からの出資金であることから、事業内容に関係なく得られる重要な資金である。しかし、スイートマネーのみでシード期の製品開発にかかる必要資金を賄うことは厳しく、その他の資金調達方法の検討が必要である。

20

② クラウドファンディング

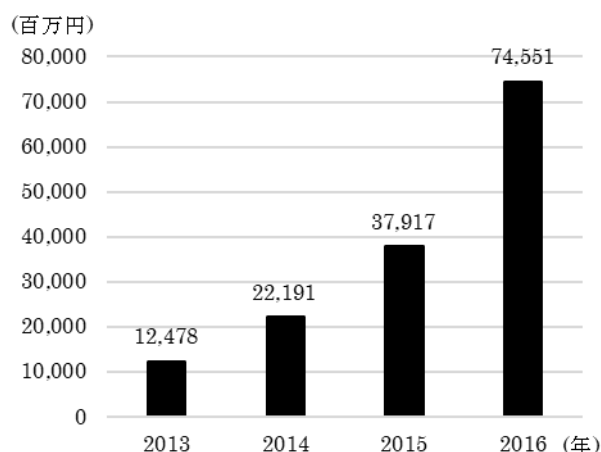
クラウドファンディングとは、資金を募集する人やプロジェクト・企業に対して、インターネットを通じて幅広く不特定多数の個人投資家から小口資金を調達する方法である。その性質によって寄付型、購入型、投資型に分けられ、投資型はさらに融資型、ファンド型、株式型に分けられる。クラウドファンディングは出資者が小口で参加できる仕組みとなっており、資本の少ない個人投資家からの資金調達を可能にする。一方で、個人投資家からの出資を得るためには、資金の用途などの情報を明確にし、個人投資家に魅力的に感じてもらえ

25

²⁷ ベンチャーエンタープライズセンター（2017）p. I-123 より引用。

るように公開しなければならない。

図表 14 国内クラウドファンディングの市場規模の推移



- 5 (出典：矢野経済研究所 (2017)「国内クラウドファンディング市場の調査を実施 (2017)」 p. 3 より作成)

現在、国内クラウドファンディング市場の規模は拡大し続けている (図表 14)。また、2016 年の国内クラウドファンディング市場の 90.3% を融資型が占めており、融資型が市場規模拡大に大きく寄与していることが分かる²⁸。加えて、2015 年の金融商品取引法の改正および日本証券業協会の自主規制規則の整備により株式型が解禁され、市場規模が 2016 年の 0.4 億円²⁸ から 2018 年 8 月現在で既に 5.6 億円²⁹ と大幅に拡大してきている。株式型が解禁され約 3 年が経ち、認知度の向上によって株式型の拡大が徐々に進んでいることが最大の要因である。しかし、市場全体の規模と比較すると依然として少ない。クラウドファンディングの市場規模は認知度の向上によって今後も拡大すると考えられる。そこで、個人投資家がベンチャー企業の情報を得易くなることで、クラウドファンディング市場への新規参入を促すことが望まれる。

²⁸ 矢野経済研究所 (2017) p. 1 参照。

²⁹ 日本証券業協会 HP (2018)「株式投資型クラウドファンディング業務の取り扱い状況について」参照。

③ エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、創業前、もしくは創業間も無いベンチャー企業に資金を提供する個人投資家を指し、資金提供先のベンチャー企業の株式を取得してキャピタルゲインを狙う。多くは起業家で、資金を提供すると同時にベンチャー企業経営者のサポートも積極的に行うケースが多い。特に、米国のシリコンバレーなどのベンチャー企業の創出・成長が恒常的に続いている地域では、ベンチャー企業創業者が自らの事業を成功させた後にその事業で得た資金を後進のベンチャー企業に投資し、自らの事業経験を活かして新しいビジネスの創出に協力するというベンチャー起業家のエコシステムが形成されている。

10

図表 15 エンジェル投資の日米比較

	日本	アメリカ
エンジェル投資額	約 9.9 億円(2011 年度)	299 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

(出典：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 最終報告書」 p.20 より作成)

15

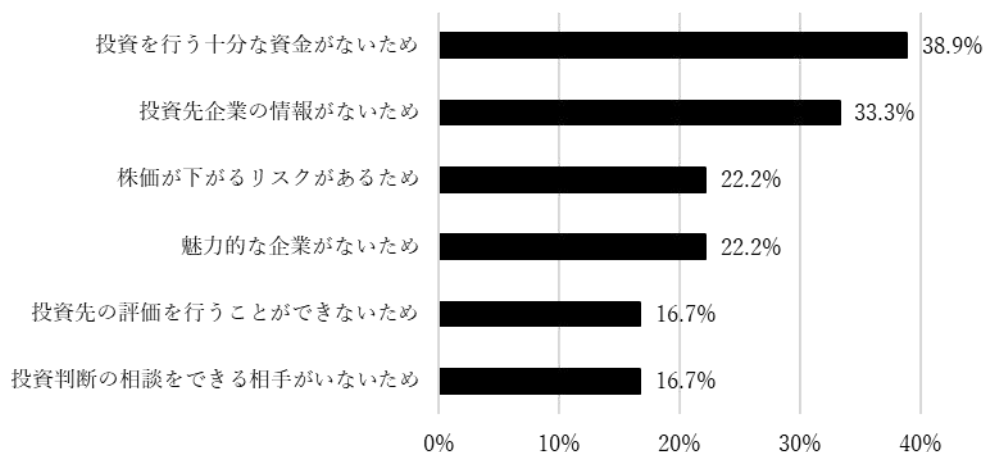
国内においてベンチャー企業へのエンジェル投資額は増加傾向ではあるものの、投資の規模、エンジェル投資家数ともに米国と比較して脆弱である (図表 15)。米国では、個人投資家が投資機会に関する良い情報を収集するなどの目的で、他のエンジェルや起業家とのネットワーク化を進展させている。一方で、日本ではネットワークの規模が小さいことから、起業家とエンジェル投資家のマッチングや情報共有、共同出資・分散投資が乏しく、エンジェル投資家が投資しやすい環境が整備されているとはいえない。

20

その背景には、そもそもエンジェル投資家が少ないことが挙げられる。また、ネットワーク内にいる中核人材の知識やノウハウが不可欠な要素となるが、現状においてはその中核人材が不足している。さらには、こうしたノウハウを普及し、人材を育成するスキームも整っていない実態にある。

25

図表 16 未上場企業への投資を行わない理由



(出典：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 最終報告書」p.120より作成)

日本において未上場企業への投資を行わない理由として「投資を行う十分な資金がないこと」や、上記の様なネットワークが少ないことによる「投資先企業の情報がないこと」が上位になっている(図表 16)。このことから、日本のエンジェル投資家が投資しやすい環境の整備がさらに必要であることが分かる。現在、そのような環境を作るための1つの制度として、エンジェル税制が挙げられる。そこで、エンジェル税制をはじめとする公的支援の現状について述べていく。

15 ④ 公的支援

・エンジェル税制

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、税制上の優遇措置を行う制度である。2008年に税制改正され、優遇措置AとBのいずれかを選択できる(図表 17)。加えて、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、その年に通算しきれなかった損失は翌年以降3年にわたって

株式譲渡益と通算できる。

図表 17 エンジェル税制の仕組み

優遇措置 A (設立から 3 年未満の企業が対象)	優遇措置 B (設立 10 年未満の企業が対象)
(対象企業への投資額-2000 円)を、その年の総所得金額から控除	対象企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益から控除
※控除対象となる投資額の上限は、総所得金額×40%と 1000 万円のいずれか低い方	※控除対象となる投資額の上限なし

5 (出典：経済産業省 HP「エンジェル税制のご案内」より作成)

しかし、エンジェル税制における対象要件に関しては、企業が創業 3 年以内かつ赤字でなければならないという厳しい基準があるものの、日本において 3 年未満のベンチャー企業は 10%にも満たない(図表 18)。そこで、国家戦略特区の特例として、一部企業の対象要件の緩和がなされている。

図表 18 未上場ベンチャー企業設立からの経過年数



15 (出典：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 最終報告書」p. 44 より作成)

・ベンチャー投資促進税制

ベンチャー投資促進税制とは、認定ファンドを通じてベンチャー企業に出資する企業が、ファンドが有するベンチャー企業株式の帳簿価額の 5 割を限度と

して損失準備金を積み立て、その積み立てた額を損金算入できる制度である。

経済産業省は 2017 年に地方におけるベンチャー投資を促す観点から、ファンド規模要件の見直し等を行った上で適用期間を延長した。改正の概要は「(1) 適用期限を 1 年延長し、認定ファンド規模要件を現行の概ね 20 億円以上から 10 億円以上に引き下げる。(2) 損失準備金積立率を現行の 80% から 50% に引き下げる。(3) 地方投資を促す要件を追加する。」ことである³⁰。この制度が長期間確立すれば、更なるベンチャー企業への出資が増加することが期待できる。

・ SBIR 制度

10 SBIR 制度(中小企業技術革新制度)とは、SBIR 特定補助金等を交付し新たな事業活動の促進を図り、研究開発成果の事業化を支援する制度である。現在 SBIR 制度は省庁横断的な制度であり、参加している省庁は総務省・文部科学省・厚生労働省・農林水産省・経済産業省・国土交通省・環境省の 7 省に上る。交付実績のある企業は多様な事業化支援策を受けられる(図表 19)。

15

図表 19 SBIR 制度における事業化支援策

①	日本政策金融公庫の低金利融資を受けることが可能になる
②	公共調達における入札参加機会が拡充する
③	「SBIR 特設サイト」において、研究開発成果などの事業 PR ができる
④	特許料等が免除になる
⑤	中小企業信用保険法の特別措置が受けられる
⑥	中小企業投資育成株式会社法の特例が適用される
⑦	小規模事業者設備導入資金助成法の特例が適用される

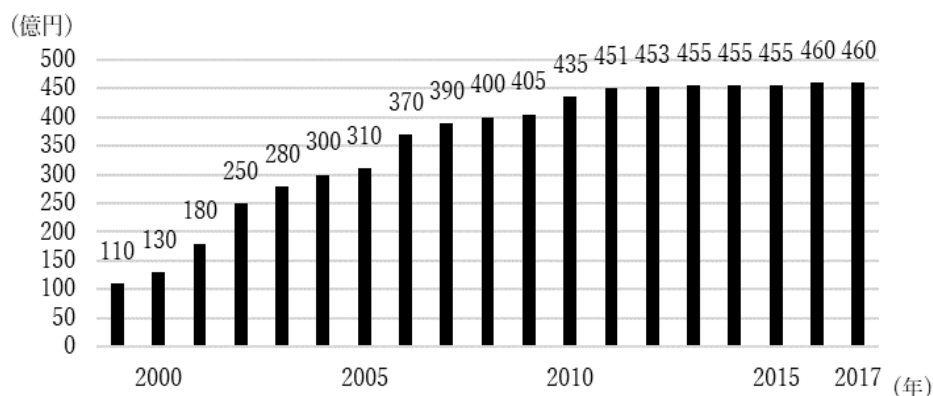
(出所：中小企業庁 HP「SBIR(中小企業技術革新制度)について」より作成)

20 この制度が創設された当時、日本はバブル経済崩壊後に実質経済成長率がマイナス 2% を記録し、全産業における開業率が廃業率を下回る状況であった。その一方で、米国では雇用者の伸び率が高く、実質経済成長率も 4% を越え、開業率が廃業率を上回るなど好調な経済状況を維持していた。そのような米国でのベンチャー企業の活況は、中小企業施策の 1 つである SBIR 制度が一要因

³⁰ 経済産業省(2016) p. 34 より引用。

として考えられた。このような中で、政府は平成 10 年に米国の SBIR 制度を範とした制度を新事業創出促進法に組み込んだ。

図表 20 特定補助金等の中小企業向け支出目標額の推移



5

(出典：中小機構 J-Net21HP 「技術開発を支援する！SBIR」より作成)

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るものの近年における伸び率はほぼ一定である (図表 20)。この理由として、特定補助金等の中小企業・小規模事業者等への支出実績額が支出目標額を下回っていることが考えられる。そこで閣議決定において、支出実績額が支出目標額に近づくように、特定補助金等の支出の機会の増大を図るための措置がなされた。具体的には特設サイトにおいて特定補助金等の採択傾向分析や審査のポイントなどの解説や活用事例の紹介等の情報を掲載し、中小企業・小規模事業者等の特定補助金等への参加機会の拡大に努める方針を出している。また、2015年に策定した「多段階選抜方式の導入に向けたガイドライン」を踏まえ、特定補助金等を複数の段階に分け、段階ごとに質の高い競争を行う多段階選抜方式による事業を拡大している。今後、ベンチャー企業の利用の増加が期待される。

20 第 2 節 アーリー期

第 1 項 アーリー期におけるベンチャー企業の特徴

アーリー期とは「製品開発および初期のマーケティング、製造及び販売活動

に取り組む段階」を指す³¹。アーリー期のベンチャー企業は製品開発等に多額の費用がかかるため、さらなる資金が必要となる。一方で、安定した収入が確保出来ておらず依然として信用力が低いため、金融機関による借入は難しく、前述したとおり資金調達ニーズは高いままである（図表 13）。加えて、エクспанション期に向かって高まる人材採用や販路拡大といったニーズの解決方法を見据えた資金調達が望ましい。

第 2 項 アーリー期における資金調達の現状と課題

アーリー期の主な資金調達方法である「ベンチャーキャピタル」「コーポレートベンチャーキャピタル」について述べる。

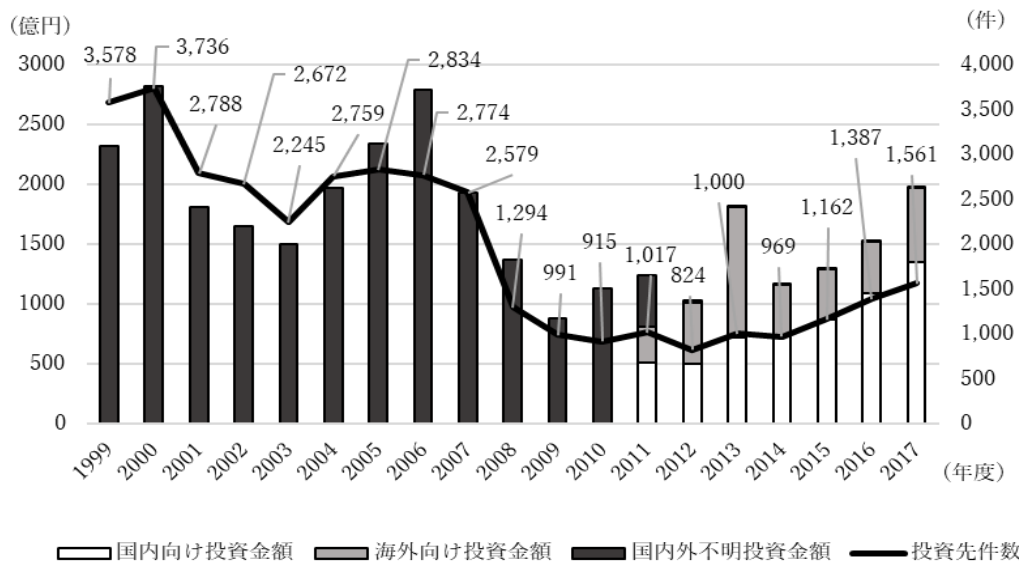
① ベンチャーキャピタル

ベンチャーキャピタル（以下VC）とは、ベンチャー企業に資金提供を行い、投資先企業がIPOやM&Aといった出口戦略を行った際の資金回収による利益の獲得を目的とする投資機関である。VCがファンドを組成し、金融機関や事業会社からの出資をもとにベンチャー企業への投資を行う。VCにはキャピタリストが社外取締役や監査役に就任し、内部からベンチャー企業を育てる「ハンズオン型」を採用している企業と、投資先企業に対して資金提供のみを行い、企業の経営には関与しない「ハンズオフ型」を採用している企業がある。

VCによる支援のメリットとして、資金面での援助だけではなく経営に対する指導やネットワークの提供等がある。また、VCによる長期的な資金提供を受けたベンチャー企業はそれ自体がステータスとなり、その後の資金調達を比較的容易にすると考えられる。一方で、VCによる経営への関与によってベンチャー企業の経営者は、自由な経営がしづらくなってしまいうというデメリットもある。

図表 21 VCによるベンチャー投資規模の推移

³¹ベンチャーエンタープライズセンター（2017）p. I-123 より引用。



(出典：ベンチャーエンタープライズセンター(2018)「2017年度ベンチャー
 キャピタル等投資動向速報」p.1より作成)

5 VCによるベンチャー投資はリーマンショックでの落ち込みから順調に回復
 している(図表21)。しかしリーマンショック以前と比較すると、依然として
 規模の小ささは否めない。また、リスクマネー供給が不足している事実もあ
 り、「未来投資戦略2018」ではベンチャー企業へのVC投資額の対名目GDP比
 を2022年までに2014年～2016年の3か年平均の0.025%から倍増させること
 10 を、ベンチャー支援強化のKPIに設定している。

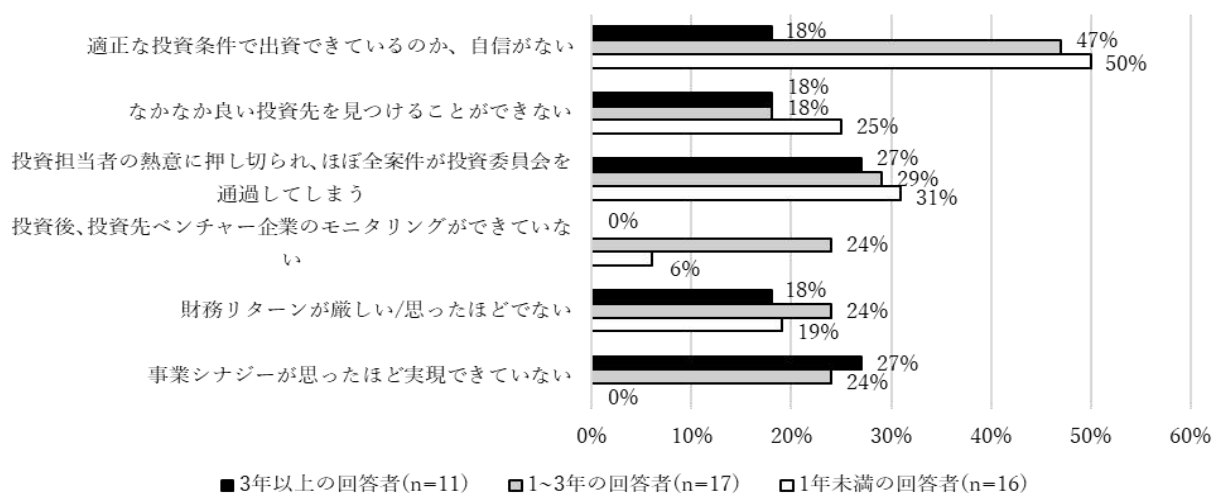
VCからの資金調達には資金面の援助に加え、経営支援やベンチャーキャピタ
 リストの持つネットワークの提供もしてもらえるため、アーリー期のベンチャ
 ー企業にとってエクспанション期以降のニーズの解決にもつながる望ましい
 資金調達方法の1つである。そこで、第V章においてVCの投資判断材料を増
 15 やすことで、ベンチャー投資のリスクを下げ、VC投資額を増加させるための
 提言を行う。

② コーポレートベンチャーキャピタル

コーポレートベンチャーキャピタル(以下CVC)とは、事業会社が自社の投
 20 資部門や子会社を設立し、組成するファンドに対し事業会社が出資をすること
 によりベンチャー企業への投資を行うもので、事業会社系VCと呼ばれることも

ある。通常の VC との最大の違いは、VC は金銭的リターンを追求した投資を行うのに対し、CVC は金銭的リターンに加え、戦略的リターン（または事業シナジー）を追求する点である。つまり、大企業とベンチャー企業の連携によるオープンイノベーションを図る。その上で、M&A と比較し少額で多くのベンチャー企業に投資を行うことによって、リスクを分散させることが出来る。また、ベンチャー企業が CVC より資金提供を受けられることのメリットとして、事業会社の持つ人材や販売経路の提供や、戦略的リターンが大きければ M&A が行われる可能性がある、といった点が挙げられる。

10 図表 22 CVC の運用で感じている課題



(出典：PwC アドバイザリー (2017) 「CVC ファンドを活用したベンチャー企業とのオープンイノベーション」 p. 12 より作成)

15 CVC の投資前の課題として大きく「投資判断の困難さ」が挙げられ、投資後の課題として「リターンの実現の困難さ」が挙げられる（図表 22）。リターンの実現にはいかに自社に適した投資先を選択するかが関わってくるため、最大の課題は、リターンを実現するための「投資判断」である。この理由として、「ベンチャー企業の情報が少ないこと」「投資判断の経験不足」を挙げる。情報の少なさに関しては第 I 章で確認したとおりである。経験不足に関しては、CVC 自体が近年増加してきたものであるため、戦略的リターンを目的とした投資経

験が少なく、どのような企業へ投資をすればよいかの判断が難しいためと考えられる。経験の少なさは今後も CVC による投資が行われることで改善されると考えられるが、判断材料となるベンチャー企業の情報をより多く得られるようにしなければ、より適切な投資判断を行うことは出来ない。

- 5 また、CVC を増加させるためには、事業会社のリターンをいかに大きくできるかも重要となる。CVC 投資を行えるような事業会社は既に十分な資金を得ており、事業も安定しているため、あえて CVC を設立し戦略的リターンの獲得を狙わない企業も多いと考えられる。CVC 投資を行う上でのインセンティブのあり方が、CVC 設立件数を増やすための課題となる。
- 10 ベンチャー企業にとって、CVC からの資金調達は事業会社の持つネットワークの提供により、ベンチャー企業のネットワークの拡大が可能となるため、アーリー期のみならずエクспанション期以降の経営ニーズを解決するためにも望ましい資金調達方法である。そこで、より明確な情報によってベンチャー企業とのマッチングを容易にし、事業会社のベンチャー投資に対するハードルを
- 15 下げることで事業会社のベンチャー投資を促進させる必要がある。

第 3 節 エクспанション期

第 1 項 エクспанション期におけるベンチャー企業の特徴

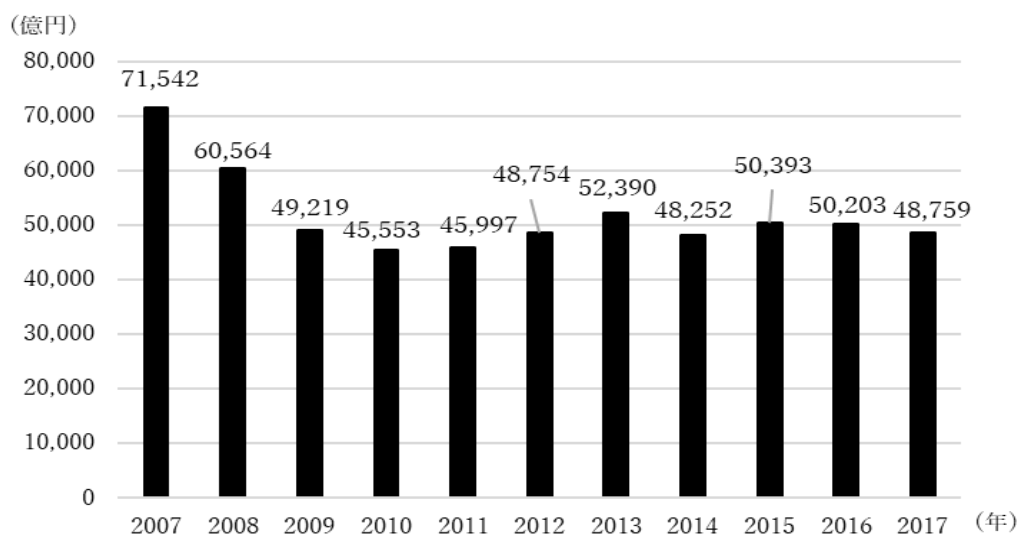
- 20 エクспанション期とは「生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある段階」を指す³²。エクспанション期のベンチャー企業は事業が軌道に乗ってきている段階であり、さらなる事業拡大を図る。また事業の拡大に伴い収入が安定し、企業の信用力も向上するため、金融機関からの融資が受け易くなる。そのため、前述したとおり、資金調達のニーズが減少する
- 25 (図表 13)。その一方で、商品の販売経路を確保し事業をより安定させるための販路拡大のニーズが大幅に増加していることが分かる。販路拡大ニーズの解決には、ネットワークの拡大を図ることが重要である。

³² ベンチャーエンタープライズセンター (2017) p. I-123 より引用。

第2項 エクспанション期における資金調達の現状と課題

5 エクспанション期において、より効率的に設備投資を行う手段としてリースを挙げる。リースは設備投資資金の調達に有効な手段である。金融機関からの借り入れによって設備投資を行う場合と異なり、借入枠を温存したまま設備投資を行うことができる。ここ数年の中小企業のリース取扱高はあまり変化しておらず、資金繰りを圧迫しない設備投資手法として安定していることが分かる（図表 23）。

図表 23 リース取扱高の推移



10

（出典：リース事業協会（2018）「リース統計（2017年度）」p.6より作成）

15 エクспанション期のベンチャー企業は、販路拡大や人材確保といった経営ニーズが大幅に増加する。しかしこれらのニーズは、ベンチャー企業のネットワークを拡大し、様々な主体との繋がりを増やすことで解決出来ると考えられる。そのためには、エクспанション期以前でネットワークを拡大出来る様な環境を構築することが望ましい。

第4節 レーター期

20

第1項 レーター期におけるベンチャー企業の特徴

レーター期とは「持続的なキャッシュフローがあり、IPOやM&A直前の段階」

を指す³³。この時期は事業が安定しており、前述したとおり資金調達ニーズはなくなり、人材採用のニーズが大幅に拡大する（図表 13）。そのため、ベンチャー企業はその後の経営方針や課題解決の方法から、それぞれに適した出口戦略の判断が迫られる大事な時期である。

5

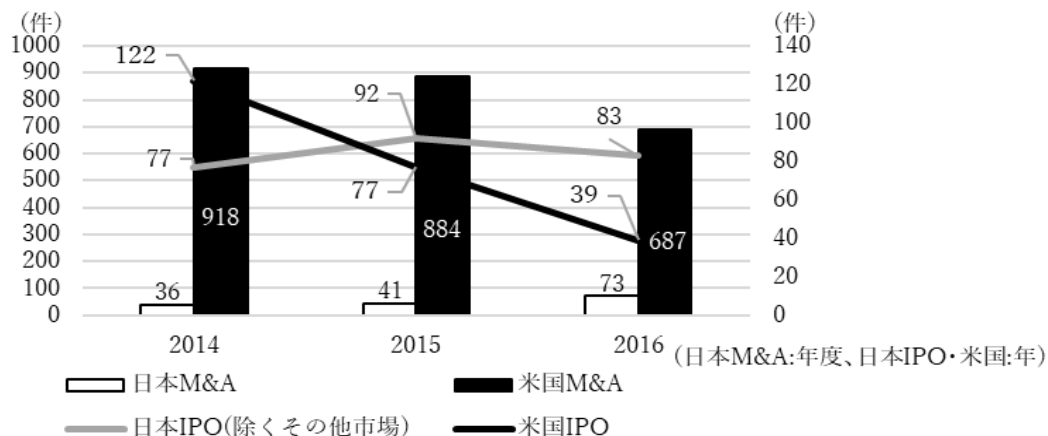
第 2 項 レター期における出口戦略

本項では、主な出口戦略である M&A と IPO について述べていく。

① M&A

- 10 M&A とは、他の企業により企業の株式が取得され、その支配下になることである。M&A の種類は「株式譲渡」「事業譲渡」「合併」「会社分割」の 4 種類に分類できる。M&A の実施形態については事業譲渡が 41.0% と最も多く、次いで株式譲渡が 40.8% となっている³⁴。事業譲渡で実施した理由は「取得したい資産や従業員、取引先との契約を選別できた」「簿外債務の引継ぎや想定外のリスクを
- 15 回避できた」など、M&A のリスクをコントロールする手法として活用される³⁵。

図表 24 日米における M&A と IPO の推移



(出典：オープンイノベーション・ベンチャー創造協議会 (JOIC)、新エネルギー・産業技術総合開発機構 (NEDO) (2018) 『オープンイノベーション白書第二版』 p. 94 より作成)

20

³³ ベンチャーエンタープライズセンター (2017) p. I-123 より引用。

³⁴ 中小企業庁 (2018b) p. 311 参照。

³⁵ 中小企業庁 (2018b) p. 311 参照。

近年では、インターネット上での M&A マッチングも行われるようになってきており、低コストでマッチングを図ることで小規模事業者でも M&A を実施できる環境も整いつつある。さらに M&A 活性化に影響を及ぼす税制改正が行われていることなどを受け、M&A 件数は徐々に増加している。しかし、米国と比べると規模が小さい（図表 24）。この要因として、大企業のトップはオープンイノベーションの必要性を理解しているものの、自社内で何を実現したいかという目的が曖昧であることを挙げる。この場合、外部技術を取り入れるか否かといった採択基準が不明瞭になり、オープンイノベーションの方向性が定まらない悪循環になる。また、予算確保・意思決定スピード・社内技術の外部活用・コーディネーター人材の不足等も M&A が少ない要因である³⁶。

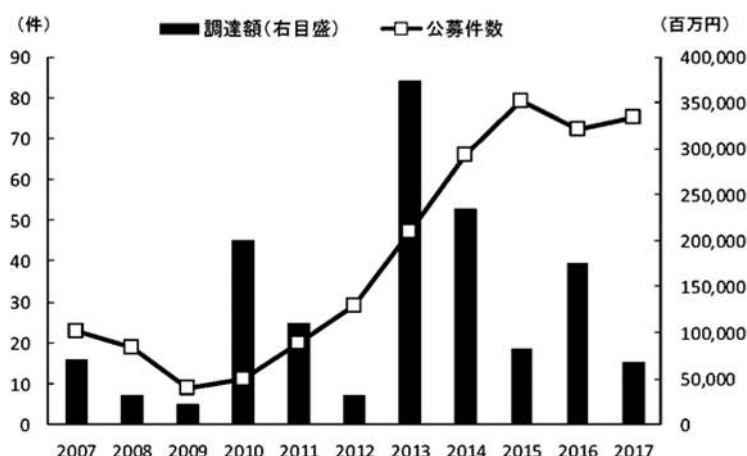
M&A はベンチャー企業と大企業の連携として、オープンイノベーションを促進させる重要な役割を担う。また、ベンチャー企業は M&A により人材や販路を確保でき、ベンチャー企業の発展及び大企業の発展、日本経済の発展にも寄与するため、M&A を更に活性化させる必要がある。

③ IPO

IPO とは、株式を取引所に公開することで、不特定多数の投資家から大規模な資金調達を可能とすることである。また、IPO には厳しい上場審査基準が設けられているため、IPO することは企業の信用力の確保や、知名度の向上につながり、販路の拡大や人材の確保を容易にする。現在 IPO の際の公募増資実施件数は増加しているものの資金調達額は少額に留まっており、IPO が小型化している傾向が見られる（図表 25）。

25 図表 25 IPO の公募件数と調達額の推移

³⁶ オープンイノベーション・ベンチャー創造協議会（JOIC）、新エネルギー・産業技術総合開発機構（NEDO）（2018）p.250 参照。



(出典：富国生命保険 (2018)「近年の IPO の市場動向」 p.3 より引用)

前述のとおり、M&A 件数は増加傾向にあるものの依然として少ない。また、
 5 IPO 件数も高水準ではあるが好景気による影響であるとも考えられ、現状日本のベンチャー企業の出口はアメリカと比較し圧倒的に狭いと言える。これにより、資金提供者がリターンを得にくい状況になっていると考えられる。そのため、リスクマネー供給を増加させるには、資金提供者のリターンを生み出す EXIT の活性化が重要である。

10

第 5 節 ベンチャー企業の今後の課題

ベンチャー企業の資金調達の現状を各成長段階別に分析した結果、ベンチャー企業の成長に必要なリスクマネーの不足は、シード期から途切れることのない連続した企業の成長環境が構築されていないことが原因であると考えられる。好
 15 景気である現在では、ベンチャー投資額は増加傾向にある。しかし、景気の悪化に伴う資金提供者のリターンの減少によりベンチャー投資が抑制されることを回避するためにも、成長環境としてベンチャーエコシステムの構築が必要である。ベンチャー企業が成長しやすい環境を構築するためには、それぞれの企業や機関がそれぞれの情報に基づいた支援を行うのではなく、ベンチャー企業
 20 の情報を伝達し合い、各ベンチャー企業に適した支援を長期間継続して行っていくことが重要である。そのためには、全ての企業や機関が連動し、情報を提供し合えるようなプラットフォームを構築する必要がある。そこで、第 V 章でベンチャーエコシステム構築に向けた提言を行う。

第 IV 章 中小企業の今後に向けた方策

第 1 節 クラウド会計の導入

5 第 1 項 方策の概要

中小企業の会計情報に関して「作成書類の信頼性」「経理業務のコスト」「情報開示の取り組み」を課題として挙げた。これらの課題に対し、クラウド型会計ソフトの導入、並びに金融機関への情報開示を提言する。

10 現在中規模企業の 85.5%、小規模企業の 60.1%が「財務・会計」の領域で IT を導入しており、さらにその 81.4%が市販のパッケージ型もしくはクラウド型会計ソフトを利用している³⁷。なかでもクラウド型会計ソフトのシェアは急速に拡大しつつあり、銀行口座やクレジットカード等の取引明細の自動仕分機能を有する。また、利用企業に対し「電子計算機を使用して作成する国税関係帳簿書類の保存方法等の特例に関する法律」(以下電子帳簿保存法)の特例を受け
15 ることを推奨する。さらに、金融機関との連携により会計データの共有を行う。

第 2 項 方策による効果

クラウド会計の自動仕分機能により、会計情報作成の省力化が可能になる。その際、電子帳簿保存法の特例を受けることで、会計情報をデータ上で管理で
20 きるだけでなく、記帳の追加・修正等に制限を設けることにより、記帳の適時性を証明することができる。さらに、会計ソフトに入力されたデータがリアルタイムで金融機関に共有されることで、情報の非対称性が緩和される。金融機関への会計情報の開示には資金調達の手軽化、信用力の向上等の効果がみられ、
25 日々の仕分データの提供も一定の効果があると考えられる³⁸。また、クラウド会計は会計処理以外においても応用可能であり、次項以降の提言でも改めて取り上げる。

³⁷ 中小企業庁 (2013) p. 177 参照。

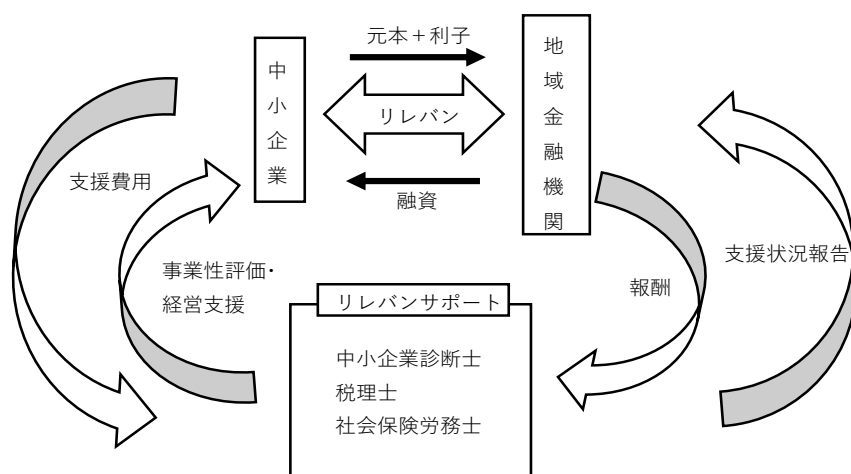
³⁸ 中小企業庁 (2012) p. 66 参照。

第2節 事業性を評価した融資の推奨

第1項 方策の概要

地域金融機関が事業性を評価した融資を行う際の、「目利き力の不足」「評価時の金融機関における人手不足」といった課題に対して、リレバンサポートの構築を提言する（図表 26）。

図表 26 リレバンサポートの仕組み



（出典：筆者作成）

10

リレバンサポートには、中小企業診断士・税理士・社会保険労務士等の経営実務の経験が豊富な専門家を会員制で配置し、全国各地に専門家を点在させることで地域金融機関の業務のサポートを行う。

リレバンサポートは専門家のもつノウハウを利用して、中小企業の実業性を評価する。地域金融機関は、リレバンサポートが評価した中小企業の実業性を加味して融資判断を行う。その後、地域金融機関は取引先企業と半年～1年に数回の面談を行う。その際、取引先企業に経営課題があれば即時にリレバンサポートに属する専門家に提示し、専門家が中小企業の経営支援を行う。さらに、中小企業の実業計画書の作成や経営方針の取り決め等、中小企業のニーズに合った支援を行う。また、リレバンサポートは、支援の内容や効果実績を適宜地域金融機関に報告する。

リレバンサポートの実業性評価に対する報酬として、中小企業と地域金融機

関の金融取引の際に発生する金利の一部等とする。また、定量情報のみで融資を受けることが可能だが、事業性を評価した融資も希望する企業は、企業側がリレバンサポートに評価にかかる費用を支払う。

また、現在金融機関の銀行業務において、中小企業に対して法人営業を行っている銀行員を一部リレバンサポートに派遣し評価ノウハウを蓄積することで、将来的に金融機関内での事業性評価が実現するだろう。

第 1 項 方策による効果

地域金融機関は、事業性評価における目利き力の不足を、多数の専門家が属するリレバンサポートに外部委託することで解消することができる。その結果、地域金融機関は取引先の事業実態を把握することができ、定性情報を考慮した安定的な融資が可能となる。これにより、中小企業と地域金融機関の情報の非対称性の解消が期待される。中小企業は、リレバンサポートの専門家による経営支援によって自社の弱みを知ることができ、早期の事業改善を行うことができる。日本の産業の大部分を担う中小企業の経営改善は、日本全体の生産性の向上につながると考えられる。

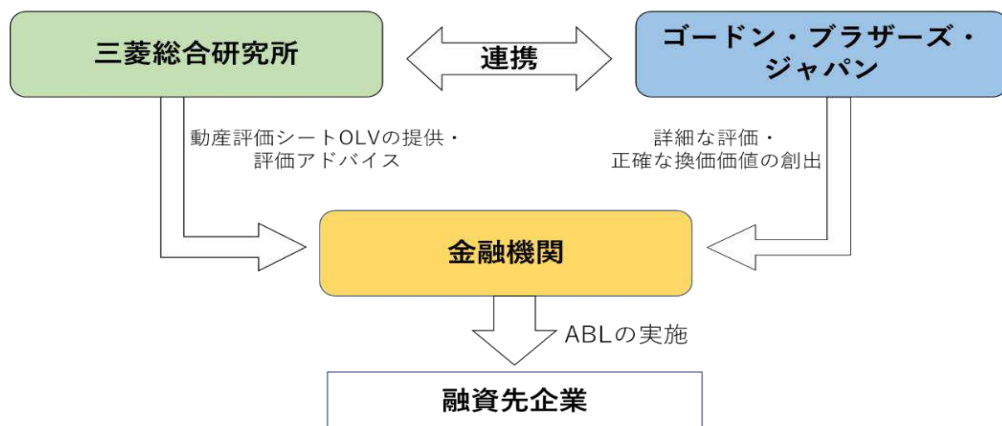
第 3 節 ABL の促進

ABL を促進するために、①動産担保、②売掛債権担保それぞれについて提言を行う。

第 1 項 方策の内容①

まず動産担保における、「動産担保評価に関するノウハウの不足」「動産流通市場の未整備」「担保回収の不確実性」といった課題に対し、「外部機関への評価委託」を提言する。三菱総合研究所が開発した『動産評価シート オリーブ (OLV)』とゴードン・ブラザーズ・ジャパン (以下 GBJ) が連携し、精密な動産評価を行うことで民間金融機関の動産評価ノウハウ不足を補完する(図表 27)。

図表 27 2社連携による動産担保評価



(出典：三菱総合研究所 HP (2011)「担保価値モデル「動産評価シート」開発により、融資体制強化を支援 ―アセット・ベースド・レンディングに関する業務提携のお知らせ―」より作成)

5

第2項 方策による効果①

三菱総合研究所は、政府が公表する統計情報やインターネット市場等の取引実績の膨大な情報をデータベース化し、統計手法を活用して動産の担保価値を評価するモデル『動産評価シート オリーブ (OLV)』を開発した。この動産評価シートを用い金融機関に簡易な評価のアドバイスを行う。特に中小企業を中心とする小口の ABL では、1 件あたり数万円と安価に評価でき、時間短縮につながることから、動産評価にかかるコスト削減が可能である。また、評価結果の透明性、客観性が維持でき、評価結果の継続的管理ができるメリットもある。

GBJ は、動産担保評価、動産買取・換価の分野で世界最大手の米国 Gordon Brothers Group と、日本政策投資銀行が主体となって合弁で設立した法人で、動産評価、換価、融資によって金融機関のサポートを行っている。全ての評価業務において、ABL 業界のグローバル・スタンダードである NOLV (換価経費控除後の換価価値) を算出・提示することが可能である。さらに、年間数十億ドルにのぼる買取・売却実績から得た経験を、全ての評価書の基盤として活用している。また、世界最大の回収可能価値データベース「グローバル・リカバリー・データベース」を用いて、多様な資産の換価価値を正確に把握し、精度の高い評価を提供することができる。GBJ は「この価格であれば買取可能」という処分前提の鑑定評価額を提示することから、金融機関は一定条件のもと、GBJ

による買取保証を裏付けとしたファイナンスを行うことができるようになる³⁹。この買取保証のファイナンスは、「適正な流動化市場の存在」であり、金融機関が ABL に取り組みやすくなる。

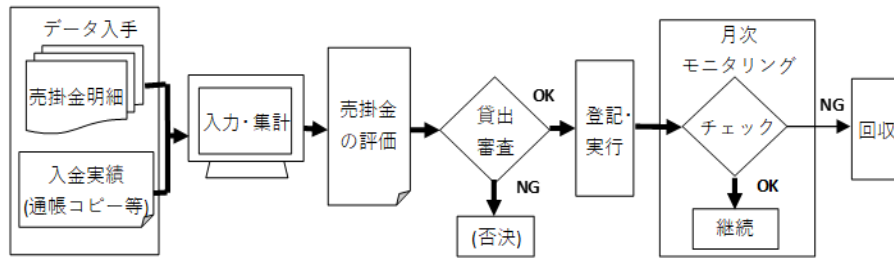
- 三菱総合研究所と GBJ の連携によって、過去の膨大な評価・換価経験を基に、
- 5 対象動産の担保適正や管理・保全面での注意点等のアドバイスを行う。また必要に応じて、対象動産のより詳細な評価業務や有事の際の対象動産の適切な換価業務を提供することで、金融機関の ABL 業務の構築・運用の支援が可能となる。さらにこれからの ABL 促進のために、外部機関に委託するだけでなく金融機関も自らナレッジマネジメントを行い、担保評価ノウハウを高める必要がある。
- 10 この取り組みは、将来的に金融機関内での担保評価を実現するであろう。さらに、このような取り組みが拡大することで市場に参入する地域金融機関や中小企業が増加し、日本に担保処分市場が形成されることが期待される。

第 3 項 方策の内容②

- 15 次に売掛債権担保における、「売掛債権のモニタリング」という課題を解決するために、クラウド会計を用いたキャッシュフローレンディング（以下 CFL）の活用を提言する。CFL とは、企業が保有するすべての売掛債権を継続的にモニタリングするものである。中小企業が保有する売掛債権について、将来発生するものも含めて債権譲渡登記を行い、主に運転資金を貸し付ける貸出手法で
- 20 ある。また、データの入手・入力・集計をクラウド上で行うことで情報生産コストを削減する（図表 28）。

図表 28 CFL の取り扱い手順

³⁹ 事業再生研究機構（2007）p. 93 参照。



(出典：富士通総研 (FRI) 経済研究所 (2018)「研究レポート No, 454 地域密着型金融の課題とキャッシュフローレンディングの可能性」 p.16 より作成)

- 5 CFL 活用の対象企業は主に要注意先から破綻懸念先などのミドルリスク層に属する企業を対象とする。その理由としては、通常の融資より手間のかかる資金調達方法であるため、このような手間をかけてでも融資を受けたい、ミドルリスク層の中でも下位の層の実質破綻先などの企業まで含むと考えられる⁴⁰。

10 第4項 方策による効果②

- CFL は売掛債権を担保とするが、担保の処分価値に依存するものではなく、取引先企業のキャッシュフローを把握するための手段として使われる。取引先企業の月次モニタリングを行う際に、売上高や取引件数の前年度比を見ることで事業実態をリアルタイムで把握し、事業環境や信用力の変化をタイムリーに検知することが可能となる。取引先企業の技術力や将来性を直接的に評価することはできないが、このようなモニタリングによって、キャッシュフローの推移を分析することで企業の事業実態を把握し、間接的に事業性評価を行うことも可能である。さらに、信用力に懸念のあるミドルリスク層に対して貸し出しを行った場合でも、万が一デフォルトしても借入人の売掛先から資金の回収が可能となり、安全性が高い貸出手法といえる。

また、現在 599 行に及ぶ金融機関において電子記録債権が取り入れられている⁴¹。電子記録債権とは、2007 年 6 月に開始された手形・指名債権（売掛債権等）の問題点を克服した新たな金銭債権である。この電子記録債権を同時に活

⁴⁰ 富士通総研 (FRI) 経済研究所 (2018) p.20 参照。

⁴¹ 全銀電子債権ネットワーク HP「参加金融機関一覧」参照。

用していくことで、ABL における売掛債権のモニタリングをネット上でより簡単にかつ即時に実現できる。そのため、電子記録債権の導入が望ましい。

第 4 節 CLO の促進

5 第 1 項 方策の内容

我々は CLO を促進するために、原債権の透明化を提言する。CLO の組成については金融機関が SPC と CDS 契約し、債権の信用リスクのみを移転するシンセティック方式を活用する。金融機関が保有する最もリスクの高い劣後債については、一定の保証を付けた保証付き債券とすることで金融機関のリスクを低減させる。尚、投資家にとってシンセティック CLO を購入する際、現行の金融商品会計基準の下で何が複合金融商品に該当するのかの基準が定まっておらず、

10 手続きが煩雑であるため一定の基準を定めるべきである。

原債券の透明化に対し、金融機関の取引先である中小企業においてクラウド会計と同時に「でんさいネット」の活用を推進することで、企業の会計情報を

15 データ化する。さらに SPC が証券化、トランシェを作成する際の評価を投資家に対してインターネット上で開示し、情報の透明化を行う。

第 2 項 方策による効果

クラウド会計を導入することによって、金融機関は効率的なデータ管理が可能となり、効率良く中小企業の会計情報を得ることができる。さらに、でんさいネットを導入することで企業が持つ債権の情報を可視化できる。これらの活用で中小企業の会計情報の質が向上し、信用力が得られることで、証券化商品のイメージの改善につながる。トランシェを作成する際の情報開示は、投資家との情報の非対称性を緩和し、投資家は自身の判断でポートフォリオを組むこ

25 とができる。

第 V 章 ベンチャー企業の今後に向けた方策

第 1 節 投資家ネットワークの構築

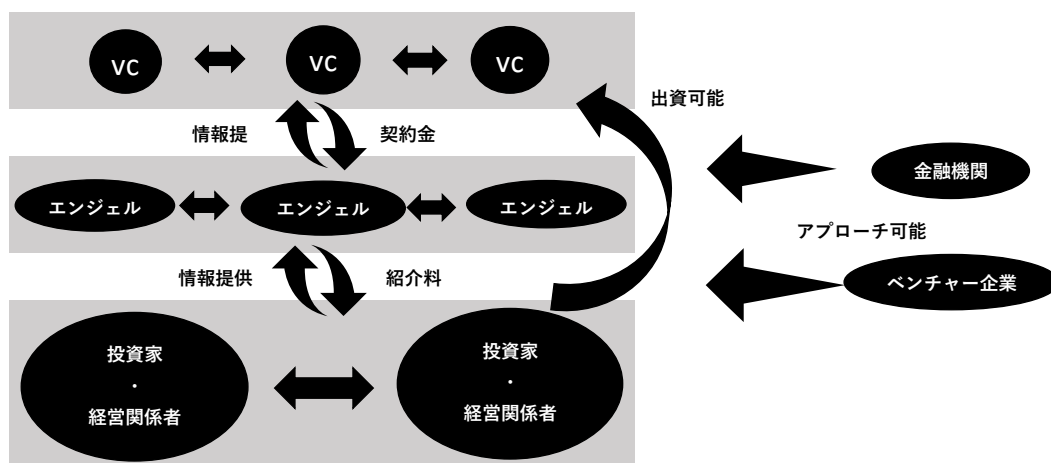
第 1 項 方策の概要

30 日本におけるベンチャーエコシステムの構築には、散在しているベンチャー

企業の情報を集積することで資金提供者の投資判断を容易にし、ベンチャー企業へのリスクマネー供給を強化する必要がある。そこで、ベンチャー投資を行う様々な主体のネットワーク「ベンチャー投資家ネットワーク」の構築を提言する（図表 29）。

5

図表 29 ベンチャー投資家ネットワーク



（出典：筆者作成）

- 10 投資家は出資可能資金額、得意な分野・業種、実績、プロフィールを登録する。これにより、同成長段階を対象とした投資家同士の横の情報共有と、成長段階をまたいだ縦の情報共有を可能にし、投資判断に必要な情報の充実を図る。また、金融機関やベンチャー企業等がネットワークにアクセスできるようにすることで、金融機関は融資判断材料を得ることができ、ベンチャー企業は
- 15 自社に適していると感じる投資家に直接アプローチをかけることが可能になる。また、このネットワークに向けたビジネスプランコンテストなどを定期的
- に開催することで、ベンチャー企業が自社をアピールする場を設ける。

この際、ネットワークへの参加に審査基準を設けることで、質の高い情報の交換を可能にする。その基準は、経済産業省の管轄で、宇宙ビジネスのみを対象に同様のネットワークを作成している「S-Matching」を基にする（図表 30）。

20

図表 30 ネットワークへの参加基準

① 社内に投資部門等を有し、5年以上の投資実績があること。

②個人の場合は、VCやエンジェル・ネットワーク等の第三者からの紹介があること。または経営関係者（役員・元役員等）であること。

（出典：筆者作成）

現在日本では、政府が主体となって各機関の連携によるベンチャーエコシ
5 テムの構築の重要性を提言しているため、ネットワークの管理・運営は公的機
関によって行うことが望ましい。

第2項 方策による効果

ネットワークの構築により、①エンジェル投資家の投資対象の拡大②VCの投資
10 判断材料の多様化と質の向上、が期待される。

① エンジェル投資家の投資対象の拡大

個人投資家が未上場企業へ投資したきっかけとして、「同僚・知人・親族と知
り合いであった」「他人の紹介」「交流会で出会った」といった要因が上位を占
15 める⁴²。そこで、未上場株式への投資を行ったことのない経営関係者をネット
ワークに勧誘し、参入してもらうことで、経営関係者の持つ独自の情報をエン
ジェル投資家が得ることができる。経営関係者はベンチャー企業の大まかな情
報を公開し、そこにエンジェル投資家がアプローチをし、エンジェル投資家と
ベンチャー企業のマッチングを図る。この際、情報への対価として紹介料の支
20 払いをエンジェル投資家に義務づけることで、経営関係者の情報提供に対する
インセンティブが生じる。今まで投資対象に入っていなかったようなベンチャ
ー企業が、個人投資家の紹介によってエンジェル投資家に認知されるようにな
るため、エンジェル投資家の投資対象の拡大が期待できる。

⁴²野村総合研究所（2013）p.38 参照。

② VC の投資判断材料の多様化と質の向上

エンジェル投資家が持つ情報を VC に提供することで、VC が多くの情報に基づいた投資判断を行うことが可能になる。そこで、ネットワーク内のエンジェル投資家と VC の間で、エンジェル投資家がベンチャー企業への投資を通じて得た有益な情報を VC に提供し、VC はその報酬をエンジェル投資家に支払うという契約を結ぶ。エンジェル投資家は、自身が投資した企業が VC からの支援を受けられるようになる可能性があり、契約金も得られることから、より有益な情報を提供しようとするのが考えられる。これにより、VC はよりリアルな情報に基づいた投資判断を行えるようになるため、現状では出資を受けられないようなベンチャー企業でも、出資を受けられるようになることが期待できる。

また、このように投資家の持つ情報の量や質が向上することによって、ベンチャー企業の不確実性が比較的減されるため、VC やエンジェル投資家によるベンチャー投資額は増加すると考えられる。加えて、個人投資家によるクラウドファンディングの利用の増加なども期待でき、ベンチャー企業へのリスクマネー供給が促進されると考えられる。

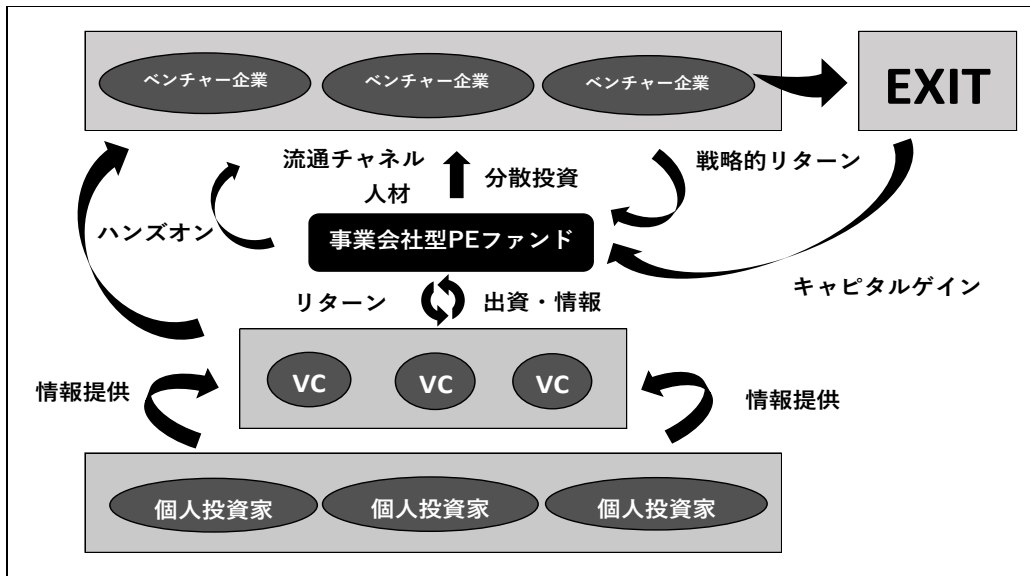
第 2 節 事業会社型 PE ファンドの設立

第 1 項 方策の内容

事業会社とベンチャー企業の連携によるオープンイノベーションの促進が重要視される中で、事業会社は投資判断の難しさによるリターンの実現の厳しさを課題と感じている。そこで「事業会社型 PE ファンド設立」を提言し、シンジケート投資を行うことでベンチャー投資に対するリスクを低減させ、ベンチャー投資を促進させる。

PE(プライベートエクイティ)ファンドとは、ベンチャー企業などの未公開株式を取得し、株式公開や売却をすることで、キャピタルゲインを獲得することを目的としたファンドのことである。この方策では事業会社が PE ファンドを設立し、ベンチャー企業に対する投資を行う (図表 31)。

図表 31 事業会社型 PE ファンドによるシンジケート投資の仕組み



(出典：筆者作成)

VCはファンドに対し、シード期に出資したエンジェルなどの個人投資家が実
 5 際に投資して得た情報とともに、自ら調査して得た情報を提供する。ファンド
 は出資金の調達と、戦略的リターンが得られそうな複数の投資先の選定を行う。
 この際、事業会社はファンドに対する出資は一切行わない。そして、選定した
 企業に分散投資を行う、いわゆるシンジケート投資の形を取る。その後、事業
 10 会社や複数のVCがハンズオンによる成長支援を行い、IPOを目指すと同時に事
 業会社が戦略的リターンを得られそうであればM&Aを目指すことでEXITの拡
 大も期待できる。

事業会社はリターンとして、戦略的リターンに加えキャピタルゲインの一部
 を受け取る。VCはその残りを、出資金額に応じて分配金を受け取ることでリ
 ターンを得る。

15

第2項 方策による効果

① ベンチャー企業のニーズ解決

この方法による資金調達は、CVCによる資金調達と同様に、資金だけではなく
 事業会社の持つ様々なリソースを使うことが出来る。加えて、複数のVCから
 20 の支援もあるため、エクспанション期以降のニーズの多くを占めていた人材
 確保や販路拡大の解決に非常に有効である。

② 事業会社のリスク低減

この投資方法の最大の特徴は、事業会社が出資を行わないことである。これにより、事業会社がベンチャー企業に投資することのリスクをほとんどゼロにできる。そのため、集まった出資金に応じて、多数のベンチャー企業に投資を行い易くなる。その上で、VC の情報に基づいた投資先の選定を行うため、投資に対するハードルを下げることができ、事業会社のベンチャー投資への新規参入が期待できる。

10 ③ オープンイノベーション

不確実性の高いベンチャー企業はどのように成長するか予測することが難しく、CVC 投資において戦略的リターンを得にくい現状にある。方策において、事業会社は出資をせずリスクもほとんど負わないことから、多数のベンチャー企業に投資を行えるようになる。これにより、事業会社は通常の CVC 投資と比較して多くの企業を支援することが可能である。

また、戦略的リターンを創出するためにはファンドの運用体制を強化する必要があり、通常の CVC の場合は外部の VC に委託することでファンドの運用体制を強化できる⁴³。一方、この方策では複数の VC がファンドに出資するため、事業会社は外部の VC に委託することなく運用体制を強化でき、戦略的リターンの獲得を比較的容易にする。

以上より、投資先の増加とリターン実現の容易化により、事業会社のベンチャー投資は増加し、ベンチャー企業とのオープンイノベーションの促進が期待できる。

25 ④ EXIT の活性化

前述したとおり、戦略的リターンを獲得し易くなることで、事業会社による M&A の促進が期待できる。また一方で、実質的には VC による出資であり、複数の VC のハンズオンによる手厚い経営支援を受けられることから、IPO による

⁴³ PwC アドバイザリー (2017) p.16、17 参照。

EXIT も行い易くなると考えられる。よって日本でのベンチャー企業の EXIT が活性化する。

5

10

15

20

25

終わりに

中小企業の現状分析にあたり、その規模の大きさに応じてアプローチを行った。その結果、とりわけ小規模企業において資金繰りが厳しく、情報の非対称性や規模の経済といった問題による影響が大きいことが分かった。現在、中小企業の主なメインバンクである地域金融機関の金融仲介機能が低下しており、

5 リスクを取りづらい現状にある。中小企業の資金繰りを改善するには、従来の審査コストを抑えた融資に加え、地域金融機関とのリレバンの強化、さらに金融機関のもつリスク分散が必要である。

そこで、クラウド会計の導入により融資判断に必要な定量情報をタイムリー

10 に提供することで、円滑な資金調達が可能となる。また、リレバンの強化として事業性を評価した融資を推奨し、リレバンサポートの構築、加えて小規模企業の信用補完として ABL による担保拡充を提案した。これらの提案により、リスクのある小規模企業への融資拡大と経営支援が実現するだろう。さらに、CLO の活用を促進することで、金融機関の効率的なリスク管理が可能になる。

また、中小企業のなかでも高い成長志向を持ち、日本経済の成長に大きく寄与するベンチャー企業については、各成長段階別に分析を行った。シード期と

15 アーリー期では、その実績の少なさや将来の不確実性の高さから資金調達における課題がみられた。アーリー期以降は、販路拡大や人材採用へのニーズ等、資金調達以外の課題が増加することが分かった。我々はこの要因として、各主体が連携してベンチャー企業を支援し、成長させる環境、すなわちベンチャーエコシステムが構築されていないことが問題であると考え

20 える。

そこで、資金提供者同士が連携し、情報を共有することで効率的なマッチングを行うためのプラットフォームとして、ベンチャー投資家ネットワークの設立を提言した。これにより、明確な情報を共有することで資金提供者の投資判

25 断材料が増えるため、ベンチャー企業とのマッチングが促進される。その結果、ベンチャー企業が継続して支援を受けられる様な環境の構築が期待される。

さらに、事業会社型 PE ファンドによって、事業会社によるベンチャー支援やオープンイノベーションの促進、それに伴う EXIT の活性化を提言した。これらの方策により、ベンチャー企業だけではなく事業会社も発展が望めるため、更

30 なる日本の成長を実現することが可能である。

参考 URL

- ・金融庁（2013）「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」
<<https://www.fsa.go.jp/news/24/ginkou/20130607-3/01.pdf>> 2018年10月26日アクセス
- 5 ・金融庁（2014）「地域金融機関の地域密着型金融の取り組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート」
<<https://www.fsa.go.jp/news/26/ginkou/20140815-2/01.pdf>> 2018年10月26日アクセス
- 10 ・金融庁（2015）「地域金融機関の地域密着型金融の取り組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート」
<<https://www.fsa.go.jp/news/27/ginkou/20150821-2/01.pdf>> 2018年10月26日アクセス

- 15 ・経済産業研究所（2011）「中小企業向け融資における審査体制と条件決定に関する実態調査」
<<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/11e053.pdf>> 2018年10月26日アクセス
- 20 ・経済産業省 HP「エンジェル税制のご案内」
<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/pdf/angeltax_panfl.pdf> 2018年10月26日アクセス
- ・経済産業省（2016）「平成29年度経済産業関係 税制改正について」
<http://www.meti.go.jp/main/zeisei/zeisei_fy2017/161215a/pdf/161215a002.pdf> 2018年10月26日アクセス
- 25 ・経済産業省（2018）「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会取りまとめ」
<<http://www.meti.go.jp/press/2018/06/20180629003/20180629003-2.pdf>> 2018年10月26日アクセス
- 30 ・商工組合中央金庫 HP「商工中金の概要」
<<https://www.shokochukin.co.jp/about/corporate/index.html>> 2018年10月26日アクセス
- ・信用保証協会（2017）「日本の信用保証制度」
<<http://www.zensinhoren.or.jp/document/japanese.pdf>> 2018年10月26日アクセス
- 35 ・全銀電子債権ネットワーク HP「参加金融機関一覧」
<<https://www.densai.net/list/>> 2018年10月26日アクセス
- ・大和総研（2012）「ベンチャー企業の資金調達」
<<https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12030201capital-mkt.pdf>> 2018年10月26日アクセス
- 40 ・智創税理士法人 支店広島事務所 HP「助成金・補助金の活用」
<<http://www.matsuura-apollon.jp/hojokin.html>> 2018年10月26日アクセス
- ・中小企業庁 HP「中小企業の定義について」
<http://www.chusho.meti.go.jp/faq/faq/faq01_teigi.htm> 2018年10月26日アクセス
- 45 ・中小企業庁 HP「中小企業・小規模事業者の数等（2014年7月時点）の集計結果」
<http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/chousa/chu_kigyocnt/2016/160129c>

- hukigyocnt.html> 2018年10月26日アクセス
- ・中小企業庁 HP「SBIR（中小企業技術革新制度）について」
<http://www.chusho.meti.go.jp/faq/faq/faq07_sbir.htm> 2018年10月26日アクセス
 - 5 ・中小企業庁（2012）「平成22年度中小企業の会計に関する実態調査事業 集計・分析結果【報告書】」
<http://www.chusho.meti.go.jp/zaimu/kaikei/2011/download/0823kaikei_enquete-1.pdf> 2018年10月26日アクセス
 - ・中小企業庁（2015）「平成27事務年度金融行政方針」
 - 10 <<https://www.fsa.go.jp/news/27/20150918-1/01.pdf>> 2018年10月26日アクセス
 - ・中小機構 J-Net21HP「技術開発を支援する！SBIR」
<<http://j-net21.smrj.go.jp/develop/sbir/develop/interview.html>> 2018年10月26日アクセス
 - 15 ・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」
<<https://www.tdb.co.jp/knowledge/trading/pdf/trading12.pdf>> 2018年10月26日アクセス
 - ・帝国データバンク（2017）「ABLの課題に関する実態調査 調査報告書」
<http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL/12.pdf> 2018年10月26日アクセス
 - 20 ・日本経済再生本部（2018）「未来投資戦略2018－「Society 5.0」「データ駆動型社会」への変革－」
<https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/miraitousi2018_zentai.pdf> 2018年10月26日アクセス
 - 25 ・日本経済再生本部決定（2016）「ベンチャー・チャレンジ2020」
<http://www.kantei.go.jp/jp/topics/2016/seicho_senryaku/venture_challenge2020.pdf> 2018年10月26日アクセス
 - ・日本政策金融公庫 HP「中小企業分野における政策金融」
<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/policy_finance.html> 2018年10月26日アクセス
 - 30 ・日本政策金融公庫 HP「融資業務」
<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/loan_finance.html> 2018年10月26日アクセス
 - ・日本政策金融公庫（2016）「欧米における中小信用保証制度に関する調査（2015年度）」
<https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/hosyo_oubei_160316.pdf> 2018年10月26日アクセス
 - 35 ・日本政策金融公庫（2017）「中小企業事業のご案内2017」
<<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/pdf/2017jfs.pdf>> 2018年10月26日アクセス
 - 40 ・日本政策金融公庫（2018）「中小企業事業のご案内2018」
<<https://www.jfc.go.jp/n/company/sme/pdf/2018jfs.pdf>> 2018年10月26日アクセス
 - ・野村総合研究所（2013）「個人投資家によるベンチャー企業等への投資活動の実態に関する調査」
<http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E003176.pdf> 2018年10月26日アクセス
 - 45 ・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 最終報告書」

<http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf> 2018年10月26日アクセス

- 5 ・富国生命保険（2018）「近年のIPOの市場動向」
<https://www.fukoku-life.co.jp/economy/report/download/analyst_V0L297.pdf> 2018年10月26日アクセス
- 10 ・富士経済（2015）「平成26年度中小企業における会計の実態調査事業 報告書」
<http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/000633.pdf> 2018年10月26日アクセス
- ・富士通総研（FRI）経済研究所（2018）「研究レポート No. 454 地域密着型金融の課題とキャッシュフローレンディングの可能性」
- 15 <<http://www.fujitsu.com/jp/Images/no454.pdf>> 2018年10月26日アクセス
- ・ベンチャーエンタープライズセンター（2018）「2017年度ベンチャーキャピタル等投資動向速報」
<http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/20180820_07_VECNEWS_H30_No28_YEAR.pdf> 2018年10月26日アクセス
- 20 ・みずほ総合研究所（2005）「クレジット・スコアリングの現状と定着に向けた課題」
<<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron0501-2.pdf>> 2018年10月26日アクセス
- 25 ・矢野経済研究所（2017）「国内クラウドファンディング市場の調査を実施（2017）」
<http://release.nikkei.co.jp/attach_file/0456437_01.pdf> 2018年10月26日アクセス
- 30 ・リース事業協会（2018）「リース統計（2017年度）」
<https://www.leasing.or.jp/statistics/docs/2018_04.pdf> 2018年10月26日アクセス
- 35 ・三菱総合研究所 HP（2011）「担保価値モデル「動産評価シート」開発により、融資体制強化を支援ーアセット・ベースド・レンディングに関する業務提携のお知らせー」
<<https://www.mri.co.jp/news/press/teigen/2011/001792.html>> 2018年10月26日アクセス
- 40 ・PwC アドバイザリー（2017）「CVC ファンドを活用したベンチャー企業とのオープンイノベーション」
<<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2018/assets/pdf/tmt-cvc.pdf>> 2018年10月26日アクセス

参考文献

- ・事業再生研究機構（2007）『ABLの理論と実践』商事法務
- 45 ・オープンイノベーション・ベンチャー創造協議会（JOIC）、新エネルギー・産

- 業技術総合開発機構（NEDO）（2018）『オープンイノベーション白書第二版』
- ・ 中小企業庁（2005）『2005年版中小企業白書』
 - ・ 中小企業庁（2006）『2006年版中小企業白書』
 - ・ 中小企業庁（2007）『2007年版中小企業白書』
 - 5 ・ 中小企業庁（2013）『2013年版中小企業白書』
 - ・ 中小企業庁（2016）『2016年版中小企業白書』
 - ・ 中小企業庁（2017）『2017年版小規模企業白書』
 - ・ 中小企業庁（2018a）『2018年版小規模企業白書』
 - ・ 中小企業庁（2018b）『2018年版中小企業白書』
 - 10 ・ 中島真志（2015）『入門企業金融論』東洋経済
 - ・ ベンチャーエンタープライズセンター（2017）『ベンチャー白書 2017』