2019 年度 証券ゼミナール大会
第 1 テーマ

国内非上場企業の資金調達について

関西学院大学　寺地ゼミナール　友原班

目次

はじめに p3

第 1 章 国内非上場企業について p4

第 1 節 国内非上場企業の定義 p4

第 2 節 国内非上場企業の現状 p4

第 3 節 国内非上場企業の分類 p6

第 4 節 大企業について p6

第 5 節 中小企業について p7

第 6 節 中小企業における資金調達の現状と課題 p8

第 7 節 ベンチャー企業について p11

第 8 節 ベンチャー企業における資金調達の現状と課題 p12

第 2 章 国内非上場企業の主な資金調達方法 p16

第 1 節 中小企業の主な資金調達方法 p16

第 2 節 ベンチャー企業の主な資金調達方法 p27

第 3 章 今後の国内非上場企業の資金調達方法 p34

第 1 節 中小企業の資金調達 p34

第 1 項 リレーションシップバンキングの強化 p34

第 2 項 電子記録債権の活用 p39

第 2 節 ベンチャー企業の資金調達に対する提言 p43

第 1 項 エンジェルネットワークの拡大 p43

第 2 項 CVC･VC プラットフォーム構築 p46

終わりに p50

はじめに

現在、日本経済は緩やかな回復傾向にある。1990年代のバブル崩壊以降、日本は「失われた20年」という長期の経済停滞に陥った。この長期停滞の中で2013年から行われたアベノミクスによって、ようやく経済の回復の兆しが見え始めた。しかし、今後の日本経済が持続的な成長を遂げるためには、日本の99.7%を占め、産業構造に絶え間ない新陳代謝をもたらして経済成長を牽引し、多様な経済社会の創造に寄与している中小企業[1]をはじめ、成長産業であるベンチャー企業の持続的な発展･成長を目指すことが必要である。

2010年に閣議決定された経済産業省の中小企業憲章によると中小企業の役割は、「経済やくらしを支え牽引すること」「創意工夫を凝らし、技術を磨き、雇用の大部分を支え、くらしに潤いを与えること」さらに「社会の主役として地域社会と住民生活に貢献し、伝統技能や文化の継承を行うこと」である[2]。

一方で2008年に発表された、ベンチャー企業の創出･成長に関する研究会の最終報告書によるとベンチャー企業は、革新的な技術や独創的なビジネスモデルを生み出す原動力として、日本経済全体のイノベーションの重要な源泉であり、雇用創出の源である。そして、新しい技術･新しいビジネスモデルを生み出すベンチャー企業は、新しいマーケットを創出することによって、経済全体の成長･活性化にも重要な役割を果たしている[3]。

このように、日本経済にとって欠かすことのできない役割を持つ中小企業とベンチャー企業であるが、資金調達において様々な問題を抱えている。日本はこれまで企業の資金調達の円滑化のため、様々な政策を打ち出し、一定の効果を上げてきたが、いまだに不十分である部分は多い。この問題を解決するにはそれぞれの企業に適した資金調達方法を改善していく必要がある。

本論文では、第1章において国内非上場企業を定義･分類し、取り巻く環境の分析や海外との比較を通じて資金調達における現状を整理し、企業が抱えている課題について考察する。次に第2章では、主な資金調達方法について、その特徴と課題を分析していく。こうして明らかになった資金調達における個々の課題を踏まえ、第3章にて国内非上場企業の規模･性質に応じた今後の望ましい資金調達のあり方について提言する。

第 1 章 国内非上場企業について

本章ではまず、国内非上場企業の定義を確認し、国内非上場企業の現状を金融機関との関係、証券市場との関係の 2 つの側面から整理する。その後、国内非上場企業を規模別に分類し、それぞれの規模における現状と課題を確認する。

第 1 節 国内非上場企業の定義

本論文における国内非上場企業の定義は、東証一部･二部･マザーズ･ジャスダック･TOKYO PRO Market･名証･福証･札証･外国の証券市場に株券を上場しておらず、上場企業の子会社でも関連会社でない日本企業である。

第 2 節 国内非上場企業の現状

国内非上場企業の中には、上場できる経営基盤を持ちながらもステークホルダーの増加による経営の自由度の低下を嫌い、あえて上場していない企業も存在[4]する。しかし、日本銀行は「非上場企業である限り、銀行借入以外の外部資金の調達方法がきわめて限られている点は変わりがない[5]」と述べている。

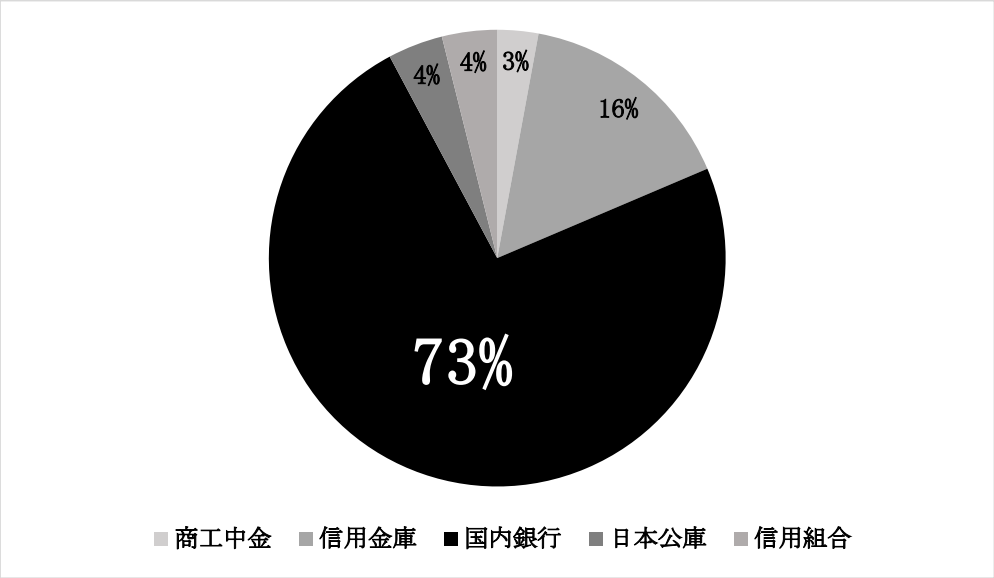
(1) 国内非上場企業と金融機関の関係

また、中小企業庁は金融機関の役割に関して「中小企業の成長を促す取り組みを中心とした経営支援を行うことが期待される[6]」と述べている。

国内非上場企業と金融機関との関係性において最も一般的であるのは融資である。融資とは、資金を必要とする主体に資金を融通することである。最も典型的な融資は銀行借入であり、銀行は資金余剰主体から預金という形で集まった資金を資金不足主体である企業等に貸出として供給し、企業は最終的に返済を行う。こうした資金供給者と資金需要者を媒介する機関からの借入による資金調達を間接金融という。現在、日本の銀行の利ざやは他の先進国に比べ薄くなっている。この要因としては金融政策による要因が挙げられる。具体的な要因としては日本銀行の金融緩和政策による金利低下の影響を受けて、地方銀行を含む国内銀行の貸出金利も低下傾向を強めている中で貸

出金利の低下が預金金利の低下より速いペースで低下していることが考えられる[7]。このような背景があり、金融機関の中小企業向け貸出態度 DI は 80 年代バブル期と同等の水準にまで達している[8]。つまり、貸出金利が以前に比べて大幅に低下している近年においては、中小･ベンチャー企業による銀行借入を通した間接金融による資金調達は以前より容易となっているはずであるが、資金需要 DI などから推察されるように依然として中小企業などの資金繰りは厳しい状況にある。この課題を解決するには従来の方式に頼る融資だけではなく、新しい形での融資が必要になってくると考えられる。

図 1　中小起業向け融資に占める各金融機関の割合



出典)商工中金（2019)『2019 年 3 月期 ディスクロージャー誌』より作成

(2) 国内非上場企業と証券市場の関係

企業が有価証券を発行して証券市場(金融資本市場)、つまり投資家から出資により資金を調達することを直接金融と言い、出資とは事業の成功・成長を期待してお金を投資することを指す。今回のテーマは「国内非上場企業」であるため、株式発行市場との関連性は薄く、国内非上場企業と証券市場の関係性は社債の発行による資金調達が中心となる。

第 3 節 国内非上場企業の分類

国内非上場企業はその規模において、大きく大企業と中小企業に分類することが可能である。さらに中小企業の中でも、ベンチャー企業は資金調達において性質が異なるため、本論文では中小企業とは区別した上で現状と課題の整理を行う。

第 4 節 大企業について

大企業とは、日銀短観において資本金を基準とし、「資本金 10 億円以上の企業」と区分している[9]。大企業の特徴は①自己資本比率が高い②借入額が大きいため貸出当たりのコストが低い③十分な情報開示が可能の 3 点が挙げられる。大企業の自己資本比率は、国際化や競争の激化に対応して自己資本の増強を図ったため、最も低かった 1975 年の 14.5%から 2018 年には 44.5%に上昇している[10]。

さらに貸出コストに関しては、銀行融資の場合融資金額が大きくなればなるほど、融資を実行する際に必要な審査費用などの単位当たり貸出コストは低下する。このような「貸手における規模の経済」が働き、貸手は 1 件当たりの融資金額が大きな借手、つまり大企業に対して優先的に貸出を行う[11]と考えられる。

加えて大企業は資金が豊富であるため、中小企業･ベンチャー企業と比較して情報の開示が容易である。その結果、情報の非対称性が解消され、直接金融による資金調達が行いやすく、債権の発行による資金調達が可能になる。大企業はその情報の開示などによる信用力の高さから、市場型間接金融からの資金調達も行っており、その利用率も大きく伸びている。代表的な物としては「シンジケートローン」が挙げられる。シンジケートローンとは複数の金融機関が協調してシンジケート団を組成し、同一の融資契約書に基づき同一条件で行われる融資の事である。シンジケートローンは借手企業の財務情報や格付けなどが重視される為、主に信用力のある大企業向けであると言えるだろう。

以上のように、大企業は直接･間接金融の両面から見て中小企業と比較して幅広い資金調達が可能となっている。

第 5 節 中小企業について

(1) 中小企業の定義

本論文では、中小企業とは、中小企業基本法第 2 条に基づき、(図 2) のように定義する[12]。

図 2 中小企業の定義

業種	中小企業 (下記のいずれかを満たす)		小規模事業者
	資本金又は出資金額	常用従業員数	常用従業員数
① 製造業、建設業、運輸業､その他の産業(②～④を除く)	3 億円以下	300 人以下	20 人以下
② 卸売業	1 億円以下	100 人以下	5 人以下
③ サービス業	5000 万円以下	1000 人以下	5 人以下
④ 小売業	5000 万円以下	50 人以下	5 人以下

出典) 中小企業庁 HP「中小企業･小規模企業者の定義」より作成

(2) 中小企業の意義

中小企業は、量的･質的な観点から日本経済において重要な役割を果たしている。中小企業は 1960 年から現在までの長期に渡って、日本の総付加価値額の 5 割強を産出してきた歴史がある[13]。その他の大きな役割としては、その企業数の多さから雇用の担い手であることが挙げられる。実際に全企業数の 99.7%、全従業員数の約 70%を中小企業が占めている[14]。さらに、中小企業は地域内に数多く存在していることから、中小企業の利益は地域の雇用創出や地方財政への寄与などを通じて地域経済に還元され、地域経済の活力となっている[15]。

また、中小企業はその企業規模故に、参入可能な分野が限られているが、中小企業は大企業と比較して小回りが利く。経営の意思決定のスピードが速

く、経済･経営環境変化に柔軟に対応できることから、1999 年に改正された新中小企業基本法では、中小企業はその機動性、柔軟性、創造性を発揮し、我が国経済の「ダイナミズム」の源泉としての積極的な役割が期待される存在と位置づけられ[16]、日本経済が活性化するための重要な担い手としてその活躍が期待されている。

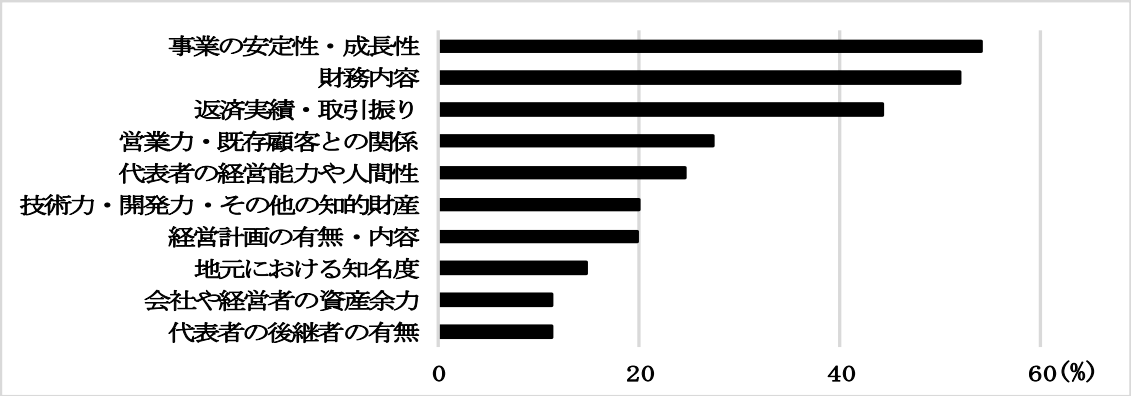
第 6 節 中小企業における資金調達の現状と課題

(1) 中小企業の資金調達における現状

中小企業と大企業を比較すると、中小企業の方が金融機関からの借入が厳しいと感じている[17]。その要因として挙げられるのは、貸手である金融機関と借手である中小企業の持つ情報の差異である「情報の非対称性」や企業規模に左右される「規模の経済」が、円滑な資金調達の阻害要因となっていることである。近年、借手企業の事業性や将来性を重視した融資を積極的に行おうとしているが、課題が多く思うようには進んでいない。

しかし、(図 3) より中小企業においては財務内容などの定量評価だけでなく、事業の安定性や成長性といった、経営に関する定性的な情報の評価に基づく融資のニーズが高いことが読み取れる[18]。

図 3　中小企業が評価してほしい項目



出典）中小企業庁（2016)『2016 年版　中小企業白書』より作成

中小企業にとって保証や担保に依存せず、事業内容や成長可能性などを評価する事業性評価は、定量情報による金融機関との親密な関係によって、数字で見えない情報を融資の判断材料にできるため、以前では受けられなかった融資が受けられる機会が増えることから中小企業の資金調達環境を大幅に改善するツールとなりえる。

金融機関は日常的に多くの中小企業と取引をしており、企業の特徴を他の企業と比較することによって個別企業の強みや弱みを把握する事は十分に可能である。そのため、金融機関にはこれまで以上に企業への成長の後押しや経営改善･生産性の向上など、企業価値向上に寄与することが期待されている[19]。

また、金融庁は「事業性評価の取組みを徹底することで、取引先の現状を深く理解することを起点として早期に資金需要を発掘･喚起することができ、他行に先駆けた貸出対応に繋げることができる[20]」と述べている。情報の非対称性を改善だけではなく、貸出残高の伸びや格付け改善が実現できる。各行が事業性評価を行う上で、自行の持つノウハウやリソースを起点にビジネスモデルを構築していく必要がある。例えば、ノウハウを保有していない金融機関においては公的金融機関や VC などとの外部提携を積極的に進め、アウトソースを中心としたサービス提供体制の構築が有効である。さらに、事業性評価では深いレベルのヒアリングが求められるため、事業や経営の知識向上･事業の将来性や経営課題を見極める目利き力向上に繋がり、行員のレベルアップも図られる。

これらを踏まえ、我々は中小企業における資金調達の理想形を、「資金調達手段が限られている現状から脱し、資金調達における可能性を広げ、様々な資金調達方法を選択できるようになること」とする。

（2）中小企業の資金調達における課題

①情報の非対称性

情報の非対称性とは金融機関と企業の間に生じる保有情報の差異の事である。中小企業は会計監査義務が法律で明記されておらず任意であるため、一般的に企業情報があまり開示されていない。加えて大企業と比較して、十分

な財務諸表を有していないことや金融機関側からの事業内容の把握が難しいことにより、企業の状態が不透明となっている。そのため、借手にとってはリスクプレミアムによる上乗せが発生し、貸手には「逆選択」といった本来融資すべきでない借手に資金提供してしまう事や、提供資金を貸手が望まない危険度の高い投資行為に使われてしまう「モラル･ハザード」等の問題が生じてしまう可能性があり、金融機関と企業間の十分なヒアリングが求められている。

②規模の経済

一般的に、銀行融資はその融資金額が大きくなればなるほど、借手にとっては融資を受けるために必要な財務諸表や事業計画書などの作成のコストが低下する[21]。中小企業は大企業と比較して融資額が小さい為、財務諸表などの作成コストの負担が大きい。

また、第 1 章第 4 節にて述べたように、貸手における規模の経済が働くことで、貸手は融資規模の小さい中小企業よりも融資規模の大きい大企業を優先してしまうという問題点がある。このように借手と貸手双方に課題が存在する為、規模の経済が顕在化している実態が存在する。

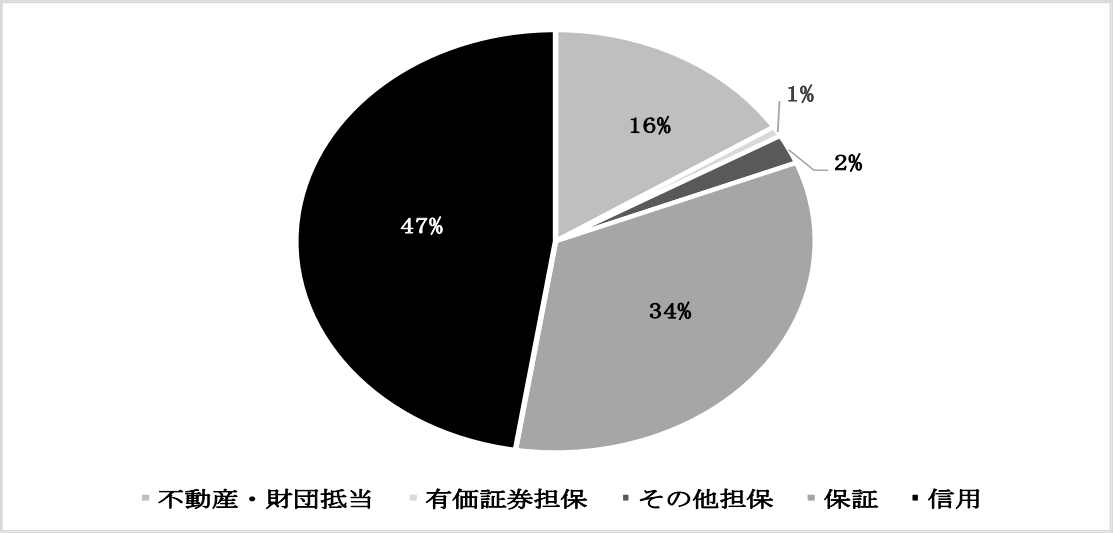
③不動産担保･個人保証への依存

金融機関が企業向け融資を行う場合、担保や保証による債権保全が重要視されており、 不動産担保を取得することや、企業経営者等の個人保証を求めることが一般的である[22]。 国内銀行の貸出金の担保内訳を見ると、2016 年時点において不動産･財団抵当が約 16%、保証が約 33%となっており、担保の大半は不動産となっている。実際、中小企業向け融資の場合、不動産担保の割合が担保付貸出の約 86%を占めるとの実態も示されている[23]。

しかし、資金を調達しようとする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、地価が低迷している中で企業が不動産を担保として十分に資金を調達することが難しくなっている[24]。加えて、万が一中小企業が債務不履行に陥った場合には、個人保証の部分が実行されてしまう。その際、中小企業の経営者

等が所有する不動産や預貯金などを失い、再起が困難になってしまうリスクがある。以上のことから、中小企業が不動産担保や保証で過度に負担を負うことは、中小企業の円滑な資金調達を阻害している大きな要因であるといえる。

図 4　国内銀行の貸出金の担保内訳



出典）日本銀行『日本銀行統計』より作成

第 7 節 ベンチャー企業について

(1) ベンチャー企業の定義

本論文では、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」と定義づける。

(2) ベンチャー企業の意義

「ベンチャー」とは、新たな事業へ果敢に挑戦することを包括する「挑戦企業」という概念[25]であり、ベンチャー企業の意義は、「革新的技術や独創的

なビジネスモデルによる新規事業を生み出す原動力として経済のイノベーションの源泉となること」である。

また、ベンチャー企業によるイノベーションによって新たな市場や産業の新成長分野を切り開かれることにより、新たな雇用創出が発生するため、ベンチャー企業は雇用環境の改善にも貢献している。米国において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おり、さらに米国中小企業庁の調査では、成長する新規企業の雇用創出力が従来企業より大きいことが明らかになっている[26]。

日本経済が「失われた 20 年」という経済低迷を打開するために、そして世界経済が第四次産業革命により次世代に向け動き出そうとしている時代の転換点の中で、新たな力が求められている。この状況下において、「挑戦企業」であるベンチャー企業が将来的に日本経済を牽引する役割を果たすことを期待されている。実際に、1990 年以降ベンチャー企業が発達した米国では、今やベンチャー発の若い企業が米国経済を牽引している。従って、ベンチャー企業のさらなる発展が可能となれば、日本経済を牽引する役割を果たすことができるだろう。

第 8 節 ベンチャー企業における資金調達の現状と課題

(1) ベンチャー企業における資金調達の現状

ベンチャー企業における資金調達の現状について、日本のベンチャー企業を取り巻く環境を整理した後、ベンチャー企業の資金調達が盛んである米国のとの比較を通して、ベンチャー企業における資金調達の現状を述べていく。

① 日本のベンチャー企業を取り巻く環境

日本ではこれまで 3 度のベンチャーブームがあり、それに伴って数々の規制緩和やベンチャー支援制度が整備された。

政府系のベンチャーキャピタル(Venture Capital：VC)の設立を皮切りに 1970 年頃から始まった第一次ベンチャーブームでは、VC の設立が始まり、1982 年からの第二次ベンチャーブームでは、金融緩和の波に乗って証券･銀

行･外資系の VC が設立され、その数は年々増加していった[27]。さらに、ベンチャー企業向けの店頭登録市場「ジャスダック」が整備されたことで、VC にとって株式公開という利益獲得方法が確立されたことも VC が増加した要因であった[28]。これら VC のブームによって、ベンチャー企業の創業が促された。

そして、1994 年頃から始まった第三次ベンチャーブームでは、アメリカで Amazon や Yahoo！、Google といったネット系企業が相次いで創業された。こうした環境下で、日本版ビッグバンが執り行われた日本でも、新規事業創出促進法の施行や中小企業基本法の改正などの規制緩和が相次いで行われたことで、ベンチャー企業の輩出が促進され、さらに、「東証マザーズ」や「ナスダック･ジャパン」といったベンチャー向けの株式市場の開設によって、このブームに拍車がかかった。これらのベンチャー向け市場の開設により、従来は最終地点であった株式上場が、成長を続けるベンチャー企業の資金調達方法となったのである。しかし、不況や金融危機によっていずれのブームも続くことはなかった。

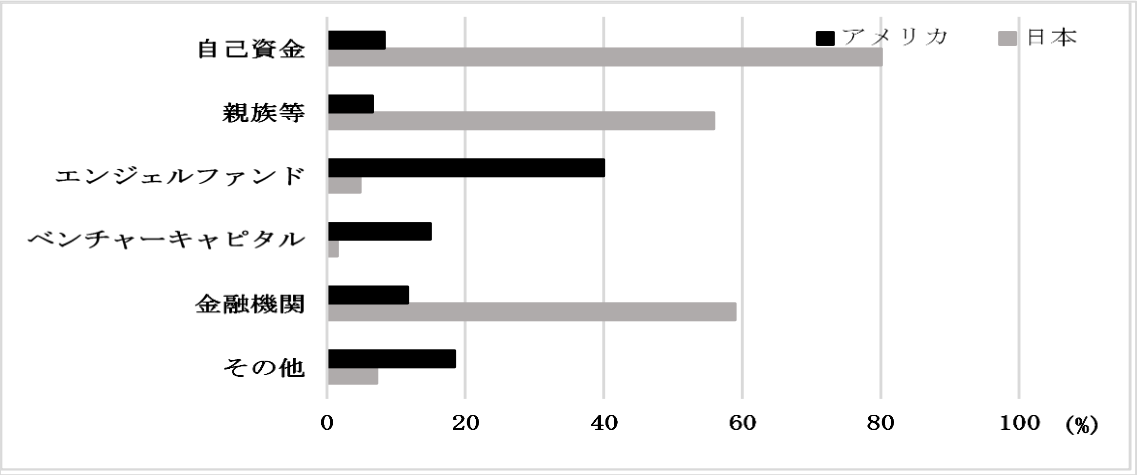
そして現在、政府により発表された「日本再興戦略」によってベンチャー企業創出の促進策が実施されている。それに伴って発表された「ベンチャー･チャレンジ 2020」では、米国のシリコンバレーを中心に確立されている、ベンチャー企業が持続的に生み出されるような社会システムであるベンチャーエコシステムの構築に向けた方策が掲げられた[29]。

② 海外ベンチャー企業との比較を通した資金調達の現状

ベンチャー企業が発達している米国と、日本のベンチャー企業の資金調達方法を比較すると、日本のベンチャー企業は創業初期の段階では自己資金、親族等から借り入れるスイートマネーに依存しているのに対し、米国では VC やエンジェルファンドからの資金調達が多い。中小企業とは異なりベンチャー企業の資金調達は、成長段階ごとに資金調達方法が異なるという特徴を持っており、大企業の資金調達方法とも大きく異なる。創業から間もない段階から順に、シード･アーリー･エクスパンション･レーター期と分類されており、シードからアーリー期の前期においては出資が中心で、アーリー期後

期からエクスパンション、レーター期では出資のみならず金融機関による融資も活用されている[30]。

図 5　米国と日本のベンチャー企業の資金調達方法



出典）宮脇俊哉（2005)『ベンチャー企業経営戦略』税務経理協会 p.58 より作成

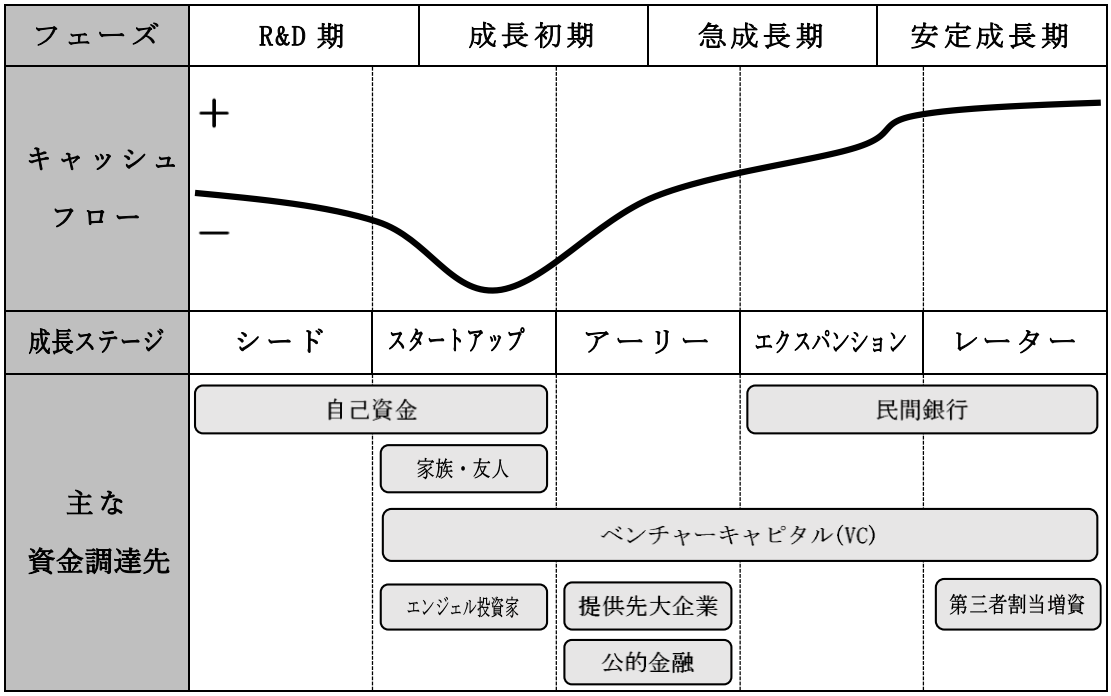
さらに、VC 投資額の対 GDP 比率は、日本においてわずか 0.04%であり、米国の 6 分の 1 以下となっている[31]。第 2 章にて詳しく後述するが、こうした VC からの資金調達が活発な理由は、IPO(Initial Public Offer：新規株式公開)はもちろん、IPO 前の M&A による利益獲得が活発なことが挙げられる[32]。大和総研は「エンジェル投資に関しても米国のシリコンバレーなどでは、成功した起業家がエンジェル投資家となって次世代の起業家に投資する仕組みが形成されている[33]」と述べている。こうした資金調達面を含む、先述したようなベンチャーエコシステムが構築されていることが、米国でベンチャー企業の活動が活発であり、イノベーションが生まれる理由である。

これらを踏まえ、我々はベンチャー企業における資金調達の理想形を「企業を取り巻く資金循環の規模の規模を拡大すること」とする。

(2) ベンチャー企業の資金調達における課題

大和総研は「ベンチャー企業の資金調達手法はその成長段階と資金調達規模に合わせて、鎖のようにつながり、上場するまでの成長を支えている。この鎖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[34]」と述べており、ベンチャー企業の資金調達の重要性を指摘している。このような背景があるため、ベンチャー企業の発達には十分なリスクマネーが供給されることが不可欠であるが、米国に比べて日本のリスクマネー供給はわずかとなっている。

図 6 成長段階別のキャッシュフローと主な資金調達手段



出典)国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構(2018)「研究開発型ベンチャー企業の資本政策立案の手引き」p.5 、日本総研 (2017)「中国の起業ブームとベンチャーファイナンスの動向」p.9 より作成

また、ベンチャー企業の発達に向けた資金調達面以外の課題に目を向けると、「挑戦する人が少ない」、「大企業とベンチャー企業の連携」、「人的資源を

集めにくい」、「ベンチャーエコシステムの構築」等の課題が存在している。政府が主導しているようなベンチャーエコシステムの構築によって、解決される課題は多いが、エコシステムの構築によって好循環を生むためには、ベンチャー企業における円滑な資金調達を実現する必要がある。

第 2 章　国内非上場企業の主な資金調達方法

ここまで、大企業は債券発行･シンジケートローンなどによって中小企業･ベンチャー企業と比較して資金調達が容易であることを示した。では、資金調達に課題を抱えている中小企業･ベンチャー企業ではどのような方法で資金を調達しているのだろうか。本章では、中小企業･ベンチャー企業の主な資金調達方法についてその特徴や課題を整理しながら紹介していきたい。

なお、本来は中小企業･ベンチャー企業において資金調達方法は重複するが、今回は主な調達方法として、区別をして述べる。

また、企業が成長し、信用力が高まるにつれて利用可能な調達方法は変化する。そこで、間接金融、直接金融、公的金融の順に述べていくこととする。

第 1 節 中小企業の主な資金調達方法

(1) 中小企業における間接金融

間接金融は企業規模に関係なく中小企業にとって一番身近であり重要な資金調達方法である為、今後も一層促進されることが望ましい。しかし、第 1 章第 6 節において述べたように、現状の間接金融においては過度な不動産担保依存が課題となっている。この問題を解決し、中小企業の資金調達が円滑化するためには、金融機関による間接金融が過度な不動産担保依存から脱却し、資金調達方法を多様化させていく必要がある。以下、中小企業の主な資金調達方法であるトランザクションバンキング、リレーションシップバンキング、ABL を紹介する。

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(以下トラバン)とは、財務諸表などの定量情報に基づき、一時的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である。基本的には判断基準として定量情報を用いるため、審査コストを抑えることが出来る[35]。また、定量情報による審査が主な審査になるため、審査の自動化が可能であり貸出実施までスピーディな対応が可能となること、リスク分散のために個別の貸出金額に上限が定められていることなどが特徴としてあげられる。

定性情報ではなく、定量情報により個々の採算性を重視して融資決定を行うという特徴から、後述のリレーションシップバンキングとは対極に位置するとされ、リレーションシップバンキングの補完的な役割を果たし、担保融資に過度に依存しない融資を促進するための有効な資金調達方法であるといえる。しかしながら、定量情報を元に融資の可否を決定するため、中小企業からのニーズが高い事業性評価を行いにくいという難点が存在する。リレーションシップバンキングとトラバンをバランスよく掛け合わせて資金供給していくことが金融機関には求められている。

トラバンの具体的な取引形態としては、「財務諸表貸出」、「クレジットスコアリング」「動産担保融資」の3つが挙げられる。この3つのうち、中小企業の担保･融資に依存しない資金調達において特に重要である動産担保について述べていく。

・ABL(Asset Based Lending:動産担保融資)

第1章第6節において、中小企業の資金調達における課題は不動産担保･個人保証に依存していることであると述べたが、ABLとは、企業が保有する在庫や売掛金などをはじめとする動産を担保にして融資を行う手法であり、上記の課題を解決することが期待されている。担保となる動産には、売掛債権や流動資産である在庫のほか、固定資産である機械設備が含まれる。従来融資に必要とされていた不動産担保が無くても資金調達が行えることから、融資における担保の範囲が広がる可能性が示唆されている[36]。特に中小企業は、不

動産よりも在庫･売掛金といった動産を多く所有していることから[37]、ABL は中小企業にとって有効な資金調達手段であると言える。

動産担保の担保としての価値は、その対象担保の内容、適合性、会計基準、評価価額等によって大きく異なるため、その評価が重要となる。この評価を行う主体に関しては、外部コンサルティング会社の機能の活用が重要であると考えられ、現在日本では監査法人が中堅･中小企業の売掛金･在庫の管理状況について評価業務を行ったりするなど、ABL に係る様々なサービスを提供する企業が出始めている[38]。

加えて、ABL においては動産の管理や担保処分が重要となってくるが、この点に関しては、(3) における流動資産担保融資保証制度(ABL 保証)にて述べるので、そちらを参考にしていただきたい。

これまで、政府も過度に不動産担保に依存しない金融慣行の促進のため、動産･債権譲渡登記制度の整備（平成 17 年）や、流動資産担保融資保証（平成 1 年）等により、ABL を推進してはいるが、約 240 兆円の中小企業金融の中で、ABL の市場規模は、現状年間 2000 億円～3000 億円程度と限定的である[39]。中でも、債権譲渡登記の活用状況は、登録件数が平成 20 年中の 2 万 5654 件をピークに減少しており、平成 26 年中の登録件数は 1 万 3375 件に留まっている。つまり、ABL の推進を妨げている障壁として、売掛債権の活用に際して課題がある[40]ことが考えられ、その詳細に関しては下記にまとめる。

・売掛債権を利用した資金調達

売掛債権を活用した資金調達方法として、前述した ABL の一部である売掛債権担保融資とは別に、ファクタリングという手法が存在する。前者は売掛債権を担保に融資を受ける手法であるのに対して、後者は企業の持つ売上債権をファクタリング会社へ手数料を支払って売却することで、資金調達を行う手法を指す。ここにおいて本来は企業で行う債権の回収業務は、ファクタリング会社が行うことになる。

以上のような売掛債権を利用した資金調達が促進されれば、中小企業における不動産担保、個人保証に依存した資金調達は大きく改善されると考えら

れるが、売掛債権の資金調達への活用においては、依然として様々な問題が存在している。

売掛債権は、指名債権もしくは手形債権のいずれかの形態をとり[41]、手形債権に関しては、裏書譲渡が可能であることを利用して支払期日の到来していない手形を裏書譲渡することで、早期に現金化する方法がある。すなわち、手形の所持人が手形を金融機関等に裏書譲渡し、その日から支払期日までの金利に相当する金額を手形金額から差し引いた金額を受け取るというもので、これを手形の割引きと呼ぶ。このように、手形の割引きは短期的な資金調達手段の1つとして重要な役割を担っていた[42]。しかしながら手形債権は、紙媒体であることによる紛失、盗難リスク、手形振出しに係る事務コストを削減する目的や印紙税負担を避ける目的で、近年大企業を中心に一括決済方式の採用を行うなど、手形振出しの取り止めが進んでいる。これを契機に手形取引量は減少し続けており、手形割引などを通じて資金調達を行っていた中小企業の資金調達手段は狭まっている状況であると言える。

また、前述したように売掛債権は手形債権の他に指名債権という形態をとり、これらを資金調達に活用するには資金提供主体において権利の存在や内容を確認でき、かつ債権譲渡や担保件実行により確実に権利を取得できる必要がある。こういったなかで指名債権は、当事者の法律関係に応じ、その内容や性質を柔軟に定めることが出来る一方で、権利の内容や帰属が不透明であり、二重譲渡や抗弁の存在により譲受人が完全な権利を取得できないリスクが存在し、資金調達への活用に際して問題となっている[43]。

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(以下リレバン)とは、中小企業金融の円滑化や、金融機関の経営力強化を目的に導入された融資方法である。リレバンを一層強化するため、金融庁が2003年に中小企業金融再生に向けた取り組みと各金融機関の健全性や収益性の確保による中小企業金融の再生と持続性を目的とした「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」を策定した[44]。リレバンを行う金融機関には、定量的な財務指標評価だけでなく、事業性評価のなどの定性的な評価が求められるようにな

る。その結果として金融機関が積極的に取引先企業の実態把握に努めるようになってきたほか、企業再建支援にも前向きに取り組む姿勢がみられるなど、中小企業に対する融資の姿勢や支援に向けた取組み状況は改善してきている[45]。

以前と比較してリレバン促進の風潮が見受けられる中で、金融庁と経済産業省がリレバン推進のきっかけとして活用を促進しているローカルベンチマーク（以下ロカベン）は期待されるような効果を発揮していない。ロカベンはドアノック的（入口）なツール[46]だとされている。その理由としては、ロカベンの記入欄には財務情報だけでなく「経営者の理念」や「事業の強み･弱み」を記載する欄があり、これにより企業と金融機関の情報共有に繋がるためである。

つまりロカベンによって、金融機関は各企業の業務内容を理解することができ、正確な現状を知ることができる[47]。

以上のような有用なツールであるロカベンが効果を発揮していない要因として、企業からの認知度が低い事が挙げられる。2018 年時点において中小企業からの認知度は 13.5％と金融機関側の認知度の 94.4％と比較しても著しく低い[48]。つまり、ロカベンの存在を金融機関側は認識しているが中小企業に対して周知していないと同時に活用していないという事が実情であり、現状ではロカベンは中小企業と金融機関の情報の非対称性を解消するツールとして活かされていない。

またリレバンにおいては蓄積された情報を活用することにより、企業の信用リスクや経営状況が把握できる。それにより、迅速な資金供給や早期の経営指導の実施等といった金融サービスの提供を行うこともできることがリレバンの特徴である。つまり、銀行が借手の審査を行う場合、新規の企業を審査する場合に比べ、長期継続的な取引先の審査の方がより正確な審査が可能となるのである。

しかし、リレバンには上記のようなメリットが存在する一方で金融機関との親密な関係性には弊害が生じる場合もある。この弊害を「ソフト･バジェット問題」といい、これはリレバンの対象先の取引企業の経営に問題が発生した際に、借り手企業の復活を当てにして不良債権への追い貸しを続けるとい

うギャンブル的な行動を取る可能性が高まるという問題である[49]。つまり金融機関は、親密なリレーションシップ関係を構築しているが故に借手企業が業績不振に陥った際に追貸しを行って融資を継続し、ゾンビ企業を生み出す可能性がある。加えて企業にとっても、他の金融機関よりもリレーションシップ関係のある金融機関であれば容易に追加融資が可能になることから、十分な経営再建努力を怠るという経営規律の緩みが発生する可能性がある。

(2) 中小企業における直接金融

投資家が利益に繋がると見込むような企業でなければ直接金融での資金調達は難しい。中小企業では、投資家が投資判断をするための透明性の高い企業･財務情報開示の資料作成にあたる専門知識を有する人材がいないことや、規模の経済や信用力の不足といった問題を抱えている。近年、直接金融の利用は増加しつつあるものの、こうした問題点からやはり直接金融での資金調達が十分に可能な企業はごく一部に限られている。本項では、中小企業の直接金融において主な資金調達方法である社債について紹介する。

社債

社債とは、企業が主に多額の中長期的資金調達を行う際に発行する債券のことである。社債は、分割返済が多い銀行借入と比較して満期の一括償還が多いため、借入と比較して期間中の資金繰りに余裕ができるメリットがある。

社債は、大きく公募債と私募債の 2 種類に分けられる。公募債は、多数の者に募集をかけて出資を募る方法で、有価証券報告書の提出が求められる。私募債は少数の者(50 人未満)に対して募集をかける方法の事を指す。

公募債での資金調達は透明性の高い財務情報や社会的信用を有しない中小企業にとって現実的な資金調達方法とは言えず、社債での資金調達は中小企業向けではなく、大企業向けである。

その一方で透明性の高い財務情報がなくても発行できる私募債というものも存在するが、日本では、中堅･中小企業の私募債は公募債に比べ小規模の資金調達手段として主に銀行が引き受け、期限まで持ちきるケースが大部分を

占めている[50]。一般的な銀行借入の際の金利と比較した場合、私募債発行の際に設定される金利の方が高くなる場合が多く、公募債にアクセスすることが難しい日本の中堅･中小企業にとって、銀行借入に等しいあるいは近い資金調達手段というよりも、私募債は中長期資金を確保し信用度を向上させる資金調達方法[51]であると言われている。以上のことから、私募債発行企業と私募債未利用企業の属性が明らかに異なることは明らかである[52]。つまり、過度な間接金融依存から脱却する際に私募債による資金調達は現実的ではないと言えるだろう。

(3) 中小企業における公的金融

中小企業向けの公的金融制度には日本政策金融公庫のような政府金融機関から IT 導入補助金のような補助金制度まで多岐に渡る。数多くある公的金融制度から、以下においては日本政策金融公庫･信用保証制度･流動資産担保融資保証制度･中小企業生産性革命推進事業を取り上げる。

日本政策金融公庫

日本政策金融公庫は株式会社日本政策金融公庫法に規定がある株式会社で、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、農林漁業金融公庫の 3 つの機関が統合されてできた金融機関である。中小企業に深く関係する国民生活事業と中小企業の合計の貸出残高は 12 兆 4782 億円であり、協調融資の推進など中小企業に対する公的金融機関として重要な役割を担っている[53]。

信用保証制度

信用保証制度とは、一般に信用力に乏しい中小企業に対して民間金融機関からの資金繰りを円滑に進めることを目的とし、各地の信用保証協会が事業者の民間金融機関からの借入に対して保証を行い、返済が滞った際に代わって債務の支払いを実施する制度のことである。日本は海外に比べて信用保証制度が手厚い。

市場任せでは中小企業はリスクが高い局面において必要な資金を調達することができず、事業の発展、ひいては地域経済の活性化は進まない。そのた

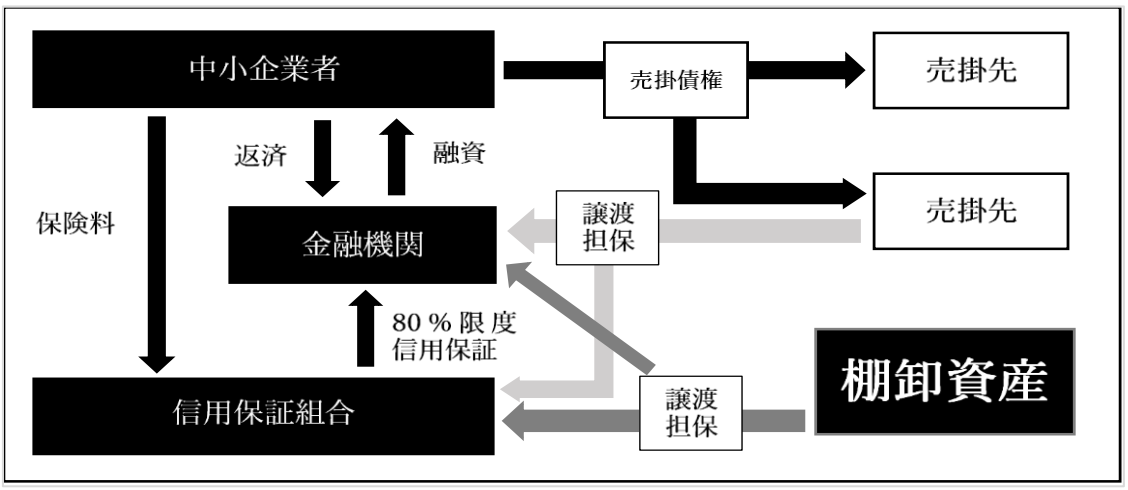
め、信用保証制度を通じて信用を付与することは有効な中小企業支援である。しかし、従来は信用保証制度への過度な依存によって、金融機関にとっては事業性評価融資やその後の期中管理･経営支援への動機が失われる恐れがあること、中小企業にとっては資金調達が容易になることから、かえって経営改善への意欲が失われるという課題を抱えていた。そこで、中小企業の資金需要に対応するとともに、信用保証協会と金融機関が連携して中小企業への経営支援を強化することで、中小企業の経営改善･生産性向上を進める仕組みを構築することが必要であるという考えの下、平成 30 年に信用保証制度の見直しが行われた。

今後は、十分な規律を働かせることにより、中小企業においては自主的な経営向上の努力を重ね、金融機関においては過度に信用保証に依存せず事業を評価した融資を行い、その後適切な期中管理･経営支援を実施することで、中小企業の経営改善･生産性向上に一層繋がる仕組みとなることが期待される。

流動資産担保融資保証制度

流動資産担保融資保証制度（以下 ABL 保証）とは、中小企業･小規模事業者の方が自ら有する売掛債権や棚卸資産を担保として金融機関から借入を行う際に、保証を行う制度のことである。具体的には、銀行は債券価格の 0.68%の保証料を毎年信用保証協会に支払い、貸し倒れた際には債権の 80%を限度に信用保証協会が保証を行うという制度である。

図 7　ABL 保証制度



出典)金城亜紀(2011)『事業会社のための ABL 入門』日本経済新聞出版社より作成

また ABL においては、モニタリングが重要となる。ABL においてモニタリングの対象となるのは「コベナンツ」「KPI」「在庫、売掛債権、現預金」「設備稼働状況」等である。仮にこれらをモニタリングしている間に貸出先企業の業況悪化を早期に把握した場合には、早期の対応によって業況の改善を図ることが重要である[54]。この点において、業況の改善策として金融機関が行っているコスト削減等のアドバイスのほかに、過剰在庫の処分や販売先の紹介といったビジネスマッチングでの対応も考えられる。ABL では、金融機関が商品そのものを見る機会や販売先、仕入先の情報を得る機会も多いため、金融機関主導でのビジネスマッチングに適している面もある[55]。仮に貸出先企業が破綻した場合には担保処分の手続きに入る必要があるが、現状の日本の ABL 融資では回収率が 100%の事例がある一方、全く回収できないもしくは僅かしか回収できない事例もあり、二極化している。回収率が 0%となっている事例は、貸出先企業が金融機関に無断で在庫を処分し破産するなど「貸出先企業と金融機関との信頼関係が失われているケース」が目立つ。一方、貸出先企業の通常の販売ルートを利用して担保目的物を処分したケースや、同業者か

らの支援などで事業の受け皿を用意できた事例の回収率は、100%となっている[56]。このような事例から、日本の ABL 融資において回収率を向上するためにはモニタリングを通じて企業とのコミュニケーションを保ちつつ、企業が倒産する前の段階において出口戦略を描くなど、早期の対応が重要であることが挙げられる[57]。

中小企業生産性革命推進事業

中小企業生産性革命推進事業とは平成 31 年度補正予算によって創設され、新たに始まった事業である。具体的な内容としては、従来から存在した「ものづくり補助金」「小規模事業者持続的発展支援事業」「IT 導入補助金」を統合して創設されたものである。予算規模は 1100 億円となっており、その内訳はものづくり補助金にあたる部門が 800 億円、小規模事業者持続的発展支援事業が 200 億円、IT 導入補助金に当たる部分が 100 億円である。この 3 つの補助金の中から、中小企業全般に適用される「ものづくり補助金」と「IT 導入補助金」に関して後述する。

・ものづくり補助金

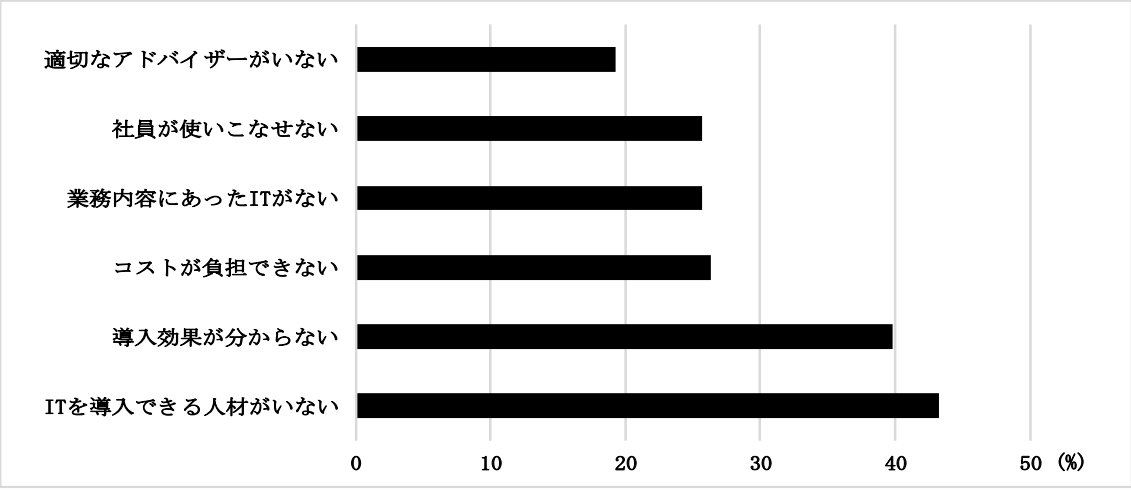
ものづくり補助金とは中小企業が生産性向上に資する革新的サービス開発・試作品開発・生産プロセスの改善を行う場合に申請できる補助金である。補助上限額は 1000 万円であり、補助率は 1/2 である[58]。中小企業側のメリットとしては少ない資金で設備投資を行うことが出来るようになり、運転資金に余裕を持たせることが出来るという事が挙げられる。ものづくり補助金には中小企業の補助金という面だけではなく、多面的な機能がある事が特徴として挙げられる。その中でも近年注目されているのが、「事業性評価への好影響」である。ものづくり補助金が事業性評価の一助となる理由としては、ものづくり補助金を申請する際に記述する評価シートが挙げられ、評価シートには「自社の特徴」「自社の経営課題を解決する為の工夫・開発・設備投資」「効果の定量的な分析」の３つを記述する[59]必要があり、結果として、その企業にとってこの 3 つを記載した書類は絶好の事業性評価書となる[60]ためである。

・IT 導入補助金(サービス等生産性向上 IT 導入支援事業)

IT 導入補助金の具体的な内容としては、中小企業等が自社の課題やニーズに合った IT ツールを導入する経費の一部を国が補助することで、業務効率化･売上アップをサポートするというものであり、事前に IT 導入支援業者によって登録された IT ツールの中から自社に見合ったツールを選び、IT 導入支援事業者が各種手続きを代行する。

第 1 章で述べたように、国内中小企業が人口減少による人手不足等の課題を克服し、稼ぐ力を高めていくためには、IT の活用が重要である。IT 投資の有無により売上高、売上高経常利益率を比較すると、売上高、売上高経常利益率ともに IT 投資を行っている企業の方が高水準となっている。つまり中小企業の収益力改善に IT 投資は有効な手段である。しかし、(図 8) から企業は IT 投資を重要だと認識しており、経営課題の解決のために IT 投資を行いたいものの、IT を導入するための人材がおらず、IT 導入の効果も分からないため、投資に踏み切れていない企業が多いことが分かる。

図 8　IT 投資未実施企業の IT 投資を行わない理由



出典)中小企業庁 HP(2017)「中小企業･小規模事業者の IT 利用の状況及び課題について」より作成

そこで、IT 導入補助金では IT 導入支援事業者による IT ツールの説明、導入･運用方法等のサポートと、導入後のフォローアップが受けられる。補助金対象となる IT ツールは多岐にわたり、相談対応等のサポート費用やクラウドサービス利用料等も含む。また、2019 年度補正予算額は 100 億円であり、案件総額の 1/2 を限度に 450 万円まで補助される事となっている[61]。支給上限額が引き上げられ、平成 29 年度において補正事業採択率が 9 割以上[62]となっているため、予算総額は減ったものの中小企業等にとって利用する価値がある補助金となっている。

第 2 節 ベンチャー企業の主な資金調達方法

(1) ベンチャー企業における間接金融

ベンチャー企業はシード期･アーリー期などの経営が不安定な時期には担保能力に乏しい場合が多く、事業の将来性も不安定な場合が多いため、銀行融資などは受けにくい。しかし、近年においてはベンチャー企業の新たな間接金融による資金調達方法にソーシャルレンディングが注目されつつある。

ソーシャルレンディング

ソーシャルレンディングとはソーシャルレンディング会社が企業や個人から資金を集め、それを借手の企業や個人に融資し、元本と利息からソーシャルレンディング会社が手数料を差し引いた分を貸手となった企業や個人に還元するというものである。

ソーシャルレンディングには、ソーシャルレンディング会社が貸手から集めた投資金をまとめてローンファンドを作り、借手を審査して貸付金額、期間、金利を決定し、ローンファンドから融資を行う「貸付･ファンド型」、ソーシャルレンディング会社が提供する格付け情報を元に、投資家が貸付金額、期間、金利を決定する「マーケット型」、借手が事業内容など借入の目的や、信頼度をアピールし、貸手がそれらの情報を元に投資･融資先決定する「オークション型」の三種類がある。一般的に使われているのは「貸付･ファンド型」である。

(2) ベンチャー企業における直接金融

担保能力に乏しく、事業の将来性が不透明なベンチャー企業は間接金融に頼れない場合が多いため、ベンチャー企業の主な資金調達方法は直接金融となる。ベンチャー企業の直接金融による資金調達方法には段階ごとに様々な方法が存在するが、ここでは各段階の代表的な資金調達方法を紹介する。

エンジェル投資家

エンジェル投資家とは、起業して間もない企業に資金を出資する投資家であり、出資した企業の成長を配当や株式で受けとることが一般的である[63]。エンジェル投資家がエン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。自らが所有する資金を投資するという点で、他者が出資した資金を投資するベンチャーキャピタルとは異なる。

エンジェル投資家が出資を行う目的としては、リターンを求めるだけではなく、特定のビジネス領域における発展に乗り遅れないようにする、新しい世代の企業家を支援したいという願望、自らの経験や人的ネットワークを有効活用したい、といったことが挙げられる。

そのため、エンジェル投資家は積極的にベンチャー企業の経営指導を行い、経営権を脅かされる可能性があるといったデメリットも存在するが、経験の浅い起業家にとっては良いアドバイザーとなる。

しかし、(図 9)からわかる通り、エンジェル投資家による投資案件 1 件あたりの平均年間投資額は日本では 100～300 万円とアメリカの 5000 万と比較して非常に小規模である。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。[64]このことが日本の起業家は創業資金をスイートマネーに頼らざるを得ないといった現状を生み出す一因となっている。

図 9　日本と米国のエンジェル投資比較

	日本	米国
エンジェル投資家数	約 1 万人	約 23 万人
エンジェル投資額 (1 件当たり)	約 100～300 万円	約 5,000 万円
エンジェル投資総額	約 200 億円	約 2.5 兆円

出典）大和総研 HP（2012)「ベンチャー企業の資金調達」p.3 より作成

日本においてエンジェル投資家による出資が進んでいない原因としては、エンジェル投資家を取り巻く環境が整っていないことが挙げられる。アメリカではエンジェルリスト、シードインベスト、ファンダーズクラブなど、エンジェル投資家のシンジケート(投資組合)を作るためのプラットフォームがいくつか存在する[65]。投資家同士のシンジケートは投資規模を拡大させるだけではなく、経験豊富な投資家と若手の投資家を結びつけ、若手投資家の市場参加を促す効果が期待される。さらに、シンジケート参加を通して投資ノウハウを学ぶことができることから、新たな有力投資家を生み出すサイクルを形成している。

また、2015 年のベンチャーファイナンスの投資総額において、世界第 1 位のアメリカに次いで第 2 位となった中国でもエンジェル投資に関するプラットフォームが形成されている。エンジェル投資がクローズドな人的ネットワークに限定されていたのが、一定範囲のオープンな環境へと開かれつつあり、その代表的なサイトである「創業易」では、多くのエンジェル投資家の情報を閲覧することが出来る環境が整えられている[66]。このように、ベンチャー投資が活発である他国ではエンジェル投資を取り巻く環境が整備され、ベンチャーエコシステムを活性化させるシステムが確立している。

クラウドファンディング

クラウドファンディング(以下 CF)は、不特定多数の人に対して比較的少額の資金や協力を求めるもので、新たな資金調達手段として近年注目されている。

企業側からの視点では手軽に自己資本の充実が可能となる反面、多数の小口株主が増えることによる管理コストの発生や、期日までに資金が集まらず頓挫するといった側面もある。

投資家の視点からは未公開株を少額で購入できるという点が大きなメリットであると考えられるが、情報の非対称性による詐欺や、流動性の欠如がリスク要因として挙げられる。

CF は一般に、そのスキームによって「購入型」、「寄付型」、「投資型」、「融資型」、「株式型」に大別される。「購入型」は、起案者が目標額と期限を設定し、支援者を募る。支援者は市場に出回っていない物やサービス、権利といった金銭以外の特典をリターンとして受け取ることができる。「寄付型」は、全額寄付となるため、基本的に支援者にリターンはない。起案者、支援者ともに社会貢献を目的としている場合が多く、支援者は報告書やサイトでの周知によりお金の流れが把握できる。東日本大震災からの復旧・復興事業において活用され、地域活性化に必要な資金を CF で集めるふるさと投資に注目が集まるようになった。「融資型」は、複数の個人から資金を集めて、大口の借手企業に融資する方法であり、国内 CF 市場調達額の約 90%を占める。少額から始められ、金銭的リターンを狙うことができる。「投資型」は、起案者がビジネスに対して出資を募り、支援者はそのビジネスによる利益に応じた分配金を受け取る。有価証券の公募における情報開示の適用除外であるため、資金調達者の負担を軽減している。「株式型」は、起案者の企業の株式を取得する仕組みである。従来は有価証券の勧誘に金融商品取引業者としての登録が必要であり、非上場株式の勧誘は原則禁止とされてきた。しかし、2015 年に改正された金融商品取引法により参入要件の緩和や投資家保護のためのルール整備が行われ、解禁された。また、2015 年から株主コミュニティ制度が創設され、一定の制約のもとに非上場銘柄への流動性の提供が可能となったことで、流動性の欠如は改善された。

世界銀行の推定によれば、世界の CF 市場は 2015 年度で約 344 億ドルであり、2020 年までに 900 億ドル規模にまで成長するとされている。日本では 2011 年

以降に CF への運営事業者の本格参入が始まったが、国内の 2017 年度の CF 市場規模は、前年比およそ 127.5%増の 1700 億円となり、今後も市場拡大は続くと見られる。

ベンチャーキャピタル（VC：Venture capital）

ベンチャーキャピタル(以下 VC)は、高い成長が見込める企業に対して財務リターンを目的に投資を行う投資会社のことである。一般的に VC は財務リターンを獲得するために、コミュニティや投資経験を通して知見やノウハウを蓄積している。現在、VC の投資額はベンチャー企業に対する投資額のうち約 46%を占めており、VC は日本のベンチャー市場の資金供給源として重要な役割を担っている。また、日本における VC は、ベンチャー企業にとって特に資金を必要としているシード、アーリー期に対する投資が多く、この時期の資金調達方法として注目されている。

VC の投資回収手段としてベンチャー企業の IPO や M&A がある。ベンチャー企業が活発な米国において、かつては投資回収手段として IPO が多数を占めていたが、2000 年の IT バブル崩壊以降、M&A の方が大きくなっている。IPO による Exit は投資した資金を増加させる利点があるが、IPO のためには資本金や利益額に関する厳格な審査基準を満たさなければならず、Exit までに十数年の期間を有する。一方で、M&A は IPO と比較すると短期間かつ高確率での Exit を可能であることから、米国では M&A による Exit が増加した。また大企業による活発な M&A は、成長を目指すベンチャー企業のインセンティブを高め、ベンチャー市場を活性化させることも、米国で IPO に代わり M&A が増加している一因である。米国に対して、日本では依然として IPO による Exit が多数となっているが、近年ベンチャー企業の Exit として M&A 件数が増加傾向にある[67]。Exit 手段としての M&A の増加は VC の資金回収率の上昇に繋がるうえに、ベンチャー企業の育成を促進するため、ベンチャー企業の Exit として M&A を推進することは重要である。

コーポレートベンチャーキャピタル（CVC：Corporate Venture Capital）

コーポレートベンチャーキャピタル(以下 CVC)は、事業会社が自己資金でフ

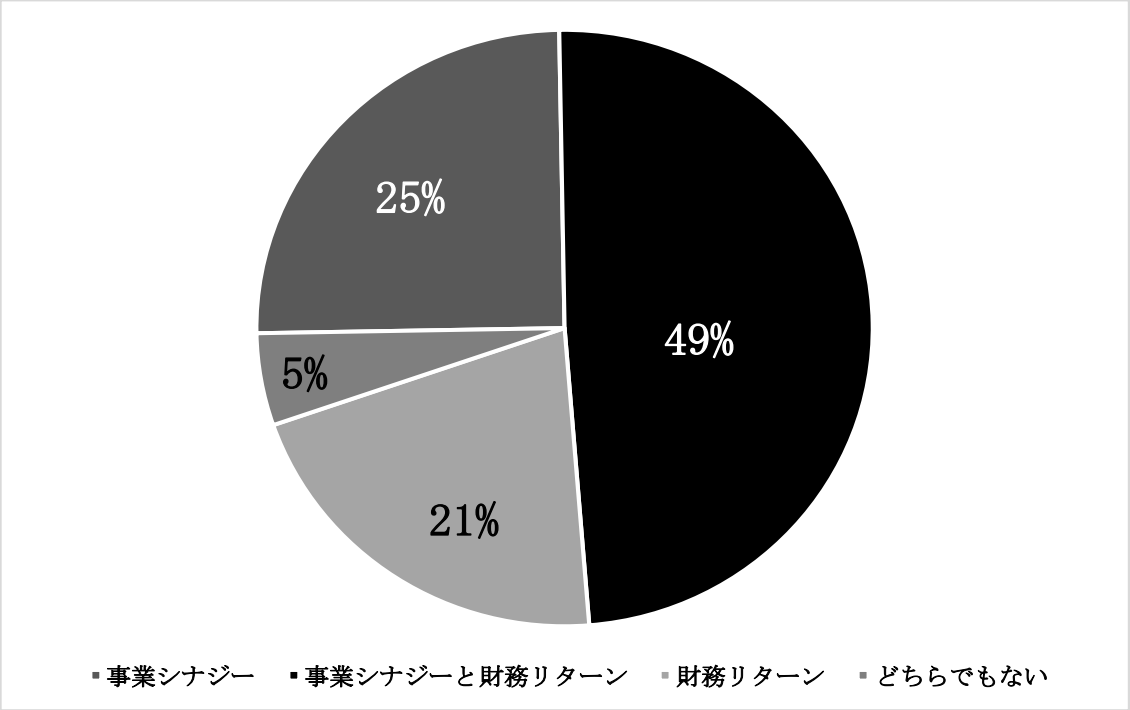
ァンドを組成し、自社の成長に繋がると思われるベンチャー企業等に対して投資を行うものである。リーマンショック以降、企業は内部留保を増加させており、その自己資本を活かして資金調達を行うことが期待されている。CVC は親会社の本業に対してシナジー効果を発生させる可能性のあるベンチャー企業に投資を行うため、CVC はベンチャー企業の新たな成長の手段として注目されている。

VC が財務リターンを求めるのに対し、CVC は財務リターンとともに事業シナジーの獲得も目指す。CVC の親会社はベンチャー企業と協業することで、シナジー効果の獲得や革新的な技術の導入による事業拡大を行う。特に、大企業が着目しにくい技術をベンチャー企業が魅力的なものとして開発することで大企業の力が弱まっていくイノベーションのジレンマに陥らずに、大企業が成長速度の速い現代社会で生き残る手立ては有望ベンチャー企業を意識的に取り込んで行くことより他はないと考える[68]。これらの理由から、CVC は大企業にとって成長戦略となるだけでなく、中長期的に見て企業存続のカギを握る重要な仕組みであると言える。

オープンイノベーションが求められ、CVC に対するニーズが高まっていることから、世界的に CVC 投資が盛り上がりを見せている。日本においても、2017 年の日系 CVC 投資額は過去最高の 681 億円（投資件数 172 件)に達し、5 年前の 27 倍にまで増加した。ベンチャー企業の創出･育成を進めていく意味でも、CVC のベンチャー投資･支援が一層活発化されていくことが期待される。また、近年上場企業によるベンチャー企業への M&A 件数は増加しており、大企業とベンチャー企業の関係を構築することで M&A の増加につながることが期待される。

以上のことから、CVC の増加はベンチャー市場を活発化させ、ベンチャー企業の成長を促すが、日本における CVC の課題は多い。主たる課題として、日本の CVC の歴史は浅く、また定期的な人事異動が起こることから、十分な投資経験の蓄積やコミュニティ形成が行われていないため、目利き力や投資情報が不足していることが挙げられる。他にも、CVC の必要性･目的に対する社内理解が乏しいことや、事業部門からの協力が得難いといった問題点が存在する[69]。

図 10　CVC ファンドの投資目的



出典)PwC HP（2017)「CVC ファンドを活用した事業シナジー創出で押さえておくべき 5 つの視点(前編)」より作成

(3) ベンチャー企業における公的金融

ベンチャー企業における公的金融は数多く存在するが主に税制制度が挙げられる。その中でもここではエンジェル投資家の増加に寄与する事が期待されているエンジェル税制を取り上げて紹介する。

エンジェル税制

エンジェル税制とは、創業して間もない企業への投資を促進するための、個人投資家向け税制優遇措置である。優遇措置 A と優遇措置 B があり、優遇措置 A の利用が 75.9%と、優遇措置 A の利用が大半を占めている。エンジェル投資家は、リスクマネーの出し手という金融的な意味合いだけでなく、ベンチャービジネスを成功に導いた経験を有する等、ベンチャー企業の経営指

導能力がある。エンジェル投資家が増えれば、ベンチャー･エコシステムは強固になるため、エンジェル投資家を増やすためにエンジェル税制が期待されている。

近年において、エンジェル税制の投資額、利用件数は増加傾向にあるが、手続きの煩雑さが問題視されていた。しかし、平成 28 年度より手続きの窓口が経済産業局から都道府県庁に変更された[70]。これにより手続きの利便性向上が図られ、更なる利用が期待される。

第 3 章 今後の国内非上場企業の資金調達方法

第 1 節 中小企業の資金調達

ここでは、中小企業が資金調達に対して抱える課題を解決するための提言を行う。

第 1 項　リレーションシップバンキングの強化

リレバンは日本の中小企業の資金調達方法改善の一助になる有効なツールであることは第 2 章において述べた。しかし、ロカベンの認知度が低いなど不十分な点も同時に指摘した。ここでは未だに不十分であるリレバンを補い、さらに促進するための提言を行う。

(1) ローカルベンチマークの活用促進

リレバンの促進ツールであるロカベンが思うように普及していない現状を第 2 章にて述べたが、この課題を解消するためには金融機関側に対してロカベンの活用を促すことは不可欠である。具体的な方策として、「各金融機関に対して金融機関規模に応じたロカベン利用義務割合を設定すること」を提言する。この義務枠は総融資件数の中でロカベンを利用した融資が何件であったかという方式で算出する事とする。これによって、対話の入り口であるロカベンの活用は促進され、中小企業と金融機関の関係性は密になる事が予想される。これにより、金融機関のコスト増加が予想されるが、貸付先企業の現状や将来性を計る指標を手に入れられるため、メリットは大きいと考えられる。

(2) コベナンツ･ファイナンスとグリッド金利の導入

ロカベンを導入し、企業と金融機関の対話の機会を確保した後に、コベナンツ条項とグリッド金利を取り入れた無担保融資を促進する。促進方法としては各金融機関に対して銀行法第 24 条に基づき「コベナンツ･ファイナンスとグリッド金利の導入促進計画書」の提出を求めることとする。さらに、金融庁は各金融機関の取り組みをまとめ、公表する役割を担う事とする。

金融庁は過去に銀行法第 24 条に基づき、各金融機関に対して「リレーションシップバンキングの機能強化計画（計画期間 15～16 年度)」と「地域密着型金融の機能強化の推進に関するアクションプログラム（平成 17～18 年度)」の報告を求め[71]「図表 11」に示すような実績を上げているからである。

コベナンツ･ファイナンスとは財務制限条項とも呼ばれ、一律の基準等はなく、企業ごとに個別に設定されるものである[72]。具体的には「自己資本比率の維持」「各種財務など報告書の提出義務」などが挙げられ[73]、コベナンツ条項設定のためには財務諸表だけではなく事業性評価も必要となる。その結果として、ロカベン以上に各企業に対する理解が必要となるため、情報の非対称性の回避に寄与するものと考えられる[74]。コベナンツ条項の設定までには通常の融資以上にコストがかかる為、近年までは大企業向けのシンジケートローンや社債の発行などでコベナンツ条項は使われていたが、近年においては中小企業にもコベナンツ条項は浸透しつつある[75]。

コベナンツ条項によって、企業と金融機関間の情報の非対称性を回避できることだけが中小企業におけるコベナンツ条項のメリットではなく、コベナンツ条項の最大のメリットは「事業リスクの早期発見が可能となり、借入人の事業継続可能性が高まる」ことにある[76]。具体的には、適切なコベナンツを設けることにより、早期に事業の問題点を発見し、対応を検討し、当該問題点を是正することで事業継続を図ることが可能となるのである。さらに、コベナンツ･ファイナンスを導入することによって、「企業側に事業維持･発展へのインセンティブを発生させる」ことができる。具体的には条項に抵触した場合には借手企業は条項抵触に伴い借入金利子率が上昇する、あるいは，他の外部資金の調達が困難となることで投資水準が低下し、

保有資産の売却という手段をもって運転資金･投資資金を確保し始めることも確認されている[77]。さらにグリッド金利の導入によって、借入人側は経営努力に基づき財務･収益状況が向上すれば金利引き下げのメリットを享受できる[78]と共に、金融機関にとっても借入人の財務･収益改善意欲を高める事に繋がるスキームの構築が図れる[79]ため、メリットがあると考えられる。

つまり、中小企業側は条項に抵触しても条項を順守しようとする過程においてもコベナンツ条項とグリッド金利に影響され、自助努力によって経営の効率化を図る事が予想される。その結果として、リレバンの課題として明示した企業経営の規律が緩む「ソフト･バジェット問題」を解決できると考えられる。

金融機関側のメリットとしてコベナンツ･ファイナンスにおいては随時事業状態を確認する必要があり、企業側との緊密な連携が不可欠となるため、銀行側のモニタリング能力とコンサルティング業務を強化することが可能となる。事業の状態を適宜確認しながらコンサルティング業務を行うことによって、より中小企業にコミットした金融サービスが提供可能となる。特に企業価値向上に寄与する事が期待されている地域金融機関においては企業に寄り添った融資形態が求められている。

金融機関のコンサルティング業務は経営に対する助言だけではなく、金融機関が主導する形でのシナジー効果を狙った合併や買収等も含まれている[80]。超低金利の中でもコンサルティング業務から業績を上げていくという形に銀行の在り方が変容していくことで非金利収入の拡大にも寄与すると考えられる。

事業のリスク共有が可能になるという点では金融機関側においても早期にリスク認識を行うことによって融資が焦げ付き、不良債権化する前に金利の減免や金融機関の事前承諾がない借入人の新規投資や借入を禁止[81]などの財務内容悪化を防ぐ措置をとることが可能になり、不要な企業清算を避けることが出来る。グリッド金利のメリットとしても同じく、借入人の財務･収益改善意欲を高める事に繋がるスキームの構築が図れる[82]ため、積極的に採用するべきであると考えられる。

上記のようにコベナンツ･ファイナンスとグリッド金利を導入することによって、中小企業と金融機関の深い相互理解が図られることは間違いない。その結果、中小企業と金融機関の結びつきが強くなり、リレバンの強化が図られ、金融インフラとしての金融機関プレゼンスが向上すると考えられる。

図 11　金融庁主導によるリレバンの促進

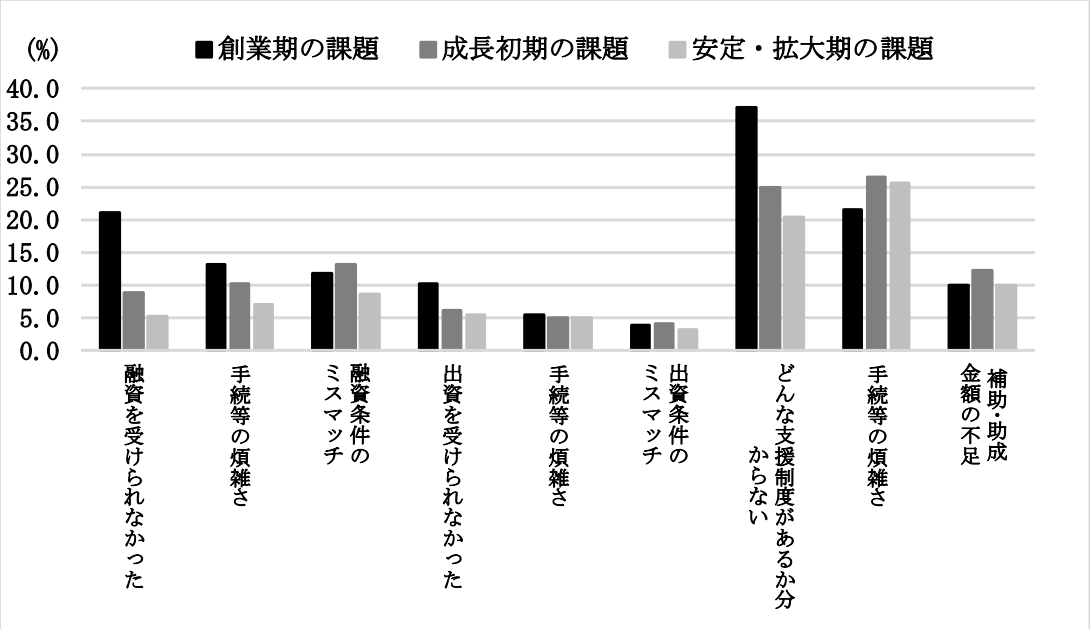
	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
ビジネスマッチング	6,228 件	10,428 件	15,954 件	24,000 件
コベナンツ条項	339 億円	954 億円	20,31 億円	2,385 億円
協調融資	374 億円	684 億円	987 億円	803 億円
私募債引受け	4,331 億円	4,831 億円	5,105 億円	4,939 億円
M&A 支援	0 件	0 件	245 件	296 件
格付け改善率	24.5%		22.1%	

出典）金融庁「地域密着型金融(平成 15～18 年度 第２次アクションプログラム終了時まで）の 進捗状況について」

(3) パンフレット配布を通じた公的金融の認知度向上

日本の信用保証制度をはじめとする公的金融制度は第 2 章第 1 節にも記載した通り諸外国に比べて充実している。しかし、(図 1) に示した通り公的金融の利用率は低く、依然として中小企業の資金繰りが改善しない背景には「公的金融の認知度が低い」という問題が存在する。

図 12　中小企業の公的金融に対する認知度



出典）中小企業庁（2017）『2017 年版　中小企業白書』より作成

上記の「公的金融が認知されていない」という問題を解決するために「公的金融と政策金融公庫の協調融資促進のための認知度向上」を提言する。具体的には金融機関に協調融資商品の紹介やその他の公的金融の申請条件や申請方法などを記載したパンフレットを金融機関から配布してもらう。協調融資商品には原則無担保の物も多く存在し、この際にパンフレットを配布する対象としては金融機関が単独では融資できないと判断した企業を対象として配布を行う。

平成 30 年度において日本政策金融公庫と民間金融機関の協調融資実績は件数にして 30768 件、金額にして 1 兆 2929 億円と順調に拡大している[83]。しかし、依然として（図 12）で示したように「どんな支援制度があるかわからない」と解答している中小企業は多く存在する。この協調融資をはじめとする公的支援制度を認識していない中小企業に公的補助金や協調融資の存在を認知してもらう事でより一層の利用者拡大が望める。

金融機関側としても公的補助によって経営が安定化した中小企業を新たな融資先として確保することができる可能性がある為、金融機関による公的補助の紹介は意義があると考えられる。

協調融資の促進においては、金融機関側に2つのメリットがある。1つ目は協調融資商品の開発の際に日本政策金融公庫が持つ事業性評価のノウハウや創業支援ノウハウを享受することができるということである[84]。具体的には協調融資の際に日本政策金融公庫が主催する勉強会が開催される[85]。その勉強会では事業性評価スキルの向上や担当者間のリレーションシップの強化などが図られており、一定の成果も得ている[86]。

2つ目は単独融資の際と比べて融資額が小さくなるため、貸し倒れリスクを減少させることが出来るという事である[87]。民間金融機関は協調融資においては融資額全額を拠出する必要はないため、民間金融機関は通常よりもリスク許容度が大きくなり、中小企業に対するリスクマネーの供給が促進されると考えられる[88]。

第2項 電子記録債権の活用

第2章第1節において、売掛債権の資金調達への活用には二重譲渡のリスクなど様々な課題が存在しており、中小企業の円滑な資金調達を阻害していることを示した。下記では、この課題を解決し得る電子記録債権の普及に向けた方策を提言する。

まず電子記録債権とは、2008年12月に施行された電子記録債権法により、事業者の資金調達の円滑化等を図るために創設された新しい類型の金銭債権である。電子記録債権はその特徴から売掛債権の問題を解決する事が可能であり、電子記録債権が普及する事で中小企業は売掛債権を活用し円滑に資金調達を行うことが可能になる。

(1) 電子記録債権の普及による課題の解決

電子記録債権は権利内容を電子的に記録するため、第2章第1節において述べたような手形債権が紙媒体であることによる問題を解消または軽減できる。また、電子データとして記録するものであるという特徴を活用して、記

載事項が限定されている手形とは異なり、多様な記録事項が認められている。さらに、その一部を分割して譲渡することができない手形とは異なり、電子記録債権は一部のみを分割して、譲渡することが可能である。これにより、譲渡人は、資金が必要な分だけ譲渡し早期現金化する事ができ残りは満期まで保有できる。つまり電子記録債権の一層の普及により、中小企業は短期資金をより効率的に調達できるようになるといえる。

また第2章において述べたように、指名債権には二重譲渡のリスクがある。しかし、電子記録債権は、電子債権記録機関の記録原簿への電子記録をその発生･譲渡等の要件としており、当事者間の合意のみでは譲渡はできないため、二重譲渡のリスクが排除されている。また、民法上、指名債権の譲渡があったことを債務者に主張するには、債務者への通知または債務者の承諾が必要であるのに対し、電子記録債権の譲渡については、この必要はない。これは、電子記録債権についてはその存在･帰属が電子的に記録されるため、債務者への通知または債務者の承諾がなくても、電子記録債権の債務者においてその電子的な記録（債権記録）を確認することにより、電子記録債権の債権者を確認することができるためである[89]。こういった点で、売掛債権を資金調達に活用するにあたって重要であった資金提供主体において権利の存在や内容を確認でき、かつ債権譲渡や担保権実行により確実に権利を取得できるということが達成される。つまり電子記録債権のさらなる普及によって、売掛債権の資金調達への活用が促進されると考えられる。

(2)電子記録債権の普及に向けての提言

当初３メガバンクから始まった電子記録債権であるが、2013年に全国銀行協会が共通基盤のシステム「でんさいネット」を開始したことで、さらなる普及が見込まれていた。しかし、全国銀行協会が推計したところ、2018年における紙の手形の年間発行枚数は2125万枚であったのに対し、でんさいネットにおいて企業が電子手形発行を請求した件数は266万件に留まっていた[90]。件数は前年から２割強増えたものの、当初狙った通りに効果が出ていないのが現状である。

1989 年には約 3 億 8 千万枚の交換が行われていた手形取引が、現在では 5500 万枚まで激減し、でんさいネットに参加する金融機関が約 600 に上っていることから、一見すると電子記録債権が普及したように思われるが、実際のところでは利用登録した企業は全国企業の 1 割を超えた程度の約 46 万社に留まっている[91]。これは、中小零細企業の多くが電子手形を利用していないということでもある。

利用手数料の見直しによる普及

日本における企業全体で電子記録債権を導入した場合に発生するイニシャルコストは 1195 億円となっており、対して電子記録債権を導入することによる印紙税などのコスト削減効果は 1 年間あたり 731 億円である。つまり、電子記録債権を導入して 2 年間でコスト削減効果がイニシャルコストを上回る計算になる。また、金融機関側のコスト削減効果も加味すると、合計 1586 億円にもなる[92]。それにもかかわらず、中小企業において電子記録債権の導入が進まない原因として、電子記録債権を利用する際に銀行の手数料がかかってしまうことで、企業にとって逆にコスト負担が増大してしまう場合があることが挙げられる。

従来の手形発行にかかる印紙税は、額面が 10 万円未満の場合は非課税、100 万円以下は 200 円、100 万円超～200 万円以下は 400 円など、債権額に応じて設定されているが、電子記録債権はその額に関係なく一律で料金が設定されている[93]。つまり債権額が相対的に大きい大企業に有利なシステムとなっており、債権額の小さな中小企業における導入促進の妨げとなっている。

したがってここからは、従来通りの料金設定を見直し、債権額、利用する頻度にあわせて手数料を変化させる事による、中小企業の電子記録債権の利用に際するコスト引き下げを提言する。

現在の電子記録債権の利用にかかる手数料の一例として、みずほ銀行では、発生･譲渡共に自行宛の記録請求が 432 円、他行宛の記録請求が 864 円の手数料となっており、債権額に関係なく一律で設定されている。 しかし、前述した印紙税のように、電子記録債権の利用手数料も債権額に応じて調整す

ることで、少額の手形を発行する中小企業において、電子記録債権の利用よって逆にコスト負担が増大してしまうという課題は解消される。

またこれに合わせて、一度に行う取引の金額のみではなく、その取引自体の頻度に応じた料金設定を行うことを提言する。具体的には、電子記録債権の取引を一定の期間内に一定の回数以上行うことで、手数料が低下する仕組みを導入する。これにより、中小企業が電子記録債権を利用する際のコストをさらに引き下げる事ができると同時に、取引頻度が多くなるごとに手数料が低下するため、企業側において頻繁に電子記録債権を利用するインセンティブが生じ、電子記録債権による取引がより活性化されることが予想される。取引が活発化すると、それに伴い新規に電子記録債権を利用する企業も波状的に増加することが見込まれる。

銀行側に関しては、手数料を細かく設定し企業側の電子記録債権を利用するコストを下げることで、手数料収入は減少するどころか、取引が活性化されることでむしろ増加すると考えられる。また、手数料収入に留まらず、従来の手形から電子手形に移行することにより、従来負担していた人件費や手形の運搬費を削減できることも挙げられる[94]。

(3) 電子記録債権を活用した新しい資金調達方法

先述したように、電子記録債権はその高い法的安定性と IT を活用した効率的取り扱いを活かし、様々な社会的ニーズや活用方法に対応できるよう、柔軟性、自由設計性をもつ構造となっている。この構造を活かし、近年では電子記録債権を活用した新たな資金調達方法が登場しており、実際に現在、金融と IT（情報技術）を融合したフィンテックベンチャーである Tranzax 社からは、電子記録債権を活用したである PO ファイナンスという金融サービスが提供されている。このサービスは、従来は困難であった受注時点からの担保融資を可能にするものであり、詳細としては、まず発注企業からの注文情報を Tranzax 社が電子記録債権化し、金融機関はそれを担保に、受注企業へ受注額の一部の貸付を行うというものである。受注企業が納品後、発注企業は金融機関へ融資額を支払い、残金を受注企業へ支払うという仕組みになっている。受注先企業の短期的な運転資金を円滑に調達する事が可能になり、資

金繰りの改善につながる。加えて現在、このサービスはものづくり補助金の支払いにも対応しており、今後一層電子記録債権が普及していくとともに、利用できる範囲も広がっていくと考えられる。

以上のような電子記録債権を活用した新しい資金調達手段が現在中小企業の資金繰りの改善の一つの手段として、一翼を担っている。電子記録債権のより一層の普及によって、中小企業は限られた資金調達手段から抜け出し、多様な資金調達手段を選択できるようになるだろう。

第 2 節 ベンチャー企業の資金調達に対する提言

ここでは、ベンチャー企業の資金調達状況のさらなる改善に向けた提言を行う。

第 1 項 エンジェルネットワークの拡大

ベンチャー企業へのリスクマネー供給を拡大させるために、エンジェルネットワークの拡大を提言する。

(1)エンジェルネットワークの整備

第 1 章第 8 節で述べたように、ベンチャー企業の資金調達において、創業期のリスクマネー供給は特に重要であることを述べた。創業期の資金調達を円滑にするためにはスイートマネーとベンチャーキャピタルの間を埋める存在であるエンジェル投資家[95]からのリスクマネー供給を増加させることが有効であると考えられる。そのためにはシリコンバレーで形成されているような成功した起業家がエンジェル投資家となって次世代の企業家に投資する仕組みを確立することが必要である。しかし日本ではエンジェル投資家となり得る元経営者などから、「エンジェルに興味はあるが、どのように投資を行っていいのかわからない」といった声も上がっており[96]、情報や経験が不足しているが故にエンジェル投資へと踏み切れない、といった課題が存在する。このような課題に対して、投資家同士の情報共有を行えるようなエンジェルネットワークの整備が有効であると考えられる。

ネットワークを提供･管理する主体として独立行政法人スタートアップエンジェル連携推進協議会(Startup Angel Network Association:以下 SANA)が適任であると考えられる。SANA が運営を行う理由としては 2 点挙げられる。1 点目は、SANA の活動目的が「エンジェル投資家が構築するベンチャー支援のため連携組織の活動とその相互連携･協力を促進し、強化することにより、エンジェル投資の社会的認知を高めると共に、エンジェル投資の活性化とベンチャー企業の資金調達の円滑化を図ることでベンチャー企業の創出･成長に寄与すること[97]」であること、2 点目は活動内容として「エンジェル投資家を目指す方々にエンジェルネットワークを紹介し、これに参加することで、エンジェル投資の方法を習得し、実践すること[98]」を掲げている点である。

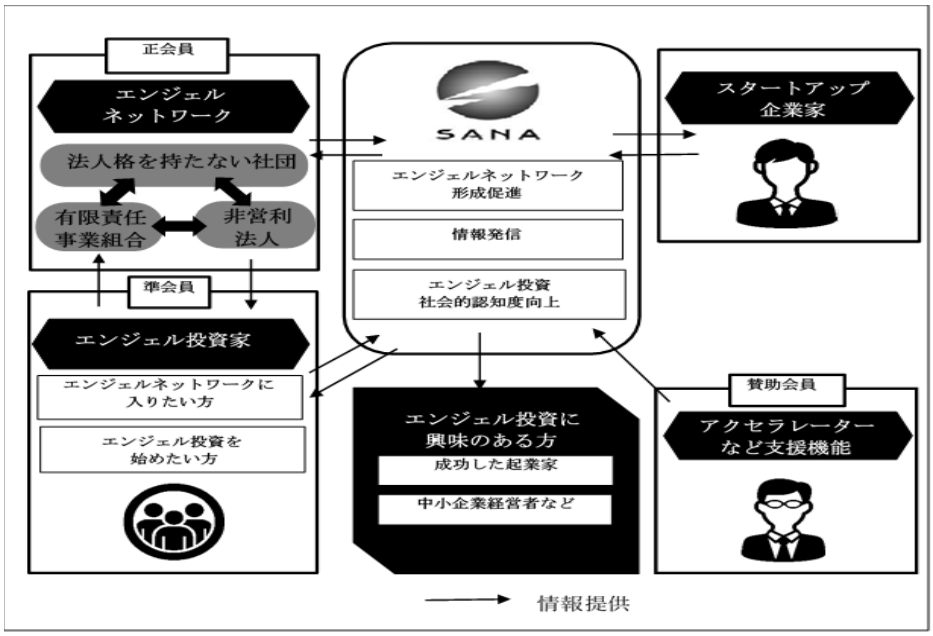
SANA ではエンジェルネットワークの会員を正規会員と準会員に分類しており、正規会の要件として①規約を定めている非営利法人であること。②守秘義務及び秘密保持に関する規定を定め、又は契約を締結していること。③反社会的勢力等との関係遮断について、規定等の仕組みを有し、実行していること。以上 3 点が定められている。準会員はエンジェルネットワークに参加する、又はこれを組織することを検討しているエンジェル投資家であって、それまでの間、単独でエンジェル投資を行う者[99]と定められている。SANA はこの会員制度によってエンジェル投資家を志す方々にエンジェルネットワークを紹介し、これに参加することでエンジェル投資の方法を習得･実践させること[100]を目的としている。

このネットワークをさらに活性化させるために、既存の SANA の枠組みに個人投資家同士が情報を交換できる新たな枠組みを確立させる。正会員の構成員であるエンジェル投資家と準会員の経歴･投資実績･投資分野･平均投資額･ポートフォリオなどを任意で掲載して会員であれば閲覧できるようにする。投資家情報へのアクセスを簡易化すること、また同サイト内に SMS 機能を設けることで正会員という枠組みを超えて投資家同士の交流が図られる。SANA の準会員･正会員の構成員である個人はすべてエンジェル投資家としての要件を満たしている者であるため、情報の交換や交流が深まることは新たなビジネスチャンスを孕んでおり、双方にとって非常に有効である。また、エンジェル投資家は多忙であり、本業との兼ね合いによって、起業家からのアプロ

ーチを真摯に受け取ることができず、優良案件であっても出資を断念する場合も存在する。エンジェル投資家同士の関係が密になることで優良な案件を他の投資家に紹介するといった流れも発生し、ベンチャー企業がエンジェル投資家からの出資を受ける機会が増加する。

実際に、自身が設立したベンチャー企業にて 12.5 億円の Exit に成功し、現在はベンチャー企業への出資も行っているエンジェル投資家は「エンジェル投資家は、とにかくキャッシュでリターンが欲しくて出資しているのではなく、スタートアップエコシステムをもっと活性化させたい、という思いから出資を行っている人も多い。ネットワーク内の投資家のみで優良案件を独占するのではなく起業家と投資家の良質なマッチングの促進を目指す投資家も存在する 。[101]」と述べている。このように、投資家同士の投資案件に関する情報交換に注目が集まっていることからも実現可能性は十分にあると考えられる。

図 13　エンジェル投資家ネットワークの理想像



出典)スタートアップエンジェル連携推進協議会 HP より作成

(2)ネットワークを利用したエンジェルファンドの組成

(1)で述べたような投資家同士の枠組みを活用し、投資家同士の交流が促進されることが期待できる。ここで生まれた投資家同士のコミュニティを活用し、リスクマネーの増加を促進させるために、SANA を主体としたエンジェルファンドの組成を提言する。

このエンジェルファンドではエンジェル投資に興味はあるものの、実際に投資を行っていない準会員などにとって実際に投資を行いやすい環境を整えることを目的とする。SANA の会員となる際には経歴や投資実績などの個人情報の提出が必要である。そこで SANA が提出された情報をもとに実績･信頼性のある投資家をリーダー投資家(以下、リーダー)として認定する。リーダーはファンドとしての出資先を提案できる権利を保有する。ファンドとしてベンチャーに出資したのち、リーダーがメンターとなってハンズオン支援を行う。リーダー以外の出資者は実際にリーダーのもとで出資を行うことでそのノウハウを間近で学び･体験することができる。

ファンドとしてのリターンをリーダー以外の出資者が合計 50%、出資を提案したリーダー本人が 40%、その他のリーダーを合計 10%というように出資を提案したリーダーに多く配分されるように設定し、出資額はリーダーの決定の下で固定とすることで、リーダーにとってのメリットは十分発生する。また、創業期は不確実性も多く、多額の資金を出資するにはリスクが大きいため、個人出資の場合には出資できる金額は限定されてしまうが、ファンドを通してまとまった額の投資ができるため、創業期の資金調達を改善することができるだけでなく、投資家にとってのリスク分散も可能となる。

このようにエンジェルファンドからの出資は起業家･投資家の双方にメリットが存在し、ベンチャー企業の創業期の資金調達を円滑にする。また、投資家のノウハウが次の投資家へと伝播していくため、創業期のリスクマネー供給を増加させ、ベンチャーエコシステムを活性化させる一助となる。

第 2 項 CVC･VC プラットフォーム構築

第 2 章第 2 節で述べたように、CVC を増加させることによって、ベンチャー企業の創出･育成を推進することが期待される。CVC の目利き力や情報入手手

段の不足を解消し、CVC を推進させるために、政府による CVC と VC の共同プラットフォームの構築を提言する。

(1)情報共有による投資効果の上昇

共同プラットフォームを通して、CVC は VC が有するノウハウやネットワークからの情報を利用できるようになるため、優良投資先の見極めや効果的な投資を行える。その結果、CVC における事業シナジーの効果は高まり、財務リターンを得ることができる。財務リターンの獲得によって、社内における CVC への理解も向上し、事業部門との連携が活発化されると考えられる。

また、VC は共同プラットフォームを通して、CVC の親会社から最先端の技術や業界動向といった情報を入手することが可能となる。その上、CVC はベンチャー企業に協業を通じて経営能力の伝授やイノベーションリスクの引き受けを行うため、VC と比較すると投資先の成長を促しやすい。実際、CVC の投資先は VC の投資先よりも 4 割ほど IPO の確率が高いため、CVC は VC よりも投資先企業の企業価値を増加させることが分かる[102]。以上のことから VC と CVC とのプラットフォーム構築は、VC の投資成功率や資金回収の効率を高め、財務リターンを拡大させることも期待される。

プラットフォームの運営主体は政府とする。現在、政府は日本の限られたリソースのみでイノベーションを起こすことを困難であるとし、世界中のリソースを活用するオープンイノベーションの振興を日本経済における重要戦略として位置付けている。オープンイノベーションを成し遂げるためには、ベンチャー企業への技術開発に対する補助は不可欠で、政府はベンチャー企業に対する VC 投資額の対名目 GDP 比を 2020 年までに倍増させることを目標に掲げている[103]。政府がプラットフォームを運営することによって、ベンチャー企業の資金調達状況を的確に把握できるようになるため、現在よりも効果的な公的支援が行える。

プラットフォーム管理は国立研究開発法人新エネルギー･産業技術総合開発機構(New Energy and Industrial Technology Development Organaization：以下 NEDO)が適していると考える。その理由の一つとして、NEDO が日本企業のイノベーションの創出と競争力の強化を目的とし、オープンイノベーショ

ンを推進する日本最大の公的開発マネジメント機関であることが挙げられる。NEDOはVCや事業会社と連携してベンチャー企業を支援していることから、オープンイノベーションの知見やノウハウ、さらにはベンチャー企業に関する情報やネットワークを保有しているため、NEDOは他の機関よりも効率的･効果的な管理･運用が可能であると思われる。また、NEDOはベンチャー企業の公的資金活用をより容易なものとするためのベンチャー支援プラットフォームを運営･管理している。その上、ベンチャー企業のデータベースを作成し、そのデータの解析によってプッシュ型の支援提案を行ったり、効率的な制度運用を図ったりすることで、ベンチャー支援の効果向上を目指している。このようにNEDOがプラットフォームの管理を行うことでVC･CVCにとってもより多くの情報を得ることができ、国の限られた財源を有効活用しながらベンチャー企業への支援体制が強化すると考えられる[104]。

プラットフォームの利用方法としては、次のように考える。まず、ベンチャー企業やCVC・VCがそれぞれに提供される入力フォームを登録し、ベンチャー企業が資金援助を希望するCVC・VCに対して事業計画書を送信する。次に、送付された資料の内容をCVC・VCが確認し、評価･面談の可否をベンチャー企業に通達する。また、プラットフォームにチャット機能を設けることで、ベンチャー企業、VC、CVC間で気軽な情報共有やコミュニケーションを図る。これらの機能によって、今までよりもスムーズなやり取りが行うことができる。情報共有の面に関しては、VCやCVC、NEDOの強みを活かした相乗効果が期待される。具体的には、VCにおいては投資契約や投資家構成のマネジメント、資金調達プランニングが強みであり、CVCにおいては経営サポートや生産ノウハウ、顧客開拓、原料調達、資産共有、知財戦略、物流戦略が強みとして挙げられる。CVC・VCの参加による共有される情報幅の拡大とともに、資金供給主体として活動しているNEDOの知見･ノウハウが合わさることでプラットフォームに各主体が必要としている情報を完備することができる。

(2)マイルストーン投資によるベンチャー企業の成長

ベンチャー企業がプラットフォームに提出する事業計画書は、マイルストーン投資を想定したものとする。マイルストーン投資とは、段階的投資とも

いわれ、ベンチャー企業の成長度合を節目に区切り、その節目節目において増資を行う投資手段である。例えば医薬品の開発完了、その特許権に関する申請、販売開始、増産や減産などといった一定の成果を伴う事業段階ごとに投資する方式である。マイルストーン投資を導入する理由としては、日本のベンチャー投資において追加出資が少ないことが挙げられる。日本はアメリカと比較すると、最初に出資した投資家が再度同じベンチャー企業に対して出資する確率が低いことから、投資先がベンチャー企業の事業性に早い段階で見切りをつけてしまい、優良なベンチャー企業を切り捨てていることが考えられる。マイルストーン投資を導入することによって、企業は成長段階ごとに資金を調達することが可能となる。また、マイルストーン投資を基にする長期投資によって、CVC とベンチャー企業は今までよりも事業進捗の確認や長期的な協業を行っていくため、CVC が満足に得られていないベンチャー企業とのシナジー効果も引き上げられると思われる。CVC とベンチャー企業の長期的な成功は、M&A に結びつき Exit の多様化に貢献するため、VC の資金回収率が高まると思われる。

終わりに

今後、国内非上場企業が成長を続けていくためには、円滑な資金調達ルートの確保が必要である。そこで本論文においては、まず国内非上場企業の大部分を占める中小企業と、日本経済を牽引していく可能性を秘めたベンチャー企業の資金調達における現状と課題について分析を行った。そして本論文における理想的な資金調達とは、中小企業においては「資金調達手段が限られている現状から脱し、資金調達における可能性を広げ、様々な資金調達方法を選択できるようになること」であり、ベンチャー企業においては「企業を取り巻く資金循環の規模を拡大すること」であると定めた。この上で、中小企業とベンチャー企業が現在どのような資金調達を行っているのかを確認する過程において、国内非上場企業が抱えている課題をより詳細に述べた。

より明確になった資金調達における課題を踏まえ、理想的な資金調達を達成するための中小企業への提言として、１つ目にリレーションシップバンキングの強化を提言した。この提言によって金融機関と中小企業の関係はより強化され、資金調達の可能性は広がるであろう。また、２つ目の提言として電子記録債権の普及を提言した。利用時の手数料を設定し直すことでより一層電子記録債権が普及し、これにより中小企業は従来の不動産担保や個人保証に依存した資金調達から脱却し、加えて電視記録債権の普及に伴い新たな資金調達手段が生まれ、中小企業が様々な資金調達方法を選択することが可能になることを示唆した。

次にベンチャー企業の理想的な資金調達を達成するための提言として、1つ目にエンジェルネットワークの拡大を提言した。創業期の重要なリスクマネー供給者であるエンジェル投資家を活性化させることは、ベンチャーエコシステムの拡大に繋がる。そして２つ目に、CVC･VC 共同プラットフォームの設立を提言した。共同プラットフォーム内で CVC･VC、ベンチャー企業、政府機関の情報共有が行われることで資金調達の円滑化のみならずベンチャー企業のさらなる成長にも寄与する。

以上の提言によって、資金調達における理想形が実現されれば、緩やかな回復傾向にある日本経済において、国内非上場企業は今後も成長し続ける事ができるだろう。

脚注

[1] 中小企業基盤整備機構 HP を参照。
[2] 経済産業省（2010）を参照。
[3] 経済産業省（2010）pp.10-11 を参照。
[4] 倉田洋（2012）p.17 を参照。
[5] 福田/粕谷/中島（2005）p.10 より引用。
[6] 中小企業庁（2012）p.164 より引用。
[7] 菅谷（2017）pp.1-2 を参照。
[8] 飯嶋（2017）p.1 を参照。
[9] 日本銀行 HP を参照。
[10] 財務総合研究所（2018）を参照。
[11] 上原（2007）を参照。
[12] 中小企業庁 HP を参照。
[13] 中小企業庁（2009）p.56 を参照。
[14] 中小企業基盤機構 HP を参照。
[15] 東京商工会議所（2016）p.1 を参照。
[16] 野村総合研究所（2019）p.2 を参照。
[17] 中小企業庁（2016）p.271 を参照。
[18] 中小企業庁（2016）p.323 を参照。
[19] 稲田/稲葉/金澤/清水/冨田（2018）p.2 を参照。
[20] 稲田/稲葉/金澤/清水/冨田（2018）p.11 より引用。
[21] 薮下/武士俣（2002）p.36 を参照。
[22] 上原（2012）p.28 を参照。
[23] 上原（2012）p.28 を参照。
[24] 上原（2012）p.28 を参照。
[25] ベンチャー有識者会議（2014）p.7 を参照。
[26] ベンチャー有識者会議（2014）p.4 を参照。
[27] 柳/長谷川（2005）を参照。
[28] 大原（2011）p.63 を参照。
[29] 首相官邸（2016a）pp.1-14 を参照。
[30] 丹野（2012）p.175 を参照
[31] 総務省（2007）pp.18 を参照。
[32] National Venture Capital Association（2017）pp.30-31 を参照。
[33] 奥谷（2012）p.3 より引用。
[34] 奥谷（2012）p.11 より引用。
[35] 酒井（2010）p.3 を参照。
[36] 参議院(2012)を参照。
[37] 中小企業庁(2012)p.4 を参照。
[38] トゥルーバグループホールディングス(2008)を参照。
[39] 中小企業庁（2012）p.3 を参照。
[40] 全銀電子債権ネットワーク（2016）を参照。
[41] 倉田（2007）p.50 を参照。
[42] 石川（2002）を参照。
[43] 倉田（2007）p.50 を参照。
[44] 金融庁（2003）を参照。
[45] 金融庁（2005）p.2 を参照。
[46] 清原/中井/岩下/垣木/根本/丹羽(2017)p.95 を参照。
[47] 総務省 HP を参照。
[48] 総務省（2019）pp.5-8 を参照。
[49] 小林/秋吉（2006）p12 を参照。
[50] 経済産業研究所（2010）p.2 を参照。
[51] 経済産業研究所（2010）p.19 を参照。

[52] 経済産業研究所（2010）p.19 を参照。
[53] 日本政策金融公庫 HP を参照。
[54] 日本銀行金融機構局（2012）p.24 を参照。
[55] 日本銀行金融機構局（2012）p.24 を参照。
[56] 日本銀行金融機構局（2012）p.28 を参照。
[57] 日本銀行金融機構局（2012）pp.28-29 を参照。
[58] 経済産業省（2019a）を参照。
[59] 小寺（2015）p.37 を参照。
[60] 小寺（2015）p.37 を参照。
[61] 北海道経済産業局 HP を参照。
[62] IT 導入補助金 HP を参照。
[63] SMBC 日興証券 HP を参照。
[64] 奥村（2012）p.3 を参照。
[65] ジェイソン･カラカニス（2018）p.119 を参照。
[66] 藤田（2017）p.21 を参照。
[67] 日本政策投資銀行（2017）p.3 を参照。
[68] 日経 BP SPECIAL（2019）を参照。
[69] 経済産業省（2019ｂ）を参照。
[70] 経済産業省（2016）p.1 を参照。
[71] 金融庁（2003）p.9 を参照。
[72] みずほフィナンシャルグループ（2012）p.2 を参照。
[73] みずほ銀行 HP を参照。
[74] 財務省（2014）p.１を参照。
[75] 日本金融通信社（2018）を参照。
[76] 草彅（2004）p.27 を参照。
[77] 河内山/中村 2017）p.23 を参照。
[78] 草彅（2004）p.27 を参照。
[79] 草彅（2004）p.27 を参照。
[80] 京都銀行（2019）p.10 を参照。
[81] 草彅（2004）p.27 を参照。
[82] 草彅（2004）p.27 を参照。
[83] 日本政策金融公庫 HP を参照。
[84] 小林/今/屋敷（2019）を参照。
[85] 小林/今/屋敷（2019）を参照。
[86] 小林/今/屋敷（2019）を参照。
[87] 小林/今/屋敷（2019）を参照。
[88] 小林/今/屋敷（2019）を参照。
[89] 金融庁（2008）を参照。
[90] 日本経済新聞（2019）を参照。
[91] 日本経済新聞（2019）を参照。
[92] 全国銀行協会（2018）を参照。
[93] 日本経済新聞（2019）を参照。
[94] 日本経済新聞（2019）を参照。
[95] 藤田（2017）p.20 を参照。
[96] TechCrunch Japan（2018）を参照。
[97] スタートアップエンジェル連携推進協議会 HP を参照。
[98] スタートアップエンジェル連携推進協議会 HP を参照。
[99] スタートアップエンジェル連携推進協議会設立趣意書より引用。
[100] スタートアップエンジェル連携推進協議会規約を参照。
[101] FASTGROW HP を参照。
[102] 清水（2010）p.94 を参照。
[103] 首相官邸（2016b）p.8 を参照。
[104] 国立研究開発法人新エネルギー･産業技術総合開発機構 HP を参照。

＜参考資料及び参考文献＞

芦屋暁（2005)「進展する銀行のコベナンツ付き融資」東京商工リサーチ
＜http://www.tsr-net.co.jp/news/situation_before/1198868_1626.html＞
最終アクセス日:2019/10/22

麻生裕介（2007)
「新しい電子記録債権法のしくみ」経済法令研究会

飯島カンナ（2017)「貸出は積極的だが消費者向けの環境に変化 2016年度の銀行、信用金庫の貸出姿勢と企業、家計側の資金需要」(PDF) 大和総研
＜https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20170518_011984.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

池田真朗（2010)
「債権譲渡と電子化･国際化」弘文社

池田真朗･太田穣編（2010)
「解説電子記録債権法」弘文社

池田真朗･小野傑･中村廉平（2008)
「電子記録債権法の理論と実務」経済法令研究会

石川雅之（2002)「手形の割引とその会計」(PDF) 愛知淑徳大学
＜file:///C:/Users/tcnet/AppData/Local/Temp/00190022002030090 15.pdf＞
最終アクセス日:2019/10/22

稲田正樹･稲葉誠･金澤一広･清水祥行･冨田尚子（2018)「金融機関による事業性評価定着に向けた採算化にかかる分析･考察」(PDF) 金融庁金融研究センター
＜https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2018/DP2018-4.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

上原啓一（2007)「中小企業における資金調達の課題」経済産業委員会調査室
＜https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/keizai_prism/backnumber/h19pdf/20073801.pdf＞最終アクセス日：2019/10/22

上原啓一（2012)「動産担保融資の現状と課題 -不動産担保や個人保証に過度に依存しない融資の促進のために-」(PDF) 参議院
＜https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/rippou_chousa/backnumber/2012pdf/20120702028.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

大原正裕(2011)「第三次ベンチャーブームの検証」『城西大学経営紀要』

奥谷貴彦（2012)「ベンチャー企業の資金調達」(PDF) 大和総研
＜https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/12030201capital-mkt.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

小野傑･森脇純夫･有吉尚哉（2007）
「電子記録債権の仕組みと実務」金融財政事情研究会
金城亜紀（2011)「事業会社のための ABL 入門」日本経済新聞出版社

北浜法律事務所（2011）
「バーチャルマネーと企業法務 ： 電子マネー･ポイント･電子記録債権」民事法研究会

京都銀行（2019)「地域密着型金融の取り組み状況（2018 年 4 月～2019 年 3 月）～2018 年度の取り組みと金融仲介機能のベンチマークの状況～」(PDF)
＜https://www.kyotobank.co.jp/about/chiiki/pdf/h3004-h3103.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

清原 義博･中井 宏行･岩下 卓司･垣木 晴彦･根本 雅成･丹羽匡孝「ローカルベンチマークについて」(PDF) 知的財産研究センター
＜https://system.jpaa.or.jp/patent/viewPdf/3063＞最終アクセス日:2019/10/22

金融庁（2003）リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラムー中小･地域金融機関の不良債権問題の解決に向けた中小企業金融の再生と持続可能性（サステナビリティー）の確保ー」(PDF)
＜https://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/ginkou/f-20030328-2/01.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

金融庁（2005)「『リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム』 の実績等の評価等に関する議論の整理」(PDF)
＜https://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/f-20050328-3.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

金融庁（2007)「地域密着型金融（平成 15～18 年度　第 2 次アクションプログラム終了時まで）の進捗状況について」(PDF)
＜https://www.fsa.go.jp/news/19/ginkou/20070712-2/02.pdf＞最終アクセス日 : 2019/10/22

金融庁（2006)「18 年 8 月に実施した『中小企業モニタリング』の取りまとめ結果の公表について」
＜https://www.fsa.go.jp/access/18/200611b.html＞最終アクセス日:2019/10/22

金融庁･法務省「電子記録債権」(PDF)
＜https://www.fsa.go.jp/ordinary/densi02.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

草瀞健（2004)「事業リスクの早期発見を可能とするコベナンツ･ファイナンス リレーションシップバンキングの重要なツールに」(金融財政事情研究会)

熊野正樹（2014）
「ベンチャー起業家社会の実現」ナカニシヤ出版

倉田洋（2012）「上場企業と非上場化～なぜ上場企業が非上場化の道を選ぶのか～」（PDF）産業能率大学
＜https://www.sanno.ac.jp/undergraduate/library/cpir4n0000006hnm-att/3202all.pdf#page=17＞最終アクセス日:2019/10/22

グレゴリー・エフ・ユーデル著、高木新二郎・堀池篤共訳（2007）
「アセット・ベースト・ファイナンス入門」金融財政事情研究会

経済産業省（2010）「中小企業憲章について」
＜https://www.meti.go.jp/committee/summary/0004655/kensho.html＞最終アクセス日:2019/10/22

経済産業省（2015）「都道府県でエンジェル税制の申請を受け付けます」
＜http://warp.da.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/9968513/www.meti.go.jp/press/2015/03/20160328002/20160328002.html＞最終アクセス日:2019/10/22

経済産業省（2019）「『サービス等生産性向上 IT 導入支援事業』に係る事務局の公募要領」（PDF）
＜https://www.meti.go.jp/information/publicoffer/kobo/2019/downloadfiles/k190125002_01.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

経済産業省（2019）「中小企業生産性革命推進事業平成 30 年度第 2 次補正予算案額 1100.0 億円」（PDF）
＜https://www.meti.go.jp/policy/external_economy/smes/monozukuri190118.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

経済産業省（2019）「ローカルベンチマーク」（PDF）
＜https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/smartsme/2019/190313smartsme12.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

経済産業省（2019）「事業会社と研究開発型ベンチャー企業の連携のための手引き（第三版）」（PDF）
＜https://www.meti.go.jp/policy/tech_promotion/venture/tebiki3.pdf＞最終アクセス日：2019/10/22

経済産業省「ローカルベンチマーク（通称：ロカベン）」
＜https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/locaben/＞最終アクセス日:2019/10/22

経済産業省経済産業政策局産業資金課（2014）「電子記録債権制度への期待について」（PDF）

＜https://www.densai.net/pdf/seminar2014shiryo01.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

河内山拓磨･中村亮介（2017)「財務制限条項への抵触が企業の負債コストに及ぼす影響」(PDF) 日本経営財務研究会
＜http://jfa.main.jp/journal/paper/JJF00311.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

小寺弘泰（2015)「ものづくり補助金の多面的な効果」一般社団法人金融財政事情研究会

小林慶一郎･秋吉史夫（2006)「銀行危機と借り手企業の生産性についての実証分析」(PDF) 経済産業研究所
＜https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/06j021.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

小林由佳･今拓久真･屋敷貴那（2019)「政府系金融機関と地域金融機関との連携状況について」(PDF) 大臣官房政策金融課
＜https://www.mof.go.jp/public_relations/finance/201906/201906i.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

コベナンツ研究会（2005)
「コベナンツ･ファイナンス入門 : 企業活力を高めるこれからの融資慣行」金融財政事情研究会

財務省財投総括課（2014)「ガバナンスの向上」(PDF)
＜https://www.mof.go.jp/about_mof/councils/fiscal_system_council/sub-of_filp/proceedings/material/zaitoa260425/3-1.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

財務総合研究所「自己資本比率」
＜https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/keyword/keyword_01.htm＞最終アクセス日:2019/10/22

佐藤豊彦･胥鵬（2010)「非上場企業における私募債と銀行借入の選択」(PDF) 経済産業研究所
＜https://core.ac.uk/download/pdf/6722594.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

澤山弘（2003)「リレーションシップバンキングと『コミットメント関係』」(PDF) 信金中金 地域･中小企業研究所
＜https://www.scbri.jp/PDFsonohoka/sonota11.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

始関正光･高橋康文（2008)
「一問一答電子記録債権法」商事法務

事業再生研究機構（2007）
「ABL の理論と実践」商事事務

清水健太（2010）「コーポレート･ベンチャー･キャピタルの役割の展開に関する日米比較」（PDF）東洋大学経営力創成研究センター
＜hfile:///C:/Users/tcnet/AppData/Local/Temp/keieiryokusosei6_087-097.pdf＞最終アクセス日：2019/10/22

ジェイソン･カラニス著、滑川海彦･高橋信夫訳（2018）
「エンジェル投資家 リスクを大胆に取り巨額のリターンを得る人は何を見抜くのか」日経 BP 社

菅谷幸一（2017）「厳しさを増す地方銀行の経営環境（1）①超低金利の長期化、②資金需要の伸び悩み」（PDF）大和総研金融調査部
＜https://www.dir.co.jp/report/research/introduction/financial/regionalbank/20170130_011642.pdf＞
最終アクセス日:2019/10/22

全国銀行協会（2018）「手形･小切手機能の電子化推進に向けて」（PDF）
＜https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/abstract/council/tegata_denshi/tegata_denshi_04_2.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

全銀電子債権ネットワーク（2016）
「『でんさい』のすべて」金融財政事情研究会

相馬一天（2016）
「中小企業金融としての ABL ： 課題と対策」日本経済論評社

総務省（2007）「ICT ベンチャーの実態把握と成長に関する 調査研究」（PDF）総務省情報通信政策局　総合政策課　情報通信経済室
＜http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/linkdata/other015_200707_hokoku.pdf＞最終アクセス日：2019/10/22

総務省（2019）「ローカルベンチマーク」（PDF）経済産業省 経済産業政策局 産業資金課
＜https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/kenkyukai/smartsme/2019/190313smartsme12.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

武井康年･大迫唯志･後藤紀一（2010）
「最新金融取引と電子記録債権の法務」金融財政事情研究会

田路至弘（2007）
「わかりやすい電子記録債権法」商事法務

丹野光明(2012)「ベンチャーファイナンスの現状と課題」『中小公庫月報』中小企業 金融公庫調査部

中小企業庁（2001）「中小企業白書」
＜https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H12/03-02-00-01.html＞最終アクセス日:2019/10/22

中小企業庁（2009）「中小企業白書」
＜https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h21/h21/html/k2140000.html＞最終アクセス日:2019/10/22

中小企業庁（2012）「中小企業白書」
＜https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H25/h25/html/b1_1_4_1.html＞最終アクセス日:2019/10/22

中小企業庁（2012）「電子記録債権を活用した中小･小規模企業の資金調達の多様化の促進について」
＜https://www.chusho.meti.go.jp/koukai/shingikai/miraibukai/2012/download/1010Haifu-4.pdf＞最終アクセス日：2019/10/22

中小企業庁（2016）「中小企業白書」
＜https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap5_web.pdf＞(PDF)最終アクセス日:2019/10/22

中小企業庁（2017）「中小企業白書」
＜https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H29/h29/shoukibodeta/html/b2_1_3_3.html＞最終アクセス日：2019/10/22

中小企業庁「中小企業･小規模事業者の定義」
＜https://www.chusho.meti.go.jp/soshiki/teigi.html＞最終アクセス日:2019/10/22

中小機構 HP
＜https://www.smrj.go.jp/recruit/environment.html＞最終アクセス日:2019/10/22

東京商工会議所（2016）「『平成 29 年度税制改正に関する意見』における中小企業についての基本的考え方日本経済や地域を支える中小企業の特性に着目した税制の実現を！」
＜https://www.tokyo-cci.or.jp/file.jsp?id=87770＞最終アクセス日:2019/10/22

東京商工リサーチ（2017）「2016 年『手形･でんさい』動向調査」
＜https://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20170222_01.html＞最終アクセス日:2019/10/22

トゥループグループホールディングス(2008)「アセット･ベースト･レンディングの理論と実務」金融財政事情研究所

中村亮介･河内山拓磨（2018）
「財務制限条項の実態･影響･役割―債務契約における会計情報の活用―」中央経済社

日本経済再生本部（2016）「ベンチャー･チャレンジ 2020」（PDF）日本経済再生本部
＜https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/venture_challenge2020/pdf/venture_challenge2020_pamphlet.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

日本経済再生本部（2016）「『ベンチャーチャレンジ 2020』にかかる政府関係機関コンソーシアム及びアドバイザリーボード（第 1 回）事務局説明資料」（PDF）
＜https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/venture_challenge2020/venture_challenge/dai1/siryou1.pdf＞最終アクセス日 : 2019/10/22

日経 BP SPECIAL（2019）「先端テクノロジーと専門的知見で顧客の変革を支援 vol.2」日本経済新聞社
＜https://special.nikkeibp.co.jp/atclh/ONB/19/kpmg/p2/＞最終アクセス日 : 2019/10/22

日本銀行金融機構局（2012）「ABL を活用する為のリスク管理」（PDF）
＜https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120629a.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

日本政策投資銀行（2017）「近年の日米ベンチャー起業からみえる日本の起業活性化に向けた課題」（PDF）
＜https://www.dbj.jp/pdf/investigate/mo_report/0000170428_file3.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

野村證券「証券用語解説集」
＜https://www.nomura.co.jp/terms/japan/to/A02551.html＞最終アクセス日 : 2019/10/22

野村総合研究所（2015）「平成 26 年度 起業･ベンチャー支援に関する調査 エンジェル投資家等を中心とした ベンチャーエコシステムについて 最終報告書」（PDF）
＜https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

野村総合研究所（2019）「平成 30 年度社会変化を踏まえた中小企業の機能･役割に関する調査に係る委託事業調査報告書」（PDF）
＜https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H30FY/000277.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

萩本修･仁科秀隆（2014）
「逐条解説･電子記録債権法 ： 債権の発生･譲渡･消滅等」商事法務

広瀬洋平「手形の『電子交換所』設立へ」『日本経済新聞』2019 年 6 月 12 日、朝刊、 p.7

広瀬洋平「手形債権化 1 割どまり」『日本経済新聞』2019 年 1 月 18 日、朝刊、p.9

福田慎一･粕谷宗久･中島上智（2005）「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全性および過剰債務問題の影響」(PDF) 日本銀行
＜http://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2005/data/wp05j02.pdf＞
最終アクセス日:2019/10/22

藤田哲雄(2017)「中国の起業ブームとベンチャーファイナンスの動向」(PDF)
日本総合研究所 調査部
〈https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/9741.pdf〉
最終アクセス日:2019/10/22

ベンチャー有識者会議（2016)「ベンチャー有識者会議とりまとめ（案)」
(PDF)
＜https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/bunka/
shinchintaisha/dai1/siryou2.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

松田修一（2014）
「経営学入門シリーズ ベンチャー企業」日本経済新聞出版社

みずほフィナンシャルグループ与信企画部（2012)「IFRS がローンコベナンツに与える影響について」(PDF)
＜https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kigyou/siryou/soukai/20120417
/02.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

宮脇敏哉（2005『ベンチャー企業経営戦略』税務経理協会

森敦子（2017)「【ベンチャー】資金調達レポート(投資家タイプ)」ユーザベース
＜https://jp.ub-speeda.com/analysis/archive/71/＞最終アクセス
日:2019/10/22

山口明（2011）
「ABL の法律実務 ： 実務対応のガイドブック」日本評論社

柳孝一／長谷川博和(2005)
『ベンチャー企業論』放送大学教育振興会

藪下史郎／武士俣友生(2002)
『中小企業金融入門』東洋経済新報社

米山健也 保木泰治 神鳥智宏 後藤泰樹 原田伸彦 (2007)
「電子記録債権の仕組みと実務」金融財政事情研究会

ABL 実務研究会, 奥野総合法律事務所･外国法共同事業編著 (2015)
「ABL 実行の手引き ： 融資から回収まで」経済法令研究会

KPMG FAS (2018)
「実践 CVC ： 戦略策定から設立･投資評価まで」中央経済社

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION「2017 YEARBOOK」(PDF)
＜https://1790media.files.wordpress.com/2017/09/nvca-2017-yearbook.pdf＞
最終アクセス日:2019/10/22

PWC (2017)「CVC ファンドを活用した事業シナジー創出で押さえておくべき 5 つの視点 (前編)」
＜https://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/news/fa-newsletter/201706/201706-01.html＞最終アクセス日 : 2019/10/22

SMBC 日興証券「初めてでもわかりやすい用語集」
＜https://www.smbcnikko.co.jp/terms/japan/e/J0772.html＞最終アクセス日:2019/10/22

Tranzax (2019)「ものづくり補助金対応 PO ファイナンスについて」(PDF)
＜https://tranzax-emc.co.jp/wp-content/themes/tranzax_emc/guidance/pdf/POFS_monozukuri.pdf＞最終アクセス日:2019/10/22

Tranzax「PO ファイナンス」
〈https://www.tranzax.co.jp/solution/po/〉 最終アクセス日:2019/10/22

＜参考 URL＞

京都銀行 HP https://www.kyotobank.co.jp/
国立研究開発法人情報通信研究機構 HP https://www.nict.go.jp/
国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構 HP
https://www.nedo.go.jp/
総務省 HP http://www.soumu.go.jp/
中小企業基盤整備機構 HP https://www.smrj.go.jp/
中小企業庁 HP https://www.chusho.meti.go.jp/
日本銀行 HP http://www.boj.or.jp/
日本政策金融公庫 HP https://www.jfc.go.jp/
みずほ銀行 HP https://www.mizuhobank.co.jp/retail/index.html
IT 補助金 HP https://www.it-hojo.jp/
SMBC 日興証券 HP https://www.smbcnikko.co.jp/index.html