

5

平成28年度 証券ゼミナール大会

第5テーマ Dブロック

10

「日本のベンチャー企業における  
資金調達について」

15

明治大学 坂本ゼミナール  
田中班

20

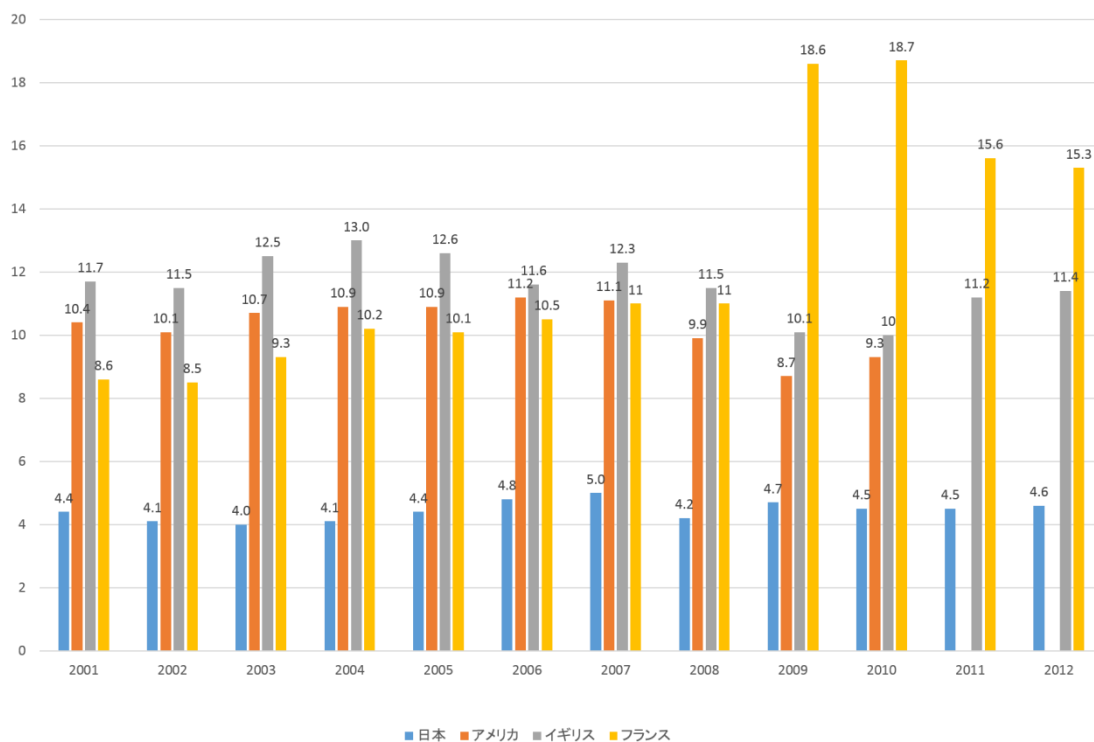
## 【目次】

	序章 .....	<u>p 3</u>
5	第 1 章 ベンチャー企業について .....	<u>p 4</u>
	第 2 章 ベンチャー企業を取り巻く環境の変化 .....	<u>p 5</u>
10	第 3 章 ベンチャー資金調達の現状・課題 .....	<u>p 7</u>
	3 - 1 成長段階別資金調達の違いについて	
	3 - 2 直接金融	
	3 - 3 間接金融	
	3 - 4 公的金融	
15	第 4 章 ベンチャー資金調達における課題に対する提言 .....	<u>p 26</u>
	4 - 1 間接金融（銀行融資）に関する提言	
	4 - 2 ベンチャーキャピタルに関する提言	
	4 - 3 エンジェル投資に関する提言	
20	第 5 章 公的支援の在り方 .....	<u>p 30</u>
	終章 .....	<u>p32</u>
25		

## 序章

今日、第二次安倍晋三内閣の発足や 2020 年開催予定の東京オリンピックで日本の経済成長がますます高まるなか、日本企業の約 9 割を占める中小、ベンチャー企業の成長が鍵となるであろう。経済の成長を図るためには、イノベーションや新たな雇用を生み出すベンチャー企業の創出、発展が必要不可欠である。

以下のグラフは、日本と欧米諸国の開業率を表したものである。



### 10 2016 年坂本ゼミ作成

日本の開業率はベンチャー大国アメリカや欧州と比較して、5%弱と伸び悩んでいるのは明らかである。開業した事業所による雇用増加や生産性改善効果は大きく、開業した事業所が産業で担う役割は大きい。開業の促進は産業政策を考慮するうえで重要なことである。事業所の開業は起業によって支えられており、起業の促進によって日本の開業率を上昇させることが必要である。しかし起業する際には、人材確保はもちろん、資金調達も問題となっている。そこで、本論文は、現在の金融環境の現状と変化を踏まえつつ、ベンチャー企業の資金調達の現状を考察し、「エンジェル投資」「クラウドファンディング」「ベンチャ

一キャピタル」「銀行融資」を中心に、課題に対する解決策について検討していく。

## 第1章 ベンチャー企業について

5

### ベンチャー企業の定義と存在意義

まず、本論におけるベンチャー企業の定義を確認する。ベンチャー企業は法律などによる明確な基準などは定められておらず、明確に定義することはできない。様々な専門家や起業家が独自の解釈によってベンチャー企業を定義づけているが、本論においては認識の乖離を避けるためにベンチャー企業の定義を「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」（証券研究学生連盟 2016）とする。

次に、ベンチャー企業の存在意義について述べる。ベンチャー企業の大部分は企業の範囲として中小企業に分類されるわけであるが、一般的な中小企業と大きく違う点は「革新性」「時間軸」「成長性」の3点である。ベンチャー企業の有する製品には独自のアイデアや技術が用いられ、参入する分野においてイノベーションを起こし、まさしく世の中に革新をもたらすのだ。また、イノベーションを起こし、浸透させるためには成長が不可欠であり、成長のための投資は厭わない。そのため、一般の中小企業に比べベンチャー企業の成長性が高く、企業体に流れる時間も早いのである。さらに、ベンチャー企業の存在意義としては、一般に「雇用の創出」と「イノベーションの創出」の2点が挙げられるが、我々は、ベンチャー企業の存在意義として、イノベーションの創出という面が大きいと考える。ビジネスをゼロからスタートさせることはハイリスクではあるが、現在のグローバル競争下の日本経済の中で、グローバル競争に後れを取らず、経済発展を成し遂げていくためには、革新的な事業を生み出すことは不可欠である。既存の成熟企業は不採算部門を切り捨て保守的に事業を行う傾向があるため、革新的な新事業が生まれにくい。すなわちベンチャー企業を活性化することは、大企業と競争するわけではなく、大手企業が参入しないニッチな産業について独自のアイデアや技術を用いることによって、マイナー分野でのイノベーションが起これば、結果的に大手企業もその分野でビジネ

スを行うときにコスト削減や効率性を追求することができ、経済全体に恩恵をもたらすことができるのである。

## 5 第2章 ベンチャー企業を取り巻く環境の変化

今日、ベンチャー企業を取り巻く環境は大きく変化している。本章では、ベンチャー企業を取り巻く環境の変化やベンチャー企業の生み出す新産業について述べていき、近年の日本におけるベンチャー企業の重要性を確認していく。

### 10 マイナス金利

2016年1月に日本銀行により、マイナス金利政策が導入された。マイナス金利導入の目的は、金融機関の貸出を増やし、企業の設備投資を促し資金の循環を作り出すことであったが、現状では貸出金利が下がっただけで、貸出は増えていない。しかし、金融機関間では低金地競争を勝ち抜くため競争が起こり始めており、顧客本位のサービス充実によって企業への貸出を増やそうと奔走している。そのため、中小企業やベンチャー企業にとって金融機関からの融資は受けやすい状況にあるといえる。

### ICTベンチャー

20 クラウドサービスやスマートフォンの浸透など、ICTの最新トレンドの動向を背景に、近年ICT業界を中心としたベンチャーの活性化が進みつつある。例えば、クラウド環境が身近に利用できるようになったことで、アプリケーション開発や提供のハードルは大きく下がったことがあげられる。また、ネットビジネスにおいては、これまでの通信事業者によるプラットフォーム配信からスマートフォンアプリ中心のマーケットにシフトしたことで、個人や小規模な企業でもアプリの世界市場へ提供可能になるなど事業化へのハードルが低下し、世界的に展開するアプリを生み出すことも夢ではなくなったといえる。このような環境変化を背景に、若手起業家においては、ICT関連分野、ICTを活用したサービス業等において、活発な起業の動きが定着してきたと評価されている。

30

## X-Tech

- 既存産業にデジタルや ICT が組み合わせることによって生まれる新産業を指す。例として金融×IT の FinTech、医療×IT の MedTech、教育×EdTech、農業×IT の AgriTech などが挙げられる。近年は、既存プレイヤーに限らず、
- 5 既存産業に知識のない新興 IT 企業参入する例も多く見られる。これらの産業を担う企業はまさしくベンチャー企業であり、今後も様々な既存産業に ICT を組み合わせ新産業が生まれることが予測され、これらの一起業への期待が高まっている。

## 10 I o T (Internet of Things)

- I o Tとは、身の回りのあらゆるモノがインターネットに繋がれることで、生活と Web との融合がより強くなるという概念である。スマートフォンには多くのセンサーが組み込まれているが、今後はスマートフォンに限らずあらゆるモノにセンサーが搭載されていくことが予想されている。さらに、I o Tの発展
- 15 は既存産業にもイノベーションを起こし始めており、今後 I o Tベンチャーは様々な業界に参入していくと考えられる。

## オープンイノベーション

- オープンイノベーションとは、企業内部と外部の力やアイデアを組み合わせ
- 20 て新しい価値を生み出す考え方である。近年では、ベンチャー企業と大企業が協力し新製品を生み出す動きや大学の研究機関とベンチャー企業が協力する産学連携ムーブメントが起きている。

## 人工知能産業 (AI)

- 25 最近「人工知能 (A I)」というキーワードが頻繁にニュースなどで出てくるようになった。Facebook 社が 2013 年末に人工知能研究所を設立したり、中国の検索大手 Baidu も約 3 億ドルを投じて、シリコンバレーに人工知能研究所を開設するなど、人工知能産業は世界で大きな注目を浴びている。日本でも Sony や日立、東芝等が積極的に開発を進めているがまだ一般的ではない。世界的に
- 30 有望産業である人工知能に目を向け、文部科学省は人工知能 (AI) の研究開発

に、今後 10 年間で 100020 億円を投じる方針である。この産業にベンチャー企業が参入するためには、多額の資金調達や強固な研究体制が必要となるため、ロボット産業と同様に大企業や公的機関との連携が重要となってくるだろう。

5

### 第 3 章 ベンチャー資金調達方策の現状・課題

本章では、3-1 にてベンチャー企業の各成長段階に応じた資金調達の違いについて整理し、3-2 で成長段階別にベンチャー企業が置かれている状況を確認した後、3-3 から 3-5 で各資金調達手段について現状とその問題点について述べていく。

10

#### 3-1 各成長段階に応じた資金調達手法の違いについて

ベンチャー企業の資金調達は企業の成長段階によって様々な資金調達手法が考えられる。ベンチャー企業の成長段階は以下の 5 段階に分類することができる。第 1 段階は創業期（シード・スタートアップステージ）。第 2 段階は事業化（アーリーステージ）。第 3 段階は成長期（ミドルおよびエキスパンションステージ）。第 4 段階は衰退期（レターステージ）。第 5 段階はイグジット（株式公開または M&A）である。成長ステージの定義は、評価基準が母体によって異なる場合もあるが、本論では、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンターの「ベンチャー白書」による定義を本論における定義として用いる。定義は以下の図表 1 の通りである。

15

20

図表 1 ベンチャー成長ステージの定義

ステージ	定義
シード	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び研究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、製造及び販売活動に向けた企業
エキスパンシ	生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加し

ヨン	つつある企業
レーター	持続的なキャッシュフローがあり、IPO直前の企業等

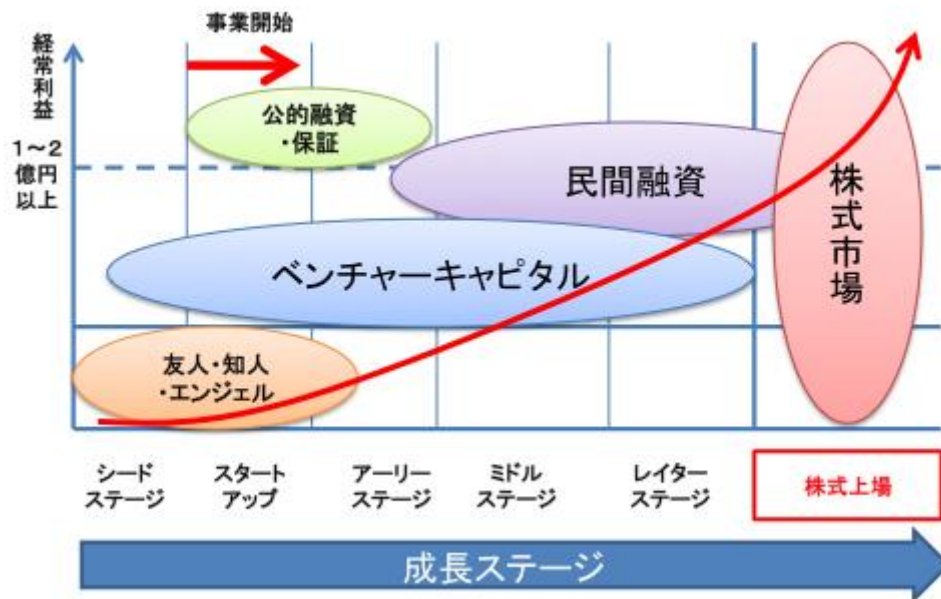
出所) VEC 「ベンチャー白書 2016」

ベンチャー企業の成長段階別の主な資金調達手法は、図表2の通りである。

ベンチャー企業の資金調達は、ベンチャー企業の成長段階と資金調達規模に応じて適格な資金調達手段を模索していかなければならない。シーズ・アーリーステージのリスクの高い状況では公的な資金の入った公的ファンドが適する状況となり、ある程度のビジネスモデルが確立して収益が上がるようになると民間VCの活用が企業の成長を加速する。ベンチャー企業が成長して経営が安定し倒産等のリスクが低くなってくると、公的金融機関の制度融資や民間融資により資金供給が有効なファイナンス手段となる。さらに、ベンチャー企業のステージシフトは一般の中小企業に比べスピードが速い。そのため、継続的に資金調達を成し遂げていかねばならず、どこかの段階で資金調達が滞ってしまうと、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。成長の計画が不十分なものであれば資金の回収にも不安が生じ、金融機関や投資家にとって融資や投資の継続が難しくなる。各成長段階の資金調達手段のうち、十分に供給されていないものがあると、それはベンチャーファイナンス全体が機能しなくなる可能性を意味するのである。

図表2 ベンチャー企業の成長段階別の主な資金調達手法





出所) 信金キャピタル株式会社 HP

### 3-2 成長段階別のベンチャー企業の状況

- 5 次に、先程本論におけるベンチャー企業の成長段階の定義について記したが、成長段階別にベンチャー企業の置かれている一般的な事業の状況と資金調達状況について確認していく。

創業期（シード・スタートアップステージ）

- 10 設立準備段階を含め、事業が軌道に乗るまでの期間である。ビジネスモデルやコンセプトを固めている段階、および研究開発に取り組んでいる段階であり、ビジネスモデルが実現可能なのかを調査する市場調査費や研究開発費が必要である。また、次の事業家段階において事業を営む上での運転資金や設備投資金が必要となる。また、研究開発型のベンチャーならば特許権の取得費用やライセンス料などが必要な場合もある。創業期の資金調達手法としては、企業の収益上の赤字は勿論のこと、まだ実績もなく信用力が乏しい。従って、資金調達は直接金融に頼ることとなる。主な資金調達手段としては、自己資金（スイートマネー）やエンジェル投資、クラウドファンディング、ベンチャーキャピタル、国や地方公共団体の補助金、制度金融が挙げられる。
- 15

### 事業化（アーリーステージ）

本格的に事業を行う段階である。事業を開始したばかりの時期で事業運営も安定しておらず、商品開発や人材開発等に資金が十分に回らず資金繰りが厳しい。さらに、資金需要が多いにもかかわらず、利益水準は低く、社歴も浅いため、金融機関からの信頼があまりなく、融資が難しい時期である。そのため、創業期（シード・スタートアップステージ）同様、直接金融に頼ることとなる。「アーリー」では資金需要規模が大きく、多額な資金が必要となる。そのため、ベンチャーキャピタルのような規模の大きい資金調達先を要する。しかし、VCからの出資は株式公開が前提となる場合が多いため、公開する意思がなければVCからの出資は原則困難である。

### 成長期（エキスパンションステージ）

事業が軌道に乗り、売上げが成長し始める時期。この時期には、売上高が損益分岐点を超え、単年度損益も黒字となる。一方で、売上高の急増による運転資金の増加や設備投資が必要となり、資金需要は旺盛となる。資金調達の状況としては、事業の将来性を評価しやすくなっているため、この時期から間接金融を利用できる可能性が高く、資金調達はシーズ・アーリーステージに比べて円滑にすすむ。

### 衰退期（レーターステージ）

累積損失も解消され、フリーキャッシュフローも黒字となっている。この段階では、民間金融機関からの融資条件も以前に比べて有利となっており、資金調達においてのリスクは少ない。レーターでは Exit(IPO または M&A)直前の状況であり、出口戦略について検討しなければならない。資金需要としては、運転資金に加え、第二創業のための準備資金等がある。

## 3-3 直接金融（エクイティファイナンス）

直接金融とは企業が投資家から直接、資金調達を行う手段であり、不特定多

数の投資家による出資によって成り立つ金融である。直接金融の場合、投資家は配当や利子などの見返りを求めるため、企業にはより正確な情報開示が求められる。したがって、投資家にとって有益であると認められる企業でなければ直接金融による調達は難しい。直接金融の一般的な資金調達手法として「スイートマネー」「エンジェル投資」「クラウドファンディング」「ベンチャーキャピタル」が挙げられる。

### 3-3-1 自己資金（スイートマネー）

自己資金は 3F(Founder, Family, Friends)とも呼ばれる、起業家や配偶者、親族、知人からの借入金や出資金である。創業段階においては、金融機関などと比較すると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。

### 3-3-2 エンジェル投資

エンジェルとは、シード段階に、創業間もないベンチャー企業に対して、資金の提供と事業の支援を行う「個人投資家」のことである。ベンチャー企業が資本を募るときに、3Fやベンチャーキャピタル以外で、出資に応じてくれる個人投資家を指す。ベンチャーキャピタルが企業であり、投資事業組合が投資ファンドであるのに対し、エンジェルは個人投資家である点が大きく異なる。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。

図表3 エンジェル投資 日米比較

	日本	アメリカ	米/日
投資家数	1万人	23万4000人	23.4倍
平均投資額/件	100万~300万円	5000万円	16~50倍
年間投資総額	200億円	2.5兆円	125倍

出所) エンジェル投資総合研究所(2015) より筆者作成

図表 3 はエンジェル投資の日米比較を表している。エンジェル投資家の数は約 1 万人であり、アメリカの約 23 万人のわずか 4% 程度である。またエンジェル投資家による投資案件 1 件あたりの平均投資額(年間)は日本が 100~300 万円とアメリカの同 5000 万円程度の 2~6% に過ぎない。一般的に、事業化段階のベンチャー企業は 100~300 万円では不十分であり、数千万円の資金が必要である。日本のエンジェル投資家の年間投資総額を見ると、200 億円とアメリカのエンジェル投資家の同 2.5 兆円のわずか 8% 程度に留まっている。このように、わが国のエンジェル投資家は、ベンチャー企業への資金提供や育成支援をアメリカのようには大きな役割を果たせていない現状にある。今後日本のベンチャー企業のさらなる成長や起業家を支えていくにはエンジェル投資家の存在は不可欠であり、エンジェル投資・エンジェル支援をより拡充することができれば、小さなベンチャービジネスでも優良なシーズとして世に送り出すことができ、日本のベンチャーエコシステムの根幹を創ることができるはずである。従って、我々は第 4 章において「エンジェル投資拡充」に向けた提言を行う。

## 20 エンジェル税制

エンジェル税制とは、エンジェルにベンチャー企業への投資を促進させるために、ベンチャー企業に投資を行ったエンジェルに対して税制上の優遇措置を行う制度である。優遇措置は大きく分けて 2 つあり、エンジェル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優遇措置を受けられる。エン

ジェル税制のメリットはベンチャー企業とエンジェルの双方にある制度であり、ベンチャー企業側のメリットは、金融機関からの資金調達が難しいシード・アーリー段階に投資を受けやすくなることが挙げられる。

5 図表4 エンジェル税制の優遇措置

優遇措置A		優遇措置B	
<p>(対象企業への投資額-2,000円)を、その年の総所得金額から控除</p> <p>※控除対象となる投資額の上限は、総所得金額×40%と1,000万円のいずれか低い方</p>		<p>対象企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益から控除</p> <p>※控除対象となる投資額の上限なし</p>	
<p><b>優遇措置Aの対象となる企業</b></p> <p><b>I. 創業(設立)3年未満の中小企業者であること</b></p> <p><b>II. 下記の要件を満たすこと</b></p>		<p><b>優遇措置Bの対象となる企業</b></p> <p><b>I. 創業(設立)10年未満の中小企業者であること</b></p> <p><b>II. 下記の要件を満たすこと</b></p>	
設立経過年数(事業年度)	要件	設立経過年数(事業年度)	要件
1年未満かつ最初の事業年度を未経験	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員10%以上。	1年未満	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員10%以上。
1年未満かつ最初の事業年度を経過	研究者あるいは新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員10%以上で、直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。	1年以上～2年未満	試験研究費など(宣伝費、マーケティング費用含む)が収入金額の3%超。または、新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員10%以上。
1年以上～2年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が収入金額の3%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。または新事業活動従事者が2人以上かつ常勤の役員・従業員10%以上で、直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。	2年以上～5年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が収入金額の3%超。または売上高成長率が25%超。
2年以上～3年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が収入金額の3%超で直前期までの営業キャッシュ・フローが赤字。または売上高成長率が25%超で営業キャッシュ・フローが赤字。	5年以上～10年未満	試験研究費等(宣伝費、マーケティング費用を含む)が収入金額の5%超。

出所) 経済産業省「ベンチャー企業要件」

これは、エンジェル税制によってエンジェルが優遇措置を受けたり、経済産業省からエンジェル税制の対象企業としてお墨付きをもらえたりする事前確認制度によって投資家側のリスクが軽減できるからである。対して、エンジェル側のメリットは、前述したように、投資時点・売却時点のいずれにも優遇措置が受けられることや売却時にキャピタル・ロスが出た場合でも、3年の控除が受けられることが挙げられる。しかし、日本、アメリカ、イギリスにおけるエンジ

エンジェル税制を比較すると、2点の課題が浮かび上がる。まず1つ目は、ベンチャー投資に伴うキャピタル・ゲインに対する課税軽減が政策として欠如している点である。アメリカの場合、5年以上の保有を条件に、キャピタル・ゲインの50%圧縮するという追加の減免も存在する。また、イギリスでは、投資額の20% (上限50万ポンド)のEIS株式と投資額の50%(上限20万ポンド)のVCT株式があり、EIS株式の購入に資産売却でのキャピタル・ゲインを充てた場合、EIS株式の売却時まで課税が繰り延べされる制度がある。日本もベンチャー投資に対するキャピタル・ゲインの減免があれば、潜在的エンジェルの発掘に貢献できるだろう。二つ目は、ベンチャー投資におけるキャピタル・ロスの相殺である。アメリカは10万ドルを上限に、通常所得と相殺でき、イギリスでは、EIS株式に限って、相殺が可能であるのに対し、日本は通常所得との相殺はできず、キャピタル・ゲインとのみ相殺できる。日本も英米のように、エンジェルの通常所得の相殺を可能にすれば、ベンチャー投資の促進に繋がるはずである。しかし、これに関しては、最終的にエンジェル税制を政策としてどれだけ重要視するかによって判断基準が難しくなってくるため、実現しにくいと考える。

### **3-3-3 クラウドファンディング**

クラウドファンディングとは、クリエイターや起業家が製品・サービスの開発、もしくはアイデアの実現などの「ある目的」のために、インターネットを通じて不特定多数の人から資金の出資や協力を募ることをいう。クラウドファンディングをうまく活用することで、製品やサービスの開発に必要な資金を集めることができるだけでなく、より多くの人へ向けて自身の製品やサービスを認知してもらうことができる。日本では、2011年の東日本大震災をきっかけに、被災地復興事業の資金調達というかたちで一気に広まった。クラウドファンディングは、魅力的な事業内容であったり、将来性のあるような事業内容であったりしても、事業内容の評価が困難であったり、実績がなくこれまで資金調達が困難であった企業にとっての新たな資金調達の手段となっている。

クラウドファンディングは主に寄付型・購入型・投資型の3つのタイプに分類される。寄付型は、特定の慈善団体の活動や、民間企業または個人が行う社会貢献活動に共感した個人または法人が金銭などを寄付するというもので、リ

ターンを求めたものではない。被災地支援や発展途上国の支援など、社会的意義の大きいプロジェクトに用いられることが多い。通常の寄付であれば寄付をして終わりであるが、クラウドファンディングを利用することによって、寄付をした後のプロジェクトの状況が透明化されるというメリットがある。また、

5 企画者にとっても、プロジェクトの活動状況を伝えて共感を生むことによって、より大きなプロジェクトができるようになるというメリットがある。日本では、JustGivingなどが寄付型クラウドファンディングの典型である。購入型は、特定の事業者などが企画・開発している具体的な製品やサービスなどに興味を持った投資家が、前払い代金のかたちで投資を行い、商品化が実現したときに商品などをリターンとして受け取るというものである。投資家はリターンに魅力を感じてプロジェクトに出資する機会が多いため、プロジェクトが魅力的なものであることが大前提ではあるが、投資家に「欲しい」と思わせるようなリターンを用意することも成功の鍵である。この購入型は、日本国内でも一番採用されているタイプで、CampfireやReadyforなどが購入型クラウドファンディングである。投資型は、出資者がプロジェクトの利益から配当というかたちでリターンを受け取る。これまでは、比較的金額の大きい投資が必要であったためなかなか個人ではハードルが高かった投資が、小口から出資できるようになったことで誰でも投資活動ができるようになった。投資先としては、上場前の企業への出資や不動産投資、海外投資などさまざまである。図表は、日本

10 におけるクラウドファンディングの概況を表している。他にも、融資のような形で人々にお金を借りる貸付型や株式を出資者に分配し、資金を調達するかたちを取るエクイティ型などもある。

15

20

25 図表4 クラウドファンディングの類型

類型	寄付型	購入型	貸付型	投資型	エクイティ型
リターン	なし 無償の成	商品・サー ビス	金利	事業への 収益	株式

	果物				
資金調達規模	数万円程度	数万円～数百万円程度	数十万円～数百万円程度	数万円～数百万円程度	総額1億円未満
一人当たり投資額	一口1円～	一口1,000円程度～	一口1万円程度～	一口1万円程度～	一人当たり50万円以下
規制	—	—	第二種金商法 貸金業法	第二種金商法	第一種金商法

出所) 野村総合研究所(2014)より筆者作成

#### アメリカのクラウドファンディング

アメリカのクラウドファンディングの中でも大規模なのは、Indiegogo と Kickstarter である。どちらも投資型のクラウドファンディングであるが、ふたつのプラットフォームを合わせると総プロジェクト数約55万件、支援者数約1900万人、総投資額約29億ドルと圧倒的な存在感である。

#### Indiegogo の特徴

Flexible funding と Fixed funding という2種類の資金調達タイプがあり、Fixed funding を選択すると設定した期間内に目標金額を達成できなかった場合、集めた資金は全て出資者に返還される。ユーザーの95.6%はこれを利用している。Flexible funding では、目標金額を達成したかどうかに関わらず、期間内に集まった資金を得ることができる。サイト掲載においては比較的寛容なプラットフォームであり、そのため、成功するかどうかに関わらずユーザーからのフィードバックを得ることを主な目的として、テストマーケティング的に出展するケースもある。資金調達が達成した起案者に向けて、期間終了後でも利用できる In Demand というサービスがある。期間終了後でもプラットフォーム上にプロジェクトを残すことができ、これまでのように出資額に応じて報酬を出すことができる。さらに、報酬内容や報酬額を変更することもできる。また、24種類という豊富なカテゴリーがあることも人気の理由の一つである



と考えられる。

### Kickstarter の特徴

- Indiegogo が 2 種類の資金調達タイプがあるのに対して、Kickstarter は 1 種類のみである。All or Nothing といい、目標金額を期間内に達成したときのみ出資額を受け取ることができる。Kickstarter にも Indiegogo の InDemand に似た、Spotlight というサービスがある。これは、資金調達後であってもキャンペーンページをカスタマイズして製品を得ることができたり、リンクを貼ることで自身のホームページに誘導することもできるといったサービスである。
- 10 Kickstarter のカテゴリは 15 種類であるが、その中でも特にゲーム関連の製品が総出資額の 20% を占めている。

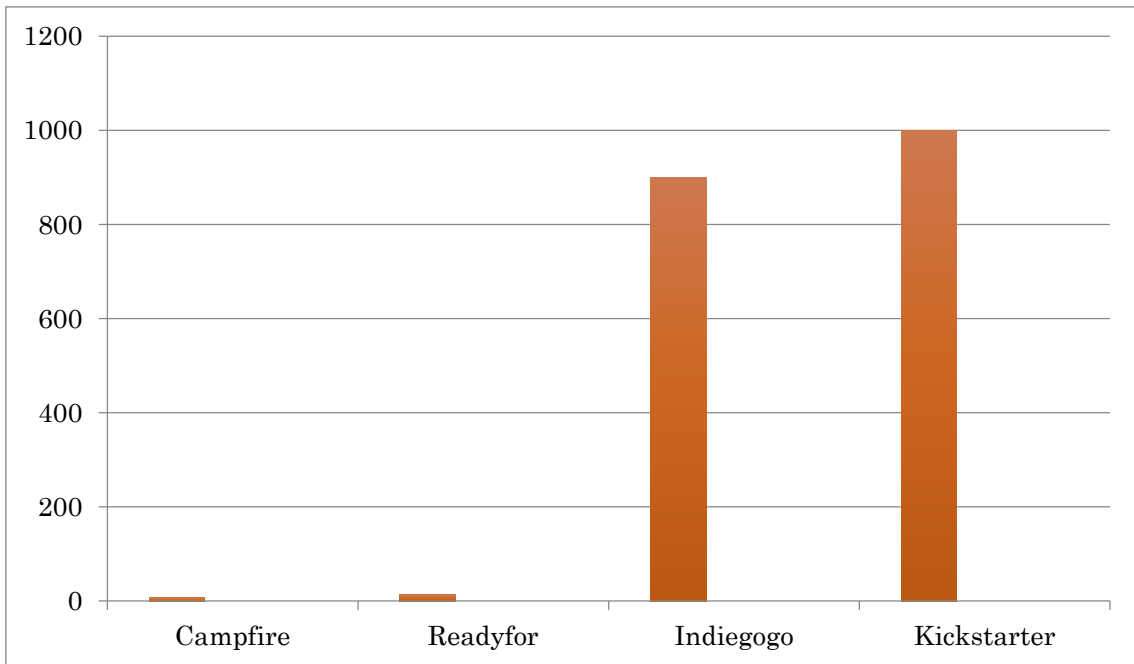
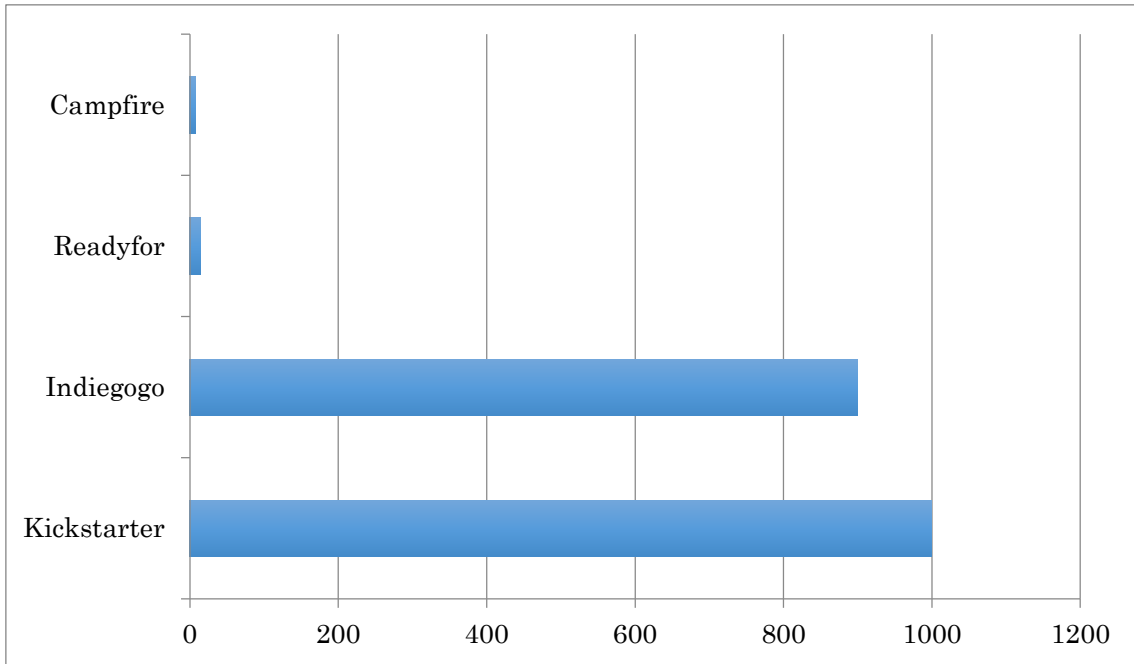
- アメリカはクラウドファンディングの先駆けであり、その分世界からも注目されている。世界を市場として資金調達できることは調達額も大きくなるため、最大の魅力と言える。日本のプラットフォームはほとんどが日本国内からの資金調達を目的としたサービスである。そのため、資金調達額、出資者数、プロジェクト数では圧倒的な差ができてしまう。
- 15

#### プラットフォーム別累計資金調達額

- |       |           |                  |             |                   |
|-------|-----------|------------------|-------------|-------------------|
| 日本    | Campfire  | 7 億円             | Readyfor    | 20 億円             |
| 20 海外 | Indiegogo | 約 900 億円 (8 億ドル) | Kickstarter | 約 200 億円 (21 億ドル) |

#### プラットフォーム別累計出資者数

- |       |           |           |             |         |
|-------|-----------|-----------|-------------|---------|
| 日本    | Campfire  | 7 万 3 千万人 | Readyfor    | 14 万人   |
| 25 海外 | Indiegogo | 900 万人    | Kickstarter | 1000 万人 |



#### クラウドファンディングの課題

- 5 まずひとつは、クラウドファンディングは出資者、起案者ともにリスクが伴うことが挙げられる。まず、出資したからといって、そのプロジェクトの目標額に全体の出資額が届いていなければ、プロジェクトは実行されない。また、資金調達が無事になされたとしても、起案者の資金面や技術面等の見通しの甘

さなどによりプロジェクトが頓挫してしまい、出資者にリターンができないということも起こりうる。この場合は、起案者が責任を負うことになるのであるが、出資者を守る制度はまだまだ整備されていないと言える。起案者にとってのリスクは、資金調達後にプロジェクトが完遂できなかった場合に責任を負わなければならないというものである。コスト計算等を十分にし、目標金額の設定などプロジェクトの計画を十分に考慮する必要がある。また、購入型のクラウドファンディングの場合、出資者にリターンができたとしても、商品のイメージが違ふ、あるいは不良品であったという場合にも起案者に責任が生じてしまう。また、スケジュールが遅れたりリターンが間に合わないといったことは、起案者と出資者との間でのトラブルの元にもなりかねない。このようなことを防ぐためには、起案者と出資者との間で十分な信頼関係が築けるかどうかが重要になってくる。

また、クラウドファンディングによって資金調達をしやすいプロジェクトが、商品やサービスを作り出すものに集中していることも問題点のひとつである。アイデアの商品化などは出資者にとって身近に感じられるものであるため出資を受けやすい。商品やサービスの最終形態でないものは出資者にリターンがあっても出資者はそれを使うことができないため、それらをリターンとする購入型のクラウドファンディングでは資金調達が困難になってしまう。よって、特に購入型のクラウドファンディングは、資金調達が可能な事業は限定されてしまうのである。

さらに、出資者の中にはその分野の専門知識がなく出資する人もいるため、そのような多様な群衆による評価が、本当に質の高い事業の選別につながるかどうかは疑問である。音楽活動を支援するクラウドファンディングとして有名な Sellaband のデータを用いた実証研究である Agarwal et al. (2011) によると、累積投資額があらかじめ設定されていた目標調達額に近づき、資金調達の成功率が高まるほど、加速度的に新たな投資家が集まる「群衆行動」が生じているとの報告がある。つまり、出資者は必ずしも自分の意思で投資するのではなく、多くの人が支援している事業に対して、よく考えずに出資する場合もあるということである。これは、出資者はリターンの確実性を上げたいと考えるため、多くの人が出資していると成功の確実性の高いプロジェクトである

と判断してしまうからであると考えられる。群衆行動が生じる前の初期段階の出資者の判断が的確であり、質の高い事業を選ぶことができていたならば問題ないのであるが、そうでない場合にはプロジェクトが頓挫してしまったときに多くの損失が生まれることになってしまう。また、Agarwal et al. (2011)

5 は、初期段階の出資者は事業主の友人や家族が多く、事業主のことをよく知っている友人や家族による初期投資が、他の出資者に対して良い「お墨付き」効果を持つ可能性も指摘している。しかしこれは事業主がその友人や家族にはたらしかけて、情報操作ができてしまう可能性があることも示唆している。

クラウドファンディングは新たな仕組みに基づく金融取引の機会を投資家や  
10 事業者に提供するものであり、大きな可能性を秘めている。ベンチャービジネスなどの発展の観点からしても、出資型のクラウドファンディングの役割の増大が期待されている。米国では、2012年4月にJOBS法(Jumpstart Our Business Startups Act)が成立し、一定の要件を満たす出資型クラウドファンディングは、SEC(米証券取引委員会)の情報開示規制等が免除されることにな  
15 った。また日本では、2014年5月の金融商品取引法改正により、2015年以降、投資家がファンドを介さずに事業者に直接出資して株式を取得できるようになった。

20

### 3-3-4 ベンチャーキャピタル

ベンチャーキャピタル(以下VC)とは、成長性のある未上場企業に対し株式などを通じて直接投資を行い、自らが企業に対し成長支援を実施し、その企業を新規株式公開やM&Aなどをさせることによって資金回収する、ハイリス  
25 クではあるがハイリターンを求める組織である。VCは出資先企業のExit(株式上場、M&Aなど)を最終目標に、投資によってリスクマネーを提供し、対価として当該企業の株式を獲得する。その投資先企業Exitに成功した場合、株式を売却し、キャピタルゲインを得るのである。未上場企業に出資するというその性質上、産業の育成という役割も担っている。ベンチャーキャピタルには、  
30 主に2つの種類がある。1つ目は、ベンチャーキャピタルが自社の資本金など

である、自己資本で投資を行うタイプである。2つ目は、複数の出資者が1つのファンドとしてベンチャー企業へ投資を行うタイプである。2つ目のタイプは、コーポレートベンチャーキャピタル（CVC）ともいわれている。

## 5 ベンチャーキャピタルの現状

ベンチャー投資において VC の果たす役割は大きく、どの国においてもベンチャー企業にとって主要な資金調達先となっている。諸外国の VC の規模と日本の VC の規模を比較し、日本のベンチャー投資の現状を探る。図表5は世界各国のベンチャーキャピタルの投資額を示したグラフであるが、米国が突出して投資額が大きく、日本は大きく差をつけられている。さらに、その他主要先進国と比較しても後れを取っている状況である。諸外国との比較からして、日本にはベンチャーヘリスクマネー供給の地盤が十分ではなく、今後の VC の規模拡大の必要性が読み取れる。

15 図表5 世界各国のベンチャーキャピタル投資額

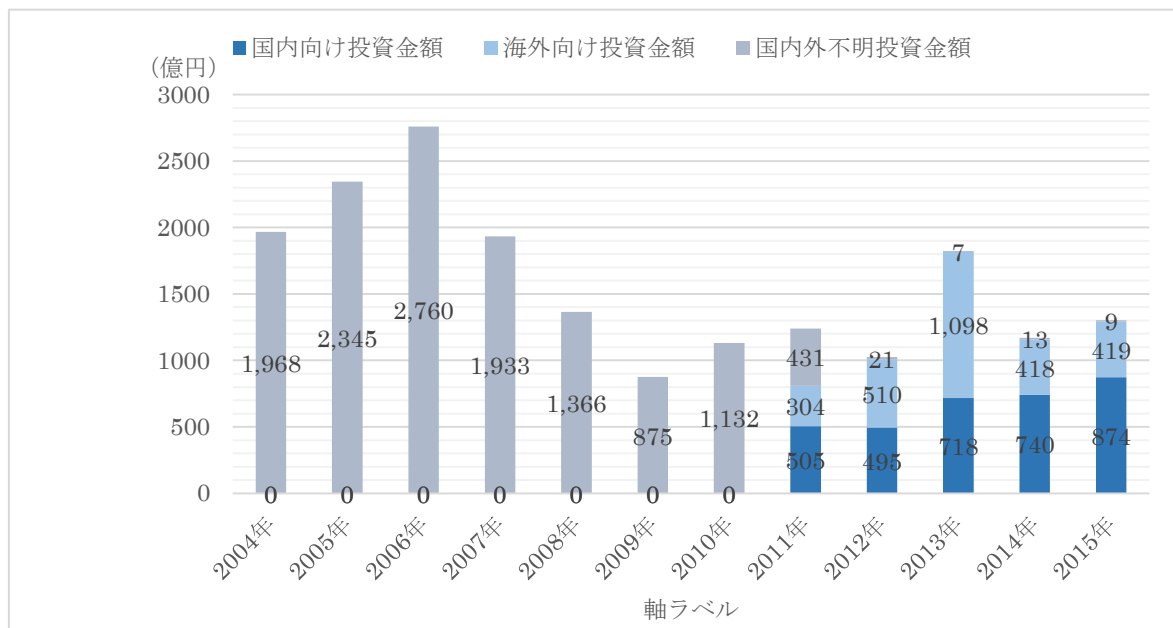


出所) 総務省「ICT産業のグローバル戦略等に関する調査研究」(平成25年)

20 次に国内 VC の投資動向を見ていく。図表6の国内 VC 投資総額年間投資の推移をみると、2015年(2015年4月~2016年3月)における国内の VC によるベンチャー企業への総投資金額は1,302億円、投資先件数は1,162件である。前年度に比べると投資金額は11.2%の増加、投資件数も19.9%の増加となって

いる。国内の VC 投資は増加傾向にあると言え、海外向けよりも国内向けの VC 投資が加速している状況がうかがえる。

図表 6 国内 VC の投資総額の年間推移



5

出所) VEC ベンチャー白書 (2106) より筆者作成

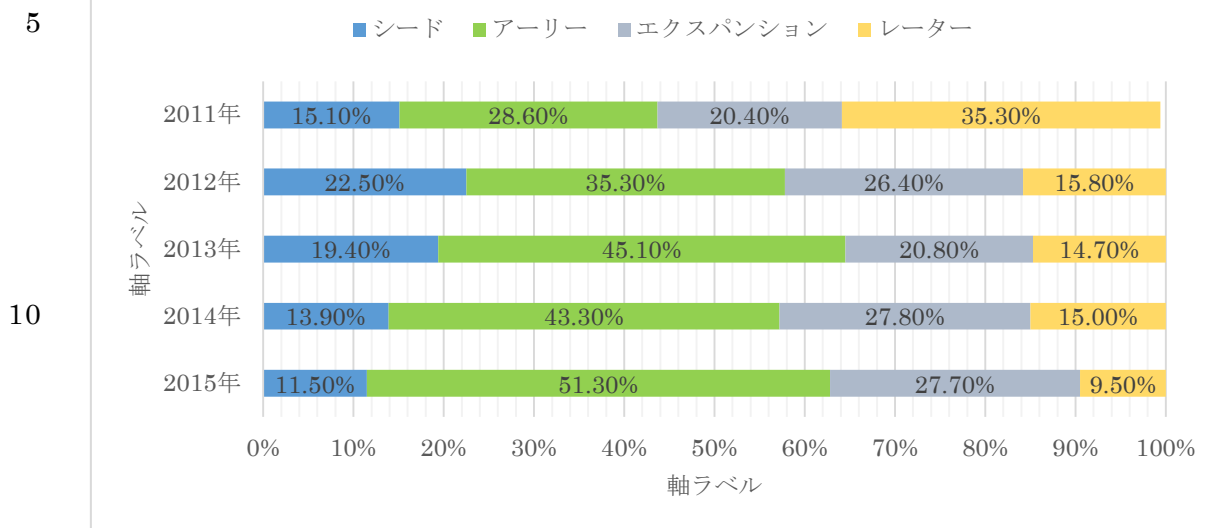
次に VC の投資先ステージ別にみていくと、2015 年の金額比率は前年に比べて「アーリー」が 43.3%から 51.3%へと増加、反面「レーター」が 2014 年の 15.0%から 9.5%へと減少している。結果、「シード」「アーリー」合算では、2014 年の 57.2%から 2015 年は 62.8%へと 5.6 ポイント増加した。これらのことから、現状として VC の投資の軸足「シード」「アーリー」へとシフトしていることが分かり、ベンチャー企業にとって、「シード」「アーリー」段階においての VC からの資金調達が容易になっていると考えられる。また、VEC が行った VC へのヒアリング調査によると、ほとんどの VC から、早いステージへの投資が増加している、との発言があり、「シード」「アーリー」では、案件の取り合いになっている、との声が聞かれる一方で、この背景には、VB の二極化が進行し、人気のバリュエーション（企業価値評価）が高騰しているため、早い段階で投資しておかないと、VC としては採算が取れないという事情がある、との見方が多数を占めた。と報告があげられ、VC の投資が一部の人気 VB に集中

10

20

してしまっている状況なのである。全体として、現在 VC の投資競争が過剰な状況でありベンチャー企業にとっては追い風が吹いている状況にあるといえる。

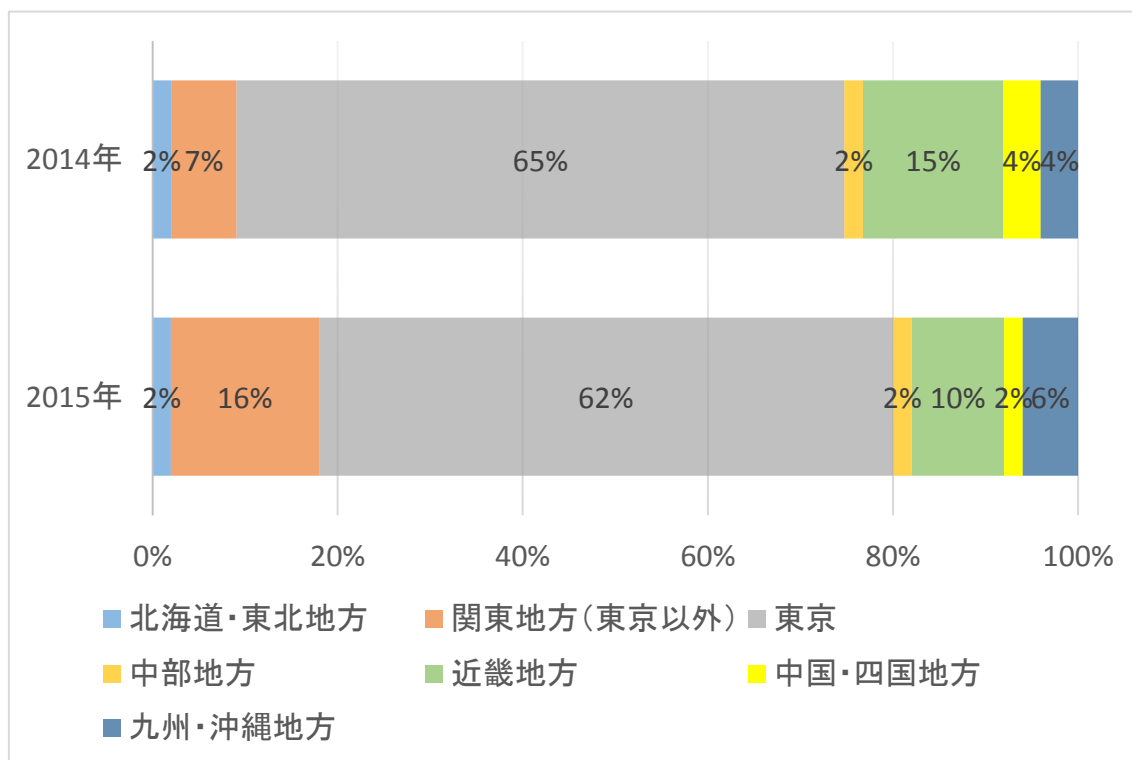
図表 7 VC の投資先ステージ



15 出所) VEC ベンチャー白書 (2016) より筆者作成

次に、VC の投資先地域について見ていくと、東京に投資が集中していることが分かり、地方を見ると関東地方への投資は伸びているが他の地方への投資は伸びていない。関東圏が全体の約 8 割を占めており、地方のベンチャーへの投資が進んでいない現状として見て取れる。このことより、我々は日本のベンチャーへのリスクマネー供給を促進するためには地方ベンチャーへの投資拡充が不可欠であると考え、第 4 章では地方ベンチャーへのリスクマネー供給促進を軸に提言を行っていく。

25 図表 8 投資先地域の推移 (金額比率)



出所) VEC ベンチャー白書 (2016) より筆者作成

### 種類株の普及

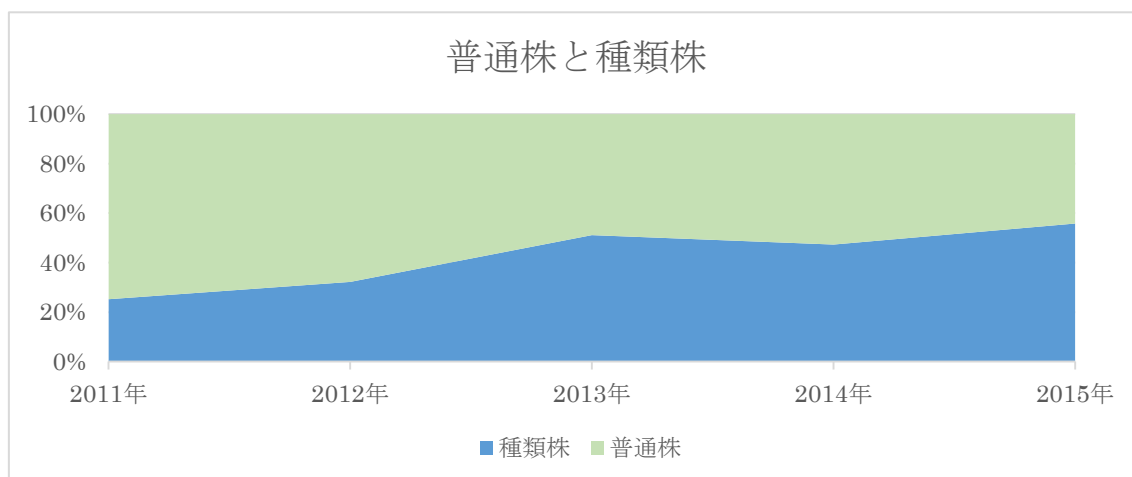
- 5 種類株は、普通株式とは権利内容が異なる株式のことであるが、近年、VCの種類株の利用が増加している。図表9からも、種類株の利用が着実に拡大し、2015年は50%以上になっていることが読み取れる。では、どのような種類株が増えているのか。近年利用が増加しているのは、「優先受領式株式」による投資である。優先受領式株式は、M&Aが実施された場合に解散時の優先残余財産分配と同じ効果を得られる種類株である。これは、VCにとってVBのエグジット（資金回収）の手段がIPO（新規株式公開）だけでなくM&Aでも利益を確保できるようになってきたことを意味している。日本のエグジットといえばこれまでは新規株式公開（IPO）が中心だったが、企業がM&A（合併・買収）でVBを買いに来るといった動きが活発化している。VECのVCへのヒアリング調査によると「種類株の普及により、M&Aの際に先取特権もあり、VCが損をすることは減っている。」との声や、「上場大企業も本業だけでは成長に限りありとして、さらなる成長を求める株主の声に応えるためにも、M&Aを



一つの戦略として捉え始めており、M&Aは今後増加しよう。」との声があった。米国ではエグジットの手段として M&A は一般的であり、日本の M&A の増加は海外からの注目を集め、海外からの投資を促進させることにつながることも推測できる。

5

図表 9 普通株と種類株の比率推移



出所) VEC ベンチャー白書 (2016) より筆者作成

10

### 大学発ベンチャー

次に大学発ベンチャーの動向をみていく。今日、大学発ベンチャーの動きは活発化している。大学発ベンチャーとは、大学の教職員、学生・院生等によって、大学における教育研究に基づき新たな技術やビジネス手法をもとにして設立した企業のことである。大学による大学発ベンチャーの支援目的は、「自学の技術や知財の還元・事業化」「地域社会や地域経済への貢献」「知名度の向上」などとしており、社会貢献の手段の一つとして大学発ベンチャーを捉えている大学が増えてきた。大学には、バイオや医療、IoT、人工知能、ロボット、環境、エネルギーといった分野の研究成果を基に、画期的な製品やサービスで新市場を創出することが可能な事業化ニーズの高い最先端技術が数多くある。そのため、大学発ベンチャーが日本のイノベーション政策の一角を担うバイオやナノテクなど先端的な分野での国際競争力強化の一助となる利点がある。また

15

20

- その一方で、大学発ベンチャーの 8 割がその大学のある都道府県内と同じ地域に所在し、大学発ベンチャーが高い教育を受けた研究者や有能な若手人材を地方に惹きつける要素があり地方活性化の牽引力になる可能性を秘めている点や、自治体や大学OB組織、それに各種インキュベーション機能などが相互に大学
- 5 発ベンチャー支援に乗り出して一定の成果をあげている点で今後の日本において、大学発ベンチャーへの期待が高まっている。さらに、大学発ベンチャーからスピンアウトした力のある高度人材は、新しい事業を地域の中小企業と作り上げていくこともあるだろう。これらの中で、事業が成功すれば地域の中核産業へと発展することも考えられる
- 10 このように、大学発ベンチャーの今後の日本経済活性化を担う役割は大きく、地方に拠点を置く大学発ベンチャー企業の成長は地域のベンチャーエコシステムの興隆につながることは必然である。一方で、大学発ベンチャーの問題点としてはやはりその経営のスキルにある。研究開発に特化した組織であるため、ビジネスとなると経営スキルが必要となる。そこで、今後の日本の課題として、
- 15 地域の大学発ベンチャー企業への創業時のリスクマネー供給促進やハンズオン支援の拡充が考えられる

### **3-4 間接金融**

- 間接金融とは、資金調達側と資金供給者側の間に金融機関が仲介を挟んで資金を調達する手段である。日本の企業金融では間接金融が主流な資金調達となっており、資金の流れとしては個人や金融投資家が金融機関へ預金し、金融機関がこの資金を企業に融資したり、発行される証券を買って企業に投資したりすることが多い。中小企業の資金調達構造の大部分を占めているのが間接金融である。

25

#### **3-4-1 銀行融資**

- 銀行融資とは、銀行が企業に利息をつけて資金の貸出を行うことである。今日、銀行は中小・ベンチャー企業に対して、前向きな融資姿勢をとっている。マイナス金利政策の導入などで貸出金利が低下し、銀行の収益環境は厳しさを
- 30 増しているからである。また、IT と金融を折り合わせた新たな技術である

FinTech の勃興によって、銀行の機能がフィンテックに代わられつつあり、銀行の経営難が叫ばれている。しかし、昨今の金融機関の動向ではこのような FinTech の技術を顧客との取引の際に利用したり、FinTech ベンチャーとの提携により、取引先企業に経営支援の一環として FinTech サービスを提供する金融機関も増加し、融資先を増やし、金融機関から企業の経営支援に乗り出すことによって貸出リスクのカバーを下げ、企業の成長を促すことによって新たな資金需要を生み出そうと精進しているのである。

### 3 - 5 公的金融

10 公的金融とは、公的部門が行う金融仲介のことである。情報の非対称性や不完全競争、外部性の存在などの市場の失敗に対応することが公的金融の使命であり、民間金融機関の補完的役割を担っている。中小企業を金銭面で支援する政策手段としては、「融資」、「保証」、「出資」がある。「融資」を主に日本政策金融公庫と商工組合中央金庫が担い、「保証」を信用保証協会が担っている。そして「出資」を東京、大阪、名古屋に設立されている東京中小企業投資育成株式会社

15 株式会社が担っている。以下本節では、「融資」を担う政府系金融機関と「保証」を担う信用保証制度について述べていく。

#### 3 - 5 - 1 日本政策金融公庫

20 これは前身であった、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫が株式会社日本政策金融公庫法に基づいて 2008 年に業務を引き継ぐかたちで設立された。事業内容として一つに国民生活事業がある。1 件あたりの平均融資残高は 689 万円と小口融資が主体となっている。リーマンショック後の年であっても 800 億円を超える水準で貸し付けをしており、国が 10

25 0% 出資しているため小規模事業者などは安定して投資を受けることができる。また創業企業へのサポートをする一方で、地震や台風などの天災においても小規模事業者に復旧の支援をするなど、他の民間企業では介入できない部分にも供給している。もう一つの主な事業内容として中小企業事業がある。中小企業の成長を促進するための出資をしており、これも一般の金融機関が介入しにくい中小企業の設備投資や長期運転資金を供給している。

30

### 3-5-2 商工組合中央金庫

これは政府と民間団体が共同で出資する唯一の政府系金融機関である。商工組合中央金庫法に基づき1936年に設立され、約80%が政府融資をしている。それに加えてその他の出資資格を持つ団体からの出資で成り立っている。そこには中小企業等協同組合、商工組合、市街地再開発組合などがあげられる。原則としてそれらの出資団体や所属団体に対してのみ取引を行っている。また他にも預金の受け入れや債券の発行、手形を通じた短期金融など幅広く金融サービスを行っている。二つの金融機関を例にあげてきたが、仮にこれらの審査を経て制度金融による融資を受けることができれば、事業化、成長初期段階においては必要資金を調達できるが、段階が進むにつれて必要な資金額は大きくなり、制度金融だけでは賄えなくなる。つまり、企業の成長段階に従ってこれら政府系金融機関の用途は変わっていくのである。

### 3-5-3 信用保証制度

信用保証制度は、中小企業が金融機関から借入を行う際に、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化することを目的としている。信用保証協会は、信用保証協会法に基づき設立された公的機関で、47都道府県と4市（横浜市、川崎市、名古屋市、岐阜市）にあり、各地域に密着した業務を行っている。また、信用保証制度にプラスして日本政策金融公庫による信用保険制度により再保険される仕組みが採られており、その両制度を合わせて正式には「信用補完制度」と呼ばれている。

## 第4章 資金調達における課題に対する提言

本論においてこれまで述べてきた日本のベンチャー企業の資金調達における現状を述べてきた。そして、我々は日本のベンチャー投資が東京を中心に日本の一部に集中してしまっている点を現状の問題点として捉え、日本のベンチャー企業の資金調達における課題として「日本全体のベンチャー企業への投資を促し、地域のベンチャー企業の資金調達を円滑化すること」を設定した。この

章では、我々の設定した課題を解決するための提言をそれぞれの資金調達手法の観点から提言していく。

#### 4-1 間接金融（銀行融資）に関する提言

5 第3章の3-4で確認したように、現状からみて金融機関の有望なVBを評価する目利き力向上は課題である。なかでも、我々は地域金融機関の目利き力向上による、シーズやアーリー段階のベンチャー企業への融資拡大はベンチャー資金調達の活性化につながると考える。

10 金融機関の目利き力向上策は以前より様々な方策が行われてきた。そして我々はみずほ銀行の取り組みを参考に、「ベンチャー融資専門部署の設置」を提言する。

「ベンチャー融資専門部署の設置」であるが、これはみずほ銀行が2016年から有望なベンチャー企業向け融資を拡大させるためにベンチャー融資専門部署設置の取り組みを参考にした提言である。みずほ銀行は、兼ねてよりベンチャー企業向け融資に力を入れており、これまでも成長企業専門の審査ラインを設けるなどの取り組みを行ってきた。また、4月には成長が期待できるベンチャー企業の発掘や支援に向け、専門部署「イノベーション企業支援部」を設置し、「16年度は短期の財務状況にこだわらず、将来の成長性を重視した融資をさらに増やす。」という方針を打ち出している。同部署には4月時点で10人程度が在籍し、IoT（モノのインターネット化）やバイオ、医療、ロボット、ライフサイエンスなどの成長分野に専門知識を持った担当者を置き、幅広い分野の情報を集めやすくしている。我々は、「ベンチャー融資専門部署の設置」によるメリットは大きく3つあると考える

- ①事業性評価の質が向上すること
- 25 ②ベンチャーの早期の成長段階から融資が可能となること
- ③資金面以外企業のニーズに応え、融資リスクをカバーできること

専門部署のため部署にベンチャーや事業環境の変化などに関する専門的な知識をもった人材を配属させることや情報を蓄積することによって事業性評価の質を向上させ、目利き力向上によりより早いステージからベンチャーの将来性を判断できる。ベンチャー企業にとってシーズやアーリーの段階で資金調達手段

として間接金融を利用できることは、ベンチャー企業の資金調達を円滑化につながるであろう。

そして、我々は「ベンチャー融資専門部署の設置」を特に地域金融機関が設置することを薦める。その理由としては、2つ挙げられる。1つは、第3章○  
5 節で述べたベンチャーキャピタルの課題として確認できた「地方のベンチャー企業へのリスクマネーの供給」の解決に寄与するからである。全国に燦々している地域金融機関によるベンチャー企業へ間接金融としてリスクマネーの供給が出来れば、地方のリスクマネー供給体制が構築されるのではないであろうか。2つ目の理由としては、地域活性化を促せることや地方ベンチャーを支援する  
10 プラットフォームを創り上げることができる。地域金融機関が地域のベンチャー企業を支援し、ベンチャー企業がその地域において成長することであれば地域の活性化につながると考える。また、地域金融機関が地方の大学やベンチャー支援ファンドと協力し、地域ごとにベンチャー企業を支援するプラットフォームを創ることによってより一層の地域活性化を起こすことができ、日本全体  
15 としてベンチャー企業を生み出し、成長させることができるのである。

#### 4-2 ベンチャーキャピタルに関する提言

この節ではベンチャーキャピタルに関して我々の提言を行う。我々は、ベンチャーキャピタルに関して「地方・地域産業別ベンチャーキャピタルの拡大」  
20 と「大学発ベンチャー」を提言する。

##### ①地方・地域産業別ベンチャーキャピタルの拡大

この提言は、地方創生に向けて地域別にその地域がもつ地域産業を担うベンチャー企業や、既存の地域産業にテクノロジーを用いてイノベーションを起こ  
25 すようなベンチャービジネスを支え、より成長を助長すべく地域産業に特化したベンチャーキャピタル、ベンチャーファンドの設置を拡大するという提言である。現状として、日本の関東圏以外の地域にVCによる投資はあまりなされていないことが図表より確認できた。しかし、地方や地域活性化において、地域産業にイノベーションをもたらすようなベンチャー企業の担う役割は大き  
30 い。地域のベンチャー企業によって地域活性化を促し、日本全体として経済を

活性化させていくためには、やはり地域のベンチャーを支え、VB に対しリスクマネーを供給する VC は必要である。さらに、資金面だけではなく VB の成長を支援すべく地域に特化した VC の機能は一般の金融機関の機能よりもさらに充実した支援が期待できる。また、最近ではベンチャーキャピタルの現状として確認したように、VB のエグジット手段として、大企業などによる M&A の件数が大きくなっていることを受け、我々は地方の VB を成功させ大きくしていくことによって、M&A を推進している大企業の目に留まることなどが考えられる。このような流れが地域に起これば地域産業の育成や企業の誘致につながることができ、地域活性化を促すことができると我々は考える。

10

## ②大学発ベンチャーの推進

大学発ベンチャーの多くは大学の所在する地方に拠点を置いている。そして、地域の産業を大学の研究開発によって生み出された技術によってイノベーションを起こすのである。よって大学発ベンチャーは地域産業を育成し、その確かな技術力によって大企業とのオープンイノベーションを起こすなど外部地域企業の誘致にも貢献し、地域活性化の役割を担っている。しかし、大学発ベンチャーには経営のスキルの欠如や支援体制が整っていないなど多くの課題がある。そこで我々は「大学発ベンチャーの推進」に向けて地方の大学発ベンチャーへのリスクマネー供給や経営のハンズオン支援を行う VC の拡充が不可欠と考える。大学発ベンチャーの推進によって、地域産業の発展を促し、大学発ベンチャーを中心に地域のベンチャーエコシステムを構築し、日本の経済を底上げできるのである。

15

20

## 4-3 エンジェル投資に関する提言

これまでに述べてきたように、エンジェル投資は日本のベンチャーエコシステムの興隆に不可欠であり、今後地域のベンチャー企業を支援していくためにも欠かせない資金調達手法である。そこで、我々はエンジェル投資拡充に向けた提言を行う。具体的には、全国の地方公共団体や政府系金融機関を中心に地域に眠る「潜在エンジェル」への呼びかけを行い、投資や起業家へのハンズオン支援を誘発することを提言する。この節では現状・課題の再確認を踏まえな

25

30

がら我々の提言について述べていく。

現状として日本のエンジェル投資は浸透しつつあるが、米国と比較すると割合的には低く、エンジェル投資家の数やエンジェル投資件数がともに少ない。さらに、近年の経済環境の動向を見ていくと、ITの発展によって金融×ITの

5 FinTech、農業×ITのAgriTechなど、様々な既存産業にICTやデジタルを組み合わせた新産業が生まれている。また他にもIoTやビッグデータの活用によってあらゆる産業の可能性を切り開く動きが高まっている。こうした動きはどの産業においても技術革新を担うベンチャー企業の誕生や参入は必然的な現象となるであろう。このように、あらゆる産業において進出するベンチャー企業

10 の成長を支えていくためには、産業分野において専門的なハンズオン支援のできるエンジェルの拡充は欠かせないのである。さらに、第3章の3-3-4でベンチャーキャピタルの現状からシード・アーリーへの投資は着実に増加していることは確認できたが、米国に比べまだ規模が小さいことは事実であり、VBの二極化が起きていることも確認できた。このような現状に対しては、シード・

15 アーリーへの投資の規模をより大きくし、さらに優良なシーズを生み出すことが課題である。そこで、我々はこの課題を解決するためには、我が国のベンチャーキャピタル介入前のシード・アーリーへの投資を行うエンジェル投資の規模を拡大し、エンジェルによる起業家へのハンズオン支援を充実させ、優良シーズを生み出すことが解決策であると考えます。

20 エンジェル投資拡充の前提として、そもそもエンジェル投資家とは、自ら起業して成功したものが、後進に対してアドバイスとともに投資をするのが一般的なエンジェル投資家像である。日本でも起業家の成功、投資、というサイクルを回し起業のエコシステムを構築することが求められている。したがって、エンジェル投資家にとって投資先にハンズオン支援を出来ることがエンジェルの

25 役割であり、事業及びメンタリングのノウハウが分かっていない人がエンジェルになるのは好ましくないであろう。

そこで日本には、大企業や中堅企業の元経営者や引退した事業者等、60代でも元気な資産家は各産業・分野に多くいる。彼らはエンジェルの素質を持っており、十分にハンズオン支援できる存在である。しかし、現状として彼らの中

30 にはエンジェルとしての素質を備えていながら、そのことに気付いていない、



またエンジェル投資を知らない「潜在エンジェル」が日本全国に数多く存在している。我々は、このような日本全国に眠る「潜在エンジェル」を地域の地方公共団体や政府系金融機関が中心となって発掘し、エンジェル投資へと誘発することができれば、エンジェル投資拡充につながり、地域のベンチャー企業を支援するためのプラットフォーム構築に寄与するものであると確信している。

## 第5章 公的支援の在り方

10

### 信用保証制度の見直し

信用保証制度はこれまでに幾度か見直しが検討され、金融機関に補償金の一部を負担させる責任共済制度が作られるなどの措置がなされてきた。今回我々が提言する見直し案は、責任共済制度に金融機関の実績に応じて負担額を変動させる方式を盛り込むという案である。

この負担額の割合を決定する基準として今年導入された新たな指標ベンチマークを使用することを提言する。金融庁は今年8月に、地方銀行が地元で金融仲介機能を十分に発揮しているかどうかをはかる新しい指標（ベンチマーク）を導入した。ベンチマークには、全体の融資額に占める地元融資の規模や、担保や保証を付けずに貸している件数など52の項目が盛り込まれた。地銀は自ら取り組む項目を選び、金融庁はその結果をもとに地銀と対話する。

### ファイナンス体制の強化

最近では、政府がベンチャー企業に対しての補助金、助成金の強化、雇用におけるニーズの細分化をしたことにより、人材確保と資金調達の課題を効率的に改善していく試みがなされている。厚生労働省の発表している助成金の項目が、福祉関係や障害者雇用など多角化されているため、ベンチャー企業も以前より助成金を受けやすい状態となっている。対して、大型融資の可能な日本政策金融公庫などは、シード・アーリー期に融資を受けても据置期間が短い為、実績が見込める状態でないと返済できないという問題にあたってしまう。特に、

AI やバイオなどのテクノロジー分野や薬品・医療分野でのベンチャービジネスは、研究費用はもちろん、期間も長いため、公的支援に頼ることは難しくなってしまう。そこで、制度金融の体制を強化し、どの分野のベンチャービジネスでも融資をできるようにさせるべきである。まずは、融資期間と据置期間の延長である。ただ期間を延長するのではなく、ベンチャー企業の業態、事業計画などの審査によって、融資限度額と共に微調整をするべきである。これによって、従来との支出の格差も生まれず、ベンチャー企業との信頼度も高まるだろうと考察した。

10

## 終章

ベンチャー企業の資金調達のあり方に関して研究してきたが、安倍首相が日本の成長戦略として、アメリカのように日本をベンチャー精神あふれる起業大国にすると断言した 2014 年。当初、日本におけるベンチャー企業が低調なのは、資金調達不足が原因と認識されていたため、法律や措置を定めたが、状況はあまり変わらなかった。しかし、2 年という歳月が過ぎ、fintech 革命によるベンチャー企業の勃興やクラウドファンディングなどの新しい資金調達分野の開拓によって、投資額が伸びてきている。ここから更にベンチャー企業の資金繰りを良くし、ベンチャー大国に育てていくのか。それはやはり、ベンチャーエコシステムの構築が必要であると考えます。

ベンチャーエコシステムとは、「ベンチャー企業の起業から自立までのライフサイクルと、その成長を支えるインフラや制度、経営資源などの要素・機能が有機的に結び付いてできた仕組み」（日本総研、野村敦子、2015、p 87）の事をいう。要するに、ベンチャー企業の出現→成功事例（イノベーション）の出現→新たなベンチャー企業の出現→ますます多くの成功事例（イノベーション）の出現のような、企業家人材、投資家人材、アドバイザー人材がシステムとして統合し、全体としてシステムとして自律的に回るような、いわばベンチャーエコシステムの構築を日本に根付かせることが重要であると考えます。この考えがなるべく多くの若者に認知してもらい、発起人としてベンチャー活性化の手助けになることを願う。

## 参考文献

- 10 ・ 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  
 ・ 奥谷貴彦(2012)「ベンチャー企業の資金調達」大和総研  
 ・ ベンチャーエンタープライズセンター(2016)『ベンチャー企業白書 2016』  
 ・ ベンチャーエンタープライズセンター(2014)『ベンチャー企業白書 2014』  
 ・ 松田修一(2014)「大学発ベンチャーの可能性を引き出すーその現状、課題、
- 15 戦略ー」『産学官連携ジャーナル』2014年4月号  
 ・ 価格.com HP  
 ・ 信金キャピタル HP  
 ・ 経済産業省 HP  
 ・ 全国信用保証協会連合会 HP
- 20 ・ 中小企業庁 HP  
 ・ 東京商工リサーチ HP  
 ・ 日本政策金融公庫 HP  
 ・ 帝国データバンク(2014)「大学発ベンチャー企業の実態調査」  
 ・ エンジェル投資 向上委員会 <http://www.angel-laboratory.com/blog/>
- 25 ・ 野村総合研究所(2015)『起業・ベンチャー支援に関する調査ーエンジェ  
 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ー最終報告書』  
[http://www.meti.go.jp/meti\\_lib/report/2015fy/001074.pdf](http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf)  
 ・ 経済産業省「エンジェル税制のご案内」  
 ・ 株式会社 NTT データ経営研究所(2010)「金融危機後のベンチャー企業
- 30 の資金調達に関する新しい潮流」

<https://www.keieiken.co.jp/monthly/2010/1001-1/index.html>

・総務省（2014） 「ベンチャーと ICT の動向」

<https://www.keieiken.co.jp/monthly/2010/1001-1/index.html>

・信用保証協会(2015) 「日本の信用保証制度」

- 5 ・日本経済新聞 電子版 2016年10月25日 『関東財務局長「創業企業にリスクマネーを」 金融行政方針踏まえ』
- ・日本経済新聞 電子版 2016年4月23日 『地方大発V Bに的、地域ファンド拡大 地銀が資金の出し手』
- ・日本経済新聞 電子版 2106年9月6日 『花開くか大学発ベンチャー(上) 大手企業、連携急ぐ 「社外の知」 成長に不可欠』
- 10 ・日本経済新聞 電子版 2016年5月22日 『みずほ、ベンチャー融資専門部署 マイナス金利背景』
- ・みずほ銀行 HP
- ・ エ ン ジ ェ ル 投 資 総 合 研 究 所 （ 2016 ）
- 15 <http://www.angel-laboratory.com/index.html>
- ・