

平成 28 年度 「証券ゼミナール大会」

5

第 5 テーマ C 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」

10



15

立教大学 渡辺ゼミナール 松本班

20

目次

	序章	p.3
	第1章 ベンチャー企業の資金調達について	p.4
5	第1節 ベンチャー企業とは	p.4
	第2節 ベンチャー企業の成長段階について	p.5
	第3節 ベンチャー企業の資金調達先について	p.6
	第2章 ベンチャー企業における資金調達の現状	p.14
10	第1節 直接金融の現状	p.14
	第2節 間接金融の現状	p.19
	第3節 公的支援の現状	p.22
	第4節 資金調達における理想形	p.23
15	第3章 ベンチャー企業における資金調達の課題	p.25
	第1節 直接金融における課題	p.25
	第2節 間接金融における課題	p.28
	第3節 公的支援における課題	p.29
20	第4章 ベンチャー企業における資金調達の提言	p.33
	第1節 直接金融における提言	p.33
	第2節 間接金融における提言	p.37
	第3節 公的支援における提言	p.42
25	終章	p.47
	参考文献	p.48

序章

日本経済の更なる発展のためには、革新的な技術・サービスを持つベンチャー企業の力が必要不可欠である。日本の開業率は約 5%と欧米諸国が約 10%近くを占める中で、低い値を示している。開業率が低い社会では企業競争が活発に行われず、経済の活力が損なわれてしまう。このような現状を変え、日本経済を発展させるためには革新的な技術・サービスを持つベンチャー企業の台頭によって、既存企業との競争や新産業創出を促し、産業全体を活性化させる必要がある。政府はベンチャー企業の重要性を認識し、アベノミクス第 3 の矢、成長戦略における「日本再興戦略・日本産業再興プラン」にて「開業率・廃業率の欧米並みの 10%台への上昇」を成果目標とし、ベンチャー企業支援のための様々な政策を打ち出した。近年のこうした動きを受け、ベンチャー企業は大きな注目を集め、その成長を期待されている。

日本経済発展のカギを握るベンチャー企業を成長させるためには、様々な課題を解決する必要がある。その中でも最も重要な課題が「資金調達」である。企業は事業に必要な資金を投資家や金融機関をはじめとした外部から調達する。だが、ベンチャー企業は革新的な技術・サービスを持つ一方で、信用力や実績に乏しく将来性も不確かであるという性質を持つため、投融資は大企業と比べてハイリスクなものとなる。それ故に、ベンチャー企業の資金調達は困難を極め、事業資金を得られずに成長機会を失うベンチャー企業が多く存在するのが現状である。この問題を解決するためには、資金調達手段の拡大や資金調達環境の改善を行う必要がある。

本稿では第 1 章において、ベンチャー企業や資金調達に関わる事項の整理を行う。続く第 2 章では、日本におけるベンチャー企業の資金調達の現状を世界有数のベンチャー先進国と称される米国と比較し、日本におけるベンチャー企業の資金調達の理想形を示す。そして、第 3 章では現状から見えてくる資金調達の課題をまとめる。最後に第 4 章でその課題を解決する提言を行うことで、資金調達手段の拡大や資金調達環境の改善を行い、ベンチャー企業の資金調達を活発化させるのである。

第1章 ベンチャー企業の資金調達について

本章ではベンチャー企業の定義や意義を確認した後に、ベンチャー企業の資金調達に関わる事項の整理を行う。

5 第1節 ベンチャー企業とは

大会主旨文に則り、本稿におけるベンチャー企業を「創業からあまり時間が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」と定義付ける。この定義からも分かるように、ベンチャー企業は独自の技術・サービスによって革新性の高い新事業を行う企業である。また、ベンチャー企業と中小企業の明確な違いとして、資金調達手段が挙げられる。前者の資金調達手段は、リスクマネー¹が中心である。一方、後者は安定した中小企業金融の投融資を主に用いる。

また、日本経済におけるベンチャー企業成長には2つの意義がある。

まず第1に技術革新である。ベンチャー企業における新技術・サービスが既存企業及び社会に影響を与えることで産業全体の活性化、つまり市場の新陳代謝を促進する。加えて、ベンチャー企業の誕生によって市場プレーヤーの母体数が増加し、競争を生み出すことで社会全体の生産性向上に繋がる。経済成長率が約0.2%²を下回る日本において、ベンチャー企業の技術革新が競争や産業活性化を促す効果は大きい。

第2に新規市場の開拓である。革新的なベンチャー企業が新市場を生み出すことで、国内経済の活性化にも繋がる。ベンチャー企業の強みとは、大企業では取り組むことが困難な、採算確保まで時間のかかる研究開発や小規模なニッチ性の高い技術・アイデアを持っていることである。ここには新規市場を創出する可能性が眠っている。新規市場が開拓されたならば、日本の発展に大きく寄与し、経済成長も促進される。

以上、技術革新、新規市場の開拓の2点がベンチャー企業成長の意義である。

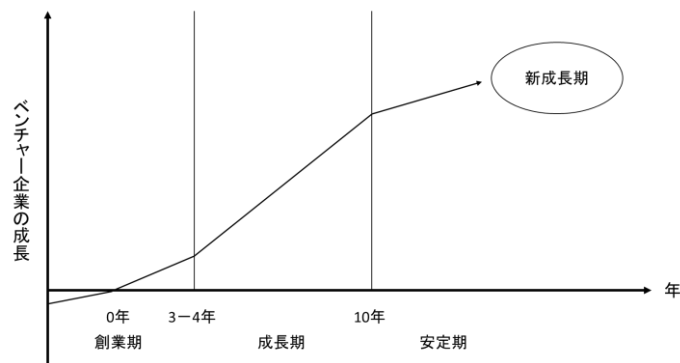
¹ 不確実でリスクが大きい、成功すれば高い収益が得られる事業に投入される資金。

² 「四半期GDP成長率」、内閣府、2016

第2節 ベンチャー企業の成長段階について

図1のように、ベンチャー企業はその成長の度合いに応じて、創業期、成長期、安定期の3つの成長段階に分けられる。

5 図1「ベンチャー企業の成長ステージ」



出所：「ベンチャー企業第4版」、松田修一、2014、p.70 より筆者作成

- 創業期は、会社を立ち上げる準備期間から製品やサービスの販売を開始し、
- 10 事業が軌道に乗るまでの時期である。この時期は製品開発を進めながら事業化を行うものの、収入が少ないため、資金が枯渇する。このような事業化に伴い、資金不足に陥るリスクを「死の谷」と呼ぶ。この時期には、ハイリスク投資を避ける間接金融がその機能を十分には発揮できない。そのため、特に直接金融に分類される様々な投資家からの投資が重要となる。
- 15 成長期は市場や顧客に製品やサービスが受け入れられ売上が大幅に増加するが、依然事業リスクの高い時期である。この時期には「ダーウィンの海」と呼ばれるリスクが存在する。これは生産設備や販路が確立していないため、市場競争に生き残ることが困難となる状況を指す。このリスクを乗り越えるためには、安定した資金調達手段を確保する必要がある。この時期になると、売上向
- 20 上等を通じて企業自体の信用力が高まるため、間接金融がその役割を発揮することが可能となる。

安定期は事業が安定し、市場における企業のポジションも明確になる時期である。急速な成長を見せた革新的な技術・サービスも緩やかな成長へとシフトし、その成長に限界が見え始める。そのため、これまでベンチャー企業に投資

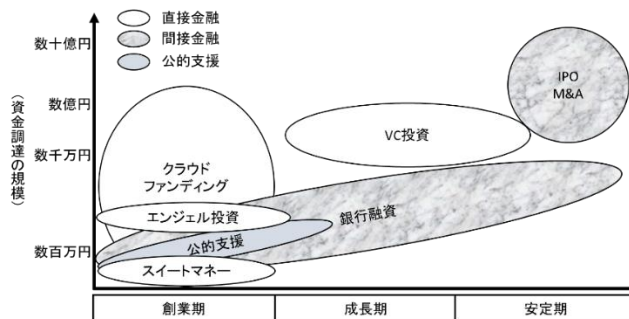
してきた投資家や経営者が事業の売却または拡大を目的に、出口戦略と呼ばれる行動を行い、投資資金の回収や資金調達を行う。

以上のように、ベンチャー企業の資金調達は創業期、成長期、安定期と各段階によって特徴が大きく異なる。そのため、ベンチャー企業は将来を見据えた資金調達計画を練り、次の成長段階に移行した際にはその特徴に適した資金調

第3節 ベンチャー企業の資金調達先について

ベンチャー企業が成長するためには、成長の各段階に適した資金調達先から、途切れることなく安定した資金調達を行わなければならない。ベンチャー企業に資金提供を行う資金調達先はその形態から直接金融、間接金融、公的支援の3つに分けることができる。本稿で取り上げるベンチャー企業の資金調達先は図2の通りである。

図2「ベンチャー企業の資金調達」



出所：「ベンチャー企業の資金調達」、大和総研、2012、p.2 より筆者作成

第1項 直接金融

不特定多数の投資家が利子や配当を期待し、企業に資金提供を行う取引形態を指す。ベンチャー企業向けには創業期に大きな役割を持つエンジェル投資家、資金提供や人材の紹介など様々な支援を行うベンチャーキャピタル（以下VC）、新たな資金調達形態として注目されるクラウドファンディングといった様々な資金調達先が存在する。また、VCが投資資金を回収するために行う新規株式公開（以下IPO）やM&A（合併&買収）のようないわゆる出口戦略も直接金

融として分類され、ベンチャー企業が設立時から目標として設定する場合が多い。

スイートマネー

- 5 創業者・友人・親族から得る出資や借入金のこと。創業期における主要な資金調達手段である。

エンジェル投資家

- 10 血縁関係以外の人物に資金提供を行う事業経験豊富な富裕層のこと。気に入った企業や事業に対して投資を行うことに加え、自らの経験を活かした助言や経営支援なども積極的に行う。彼らの投資は、リターンを求める経済的な目的よりも企業育成・社会貢献といった非経済的な目的の方が強いとされている。後述の VC に比べて出資額は小さいものの、個人資産を運用しているために銀行や VC よりもハイリスクなベンチャー企業投資を行いやすいという特徴を持つ。
- 15

クラウドファンディング

- 不特定多数の個人がインターネット上のプラットフォーム等を通じて、今後ベンチャー企業の行う事業に共感・納得して手軽に投資できる仕組みのこと。
- 20 一定期間内に事業に共感した支援者によって目標とする募集金額を達成することができれば、事業が開始される。ほとんどの場合、ベンチャー企業の事業責任者はプラットフォーム運営者に、集まった金額の内、約 10～20%を手数料として支払う。しかし、一定期間内に目標募集金額を達成できなければ、支援者に出資金が返済され、事業は中止となる。そのため、ただ単に資金を集めると
- 25 いう効果だけでなく、インターネットを通して事業を宣伝できる PR 効果や、資金の獲得状況から事業としての成功率を計ることができるという副次的な効果を持つ。

- 収益の配当や財産の分配を得る「投資型」や、投資の対価を受け取らない「寄付型」、対価として投資対象の財・サービスを受け取る「購入型」等、図 3 の様に取引の形態によって様々な種類がある。特に投資型の一形態である株式型は、
- 30

2014 年の金融商品取引法改正によって市場が解禁された。

図 3 「クラウドファンディングの分類」

類型	仕組み
投資型	配当又は財産の分配を受ける ・融資型：資金を融資する型 ・ファンド型：出資持ち分を取得する型 ・株式型：出資先の株式を取得する型
寄付型	事業に共感して無償で資金を提供する
購入型	出資先の財・サービスを受ける

- 5 出所：「クラウドファンディングとその特性」、三菱 UFJ 信託銀行、2015、p.3
より筆者作成

VC（ベンチャーキャピタル）

- 10 キャピタル・ゲインの獲得を目的として、高い成長が見込まれる企業に出資し、ベンチャー企業を IPO や M&A へと導く投資機関のこと。出資のみを行う形態をハンズオフ投資と呼ぶ。また、出資に加えて人材を派遣することで企業経営に不慣れな起業家に経営指導を行うなど、金銭面以外での手厚い支援を行い、投資先企業価値を向上させる形態をハンズオン投資と呼ぶ。

15 IPO

- 未上場企業が新規に株式市場に上場し、投資家から資金調達を行うこと。上場のためには情報公開や内部監査制度の確立、多額の上場維持コストの発生などの達成困難な条件をクリアしなければならない。そのため、最終的に上場に至る企業はほとんど存在しない。また、1999 年から新興市場と呼ばれる通常の証券取引所よりも上場基準が緩く、一定の要件を満たしていれば、設立間もない企業や赤字の企業でも上場できる市場が登場した。高成長の可能性がある企業を上場対象とする「マザーズ」、信頼性、革新性、地域・国際性の 3 つの観点から企業の実績や特色に基づき「スタンダード」と「グロース」に区分された「JASDAQ」、名古屋証券取引所の「セントレックス」、福岡証券取引所の「Q-BOARD」、札幌証券取引所の「アンビシャス」などがそれにあたる。さらに「グリーンシート市場」という非上場会社の株式等を公平・円滑に売買するための市場も存在するが、利用率の低下が原因で 2018 年をもって廃止される。
- 20
- 25

M&A（合併&買収）

企業の合併や買収により、対象企業の事業や資産を取得すること。合併は、企業の持つ資産を手に入れ、事業の規模を大きくすることを指し、買収は、対象企業の株式を過半数取得することで経営権を握ることを指す。

5

第2項 間接金融

資金余剰主体と不足主体の間に銀行等の金融機関が仲介役として、資金を融通する取引形態を指す。日本では、戦後の経済復興に大きく寄与したという歴史からベンチャー企業を含む多くの企業の資金調達に利用されている。間接金融を利用するためには実績や信用、担保が必要となる場合が多い。

10

銀行

個人や企業から集めた預金を用い、他の個人や企業への融資を行う金融機関のこと。日本における最も一般的な資金調達手段である。銀行は預金という他人の資金を扱う性質上、貸倒れを避けるために厳しい審査で債務返済能力を測り、融資を行う。

15

銀行の取引方法にはトランザクションバンキングとリレーションシップバンキングという2つの方法がある。前者は財務諸表をはじめとした定量情報に基づき一時点取引の採算を重視して融資を行う手法である。融資審査等に係るコスト抑制という利点を持つ一方で、取引先とのつながりが希薄となるという欠点を持つ。後者は長期継続取引において借り手に関する経営者資質・取引先との関係等数値化が難しい定性情報に基づき融資を行う手法である。これは、定量情報だけでは限界があるため、数値化できない様々な情報を得られるという利点を持つ一方で、関係維持のために多くの手間と時間を費やさなければならないという欠点を持つ。「情報の非対称性」という問題に直面するベンチャー企業融資においては、多くの情報を得られる後者の手法での融資が好ましい。

20

25

「情報の非対称性」とは、借り手と貸し手間が保有する情報の量・質に偏りが発生することで様々な問題が発生することを指す。これによって、借り手が債務返済よりも利益を重視して、融資実行直後にリスクの高い事業を行う「モラルハザード」や、貸し手が本来選択すべきでない借り手に資金を貸してしま

30

い、損失を被る「逆選択」が発生する。銀行はこのような問題を避けるために信用・実績・保証能力・情報のない創業期におけるベンチャー企業への融資を躊躇する傾向にある。また、融資には債務が返済されない場合を想定し、それを保証するための動産・不動産担保や保証人を必要とする場合が多い。そのため、それらの用意が困難な創業期ベンチャー企業が銀行からの融資を得ることは難しい。

第3項 公的支援

民業補完を目的に、政府や自治体が政策に沿って行う様々な支援を指す。主に民間金融機関では負担しきれないリスクや新規場創出の支援、市場の失敗への対応などを目的に行われる。特に創業期における支援として、各省庁が主導する手厚い制度が多数存在する。近年では、経済産業省が主に展開を行うアベノミクスにより政府支援が更に充実した。公的支援制度の内容は図4のように分類される。

図4「公的支援制度の内容」

支援内容	概要
融資・リース・保障	政府系金融機関や信用保証協会による金融面における支援制度
補助金・税制	助成・補助、税制優遇措置、ファンド出資等、企業会計における支援制度
情報提供・相談	経営安定や事業拡大に向けた各種情報の提供
セミナー研修	人材育成、技術力向上に関わるセミナーの紹介や販路拡大にかかわる情報提供
法律等に基づく支援	法令が定めた要綱による助成・補助、融資等の資金調達、製品の認定制度等、官による支援制度

出所：「公的支援制度のおもな内容」、中小ビジネス支援サイト、2015より筆者作成

ベンチャー企業に深い関わりを持つ公的支援を主に3つの行政が行っている。第1に中小企業基盤整備機構である。経済産業省所轄の独立法人であり、総合的な中小企業の実施機関として存在する。新たな需要や雇用の創出を促進するために創業者向け補助金である創業補助金の交付やベンチャー企業の資金調達の円滑化を図るためにファンドを設立、ビジネスプランの発表の場であるベンチャープラザを実施している。主にこれらの活動を通じて、ベンチ

ャー企業の事業活動活性化のための基盤整備の役割を担う。

第2に日本政策金融公庫である。民間の銀行から資金調達を受けにくい中小企業や、起業家などへの融資を行っており、資本金を政府が出資する政府系金融機関である。民間銀行からの資金調達が困難な中小企業・創業期ベンチャー

5 企業を中心に、有担保融資だけでなく無担保・無保証人融資も行い、企業の活動を促進させている。

第3に経済産業省である。国内にベンチャー企業を創出し成長させるために、起業家教育を推進し、ベンチャー企業への投資を促進させる税制を敷いている。アベノミクスで新たに取り組まれることになったベンチャー企業向け支援として、図5に見られる支援が活発に行われている。

10

そしてその他にもベンチャー企業には補助金及び助成金として、ちいさな創業未来補助金³、雇用調整助成金⁴などの資金が与えられる。

図5「経済産業省の公的支援に対する役割」

役割	内容
ベンチャー投資促進税制	認定ベンチャーファンドを通してベンチャー企業へ出資した企業は出資額の80%以上を上限に損失準備金を積み立てて損金算入できる。
企業家人材育成事業	起業家教育を始めようとする多様な人々のネットワーク構築をはじめ教材・ケースの普及促進、全国フォーラムの開催、インターンシップの推進、ビジネスプランコンテストに関する情報提供を行っている。
目利き・支援人材育成等事業	優秀な人材を育成すると共に、支援者のネットワークを形成し、新事業創出を促進する。
女性・若者・シニア起業家支援基金	事業開始後約7年以内の女性の方、30歳未満か55歳以上の者が対象。実績は問われず金利が低いことが特徴である。
ベンチャー創造協議会	「日本最高戦略」で掲げられた産業の新陳代謝とベンチャーの加速を実現すべく経済再生することを目的とする。

出所：「公的支援制度」経済産業省、2016より筆者作成

加えて、経済産業省は法人版エンジェル税制とも呼ばれる「ベンチャー投資促進税制」を展開している。これは、認定ファンドを通じてベンチャー企業に出資した企業は、ファンドの投資額の80%を上限に損失準備金⁵として積み立てて損金算入ができ、最終的に益金に算入できるという制度である。認定ファ

20

³ 経済産業省の補助金。これから起業・創業や第二創業を行う個人、中小企業・小規模事業者を対象に助成される。

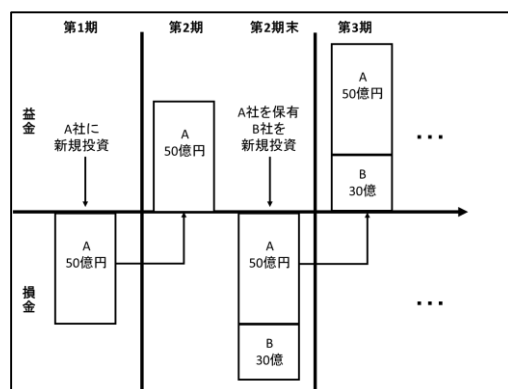
⁴ 厚生労働省の助成金。景気の変動、産業構造の変化等の理由により事業活動の縮小を余儀なくされた事業主が、一時的な雇用調整を実施することによって、従業員の雇用を維持した場合に助成される。

⁵ 将来発生すると予測される損失の為に予め費用として計上する見積金額。

ンドとは、一定基準を満たしたことで国に認められた、成長期のベンチャー企業へハンズオン投資を行うファンドである。

- これは、図 6 のような手順で行う。第 1 期に企業は年度末に帳簿に損失準備金を積み立て損金として計上し、第 2 期にその準備金を取り崩して益金に計上する。さらに新規投資を行った場合は、第 2 期末にそれを保有していたものと合算して損金として計上する。そして第 3 期に益金として計上するのである。これを繰り返し、最終的に益金のみが残る計算となる。2016 年 10 月現在では、この認定ファンドは全国に 6 つ存在する。この制度には、国内のファンド投資額及び件数を増加させ、ベンチャー企業のハンズオン投資を促進させる効果が期待されている。

図 6 「企業のベンチャー投資促進税制の利用例」



- 出所：「企業のベンチャー投資促進税制について」、経済産業省、2015、p.7 より筆者作成

- また、経済産業省は数少ないエンジェル投資家向けの公的支援「エンジェル税制」も推進している。これは、ベンチャー企業投資を促進するために、ベンチャー企業へ投資を行うエンジェル投資家への優遇措置を行う制度である。この制度は「投資を行った段階」と「売却を行った段階」の 2 時点において税制上の優遇措置を得られる。投資時点における優遇措置は図 7 の様に 2 つの措置の中から、より投資家に適した措置を選ぶ。

図 7 「投資時点における優遇措置」

優遇措置A (設立3年未満の企業が対象)	優遇措置B (設立10年未満の企業が対象)
(対象企業への投資額－2,000円)を その年の総所得金額から控除 ※控除対象となる投資額の上限は 総所得金額×40%と1,000万円のいずれか低い方	対象企業への投資額全額を その年の株式譲渡益から控除 ※控除対象となる投資額の上限なし

出所：「エンジェル税制のご案内」、経済産業省、2016 より筆者作成

- 5 一方、売却時点の優遇措置は未上場ベンチャー企業株式の売却で生じた損失をその年の他の株式譲渡の利益と相殺、またはその年に相殺しきれなかった損失は、翌年以降3年にわたって株式譲渡益と相殺できる。

- この税制が適用されるのは図8の適用要件を満たした一部のベンチャー企業のみである。主な適用要件としては、優遇措置Aにおいては、「創業3年未満かつ赤字の企業」、優遇措置Bにおいては、「創業10年以上かつ収入金額に占める試験研究費の割合、従業者数への制限」があげられる。
- 10

図 8 「エンジェル税制の対象要件」

優遇措置Aの対象企業 ①創業3年未満の中小企業者であること ②下記の要件を満たすこと	
設立経過年数(事業年度)	要件
1年未満且つ 最初の事業年度を未経験	研究者あるいは新事業活動従業者が2人以上 かつ常勤の役員・従業員の10%以上
1年未満且つ 最初の事業年度を経過	研究者あるいは新事業活動従業者が2人以上 かつ常勤の役員・従業員の10%以上で 直前期までの営業キャッシュ・フロー赤字
1年以上～2年未満	試験研究費が収入金額の3%超で直前期までの 営業キャッシュ・フロー赤字 または新事業活動従業者が2人以上かつ 常勤の役員・従業員の10%以上で直前期までの 営業キャッシュ・フロー赤字
2年以上～3年未満	試験研究費が収入金額の3%超で直前期までの 営業キャッシュ・フロー赤字、 または売上高成長率が25%超で営業キャッシュ・フロー赤字
優遇措置Bの対象企業 ①創業10年未満の中小企業者であること ②下記の要件を満たすこと	
設立経過年数(事業年度)	要件
1年未満且つ 最初の事業年度を未経験	研究者あるいは新事業活動従業者が2人以上 かつ常勤の役員・従業員の10%以上
1年未満且つ 最初の事業年度を経過	試験研究費が収入金額の3%超または 新事業活動従業者が2人以上 かつ常勤の役員・従業員の10%以上
1年以上～2年未満	試験研究費が収入金額の3%超 または売上高成長率が25%超
2年以上～3年未満	試験研究費が収入金額の5%超

- 15 出所：「エンジェル税制のご案内」、経済産業省、2016 より筆者作成

第2章 ベンチャー企業における資金調達の現状

本章の目的は、ベンチャー企業における資金調達の現状について整理を行うことである。随時ベンチャー企業先進国とされる米国との比較を行い、日本におけるベンチャー企業の資金調達の理想形を導き出す。

5

第1節 直接金融の現状

第1項 エンジェル投資家

図9から日本のエンジェル投資家数は2010年度時点において834人、投資額は2011年時点において約9.9億円となっている。その一方で米国のエンジェル投資家数は26万8,000人、投資額は約2.3兆円であり、人口の違い等を考慮しても日本のエンジェル投資規模が小さいことが分かる。日本のエンジェル投資家分析体制が整っていないため、集計年度にバラつきはあるものの、エンジェル投資家数は300倍以上、投資額では2000倍以上の開きが存在するのである。米国ではエンジェル投資が広く定着しており、ベンチャー企業の成長資金の大部分を担っている。しかし、日本のエンジェル投資は未だその水準には至っておらず、発展段階にある。

図9「エンジェル投資の日米比較」

	日本	米国(2012)
エンジェル投資額	約9.9億円(2011)	約2.3兆円
エンジェル投資件数	45件(2011)	67,000件
BA数	834人(2010)	268,000人

出所：「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」、野村総合研究所、2015、p.20より筆者作成

また、日本にはビジネスエンジェルネットワーク（以下BANs）と呼ばれるエンジェル投資家のコミュニティがほとんど存在しない。BANsはベンチャー企業にとって、エンジェル投資家が分散していると発見が困難であること、エンジェル投資家にとって有望なベンチャー企業へのアクセスがない、エンジェル投資家同士の情報交換の場が少ない、といった問題を解決するために登場し

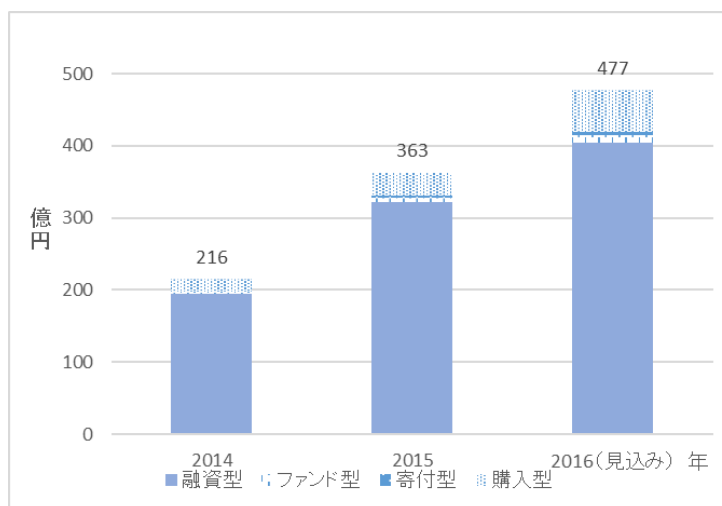
た。現在の日本にはこのようなコミュニティが少ないため、エンジェル投資家とベンチャー企業経営者とのマッチングが米国ほど進んではない。

その一方で、米国では数百もの BANs が設立され、エンジェル投資の情報交換の場、有望なベンチャー企業への窓口として数多くのエンジェル投資家に活用されている。このように、多数の BANs が活動していることも米国でエンジェル投資が活発に行われている理由である。

第2項 クラウドファンディング

図 10 の通り、日本のクラウドファンディングの市場規模は 2015 年に約 363 億円に達し、急激に規模を拡大させている。また、同図 2015 年のクラウドファンディング形態別の金額推移から、購入型約 32 億円、寄付型約 1 億円、ファンド型約 6 億円、融資型約 322 億円と融資型が圧倒的な規模を誇り、市場の成長に寄与していることが分かる。2016 年も堅調に市場が拡大することが予想されており、新たな資金調達先として注目を集めている。

図 10 「国内クラウドファンディングの新規プロジェクト支援額の推移」



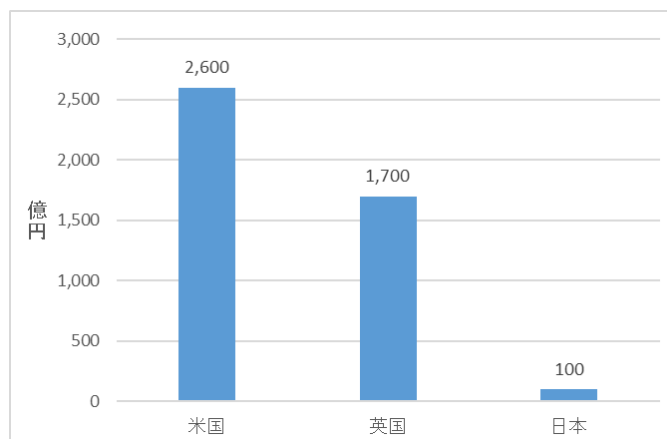
出所：「国内クラウドファンディング市場の調査を実施 プレスリリース」、株式会社矢野経済研究所、2016、p.3 より筆者作成

実際に、国土交通省では地域活性化資金を集めるためにクラウドファンディングを用いた「ふるさと投資」の推進や、自治体が地域経済発展のためにクラ

ウドファンディングを活用するなど、政府や地方自治体もその活用に大きな期待を寄せている。

しかし、図 11 を見て分かる通り、世界のクラウドファンディング市場規模と比較した場合、2013 年の日本の市場規模が約 100 億円であるのに対し、米国の市場規模は約 2,600 億円と、日本はその規模が極めて小さいことが分かる。米国の規模拡大の背景には、起業文化が根付いていることと行政によるクラウドファンディング活用などによる認知度向上がある。

図 11 「各国投資型クラウドファンディングの市場規模比較 2013」



出所：「クラウドファンディングのご紹介」、Crowd Bank、2014、p.4 より筆者作成

図 10 の通り、2015 年と 2016 年における日本のクラウドファンディングの支援額を比べると前年度比約 30%であり、今後も発展の余地を残す。世界的なクラウドファンディング市場拡大の流れに追随するためにも、積極的な活用を促すための取り組みが求められる。

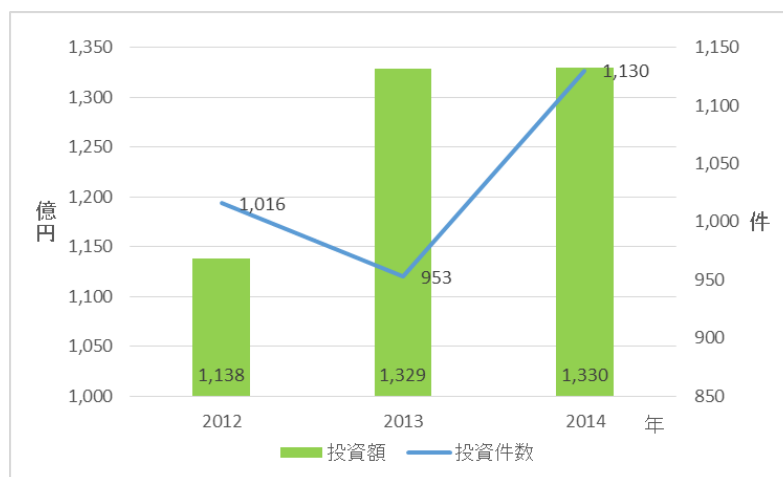
また、日本において、2015 年 5 月にベンチャー企業のリスクマネーの資金調達手段を目的とし、金融商品取引法が改正され、株式型クラウドファンディングが解禁された。これにより、一口 50 万円を上限としてインターネット上で未公開株式の取引が可能となった。また、同じ会社が 1 年間に調達できる資金は 1 億円未満に設定された。しかし、日本で「株式型」の取引を行う為には、第一種金融商品取引業の登録が必要であり、この登録の厳しさから 2016 年 10

月現在の取引件数は0件となっている。そのため、投資型クラウドファンディングにおいて現在取引されているのは「ファンド型」と「融資型」のみである。

第3項 VC（ベンチャーキャピタル）

- 5 図12から分かるように、2014年における日本のVC投資額は約1,300億円であり、投資件数は約1,100件である。日本のVCの特徴として、ハンズオフ投資が多く、ハンズオン投資が少ないことが挙げられる。その原因は、1994年まで独占禁止法によりVCの役員派遣が禁止されていたためにハンズオン投資の歴史が浅いからである。
- 10 また、証券会社、銀行、保険会社等の子会社系VCが多く、独立系VCが少ないことが挙げられる。子会社系VCではハンズオフ投資が多く、投資規模を優先するため審査が甘くなる場合や、人事異動で担当者が変わりやすいため、安定したアドバイスができない場合が多い。

15 図12「日本VCの年間投資額・件数の推移」



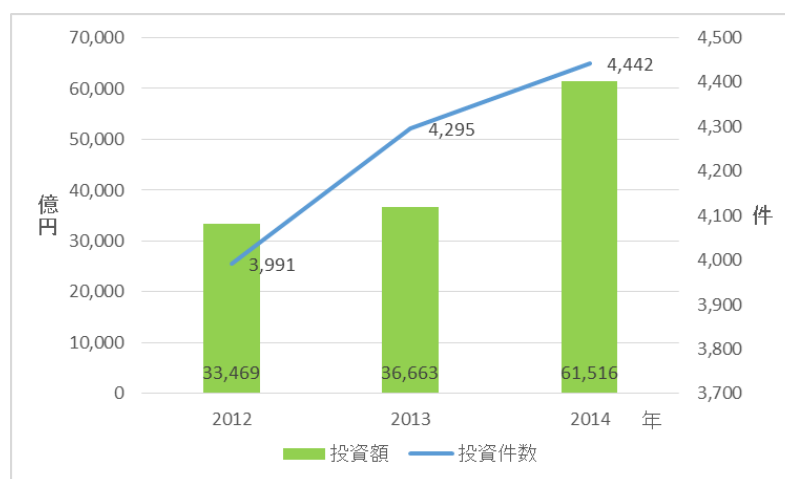
出所：「ベンチャー白書 2015 発表資料」、一般財団法人 VEC、2015、p.18 より筆者作成

- 20 一方、図13から分かるように、2014年における米国の投資額は約3.3兆円と日本の約25倍、件数では約6.1万件と日本の約55倍であり、日本よりも大規模であることが分かる。また、米国VCの特徴として、親会社を持たずVC

事業を本業としている独立系の VC が多いことが挙げられる。そのため、経営に密着し企業価値を高めるハンズオン投資が盛んである。米国は日本との投資規模の違いや投資への積極的な姿勢の違いからみて、日本よりも優れている点が多い。

5

図 13 「米国 VC の年間投資額・件数の推移」



出所：「Yearbook 2016」、National Venture Capital Association、2016 より筆者作成

10

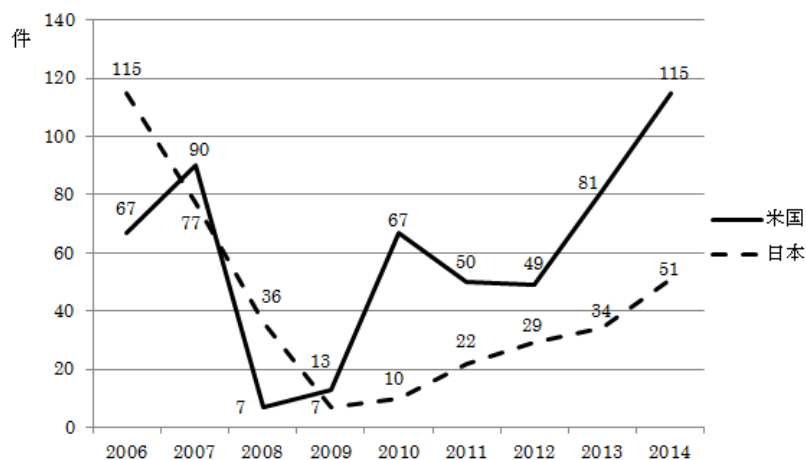
第4項 IPO

ベンチャー企業は新興市場において、2006 年まで毎年 100~150 社のベンチャー企業が上場していたが、その後はライブドア事件やリーマンショック等の影響により、資金調達市場としての機能は失われていた。しかしその傷は徐々に癒え、現在は回復傾向にある。IPO 件数を図 14 で比較すると、2006 年から 2008 年までは米国が日本を下回ることがあった。しかし 2009 年以降、米国は日本をその数で上回り続けており、2014 年には米国が 115 件に対し日本は 51 件と、2 倍以上の差があることが分かる。

15

20

図 14 「日米の IPO 件数比較」⁶



出所：「ベンチャー白書」、一般財団法人 VEC、2015、p13・119 より筆者作成

5

第 5 項 M&A

安定期のベンチャー企業は、その信用力を生かし M&A により、新たな成長機会を得ることができる。しかし日本は米国と比較して、M&A の歴史が浅いことも相まって、その数は圧倒的に劣っている。2014 年における M&A 件数はわずか 36 件⁷である。

10

第 2 節 間接金融の現状

図 15 のように、2012 年の都市銀行や地方銀行のような中小規模の銀行はベンチャー企業や中小企業に多くの融資を行っており、利幅の高いベンチャー企業や中小企業向け融資が収益の源泉となっている事が分かる。また、メガバンクのような大手行でも同様に残高の過半がベンチャー企業をはじめとした中小企業向けに当てられている。

15

⁶このグラフでは日米の新興市場において VC から投資を受けて、上場及び登録をせずに IPO のみを行う銘柄である「OTC Bulletin Board 銘柄」、「ピンクシート銘柄」、「ローカル銘柄」を除く。

⁷・「ベンチャー白書 2015 年度版」、一般財団法人 VEC、2015、I - 11

図 15 「日本の銀行における資産規模別中小企業向け融資比率（％）」

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
都市銀行	65.6	65.5	62.0	61.2	63.3	61.4	60.2
地方銀行	73.4	72.0	69.0	69.1	69.0	68.3	67.4
第二地方銀行	84.1	83.0	81.2	80.7	80.7	80.6	79.6

出所:「米国銀行における中小企業金融の実態」、日本政策金融公庫総合研究所、2014、
p.3 より筆者作成

5

また、米国の銀行は資産規模が 1 兆円を超える程の巨大銀行がある一方で、
多数の地域密着型中小規模銀行が存在する。これら多様性を持つ銀行は、その
資産規模ごとにベンチャー企業や中小企業への融資に偏りを見せている。図 16
から銀行資産規模が大きくなるほど、ベンチャー企業や中小企業向け融資の割
10 合が小さくなっていることから、日本との銀行の性質の違いが読み取れる。

図 16 「米国金融機関の資産規模別中小企業向け融資比率」

資産規模		2006	2007	2008	2009	2010	2011
中小銀行	1億ドル未満	88.7	87.1	85.9	86.3	87.0	86.4
	1～5億ドル未満	73.6	71.9	69.7	68.0	66.6	65.2
	5～10億ドル未満	55.1	54.7	52.0	49.9	49.0	47.6
中堅銀行	10～100億ドル未満	43.3	42.0	40.5	38.5	36.8	36.2
大手銀行	100～500億ドル未満	30.9	33.0	31.4	28.6	26.2	24.4
	500億ドル以上	23.6	18.9	18.5	22.1	25.8	22.0
全ての資産規模合計		76.1	74.1	71.6	70.0	69.0	67.5

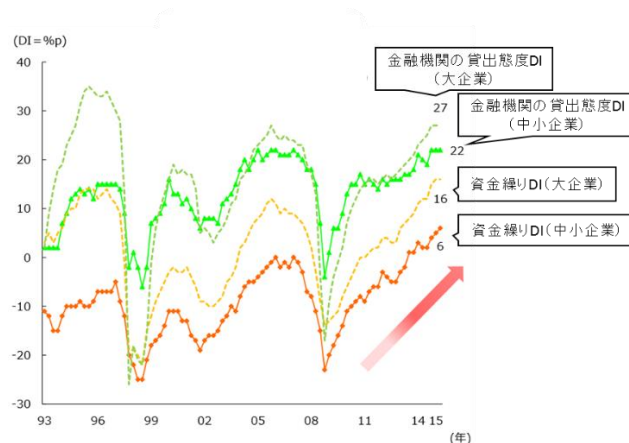
出所:「米国銀行における中小企業金融の実態」、日本政策金融公庫総合研究所、2014、
15 p.3 より筆者作成

米国においても日本同様、ベンチャー企業含む中小企業向け融資は、中小規
模銀行が主に行っている。米国の中小企業向け融資は日本よりも顧客との繋が
りを重視し、取引先の経営状況やニーズの把握に力を注いでいる。こうしたリ
20 レーションシップバンキングによって、米国銀行は企業の実態を正しく把握し、
それに合わせた質の高い経営支援を行っている。

図 17・18 より、日本はベンチャー企業を含む中小企業の資金繰りやそれら
に対する金融機関の貸出態度において、過去に比べて改善傾向にある。その一
方で、金融機関からベンチャー企業を含む中小企業への貸出は大企業への貸出
25 ほど伸びてはいない。これは、大企業が金融機関等を活用し、海外を中心とし

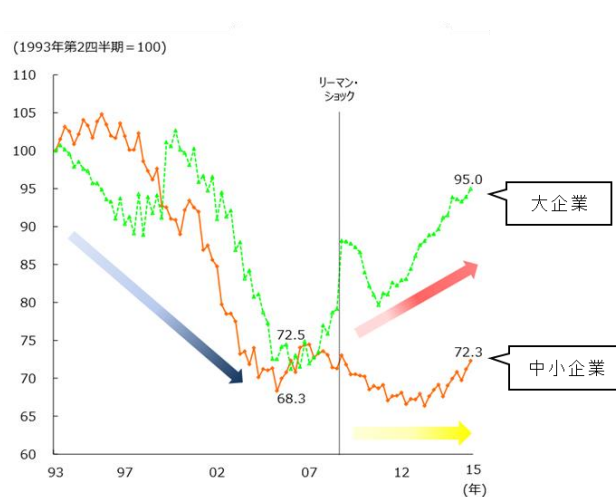
た自社の関係各社へ投資等を進めたからである。反面、ベンチャー企業をはじめとした中小企業では金融機関借入にそのような積極的な動きはなく、増加は見られなかった。

5 図 17 「資金繰り・金融機関からの借入難易度の推移」



出所：「2016 年版 中小企業白書概要」、中小企業庁調査、2016、p.14 より筆者作成

10 図 18 「企業規模別に見た金融機関からの貸出の推移」



出所：「2016 年版 中小企業白書概要」、中小企業庁調査、2016、p.14 より筆者作成

第3節 公的支援における資金調達の現状

本節では、各省庁や地方自治体が行う様々な公的支援の中でも、ベンチャー企業の資金調達に関わるものを取り上げる。

5 日本政策金融公庫の行う新事業育成資金は、高成長が期待でき、新事業に取り組むベンチャー企業を含む中小企業を支援するための特別貸付である。現行の制度は 2000 年度から開始され、累計実績は 8,626 先、約 3,891 億円にのぼる。図 19 の通り、新事業育成資金は先数（貸出先件数）・金額ともに上昇している。

10 図 19 「新事業育成資金の先数及び金額」

年度	2013年	2014年	2015年
先数	677先	907先	1,061先
金額	357億円	478億円	480億円

出所：「中小企業事業のご案内」日本政策金融公庫、2016、p13 より筆者作成

更に、日本政策金融公庫は機械装置や商品在庫、知的財産権等を担保の対象にした融資も行っているが、無担保貸付も積極的に対応している。2006 年には、融資実績に占める有担保貸付の割合は約 74%、無担保貸付は約 26%しか占めていなかった。しかし 2015 年には、有担保貸付が約 50.5%に対し、無担保貸付が約 49.5%と確実にその数を伸ばしている。図 20 の通り、無担保・無保証人融資の実績は以下の様に件数及び実績共に増加している。

20

図 20 「無担保・無保証人融資の件数及び実績」

年度	2013年	2014年	2015年
件数	3,241件	9,550件	11,154件
金額	2,584億円	6,933億円	7,927億円

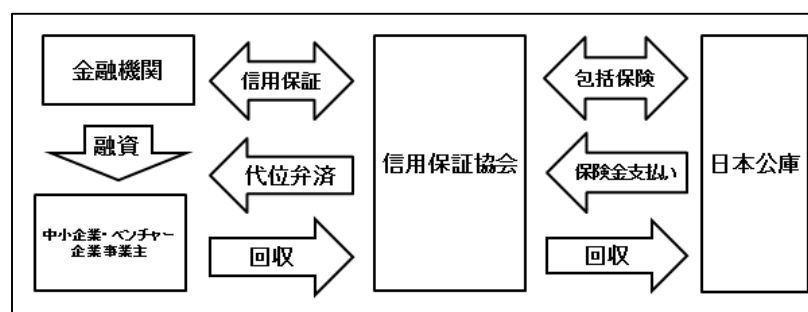
出所：「中小企業事業のご案内」、日本政策金融公庫、2016、p19 より筆者作成

25 また公的支援の一環として日本政策金融公庫は信用保険制度も導入している。これは、主に中小企業やベンチャー企業の振興を図ることを目的として、「中小

企業信用保険法」に基づき、事業者の借入などの保証について保険をつける制度である。図 21 のように信用保険制度と信用保証制度が一体となって機能することで事業資金の円滑化が図る。この仕組みを「信用補完制度」という。信用保証協会は、地方公共団体、金融機関等から負担金等を受けることにより、

5 信用保証業務に伴うリスクに対する資金的な裏付けを行い、信用保険制度により、代位弁済⁸に伴う負担が軽減される。これらにより信用保証協会は、さらに広範なベンチャー企業含む中小企業者の金融を円滑にすることが可能になる。

図 21 「信用補完制度概略図」



出所：「中小企業事業のご案内」日本政策金融公庫、2016、p10 より筆者作成

2016 年の信用補完制度における融資額は、約 25 兆円で、中小企業向け貸出しの約 10%を占めている。更に、この制度は約 136 万社の中小企業及びベンチャー企業に利用されており、約 36%が信用保証制度を利用して資金調達を行っている。

第 4 節 ベンチャー企業の資金調達の理想形

これまで日米比較を通して、日本におけるベンチャー企業の資金調達の現状を俯瞰した。その結果、日本における資金調達環境は米国に比して未熟であり、日本のベンチャー企業が発展の余地を多く残していることが分かった。本稿では、ベンチャー企業の更なる成長のためには、「各成長段階に適した資金調達先から途切れることなく資金供給を受ける」という理想形の達成が重要であると

⁸保証会社など利害関係のある第三者や、保証人でない親族や友人など利害関係のない第三者が、債務者に代わって金融機関に返済すること。

考察した。そして、その理想形達成には資金調達における各形態が以下に掲げる役割を果たす必要があると考える。

直接金融では、「投資家によるベンチャー企業向け投資の規模拡大」という役割を果たす必要がある。創業期におけるベンチャー企業は信用力や情報量の少なさから、銀行等から融資を受けることが難しい。そのため、相対的に直接金融の重要性が高まる。しかし、現在の日本では、米国を中心とする諸外国と比べて投資家のベンチャー企業投資環境には、未だ改善の余地が多く残されている。このような環境の改善によって、ベンチャー企業の資金調達をスムーズに行わせるのである。

10 間接金融では、「銀行でのベンチャー企業への融資拡大による安定した資金の供給」という役割を果たす必要がある。間接金融がベンチャー企業へ融資を行う際、「情報の非対称性」をはじめとした様々な問題が発生する。しかし、ベンチャー企業の資金調達先の選択肢を広げるためにも、こうした問題を解決しなければならない。そうすることで、ベンチャー企業の資金調達を更に充実させるのである。

公的支援では、「ベンチャー企業に対する支援のみならず、リスクマネー供給者への支援拡大」という役割を果たす必要がある。現在の公的支援では、ベンチャー企業向け支援は数多く行われている。しかし、ベンチャー企業成長のために、ハイリスク投資を行う投資家や金融機関への支援は僅かなものに限られている。そのため、これらリスクマネー供給者への支援拡大によって、ベンチャー企業における資金調達環境の一層の充実を図る。

このように資金調達における各形態が求められる役割を果たすことで、本稿が掲げる「各成長段階に適した資金調達先から途切れることなく資金提供を受ける」という理想形が達成される。ベンチャー企業の成長を促すために、その資金調達環境を改善し、技術革新や新規産業創出によって日本経済の更なる発展を目指すのである。

第3章 ベンチャー企業における資金調達の課題

ベンチャー企業が成長するためには、本稿で掲げた理想形を達成することで、各成長段階に適した資金調達先から途切れることなく資金供給を受けることが重要である。しかし、そのような理想形へと至るためには多くの課題を解決しなければならない。本章では、理想形と現状における差異を本稿における課題とし、整理を行う。

第1節 直接金融における課題

本節では、直接金融における「投資家によるベンチャー企業向け投資の規模拡大」という役割を果たすために、各資金調達先の投資環境に潜む課題を取り上げる。

第1項 クラウドファンディング

創業期における「死の谷」を乗り越え、資金調達を多様化するためには、クラウドファンディングの規模拡大が必要である。しかし、クラウドファンディングには「投資環境の未整備」という課題がある。

現在、クラウドファンディングの寄付型、購入型、融資型に関しては、その取引を各プラットフォームが管理している。しかし、各プラットフォームは詐欺等の犯罪が発生した場合、起案者と利用者間で解決することを求めるのみである。更に、クラウドファンディングは、不特定多数から寄付金や事業資金を受け取るという性質上、資金調達者の用途や事業目的が適切なものであるか、違法性がないかを判断することが難しく、利用者がその安全性を見極める基準が存在しない。このように、「利用環境」、「利用者保護」の観点からクラウドファンディングの環境は未整備と言える。

日本より市場規模の大きい米国では、実際にクラウドファンディングを悪用した詐欺事件が多発している。2013年に米国のクラウドファンディングサイトIndiegogoで、Skully社が、ナビ付きバイク用ヘルメット「Skully AR-1」において、目標を約10倍上回る資金を集めた。しかし、同社は集めた資金を家賃や引越し、レストランでの食事や高級車のレンタルなど不正に使用した。その後業務を停止し、破産手続きに入ったことにより、支援者に商品は届けられ

ず、返金すら行われたいという事件が発生した。クラウドファンディング活用が進む米国では、このように偽の企画を宣伝し資金を募集するものの、実際はプロジェクトを実行せず、支援者へ連絡を絶つといった手口の詐欺事件が多く発生している。

- 5 現在日本では、このような詐欺事件を未然に防ぐ取り組みは行われていない。今後クラウドファンディングの利用が増加すれば、米国のような詐欺や不正が日本でも起こる可能性がある。環境を整備し、クラウドファンディングの安全性を証明できなければ、クラウドファンディングに対する不信感から利用者数が伸び悩む可能性もあるため、このような課題を解決しなければならない。

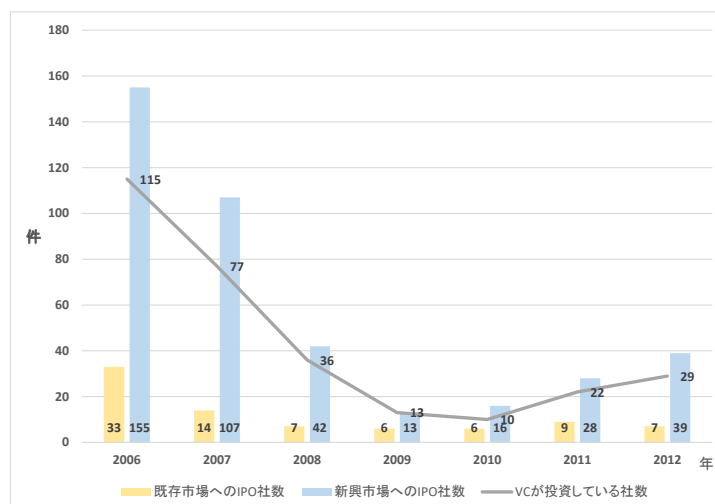
10

第2項 IPO における課題

安定期における課題は「上場時の財務負担」である。まず図 22 の通り 2006 年度には日本国内でのベンチャー企業の IPO 件数は 155 件であったのに対し、その僅か 8 年後の 2012 年には 39 件と約 75% も減少していることが分かる。

15

図 22 「日本国内における IPO 件数の推移」



出所：「ベンチャービジネスに関する年次報告書」、一般財団法人 VEC、2012 年より筆者作成

20

日本での IPO 件数の落ち込みの原因は、「多大な企業内容の開示義務と事務負担」が挙げられる。特に、社内での内部監査制度の確立が負担になっている。

内部監査制度とは企業の業務が社内規則に則って遂行されているかを検証し、経営改善を通し、資産保全・経営の効率化・法令遵守を目的とする制度である。

上場後 5 年間、内部統制報告書の提出が義務付けられている。内部統制報告制度には、株主保護と経営側のリスクマネジメント体制の整備という企業経営改善の役割が存在する。しかし、内部統制に係る公認会計士の監査費用は、ベンチャー企業の年間監査費用の約 20% を占めており、大企業と比較して財務負担能力が低いベンチャー企業の財政を圧迫する。従って内部統制報告書の中でも、特に公認会計士の監査に係る部分の規制を緩和することが重要となる。

更に図 23 の通り、ベンチャー企業の内部統制報告制度の簡素化を要求する声が存在するため、内部統制報告書の早急な緩和が必要となっている。

図 23 「内部統制報告書制度変更の要望」

規模の小さな企業は簡易評価	57%
実施基準の具体化 —企業の裁量を小さく—	33%
会計監査人の基準の具体化 —会計監査人の裁量を小さく—	33%
実施基準をよりシンプルに —企業の裁量の余地を増やす—	19%
会計監査人による 内部統制報告書管理制度の任意化	19%

出所：「事務局説明資料 新規上場に伴う負担の軽減」金融庁総務企画局、

2015 より筆者作成

IPO は出口戦略の両輪の 1 つであり、VC が投下した資金を回収するための手段である。VC がベンチャー企業に安心して投資できる役割を担うため、その機能を更に向上させることで、結果的に VC の投資を活発化させることができる。そのために、現在の内部統制報告書の規制緩和に乗じて、その数を更に増加させる必要がある。

第2節 間接金融における課題

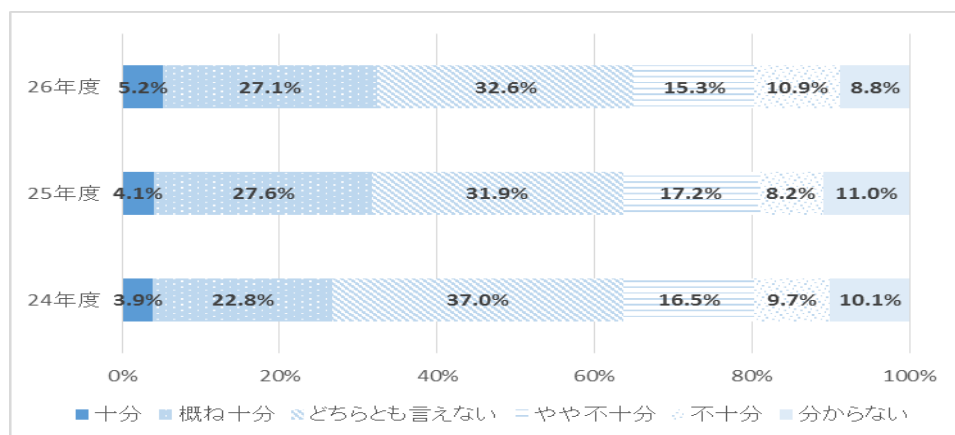
本節では、間接金融における「銀行でのベンチャー企業への融資拡大による安定した資金の供給」という役割を果たすために、銀行がベンチャー企業向け融資を行う際の課題について触れる。

- 5 成長期の主要な資金調達先の1つである銀行の課題は「融資判断における目利き能力の不足」である。官民ラウンドテーブル⁹によれば、目利き能力とは「新事業の立上げを行うベンチャー企業に対する投資の是非を判断するために、当該プロジェクトが採算の取れる事業として順調に成長し、市場でのIPO等を通じた資金回収やリターンの最大化が図れるか否かといった観点からの見極め能力」を指す。つまり、銀行にこの目利き能力がなければ、専門性の高いベンチャー企業の事業を評価することができないのである。

- 10 銀行の融資判断では通常、実績やキャリアから見る経営者の信頼性評価や財務分析等による実態把握、資金使途から見る融資案件の妥当性評価等を行うことで、融資を決定する。しかし、ベンチャー企業の融資判断ではその専門性の
- 15 高さから、これらを超えた目利き能力が要求される。特に、融資案件の妥当性評価ではベンチャー企業が事業化に向けて研究・開発を行う高度な技術・サービスについての妥当性や将来性を判断しなければならない。銀行にベンチャー企業が研究・開発を行う技術・サービスに関する専門家がいないケースは少ない。そのため、一部の銀行では投資会社への出向や外部専門機関による研修を行い、
- 20 行員教育によって問題の解決を図ろうとしている。図24はベンチャー企業を含む中小企業が、銀行の目利き能力を評価したアンケート調査である。この図から、銀行に十分な目利き能力が備わっていると考える企業は3割に満たず、その経年変化からも教育の成果が出ていないことが読み取れる。このことから、多くの銀行が行員教育に力を注いでいるものの、教育には何年も時間がかかる
- 25 上に、それによって得られた知識だけではベンチャー企業の融資案件全てに対応できていないからだと考えられる。

⁹金融業の中長期的な在り方について金融業界と政府の金融当局が共働する持続的な対話の場。

図 24 「銀行の目利き能力」



出所：「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート調査結果等の概要」、金融庁、2015、p.6 より筆者作成

5

このような現状では、銀行側がベンチャー企業の持ち込む専門性の高い案件を正しく評価できず、ベンチャー企業の事業に正当な評価を下せず、銀行・ベンチャー企業双方に損失を与える事態を招いてしまう。

このような事態に対する懸念は、官民ラウンドテーブルにおいても今後の政策課題としてあげられ、その解決が望まれている。銀行に正しい目利き能力を持つ人材がいなければ、ベンチャー企業が銀行から融資を受けることが極端に難しくなってしまう。ベンチャー企業が融資を得る機会を増やすためにも、融資判断における目利き能力の不足という課題を解決する必要がある。

15 第3節 公的支援における課題

本節では、公的支援における「ベンチャー企業に対する支援のみならず、リスクマネー供給者への支援拡大」という役割を果たすために、投資家向けの支援における課題について取り上げる。

20 第1項 エンジェル投資家向け支援

創業期の資金調達において優先的に解決しなければならない課題は「エンジェル税制の不備」と「エンジェル投資情報・ノウハウの共有不足」の2点である。現状、創業期のベンチャー企業は事業資金の大部分を自己資金で賄ってい

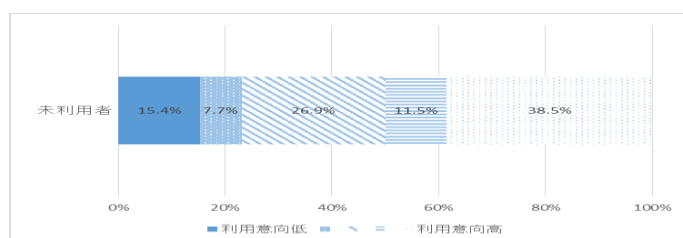
る。しかし、自己資金以外の資金調達手段がなければ、いずれ資金は底をついてしまう。そこで、ハイリスク投資を行いやすく、経営指導等を行う性質を持つエンジェル投資家が重要となる。しかし、創業期において重要となるエンジェル投資の規模は未だ小規模なものにとどまっている。これら 2 つの課題を解決し、エンジェル投資の規模を増やすことでベンチャー企業の資金調達を改善

1 点目の課題は「エンジェル税制の不備」である。これを解決するためには、1 章で示した優遇措置 A における「厳しい対象要件」を改善する必要がある。現在、優遇措置 A は優遇措置 B よりも利用されている。これは、富裕層が大半を占めるエンジェル投資家は投資額が所得から控除される優遇措置 A を利用した方が得られる便益が大きくなるからである。つまり、優遇措置 A を利用したほうが、エンジェル投資家にとってはメリットが大きくなるのである。これらのことから我々は優遇措置 A に着目した。

前述のように、優遇措置 A では「創業から 3 年未満の中小企業」、「創業から全事業年度赤字であること」が要件として挙げられている。しかし、この厳しい要件が適用を受ける企業数の拡大を阻んでおり、税制利用を妨げている。前述のように 2012 年までの税制累計利用金額は約 88 億円であり、英国や米国の同様の制度が年間約 1,000 億円の効果を挙げていることを鑑みればその実績が著しく低く、ベンチャー企業促進という本来の目的に適う成果は出ていない。

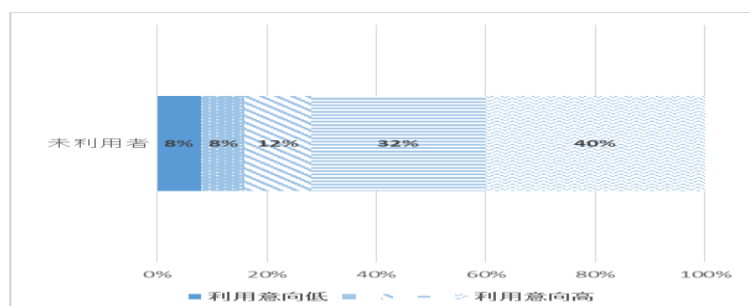
実際に、図 25・図 26 から設立経過年数や事業年度赤字という要件の撤廃を求める声が多く存在することが分かる。エンジェル投資を拡大するためには、彼らが税制に感じるこのような不満を実現可能な範囲内で解消する必要がある。

図 25 「個人投資家による設立経過年数延長の要求」



出所：「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」、野村総合研究所、2015 年、p.131 より筆者作成

図 26 「個人投資家による創業から全事業年度赤字要件の撤廃要求」



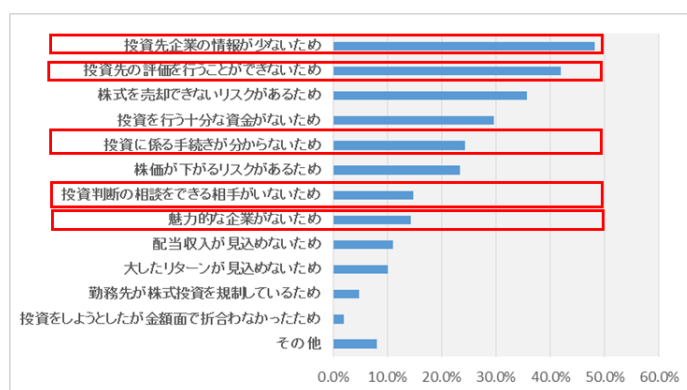
出所：「エンジェル投資家等を中心としたベンチャーエコシステムについて」、野村総合研究所、2015 年、p.132 より筆者作成

5

2 点目の課題は、「エンジェル投資情報・ノウハウの共有不足」である。これは、図 27 の内容によるエンジェル投資の拡大を妨げる原因を指す。図 27 から個人投資家がベンチャー企業投資を行わない理由の上位は「投資先企業の情報がないため」、「投資先の評価を行うことができないため」であることが読み取れる。ベンチャー企業投資を妨げるこれらの問題を解決しなければ、エンジェル投資家のベンチャー企業投資を拡大することはできないのである。

10

図 27 「個人投資家がベンチャー企業投資を行わない理由」



15

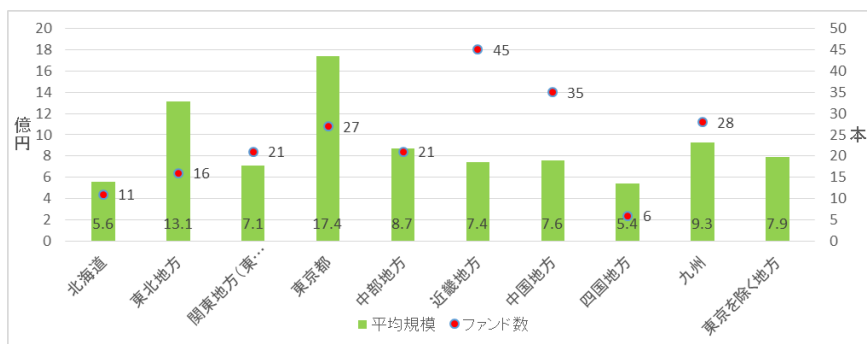
出所：「個人投資家によるベンチャー企業等への投資活動の実態に関する調査」、株式会社野村総合研究所、2014、p.33 より筆者作成

第2項 VC 向け支援

成長期における課題は「VC 投資の少なさ」である。現在の日本では絶対的に VC 投資が少なく、企業のベンチャー投資促進税制により VC 投資の拡大を行っている。しかし「認定ファンドの条件が厳しいこと」が課題となり、その拡大が十分に進んでいない。

「認定ファンドの条件が厳しいこと」とは、ファンドの認定規模要件の一つである「投資家からファンドへ出資される金額の合計（出資約束金額）が、おおむね 20 億円以上」を指す。図 28 からこの 20 億円という要件は全国（東京都を除く）の平均規模と比べ非常に高額であることが分かる。実際に、認定されているファンドは東京都に 5 本、新潟県に 1 本と明らかな偏りを見せており、地方ではこの条件が厳しいことが読み取れる。このように現在の 20 億円という要件では、VC によるベンチャー企業投資を活発化させることはできないため、改善を行う必要がある。

図 28 「地方別ファンドの平均規模・組成数」



出所：「平成 29 年度税制改正に関する経済産業省要望【概要】」経済産業省、2016、p.13 より筆者作成

第4章 ベンチャー企業における資金調達の提言

本章では、前章で提示した各成長段階に潜む課題を解決するための提言を行う。これらの提言によってベンチャー企業資金調達の一層の充実を図る。

5 第1節 直接金融における提言

本節では、前章で取り上げたクラウドファンディングやIPOの課題を解決するための提言を行う。それによって、リスクマネーを供給する投資家の投資環境を改善し、直接金融における役割を果たす。

10 第1項 クラウドファンディング

今後、クラウドファンディングを活用した資金調達を長期的に活発化させるため、「環境の未整備」という課題に対して「日本クラウドファンディング協会による監督機能の強化」を提言する。日本クラウドファンディング協会が業界の監督を強化することで、クラウドファンディングを活用した資金調達を促進させる。

現在日本のクラウドファンディング業界では、日本証券業協会が株式型を自主規制し、第二種金融商品取引業協会がファンド型を自主規制している。しかし、寄付型、購入型、融資型には自主規制機関が存在しない。その為、日本クラウドファンディング協会が主体となり、業界の監督を強化する。現在この協会は、安全、安心に投資を行うために、クラウドファンディングを運用していく上での基本的な指針を定める機関として活動している。同様の取り組みは米国でも行われており、リーダーシップグループと呼ばれる第三者機関がクラウドファンディング業界の監督を行っている。米国のこの組織は、クラウドファンディング業界、法律家、証券取引の専門家により構成され、出資者、ベンチャー企業双方を保護するための効果的な自主ルール制定を目的に活動している。

この提言では、リーダーシップグループを参考に、協会が業界監督の活動を拡張し、以下の活動を行う。

図 29 「第三者機関の活動内容」

対象者	内容
①初回利用者	リスク把握テスト ・ベンチャー企業のリスク ・クラウドファンディングのリスク
②テスト通過者 既存利用者	情報システム ・プラットフォーム間での情報共有 ・出資者、ベンチャー企業をはじめとする事業者、プラットフォーム間の透明な情報交換 ・違反者に対する各プラットフォーム共通の罰則の検討

出所:「米国におけるクラウドファンディングの現状と課題」、神山哲也、2013、
p.178 より筆者作成

5

この活動では、クラウドファンディング利用者を2段階に分けてアプローチする。1段階目は初回利用者を対象にリスク把握テストを行う。2段階目は、既にクラウドファンディングを利用したことがある者やテスト実施者を対象に、情報システムを整備することで利用者を保護する。

- 10 具体的に、図 29 の 1 段階目では、クラウドファンディングを利用した際に
 どれほどのリスクがあるのかを把握するための簡単なテストを行う。クラウド
 ファンディングの初回利用者全員を対象として、各プラットフォームに登録す
 る際にウェブでテストを行う。内容は、図 30 のように、創業期のベンチャー企
 業が倒産しやすいことや配当が得られない場合など、幾つかの設問に対する選
 15 択形式の問題を想定している。テスト後は詳しい解説を通し、より知識を得る
 ことができるようにする。

- 実際に英国ではクラウドファンディングを利用するためには、規定上認めら
 れる富裕層もしくは経験が豊富であることを自己認証し、さらに十分な知識を
 有しているかを確認するテストに全問正解しなければならない。英国ではこの
 20 ような過程を通して利用者を厳選することで保護している。しかし、英国と日
 本では、2 章図 11 から分かるように、2013 年のクラウドファンディングの市
 場規模では、英国が約 1,700 億円で日本が約 100 億円と大きな差がある。更に、
 日本ではまだクラウドファンディング利用者は少なく、同様形式のテストの実
 施はクラウドファンディング拡大の妨げになる可能性がある。そのため、日本
 25 のテストにおいては、利用者のクラウドファンディングへの安心確保を目的に
 テストを実施する。

図 30 「リスク把握テスト(例)」

設問	選択肢
創業期ベンチャー企業の多くはどうか	a. 成功する b. 倒産する
出資したベンチャー企業が倒産した場合どうか	a. 出資金を回収できない場合が多い b. 創業者が払う c. プラットフォームが払う
クラウドファンディングを利用した詐欺対策	a. 起案者情報をチェックする b. プロジェクト概要だけを見る
プラットフォームが倒産したらどうか	a. 資金は戻ってくる b. 基本的に資金は戻ってこない
創業期ベンチャー企業に投資するときの最良方法	a. 単一の企業にすべて投資 b. 複数の企業に分散投資

出所：「米国におけるクラウドファンディングの現状と課題」、神山哲也、2013、p.189 より筆者作成

5

2 段階目である「情報システム」では、詐欺事件などがあった場合、その情報を共有する。各仲介業者の過去の取引成功例、失敗例を一括で管理し、失敗した原因やその後の対応などを具体的に示し、利用者が出資や融資する際の参考にできるように、他の仲介業者で起きた事例を誰でも閲覧できるようにする。

10 また、各プラットフォームで起きた違反に対し、共通の罰則を与える。

この 2 段階の保護により、利用者の知識不足やクラウドファンディング市場の透明性が上がり、クラウドファンディングの信用向上と安全性の高い取引を実現することができる。また、新たにクラウドファンディングに興味を持った者が安心して利用できる環境を作ることができる。今後、日本でクラウドファンディングが浸透すると詐欺被害などが増加する恐れがあるため、業界監督機関を強化し、クラウドファンディングの環境を整備することが重要になる。不正を未然に防ぐ体制が整い、利用者、ベンチャー企業の双方が安心してクラウドファンディングを利用することができる。

20 第 2 項 IPO における提言

本稿では安定期における提言を IPO に絞る。その理由を 2 つ挙げる。1 つ目は、M&A の損失の大きさである。ベンチャー企業 1 件当たりの損益を計測し

た際、IPO はプラス 121 万円、M&A はマイナス 100 万円である。¹⁰このように、M&A は IPO を出口戦略として考えている VC にとって、投資した資金を回収する重要な手段であると認識しているものの、大きなリターンを得る手段になっていないという現状がある。2 つ目は、M&A に伴い高額な税金が発生することである。株式譲渡による M&A を行った場合、株式の売却価額から株式の取得費を控除した株式譲渡益に対して、約 20% の税金がかかる。また事業譲渡による M&A を行った場合、事業ごとに異なるものの事業売却益に対して、29%～42% の法人税がかかる。一方、一部の例外を除いて IPO という行為自体にかかる税金は存在しない。従って IPO の方がベンチャー企業側に負担の少ない出口戦略になりえるため、我々は IPO における提言を行い、ベンチャー企業の資金調達促進に寄与するものとする。

本項では、安定期における出口戦略である IPO の課題として、「上場時の財務負担」という課題を挙げ、その解決のために、「内部統制報告書の規制緩和」という提言を行う。その結果 VC の投資率を上げることが可能となり、ベンチャー企業の資金調達がスムーズになると考えられる。

そのために、「内部統制報告書の提出を、新規上場後 3 年間提出しないことを許可する」ものとする。これにより、IPO にかかる煩雑な手続き及び多額の経費を省くことが可能になり、ベンチャー企業の上場を後押しできる。

2008 年内部統制報告書が日本で導入された当時は、上場後 5 年間の提出が義務付けられていたが、現在「金融商品取引法の一部を改正する法律」の法案が国会で成立したことで、新規上場会社は上場後の 3 年間は内部統制報告書の提出は引き続き求められるものの、公認会計士の監査の免除を選択することが可能になった。しかし我々は現行の措置では不十分であるとする。なぜなら最も厳格な内部統制報告制度で知られる米国において、新規上場を促進する観点から、ベンチャー企業等の新興成長企業について、そもそも内部統制監査を 3 年間免除する措置が講じられているからである。また、一般的に公認会計士の監査を免除しても、内部統制報告書を含む有価証券届書等の発行に約 2000

¹⁰ 「平成 15 年度ベンチャーキャピタル投資状況調査報告」財団法人ベンチャーエンタープライズセンター

免除年数を３年間に設定した理由は、図 31 の通り上場後の３年間は売上高・従業員数・役員数が上場時からの変化率が 50%を下回っているため、企業状態に大きな変化がないと考えられるからだ。従って上場年から３年間は企業状態が変化しない故に、内部統制報告書の免除を行っても投資家の投資意欲に影響することはないと考えられる。

売上高（中央値）

期間	売上高（中央値）
上場前前年	100%
1年目	115%
2年目	105%
3年目	130%
4年目	180%

従業員数（中央値）

期間	従業員数（中央値）
上場前前年	100%
1年目	105%
2年目	120%
3年目	145%
4年目	180%

取締役の数（中央値）

期間	取締役の数（中央値）
上場前前年	100%
1年目	100%
2年目	100%
3年目	100%
4年目	125%

更に 2003 年以降、投資家は「リスク情報」や、経営者の分析や将来予測である「MD&A」の開示によって企業の将来性をみる動きが促進されているため、これらの情報によって投資家の不安要素は解消される。

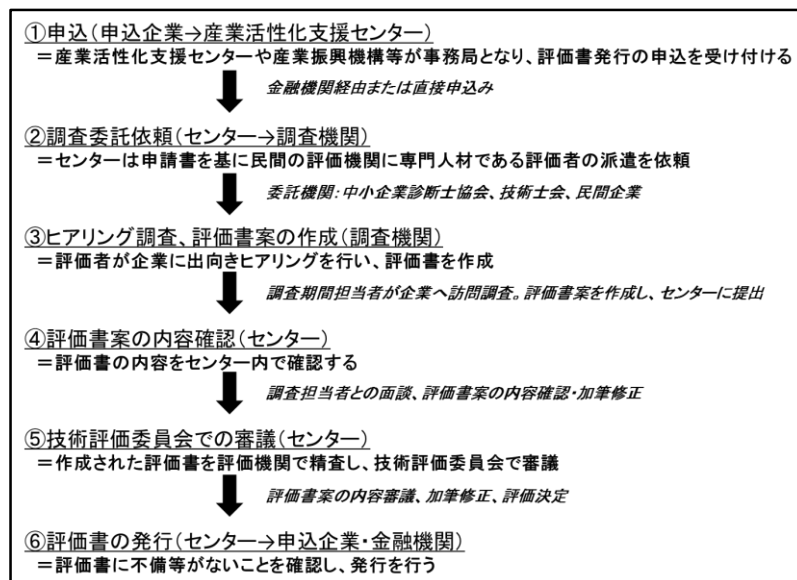
20 第2節 間接金融における提言

¹¹ 「株式公開費用」、株式公開入門 Navi

銀行の「融資判断における目利き能力の不足」という課題を解決するため、「ベンチャー企業の技術・経営力評価制度普及」を提言する。銀行の自助努力だけではベンチャー企業の融資判断に限界が生じる。その限界を克服するためには、ベンチャー企業が持ち込む専門性の高い案件に対応できる専門家に協力を仰ぐ必要がある。そこで、本稿では兵庫県における「中小企業技術・経営力評価制度」を全国に普及させ、都道府県単位での融資判断補助の仕組みを構築することによって、目利き能力の補完を行う。

中小企業技術・経営力評価制度とは、中小企業の事業の成長性など技術・経営力を総合的・客観的に評価した評価書の発行によって、地域金融機関と連携して円滑な資金供給や経営改善を支援する制度である。この制度は図 32 のように、①評価書発行の申込、②民間の評価機関への調査委託依頼、③ヒアリング等による評価書作成、④評価書内容確認、⑤技術支援評価委員会での審議、⑥評価書発行、といったプロセスを経て行われる。

図 32 「中小企業技術・経営力評価制度の流れ」



出所：「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度について」、公益財団法人ひょうご産業活性化センター、2015、p.7 より筆者作成

この制度の特徴は 2 つある。1 つ目の特徴は地域における様々な機関の連携

である。産業活性化センター¹²が中心となり、金融機関や評価を委託する専門機関、地方自治体など、地域内の様々な機関と連携することで、ベンチャー企業や中小企業の支援を行っている。ベンチャー企業や中小企業を育てるために、包括的な連携関係が構築されているのである。

5 2 点目の特徴は専門機関による評価書である。図 33 の通り、評価書は技術・製品・サービスだけではなく、将来性や経営力を含む 4 分野 10 項目について 5 段階評価とコメントを付与する。また、これらの総合評価に加え、企業の抱える問題点や改善すべき点についても客観的な視点からの分析コメントがなされる。第三者による公正かつ分かりやすい評価を得ることができるのである。

10

図 33 「評価書の評価項目」

評価項目		評価視点
(1) 製(商)品・サービス	①新規性・独創性	評価対象の技術・ノウハウ、製品・サービス、管理運営技術、ビジネスモデルに関する新規性・独創性について評価を行う。ここでの評価は学術的観点に基づくものである。
	②優位性と その維持継続	評価対象事業の競合相手に対する優位性及びその維持継続について評価する。 製品・サービスの商品性だけでなく技術力、営業力、ブランド力、知的財産なども対象とし、外部資源の活用なども評価する。
(2) 市場性・将来性	①市場規模・成長性	対象製(商)品・サービスの市場規模(潜在規模を含む)、市場安定性(需要変動)・成長性(今後の需要動向)について評価を行う。 法令の制定・改正による影響や、代替製品の出現可能性なども考慮の範囲とする。
	②競合関係	競合企業の状況と当社のポジショニング(業界内地位)、競争力を評価する。 製品・サービスの寿命(代替技術による市場変化)や競合条件(新規参入・撤退動向、顧客の動向)、も考慮する。
(3) 実現性・収益性	①販売方法・販売価格	マーケティング計画(販売の基本戦略や実行計画)について、また戦略に基づく販売チャネル、販売方法、価格政策などについて評価を行う。 販売における競合企業との差別化状況も評価の範囲とする。
	②生産・サービス・体制	生産・サービスのための施設装置の整備や運営管理 (生産・サービスの計画・実行、品質管理、市場・顧客対応など)について評価を行う。 ISOなどの公的認証取得や改善活動の状況なども考慮する。
	③売上高・利益計画	今後数年間の売上高・利益計画を作成しているか、内容が具体的に実現性があるか、採算性はあるか等の評価を行う。マーケティング計画や生産・サービス計画との整合性も評価の対象とする。
	④資金計画・資金調達力	売上高・利益計画実現に対する資金計画の妥当性ならびに事業の有望性、技術優位性、信用力などを考慮した資金調達力の評価を行う。
(4) 経営力	①事業遂行能力	経営者の先見性、意思決定力、リーダーシップ、後継者育成などを考慮して評価を行う。
	②人材・組織体制	事業遂行のための人材が確保されており、円滑な組織運営ができているか評価する。 組織と個人の能力向上のための教育訓練や資格取得に取り組んでいるか、IT構築ができているかも評価する。

出所:「平成 26 年度地域経済産業活性化対策調査」、株式会社三菱総合研究所、2015、p.2 より筆者作成

15

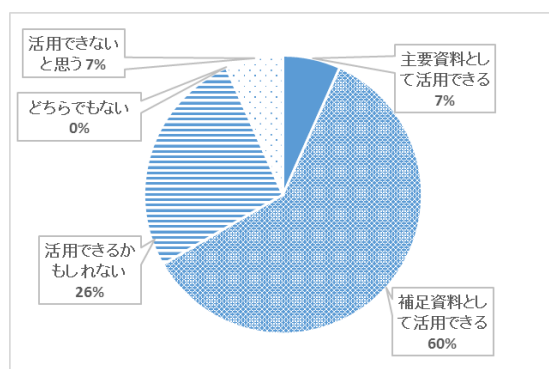
この評価書によって、企業側は自社の強み、弱み把握や取引先や金融機関へ

¹² 県または地域規模における産業の高度化や新産業創出のために、中小企業やベンチャー企業向けに様々な支援を行う財団法人。

の技術・製品・サービスのアピール、事業の方向性チェック、事業改善のヒントなどに活用することができるというメリットがある。

また、銀行側は取引先の詳細な実態把握や技術・製品・サービスなど事業内容の価値判断を行う際の参考にすることができるため、この評価書を融資判断
5 時の資料として活用することができる。図 34 より、評価書を融資判断の際の判断材料にしている行員が約 7 割に上ることが分かる。

図 34 「評価制度の効果」



- 10 出所:「平成 26 年度地域経済産業活性化対策調査」、株式会社三菱総合研究所、2015、p.25 より筆者作成

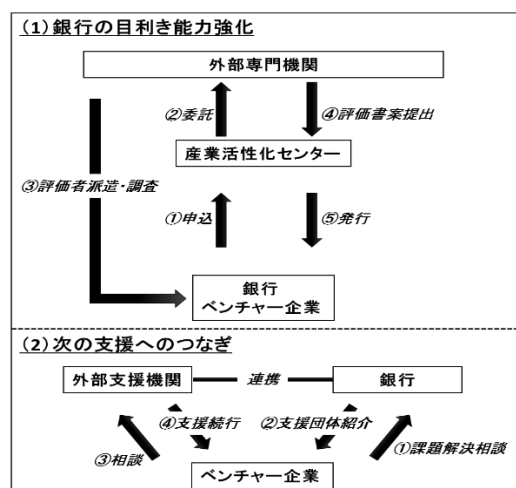
兵庫県における中小企業技術・経営力評価制度の累積発行件数は制度設立の 2005 年から 2014 年時点で 952 件である。そのうち、融資に繋がったのは 583
15 件と高い実績を上げている。産業活性化支援センター等がハブとしての役割を果たし、ベンチャー企業の評価を行うことによって、銀行の目利き能力の不足を補うことができているのである。この制度を全国的に波及させることで、ベンチャー企業への融資が活発に行われる可能性は高い。

- 20 しかし、この制度を拡大させるためには、評価書作成の為の専門人材の確保を行わなければならない。そのために、兵庫県での連携を参考にする。専門人材として、外部の専門機関に協力を仰ぐのである。経営的評価を担う中小企業診断士協会や技術的評価を担い、豊富な実務経験や技術的専門知識・高度な応

用能力を有すると国家認定された高級技術者である技術士や民間企業¹³と連携を行う。

また、普及の際はこうした通常の連携に加え、様々な支援機関との連携も行う。銀行側は制度の利用によって、企業側の課題を見つけたとしてもその解決のために必要な支援を十分に行えていない。評価書によって課題が判明したとしても、ベンチャー企業側にそれを解決するための技術や知識があるとは限らない。制度を利用した企業側もこの現状に不満を募らせている。そこで、地域中小企業に技術的支援を行う公設支援研究機関や国家公認の中小企業向け経営支援を行う認定支援機関との連携も行う。図 35 の様に、外部支援機関と連携した銀行が窓口になり、企業の課題解決のための専門機関を紹介するのである。

図 35 「ベンチャー企業技術・経営力評価制度」



出所：平成 26 年度地域経済産業活性化対策調査」、株式会社三菱総合研究所、

2015 より筆者作成

専門機関は銀行が行う支援の仲立ちによって、これまで以上に多くの支援を行うことが可能になる。このように、制度利用で判明した課題を解決する連携関係の構築によって、ベンチャー企業の成長に貢献するのである。そうすることで、成長したベンチャー企業にその後、融資を行うことも可能になる。

¹³ 兵庫県においては、民間の評価機関「ビズサポート」が連携を行っている。

このように、「融資判断における銀行の目利き能力の不足」という課題を「ベンチャー企業の技術・経営力評価制度普及」によって補うことで、ベンチャー企業向け融資を拡大させるのである。

5 第3節 公的支援における提言

本節では、前章で取り上げたエンジェル投資家投資家向け支援と VC 向け支援における課題解決を通して、公的支援における役割を果たす。

第1項 エンジェル税制における提言

- 10 エンジェル投資家支援における課題として、エンジェル税制の優遇措置 A における「創業から 3 年未満の中小企業」、「創業から全事業年度赤字であること」という対象要件が税制利用を妨げていることが挙げられる。このような要件を緩和することで、エンジェル税制利用者の増加を図る。

15 図 36 「優遇措置 A における対象要件の改善内容」

現行制度	提言内容
(1) 設立後 3 年未満のベンチャー企業 (2) 営業キャッシュフローが継続して赤字	① 通常のベンチャー企業
	(1) 設立後 3 年未満
	(2) 売上高営業利益率 2% 以下
	② 農業・医療・バイオ分野のベンチャー企業
	(1) 設立後 5 年未満
	(2) 売上高営業利益率 2% 以下

出所: 「国家戦略特別区域の税制措置について」、内閣府地域活性化支援室、2015 年より筆者作成

- 20 この提言では、通常のベンチャー企業と成長の遅い農業・医療・バイオ分野のベンチャー企業に異なる対象要件を設定する。まず、通常のベンチャー企業においては、設立後 3 年未満という制限はそのままに、創業から全事業年度赤字という要件を「売上高営業利益率 2% 以下」に設定し、一部の黒字企業にも対象要件を拡大する。こうすることで、将来性が確実な黒字企業へ投資を行いたいという投資家の心理をある程度反映することができ、税制を利用する投資家の増加を狙うことができる。
- 25

また、成長の遅い農業・医療・バイオ分野におけるベンチャー企業の適用要件を設立後 3 年未満から「設立後 5 年未満」に緩和、かつ「売上高営業利益率

2%以下」に設定する。このように設立年数が5年に引き上げられることで、設立3年目以降に事業が軌道に乗り始めるベンチャー企業が多いという実態を反映することが可能になる。特に、成長の遅い農業・医療・バイオ分野においてはこの効果が大きくなることが期待できるため、これらの分野に絞り、設立年

5 数の緩和を行う。

実際に、国家戦略特区では同様のエンジェル税制緩和が行われている¹⁴。こうした緩和を国家戦略特区のみならず、全国に拡大することでエンジェル投資家が税制利用を行うインセンティブを高めていく。そうすることで、エンジェル投資家がベンチャー企業投資を行う環境が改善され、今以上にベンチャー企業への資金調達が活発になる。

10

第2項 エンジェルデータバンク設置

3章図27で指摘したように個人投資家が投資を行わない主な理由として「投資先企業の情報がなくため」、「投資に係る手続きが分からないため」、「投資先判断の相談をできる相手がいないため」が挙げられる。本項ではこれらを解決するために、「エンジェルデータバンク設置」を提言する。

15

現在、日本においてエンジェル投資家が投資を行う際は投資先情報の収集・判断から投資手続きの理解・実行まで、ほぼ全てを独力で行うことを理由にエンジェル投資が敬遠されている。つまりは、エンジェル投資における情報やノウハウの取得方法が限られているため、エンジェル投資の拡大が進まないのである。エンジェル投資が発展している米国では、エンジェルが数多くのBANsを結成している。BANsでは、投資情報の交換やそれによる効率的な投資先の発掘・審査が可能となっており、エンジェル投資促進の大きな要因となっている。一方、日本ではこのようなBANsがほぼ存在せず、エンジェル投資の拡大を妨げている。そこで、エンジェルデータバンクによってエンジェル投資家の投資情報やノウハウの一元化を図る。

20

25

本稿が提言するエンジェルデータバンクとは、エンジェル投資家とベンチャ

¹⁴ 「平成27年度 内閣府税制要望結果」、内閣府、2015、p.1～3

一企業の情報を政府主導で一元化・蓄積し、各種サービスを提供するデータベースの事を指す。エンジェル投資家には自らの経歴や過去の投資情報を、ベンチャー企業には自社の基本情報・事業概要・投資を受けている投資家名などを登録させる。これらのデータを地理・業種・規模などの共通軸で紐づけし、

- 5 エンジェル投資家とベンチャー企業双方にとって透明性の高いプラットフォームを提供する。これによって、エンジェル投資家はベンチャー企業の情報収集の手間が省けるだけでなく、本来、公に登場することがないために匿名性の高いエンジェル投資家と繋がる多くの機会を得られる。このように、エンジェル投資家同士の交流が進むことで、米国の BANs のようなエンジェル投資家同士の
- 10 コミュニティが多数登場する可能性が広がる。

- また、情報登録だけではなく他にも 2 つの主なサービスを提供する。1 つ目の主なサービスとは、利用者アンケートを基にした情報分析である。エンジェル投資家とベンチャー企業向けにデータバンクのサービス向上に関する内容ははじめとして、ベンチャー投資環境の現状把握のためのアンケートを行う。その
- 15 の内容は、エンジェル投資家向けのものではベンチャー投資における判断基準の調査や政府に求めるベンチャー企業支援など、今後政府がエンジェル投資家向けの支援を展開する際に参考となるものを中心にする。また、ベンチャー企業向けのものとしては、エンジェル投資を受けるために行った方策や、それによる効果などエンジェル投資実態の把握に資するものを執り行う。これらの
- 20 収集した情報を分析・公表し、政府のエンジェル投資における最適解模索に活用する。現在、エンジェル投資分析を恒常的に行う機関は存在しない。このような仕組みを整備することで、より一層のエンジェル投資環境向上に繋がると考える。

- 2 つ目の主なサービスはリスクシナリオの共有である。これは主に、ベンチャー企業の事業成功率を高めるために行うサービスである。政府が成長したベンチャー企業から経営シナリオを収集し、それらを失敗事例・成功事例に分け、分析を行う。それによって、ベンチャー企業経営におけるリスク事象の発生要因や影響を客観的に把握できるようにし、エンジェルデータバンク利用者に公表する。ベンチャー企業はそれらの情報を鑑み、経営や業務プロセスの改善を
- 30 行うことで、事業に潜むリスクへの理解や備えを整えることができるようになる。

る。

また、エンジェルデータバンクはエンジェル税制利用者及び税制適用企業を強制的にエンジェルデータバンクへ登録させ、未利用者は自由登録とする。そうすることで、一定の利用者確保やエンジェルデータバンク運営のためのノウ

5 ハウの蓄積を確実に行う。

このように、エンジェルデータバンクの提供によって、エンジェル投資の実態把握や BANs 形成の促進などが可能となる。尚、エンジェル税制利用者を強制登録させる段階を踏むことから、エンジェルデータバンクは同税制を展開する経済産業省に設置するものとする。エンジェルデータバンク設置によって、

10 エンジェル投資環境の改善を目指す。

これらエンジェル税制改善やエンジェルデータバンク設置によってベンチャー企業投資の促進を図る。忽那・原田¹⁵によれば、比較的規模の大きい企業の経営者で自らの起業時に支援を受けたものほど起業支援活動を行う傾向にあるという。エンジェル投資家が次世代の起業家に投資を行い始めれば、それが更に次の世代の起業家への投資につながるなど、エンジェル投資の正のサイクル確立が期待できる。創業期におけるベンチャー企業の資金調達を改善するためには政府主導でエンジェル投資環境の整備を行う必要がある。

第3項 VC 向け支援

20 VC における「投資額が少ない」という課題を解決するために、企業のベンチャー投資促進税制における「認定ファンドの条件の緩和」を提言する。

具体的な提言は、「規模要件を 20 億円から 10 億円に引き下げること」である。今年、経済産業省は地方に限り 20 億円から 10 億円に下げるよう要望を提出した。実際に制度を運用し、地方の認定ファンド拡大に限界を感じた政府は
25 その基準を引き下げることを今年の地方税制改正要望として提出したのである。東京都を引き下げない理由としては、東京都のファンドの平均規模が約 17.4 億円であり、基準の 10 億円を大幅に超えており、ファンドの条件として緩くなるからである。この検討段階の税制改正を実行することを提言する。図 37 の

¹⁵ 「潜在的ビジネス・エンジェルとしての中小企業経営者」、忽那 憲治・原田信行、国民生活金融公庫総合研究所調査季報 第 63 号、2002

政府試算によれば、地方の規模要件を 10 億円に引き下げることによって、2018 年には認定ファンド数は 20 本と現在の倍以上になる。さらに、2018 年には投資額合計が 2016 年の約 2 倍になるとされている。また前述の通り、企業はこの税制を使うことにより投資額を益金として計上できるという会計的メリットから、認定ファンド数が増加すると考えられる。この提言により、地方の VC へと資金が流れるため、VC 投資の拡大を行うことができるのである。

図 37 「認定ファンドの状況」

	2014年	2015年	2016年(試算)	2017年(試算)	2018年(試算)
新規認定ファンド	1	2	5	7	7
延べ認定ファンド	1	3	8	13	20
延べLP数	7	47	125	204	313
投資実績総額(億円)	0	5	47	65	82

- 10 出所：「平成 29 年度地方税制改正（税負担軽減措置等）要望事項」、経済産業省、2016、p.9-4 より筆者作成

- 15 以上 6 つの提言を行うことで、各形態における「投資家がベンチャー企業投資を行いやすい環境整備による投資規模の拡大」、「銀行でのベンチャー企業への融資拡大による安定した資金の供給」、「ベンチャー企業に対する支援のみならず、リスクマネー供給者への支援拡大」という役割を果たすことが可能となる。これらが果たされることで、本稿が掲げるベンチャー企業における資金調達の理想形「各成長段階に適した資金調達先から途切れることなく資金供給を受ける」を果たすことができ、ベンチャー企業における資金調達がより一層
- 20 充実するものとする。

終章

本稿では、日本の更なる経済発展のためにベンチャー企業の成長が必要不可欠であるとした上で、日米比較を通して資金調達環境の現状を整理した。また、その比較からベンチャー企業における資金調達の理想形や、その達成に必要な各金融形態における役割を述べた。そして、それらと現状における差異を資金調達における課題とし、解決のために以下の提言を行った。

直接金融の役割を果たすために、新たな資金調達先として注目されるクラウドファンディングと、出口戦略として重要視される IPO の課題を取り上げた。クラウドファンディングにおいては、「環境の未整備」という課題解決のために、「日本クラウドファンディング協会の監督機能強化」という提言を行った。一方、IPO においては「上場時の財務負担」という課題解決のために「内部統制報告書の規制緩和」という提言を行った。

間接金融の役割を果たすために、銀行の「融資判断における目利き能力の不足」という課題を取り上げた。そして、それを解決するために「ベンチャー企業の技術・経営力評価制度普及」の活用を行い、銀行のベンチャー企業融資促進の提言を行った。

公的支援の役割を果たすために、「エンジェル投資家の投資規模が小さい」という課題と「VC 投資の少なさ」という課題を取り上げた。エンジェル投資家においては、「エンジェル税制の改善」と「エンジェルデータバンク設置」を行うことでエンジェル投資家の活性化を狙う提言を行った。また、VC においては企業のベンチャー投資促進税制における「認定ファンド要件の緩和」を行うことで、地方に流れるベンチャー企業向け投資の拡大を図った。

このように、本稿では資金調達の各形態における課題の解決を図ることで、ベンチャー企業がスムーズに資金提供を受けられる環境の構築を目指した。これまで繰り返し述べてきたように、日本の更なる経済発展のためにはベンチャー企業の活性化が必要不可欠である。近年では、アベノミクスにおける様々な取り組みの影響もあり、資金調達環境は改善されてきた。しかし、日本の資金調達環境に改善の余地が数多く残されている。本稿で述べた提言がベンチャー企業における資金調達環境の一層の充実に寄与し、日本経済の発展に貢献することを願う。

【参考文献】

- ・『中小企業金融入門』、藪下史郎著、2006、東洋経済新報社
- ・『ベンチャー企業 第4版』、松田修一著、2014、日本経済新聞出版社
- ・『ベンチャー企業論入門会社設立から資金調達,M&A まで』、上坂卓郎著、2006、
5 中央経済社
- ・『ベンチャーキャピタルによる新産業創造』、葱那憲治著、2011、中央経済社
- ・『ベンチャービジネス論』、太田一樹著、2007、実教出版
- ・「アベノミクス 成長戦略で明るい日本に」、内閣官房、2106
- ・「動き出す投資型クラウドファンディング」、東洋経済、2014
- 10 ・「エンジェル税制のご案内」、経済産業省、2016
- ・「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」、野村
総合研究所、2015 年
- ・「株式投資型クラウドファンディング及びグリーンシート銘柄制度に代わる
新たな非上場株式の取引の在り方について」日本証券業協会、2014
- 15 ・「企業のベンチャー投資促進税制について」、経済産業省、2015
- ・「近畿地域公設試験研究機関ガイド 2015【改訂版】」、経済産業省、2015
- ・「金融機関における創業支援の現状と課題」、日本銀行、2015
- ・「金融機関によるリスクマネー供給力の強化等を通じた創業・新規事業支援の
促進にむけて」、官民ラウンドテーブル「中小企業金融の向上」作業部会、2013
- 20 ・「金融研究レポート 起業社会に向けての金融の問題—エンジェル税制の大
幅改正を—」、公益社団法人日本経済研究センター、2010
- ・「クラウドファンディングとその特性」、三菱 UFJ 信託銀行、2015
- ・「クラウドファンディングの 5 つの機能とその税金を徹底解説！」ビズバ！、
2015 年
- 25 ・「クラウドファンディングのご紹介」、Crowd Bank、2014
- ・「クラウドファンディングを起業への架け橋に」、公益社団法人日本経済研究
センター、2013
- ・「クラウドファンディング総合比較」、株式会社プロダクト、2016
- ・「工業系公設試験研究機関の現状に関する考察」、富士通総研（FRI）経済研
30 究所、2008

- ・「公庫の新事業・ベンチャー支援事例」、日本政策金融公庫、2016
- ・「公的支援制度」経済産業省、2016
- ・「公的支援制度の主な内容」、中小ビジネス支援サイト、2016
- ・「公的支援の活用方法」、会社設立代行・資金調達支援センター、2015
- 5 ・「国内クラウドファンディング市場の調査を実施 プレスリリース」、株式会社矢野経済研究所、2016
- ・「個人投資家によるベンチャー企業等への投資活動の実態に関する調査 一報告書」、野村総合研究所、2013
- ・「国家戦略特別区域の税制措置について」、内閣府地域活性化支援室、2015
- 10 ・「事務局説明資料 新規上場に伴う負担の軽減」、金融庁総務企画局、2013
- ・「新事業創出支援に関する実態調査 最終報告書」、野村総合研究所、2013
- ・「潜在的ビジネス・エンジェルとしての中小企業経営者」、忽那 憲治・原田信行、国民生活金融公庫総合研究所調査季報第 63 号、2002
- ・「創業・ベンチャー支援」、中小企業庁、2016
- 15 ・「地域イノベーション創出のための公設試験研究機関の役割等に関する調査・調査報告書」、財団法人全日本地域研究交流協会、2011
- ・「地域金融機関の地域密着型金融の取組み等に対する利用者等の評価に関するアンケート調査結果等の概要」、金融庁、2015
- ・「地域における成長マネー供給の仕組み」、金融庁、2016
- 20 ・「中小企業事業のご案内」、日本政策金融公庫、2016、p13・19
- ・「中小企業白書」、中小企業庁、2016
- ・「投資型クラウドファンディング 2014 年金商法改正関連シリーズ」、大和総研、2015
- ・「投資型クラウドファンディングについて」、日本証券業協会、2014
- 25 ・「日本のベンチャーキャピタルの現状と課題―日米の比較を通して」、青山学院大学大学院国際マネジメント研究科高橋文郎、2006
- ・「日本のベンチャーキャピタルの現状と今後の展望」、ICC カンファレンス TOKYO、2016
- ・「ひょうご中小企業技術・経営力評価制度について」、公益財団法人ひょうご産業活性化センター、平成 27 年
- 30

- ・「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」、野村総合研究所、
2015
- ・「平成 26 年度地域経済産業活性化対策調査」、株式会社三菱総合研究所、2015
- 5 ・「平成 27 年度 内閣府税制要望結果」、内閣府、2015
- ・「平成 29 年度税制改正に関する経済産業省要望【概要】」経済産業省、2016
- ・「米国銀行における中小企業金融の実態」、日本政策金融公庫 総合研究所、
2014
- ・「米国におけるクラウドファンディングの現状と課題」、神山哲也、2013
- 10 ・「ベンチャー企業の資金調達」、大和総研、2012
- ・「ベンチャーを支援する日本の産業政策」、経済産業省、2014
- ・「ベンチャー企業のハンズオンと投資先のパフォーマンス」一橋大学院経済学
研究科修士 安藤雅明、2006
- ・「ベンチャー税制の改革の方向性」、みずほリサーチ、2011
- 15 ・「ベンチャービジネスに関する年次報告書」、一般財団法人 VEC、2012
- ・「ベンチャー・チャレンジ 2020」、日本経済再生本部決定、2016
- ・「ベンチャー白書 2015 年度版」、一般財団法人 VEC、2015
- ・「みずほ、ベンチャー融資専門部署 マイナス金利背景」、日本経済新聞、2016
- ・「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
20 本総研、2015
- ・「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」、野村資本市場研究所、2012
- ・「JOBS〔雇用創出〕法にオバマ大統領が署名―業界はクラウド・ファンディ
ングの自主ルール制定を急ぐ」、TechCrunch Japan、2012
- 25 ・「M&A における課税の基本的な考え方」中小企業ビジネス支援サイト、2015
- ・「M&A に伴い生じる税金」M&A 総合法律事務所、2016
- ・「M&A TAX Newsletter」Deloitte、2016
- ・NPO 法人 IAI ジャパン HP
- ・「Yearbook 2016」、National Venture Capital Association、2016
- 30 ・「2016 年版 中小企業白書概要」、中小企業庁調査、2016