

平成 28 年度
証券ゼミナール大会

第 5 テーマ B ブロック

日本のベンチャー企業における資金調達について

平成 28 年度

第 5 テーマ B ブロック

「日本のベンチャー企業における資金調達について」

目次

序章	…p. 3
第 1 章 ベンチャー企業の現状について	…p. 4
1 節 ベンチャー企業の定義	
2 節 ベンチャー企業の現状	
第 2 章 ベンチャー企業の資金調達における現状と手段	…p. 9
1 節 ベンチャー企業の資金調達における現状と手段	
第 3 章 ベンチャー企業における資金調達の課題と提言	…p. 31
1 節 諸外国におけるベンチャー企業の主な施策	
2 節 資金調達の課題と提言	
3 節 日本におけるエコシステムの形成	
終章	…p. 45

序章

我が国の産業の新陳代謝を促進していくことは、「失われた20年」と呼ばれる日本経済を再興させるには不可欠である。日本再興戦略にも「ベンチャーの加速」が掲げられており、新規企業による新しい風を呼び起こすことが重要な目標となっている¹。ベンチャーとは、新しく事業を興す「起業」によって、新たなビジネスチャンスへ果敢に挑戦することを示す概念だ。ベンチャー企業は、新たな技術・ビジネスモデル・市場を創り出し、国家の経済成長・活性化に寄与する破壊的なイノベーションを創出する。世界的に見ても、開業率の高い国は経済成長率も高くなる傾向があり、起業活動を行っている起業家の割合も高いのである²。経済における新成長分野を切り拓き、牽引していく存在であり、雇用創出を社会にもたらす経済再生の源である。実際に米国では、ベンチャー企業の雇用創出は、民間雇用の11%と大きな位置を占めている³。また、米国中小企業庁の調査では、成長する新規企業は雇用創出力が大きいことが明らかになっている。

また、新しいテクノロジー、ビジネスモデルなどのイノベーションの多くはベンチャーから創出されてきたことから、我々の生活に便利と豊かさをもたらす根源的役割を果たしていることがわかる。少子高齢化社会における生産性の向上、環境問題におけるエネルギー革命など、将来の日本を支える新技術開発の分野でもベンチャーの役割は大きい。また、近年日本では、ICT分野におけるベンチャー企業にも、日本の経済の活性化・成長が期待されることから、注目が集まっている。現在における大企業の多くも、創業当初は未開拓の分野で、新たなビジネスチャンスを掴みとり、日本経済を支える柱となったのだ。このようにベンチャー企業は、日本経済、引いては日本国民の将来を支える「新しい力」になる必要がある。

近年では、大学・大企業などの第三者とのシナジー効果によって活躍するベンチャー企業が増えており、オープンイノベーションという視点でも、機動性に優れるベンチャー企業への期待は高まりつつある。オープンイノベーションとは、企業等が、自前主義に拘わることなく、技術やアイデアを組織や分野の枠を超えて社外と共有し組替えることにより、イノベーションを実現し、新たな付加価値を創出することである。しかし、ベンチャー企業が持続的に発展・

成長するためには、様々な課題がある。その中の1つが円滑な資金調達である。ベンチャー企業の場合、その「挑戦」というアイデンティティーが資金調達の壁となることが多い。ベンチャー企業への投資は、貸出側にとって長い期間をかけたリスクの大きな投資である。我が国の金融資本市場は、間接金融の牽引によって発達してきた結果、リスク回避的な構造が主流になっており、中長期的な視点でリスクをとる資金調達手法が求められている。また、起業段階における資金調達をサポートし、起業段階における企業のメンターの役割を果たすエンジェル投資家の増加が、我が国のベンチャー起業発展には欠かせない⁴。

10 本稿では、日本におけるベンチャー企業に期待される役割を示した後、ベンチャー企業の資金調達の現状を諸外国との比較を通じて多角的に見ていく。その際に浮き彫りになった課題に対して解決策を提示していきながら、今後のベンチャー企業の発展段階ごとにおける資金調達のあり方を提言していきたい。

15 第1章 ベンチャー企業の現状について

第1節 ベンチャー企業の定義

ベンチャー企業とは、製品や商品の独創性、事業の独立性、社会性を踏まえた、新規性のある企業である。

ベンチャー企業の趨勢としては、まず初めに、1950年代における米国で中小企業投資育成会社を軸にして第一次ベンチャー発展期を迎えた。この影響を受けて、日本でも中小企業の自己資本の充実促進を目指す目的で、官製ベンチャーキャピタルが主要都市を中心に設立された。さらに、米国では1960年代後半には、ベンチャーキャピタルが独立民間系を中心に発展し、これに大企業や金融機関までが参入し、第二次発展期を迎えた。その成果として代表的であるのが、1968年に設立したインテルが、ナスダックに株式公開したことである。このような影響を受けて、1972年に、京都エンタープライズデブロップメントが日本初の民間主導のベンチャーキャピタルを設立した⁵。さらに1973年には、野村証券系の現在はジャフコとなっている日本合同ファイナンスが設立された⁶。当時の日本は、素材産業中心の大量生産産業から、加工組立型産業への転換期でもあり、その周辺を取り囲むようにして、研究開発型のベンチャー企業

20

25

30

が多く輩出された。このようにして、日本における第一次ベンチャーブームが到来したのだ。しかし、1973年には第一次オイルショックによる不況期に突入し、第一次ベンチャーブームは勢いをなくしていった。その後、長期にわたり、ベンチャーキャピタルの設立は行われず、1980年代前半の第二次ベンチャーブームまでベンチャー関連の機運は低下の一途を辿っていった。

第二次ベンチャーブームは、第二次オイルショックの後遺症も癒えた1982年から1986年までの期間のことを指す。この時期は、製造中心の産業構造からの脱却を経て、流通・サービス中心の第三次産業拡大期でもあった。ジャスダック市場の上場基準が緩和され、金融緩和の波によって、証券系、銀行系、外資系のベンチャーキャピタルの設立ラッシュとなった⁷。この結果、数少ないベンチャー企業に過大なキャピタル投資が行われ、急拡大戦略を採用したベンチャー企業は、積極的な設備投資が空振りし、さらに1985年からの円高不況が重なったために、1985年にかけて倒産が相次ぎ、「ベンチャーの冬の時代」と言われるようになった⁸。

第三次ベンチャーブームは、バブルが崩壊し、日本が長期不況に突入した1995年から始まった。国家を上げて、ベンチャー支援を行ったことが特徴である。1995年には、研究開発型ベンチャー企業などを支援する「創造的中小企業促進法」、1996年には、各都道府県でベンチャー企業への投資を行う「ベンチャー財団」が設立された。これら官主導のベンチャーインフラ整備に加えて、いわゆる起業家エンジェルや専門若手キャピタリストの出現、大学や民間での産学提携の活発化と起業家育成教育の拡大など、現在にも通じる、産官学が行うベンチャー支援は、この頃から行われてきたのである。さらに、ベンチャーへの機運を高めたのは、東京証券取引所の「マザーズ」と、大阪証券取引所の「ナスダック・ジャパン」の開設だ⁹。従来の、ベンチャー企業の出発地点として捉えられていた株式上場が、将来に向けて成長可能なベンチャー企業が出発地点としての資金調達が可能になったのだ。最近では、インターネットの普及により、ITに根ざしたビジネスモデルが一気に拡大してきた。ベンチャー企業の独創的なアイデアは、オープンイノベーションによる日本経済の起爆剤として求められており、ベンチャー企業は、もはやブームではなく、日本経済を牽引していく揺るがない基盤となるべきなのである。

本論文においては、ベンチャー企業の発展段階に応じて、それぞれの名称を定義している。創業間もないベンチャー企業は、各ステージにおいて特性や資金調達手段が変わるので、確実に定義を押さえておく必要があるのだ。

5 創業初期から順番に、シードステージ、アーリーステージ、エクспанションステージ、レイターステージとする。シードステージは、商業的な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段階である。アーリーステージは、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段階である。エクспанションステージは、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つつある段階であり、最後のレイタース
10 テージは、持続的なキャッシュ・フローがあり、IPO直前の段階である。もちろん、それぞれの発展段階に応じた特有の課題が存在し、発展に連動して資金調達における問題点も変わる。後に詳しく述べることにするが、ベンチャー企業の資金調達が最も難しいとされる、基礎研究から実用化を目指した研究までの「魔の川」、実用化研究から製品化までの「死の谷」、製品が市場による淘汰を受けて生き残るまでの「ダーウィンの海」と呼ばれる資金調達の課題がある。
15 これらの各段階における資金調達の課題を解決すべく、第3章を中心に解決策を提言していく。

【図表1】ベンチャー企業の発展段階

20



25

出所) 「JRI レビュー」・野村敦子・2015・p.72

第2節 ベンチャー企業の現状

1. ベンチャー企業の現状

ここでは、日本におけるベンチャー企業の現状を述べていくこととする。日本では、資金調達的手段として長らく間接金融が主な手段であった¹⁰。しかし、情報の非対称性によってリスクを回避する傾向にある銀行等では、ベンチャー企業の資金調達には適していないため、ミスマッチが起きているのである。

- 5 また、特にリーマンショックと呼ばれる金融危機の直後には銀行融資だけでなくベンチャー企業への資金供給が急激に悪化した。しかし、VCからの出資を見ると、近年は回復傾向にあるものの、未だ以前の基準には戻っていない¹¹。しかし、日本再興戦略ではベンチャー企業を育成することが1つの重要な目標として定められ、現在3～5%と低い開業率を10%まで引き上げようとしている¹²。
- 10 。また、近年の特徴として、以前は圧倒的にベンチャー企業への投資のイグジットの形態はIPOが多かったのに対して、近年は徐々にM&Aが増えてきている傾向にある¹³。

2. 諸外国におけるベンチャー企業の趨勢

- 15 ここでは、世界のさまざまな国々や地域で、ベンチャー企業がどのような状況にあるのかを知るため、近年目立った動きのあった国や地域をピックアップして、紹介することとする。アメリカの調査会社コンパスの「2015年世界スタートアップ・エコシステム・ランキング」において、以下四カ国は上位にラン
- 20 ークインしている（ロサンゼルス3位、イスラエルのテルアビブ5位、シンガポール10位、インドのバンガロール15位）¹⁴。

(1) スタートアップの集積地ロサンゼルスでは、ITや技術系エコシステムの取り組みが盛んである。2011年10月には、ロサンゼルス市と同市水道電力局

- (LADWP) によって「ロサンゼルス・クリーンテックビジネス・インキュベーター (LACI)」という環境技術に特化したエコシステムを設置し、環境技術系スタートアップを呼び込み、ロサンゼルスの環境改善と投資・雇用増につなげたい
- 25 としている¹⁵。

- (2) イスラエルは1990年代以降、ハイテク技術に注力した国づくりを積極的に進め、その創造的な技術開発力により、急速な発展を遂げ、ハイテク産業への
- 30 投資額は、毎年10億ドルを超える水準で推移している¹⁶。1991年にリスクの高

い初期段階にある革新的技術アイデアを持つ企業のスタートアップを支援する「テクノロジー・インキュベーション・プログラム」が設けられた¹⁷。これは、政府からライセンスを取得した民間企業によって運営され、インキュベーター運用予算の一部は政府補助金で賄われている¹⁸。政府が積極的にリスクを負担することで、マイノリティ分野の研究開発の促進やベンチャーキャピタルを含む民間部門の投資機会を創出する他、研究機関から産業への技術移転や起業家精神の醸成も行う。本プログラムの成果により、毎年 70-80 社のスタートアップ企業が生まれており、1991年の開始から2013年までに約1900社に対して約7億3千万ドルを出資した。約1600社がこのプログラムを卒業し、うち約60%が民間投資家から出資を受けることに成功し、獲得した投資総額は40億ドルを超えている¹⁹。

(3) シンガポールは起業に対するインセンティブやインフラの整備など政府が主導する形で、急速に成長した²⁰。スタートアップ資金支援策が10種類以上あり、特に「テクノロジー・インキュベーション・スキーム (TIS)」の評価が高い。TISは政府が起業初期のリスクの大半を負う政策で、スタートアップ大国として先行するイスラエルの支援制度「テクノロジー・インキュベーション・プログラム」をモデルにしたものでスタートアップの活性化につながっている²¹。制度内容は、商業化が見込まれる有望な開発プロジェクトの費用を政府が85%、残りの15%をハイテク系インキュベーターが支援するというものである²²。シンガポール貿易産業省によると、起業間もない小規模企業は2005年の2万4000社から、2014年に5万5000社へと2倍以上に増加した²³。

(4) インドの成長はこれまでサービス分野が支えてきたが近年は研究開発(R&D)が経済の重要な推進力となりつつある。人口が約12億人という巨大市場であり、英語力・技術力に優れたエンジニアなどの人材も豊富なおうえ、先進国より低コストで採用できるというメリットがある。特にイノベーション・ハブのトップであるバンガロールはもともと防衛産業の町として製造業が集積しており、インド理科大学院やインド経営大学院といった国内最高峰の大学もある。1991年に経済が自由化されるまではR&Dは主に国防を目的として行われていたが、1991年以降は外資規制の緩和が進み、マイクロソフトやインテルなどのアメリカの大手ソフトウェア企業がオフショア拠点としてのR&Dセンターを次

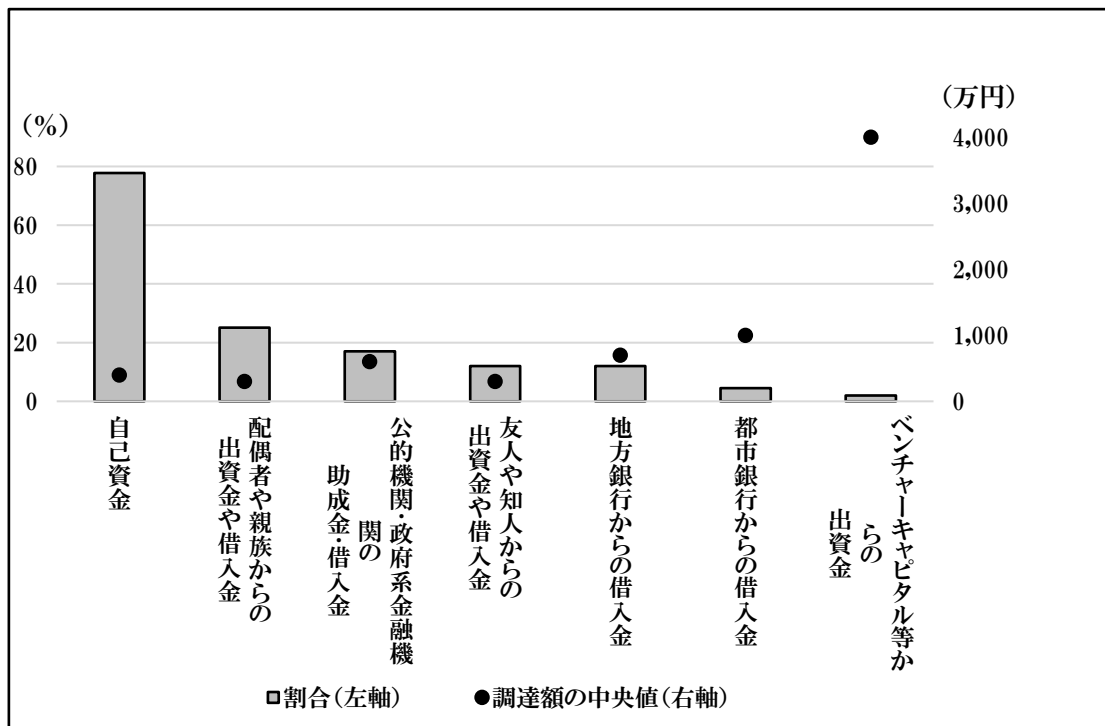
々とインドに設立した²⁴。バンガロールには、インド国内の研究開発センターの40%超が設立されており、インドの研究開発人材全体の55%が働いている²⁵。バンガロールは、①古くから航空宇宙産業をはじめとする化学技術の中心②工学系の高等教育機関が充実③シリコンバレーで勤務経験のあるインド人が好んでこの地に戻るため国際経験豊富な人材が集まってくる④過ごしやすい気候⑤生活費がニューデリーやムンバイより安いという以上のことから、インドのシリコンバレーと呼ばれている²⁶。インドを「職を求める」国から「職を創り出す」国に転換させようと、政府もイノベーション・エコシステムの構築に積極的であり、2016年1月、モディ首相は「スタートアップ・インドア」というイノベーションとスタートアップを育てるエコシステムを整え、持続的な経済成長と雇用の創出を目指す方針を示している²⁷。

第2章 ベンチャー企業の資金調達における現状と手段

第1節 ベンチャー企業の資金調達における現状と手段

1. 自己資金

【図表2】 起業資金の調達先及び調達金額



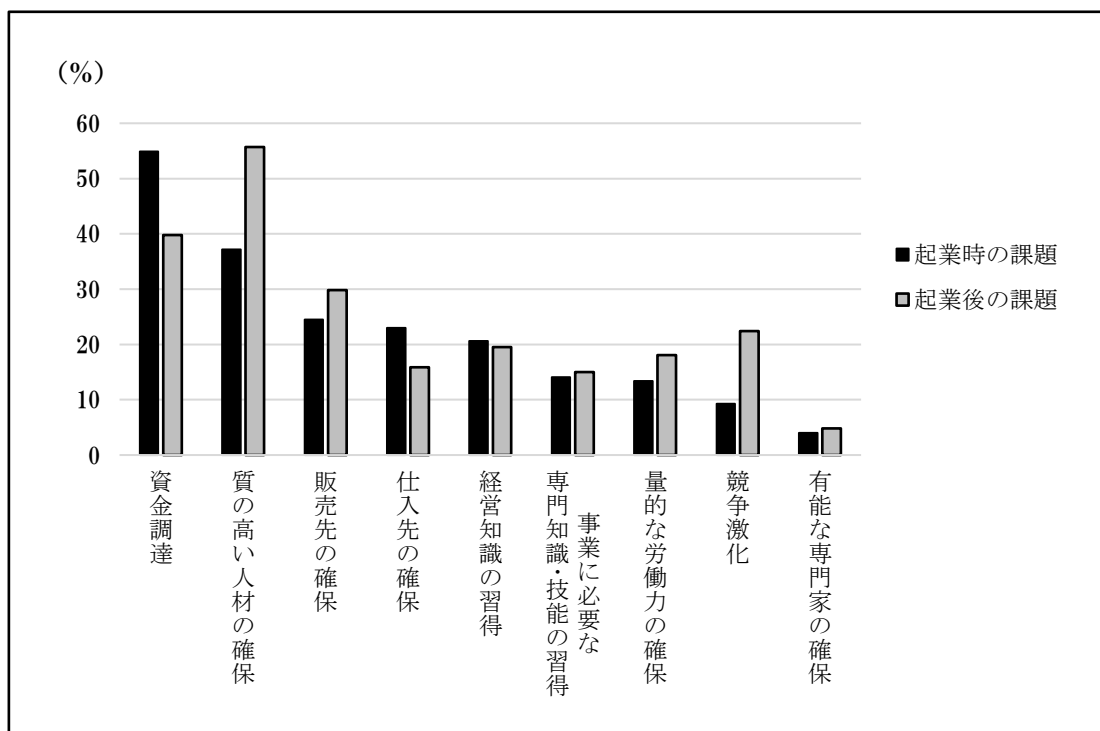
出所) 「2011年版 中小企業白書」・中小企業庁・2011・p.14

自己資金とは、貯蓄や、資産を売却して得たお金である。兄弟や友人から借りたお金は自己資金には含まれず、あくまで当事者本人の資金となる。起業初期のベンチャー企業の資金調達方法としては、自己資金や公的機関からの資金援助、金融機関からの借り入れなどが考えられるが、ベンチャー企業は過去の取引実績などの信用力が確立されておらず、担保もない場合が多いため、金融機関等からの借り入れは非常に困難である。【図表 2】より、日本で起業する起業家の資金調達先として「自己資金」が一番多いことがわかる²⁸。続いて、「配偶者や親族からの出資金や借入金」、「友人や知人からの出資金や借入金」が上位を占めている。「創業者」、「家族」、「友人・知人」という、いわゆる 3F(Founder, Family, Friends) への依存度が高くなっていることがわかる。次に、各調達先で資金調達額を見ると、その内訳はベンチャーキャピタルや金融機関からの借り入れが大きい。起業家のベンチャーキャピタル、金融機関への依存度は低く、起業資金の主要な調達先とはいえない。対して、自己資金や家族等への依存度が高くなっているが、そうした調達先からの調達額は少ないため、起業資金としては、平均 1205 万円かかることを考慮すると、起業資金として十分でない可能性が指摘される²⁹。また、公的機関から資金を借り入れる際にも自己資金要件があり、起業するためには、ある程度の自己資金が必要となる³⁰。これらを考慮すると、日本のベンチャー企業は金融機関、ベンチャーキャピタル、公的機関からの資金調達が困難であり、自己資金では全てのお金を集めることができないことから、起業時において【図表 3】のように資金調達が最大の課題としてあげられている。

25

30

【図表 3】 起業及び起業後の課題



出所) 『経済成長の源泉たる中小企業に関する調査に係る委託事業』報告書」・中小企業庁・2010・p.16

5

それではここで、アメリカにおける自己資金はどのようなものであるか見ていくこととする。アメリカにおいても起業初期は自己資金が中心であり、自己資金をベースに事業を開始し、製品作成時には、エンジェル投資家などから資金調達することが多いのである³¹。

10

2. 直接金融

(1) エンジェル投資家

ここでは、特にアールリーステージにおけるベンチャー企業の資金調達を論ずるにあたって欠かすことのできない、エンジェル投資家について、述べていくこととする。エンジェル投資家とは、アールリーステージのベンチャー企業に対して、その事業の将来性やその企業の起業家の性格を見て判断した上で投資を行う個人投資家のことである。さらには、積極的に投資先の経営の指導も行うことが特徴である³²。

なぜエンジェル投資家という呼び名であるのかということ、かつて米国で、ミュージカル制作に対して資金提供を行い、スポンサーとなった個人が「エンジェル」と呼ばれたことに由来する³³。

5 さまざまな資金調達の方法が存在しているなかで、なぜエンジェル投資家が必要なのだろうか。日本では企業規模の大小にかかわらず、研究開発や事業の実施に必要な資金を調達する際に、かねてから銀行借入等の間接金融に頼っている³⁴。これは、ベンチャー企業への投資がハイリスクであることなど、株式投資が投機的であるとする日本の国民性が問題である。日本では、このことからベンチャー企業であっても、間接金融からの資金調達を主としている。

10 しかし欧米諸国ではこれから成長していく創業期のベンチャー企業は、間接金融ではなく、株式によって資金調達を行う直接金融が主である³⁵。これは創業期のベンチャー企業にとって、新規事業が起動に乗るまでの相応の資金調達として適さないと考えられているからである。また、一般に銀行借入等の間接金融主体は、リスク回避的であるため、起業初期のベンチャー企業は事業を行う

15 ためのリスクマネーを間接金融主体から調達することは困難である。冒頭でも述べたように日本のベンチャー企業は、間接金融が主体であるが、新規産業創出の観点から、その担い手となる、ベンチャー企業の創出・育成は重要な課題であり、そのためにも、ベンチャー企業の直接金融による資金調達の円滑化が必要となっている。

20 では、どのような人がエンジェル投資家になりえるのか。ベンチャー企業という経営基盤の整っていない特殊な段階の企業に投資を行う彼らの、人物像を述べていくこととする。エンジェル投資家のほとんどが、自分で過去にビジネスを築き上げ成功した者である。特徴として、自ら事業を興した経験があり、そのキャピタルゲインで資産を獲得した元起業家や、地域の中堅企業の創業者

25 で引退した人、あるいは大企業で経営を経験しリタイアした元経営者など、かつて事業で成功した後、現在は経営の第一線から退いているという特徴がみられる。その他にも、年齢的には40代から50代であることが多い、男性が多い、大学卒以上の高等教育を受けている、などの特徴があげられる³⁶。また、エンジェル投資家の投資先として、地理的には自分の自宅または職場から比較的近い企業であることも特徴のひとつであるといえる。この理由としては投資案件

30

を自分の自宅近くの情報源から得ているためであるが、より重要な理由として、エンジェル投資家は育成支援を重視する「ハンズ・オン型」の投資を目指しているため、地理的に近い企業を選ぶ傾向が強い。ここで「ハンズ・オン型」とは、エンジェル投資家が出資先のベンチャー企業に対して、社外取締役

5 就任するなど企業の経営の一端を担い、事業育成に寄与することである。

エンジェル投資家の役割を述べていくことにする。エンジェル投資家がベンチャー企業に対して果たす役割としては、二つの側面がある。第一は起業初期のリスクマネーにするという金融的な側面であり、第二はエンジェル投資家による経営への参加や株主としてのアドバイスによって、エンジェル投資家の有

10 する事業経験や専門知識などがベンチャー企業の事業経営にいかされるという経営的側面の役割がある。特に米国のシリコンバレーなど、ベンチャー企業の創出・成長が長期間恒常的に続いている地域においては、ベンチャー企業創業者が自らの事業を成功させたのちにその事業で得た資金を、次のベンチャー起

15 業家に投資し、エンジェル投資家は自らの事業経験を生かして新しいビジネスの創出に協力するというベンチャー起業家の生態系（エコサイクル）が形成されている。

今まで、主にエンジェル投資家を利用するにあたっての、メリットを述べてきたが、ここで以下の表にて、メリットだけでなくデメリットについても整理しておく。

20

【図表 4】エンジェル投資家を利用するメリットとデメリット

メリット	デメリット
<ul style="list-style-type: none"> ・比較的小さな取引に投資する ・アーリーステージの企業に投資する ・どのような分野にも投資する ・投資までのプロセスや取引の交渉が比較的短く、関連する費用が少額である ・経営のアドバイスが役に立つ 	<ul style="list-style-type: none"> ・同じ会社に追加投資をしない場合が多い ・会社の経営のコントロールをある程度失う ・会社を乗っ取られる可能性がある

出所) ジェトロサンフランシスコセンターHP

【図表 4】からも分かるように、エンジェル投資家は、起業してからの期間が短く、経営のノウハウもほとんど持っていないベンチャー企業にとって、資金を提供し、さらに経営の面でもサポートしてくれる可能性が高いという、まさしく「エンジェル」のような存在である反面、経営への口出しをするため独自の経営ができなくなる可能性もあるといえる。

ここで、エンジェル投資家と、しばしば間違えられてしまうことのある、ベンチャーキャピタリストとの違いについて言及していくこととする。エンジェル投資家とベンチャーキャピタリストの違いについて、それぞれの特徴を述べる。まず、エンジェル投資家の投資の目的としては、ベンチャー企業の成功を目的に支援を行っているため、キャピタルゲイン獲得をあまり重視していない。また、エンジェル投資家の資金源は自己資金であり、投資を本業としていないパートタイム投資家である。また、自らが元起業家であり、経営ノウハウをベンチャー企業に伝授することなどから、比較的自宅から近いベンチャー企業に対する投資を行う。投資を行う際の審査や交渉時間は短時間であり、エンジェル投資家、ベンチャー企業双方のコスト削減につながる。これに対してベンチャーキャピタリストの投資の目的としては、投資した資金でベンチャー企業が成功し、投資資金を回収することを重視している。ベンチャーキャピタリストの投資資金源は、他人資本であり、投資を募り、その資金をベンチャー企業に投資する投資を本業とするフルタイム投資家である。投資を行う際の審査や交渉時間は比較的長く、ベンチャーキャピタリストは、ベンチャー企業の将来性を慎重に評価している。これらの、エンジェル投資家とベンチャーキャピタリストの違いを、比較しながら以下の表にまとめた。

【図表 5】エンジェル投資家とベンチャーキャピタリストの違い

エンジェル投資家	ベンチャーキャピタリスト
確実な成功に関心を持つ	資金回収としての戦略に関心を持つ
自己資金	他人の投資資金
約 8 割が起業の経験あり	約 6 割が起業の経験あり
パートタイム投資家	フルタイム投資家

起業家的経営者	財務的経営者
起業家に焦点を当てる	企業理念及び急成長に焦点を当てる
ゼネラリスト	スペシャリスト
デューデリジェンス、交渉は短時間	デューデリジェンス、交渉は長時間
ベンチャー企業の物理的場所を重視	

出所)「エンジェルファイナンス」・Gerald A Benjamin/Joel B Margulis・2001
・ p.115

5 ここまで、エンジェル投資家の全般の特徴や存在の意義について述べてきたが、肝心の日本におけるエンジェル投資家の動向はどのようなものなのであろう。日本におけるエンジェル投資家の数は約1万人で、米国の約23万人と比べてわずか4%程度であり、投資案件1件あたりの年間投資額も日本は100～300万円で、米国の約5,000万円と比べ2～6%にとどまっているとの調査がある³⁷。そもそも日本においては、国民が投資にける金額も、ベンチャー企業
10 の資金調達市場もアメリカに比べて非常に小さいので、単純に良し悪しを語ることは避けたいが、その事実を鑑みても日本におけるベンチャー企業のアーリーステージにおける資金調達の困難さをこの数字は表しているといえる。

ここで、少し視点を変えて、エンジェル投資家が形成するエンジェルネットワークについて紹介していくこととする。エンジェルネットワークとは、エン
15 ジェル投資家がベンチャー企業に投資する際の投資情報の入手や投資ノウハウなどの情報交換をエンジェル投資家同士で行う場である。アメリカやヨーロッパでは、それぞれエンジェルネットワークが200以上存在しており、エンジェルネットワーク同士の連携・組織化も進んでいる³⁸。エンジェルネットワークの利点として、まず第一は、エンジェル投資家を素早く発見して、投資家と起
20 業家双方がコストをかけずに、投資案件の検討を行えるようにする点である。第二の利点としては、個人では十分にエンジェル投資家に必要である情報やスキルを有していない者にも投資機会を拡大し、必要な知識やスキルをお互いに提供し合う機能を有しているため、エンジェル投資家の裾野の拡大ができる。また、個人投資家として十分に能力を有する者は、ネットワークから互いに情
25 報やノウハウを補いあうことができ、投資先企業に対するデューディリジェン

ス（精査）や経営指導をより専門的に行うことができるようになる。そのためエンジェル投資の成功率や投資収益率の向上にもつながる。

ここで、エンジェルネットワークが活発なアメリカでは、実際にどのように機能しているかについて述べていくこととする。まず、アメリカのエンジェル

5 ネットワークの3類型を述べる。まず第一として、アメリカではネットワークがコンピューターによっておこなわれている場合が多い。その手順として、まず投資家が希望する投資内容をネット上に掲載する。次に、起業家は事業内容に関する質問用紙に回答し、自分のビジネスプランをネット上に登録する。その後、コンピューターがエンジェル投資家と起業家のニーズを検索し、双方のニ

10 ーズに会う案件を選び出し、双方が実際に会って投資条件の交渉を行う。第二としては、少数の起業家が、限定された投資家の前で、自分のビジネスプランを発表するフォーラム形式がある。新規創業企業の中から少数の成長可能性の高いベンチャー企業の経営者に対して、投資がおこなわれる。第三は、定期刊行物を利用するもの。具体的には、投資を求める企業リストなど掲載した情報

15 誌を購読者や投資家予備軍に販売する方法である。これは単独で利用される場合もあれば、他の方法を補完するものとして利用される場合もある。これらの投資仲介ネットワークの大部分は大学や商工会議所などの非営利団体によって運営されている。その運営費用は、参加費用と、国ないし政府、地方公共団体、財団、銀行、公益企業、会計事務所、その他、地域経済の振興に携わる諸期

20 間からの資金援助などによって賄われている。

エンジェル投資家は、ベンチャー企業のシードステージにおける資金調達において重要な役割を担っているが、日本ではエンジェルネットワークが未整備である。そのことから、エンジェル投資家に対する投資情報が不十分であるなど投資活動の制約要因となり、新規創業企業に対して十分な資金提供を行えず、エンジェル投資家と起業家との出会いが容易でかつ素早く低コストで投資

25 を行えない状況にある。

(2)VC(ベンチャーキャピタル)

ベンチャーキャピタル（以下、VCと略す）とは、「ベンチャー企業に対して

30 リスクマネーを供給する専門金融会社」のことである³⁹。

VCの成り立ちは、VCは、現在のベンチャー大国であるアメリカから始まり、世界初のVCは、1940年に設立されたアメリカン・リサーチ・ディベロップメントである⁴⁰。当時のアメリカはリスクマネーに対する資金供給の体制が整っておらず、このままでいくと経済が減退すると懸念をした政府が大学や財界の協力、また銀行からの資金や人材の提供を受けて設立されたものである。また、1958年より運用が開始されたSBIC（Small Business Investment Company）プログラムは、VC業界を資金面において支援することを目的として、米国中小企業庁によって行われた⁴¹。SBICプログラムは、VC業界に対して相当な割合の資金を提供しており、民間投資家の量的補完に大きな役割を果たしたと言われている。

まず、VCがベンチャー企業を支援しそれを完了するまでのプロセスを説明することとする。VCの活動を簡潔に述べるとすれば、ベンチャー企業に対してリスクマネーを投資し、投資後は支援を行い、事業を成功させる。これにより、企業価値を高め、株式を売却し、その差額を得ることになる。ここで大切なのは、VCの投資の対象は、ベンチャー企業に特化しているという点である。

ベンチャー企業は、新市場や新産業に挑戦する上に、企業自体も設立から時間が経っていない。そのため、経営基盤が固まっておらず、倒産のリスクが高くなる。VCのベンチャー企業への投資の成果は、10社に投資した場合に、3社は大成功をおさめることができ、投資金額の5～30倍で株式を売却できる可能性が高く、4社は損失こそ出なかったものの、資金回収に困難を極める結果となり、残りの3社は倒産してしまう、つまり投資資金の回収は叶わない可能性が高くなるのである。⁴²

このようにベンチャー企業への投資はほかの形態の投資とは異なり大きなリスクを孕むため、その投資のプロセスも独特である。以下に、投資案件の発掘し、回収するまでの投資活動プロセスを記していく⁴³。VCによりまず行われることは「調査」である。いまどのような業種に需要があるのかという市場調査や、またその分野の成長可能性などを見極める。「調査」の次は「開発」である。調査した分野で活躍している、または活躍する可能性のある企業を発掘しいくつか目星をつけ、その企業の評判や持っている技術の市場における価値をチャンネル等から判断する。続いて、「審査」と「投資決定」である。ここで、

そのベンチャー企業に本当に投資するかどうかの最終判断を下す。ベンチャー企業の財務体制など細かな審査をおこない、将来損益、投資価格の決定などをおこない、将来性があると判断したベンチャー企業に投資をおこなうことを決定する。投資をおこなった後は、そのベンチャー企業の企業価値を高めることに全力を注がなくてはならない。「モニタリング」と「成長支援」である。投資先企業の現状を把握し、何か問題があれば迅速に対応し、できるだけ投資したベンチャー企業の企業価値が高まるように監視かつサポートをしていく。そして最後は、「公開支援」である。ベンチャー企業が株式公開（IPO）するための支援を行う。そして、無事に上場して初めて、VCはベンチャー企業の株式を譲渡して利益を得るのである。

ここで、VCの種類について説明することとする。VCには大きく分けて四つの種類がある。①金融系VC、②事業系VC、③専門系VC、④政府系VCである。金融系VCは、証券会社や銀行、生損保などの金融機関を母体としている。事業系VCは、商社、製造業、サービス会社などの事業会社を母体としている。専門系VCは、金融系VCや事業系VCに勤務していたキャピタリストなどが独立して立ちあげたものである。最後の政府系VCは、その名の通り、公的機関を母体としている。政府系VCとして2009年に設立された産業革新機構があげられる。そもそも、産業革新機構は、経済が多様化している現在において、オープンイノベーションを活性化させ、次世代の産業を創出するために設立された機構である⁴⁴。そもそも、産業革新機構は、経済が多様化している現在において、オープンイノベーションを活性化させ、次世代の産業を創出するために設立された機構である。平成26年に施行された産業競争力強化法では、ベンチャー支援策として、支援決定プロセスを迅速化・簡素化するという措置が講じられた。実際に、支援策が簡素化されたことによって、平成26年度産業革新機構が支援決定を行った22件のうち、ベンチャー企業の支援は18件であり、資金調達が困難なベンチャー企業にとって、新たな資金調達先として今後更なる期待が寄せられる。

また、日本のVCの特徴として、金融系VCが多いことがあげられる。ここで、具体的にVCの属性の内訳を見ると、金融機関系VC（57%）、事業会社系VC（22%）、独立系VC（18%）、その他（3%）であり、日本のベンチャー企業は間接金融に融資を受けることが多いことがわかる。一方でアメリカのVCの属性の

内訳を見ると、独立系VC（91%）、金融機関係VC（5%）、事業会社系VC（2%）、その他（2%）であり、日本と反対に直接金融からの資金調達が多く、間接金融からの資金調達は少ないのである⁴⁵。

5 (3)CVC(コーポレートベンチャーキャピタル)

ベンチャー企業の資金調達手段として、先にVCからの調達を述べたが、ここではVCの役割を企業が担うコーポレートベンチャーキャピタル（以下、CVCと略す）について、大企業、ベンチャー企業双方の視点から述べていく。

CVCについて、ベンチャー白書2015によると、「民間の非金融事業法人によるVB投資」と定義している⁴⁶。つまり、通常金融業を行っていない企業が、ベンチャー企業に対して投資を行うということである。近年、市場のニーズの多様化に伴い、市場のスピードに遅れをとっている。イノベーションが創出されにくくなっている要因は二つある。第一は、大企業の肥大化した組織では、迅速かつ大胆な意思決定や機動的で小回りの利く製品開発などが難しく、変化の激しい市場に追いつくことが出来ていないことが挙げられる。第二は、大企業内で既に中核となる事業分野が確立しており、その拡大に優先的に経営資源が投入され、それと異なる分野の技術やアイデアを用いた革新的な技術が生み出されにくい環境が構築されていることが挙げられる⁴⁷。実際に、「モノづくり」を武器に世界中を席卷した日本の製造業は、新興国に追いつかれるどころか、
20 追い越されつつある現状である。さらに、日本のGDPにおける研究開発費は、長年世界1位であったが、近年は韓国に抜かれ、世界2位に甘んじている⁴⁸。このように、大企業は研究開発費に莫大な費用を投じているにもかかわらず、利益に結びつけることができない現状にある。

つまり、自前主義の限界を示しており、外部からの新たな視点を取り組むことが急務となっているのである。実際に、今後、大企業が新規事業の開拓に取り組むにあたり、従来の自前主義に乗っ取って、ゼロから研究開発に取り組んだり、企業を買収したりすることは、コストもリスクも大きい。一方でCVCならば、複数のベンチャー企業に対して少数投資を行うので、その技術や事業の動向、成否等を見極めながら、投資先のうち有望と思われるベンチャー企業に
30 先行してアプローチすることが可能である。

では、ここから CVC を行う意義について、大企業、ベンチャー企業双方の視点で論じていくことにする。まず、大企業が CVC を行うことによって享受するメリットは、新たに自社で事業を行う場合、CVC 投資によって、既に求めている技術やノウハウを持っている企業に投資した方が、自社でゼロから始めるよりも大幅にリスクが軽減されることや、自社以外の新たな技術を取り入れることによって、開発が迅速化されることも大いに考えられる。大企業における新規事業開拓については、複数のベンチャー企業に対し少数投資を行うもので、その技術や事業の動向、成否等を見極めながら、投資先のうち有望と思われるベンチャー企業に先行してアプローチすることが可能である。また CVC 投資では、他の VC 等のリスクマネー活用も視野に入るため、単独でベンチャー企業を買収するよりも、少額の資金でベンチャー企業の経営に参画でき、レバレッジを利かせることが出来るのである⁴⁹。自社では得られない新たな技術やアイデアについては、社内で有効活用されていない資源を社外に導出して、有効活用される機会を作り出していくとともに、社外の技術やアイデアの積極的な導入により、効率的かつ迅速に自社のイノベーションを促進させるのである。革新的な技術やアイデアを有するベンチャー企業との連携は、企業内部のイノベーションを誘発させ、成長力や競争力を維持するうえでも非常に重要となってくるのだ。また、社内に新風を巻き起こすこともある。大企業は、大企業病と称されることが多いように、活力を失っていることも多いため、ベンチャー企業と連携することで再び活性化することが期待される⁵⁰。

大企業による CVC 投資が近年注目されているが、実際のところ、2000 年代に巻き起こったベンチャーブーム時にも、大企業による CVC の取り組みはあったのである。しかし、当時の CVC の多くは撤退あるいは縮小を余儀なくされたのである。その主な理由として、当時の大企業にとって必要な技術や人材、あるいはビジネスモデルを持ったベンチャー企業が少なかったことが挙げられ、またそこに投資する日本の VC は金融機関の子会社を中心であり、米国の VC のように経験と投資策を育成するスキルを持たず、CVC として連携できるような存在ではなかったことが挙げられている。しかし、近年の CVC においては、前回と比べて、投資主体、投資するステージ、そして CVC を行う手法の 3 点について大きな違いが見られる。まず、投資主体について、前回ブーム時は大手電機

メーカーが中心であったが、今回の CVC 事業の中心は、ヤフーやリクルート等のネット系企業や KDDI、NTT ドコモ、フジテレビ等の通信・放送系が中心となっている⁵¹。グリーやサイバーエージェント等、自社もベンチャー企業として出発したベンチャー企業出身者が CVC を設立・運営するケースも増加傾向にある。

5

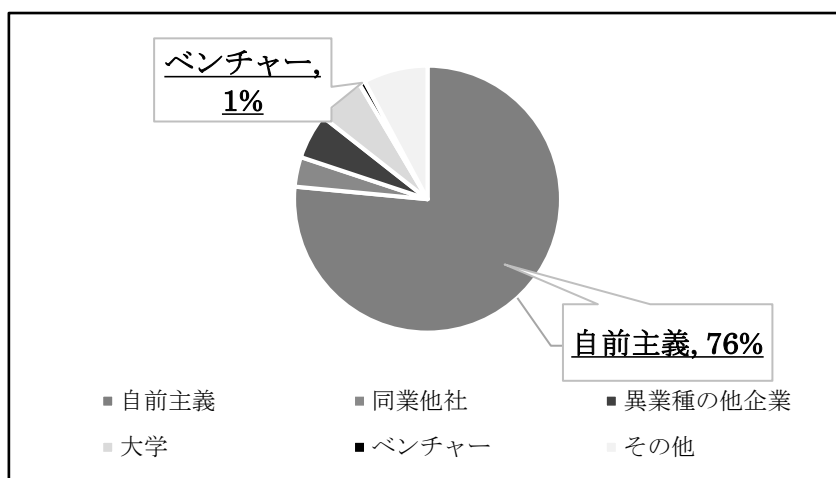
次に、投資ステージについて見ていくと、前はレイターステージへの投資が中心であったが、今回は創業間もないシードステージやアーリーステージへと移行している⁵²。また、CVC を行う手法について、以前のように資金拠出ばかりを行うのではなく、企業の育成（インキュベーション）にも注力しており、社内の目利き人材の育成にも併せて取り組んでいる傾向が見られる。その結果、投資期間も長期化の傾向を示している。その背景としては、インターネットの普及やクラウド・サービスの発展に伴い、低コスト・少人数で起業可能な IT 系ベンチャーが創出されやすい環境にあることや、第 3 次ベンチャーブーム時に設立されたベンチャー創業者たちが、自らの経験を基に、創業段階からベンチャー企業を支援するシード・アクセラレーターの役割を果たしていることなどが挙げられる。しかし、日本においてこうした事例はごく少数であった、製造業を含め多くの大企業において、国内で CVC を設立して積極的に活用しようとする動きは【図表 6】にあるようにほとんど見られない。

10

15

20

【図表 6】大企業の外部との連携の現状



出所) 「産業構造審議会産業技術環境分科会」・経済産業省・2014・p. 28

このように、日本における CVC は、積極的に活用されているとは言い難いのが現状である。そのため政府としても、日本再興戦略において、ベンチャー企業の支援策について、「企業の中長期的な収益性・生産性を向上させ、産業の新陳代謝を促進し、もって持続的な成長を実現するためには、成長取り込み型の事業革新、ベンチャー投資・創業、インフラ基盤の整備等の分野に対して、
5 現在、銀行や時限的に設置された官民ファンド等では供給が十分でない、長期を含めた民間資金の供給を促進する必要がある。」と記している⁵³。ベンチャー企業の支援については、成長段階に応じて、資金支援、研究開発・技術支援、販路開拓支援、出口支援などで、政府やVCによる支援だけでは不十分であつて、当該ベンチャー企業の事業や技術に精通した大企業による関与がより一層必要となってきたのだ。

最後に、CVC による資金調達、ベンチャー企業にとってどのようなメリットがあるのかについて述べていくこととする。ベンチャー企業にとっても、通常のVCから資金調達する場合に比べて、CVC は資金以外のニーズを満たしてくれるというメリットがあるといえるだろう。CVC を実施している大企業は資本提携だけでなく、事業提携を視野に入れて投資をしていることが多いので、大企業がベンチャー企業に対して、資金以外の資産提供することができるし、販路拡大に協力することもある⁵⁴。また、ベンチャー企業が開発した技術を商品化する際に大企業が大量生産や品質保証の役割を担えば、ベンチャー企業のリスクは大きく軽減されるはずである。当然資金面においても、大企業と連携することで、創業時の資金繰りが容易になるのだ⁵⁵。CVC によって資金を得たベンチャー企業は、どのように発展していくのだろうか。現在の日本においては、VC企業が発展を遂げたとしても、大企業が協業や M&A など活かす土壌がないため、ベンチャー企業の出口戦略は IPO（株式公開）に偏重している。その結果、多くのベンチャー企業が IPO まで辿り着けずに消滅している。先述してきたが、日本の大企業の多くは依然として自前主義が顕著であり、アメリカのように M&A 市場を活発にしようにもできない環境がある。ベンチャー企業が大企業と連携することは、双方にとって大きなメリットがある。しかし、大企業はステークホルダーや投資家などの利害関係者の事も考慮しなければならないため、簡単にベンチャー企業に投資できない側面もある⁵⁶。今後、日本経済が発

展していくためにはベンチャー企業の勃興が不可欠であるため、CVCの今後の在り方について第3章において具体的な解決策を提言していく。

(4) クラウドファンディング

5 信用力に乏しいベンチャー企業が直接金融を利用するのは難しく、資金調達方法として直接金融が占める割合は小さい。しかし、特に新産業分野における中小企業の育成が肝要とされ、そのためにはリスクマネーの供給が今後の課題であった。そこで、近年話題になっているのがクラウドファンディングである。

10 クラウドファンディングとは、インターネットを通じて、小口資金の多数の需要者と供給者を結びつけるサービスであり、近年急速に発達している資金調達方法である。銀行や投資家などの専門家ではなく不特定多数の一般の人から資金を集めるため、少額からの支援が可能になるところが特徴である⁵⁷。支援金に対し物品やサービスでリターンされる「非投資型」と金銭でリターンされる「投資型」があり、非投資型は寄付型、購入型、投資タイプは融資型、ファン
15 ド型、株式型の計5つに分けることができる。以下でその類型を説明する⁵⁸。

① 寄付型

インターネット上のプロジェクトに対して出資を行うが、「寄付」であるためリターンは発生しない。例えば、災害支援など、共感を得た人々が資金を提供するというものである。

② 購入型

購入者から集めた代金を元手に製品やサービスを開発し、そのリターンとして購入者に完成した製品やサービスを提供する。特徴は、金銭的なリターンで
25 はなく、開発された商品やサービスなどのプロジェクトの成果物がリターンであることである。

③ 融資型

投資家から集めた資金で、企業に対して融資を行うもの。小口の資金を集めて大口化することにより、個人には手の及ばない規模の不動産投資や海外投資

などの、好条件な投資案件に参加できるようになる。また、リターンとして、返済金利の一部が分配される。

④ ファンド型

5 出資に対するリターンとしては、契約期間中の売上の一部を分配金として受け取ることができる。さらに、投資家特典として、企業の商品やサービスがもらえる場合もある。

⑤ 株式型

10 投資に対し、株式を受け取ることができる。世界各国で株式に厳しい規制がかけられていることもあり、日本でも、金融商品取引法が改正されたことで株式型クラウドファンディングの制度が整備された。

クラウドファンディングの特徴としては、銀行融資やVCでは強い信頼関係が築かれた後、資金調達が行われることに対して、クラウドファンディングは、ほとんどが匿名の多くの支援者から投資してもらうため、審査はないに等しく、成長段階において、どの時期においても活用することができる。ここで、いくつかの種類のタイプの特徴を述べると、寄付型に関しては、リターンが存在しないことからわかるように、自己利益のために出資することはない。そのため、多くの人々から共感を呼ぶプロジェクトで多く利用される。また投資型に関しては、活用する企業側は、新しい資金調達手段の確保、PR効果などが期待でき、投資家側は、自分のお金を主体的に活用でき、既存の金融サービスにはない積極的なコミットメント、配当といった魅力があり、小口現金でも大きな関わりをもつことができるなどが挙げられる。これらのメリットがある一方で、問題点としては、企業側は、株主管理コスト、資本コスト、ディスクロージャーコストなどがかさむことが挙げられ、投資家側にとっては、限られた情報の範囲内での出資になるため、流動性が少なく、仲介業者のリスクがあることなどが

25 挙げられる。

以上のことから、クラウドファンディングは、現状は未成熟な資金調達手段であるが、中小企業の成長段階にかかわらず利用できることから、今後の中小企業における資金調達手段として新たな道を切り開いていく可能性がある。

3. 間接金融

(1) 銀行融資

創業を始めたベンチャー企業が、銀行からの借り入れを行うことができるようになるのは、事業がある程度立ち上がって、取引実績が徐々に積み重なってからである。企業の事業内容が外部の第三者に開示することができるようになって初めて、金融機関からの借り入れを行うことができるようになるのだ。先にも述べた「情報の非対称性」、「契約の不完備性」、「規模の経済」がその理由である。金融機関にとってベンチャー企業との取引は、情報の非対称性や契約の不完備性の問題が大きく、さらに審査・モニタリングといった金融機関の5 情報生産活動に規模の経済が働かないため、融資額が小さいベンチャー向け貸出は、金融機関にとって単位当たりのコストが大きくなるのである。10

ここで、金融機関との金融取引の際における、情報の非対称性について、詳しく見ておくことにする。第一は、借り手の債務履行能力に関する、貸出前の情報の非対称性である。この場合、金融機関は借り手の債務履行能力に応じて15 取引条件を十分に差別化できないため、債務履行能力の劣った借り手ほど有利な取引になり、積極的に借り入れを行おうとする。その状態が続けば、リスクの高い企業だけが市場に残ることになるのだ。このように、結果として質の劣る借り手ばかりが取引に応じるといった事例を「逆選択」と言う⁵⁹。第二は、貸出実行後の事後的な借り手の行動に関する非対称性である。貸し手が、借り20 手の資金使途を事後的に完全に確認することは困難である。このため、事後的な情報の非対称性が存在するときには、融資実行後に契約から外れた事業を行ったり、債務履行よりも配当増や経費増を重視したりする「モラルハザード」の恐れがある。こうした情報の非対称性は、金融取引一般に当てはまることであるが、事業や財務状況に関する情報開示が進んでいないベンチャー企業の場合25 より著しくなるのだ。

また、ベンチャー企業は将来起こりうることが想定しにくいいため、借り入れの際の契約が多少の差こそあれ不完備であると言える。契約の不完備は、消極的な融資へと繋がってしまう。この点でも、ベンチャー企業は金融機関からの融資を受ける努力をしなければならないことがわかる。

情報の非対称性や契約の不完備性に伴う問題を解消するための、審査・モニタリングを行う際にかかる費用は、固定費的な側面が強い。取引の大小に関わらず、審査・モニタリング費用は一定的にかかるので、融資額が小さいベンチャー企業向けの貸出の場合、情報生産費用が相対的に割高になり、金融機関側は利益が乏しくなる。また、ベンチャー企業も、金融機関に提出する書類作成や事業内容や資金使途を説明しなければならないが、こうした費用も固定費的な側面が強いので、借り手側としても、規模の経済に苦しめられるのである。

創業段階を経て、公募市場で資金調達できるほどではない規模のベンチャー企業は、銀行からの借り入れを主な資金調達手段としている。この事実は、銀行が情報の非対称性や契約の不完備性に伴う金融取引の問題を緩和・解決する役割を担っていることを示している。銀行は、貸出に際して審査を行い、与信可能な借り手とそうでない借り手を判断し、貸出後はモニタリング活動を通じて債権管理を行い、モラルハザードを抑制することで健全な金融取引を行っている。また、不完備な金融契約では、銀行は契約後に想定外の事態が生じた場合に、再交渉の場を設けることができる。それは、資金の出し手が少数である相対型の取引であるからこそ、容易にできることなのである。

これまで述べてきた、銀行の金融取引上の問題に対する解決手段をより具体的にしていきたいと思う。具体的には、リレーションシップバンキングと、トランザクションバンキングに分けることができる。

リレーションシップバンキングとは、金融機関が顧客と長期的に親密な関係を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ある⁶⁰。

長期的な関係を維持することにより、外部からは入手しにくい借り手の情報を得ることができ情報の非対称性を軽減することができる。特に、事業の成長性や経営者の資質、従業員のモラル、といったソフトな情報を扱うことができ、財務諸表などに現れる企業の外形的・定量的側面だけでないアプローチから貸出を実行できるのである。また、審査・モニタリングを通じて蓄積された情報が何度も利用できることから、取引が継続的に行われると、情報生産コストが低下し、ベンチャー企業向けの取引における規模の経済の問題が緩和されるのだ。

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」の二つの問題が存在する。ホールドアップ問題とは、リレーションシップバンキングによって借り手の情報を独占的に入手するようになると、その独占力を行使するようになり、金融機関が高い金利を課したり、優越的な地位を利用して、企業に不利な条件を強要したりする懸念から、企業は銀行借入を躊躇するようになることである。単独行のみとの取引を避けることでこの問題を解決することは可能であるが、金融機関と企業との親密性は薄くなり、リレーションシップバンキングによる利点の効果を低下させてしまう。

10 もう一つの問題であるソフトバジェット問題とは、借り手の企業経営に問題が発生した際に金融機関は企業の債務不履行を恐れ、本来すべきでない追加での融資を行ってしまう問題である。金融機関は例え少なくとも利益が得るのであれば、損失を取り戻そうと不調な企業でも追い貸しを行う可能性がある。一時的な業績の悪化であれば、この追い貸しは企業の経営回復に寄与するのだが、企業はリレーションシップバンキングにより、追加融資が他の金融機関よりも容易となることから、十分に経営努力をしないというモラルハザードを起こし、再建努力を怠るといった問題が発生することがある。この問題の対応としては、追加融資の際に、金融機関が当初の契約よりも多い担保を要求したり、当該企業の債務の中での金融機関の債権の法的優先性を確保したりする必要性がある。

20 続いて、トランザクションバンキングとは、財務情報を広く共有することが可能なハード情報に基づき、一時点かつ個々の取引の採算性を重視したサービスのことである。トランザクションバンキングの例の一つが、ファクタリングである。ファクタリングとは、中小企業が保有する売掛債権をファクタリング会社に売却して資金を調達するものだが、その際、ファクタリング会社が着目するのは、情報が不透明な中小企業の信用リスクではなく、大企業などの売掛先の信用力である。また、他のトランザクションバンキングの例として、動産担保貸出（ABL）が挙げられる。動産担保貸出とは、企業が保有する在庫・売掛債権といった動産の担保価値に基づいて、短期の与信枠を設定する手法である

30 ⁶¹。金融機関は、担保として適格な動産の清算価値に一定の金利をかけること

で、貸出基準を設定する。担保を徴求すること自体は、通常の融資でも行われることであるが、与信に際して最も重視する要素がキャッシュフロー創出力にあるのではなく、動産という担保価値に焦点を置くことが企業自体の情報の非対称性に対処する方策となるのだ。このように、ハードな情報に基づいて与信判断が行われるトランザクションバンキングの場合、組織内での情報伝達が容易なため、融資担当者と本部組織とのエージェンシーコストは総じて小さいと考えられる。むしろ、融資担当者間の内部競争が活発な分だけ、大手金融機関の方が規模の経済という点において、適性が高いと考えられるだろう。

10 (2) 公的融資

ベンチャー企業による資金調達手段の一つとして、公的金融機関がある。その公的金融機関先としては、日本政策金融公庫が挙げられる。企業が融資を求めるときに、公的金融機関は、民間金融機関よりも借入れが容易である。具体的に公的金融機関のベンチャー企業に対する融資とはどのようなものだろうか。

15 。日本政策金融公庫では、借り入れる際に、成長新事業審査会による審査が行われる⁶²。審査に際し、日本政策金融公庫が着目しているのは、新規性と成長性である。新規性とは、新たな事業による製品または役割の提供が、機能、用途、性能等において、従来にない特徴を有し、当該事業が属する業界または財

20 ・サービスを供給する市場等における新たな活動を誘引するなど、先導的な役割を果たすと見込まれることとしている。成長性については、中小企業に広く用いられていない技術・ノウハウ等を利用することによる生産コストの大幅な引き下げ、品質・性能の著しい工場等製法、製品または役割の提供の内容・手段等に質的な転換が認められることとしている⁶³。日本政策金融公庫では、上記の審査を経た後、ベンチャー企業への貸付を行っている。主な貸付方法として

25 ては、固定金利型貸付、新株予約権付融資、そして新事業型資本性ローンである。これらの方法で、融資を受ける前提となるのは、事業者が、新たな事業を事業化させて7年以内という原則のもと実行される⁶⁴。

その他にも、米国のSBIR（中小企業技術革新制度）を参考に、日本においても日本版SBIRが創設され、支援を行っているが、ベンチャー企業によるイノベーション創出に限られていないことや、イノベーションが事業化されにくい仕

組みとなっている⁶⁵。このため、日本版SBIRは、今後ベンチャー企業に的確な支援ができるよう、課題の解消が急がれる。さらに、全国信用保証協会連合会による「創業関連保証」や「創業等関連保証」などもある⁶⁶。以上のことから、政府もこれまでにベンチャー企業の創出・育成に向けて様々な支援策を講じていることが分かる。しかし、支援策が各主体によって違いがあり、統一性がない事から成果があがりにくいのであろう。今後、公的機関がベンチャー企業を創出・育成を推し進めていくためには、統一された支援策が必要となってくるだろう。

10 (3) 税制優遇

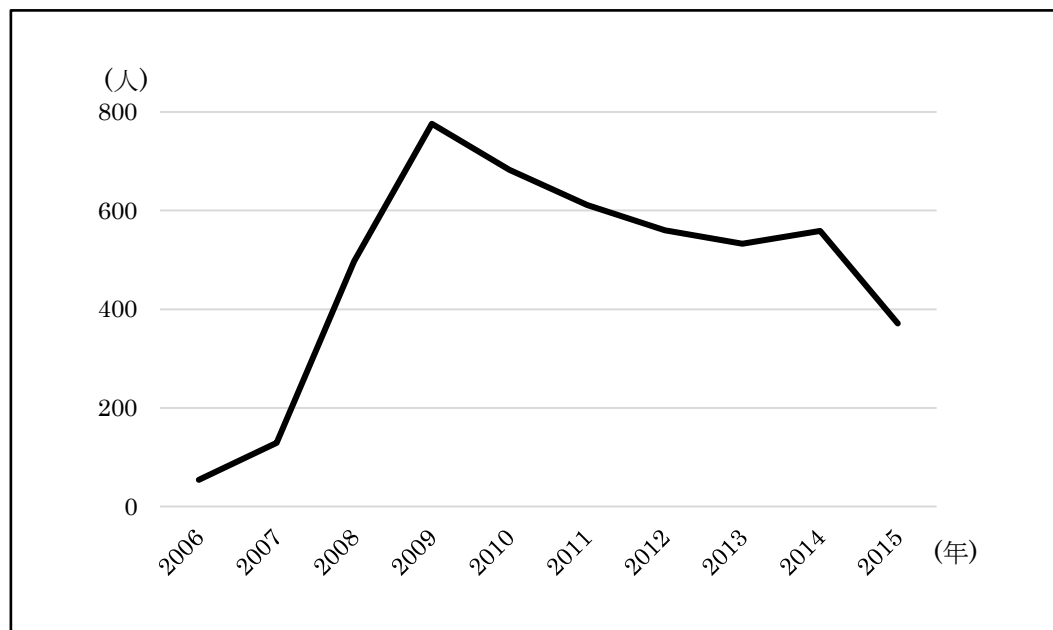
最後に、税制優遇について述べる。日本におけるベンチャー企業投資への税制優遇制度では、エンジェル税制（ベンチャー企業投資促進税制）というものが存在する。ここでは主にそのエンジェル税制について述べていくことにする。

15 エンジェル税制は、1997年に中小創造法が一部改正され、創設され、幾度かの改正を経て現在に至っている⁶⁷。個人投資家がベンチャー企業に投資した際に、投資時点と売却時点のいずれの時点でも税制上の優遇措置を受けられる制度である。

その詳しい内容を説明していく。まず、投資した年に受けることのできる優遇措置にはAとBの2つの種類があり、投資家、はより自身にとって利益の大きくなる措置のどちらかを選択できる。まず優遇措置Aでは、対象企業へ投資した額から2000円差し引いた額を、その年の総所得から控除でき、優遇措置Bでは、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できる。次に、株式を売却した年に受けることのできる優遇措置は、株式を売却し損失が発生した場合、所得税からの減税を受けられるというものである⁶⁸。

さらに、上で述べた優遇措置を受けるためには、企業側と個人投資家の双方にいくつかの条件が存在する。詳しい条件は後の3章で述べることとするが、設立経過年数や営業キャッシュフロー、研究者や従業員の割合など、細かく定められている⁶⁹。

【図表 7】 エンジェル税制の利用人数



出所) 「租税特別措置等に係る政策の事後評価書」・経済産業省・2016・
p. 3

5

ここで、日本におけるエンジェル税制の利用実績を見ていく。【図表 7】にあるように、2009年までは増加傾向にあったが、それ以降減少傾向にある。さらに、エンジェル税制は、税制そのものの利用が低調であるという指摘もある。これは、先ほど述べた税制優遇を受けるにあたっての条件が厳しいとの指摘や、優遇の内容が魅力的でない、などの理由も指摘されている。また、手続きが煩雑であるなど、エンジェル税制には今後改善していかなければならない。

10

ここで、他国のエンジェル税制の内容を見ていくこととする。まずは、アメリカである。アメリカでは、譲渡益に掛かる税率を原則 50%、条件によっては 100%の免除するなど、譲渡益からの優遇措置が大きいといえる。また、創業からの経過年数に制限がないなど、日本のエンジェル税制に比べ、条件が利用者に即している。⁷⁰ 次にイギリスであるが、イギリスには 3 種類のベンチャー企業投資を促進する税制がある。個人投資家向けのものは 2 種類あり、SEIS はシードステージやアーリーステージの起業段階におけるベンチャー企業投資を促進するもので、2012年に新しく設立されたエンジェル税制である。また、EIS は既存のエンジェル税制であり、起業時も含みつつも、基本的にはそれより後

15

20

の、成長段階のベンチャー企業への投資に対して活用されている。また、VCTは Venture Capital Trusts の略で、VCを経由した投資を促進させるための税制である。以上のことから分かるように、イギリスのベンチャー企業に対する投資への優遇措置は非常に充実していると言える。内容面についても、課税が免除されたりするなど、大変充実していると言える⁷¹。

日本では、近年法人向けのエンジェル税制が創設されるなど、政府もベンチャー企業投資に力を入れているが、利用実績が伴っていないのが現状である⁷²。他国のエンジェル税制を参考にしながら、よりベンチャー企業への投資が促進されるよう改善していくことが必要である。

10

第3章 ベンチャー企業における資金調達の課題と提言

第1節 諸外国におけるベンチャー企業の主な施策

第1章第2節2で、近年、ベンチャー活性化への動きがある国や地域について述べたが、ここでは、アメリカ、イギリスの二カ国について詳しく取り上げる。この二カ国を取り上げた理由は、まずアメリカに関しては、ベンチャー先進国・ベンチャー大国であり、様々な面においてベンチャー企業を取り巻く環境が整備されているためである。次に、イギリスに関しては、ボトムアップ型の自発的かつ自立的な組織やネットワークでできたベンチャー集積地と、近年政府主導型で出来たベンチャー集積地の二つを持ち、目覚ましい発展を遂げているためである。文化や背景の異なる海外のモデルをそのまま日本に当てはめることは不可能であるが、取り組みの過程は、日本にとって参考になることも多いにある。この二カ国から、ベンチャー企業がどのように発展していくのかを知り、今後の日本におけるベンチャー企業の資金調達をより良いものにする事が出来ると考える。

25

1. アメリカ

世界最大のベンチャー大国であるアメリカの中でも、特にベンチャー企業が集積している地域であるシリコンバレーについて取り上げることとする。シリコンバレーとは、サンフランシスコ以南に位置するサンマテオ群とサンタクララ群一帯を指すが、近年はフランシスコ湾の東岸地域も含めてシリコンバレー

30

と呼ばれる。シリコンバレーは全米で最も多くのVCを集めている。2015年におけるVC投資額はシリコンバレーで全米の47%を占めている。金額でも278億ドル（約3兆円）と圧倒的で、例えば日本のVC投資額が14年度には約1200億円にも満たなかったことを踏まえると金額にして約25倍にも及ぶ⁷³。

- 5 現在、世界の半導体やコンピューター関連、バイオテクノロジーなどの産業中心地としてシリコンバレーは有名であるが、その起源は1891年に設立されたスタンフォード大学である⁷⁴。1938年、スタンフォード大学のターマン教授が、指導していた2人の学生ウィリアム・ヒューレット、デービット・パッカーに事業化を勧め、資金調達の手配に加え、教授自らも資金を提供し応援して売
- 10 上高約4兆円を誇るヒューレット・パカード社を大学の隣に創設したことが始まりである。

起業環境が世界一といわれるシリコンバレーには「カネ・ヒト・モノ」のいわゆるビジネスの三要素が有機的に連帯して自立的にビジネスを発展させていく起業支援システム「エコシステム」ができています。

- 15 まず、「カネ」の要素について述べる。シリコンバレーでは個人資産を担保にした銀行からの借り入れで事業を始めるのではなく、「失敗しても返さなくていいお金」、つまりVCからの資金調達が基本である⁷⁵。ベンチャー企業を起
- 20 こし、それが成功するのは10-20%の確立であり、圧倒的多数は挫折している⁷⁶。しかし、シリコンバレーでは成功して億万長者になっている起業家は、幾度も失敗していることが普通であり、失敗を次への挑戦のステップと考える風潮にある。

- 次に、「ヒト」について述べる。スタンフォード大学、カリフォルニア大学バークレー校という有名大学が世界中から集めた優秀な人材を育て、シリコンバレーに送り出している。大学だけではなく、シリコンバレーに本社を構え
- 25 るアップル、ヒューレット・パカード、インテルなどIT関連の大企業もそれぞれ優秀なエンジニアを雇っている。良質な人材の集積地であるシリコンバレーの人口は約4割が外国生まれで、そのうちの6割が中国、インドなどアジア出身でIT企業のエンジニアや起業家、投資家など高収入を得る業種について
- 30 る⁷⁷。

- ベンチャー企業の多くは、集めた資金で人を採用し、その後、さらなる資金

調達ができないと、自然消滅に近い形で消えていく。日本流の転職とは異なり、仕事と同じで会社だけを変える転職であり、実力を発揮できる環境を求めてヒトは移動している。

5 スタンフォード大学の北の端を東西に走る「サンドヒルロード」は、アメリカのVCの集積地である。ここでは週に一度、ベンチャーキャピタリストと資金の援助を求める起業家が集まり、起業家がアイデアや事業計画の提案を行っている。ベンチャーキャピタリストはこれに資金面から援助するのが普通であるが、資金援助だけではなく、ベンチャー企業に対して経営上のあらゆる問題を解決する手助けを行う「ハンズ・オン」を同時に行っている。資金を投資する
10 だけではなく技術上の問題があれば一緒に解決し、必要なら適切な技術者を紹介し、大学や研究所の指導も取り付ける。マネジメントの相談にもり、人材のリクルートも引き受け、さらにはベンチャー企業の役員にも加わり、企業の育ての親の役割を務める。

15 最後に、「モノ」について述べる。シリコンバレーは新しい技術が数多く誕生する場所であり、地域別特許件数ランキングでは、1位がシリコンバレーの中心地であるサンノゼ、サニーバール、サンタクララ、2位がサンフランシスコ、オークランド、ラリーモントとなっている。

2. イギリス

20 ここでは、イギリスにおけるベンチャー企業の集積地である、ケンブリッジとロンドンに取り上げることとする。

 まず、ケンブリッジのベンチャー集積地は、地域の大学やベンチャー・コミュニティなどの自発的な取り組みによるもので、政府によるトップダウン政策のもとに計画的に作り出されたものではない。

25 ケンブリッジは①商業化へつなぐ機能（産学連携期間や民間の技術コンサルティング会社など）の存在②既存企業と政府の側面支援の二つが大きな役割を果たしている。

 第一に、ベンチャー企業の研究成果や技術成果を商業化につなぐ機能の存在である。ケンブリッジでは大学の研究成果を商業化につなぐ機能が欠如しているとして、ケンブリッジ大学の卒業生により1960年に民間のケンブリッジ・コ
30

ンサルタンツが設立された⁷⁸。ケンブリッジ・コンサルタンツはベンチャー企業ばかりでなく大企業の技術コンサルティングも手掛けているため、両者をつなぐ役割も果たしている。また、ケンブリッジ大学の100%出資により、2006年にケンブリッジ・エンタープライズが創設された⁷⁹。この株式会社は、それ
5 まで学内に分散・重複していた、ライセンスング、ベンチャー企業への出資、インキュベーション、コンサルティングなどの機能を一元化した産学連携組織で、大学と既存企業や起業家をつなぐハブの役割を果たしている。

第二に、ケンブリッジでは大学を中心に自発的かつボトムアップ型のベンチャー支援体制の構築がなされてきたが、大企業並びに地方自治体や政府も一定
10 の貢献をしている。

ハイテク企業やバイオ・ベンチャーの創出・集積に関心を示した世界的な大企業がケンブリッジに研究拠点を置き、ベンチャー企業に対して資金援助だけでなく、商業化に必要な応用知識を提供している。さらに製品の「最初の買い手」となり、ベンチャー企業を買収することで出口の手段を提供している。また
15 中央政府や地方政府も産学連携の基金設立やエンジェル税制の強化などベンチャー企業への投資促進や企業人材集積のための環境整備に取り組んでいる。

例えば、日本のソニーからの切り離しによって2013年に発足した人口知能技術を応用した電力使用計測システムを開発するインフォメティスがケンブリッジに研究所を設けた。さらに、機械学習や人口知能の領域で世界の先端を行く
20 ケンブリッジ大学の研究者と情報交換や共同研究に取り組んだ⁸⁰。

このような取り組みにより、ケンブリッジ大学からスピンアウトするハイテク企業の数が増加し、大企業がこれに注目し、研究施設をケンブリッジに立地させるようになり、そこからさらにスピンアウト企業が増加するという好循環が生じた。さらに、この動きにビジネスチャンスを感じ取ったVCやコンサルティング会社などが次々と設立され、ケンブリッジはイギリスを代表するベンチャー企業の集積地となった。ケンブリッジのハイテク企業は1978年に20社、
25 1985年に360社、であったが2015年には1500社となった⁸¹。さらに、ケンブリッジ地域内における失業率は2.1%と、イギリス全国平均の7.8%に比べると極めて低くなっている⁸²。

30 続いてロンドンについてである。ロンドンでは①中央政府や地域政府のサポ

ート②大企業の関与の二つが大きな役割を果たしている。

5 ロンドン東部はもともとロンドン中心部に比べて家賃が安いこともあり、起業家やクリエイターが集まる地域であり、これに目をつけた当時のキャメロン首相が、この地域にグローバルなIT企業を誘致し、ベンチャー企業の後押しをした。政府は、世界に知らしめるためにロンドン東部のこの地域をブランドとして「テック・シティ」と名付け、2012年4月にはキャメロン元首相の要請により、5
10 グーグルがキャンパスと呼ぶ拠点を開設した⁸³。大企業は地元の大学や専門機関と連携して、各種イベントやコンテスト、起業家育成プログラムなどを開催するようになり、このような動きが海外の投資家や他のIT企業、VC等の
15 関心を呼び、テック・シティはヨーロッパにおけるベンチャー企業の一大集積地として世界から注目されるようになった。

また、テック・シティを拡大するために2012年のロンドンオリンピックで整備された施設やインフラの再利用を実施しようとしているようである。このような点からも、2020年に東京オリンピックが開催される日本にとって見習うべき
15 箇所は多いように思われる。

さらに政府は、海外から優秀な人材を集めるために要件を緩和した就労ビザを発行し、ベンチャー企業へのリスクマネー供給のために個人投資家がベンチャー企業に出資する際に利用できる税制優遇措置である EIS（Enterprise
Investment Schemes）やSEIS（Seed Enterprise Investment Schemes）といったような
20 税制が設けられており、政府のテック・シティへの期待度の高さがうかがえる⁸⁴。

日本人の国民性や日本の過去の取り組みから、アメリカやケンブリッジのようなボトムアップ型の自発的かつ自立的な組織やネットワークの創出はされにくい
25 ため、ロンドンなどのように地域の経営資源やステークホルダーを基盤として地方自治体や産業支援組織、ベンチャー支援機関、大学・研究機関、民間企業の協力のもとで、ベンチャーの活性化を図り、最終的にはベンチャー企業が自立的に研究開発及び商業化を行えるような仕組みを作ることが望ましい。

第2節資金調達の課題と提言

30 1. シードステージ・アーリーステージにおける資金調達に関する提言

わが国では、ベンチャー企業の資金調達についてさまざまな問題が指摘されているが、とくに大きな問題は、シードステージ・アーリーステージにおける資金調達の困難さである。シードステージ・アーリーステージにおいてベンチャー企業が資金調達に困窮する原因は複数ある。第一の理由は、間接金融の問題である。第1章で述べた通り、日本企業の資金調達先は、銀行も多くの割合を占めている。しかし、銀行は、基本的に元本を保証しなければならない性質上、ハイリスクな投資や融資をすることはほとんどない。つまり情報の非対称性が大きく、経営基盤が整っていないシードステージ・アーリーステージのベンチャー企業に多額の融資を行うことは難しいのである。

5

10

次に、第二の理由を見ていく。それは、ベンチャー企業のシードステージ・アーリーステージの資金調達を支える、エンジェル投資家が我が国に少ないことである。エンジェル投資家が増えれば、シードステージ・アーリーステージにおける資金調達も円滑に行われるのではないだろうか。

15

第2章第1節2(1)で述べた通り、エンジェル投資家による投資は、先輩起業家やエンジェルネットワークといったコミュニティから主に行われている。このようなコミュニティの形成は、エンジェル投資家による経営ノウハウの伝授や、エンジェル投資家間でのベンチャー企業の情報共有に欠かせないものであり、今後も推進していくことが必要である。しかし、それだけでは限られたコミュニティの中でサイクルが出来上がってしまい、エンジェル投資家の根本的な数の増加には繋がらず、実際にその投資規模は【図表8】のように、アメリカと比較しても非常に少額なものとなっている。

20

【図表8】日米でのエンジェル投資の比較

	日本	アメリカ
エンジェル投資家	約 9.9 億円	約 2.3 兆円
エンジェル投資家数	約 834 人	約 26 万 8 千人

出所)「平成26年度 起業・ベンチャー支援に関する調査」・経済産業省・

25

2014・p.17

そこでシードステージ・アーリーステージの投資を促進させるための税制であるエンジェル税制に着目する。しかし、日本におけるエンジェル税制の利用率は低く、そのことは以前から指摘されている。それでは、ここでエンジェル税制の問題点を指摘しながら、どのように変更すべきなのか提言していきたい

5

まず、第一の問題点として、日本のエンジェル税制では、所得控除が中心である点が挙げられる。これはつまり、所得にかかる税額を控除するというものである。しかし、そもそもエンジェル投資家になりえる人物像というのは、すでに退職しているため、収入はそれほど多くないが、過去に企業経営の経験があり、金融資産を一定数保有している人物が考えられる。このような人物にしてみれば、所得控除に対する魅力は低く、むしろ株式の譲渡益などからの控除が受けられる税額控除のほうが、魅力が高いといえる⁸⁵。

10

さらに、第二の問題点として、譲渡益に対する軽減措置が投資した年のみである点が挙げられる⁸⁶。つまり、株式を譲渡した利益に対する控除は日本では行われていないのである。日本のエンジェル税制では、エンジェル投資に失敗した場合の、損失に対する対策はとても充実している。その点は日本のエンジェル税制の大きな魅力であるが、ハイリスク・ハイリターンであるアーリーステージのベンチャー投資において、「大きい」はずの儲けが、税金で大きく減少すれば、投資意欲が停滞するのは明白である。実際にアメリカやイギリスでは、キャピタルゲインに対する控除は大きなものとなっている⁸⁷。本来、未上場株式への投資は、リスクが大きく、利ざやを求めた投資とは一線を画している。政府は、ベンチャー企業の資金調達を円滑に行わせるためにも、他国のように税金をかけてはいけない。将来への投資として、まずは未上場株式の活性化を図る必要があるのである。つまり日本のエンジェル税制は、譲渡益に対する軽減措置も措置視野に入れて、新たな改革をすべきなのである。

15

20

25

実際にイギリスの例を見てみると、イギリスのエンジェル税制であり、1994年に創設された EIS では、1999年にキャピタルゲイン免税が導入され、1998年には約3万ポンドであった EIS を利用したベンチャー投資が、1999年には6万ポンド、2000年には約10.5万ポンドに増加し、顕著な実績を残している⁸⁸。こ

のことからも、譲渡益に対する軽減措置はベンチャー投資を活発化させるために有効であると言える。

第三の問題点として、エンジェル税制を利用するにあたって、適用に当たっての条件が厳しいものとなっていることが挙げられる。

5

【図表 9】エンジェル税制のベンチャー企業要件の一部

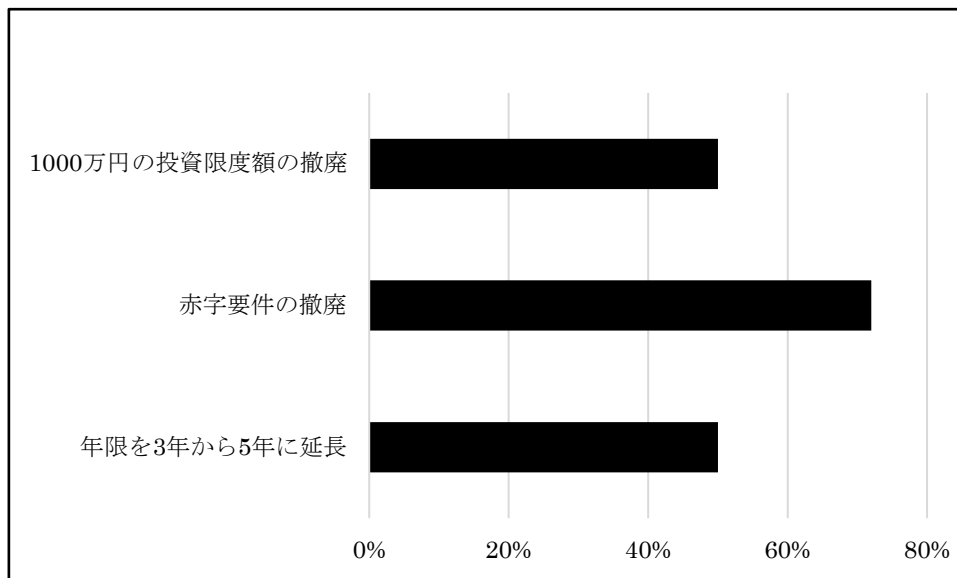
優遇措置 A	優遇措置 B
設立 3 年未満の中小企業者であること	設立 10 年未満の中小企業者であること
全事業年度の営業キャッシュフローが赤字であること。研究者・新事業活動者、役員・従業員、試験研究等に関する要件は、設立経過年数ごとに規定あり	研究者・新事業活動者、役員・従業員、試験研究等に関する要件は、設立経過年数ごとに規定あり
外部からの投資を 1/6 以上取り入れている会社であること	
大規模法人と特殊な関係（子会社等）にある法人の所有でないこと	

出所）経済産業省HP

【図表 9】にあるように、設立からの経過年数やその期間の財務状態、外部からの投資の状況など、細かい適用要件が定められている。このことが、条件に当てはまる企業の幅を狭めているという指摘がある。【図表 10】にあるように、優遇措置 A に関して、対象企業の年限を 3 年から 10 年にした場合、利用する意向が高まると回答しているのが、エンジェル税制を利用したことがない人の場合、50% にものぼる。同様に、全事業年度の赤字要件の撤廃では 72%、1000 万円の投資限度額では 50% である⁸⁹。このことからエンジェル税制の適用要件を緩和することは、エンジェル税制を利用したことの無い投資家の利用率を上げ、ベンチャー企業投資へのインセンティブを高めるであろう。

20

【図表10】要件を緩和した場合の利用度の高まり（エンジェル税制未使用者）



出所)「平成26年度 起業・ベンチャー支援に関する調査」・野村総合研究所・2015・p.131～132

5

2. 大企業との連携を促進するための提言

ここでは、ベンチャー企業と大企業との連携の必要性と、それを今後活性化していくための提言を行う。これは、シードステージ・アーリーステージの準備段階を経て、エクспанションステージとして、事業を拡大していく段階にあるベンチャー企業があてはまる。

10

我々は、ベンチャー企業と大企業の連携を資金調達的手段として提案する。日本の大企業は、国内での市場競争を行ってきたため、伝統的に自前主義という慣習がある⁹⁰。つまり、大企業における開発研究は、社内でクローズにされてきた状態で研究が進められてきたのである。しかし、日本企業を取り巻く

15

グローバル競争が厳しさを増す中、自社のリソースのみで、新たな顧客の価値を生み出すイノベーションを起こすことはもはや不可能である。実際に、松下電器、トヨタ自動車、三菱、ソニーなど、世界中から畏敬の念を抱かれる対象であった日本企業は、一部を除いて、特に家電製品などの業界においては日本企業が世界のイノベーションに後れを取っている状況が明らかになっている。

20

これは過去10年から20年の間に世界で成長したオープンイノベーションの流れの進展、そして日本企業の多くがその流れに素早く反応できなかったこと

が原因なのではと考える⁹¹。つまり、大企業は自前主義からの脱却が求められており、社内外で幅広く連携して新製品や技術を共同開発するなどの、オープンイノベーションへの変革が求められる⁹²。とりわけ、革新的な技術やアイデアを有するベンチャー企業との連携は、企業内部のイノベーションを誘発させ、成長力や競争力を維持するうえでも重要と考えられる⁹³。しかし現状では、大企業の約6割の企業が自社単独での開発をおこなっており、依然、自前主義脱却への対策が必要な状況である⁹⁴。

一方、エクспанションステージに突入したベンチャー企業にとっても、大企業との連携できるか否かは重要な問題である。第2章1節でも述べたように、CVCでは資金調達という観点から大きな支援が得られる。また、大企業の蓄積された研究実績によってベンチャー企業の技術的な成長が期待でき、さらには、大企業の持つ広い販売網の利用できることなど、ベンチャー企業にとってのメリットも大きいのだ。我々は、今後の資金調達のあり方として、貸し手・借り手双方にメリットがもたらされるものがふさわしいと考えている。

しかし、日本では、ベンチャー企業と大企業の連携が進んでいないのが現状である。その理由として最も大きなものは、そもそも、大企業の経営層から担当者まで自前主義脱却のマインドが醸成されていないことだ⁹⁵。つまり、オープンイノベーションが活性化していない企業にとっての一番の課題は、社内全体でオープンイノベーションの重要性を把握し、その機運を高めていくことなのである。経営ビジョンが不明瞭である、などといった阻害点に提言として言及することはできないが、経済的な観点からオープンイノベーションを促すことは可能である。実際に、東レは2002年、創業以来初の単体での赤字決算という危機に陥ったことを契機に、いつの間にか根付いてしまった自前主義から社外と連携した研究開発を推進した。研究者の意識の変革も必要と捉え、そのため、急速な外部環境の変化にはオープンイノベーションを活用して研究開発のスピードを向上する必要があること、また、社外とのコミュニケーションにより研究者自身が成長する必要があることを説明することで、研究者がオープンイノベーションに取り組む意欲や意識向上に努めたのだ⁹⁶。

もっとも、ビジネスコンテストや展示会への参加等の取り組みは比較的行われており、大企業がオープンイノベーションに一切関心がないわけではない。

しかし、未だオープンイノベーションの中でも CVC の件数などが低いということから、本格的に外部機関との連携をとる企業は数少ないことがわかる。つまり、リスクをとってベンチャー企業との連携に踏み切ることには、大きな障壁が存在するのだ⁹⁷。

- 5 経営層や担当者が、リスクをとるオープンイノベーションに対する動機が低い理由として、その費用対効果、それを行わなかった場合の機会費用が不明確であることが挙げられる。つまり、自社単独での研究開発スピード・コスト、事業化後の役割分担、知的財産の取り扱い等あらゆる側面をその他の手法と比較させ、客観的な指標に基づいて判断させる必要があるということだ。現状の
- 10 社内体制と比較した時に、本格的なオープンイノベーションがいかに重要なものであるかを、理解させる必要がある。

では、どうすればオープンイノベーションの効果、とりわけベンチャー企業との連携の効果を客観的な評価することができるのだろうか。現状として、ベンチャー企業は、財務体質を明確に示すことができない事が多い。なぜなら、

15 少人数の技術者や研究者で起業している場合が多いため、本人たちは経営の専門者ではない上に、専門者を雇う金銭的余裕もないからである。よって、財務状況がはっきりせず、大企業に向けてベンチャー企業の多くはそれを提示できない状況が生まれている。しかし、一定の社内ルールに基づいて意思決定する大企業にとっては、社内決済するために、ベンチャー企業の査定は必要不可欠なものとなっている⁹⁸。結果、大企業は内部の情報や経営体質が分からず、ベンチャー企業の価値判断ができないため、リスクを避けベンチャー企業との連携を行わないのである。

ここでその情報の非対称性を埋める策として、VCやマッチング機会を提供している会社などが、ベンチャー企業の財務状況や所有している資産の価値を明

25 らかにし、それを大企業側に提供するといったような、新たなサービスを行うべきであると考え。それぞれの団体は、様々なベンチャー企業を見てきており、ベンチャー企業に総合的な相場観を有している有識者であるのだ⁹⁹。客観的な分析によっても、大企業はベンチャー企業との連携を探ることができるし、彼らは、ベンチャー企業の目利きに長けていることから、大企業への強い説

30 得力を持つことになる。

実際に、デュポンがその例である。メガトレンドを背景に、技術だけではないビジネスプロセスとしてのイノベーションの方向性を示し、さらに既存事業の延長では実現することができないことを定量的に計算し、設定することで、イノベーションの創出を実現している¹⁰⁰。

- 5 つまり、日本が今後も、世界のどの国・地域よりもイノベーションを生みだし続けるのであれば、オープンイノベーションが欠かせない。そのためにも、客観的な視点に立ち、さらなる効率的なイノベーションを貪欲に求めていく姿勢が必要なのである。もちろん、成長のために変わりだした大企業の期待に、ベンチャー企業も応え続けなければならない。次節で、資金調達と成長という
- 10 総合的な点から、ベンチャー企業のあるべき姿を示していく。

第3節 日本におけるエコシステムの形成

最後に、日本におけるエコシステムの形成について提言していく。

- 15 本稿を通じて、ベンチャー企業の資金調達がいかに困難であるか述べてきたが、日本においてベンチャー企業の発展に必要なのはエコシステムの形成であると我々は考える。ベンチャー企業は発展段階によって四つのステージに分けられることになるのだが、実際の現場では、明確に分岐されているわけではない。ここで、我々が最終的に考えるべきなのは、この四つのステージごとに
- 20 応じた資金調達手段ではない。どの段階においても、臨機応変に有機的な対応できる資金調達のあり方を明示すべきなのである。

- 25 第3章第1節でも触れたが、エコシステムとは、一般的に様々な生物やそれらを取り巻く環境が相互に作用しあう環境を作り出すシステム、つまり生態系という意味で使われる。ここで意味することは、ベンチャー企業も日によって状況が変わる生き物である以上、それを取り巻く環境も、柔軟に対応できる有機的なものでなくてはならないということだ。その時の状況に寄り添うベストな形で、様々な機関と上手にシナジーしていく、まさにベンチャー企業を取り巻くエコシステムが求められているのである。アメリカのシリコンバレーがその一例であることは言うまでもないであろう。

- 30 さらに、我々が注目したいのは、ベンチャー企業へのリスクマネーが少ない理由が、ベンチャー企業側にもあるということだ。すなわち、現在における日

本のベンチャー企業にはリスクマネーを引っ張ってくるほどの魅力がないのである。ここで我々の提案するエコシステムの形成は、大学を中心として創造していく。その理由としては、大学という研究機関が所持している特許権や研究成果は、日本にとって貴重な知的財産であることから、実践的なイノベーションのために活用されるべきであり、また、大学という研究機関を中心にエコシステムを構築するということは、若く発想力の豊かな学生たちが起業の機会に触れる回数が増えるということである。つまり、高度な研究と発想の場に触れることで、ベンチャー企業のイノベーションは加速し、魅力は高まっていくことになるのだ。

10 実際には、第3章第1節で述べたアメリカのシリコンバレーや、イギリスのケンブリッジで形成されているエコシステムは元々大学が核となって発達したものであることから、大学という存在がエコシステムの形成において重要な役割を果たすことは明白である。シリコンバレーで多くのイノベティブな事業が起り、成功を収める理由は、「ネットワーク」だとされる学生、起業家、
15 VC、そしてそのつながりをより強固にするスタンフォード大学に代表された教育機関が、革新的な事業を生み出すエコシステムにあるのだ¹⁰¹。

日本においても大学を中心とした動きはあった。2001年に発表された「大学発ベンチャー1000社計画」（平沼プラン）では、3年間で大学発ベンチャー企業数を1000社にするという目標が掲げられ、実際に2007年には1500社を越え、
20 爆発的に大学発ベンチャー企業は増加した¹⁰²。つまり、数という意味ではある程度の目標は達成されたのである。しかし、2009年時点で、全体の8割は自立した経営ができていなかった。その理由として、緻密なビジネスプランや資金調達が目途が立たないまま、研究室の延長線上で起業したため、事業化へ結びつけることが難しかったことなどが挙げられる¹⁰³。それは、エコシステムとして、機能しなかったから起きた問題であると考えられる¹⁰⁴。大学の研究者や技術者
25 たちは、学問研究のプロフェッショナルであっても経営のプロフェッショナルでないため、マーケットの動向の認識や資金調達の方策が分からないまま闇雲に数を増加させた結果、現在の大学発ベンチャーの起業数は2008年度以降横ばいとなっている¹⁰⁵。このことから、大学単独でイノベーションを起こすので
30 はなく、大学を中心として、ビジネスの経験を培ったエンジェル投資家や大企

業、VCといった主体を交え、エコシステムを形成していく必要があるのだ。

これを実際に行っているのは東京大学である。東京大学では、2015年に東京大学発ベンチャー企業の時価総額は計1兆円を超えるなど、出資者や関連する教員などを含め、国内で最もベンチャー企業の支援要素が充実している。東京大学では産学協創推進本部を設置し、二つのVCの設立などにより、多数のベンチャー企業の上場などにも成功しており、アントレプレナー教育や起業相談など産学連携のための様々なサポートを行っている¹⁰⁶。このように東京大学では、他の研究機関、大企業、VC、ベンチャー企業と東京大学を相互に結びつけることによって、エコシステムの形成をも実践しているのだ。

5 我々は、東京大学と他国のエコシステム形成モデルを参考にしながら、東京だけでなく地方の大学において、エコシステムの形成を推進するべきであると考える。地域からのローカルイノベーションの発展としてエコシステムの形成を考えていく。

15 アメリカでは、まず大学に技術や資金・人材が集まる仕組みが整っており、大学の最先端技術を中心にベンチャー企業や支援ビジネスが連携する仕組みが出来上がっている。資金・人材・知見は大学に集中していることから、研究開発活動をベースにベンチャー企業が輩出される土壌となっているのだ。さらに、そのベンチャー企業を支援する、VCやエンジェル投資家が豊富で、プロの支援でベンチャー企業が世界市場で成長することが近年増加している¹⁰⁷。

20 これに対して日本は、資金・人材・知見は大学内・企業内・地域内での取り組みに閉じてしまう傾向にあり、それぞれの資源を活用した連携の機会が少ない。そのため、大学は市場を意識した製品開発の具体策が分からず、先述したように、大学発ベンチャーは失敗に終わっている。今後は、まず大学が中心となって、開放的な関係を築き上げなければならない。そのための支援人材を見える化し、適切な人材へ繋げる必要がある。実際に、北陸先端科学技術大学院大学（JAIST）は、産業界との連携の広がりを目指し、中核となる新しい交流の場を創設することを行っている。この取組みは、北陸先端科学技術大学院大学の有する最先端技術や最新の科学的成果を企業向けに発信し、新しい事業や産業の創出に繋ぐことを目指している。また各社の固有ニーズや課題に適確に
25 対応し解決に貢献することを目的としている¹⁰⁸。規模の拡大は順調で、取り組
30

み4年目にして、2015年には当初の参加人数の約4倍、1350名が参加し、産学連携・産産連携マッチング件数は約350件に上る。参加大学も30大学にまで拡大し、大学を中心としたエコシステム形成を促す取り組みとしては、極めて順調であると言える。

- 5 このように、大学が中心となるエコシステムに教員を巻き込み、学生を参画させることで、地域の社会貢献を前提とした研究が促進し、産業界における第一線の研究者としての活躍する若手人材が増加する¹⁰⁹。大学からエコシステムを形成すること。それは、今後のベンチャー企業の資金調達の促進にとどまらず、地域と学生が一体となってイノベーションに貢献し、日本の未来を切り開く、重要な鍵となるのだ。
- 10

終章

- ベンチャー企業の資金調達について、我々はベンチャー企業を取り巻く環境を踏まえつつ、個人投資家、各機関とその活動、制度、国といった様々な視点から考察してきた。創業から間もないシードステージやアーリーステージにおけるベンチャー企業においては、日本では自己資金をはじめとした身内からの出資が多くを占め、それ以外では銀行等の金融機関の割合が多くなっている。個人の資金力には限界があり、長期にわたっての資金源としては望ましくなく、銀行は情報の非対称性が大きい案件に対してはリスクを回避する傾向にあるため、ベンチャー企業の資金調達に望ましいとは言えない。長らく間接金融が資金の調達先として主であった日本にとって、この状況を脱することは時間がかかるかもしれないが、ベンチャー企業の資金調達においては、この認識を変えていかなければならない。
- 15
- 20

- また、長らく自前主義で、自社の中での研究開発を進めてきた日本の大企業であるが、自社内だけでは新たなイノベーションが生まれにくくなっている。日本の大企業がオープンイノベーションを促進させるためには、ベンチャー企業と連携していくことが重要である。そのためにも、低迷している日本の起業率を少しでも上昇させ、ベンチャー企業の活動を根本から活発化させていくために、起業を阻害している一つの要因であるさまざまな規制を取り払うべきである。
- 25
- 30

最後に、政府なども様々な策を講じている中で、日本のベンチャー企業とそれを取り巻く環境が活性化しないのは、エコシステムの不在が大きいと言える。特に大学を中心としたエコシステムが形成されることによって、若い世代が起業の機会に触れ、日本におけるベンチャー企業とそれを取り巻く環境が活発化することが、日本におけるベンチャー企業の資金調達が一步前進するためには不可欠であるといえる。

【脚注】

- ¹ ベンチャー有識者会議 (2014a) P. 3 を参照。
- ² 経済産業省HPを参照。
- ³ ベンチャー有識者会議 (2014)P. 4 を参照。
- ⁴ ベンチャー有識者会議 (2013)P. 7 を参照。
- ⁵ 奥谷 (2013)p. 6 を参照。
- ⁶ 村瀬 (2001)p. 74 を参照。
- ⁷ 米倉 (2012)p. 19 を参照。
- ⁸ 米倉 (2012)p. 22 を参照。
- ⁹ 米倉 (2012)p. 19 を参照。
- ¹⁰ 内本 (2013)p. 1 を参照
- ¹¹ 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2015)p. 2 を参照。
- ¹² 首相官邸 (2016)p. 115 を参照。
- ¹³ 経済産業省 (2015)p. 37 を参照。
- ¹⁴ COMPASS HP を参照。
- ¹⁵ ジェトロセンター (2016)p. 12. 13 を参照。
- ¹⁶ 経済産業省HPを参照。
- ¹⁷ ジェトロセンター (2016)p. 20 ~ 21 を参照。
- ¹⁸ ジェトロセンター (2016)p. 20 ~ 21 を参照。
- ¹⁹ 経済産業省HPを参照。
- ²⁰ 経済産業省HPを参照。
- ²¹ ジェトロセンター (2016)p. 17 を参照。
- ²² JETRO HP を参照。
- ²³ JETRO HP を参照。
- ²⁴ ジェトロセンター (2016) p .24 を参照
- ²⁵ 中小企業庁 (2011)p. 207 を参照。
- ²⁶ ジェトロセンター (2016)p. 24 ~ 25 を参照。
- ²⁷ ジェトロセンター (2016)p. 25 を参照。
- ²⁸ 中小企業白庁 (2011)p. 207 を参照。
- ²⁹ 日本政策金融公庫HP(2015)p. 8 を参照。
- ³⁰ 日本政策金融公庫HPを参照。
- ³¹ JETRO HP を参照。
- ³² 石黒 (2000)p. 113 を参照。
- ³³ 石黒 (2000)p. 113 を参照。
- ³⁴ JETROHP を参照。
- ³⁵ 石黒 (2000)p. 113 を参照。
- ³⁶ 経済産業省 (2015)p. 29 を参照。

-
- ³⁷ テクノリサーチ研究所HPを参照。
- ³⁸ 野村総合研究所HPを参照。
- ³⁹ 坂上 (2006)p. 145 を参照
- ⁴⁰ 松田 (2014)p. 158 を参照。
- ⁴¹ 日本政策投資銀行 (2005)p. 3 を参照。
- ⁴² 松田 (2014)p. 159 を参照。
- ⁴³ 松田 (2014)p. 160 より参照
- ⁴⁴ 産業革新機構HPを参照。
- ⁴⁵ 株式会社 NTT ドコモ・ベンチャーズ (2014)p. 8 を参照。
- ⁴⁶ 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2015)p. 84 より引用。
- ⁴⁷ 野村 (2014)p. 1 を参照。
- ⁴⁸ 経済産業省 (2015)p. 6 を参照
- ⁴⁹ 野村 (2014)p. 2 を参照
- ⁵⁰ 松田 (2011)p. 185 を参照。
- ⁵¹ 野村 (2014)p. 6 を参照
- ⁵² 野村 (2014)p. 6 を参照
- ⁵³ 首相官邸 (2014) p. 31 ~ 32 を参照。
- ⁵⁴ 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2015)p. 86 を参照。
- ⁵⁵ 松田 (2011)p. 185 を参照
- ⁵⁶ 経済産業省 (2015)p. 27 を参照
- ⁵⁷ 内閣府HPを参照。
- ⁵⁸ 日本クラウド証券株式会社HPを参照。
- ⁵⁹ 脇田 (1982)p. 21 を参照。
- ⁶⁰ 金融分科会 (2007)p. 3 を参照。
- ⁶¹ 金融分科会 (2007)p. 3 を参照。
- ⁶² 日本政策金融公庫HPを参照。
- ⁶³ 政府広報オンラインHPを参照。
- ⁶⁴ 日本政策金融公庫HPを参照。
- ⁶⁵ 野村 (2014)p. 7 を参照
- ⁶⁶ 全国信用保証協会連合会HPを参照。
- ⁶⁷ 経済産業省HPを参照。
- ⁶⁸ 経済産業省HPを参照。
- ⁶⁹ 経済産業省HPを参照。
- ⁷⁰ 吉井 (2015)p. 20 ~ 21 を参照。
- ⁷¹ 奥谷 (2013)p. 1 を参照。
- ⁷² 吉井 (2015)p. 16 ~ 17 を参照。
- ⁷³ ジェトロ (2016)p. 9 を参照。
- ⁷⁴ 小沢 (1996)p. 36 を参照。
- ⁷⁵ 梅田 (2006) p. 25 を参照。
- ⁷⁶ 小沢 (1996)p. 228 を参照。
- ⁷⁷ ジェトロ (2016)p. 9 を参照。
- ⁷⁸ 野村 (2015)p. 77 を参照。
- ⁷⁹ 株式会社日本総合研究所 (2014)p. 37 を参照。
- ⁸⁰ 日本経済新聞社 (2015)p. 14 を参照。
- ⁸¹ 野村 (2015)p. 77 を参照。
- ⁸² 野村 (2015)p. 78 参照。
- ⁸³ 野村 (2015)p. 77 を参照。
- ⁸⁴ 奥谷 (2013)p. 1 を参照。
- ⁸⁵ 吉井 (2015)p. 19 を参照。
- ⁸⁶ 吉井 (2015)p. 19 を参照。

-
- ⁸⁷ 税理士法人プライスウォーターハウスクーパース (2011)p.4～13を参照。
- ⁸⁸ 奥谷 (2013)p.5
- ⁸⁹ 株式会社野村総合研究所 (2015)p.131～132を参照。
- ⁹⁰ 総務省HPを参照。
- ⁹¹ チェスボロー (2013)p.4を参照。
- ⁹² オープンイノベーション協議会 (2016a)p.1。
- ⁹³ 野村 (2014)p.1を参照。
- ⁹⁴ オープンイノベーション協議会 (2016a)p.15参照。
- ⁹⁵ オープンイノベーション協議会 (2016a)p.20参照。
- ⁹⁶ オープンイノベーション協議会 (2016b)p.207を参照。
- ⁹⁷ オープンイノベーション協議会 (2016a)p.22参照。
- ⁹⁸ 徳重 (2016)P.26を参照。
- ⁹⁹ 徳重 (2016)P.28を参照。
- ¹⁰⁰ オープンイノベーション協議会 (2016b)p.207を参照。
- ¹⁰¹ 青山学院大学 (2013)p.8を参照。
- ¹⁰² 株式会社価値総合研究所 (2007)P.21を参照。
- ¹⁰³ 株式会社価値総合研究所 (2007)p.2を参照。
- ¹⁰⁴ 平沼 (2001)p.11を参照。
- ¹⁰⁵ 一般社団法人日本経済団体連合会 (2015)p.11を参照。
- ¹⁰⁶ 一般社団法人日本経済団体連合会 (2015)p.11を参照。
- ¹⁰⁷ 首相官邸 (2016)p.1を参照。
- ¹⁰⁸ 首相官邸 (2016)p.6を参照。
- ¹⁰⁹ 首相官邸 (2016)p.5を参照。

【参考文献】

- 石井正純 (2012) 「イノベーションとアントレプレナーシップ：日米比較と今後の展望」 AZCA (PDF)
- 石井芳明 (2011) 「日本のベンチャー企業への公的支援策の効果に関する研究」 早稲田大学 (PDF)
- 石黒憲彦 (2000) 『ベンチャー支援政策ガイド 詳解・新事業創出促進法改正』 日経BP社
- 一般社団法人 金融財政事情研究会 (2014) 「検証・ベンチャーキャピタル」 (PDF)
- 一般社団法人 日本経済団体連合会 (2015) 「『新たな基幹産業の育成』に資する ベンチャー企業の創出・育成に向けて」 (PDF)
- 上坂卓郎 (2006) 『ベンチャー企業入門—会社設立から資金調達、M&Aまで』 中央経済社
- 内本憲児 (2013) 「上場企業による資金調達手段の選択」 財務相 (PDF)
- 梅田望夫 (2006) 『シリコンバレー精神—Googleを産むビジネス風土』 筑摩書房
- 岡田悟 (2013) 「我が国における起業活動の現状と政策対応」 国立国会図書館 (PDF)
- 奥谷貴彦 (2013a) 「ベンチャー日本、挑戦の40年 Vol.1」 大和総研 (PDF)
- 奥谷貴彦 (2013b) 「英国のエンジェル税制導入の効果」 大和総研 (PDF)
- 小沢治文 (1996) 『シリコンバレー革命』 日本経済新聞社
- 関西ベンチャー学会 (2012) 「関西ベンチャー学会誌 Vol.4」 (PDF)
- 金融庁 (2011) 「諸外国のベンチャー投資 支援税制に関する 調査研究 報告書」 (PDF)
- 経済産業省 (2007) 「『大学発ベンチャーの初期条件 (環境) の向上策』 報告書」 (PDF)

-
- 経済産業省（2008a）「平成20年度エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」（PDF）
- 経済産業省（2008b）「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会 最終報告書～ベンチャー企業の創出・成長で日本経済のイノベーションを～」（PDF）
- 経済産業省（2013）「シリコンバレー視察訪問 報告書」（PDF）
- 経済産業省（2014a）「ベンチャー有識者会議とりまとめ（案）」（PDF）
- 経済産業省（2014b）「ベンチャー有識者会議とりまとめ」（PDF）
- 経済産業省（2014c）「平成26年度 起業・ベンチャー支援に関する調査」（PDF）
- 経済産業省（2014d）「平成26年度 産業革新機構の業務の実績評価について」（PDF）
- 経済産業省（2014e）「産業構造審議会 産業技術環境分科会 研究開発・評価小委員会 中間取りまとめ（案）参考資料集」（PDF）
- 経済産業省（2014f）「第1回ベンチャー有識者会議 議事録」（PDF）
- 経済産業省（2014g）「第2回ベンチャー有識者会議 議事録」（PDF）
- 経済産業省（2015）「民間企業のイノベーションを巡る現状」（PDF）
- 経済産業省（2016）「産業・金融・IT融合（FinTech）に関する 参考データ集」（PDF）
- 国立研究開発法人 新エネルギー開発機構（2013）「オープンイノベーション 日本企業におけるイノベーションの可能性」（PDF）
- 国立研究開発法人 新エネルギー開発機構（2015a）「オープン イノベーション 白書 初版（概要版）」（PDF）
- 国立研究開発法人 新エネルギー開発機構（2015b）「オープン イノベーション 白書 初版」（PDF）
- 酒井拓司（2016年8月15日）『ジェトロセンター』ジェトロ
- 首相官邸（2014）「日本再興戦略 改訂2014- 未来への挑戦 -」（PDF）
- 首相官邸（2015）「日本再興戦略改訂2015の概要」（PDF）
- 首相官邸（2016a）「日本再興戦略2016」（PDF）
- 首相官邸（2016b）「ベンチャー・チャレンジ2020」（PDF）
- 首相官邸（2016c）「ローカル・イノベーションにおける地域大学の役割」（PDF）
- 首相官邸（2016d）「事務局による事例から得られる示唆の総括」（PDF）
- ジェトロ（2009）「米国における資金調達方法ガイドブック」（PDF）
- ジェトロ（2014）「特許庁委託事業インドにおけるR&Dの概況」（PDF）
- ジェトロ（2016）「イスラエル・シンガポール 協力し合う2大スタートアップ拠点」（PDF）
- 大和証券（2015）「日本再生に向けた起業活性化の再考～規制緩和の検討を～」（PDF）
- 中小企業庁（2011）『中小企業白書 2011年度版』中小企業庁（同友館）
- 日本政策金融公庫（2015）『2015年度 新規開業実態調査』～アンケート結果の概要～」（PDF）
- 日本政策投資銀行（2005）「ベンチャーファンドに対する公的支援のあり方について～米国SBICプログラムの功績、課題および展望～」（PDF）
- 野村敦子（2014a）「わが国ベンチャー支援策の実効性を高めるためのポイント」日本総研（PDF）
- 野村敦子（2014b）「いま必要とされる CVC への取り組み～既存企業とベンチャーの連携促進に向けて～」日本総研（PDF）
- 野村敦子（2015）「わが国におけるベンチャー支援の在り方—既存企業とベンチャー企業のパートナーシップを通じたベンチャー・エコシステムの形成に向けて—」日本総研（PDF）

松田修一（2011）『ベンチャー支援ダイナミズム』白桃書房
松田修一（2014）『ベンチャー企業』日本経済新聞社
村瀬 光正（2001）「日本のベンチャーキャピタル – 進化するビジネスモデル」21世紀政策研究所（PDF）
文部科学省（2011）「イノベーションエコシステム拠点構想関連資料（大学発ベンチャー創出を中心として）」（PDF）
吉井一洋（2015）「日本のベンチャー投資優遇税制の問題点」大和総研（PDF）
Gerald A. Benjamin/Joel B. Margulis(2001)『エンジェルファイナンス』株式会社オーム社
NTT ドコモ・ベンチャーズ（2014）「日本と米国でのスタートアップ支援体制の違い」（PDF）

【参考資料】

経済産業省HP	http://www.meti.go.jp/
産学官の道しるべHP	https://sangakukan.jp/
産業革新機構HP	http://www.incj.co.jp/
総務省HP	http://www.soumu.go.jp/
中小企業庁HP	http://www.chusho.meti.go.jp/
内閣府HP	http://www.cao.go.jp/index.html
日本クラウド証券株式会社HP	https://crowdbank.jp/
日本政策金融公庫HP	https://www.jfc.go.jp/
日本総研HP	https://www.jri.co.jp/
日本貿易振興機構(JETRO)HP	http://www.jetro.go.jp/
野村総合研究所HP	http://www.nri.com/jp/index.html
COMPASSHP	https://www.compass.co/
DIAMONDハーバード・ビジネス・レビューHP	http://www.dhbr.net
RIETI 独立行政法人経済産業研究所HP	http://www.rieti.go.jp/jp/index.html