

2019年 証券ゼミナール大会

第1テーマ

5

国内の非上場企業における  
資金調達について  
～CVCを用いたオープンイノベーション  
の活性化～

10

千葉商科大学

15

三田村ゼミナール

## 目次

	はじめに 問題意識 .....	4
	第 1 章 非上場企業の定義と役割 .....	5
5	1-1 非上場企業と証券市場の関係 .....	5
	1-2 中小・ベンチャー企業の定義と位置づけ .....	6
	1-2-1 中小企業の定義 .....	6
	1-2-2 ベンチャー企業の定義 .....	7
	1-3 非上場企業の位置づけと役割 .....	7
10	1-3-1 非上場企業の役割 .....	8
	第 2 章 非上場企業の現状と課題 .....	8
	2-1 世界経済と日本の現状 .....	8
	2-2 非上場企業の資金調達の現状 .....	11
	2-3 非上場企業の資金調達の課題 .....	14
15	第 3 章 中小・ベンチャー企業におけるライフステージ別に見た資金調達方法 .....	19
	3-1 内部資金 .....	20
	3-2 外部資金 .....	20
	3-2-1 間接金融 .....	20
20	3-2-2 市場型間接金融 .....	23
	3-2-3 直接金融 .....	24
	第 4 章 公的金融・公的支援について .....	34

4-1	公的金融・公的支援.....	35
4-2	公的金融・支援のあり方.....	39
第5章	更なる資金調達環境改善に向けた提言.....	40
5-1	クラウド会計ソフトの導入によるトランザクションレンディング..	40
5	5-2 シンジケート編成を用いた CVC.....	42
5-3	CVC 普及のための公的支援策.....	47
5-4	CVC を日本に定着させるために.....	48
	おわりに 総括.....	50
	参考文献.....	52

10

15

20

25

## はじめに 問題意識

近年、日本経済はアベノミクスの効果もあり、株価、経済成長率、企業業績、雇用等、多くの経済指標は、改善傾向にあり「失われた 20 年」といわれるデフレから脱却の兆しを見せている。2016 年よりマイナス金利政策が施行され、資金調達コストが低下し、日本企業の資金繰りも全体的に改善傾向になりつつある。一部の大企業では内部留保が増大し続け 2018 年度 463 兆円と 7 年連続で過去最高を更新した。しかし、未だに大企業と比べると中小・ベンチャー企業では資金調達環境が整備されているとはいえず、資金調達問題が依然として存在する。

わが国における上場企業は、4,000 社にも満たず、非上場企業は日本の全企業の 99.9%と圧倒的多数を占め、非上場の大半を中小・ベンチャー企業が占める。つまり、国内の非上場企業は日本の経済的基盤を形成する存在であるといえるであろう。

世界では ICT 機器の普及、AI、ビッグデータ、IoT 等の影響で社会の様々な場面でデジタル革命が進み、東南アジアなどの新興国、米国や中国等の有力企業がデジタル化、サービスシステムの創出により新たな市場開拓しており、そこに世界的に資金が続々と流れ込んでいる。デジタル化に欠かせない「データ」や、「アイデア」を駆使して新たなイノベーションを創出させるポテンシャルの高い「人材」、企業の優れた「技術力」、大学等の「研究開発力」など日本が保有する有力な資源が、寡占的かつ閉鎖的な現状では日本企業は国際競争が激化する今後の経済の波に埋没してしまう。そのためにも、外部と連携を図り新規事業開発を模索する「オープンイノベーション」の重要性が指摘されている。しかし、わが国ではオープンイノベーションの形成が進んでおらず、日本が保有する有力な資源を活用しきれていない。ソニー、松下電器産業、トヨタ自動車など日本の大企業と認められた優良企業の多くは設立当初は零細企業であることに着目したい。現在もわが国には次世代の経済を担う技術力を持ったベンチャー企業が多数生まれている。そうした企業の成長・発展を促すためには、オープンイノベーションにつながる資金調達のあり方を経済政策の 1 つとして議論することが求められている。

借り手と貸し手の双方向的な観点から考察していくと両者が利益を享受できる方法として、企業内の投資部門を通じて大企業がベンチャー企業に積極的に出資、技術提供等を行う取り組み(コーポレートベンチャーキャピタル(以下 CVC))は、その解決策の 1 つとなるであろう。しかし、CVC には、いくつかの課題が存在する。CVC が活発に行われるような環境の整備を図ることで、企業が付加価値を生み出し競争力を高め、斬新なイノベーションを創出していくことが考えられる。

非上場企業の資金調達環境の改善を議論する上では、オープンイノベーションの促進という視点に立つことが重要であると指摘したい。また、こうしたオープンイノベーションの環境が整えば、成功した起業家たちが、次に続くベンチャー企業を育成するエンジェル投資家などになる、いわゆる好循環の仕組み(エコシステム)が生まれる。そのような仕組みは、日本の経済が再活性化するための大きな原動力となろう。

以上の問題意識から第 1 章では非上場企業の定義と役割、第 2 章では非上場企業の現状と課題、第 3 章では中小・ベンチャー企業におけるライフステージ別に見た資金調達方法、第 4 章では公的金融・公的支援について、第 5 章では更なる資金調達環境改善に向けた提言とする。

## 20 第 1 章 非上場企業の定義と役割

本章では日本における中小・ベンチャー企業の定義について述べ、それぞれの規模の企業の特徴と役割について考察していきたい。

### 25 1-1 非上場企業と証券市場の関係

証券市場は会社や国が発行する有価証券を投資家が購入し、有価証券発行者が資金を供給する直接金融として用いられる。直接金融において証券市場は重要な役割を担っており、大企業が密接に関わっている。だが、非上場企業が証券市場と関わっていないわけではない。非上場株式を円滑に売買するために

1997年7月から非上場株式の取引場としてグリーンシート市場が設立された。しかし、目ぼしい成長企業の少なさに加え、適時開示制度など上場並みの規制などの原因<sup>1</sup>で2018年3月末廃止となった。廃止されたグリーンシート市場の受け皿として2015年5月に株主コミュニティ制度が創立された。株主コミュニティ制度は地域に根差した企業等の非上場株式を取引・換金するものである。

5 株主コミュニティ制度は地域に根差した企業等の非上場株式を取引・換金するものである。

株主コミュニティ制度はグリーンシート市場と違い、発行会社に適時開示義務などの負担がない。また、株主コミュニティの勧誘も対象者が限定されているため、投資家保護の観点から問題がない。

## 10 1-2 中小・ベンチャー企業の定義と位置づけ

本章では中小・ベンチャー企業の定義と役割、位置づけについて述べていく。尚、本稿でいう中小・ベンチャー企業とは全て非上場のものを指す。

### 15 1-2-1 中小企業の定義

中小企業基本法によると中小企業、小規模事業者の定義の定義は図表1の通りとなっている。

20 図表1 中小企業小規模事業者の定義

業種	中小企業者		小売業者
	資本金の額又は出資の総額	常時使用する作業員の数	常時使用する従業員の数
製造業その他	3億円以下	300人以下	20人以下
卸売業	1億円以下	100人以下	5人以下
小売業	5,000万円以下	50人以下	5人以下
サービス業	5,000万円以下	100人以下	5人以下

25 (出所) 中小企業庁 HP (<https://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>) より取得、筆者作成

<sup>1</sup> 日本経済新聞朝刊「非上場株取引、規制緩和へ、日証協が市場整備へ検討。」(2019年2月22日)参照

## 1-2-2 ベンチャー企業の定義

ベンチャー企業の定義は曖昧であり、統一された定義は存在しない。本稿ではベンチャー企業の定義を新技術や新製品、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。また、ベンチャー企業は各成長ステージが存在する。ベンチャー企業の成長ステージを以下の4つに分類する。(図表2)

図表2 ベンチャー企業の成長ステージと定義

ステージ	定義
シード	商業的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いる企業。
アーリー	製品開発及び初期のマーケティング、製造販売活動に向けた企業、運転資金・設備投資の資金が必要な企業。
エクспанション	生産及び出荷を始めており、在庫または販売量が増加しつつある企業、本格的に軌道に乗ってきた状態の企業。
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。

10

(出所) 松田 (2005) p59 より取得、筆者作成

## 1-3 非上場企業の位置づけと役割

15

日本の全企業のうち、上場企業は4,000社にも満たず非上場企業は全体の99.9%に相当する。そのうち日本における中小企業数<sup>2</sup>は、約430万社で全企業数に占める割合の99.7%に相当し、そこで約2,800万人が働いている。これらの中小企業は、激しく変化する経営環境の中で幾多の難局の波を乗り越え、開業と廃業のバランスを保ちながら日本の経済を支えてきた。

20

<sup>2</sup> (会社数 + 個人事業者数)

### 1-3-1 非上場企業の役割

図表 3 非上場企業の役割

役割	説明
新産業の創出	中小企業は成長産業の母体である。現在日本経済を率いる企業はもともと中小企業であった。「成長産業の母体」とは、このような成長企業が国の経済を牽引する産業の中核になるということである。
市場競争の活性化	競争の担い手として経済の活性化に寄与している。市場に多数の企業が存在することで競争が活性化される。競争によって差別化を図るようになり、革新が絶えず起こり経済の活力が維持される。
就業機会の提供	量的な側面で見ると非一次産業常用雇用者の66.4%が中小企業に勤めている。中小企業の雇用吸収力は転職市場においても大きい割合を占めている。また、質的な側面では、高齢者や女性など多様な労働者に柔軟な就業の場を提供している。
地域経済の活性化	地域経済の中核都市手の割合がある。日本には、特定の製品や業種に特化した中小企業が集積している地域として、「地場産業」がある。地場産業は地域経済の支えとなっている。

5

(出所) 藪下・武士俣 (2002) pp17-29 を基に、筆者作成

## 10 第 2 章 非上場企業の現状と課題

### 2-1 世界経済と日本の現状

世界にはユニコーンと呼ばれている非上場にもかかわらず、時価 10 億ドルを  
15 突破する企業が続々と登場している。2015 年 10 月時点で 141 社のユニコーン  
がグローバルに存在しており、日本でも非上場で成長を続けるスタートアップ  
企業の存在感が増している。日本経済新聞社が実施した「NEXT ユニコーン調査」  
によると国内 22 社が企業価値 (推計) で 100 億円を超えた。<sup>3</sup>現在、ICT の急

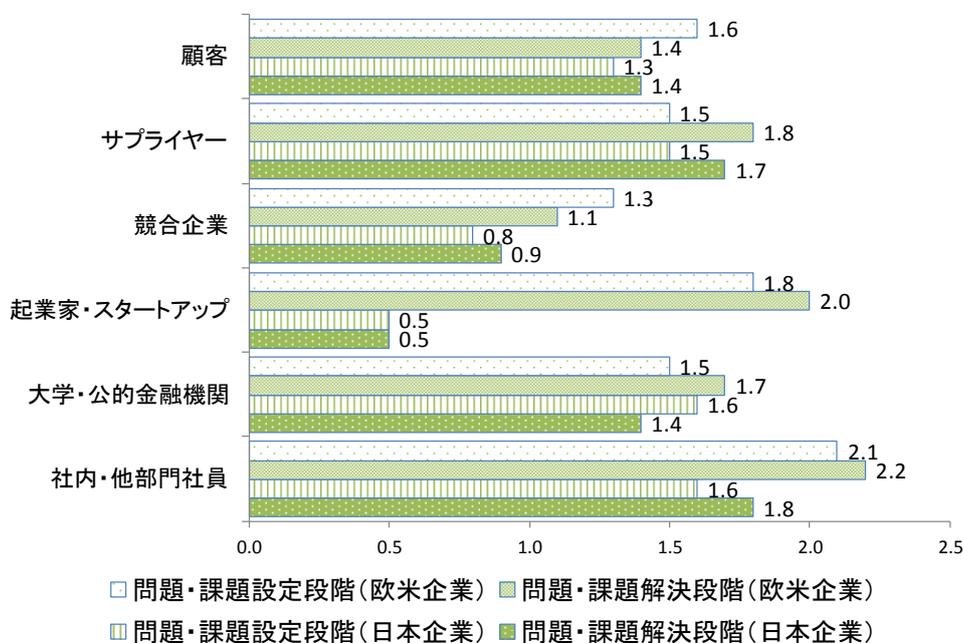
<sup>3</sup> 日本経済新聞朝刊「企業価値、22 社が 100 億円以上」(2017 年 11 月 20 日) 参照

激な発展やグローバル競争の激化によって、かつてないほどに新たな市場価値創出が求められている。従来では製品やサービスなどの研究開発を自社内で行う、いわゆるクローズイノベーションが主流であった。しかし、顧客ニーズの多様化、製品ライフサイクルの短期化、グローバル化による競争構造の変化等に伴い、製品やサービスに対する市場の要求レベルが高まっている。以前のよう

5 に、研究開発を自社内だけで行う方式では限界に達しており、自前主義からの脱却が必要である。そのためにも自社外にある技術、人材、知識を活用したオープンイノベーションが必要とされている。日本企業と欧米企業におけるオープンイノベーションの実態を見ると欧米企業はオープンイノベーション活動

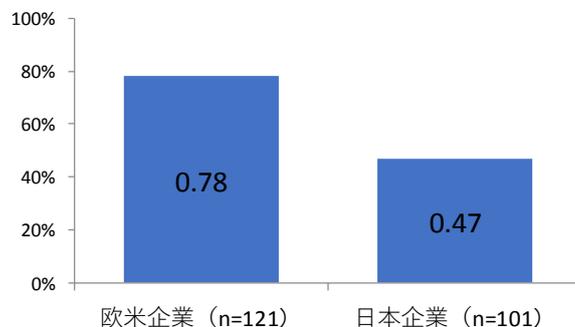
10 を実施している割合が高く、そのパートナーとして起業家やスタートアップ企業が台頭している。(図表 4) 対して日本企業はオープンイノベーション活動の実施率が低く(図表 5)、パートナーとして起業家やスタートアップが活躍できていないという現状が存在する。

15 図表 4 オープンイノベーションにおけるパートナー



(出所) オープンイノベーション白書 (2018) p57 より取得、筆者作成

図表 5 オープンイノベーション活動の実施率



5 (出所) オープンイノベーション白書 (2018) p 56 より取得、筆者作成

わが国と欧米諸国における起業環境 (図表 6) について見てみると、わが国においては起業に掛かる日数や開業コストが欧米諸国に比べて高いため、起業のしやすさの総合順位は 89 位と、欧米諸国に比べて低い順位になっている。他  
 10 方で、米国や英国、フランス等は、起業に掛かる日数や開業コスト等についてわが国と比較してみても、わが国よりも起業しやすい環境であるといえよう。この起業環境の低さが創業間もないベンチャー企業によるイノベーションの阻害に間接的に繋がってくるのではないだろうか。

15 図表 6 起業環境の国際比較

	起業しやすさ 世界順位	起業に要する 手続き数	起業に かかる日 数	開業コス ト(%)
日本	89	8	11.2	7.5
アメリカ	51	6	5.6	1.1
イギリス	16	4	4.5	0.1
ドイツ	114	9	10.5	1.9
フランス	27	5	3.5	0.7

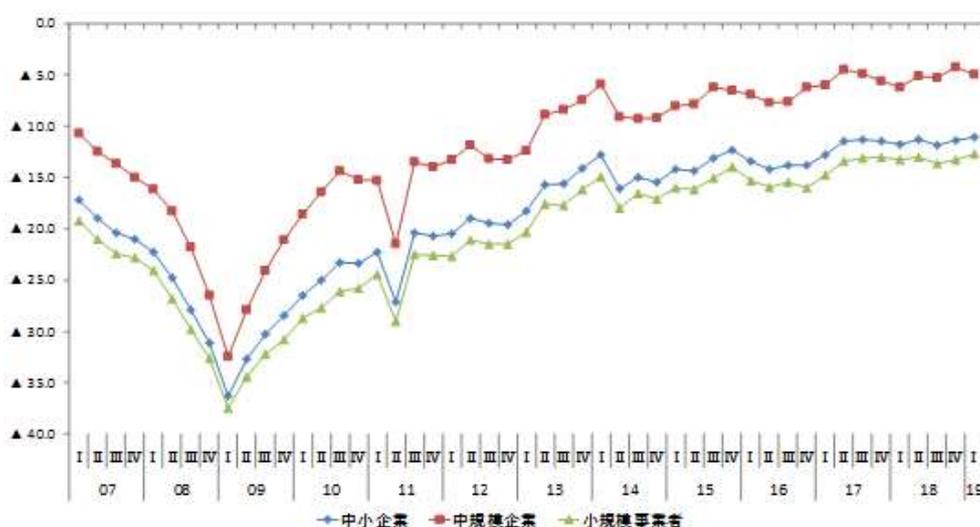
(出所) 「2017 年版中小企業白書」 (2017) (p107) より取得、筆者作成

20

## 2-2 非上場企業の資金調達の現状

2016年よりマイナス金利政策が施行され、企業の資金調達コストは低下し、現在、わが国の景気は全体としては回復傾向にあり、企業を取り巻く金融環境も改善が続いている。図表7からも分かるように、中小企業の資金繰りは改善傾向にある。「しかし、すべての企業で資金繰りが同程度に改善しているのではなく、中小企業の資金繰りは大企業に比べて厳しいのが実情である。」<sup>4</sup>また、中小企業の資金調達構造において、大企業と比較すると信用リスクが高いことから間接金融を中心とした金融機関からの借入ということになる。その原因として担保、保証などの問題から直接金融が難しく、金融機関からの借入に依存している。

図表7 資金繰り判断DIの推移



15

(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」(2019)より取得、筆者作成

現在、日本には、第4次ベンチャーブームと呼ばれる起業の波が来ている。2017年のベンチャーの資金調達額は2,791億円となり、これは最も少なかった2012年の4.3倍の水準となる。「金融緩和や13年以降に相次いで設立された官

20

<sup>4</sup> 上原(2006) p1 引用

製ファンドなどにより、ベンチャー市場にリスクマネーが流入。近年は、大企業もベンチャー投資にのめり込み、市場拡大に拍車をかける。」<sup>5</sup>2010年代に入ってから起業したベンチャーには、技術で新市場を切り開くこうしたタイプが少なくない。「デジタル化の進展で誰もが低いコストでビジネスから始められるようになった。AIなどを使えば、本格的な事業に展開できる。第3次ブーム以前にはできなかったそんな起業が容易になったのである。」<sup>6</sup>

図表 8 日本のベンチャー企業の歴史

1970年頃～	第一次ベンチャーブーム ・ 研究開発型ハイテクベンチャーが誕生
1980年前半	第二次ベンチャーブーム ・ 製造業中心の産業構造から、流通・サービス業が拡大 ・ プラザ合意(1985年)後の円高不況に伴い衰退
1995年頃～	第三次ベンチャーブーム(ネットバブル) ・ 民間ベンチャーファンド設立増加 ・ 東証マザーズ(1999年)、大証ナスダックジャパン(2000年)スタート ・ リーマンショック(2008年)により低迷
2014年頃～	第四次ベンチャーブーム(現在) ・ 「日本再興戦略」による政策支援 ・ CVC、オープンイノベーション活性化

10

(出所)「三井住友ファイナンシャルグループ」(2016) p4 より取得、筆者作成

・ 大学発ベンチャー

15

近年では産学連携の一つである大学発ベンチャーが注目されている。

大学内で埋没している研究成果を掘り起こし、新しい事業の創出としてイノベーションの担い手として期待されている。大学発ベンチャーは、経済産業省により2001年に示された「大学発ベンチャー 1,000社計画」以降、産学官による積極的な支援も背景に増加し、2013年度末には大学発ベンチャー

20

1,000社計画を達成するに至った。産業競争力強化法の施策により2014年か

<sup>5</sup>週刊東洋経済 (2018a) p19 引用

<sup>6</sup>日経ビジネス (2019) pp57-58 引用

ら国立大学によるベンチャーキャピタルへの出資が可能になり、大学発ベンチャーへの支援のさらなる展開が期待されている。<sup>7</sup>

5 日本は諸外国と比較して開業率、エンジェル、ベンチャーキャピタルの投資額が低いという現状がある。それに対して2018年、日本政府は開業率、投資件数を上昇させるため「未来型投資戦略2018」、「J-Startup」を打ち出した。政府は2020年までに「拠点都市」を定め規制緩和や起業家、投資家の招致などの支援をする。2024年までに今の2倍の約2,800社に引き上げることを考えてい

10 る。「日本の民間VCの歴史は約40年になり、これまでも多くの企業はその資金をもとに成長してきた。そしてこの数年は、VCが投資を検討できる規模に満たない創業期のスタートアップに対して、少額の資金と経営・サービス成長のノウハウを提供する「アクセラレーター」「インキュベーター」と呼ばれるプレイヤーが登場してきた。」<sup>8</sup>ベンチャー企業が発達している米国と、日本のベンチャー企業の資金調達方法を比較すると、日本は自己資金や金融機関からの借入

15 に頼っているのに対し<sup>9</sup>、米国はVCやエンジェルファンドからの資金調達が多い。日本のVC投資額に対するGDP比率は米国の1/7以下と低いことがわかる。

(図表9)

20

25

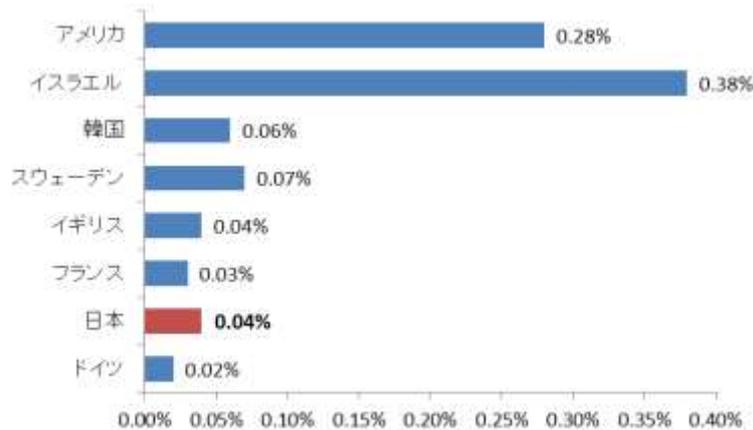
---

<sup>7</sup> オープンイノベーション白書 p34

<sup>8</sup> 岩本(2016) p118 引用

<sup>9</sup> 「中小企業白書」(2016) p 275 参照

図表 9 VC 投資額の対 GDP 比率



5 (出所) 日本経済再生本部 (2016) p9 より取得、筆者作成

### 2-3 非上場企業の資金調達の課題

10 中小企業とベンチャー企業に共通する課題として、「貸し手と借り手の間に存在する情報の非対称性」、「担保の不足」が存在する。そのため、大企業や上場企業と比べ信用力が劣る。

#### ① 貸し手と借り手間の情報の非対称性

15 非上場企業の多くは定期的な財務情報などの情報開示コストに耐え切れずこれにより情報の非対称性が存在する。「情報の非対称性」という概念の導入によって金融的要因が投資と経済活動水準の変動に重要な影響及ぼすことが明らかになった。<sup>10</sup>また、情報の非対称性によって金融機関が健全な企業と不健全な企業情報を判別して入手できないのであれば一律な条件で資金融資の取引をすることになる。それにより、この金融市場から健全な企業が借入を行なわなくなり、リスクの高い企業が残る、逆選択が発生する。また、金融市場において

---

<sup>10</sup> 「情報の非対称性」の存在を前提にすると、資本市場は完全でなくなるため、内部資金と外部資金とが完全には代替的ではなくなり、投資資金の調達方法の違いが企業の資本コストに影響を及ぼすことになる。したがって、資金調達方法の違いが設備投資の決定に影響を及ぼす可能性が大きいことが推察できる。」郭 (2003) pp43-44 引用

借りての返済努力に関する情報の非対称性によりモラル・ハザードが生じる。金融市場における情報の非対称性は大企業、非上場企業の判別無く起こりうる問題といえる。モラル・ハザードの対処として常に相手が融資して、資金が当初の事業計画に使うことを制限することで資金回収につなげていくことができる。例えばコベナンツ（財務制限条項）等の導入により緩和するのではないだろうか。非上場企業が円滑に資金調達を行うためには、非上場企業と資金提供者間の情報の非対称性を緩和する必要がある。

## ② 担保の不足

2つ目は、非上場企業の担保の不足である。金融機関などから融資を受けたい場合、不動産などの十分な担保がなければ融資を受けることは難しい。十分に担保がなければ、借りるための契約を結ぶことができても必要な額の融資が受けられない。そもそも契約を結べない可能性もある。銀行は融資した相応の金利でのリターンしか得ることができないため、社歴の長い信頼ある企業を相手にしたほうが安定的にリターンを得ることができる。過度に担保を必要としない資金供給方法が必要とされている。ベンチャー企業は業績などのトラックレコード<sup>11</sup>が不足している。

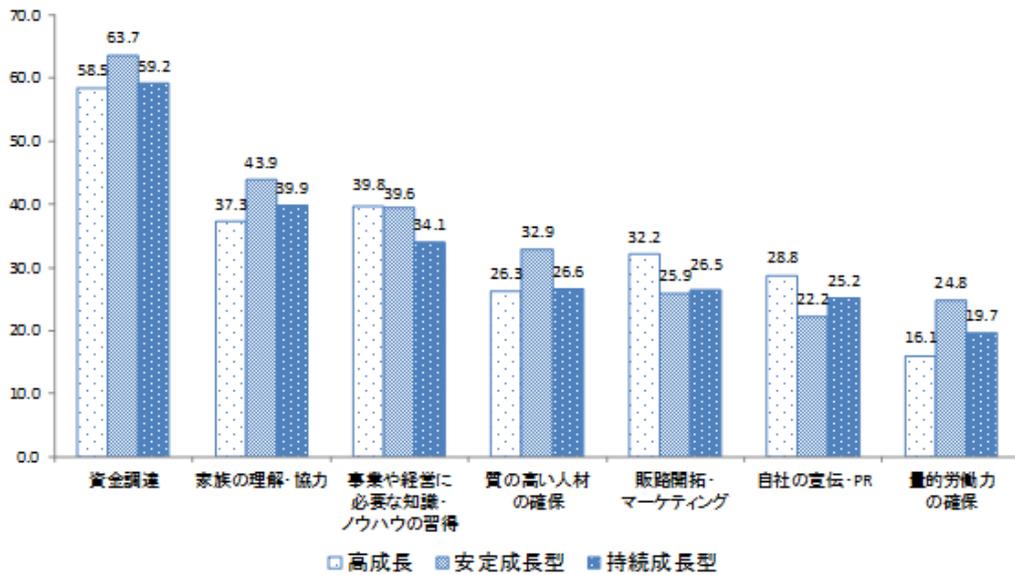
各ライフステージに応じて企業が抱える課題を挙げると、シード期からアーリー期においては、「資金調達」の割合が最も高い。アーリー期からエクспанション初期においても、「資金調達」の割合が創業期に引続き依然として高く、「質の高い人材の確保」、「量的な労働力の確保」といった人材確保に関する課題の割合が高まってくる。さらに、「販路開拓・マーケティング」、「自社の宣伝・PR」といった、販路開拓に関する課題についても、比較的割合が高くなっている。<sup>12</sup>エクспанション後期からレター期においては、人材確保や組織体制の整備における課題が最も強いことが分かる。このように、シード期は資金調達、アーリー期は資金調達と人材確保、（図表 10、11）エクспанション期は人材確保と組織体制の整備（図表 12）というように、企業のライフステージに応じて企業の直面する課題は異なる。また、ベンチャー企業の資金調達問題以

<sup>11</sup> 過去の売り上げ実績、社歴など

<sup>12</sup> 「2017年版中小企業白書」（2017）p172 参照

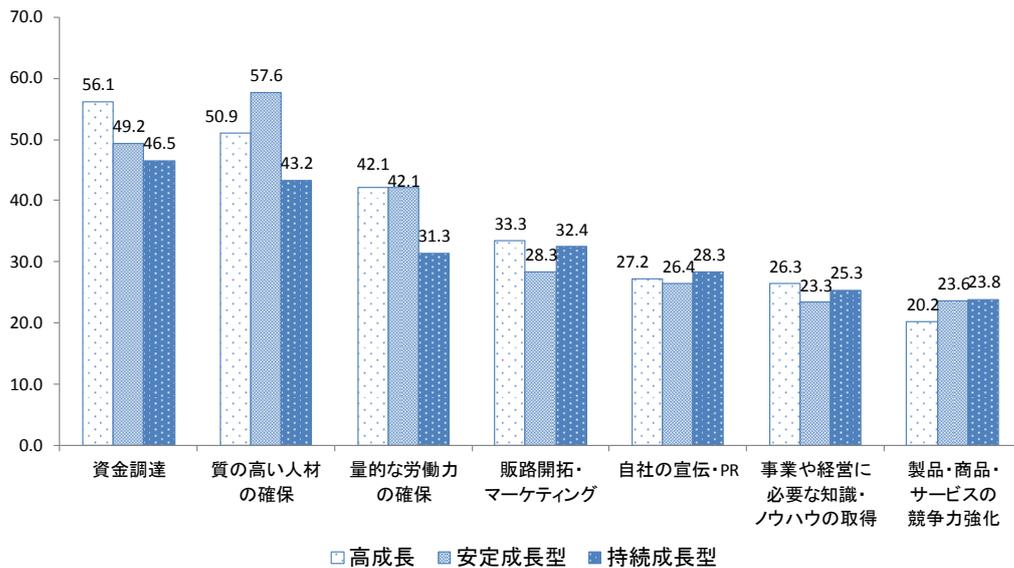
外の課題として、手続きの煩雑さ、「どのような支援制度があるのか分からない。」  
「補助金、助成金の活用が十分できない」といった補助金、助成金が活用しき  
れていないことが挙げられる。(図表 13)

5 図表 10 シード期からアーリー期における課題

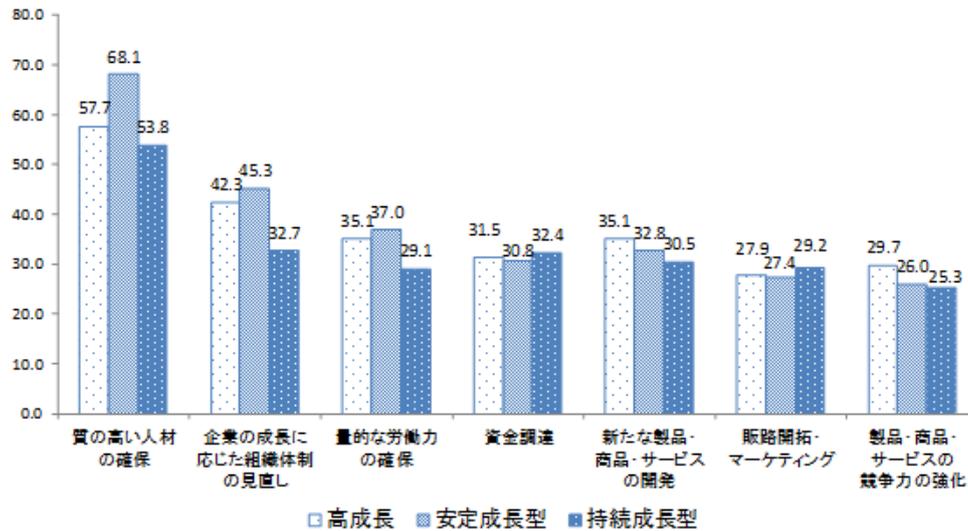


図表 11 アーリー期からエクспанション初期における課題

10

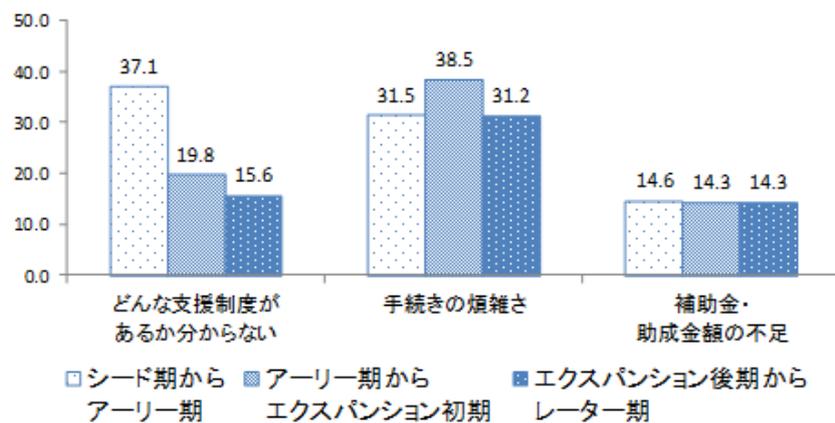


図表 12 エクспанション後期からレター期における課題



5 (出所)「2017年版中小企業白書」(2017) p172より取得、筆者作成

図表 13 企業の補助金、助成金活用における課題



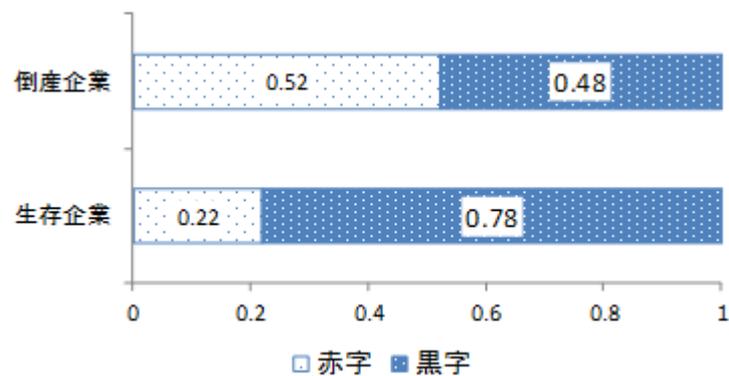
10

(出所)「2017年版中小企業白書」(2017) p 180より取得、筆者作成

東京商工リサーチ「2018年「倒産企業の財務データ分析」調査によると倒産した463社のうち、221社(構成比47.7%)と約半数が黒字倒産となっている。

<sup>13</sup>企業の B/S が黒字でも債権回収の回転率が悪いと黒字倒産を引き起こしてしまう。(図表 14) つまり、運転資金が尽きると企業は倒産してしまうため、企業を運営していくには早い換金性が求められる。

5 図表 14 倒産企業・生存企業の最終当期純利益「黒字・赤字」構成比



(出所) 東京商工リサーチ「倒産企業の財務データ分析」  
10 ([https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20190215\\_02.html](https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20190215_02.html)) より取得、筆者作成

ベンチャー企業は一般的にスタートアップ直後から事業が軌道に乗るまでに訪れる「死の谷」<sup>14</sup>と呼ばれる期間にキャッシュが足りずに廃業する企業が多く、この「死の谷」にどのようにして資金調達を行っていくかが課題となる。また、  
15 各ステージに共通して、日本の VC、エンジェル、地域金融機関などは専門的な知識、資金供給源の不足などといった課題も挙げられ、総じて運転資金をいかにして調達していくのかということが課題となる。(図表 15)

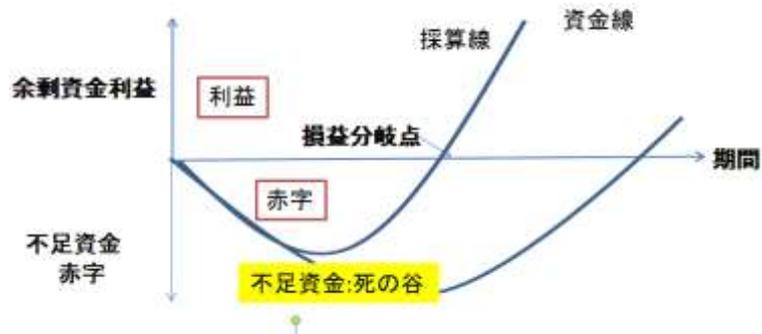
20

---

<sup>13</sup> 東京商工リサーチ ([https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20190215\\_02.html](https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20190215_02.html)) 参照

<sup>14</sup> 「一般的に設立後 5 年以内に消滅する割合は 70%といわれている。」田中・保田 (2019) p16 引用

図表 15 ベンチャー企業のライフサイクル

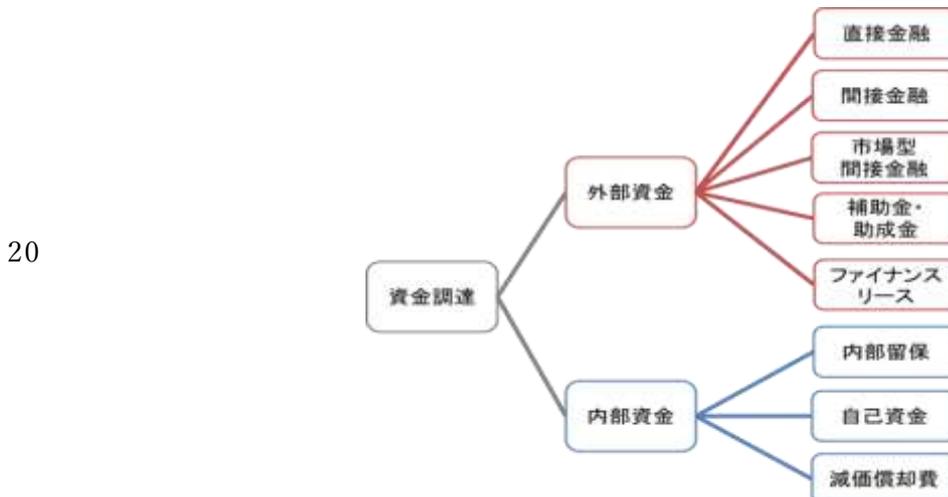


5 (出所) 松田修一 (2005) p101 より取得、筆者作成

### 第 3 章 中小・ベンチャー企業におけるライフステージ別に見た資金調達方法

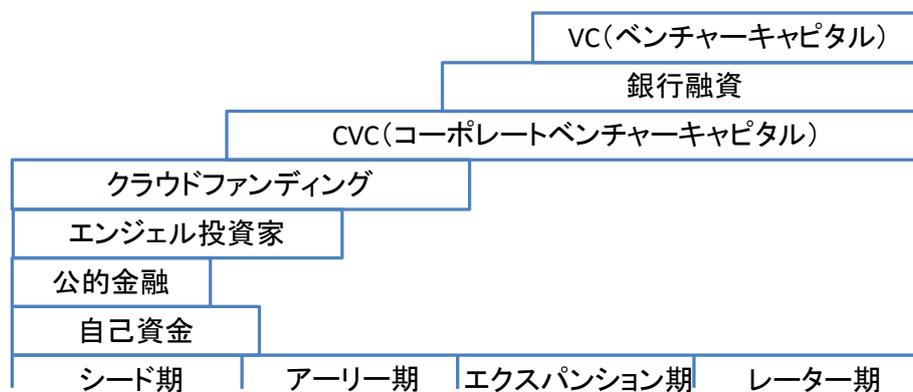
10 非上場企業の資金調達手段の構成としてはじめに内部資金による調達と外部資金による調達の二手に分けられる。資金調達コストは外部資金より内部資金のほうが低いため、資金需要が内部調達だけで足りない場合には外部からの資金調達が必要となってくる。(図表 16)

15 図表 16 資金調達手段の構成



25 (出所) 中島 (2015) p30 を取得、筆者作成

図表 17 成長段階別による資金調達手段



5 (出所) 筆者作成

### 3-1 内部資金

10 内部資金は内部留保と減価償却費、自己資金に分けられる。内部留保は企業の純利益から費用を差し引いて残った資金であるため改めて調達する必要がない。減価償却費は企業が設備投資で購入した資産を耐用年数に応じて費用として計上される。しかし、減価償却費は非現金支出費用である分、企業に現金が溜まっていく自己金融効果を持ち合わせている。

### 15 3-2 外部資金

外部資金は銀行からの借入や社債発行など企業外部から資金調達することである。資金の借り手である非上場企業と貸し手において情報の非対称性が生じるため、外部資金の方が内部資金よりも調達コストが高くなる。

20

#### 3-2-1 間接金融

間接金融とは、銀行など金融機関が第三者として資金供給者と資金需要者の間に仲介して取引を行うことである。間接金融の資金調達方法として、ABL、ト

ランザクションレンディング、リレーションシップバンキングなどが挙げられる。

・ABL(Asset Based Lending)

- 5 ABLとは、企業価値を構成している在庫、機械設備等を担保とし融資する方法の一つである。金融機関が企業に対して融資を行う時の担保対象は、中小企業の場合不動産や個人補償に過度に依存している傾向がある。そこで、不動産担保が不十分な時にその部分を補完するものが在庫や売掛債権なのである。ABLはこうした不動産や個人保証への過度の依存からの脱却、また不動産を持たない企業であっても資金調達が可能になるため、資金調達の多様化を後押しする位置にある。また、担保資産の管理から事業の流れやキャッシュフローなどのモニタリングを行い、経営把握を強化している。
- 10

・売掛債権担保

- 15 売掛債権担保とは、売掛債権を担保に融資を受ける資金調達方法である。売掛債権を担保にするためにはまず、売掛債権を金融機関や信用保証協に譲渡しなければならない。また、売掛先の債権譲渡禁止特約の解除をすることも必要である。解除には公的機関では困難なところもあり、現状では一部の解除で実現している。

20

・トランザクションレンディング

- トランザクションレンディングとは、売買や資金の決済、顧客評価などの取引情報を利用して審査し融資する方法である。これは、取引情報という融資先の事業実態を把握するのに十分な情報を取得し、この情報を利用した審査モデルで融資判断をする。「質の高い情報」「審査モデル」の2つを得ることにより、創業間もない期間に銀行からの融資を受けられない中小事業者への融資を実現した。」<sup>15</sup>現在では顧客の取引データを基に、金融機関からネット上で、借入条件のお知らせを受けることができるレコメンド型トランザクションレンディン
- 25

---

<sup>15</sup> デロイトトーマツ コンサルティング合同会社 (2016) p1 引用

グも存在する。

・企業間信用

5 企業間信用とは、商品売買における買掛や売掛、約束手形を通じた信用取引  
のことである。売り手と買い手は事実上の貸借関係にあり、売り手は、売上債  
権として売掛金、あるいは受取手形を計上し、買い手は、買入債務として、買  
掛金・支払手形を計上する。<sup>16</sup>

・リレーションシップバンキング

10 リレーションシップバンキングとは、金融機関が借り手である顧客との間で  
親密な関係を継続して維持することにより、外部では通常入手しにくい借り手  
の信用情報などを元に貸出等の金融サービスを提供するビジネスモデルである。  
<sup>17</sup>また、リレーションシップバンキングは財務諸表・不動産担保などのハード  
15 情報だけではなく、経営者の資質・業界や地域での評判・従業員のやる気など  
で把握されるソフト情報に依存して情報生産を行ない、定量化が困難な事業の  
将来性などを判断して、融資などの金融サービス提供を行なう。<sup>18</sup>（図表 18）  
リレーションシップバンキングのメリットは、長期継続的な取引関係の中から、  
外部より入手しにくい借り手の信用情報を得られることで、貸出の際に金融機  
関が借り手の情報を収集し、モニタリングするコストが低減できる点にあると  
20 されている。<sup>19</sup>しかし、信用金庫、信用組合にも共通しているが中小・地域金  
融機関にとって経営支援にかかる費用を貸出金利息で賄うには負担は重くなっ  
ている。<sup>20</sup>

25

---

<sup>16</sup>みずほ証券 HP

([https://glossary.mizuho-sc.com/faq/show/1151?category\\_id=51&site\\_domain=default](https://glossary.mizuho-sc.com/faq/show/1151?category_id=51&site_domain=default)) 参照

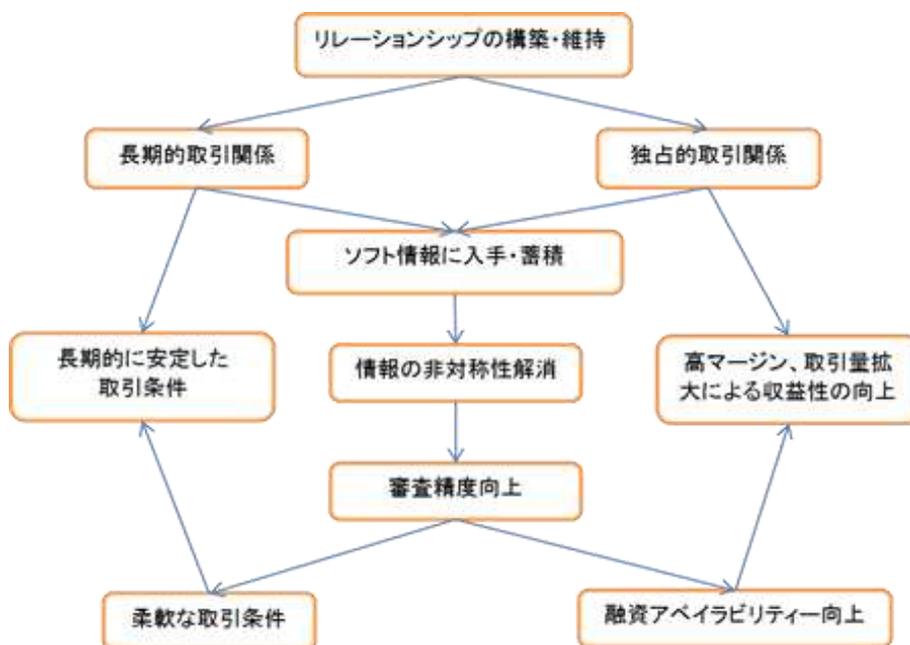
<sup>17</sup>長谷川（2013）p20 参照

<sup>18</sup>村本孜（2005）p7 参照

<sup>19</sup>野村証券 ([https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ri/r\\_banking.html](https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ri/r_banking.html)) 引用

<sup>20</sup>長谷川（2013）p 28 参照

図表 18 リレーションシップバンキングの効果概念図



5 (出所) 信金中央金庫 (2003) p5 より取得し、筆者作成

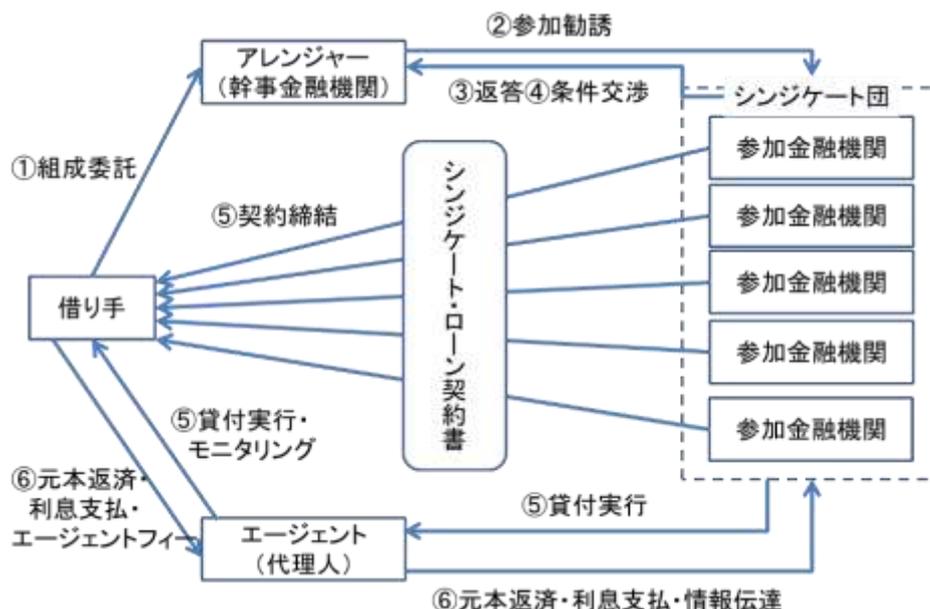
### 3-2-2 市場型間接金融

市場型間接金融とは、市場から直接資金を調達「直接金融」と金融機関などの仲介者を介した取引である「間接金融」の中間的な資金調達手段である。市場型間接金融の手法として、シンジケート・ローンが挙げられる。

#### ・シンジケート・ローン

シンジケート・ローンとは複数の金融機関がシンジケート団を作り、一つの融資契約書に基づき同一条件で融資を行う資金調達方法のことを指す。(図表 19)

図表 19 シンジケート・ローン取引概要図



5 (出所) 山梨良太 (2013) p206 より取得、筆者作成

シンジケートを組成すれば、貸出ができなかった借手に貸し出すことができ、またアクセスできそうにない地域・産業の借手への貸出機会を得ることができる。また、借入条件が明確になることも利点である。シンジケート・ローンは  
 10 細かな条件を付して借り入れることになるため、借入人にとっては借入によるリスクを把握しやすくなる。更に、一度に多額の金銭を借り入れるが  
 ため交渉や情報開示や時間及び経済的費用を削る。<sup>21</sup>

### 3-2-3 直接金融

15

直接金融は、資金の所有者が株式や社債を買い、資金を直接企業に出資する。間接金融では融資した資金が返済されないリスクを金融機関が負うが、直接金融の場合はリスクを投資家が負う。

<sup>21</sup> 駕海 (2005) p 12 参照

直接金融の資金調達方法として、エンジェル投資家からの出資、VCからの出資、クラウドファンディング、CVCなどが挙げられる。

・エンジェル投資家

5 エンジェル投資家とは、創業間もないベンチャー企業などに投資する個人投資家であり、起業家に対しての経営などにアドバイスを提供することもある。

創業間もない企業はプロダクト・マーケット・フィット<sup>22</sup>のために資金を必要とする。リスクマネーの貸し手として投資の見返りとして株式や転換社債を受ける。エンジェル投資家は創業間もない企業に対して投資をする数少ない支援者で、多くは成功した起業家や実業家である。彼らは安全な投資に比べてはるかに高いリスクを背負うことになるが、その分期待リターンも大きいため投資を行う。日本のエンジェル投資額は増加傾向にある。<sup>23</sup>しかし、米国と比べると2012年度時点での米国のエンジェル投資額は約2.3兆円(229億ドル)<sup>24</sup>と日本のエンジェル投資は規模が小さいと言える。

15

・ベンチャー・キャピタル

VCはベンチャー企業などの非上場企業に投資を行う機関のこと。VCは上場後に保有していた株式を売却し、キャピタルゲインを得ることを目的としている。投資先の非上場企業が失敗してしまうと目的であるキャピタルゲインを得ることができないのでVCが成長支援を行う。ベンチャー企業が経済活性化の担い手となるためには専門的な知識を持ったVCがビジネスアンダースタANDING能力<sup>25</sup>、コーチング能力<sup>26</sup>、成長能力が必要である。<sup>27</sup>わが国のVCを4つに分類<sup>28</sup>すると金融機関系のVCが多いのが日本の特徴であり、もともとハンズオフ型

---

<sup>22</sup> 自社のプロダクトやサービスが、顧客や市場に適合していること

<sup>23</sup>エンジェル投資家の総投資額は2010年は7億9,900万円であったが、2016年には33億9,000万円と増加傾向にある。(経済産業省(2017)) p18 参照

<sup>24</sup> 野村総合研究所(2015)p20 参照

<sup>25</sup> 専門性を生かし投資するベンチャー企業の全体をよく把握する能力のこと。直接関与することが必要とされる。

<sup>26</sup> ベンチャー企業が将来起こると思われる課題にどのように対処するかアドバイスすること。

<sup>27</sup> 松田(2005) p154 参照

<sup>28</sup>金融機関系、事業会社系、政府系、独立系

<sup>29</sup>が多く、徐々にハンズオン型<sup>30</sup>が多くなってきている。<sup>31</sup>VCによる投資額は年々増加しており、直近、2018年度の投資額は1,640億円にまで上った。<sup>32</sup>

#### ・クラウドファンディング

- 5 クラウドファンディングとは、インターネットを通じて多数の資金提供者を呼び込み、資金を資金調達者に投資する仕組みである。通常、多数から小口の資金を集めるためには、相当な調達コストがかかるが、IT技術によって、ウェブ上で情報提供から契約や決済などの手続きが低コストで容易に行われるようになったことが、クラウドファンディングの運営を可能にしている。<sup>33</sup>
- 10 株式会社矢野経済研究所が行った「国内クラウドファンディング市場規模調査」によると、新規プロジェクト支援額ベースで前年度比127.5%増の1,700億円と推計した。<sup>34</sup>2017年度の支援額増加の背景について、「貸付型」の市場が拡大したほか、2015年の金融商品取引法改正に伴い、未上場株式の発行を通じた資金調達を行うための手法が合法化され、2017年4月から「株式型」のサービス提供が開始されたことも一因として考えられる。<sup>35</sup>
- 15

#### ・クラウドファンディングによるオープンイノベーションの可能性

- クラウドファンディングは資金を提供する賛同者を集めると同時にマーケティングの機能も持っている。また、クラウドファンディングの機能を進化させ、
- 20 支援者などの発送やアイデアを商品開発のプロセスに反映させるオープンイノベーションが世界的なイノベーションの新たな手法になっている投資家は資金需要者に対し、改善の提案やプロジェクトを成功させるためのアドバイスといったフィードバックを投資家達からもらうことができる。<sup>36</sup>「規模の大きな企

---

<sup>29</sup>投資先の経営にあまり関与しないタイプのVC

<sup>30</sup>資金援助に加え、育成型・企業支援型のVC

<sup>31</sup>中島（2018）p305参照

<sup>32</sup>日本国内のVCによる投資額は、6年連続で増加している。2018年度は1640億円となり、前年度に比べて20%増加した。（日本経済新聞朝刊「国内VC投資額20%増昨年度1640億円、6年連続プラス」（2019年8月17日））参照

<sup>33</sup>松尾（2014）p18参照

<sup>34</sup>矢野経済研究所（2018）([https://www.yano.co.jp/press-release/show/press\\_id/2036](https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/2036))参照

<sup>35</sup>大橋（2019）p58参照

<sup>36</sup>竹内（2015）p12参照

業がクラウドファンディングの採用に関心を持つようになってきており、将来の製品・サービスの需要調査としてクラウドファンディングを採用すれば、市場分析などにかかるコストを低減させることができ<sup>37</sup>、データ情報の収集なども行うことができる。大勢の人に評価されるクラウドにアイデアを公開し、そのアイデアが良いものであれば SNS などですぐに広がっていく。共感する提供者が増えていくと同時に資金調達額も増えていくという流れを作ることが出来る。また、クラウドファンディングでの成功実績は信頼を生み出すことが出来るため一般消費者だけでなく投資家や銀行などにもアピールが可能である。

## 10 ・CVC<sup>38</sup>

CVC は VC とは異なり、投資先が限定されており、事業会社と関連性の高いベンチャー企業に投資を行う。CVC を行う目的としては、優秀な技術を持つベンチャーをいち早く見つけ、提携や買収を通じて出資企業のビジネスにつなげるのが投資の大きな目的となる。<sup>39</sup>このように情報を収集することでベンチャー企業の技術や製品、アイデアに関する深い情報を得ることが可能になる。また、企業を長期的、戦略的に見ることが出来るため、景気後退局面でも投資を続けられるのが CVC の強みであると考えられる。他にも関連性のある企業の事業内容に対する研究開発への貢献も目的の一つである。しかし、ベンチャー企業の側においても、出資を受ける CVC の親会社の戦略や経営動向に自社の事業が左右されてしまう恐れがあることも否定できない。<sup>40</sup>

「CVC を投資先ベンチャー企業の持つ技術やビジネスモデル、人材等の活用を主な目的とした戦略的リターン重視で運用するか、投資先ベンチャー企業の IPO や M&A での会社売却による財務的リターンを狙うかという組織の目的、並びに、本体企業とのビジネス的繋がりが強いかわ弱いかわという 2つの観点から CVC

---

<sup>37</sup> 松尾 (2014) p28 参照

<sup>38</sup> CVC とは事業会社が外部のベンチャー企業や自社の子会社に投資を行うことを言い、一般的に、事業会社が自己の資金を用いて、ベンチャー企業に対するマイナー投資や経営支援 (ハンズオン支援) など VC 的な活動を行うこと、またはその遂行主体をいう。

野村 (2014) p2 引用

<sup>39</sup> 日経ものづくり (2019) p35 参照

<sup>40</sup> 日本総研 (2014) p11

をタイプ分けしていく。<sup>41</sup>

図表 20 VC と CVC の違い

	一般のVCファンド	CVC
出資目的	財務的リターンを重視する。投資先の成長によるIPOやM&AなどでEXITを実現する。	戦略的リターンを重視する。事業シナジーから投資先の成長を図り、成長に伴う事業の成果を獲得する。
運営主体	専門のVCが無限責任組員(GP)としてファンドを組成し、有限責任組員(LP)たる出資者を募集する。	特定の事業会社がVC子会社を設立し、ファンドを組成するケースが多くなっている。
出資者の数	一般には複数の出資者がファンドに出資する。	事業会社1社が出資するケースが多い。
投資先の育成方針	VCの専門性と事業会社の持つネットワークを活かし、投資先の財務や経営に関するサポートを行なう。	VCの専門性と事業会社の持つネットワークを活かす。さらに事業会社の顧客構造、開発力、製造技術、生産設備、人材等を活用し、具体性を持って成長をサポートする。
EXIT戦略	IPOまたはM&Aなどにより投資を資金化し、LPIに分配する。	IPO・M&A、継続保有や、事業シナジーが薄まれば転売して資金を回収するなどがある。

5

(出所) 出縄 (2016) p4 より取得、筆者作成

### CVC 現状

10

アベノミクスの第三の矢の成長戦略に当たる「日本再興戦略改訂版」(2014年6月発表)において、「大企業も巻き込んだベンチャー支援」を促進することが掲げられた。ICT業界など技術的変化の激しい環境下では、既存の能力を活用できる期間が短くなっているため、新しい能力を継続的に身につけ、既存勢力である大手企業は技術の活用と探索の両方に力を入れる必要がある。米国ではCVCが活発であり、例えばGoogleは、2005年から2014年までに計250億ドル(2兆5千億円)を使って130件を実施している<sup>42</sup>。近年、日本でもベンチ

15

<sup>41</sup>これは、本体企業がCVCの意思決定に関与することでCVC担当者が既存事業の延長戦で考えてしまうため、有望な案件に投資ができなかったり、不適切な投資をしてしまうことがある。倉林(2016)p37参照

<sup>42</sup>日本経済新聞朝刊「旺盛なM&A、米でリスクマネー循環」(2014年2月15日)参照

チャー企業の盛り上がりを受け、日本の大企業による CVC ファンド設立の事例、投資額が増えてきた。その一方、設立後、年数が経過するに従って問題が生じる CVC が増加しており、CVC が日本に根付くか否か、これからが正念場と言える<sup>43</sup>。倉林（2014）では、Berchicci（2012）に依拠し、「ある時点までは外部

5 技術の取り込みは有効だが、あるポイントを過ぎるとむしろ逆効果になるケースがあるとしている。また過去の研究の結果によると自社の R&D 投資を十分に行っている企業ほど、より効率的に外部技術を獲得できる。つまり外部技術の取り込みと自社開発は競合でなく補完関係にあるべきである。」<sup>44</sup>

10 大手企業が革新的で最先端のイノベーションを生み出す事は難しく、日本の大企業がベンチャー企業への出資や買収によって事業を拡大させ、R&D の外部化を実現していく必要があるのではないかと、そしてそれがベンチャー企業の増資や株式売却手段として確立<sup>45</sup>させていく必要がある。

#### CVC の課題

15 わが国の CVC には多くの問題点が存在する。日本では諸外国に比べ、成功を収めて事例は少なく、その要因の 1 つとして、「国内の大手企業が米国における CVC の成功要因を踏襲できない点にある」と考えられる。<sup>46</sup>

20 CVC の運用をしていく上で、運用当初は順調だとしても一般的に投資から 3～5 年ほどで投資成果を求められてしまうため<sup>47</sup>、時間が経つにつれ順調ではなくなる企業が増えている。順調ではない要因として「成果を出せていないことに課題を感じてしまう」、「CVC が適切な条件で投資できているのか自信がない」、「担当者の熱意に押し切られてほぼ全案件が投資委員会を通過してしまう」ことが挙げられた。これらは資審査基準が甘い、投資目的の不明確である、などといったことが要因として考えられる。

25 倉林（2016）では Gompers（2002）、McCahery 他（2012）に依拠し、「CVC 部門の戦略分野、目的が不明確である事を失敗要因として挙げている。財務的リ

---

<sup>43</sup> 経済産業省（2019） p14 参照

<sup>44</sup> 倉林（2014） p 5 引用

<sup>45</sup> 倉林（2016） p36 引用

<sup>46</sup> 倉林（2016） p 36 参照

<sup>47</sup> 青木（2017） pp12-13 参照

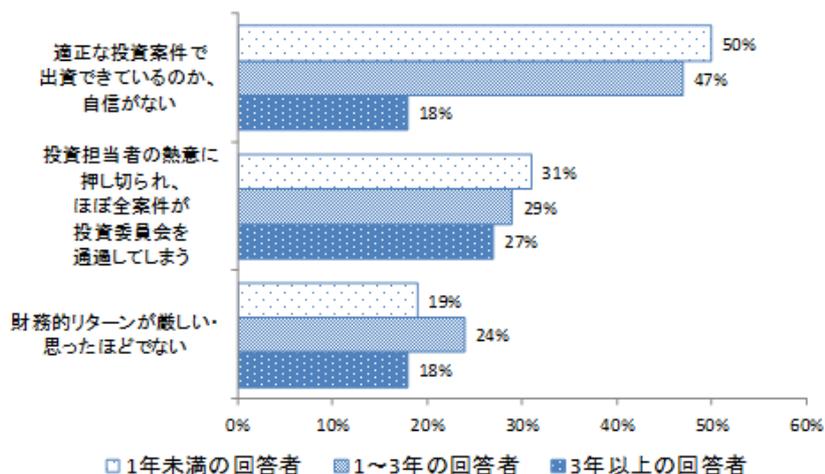
ターンのための投資と戦略的リターン目的の為の投資がまざりあって多くの投資を行ってしまうことにより、その成否の判断基準の設定が難しくなり社内で混乱を生むケースが多く、これが CVC 部門の短命の原因となっている。全ての CVC は財務的な目的を達成する事を主要目的としなければならない。なぜなら、

5 戦略的リターンの見込める案件は親会社からは歓迎されるかもしれないが、それが財務的観点で魅力に欠けるものであれば、逆にリソースを無駄にする結果となるとしている。また、CVC の評価基準と独立系 VC の評価基準は異なっており<sup>48</sup>、独立系 VC が起業家の能力を重視するのに対し、CVC は戦略性を重視するため、起業家の能力やリーダーシップが欠けていてもそれを受け入れてしまう

10 としている。言わば CVC は戦略的リターンを確保する為に、財務的リターンや起業家の質について妥協していると指摘する。」<sup>49</sup>

図表 21 CVC の運用で感じている課題

15



(出所) pwc アドバイザリー合同会社 (2018) p13 より取得、筆者作成

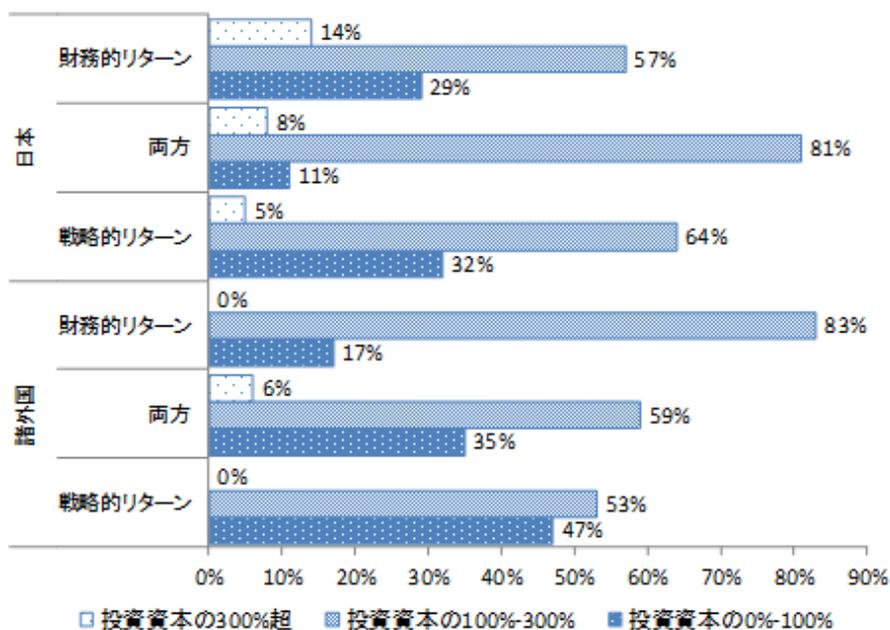
<sup>48</sup> 独立系の VC として実務を行っていたメンバーの経験に基づくとベンチャー投資は「千三つ」である。それに対し、CVC の資金差基準は甘く、「担当者の熱意に押し切られてほぼ全案件が投資委員会を通過してしまう」と回答した割合は CVC を 3 年以上経過した回答者ですら 30% 弱であった。青木 (2017) p 12 参照

<sup>49</sup> 倉林 (2016) pp40-41 参照

国内では戦略的リターンを重視する傾向が強い(52%が戦略的リターン重視)国内リターンのみを重視するセグメントの約半数がコスト割れとなっており、財務的リターンを重視するセグメントのコスト割れは17%にとどまる。諸外国では戦略的リターンと財務的リターンの双方を重視したうち89%がプラスのリターンとなっている。また、財務的リターンのみを重視するセグメントは3倍を超えるパフォーマンスが14%ある。一方、コスト割れが29%あった。戦略的リターンより、双方を重視した方が良い。それにより、元本回収率が高い結果となっている。

10

図表 22 リターン目標別のパフォーマンス



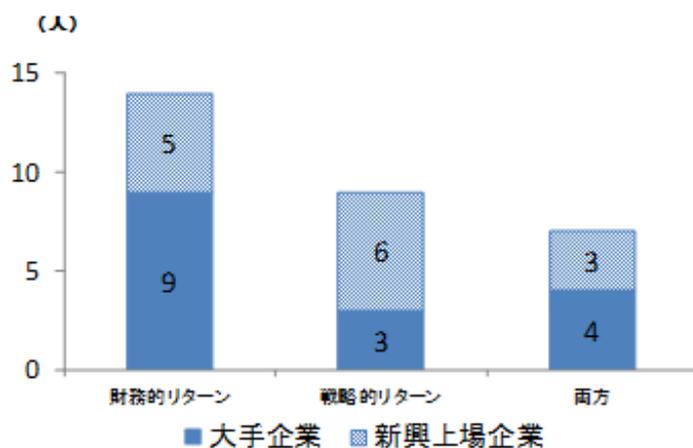
15 (出所) 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 (2019) pp18-19 より取得、筆者作成

また、倉林 (2016) では Siegel(1988)に依拠し、「本体企業を独立した CVC (独立型) と意思決定等が本体企業に依存した CVC (依存型) に分類して前者

でなくては成功しないと主張している。<sup>50</sup>「本体事業と独立した CVC のほうが財務的リターンを重視する傾向が強く、起業家の質、財務的分析を重視する傾向があるとした。また、戦略的リターンにおいても依存型の CVC と同程度の実績を残しているとしている。」<sup>51</sup>倉林（2016）では CVC 担当者<sup>52</sup>にヒアリングを行っている。その中の回答数として、CVC をする上で、戦略的リターンを主目的としているのが 14、財務的リターンを主な目的としている 9、両方の目的実現 7、また 1 社あたりの平均投資額は最小で 2,000 万円、最大で 7,000 万円であった。

図表 23 CVC の目的別、企業タイプ別分類

10



（出所）倉林（2016）p44 より取得、筆者作成

15 同ヒアリング調査結果から意思決定期間について、ほとんどの CVC が 3 ヶ月以内という回答が多く、独立した投資判断ができていることが確認できた。また、VC とあまり変わらない期間で意思決定が可能な CVC が多いことがわかった。

また、以下の図表 22 から CVC メンバーはテクノロジースキルを保有していないという回答が目立った。一方、ベンチャー経営、ファイナンスには高いスキ

<sup>50</sup>これは、本体企業が CVC の意思決定に関与することで CVC 担当者が既存事業の延長戦で考えてしまうため、有望な案件に投資できなかつたり、不適切な投資をしてしまうことを意味している。倉林（2016）p 39 参照

<sup>51</sup>倉林（2016）pp43-44 参照

<sup>52</sup>ヒアリング先の内訳は、IT・エレクトロニクス 2 社、通信 4 社、TV・広告 4 社、インターネットサービス 16 社、総合商社 2 社、その他 2 社、計 30 社

ルを保有していることが確認できた。

図表 24 VC スキル、VC 投資経験に関するスコア<sup>53</sup>

	VC経験者採用	VCスキル テクノロジー	VCスキル ファイナンス	VCスキル ベンチャー 企業経営
5 平均値	2.05	1.50	2.97	2.55
中央値	2.00	1.00	3.00	3.00

(出所) 倉林 (2016) p 45 より取得、筆者作成

「オープンイノベーションを主導している部署が社長直属の経営企画である  
10 ことが多く、事業部門との連携不足があげられ、連携が足りないため結果が出  
ないことがあげられる。大企業とベンチャー企業のニーズが合致し出資や提携  
などに進んだとしても大企業側が短期的なシナジーやリターンを求めすぎたた  
めに失敗するといったケースもある。」<sup>54</sup>そのため大企業内部の意思疎通が求め  
15 られる。また、目的をどのようにするのか、自社で解決するのか、外部の力を  
借りるのか、オープンイノベーションの必要性、目的を理解する必要があるだ  
ろう。

日本の CVC が最終的に M&A まで行くケースは少なく、あまり企業内部の連携  
も取れていない<sup>55</sup>海外の CVC の目的は最終的に買収して自社の事業として大き  
く成長させる事が多い。将来の M&A 対象のハイプラインを充実させていること  
20 が充実な戦略的リターンの 1 つと考えられる。しかし、CVC を行っている日本  
の企業で株式取得まで視野に入れているのはわずか 19%であり、46%は株式取  
得を想定していないとあった。35%が個別判断、未定と回答しており CVC によ  
ってのシナジー目的が明確、具体的でないのならば社内でもう一度計画を見つ  
め直す必要があるだろう。また、CVC を行う上で「儲かりそうだけど、事業シ

<sup>53</sup> 質問には 4 段階 (4: 完全に当てはまる、3: ややあてはまる、2: あまり当てはまらない、1 全く当てはまらない)

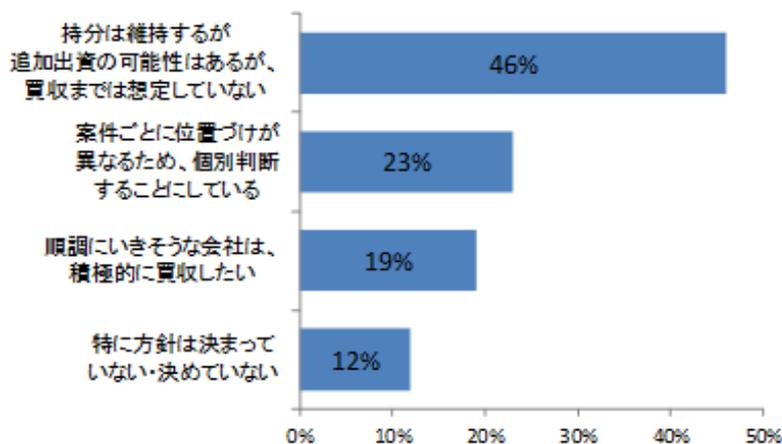
<sup>54</sup> 青木 (2017) pp16-18 参照

<sup>55</sup> 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 (2019) pp32-37 参照

ナジーが弱い」、「技術は良いけど儲からなさそう」といった事態に陥り、曖昧な意思決定がされないように、一貫性のある意思決定が必要となる。<sup>56</sup>

図表 25 投資先への追加出資に関するスタンス

5



(出所) pwc アドバイザリー合同会社 (2018) p13 より取得、筆者作成

- 10 倉林 (2016) では McCahery 他 (2012) に依拠し、「非効率なガバナンス構造と報酬体系が要因で、保守的になり、レーター期での投資が多くなる。その場合、戦略的価値を得るには遅すぎるケースがある」<sup>57</sup>という。つまり、CVC にも独立系の VC と同様に成功報酬系の給与体系にすべきである。また、わが国は 1
- 15 と考えられる) 一方、投資額が大きくリスクも高い技術系ベンチャー企業に対する投資に消極的になっていることがあるとみられる。

#### 第 4 章 公的金融・公的支援について

20

資金調達を全て「市場任せ」とする場合、信用力に乏しい中小企業において

<sup>56</sup> 青木 (2017) p13 参照

<sup>57</sup> 倉林 (2016) p40 引用

は資金調達の手詰りを欠く恐れがある。小規模事業者が持続的発展を目指す場合や創業期・再生期といったリスクが高い局面等において、必要十分な資金を調達することができず、事業の発展については地域経済の活性化が進まない可能性がある。このため中小企業による経営向上に向けた自主的な努力を前提としつつ、信用補完制度を果たすことが重要である。「他方、これらの信用補完については一定の規律を持って行なわなければ、中小企業の経営改善意欲を後退させ、金融機関においては事業を評価した融資や経営支援の姿勢を後退させる恐れもある。」<sup>58</sup>つまり、「官民の適切な役割分担が意識される必要がある。即ち、ベンチャー企業等の技術面での研究開発事業は公的支援、その後の企業化事業については VC を含む他の適切な機関からの資金投入という分担が一つの形態となり得る。」<sup>59</sup>

中小企業支援策を大別すると金融面、税制面、直接・間接支援面がある。中小企業支援の観点からいうと多岐にわたり各国の支援に比べて手厚く、網羅的であり、先進的であるといえよう。<sup>60</sup>金融面の支援とは、中小企業円滑化の支援で政府系金融機関などからの直接融資、税の軽減税率を行う税制面の支援、各種補助金、経営革新支援、インキュベーション施設の整備と利用促進、共済制度等の直接支援、政策金融以外の各種公的支援策、中小基盤整備機構、地域経済活性化支援機構等の支援策などの間接支援がある。

## 20 4-1 公的金融・公的支援

### ・公的金融

公的金融とは、政府が経済発展などといった政策を実現することを目的とした金融のことで、「市場の失敗」<sup>61</sup>に伴う金融市場の非効率性を改善するために、公的金融が必要になる。

公的金融機関は、日本政策金融公庫、日本政策投資銀行、商工組合中央金庫な

<sup>58</sup> 中小企業政策審議会（2016）p2 引用

<sup>59</sup> 山崎・工藤・秦・下田・久保（2015）p155 引用

<sup>60</sup> 村本（2014）p 66 参照

<sup>61</sup> 「市場の失敗」が生じる可能性がある。その原因としては、主に①情報の非対称性、②外部性、③不完全競争、④市場の欠落の4つが考えられる。こうした「市場の失敗」に伴う金融市場の非効率性を改善するために、公的金融が必要になる

どが挙げられる。

#### 政府系金融機関

##### ・日本政策金融公庫

「日本政策金融公庫は、民間金融の補完業務、円滑化を主とし、中小企業などの資金調達を支援するための金融の機能を担う。さらに、大規模な災害、テロなどによる被害に対処するための金融を行なう。」<sup>62</sup>

非上場企業向けの具体的な業務として、融資業務、信用保険業務、証券化支援業務、セーフティネット機能、創業、事業再生、事業承継などに対する支援などがある。

10

##### ・日本政策投資銀行（DBJ）

「日本政策投資銀行は、経済の持続的な発展に向け、新産業創造などを目的に、先進的な金融手法を用いて企業育成、災害やテロ発生時のセーフティネットとしての役割を担っている。」<sup>63</sup>

15 非上場企業向けの具体的な業務として、エネルギー・インフラ分野などへの投資、リスクマネーの供給、M&A などへのアドバイザーやコンサルティングなどを行なっている。

##### ・商工組合中央金庫

20 「商工組合中央金庫（以下、商工中金）は、中小企業の事業者、構成員に対し、金融の円滑化を図るための必要な業務を営むことを目的とし、中小企業が抱える経営課題への対応などを担っている。」<sup>64</sup>

非上場企業向けの具体的な業務として、シンジケートローン、ABLなどを活用した中小企業向け融資、売掛債権流動化、ビジネスマッチングや海外進出などの支援など行なっている。

25

---

<sup>62</sup> 日本政策金融公庫 HP (<https://www.jfc.go.jp/n/company/summary.html>) より引用

<sup>63</sup> 日本政策投資銀行 HP (<https://www.dbj.jp/co/>) より引用

<sup>64</sup> 商工組合中央金庫 HP (<https://www.shokochukin.co.jp/about/company/reborn/>) より引用

#### ・ CRD 協会

CRD (Credit Risk Database) は、中小企業・小規模事業者の経営データ (財務・非財務データ およびデフォルト情報) を集積する機関として、全国の信用保証協会を中心に任意団体 CRD 運営協議会として 2001 年 (平成 13 年) 3 月にスタートした。設立の趣旨は、データから中小企業・小規模事業者の経営状況を判断することを通じて、中小企業金融に係る信用リスクの測定を行うことにより、中小企業金融の円滑化や業務の効率化を実現することを目指したものである。

#### ・ 公的支援

10 公的支援の拡充については、中小企業庁をはじめとした中央官庁、中小企業基盤整備機構、日本貿易振興機構、日本貿易保険、日本政策金融公庫などにより、中小企業の海外展開支援につながる施策が拡充されている。<sup>65</sup> 中小企業支援政策は技術開発に対する補助金という直接支援が中心であり、自治体独自の中小企業支援政策は少ないことがわかる。<sup>66</sup> 地域政策的な側面での支援の中心は自治体である。地域活性化の一環として地方圏でも新規事業の創出による雇用機会の確保が大きな政策課題となる。そこで、地方公共団体、地元経済界、地元金融機関、地元の大学が連携して、地方圏でもベンチャーファイナンスに対する取り組みが活発に行われてきた。企業誘致が難しくなるなか、地域の産学官連携 (金融機関を加えて産学官金と称する場合もある) に対する期待は大きい。

#### ・ 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て税制上の優遇措置を行う制度である。25 ベンチャー企業に対して、個人投資家が投資を行った場合、投資時点と、売却時点のいずれの時点でも税制上の優遇措置を受けることができる。」<sup>67</sup>

「2015 年の新設法人数は約 12 万社」<sup>68</sup>であり、同年度のエンジェル税制を利

---

<sup>65</sup> 丹下 (2016) p3 参照

<sup>66</sup> 松平 (2018) p9 参照

<sup>67</sup> 東京商工リサーチ HP 引用

<sup>68</sup> 経済産業省 (2016 年) p5 参照

5 用した企業数は、88社とあった。約7.3%の企業しかエンジェル税制を利用していない。エンジェル税制の利用されない理由として挙げられたのは、「個人投資家からの投資を望んでいない」で36.1%、次いで「書類準備等の手続が煩雑である」が22.2%とある。<sup>69</sup> 他にも、実際に譲渡益が発生するまで投資家が税制支援を活用しきれていないことなど、リスクを持つエンジェルにとってインセンティブが弱く、制度を利用して投資に踏み切るエンジェルが少ないという要因がある。

・信用補完制度<sup>70</sup>

10 信用補完制度とは、中小企業者等が金融機関から事業資金を借り入れる際、信用保証協会が公的な保証人になることにより、中小企業等の資金繰りを円滑にすることを目的とする。その際、信用保証協会は信用保証料を受領する。また、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う仕組みである。<sup>71</sup>信用補完制度は、民間融資（貸出）のリスクを肩代わりすることにより、民間融資では対応できない分野への誘導効果を持つので、民間貸出を増加させる効果を持つ点で政策効果は大きい。その反面、信用保証制度の課題として信用リスクの大半を信用保証協会という公的部門に転嫁することにより、債権保全上の問題がなくなる。それにより、民間金融機関のリスク管理が脆弱化

15

20

ないし無責任化する懸念があり、モラル・ハザード問題を発生させる。また、リスクに関係なく保証料が一定だったこともあり、利用者の逆選択問題も発生する。つまり、保険や保証という情報非対称性問題を内部に持ち、いかにこのモラル・ハザード問題と逆選択問題を克服するかが課題になる。<sup>72</sup>

25

---

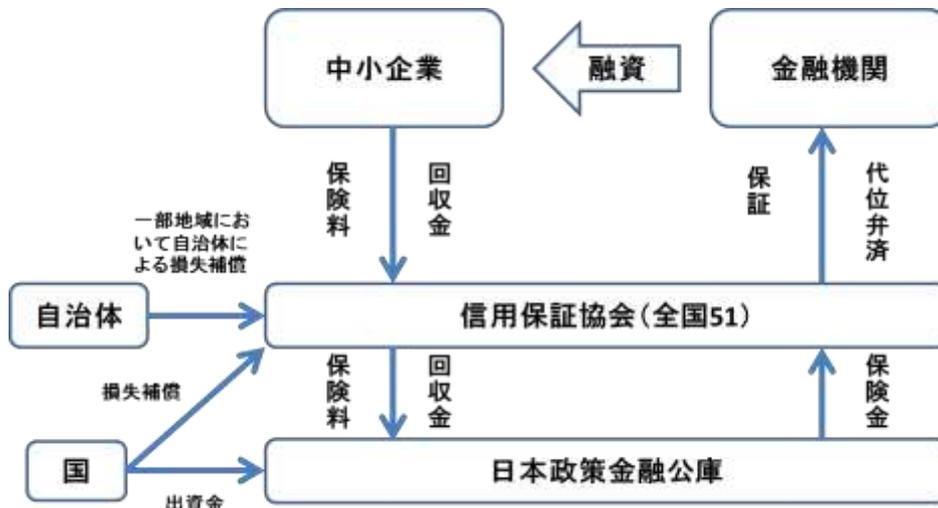
<sup>69</sup> 野村総合研究所（2015年）p8 参照

<sup>70</sup> 中小企業者等、金融機関、信用保証協会の三者から成り立つ「信用保証制度」と信用保証協会が日本政策金融公庫に対して再保険を行う「信用保険制度」の総称

<sup>71</sup> 福岡県信用保証協会 HP (<https://www.fukuoka-cgc.or.jp/society/guarantee.html>) 参照

<sup>72</sup> 村本（2018）p124 参照

図表 26 信用補完制度の概要



5 (出所) 中小企業庁 HP  
 (<https://www.chusho.meti.go.jp/kinyu/shikinguri/hokan/index.htm>) より取得、筆者作成

4-2 公的金融・支援のあり方

10

金融円滑化終了後の倒産件数は予想と異なり減少している。一方で金融機関による返済などの支援も見られないことから、事業性が低い中小企業が延命を受けていることが考えられる。また、中小企業政策を知らない中小企業も多く存在する。こうした隔たりを解消していくためにも、主な政策主体が、地域の中小企業にとっても身近である自治体でなければならない。<sup>73</sup>

15

中小企業は多様性を有しているため、その問題や要求は中小企業によってさまざまであり、自治体中小企業政策は、企業・市民参加型で形成されるべきである。中小企業による全国画一的な政策よりも、地方自治体による地域の実情にあわせた政策、つまり自治体による中小企業政策が 中心的に講じられるべきである。自治体職員がより高い専門能力を身につけ、地域の企業・市民 と話し合いながら意見調整をしてプランをつくり、民間ではできない効率的ではなくとも地域の中小企業にとって必要なことを政策として講じるべきである。しか

20

<sup>73</sup> 桑原 (2006) p74 参照

し、財政・人材力に乏しい小さな自治体では、経済・産業・中小企業に関する一部事務組合をつくるなど、広域行政で取り組むこともありうるだろう。地方自治体でできないことは都道府県で、都道府県にできないことは国で、という「補完性の原理」に従って、中小企業政策も講じられるべきであろう。<sup>74</sup>

5

## 第5章 更なる資金調達環境改善に向けた提言

### 5-1 クラウド会計ソフトの導入によるトランザクションレンディング

10 非上場企業における運転資金の不足問題に対しての資金調達方法への提言を述べていく。中小企業の運転資金が不足して倒産してしまう原因として2つの課題が挙げられた。

15 1つは融資審査である。銀行などは過去数年の財務情報をもとに借り手の健全性を判断する。そのため創業間もない中小事業者ではそもそも銀行からの融資対象とならない。

20 もう1つは、短期運転資金を調達しにくいことである。第3章で先述した通り、日本で倒産する企業のうち、黒字倒産する企業は半分近い。黒字倒産の要因として必要なときに融資審査を出しても、融資審査に時間がかかり<sup>75</sup>、運転資金が思うように調達できないことが挙げられる。企業が銀行に融資を申し込む際に決算書や資金繰り計画をはじめとする書類準備が必要となってくる。また、融資先企業の貸し倒れリスクが高い場合、銀行内の調査、手続きが増えてしまう。<sup>76</sup>そのため企業が希望するタイミングで必要な資金調達するには、申し込みと審査コストを抑制し、各案件に対して適切な審査を素早く行うことが  
25 求められる。

以上の課題を解決する資金調達手段としてトランザクションレンディングが望ましいのではないかと考える。トランザクションレンディングでの融資審査

---

<sup>74</sup> 安楽城（2008） p64 参照

<sup>75</sup> 「大企業の下請けを担う中小企業は1～3ヶ月先に支払いを手形で受ける慣行があった」遠藤（2018） p 295 参照

<sup>76</sup> 谷（2019） p42 参照

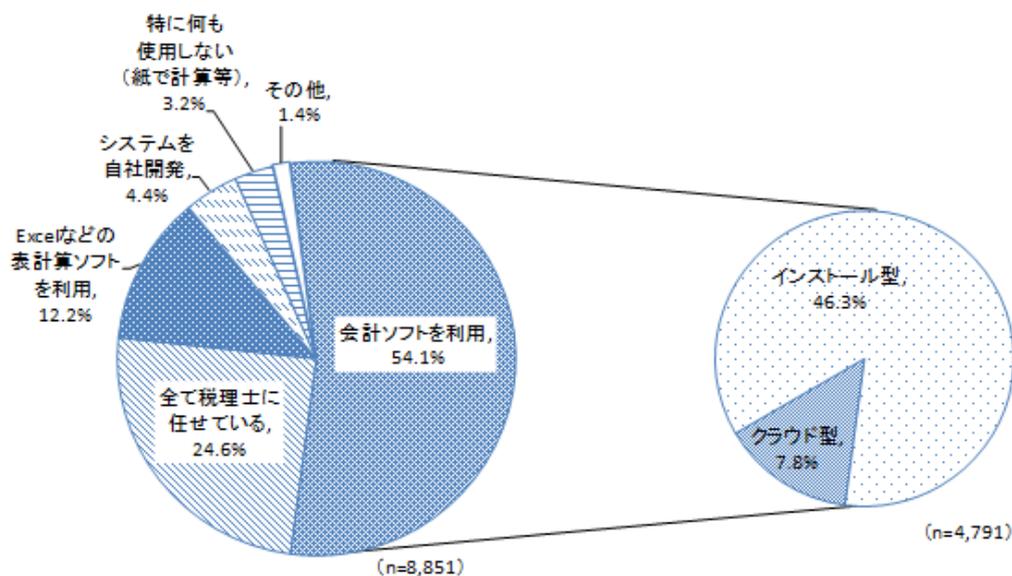
では財務情報を重視せず、その代わりに会計データや預金口座取引情報などを基に融資審査を行う。そのため、従来では必要としていた融資のための書類が不要となり、迅速な融資が可能となる。

トランザクションレンディングの融資審査に必要なデータを活用するためには、事業者のデータを容易に参照でき、利用可能にすることが前提となってくる。<sup>77</sup>そのためにクラウド会計ソフトの導入を提言する。

MM総研は、従業員 300 人以下の中小企業等 8851 社を対象に Web アンケート調査を実施したところ、会計ソフト利用率は半数を占めているが、クラウド型会計ソフトを利用している割合は約 15%しかない。しかし、遠藤正之（2018）によると「中小企業が、取引データを蓄積することの価値に気づき、クラウド会計等の利用が促進される可能性がある」<sup>78</sup>と述べている。

図表 27 会計ソフトの普及率と利用形態と会計業務の方法  
及び会計ソフトの内訳

15



(出所)「2017年MM総研調査」より取得、筆者作成

<sup>77</sup> 中小企業庁（2019）p9 参照

<sup>78</sup> 遠藤（2018）p298 引用

クラウド会計ソフトや、金融関連ソフトが進むことで中小企業や小規模事業者、ベンチャー企業の会計データがクラウド上に蓄積されるようになる。さらに、税理士や公認会計士が共有することで従来以上に業績変化にいち早く捉えることができる。

- 5 資金の供給側にとっても新たなビジネスチャンスが生まれる。従来、決算月から数ヶ月遅れてB/S、P/Lが作成されるまでに時間がかかり審査にも時間がかかっていたが、銀行から融資を受ける際に必要な書類などの時間、コストが削減されると考えられる。

- 10 また、資金の供給側にとっても新たなビジネスチャンスが生まれる。フィンテック企業は十分な資金を備えているわけではないため、<sup>79</sup>金融機関と連携を図ることで新たな顧客を確保していくことができるであろう。

#### 5-2 シンジケート編成を用いた CVC

- 15 死の谷を乗り越え、黒字倒産を避ける為には、運転資金をいかに資金調達していくかが課題となる。中小企業金融における課題である運転資金枯渇問題の改善に向けた提言。また、オープンイノベーションの活性化につながる資金調達方法として貸し手と借り手の双方が利益を享受できる CVC が挙げられた。しかし、現状日本で CVC を成功させるためには課題が多く存在する。
- 20 本章では CVC を日本の資金調達方法として定着させるためにに向けた 2 つの提言を述べていく。

わが国で CVC を定着させるために既存企業側では、

- 25
- ・ 経営トップとのコミットメント
  - ・ CVC の投資委員会の審査基準改善
  - ・ ベンチャーコミュニティとの関係構築
  - ・ R&D 戦略の再構築

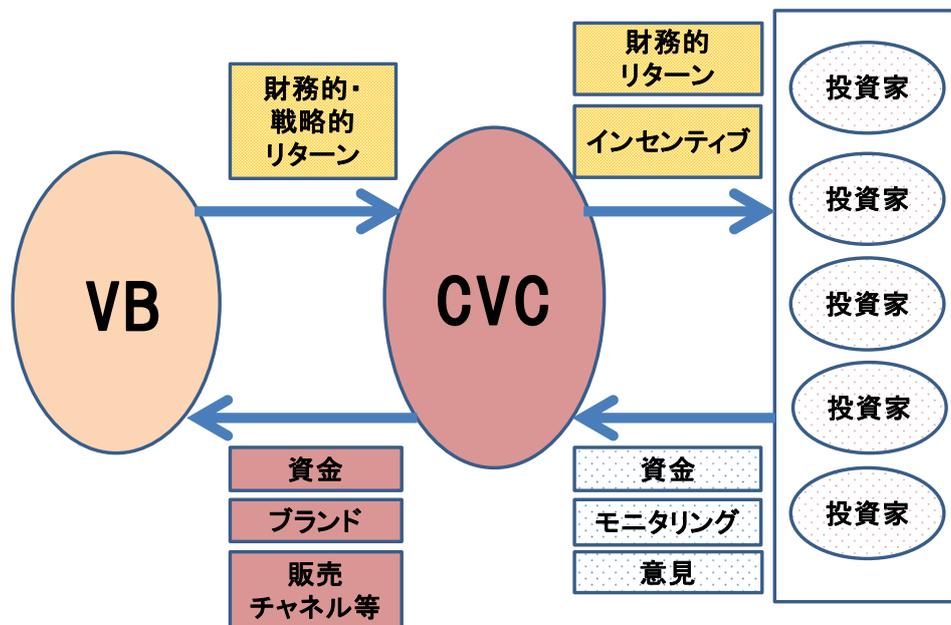
が必要である。専門的知識を有する投資家、ベンチャー経営者、CVC 投資部

---

<sup>79</sup> 日本経済新聞朝刊「金融情報 崩れる銀行独占」(2019年9月10日)

門のエンゲージメントが行われるようなスキームを我々は提言する。

図表 28 シンジケートを用いた CVC



5

(出所) 筆者作成

VC、エンジェル、その他投資家の三種類の投資家が出資し合う、シンジケート  
 10 ト集団を組成する。VC、エンジェル、その他投資家が出資することでアクティ  
 ビストとしての役割が期待できる。通常、金融機関が行うシンジケート・ロー  
 ンは各出資金融機関すべての基準を満たさないと融資を受けられないため、審  
 査基準が厳しい。同様にシンジケート形態の CVC も審査基準が厳しくなるであ  
 ろう。更に、「CVC 投資委員会の審査基準が甘い」という従来 of 課題は、シンジ  
 15 ke-tokeitaideshusshisurutoushika, bencha-kigyoukeieishatoCVC, 3shakannoe  
 nge-ジメンツ、モニタリングを行うことにより投資する目的が明確化され、ベン  
 ンチャー企業の審査基準改善にもつながるだろう。<sup>80</sup>また、企業が CVC の目的

<sup>80</sup> 4 章でも先述した通り、戦略的リターンを重視しすぎず、財務的なリターンを見つつ、戦略的なリターンを求めることが一番功する確率が高いとされている。

の一貫性を保つために企業内部でのエンゲージメントも求められる<sup>81</sup>。目的をどのようにするのか、自社で解決するのか、外部と連携するのか、オープンイノベーションの必要性、目的を理解する必要がある。

5 企業は報酬体系、人事的な面でも改革をしていくべきである。「日本の大企業では人事異動でプロジェクトに関与する人が数年で現場を離れてしまっていること」<sup>82</sup>が当たり前で、投資先へのフォローも十分にできていない。CVC社員にとってベンチャー投資はあくまでも仕事であり、モチベーションは上がりにくい。失敗を恐れて保守的な投資しては、本来の目的であるシナジー創出は不可能である。一方、アメリカで独立系VCが成功している理由は、VCたちが

10 社員ではなくパートナーであり、成功報酬で働いていることにある。第4章でも先述したとおりCVCを行う上で報酬体系が、独立系のVCと同様に成功報酬系の給与体系にすべきである。CVCは社員ではあるが、それ以上にベンチャー企業にとってはパートナーであるということを実感すべきである。CVCを行うに当たり、テクノロジースキルを有する投資家が乏しいことが、指摘された。

15 事業部門、研究開発部門の専門的知識を有する人材をCVC部門に登用することでR&Aの再構築が図られると考えられる。

わが国の企業が過去にCVCへの取り組みに失敗した理由の一つとして、業界での継続的な活動を通じたベンチャー・コミュニティとの関係構築ができていなかったため、ベンチャー企業や技術・市場動向に関する良質な情報を入手できなかったことが指摘されている。<sup>83</sup> CVCはベンチャー企業とVCのプラットフォームに積極的に参入してベンチャー企業や技術・市場動向に関する良質な情報を入手していくべきである。

25

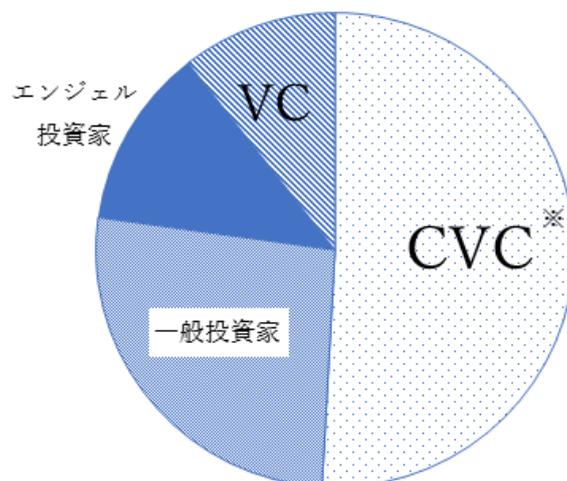
---

<sup>81</sup> オープンイノベーションを主導している部署が社長直属の経営企画であることが多く、事業部門との連携不足があげられ、連携が足りないため結果が出ないことがあげられる。「大企業とベンチャー企業のニーズが合致し出資や提携などに進んだとしても大企業側が短期的なシナジーやリターンを求めすぎたために失敗するといったケースもある。」青木(2017) pp16-18 参照

<sup>82</sup> 田中・保田(2019) p 212 引用

<sup>83</sup> 野村(2014) p9 引用

図表 29 優先株と普通株の保有割合規制



5 ※ CVC は普通株の保有株式数の上限を設ける。

(出所) 筆者作成

CVC に対して VC、エンジェルが「アクティビスト」となる場合、上場企業のように出資割合に応じて議決権を与えるとおそらく CVC (事業会社) の出資比率が多く、議決権の過半数以上を保有することも容易に想定できるであろう。

10 VC などの CVC 以外の投資家が反対した場合であっても CVC の出資比率が高い (議決権が多い) ため、CVC の意見が通ってしまい、結果的にアクティビストを入れても意思決定の際、VC、エンジェルの意思を反映させることができないことが考えられる。そのような事態を防ぐため CVC に対して普通株の保有割合

15 の上限を設ける。普通株の保有割合上限を設け、優先株を一定数保有することで議決権が減る<sup>84</sup>ため、出資比率に応じて議決権を与える形態を取っても CVC の権限が強すぎるといった事態を防ぐ事ができると考えられる。

尚、個人投資家に対して LP 出資や、クラウドファンディングなどの出資方法を取り入れることで資金調達額が拡大すると考えられる。

<sup>84</sup> もし仮に 50 株保有する内訳が、25 株が優先株、25 株普通株であった場合、議決権は 25 株分しかない。優先株とは利益を優先的に多く得ることができるが、議決権がないという株式である。

シンジケート形態の CVC を行う上でのメリットを双方向的な視点から考察していく。

5 ・ VC、エンジェル、一般の投資家側のメリット

- ① 通常の VC、エンジェルが行う支援ではできないような販売チャネル、ブランド力、技術など、CVC を介すことでベンチャー企業に対して支援することができる。
- ② VC はアーリー期に支援する場合も増えてきているが未だにエクспанション、レーター期の支援が多い。一方、CVC はアーリー期からの支援が一般的であるため比較的リスクの高いステージへの投資を少額出資のローリスクで行える。
- ③ VC としても新たなマッチングがあるかもしれない。また、VC は実績が求められるため、CVC に出資して成功することでインセンティブを享受することができる。

・ベンチャー企業のメリット

- ① 単なる資金調達にとどまらず、販売チャネル、技術、ノウハウなどの支援を受けられる。
- ② シード、アーリー期から比較的早い段階から支援を受けられる。
- ③ 大企業などから支援、企業間取引があるとそれを担保に金融機関からの融資を受けられる。

・ CVC のメリット

- ① 一般的に CVC は自己資金を用いて出資するが、レバレッジを効かせることにより、少ない自己資金で行える。外部の投資家も参加するため大企業よりも比較的資金力面で劣る中堅企業などでも CVC 出資を行うことが可能となると考えられる。
- ② CVC、その他投資家（エンジェル、VC、一般投資家）ベンチャー企業経営者との 3 者間でのエンゲージメント、CVC 投資部門に対する他の投資家からの

モニタリングにより目的が明確化、審査基準改善に繋がる。多額の資金供給源の確保と共に VC、CVC などの投資家が参入することで 1 社に対して今まで以上に手厚いフォローが行われると考えられる。

- 5 ③ CVC を行うに当たり、第 4 章でテクノロジースキルを有する投資家が乏しいことが指摘されたが、外部の投資家の中にその専門分野に長けた専門性のある投資家の参入の可能性が考えられる。

10 VC をするにあたり米国ではエグジットの手段として M&A が主流である。しかし、M&A を行い大企業の一部となることでベンチャー企業の強みである迅速な意思決定、自由度の高い事業などが阻害されてしまうことも否定できない。そうした場合にはカーブアウト<sup>85</sup>を取ることが有効と考えられる。「KDDI ではカーブアウトを取ることがある。実際、ソラコムやルクサもカーブアウトされている。カーブアウトされた会社は、出島としてさらなる成長戦略の構築を任せ、より大きな自由度をもって事業を拡大することができる。」<sup>86</sup>

15 カーブアウトを取ることによってベンチャー企業を買収した後でも大企業から独立した子会社となることで比較的自由度の高い事業を行えるであろう。

### 5-3 CVC 普及のための公的支援策

20 CVC をさらに促進させるためには、民間の取り組みだけでなく公的支援においても支援策を導入していくべきであると考えられる。①ベンチャー投資を促進する法人版エンジェル税制の導入、②円滑な M&A の実現に向けた環境整備の制度面からの後押しが必要である。

25

---

<sup>85</sup> いったん買収した事業を社内に取り込まず、子会社として外に切り出す手法で企業の戦略の一環として、将来的に有望な事業を分離・独立させるもの。親元企業が一定の出資等の支援、連携などを行うとともに、社外の投資家等からの投資を呼び込む効果がある。

<sup>86</sup> 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 pp58-59 引用

図表 30 今後の望ましい公的支援策

施策	内容
法人版エンジェル税制	企業のベンチャー投資のための税制優遇
大企業からのスピノフ・ カーブアウト、M&A 拡大のため の減税措置	ベンチャー投資、M&A による軽減措置によ るベンチャー企業の出口戦略の拡充等

(出所) 筆者作成

5

CVC を推進していく上で軽減税率などの資金面での負担軽減を図ることで M & A をエグジットとした出口手段として誘発できると考えられる。

10 現在、エンジェル税制は個人投資家にのみ適用される。「スタートアップ企業への投資に優遇措置を設けた例はあるがいまはない。」<sup>87</sup>内部留保を使った新規事業への投資を促す効果があると考えられる。またエグジットの手段として M&A がある。また、会社法の改正により「親子会社の再編へ株式交付制度」<sup>88</sup>が導入されようとしている。<sup>89</sup>

#### 5-4 CVC を日本に定着させるために

15

20 これらの先行研究を踏まえると、わが国で CVC を定着させるために、既存企業の取り組みとして①経営トップのコミットメント、②R&D 戦略の再構築、③ベンチャーコミュニティとの関係構築、④CVC の投資委員会の審査基準改善、が重要なカギを握ると考えられる。また、民間の取り組みを誘発するためには、公的支援においても、①ベンチャー投資を促進する法人版エンジェル税制の導入、②円滑な M&A の実現に向けた環境の整備、など制度面からの後押しが必要

<sup>87</sup> 日本経済新聞朝刊「M&A 減税措置検討」(2019年9月30日)参照

<sup>88</sup> 株式を100%もつ完全子会社にしない場合でも、他社を買い取るときに自社株を使えるようになる。親子会社に再編する手法の選択肢が広がる。特にスタートアップなど手元に資金のない企業でもM&Aがしやすくなる。

<sup>89</sup> 日経速報ニュース「よくわかる会社法の改正」(2019年10月18日)参照

である。<sup>90</sup>また、企業は資金の拠出ばかりでなくインキュベーション（企業育成）にも注力していくことで投資期間の長期化、企業のニーズに合った優秀な企業が増えていくことが考えられる。

5 シンジケート形態を用いた CVC により、必然的に審査基準が厳しくなることが想定される。したがって、審査の基準が厳しくなるため、審査から脱落する企業が増えるであろう。優れたアイデア、技術がありながら財務的な視点などから CVC の審査から脱落するという場合、倉林（2016）は Gompers（2002）、McCahery 他（2012）に依拠し、「投資以外のアライアンス形態を模索すべきであるとしている。」<sup>91</sup>他にも、クラウドファンディングで資金調達を行い、クラウドファンディング市場で商品、アイデアに対し投資家からフィードバックを  
10 してもらったことでそのアイデア、品質に一段と磨きがかかり、再度チャレンジし、クラウドファンディング市場から認められることで VC などの目に留まることも想定できる。実際クラウドファンディングで調達額が集まって、VC、エンジェル投資家の目にとまることがあるため、調達額が集まって CVC の支援の対象となる場合もあるだろう。  
15

20

25

---

<sup>90</sup>野村（2014） pp8-10 参照

<sup>91</sup>倉林（2016） p40 引用

## おわりに 総括

現在、日本経済は成熟期になりつつあり、新たな転換期に差し掛かっている。AI、IoT、ビッグデータの普及によりデジタル化が進むと共に、既存企業は自前主義から脱却し、経営改革が必要とされている。そのためにも外部と連携を図る「オープンイノベーション」の重要性が指摘されている。こんにちも、わが国には次代の経済を担う技術力を持ったベンチャー企業が多数生まれている。しかし、わが国のイノベーション環境は閉鎖的であり、日本が保有する有力な資源を活用しきれていない。そこで本稿ではわが国におけるオープンイノベーションにつながる資金調達方法としてCVCなどに着目した。

しかし、先行研究で指摘されてきたことは、欧米諸国で発展してきた取り組みが、日本の市場にはうまく適合できていない現状であった。その打開策として、リスク管理・リスク分散の発想から、他の出資者と共同で出資する形態（シンジケート組成）をとるCVCのあり方を検討することだろう。他の出資者がモニタリングし、アクティビストとなることでCVCが投資する際に戦略的リターンに執着することなく、財務リターンを重視しつつ投資することができる。3者間で建設的な対話を行うことで投資する目的が明確化する。またベンチャー経営者とも信頼性を構築することができるだろう。CVCの出口戦略（エグジット）として、海外ではM&Aが主流であるが、日本でM&Aに至るケースは諸外国に比べて少ない。CVCを誘発するためにも公的な支援策の後押しが有効と考えられる。

また、中小企業の黒字倒産、ベンチャー企業における死の谷におけるの運転資金の枯渇問題を緩和するためにクラウド会計ソフト導入によるトランザクションレンディングを提言した。実際に一部の金融機関やフィンテック企業では既に取り入れられている。これを普及させることにより、融資審査までの時間短縮につながり、短期運転資金問題の改善につながるだろう。

冒頭でも述べたように、非上場企業の資金調達問題を議論するうえでは、オープンイノベーションにつながる資金調達のあり方、という視点が欠かせない。異次元の金融緩和政策が継続されている現状においては、資金調達そのものにも問題があるのではなく、こういった視点で資金調達を展開していくかが問題と

なる。すなわち、日本の経済的基盤を形成する非上場企業の資金調達環境について、オープンイノベーションの促進という視点に立ちながら、その改善を模索していく必要がある。こうした仕組みが整えば、成功した起業家たちが、その後続く新たなベンチャー企業に対して、次はそれを支援するエンジェル投資家側の立場にまわりうる、好循環の仕組み（エコシステム）も生みだされる。そして、長期的に日本経済のイノベーションのダイナミズムが高まり、さらなる経済の活性化が期待できるだろう。

10

15

20

25

30

## 参考文献

- 安楽城大作（2008）「日本経済における中小企業の役割と中小企業政策」『香川大学 経済政策研究』
- 5 青木義則（2017）「CVC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」  
家森信善（2016）「民間金融機関および政府系金融機関の活動に対する中小企業の評価—企業年齢による差異はあるか？—」『RIETI Discussion Paper Series』  
石井康夫（2019）「中小企業の経営課題を解決するための事業創造に関する一考察」『大和大学研究紀要』
- 10 一般財団法人 商工総合研究所（2012）「企業間信用と電子商取引」『平成24年度調査研究事業報告書』  
一般財団法人 商工総合研究所（2017）「フィンテック (FinTech) の現状と中小企業金融に対する影響」  
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会（2019）「我が国のコーポレートベンチャリング・ディベロップメントに関する調査研究 ～CVC・スタートアップ M&A 活動実態調査ならびに国際比較～」
- 15 稲村雄大 中内基博（2006）「ベンチャー企業における右腕・幹部社員の役割とその効果」『企業化研究』  
井上徹（2017）「クラウドファンディングを巡る諸問題：展望」『横浜経営研究』
- 20 岩本隆（2016）「日本型イノベーション・エコシステムを構築する上での問題点とその解決策についての一考察」『年次学術大会講演要旨集』  
岩本有平（2016）「日本のアクセラレータの変遷と2016年の資金調達動向」  
植杉威一郎（2005）「企業間信用と金融機関借入は代替的か\*中小企業個票データによる実証」
- 25 植杉威一郎 内田浩史 岩木宏道（2015）「無担保貸出の導入が企業の資金調達とパフォーマンスに与える効果の検証」  
上原啓一（2006）「中小企業における資金調達の課題～売掛債権担保及び動産担保の活用に向けて～」  
遠藤正之（2017a）「FinTech が中小企業金融にもたらす影響」『日本政策金融公庫論文集』
- 30 第37号

- 遠藤正之 (2017b) 「FinTech 萌芽期における地域金融機関の経営戦略について」『2017 年  
春季全国研究発表大会』
- 遠藤正之 (2018) 「中小企業金融の資金調達分野のイノベーション動向と展望」『経営情報  
学会』
- 5 王凌 (2017) 「資産形成の視点から見た日本の金融システム改革——「日本版ビッグバン」  
から 20 年の道程を考える (その 1) ——」『阪南論集社会科学編』
- 大垣尚司 (2010) 「金融と法—企業ファイナンス入門—」『学位論文』
- 大橋 (2019) 「地方創生と「クラウドファンディング」の新たな可能性」
- 郭麗虹 (2003) 「資金調達と設備投資—カレッキーの投資理論に基づいて—」
- 10 可児滋 (2016) 「ABL (Asset Based Lending) の研究—不動産担保融資からの脱皮—」『横  
浜商科大学紀要』
- 奥谷貴彦 (2012) 「ベンチャー企業の資金調達」
- 熊倉雅仁 (2016) 「フィンテック (FinTech) の進展と購買行動の革新～オムニチャネル化  
社会における電子決済サービスの変革～」
- 15 海堀昇平 (2001) 「中小企業の発展と政策支援 ～市場経済移行国の政策担当者のための『明  
日への行動指針』～」
- 神吉正三 (2017) 「シンジケート・ローンの組成過程における諸問題—中小企業を借入人と  
する市場の健全な形成に向けた政策論を中心として—」
- 川上義明 (2011) 「日本の中小企業政策に関する基礎的考察」『商学論集』
- 20 北村康二 (2014) 「イノベーションによる新産業の創出を目指して」
- 鬼頭武嗣 (2019) 「クラウドファンディングプラットフォームを用いた資本市場における課  
題解決の実践的取り組み」
- 栗屋仁美 (2019) 「中小企業における社会的責任 (CSR) の創造—ドメイン再設定の観点よ  
り —」『敬愛大学研究論集』
- 25 倉林陽 (2014) 「コーポレートベンチャーキャピタルのベストプラクティスの分析と日本の  
大企業における課題」『同志社政策科学研究』
- 倉林陽 (2016) 「コーポレートベンチャーキャピタルにおける組織とパフォーマンス」『同  
志社政策科学研究』
- 呉東錫 (2017) 「日本企業の流動性資産保有に関する実証分析」『商学研究論集』
- 30 経済産業省 (2016) 「経済産業省におけるベンチャー政策について」

- 経済産業省 (2017)「FinTech ビジョン (FinTech の課題と今後の方向性に関する検討会合報告)」
- 経済産業省 (2008)「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会～ベンチャー企業の創出・成長で日本経済のイノベーションを～」
- 5 小門裕幸 (2017)「ベンチャー新時代 (その後のシリコンバレー)「雇われない働き方」を考える」『法政大学キャリアデザイン学部紀要第』14号
- 高分子 (2003)「エンジェル投資家」
- 小西大 (2005)「金融論を通して考える大学での「学び」」『一橋論集』
- 児玉俊洋 (2005)「産業クラスター形成における製品開発型中小企業の役割ー (技術先進
- 10 首都圏地域) に関する実証分析に基づいてー」
- 齊藤壽彦 (2017)「中小企業金融の現状と課題」『中小企業支援研究』
- 齊藤壽彦 (2019)「地域金融機関の事業性評価融資 (Ⅱ)ー事業性評価融資推進方策ー」『千葉商大論叢』
- 齊藤芳充 吉川浩史 (2017)「米国で活発化する株式投資型クラウドファンディング」
- 15 佐々木真佑 (2018)「金融機関に経営課題を相談した中小企業の特徴と業績の変化」『日本政策金融公庫論集』
- 佐藤敦 (2017)「クラウドファンディングと既存金融-企業の外部資金調達」の「第3の道」-
- 佐藤豊彦 胥鵬「非上場企業における私募債と銀行借入の選択」
- 週刊東洋経済 (2018)「【第1特集 すごいベンチャー100】 ビジネスヒントはここにある! 2018年版すごいベンチャー100」(2018年7月14日号)
- 20 証券経済学会「<共通論題「株主コミュニティ制度」>株主コミュニティ制度の課題と改革」
- 相馬一天 (2015)「中小企業の自律化を支える資金調達技術としての ABL(Asset Based Lending)の研究」『埼玉学園大学院』
- 25 相馬一天 (2016)「中小企業金融としての ABL」『日本経済評論社』
- 高垣行男 (2017)「最近の日本企業におけるイノベーションの状況についてー中小企業の役割ー」『駿河台経済論集』
- 高橋美樹 (2014)「中小企業の量的成長と質的成長」『三田商学研究』
- 高橋龍二 (2008)「ベンチャー企業の成長におけるネットワーキング戦略の重要性ー大企業
- 30 との関係性構築を軸としてー」

- 竹内英二（2015）「中小企業や NPO の可能性を広げるクラウドファンディング」『日本政策金融公庫論集』
- 竹澤康子 松浦克己（2016）「企業の設立と信用保証」『経済論集』
- 田中慎一 保田隆明（2019）『コーポレートファイナンス 戦略と実践』『ダイヤモンド社』
- 5 谷地宣亮（2008）「リレーションシップバンキング推進のための課題」『日本福祉大学経済論集』
- 谷 聡史（2019）「トランザクションデータを活用した AI スコアリングモデル運用のライフサイクル」
- 丹下英明（2016）「輸出に取り組む中小企業の現状と課題」『日本政策金融公庫論集』
- 10 出縄良人（2016）「CVC（コーポレートベンチャーキャピタル）の活用と実践」
- 日経ビジネスアソシエ（2002）「エクイティファイナンス」（2002年8月号）
- 中小企業庁（2016）「中小企業白書」
- 中小企業庁（2017）「中小企業白書」
- 中小企業庁（2019）「データの利活用・共有等をもたらす中小企業経営へのインパクト」
- 15 中小企業基盤整備機構（2013）「中小製造企業における先端技術開発とイノベーションに関する調査研究」
- 中小企業政策審議会（2016）「中小企業・小規模事業者の事業の発展を支える 持続可能な信用補完制度の確立に向けて」基本問題小委員会 金融ワーキンググループ報告書
- 綱川菊美（2018）「新フェーズの ICT と社会変革」『情報処理センター研究年報』
- 20 デロイトトーマツ コンサルティング合同会社（2016）「Fintech の未来（6）－FinTech の個別ビジネス・トランザクションレンディング」
- 中島真志（2015）『入門 企業金融論：基礎から学ぶ資金調達の仕事』東洋経済新報社
- 中野瑞彦（2019）「金融債務の拡大と金融化現象（1）－日本」『桃山学院大学経済経営論集』
- 25 日経ビジネス（2018）「フィンテックで中小企業を救え 広がる資金繰り革命」（2018年7月2日号）
- 日経ビジネス（2019）「連載 日経ビジネスが見た 激動の50年」（2019年8月5日号）
- 日本銀行（2019）「全国企業短期経済観測調査」
- 日本再興戦略改訂版（2014）
- 30 日本経済再生本部（2016）「ベンチャー・チャレンジ2020」

- 日本政策金融公庫 (2017)「働くシニア世代、支える中小企業 ～ 定年後の再就職・再雇用・定年延長などに関する 高齢者人材の働く事情・働きがい・職業意識・企業側の対応とは ～」
- 根元忠宣 深沼光 渡部和孝 (2006)「創業期における政府系金融機関の役割」『RIETI』
- 野村敦子 (2014)「いま必要とされる CVC への取り組み既存企業とベンチャーの連携促進に向けて～」日本総研
- 5 野村敦子 (2015)「わが国におけるベンチャー支援の在り方 ―既存企業とベンチャー企業のパートナーシップを通じた ベンチャー・エコシステムの形成に向けて―」
- 野村資本市場研究所 (2002)「わが国におけるエンジェル投資の課題」
- 野村総合研究所 (2015a)「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」
- 10 野村総合研究所 (2015b)「平成 26 年 企業・ベンチャー支援に関する調査」
- 長谷川克也 (2008)「コーポレート・ベンチャー・キャピタルに関する考察」長谷川清 (2013)「リレーションシップバンキング行政の成果と課題」『成城大学経済研究所』
- 林隆敏 (2019)「中小企業における会計情報の信頼性確保 : 理論、制度及び実態」『商学論究』
- 15 原田泰 岡本慎一 (2003)「銀行貸出、マネー、その他の資金調達手段の優位性」『経済分析』
- 深沼光 藤田一郎 (2016)「リレーションシップバンキングが中小企業の業績に与える効果」『日本政策金融公庫論集』
- 20 福田慎一 粕谷宗久 中島上智 (2005)「非上場企業の設備投資の決定要因 : 金融機関の健全性および過剰債務問題の影響」
- 藤川真一 (2016)「フィンテックスタートアップのビジネスモデル」
- 藤田哲雄 (2016)「アジアで広がるフィンテックと環境整備」『SMBC ASIA MONTHLY』
- 淵田康之 (2017)「フィンテックの意義と日本の課題」『野村資本市場研究所レポート』
- 25 船田学 後藤芳一 高木一彦 古内里佳 本村尚樹 竹内利明 垣田行雄 京極政宏 (2008)「中小企業における産学官連携の課題と対応策」『産学連携学』
- 本庄裕司 永岡貞男 中村健太 清水由美 (2015)「バイオスタートアップの新規株式公開と資金調達」
- 本田泰郎 (2015)「中小企業における資金調達と財務分析に関する先行研究」
- 30 増田辰良 (2017)「中小企業金融円滑化法と経済学」『北海道学園大学法学研究』

- 松崎堅太郎 (2015)「わが国中小企業の財務諸表に対する保証業務のあり方に関する一考察～特別目的の財務諸表に対する準拠性監査の導入を契機として～」『現代監査』
- 松永光雄 (2018)「観光金融における ABL (動産・債権担保融資) の活用」『日本国際観光学会論文集』
- 5 松尾順介 (2014)「クラウドファンディングと地域再生」『証券経済研究』第 88 号
- 松田修一 (2011)『経済学入門シリーズベンチャー企業』日本経済新聞社
- 松平好人 (2018)「自治体の中小企業に対するイノベーション促進政策の効果測定の方向性」『経営情報学会』
- 宮将史 (2017)「フィンテックがもたらすもの、今後の展望」
- 10 宮脇敏哉 (2011)「中小企業・ベンチャー企業クラスター地域の比較研究」『関西ベンチャー学会誌』
- 三和裕美子 (2015)「経済の金融化とファンドによる企業支配」『日本経営学会』
- 三井住友ファイナンシャルグループ (2016)「SMFG のベンチャー企業支援の取り組みについて」
- 15 村本孜 (2005)「イノベーションを創造するリレーションシップ・バンキング」『社会イノベーション研究』
- 村本孜 (2015a)『元気な中小企業をそだてる』蒼天出版
- 村本孜 (2015b)「民法改正と個人保証 — 議論の整理: 中小企業金融との関連において —」
- 村本孜 (2014)「日本型モデルとしての中小企業支援・政策システムー中小企業金融を中心とした体系化ー」『経済研究所年報』
- 20 村本 (2018)「信用補完制度の見直し (2015~2016 年)」『社会イノベーション研究』第 13 巻第 2 号
- 成城大学経済研究所研究報告
- 森本健一 (2015)『新たな非上場株式の制度について～「株式投資型クラウドファンディング」及び「株主コミュニティ」～』月刊資本市場
- 25 藪下史郎 武士俣友生 (2006)『中小企業金融入門』東洋経済新報社
- 山崎晃 工藤祥裕 秦茂則 下田篤 久保裕史 (2015)「研究開発型ベンチャーに対する公的支援に関する研究ーP2M の 3S モデル導入による研究開発型ベンチャー育成の制度設計の提案ー」
- 30 山田仁一郎 (2016)「大学発ベンチャーの組織化と出口戦略」『経営学論集』

- 山田仁志 (2016) 「日本の大企業の資金調達行動の分析」『国際経営・文化研究』
- 山梨良太 (2013) 「シンジケート・ローンにおけるアレンジャーの責任——情報提供義務と  
守秘義務の関係について——」『立命館法制論集』
- 山本裕久 (2014) 『技術の不連続と企業成長』生産と技術
- 5 湯浅由一 (2016) 「1998年以降の日本企業の資金調達」『駿河台経済論集』
- 吉田隆 小西大 (2015) 「我が国企業によるレパレッジの調整速度—上場企業と非上場企業  
の比較分析—」『現代ファイナンス』2015年6月号
- 吉野直行 (2015) 「中小企業向け信用保証制度・政策金融と中小企業データベース」『RIETI  
Policy Discussion Paper Series』
- 10 李立栄 (2017) 「中国におけるフィンテックの発展と今後の課題」
- 渡井祥一 (2015) 「金融機関におけるIoTの展開」『開発工学』
- 渡邊智彦 (2005) 「情報の非対称性とシンジケート・ローン」
- サイト系 (全て最終閲覧日 2019年10月25日に確認したため以下省略)
- 15 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会  
([https://www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/H30FY/000148.pdf](https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H30FY/000148.pdf))
- 信金中央金庫 HP (<https://www.shinkin-central-bank.jp/about/index.html>)
- 中小企業庁 HP (<https://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html>)
- 東京商工リサーチ ([https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20190215\\_02.html](https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20190215_02.html))
- 20 日本総研 (2014)  
(<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7667.pdf>)
- 野村證券 ([https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ri/r\\_banking.html](https://www.nomura.co.jp/terms/japan/ri/r_banking.html))
- 福岡県信用保証協会 (<https://www.fukuoka-cgc.or.jp/society/guaranteee.html>)
- みずほ証券 HP  
([https://glossary.mizuho-sc.com/faq/show/1151?category\\_id=51&site\\_domain=default](https://glossary.mizuho-sc.com/faq/show/1151?category_id=51&site_domain=default))
- 25 みるほりレポート  
(<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/report/report06-1208.pdf>)
- 矢野経済研究所 (2018) ([https://www.yano.co.jp/press-release/show/press\\_id/2036](https://www.yano.co.jp/press-release/show/press_id/2036))
- 30 2017年MM総研調査 (<https://www.m2ri.jp/news/detail.html?id=260>)

