

5

平成 30 年度 証券ゼミナール大会

第 6 テーマ

10 「日本における中小・ベンチャー企業の
資金調達について」

15

愛媛大学 近廣ゼミナール 浜田班

目次

	はじめに	4
5	第1章 資金調達の方法	5
	第1節 日本企業の主な資金調達方法	5
	1.1 出資と融資	5
	1.2 日本企業の主な資金調達方法について	5
	1.3 直接金融	6
10	1.4 間接金融	9
	1.5 各資金調達方法のメリットとデメリット	12
	1.6 公的金融のあり方について	14
	1.7 公的金融のメリットとデメリット	16
15	第2章 資金調達の現状と課題	17
	第1節 中小企業とは	17
	1.1 中小企業の定義	17
	1.2 中小企業の成長段階	18
	1.3 中小企業の資金調達の現状	19
20	1.4 中小企業の間接金融における資金調達の課題	22
	第2節 ベンチャー企業とは	24
	2.1 ベンチャー企業の定義	24
	2.2 ベンチャー企業の成長段階	24
	2.3 ベンチャー企業の資金調達における現状	25
25	2.4 ベンチャー企業の課題	30
	第3章 望ましい資金調達のあり方と実現に向けた方策	31
	第1節 中小企業	31
	1.1 協調融資の現状	31
30	1.2 実現に向けての方策	32

第2節	ベンチャー企業	33
2.1	CVCの促進	33
2.2	クラウドファンディングとICO	36
2.3	ハンズオン型投資	39

5

終わりに	41
------	----

参考文献	42
------	----

はじめに

バブル崩壊後、日本は「失われた 20 年」と呼ばれる経済低迷期に陥った。しかし、2013 年に行われた「アベノミクス」や、2020 年に行われるオリンピックに向けての開発工事により、経済が活性化され、経済停滞から回復の兆しを見せている。これから、日本がさらなる発展を持続的に維持していくためには、日本企業の 99.7% を占める中小企業、ベンチャー企業の更なる成長が必要不可欠である。

5 中小企業は、日本の経済発展において、重要な役割を担っている。特に近年では、ベンチャー企業の創出から生まれる雇用の創出や、新技術の開発・導入による経済効果も大きい。

政府によると、今後、2020 年までの三年間を「生産性革命・集中投資期間」とすることが発表されている。企業の生産性を向上させることは、多くの利益を生むことにつながる。そうして企業が成長する環境を整えることにより、経済が活性化される。

15 企業が生産性を向上させるためには、資金調達による設備投資は避けられない。中小企業にとって、これまで資金調達は様々な課題や問題があり、その度様々な対策がなされた。「失われた 20 年」では、信用保証や政府系金融機関などの対策が行われた。2016 年以降では、「マイナス金利政策」が導入され、企業の資金調達コストが低下し、企業の資金調達環境は改善した。また、「日本再
20 興戦略」の一環として、エンジェル税制、クラウドファンディングの法整備等が行われ、伝統的な方法に加え、様々な資金調達方法が現れた。本論文では、中小企業の資金調達方法について、規模や性質、成長段階を考慮しながら、適切な資金調達方法を提言していく。

25 まず、第一章では企業の資金調達方法について具体例を挙げながら詳しく述べ、さらには公的金融のあり方についても検討していく。また、各資金調達方法におけるメリット・デメリットについても確認する。第二章では中小企業、ベンチャー企業の定義を確認し、それぞれの資金調達における現状と課題を成長段階ごとに分析する。最後に、第三章では中小企業、ベンチャー企業ごとの望ましい資金調達のあり方、ならびに実現に向けた方策について提案していく。

第1章 資金調達の方法

第1節 日本企業の主な資金調達方法

1.1 出資と融資

5 本稿では、出資や融資という単語がよく使われている。そのため、出資と融資の定義について確認しておく。資金調達手段には、出資と融資の二種類が存在する。出資とは、事業の成功が期待できる企業に投資をすることである。基本的に返済の義務がなく、利息の支払いもない。また、担保や保証人を必要としない。しかし、知識が不足したまま利用すると、経営権を奪われたり、安値
10 で取引される可能性がある。

一方、融資とは、資金を融通してもらうことである。こちらは出資とは違い、経営権を奪われることなく、必要な分だけ資金を調達することができる。しかし、返済の義務や利息の支払いには注意をしなければならない。また、担保や保証人を必要とし、金融機関との信頼関係が重要な資金調達方法である。

15

1.2 日本企業の主な資金調達方法について

企業の外部からの資金調達区分は、ガーレイ＝ショウにより、「直接金融」と「間接金融」に分類されている。本章では、それぞれの資金調達方法の中でも、主な5項目の特徴とメリット・デメリットを順に列挙していく。

20

表1：日本企業の主な資金調達方法の分類

直接金融	間接金融
①自己資金（スイートマネー）	④リレーションシップバンキング
②社債	⑤トランザクションバンキング
③IPO（株式公開）	
④VC	

出典）筆者作成

25

1.3 直接金融

直接金融とは、借り手と貸し手の間で直接証券だけが取引されているものを指す。以下、代表的な直接金融による資金調達方法について述べていく。

5 ①自己資金（スイートマネー）

自己資金は 3F（Founder, Family, Friends）と呼ばれる、起業家や配偶者、親族、知人からの借入金や出資金である。スイートマネーとも呼ばれる。創業段階においては、金融機関ほどリターンに関する要求が厳しくない自己資金をできるだけ多く確保することが求められる。自己資金は、基本的に返済義務がなく、多ければ多いほど、金融機関からの信頼を得ることができる。しかし、親族や友人から自ら集めることになるため、資金量が限られることが多い。

②私募債

私募債とは、社債の一種であり、少数の投資家が直接引受する社債のことを指す。その点で、証券会社を通じて広く一般に募集される公募債（不特定多数の投資家を対象）とは異なるものである。私募債は有価証券であり、銀行借入による資金調達（間接金融）とは異なり、資本市場からの直接的な資金調達（直接金融）の一形態と位置づけられている。私募債は、大きく、「少人数私募債」と「銀行保証付私募債」に分けられる¹。「少人数私募債」とは、自社で特定の投資家に対して社債の引き受けを依頼するものを指し、一方「銀行保証付私募債」とは、銀行が引受金融機関と保証金融機関の二役を担うことにより私募債に物的担保を設定せずに発行することができるものを指す。

25

¹ 三井住友銀行 HP より参照

表 2：「少人数私募債」と「銀行保証付私募債」の違い

区分	少人数私募債	銀行保証付私募債
社債権者	50名以下の縁故者	銀行など金融機関
財務局への届け出・提出	必要なし	必要なし
発行に必要な費用（目安）	数千万円（1億円以下が多い）	数千万円から数億円 （信用保証協会の保証では2億2千万円までは無担保）
必要な手数料	特になし	・財務代理人手数料 ・登録手数料 ・引受手数料 ・元利金支払手数料
償還期間（目安）	約5年前後	約5年前後（信用保証協会の保証は2～7年）
・資金ニーズ	銀行借入に代わる資金調達が必要	健全な財務体質を活用して長期安定資金を調達したい
・主な発行企業	未公開企業	未公開企業

出典) 資金調達のプロ「私募債とは？少人数私募債で資金調達するメリット・デメリットまとめ」より筆者作成。

- 5 私募債のメリットとして、発行企業のイメージアップ、資金調達手段の多様化、発行手続きが簡単である、長期安定資金の調達が可能、会社内容の公開が不要、公募債発行のウォーミング・アップとなる、期間中の返済負担軽減が可能、「信用保証付私募債」は発行金額 250 百万円まで原則無担保であることがあげられる。デメリットとして、発行の審査基準が厳しいこと、銀行の私募債
- 10 は手数料が多いこと、があげられる。

③IPO（株式公開）

一般的には、(新規)株式公開とも言われ、少数株主に限定されている未上場会社の株式を証券取引所（株式市場）に上場し、株主数を拡大させて、株式市場での売買を可能にすることを指す。市場から得た多額の資金を元手に、事業を拡大することが出来る可能性が高まる。しかし、開示書類の作成による事務

5 量・経費の増加、遵守すべき法令等の拡大、自社の株価・売買高への配慮などの手間も増えるため、人材確保などのしっかりとした準備の下、取り組まなければならない。

10 ④VC（ベンチャーキャピタル）

VC（ベンチャーキャピタル）は、創業からあまり時が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業、いわゆるベンチャー企業に資金を提供する機関を指す²。独自の基準で新興企業の将来性を評価し、株式の取得を通じて資金面で事業拡大をサポートする一方で、数年後株式市場に上場した際には値上がり益を取ることを目的としている。成功すれば多額の値上がり益を享受できる一方で、投資先企業の中には上場にいたらず投下資金の回収が不可能になるケースも多く、投資先選定にあたっては高度の専門性が要求される。これは原則として株式上場を目指す企業に投資を行っており、資金の用途は契約などで限定されている。

15

VCを利用し、資金調達を行うことは、金融機関から信頼を得ることにつながり、その後の資金調達がしやすくなるというメリットがある。しかし、経営企画が立ちいかなくなると、資金調達回収を早めに行われる可能性があり、厳しい世界であるといえる。また、VCは出資者の意向に沿った資金利用をせねばならず、借りて側企業が思うように経営をできなくなる可能性があることも、考えなければならない。

25

² 野村證券「証券用語解説集」より引用。

1.4 間接金融

間接金融とは、貸し手と借り手の間に金融仲介機関が介在し、間接証券がやりとりされるものを指す。以下、代表的な間接金融による資金調達方法について述べていく。

5

⑤ リレーションシップバンキング

リレーションシップバンキングには統一的な定義は存在していない。一般的には、金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより、顧客に関する情報を蓄積し、この情報をもとに、貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデル³のことを指す。一般に、中小企業・小規模事業者においては、信用情報の入手が困難であることから、これらを主な顧客基盤とする日本の地域金融機関は、リレーションシップバンキングに近いビジネスモデルを有してきたと考えられている。

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は、通常、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されている。

しかし、リレーションシップバンキングには、「ホールドアップ問題」と「ソフト・バジェット問題」の二つの大きな問題がある。

「ホールドアップ問題」とは、契約の不完備性により、取引相手が自己に有利な行動をとることであり、リレーションシップバンキングの特質である金融機関の借り手情報の独占に関わるものである。貸し手と借り手のホールドアップ問題とは、リレーションシップの構築により、銀行が借り手に関する独占的情報をもつ一方、借り手である企業にすれば銀行に情報を握られ、ロックインされている懸念から、銀行借入を躊躇することになるという状況を指す。また、企業は情報独占を許しているため、他の金融機関からの借入をしにくく、新規投資による収益機会を喪失するという問題もある。

「ソフト・バジェット問題」とは、業績不振に陥った企業との取引において、

³ 住谷宏（2006）『リレーションシップバンキング政策の問題点』経営論集 67号 pp.35-61 より引用。

金融機関が法的整理等による損失の表面化を恐れ、回収に重大な疑義があるにもかかわらず融資を継続すること⁴を指す。これは、リレーションシップバンキングを行っている銀行と企業の間で経営的な問題が発生した時に、追加融資（追貸し）ができるのか、という問題に置き換えて考えることができる。業況が悪化した企業にとって、新たに借り入れ先を見つけ出すのは困難であるため、現在取引のある金融機関からの融資が命綱となる。金融機関が、企業の業績回復が可能であると判断した場合には、契約を変更し、追加融資を行うが、そのような規律を弛緩させるような行為は、かえって企業のためにならないとされている。この問題は、契約当初からある程度担保や保証をしっかりと確保することにより解決できると言われている。

⑥ トランザクション・バンキング

トランザクション・バンキングとは、リレーションシップバンキングが長期継続的な取引に基づく定性情報を重視して融資するのに対して、財務諸表等の定量情報に基づき、一時点かつ個々の取引の採算性を重視して融資する手法のことを指す⁵。また、リレーションシップバンキングと比べて歴史が浅く、中小企業金融においては補完的な役割を果たしている。

トランザクション・バンキングは、「財務諸表貸出（financial statement lending）」、「資産担保貸出（asset-based lending）」、「クレジットスコアリング」の3つに分類される。

(1) 財務諸表貸出

「財務諸表貸出」とは、透明性の高い、例えば監査済みの財務諸表を完備している企業に対して、融資契約時にあらかじめ財務特約（債権者保護のために、特定の財務比率の維持等、融資期間中に維持すべき財務上の条件）等を定めて実行するものである。従って、その対象は主として大・中堅企業ということになるが、業歴が長く財務諸表も整っているような一部の中小企業に関していえば、適用が可能である。

⁴ 信金中央金庫（2003）「金融調査情報：中小企業金融とリレーションシップバンキングー欧米主要国の事例との比較ー」より参照。

⁵ 「中小企業白書 2005年版」より参照。

(2)動産担保貸出（ABL）

「動産担保貸出」とは、キャッシュフローの創出力はやや劣るが、良質な
5 売掛債権等を有する企業に対して、保有資産の担保価値に基づいて与信枠
を設定するものである。ただし、もともとリスクが相対的に高い借手に対
象としている上、散逸しやすい動産担保の評価・管理には相応のノウハウや
コストがかかるため、概して貸出金利は高くなる。一般的な不動産担保融資
はあくまで返済財源は借手である企業のキャッシュフローであり、担保
は万が一回収できなかった場合の二次的な返済財源であるのに対し、資産
10 担保貸出は、借手である企業のキャッシュフローよりも売掛金や在庫等
といった担保の価値が優先的な返済財源となるという意味において、担保
の価値に応じた貸付けであると言える。

(3)クレジットスコアリング

「クレジットスコアリング」とは、一件あたり貸出額が小口の中小・零細
15 企業に対して、企業属性や財務状況などの信用リスクと関係が深い諸変数
を説明変数とする計量モデルを用いてスコア（信用評点）を算出し、融資実
行の可否や融資条件を決定するものである。財務諸表貸出や資産担保貸出
が、あくまで個々の貸出案件毎に与信リスクを判断しているのに対して、ク
レジットスコアリングではポートフォリオ全体の平均的なパフォーマンス
に基づいて与信判断がなされる⁶。

20

⁶ 増田安良・小野有人（2005）『クレジットスコアリングの現状と定着に向けた課題～邦銀アンケートと調査と米国での経験を踏まえて～』みずほ総論集 2005年I号より参照。

1.5 各資金調達方法のメリットとデメリット

以下、各資金調達方法のメリットとデメリットについて表にまとめた。

表 3：資金調達をする側（企業）から見たメリット・デメリット

	メリット	デメリット
直接金融		
① 自己資金 (スイート マネー)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経営権を保持できる ・ 経営の自由度が高い ・ 金利負担がない 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資金量が限られる ・ 事業清算をした場合、自分の資産を失う
② 私募債	<ul style="list-style-type: none"> ・ 発行企業のイメージアップ ・ 資金調達手段の多様化 ・ 発行手続きが簡単 ・ 長期安定資金の調達が可能 ・ 会社内容の公開が不要 ・ 公募債発行のウォーミング・アップとなる ・ 期間中返済負担軽減が可能 ・ 「信用保証付私募債」は発行金額 250 百万円まで原則無担保である 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 発行の審査基準が厳しい ・ 銀行の私募債は手数料多い
③ IPO	<ul style="list-style-type: none"> ・ 資金調達力の増大と多様化 ・ 知名度の向上とその効果 ・ 経営体質の強化 ・ 企業イメージ(社会的信用)の増大 ・ 役員、従業員へのインセンティブの付与によるモラルの向上 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経営責任ならびに企業の社会的責任の増大 ・ 株主対策 ・ 経営意思決定の迅速性、自由度の制約 ・ 経営の透明性(ディスクロージャーの充実) ・ 株価に対する責任 ・ インサイダー取引規制

		<ul style="list-style-type: none"> ・管理コストの増大 ・IPO までの準備期、IPO 時、上場後の各段階での費用
④VC	<ul style="list-style-type: none"> ・資金調達がしやすくなる ・経営支援を受けやすくなる ・社会的信用を得やすくなる ・提携先を紹介してもらえ可能性はある ・投資会社からノウハウを得られ、成長できる可能性 	<ul style="list-style-type: none"> ・経営難になるとすぐに資本回収される ・用途が限られているため、自由に資金を使えない ・コストがかかる（自己資金ではないため、上場のための維持費などがかかる）
間接金融		
⑤リレーションシップバンキング	<ul style="list-style-type: none"> ・長期継続的な取引関係の中から、通常、外部より入手しにくい借り手の信用情報を得られる ・これにより貸出の際に、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 	<ul style="list-style-type: none"> ・貸し手（銀行）と借り手（企業）の業績が良い方に有利にしようとするため、企業の業績が悪化した際は銀行借入が困難になる ・銀行が企業の情報を独占しているため、他の金融機関からの借入をしにくくなる
⑥トランザクション・バンキング	（財務諸表貸出）	
	・財務状況にあった融資が受けられる。	・小規模の企業は包括されない可能性。
	（資産担保融資）	
	・担保の価値に応じた貸付	・金利が高い
	（クレジットスコアリング）	
<ul style="list-style-type: none"> ・情報の非対称性のある企業への貸出が可能。 ・短期的かつ低コスト 	<ul style="list-style-type: none"> ・データの少ない個人事業主などの融資はカバーできない 	

出典) 筆者作成

1.6 公的金融のあり方について

公的金融とは、公的部門（公的機関）が行う金融活動のことを指す。公的金融の使命は、民業補完の原則のもと、情報の非対称性や不完全競争、外部性の存在など市場の失敗に対応することにある⁷。つまり、公的金融機関は、民間金融機関の補完的な役割を担っている。現状、特に創業期の企業や、経営危機に陥り、民間金融を利用しづらい状況にある中小企業は、公的金融を頼っている。本稿では、中小企業向けの公的金融を行う主なものとして、「信用保証協会」、「日本政策金融公庫」「商工組合金融公庫」の三つについて説明する。

10 ①信用保証協会

信用保証協会は、中小企業・小規模事業者が金融機関から事業資金を調達する際に、保証人となって融資を受けやすくなるようサポートする公的機関である。個人や企業の代わりに保証人を引き受け、万が一不渡りが出た場合には代わりにお金を納めるといった仕組みである。信用保証協会は、資金調達方法の中でも、社債と金融機関からの融資に関して支援を行っている。保証人が入ることで融資枠自体が増えるケースも存在し、中小企業や個人の資金繰りを円滑にするための業務をおこなっている。融資金は返済する必要があるが、時間の猶予が作りやすいという特徴がある。

また、自治体や金融機関、信用保証協会が協調して資金を供給する、「制度金融」と呼ばれるものも存在する。基本的には金融機関と信用保証協会が窓口として、企業が利用することが出来る。被融資対象は各自治体が定めるところによる。これはいわゆる「補助金」や「助成金」にあたる。

愛媛県の場合、「県内に事業所を有し、信用保証協会の定める保証対象業種に属する事業を引き続き6ヶ月以上営む中小企業者、組合等が対象（例外の制度もあり）」とされている。

自治体が保証料の一部、または全額負担してくれる制度、また、最近では西日本豪雨災害などの、緊急を要するときに行われる融資制度もある。災害支援制度に関して言えば、西日本豪雨災害から利用が増えており、融資における

⁷ 金融調査研究会（2009）「公的金融の現代役割」より引用。

セーフティネットの役割を果たしている。

しかし、県や自治体の制度金融は、基本的に民間金融機関に比べて金利が高い。そのため、民間金融機関の金利が低い今、利用率は低い、逆に景気が悪い時には、相対的に金利が下がり、利用率があがる。

5

②日本政策金融公庫

日本政策金融公庫は、一般の金融機関が行う金融を補完することを旨としつつ、国内金融業務では、以下3つの機能を担うことにより、国民生活の向上に寄与することを目的とする政策金融機関である。

- 10 1つ目に、国民生活事業である。国民一般の資金調達を支援しており、地域の身近な金融機関として、小規模事業者や創業企業の事業資金融資のほか、教育ローンによる資金融資などを行っている。2つ目に、農林水産事業である。農林水産事業者の資金調達支援を行っており、農林漁業や食品産業の融資を通じて、国内農林水産業の体質強化や安全で良質な食料の安定供給に貢献している。3つ目に、中小企業事業である。中小企業の資金調達の支援と信用保険制度を行っており、中小企業を対象とし、融資、信用保険などの機能により、中小企業・小規模事業者の成長・発展を金融面から支援している。

- 20 公庫が行っている融資制度の中に、資本性借入金というものがある。資本性借入金とは、金融機関が借り手側企業の財務状況等を判断するに当たって、負債ではなく、資本とみなすことができる借入金のことを指す。東日本大震災や急激な円高の進行等による資本不足に直面しているが、将来性があり、経営改善の見通しがある企業を対象として行われる。資本性借入金は、長期の「期限一括償還」、業績連動型の金利設定が基本であることから、資金繰りが楽になることがあげられる。また、「資本性借入金」を資本とみなすことで、財務内容が
- 25 改善され、新規融資が受けやすくなる。

- 30 一方、デメリットとして、繰り上げ返済が不可能なこと、業績が上向いた時の金利設定が比較的高めであること、事業計画書の提出や経営状況の定期的な報告が必須であることがあげられる。また、借入金であるため、本質的に財務状況を改善したとは言い難いため、金融機関側からすれば、不良債権になる可能性がある。

③商工組合中央金庫

5 商工組合中央金庫は、中小企業等協同組合その他主として中小規模の事業者を構成員とする団体及びその構成員に対する金融の円滑化を図るために必要な業務を営むことを目的とし、政府と民間が共同で出資する唯一の政府系金融機関である。融資だけでなく、預金、債券の発行など、幅広いサービスを行っている。いわゆる、中小企業による中小企業のための金融機関と言える。

10 業務としては、中小企業組合及び組合員中小企業等に対し、総合金融サービスを提供する他、フルバンク機能を有する金融機関として、設備資金、長期運転資金、手形割引等 短期運転資金の融資、債務保証、預金、為替、国際業務、経営コンサルティング等、中小企業向け金融の経験を活かし、セーフティネットの役割を担っている。

1.7 公的金融のメリットとデメリット

15 以下、公的金融機関から資金調達をする際のメリット、デメリットについて、表にまとめた。

表 4：企業側から見た公的金融のメリット、デメリット

	メリット	デメリット
① 信用保証協会	<ul style="list-style-type: none">・ 融資のハードルを下げられる	<ul style="list-style-type: none">・ 審査期間が長い・ 信用保証料がかかる・ 返済が終わるまで他の金融機関から融資を受けることができない
② 日本政策金融公庫	<ul style="list-style-type: none">・ 銀行に比べて圧倒的に低金利で貸付条件がよい・ 民間の金融機関が NG でも、日本政策金融公庫なら審査に通る可能性あり・ 融資の相談がしやすい、事	<ul style="list-style-type: none">・ 審査期間が長い・ 保証人が必要になる

	業のアドバイスをしてくれる ・金融機関の審査が通りやすくなる、融資が受けやすくなる	
③ 商工組合 中央金庫	・組合員になれば多くの金融サービスを受けられる可能性がある ・セーフティネットの役割	・商工中金が運用する資金の90%は預金や自社発行の債券によって100%政府出資の日本公庫に比べて、融資を受けるための条件が厳しい ・商工中金の融資を受けられるのは組合員のみ、よって商工中金から融資を受けるためには組合に入る必要がある

出典) 筆者作成

第2章 資金調達の実況と課題

5 第1節 中小企業とは

1.1 中小企業の定義

本稿では、大会用主旨文にのっとり、中小企業基本法の定義を採用する。

表5 業種別中小企業の定義

業種分類	中小企業基本法の定義
製造業その他	資本金の額又は出資の総額が3億円以下の会社又は常時使用する従業員の数が300人以下の会社及び個人
卸売業	資本金の額又は出資の総額が1億円以下の会社又は常時使用する従業員の数が100人以下の会社及び個人
小売業	資本金の額又は出資の総額が5千万円以下の会社又は

	常時使用する従業員の数が 50 人以下の会社及び個人
サービス業	資本金の額又は出資の総額が 5 千万円以下の会社又は 常時使用する従業員の数が 100 人以下の会社及び個人

出典) 筆者作成

表 6 小規模企業者の定義

業種分類	中小企業基本法の定義
製造業その他	従業員 20 人以下
商業 ⁸ ・サービス業	従業員 5 人以下

出典) 筆者作成

5

1.2 中小企業の成長段階

中小企業の成長段階は、以下のように分類される。下図は、企業の成長段階のイメージ図である。

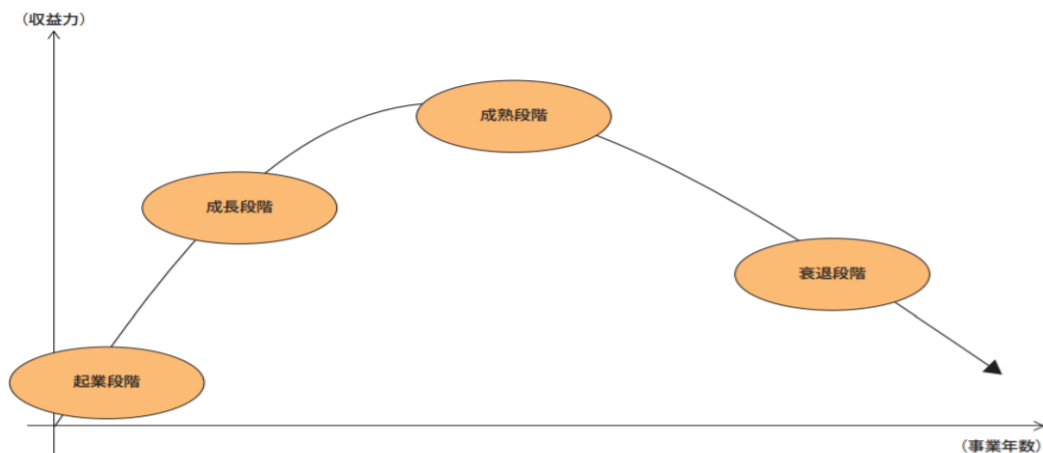
10 表 7: 中小企業の成長段階

ステージ	定義
起業期	市場発達の初期段階。本業の製品・商品・サービスによる売上がない。
成長段階	新製品が市場に浸透してくる段階。売上が計上されているが、営業利益がまだ黒字化していない。
成熟段階	製品が市場に普及し、市場の成長が鈍る段階。企業のシェアが最大化する時期。
衰退期	市場発達の末期段階。多くの企業は、売上が低下し、利益も激減する。

出典) 筆者作成

⁸ 卸売業・小売業を指す。

図 1：企業の成長の段階のイメージ図



出典) 中小企業庁『中小企業白書 2016 年度版』306 ページより引用。

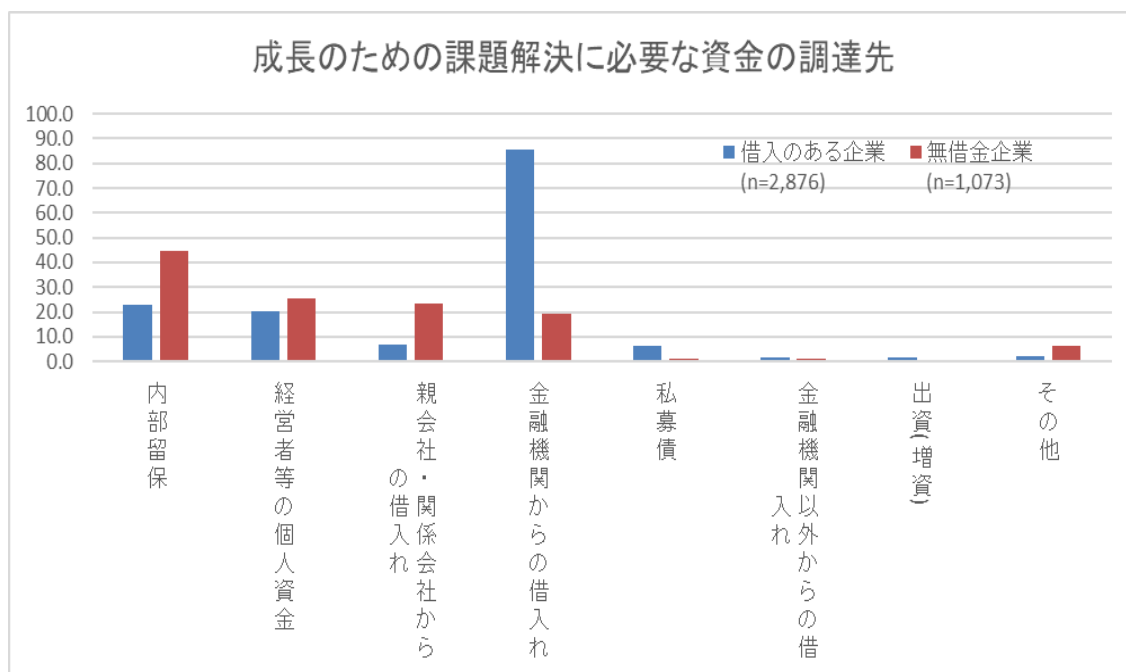
5 1.3 中小企業の資金調達の実況

日本の中小企業は、2014 年時点で約 381 万社と企業数全体の 99.7%を占めており、従業者数は約 3,361 万人と雇用全体の 7 割を創出している。つまり、日本経済の成長において、中小企業は大きな役割を担っている。

日本経済において重要な役割を果たす中小企業の資金調達には、どのような
10 現状・課題があるのか。

まず、中小企業の資金調達先について確認する。

図 2：成長のための課題解決に必要な資金の調達先



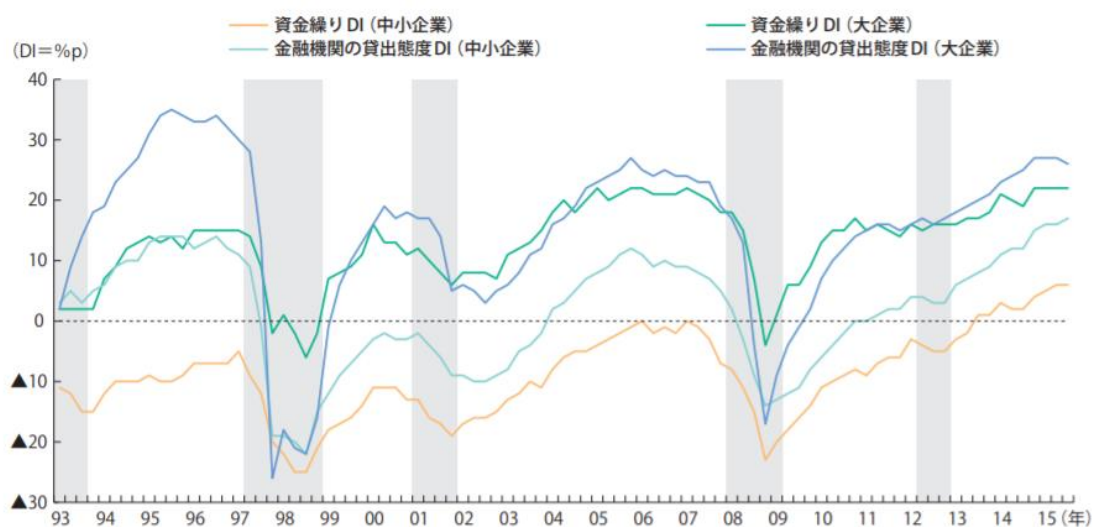
出典) みずほ総合研究所(株)(2015)「中小企業の資金調達に関する調査」をもとに筆者作成。

5

図 2 は、成長のための課題解決に必要な資金の調達先を示したものである。借入のある企業は、金融機関からの借入れが 8 割強であることから、中小企業の資金調達はかなり、間接金融に依存していることが分かる。それに付随して、両企業において直接金融の割合がかなり低いことも読み取ることが出来る。

10

図 3：企業規模別に見た、資金繰り・金融機関からの借入難易度



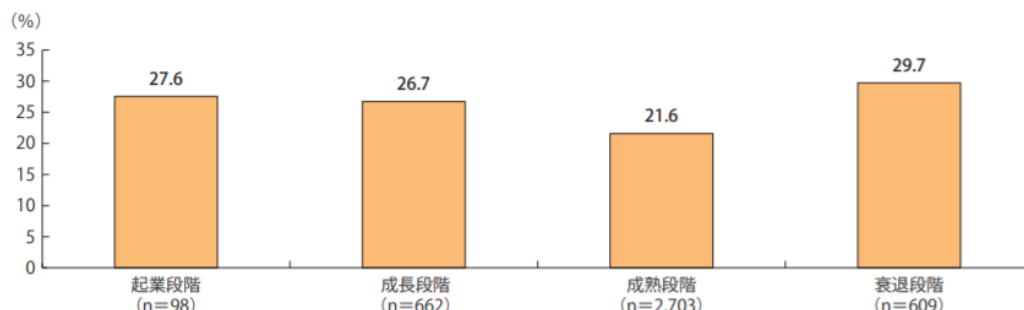
出典) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より引用。

- 5 図 3 は、企業規模別に見た、資金繰り・金融機関からの借入難易度を示したグラフである。ここでいう資金繰り DI とは、最近の資金繰りについて「楽である」と答えた企業の割合 (%) から「苦しい」と答えた企業の割合 (%) を引いたものを指し、金融機関の貸出態度 DI とは、最近の金融機関の貸し出し態度について「緩い」と答えた企業の割合 (%) から「厳しい」と答えた企業の割合を引いたものを指す。資金繰り DI、貸出態度 DI においても、2008 年のリーマンショック以後、プラスには転じているが、大企業と中小企業では、依然として 10 ポイント以上の差がある。よって、中小企業の資金繰りは、未だに厳しい状況にあることが分かる。

15

20

図 4：資金繰りを経営課題と考えている企業と成長の段階別に見た経常利益率、負債比率の平均



出典) 中小企業庁「中小企業の成長を支える金融」より引用。

5

次に、成長段階別の資金需要を見ていく。図 4 は、資金繰りを経営課題と
 考えている企業と、成長段階別に見た経常利益率、負債資本比率の平均を表して
 いる。起業段階から成熟段階に向けて資金繰り需要は減少していくが、衰退段
 階では、需要が増える。つまり、企業は企業段階や成長段階だけではなく、衰
 退段階にも資金繰りの需要があることが分かる。

10

1.4 中小企業の間接金融における資金調達の課題

前項では、中小企業の資金調達の現状について理解した。その中で、特に中
 小企業は、間接金融に依存していることが分かった。また、大企業に比べて、
 金融機関からの資金調達に課題があることも読み取れた。では、間接金融には
 どのような問題が存在しているのか。大きく 4 つあげられる。

15

まず、「貸し手における規模の経済」の問題があげられる。一般に、銀行融資
 であれば融資金額が大きくなればなるほど、融資を実行するために必要な審査
 費用など、1 単位当たりの貸出コストは低下する。例えば、貸し手にとって 10
 億円を貸し出すために必要な審査費用は、1000 万円を貸し出すために必要な審
 査費用の 100 倍はかからない。そのため、貸し手は 1 件当たりの融資金額が大
 きな借り手、つまり大企業を優先しがちであり、相対的に少額な中小企業への
 融資は、渋られる傾向にある。

20

続いて、「情報の非対称性」という問題もある。金融機関が融資判断をする際、
 大手企業であれば、企業情報を広く開示しているため情報が入手しやすく、更

25

に会計監査が会社法上義務付けられていることから、財務状況の把握が比較的容易である。一方で、中小企業では、情報開示のための資料作成や株式公開のための専門的な人材が不足しており、一般的に企業情報があまり開示されておらず、また、財務データを整備していない企業もあり、企業の状態が不透明で

5 リスクが高いとみなされがちである。それにより、融資を受けにくいという現状が生まれる。

また、「担保問題」も見逃すことはできない。担保問題が挙げられる理由は、金融機関では情報の非対称性が強く、借り手に関する情報が入手できない場合、または、将来的な事業動向を不透明とみなす場合、それらのリスクを穴埋めす

10 るために担保提供を要求する。中小企業は金融機関から融資を受ける際、不動産を担保とすることが一般的である。しかし、中小企業には不動産を十分に保有していない企業も少なくない。また、担保とする不動産を保有している場合であっても、地価が地方圏を中心に低迷しているため、中小企業が十分に資金を調達することは難しくなっている。

最後に、「個人保証の問題」があげられる。金融機関が中小企業に融資を行う場合、中小企業の代表者や代表者の親族・知人等の第三者に個人保証を求めるケースが多い。万一、中小企業が企業収益から返済ができない時には、個人保証の部分が実行されてしまい、中小企業代表者等が所有する不動産や預貯金などの大部分を失い、再起が困難になりかねない。特に、第三者保証徴求につい

20 ては、事業資金の調達のために当該事業とは直接関係の無い第三者を保証人とすることから、当該第三者が別企業の経営者の場合には連鎖倒産を引き起こし、個人の場合にはその生活基盤自体に大きな悪影響を及ぼしかねない。中小企業の代表者等が担保や保証で過度に責任を負うことは、中小企業に対する円滑な資金調達を阻害している大きな要因である。

ここまで、中小企業における資金調達の課題と、その中でも中小企業が依存している間接金融の課題について確認してきた。中小企業は間接金融に依存していること、それにも関わらず、資金調達を円滑に行うことのできない現状があること、特に起業段階、衰退期にも資金繰りが課題であることがあげられた。第3章では、このような課題を踏まえて、望ましい資金調達方法を提案したい。

30

第2節 ベンチャー企業とは

2.1 ベンチャー企業の定義

本稿では、大会用主旨文に従い、「創業からあまり時間が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」と定義する。

5

2.2 ベンチャー企業の成長段階

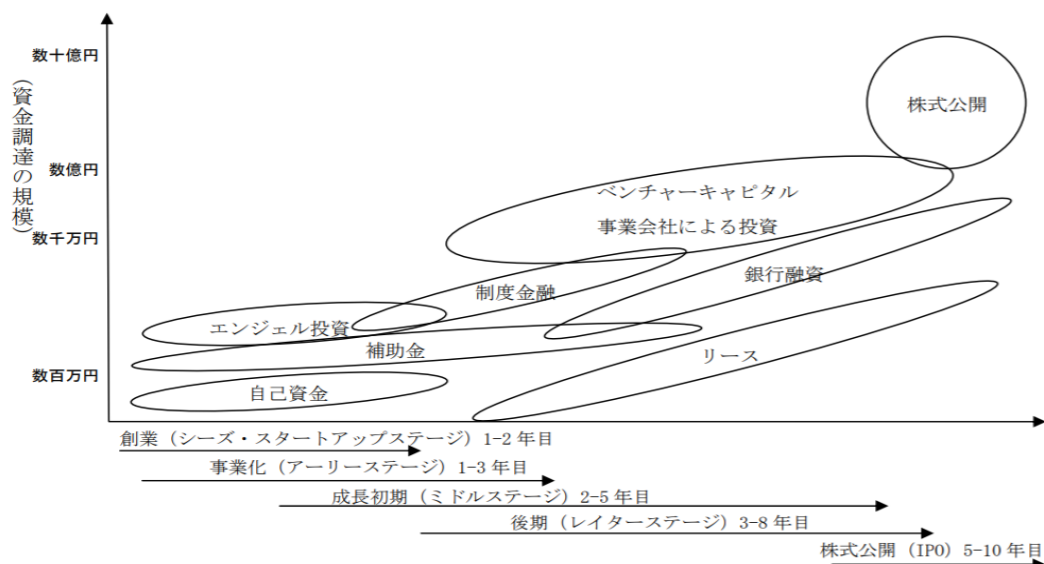
表 8：ベンチャー企業の成長段階

ステージ	定義
シード期	商品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	製品開月及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた企業
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
レーター期	持続的なキャッシュフローがあり、IPO直前の企業等

10 出典) 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」、I - 124より引用。

2.3 ベンチャー企業の資金調達における現状

図 5：ベンチャー企業の成長段階に応じた資金調達手法



5 出典) 奥谷貴彦 (2012)「ベンチャー企業の資金調達」より引用。

図 5 は、ベンチャー企業の成長段階に応じた資金調達手法を示したものである。ベンチャー企業の資金調達方法は、その成長段階と資金調達規模に合わせて、図 5 のようにつながっており、上場するまでの成長を支えている。このつながりがどこかで切れると、成長段階に応じた資金調達が困難になり、ベンチャー企業は成長の計画を立てることが容易ではなくなる。

本稿では、それぞれの成長段階で、主となる資金調達方法の現状を見ていく。

①シード期における資金調達

15 設立準備段階も含め、企業が事業を始め、軌道に乗るまでの時期である。この段階では、ビジネスモデルが成功するかどうかの市場調査費や研究開発費、事業段階での運転資金や設備投資資金の準備が必要となる。また、研究開発型ベンチャーの場合、特許権の取得費用やライセンス料も必要となる。シード期においては、ビジネスモデルが成功するかも分からず、実績も信用もない。そのため、民間金融機関からの融資を利用することは難しい。よって、自己資金での調達が主となる。

また、シード期には、エンジェル投資家からの資金調達も期待される。日本では、エンジェル税制と呼ばれる、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がある。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

5 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。民法組合・投資事業有限責任組合経由の投資についても、直接投資と同様に本税制の対象となることが定められている⁹。

米国のシリコンバレーなどでは、成功した起業家がエンジェル投資家となって次世代の起業家に投資する仕組みが形成されている。エンジェル投資家がエン

10 ジェルと呼ばれるのは資金調達に奔走する起業家にとって天使のような存在であることに由来する。エンジェル投資家が投資したベンチャー企業がその後急成長し、半導体産業や IT 産業を形成した。日本におけるエンジェル投資家の状況を見ると、2011 年度のエンジェル投資家の数は 834 人であり、アメリカの 268000 人のわずか 0.3% 程度である。件数に至っては、日本が 45 件であ

15 り、アメリカの 67000 件の 0.06% しかない。米国と日本では、人口の差もあるとは言え、これは先進国ではかなり少ない数値である。また、エンジェル投資額をみると、日本が 9.9 億円であり、アメリカの 229 億ドル（約 2.3 兆円）の 0.04% にしか満たない。

20 表 9 日米のエンジェル投資家の比較

	日本	アメリカ（2012 年）
エンジェル投資額	約 9.9 億円（2011 年度）	229 億ドル（約 2.3 兆円）
エンジェル投資件数	45 件（2011 年度） ¹⁰	67000 件
エンジェル投資家数	834 人（2010 年度）	268000 人

出典）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」を基に筆者作成。

⁹ 中小企業庁 HP より参照。

¹⁰ ここでいうエンジェル投資件数は、エンジェル税制により実際に投資を受けた企業を用いた。

上記のエンジェル税制に加えて、創業初期には、日本政策金融公庫などによる低利融資、公的ファンドによる出資なども、政府からの支援として取り組まれている。

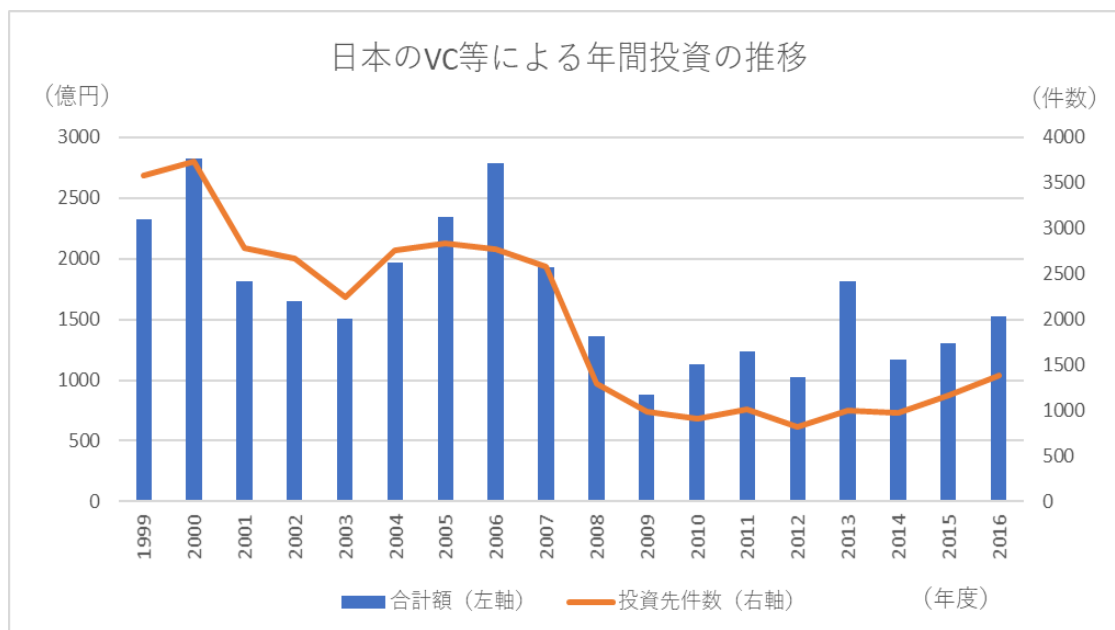
5 ②アーリー期における資金調達

アーリー期は、本格的に事業を行う段階である。事業が始まったばかりの段階で、商品開発や人材開発のための資金需要が高いにも関わらず、利益が低く、実績もなく、まだまだ金融機関からの信頼を得られない時期である。そのため、シード期と同様、直接金融、もしくは国や地方公共団体の補助金、政府系金融機関の制度金融を利用することが多い。

③エクспанション期における資金調達

エクспанション期は、事業が軌道に乗り、利益を出し始める時期である。事業の拡大による運転資金などの資金需要が増え、多額の資金が必要となる。この時期では、ようやく間接金融を利用した資金調達も可能となる。また、エクспанション期には、VC(ベンチャーキャピタル)が資金調達の中心となる。

図 6：日本の VC 等による年間投資の推移



20 出典) 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

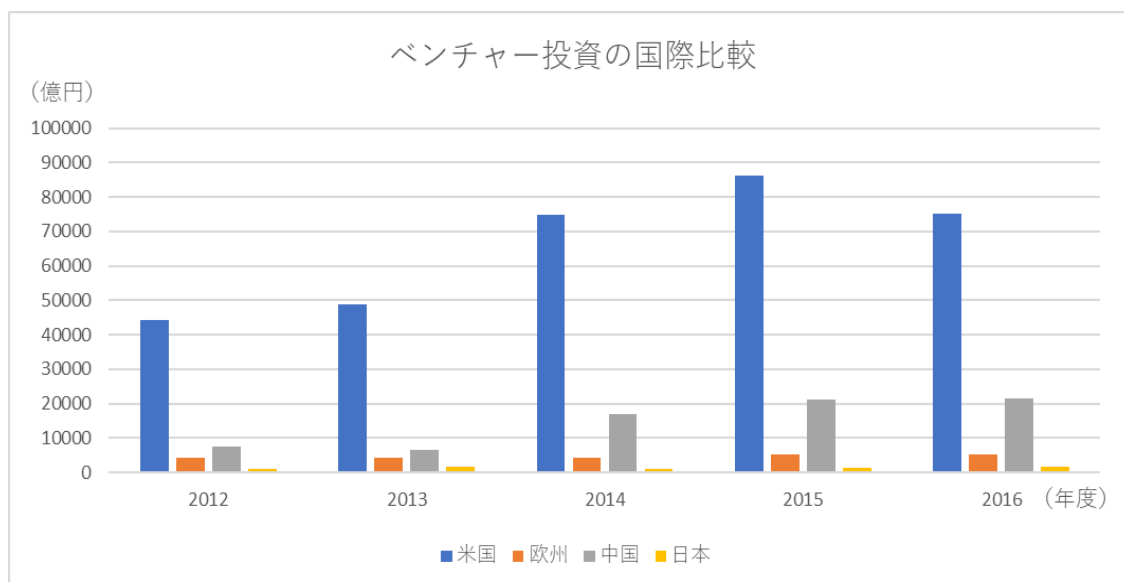
企業白書 2017：ベンチャービジネスに関する年次報告』、I - 2を基に筆者作成。

5 図 6 は、日本の VC 等による年間投資の推移を表している。2016 年度における国内の VC 等によるベンチャー企業への総投資金額は 1529 億円、投資先件数は 1387 件であった。前年度に比べ、投資金額は 17.4%の増加、投資先件数も 19.4%の増加となった。

投資金額は、リーマンショックの翌年度に底を打ち、翌年からは回復傾向はみられるものの、2000 年度～2007 年度間のピークには達していない。

10

図 7：ベンチャー投資の国際比較



15 出典) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2017)『ベンチャー企業白書 2017：ベンチャービジネスに関する年次報告』、I - 50を基に筆者作成。

20 図 7 は、ベンチャーへの投資額の国際比較をしたものである。国内だけの数値を見ると、VC の投資額は上昇しており、良いかのように見える。しかし、これを米国や中国の圧倒的な伸びを示すグラフと重ねてみると、その差は歴然である。欧米では、年金基金や各種のファンドなどによる出資割合が高く、大口で長期の資金を扱う CalPERS のような年金基金が 40%を占めている。他方、

日本では、金融機関系の VC が多いこともあり、金融機関や事業法人が出資者の割合の多くを占めている。日本は米国に比べて規模が小さい上に、金融機関等の母体から投資方針に影響を受けたり、人材を受け入れたりする機会が多いため、リスクテイクに消極的である。そのため、日本では VC への出資が増え

5

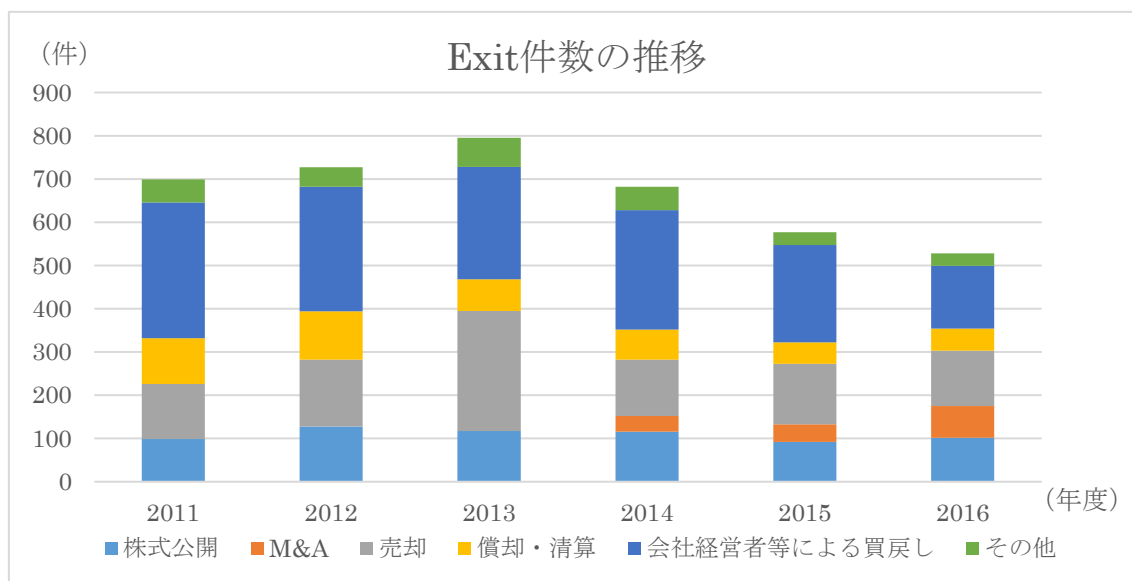
④ レーター期における資金調達

レーター期は、累積してきた借入金も返済し、黒字経営になった時期である。この時期には、運転資金だけでなく、第二創業のための準備資金が必要になる。

10

レーター期には、Exit と呼ばれる出口戦略が課題となる。

図 8：Exit 件数の推移



出典) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2017) 『ベンチャー企業白書 2017: ベンチャービジネスに関する年次報告』、I - 18 より筆者作成

15

図 8 はベンチャー企業の Exit 件数を分類して比較したものである。2016 年度の Exit 状況を 2015 年度と比べると、M&A の増加が目につく。M&A については、若い起業家を中心に、M&A に対する抵抗感が薄れてきたこと、ベンチャー企業の人材獲得を狙いとした M&A (=アクハイアリング) を要因として、増加しているのではないかと考えられる。

20

2.4 ベンチャー企業の資金調達課題

これまで、成長段階別に、資金調達の現状を述べてきた。表は、成長段階ごとに必要となる資金と用いられる資金調達方法をまとめたものである。

5 表 10：ベンチャー企業の成長段階別、資金需要と用いられる資金調達方法

	必要となる資金	用いられる資金調達方法
シード期	<ul style="list-style-type: none"> ・市場調査費 ・研究開発費 ・(事業段階での) 運転資金や設備投資資金 ・(研究開発型の場合) 特許権の取得費用やライセンス料 	<ul style="list-style-type: none"> ・自己資金 ・エンジェル投資 ・国や地方公共団体の補助金、制度金融
アーリー期	<ul style="list-style-type: none"> ・商品開発や人材開発 	<ul style="list-style-type: none"> ・同上
エクспанション期	<ul style="list-style-type: none"> ・(売上高の急増による) 運転資金の増加や設備投資 	<ul style="list-style-type: none"> ・VC ・間接金融
レーター期	<ul style="list-style-type: none"> ・運転資金 ・第二創業のための準備資金 	<ul style="list-style-type: none"> ・IPO ・M&A

出典) 筆者作成

創業期においては、実績もなく、信頼もないことから、直接金融の資金調達に頼らざるを得ないという現状がある。しかし、エンジェル投資や VC などの
 10 主な調達手段とされているものは、日本ではあまり普及していないという課題があげられる。このような、事業化・成長初期段階のベンチャー企業への資金供給不足は、ベンチャーファイナンス全体の機能不全を引き起こす可能性がある。それ程に、創業期の資金調達の円滑化は、ベンチャー企業にとって重要な意味を占める。第三章では、特に創業期の資金調達方法について、望ましい資
 15 金調達のあり方を述べていきたい。

第三章 望ましい資金調達のある方と実現に向けた方策

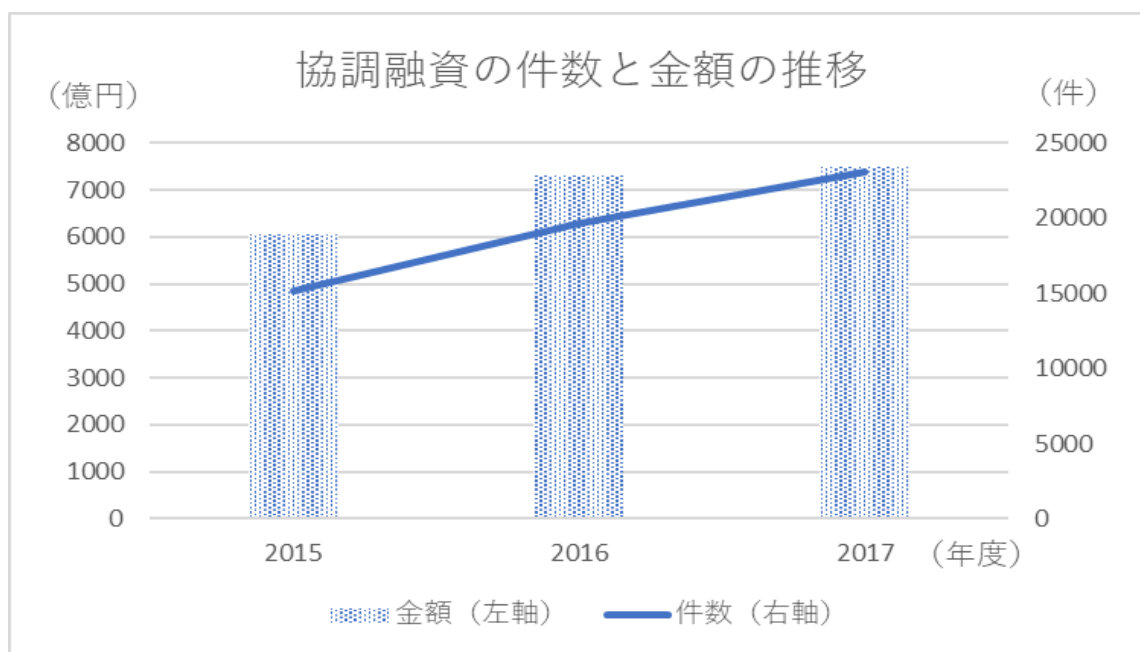
第1節 中小企業における望ましい資金調達のある方

前章までで、中小企業が間接金融に依存しているながら、資金繰りに課題を抱えているという現状を確認した。本節ではその解決策として、「日本政策金融公庫との協調融資」を提案したい。

1.1 協調融資の現状

協調融資とは、同一目的の資金計画に対し、日本政策金融公庫（以下、公庫と省略）と民間金融機関が協議を経たうえで、両者が融資（保証）を実行または決定したものを指す。協調融資は、公庫が民間金融機関の補完を目的に、創業期や事業再生期、農林水産業などの成長戦略分野を中心に行っている。

図 9：協調融資の件数と金額の推移



15

出典) 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～創業を中心として～」を基に筆者作成。

図9は、協調投資の実績の推移を示したグラフである。協調融資実績は増加傾向にあり、合計件数は23,080件（前年度比117%）、合計金額は7,505億円（同102%）と前年度を上回るものとなった。実際、公庫自身も民間金融機関との協調融資を促進しており、特に金額が大きい場合には、必ず提案することが義務付けられている。

協調融資を行うことで、企業は多額の融資を受けられる。また、金融機関は、リスクを分散することができるというメリットがあり、今まで民間金融機関だけでは融資できなかったようなリスクの高い企業への融資が可能となり、資金調達の円滑化が促進できると考える。さらに、民間金融機関側のメリットとして、公庫からの優良顧客の紹介や、ノウハウの習得による目利き能力の向上も期待される。また、政府系金融機関は、あくまでセーフティーネットの役割であるため、基本的に融資先のメインにはなれない。だからこそ、協調融資を促進することで、民間金融機関の援助にもつながり、どちらにとってもメリットのある融資になると考える。

15

1.2 実現に向けての方策

筆者は、政府系金融機関（公庫）と民間金融機関との信頼関係の構築が重要であると考え。信頼関係を構築することで、金融機関同士のやり取りがスムーズに行われるようになり、協調融資がより効率的に、濃い内容で行われるようになると思う。協調融資は、公庫の審査の後、民間金融機関での審査があり、かなり時間のかかる融資形態である。この際に、情報の共有が行われることで、審査にあてる時間を短縮することが出来ると考える。

筆者等は、論文を執筆するにあたり、日本政策金融公庫への訪問を行った。訪問調査によると、公庫の職員は、地方銀行の行員と共に知識を深め、関係を築くことも目的に、勉強会を開いている。このようなイベントを通じて、信頼関係を構築することで、企業の情報も円滑に共有することができ、資金調達の円滑化を図ることができると考える。

30

第2節 ベンチャー企業における望ましい資金調達の方法

前章までで、中小企業における直接金融の利用率の低さ、ベンチャー企業における創業期の資金調達の課題、創業期の重要性を確認してきた。本節では創業期のベンチャー企業に焦点を当てた資金調達方法として、「CVCの促進」、「ITを活用した資金調達」の2つを提案したい。

2.1 CVCの促進

①CVCとは

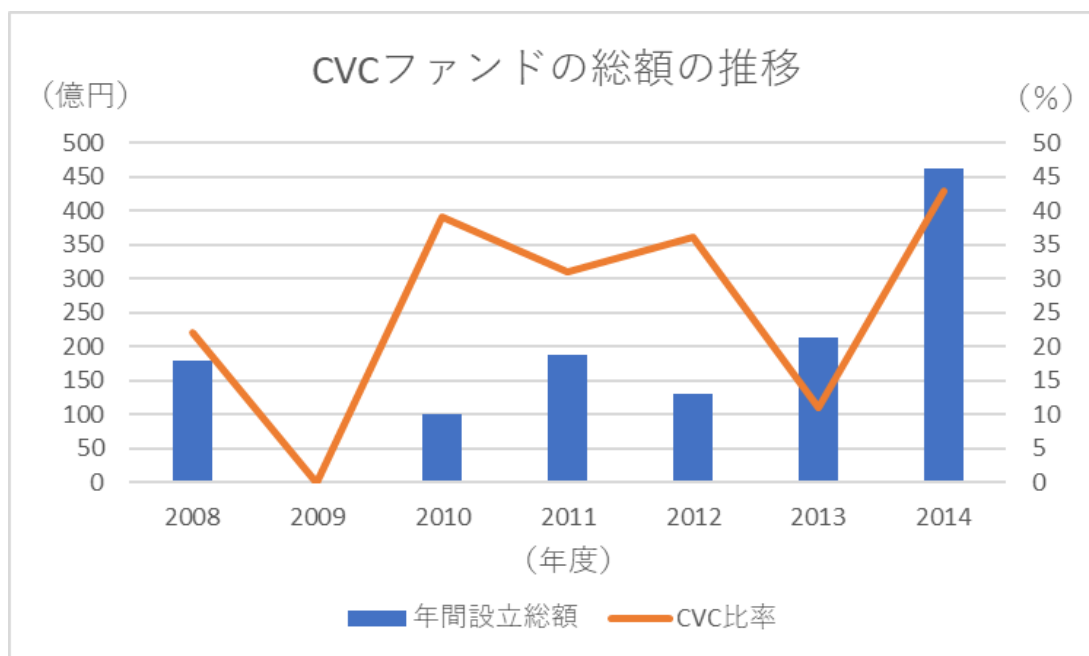
創業期の資金調達における提案において、CVCの促進をあげる。まず、定義から確認していく。CVC（コーポレートベンチャーキャピタル）とは投資会社ではない大企業（以下、「大企業」）が社外のベンチャー企業に対して投資を行う活動のことである。CVCには様々な形態があるが、大企業が資金を拠出してCVCファンドを組成して、自社の投資部門や投資子会社が運用を行う形態が基本である¹¹。VCは、投資先のベンチャー企業が株式上場したり、他者を買収されたりすることによって得られる財務的リターンのみを求めて投資をする。対してCVCは財務的リターンに加え、ベンチャー企業への投資を通じて、事業の相乗効果を実現することによって大企業自身の戦略を達成する、戦略的リターンの獲得も視野に入れて投資を行う。その点で、VCよりも、投資側とされる側の双方にとって有益な制度であると考えられる。しかし、必ずしも投資がベンチャーの技術を獲得することにつながっていないとの意見も投資家からあがっており、この戦略的リターンの質を向上させるためにどうするかが、出資側にとっての課題となる。

CVCが促進されると、ベンチャー企業にとっては、特に資金を必要とする創業期に、安定した資金調達を行うことができるというメリットがある。また、投資側の大手企業にとっても、一から新たな技術を開発する必要がなくなり、余計な費用や手間を省くことができる。また、投資した企業が株式上場や、M&Aなどにより買収されると、さらにキャピタルゲインも得ることができる。

¹¹ 日本総研「コーポレート・ベンチャーキャピタルを通じた大企業とベンチャー企業の連携」

②CVC の現状

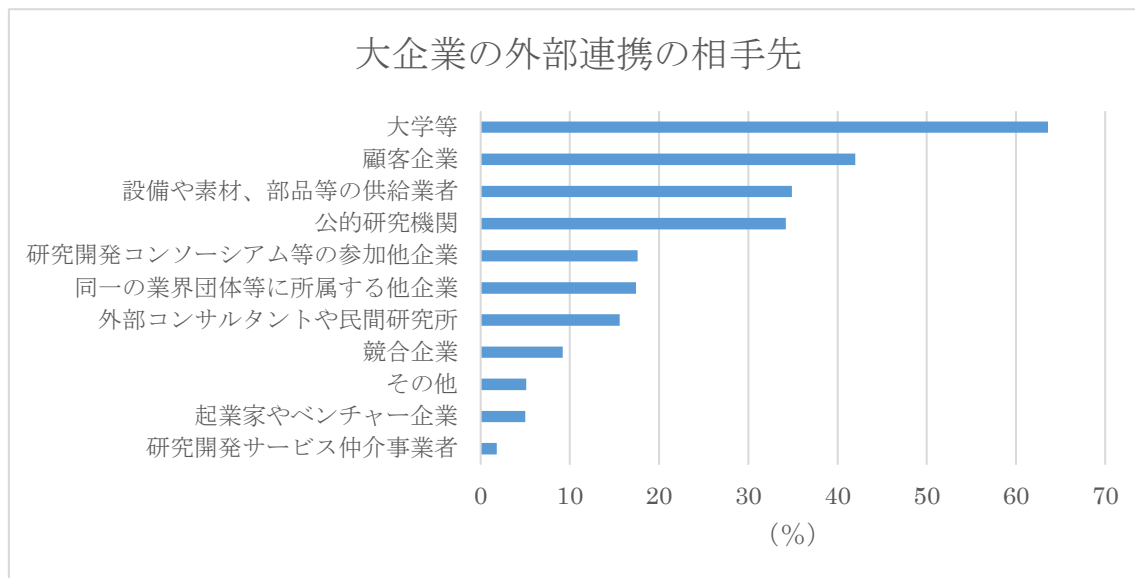
図 10：CVC ファンドの総額の推移



- 5 出典) 経済産業省 (2015)「民間企業のイノベーションを巡る現状」を基に筆者作成。

ここで、CVC の現状について確認しておきたい。図 10 は、2008 年から 2014 年にかけての CVC ファンドの推移を示している。CVC 比率とは、ファンド総額の中の CVC の割合を示している。国内投資対象ベンチャーファンドのうち、事業会社系ファンド (CVC 系) の年間設立総額は近年大きく伸びており、2014 年には総額 463 億円の CVC 系ファンドが設立された。これは同年に設立されたファンド総額の 43%にあたり、CVC 系の活発化が顕著に見られる。しかし、必ずしも投資がベンチャーの技術を獲得することにつながっていないとの指摘もあり、この戦略的リターンの質を向上させるためにどうするかが、出資側にとっての課題となる。

図 11：大企業の外部連携の相手先



出典) 文部科学省科学技術・学術政策研究所 (2012)「民間企業の研究活動に関する調査報告 2012」を基に筆者作成。

5

次に、大企業の外部連携の相手先を見る。図 11 は、大企業の外部連携の相手先を示したグラフである。図 11 を見ると、大企業の外部連携先として、ベンチャー企業が占める割合はかなり低い。つまり、今の日本の現状として、ベンチャー企業と連携をとるといふシステムができていないという問題がある。その背景には、過去のベンチャー投資の失敗体験やベンチャー企業への投資はリスクが高いとの考え方、研究開発の自前主義、長期的・固定的な取引関係などが背景にあるとみられる¹²。一方、ベンチャー企業側も、大企業に対し、技術の一方的な流出や経営の自由度の低下など警戒感があることも、連携を阻害する要因として指摘されている。

15

¹² 日本総研 (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～」より引用。

③ 提言

以上の課題を踏まえた上で、CVC を成功させるために、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に力を入れ、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することが必要である。なお、
5 現状、わが国における CVC への取り組みはネット系や通信・放送系の事業会社を中心であるが、CVC を通じた外部資源の活用によるイノベーションの促進は、業種によらず、大企業全体で取り組むことが重要である。

具体的には、KDDI が発表した「パートナー連合プログラム」のような、投資側企業と投資される側企業の協業を促進できるような取り組みをすることを
10 金融機関が開催することを提案する。「パートナー連合」は、KDDI ∞ Labo の主旨に賛同する多種多様な企業のアセットやノウハウを結集し、スタートアップ企業との事業共創を推進する構想¹³である。ここには、オフィススペースや、
5G 実証実験環境などが整備されており、パートナー連合・メンターとの事業共創に向けたディスカッション、実証実験、事業提携・業務資本提携を行うこと
15 ができる。このような制度により、まず出会いの場を提供することができ、協働する企業数が増加する。また、実験やディスカッションをすることにより、企業同士のミスマッチを防ぐことができる。それにより、投資側にとっても、本当に有益で、利益があがると判断した企業に投資をすることができる。

実際、米国でも、金融機関がスタートアップ企業を支援している例が存在す
20 る。米国では、四大銀行の一つである Wells Fargo（ウェールズ・ファーゴ）は、スタートアップ支援プログラムである「Wells Fargo Startup Accelerator」にいち早く取り組んでいる。同プログラムは、エンタープライズ（企業向け）テクノロジーのスタートアップに 5 万～50 万ドルを出資し、スタートアップの顧客開拓などを Wells Fargo が支援するというものである。

25 このように、ビジネスの改革・発展に向け、多様な業種の企業が、ベンチャー企業とのパートナーシップの構築を進めることが必要である。

¹³KDDI Ventures Program より引用。

2.2 クラウドファンディングと ICO

①クラウドファンディング、ICO の定義

まず、クラウドファンディングの定義について確認していく。クラウドファンディングとは、一般的にはインターネットを使って不特定多数の人から資金を集める手法のことである。「クラウドファンディング・プラットフォーム」と呼ばれる、資金を求めるプロジェクトや企業が複数並べられている専用の WEB サイトを通じて行われている。クラウドファンディング・プラットフォームは、「非投資型」と「投資型」に分類され、さらに非投資型は「寄付型」、「購入型」に分類され、投資型は「貸付型」、「ファンド型」「株式型」に分類される。この中でも、株式投資型クラウドファンディングと呼ばれるものが注目されている。

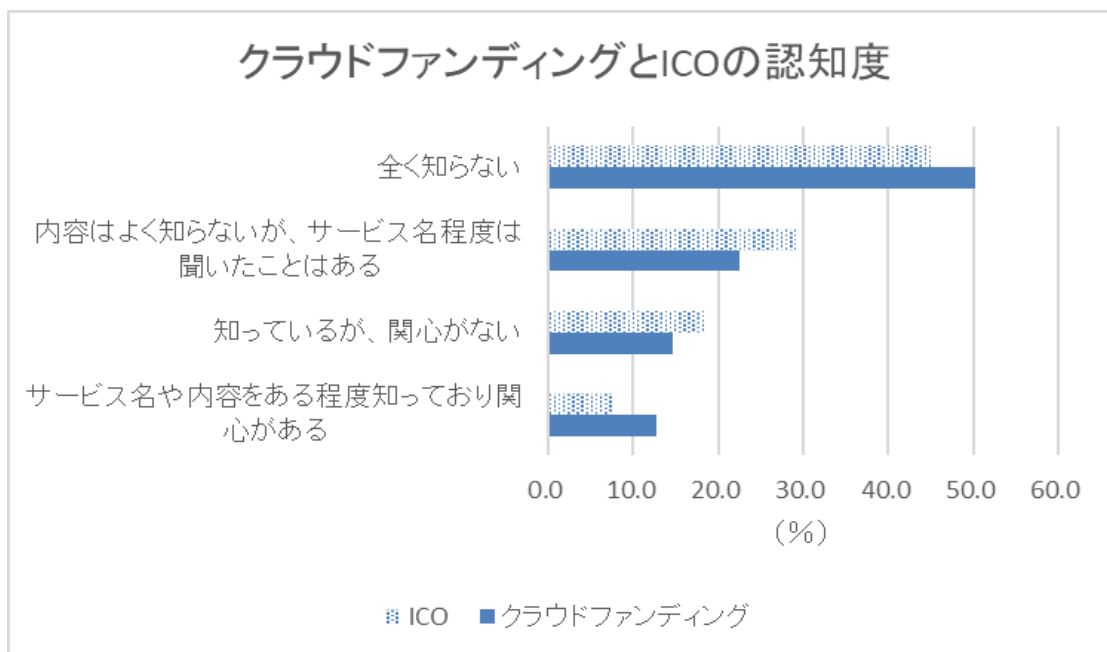
まず、投資型とは、資金提供者が資金提供をし、資金調達者が成功した場合は配当を受け取る型である。つまり、株式投資型クラウドファンディングとは、非上場株式の発行により、インターネットを通じて多くの人から少額ずつ資金を集める仕組みのことを指す。従来の投資と比べて少額で参加できることが特徴で、投資家が納得しさえすればリスクの高い事業への投資もできる点で、企業にとっても魅力的なものである。一方、金銭的な配当を行うことが必要条件であるため、慈善事業はもちろん、ビジネス目的であっても収益性が低い場合や不確実性が大きい場合には、利用しづらい。また、クラウドファンディングの運営会社によるプロジェクトの精査もあり、購入型や寄付型のクラウドファンディングに比べると、利用のハードルが高いとされている。

次に、ICO の定義について述べていく。ICO（イニシャル・コイン・オファリング）とは、企業が「トークン」と呼ばれる独自の暗号通貨を発行し、これを投資家に買ってもらうことで資金調達をすることをいう。証券会社や取引所の審査を経る必要がなくスピーディーに多額の資金を調達することができるため、主にスタートアップ企業に多く取り入れられている。「トークン」は、円やドルなどではなく、イーサリアムやビットコインなどの仮想通貨で購入され、ICO 企業は、トークンの発行と引き換えに手にした仮想通貨を、交換所で円などに換金することで資金調達をすることができる。ICO は短期間でスピーディーに、世界中からたくさんの資金を調達できることが期待されるが、一方、元本割れするリスクも同じだけ存在する。また、新しい資金調達方法であるため、

まだ普及しておらず、トークンを購入してもらえないリスクも伴う¹⁴。

②クラウドファンディング、ICOの現状

5 図 12：クラウドファンディングとICOの日本における認知度



出典) 総務省「IoT時代における新たなICTへの各国ユーザーの意識の分析等に関する調査研究」(平成28年)を基に筆者作成。

10 図12は、クラウドファンディングとICOの日本における認知度を比較したグラフである。図によると、クラウドファンディングとICOについて、全く知らないと答えた人は、全体の約50%を占めている。また、関心がある人に至っては、10%程度にしか満たない。このことから、日本では、あまり普及していないことが推測できる。

15 よって、ITを活用した資金調達の課題として、新しく表れた資金調達方法であることから、普及していないことがあげられる。また、投資側からすれば、

¹⁴ トップコート国際法律事務所(2018)「ICOとは?IPO・クラウドファンディングとの違いを弁護士が解説」より参照。

リスクの高い投資になるため、企業側が、いかに魅力的な提案をし、投資家を取り込むことができるか、という課題もあげられる。

以上を踏まえた上で、株式投資型クラウドファンディングや、ICO を利用するにおいて、企業側は、プレゼンテーション能力の向上が必要であると考ええる。

- 5 投資型クラウドファンディングは、金銭的な配当を求めて融資するため、どれだけ企業の提案が魅力的か、現実性があるかが重要視される。そのため、クラウドファンディングを利用する企業に向けたセミナーを開催することを提案する。実際、日本政策金融公庫のデータによると、起業にあたり、セミナーを受けた経営者の数は、約 4 割程度である。ここに、伸び代があると考ええる。しっ
- 10 かりと教育を受け、経営者となることで、特に資金調達が困難な時期において、IT を活用した資金調達が効果的に利用できるのではないかと考える。さらに、インターネットで比較的簡単に出資を募ることができる分、しっかりと教育を受けることで、計画性のない、つまりリスクの高い案件を少しでも減らすことができる。そして、成長した企業が、将来投資家となることで、普及率も上がるのではないかと考える。
- 15

2.3 ハンズオン型の投資

- また、創業期におけるハンズオン型投資として、「インキュベーター」と「アクセラレーター」を紹介したい。ハンズオン型投資とは、起業家達に深く関与する、「経営参加型」の投資である。
- 20

- インキュベーターとは、起業まもないベンチャー企業やスタートアップに対し、起業と成長を支援する団体のことを指す。インキュベーターは、起業段階の企業を対象に、資金の援助のみならず、作業スペースの提供や事務・経理といった経営指導など多岐に渡ってサポートを行っている。アクセラレーターとは異なり、特に期間は設けておらず、より良いサービスが生まれる為に環境を整えることを重視している。VC は、成長が見込めるスタートアップを探し出し資金援助を行うが、インキュベーターは良いスタートアップを自分たちで育て、経験不足な起業家が失敗しないよう、成功への手助けを行う。それにより、将来収益の見込まれる企業が、起業段階で失敗する確率を下げ、成功率を上げようという狙いがある。
- 25
- 30

一方、アクセラレーターとは、既にある企業の事業を爆発的に成長・加速させるために必要な資金投資やサポートをする働きのことを指す。インキュベーターと行っていることに大差はないが、アクセラレーターはビジネスの拡大を焦点に当てているため、インキュベーターが起業段階の企業を支援するのに対し、成長し始めたばかりの企業に対して行う支援である。アクセラレーターは短期的なスケジュールプログラムを設け、選考を通過したスタートアップに対して資金や環境を用意したり、事業のノウハウを指導することでビジネスを短期的に拡大することを目指している点で、期限を設けていないインキュベーターとは異なる。また、アクセラレーターは投資家としては、VCと比較すると投資額が少額であるため、投資目的というよりは、起業家達の成長を積極的にサポートすることに力を入れていることも、特徴の一つである。

上記のような制度は、創業期のベンチャー企業の資金調達の問題を解決するだけでなく、経営支援まで行うことができるため、結果的にレーター期までの資金調達を円滑化することにつながる。

課題として、採用枠が狭すぎることがあげられる。これは、公的機関が行うことで解決できる可能性がある。両制度は、創業期の収益性が低い企業を対象にしているため、民間企業からすれば、リスクの高い制度である。だからこそ、公的機関が制度として確立することにより、今よりも多い企業にアプローチができると考える。そのためには、現在インキュベーター、アクセラレーターとして活躍している企業との協調が必要であると考え。実際、自治体でも導入されている例もあり、東京では、革新的なビジネスを生み出していくため、世界で通用する起業家を育成するためのビジネスコンテスト「TOKYO STARTUP GATEWAY」が実施されている。その注目度は高く、3年間トータルの応募者は2000名ほどになり、国内では最大規模のコンテストとなっている。民間企業と自治体が協力して行うことで、より大規模な事業を展開することができ、推進につながると考える。

終わりに

経済が活性化され、経済停滞から回復の兆しを見せた日本がさらなる発展を持続的に維持していくためには、日本の経済発展において重要な役割を担う中小企業、ベンチャー企業の更なる成長が必要不可欠である。

- 5 本稿では、資金調達の方法について述べた後、中小企業、ベンチャー企業に分けて、資金調達における現状と課題を明らかにしてきた。その結果、中小企業は、間接金融に依存しているのが現状であることが分かった。その間接金融において問題となるのは、貸し手における規模の経済、情報の非対称性、担保問題、個人保証の問題の4つである。また、ベンチャー企業の資金調達の課題
- 10 としては、成長段階に応じた資金供給体制の再構築の必要性、成長初期段階の投資の促進の2つがあげられる。

- これらの課題を踏まえて、私たちは望ましい資金調達のあり方、ならびに実現に向けた方策として、中小企業に対しては、「日本政策金融公庫との協調融資」、ベンチャー企業に対しては、「CVC」「ITを活用した資金調達」「ハンズオン型投資」を提案した。
- 15

- 「日本政策金融公庫との協調融資」は、政府系金融機関と民間金融機関との信頼関係の構築により実現するものである。この方法では多額の融資を受けられるため、より審査に時間がかかるので、密なコミュニケーションが重要となるが、このために情報の共有を行うことで、企業の情報共有の円滑化により資金調達の円滑化にも繋がる。
- 20

- 「CVC」は、財務的リターンに加え、ベンチャー企業への投資を通じて、事業の相乗効果を実現することによって大企業自身の戦略を達成する、戦略的リターンの獲得も視野に入れて投資を行う。この方策は、企業にとって、特に資金を必要とする創業期に、安定した資金調達を行うことができるというメリット
- 25 と、投資側の大手企業にとっても、一から新たな技術を開発する必要がなくなり、余計な費用や手間を省くことができるというメリットがあるため、最も現実的であると考えられる。

- 「ITを活用した資金調達」は、主に中小企業・小規模事業者、起業して間もない企業にとって有効な資金調達だと考えられる。また、方法によっては資金
- 30 調達希望者と出資者が直接的なつながりを持つことが可能であることも魅力で

ある。

「ハンズオン型投資」は、創業期における資金調達を充足させるだけでなく、経営指導などにより、その後の企業の成長を促せるという点で、効率的な制度であるといえる。

- 5 日本経済を牽引する中小・ベンチャー企業の資金調達環境が改善することにより、生産性が向上し、多くの利益を生むことにつながる。そうして企業が成長する環境を整えることにより、経済が活性化されることで、日本に活気をもたらすだろう。

10

参考文献

<書籍>

- ・金 炫成 (2013) 『日本と韓国のベンチャー企業：政策と資金調達』 青山社
- ・佐藤公亮 (2012) 『この一冊ですべてわかる ファイナンスの基本』
15 日本実業出版社
- ・住谷宏 (2006) 『リレーションシップバンキング政策の問題点』 経営論集 67号 pp.35-61
- ・中島真志 (2015) 『入門 企業金融論：基礎から学ぶ資金調達の仕組み』 東洋経済新報社
- 20 ・みずほ総合研究所 (株) (2015) 「中小企業の資金調達に関する調査」
- ・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：ベンチャービジネスに関する年次報告』
- ・アンドリュー・ロマンス【著】、増島雅和・松本守祥【監訳】 (2017) 『CVC コーポレートベンチャーキャピタル：Corporate Venture Capital』
25 イヤモンド社

<インターネット>

- ・青木義則 (2018) 「CVC 実態調査 2017」
<<https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership/2018/assets/pdf/tmt-cvc.pdf>>2018年10月23日アクセス

- ・池尾和人（2002）「公的金融の在り方」
 <<http://www.esri.go.jp/jp/workshop/forum/020611/kicho81.pdf>>2018 年
 10 月 23 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（2016）「ベンチャー白書
 2016：ベンチャービジネスに関する年次報告」
 <[http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-
 content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2016_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_09.pdf)>2018 年 10 月 23 日アク
 セス
- 10 ・上原啓一（2007）『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～』
 <[http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnum
 ber/h19pdf/20073801.pdf](http://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf)>2018 年 10 月 22 日アクセス
- 15 ・奥谷貴彦（2012）「ベンチャー企業の資金調達」大和総研
 <[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-
 mkt/securities/12030201capital-mkt.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12030201capital-mkt.pdf)>2018 年 10 月 23 日アクセス
- ・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」
 <http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf>2018 年 10 月
 23 日アクセス
- 20 ・金融調査研究会（2009）「公的金融の現代的役割」
 <https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news210302_1.pdf>20
 18 年 10 月 23 日アクセス
- 25 ・工藤公認会計士税理士事務所「創業融資の自己資金について」
 <<https://www.kaigyousougyou.com/article/13320711.html>>2018 年 10 月 22
 日アクセス
- ・経済産業省（2015）「民間企業のイノベーションを巡る現状」
 <[http://www.meti.go.jp/committee/sankoushin/sangyougijutsu/kenkyu_ka
 ihatsu_innovation/pdf/001s0100.pdf](http://www.meti.go.jp/committee/sankoushin/sangyougijutsu/kenkyu_kaihatsu_innovation/pdf/001s0100.pdf)>2018 年 10 月 22 日アクセス
- 30 ・公益社団法人日本経済研究センター（2010）「企業社会に向けての金融の課題
 ―エンジェル税制の大幅改正を一」

- <https://www.jcer.or.jp/report/research_paper/pdf/101117.pdf>2018 年
10 月 23 日アクセス
- ・ 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～創業を中心として～」
- 5 <https://www.mof.go.jp/financial_system/councils/ikenkokankai/shiryoku02.pdf>2018 年 10 月 22 日アクセス
- ・ 資金調達のプロ「私募債とは？少人数私募債で資金調達するメリット・デメリットまとめ」<<https://shikin-pro.com/guide/7093#i-4>>2018 年 10 月 23
日アクセス
- 10 ・ 信金中央金庫（2003）「中小企業金融とリレーションシップバンキングー欧米
主要国の事例との比較ー」金融調査情報（15-3 号）
<<http://www.scbri.jp/PDFkinyuchousa/scb79h15d3.pdf>>2018 年 10 月 23 日
アクセス
- ・ 大和総研（2018）「6 月日銀短観から読み解く企業の資金繰り 業況感は悪化
15 するも、企業金融関連 DI は高水準を維持」
<[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-
mkt/securities/20180706_020188.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180706_020188.pdf)>2018 年 10 月 22 日アクセス
- ・ 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 第 26 号
- 20 <https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/ronbun1502_01.pdf>2018 年 10 月
23 日アクセス
- ・ 丹野光明（2018）「ベンチャーファイナンスの現状と課題ー研究開発型ベンチ
ャーを中心にー」
<https://jww.iss.u-tokyo.ac.jp/jss/pdf/jss6403_173196.pdf>2018 年 10
25 月 23 日アクセス
- ・ 中小企業庁（2005）「中小企業白書 2005 年版」
<<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/index.html>
>
- ・ 中小企業庁 事業環境部 財務課（2010）「我が国の中小企業の実態」
- 30 <<http://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/kaikei/download/10021>

5hs4.pdf>2018年10月23日アクセス

- ・「中小企業白書」(2016)「中小企業の成長を支える金融」

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf>2018年10月23日アクセス

- 5
- ・トップコート国際法律事務所(2018)「ICOとは?IPO・クラウドファンディングとの違いを弁護士が解説」より参照。

<http://topcourt-law.com/virtual_currency/ico-ipo-crowdfunding>

- ・日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

- ・日本政策金融公庫総合研究所(2017)「2017年度新規開業実態調査～アンケート結果の概要～」

10

<https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/topics_171225_1.pdf>2018年10月25日アクセス

- ・日本総研(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～」

15

<<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7667.pdf>>2018年10月23日アクセス

- ・日本総研(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～」

<<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/7667.pdf>>

20

df>2018年10月23日アクセス

- ・野村証券「証券用語解説集」

<<https://www.nomura.co.jp/terms/>>2018年10月25日アクセス

- ・みずほ総研論集1号(2005)「クレジット・スコアリングの現状と定着に向けた課題～邦銀アンケート調査と米国での経験を踏まえて～」

25

<[https://www.mizuho-](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron0501-2.pdf)

[ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron0501-2.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron0501-2.pdf)>2018年10月23日アクセス

- ・みずほ総研論集(2007)「中堅・中小企業向けトランザクション型貸出の決定要因～企業属性に応じた一考察～」5号

30

<[https://www.mizuho-](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron0710-3.pdf)

[ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron0710-3.pdf](https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron0710-3.pdf)>2018年10

月 23 日アクセス

- 三井住友銀行 HP

<<http://www.smbc.co.jp/hojin/financing/privbond.html>>2018 年 10 月
25 日アクセス

- 5
- 米良はるか・稲蔭正彦 (2011)「クラウドファンディング：ウェブ上の新しい
コミュニティの形」人口知能学会誌 26 巻 4 号

<<http://ymatsuo.com/papers/jsaillcrowdfunding.pdf>>2018 年 10 月 23 日ア
クセス

- 10
- 文部科学省科学技術・学術政策研究所 (2012)「民間企業の研究活動に関する
調査報告 2012」

<[http://www.nistep.go.jp/research/rd-and-innovation/surveys-on-rd-
activities-by-private-corporations](http://www.nistep.go.jp/research/rd-and-innovation/surveys-on-rd-activities-by-private-corporations)>2018 年 10 月 26 日アクセス

- KDDI Ventures Program HP

<<http://www.kddi.com/ventures/mugenlabo/about/>>2018 年 10 月 22 日ア
クセス

15