

平成 28 年度「証券ゼミナール大会」

第 5 テーマ A ブロック

「日本のベンチャー企業における 資金調達について」

立教大学 亀川ゼミナール 井上班

目次

	序章	3
	第1章 ベンチャー企業における資金調達の現状	4
5	第1節 ベンチャー企業の現状	4
	第2節 ベンチャー企業の意義	7
	第3節 ベンチャー企業の資金調達手段	10
	第2章 資金調達の現状と課題	12
10	第1節 直接金融の現状と課題	13
	第2節 間接金融の現状と課題	17
	第3節 公的支援のあり方	21
	第3章 成長段階における資金調達の提案	22
15	第1節 シード期	23
	第1項 エンジェル税制	23
	第2項 クラウドファンディング	28
	第2節 アーリー期 VC×年金運用	31
	第3節 ミドル期	36
20	第1項 売掛金担保融資×URIHO	36
	第2項 クラウド会計の促進	41
	第4節 レイター期 IFRS 移行への公的補助	43
	終章	48
25		
	参考文献	49

序章

近年、急激なグローバル化や IT 化によって新技術・新産業が数多く生み出されている。その中で日本が世界のこの流れについていき、経済発展を遂げるには新技術・新産業を生み出すベンチャー企業が存在が不可欠である。ベンチャー企業によって、経済が活性化し起業が活発になり成長を遂げた企業が新たなベンチャー企業を支援したりするなど、好循環を生み出すことができる。

しかしながら、日本ではベンチャー企業の数や規模はいまだ大きくない。起業の数も経済を発展させるほどの規模はない。その一因として、資金調達の困難さがある。創業間もないベンチャー企業に資金を出すことはリスクが高いと思われ、円滑な資金調達ができていない現状があるといえる。実際、ベンチャー企業の主な資金調達であるベンチャーキャピタルの投資額は世界と比較して多いとはいえない。特に起業大国で多くのベンチャー企業を生み出しているアメリカと比べるとその差は投資額の対 GDP 比で約 7 倍もの差がある。このような現状からベンチャー企業の興隆が少ないと考えられる。

そこで、我々の論文では“望ましい資金調達でベンチャー企業の Exit を増やす”ことを目指す。望ましい資金調達とは、必要な時に必要な資金量を、適した方法で調達できることであると考ええる。必要な時に必要な量とは、企業の各成長段階でその段階に適した資金量を得られることであり、適した方法とは資金の供給側など資金調達に関わる関係者にメリットがあるような方法である。

イノベーションにより日本の経済などの活性化が望まれる現代の日本において、ベンチャー企業の設立や増加を促す Exit の必要性がさげばれている。我々の考える望ましい資金調達でその Exit の増加を図ることで、日本経済の活性化につなげていく。

本論文では、1 章でベンチャー企業における資金調達の現状について説明し、2 章では直接金融・間接金融それぞれの現状と課題を考察し、公的支援のあり方を述べる。3 章ではそれを踏まえて成長段階ごとの提案をし、そして最後に本論文のまとめをする。

第 1 章 ベンチャー企業における資金調達の現状

1 章ではベンチャー企業における資金調達の現状を確認するため、最初にベンチャー企業の定義や規模などを述べ、次にベンチャー企業の社会における意義を説明する。そして現状の主な資金調達手段を説明していく。

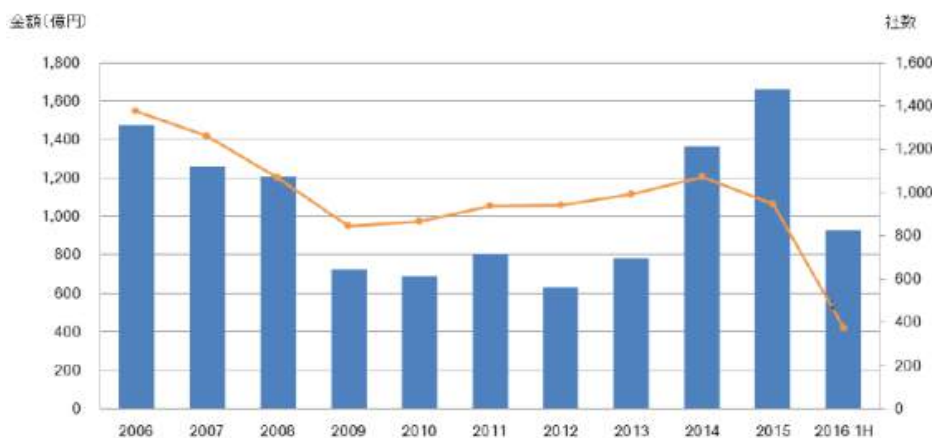
5 第 1 節 ベンチャー企業の現状

まず、ベンチャー企業の定義であるが、主旨文においては“創業からあまり時が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業”と定義されている。本論文では、加えて“設立時から Exit(新規株式上場 あるいは M&A)するまで”をベンチャー企業とする。

10 ベンチャー企業に対する資金調達は、2013 年から増加している。図 1-1 の棒グラフをみると、ベンチャー企業の資金調達額は、2016 年上半期では 2015 年の約 65%を占めている。このまま増加していけば、2016 年度の総額は 2015 年度を超えると見込まれる。

一方、同じく図 1-1 の折れ線グラフは、ベンチャー企業に対して資金を調達した企業数が 2014 年から減少傾向にあることを示している。ベンチャー企業の資金調達額は増加しているが、資金調達を行った企業数は減少しているという現状から、投資をする企業は投資先を選ぶことに慎重になっており、さらに一つのベンチャー企業に対して集中的に投資していると言えるだろう。

20 図 1-1 資金調達総額と企業数

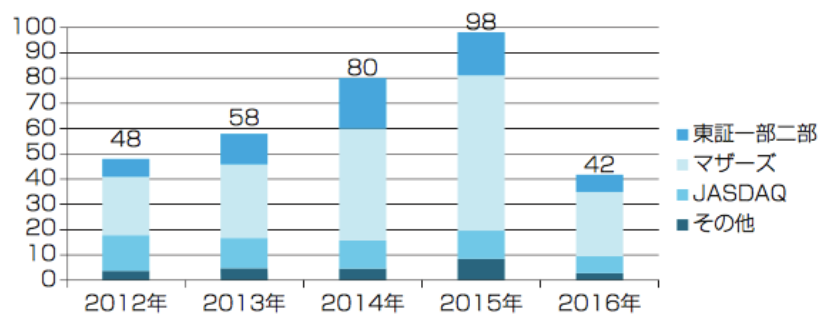


出典)「2016 年上半期ベンチャー資金調達が大幅にアップ、JVR が発表」
BizZin(2016 年 9 月)

次に、ベンチャー企業の主な EXIT の方法としては、新規株式公開(以下 IPO)と M&A が挙げられる。

IPO 件数は、近年増加傾向にある。図 1-2 のとおり、2015 年の件数は 2012 年に比べて約 2 倍の 98 社となった。2016 年上半期は 42 社であり、2015 年上半期の 48 社には及ばなかったものの、年間を通すと 100 社前後に到達すると予想される。

図 1-2 IPO 件数の推移(単位:社)



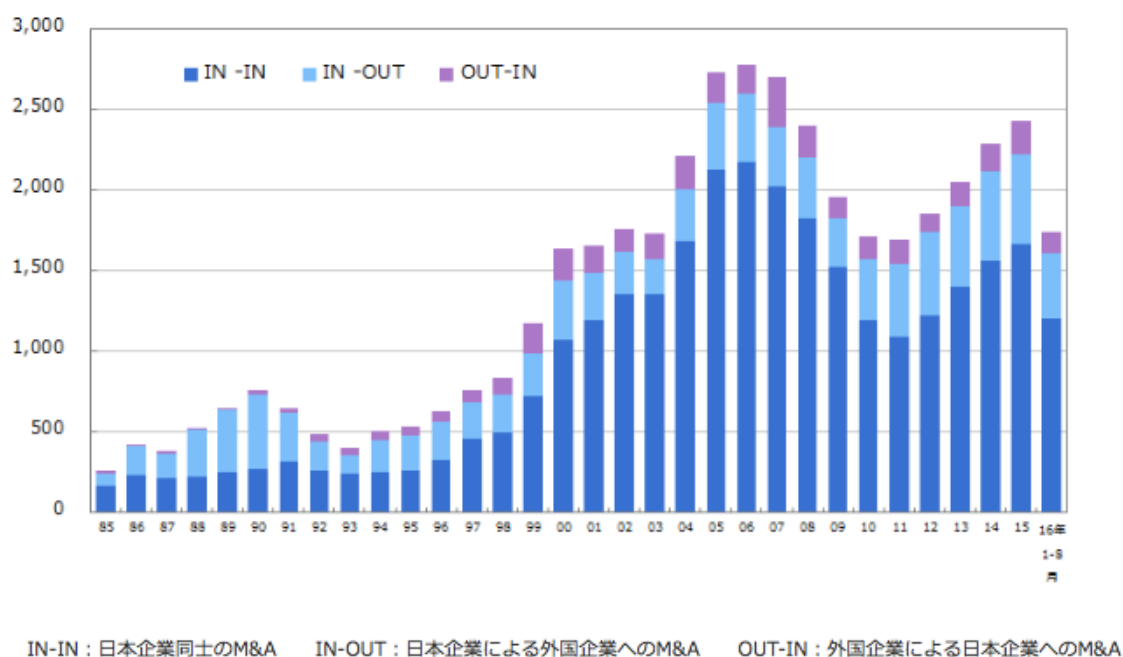
10 出典)「2016 年上半期における IPO の動向」Deloitte(2016 年 8 月)(P11)

また、現在普及しつつあるのが M&A である。日本国内に約 300 万社もの企業が存在している現在、上場に達する企業というのはやはり一握りであり、上場へのハードルは高いものとなっている¹。

15 そこで、図 1-3 の近年の M&A 件数の部分に着目してみると、件数自体は 2011 年頃から再び増加しているということが分かる。さらに、2016 年 8 月までの M&A 件数から、2016 年全体の M&A 件数も 2015 年を上回るのではないかと考えられる。図 1-3 はベンチャー企業ではなく全企業対象であるが、傾向として M&A が増加していることが読み取れる。アメリカでは、以前から EXIT の
20 8 割以上を M&A が占めているが、日本においても M&A に対する人々の抵抗が薄れてきている。今後、M&A もベンチャー企業が目指す選択肢のひとつとしてさらに活性化していくのではないかと考えられる。

¹ 磯崎哲也 (2015)「起業のファイナンス」日本実業出版社・P.50 より参照

図 1-3 1985 年以降のマーケット別 M&A 件数の推移



出典)「グラフでみる M&A」MARR Online (2016 年 10 月)

- 5 そして、日本では毎年、20～30 万人の起業家が誕生している²。起業希望者数は年々減少傾向にあるものの、この起業家数は年によって大きな変化はない。しかし、図 1-4 の起業家活動の国際比較を見てみると、起業活動指数の平均は 7.9%である一方、日本はわずか 4.0%となっている。アメリカには到底及ばず、他国と比べても圧倒的に低い。
- 10 また、開業率・廃業率に関しても、世界に比べると日本の水準は低くなっている³。このことから、日本では産業活動の入れ替わりが他国ほど盛んではないと言える。
- 15 以上より、日本人の起業意識は低いことがベンチャー企業の規模が小さいことに起因しているのではないかと考える。そこで、日本における起業の文化を根付かせる、そして起業活動を増やして、ベンチャー企業を活性化していく必要があると考える。

² 「第 2 章 企業・創業・新たな担い手の創出」 中小企業庁・2014 年

³ 「3.国際比較」 中小企業庁

図 1-4 起業家活動 国際比較調査



出典)「ベンチャー有識者会議」経済産業省(2014 年 4 月)(P.9)

5 第 2 節 ベンチャー企業の意義

では、ベンチャー企業が社会に与える影響にはどのようなものがあるのだろうか。ここではベンチャー企業が社会に必要であることを示すため、ベンチャー企業の意義について考察する。

ベンチャー企業が社会に与える影響は主に 3 つあり、“雇用の創出”“イノベーションの創出”“GDP の増加”が挙げられる。

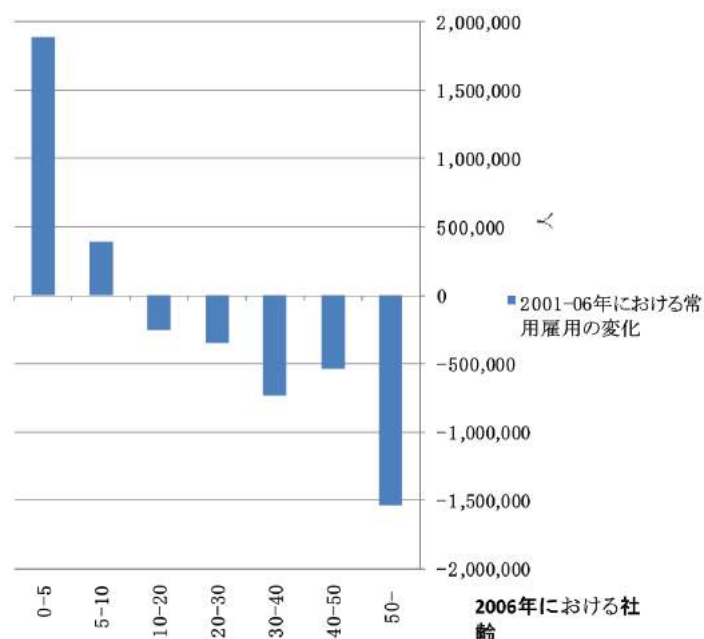
① 雇用の創出

現状、日本経済を動かす雇用を生み出しているのは大手企業や社齢が高い企業ではない。むしろ、海外移転や国内子会社などの雇用移転が多く、雇用を喪失させてきたという事実すら存在する。現代の雇用を生み出している企業は創業 10 年未満の若い企業であり、その中でも活発な雇用創出に貢献しているのは従業員 5 人未満の零細企業と 500 人～1,000 人規模の中小企業であることがわかっている⁴。図 1-5 によれば、社齢の低い企業が雇用を創出している。このため、ベンチャー企業の雇用創出力は高く、日本経済を雇用面からサポートしていると考えられる。具体例として、ベ

⁴ 「日本経済再生の原動力を求めて」深尾京司、権赫旭(2010 年 11 月)参照

ンチャー企業である Facebook は 2014 年に 450 万人という雇用を創出し
ており、2270 万円ほどの経済効果を生んでいる⁵。

図 1-5 企業の社齢別に見た常用雇用の純増 2001-2006 年



出典)「日本経済再生の原動力を求めて」深尾京司、権赫旭(2010年11月)(P.78)

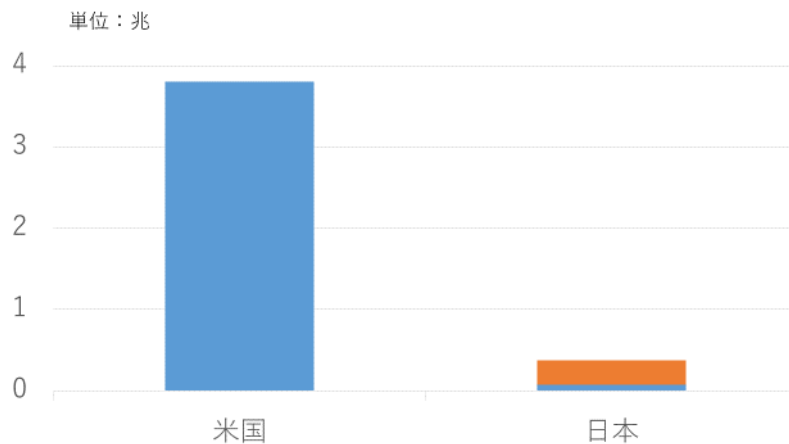
② イノベーションの創出

元ベンチャー企業である SONY も未開拓の分野をベンチャー企業としてスピードを持って切り開いていく中で現在の形に到達している。ベンチャー企業の事業対象は多岐にわたり、インターネットや宅配などのみに留まらず、医療や福祉などの技術面にもわたりベンチャー企業独特のスピードを武器に日々新分野の開拓を行っている。

実際にアメリカではベンチャー企業を筆頭に経済が回っている。図 1-6 が示すように、1995 年以降に創業されたベンチャー企業の Facebook や Google は世界の人々にインターネットを通じて価値を与えるというイノベーションを起こし、現在では世界を股にかける大企業に成長した。

⁵ 「2014 年の経済効果は 2270 億ドル、450 万人の雇用創出 - フェイスブックが『自己申告』」WirelessWire News(2015 年 1 月 21 日)参照

図 1-6 世界トップ 2000 社 (Fobers Global) の内、
1980 年以降に設立された企業 (金融を除く) の時価総額の比較



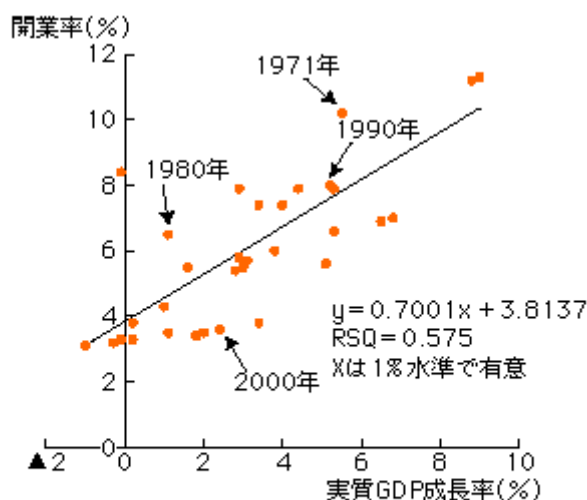
※日本の橙色の箇所は新規設立ではなく民営化・合併・ホールディングス化等
出典)「ベンチャー有識者会議」経済産業省(2014 年 4 月)(P.8)より筆者作成

③ GDP の増加

図 1-7 によれば開業率と実質 GDP は正の相関関係がある。企業の開廃業が増えることで雇用などに影響があり、企業の新陳代謝が上がる。その結果、GDP の増加につながっていると考えられる。

そこでベンチャー企業の創業と撤退により、起業数の増加に伴い、上記で述べたように雇用が生まれ、経済活動に関与することで成長すれば日本経済への大きな貢献になる。一方で、たとえ廃業になってしまったとしても、新たな起業が起これば企業活動が活発になるので、ベンチャー企業の創業と撤退が今後の日本経済を支えていくのは間違いないと考えられる。

図 1-7 開業率と実質 GDP 成長率の関係



資料：法務省「民事・訟務・人権統計年報」、国税庁「国税庁統計年報書」、内閣府「国民経済計算年報」

出典)「日本社会の活力と中小企業」 中小企業庁(2002 年)

- 5 以上 3 つがベンチャー企業の社会に与える役割であり、いずれも経済発展のためには不可欠な要素である。そのため、ベンチャー企業の資金調達を現状より円滑にする必要があり、それが日本の経済等の発展に繋がると考えた。

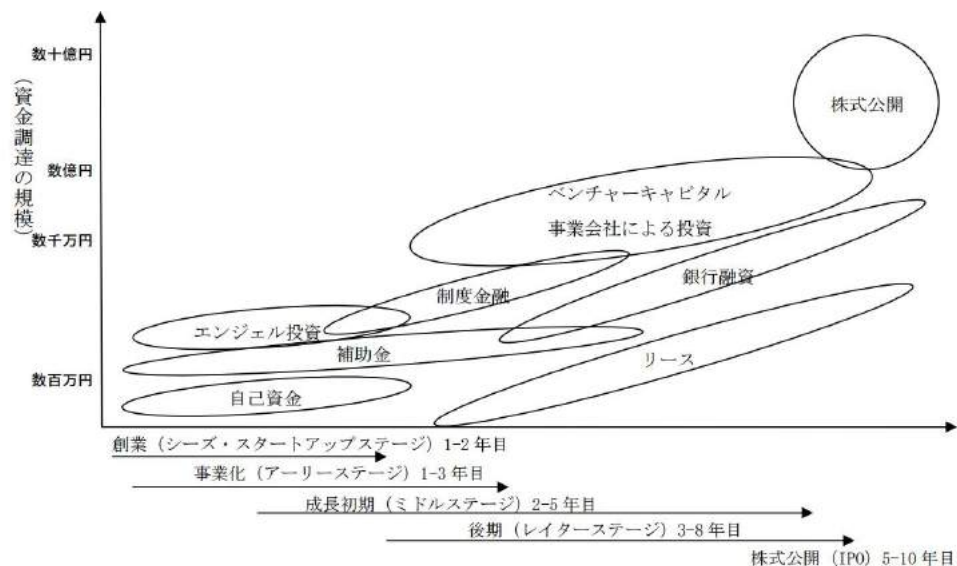
第 3 節 ベンチャー企業の資金調達手段

- 10 次に日本におけるベンチャー企業の資金調達について述べていく。

信用と実績の低いベンチャー企業にとって事業存続のための十分な資金の確保は容易ではない。資金調達方法としては様々な手段があるが、ベンチャー企業は最終的なゴールとなる Exit に向けてそれぞれの成長段階に合った資金調達の方法をもとに企業に適した方法を選択している。

- 15 ベンチャー企業は 4 つの段階を経て成長していく。成長段階としてはおおむねシード期、アーリー期、ミドル期、レイター期のように区分される。事業の成長段階が変化するのと同時に有効な資金調達方法や必要となる資金の金額規模は異なり、事業が発展すると共に選択できる資金調達方法は多様になる。
- 下記の図 1-8 は横軸にベンチャー企業の成長段階、縦軸に資金調達の規模を取り、各資金調達方法を示したものである。
- 20

図 1-8 ベンチャー企業の成長段階に応じた資金調達方法



出典)「ベンチャー企業の資金調達」大和総研(2012年3月)(P.2)

5

まず、ベンチャー企業を4つの成長段階に分類した時の第1期目で、会社を設立する前の準備期であるシード期では、主にエンジェル投資、自己資金、国や地方自治体の補助金などの方法によって調達されていることが多いことがわかる。特に自己資金、親戚・知人による資金調達の割合が最も大きいとされている⁶。シード期は創業間もなく信用力が乏しいため金融機関からの融資を受けづらく、資金調達に関する知識や情報が不足しているという問題点が挙げられる。そのため融資などと違い、確実性がある自己資金や知人による資金調達方法が多い。

10

また、シード期ではエンジェル投資による資金調達も行われる。エンジェル投資とは創業初期の会社に対して出資を行う投資家であるエンジェルが、資金を提供しその見返りとして企業が社債や株式を提供するというものである。自己資金や国などからの補助金などと比べて金額的規模は大きい。つまりエンジェルからの出資は不安定な時期に直接高額な出資をしてもらうことができるという利点があるということである。エンジェルはベンチャー企業が成功を収め

15

⁶ 「ベンチャー白書 2015 発表資料」一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター2015年12月3日

るために欠かせない存在であり、実際にアメリカ合衆国の多くの起業家が集まる地域であるシリコンバレーでも大活躍の存在である。

次に、会社設立して間もない時期であるアーリー期では、それまでの方法に加えてベンチャーキャピタル(以下 VC)や事業会社による投資、政府系金融機関などによる制度金融、信用保証協会による信用保証、リースの方法が主に用いられる。その中でも特に VC による投資が金額比率で見ると最も大きな割合を占めている⁷。VC は投資だけでなく、経営ノウハウや人的ネットワークを活かして経営の支援を行ってくれるため、事業運営が安定しておらず資金繰りが困難なアーリー期には有効的な方法である。ただ VC は出資の回収のために出資先企業の株式上場を最終目標とする場合が多いので、将来成長が見込まれる企業にしか投資されないという特徴がある。そのため VC の融資を受けるためには綿密な事業計画を練る必要がある。

そして事業が軌道に乗り始めて収益化が加速し成長・拡大しつつある時期のミドル期、企業の更なる変革を見据える時期であるレイター期には事業規模の拡大や市場開拓などのためにますますの資金が必要とされる。そこでミドル期、レイター期では共通の資金調達方法として自己資金やエンジェル投資に代わって銀行融資が新たに用いられる。銀行からの融資を受ける際には土地などの担保や保証人、十分な信用が必要となる。また銀行は貸し倒れしてしまうことを防ぐので、融資先の企業は将来性があるかどうかを見極めるため比較的審査が厳しくなっている。

以上のようにベンチャー企業の資金調達はそれぞれの企業の成長段階に応じて多種多様な方法で資金調達が行われているという現状がある。

第 2 章 資金調達の現状と課題

1 章ではベンチャー企業における資金調達の概要に関して述べた。2 章ではその資金調達の具体的な現状と、そこから導き出される課題を論述していく。

⁷ 「ベンチャー白書 2015 発表資料」 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター 2015 年 12 月 3 日

第1節 直接金融の現状と課題

1節では、直接金融の現状と課題について述べていく。まず、直接金融とは、「資本市場を通じて資金供給者(投資家)から直に資金を調達する⁸」形態である。

その代表的な資金調達方法として、VCやクラウドファンディング、エンジェル投資等がある。直接金融における資金の供給側の特徴は、銀行預金より利回りが良いが、元本割れの可能性があるという点である。直接金融では株式や債券を購入して配当や利息を受け取るので、株価が上昇すればその配当額も上昇し、高い利益を受け取ることができる。その反面、返済義務がないので、元本割れの可能性があることも特徴である。また、資金の需要側としてもメリットとデメリットの両方の側面がある。メリットは、直接金融は信用や担保があまり必要なく貸し出しの際の審査もないので、間接金融より資金調達しやすいという点である。デメリットは、株式を発行して売るので管理を怠ると経営権を失ってしまうことである。

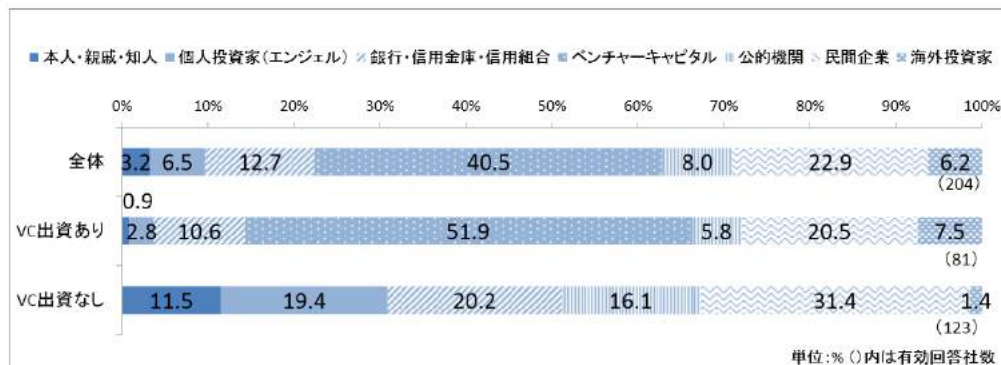
以上を考えると、ベンチャー企業では信用や担保がないことが多いので、直接金融での資金調達が良い方法だと考える。

では、ベンチャー企業の資金調達の内訳を見してみる。図2-1は資金調達元の金額比率である。直接金融の代表であるVCは金額では約40%を占め重要な資金調達元となっていることが分かる。

また、図2-2はVCの年間投資額の推移である。この国内向け投資金額の推移をみると、2011年度から緩やかな上昇、もしくは横ばい傾向にあることが分かる。日本のベンチャー企業の重要な資金調達元であるが、将来の成長性があるとは言えないだろう。

⁸ 「中小企業金融入門」 藪下史郎、武士俣友生・2006年・P.52より引用

図 2-1 ベンチャー企業の直近 1 年間の資金調達元の金額比率



出典)「ベンチャー白書 2015」一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(2015 年 12 月)(P.174)

図 2-2 日本の VC 等年間投資金額の推移



出典)「ベンチャー白書 2015」一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(2015 年 12 月)(P.1,2)

また、VC の投資額の対 GDP 比率を諸外国と比較すると、日本は 0.04%、アメリカは 0.28%、イスラエルは 0.38%⁹と劣っていることが分かる。特に同じ新興国であるアメリカとは 7 倍もの差があり、日本の VC 市場の未熟さが表れている。

⁹ 「ベンチャー・チャレンジ 2020」日本経済再生本部・2016 年 4 月 P.5

次に、近年注目されているクラウドファンディング(以下 CF)について述べる。CF とは、「米国発祥のサービスと言われ、『Crowd』(=群衆)と『Funding』(=資金調達)を掛け合わせた造語で、資金を必要とするプロジェクト等がインターネットを介して不特定多数の人々から比較的少額な資金を幅広く調達する手段¹⁰」である。CF の種類は主に寄付型・購入型・投資型・貸付型の 4 つがある。寄付型は報酬を求めない投資であり、購入型はモノやサービスを購入することで資金を提供する。投資型は株式などを購入し報酬は配当金等であり、貸付型は利息を報酬として受け取る。このような 4 種類のタイプがあることが CF の特徴である。

- 10 CF の市場規模の推移を表す下の図から分かるように、その規模は年々増加しており、日本では貸付型が主流となっている。このように CF は年々規模が増加している資金調達手段である。

図 2-3 国内 CF の新規プロジェクト支援額(市場規模)推移



15

出典)「国内 CF 市場の調査を実施」矢野経済研究所(2016 年 8 月)(P.3)

- 20 しかし、諸外国との比較をしてみると、アジアはアメリカやヨーロッパに比べて規模が低いことが分かる(図 2-4 参照)。このように、CF は近年増加傾向にあるが、諸外国と比べると未熟であるという点が挙げられる。

¹⁰「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」矢野経済研究所(2016)P.2より引用

図 2-4 2012 年 CF・プラットフォームによる調達額地図



出典)「世界でも日本でも拡大する CF 市場」アイティメディア(2014 年 4 月)

- 5 以上の諸外国との比較により CF では成長性があるが、VC・CF ともに規模が小さいことが分かる

最後に、ベンチャー企業がシード期に資金調達をすることが多いエンジェル投資について述べる。図 2-5 は日本とアメリカのエンジェル投資の違いを表した表である。アメリカとの差は歴然である。アメリカのエンジェル投資額は、

- 10 VC の投資額に匹敵する程の大きさである。

図 2-5 日米のエンジェル投資の比較

	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)

出典)「日米比較。こんなにも違うエンジェル投資家の数。」Startup Insight・

- 15 (2016 年 7 月)

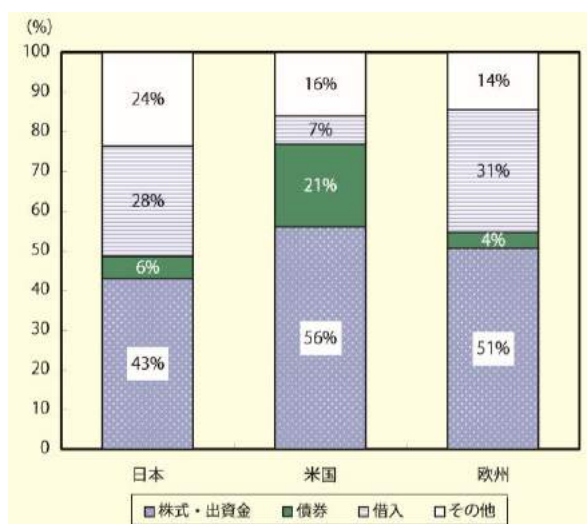
これより、直接金融における課題は、ベンチャー企業にとっては直接金融での資金調達が重要であるにも関わらず、ベンチャー企業へ流れる資金量が少ないということが考えられる。

第2節 間接金融の現状と課題

この節では、間接金融の現状を把握したうえでの我々の考える課題を提示する。まず、間接金融とは「資金供給者と資金需要者との間に金融機関が入って資金を融通する¹¹⁾」資金調達形態である。間接金融の特徴として、資金供給側からすると収益が利息のみなので利回りが低いが、貸し倒れのリスクは金融機関が背負うので元本割れの可能性が低いという点が挙げられる。近年の新たな金融機関の貸し出しの形態として、シンジケートローンや ABL(動産担保融資)などがある。

10 日本では間接金融は以前より主流な資金調達方法であった。以下の図 2-6 は資金調達の割合の日米欧の比較であるが、借入の項目がアメリカの 7%に比べ、日本は 28%と高い比率を占めている。このように、日本では間接金融は大きなウェイトを占めているのである。

15 図 2-6 日米欧の企業の金融負債残高構成比(2013 年 6 月末)



出典)「日米欧で企業へのおカネの流れは異なるのか」神尾篤史(2012 年)(P.2)

20 バブル期では、高金利により人々が多くの金を預け、利息で儲ける資産運用という形をとっていたので、間接金融の規模が大きかった。そのことは下の図 2-7 の貸出残高推移からも分かる。

¹¹⁾ 「中小企業金融入門」藪下史郎、武士俣友生・2006 年・P.53 より引用

図 2-7 中小企業向け貸出残高推移



出典)「貸出先別貸出金」日本銀行(2016年)

5

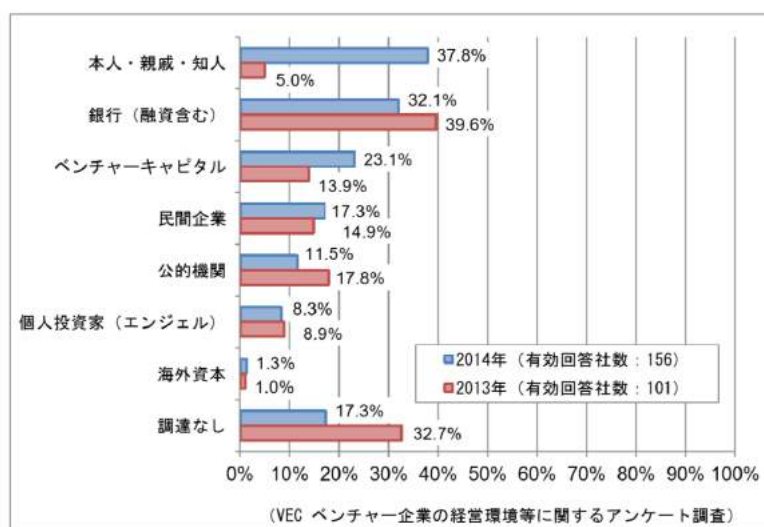
しかし、バブルが終わり、不良債権が多くなると徐々に金利が下がっていき¹²、預金も減り、上図からも分かるように貸出残高は減っていった。近年になって少し上昇傾向にあるが、1990年代と比較するとその規模は相変わらず劣っている。

- 10 また、ベンチャー企業の出現による直接金融の増加も間接金融の規模減少に寄与しているだろう。ベンチャー企業が現れ、IPO 件数も増えてくると VC や CF など様々な資金調達方法が生まれ、より調達しやすい直接金融へとシフトしていった。図 2-8 は 2013 年と 2014 年の資金調達の内訳を示しており、前年度比をみることができるのだが、VC は 2013 年より増加しているのに対し、銀行融資は減少している。そして 2015 年では金額比率において VC40%、銀行融資 24%と直接金融のほうが主流になっていることが分かる(図 2-1 参照)。
- 15

20

¹² 「今後の預金金利、定期預金金利の動向/見通し」中央アセットマネジメントプランニングより参照

図 2-8 直近 1 年間の資金調達元の件数比率（全体：複数回答を含む）



出典）「ベンチャー白書 2014 発表資料」一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(2014 年 12 月)(P.13)

5

以上のように、昔は間接金融主流であり現在は直接金融にシフトしているのだが、資金調達の安定化のため、間接金融での資金調達についても考えなければならない。

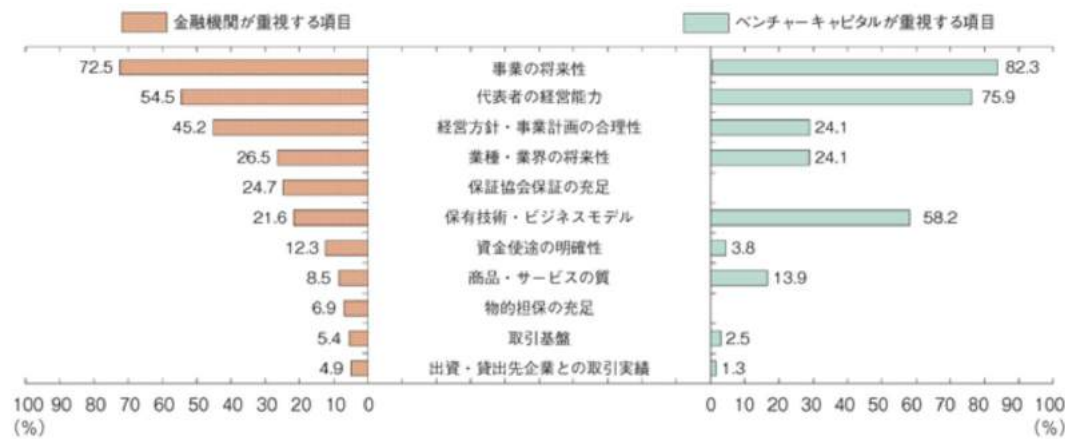
では間接金融の問題点を挙げていく。大きく分けて“融資審査がある”“信用
10 や担保、保証がなければならぬ”のふたつがある。

① 融資審査がある

金融機関からの融資を受けるには、金融機関の審査を通らなければならない。その審査には事業計画の開示や、財務面での開示などが求められ、
さまざまな面から調査・判断される。企業は情報開示コストを負担しな
15 くてはならない上に、100%借りることができる保証はない。つまり資金
をすぐに借りることが不可能なのである。また、審査項目に関しても、
直接金融での資金調達との違いがある。図 2-9 は金融機関と VC が重視す
る項目の違いを表したものであるが、VC は代表者やサービスなど内容を見
て判断しているのに対し、金融機関は将来性や合理性など、相対的に
20 みて安定しているかどうかで判断している。ベンチャー企業は新産業や

新技術を事業としているので、安全性を重視する金融機関より VC での判断の方が資金を集めやすくなっている。

図 2-9 創業から成長初期までの中小企業に研究開発資金を供給する際に重視する項目

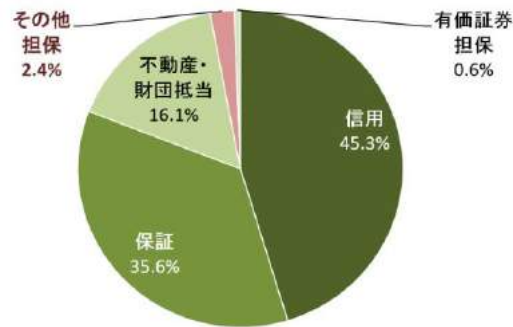


出典)「金融機関の資金供給実態調査」(株)東京商工リサーチ(2008年12月)

② 信用や担保、保証がなければならない

10 金融機関からの融資は、貸し倒れリスクを少なくするため信用の有無を調査したり、担保や保証人などを課したりしている。図 2-10 から分かるように、貸出をする時には“信用”“保証”“不動産担保”を課することが合わせて約 97%あり、ほとんどなくてはならないものとなっている。

15 図 2-10 貸出金の担保内訳



出典)「ABL の普及促進の政策的意義について」経済産業省 経済産業政策局 産業資金課(2014年2月)(P.4)

このような問題点がある間接金融であるが、ベンチャー企業の資金調達ということを考慮した時に、このふたつの問題点は資金調達において大きな障壁になるだろう。“融資審査がある”という問題点に関しては、ベンチャー企業はリスクが大きく、銀行側も十分な審査を行うのでスムーズに融資を受けることは難しい。また、“信用や担保、保証がなければならぬ”の問題点に関して、担保として機能するほどの不動産資産をベンチャー企業は持っていない。中小企業全般のデータになってしまうが、企業が保有する資産において、不動産にあたる“土地”の保有割合は約 20% しかなく¹³、ましてベンチャー企業は土地の資産はあまり持っていない、もしくは必要としないので、不動産資産の保有割合はもっと低くなると考えられる。

以上より、“融資審査がある”“信用や担保、保証がなければならぬ”のふたつが間接金融における課題であると我々は考える。

15 第 3 節 公的支援のあり方

資金調達においては金融機関や証券会社など一般の資金供給者と、政府の公的な制度がある。この公的支援のあり方を述べるために、まずはそれぞれの目的を確認する。企業や個人投資家など一般の資金供給者は、社会貢献などの目的もあるが、主としては利益を上げて、企業であれば事業を存続・発展させるという大きな目的がある。そのため利益の上がない資金の出し方は通常であれば避けることが多いだろう。対して公的な政府は、日本の発展を第一の目的としており、さまざまな関係者(資金の供給側・需要側)を考慮して活動を行っている。そのため、政府が維持できるための仕組みは必要ではあるが、あまり利益を増加させるという事に重きを置いていない。この観点から考えて、公的支援の役割は大きく分けて、①資金調達の補完的役割、②一般企業では難しいことを行う役割、のふたつであると我々は考える。

① 資金調達の補完的役割

¹³ 「ABL の普及促進の政策的意義について」経済産業省 経済産業政策局 産業資金課・2014 年 2 月 24 日・P.4 より

一般の資金調達方法には完璧でない部分もある。公的支援では一般の資金調達方法では足りない部分を補完する役割も担っているだろう。例としては信用保証制度が挙げられる。信用保証制度とは、金融機関の融資の際に利用される制度で、企業は保証協会からの保証承諾により金融機関から融資を受けられる。もし、企業が返済をできない場合は保証協会が代位弁済をして後に企業から保証協会へ弁済をするという制度である。この保証制度により、金融機関は安心して融資を行うことができ、企業は保証料を払う必要はあるが、金融機関からの融資が受けやすくなる。この制度では金融機関と企業のふたつを補完しているのである。信用保証制度にはさまざまな種類があり、流動資産担保融資保証制度(ABL 保証)や、小口零細企業保証制度などそれぞれ企業に応じて利用することができる。信用保証制度は代位弁済額が肥大してしまっていて保証協会の負担が大きくなってしまっているという問題はあるものの、銀行融資を補完する制度となっている。

② 一般企業では難しいことを行う役割

資金調達では利益を目的している企業では難しいこともある。公的支援はそのような企業では難しいことを代わりに行うという役割もある。例えば政府系金融機関が挙げられる。政府系金融機関の特徴は低金利・固定金利・長期返済などがあり、一般の金融機関では難しいような特徴がある。また、補助金や税制優遇もこの例である。資金を供給するのか、政府が徴収する額を減らすのかに違いはあるものの、このふたつは無償で行っているというところに特徴がある。これは一般の企業では難しいことでもある。このような制度により資金の需要側も資金調達しやすくなっているという事実がある。

公的支援には以上のふたつの役割があるので、ベンチャー企業は必要に応じて利用していくことが望ましい。以下では、直接金融・間接金融での資金調達に加えて、上記の公的支援の役割を踏まえて提案をする。

第3章 成長段階における資金調達の提案

前章までを踏まえ、我々が考える成長段階における資金調達の解決策を、シード期・アーリー期・ミドル期・レイター期の4段階に分けて提示していく。

第1節 シード期

- 5 シード期ではエンジェル税制、クラウドファンディングのふたつに分けて提案する

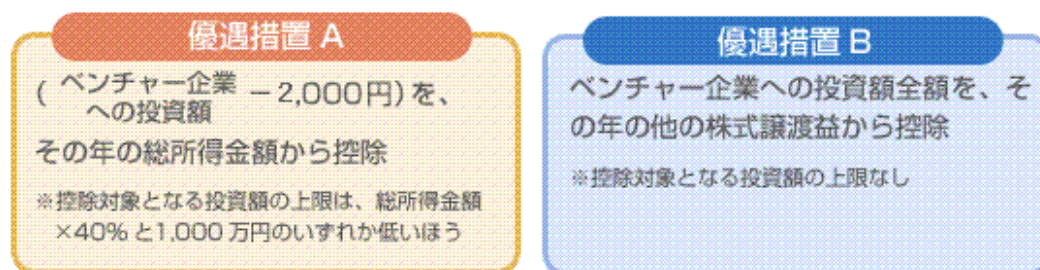
第1項 エンジェル税制

- 10 はじめに、シード期のベンチャー企業の資金調達の提案として、現在のエンジェル税制の改善を挙げる。この提案は、エンジェル投資家によるベンチャー企業への投資を促すための提案である。

- 15 1章で述べたように、創業から間もないベンチャー企業には信用や企業価値がなくリスクも高いため、金融機関などからの融資は受けづらい。そこで、裕福でリスクをそれほど恐れないエンジェル投資家の力を借りるエンジェル税制を充実させることが、シード期を主とした実績をあまり持たないベンチャー企業の資金調達方法に適していると考えた。

- 20 エンジェル税制とは、ベンチャー企業への投資をしたエンジェル投資家が、投資を行った時、また株式を売却した時の2回にわたって税制上の優遇措置を受けられる制度である。ベンチャー企業への投資年度の優遇措置については、優遇措置AまたはBのいずれかの選択制となっている。

図 3-1 ベンチャー企業へ投資した年に受けられる優遇措置



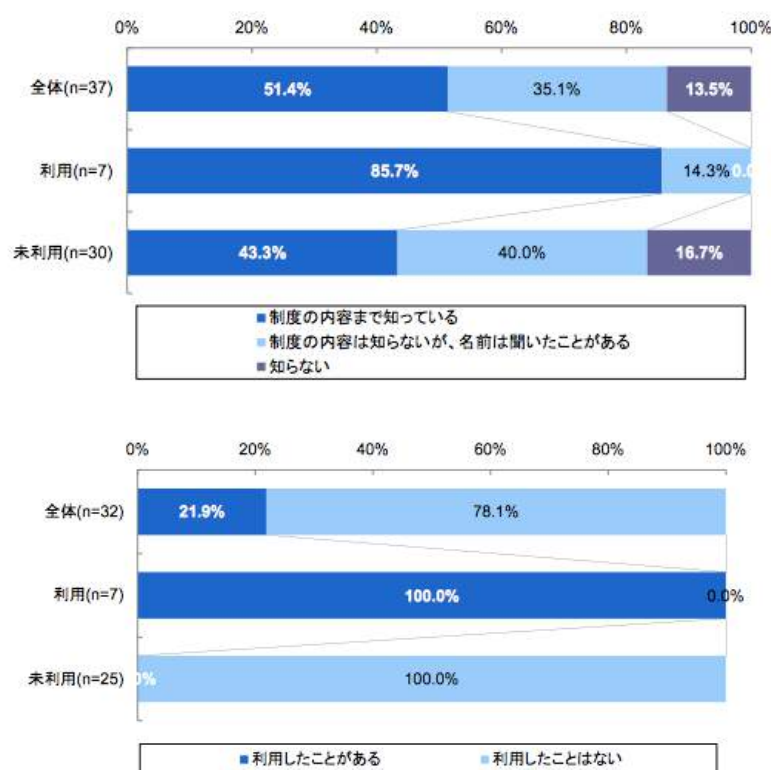
出典)「エンジェル税制の仕組み」経済産業省(2016年現在)

- 25 上述したように、シード期のベンチャー企業は審査や条件の厳しい金融機関から資金を借りることは容易ではない。そこで、エンジェル税制の事前確認制

度によって対象であると認定されると、投資家からの出資を募りやすくなる。また、投資家自身も要件を満たしているため安心して投資を受けることができる。そして、投資を行うエンジェル投資家は、投資時、株式売却時ともに税制上の優遇措置を受けられるほか、事前確認制度を通過したベンチャー企業への投資に対する抵抗感が少なくなる。万が一売却の際に損失が発生した際には、3年間の繰越控除が可能などの措置も設けられている。

このように、エンジェル税制はベンチャー企業、エンジェル投資家双方にメリットがある制度なのだが、一方でうまく機能していないのではないかと考えられる。図 3-2 の調査によると、“エンジェル税制という名前は聞いたことがある”“内容も知っている”という回答者が 86.5%であることに對し、実際の利用率は 21.9%と低いことが分かる。

図 3-2 エンジェル税制の認知度(上)と利用率(下)



出典)「起業・ベンチャー支援に関する調査」野村総合研究所(2015 年 3 月)(P.76,P.123)

なぜエンジェル税制が利用されないのかという理由としては、図 3-3 の通り、“未上場株式への投資経験がない”“手続きに手間がかかる”ということに加えて、“対象企業の経過年数制限が使いにくい”“対象企業の赤字要件が使いにくい”“控除の 1000 万円の条件が使いにくい”といった優遇措置に対する懸念点も見受けられる。

図 3-3 エンジェル税制を利用しなかった理由



出典)「平成 26 年度 起業・ベンチャー支援に関する調査 エンジェル投資家を中心としたベンチャーエコシステムについて 最終報告書」 株式会社野村総合研究所(2015 年 3 月)(P.77)

そこで、エンジェル投資家、ベンチャー企業の双方がエンジェル税制をより利用しやすくするための現在のエンジェル税制の改善策として、“優遇措置 A における適用要件の緩和”と“優遇措置選択制の撤廃”のふたつを挙げる。順に説明する。

まず、ひとつ目の改善案である“優遇措置 A における適用要件の緩和”についてである。これは、エンジェル税制を利用しない理由として挙げられている“対象企業の経過年数制限が使いにくい”“対象企業の赤字要件が使いにくい”、“控除の 1000 万円の条件が使いにくい”の 3 つの優遇措置に対する提案である。

現在の優遇措置 A は図 3-1 にある概要に加え、対象となる企業は“創業 3 年未満の中小企業者”であることと図 3-4 の要件を満たすことと定められている。

図 3-4 優遇措置 A の対象となる企業

設立経過年数 (事業年度)	要件
1年未満かつ 最初の事業 年度を未経過	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上。
1年未満かつ 最初の事業 年度を経過	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上で、直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。
1年以上～ 2年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が売上高の3%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。または、研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員の10%以上で、直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。
2年以上～ 3年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が収入金額の3%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。または、売上高成長率が25%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。

出典)「エンジェル税制のご案内」経済産業省(2016年現在)

- 5 投資を受ける企業は、創業から3年未満であること、適用される投資限度額は最大で1000万円とすること、創業以来営業キャッシュフロー(以下略)が赤字であることが必要とされているのである。

- ここで、これらの要件を“設立3年未満の企業に対しては赤字であること、投資限度をなくすことを求め、3年以上経過している企業に対しては、黒字でも対象となるが、投資限度は変更しない”という要件に変える提案をする。
- 10

- 提案の詳細としては、まず、設立経過年数を3年以降にも広げることによって、投資対象となるベンチャー企業が増える。しかし、創業から時間が経つにつれて、赤字である企業も徐々に減っていくだろう。よって、3年以降経過した企業に関しては、黒字の場合でも対象とすることにした。だが、そうすると
- 15 エンジェル投資家は黒字企業に投資する傾向が多くなることが懸念される。このような事態を避けるために、3年以上の企業に関しては黒字でも対象となるが、現状と同様、投資額限度を設けることとする。

このように、①現行の設立3年未満の赤字企業に対してのみを対象とし、新しく投資限度額を設けないこととする、②3年以上が経過している企業は現行

の投資制限を設ける代わりに黒字でも対象とする、この2点の改善案によって、ベンチャー企業が投資を受けられる機会が増えるだろう。また、この優遇措置Aの要件の緩和を行うことでエンジェル投資家のエンジェル税制の利用も増えるのではないかと考えた。

- 5 次に、ふたつ目の“優遇措置選択制の撤廃”についてである。これは、ベンチャー企業への投資を今まで以上に促すための提案である

はじめに、図3-5の日本、アメリカ、イギリスのエンジェル税制の国際比較をみる。

10 図3-5 日・米・英におけるエンジェル投資家向けのエンジェル税制

	日本	米国	英国
①ベンチャー投資に対する所得控除または税額控除	・「投資額－2,000円」の所得控除（上限は総所得の40%または1,000万円）。	・なし。	・EIS:投資額の20%（上限は50万ポンド）。 ・VCT:投資額の30%（上限は20万ポンド）。
②ベンチャー投資に関するキャピタル・ゲイン税の減免	・他のベンチャー株式の購入を条件に、課税を繰り延べ（上記所得控除との選択制）。	・他のベンチャー株式の購入を条件に、課税を繰り延べ。 ・5年超の保有を条件に、キャピタル・ゲインの50%圧縮。	・キャピタル・ゲイン税の免除（EIS, VCT）。 ・（ベンチャー企業の株式に限らず）資産を売却して得たキャピタル・ゲインをEIS株式の購入に充てた場合には、EIS株式の売却時まで課税が繰り延べされる。
③ベンチャー投資に関するキャピタル・ロス	・通常所得との通算はできない。キャピタル・ゲインとのみ相殺できる。その年に相殺しきれなかったロスについては、翌年以降3年間にわたって繰り越しができる。	・10万ドルを上限に、その年の通常所得と通算できる。その年に通算しきれなかったロスについては、無期限に繰り越し可能で、毎年3,000ドルまで通常所得と通算できる。	・その年の通常所得と通算できる（EIS）。

出典)「ベンチャー税制の改革の方向性」みずほ総合研究所(2011年5月)

- 15 キャピタルゲイン税の項目に着目すると、日本では優遇措置Bによりキャピタルゲイン課税の繰り延べは行われている。だが、この措置はベンチャー投資に対する所得控除との選択制になっており、さらにキャピタルゲインの減税は行われていない。他方で、アメリカにおいては日本と同様にキャピタルゲイン税の繰り延べに加えて、ベンチャー企業株式を5年以上保有している際に、株式の売却時に伴うキャピタルゲインを50%圧縮することができる。アメリカではキャピタルゲイン税の軽減がベンチャー企業への投資を促進するものとして
- 20 捉えられているのである。また、イギリスではベンチャー企業株式への直接投

資を目的とする EIS と間接投資を目的とする VCT といった 2 種類があるのだが、キャピタルゲインに関してはともに非課税と定められている。

日本でも、キャピタルゲイン税に対する措置を充実させることで、投資のインセンティブになると期待できる。提案としては、優遇措置 A.B の選択制を撤廃し、どちらの措置も受けられるようにするというものである。これによって、
5 キャピタルゲインに対する措置も 100%受けられるようになり、エンジェル投資家の恩恵が大きくなるので、利用が増えると考えた。

減税は、政府にとっては収入が少なくなり、メリットがないものと捉えられるかもしれない。しかし、将来的にベンチャー企業に資金が流れる環境が整い、
10 ベンチャービジネスが盛んになれば、日本の経済の活性化にもつながるとともに、大きな収入を得ることが期待できる。

以上のように、エンジェル税制におけるこれらのふたつの改善は、ベンチャー企業に資金が流れやすい状態を作り出し、エンジェル投資家にとっては得られるリターンも大きくなるため、双方にメリットがあるだろう。それと同時に
15 エンジェル税制の利用意向も上がるので、シード期を中心とした資金調達方法として適切なのではないかと考える。

第 2 項 クラウドファンディング

シード期の直接金融において我々がもうひとつ提案するのは、ベンチャー企業に特化した SNS 型クラウドファンディング設立である。この案では、シード
20 期ではエンジェル投資家層の拡大を、シード期以降では一般消費者がベンチャー企業を支援できる環境を整備することを目的としている。ここでは、一般消費者をベンチャー企業に投資をしたことがない個人と考える。

具体的には“起業家をロックスターに”というコンセプトで応援したい人（投資家）と応援されたい人（ベンチャー企業）をつなぐ SNS 型 CF を作り、日本
25 全体でベンチャー企業への投資量を増やす提案である。

2 章 1 節の直接金融の現状で述べたように、日本の CF の市場規模は近年増加しているが、諸外国と比べるとまだ成長の余地がある資金調達方法であるため、今後ますます浸透していくと考える。

我々はこの CF を用いて、エンジェル投資家が少ないという点と一般消費者がベンチャー企業を支援する仕組みが少ないという点を解決することを提案する。そしてベンチャー企業の資金調達をより円滑にするのが今回の提案である。

2 章で述べたように日本におけるエンジェル投資家の数はアメリカと比較すると非常に少ない。日本のエンジェル投資家の数は米国の 1 % に満たず、アメリカ人が投資に積極的という事実を考慮したとしても、大きく不足しているといえるだろう。シード期の資金供給の大部分を占めるエンジェル投資家の不足は、日本のベンチャー企業の成長を大きく妨げていると言える。

日本においてエンジェル投資家の不足を解決するためには、エンジェル投資家としての条件を満たしているがベンチャー企業に投資したことがない潜在エンジェルを投資に向かわせる事が必要であると考え。ここでは、エンジェルと潜在エンジェルの事を資産家という括りでまとめる。

エンジェル投資家が少ない理由として、日本には資産家同士の交流や、協力し合うことのできるコミュニティが少ないという事実がある¹⁴。個人で得られる情報には限界があり、またエンジェル投資の金額の規模から不安感が大きい。一方で、複数人で集まれば情報開示を求める事でベンチャー企業からの情報を得ることができるだろう。また、ピッチコンテストなるものは存在するが全てのベンチャー企業が一堂に会する機会はまず無いため資産家が投資したいと考える優良なベンチャー企業を見つける事が難しいという問題点も存在する。そのためエンジェル投資家を日本において増やすためには資産家同士の交流と資産家とベンチャーのマッチングが必要であると考え。

また、日本のベンチャー環境を考えると、その企業に対して何かしら応援をしたいといった気持ちを支援に変えるといった仕組みはない。VC やエンジェル投資家から金銭的な支援を受ける場合もあるが、継続して一般消費者を巻き込んで成長していく仕組みは存在しないと考える。資金調達を終えた後も、消費者とのコンタクトや応援を受けることでベンチャーを取り巻く環境に対して影響を与える事ができると考える。また日本社会におけるベンチャー企業成長の一助につなげることができる。

さらに日本には、起業家率が低いという問題が存在するが、身近に成功した

¹⁴ 「起業・ベンチャー支援に関する調査」 野村総合研究所より参照

ベンチャー企業の人たちや、活気のある事例を沢山みることによって、それに倣って企業家を目指す人が増え、起業家率も高まるのではないかと考える。

- つまり、“起業家をロックスターに”というコンセプトで応援したい人（投資家）と応援されたい人（ベンチャー企業）をつなぐ SNS 型クラウドファンディングを作り、上記で述べたさまざまな問題を解決し、投資量の増加を図るのが我々の提案だ。

この提案では下記のふたつを Web サービスとして実現する。その方法を順番に述べていく。

1	強烈にファンを惹きつける魅力のある企業の創出(ロックスター)
2	興味から支援、投資へのステップを築く(マッチング)

1. 強烈にファンを惹きつける魅力のある企業の創出(ロックスター)では企業の魅力を引き出す仕組み、ファンになりやすい仕組みを作る。実装する機能としては株式会社 Wantedly が運営している Wantedly のようなカンパニーベースのベンチャー企業の説明ページを設け、企業の資金調達額、公開したサービスで育つ過程が分かるストーリー機能をつける。また、ユーザーがベンチャー企業をフォローする機能も実装する。これらの機能を通して、ユーザーがベンチャー企業の情報を受け取り、そのベンチャー企業のファンになることを促す。エンジェル投資家のアンケート¹⁵によると楽しみのひとつに成長の過程をみることができるという意見がある。誰かを応援して成長を見守るという楽しみはエンジェル投資家のみならず、多くの人に当てはまる点だと考える。我々は、投資というアプローチだけではなく、ベンチャー支援に娯楽性という要素を組み込む事で一般消費者からベンチャーに流れるお金の量を増やしたいと考える。

2. 興味から支援、投資へのステップを築く(マッチング)では、物品支援・少額支援と、エンジェル投資のギャップをなくす仕組みと、資産家、投資家、企業のコミュニケーションを生み出す仕組みを作る。
- 物品支援・少額支援とエンジェル投資のギャップをなくす仕組みで実装する機能としては、現行の CF に証券を組み込む。具体的には、寄付型、購入型、

¹⁵ 「起業・ベンチャー支援に関する調査」野村総合研究所より参照

株式型が共存できるような形にする。寄付型、購入型の支援は現在の CF の形式を取り、株式型の支援は、資産家や投資家、企業の当事者同士で決める事ができる機能にする。その企業への関心のある資産家・投資家のグループチャットやビデオチャット、会食日程調整等ができるようにして、情報の非対称性などを改善できると考える。

さらに、ユーザーごとの投資先ポートフォリオ機能やプロフィール、ユーザー間でのメッセージ機能を実装する。資産家の交流が無いという問題と資産家が投資するベンチャー企業を見つける事が難しいという問題を SNS の形を取り入れた CF で解決する。さらに、投資と支援の境目をできるだけ減らし、投資家と一般消費者の感覚値的な敷居を取り払うことで、そのサービス上でロックスターのようなベンチャー企業の誕生を図る。それが日本における起業率の向上も可能にするだろう。

この提案で資産家同士の交流が生まれ、更に資産家とベンチャーが出会い、一般消費者もベンチャー支援に関わることができ、そこから投資に発展しロックスターのようなベンチャーが生まれる。それを見て起業を志す人が増加し、一般消費者もベンチャー企業に興味を抱いてくれることで日本のベンチャー企業界が盛り上がると考える。

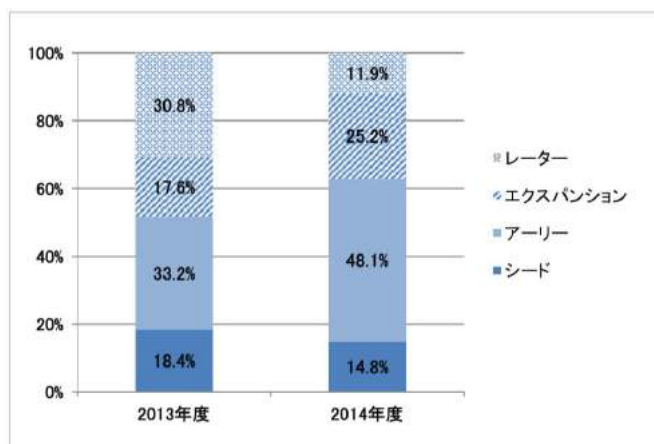
第2節 アーリー期 VC×年金運用

アーリー期では、年金運用で VC への投資を行い、投資額を増やすという提案をする。

1章3節でも述べたが、アーリー期ではシード期より安定はしたものの、企業価値としても低く信用もあまり高くない段階であり、ミドル期・レイター期に向けて事業拡大・収益向上を狙うための資金調達が必要となってくるステージである。信用があまり高くなく十分な担保もないので、返済能力がないとみられ銀行融資は受けにくい段階でもある。そこで、資金調達として有効になるのがシード期に続き、直接金融である。今後の成長性を見込んで投資を行う直接金融はアーリー期にも適していると言えるだろう。また、直接金融の中でもこの段階では VC からの投資が望ましい。VC では多額の資金調達を行うことができ、ここで事業拡大を図ることができればその後に渡っても継続的に VC

からの投資を受けることができる。実際に近年では VC からのアーリー期の投資額が増えていることが図 3-6 から分かる。このことから VC の活用が有効だと考える。

5 図 3-6 投資先分布構成比・ステージ分布 件数ベース分布



出典)「ベンチャー白書 2015 発表資料」一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(2015 年 12 月)(P.2)

- 10 しかしながら日本の VC は、世界と比較して規模が大きいとは言えない現状があり、まだまだ拡大の余地がある。2 章 1 節でも述べたように、国内の VC は投資額が横ばいしないしは緩やかな上昇傾向であり、将来性があるとは思えない。また、2 章の図 2-3 の箇所でも述べたが、アメリカとの投資額の対 GDP 比では、7 倍もの差がありアメリカのようなベンチャービジネスの発展のためには VC の規模の拡大、つまりは投資額の増加が必須となってくる。

- 15 ではなぜ日本の VC の投資額は少ないのか。その理由を探るために、出資者の内訳を調査してみた。日本と世界の VC への出資者の金額ベースの内訳の比較をみると、日本の一番の出資者は、銀行等(30.7%)であるのに対し、世界においては年金からの出資が一番大きな割合(27%)を占めており¹⁶、ここに日本と
- 20 世界の大きな違いがみられる。

¹⁶ 「ベンチャー白書 2014」一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2014 年 12 月・P.30 より

そこで、次に年金について述べる。年金は大きく国民の加入義務である公的年金と、任意選択で加入する私的年金とに分けられ、それぞれ将来に渡り確実に年金が支払えるよう、長期的に必要な積立金を積み立てることを目的として資産運用、つまり年金運用を行っている。私的年金の中の企業年金では個別の企業で VC へ投資を行っているところもあるが、公的年金の年金運用では VC への投資は行っていない。

では、なぜ公的年金では VC への投資を行っていないのかを探るために公的年金の年金運用の変遷について試みる。公的年金は、年金積立金管理運用独立行政法人(以下 GPIF)が運用を行っていて、現在約 135 兆円の資産運用を行い世界一の規模の運用となっている¹⁷。GPIF は自身が定める投資割合の基準となるポートフォリオを基にして運用をしている。このポートフォリオに年金運用の考え方が反映されている。運用初期は実質的な運用利回り 1.1%が確保されるようなポートフォリオが策定され、その結果国内債券 67%と、リスクは低いが利回りも低い投資の割合が多くなった。しかし、一度小幅な改正を経て平成 26 年に、財政の現況を踏まえ実質的な運用利回り 1.7%を最低限の確保する割合とし、それに応じてポートフォリオも株式への投資割合を高めたものへと変更されて現在に至る(表 3-7 参照)。このため、リスクの高い VC への投資は行っていないのである。しかしながら、平成 26 年 10 月 31 日にポートフォリオが変更されてから、平成 27 年の収益率は-3.81%、平成 28 年の第一四半期は-3.88%と収益率がマイナスに転じている。これは急激な円高など、経済状況の影響もあるが、この数字をみる限り良い運用だとは言いがたい。また、現在は少子高齢化社会であり、この先もますます高齢化率が高まり社会人の負担が重くなる、もしくは高齢者の年金給付が減少してしまう事が起こりうるだろう。その中で GPIF は今までの年金運用よりも多くの利回りを確保して将来に渡って年金支払いを行っていく必要がある。

¹⁷ 「各国公的年金と当法人との比較」 GPIF、参照

表 3-7 基本ポートフォリオの変遷

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
運用初期	67%	11%	8%	9%	5%
平成 26 年 変更以降	35%	25%	15%	25%	

出典)「基本ポートフォリオの考え方」年金積立金管理運用独立行政法人 HP より筆者作成

- 5 そこで年金運用で VC への投資を行い、年金運用の収益率の向上、VC 投資額の増加を目的とした提案をする。提案の詳細としては、①ポートフォリオの変更②優先株式の取得、のふたつである。

① ポートフォリオの変更

- 10 現在のポートフォリオを変更して、VC への投資を組み込み、継続的に投資を行っていく。具体的には国内株式を 20%へ減らし、VC への投資を 5%追加する。つまり変更後のポートフォリオは以下の表 3-8 のようになる。VC では国内株を取得するので現在の国内株の比率から 5%移行する。5%にしたのは、海外のポートフォリオを参考にし、リスクがある投資なので比率をあまり多くせずに設定した。とはいえ、130 兆円の 5%である
- 15 から、6、7 兆円の資金が VC へ流れることとなる。

表 3-8 本提案における変更後のポートフォリオ

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	VC 投資
35%	20%	15%	25%	5%

出典)筆者作成

- 20 実際に VC への投資によって利回りが上がるのかどうかであるが、海外の、VC への投資を行っている年金基金をみると日本より利回りを高く運用できていることが分かる。33 兆円の資産規模を誇る¹⁸、アメリカ

¹⁸ 「各国公的年金と当法人との比較」 GPIF より

最大の年金運用をしている CalPERS は PE 投資(この中に VC への投資が含まれる)を、資産運用の 10.1%行っている(2015 年 7 月末)¹⁹。その CalPERS の利回りは、約 5.9%(平成 18 年から平成 27 年の平均)であり、日本は約 2.8%(同期間)と、日本よりも高い利回りを確保していることが分かる。

また、下の表 3-9 によると、VC 自体の収益率は、短期間では赤字収益であるが、長期だと 10%以上の収益をもたらしている。以上より VC への投資を組み込むことにより年金運用の利回りの増加が期待できる。

10 表 3-9 日本 VC の利益率(プライベート・エクイティ)

1 年	3 年	5 年	10 年	20 年
-3.4%	-5.0%	2.5%	11.3%	13.0%

出典)「日本 VC の IRR 向上の研究」長谷川博和(2006 年 3 月)より筆者作成

② 優先株式の取得

この案では VC の株を優先株で取得することにより更なる収益の安定を目指す

優先株式は会社法上種類株式と呼ばれ、一般の普通株式とは異なり投資家に有利な条件を付けた株式である²⁰。その条件はさまざまあるが、一般的な優先株式は、議決権をもたない、もしくは制限される代わりに配当を優先的に受けたり、残余財産(法人が解散することになった場合の、清算手続き後の残った財産)を優先的に受け取ったりすることができる株式である。アメリカの VC では優先株式で取引されることが多いが、日本ではあまり主流ではない。その主な理由として、ベンチャー企業側が複数の株主総会を開かないといけないことや、配当コストが普通株式よりかかってしまう等の理由があるが、GPIF の年金運用によって、ベンチャー企業が優先株式を発行すると資金調達ができると分かればベンチャー企業も優先株式を発行することが期待できる。

¹⁹ 「Comprehensive Annual Financial Report」CalPERS(2015)P.4 参照

²⁰ 「起業のファイナンス」磯崎哲也(2010)・P.298 参照

GPIF の年金運用の目的は資産を増やして安定的な供給をすることであるので、その目的と照らし合わせると、配当を多くもらい少しでも収益率を上昇させた方が良くと考え、優先株式の取得が適していると考えた。

5 しかし、ベンチャー企業への株主の意見やアドバイスも企業が成長していく上で不可欠であり、VC への年金運用では 6,7 兆円という莫大な資金を投入するので、経営権は持っていなくとも、多くの株式を取得して他の株主の経営権を少なくしてしまつては株主の意見が届かなくなつてしまふかもしれないので、できるだけ分散投資をして偏らないように投資することが必要である。分散投資に意識を置き、優先株式を所得すれば VC 投資
10 資での利回り向上と安定性を確保することができる。

 以上の“VC 投資を 5%組み込むというポートフォリオの変更”“優先株式の取得”のふたつの提案により、VC は投資額が増加し、GPIF の年金運用にとっては収益率の向上、ベンチャー企業にとっては多くの資金を調達できるという、
3 者がメリットを享受することができ、アーリー期においても、必要な時に必要
15 な資金を調達できるようになる提案だと考えた。

第 3 節 ミドル期

 ミドル期では主に間接金融についてふたつの提案をする。

第 1 項 売掛金担保融資×URIHO

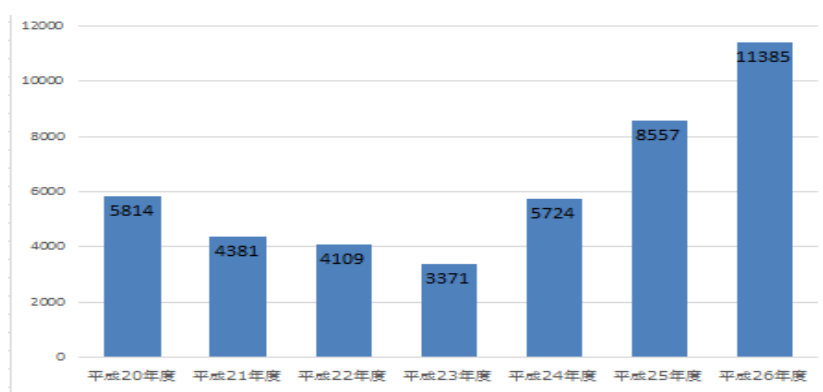
20 ここではミドル期におけるベンチャー企業への URIHO サービス導入の提案について述べる。この提案はミドル期においてベンチャー企業に URIHO という売掛金を保証するサービスを導入することで売掛金担保融資を促進し、間接金融の活性化を目指すという目的がある。

 1 章でも述べたように、ミドル期は事業が軌道に乗り始めて収益化が加速し
25 成長・拡大しつつある時期である。事業が安定しているミドル期には多くの VC からの投資が見受けられる。また、政府によって“貯蓄から投資へ”というスローガンが掲げられているため直接金融重視への移行が進められつつあるという現状がある。しかし企業が経営権を確保し、Exit に向けて安定性を増加させるために、間接金融を利用して資金調達を多様化する必要がある。間接金融で
30 は主に銀行融資による方法が代表的である。しかし、2 章 2 節でも述べたよう

に、ベンチャー企業は融資を受ける際に必要となる不動産の担保や信用が不足しているという問題点がある。そのためベンチャー企業が金融機関からの融資を受けることは容易ではないという現状がある。

- そこで近年、企業が保有する動産(在庫や売掛金)に着目した動産担保融資(以下 ABL)が注目されている。図 3-10 から分かるように、平成 26 年度の ABL の実行数は 11,385 件となっており、年々増加傾向にある。

図 3-10 ABL の実行件数推移



- 10 出典)「A B L (動産担保融資) の活用と留意点」Biz STYLE(2016 年 7 月)

- 本論文では、ABL は動産の管理・評価・処分が難しいという問題があるということを受け、比較的扱いの容易である売掛債権を担保にした、売掛金担保融資に焦点を当てる。売掛金担保融資では担保となるような不動産を保有してなくても売掛金があれば融資を受けることができるという仕組みとなっている。そのため担保の少ないベンチャー企業でも融資を受けやすい状況がある。しかし、売掛金担保融資では、売掛先からの代金が回収不能になって担保としての機能を果たさない可能性がある。企業にとって保有する売掛金が回収できないことは企業の資産状況を左右する重大な問題である。そのため金融機関は売掛金未回収を防ぐために融資先の企業、売掛先の企業の二重審査をする必要があるので審査コストや時間を要するという問題点が挙げられる。

そこでベンチャー企業に URIHO という売掛金を保証するサービスを導入するという提案をすることで以上に述べた問題点を解決できるのではないかと考える。URIHO とは株式会社ラクーンの連結子会社である株式会社トラスト&

グロースが提供している IT 技術を使った新たな金融の FinTech サービスである。以下の図 3-11 は URIHO のサービスの仕組みを表したものである。

図 3-11 URIHO の仕組み



出典)「URIHO について」 株式会社トラスト&グロース

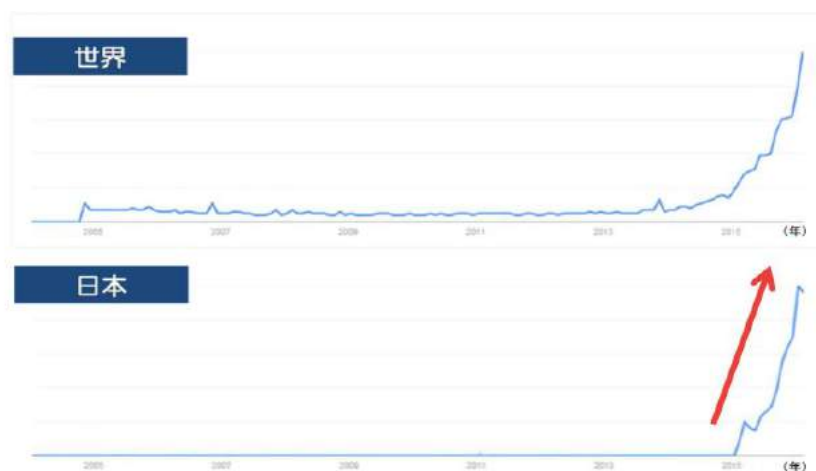
- URIHO は、加入していれば売掛先の企業の経営状況の悪化や倒産などで売掛金を支払えなかった際にその分の額を保証してもらうことができるという仕組みになっている。申し込みから審査、履行の依頼までをネット上で行えるという利便性の高い業界初のネット完結型の新しい売掛金保証サービスである。
- これまでも売掛金の保証サービスあったが、比較的規模の大きい企業をターゲットとしたものとなっていた。URIHO のサービスを提供する同会社でも年商 5 億円以上の企業をターゲットとした“T&G 売掛保証”が提供されている。
- 一方、URIHO は年商 5 億円以下の企業が利用でき、9 割以上の承認率、利用料金に関しては最初 2 ヶ月無料でその後月額定額制のためベンチャー企業でも無理なく導入できるサービスとなっている。また、トラスト&グロースが「T&G 売掛保証」で培った経験、蓄積した与信ノウハウを保有しているため比較的风险の高い企業にも保証をかけることができる。そのため他の動産担保融資保証制度(ABL 保証)より専門性や安全性が高いサービスである。URIHO を導入することで保有する売掛金が回収不能になるリスクを軽減でき、不動産や信用力に乏しいベンチャー企業にとって担保となりうる大切な資産である売掛金を守ることができる。

また、企業の資産内訳において、売掛債権は企業の資産の中で大きな割合を占めている。従来、金融機関が担保として要求する場合が多い不動産の所有は少なく、売掛金は不動産より多い割合を占めている。2013 年においては売掛金 192 兆円、土地 186 兆円と不動産を上回っている²¹(企業全体の調査なので実際ベンチャー企業の不動産の額はこれより少ない割合になると考えられる)。このことから企業にとって URIHO は需要の高いサービスだといえる。

また近年、世界において FinTech に対する注目度が上昇している。

「FinTech とは金融を意味する『Finance (ファイナンス)』と技術を意味する『Technology (テクノロジー)』を組み合わせた造語である。従来の金融機関では提供できなかった領域において IT 技術を駆使して提供する金融サービスを意味する²²。」以下の図 3-12 は google における FinTech のキーワード検索数の動向を示したものである。このように 2015 年以降 FinTech に対する関心は急速に高まっており、新聞や雑誌などでもよく取り上げられている。

15 図 3-12 Google における “FinTech” のキーワード検索数のトレンド



出典)「FinTech 革命と銀行への影響」みずほ総合研究所(2016 年 5 月)(P.4)

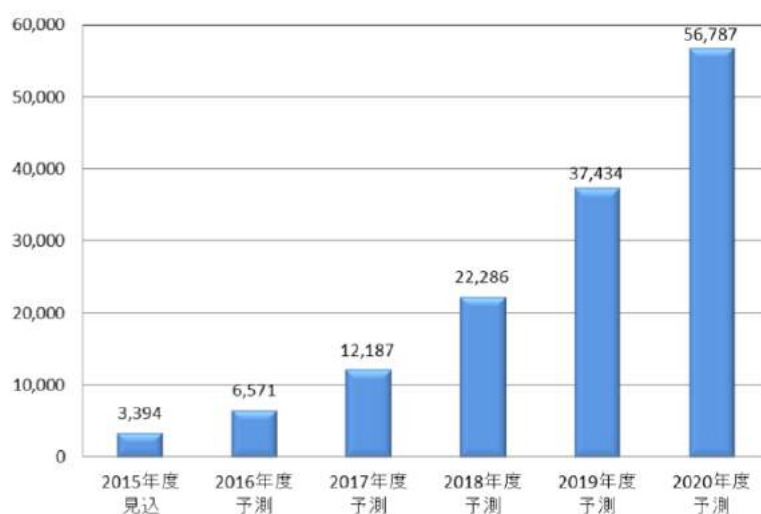
²¹ 「ABL の普及促進の政策的意義について」経済産業省 経済産業政策局 産業資金課・2014 年 2 月 24 日・P.4 より

²² 矢野経済研究所より

以下の図 3-13 から読み取れるように 2015 年の国内での FinTech 市場規模は 33 億 9400 万円と市場は盛り上がりを見せている²³。日本における FinTech の市場規模は 2020 年度には 567 億 8,700 万円 に達すると予測されていて将来性が見込めるため金融機関において注目の的となっている。そのため

5 FinTech のサービスである URIHO を活用した提案は金融にも大きな影響をもたらす実現可能性の高いものであると考えた。

図 3-13 FinTech 系ベンチャー企業の国内市場規模推移(単位:100 万円)



10 出典)「国内 FinTech 市場に関する調査結果 2015」株式会社矢野経済研究所・(2016 年 3 月)(P.3)

この提案によりベンチャー企業だけでなく、金融機関、URIHO サービスを提供する会社にとって良い効果がもたらされるだろう。まず金融機関は融資の際に担保となるベンチャー企業の売掛金を URIHO で保証してもらうことで確実に売掛金を回収することができるので安心して融資を行えるだろう。そのため融資のリスクが軽減され、融資先の新規開拓も見込めると考える。また、融資の際に要する売掛先への審査にかかるコストと時間を削減できるという効果があるため間接金融を行いやすい環境が整えられ、活性化につながると考える。

15

²³国内 FinTech(フィンテック)市場に関する調査結果 2015 株式会社矢野経済研究所 2016 年 3 月・P.1 より

ベンチャー企業にとっては売掛金を URIHO に保証されることで金融機関からの融資を受けやすくなるため、間接金融が円滑になり資金調達の多様化が見込まれる。また、金融機関による審査コストや時間が削減されることで融資を受けるまでの手続きが短縮されるので必要な時に必要な額を調達することができるという望ましい資金調達の状態に近づけると考えられる。売掛金未回収の心配や与信管理に時間を省けることで業務の効率化につながり、さらなる事業の新規開拓や規模拡大など他のことに時間を注ぐことができるという効果も見込めると考える。

そして URIHO サービスを提供する株式会社トラスト&グロース URIHO にも利用者数も増えるという効果があり、FinTech のさらなる市場規模の拡大にも影響すると見込まれる。ベンチャー企業の活性化、事業を通じての企業成長を実現し、お互いに成長して社会経済に貢献するという会社の理念を達成できるものになると考える。

以上よりベンチャー企業に URIHO サービスを導入することで金融機関からの融資を受ける際の問題点を解決でき、間接金融のハードルを下げることができると考える。それによって資金調達の多様化を図ることができ、さらなる事業拡大のためにますます投資や資金が必要とされるミドル期において適した提案になると考えた。そして日本の間接金融の活性化につながることで資金調達も円滑になりベンチャー企業の活性化が促進されるだろう。

20

第2項 クラウド会計の促進

ミドル期のベンチャー企業の間接金融においてもうひとつ我々が提案するのは、クラウド会計を用いた財務状況管理の導入である。具体的には、銀行融資の際の銀行側のコスト削減のために、ベンチャー企業にクラウド会計を利用した財務状況管理を促すことである。その際、ベンチャー企業にも財務状況管理の簡略化以外のメリットを設ける。

ベンチャー企業の間接金融においては規模の不経済が大きな障害となる。これは一般に、金融機関からの資金供給では、融資金額が大きくなるほど融資の際に必要な貸し倒れ審査の単位あたりの貸出コストが相対的に低下するということを指す。したがって、融資額が小さいほど審査コストが割増しになり、金

30

融機関は融資金額が小さいベンチャー企業より、融資金額の大きい大企業を優先する。また間接金融における資金調達が難しいベンチャー企業は融資を受けるために、情報を金融機関に開示しなくてはならない。そのために資料作成や、事業計画や資金目的を解説するといったシグナリングコストがかかってしまう。

- 5 この銀行側・ベンチャー企業側の双方が融資の審査の際に抱えるコストを削減するのが今回の提案である。

そこでコストの削減のためにクラウド会計を利用する。クラウド会計では企業の経理・会計を専用のソフトに記録し、それがクラウド上で自動的に管理・集計される。その他、帳簿作成・請求書の発行等、様々な業務に対応している。

- 10 間接金融では、リレーショナルバンキング、ABL、スコアリング貸出、シンジケートローンなど様々な形があるが、どの方法にも企業の財務諸表が必要となる。つまり、クラウド会計はどの方法においても活用することができるのである。

我々の提案では、銀行融資の際にクラウド会計を利用したベンチャー企業に対し、一定の期間経過後にクラウド会計の利用料金を還元する。具体的には、

15 企業を登記して1ヶ月以内に将来の銀行融資のためにクラウド会計を導入すれば、クラウド会計がコストゼロで利用できるというものだ。結果としてベンチャー企業にとっては書類作製といった手間やコストの削減につながる上に、明確な財務状況等の情報開示によって、作業の簡略化等を見込むことができる。銀行にとっては、書類審査の手間が省けるとともに、過去の実績を正確に受と

20 る事が可能である。

- この提案の提案先としては、日本における代表的なクラウド会計サービスを提供する freee 株式会社と株式会社マネーフォワードが有力である。ともにユーザー事業所数 40 万以上であり、銀行をはじめとする大手金融機関との連携も行っている。クラウド会計提供企業にとっても利用企業の増加につながると
- 25 いうメリットを享受することが可能である。先に述べた利用料金の還元はこの2社のようなクラウド会計サービスの提供企業と銀行が連携して管理を行う。

以上が我々のミドル期のベンチャー企業の間接金融における資金調達に対する提案である。我々はこの提案が間接金融の際の金融機関側・ベンチャー企業側の相互利益の獲得を図り、理想的な資金調達の実現へとつながると考える。

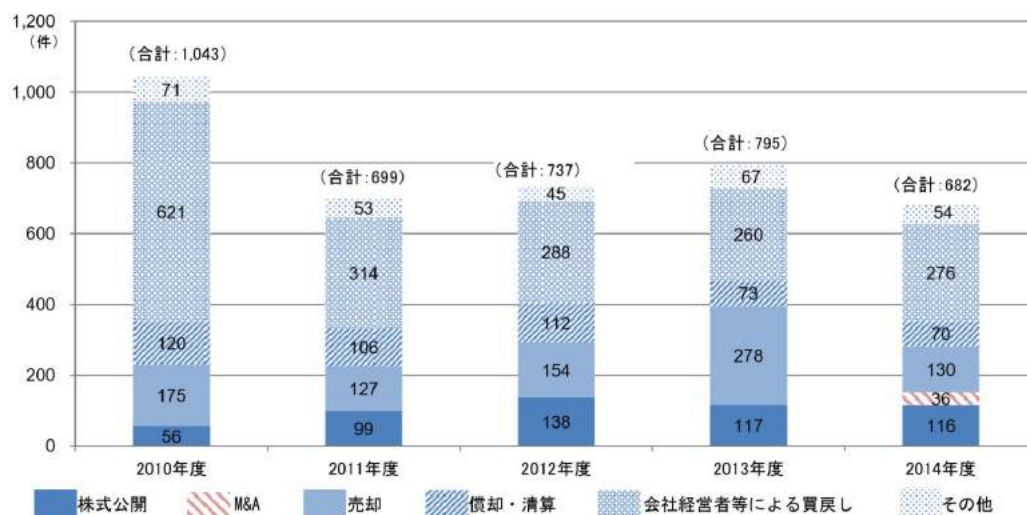
第4節 レイター期 IFRS 移行への公的補助

レイター期では、ベンチャー企業が M&A される事を促進するため、企業の国際会計基準(以下 IFRS)を適用するにあたって政府の公的補助を行う提案をする。

- 5 レイター期は、収益性・安定性が向上し、企業の信用もある程度ある段階である。ここでは資金調達もさることながら Exit への準備を進めていくことが必要とされる。しかし、日本では Exit 件数が少なくいので Exit を増やすための提案をする。この提案によって Exit が増加すればベンチャー企業全体の信用が上がり、資金調達が円滑になると考える。
- 10 Exit の現状をみると、全体の件数が少ないこともあるが、ベンチャー企業の Exit における M&A の比率が低い(下図 3-14 参照)。また、世界と比較しても M&A の件数は少ない。図 3-15 における M&A 金額構成比をみると、日本は米国や欧州と比べるとかなり少なく、金額構成比では 2015 年 4 月時点で 1.7% となっている。

15

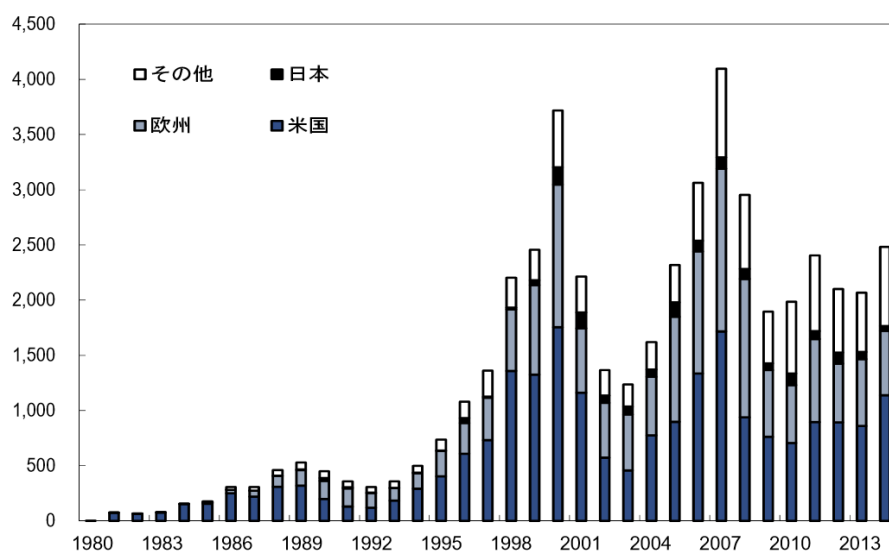
図 3-14 Exit 件数の推移



※2014 年度より M&A の件数を調査項目に追加（2013 年度までは「売却」に含め計上）

- 20 出典)「ベンチャー白書 2015」一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター(2015 年 12 月)(P.3)

図 3-15 世界の M&A 金額の推移(単位:10 億ドル)



出典)「M&A の国際比較」シティグループ証券株式会社、藤田勉(2015 年 7 月 2 月)(P.2)

5

さらに、日本では M&A の中でも大きな案件を金融、通信事業、外国企業の買収が多くを占めているという状態であるが、一方米国では主に Google や Apple、マイクロソフトなどと言った IT 企業が IT 企業を買収するというような現状が見て取れる。日本では、最近行われた DeNA が MERY や iemo を買収した事例があるものの、その数は多くない。

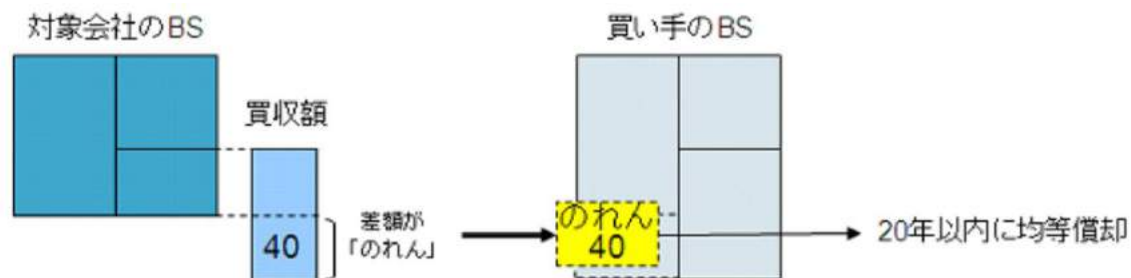
10

M&A が促進されない一因として、日本会計基準の、のれん代の償却が挙げられる。のれん代とは企業が他企業を M&A をする際に、発生する薄価と買収額の差額のことを指す。通常、買収を行うときには企業価値とは別に帳簿では表れないブランド力や販売力、顧客との関係などの無形資産の価値を加えた額で買収している。その時の買収額と企業価値との差がのれんと呼ばれる資産となる。日本の会計基準ではこののれん代を 20 年以内に均等償却(費用に計上)することが定められている。この、貸借対照表で費用に計上することで、損益計算書において利益が減ってしまうことが M&A における問題点となっている。本来成長の手段としてベンチャー企業の M&A を行うにもかかわらず、会計上の利益の低下によって株主や投資家に負の影響を与えてしまう(図 3-16 参照)。

15

20

図 3-16 日本の現行会計基準における「のれん」の処理



出典)「JT の大型買収から考える IFRS の『のれん』」IFRS フォーラム(2009 年 10 月)

5

一方で、IFRS で会計を行った場合、のれんの償却を行わなくてもいいため、株主や投資家への影響が少なくなると考えられる。厳密に言うと IFRS により、毎年“減損テスト”というのれんの価値を再評価して、もし買収先ベンチャー企業の価値が著しく低下していた場合には、会計上に減価償却として反映される。つまり、国際会計基準である IFRS を活用すれば、価値が買収時から持続する限り会計上に減価償却が反映されることはなく、ベンチャー企業の M&A は株主からも新たな成長機会として認識されるものであると考えられる。つまり、買収後予定通りに進捗しない場合、予定外の減損が生じてしまう可能性もあるが、急成長スタートアップ企業を買収したい場合には IFRS が有利である。

10

15 M&A を促進するためには、のれん代非償却である IFRS の適用が必要である。現在日本では IFRS の導入は要件付きの任意適用であり、当初は要件が厳しく対象企業はわずかであったが、2013 年の適用要件緩和により要件を満たしている企業は 4,000 社を超えている²⁴。しかし、実際に会計基準に IFRS を適用している企業は、適用決定企業を含めても 121 社(2016 年 10 月現在)²⁵と少ないという現状がある。

20

なぜ IFRS を適用している企業が少ないかという理由のひとつに、日本の会計基準から IFRS への移行コストがかかるということが挙げられる。移行コストとして考えられるものは、IFRS の知識学習、決算書の二重作成義務などが

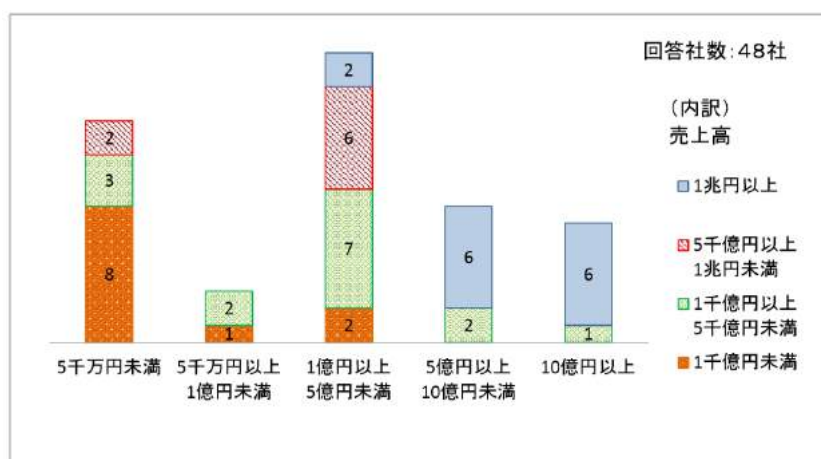
²⁴ 「IFRS 適用企業の“グローバル度”を可視化してみた」ITpro、井出一仁(2013 年 10 月 16 日)より

²⁵ 「IFRS 適用済・適用決定会社一覧」日本取引所グループより

ある。下の図 3-17 は移行に関するコストを示した図で、売上が多い企業ほど移行コストも大きくなっていて、多いところで 10 億円以上のコストがかかっている。また、金銭の問題だけではなく移行には期間が必要となり、金・時間ともに IFRS 移行への障壁となっている。

5

図 3-17 IFRS への移行に直接要した総コスト別の企業数（売上規模別）



出典)「IFRS 適用レポート」金融庁(2015 年 4 月)(P.17)

- 10 そこで提案としては、IFRS の移行コスト軽減のため政府からの公的補助を行うというものである。具体的には、IFRS 移行時にかかった費用の一部をその年の法人税から控除できるようにするという税制である。優遇税制は何かを促進・強化させたい時に行うものであり、このような考え方を IFRS 適用促進に取り入れた。参考としては研究開発税制が挙げられる。研究開発税制とは、
- 15 研究・開発にかかった費用を法人税から控除するというものであり、このような税制を参考にして IFRS 移行時の減税制度を提案する。

- また、IFRS 強制適用という意見もあるのだが、我々が任意適用を選ぶ理由はふたつある。ひとつめは以前政府が強制適用を導入しようとしていたが、先延ばしにされたからである。政府は 2015 年に強制適用を施行しようとしていたが、米国やインドが IFRS 適用を後退させていることや、東日本大震災で製造業のサプライチェーンが被害を受けていることを理由に 2017 年以降に延期した。また、仮に強制適用するとしても 5~7 年程度の準備期間が必要だとされ
- 20

ている²⁶。このような現状からいきなり強制適用をするのでは実現可能性が低いので、任意適用を選択した。またふたつ目は、一度に強制適用にしてしまうと移行コストが多くなってしまい、その全企業に税制を適用すると政府の減収の負担が大きくなってしまうからである。そのため段階的に適用していき、ゆくゆくは多くの企業が適用することを目指す。政府が減収になってしまうことに関しては、エンジェル税制の提案でも述べたように、ベンチャー企業の将来性を見込んでの税制と考える。

- この提案では、IFRSに移行したい企業、そして Exit したいベンチャー企業、さらには将来の経済活性化を見込める政府の、3者ともに利点があると考ええる。
- 10 そしてこの提案により、企業の IFRS 適用を促進し M&A がしやすい環境を整え、ベンチャー企業が M&A されて Exit の増加につながると考えた。

²⁶ 「IFRS 強制適用が延期、金融相が『2015 年 3 月期の強制適用は考えていない』」IFRS フォーラム(2011 年 6 月 21 日)より

終章

これまで、ベンチャー企業の資金調達について述べてきたが、本論文の流れを再度確認していきたい。

1 章では、日本でベンチャー企業の規模は小さいが、社会に不可欠であることを示し、現状の主な資金調達手段について把握した。2 章では現状と課題を直接金融・間接金融ごとに考え、公的支援の役割について述べた。これらの課題と、成長段階における特徴と問題を踏まえ、段階ごとの提案を行った。シード期ではエンジェル投資家の投資促進を目的としたエンジェル税制の改善と、一般消費者からの投資促進を目指す CF の設立というふたつの提案をし、アーリー期は年金運用で VC への投資額を増やすという提案をした。これらの提案は、シード・アーリー期で直接金融の投資額を増やすことを目的としている。ミドル期では売掛金担保融資に URIHO という FinTech サービスを組み合わせることにより、“担保”に焦点を当てた銀行融資の円滑化を図った提案、そして同じく間接金融の“融資”に焦点を当てたクラウド会計促進の提案をした。これにより間接金融の課題は解決され円滑な資金調達を行うことができる。レイター期では公的補助により IFRS を、そして M&A を促進する提案で Exit の増加を目的とした。

これらの提案をまとめると、ベンチャー企業の資金調達は“直接金融で主に調達を行うが、間接金融も円滑にすることで安定的な資金調達ができ、最終的に Exit が増加する”ということを目的とした 6 つの提案になっている。

またここで、序章で述べた望ましい資金調達と照らし合わせてみる。“必要な時に必要な量を”というのはシード・アーリー期に直接金融で事業資金を得て、ミドル・レイター期以降に間接金融も加えて事業拡大資金も調達できるという成長段階に適した資金調達ができる。そして“適した方法で”に関しては、我々の 6 つの提案は資金調達に関する全ての関係者にメリットがあるものとなっており、これに当てはまっている。この望ましい資金調達で Exit を増加させ、ベンチャー企業の数や規模を大きくし、日本の経済等の活性化につながると確信する。

最後に、本論文がベンチャー企業の資金調達において有用なものとなり、日本の活性化の一助になることを記念して本論文の結びとする。

参考文献

下記のインターネットから参考した文献については、提出日である 2016 年 10 月 28 日においてアクセス可能であったため、アクセス日は省略することとする。

- 5
- 『起業のファイナンス』磯崎哲也・日本実業出版社・2015 年 1 月 16 日
 - 『中小企業金融入門』藪下史郎、武士俣友生・東洋経済新報社・2006 年
 - 『入門企業金融論:基礎から学ぶ資金調達の仕組み』中島真志・東洋経済新報社・2015 年
- 10
- 『ベンチャー白書 2014』一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター・2014 年 12 月
 - 「エンジェル税制の仕組み」経済産業省
<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/structure/index.html>
 - 「公的支援の活用方法」 会社設立代行 資金調達支援センター・2008
- 15
- <http://www.u-company.jp/finance/publicfund.html>
 - 「国内 FinTech 市場に関する調査結果 2015」株式会社矢野経済研究所・2016 年 3 月 10 日 <http://www.yano.co.jp/press/pdf/1505.pdf>
 - 「新事業育成資金」新規事業ドットコム・2014 年
<http://www.sinkijigyou.com/other/financing/training/>
- 20
- 「信用保証協会と信用保証制度」一般社団法人 全国信用保証協会連合会
<http://www.zenshinhoren.or.jp/guarantee-system/>
 - 「中小企業白書」中小企業庁・2014
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/07Hakusyo_part3_chap2_web.pdf
- 25
- 「日本経済再生の原動力を求めて」深尾京司、権赫旭・2010 年 11 月
http://www.accj.or.jp/ja/news-a-media/press-releases/doc_view/88-
 - 「年金積立金管理運用独立行政法人 HP」 GPIF
<http://www.gpif.go.jp/index.html>
 - 「ベンチャー企業の資金調達」大和総研・2012 年 3 月 2 日

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>

●「ベンチャー税制の改革の方向性」みずほ総合研究所・2011年5月

[http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r110501tax.p](http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r110501tax.pdf#search=)
5 [df#search=](http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r110501tax.pdf#search=)

●「ベンチャー・チャレンジ2020」日本経済再生本部・2016年4月

[http://www.kantei.go.jp/jp/topics/2016/seicho_senryaku/venture_challenge2](http://www.kantei.go.jp/jp/topics/2016/seicho_senryaku/venture_challenge2020.pdf)
020.pdf

●「ベンチャー白書2015発表資料」一般財団法人ベンチャーエンタープライ
10 ズセンター・2015年12月3日

http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf

●「ベンチャー有識者会議」経済産業省・2014年4月

<http://www.meti.go.jp/press/2014/04/20140414002/20140414002-2.pdf>

●「2016年上半期におけるIPOの動向」Deloitte・2016年8月

15 [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/get-connecte](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/get-connected/pub/atc/201608/jp-atc-kaikeijyoho-201608-02.pdf)
d/pub/atc/201608/jp-atc-kaikeijyoho-201608-02.pdf

●「IFRS適用済・適用決定会社一覧」日本取引所グループ

<http://www.jpx.co.jp/listing/others/ifrs/index.html>

●「IFRS適用レポート」金融庁・2015年4月15日

20 <http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150415-1/01.pdf>

●「JTの大型買収から考えるIFRSの『のれん』」IFRSフォーラム・2009年
10月13日 <http://www.atmarkit.co.jp/im/fa/serial/ma/02/01.html>

●「M&Aの国際比較」シティグループ証券株式会社、藤田勉・2015年7月2
月 <https://www1.gsec.keio.ac.jp/upload/freepage/file/0702.pdf>

25 ●「URIHOについて」株式会社トラスト&グロース

<https://uriho.jp>

●「Comprehensive Annual Financial Report」CalPERS・2015年

[http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/cafr2015_investme](http://www.calstrs.com/sites/main/files/file-attachments/cafr2015_investments.pdf)
nts.pdf

30