

第 1 テーマ

「国内非上場企業の資金調達について」

関西学院大学 岡村ゼミ 神足班

～目次～

	～目次～	2
	はじめに	5
	第Ⅰ章 非上場企業について	6
5	第1節 非上場企業の定義	6
	第2節 非上場企業の分類と特徴	6
	第1項 大企業	6
	第2項 中小企業（中規模企業・小規模企業）	6
	第3項 ベンチャー企業	7
10	第Ⅱ章 非上場企業の資金調達について	7
	第1節 大企業の現状	7
	第2節 中小企業の現状	8
	第3節 銀行借入れ	8
	第1項 企業視点での分析	9
15	第2項 地域金融機関の視点での分析	13
	第4節 公的金融・公的支援の働き	15
	第1項 政府系金融機関	15
	第2項 補助金・助成金	15
	第3項 信用保証制度	16
20	第4項 公的金融・公的支援の今後	17
	第5節 オンライン・レンディング	18
	第6節 中小企業の望ましい資金調達のあり方と課題	19
	第Ⅲ章 ベンチャー企業の資金調達	20
	第1節 ベンチャー企業を取り巻く環境	21
25	第2節 シード期	22
	第1項 GAP ファンド	23
	第2項 3F	25
	第3項 エンジェル投資	25
	第4項 クラウドファンディング（以下、CF）	27

	第 5 項	制度融資	28
	第 6 項	日本政策金融公庫（以下、日本公庫）	28
	第 7 項	アクセラレータープログラム	29
	第 3 節	アーリー期	29
5	第 1 項	VC	30
	第 2 項	CVC	32
	第 3 項	オープンイノベーション（以下 0I）	34
	第 4 項	株式投資型 CF	35
	第 5 項	中小企業技術革新制度（以下、SBIR）	36
10	第 6 項	中小企業基盤整備機構（以下、中小機構）	36
	第 4 節	エクспанション期	37
	第 1 項	民間金融機関からの融資	37
	第 2 項	リース	37
	第 5 節	レーター期	37
15	第 1 項	IPO	38
	第 2 項	M&A	38
	第 6 節	ベンチャー企業の望ましいあり方と今後の課題	39
	第 IV 章	中小企業に向けた提言	40
	第 1 節	「ロカベン活用型クラウド会計の開発」	40
20	第 1 項	クラウド会計	41
	第 2 項	ロカベン	41
	第 3 項	方策による効果	42
	第 2 節	「売掛債権担保融資の促進」	43
	第 1 項	方策の概要	43
25	第 2 項	方策による効果	44
	第 3 節	「公的支援環境の改善」	45
	第 1 項	方策の概要	45
	第 2 項	方策による効果	45
	第 V 章	ベンチャー企業への提言	45
30	第 1 節	研究開発型ベンチャーへのリスクマネー供給	45

	第 1 項	方策の概要	46
	第 2 項	方策による効果	46
	第 2 節	VC・CVC 投資促進	47
	第 1 項	方策の概要	47
5	第 2 項	方策による効果	48
	おわりに		50
	参考文献		51

はじめに

近年、日本経済は東京オリンピック・パラリンピックや大阪万博開催に向けたインフラ整備、インバウンドの増加、アベノミクスと呼ばれるマイナス金利政策等の金融緩和により回復基調にある一方で、少子高齢化による労働人口の減少や地方経済の衰退、オリンピック後の経済低迷の懸念など様々な課題も残る。

「日本再興戦略」、「未来投資戦略」では、開廃業率や黒字企業増加、「Society5.0」の実現を目標に掲げており、日本経済が持続的に発展していくためには、国内企業のさらなる成長・発展は必要不可欠である。しかし成長に必要な資金を証券市場から公募で調達できる上場企業は 4000 社にも満たず、国内企業の大半を占める非上場企業は上場企業に比べ資金調達方法が限られる上、特に中小企業や革新的な商品やサービスを提供し、イノベーションの担い手となっているベンチャー企業に対しては十分な資金提供が行われていないのが現状である。

金融緩和による銀行収益の低下、バーゼルⅢによる銀行の貸出姿勢の変化に加え、FinTech、IoT、人工知能（AI）などのテクノロジーを活用した新たな資金調達方法の登場により企業の資金調達環境は大きく変化している。企業のさらなる成長のためにはそれぞれの規模、成長段階に合った資金調達方法を提供または選択することが重要である。

本稿では第Ⅰ章で非上場企業の定義、分類を行い、第Ⅱ章、第Ⅲ章で非上場企業における資金調達について現状分析と課題を述べる。第Ⅳ章、第Ⅴ章では課題解決に向けて提言を行う。

第Ⅰ章 非上場企業について

本章では、非上場企業の資金調達について現状分析・提言を行うにあたり、まず非上場企業の定義を述べる。さらに規模・性質という切り口を用いて非上場企業を細かく分類し、各企業の特徴と役割を述べる。

第1節 非上場企業の定義

非上場企業の定義については、主旨文の則り国内外の証券市場に株券を上場していない日本国内に所在する企業とする。わが国において、証券市場から資金を調達できる上場企業は 4000 社にも満たず、企業数の大半を非上場企業が占めている。

第2節 非上場企業の分類と特徴

非上場企業について、企業規模と性質という観点から分類し、それぞれの特徴と役割を述べる。

第1項 大企業

大企業に明確な定義はないが、本稿では【図表 1】の中小企業法の定義に該当しない規模の大きい企業とする。大企業は担保となる資産を多く保有しており、社会的信用力が高い。

第2項 中小企業（中規模企業・小規模企業）

中小企業とは、中小企業法上、【図表 1】のような企業を指す。

【図表 1】 中小企業・小規模企業の定義

業種	中小企業者		小規模企業者
	資本金	常時雇用する従業員	常時雇用する従業員
製造業・建設業 運輸業・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
サービス業	5000 万円以下	100 人以下	5 人以下
小売業	5000 万円以下	50 人以下	5 人以下

出典：中小企業庁（2018）「中小企業白書 2018 年版」より筆者作成

日本企業の約 99.7%は中小企業であり、雇用では約 7 割、GDP の創出に関しても半分を中小企業が占めている。¹中小企業は新たなニーズや地域固有のニーズへの対応といった大企業にはない役割も担っており、成長産業の創出、地域経済の活性化に大きく貢献している。

5

第 3 項 ベンチャー企業

ベンチャー企業とは、本稿では「中小企業の中でも新しい技術、新しいビジネスモデルを中核とする新規事業により、急速な成長を目指す新興企業²」とする。また、成長段階ごとにシード期、アーリー期、エクспанション期、レター期という【図表 2】のように 4 つに分けられる。

10

【図表 2】 成長段階別定義

シード期	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業
アーリー期	製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動を始めた企業
エクспанション期	生産及び出荷を始めており、その在庫又は販売量が増加しつつある企業
レター期	持続的なキャッシュフローがあり、IPO 直前の企業等

出典：「ベンチャー白書 2018」より筆者作成

ベンチャー企業はその革新的な技術や独創的なビジネスモデルにより産業の新成長分野の開拓、雇用の創出、イノベーションの創出の役割を果たし、日本経済全体の成長・活性化に大きく寄与する。

15

第 II 章 非上場企業の資金調達について

第 1 節 大企業の現状

20

大企業は内部留保が多く、中小企業に比べ、外部からの資金調達の依存度が低い。また、その社会的信用力の高さ、知名度の高さから銀行融資はもちろん、社債の発行による投資家からの直接的な資金調達も受けることができ、資金調

¹ 中小企業庁（2016）p. 2

² ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会 最終報告書（2004）p. 10

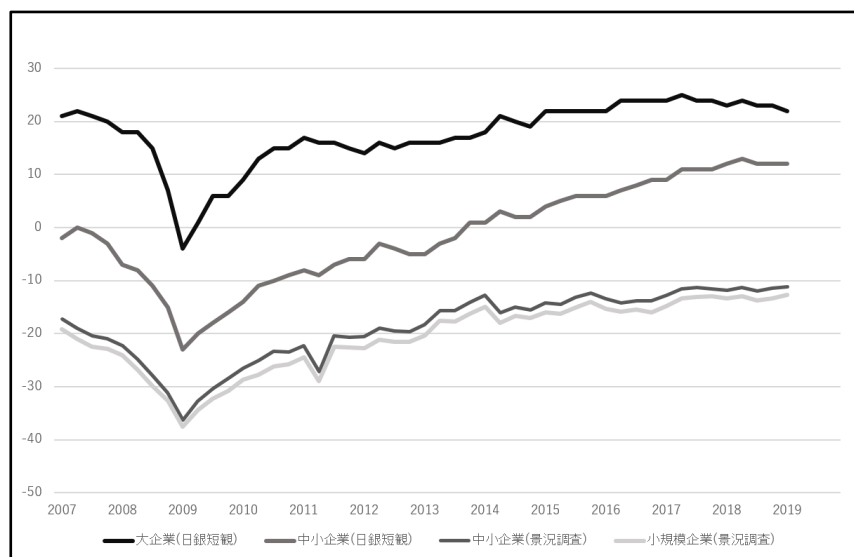
達の選択肢多い。現に、【図表 3】からもわかるように資金繰り DI も高く、資金調達において特に至急の改善は必要ないと考える。

第 2 節 中小企業の現状

5 【図表 3】より、中小企業は大企業に比べ資金繰り DI が低く、資金調達において課題が多い。特に小規模企業は資金繰りに困窮している。そこで本稿では中小企業に焦点を絞り、現状分析を行う。まずは、中小企業にとって主な資金調達方法である銀行からの借入れについて第 3 節で現状分析を行う。また特に規模の小さい小規模企業は公的金融、オンライン・レンディングも大きな役割

10 を果たしているため、第 4 節において公的金融の働き、第 5 節でオンライン・レンディングによる資金調達について確認していく。また、ベンチャー企業においては、その成長性の高さから資金調達環境が異なるため、第Ⅲ章にて現状分析を行う。

15 【図表 3】 資金繰り DI

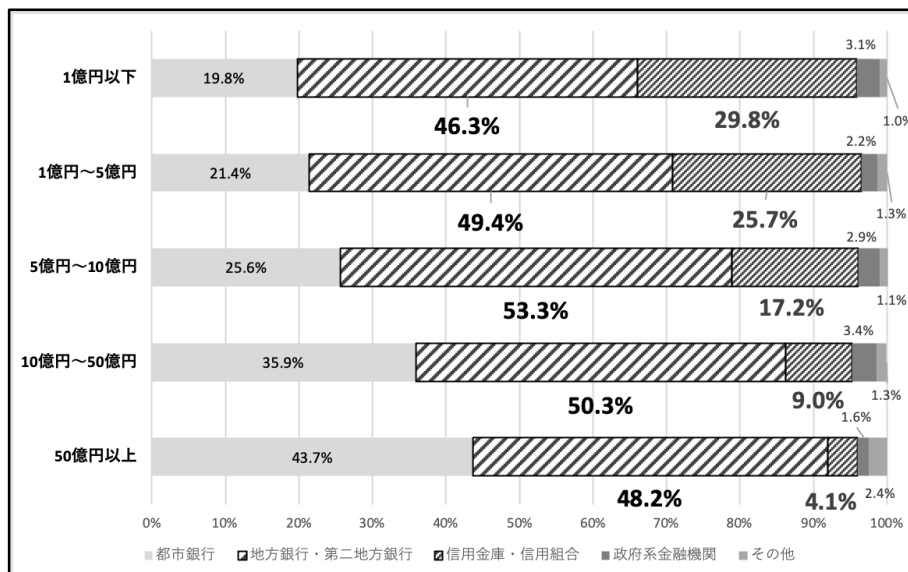


出典：中小企業庁（2017）「中小企業白書 2017 年度版」より作成

第 3 節 銀行借入れ

20 【図表 4】より、企業規模が小さくなるほど地域金融機関がメインバンクとなっている。

【図表 4】 企業規模とメインバンク

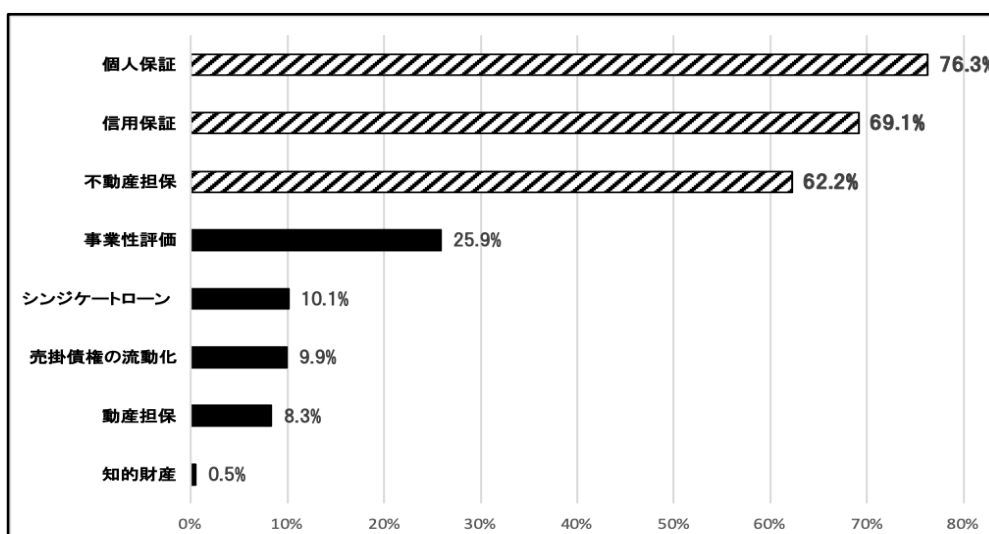


出典：中小企業庁（2016）「2016 年度版中小企業白書」より作成

5 第 1 項 企業視点での分析

【図表 5】より、現在中小企業は銀行からの借入れを行う際に不動産担保や経営者保証、信用保証を提供していることがわかる。以下、経営者保障、担保について確認し、信用保証については第 4 節にて公的支援とともに確認する。

10 【図表 5】 企業が現在利用している融資方法



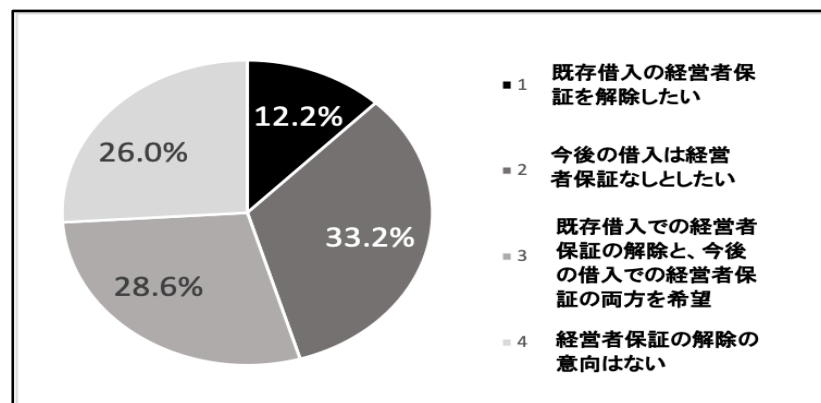
出典：中小企業庁（2016）「2016 年度版中小企業白書」より作成

(1) 経営者保証について

【図表 6】より、経営者は今後経営者保証を解除または新規の借入れの際に経営者保証なしの借入を望んでおり、経営者保証が経営者にとって負担が大きいことがわかる。

5

【図表 6】 経営者保証に関する今後の意向



出典：金融庁（2019b）『地域銀行に対する「経営者保証に関するガイドライン」のアンケート調査の結果について』より作成

- 10 また現状として、後継者候補が経営者保証の負担が大きいことを理由に事業承継を拒否している場合が多く、経営者保証が事業承継の障害となっている³。
- そこで、2013年に政府によって経営者保証に関してガイドラインが作成された。ガイドラインの活用により経営者保証に依存しない融資を行っている金融機関もある。実際に経営者保証に依存しない融資を行った金融機関は、
- 15 顧客企業の事業承継の円滑化、顧客との信頼関係の強化や職員の目利き力の向上、他の金融機関との差別化による新規顧客の獲得といった効果が出ており⁴、経営者保証に依存しない融資を行うことは金融機関にとってもメリットが多い。

20

³ 中小企業基盤整備機構（2018）p. 7

⁴ 金融庁（2019a）p. 5

(2) 担保について

【図表 7】より、中小企業は大企業と比較すると従来担保となってきた土地の保有額が少ない。また売掛債権に着目すると、73 兆円と中小企業の保有する資産の中では比較的多い。そこで、不動産保有額の少ない中小企業でも利用可能な新たな融資方法として ABL が注目されている。以下、ABL について詳細を確認する。

【図表 7】 中小企業の保有資産

業種	全企業（兆円）	中小企業（兆円）
現金預金	186	108
受取手形	25	14
売掛債権	206	73
在庫	111	47
有価証券	24	8
土地	183	98
その他建設機械設備等	255	104

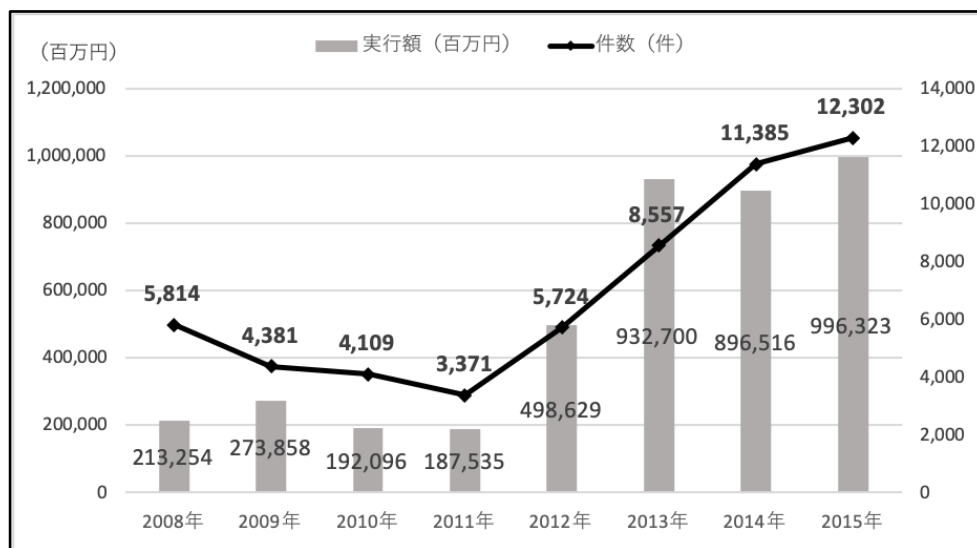
出典：財務省（2016）「法人企業財務諸表統計」より作成

ABL（資産担保融資）とは、企業が保有する在庫や売掛債権、機械設備等の流動資産を担保とする融資方法である。

【図表 8】より、年々 ABL は拡大している。しかし、内訳をみると太陽光発電設備及び売電債権の割合が依然として多く⁵、未だ全ての企業において普及しているとは言えない。今後 ABL を拡大させることで、担保に乏しい企業への融資の促進が期待される。

⁵ 帝国データバンク（2018）p. 10

【図表 8】 ABL の推移



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

5 （３）企業の情報生産について

中小企業は規模の経済性、情報の非対称性により、銀行融資を受けづらい。特に小規模企業では、情報生産において課題が多い。家森・海野が 2017 年に小規模企業者を対象に行った調査によると、対象となった 1590 人の経営者の中で、財務諸表を作成していない割合が約半数であり、また作成している企業でも 1/4 が財務諸表を活用していないのが現状である⁶。また経営に関しても中長期の経営計画を立てていない経営者が半数以上であり、今後は財務諸表の作成・活用とともに経営計画等の定性情報の生産も行わせることで、経営リテラシーの向上も図り、金融機関からの融資を受けやすい環境を整える必要がある。

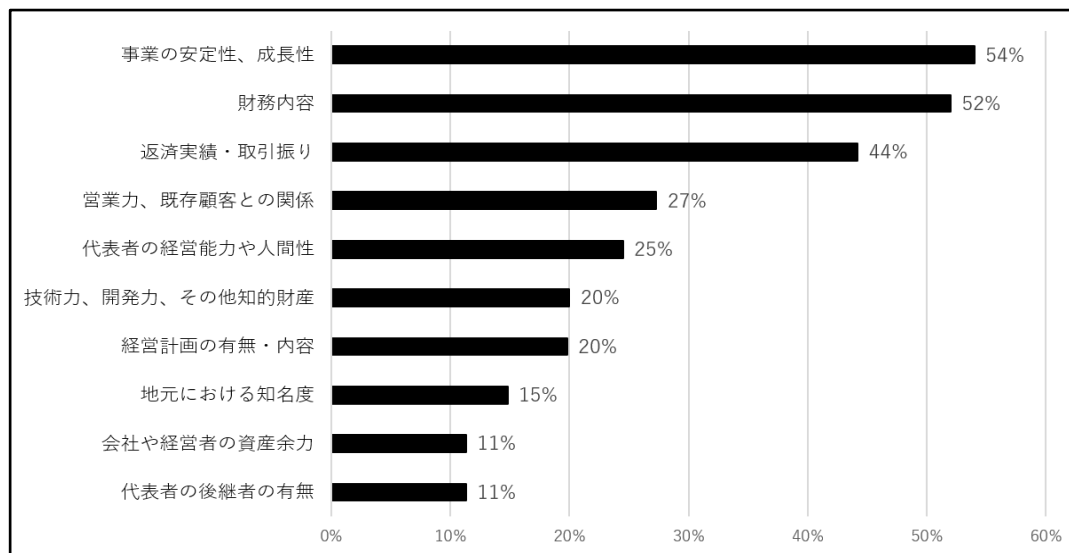
（４）企業が今後希望する資金調達

【図表 9】より、企業は融資の際に事業の安定性、成長性といった事業性を評価してほしいと感じている。事業性評価とは、財務データや担保・保証に必要な

⁶ 家森（2018）p. 22, 23

以上に依存することなく、取引先企業の事業内容や成長可能性などを適切に評価することである。

【図表 9】 企業が評価してほしい項目



5

出典：中小企業庁（2016）「2016 年度版中小企業白書」より作成

第 2 項 地域金融機関の視点での分析

地域金融機関は現在、金融緩和による低金利化、人口減少による資金需要の
 10 伸び悩みや信用力の高い優良企業に対する融資競争の熾烈化により収益が低下
 し、今後持続可能なビジネスモデルの確立に向けて地域密着型金融への取り組
 みが進められている⁷。地域密着型金融を進める上では、地域経済の発展と自ら
 の経営基盤の安定が目標として、取引先企業の事業性評価に基づく融資や本業
 15 支援を行う必要がある。【図表 10】より、現に金融機関も事業性評価による融
 資を重視している。しかし、事業性評価を行う上では、【図表 11】よりノウハ
 ウや目利き力の不足が課題である。また、地域密着型金融では、従来融資に消
 極的であったミドルリスク層の開拓が必要であり⁸、潜在的な不良債権の蓄積と
 いう課題⁹や、本業支援を行う上では取引先企業の経営状況を常に把握する必要
 がある。そこで事業性評価を行う上で、ローカルベンチマークが注目されてい

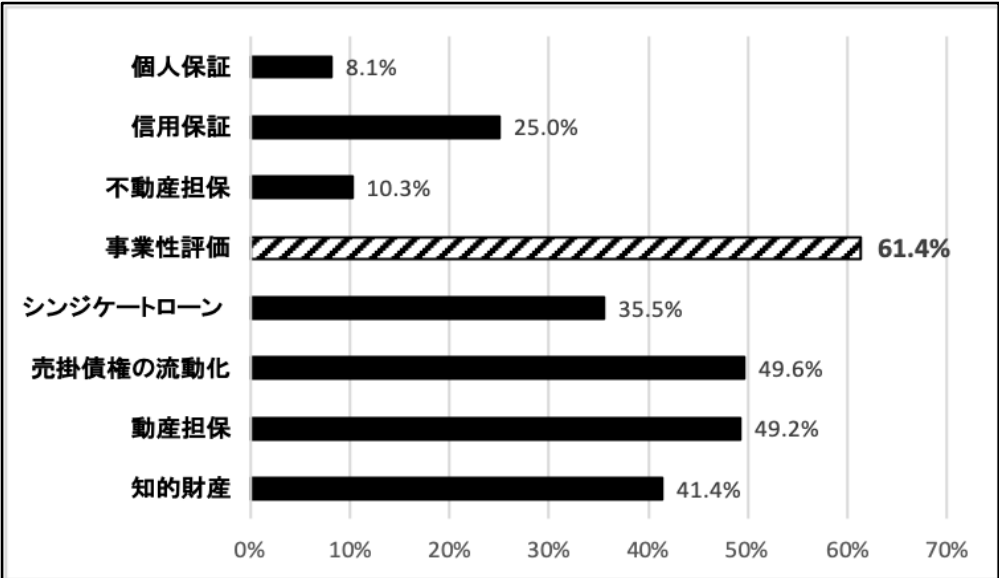
⁷ 岡宏（2018）p. 2

⁸ 岡宏（2018）p. 7

⁹ 岡宏（2018）p. 14

る。また潜在的な不良債権の蓄積や取引先企業へのモニタリングにおいて、売掛債権担保融資が有効である。そのため第Ⅳ章にて詳細を述べる。

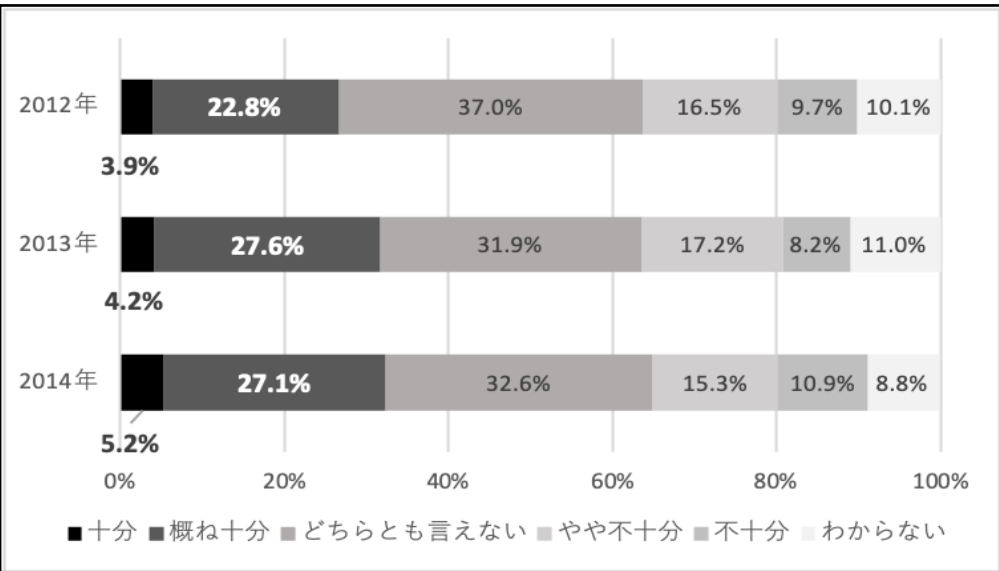
【図表 10】 金融機関が今後重視したい融資方法



5

出典：中小企業庁（2016）「中小企業白書 2016 年版」より作成

【図表 11】 目利き能力を発揮し、顧客の事業性を評価する能力



10

出典：金融庁（2015）「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート調査結果等の概要」より作成

第4節 公的金融・公的支援の働き

公的金融は民間の補完として、民間金融機関ではリスクが高く融資できない企業に対して、単独または民間と連携して融資を行っている。また信用保証協会は金融機関のリスクの一部または全部を負担することで中小企業に対して資金提供の円滑化を図っている。補助金や助成金といった返済が不要な資金の提供もある。以下、詳細を確認する。

第1項 政府系金融機関

政府系金融機関とは、政府が経済発展、国民生活の安定といった政策を実現するために出資金の多くを政府が出資している金融機関である。特に中小企業を対象としている金融機関としては、日本政策投資銀行（以下、日本公庫）と商工組合中央金庫（以下、商工中金）が挙げられ、どちらも民間金融機関の補完を目的としている。

（1）日本政策金融公庫

日本公庫は、全国約5万社の豊富な顧客データを活用し、中小企業に対して国民生活事業と中小企業事業を行なっている。国民生活事業として、小口の事業資金融資や創業支援など、創業初期の企業や小規模企業に対しての融資や支援を行う一方、中小企業事業では長期的事業資金の融資や新事業支援、事業承継支援およびビジネスマッチング等の経営支援サービスも行なっている。

（2）商工組合中央金庫

商工中金は、全国47都道府県に店舗を展開し、融資だけでなく預金の受け入れや、債権の発行、手形を通じた短期金融など幅広い金融サービスを提供するフルバンキング機能を持ち合わせている。ABL、売掛債権流動化業務、WEBでんさいサービスを提供しているほか、M&A、ビジネスマッチング、事業承継対策、債務保証等の業務等も行っている。

第2項 補助金・助成金

補助金とは、事業拡大や生産性向上や企業の維持・成長のための取り組みに対

して支給される資金のことである。一方助成金とは、労働環境の向上や社会貢献につながる取り組みをした企業に対して、金銭的・時間的コストがかかる分の資金を提供するものである。補助金・助成金は銀行融資などとは違い、返還不要である。助成金・補助金を活用することで企業の成長を促すことができる

5 事業を補助金申請することで企業の調査が行われるので、補助金申請をした企業は優先して銀行融資が行われるというメリットもある。

補助金には「創業補助金」や、企業の生産性の向上を目的とした「ものづくり補助金」、販路拡大を目的とした「小規模事業者持続化補助金」、IT導入補助金などがある。

10

第3項 信用保証制度

信用保証制度とは、信用保証協会が中小企業や小規模事業者に対して信用保証を提供し、金融機関からの融資をサポートする制度である。

信用保証制度では、まず中小企業者が信用保証協会に対して信用保証料を支

15 払い、金融機関から融資を受ける際に信用保証協会が公的な保証人となる。仮に返済が滞った場合には信用保証協会が代位弁済を行う。信用保証制度には一般保証とセーフティネット保証があり、一般保証ではモラルハザードを防ぐために信用保証協会が80%、金融機関が20%を負担することでリスクを共有する。ただし小規模事業者に対しては100%保証する。セーフティネット保証は、

20 突発的な災害や取引先企業の倒産など外的要因により資金繰りに困窮した中小企業者を対象に100%保証する制度である。

しかし過度な信用保証は金融機関や中小企業へのモラルハザードを引き起こすと共に、本来融資を受けるに値しない収益性の低い破綻懸念企業を温存させ、新陳代謝の悪化を引き起こす恐れがある。

25 【図表12】は信用リスクの高い企業と企業規模別に見た代位弁済の比率を表している。通常規模が大きくなるほど破綻しにくく、保証残高が大きくなるほど代位弁済比率が下がるはずである。しかし信用リスクの高い1～3の区分にある企業においては、保証残高が大きくなり企業規模が大きくなるほど、代位弁済が行われている。この結果からも、創業初期の小規模企業ではなく、安定

30 性・成長性のない破綻懸念企業に信用保証が用いられていることがわかる。

今後は、事業性評価による融資や ABL によって担保を拡大することで、破綻懸念企業の温存を解消するとともに、真に公的支援を必要としている創業初期の企業に対して信用保証を付与し、銀行からの融資を促進させることが望ましい。

5 【図表 12】 信用保証残高と信用リスク別代位弁済比率

リスク区分	1 区分 (高リスク)	2 区分	3 区分	4 区分	5 区分	6 区分	7 区分	8 区分	9 区分 (低リスク)
期首残高									
～1250 万円 (小規模)	4.9%	2.9%	1.7%	1.1%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
～2000 万円	9.4%	4.9%	3.1%	2.1%	1.0%	0.6%	0.4%	0.3%	0.1%
～3000 万円	9.8%	5.3%	3.0%	1.9%	1.0%	0.5%	0.4%	0.2%	0.1%
～5000 万円	10.8%	5.7%	3.4%	2.0%	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%
～8000 万円	12.5%	5.8%	3.7%	1.7%	0.8%	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%
～ 1 億円	12.3%	5.4%	2.7%	1.7%	0.9%	0.5%	0.1%	0.4%	0.2%
1 億円 ～ (大規模)	12.0%	5.3%	3.1%	1.3%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%

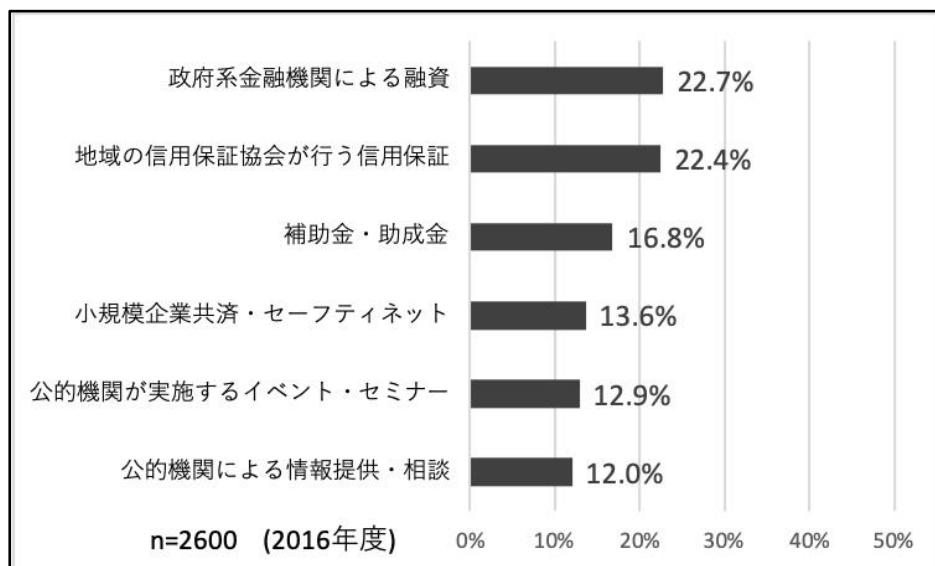
出典：独立行政法人経済産業所 「中小企業向け信用保証制度の改革について」 より作成

第 4 項 公的金融・公的支援の今後

- 10 【図表 13】より、中小企業において政府系金融機関や信用保証制度、補助金・助成金など公的金融・公的支援の理解度が低いことがわかる。また、理解度、利用率が低い要因としては「適切な公的支援がわからない」「申請するタイミングを逃した」、「申請が面倒である」などの理由が挙げられる¹⁰。これらの問題を解消する上で「クラウドシエン」が有効である。詳細は第 IV 章にて確認する。

¹⁰ 中小企業庁 (2017) P. 91-99

【図表 13】 公的支援の理解度



出典：中小企業庁（2017）「中小企業施策の認知度及び利用度の向上に向けた課題と広報のあり方に関するニーズ調査」より作成

5

第 5 節 オンライン・レンディング

小規模企業は資金のアベイラビリティが小さく、不況や取引先企業の倒産など外的な影響を受けやすいため、突発的な資金不足に陥りやすい。その場合、銀行からの融資では資金調達までに時間がかかり、手続きも煩雑であるため、そういった資金ニーズに対応することが困難であった。そこでオンライン・レンディングが注目されている。

10

オンライン・レンディングとは、その名の通りオンライン上で融資の申し込み・審査から返済までを行えるサービスである。借り手に関するオンライン上のデータを利用・分析して審査をおこなうことで、従来の融資のように資料作成にかかる手間や時間を大幅に短縮でき、銀行融資では行いにくかった短期・小口の融資を行う。オンライン上のデータとは、クラウド会計やでんさいネット等のフィンテックを活用したデータを指し、今後フィンテックの普及により、さらに利用が拡大していくと考えられる。

15

現状として、ノンバンクからの借入れができなかった場合、ヤミ金融等の非正規貸金業者やクレジットカードショッピングの現金化による資金の調達を行

20

なっている企業が一定の割合存在している¹¹。今後これらの企業に対しても迅速な資金提供が受けられる環境を作ることで、資金繰りの改善につながる。そのためにはクラウド会計やでんさいネット等をこれらの企業にも普及させ、オンライン上でのデータを充実させることが有効である。

5

第6節 中小企業の望ましい資金調達のあり方と課題

現在、経営者にとって大きな負担となっている経営者保証への依存や担保の乏しさを解消するため、企業が望む「事業の安定性、成長性を考慮した事業性評価」による融資を進めていくことが望ましい。一方、中小企業の主なメイン
10 バンクである地域金融機関にとっても今後地域密着型金融に取り組んでいくうえで、事業性評価を行うことを重視しており、今後事業性評価による融資を拡大させ、新たな顧客基盤の形成と企業の成長を支援することで持続的に収益の獲得を目指すことが望ましい。しかし、事業性評価を行うにあたり、金融機関
15 のノウハウ・目利き力の不足と潜在的な不良債権の蓄積が課題である。また、小規模企業においては財務情報の生産、活用がなされておらず、中長期的な経営計画が策定されていないという現状があり、経営リテラシーの向上を図ること
とで、資金調達環境を改善する必要がある。

信用保証制度は、リスクの高い企業において、小規模企業よりも大規模企業における代位弁済比率が高くなっており、創業初期の企業や小規模企業への資金
20 提供がなされていなかった。そこで、規模の大きい破綻懸念企業ではなく、真に公的支援を必要としている創業初期にある企業、小規模企業への融資を促進するべきである。また、公的支援の理解度、利用率の低さも課題であるため、今後改善する必要がある。

以上金融機関、特にメインバンクからの安定的・継続的な資金提供について
25 述べた。さらに小規模企業においては、規模の経済性から外的な影響を受けやすく、突発的な資金不足に陥りやすい。現に、ヤミ金融業者やクレジットカードショッピング枠の現金化による資金調達を行なっている企業が一定数存在し

¹¹ 日本貸金業協会（2019）p. 20

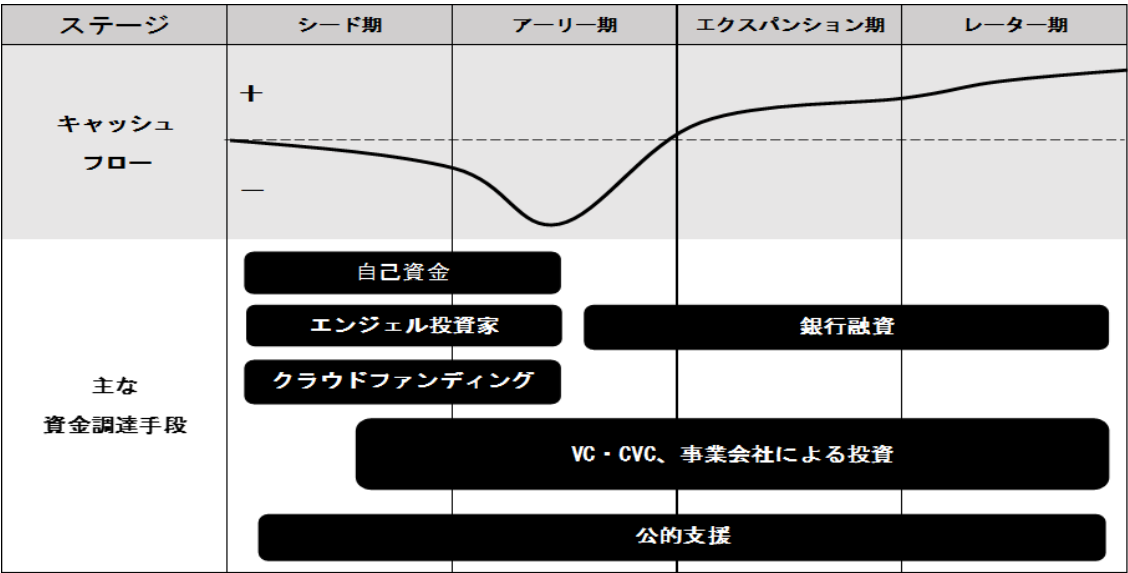
ており、今後そのような資金不足に対応するオンライン・レンディング等の資金調達方法を拡充させる必要がある。

第Ⅲ章 ベンチャー企業の資金調達

第Ⅰ章-第Ⅲ項でも述べた通り、ベンチャー企業はその成長性からそのほか中小企業とは資金調達環境が異なる。さらに【図表 14】より、ベンチャー企業は4段階に成長段階が分かれ、各段階における資金調達手段も様々である。一般的にシード期・アーリー期の初期段階においてはキャッシュフローがマイナスになる傾向があり、信用や実績に乏しいため円滑な資金調達が困難である。さらにエクспанション期・レター期においてキャッシュフローはプラスに転じるが、販路拡大や人材確保、Exit などさらなる成長を遂げるための課題が存在する。

そこで本章ではベンチャー企業の資金調達における現状を確認した上で、成長段階別の分析を行い、今後の課題と望ましいあり方を述べる。

【図表 14】 成長段階ごとのキャッシュフローと主な資金調達手段



出典：総務省（2007）「情報通信白書」より作成

第1節 ベンチャー企業を取り巻く環境

現在、世界的なベンチャー(スタートアップ)ブームの中、日本でもベンチャーブームが到来している¹²。これはインターネットの普及によるIT業界の急成長やベンチャーの立ち上げと成長を支えるシステム、仕組みが整備されたことが大きな要因だと考えられる。国内のベンチャー企業の資金調達額は5年連続で最高額に達し2018年には3800億を達成した¹³。一方で資金の調達社数は増加傾向にないことから、1社あたりの調達額が大型化していることがわかる。また、大企業はいわゆる「イノベーションのジレンマ」を生む自前主義に限界を感じ、積極的にベンチャーの持つオープンイノベーションを探っている。政府も日本の持続的な経済成長において中小企業・ベンチャー企業の発展を重要と捉え様々な支援策を講じている。さらに、最近ではメインストリームからの優秀な人材が起業に挑戦するような風潮¹⁴になっており社会的評価は向上しつつある。このように日本の起業環境は以前に比べ大きく改善している¹⁵。その中でも第四次産業革命下でのイノベーションの担い手としてグローバルに注目されるのが「研究開発型ベンチャー」¹⁶である。日本の研究開発型ベンチャーにおける起業の担い手・資金の出し手は共に不足している現状にあるが¹⁷、資金調達面の環境が改善することで両者ともに将来的に発展・拡大する余地がある。これらを実現するためには、大学をはじめとする研究開発機関が十分な資金調達を行い成長促進させることで、新たな研究開発投資が可能となるといった好循環の構築に取り組むことが必要となる。その様な持続的にスタートアップを成長させ、事業を加速させる仕組みづくりは高い開業率やイノベーションを促進する理想的な状態だといえる。

さらに世界各国と比較しても日本における研究開発環境は決して良いものとは言えない。イノベーションを起こすために必要となるシーズの総出力は研究力に左右されるが、研究力の強化については研究生産性も含め【図表15】のよ

¹² 岩崎薫里 (2018) p.33

¹³ entrepedia (2019年2月21日基準) p.8

¹⁴ entrepedia (2018) 「国内スタートアップ資金調達状況」 p.8

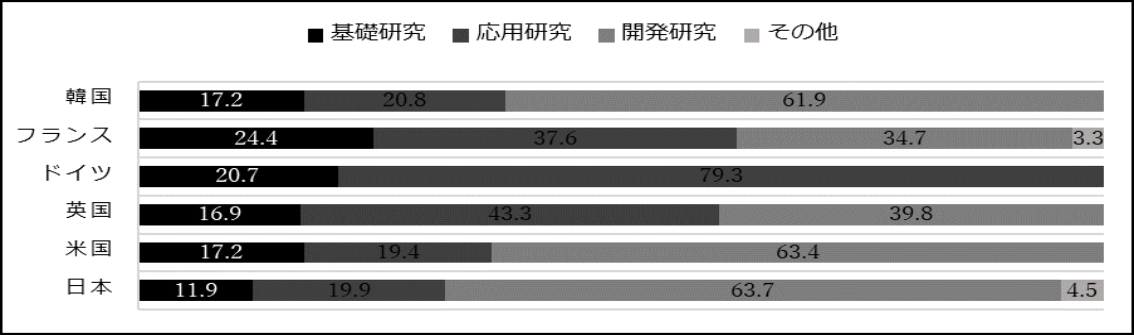
¹⁵ 日本総研 (2018) 「改善するわが国のスタートアップ事業環境」 p.41

¹⁶ 経済産業省 産業技術環境局 (2019) A p.1

¹⁷ 経済産業省 産業技術環境局 (2019) B p.1

うな基礎研究力の相対的地位の低さが懸念される¹⁸。優れた研究・技術がイノベーションに結びつく環境整備を迅速に行う必要がある。

【図表 15】 主要国等の性格別研究費



5

出典：経済産業省（2017）「日本の研究開発費総額の推移」より作成

第 2 節 シード期

シード期とは「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段階」¹⁹を指す。この段階のベンチャー企業は売り上げが不安定で、企業価値の算定が難しくリスクも高いため、利用できる資金調達方法も限られる。しかし、シード期の資金調達環境は日本の開業率に大きく影響するものであり、【図表 16】より世界的にも低い開業率²⁰を高めるためにもリスクマネーの投入が大きな役割を果たしている。

10

15

【図表 16】 主要国開業率

日本	アメリカ	フランス	英国	ドイツ
5.6%	9.3%	13.1%	13.2%	6.7%

（出典）中小企業庁（2019）中小企業白書より筆者作成

特に研究開発型ベンチャーの場合は初期段階で多額の費用が必要であること、技術力の評価が難しいことから、資金調達がさらに困難であるとされてい

20

¹⁸ 内閣府（2019）p. 6
¹⁹ ベンチャー白書（2018）p. 15
²⁰ 中小企業白書（2019）p. 68

る。以下、シード期に有効な資金調達手段である直接金融による出資や、公的機関による創業支援について述べる。

第1項 GAP ファンド

- 5 GAP ファンドとは、「大学が、自律的かつ機動的に大学研究室へ比較的少額の開発資金（試作開発・試作テスト資金など）を供与して大学の基礎研究の事業化の間に存在する GAP（空白・切れ目）を埋めることにより、大学先端技術の技術移転や大学発ベンチャー創出を促していく基金」を指す²¹。大学発ベンチャーとは大学における研究成果を技術シーズとして事業化・創業を行う事業主
- 10 体のことであり、種類は【図表 17】の通りである。約 75%が研究開発型のベンチャーであることがわかるとともに年々増加傾向にあり、2018 年に過去最高の 2278 社²²にのぼった。

【図表 17】大学発ベンチャー分類の推移

	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	企業数	比率	企業数	比率	企業数	比率
1 研究成果ベンチャー 大学で達成された研究成果に基づく特許や新たな技術・ビジネス手法を事業化する目的で新規に設立されたベンチャー	1107	60.0%	1238	59.1%	1341	58.9%
2 共同研究ベンチャー 創業者の持つ技術やノウハウを事業化するために、設立5年以内に大学と共同研究等を行ったベンチャー	166	9.0%	191	9.1%	218	9.6%
3 技術移転ベンチャー 既存事業を維持・発展させるため、設立5年以内に大学から技術移転を受けたベンチャー	73	4.0%	78	3.7%	95	4.2%
4 学生ベンチャー 大学と深い関連のある学生ベンチャー	387	21.0%	436	20.8%	467	20.5%
5 関連ベンチャー 大学から出資がある等その他、大学と深い関連のあるベンチャー	112	6.1%	132	6.3%	154	6.8%
分類不明	1	0.1%	18	0.9%	3	0.1%

²¹ 金沢大学知的財産本部（2004）p. 1

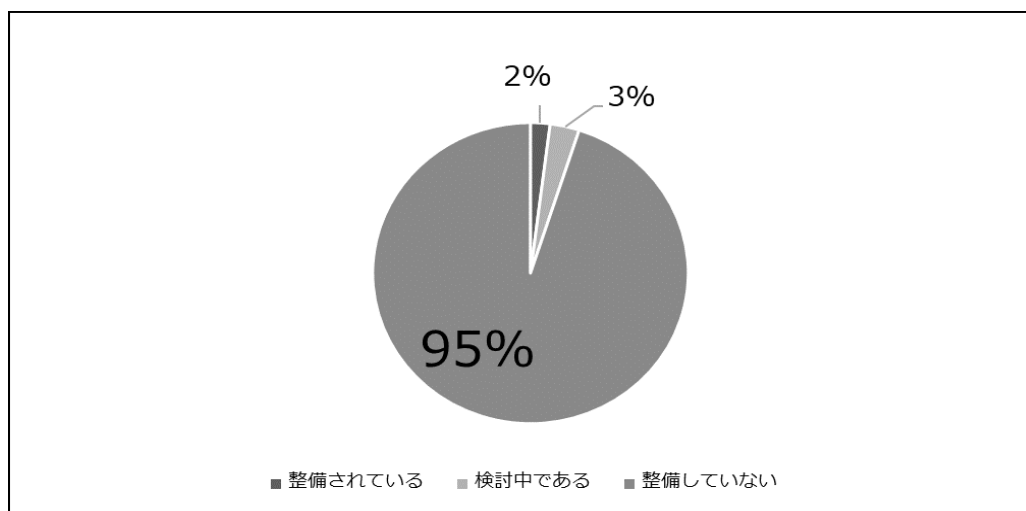
²² 経済産業省（2019）p. 1

合計	1846	100%	2093	100%	2278	100%
----	------	------	------	------	------	------

出典：経済産業省「平成 30 年度産業技術調査事業 報告書」より作成

GAP ファンド活用により技術移転が成功し大学のライセンス収入が増加した場合、その資金を活用して異なる研究の試作開発等を支援し、事業化が促進で
5 ける「大学の知的創造サイクル²³」実現も期待できる。米国では多数の大学が所有する GAP ファンドだが【図表 18】より日本における GAP ファンド制度の整備状況はわずか 2 %にとどまっている。

【図表 18】GAP ファンド整備状況



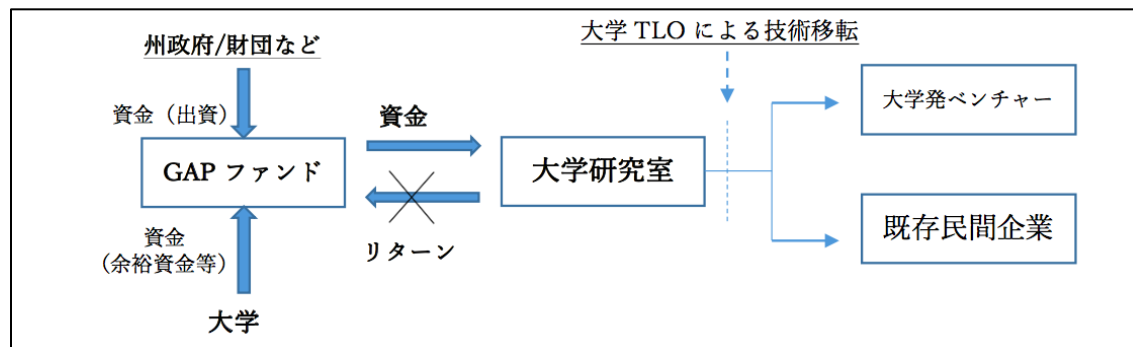
出典：経済産業省（2018）「大学発ベンチャーのあり方研究会報告書」より作成

また、大学のライセンス収入の推移の日米比較を行うと 2014 年度において
100 倍近く²⁴の差があり、日本の大学が生み出した知財を効果的に事業化でき
15 ていないことが伺える。今後、研究開発型の大学発ベンチャーを創出するため
に、【図表 19】のように大学研究室へ流動的に資金を投入し事業化までをサポートすることが望ましい。

²³ 板野国際特許事務所 HP より

²⁴ 文部科学省（2017）p15

【図表 19】 米国大学による GAP ファンドのスキーム図



出典：KUTLO/DBJ ベンチャー研究会資料より筆者作成

5 第 2 項 3F

創業間もないベンチャー企業は外部からの資金調達が困難であるため 3F と呼ばれる、[Founder][Family][Friend]からの出資、つまり自己資本を用いて資金を賄う。資金の自由度は大きい一方、調達できる金額に限界があり、それだけで十分な資金を手に入れることは困難である。そのため多くのベンチャー企業はそのほかの資金調達方法を検討する必要がある。

第 3 項 エンジェル投資

（1）エンジェル投資家

エンジェル投資家とは創業間もないベンチャー企業に対し、資金を提供する個人投資家のことを指す。エンジェル投資家は、自身も起業等で成功した経験を持っている方も多い²⁵。その為、エンジェル投資家の中には単なる資金調達だけでなく、自らの経験を活かし経営指導を行う、いわゆるハンズオン支援を行う場合が多い。また米国シリコンバレーでは、「ベンチャーエコシステム」の中で元起業家がエンジェル投資家として新たなベンチャー企業の成長を助けるといった好循環ができており、【図表 20】において投資額や件数を見ても日本に比べてエンジェル投資の規模が大きいことがわかる。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、【図表 21】より日本において非上場企業に投資を行わない理由として「投資を行う十分な資金が

²⁵ 小川周哉（2019）「スタートアップ投資ガイドブック」p. 27

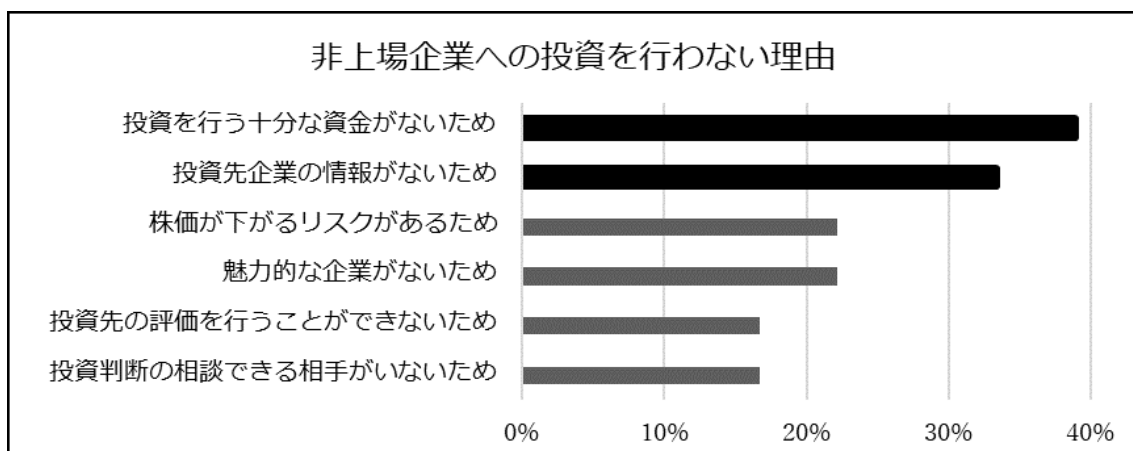
ない」「投資先企業の十分な情報がない²⁶」ことが上位に挙げられている。つまりそれらの課題を解決しエンジェル投資家が投資を行いやすい環境づくりが必要である。さらにエンジェル投資を促進するための環境整備の1つとしてエンジェル税制が挙げられる。そこで（2）においてエンジェル税制について述べる。

【図表 20】 日米のエンジェル投資の比較

	日本	アメリカ
エンジェル投資額	約 9.9 億円（2011）	299 億ドル（約 2.3 兆円）
エンジェル投資件数	45 件（2011）	67000 件
エンジェル投資家数	834 人（2010）	268000 人

出典：内閣府（2016）「経済財政諮問会議」より作成

10 【図表 21】 非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）「2014 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」より作成

15 （2）エンジェル税制

エンジェル税制とは、【図表 22】のように一定の要件を満たす中小企業に対して、個人投資家が投資を行った時点と当該株式を譲渡した時点において所得

²⁶ 野村総合研究所（2015）p. 120

税の優遇を受けることのできる制度である。エンジェル税制の利用額は年々上昇しているものの、エンジェル税制の認知度は起業家が 54.2%²⁷、また利用経験のある投資家割合は 9%²⁸と非常に低く、さらに個人投資家のエンジェル税制を利用しなかった理由として 42%²⁹が「説明してくれる人がいなかった」と回答していることから双方の認知度向上が必要である。

【図表 22】 エンジェル投資の優遇税制

	優遇措置 A	優遇措置 B
対象	設立 3 年未満の企業	設立 10 年未満の企業
内容	所得控除による減税	株式譲渡益からの控除による減税
※優遇 A は控除上限（所得金額の 40%または 1000 万円）あり。優遇 B は上限なし※優遇 A と優遇 B のどちらか一方を選択する。		

出典：経済産業省 新規事業室「ベンチャー支援に関する取り組みについて」より作成

10 第 4 項 クラウドファンディング（以下、CF）

CF とは主にインターネットを用いて、資金需要者と資金供給者をマッチングさせるサービスで、不特定多数の投資家から小口で幅広い資金調達が可能である。【図表 23】のように現在国内の CF 市場は大きく拡大しており、ベンチャー企業にとって重要な資金調達手段となっている。

【図表 23】 国内クラウドファンディング構成比

	2015 年	2016 年	2017 年
クラウドファンディングの市場規模	363	745	1090
うち融資型	322	672	987
市場規模全体に占める融資型の割合	88.7%	90.2%	90.6%

出典：株式会社矢野経済研究所（2017）より作成

²⁷ 野村総合研究所（2015）p. 76

²⁸ pwc あらた有限責任監査法人（2017）p. 80

²⁹ pwc あらた有限責任監査法人（2017）p. 83

(1) 寄付型 CF

寄付型 CF とは、社会貢献的なプロジェクトに対して一般個人よりインターネットを通じて、「寄付金」を募る仕組みである³⁰。

5 (2) 購入型 CF

購入型 CF とは、プロジェクトや出資に対して商品やサービスなど非金銭的なリターンが与えられるものである。その仕組みとして「All-Nothing 型」と「All-in 型」の 2 つがある。「All-Nothing 型」は募集期間中に、支援された総額が目標金額を超えた場合にのみ資金を受け取ることが出来る方式であり、「All-in 型」は目標金額に達したかどうかに関わらず、資金が受け取れる仕組みである。

第 5 項 制度融資

各地方自治体は、それぞれが独自に中小企業者を対象とした様々な支援措置を整備している。その当該支援措置の 1 つとして、制度融資が挙げられる。中小企業から融資の申し込みを受けた地方自治体が、金融機関に対して制度融資の斡旋を行い、信用保証協会が融資の保証人となることで金融機関からの資金調達をサポートする仕組みである。

第 6 項 日本政策金融公庫（以下、日本公庫）

20 日本公庫では、民間金融機関が提供しにくい資金を提供することで、資金を集めにくい中小・創業初期のベンチャー企業等の資金繰りを支援し、民間融資の呼び水となる効果を持つ。ここでは主に 2 つの制度を説明する。

(1) 挑戦支援資本強化特例制度（資本性ローン）

25 資本性ローンとは、創業や新事業展開などの取り組みに必要となる「安定資金の確保」と同時に、「財務体質の強化」を図ることができる融資制度である。³¹その特徴の 1 つとして、金融審査において借入金を負債ではなく、資本

³⁰ ベンチャー白書（2015）p. I-95

³¹ 日本政策金融公庫 HP より

としてみなすことができる。これにより、他の金融機関が当該企業の決算書等を評価する際、創業者の既存株主の持株比率を低下させないことや、金融機関からの追加融資を受けることが可能である。また、企業が赤字フェーズの間は利率がしっかり抑えられているため負担も少ない。資本性ローンの融資実績は年々増加傾向にあり³²、財政状況よりも事業内容や成長性を重視して審査が行われるため、赤字経営に陥りやすいスタートアップ企業やベンチャー企業も利用しやすい制度といえる。

（２）新創業融資制度

新創業融資制度とは、資本性ローンと同じく無担保・無保証で利用できる制度である。経営者個人は一切返済の責任を負わずに、創業資金の 1/10 以上の自己資金で融資が可能のため、創業初期の有効な資金調達方法である。

第 7 項 アクセラレータープログラム

アクセラレータープログラムとは、新興企業の成長速度を加速させることを主な目的として、大手企業や政府、自治体が出資や支援を行うプログラムである。書類選考や面接などを経て合格した企業が、成功した起業家、プログラムの卒業生、ベンチャーキャピタリスト、エンジェル投資家、または企業のエグゼクティブ等によるメンターからアドバイスや出資・融資を受けられる。また、オフィスや IT サービスを低価格で使用可能等さまざまなメリットがある。その中でも対象をシード期に絞っているアクセラレーターのことを「シード・アクセラレーター」と呼び、日本においても注目されている。

第 3 節 アーリー期

アーリー期は、販売活動を行っているものの、初期のマーケティングに対する費用に加えて継続的な研究開発費がかさむことにより、シード期に比べて必要となる資金の規模が大きくなることによってキャッシュフローが大きくマイナスになる「死の谷」に直面する。そのため事業化を確立し、「死の谷」を乗

³² 財務省（2018）p. 1

り越え次のステージに至る資金調達を行うことが重要である。しかし、未だキャッシュフローが不安定なため、金融機関からの信用も薄く銀行融資を受けることは難しい。そのため、エクイティでの調達が望ましい。そこで本節では、VC と、公的金融について述べる。

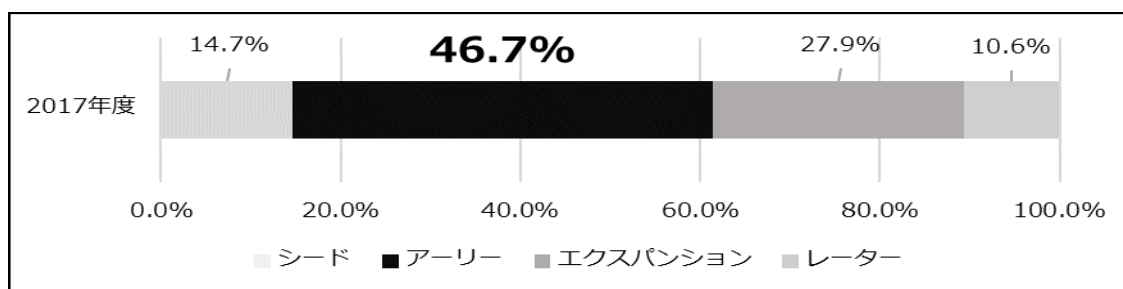
5

第1項 VC

VC とは将来有望であると判断したベンチャー企業を支援するためリスクマネーを投じ、企業が IPO や M&A などを行なった際にキャピタルゲインを得ることで資金の回収を図る投資機関である。VC はファンドを形成し、金融機関や事業会社からの出資を元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経営支援など内部からベンチャー企業を支える「ハンズオン型」と資金提供のみを行う「ハンズオフ型」に大別される。特にハンズオン型は、ベンチャー企業が成長し企業価値を高める上で重要な役割を担っている。

また【図表 24】より国内向け投資先ステージはアーリー期が約半数を占め、利益が十分に得られていない初期段階のベンチャー企業において非常に重要な資金調達手段である。

【図表 24】 VC 国内向け投資先企業ステージ



20

出典：VEC（2018）「ベンチャー白書 2018」より作成

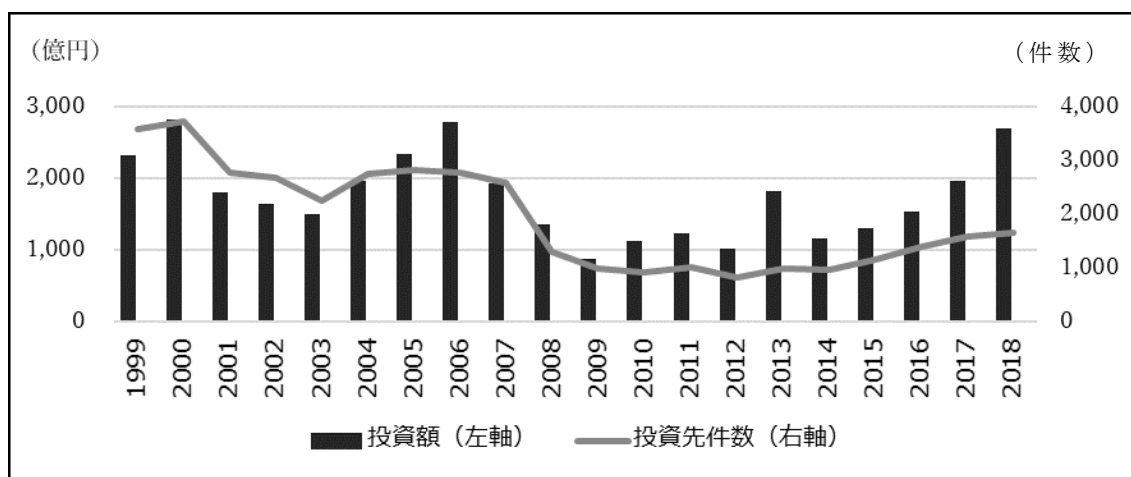
【図表 25】より 2017 年度における日本の VC 等によるベンチャー企業への総投資金額は、1,976 億円、投資先件数（のべ件数）は 1,579 件であった。単純平均計算で 1 件あたり約 1.25 億円の出資が行われている。総投資金額は、2000 年代ピークの 2,800 億円前後には至っていないが、2009 年度のリーマンショック以降では最高金額となっている。近年、事業会社系 VC(以下 CVC)の設立数が

25

急増³³しており日本における VC 投資額増加の一因となっている。CVC については次項で後述する。一方投資額が同水準であった 2005 年と比較すると投資件数が少ないことが同図から読み取れる。これは一件あたりの投資金額が増えていることを意味するがベンチャー企業全体の資金調達環境が改善していない。

5

【図表 25】 日本国内のベンチャーキャピタル等による投資推移



出典：VEC（2018）「2018 年度 ベンチャーキャピタル等投資動向速報」より作成

10 また最近では VC による追加投資が少ないことが問題視されている。単発での投資のみで早期での IPO による資金を回収する傾向にあり Exit の多様性を阻害している。³⁴さらに VC について米国と比較すると、VC ファンドの出資者属性に大きな差が存在する。【図表 26・27】より米国では大型機関投資家が牽引しているのに対し、日本では日本年金機構からの出資はわずか 0.6%³⁵にとどまっている。今後少子高齢化に伴い出資額も高まることが予想されるが、さら

15 なる VC 拡大に向けて国内外機関投資家からの出資の拡大が必要である。

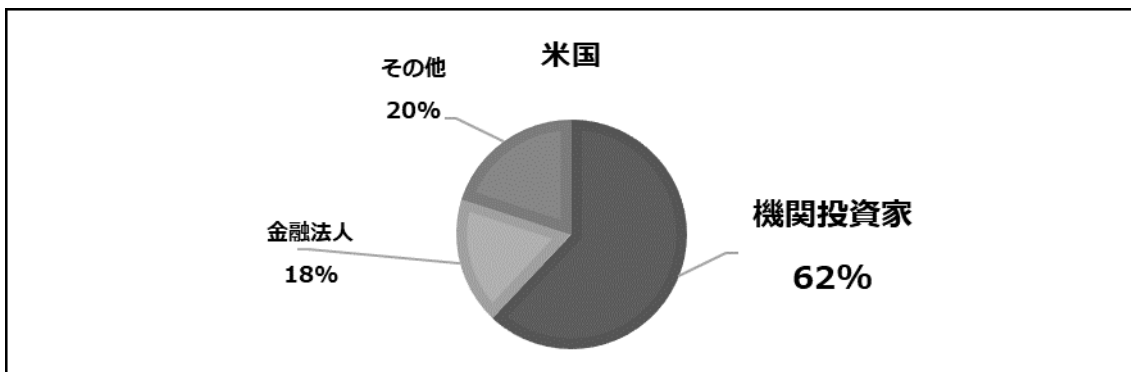
20

³³ 経済産業省（2019）p. 14

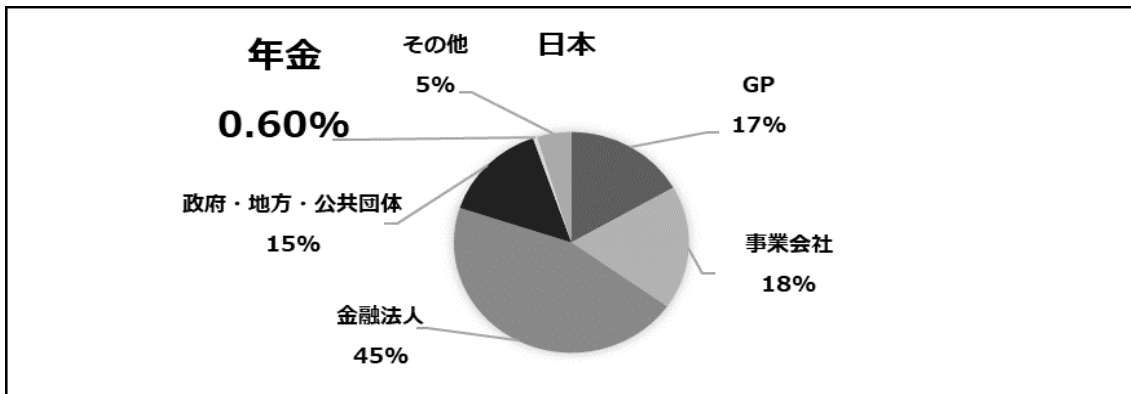
³⁴ ベンチャー白書（2018）p. II -27

³⁵ JVCA（2017）p. 21

【図表 26】 米国 VC ファンド出資者属性



【図表 27】 日本 VC ファンド出資者属性



5 出典：JVCA(2017)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より作成

第 2 項 CVC

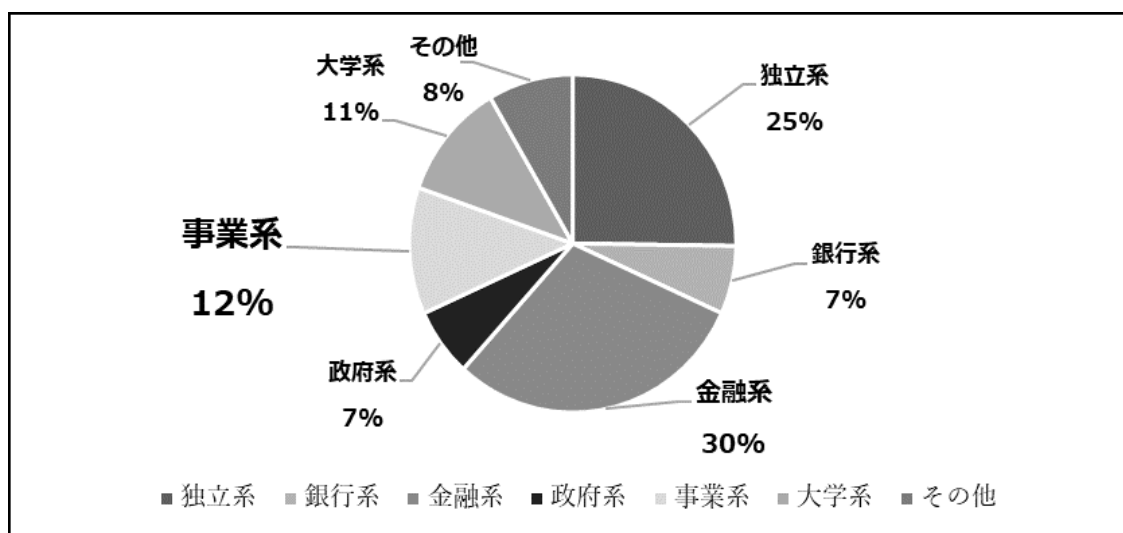
CVC は事業会社系 VC と呼ばれ、一般的に VC 等が行うベンチャー投資を事業会社が財務的なリターンに加え戦略的リターンを見込んで投資を行う。CVC

10 には、事業会社がファンドを組成した後、一般の事業会社が投資子会社を設立・出資するパターンと、外部の VC 等を指名し、二人組合方式で投資を行うパターンがある。前者は事業会社の意向や価値観を投資判断に反映させやすく、後者は提携先 VC 等の情報網や知見を利用でき、より広い視野での投資が可能である。CVC により事業会社は投資先の企業の中で有望だと思われる企業に対し先

15 行してアプローチすることができると共に外部資源を活用することで研究開発コスト低減と製品開発期間の短縮・質の向上が期待できる。また現在 CVC から

の投資はシード、アーリー期に多く³⁶ベンチャー企業は創業初期段階の資金環境の改善も期待できる。現在 CVC の投資額は拡大しつつあるものの³⁷、【図表 28】より VC のうち CVC（事業系 VC）の投資額割合は全体の 12%に留まっている。また、日本企業の内部留保が 18 年 463 兆円に達し³⁸7 年連続過去最高更新し、拡大を続けているが【図表 29】より世界と比較してファンド規模が大幅に小さいことがわかる。今後内部留保を溜め込んだ企業が、より CVC 投資を促進させることが望ましい。第 3 項では CVC により期待されるオープンイノベーションについて後述する。

10 【図表 28】 VC 出資額母体別



出典：ジャパンベンチャーリサーチ（2018）「Japan-Startup-Finance2018」より作成

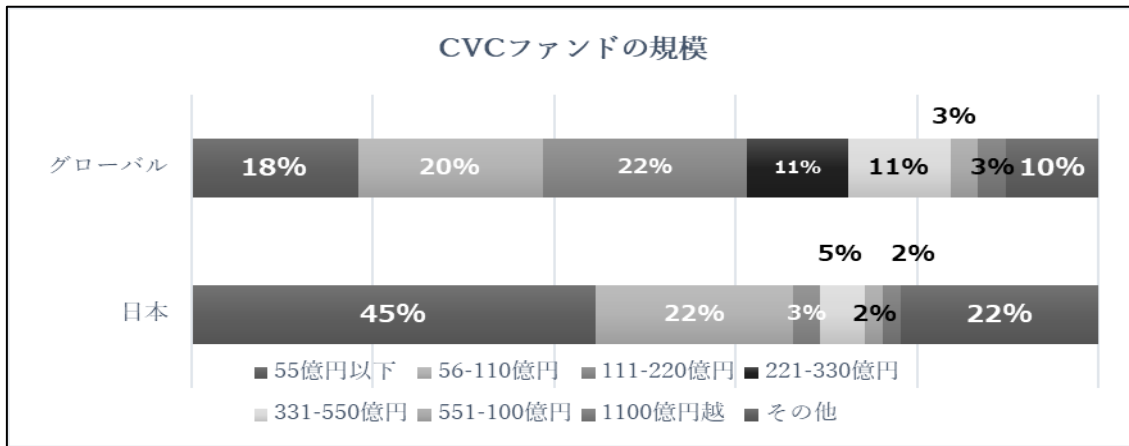
15

³⁶ PwC アドバイザリー合同会社（2017）p. 9

³⁷ 経済産業省 産業技術環境局 B（2019）p. 14

³⁸ 日本経済新聞（2019 年 9 月 3 日付朝刊）

【図表 29】CVC ファンドの規模



出典：日本ベンチャーキャピタル協会（2018）「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」より作成

5

第3項 オープンイノベーション（以下OI）

OIとは、組織内部のイノベーションを促進するために、意図的かつ積極的に内部と外部の技術やアイデアなどの資源の流出入を活用し、その結果組織内で創出したイノベーションを組織外に展開する市場機会を増やすことである³⁹。

10 日本企業の多くはクロズドイノベーションの様式で過去に大きな成果を出してきた。しかし技術の多様化や企業の巨大化により小回りが利かなくなっているため自前主義のみでイノベーションを起こすのは難しい状況に突入している。

「society5.0」が進展しパラダイムシフト⁴⁰が起こる時代には、幅広い知見・経験を活用しつつスピード感を持って新たな事業を創出することが必要⁴¹となる。

15 また上述の通り、企業の内部留保は拡大を続けている。内部留保の増加は財務健全性の観点からは好ましい状態と言えるが、自己資本を生かして企業の成長のために本業へのシナジー効果の可能性のあるベンチャー企業への投資を積極的に行う必要がある。しかし、現在でも【図表 30】が示すように日本の大企業では依然として自前主義が顕著であり、ベンチャー企業への投資意識に欠ける。

20 その原因としては「実施するための経営能力や人材の不足」「組織体制の不備」

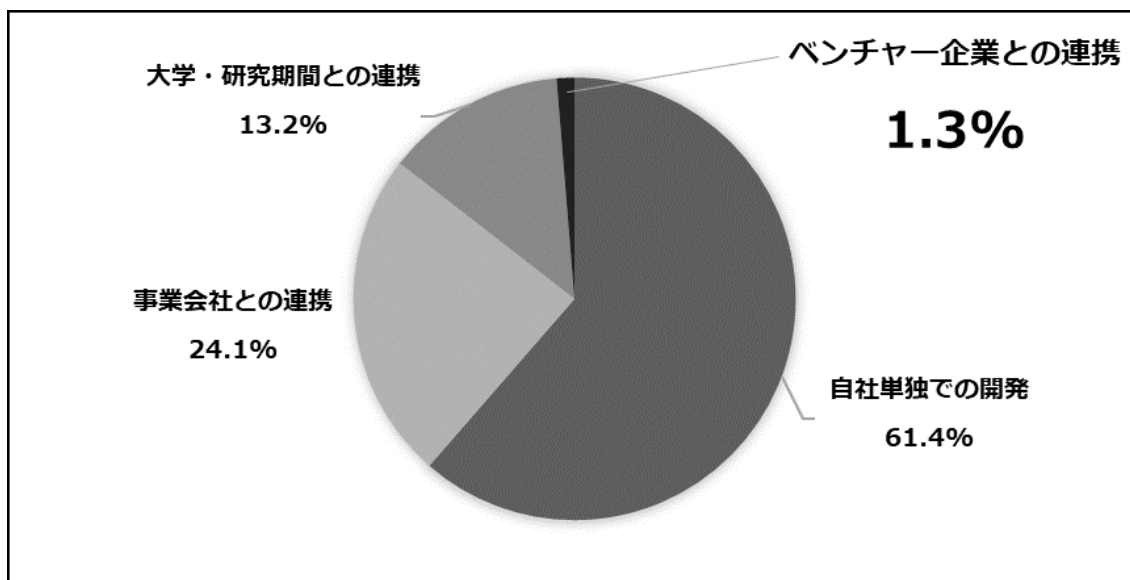
³⁹ NEDO(2018) p.3

⁴⁰ 考え方や価値観が革命的に変化すること。

⁴¹ 経済産業省（2019）p.5

⁴² 「適切な連絡先を見つけられない⁴³」などが挙げられる。

【図表 30】 大企業の自前・外部連携の割合



5 出典：経済産業省（2017）「事業会社と研究開発型ベンチャー連携の手引き（初版）」より作成

第 4 項 株式投資型 CF

株式投資型の CF はインターネット上のプラットフォームを介し企業の未公開株を取引する資金調達方法であり 2015 年の法改正により取引が可能となった。

- 10 以前は個人投資家による非上場企業の株式購入は困難であったが、容易に取得できるようになった。出資金額が投資家一人当たり 50 万円を上限とする制限⁴⁴はあるものの、多くの個人投資家から資金調達を行える可能性が生まれ、ベンチャー企業は自己資本を充実させることが可能である。また投資家としては流動性に欠けるためハイリスクではあるが、少額での未公開株式の取得や、エン
- 15 ジェル税制の優遇を受けることが可能となる。法改正当初、未上場企業の株式発行ニーズがどの程度あるのか、またそれに対する投資ニーズがあるのかという点で、案件数が積み上がるのか疑問視する声もあったが、2017 年には案件数 17 件、調達額約 4 億円、2018 年には案件数 35 件、調達額約 12 億円、2019 年 6 月までに案件数 11 件、調達額約 3 億円と案件数、調達額共に年々拡大してお

⁴² 米山他（2017）「日米欧企業におけるオープンイノベーション活動の比較研究」p. 42

⁴³ 経済産業省 産業技術環境局（2016）p. 23

⁴⁴ 青木俊介（2018）p. 2

り⁴⁵、CF を通じた個人投資家とベンチャー企業の接触により、個人投資家による出資がより拡大することが望まれる。

第 5 項 中小企業技術革新制度（以下、SBIR）

- 5 SBIR は 7 つの関係省庁が連携し、中小・ベンチャー企業に対して、研究開発に関する補助金等の支出の機会の増大を図り、その成果の事業化を支援する制度である。具体的には、研究開発のための補助金・委託費等の中から中小企業が活用でき、その研究開発成果を活用して、事業を行えるものを選び、SBIR 特定補助金等として指定している。2016 年には、その融資対象である「新事業育成資金」の実績が過去最高となり、その背景には SBIR 補助金を活用し、
- 10 新事業に取り組む企業での利用が増加したことが挙げられる⁴⁶。特定補助金等の中小企業向けの支出目標額の推移は、年々増加傾向にあり⁴⁷、上記で述べたとおりその活用の需要も高い。

- 現在、中小・ベンチャー企業によるイノベーションを更に推進するべく、
- 15 SBIR の見直しを検討している。見直し検討の方向性は、各省の公募情報や研究開発成果などの情報発信の強化、政府調達の活用を含めた事業化支援の推進、そして多くの中小・ベンチャー企業に研究開発機会を提供し、段階的に支援する多段階選抜方式の更なる活用である。ベンチャー企業における更なる活用が期待される。

20

第 6 項 中小企業基盤整備機構（以下、中小機構）

- 中小機構では、中小に対する投資事業を行う民間機関などと共に投資ファンドを組成し、中小企業への資金調達の円滑化と、VC を通じて経営支援を行い、新事業展開の促進または再生を支援するファンド出資事業を提供している。
- 25 このうちベンチャー企業への投資に関するものは、「起業支援ファンド」と「成長支援ファンド」であり、個々のファンド総額の 50%、かつ 60 億円を上限に LP 出資している。中小機構が継続的にファンドに LP 出資することで、ベンチャー企業への民間資金の呼び水としての役割を果たしている。

⁴⁵ 日本証券経済研究所（2019）p. 18-24

⁴⁶ 日本政策金融公庫（2016）p. 1（27 年度上期：234 社、109 億円→28 年度上期：276 社、193 億円）

⁴⁷ 中小機構の HP より

第4節 エクспанション期

エクспанション期とは、「生産及び出荷を始めており、その在庫又は販売量が増加しつつある企業⁴⁸⁾」を指す。この時期のベンチャー企業では、製品
5 やサービスの販売が軌道に乗り、事業を拡大する成長期にあたるため、必要資金規模が大きくなる。しかし事業拡大による収入によりキャッシュフローが安定することで企業の信用力も向上し、民間金融機関からの融資を受けやすくなる。また、更なる成長のため販売経路を確保し拡大を図るタイミングである。

10 第1項 民間金融機関からの融資

民間金融機関から借りる資金はデットファイナンスであるため、支払期日までに返さなければならない。資金を借りる際には、保証人や担保を出す事が前提となっている。キャッシュフローがプラスに転じても、まだリスクは高いベンチャー企業にとっては、第Ⅱ章2節で述べた無担保で貸し出し可能な信用保証
15 付き制度を用いた融資が適している。

第2項 リース

リースとは、借り手が選んだものをリース会社が借り手に代わって購入し貸与するものである。借り入れによって設備投資を行うのではなく借り入れ枠を
20 温存したまま、設備投資を行うことができ非常に有効な資金調達手段である。さらに定額のリース料を支払うことによりコスト把握を容易にすることも可能となる⁴⁹⁾。

第5節 レーター期

25 レーター期の企業とは「持続的なキャッシュフローがあり、IPO直前の企業等⁵⁰⁾」を指す。レーター期において資金調達のニーズは少なく、販路拡大や人員確保に取り組みながら持続的な成長を目指す。IPOやM&Aはベンチャー企業の更なる成長を促すとともに、VC等の投資家のExit手段として非常に重要と

⁴⁸⁾ VEC(2017)p. I-123

⁴⁹⁾ JA三井リース株式会社HP「リースとは」より

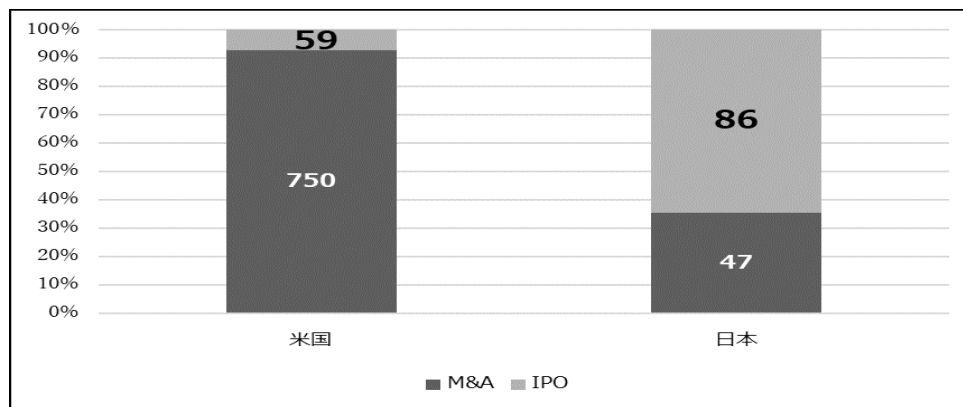
⁵⁰⁾ VEC(2017)p. I-123

なる。そこで本節ではベンチャー企業、投資家双方にとって重要となる IPO と M&A について述べる。

第 1 項 IPO

- 5 IPO とは企業による最初の新規株式公開を意味する⁵¹。ベンチャー企業は広く一般投資家から資金を調達し更なる事業拡大を図るほか、厳しい基準・審査を乗り越えて上場することにより、社会的な信用や優秀な人材の確保、金融機関からの信頼などを手に入れることができる。ベンチャー企業の IPO が多く実施
- 10 されることは、企業にとって公募増資により多額の資金調達を行う機会となり、マザーズ・JASDAQ 証券市場の活性化につながる。【図表 31】より、日本企業の多くが EXIT 手段として M&A ではなく IPO を行なっている。これは東証マザーズの存在が大きいと考えられる。東証マザーズでは、時価総額 100 億円
- 15 ほどで上場でき、新興企業の IPO において大きな役割を果たしている。

15 【図表 31】 Exit 内訳の日米比較（件数割合）



出典：ベンチャーエンタープライズセンター（2018）「ベンチャー白書 2018」より作成

第 2 項 M&A

- 20 M&A とは、一般的に企業の合併・買収を指すが広義には企業の競争力の強化、新規事業の多角化などの業務提携を含む企業戦略全般を指して使われることもある⁵²。買い手企業は短期間で優秀な人材・技術・ノウハウを吸収し、事業展開

⁵¹ 辰巳憲一（2006）p. 223

⁵² M&A Capital Partners HP より

ができるとともに顧客や取引先の獲得が可能となり、シェアの拡大にもつながる。また、ベンチャー企業も買い手企業の持つ潤沢な資金や設備を活用し、事業の成長を促進させることができる。従来、ベンチャー企業は買収に対して抵抗感を抱く企業が多く IPO を選択するケースが多かったが、近年はそのような風潮も解消されつつあり M&A の件数は増加傾向にある⁵³。ベンチャー企業の Exit 手段としてさらに M&A が拡大すれば経営から離脱した経営者がシリアルアントレプレナーやエンジェル投資家になることもつながり、彼らが新たなベンチャーを創出、支援することはエコシステムの構築にも貢献する。

10 第6節 ベンチャー企業の望ましいあり方と今後の課題

第Ⅲ章では、ベンチャー企業の資金調達について各成長段階別に現状分析を行なった。我々はベンチャー企業が抱える課題は各成長段階に分割できるものではなく【図表 32】のように「ヒト・モノ・カネ」が好循環する「ベンチャーエコシステム」が確立していないことにあると考える。この循環がうまく機能することはこれからの第四次産業革命時代において期待される研究開発型ベンチャー、大学発ベンチャーをより多く創出し育てる仕組みづくりにも貢献する。

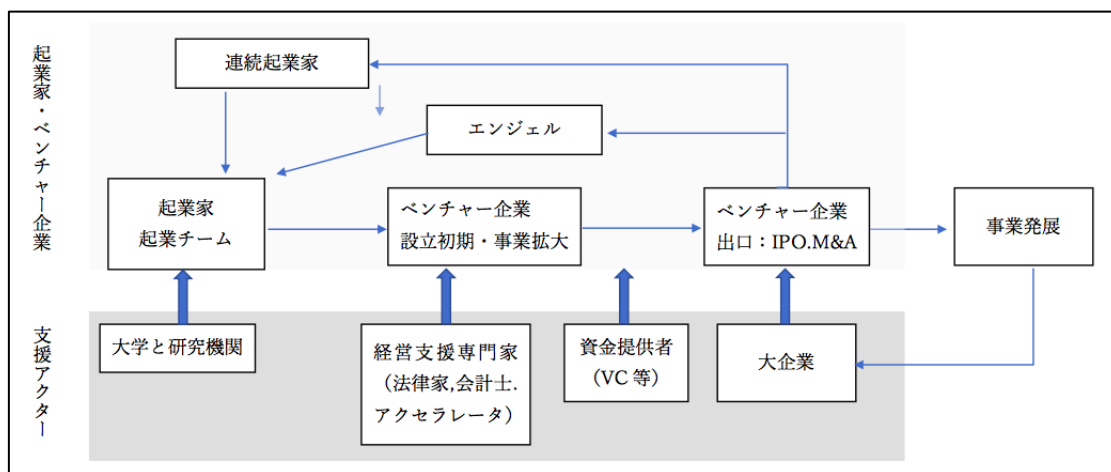
現在、リスクマネーの不足が十分な資金調達環境、成長環境における好循環の妨げとなっている。特に資金不足に陥りやすい研究開発型のベンチャーは、自らの事業や事業会社との協業においてイノベーションを起こす可能性があり、日本のベンチャー企業の資金調達・成長環境に大きな影響を与える。そのような環境を構築するには資金提供者を増加させ、創業前・直後のベンチャー企業へ流動的に資金提供を行い、各支援主体が情報を共有しながら成長段階にあるベンチャー企業をサポートしていく必要がある。

そのような環境が整うことで、ベンチャー企業の IPO や M&A を増加させるだけでなく、大企業もシナジー効果を獲得することができ日本経済の成長に寄与する。さらに新規の起業家が生まれやすくなり、創業初期大きな役割を果たすエンジェル投資家の増加、大学のライセンス収入の増加が見込まれる。

⁵³ 日本経済新聞（2018年11月15日付朝刊）

そこで第Ⅴ章においてベンチャーエコシステムの構築に向け、現状において大きな課題となる創業直後の研究開発型のベンチャーの資金不足、さらに成長環境について CVC 促進提言を行う。

5 【図表 32】ベンチャーエコシステム



出典：筆者作成

第Ⅳ章 中小企業に向けた提言

10 第1節「ロカベン活用型クラウド会計の開発」

我々は経営者保証への依存からの脱却、事業性評価における情報生産能力の低さと地域金融機関の目利き力の改善や経営リテラシーの向上に向けて「ロカベン活用型クラウド会計の開発・促進」を提案する。企業の規模の面に着目すると「事業性を評価した担保・保証によらない借入」の借入実績では規模の

15 小さい企業ほど借入実績が低くなっている⁵⁴。これは金融機関に相応の知見、労力が不足しており借入を希望する企業の要望が充足されていないことを示している。さらに規模の小さい金融機関では内部対応が負担となることから、事業性評価の際にはより効率的なツールを利用した補完が不可欠である。そこで我々は全てのクラウド会計ソフトに財務情報だけではなく非財務情報も組み入

20 れたロカベンを実装し、企業の情報を一元化することによる支援者の目利き力

⁵⁴ みずほ総合研究所（2016）p. 2

の向上が、より良い事業性評価に貢献することで、中小企業の経営を「見える化」し、効率的な資金調達へとつなげることを提案する。

以下、ロカベンとクラウド会計の詳細と現状を述べた上で、方策による効果を述べる。

5

第1項 クラウド会計

クラウド会計とは、インターネット環境を利用し、いつでも、どこでも会計処理を行うことができる会計システムである。大きな特徴はデータの自動取り込みで、日々の経理業務・記帳業務の負担を大幅に削減することができる。税制改正や消費税対応など、常に最新の法規制に対応した機能を利用でき、今年10月10
10 10月から施行された軽減税率制度への対応も容易である。さらに必要な業務やデータ管理を全てリモート対応できるクラウドで完結させることで、中小企業の生産性を大幅に改善することが期待される。

またクラウドを利用している中小企業は、そうでない企業に比べて労働生産性が高い傾向にある⁵⁵。しかしながら、中小法人におけるクラウド会計導入状況調査によると会計ソフトの導入形態としてクラウド型はわずか2割弱にとどまっており、既存法人のクラウド化が遅れているというのが現状である⁵⁶。個人事業主向けの市場においてもクラウド会計ソフトは着実に利用者を増やしているが、まだ市場は小さく、さらなる開拓の余地がある。

20

第2項 ロカベン

ロカベンとは企業の経営状態を把握するためのツールで、6つの「財務情報」と4つの「非財務情報」から構成されている。ロカベンを活用することで金融機関は企業の経営状態の変化を早期に発見し、対話や支援につなげていくものである。小規模事業者の大半が経営の見える化、言語化が出来ていない等の課題があり、円滑な資金調達の妨げとなっている。ロカベンの作成はこのような企業に対して、事業計画の作成や補助金・助成金の積極的申請等を促す。さら

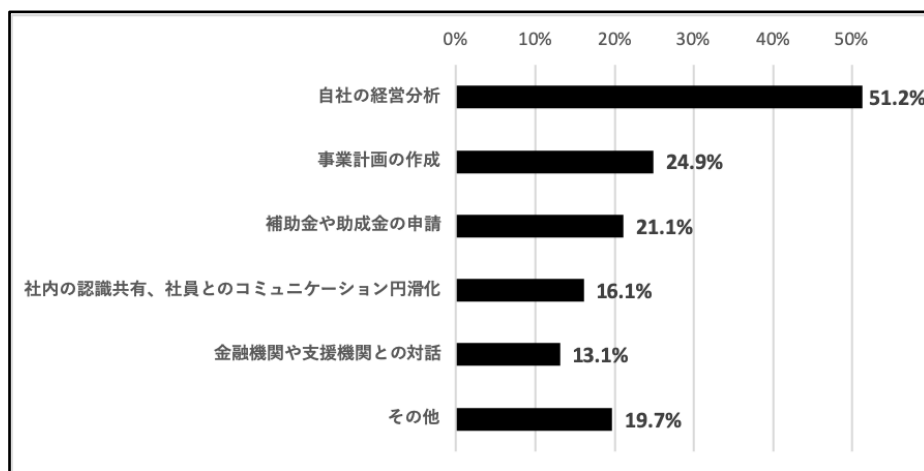
⁵⁵ Freee 株式会社（2016）p.27

⁵⁶ Freee 株式会社（2016）p.16

にロカベンシートの作成は金融機関や他の支援機関と協働で行うことで、支援側の企業理解・信頼度の向上や若手社員の育成にも繋がる。

近年ロカベンを活用している金融機関は増加しており、融資額や取引先数の増加などの成果が出ている。特に、業績評価項目の一部への組み入れを目的としている金融機関で効果が表れている。またロカベンを活用した企業は「自社の経営分析・把握ができた」、「事業計画の作成につながった」などの成果を感じている⁵⁷。しかし、ロカベンを他の支援機関と共有している割合は4割程度で、6割超の金融機関が共有していない現状があり、企業側の認知度はわずか13.5%にとどまっている。一方で、【図表 33】よりロカベンを知らないと回答した企業において潜在的なニーズが多く、認知度の向上によりさらなる効果の発揮が期待される。

【図表 33】 ロカベンを知らないと回答した企業の今後の利用意向



出典：経済産業省（2019）「ローカルベンチマーク」より筆者作成

第3項 方策による効果

以上より双方には認知度や利用率の面でさらなる開拓の余地があり、そのためには金融機関との連携が不可欠である。現在クラウド会計ソフトとしてロカベンとの連携が行われているのはMFクラウドのみだが、MFクラウドはロカベ

⁵⁷ 帝国データバンク（2019）p. 40

ンの6つの指標、つまり財務情報のみの分析・実装にとどまっている。全てのクラウド会計ソフトの資金調達機能にロカベンの非財務情報を実装することで情報を一元化し金融機関の目利き力を補完することによって、より効率的で適切なリスク判断や事業性評価が可能となる。さらにロカベン活用型クラウド会計ソフトの利用は中小企業が自身の経営を見直すことで、業務や情報生産を効率化し、金融機関とのスムーズな資金調達が期待できる。

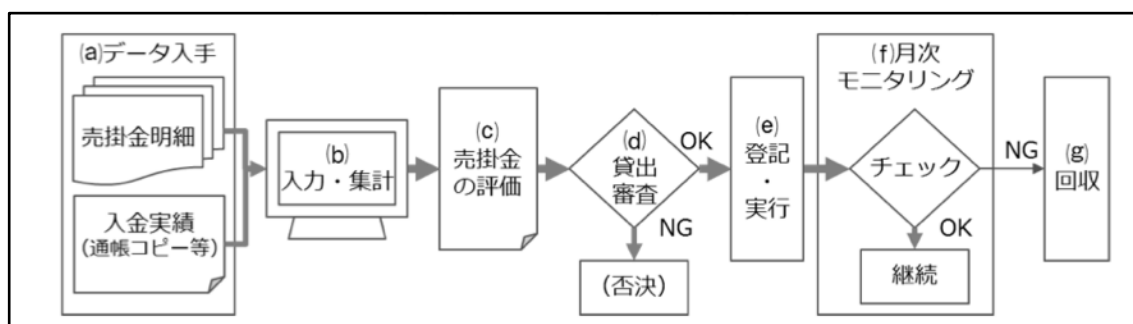
第2節 「売掛債権担保融資の促進」

事業性評価を行う上で課題であったミドルリスク層の開拓による潜在的な不良債権の蓄積の解消、また本業支援を行う上で企業の経営状況を把握するための方策として「売掛債権担保融資の促進」を提案する。

第1項 方策の概要

売掛債権担保融資とは、ABLの一種である。ここでは特に企業が有する全ての売掛債権を担保とするキャッシュフローレンディング（以下、CFL）の促進を図る。CFLとは、取引先企業の全ての売掛債権を継続的にモニタリングするものである。CFLの具体的手順は【図表34】の通りである。

【図表34】CFLの取り扱い手順



出典：岡宏（2018）「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」より引用

しかし、CFLを行う上で売掛債権に譲渡制限特約が付されている場合、担保

とすることが難しい⁵⁸。そこで電子記録債権（以下、でんさい）を活用し、この問題を解消する。

でんさいとは、手形・指名債権の問題点を克服し、事務手続きや管理コストの削減、手形の分割を可能とした新たな金銭債権であり、発生・譲渡は電子債権記録機関の記録原簿に電子記録することがその効力発生の要件である。代表的な電子債権記録機関である全銀電子債権ネットワーク（以下、でんさいネット）では発生記録の際に譲渡制限特約を付すことを認めておらず、でんさいの普及、でんさいネットの活用によって、企業の業務効率化、担保としての有用性が高まる。そのため民間金融機関と政府系金融機関が連携し、セミナーや企業へ訪問することででんさいの有用性や IT 導入補助金等について広める。これにより、企業が負担に感じていた導入にかかるコストという問題は解決できる。さらに企業にインセンティブを与えるために「紙の手形の手数料の引き上げ」も実施する。紙の手形の手数料引き上げにより、企業に対して手形電子化移行へのインセンティブを与えることができ、でんさいネットの活用、売掛債権担保融資や CFL の促進へとつなげる。

第2項 方策による効果

売掛債権担保融資、特に CFL を行うことで取引先企業のキャッシュフローの情報を入手、分析でき、タイムリーな経営状況を把握することができる。具体的には月次売上の前年対比の推移、取引先数の推移、請求額と回収実績等をモニタリングする。これにより間接的に企業の事業性を評価することができるうえ、売掛金という定量情報をもとに評価するため、客観的に分析を行うことができ、目利き力の不足に対して補完することができる。取引先企業に異常があった場合、いち早く検知することで、経営改善のアドバイスなど本業支援につなげることができる。また、金融機関は貸し倒れ時に売掛債権から資金を回収することができ、事業性評価を行う上で、課題であった潜在的な不良債権の蓄積といった問題を解消することができる。

⁵⁸ 帝国データバンク（2018）p. 35

第3節 「公的支援環境の改善」

我々は公的支援の理解度や利用率が低いという課題に対して、「クラウド支援」を普及させることを提案する。

5 第1項 方策の概要

「クラウドシエン」とは、助成金や補助金、創業融資などの信用保証を掲載しており、AIを活用して企業に最適な施策をマッチングするクラウド支援サービスである。そのため、「適切な支援がわからない」という問題を解消でき、また手続きや申請期限の通知等を行うため、「手続きの煩雑さ」や「申請のタイミングを逃した」といった問題も解決することができる。さらに企業は希望する公的支援を選択した後、オンライン上で専門家へ支援依頼を行うことも可能である。クラウドシエンを拡大させるに当たっては、金融機関との連携などによって、認知度や活用度を向上させる。

15 第2項 方策による効果

今後クラウドシエンの利用を拡大させることで、公的支援について経営者の情報格差を緩和させ、全ての企業が適切な公的支援を受けることができる。特に銀行融資を受けづらい創業初期の企業や小規模企業の資金調達環境の改善と企業のさらなる成長を促すことができる。また金融機関にとっても取引先企業の成長によって、持続的な収益の獲得につながる。

第V章 ベンチャー企業への提言

第Ⅲ章6節で述べた理想形を踏まえながら創業初期の研究開発型ベンチャーへの資金面、さらに全てのベンチャー企業の成長環境への提言を行う。それらはベンチャー企業、事業会社双方の成長に寄与し「ベンチャーエコシステム構築」を促進する。

第1節 研究開発型ベンチャーへのリスクマネー供給

研究開発型ベンチャーは、イノベーションに深く寄与する基礎研究を基にしている。そこで本節では特に資金不足に陥りやすい創業初期の研究開発型ベン

チャーに対し、個人投資家からのリスクマネーの供給のため大学発ベンチャー向けの株式投資型 CF 促進を提案する。

第 1 項 方策の概要

5 (1) 大学発ベンチャー限定株式投資型 CF プラットフォーム拡充

研究開発型大学発ベンチャー（以下、大学発ベンチャー）への投資を活発化させるため、「大学発ベンチャー限定の株式投資型 CF プラットフォームの拡充」を提案する。現状では大学発ベンチャーにおける課題として半数以上が創業初期の研究費用の資金調達を挙げており⁵⁹、資金の出し手が不足していることが
10 わかる。そこで、本方策では株式投資型クラウドファンディングのプラットフォームを拡充することで、個人投資家と大学発ベンチャーに新たな接点を作り研究開発段階のベンチャー企業への資金調達を促進させる。

このプラットフォームの運営は「新規ビジネス・市場を開拓する目利き力」や「豊富な資金力」⁶⁰を持ち産学連携が期待できる商社などが行い、手数料として投資金額の一部を受け取る。投資家選定には、資金調達を行う企業の意向等
15 も踏まえ、一定の基準を儲けることが望ましい。一方、参加企業に対しては、プレゼンテーション等の積極的活用によって投資家との情報の非対称性を緩和するとともに、CF 応募の際にエンジェル税制の事前確認を徹底することで投資家へのインセンティブを与えることができる。また、レビューアーとして大学、
20 民間企業等の研究者を募り、事業への評価を行うとともに情報を公開することで投資家の判断材料を充実させる。

第 2 項 方策による効果

プラットフォームの構築により大学発ベンチャー企業において創業初期の資金調達が可能となる。また、1 種の集合知の効果も期待できる。商社など運営
25 企業はプラットフォーム上にある大学発ベンチャーの中から優良な企業を発掘することができる。それらの販路拡大支援や経営サポートなどハンズオンを行い、大学発ベンチャーの成長を促進させることで、投資家・運営会社ともに収

⁵⁹ 日本経済研究所（2009）p.37-48

⁶⁰ 日本貿易会（2019）p.9

益の獲得の可能性が高まり、投資を行うインセンティブを与えることができる。このように大学発ベンチャーの資金調達環境が整えられることによって、研究開発が進み革新的なイノベーションをもたらすベンチャー企業の創出が期待できる。また、IPO や Exit に成功する企業の増加が期待され、ベンチャーエコシステム

5 システムの構築に寄与する。

第 2 節 VC・CVC 投資促進

我々は事業会社によるベンチャー企業への VC・CVC 投資の促進と、既存のエンジェルネットワークと CVC による共同プラットフォームの構築を提案する。

10

第 1 項 方策の概要

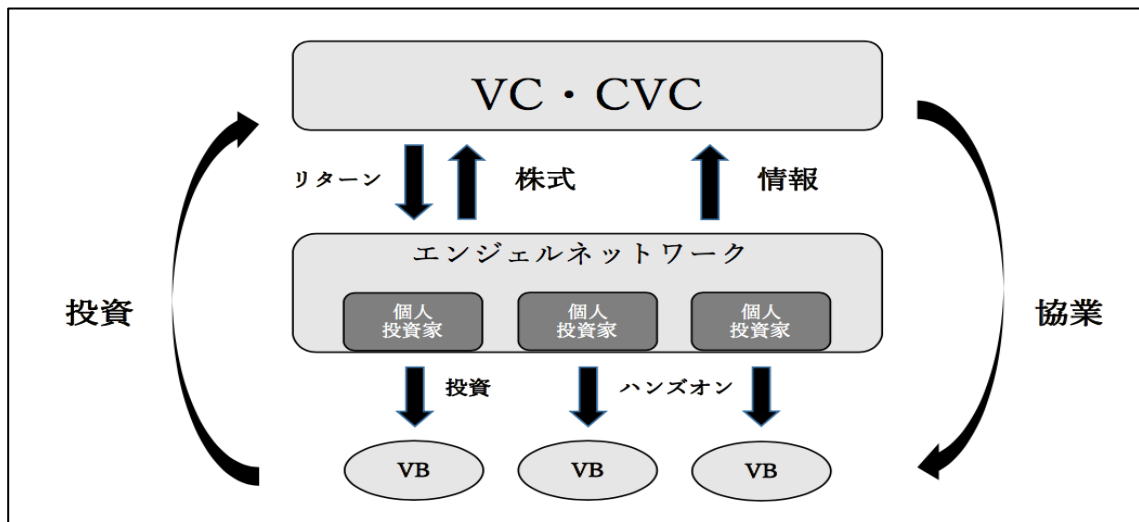
エンジェルネットワークでは個人投資家が構築するベンチャー支援のための連携組織の活動とその相互連携・協力を促進し、強化することにより、エンジェル投資の社会的認知度を高めるとともに、エンジェル投資の活性化・ベンチャー企業の資金調達の円滑化を図っている。

15

本提言では【図表 35】のようにエンジェルネットワークに VC・CVC が参加することでエンジェルネットワークが蓄積する情報が流動的に共有され、投資判断に必要な情報の充実やさらなる VB への投資を促す。さらに個人投資家に株式を譲渡 する機会を与えることで個人投資家の持株の流動性を確保する。ネットワークの管理は公的機関が行うことで収益性を求めず、より多くの投資家が参入することが可能となる。

20

【図表 35】エンジェルネットワークと VC・CVC の共同スキーム



出典：筆者作成

第2項 方策による効果

提案により個人投資・エンジェルネットワークの拡大と、オープンイノベーションの促進が期待される。これらはどちらもベンチャー企業の成長を推進させ、日本におけるベンチャーエコシステムの構築に寄与する。

(1) 個人投資・エンジェルネットワーク拡大

エンジェルネットワークにおいて生産された情報が共有されることによって、それらの企業がVCやCVCから投資を受けやすくなる。このことは企業のM&AやIPOの可能性を高めるため、個人投資家にとって有効である。また、情報が豊富なネットワークに、より多くの個人投資家が集まることでネットワークの拡大も期待できる。

VCは個人投資家から株式を譲渡されることで自身の持株比率を高め、利益を拡大させることができる。また、このような株式の流動性の確保によって個人投資家はExitまでの期間の短縮が可能になるためさらなる個人投資の拡大やその資金を利用した新たな投資につながる。

個人投資家の更なるエンジェルネットワークへの参加、Exitまでの期間の短縮は第Ⅲ章2節で述べた個人投資家の情報不足や資金不足という課題を緩和しエンジェル投資の拡大が期待される。

(2) オープンイノベーションの促進

本方策により CVC がエンジェル投資家からの情報を手にすることで、第Ⅲ章 3 節において現状分析で述べた OI の阻害要因である情報不足を緩和することができる。CVC による投資判断が容易になり、VB 投資が活発化することでベンチャー企業のさらなる成長促進や協業が促進されるため、IPO や M&A の拡大や

5 OI の促進が期待される。

おわりに

非上場企業の現状分析では、規模の大きさと成長性という2つの切り口を用いてアプローチを行った。その結果、中小企業のとりわけ小規模企業において資金繰りが厳しく、経営者にとって経営者保証が負担の大きいものとなっていることや企業のニーズとして事業性評価による融資が大きいことが分かった。また金融機関においても大規模な金融緩和や需要の伸び悩みによる収益の低下を課題として挙げた。これらに対し我々は、事業性評価促進に向けて、「ロカベン型クラウド会計の開発」と「売掛債権担保融資の促進」、また「公的支援環境の改善」を提案した。これにより、金融機関の目利き力の補完や、事業性を評価した融資の促進、公的支援環境の改善が可能となる。

日本の成長に大きく寄与するベンチャー企業に関しては、4つの成長段階に分け現状分析を行い、各段階に適した資金調達方法を述べた上で課題を提示した。特にイノベーションの担い手としてグローバルに注目される創業初期の「研究開発型ベンチャー」の資金不足という課題に対して、個人投資家からのリスクマネーの供給のための大学発ベンチャー向けの株式投資型CF促進を提案した。リスクマネーの供給を淀みなく行うことにより、ヒト・モノ・カネが循環され、起業しやすい環境にすることが可能となる。さらにCVCと個人投資家の情報不足という課題に対して「事業会社によるベンチャー企業へのVC・CVC投資の促進」と、「既存のエンジェルネットワークとCVCによる共同スキームの構築」を提案した。これにより個人投資家・エンジェルネットワークの拡大と、オープンイノベーションの促進が期待される。

これらの提案はベンチャー企業全体にとって望ましいあり方である「ベンチャーエコシステム」の確立に大きく寄与するものである。

参考文献

(参考 URL)

・独立行政法人経済産業研究所 植杉威一郎 (2017) 『中小企業向け信用保証制度の改革について』

5 https://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0478.html (2019 年 10 月 25 日アクセス)

・独立行政法人経済産業研究所 植杉威一郎 (2018) 『中小企業の競争力 担保・保証人なき金融 模索』

10 <https://www.rieti.go.jp/jp/papers/contribution/uesugi/12.html> (2019 年 10 月 25 日アクセス)

・富士通総研 岡宏 (2018) 『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』

<https://www.fujitsu.com/jp/Images/no454.pdf> (2019 年 10 月 25 日アクセス)

15 ・全銀電子債権ネットワーク (2017) 『「でんさい」の利用・普及状況と「でんさい」の譲渡(分割譲渡)』 https://www.densai.net/pdf/20170725_2070.pdf (2019 年 10 月 25 日アクセス)

・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/26/hoken/20150527-1/01.pdf> (2019 年 10 月 25

20 日アクセス)

・金融庁 (2016) 『地域金融機関による担保・保証に依存しない融資による成長資金の供給』 <https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/meeting/wg/toushi/20190411/190411toushi05.pdf> (2019 年 10 月 25 日アクセス)

25 ・財務省 (2016) 「法人企業統計調査年報 2016 統計データ」 <https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/h28.pdf> (2019 年 10 月 25 日アクセス)

・金融庁 (2019a) 『貸金需要者の現状と動向に関する調査結果報告』 <https://www.j-fsa.or.jp/doc/material/report/190930.pdf> (2019 年 10 月 25

30 日アクセス)

- ・金融庁（2019b）『地域銀行に対する「経営者保証に関するガイドライン」のアンケート調査の結果について』
<https://www.fsa.go.jp/news/30/ginkou/20190411/01.pdf>（2019年10月25日アクセス）
- 5 ・独立行政法人中小企業基盤整備機構（2018）『経営者保証ガイドラインアンケート』
https://www.smrj.go.jp/doc/research_case/keieisha_question2017.pdf
（2019年10月25日アクセス）
- ・金融調査研究会（2019）『政策金融機関と民間金融機関の関係のあり方』
- 10 https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news310329_2.pdf（2019年10月25日アクセス）
- ・KPMG（2018）『銀行及び企業にとっての電子記録債権の活用のメリット』
<https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2018/04/regional-banking-201804.html>（2019年10月25日アクセス）
- 15 ・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』
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/ABL/12.pdf（2019年10月25日アクセス）
- ・帝国データバンク（2018）『企業の多様な資金調達手法に関する実態調査』
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/itakuhoukoku/04.pdf（2019年10月25日アクセス）
- 20 ・金融庁金融研究センター（2018）『金融機関における事業制評価の定着に向けた採算化にかかる分析・考察』
<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2018/DP2018-4.pdf>（2019年10月25日アクセス）
- 25 ・トゥルーバグループホールディングス株式会社 小野隆一（2013）『売掛債権の評価とその活用について』
https://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/data/rel130910a4.pdf
（2019年10月25日アクセス）
- ・経済産業省 『j-start up』 <https://www.j-startup.go.jp/>（2019年10月25日アクセス）
- 30

- ・一般財団法人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』
http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2017_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_01.pdf（2019 年 10 月 25 日アクセス）
- 5
- ・一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2018）『ベンチャー白書 2018』
<http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2018.pdf>（2019 年 10 月 25 日アクセス）
- ・中小企業庁（2016）
- 10 『2016 年度中小企業白書』
https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/h28_pdf_mokujityuu.html（2019 年 10 月 25 日アクセス）
- ・中小企業庁（2017）『2017 年度中小企業白書』
https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/PDF/h29_pdf_mokujityuu.html（2019 年 10 月 25 日アクセス）
- 15
- ・中小企業庁（2018）『2018 年度中小企業白書』
https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/PDF/h30_pdf_mokujityuu.htm（2019 年 10 月 25 日アクセス）
- ・中小企業庁（2019）『2019 年度中小企業白書』
- 20 https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2019/PDF/2019_pdf_mokujityuu.htm（2019 年 10 月 25 日アクセス）
- ・デロイトトーマツコンサルティング（2017）『経済産業省 平成 28 年度産業技術調査事業』
https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000763.pdf（2019 年 10 月
- 25 25 日アクセス）
- ・文部科学省（2018）『産学官連携・大学発ベンチャー創出』
<https://www.gyokaku.go.jp/review/aki/H30/img/s7.pdf>（2019 年 10 月 25 日アクセス）
- ・経済産業省産業技術環境局大学連携推進室（2018）『大学発ベンチャーのあり方研究会報告書』
- 30

https://www.meti.go.jp/policy/innovation_corp/start-ups/houkokusho.pdf

(2019 年 10 月 25 日アクセス)

・平成 29 年度産業技術調査事業 (2018)『大学発ベンチャー・研究シーズ実態等調査』

5 https://www.meti.go.jp/policy/innovation_corp/start-ups/h29venturereport.pdf (2019 年 10 月 25 日アクセス)

・株式会社リクルート R&D (2019)『大学発ベンチャー・研究シーズ実態等調査』 <https://www.meti.go.jp/press/2019/04/20190423002/20190423001-2.pdf> (2019 年 10 月 25 日アクセス)

10 ・株式会社 価値総合研究所 (2004)『大学発ベンチャーに関する基礎調査』実施報告書

https://www.meti.go.jp/policy/innovation_corp/start-ups/h16venturereport.pdf (2019 年 10 月 25 日アクセス)

15 ・株式会社 産業革新機構 (2018)『産業革新機構の投資活動 2017 年度下半期の活動を中心に』 https://www.incj.co.jp/newsroom/INCJ_20180406_2.pdf (2019 年 10 月 25 日アクセス)

・経済産業省 (2019)『INCJ (旧産業革新機構) について』 https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/jic/pdf/002_06_00.pdf (2019 年 10 月 25 日アクセス)

20 ・松尾順介 (2019)「ESG・SDGs とクラウドファンディング」『証券レポート』公益財団法人 日本証券経済研究所 1715 号
http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1715/1715_02.pdf (2019 年 10 月 25 日アクセス)

25 ・一般社団法人 日本貿易会 (2019)『商社ハンドブック 2019』
<https://www.jftc.or.jp/research/handbook/pdf/201904.pdf> (2019 年 10 月 25 日アクセス)

・永井明彦『大学発ベンチャーの新規事業創出を支援する商社の「産学鉄道」フレームワーク』
http://www.jaist.ac.jp/coe/library/jssprm_p/2006/pdf/2006-1G02.pdf

30 (2019 年 10 月 25 日アクセス)

- ・経済産業省産業技術環境局 技術振興・大学連携（2019）B
『事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き』
https://www.meti.go.jp/policy/tech_promotion/venture/tebiki3.pdf（2019
5 年 10 月 25 日アクセス）
- ・日本政策金融公庫（2017）『近年の日米ベンチャー起業からみえる日本の起
業活性化に向けた課題』
https://www.dbj.jp/pdf/investigate/mo_report/0000170428_file3.pdf
（2019 年 10 月 25 日アクセス）
- 10 ・Japan Venture Research（2018）『国内スタートアップ資金調達 2018
entrepedia』
https://biz.entrepedia.jp/report/jsf2018/?fbclid=IwAR3bJ6v1vvVaJ0uZLPK_K_2GUphlv0U_HxlQ1yV2W03uRUdxuCvhd01BdVL8（2019 年 10 月 25 日アクセス）
- ・産業技術環境局 技術振興・大学連携推進課（2019）A『研究開発型スタート
15 アップ支援事業について』脚注 5
[https://www.meti.go.jp/information_2/publicoffer/review2019/kokai/sl.p
df](https://www.meti.go.jp/information_2/publicoffer/review2019/kokai/sl.pdf)（2019 年 10 月 25 日アクセス）
- ・ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会（2008）『ベンチャー企業の創
出・成長に関する研究会 最終報告書』
20 <https://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80509a02j.pdf>（2019 年 10
月 25 日アクセス）
- ・ジャパンリサーチジャパン 調査部 上席主任研究員 岩崎薫里（2018）
『改善するわが国のスタートアップ事業環境』
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10154.pdf>
25 （2019 年 10 月 25 日アクセス）JR I レビュー 2018 Vol.2, No.53
- ・立命館大学大学院テクノロジー・マネジメント研究科テクノロジー・マネジ
メント専攻博士課程後期課程 榊原洋美（2018）『研究開発型ベンチャー企
業の将来価値に応じた経営権の動的配分モデル』
http://r-cube.ritsumei.ac.jp/repo/repository/rcube/10957/k_1242.pdf
30 （2019 年 10 月 25 日アクセス）

- ・内閣府令和元年5月内閣府特命担当大臣（科学技術政策）（2019）『我が国の研究力強化に向けて』
<https://www8.cao.go.jp/cstp/siryo/haihui044/siryol-2.pdf>（2019年10月25日アクセス）
- 5 ・金沢大学知的財産本部（2004）『GAPファンドの意義と導入可能性調査』
https://www.dbj.jp/reportshift/area/hokuriku_s/pdf_all/hokuriku7.pdf
（2019年10月25日アクセス）
- ・文部科学省（2017）『オープンイノベーションの本格的駆動に向けて』
http://www.mext.go.jp/a_menu/kagaku/open/_icsFiles/afieldfile/2017/07/12/1388096_1_1_1.pdf（2019年10月25日アクセス）
- 10 ・株式会社 野村総合研究所（2015）『平成26年度起業・ベンチャー支援に関する調査エンジェル投資家等を中心としたベンチャーエコシステムについて最終報告書』
https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf
（2019年10月25日アクセス）
- 15 ・PwC あらた有限責任監査法人（2017）『ベンチャー企業に対する資金供給の円滑化に関する調査報告書』
https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000605.pdf（2019年10月25日アクセス）
- ・日本政策金融公庫 HP <https://www.jfc.go.jp/>（2019年10月25日アクセス）
- 20 ・財務省大臣官房政策金融課（2018）『地域金融機関と日本政策金融公庫との連携状況』
https://www.mof.go.jp/financial_system/fiscal_finance/eturan_jireisyuu_201804.pdf（2019年10月25日アクセス）
- 25 ・Japan Venture Capital Association（2017）『ベンチャーキャピタル最新動向レポート（2017年）』
<https://jvca.jp/research/10798.html>（2019年10月25日アクセス）
- ・NEDO（2018）『オープンイノベーション白書第2版』
<https://www.nedo.go.jp/content/100879992.pdf>（2019年10月25日アクセス）
- 30 ス）

- ・経済産業省『事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き（初版）』（2017）
https://www.meti.go.jp/policy/tech_promotion/venture/tebiki.pdf（2019年10月25日アクセス）
- 5 ・日本総研（2018）『改善する我が国のスタートアップ事業環境』
<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/jrireview/pdf/10154.pdf>
（2019年10月25日アクセス）
 - ・経済産業省（2019）『平成30年度大学発ベンチャー調査結果概要』
[https://www.meti.go.jp/policy/innovation_corp/start-](https://www.meti.go.jp/policy/innovation_corp/start-ups/h30venturereport_gaiyou.pdf)
- 10 [ups/h30venturereport_gaiyou.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/innovation_corp/start-ups/h30venturereport_gaiyou.pdf)（2019年10月25日アクセス）
 - ・経済産業省 産業技術環境局（2018）『産業技術環境政策について』
https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/sangyo_gijutsu/pdf/007_02_02.pdf
（2019年10月25日アクセス）
- 15 ・中小機構 HP <https://www.smrj.go.jp/>（2019年10月25日アクセス）
 - ・帝国データバンク HP
<http://www.tdb.co.jp/index.html>（2019年10月25日アクセス）
 - ・「IT導入補助金、今年はクールダウン？ 中小企業のIT活用を支える制度として定着させられるか」 週間BCN（2018.07.26）
- 20 [https://www.weeklybcn.com/journal/explanation/detail/20180726_163316.h](https://www.weeklybcn.com/journal/explanation/detail/20180726_163316.htm)
[tm](https://www.weeklybcn.com/journal/explanation/detail/20180726_163316.htm)（2019年10月25日アクセス）
 - ・日本貸金業協会（2019）『貸金業界の現状と事業者における資金調達等の実情について』
[https://www8.cao.go.jp/kisei-](https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/meeting/wg/toushi/20190411/190411toushi05.pdf)
- 25 [kaikaku/suishin/meeting/wg/toushi/20190411/190411toushi05.pdf](https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/meeting/wg/toushi/20190411/190411toushi05.pdf)（2019年10月25日アクセス）
 - ・AMP（2018）『公的支援が“3ステップ”で完了。AIによる企業の補助金サポート「クラウド支援」』
https://amp.review/2018/08/23/ai_cloud_support/
（2019年10月25日アクセス）
- 30 ・日本貸金業協会（2019）『資金需要者等の現状と動向に関する調査報告書』

- <https://www.j-fsa.or.jp/doc/material/report/190930.pdf> (2019 年 10 月 25 日アクセス)
- ・みずほ証券研究所 (2016)『中小企業における資金調達の実態』
https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/sl_info/working_papers/pdf/report20160715.pdf
- 5 (2019 年 10 月 25 日アクセス)
- ・freee 株式会社 (2016)『中小企業のクラウド化による生産性向上の取組』
<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/kihonmondai/2016/download/161114kihonmondai5.pdf> (2019 年 10 月 25 日アクセス)
- 10 ・金融庁 (2019)『地域銀行に対する「経営者保証に関するガイドライン」のアンケート調査の結果について』
<https://www.fsa.go.jp/news/30/ginkou/20190411/01.pdf> (2019 年 10 月 25 日アクセス)
- ・中小企業庁 (2017)『平成 28 年度中小企業者における中小企業の施策の認知度及び利用度の向上に向けた課題と広報のあり方に関するニーズ調査報告書』
- 15 https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000480.pdf (2019 年 10 月 25 日アクセス)
- ・帝国データバンク (2018)『企業の多様な資金調達手法に関する実態調査調査報告書』
- 20 https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/itakuhoukoku/06.pdf (2019 年 10 月 25 日アクセス)
- ・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> (2019 年 10 月 25 日アクセス)
- 25 ・経済産業省 (2019)『ローカルベンチマーク』
<https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/smartsme/2019/190313smartsme12.pdf> (2019 年 10 月 25 日アクセス)
- ・岡宏 (2018)『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』
- 30 <https://www.fujitsu.com/jp/Images/no454.pdf> (2019 年 10 月 25 日アクセス)

ス)

・板野国際特許事務所 HP『知的創造サイクル』<https://www.saka-pat.com/chizai.htm> (2019年10月25日アクセス)

・経済産業省 (2019)『Society5.0の時代のオープンイノベーションスタートアップ政策の方向性』

https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/sangyo_gijutsu/kenkyu_innovation/pdf/010_02_00.pdf (2019年10月25日アクセス)

・辰巳憲一 (2006)『米国のIPOと証券発行規制について』

https://www.gakushuin.ac.jp/univ/eco/gakkai/pdf_files/keizai_ronsyuu/contents/4302/4302tatsumi.pdf (2019年10月25日アクセス)

・M&A Capital Partners HP『M&Aとは?』https://www.ma-cp.com/about_ma/ (2019年10月25日アクセス)

・pWc (2017)『CVC実態調査2017』

<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2018/assets/pdf/tmt-cvc.pdf> (2019年10月25日アクセス)

・青木俊介 (2018)『株式投資型クラウドファンディングに係る規制と実施例の傾向』https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins10_pdf/180131.pdf (2019年10月25日アクセス)

・日本政策金融公庫 (2017)『「新事業育成資金」の28年度上期実績が過去最高に』https://www.jfc.go.jp/n/release/pdf/topics_161122a.pdf (2019年10月25日アクセス)

(参考文献・参考論文)

・家森信善 (2018)『地域創生のための地域金融機関の役割』中央経済社

・薮下 史郎, 武士俣 友生 (2006)『中小企業金融入門』東洋経済新報社

・小川周哉・竹内信紀 (2019)『スタートアップ投資ガイドブック』日経 BP

・磯崎哲也 (2015)『起業のファイナンス 増補改定版』日本実業出版社

・樋原伸彦 (2017)『オープンイノベーションとCVC投資』早稲田大学WBS研究センター 早稲田国際経営研究 NO.48 P71-78

・野村資本市場研究所 佐藤敦 (2017)『クラウドファンディングと既存金

融』

・森・濱田松本法律事務所パートナー弁護士 増島雅和（2013）『我が国のベンチャー企業に対するリスクマネー供給の現状と経済政策』月刊 資本市場 2013. 10（No. 338）

- 5 ・米山茂美，渡部俊也，山内勇 真鍋誠司，岩田智（2017）『日米欧企業におけるオープン・イノベーション活動の比較研究』『学習院大学 経済論集』第 54 巻 第 1 号（2017 年 4 月）