

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
明治大学 勝ゼミナール

目次

序章・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 3

第一章 ベンチャー企業の現状・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 3

第一節 ベンチャー企業の定義・役割

第二節 ベンチャー企業の現状・課題

第二章 ベンチャー企業の成長段階毎の資金調達・・・・・・・・ p. 9

第一節 成長段階毎の概観

第二節 間接金融 (1) 資金調達の二種類の方法

(2) 間接金融

① 銀行融資

② リレバン・トラバン

③ ABL (Asset Based Lending)

第三節 直接金融 (1) スイートマネー

(2) エンジェル投資

(3) クラウドファンディング

第四節 公的支援 (1) 制度金融

(2) 補助金・助成金

第三章 ベンチャーキャピタルによる投資・・・・・・・・ p. 30

第一節 ベンチャーキャピタル (VC)

第二節 海外との比較から見るわが国の VC の現状

第三節 コーポレートベンチャーキャピタル (CVC)

(1) CVC ファンドのブームと衰退

(2) 米国の CVC との相違点

第四章 ベンチャー企業金融への提言・・・・・・・・ p. 40

第一節 間接金融への提言 ～ABL 活性化に向けて～

第二節 直接金融への提言 (1) ～VC 投資の活性化に向けて～

(2) ～CVC 事業確立に向けて～

第三節 公的支援への提言 ～エンジェル税制改正に向けて～

むすびにかえて・・・・・・・・・・・・・・・・ p. 44

序章

2016 年現在、アベノミクス導入から 3 年半が経ったが未だ実質 GDP 成長率は政府目標である 2%には達していない。日本経済の再生に向けた重要な課題として、第三の矢である構造改革が必要不可欠であり、とりわけ産業の新陳代謝は重要な課題である。2016 年に公表された「日本再興戦略」でもベンチャー企業の支援が最重要課題として掲げられているように、ベンチャー企業は、産業における新成長分野を切り拓く存在であり、雇用とイノベーションを社会にもたらす、経済活力の源である。ベンチャー企業から次の世代の主要企業が生まれ、新たな経済成長を牽引することが期待されている。

このように今、失われた 20 年と言われる経済低迷の打開のためにその「新しい力」が求められているが、現状ベンチャー企業の資金の調達状況は芳しくない。また、わが国のベンチャー企業は、米国をはじめとする海外のベンチャー企業に大きく後れをとる状況にある。

そこで本稿では、ベンチャー企業における資金調達の問題に焦点を当て、今後の望ましいベンチャー企業のあり方および金融のあり方について論じたい。主な論点として、ベンチャー企業の資金調達先として最も割合が高く、経営コンサル能力を有するベンチャーキャピタル（以下、VC とする）に焦点を当てて論じる。VC を含む資金調達の課題について検討し、最終的にベンチャー企業の活性化に結びつくような資金調達のあり方について検討する。

第一章では、ベンチャー企業の現状を概観し、第二章では、ベンチャー企業の成長段階毎の資金調達の特徴、間接金融、直接金融、公的支援について紹介する。第三章では、資金調達において中心となる VC の現状と課題を検討し、最後にこれらを踏まえて今後への提言を行う。

第一章 ベンチャー企業の現状

本章では、わが国のベンチャー企業の現状について検討する。まずベンチャー企業とは何か、どのように定義されるのかについて説明し、ベンチャー企業の果たす役割について概観する。

第一節 ベンチャー企業の定義・役割

ベンチャー企業の定義は明確には決まっておらず、様々な専門家や起業家が独自の解釈によってベンチャー企業を定義づけている。テレビや新聞などのメディアでは、「設立から5年程度と比較的若い会社であること」、「新しいビジネス領域を手がけていること」などに照らして定義されている。我々はこの論文において、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」と定義する。

ベンチャー企業の存在意義として、主にイノベーション、新規成長産業の創出、雇用の創出、GDP 成長率増大への寄与等があげられる。つまり、低迷した日本経済を打破するためには、ベンチャー企業の存在は不可欠である。ベンチャー企業が経済に与える影響として以下の3点が指摘できる。

(1) イノベーション、新規成長産業の創出

新規産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、経済全体のイノベーションの重要な源泉のひとつである。ベンチャー企業は、新規性を武器に、大きなビジネスリスクをとって事業に挑戦することから、既存企業には生み出し得ない技術・ビジネスモデルの大きな変化・革新をもたらす可能性がある。また、テクノロジーの発展により、他の幅広い分野においても、コスト削減や生産性などの大きな恩恵をもたらすだろう。つまり、国内産業のイノベーションを促進し、日本経済全体の成長と活性化を図るためには、大きなリスクをとって新規事業に挑戦するベンチャー企業の存在が不可欠なのである。

(2) 雇用の創出

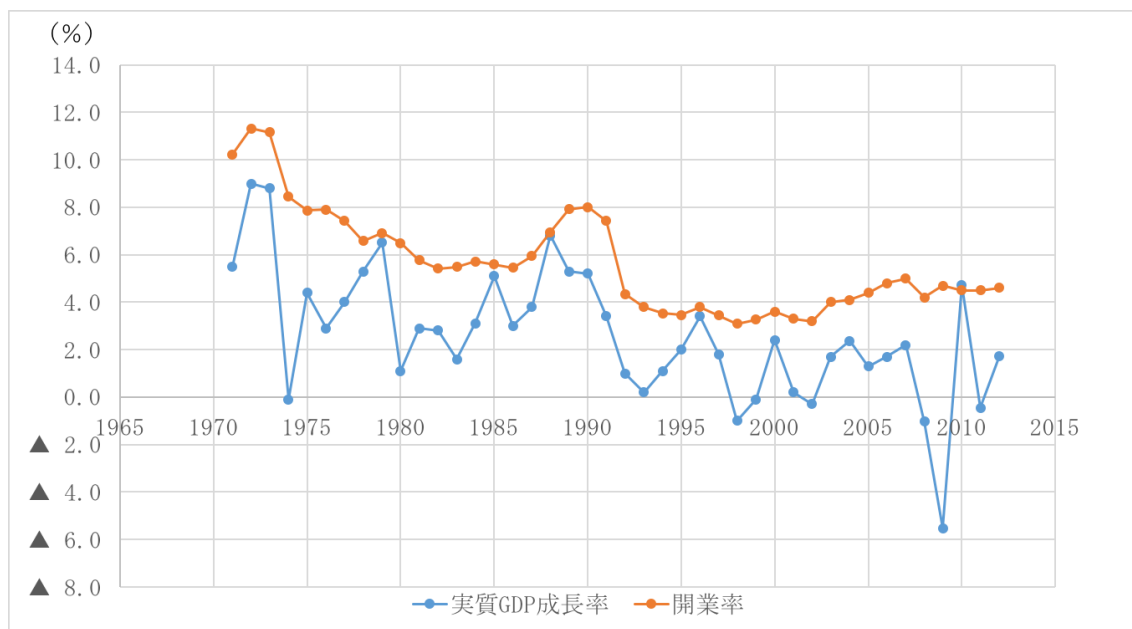
米国の VC 協会によれば、ベンチャー企業の雇用創出は、民間雇用の 11% と大きな位置を占めている。VC 出資先企業の雇用者数が 2005 年に 1,000 万人に達し、民間企業全体の雇用者数の 9.0% を占めるに至っている。また、米国中小企業庁の調査では、成長する新規企業の雇用創出力が大きいことが明らかになっている。わが国においても、米国ほどのボリュームはないが、企業の成

長過程において多くの雇用創出が見られる。創業 10 年未満の企業が雇用の多くを創出する一方、成熟した企業は経費削減で雇用を削減している傾向が見られ、新規雇用の創出におけるベンチャーの重要性が高いと考えられる。

5 (3) GDP 成長率の増大

新たな技術やビジネスモデルは、経済全体を成長・活性化に大きく寄与する。図表 1 によれば、開業率と GDP 成長率の間である程度の因果関係が存在するのがわかる。

10 図表 1 日本の開業率と GDP の関係グラフ



(出所) 実質 GDP：内閣府「年次 GDP 成長率」

〈<https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>〉を基に筆者作成

開業率：中小企業庁「付属統計資料」P.711

15 〈http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/18Hakusyo_huzokutoukei.pdf〉を基に筆者作成

また、OECD 諸国のそれを見ても、一般に開業率の高い国は経済成長率も高

い傾向があり、さらに、2007 年の Global Entrepreneurship Monitor¹調査によると、日本より一人当たりの GDP の高い国は、総じて、日本よりも Total Entrepreneurial Activity (TEA：起業活動率²) の水準が高いことがわかる。

5

第二節 日本のベンチャー企業の現状と課題

ここまでベンチャー企業の役割を述べたが、この節では日本のベンチャー企業の現状と課題について述べる。

10 まず、日本では海外と比較して起業の文化が根付いていないことが問題として挙げられる。図表 2 で示した通り日本では起業の文化が根付いていないことが災いし、リスクを冒し急成長を遂げたベンチャー企業は、日本から殆ど出てこなかった。例を挙げると、BCG³が発表した最も革新的な企業 50 位に、日本の第 3 次産業の分野ではソフトバンクしか入っていない。結果として、わが
15 国は Apple のように世界で通用する企業がなく、世界の流行に後れをとっている現状にある。

20

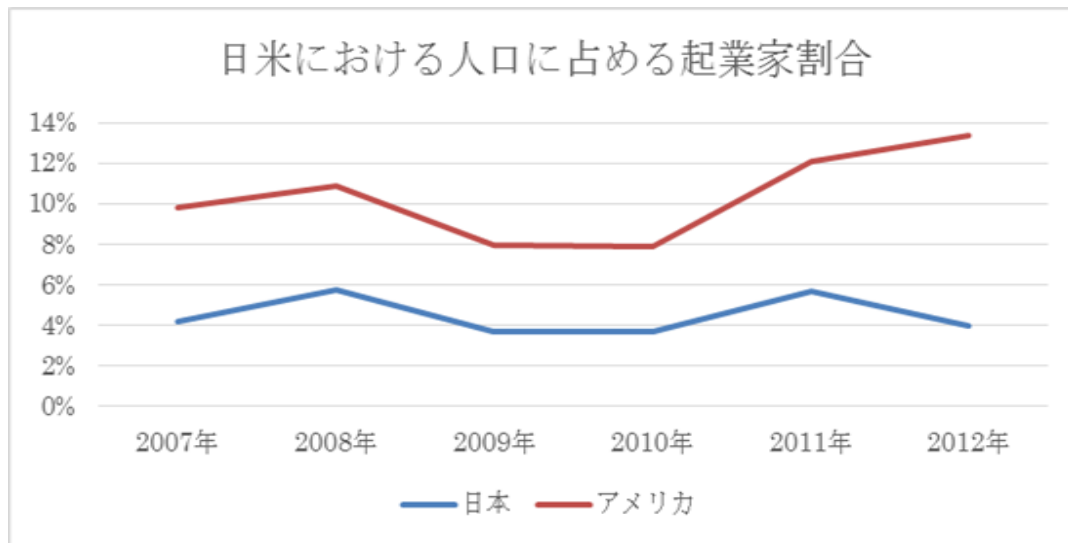
25

¹ 起業活動が国家経済に及ぼす影響について、各国家のデータを用いて実証研究を行い、各国の政策担当者に重要な政策方針を提供する、米国バブソン大学と英国ロンドン大学ビジネススクールの起業研究者達が集う機関による調査。

² 18 歳から 64 歳までの人口に占める起業活動を行っている者（起業準備中の者および起業後 3 年半以内の者）の割合

³ 「The Most Innovative Companies 2015」p.6 〈<https://media-publications.bcg.com/MIC/BCG-Most-Innovative-Companies-2015-Nov-2015.pdf>〉

図表 2 日米における人口に占める起業家割合



(出所) 総務省(2013)「ICT グローバル戦略等に関する調査研究」P.34

<http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/linkdata/h25_01_houko

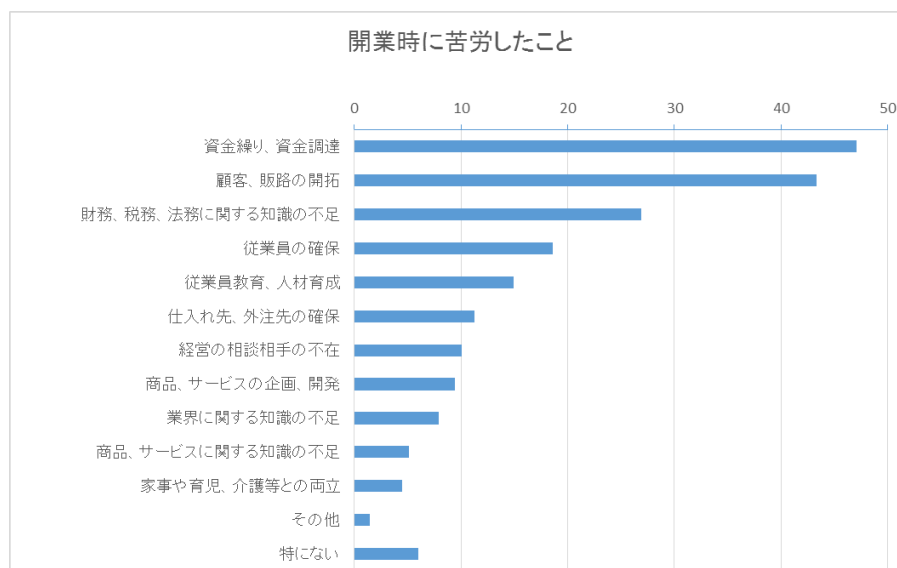
5 [ku.pdf](#)>より筆者作成

しかし、起業意識等と比較して最大の課題は資金調達である。実際にベンチャー企業が事業を行っていくには多額の資金がいる。だがベンチャー企業にとって資金調達は非常に難しい。日本政策金融公庫が約半年間融資した企業のうち、融資時点で開業1年以内の企業7917社が対象の調査「開業時に苦労したこと」(図表3)は、「資金繰り、資金調達」が47.1%で最も多かった。このことからわかるように、資金調達難は事業化の段階で企業家を困らせる最大の原因となっている。

15

20

図表 3 「開業時に苦労したこと」アンケート結果（複数回答可）



（出所）日本政策金融公庫「2015 年度新規開業実態調査」P. 14

<https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/topics_160119_1.pdf>を基

5 に筆者作成

次に、信用力の低いベンチャー企業は各国同様に資金調達が難しいが、比較を行うと特にわが国は深刻な状況にある。図表 4 を見ると、ベンチャー産業が盛んな米国と比較すると日本の投資金額、件数は程遠いため、世界的に通用するベンチャー企業育成の土壌は整っていないといえる。つまり、日本のベンチャー企業が資金調達を十分に行える仕組みを整えることが、経済低迷の打開策といえるだろう。

10

図表 4 海外との日本のベンチャー投資金額と件数の比較（2014 年度）

	日本	米国	欧州
投資金額	1171 億円	5.4 兆円	4962 億円
投資件数	969 件	4361 件	3382 件

15

（出所）一般財団法人 VEC「ベンチャー白書 2014 発表資料」P. 14、15

（http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2014_12_ver2.pdf）を基に筆者作成

事業がまだ実現されておらず、収益のないベンチャー企業は、事業資金などを外部から調達するしかない。しかし、従来の主な資金調達方策である、銀行等の金融機関からの融資は、利息を含めて確実に返済されることを前提としている。ハイリスクな事業には消極的と考えられるため、銀行等の間接金融による資金調達は、実績や信用力のないベンチャー企業にとっては、融資をしてくれる可能性が低いのだ。このような理由からベンチャー企業の資金調達は困難であり、直接金融へのウェイトが大きいことがわかる。

10 第二章 ベンチャー企業の成長段階毎の資金調達

第一節 成長段階毎の概観

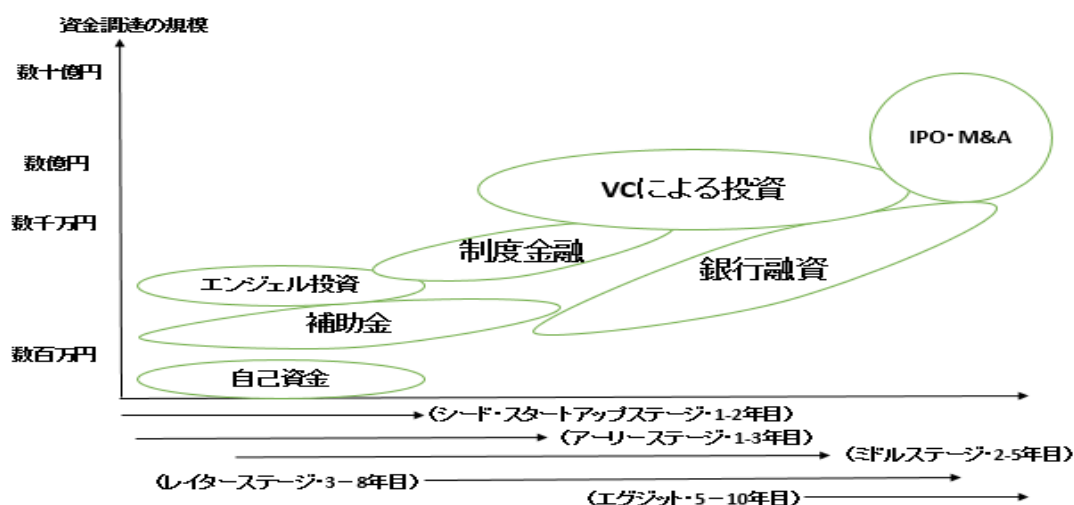
以上ベンチャー企業の重要性について概観したが、その最大の問題はベンチャー企業の資金調達である。なぜなら、事業のリスクが高いベンチャー企業に対し銀行融資等の間接金融は十分な資金調達が望めないからだ。また、特に創業期は社会的信用もなく、事業もまだ不明瞭であるのでより厳しい状況下にある。その中でベンチャー企業は、スイートマネー・エンジェル（個人投資家）・VC等の投資による直接金融や政府による資金調達を主に行う。

ベンチャー企業は、各成長段階によって資金調達の方策は異なる。具体的には1～3年目のシード、スタートアップステージ（創業段階）、2～5年目のアーリーステージ（事業化段階）とミドルステージ（成長初期段階）、3～8年目のレイターステージ（成長後期段階）、そして5～10年目にエグジットと分類できる。それぞれを概観すれば以下の通りである。

25

30

図表 5 成長段階毎の資金調達方策



（出所）各種資料を基に筆者作成

5 (1) シードステージ

ベンチャー企業の成長段階のうち一番初めの段階であり、設立準備の段階を指す。ビジネスモデルやコンセプトを固めている段階であるため、資金需要は他の段階と比べてそれほど無いが、会社設立までの諸費用や人件費は最低限必要となる。また、ビジネスモデルが本当に実現可能かを調査する市場調査費などの費用が必要となる場合がある。さらにこの段階で、会社設立後にビジネスモデルを実現させるための資金の全体像を予想し把握しておく必要がある。

シードステージでの主な資金調達は、スイートマネーと言われる、いわゆる自己・友人・知人・親族、エンジェルである。

15 (2) スタートアップステージ

主に設立から2年程度の、事業が軌道に乗るまでの段階を指す。通常の実業活動を営む上で必要な運転資金や設備投資資金が、また研究開発型のベンチャーの場合特許権などの取得費用も必要となる。

この時期はまだ信用も薄いため、前述のシードステージと同じくスイートマネーからの資金提供がなされるのだが、シードステージと違う点はVCからの資金調達が用いられ始める点だ。しかし、前述した通りこの段階は信用が確立していないためVCからの資金調達は困難になる。

(3) アーリーステージ

製品・サービスの市場への提供が開始され、組織に活気が出てくるが、採算は取れず、赤字状態が続く段階を指す。

- 5 製品・サービスができ、事業化が可能になると資金調達方策は、日本政策金融公庫や地方自治体・信用保証協会・金融機関の連携による制度融資が有効となる。さらに VC による投資やリースなども積極的に用いられ始める。

(4) ミドルステージ

- 10 事業が軌道に乗り始め、成長しつつある段階を指す。この段階になると自己資金とエンジェル投資に代わって銀行融資が用いられる。事業や収益が不安定で投資や銀行融資を受けることが困難であったアーリーステージとはかわって、大幅に容易になる。

(5) レイターステージ

- 15 事業が軌道に乗り、安定している成長及び収益化が実現された段階を指す。
- この段階になると情報の非対称性が徐々に改善され、ベンチャー企業の素質が外部から評価できるようになるので、基本的に民間金融機関からより融資を受けやすくなる。したがって制度金融や信用保証が用いられる必要性が低下する。また IPO の準備が開始されるのもこの段階である。

20

(6) エグジット（投資回収）段階

エグジット段階とは、創業者や VC 等のファンドが株式を売却し、利益を手に入れる段階を指す。

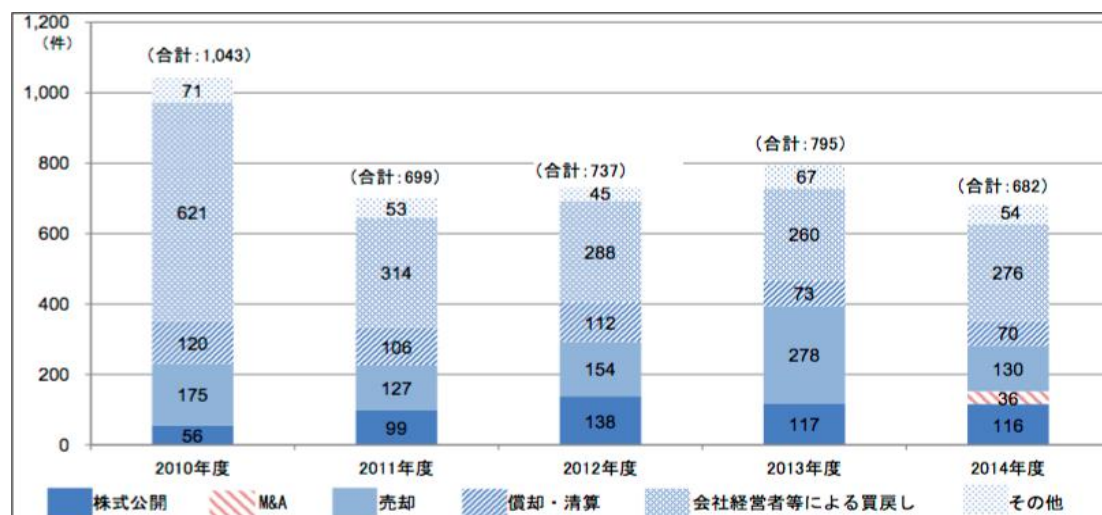
- 25 日本のベンチャー企業のエグジット件数のうち最も高い比率を占めるのは会社経営者等による株式買い戻しである。日本の VC 及びそれに対して米国で主流となっている M&A の件数は日本では少なく、2014 年度には IPO の件数比率を下回っている。

- 30 日本の M&A の件数が少ないことに関して日本のベンチャー投資環境特有の以下の 2 点が大きく影響していると考えられる。1 点目は、ベンチャー企業の製品やサービスに対する大企業・中小企業の興味が低い傾向であるのに加え、

M&A に前向きな企業にとっても、日本会計基準におけるのれんの償却の問題が M&A 拒否または売却価格の低下などにつながり、結果的に M&A の魅力を低下させていることである。2 点目は日本の VC 投資の規模と期間が小さく、投資先企業に対して投資直後から黒字化とそれに続く IPO による早期のエグジットを要求する傾向があることである。特に 2 点目の問題は、ベンチャー企業が自己資金を通じ成長を達成するよりも早期黒字化を優先し、小規模にエグジットすることによってリターンの拡大を抑制することで、結果的に日本のベンチャーファンドの投資先資産としての魅力を低下させる影響があるとの指摘もあり、日本のベンチャー市場の拡大にとってあまり好ましくない循環を生み出していると言える。

図表 6 は日本のエグジット件数の推移とその内訳を表しており、日本では M&A よりも IPO の方が主流であることがわかる。それに対して、図表 7 は、米国における VC 投資を受けた企業の IPO と M&A の社数割合を示している。2000 年代に入ると米国では M&A の方が IPO より主流であることがわかる。

図表 6 日本のエグジット件数の推移⁴

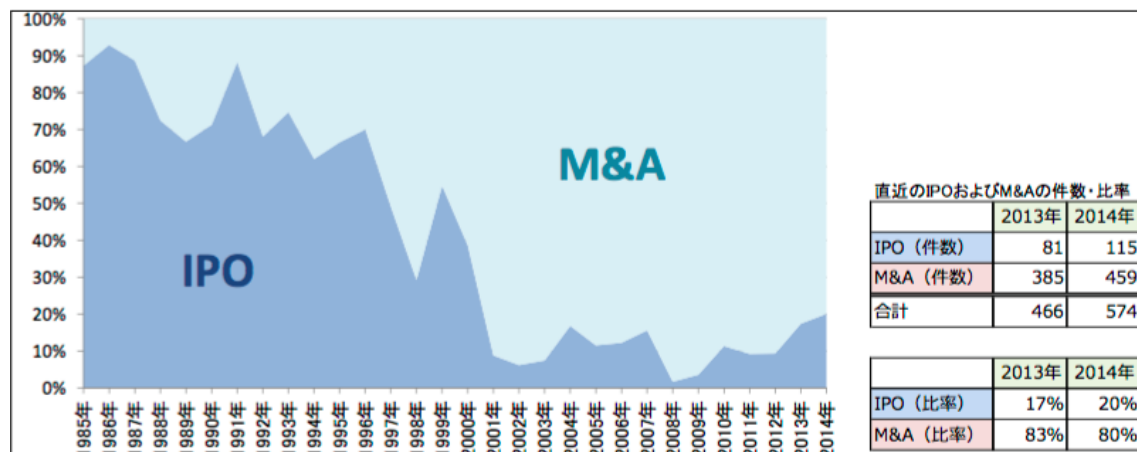


出所) 一般財団法人 VEC「ベンチャー白書 2015 発表資料」

⁴ (注 1) 2014 年度より M&A の件数を調査項目として追加 (2013 年度までは「売却」に含め計上)

<https://docs.google.com/document/d/1QP2gwWR2Lt79SaaNPL_0U4Zl4nvXTE0nMRVZsECm3Bg/edit>

図表 7 米国の VC から出資を受けた企業のエグジットにおける IPO と M&A の社数割合



(出所) 一般財団法人 VEC 「ベンチャー白書 2015 発表資料」

<https://docs.google.com/document/d/1QP2gwWR2Lt79SaaNPL_0U4Zl4nvXTE0nMRVZsECm3Bg/edit>

10

第二節 間接金融

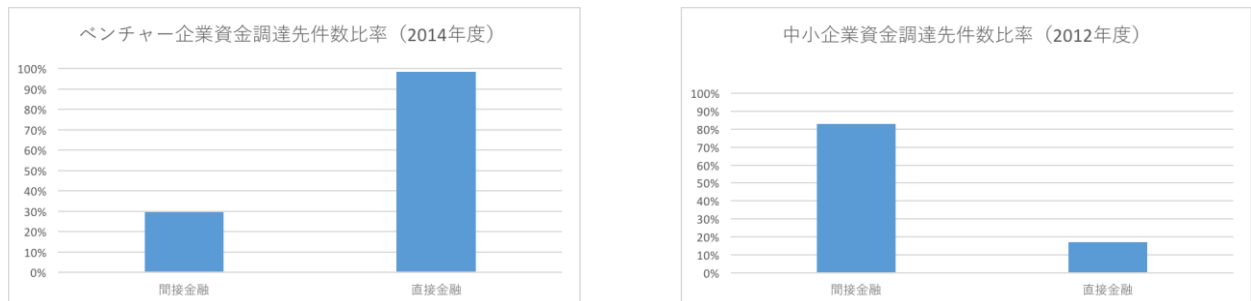
(1) 資金調達の二種類の方法

資金調達には政策支援の他に、間接金融・直接金融の二種類の方法がある。中小企業の資金調達は間接金融が殆どだが、ベンチャー企業の資金調達は直接金融が多く占めている（図表 8）。その理由として、中小企業の中には大手企業の下請けも存在し、ベンチャー企業より信頼が高いことや、高度経済成長期から長年続く主要な資金調達法であることが挙げられる。

間接金融は信用力が鍵となっており、ベンチャー企業の利用は難しい。直接金融は事業の発展の後押しの意味合いが強く、比較的使途が自由なことからも、ベンチャー企業にとっては直接金融が適している。また、通常、間接金融でお金を借りる際、審査の段階で詳細な情報開示が求められるが、直接金融はそれが少なく済むというメリットも存在する。これらが、ベンチャー企業で直接金融が多く利用されている大きな要因と言える。

次に間接・直接金融について各資金調達法の現状について見ていく。

図表 8 ベンチャー・中小企業資金調達先件数比率



（出所）一般財団法人 VEC「ベンチャー白書 2015 発表資料」P. 15

5 <https://docs.google.com/document/d/1QP2gwWR2Lt79SaaNPL_0U4Z14nvXTE0nMRVZsECm3Bg/edit>

および日本銀行 「非金融部門の資金調達内訳表」P. 4

<<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exsj03.pdf>>を基に筆者作成

10

（２）間接金融

間接金融とは資金の貸し手と借り手の間に、第三者が存在する取引のことである。仲介を通すことで、リスクの担い手が資金提供者ではなく仲介業者になることが特徴だ。

15 前述したように、ベンチャー企業にとっては間接金融での資金調達は比較的難しい。本節では、銀行融資、リレーションシップバンキング（以下、リレバン）、トランザクションバンキング（以下、トラバン）の現状について見ていく。

20 ①銀行融資

銀行融資は事業化に成功し、成長段階に入った企業にとって一般的な資金調達方策だ。VC 等の出資では VC の意向に沿わなければならない場合があり、それと比較すると、融資の方が経営権への関与が少ない。しかし、融資には土地・建物等の担保や保証人を必要とする場合が多く、担保によって融資額には
25 上限がある。融資の担保となる不動産保有額が少ないベンチャー企業にとって

多額の銀行融資枠を確保することは困難だろう。融資はベンチャー企業の資金使途や資金負担力を勘定して融資が行われる。一般的な融資の条件として以下のようなものがあげられる。

(i) 経営者(起業家)の経営資質

5 (ii) 資金使途が妥当か

(iii) 原資があるか

(iv) 担保があるか

(v) 会社全体の信用リスク

また融資の実行は金融機関の貸出態度に左右される。図表9は日本銀行の短観における調査から中小企業の考える金融機関の貸出態度DIを示している。

(金融機関の貸出態度が「緩い」と答えた中小企業数が「厳しい」と答えた中小企業数が多いと正の値となる。反対に「厳しい」と答えた中小企業数が「緩い」と答えた中小企業数が多いと負の値となる。) 2002年から2006年までは金融機関の貸出態度が軟化した。しかし、2006年から2009年まで貸出態度が厳しくなった。その後2009年から現在まで貸出態度は軟化に転じている。

このように銀行融資は貸出態度によって左右されることから、ベンチャー企業が銀行融資だけに頼ることは困難だろう。

20

25

図表 9 中小企業における金融機関の貸出態度 DI⁵



(出所) 日本銀行短期経済観測調査

〈<http://www.boj.or.jp/statistics/tk/gaiyo/2016/tka1609.pdf>〉

5 を基に筆者作成

②リレバン・トラバン

図表 10 リレバン・トラバンの特徴の比較

	リレバン	トラバン
融資実行までの時間	かかる	かからない
財務諸表	不要	必要
関係構築	必要 (密な情報交換)	不要
融資期間	長い	短い

(出所) 各種資料を基に筆者作成

10

⁵資本金 2 千万円未満の企業は調査対象から除外されている。中小企業は資本金 1 億円未満としている。

注1) 2003 年 12 月以前は原則として常用雇用者数 50 人未満の企業を調査対象から除外した上で常用雇用者が 50～299 人の企業を中小企業としている。

注2) 質問票回答からみた金融機関の貸出態度についての判断。回答の選択肢は「緩い」、「さほど厳しくない」、「厳しい」とし、金融機関の貸出態度についての DI (%ポイント) = 「緩い」と回答した社数の構成比 (%) - 「厳しい」と回答した社数の構成比 (%)

リレバンとは、「金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより顧客に対する情報を蓄積し、この情報を基に貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開する手段」を指し、長期継続的な取引に基づく定性情報を重視して融資する。

- 5 貸し手と借り手で長期的な関係を構築することが特徴で、借り手の経営能力や事業の成長性など定量化が困難な情報を定量化することが可能になり、継続的なモニタリング等のコスト（エージェンシー・コスト）の低減につながる。一方、大きな問題として、企業と長期的に親密な関係を構築するためにそれ相当の労力や時間がかかる。またリレバンの本質は、長期継続的な関係を築くことによって、外部から入手困難なソフト情報を収集することだが、創業間もない企業の情報は非常に少なく、ベンチャー企業にはあまり適していない。

トラバンとは、「財務諸表等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段」を指し、財務諸表の提出のみで簡単にすぐ融資が行われる。

- 15 しかし、財務状況の悪化により金融機関の信用を損ねた場合、融資が減額または中止することもある。そもそも、透明性・信用力の高い財務諸表が必要となるためベンチャー企業の資金調達としては適していないと言えるだろう。

以上、経営基盤を築いていることを前提に慎重に融資を検討する。そのため、間接金融はベンチャー企業の資金調達にはあまり適していないと言える。

20

③ABL(Asset Based Lending)

- ABLとは原材料や商品などの在庫、機械設備、売掛金等を担保として、事業の継続・発展を支援する融資を指す。事業に必要な資産を担保として提供できるが、通常範囲で原材料や機械等を生産活動に利用でき、また、商品も取引先に販売することが可能である。担保の質と価値によって融資を判断するという点では、借り手側にとってハードな情報に基づいているため、トラバンに分類されてきた。しかし、一方で、融資実行後のモニタリングをはじめとして、事後管理において二者間の濃密な関係があり、リレーションシップを構築するといった点で、少なくとも米国ではリレバンの一環として捉えられている。

30

図表 11 ABL のメリット・デメリット

メリット	デメリット
動産を担保にできる（知的財産権も含む）	風評被害の懸念
情報の非対称性の解消	事務負担の増加
リレーシヨンの強化	担保実行による即事業停止のリスク
無担保に比べ低金利	通常の融資よりも時間がかかる

（出所）各種資料を基に筆者作成

5 メリットとして動産を有さない企業でも在庫や機械設備、知的財産権を担保
 として融資を受けることができる。資金調達方策の多様化を図ることで、創業
 期や事業の拡大・転換期等の、従来の融資では十分な資金を確保しにくい時も、
 資金調達の可能性が広がる。また、綿密なコミュニケーションをとり関係を構
 築することで、リアルタイムの情報を貸し手は知ることができ、借り手はタイ
 10 ムリーかつ過不足のない資金供給とともに的確な経営アドバイスを受けること
 も可能となる。結果、資金調達の安定化のみならず、経営管理の改善・効率化
 が図られる可能性も高まる。また、金利については、概念上無担保の場合、
 「信用コスト(倒産確率に依存)+リスクの対価」によって決まる。ABL の場合
 は、「(信用コスト+リスクの対価) - (動産担保+在庫モニタリング)」で
 決まる。無担保融資に比べ、在庫・売掛債権のモニタリングによるリスク緩和
 15 効果と、動産担保設定によるデフォルト時損失額抑制効果の両方を通じて、金
 利を抑制する効果が想定される。特に、急成長や事業転換、新規事業展開の局
 面にある企業では、リスクが大きいために金利が高く設定され、必要な資金量
 が確保できない場合が考えられる。

20 一方デメリットは、担保にする不動産を有していない企業と評され、取引先
 からの信用の低下が懸念される。しかし、実際には担保にする価値のある動産
 を有するとして、その企業を評価する声が多い。また、メリットの裏返しでは
 あるが、リレーシオンを構築する上で時間や労力などがかかることや、事業に
 直結した資産を担保とするため、もし仮に担保が実行されると、事業収益資産

の処分が一切出来なくなるので、即事業停止を招きやすい。

図表 12 日本の ABL の実行額と件数の推移



- 5 (出所) 三菱総合研究所(2016)「平成 27 年度産業経済研究委託事業『ABL の現状、普及促進に向けた課題及び債権法改正等を踏まえた産業金融における実務対応の調査検討』報告書」 P. 10

〈http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000923.pdf〉

- 10 ABL の融資規模は、平成 24 年度(2012 年)より急増している(図表 12)。このことから ABL 市場が順調に成長しているように見える。しかし、三菱総研によると融資規模が増加した要因は、太陽光発電設備を担保とした ABL が急増していることが大きい。そのため ABL の融資規模が伸びているのは、太陽光発電設備を担保としたものが急増したことが大きな要因であり、現状、
- 15 ABL 全体の市場規模が大きく拡大しているとはいえないだろう。

また、日銀金融機構局に行われた 2012 年 6 月「ABL を活用するためのリスク管理」の調査によると、米国の ABL の市場規模は日本のそれに対し、約 100 倍という結果が出ている。ABL 利用実績が高いことも、米国のベンチャー投資が活発な理由の一つと考えられる。

第三節 直接金融

直接金融は銀行などの第三者を介入させずに、直接資金を調達することである。間接金融とは異なり、仲介を通さないのも、リスクは資金提供者が信用リスク等を負担することとなる。代表的なものとして、社債・株式の発行による資金調達がある。

大手企業にとって社債は身近でかつ有効な資金調達手段の一つである。これは、期間中の資金繰りに余裕が生まれることや、利息が損金算入されること、株式とは異なり債券の保有者には議決権がないというメリットを有する。

中小企業庁の調査によると、社債発行経験のある中小企業は全体の 1%に過ぎなかった。ベンチャー企業は中小企業に分類されることから、現状ベンチャー企業で社債を発行した経験のある企業は少ないと予想される。また、中小企業やベンチャー企業が社債を発行しない理由は、発行の基準に満たない等の信用不足の問題や、社債発行に関するノウハウの不足などが挙げられる。

次にベンチャー企業の直接金融による資金調達を詳しく見ていく。

(1) スイートマネー

スイートマネーとは、経営者自身を含む身内からの出資金を指す。特に創業段階においては事業での成果を挙げることは難しいので、金融機関とは異なり、リターンを求められることが少ないスイートマネーの確保が重要とされる。

(2) エンジェル投資（公的支援のエンジェル税制も含む）

エンジェル投資家とは、創業直後の企業に資金を供給する専門的知識を持つ個人支援家を指す。エンジェル投資の役割は成長過程の中の「スイートマネー」による段階と「VC 投資」による段階の橋渡し役である。つまり、家族や友人には出せない規模の金額(数千万)を必要とし、かつ VC からの投資を受けられるほど信用のない企業が大きく成長していく上で、このエンジェルによる投資で足がかりを掴んでいる。米国のシリコンバレーでは成功した起業家がエンジェルになり、新規のベンチャー企業に投資する仕組みが形成されているので、エンジェル投資家数の規模が大きい。また、エンジェルと起業家がマッチ

ングする場が整っているため資金が循環している。その結果 IT、半導体産業が盛んになり、Apple、Microsoft などの大企業が設立された。よって、ベンチャー企業が成長する上で特に必要な資金調達方策だといえる。

- わが国ではエンジェル投資を促進していく政策として 1997 年にエンジェル税制が創設された。その後、二度にわたって制度の見直しが行われ、現行の制度に至る。図表 13 はエンジェル税制の利用により得られる優遇措置を示したものだ。エンジェルは、第一に投資額に応じた所得控除か投資額のキャピタルゲインとの相殺、もしくは第二にキャピタルロスのキャピタルゲインとの相殺、繰越を行うことができる。メリットとして、企業と投資家双方に恩恵があり、投資機会の増加を創出する点とエンジェル投資の対象であることを政府が審査する事前確認制度によって投資先が信頼できる点の主に 2 点が挙げられる。

図表 13 エンジェル投資の優遇措置

1. ベンチャー企業へ投資した年に受けられる優遇措置	
優遇措置 A	
(ベンチャー企業への投資額-2000 円) を、その年の総投資額から控除。 ※控除対象となる投資額の上限は 40% もしくは 1000 万円以内。	
優遇措置 B	
未上場ベンチャー企業株式の売却により生じた損失を、その年の他の株式譲渡益と通算（相殺）できるだけでなく、その年に通算（相殺）しきれなかった損失については、翌年以降 3 年にわたって、順次株式譲渡益と通算（相殺）ができる。	
2. 未上場ベンチャー企業株式を売却した年に受けられる優遇措置 (売却損失が発生した場合)	
未上場ベンチャー企業株式の売却により生じた損失を、その年の他の株式損失益と通算（相殺）できるだけでなく、その年に通算しきれなかった損失については、翌年以降 3 年に渡り、株式譲渡益と通算できる。	

- 15 (出所) 経済産業省「エンジェル税制のご案内」

〈<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/>〉を基に筆者作成

しかし、エンジェル税制の効果もむなしく、わが国のエンジェルによる投資活動は盛んではなく、世界的に見て低いレベルにある（図表 14）。特に、米国はわが国の投資家数の 23 倍、投資額は 125 倍であり大きな差がある。また、投資件数が約 1500 倍と投資の機会が特に多く、エンジェル投資の規模の

5 大小が浮き彫りになっている。米国ではエンジェル投資と VC 投資の金額に大きな差はないことから⁶、日本のベンチャー企業を軌道に乗せていく上でエンジェルによる投資活動の改善が急務だ。

10 図表 14 エンジェル投資の日米比較

	日本	米国	米/日
投資家数	10000 人(2008 年)	234.000 人 (2008 年)	23.4 倍
年間投資額/件	100-300 万円 (2008 年)	5.000 万円 (2008 年)	16-50 倍
エンジェル投資 件数	45 件(2011 年)	67000 件 (2012 年)	1488 倍
年間投資総額	9.9 億円(2011 年)	2.3 兆円(2012 年)	125 倍

（出所）テクノリサーチ研究所(2009)「平成 20 年度 エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」p.6

〈<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angelnetworkhoukokusyo.pdf>〉、および野村総合研究所(2015)「平成 26 年度起業・ベンチャー

15 支援に関する調査」p.20

〈http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/001074.pdf〉を
基に筆者作成

(3) クラウドファンディング

20 製品、新規サービスの開発などのための資金を、インターネットを通じて不

⁶ エンジェル投資 256 億ドル・VC 投資 259 億ドル (株)テクノリサーチ研究所(2009)

「平成 20 年度 エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」p.6 より引用

特定多数の人から資金の出資や協力を募る資金調達法を指す。出資額は少額からでき、多数の人々に出資を募ることで、資金を集める仕組みである。

- 資金調達者は運営者に対して、10～20%のサービス使用料を払う。少額から出資できるものが多いため、リスクを回避する傾向にある日本人にとって出資
5 しやすい。また、仕組みによって主に寄付型・購入型・金融型に分類することができる。

図表 15 クラウドファンディングの分類

類型	仕組み
寄付型	資金提供者が無償で資金を提供する
購入型	資金提供者は対価として何らかの財・サービスを受け取る
金融型	資金提供者は対価として収益の配当または財産の分配を受ける 融資型：資金提供者は匿名組合契約に基づき資金を融資する 投資型：資金提供者は匿名組合契約に基づき出資持分を取得する 株式型：資金提供者は出資先の株式を取得する

- (出所) 三菱東京 UFJ 信託銀行「クラウドファンディングとその特性」2015 年
10 9 月号を基に筆者作成

<http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201509_1.pdf>

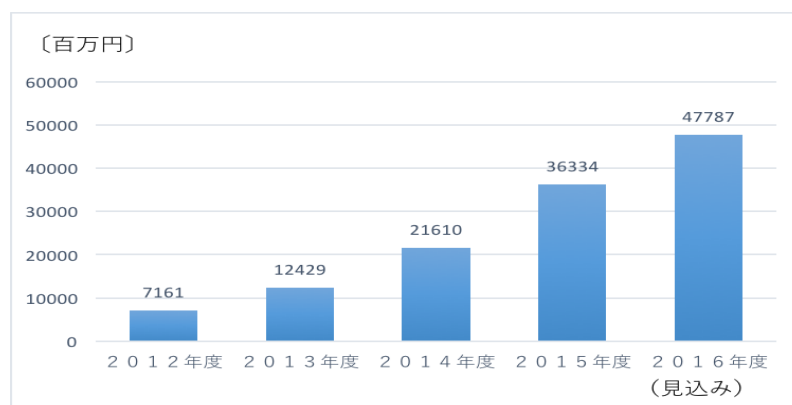
- 寄付型・購入型は金銭的な対価の無い調達手段である。寄付型では、目標金額を達成した場合でも金銭的・物的な見返りが発生しない。購入型では、目標
15 以上の金額が達成された場合には、負担した金額に応じた商品やサービスが対価として提供される。一方、金融型については金銭的な対価が有る調達手段である。金融型は更に融資型、投資型、株式型に分類が出来る。融資型は運営業者が匿名組合を設立しインターネット上で出資を募り審査の上融資を行い、資金提供者には所定の利息と元本を収受する。投資型は運営業者を介して資金提
20 供者は資金調達者と匿名組合契約を締結して出資を行い、金融商品取引法上の有価証券となる集団投資スキーム持分を取得する。配当とは別に、サービスや商品を提供する場合も多く、購入型の要素も含まれているという特徴がある。株式型は資金調達者が非上場の株式を発行し、資金提供者はインターネットを経由して株式を取得し配当や株価の上昇等による対価を得る。しかし、非上場

株式であるため、流動性が低いことに注意しなければならない。日本で唯一証券会社が運営している「クラウドバンク」をはじめとして、「SBI ソーシャルレンディング」など多くのクラウドファンディングが誕生している。

- さて、市場動向は 15 年度の国内市場規模は 363 億 3400 万円（図表 16）、
- 5 伸び率を見ると 2014 年度全体の支援額は前年度比 68.1% 増となっており、急速な市場拡大が続くとみられている。矢野経済研究所（2015）「国内クラウドファンディング市場に関する調査結果」によると 2015 年 7 月末時点におけるクラウドファンディングを扱う企業は 100 社程度であったが、2016 年 6
- 10 月には 140 社程度まで増加している。最も大きい市場規模の類型は融資型であり全体の約 88% を占めている。日本では『MightyNo, 9』というアクションゲームを制作するプロジェクト 9200 万円の目標額に対して、3.9 億円を集めて大成功を収めた事例がある。

- Massolution の「2015 CF Crowdfunding Industry Report」によると 2014 年度のクラウドファンディングの総調達額は全世界で 162 億ドルに達し
- 15 ている。その中でも、アジアが前年度比 320% 増の大幅な伸びを見せ、北米に次ぐ調達を組成した。中国市場でのクラウドファンディングの大幅な伸びが要因である。米国サンフランシスコにあるレンディングクラブはわずか 7 年で 5000 億円もの資金を運用し、多くの投資家にリターンを生み出している。

20 図表 16 国内クラウドファンディングの新規計画支援額（市場規模）推移



（出所）矢野経済研究所（2016）「国内クラウドファンディング市場の調査を実施」を基に筆者作成

<<http://www.yano.co.jp/press/pdf/1573.pdf>>

近年、クラウドファンディングを促進する制度が制定された。2012年にベンチャー企業が資金調達を行いやすくするための一連の規制緩和法であるJOBS法が米国で成立した。これにより適格投資家に当てはまらない個人の投資家もベンチャー企業に投資をすることが可能となった。また、投資型クラウドファンディングは2014年5月に、規制を緩和する金融商品取引法等の一部を改正する法律が成立した。この改正内容のポイントは「参入要件緩和」と「投資者保護のためのルールの整備」である。主な内容として参入要件緩和は、最低資本金を緩和させる点や「発行額1億円未満、一人当たり投資額50万円」の緩和であれば業種規制を課さないことだ。投資者保護のためのルールの整備においては、「ネットを通じた適切な情報提供」「ベンチャー企業の事業内容のチェック」などが課される。このように、金融商品取引法の改正による規制緩和によってよりクラウドファンディングによる資金調達を行いやすくすることが期待できる。

クラウドファンディングは詐欺や不正の温床となりかねない点や一人当たり50万円、一案件あたり1億円という上限が課題としてあげられるが、今後、クラウドファンディングの環境が整い上限が緩和されることにより、業界が発展していくことで市場の拡大が見込めるだろう。

第三節 公的支援

ベンチャー企業の信用力が少ない初期段階では民間金融機関からの通常融資⁷を受けることが難しいため、創業資金のうち自己資金で賄えない部分は創業融資で資金調達することになる。

創業時の公的資金融資として、私たちは国や地方公共団体による制度金融と、政府や公的機関による補助金について述べていく。

（1）制度金融

制度金融とは、国や地方公共団体が制定した融資制度に基づく金融を指す。返済が必要だが、公的機関等による制度金融や信用保証は、アーリーステージにおいて有効な手段となる。日本では主に日本政策金融公庫や地方自治体が担

⁷信用保証協会の保証等がなく、直接金融機関の責任100%で実行する融資のこと。

っている。国の融資制度においては、日本政策金融公庫の国民生活事業のうち、ここでは事業化、成長初期段階において有効とされる新創業融資制度と新規開業資金の制度について、下の図表 17 を用いながら述べていく。

5 図表 17 制度金融一覧

名称	対象	主な特徴、条件など	融資限度額
新規開業資金	① 現在勤務する企業と同業種の事業を始める人 ② 事業開始後おおむね 7 年以内の人	・自己資金要件なし ・返済期間 運転資金 7 年以内 設備資金 20 年以内	7200 万円(うち運転資金 4800 万円)
新創業融資制度	① 新たに事業を始める人 ② 事業を開始して間もない人	・担保、保証人不要 ・自己資金 1/10 以上あれば融資可能 ・「新規開業資金」等の融資制度を用いる場合のみ利用できる ・各種融資制度で定める返済期間	3000 万円(うち運転資金 1500 万円)
創業融資(東京都)	① 事業を営んでいない個人であって、1 ヶ月以内に新たに個人で、又は 2 ヶ月以内に会社を設立して東京都内で創業しようとしている人 ② 創業した日から 5 年以内の中小企業及び組合	・信用保証料補助 信用保証料の 1/2 ・返済期間 運転資金 7 年以内 設備資金 10 年以内	2500 万円(対象①は自己資金に 1000 万円を加えた額の範囲内)

(出所) 各種資料より筆者作成

① 新規開業資金、新創業融資制度、創業融資

新規開業資金の特徴として、自己資金要件はなく融資限度額も多くなっているため、新たに事業を始める創業者にとって好条件だが、担保・保証人が必要

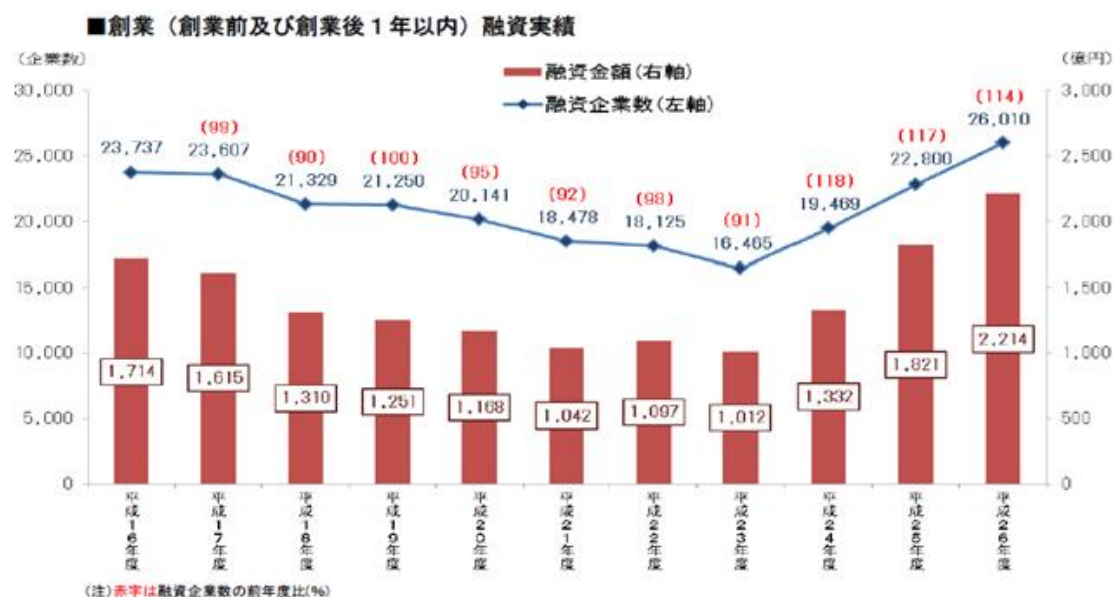
となる。一方、新創業融資制度は新規開業資金などその他の創業者向けの融資制度を利用した上でしか利用できないが、無担保・無保証という条件になっている。そのため新規開業資金よりも要件が多く、事業計画が的確である必要があるが、自己資金は1/10以上あれば融資が可能である。

- 5 一方で、国だけでなく地方自治体も制度金融を運営している。例えば、東京都には東京都中小企業制度融資という制度がある。この制度は中小企業者が金融機関から融資を受けやすくするために、東京都と東京信用保証協会と指定金融機関の三者協調の上に成り立っている。その中でも創業融資は、主に創業から5年未満である中小企業を対象としており、ベンチャー企業に取って活用しやすい制度といえるだろう。
- 10

このように日本では、日本政策金融公庫や地方自治体の制度金融が整備されており、年々融資実績も増えている。条件を満たし、融資を受けることができれば創業・事業化段階における必要資金を獲得できるだろう。図表18の通り、日本政策金融公庫の融資実績は3年連続で増加している。景気の持ち直しや日本政策金融公庫が実施した創業ホットラインなどの相談体制の拡充により、過去10年で最高の実績となった。

15

図表18 日本政策金融公庫の創業前及び創業後1年以内の企業への融資実績



- 20 (出所) 日本政策金融公庫「ニュースリリース：創業融資が過去10年で最高

の実績」 p. 2

https://www.jfc.go.jp/n/release/pdf/topics_150520a.pdf

(2) 補助金、助成金

- 5 創業や事業化の段階では政府や公的機関による補助金も重要な資金調達方法である。国や地方公共団体、民間団体が創業期の企業をサポートする様々な補助金や助成金制度を用意している（図表 20）。

図表 20 補助金・助成金の比較

	補助金	助成金
支給元	国や地方公共団体、民間団体	
支払時期	後払い	
返済義務	なし	
受給する条件	申請要件を満たし、提案の中身の審査	申請要件を満たしているかの審査
費用	数百万～数億円程度	数十万円～数百円程度
公募期間	年に数回の短期間	通年などの長期間

- 10 （出所）各種資料を基に筆者作成

図表 20 にあるように、両方とも返済の義務はないため起業家にとっては非常に魅力的な制度である。補助金には予算が決められているため、その事業の必要性を示し、審査を通らなければ受け取れない。

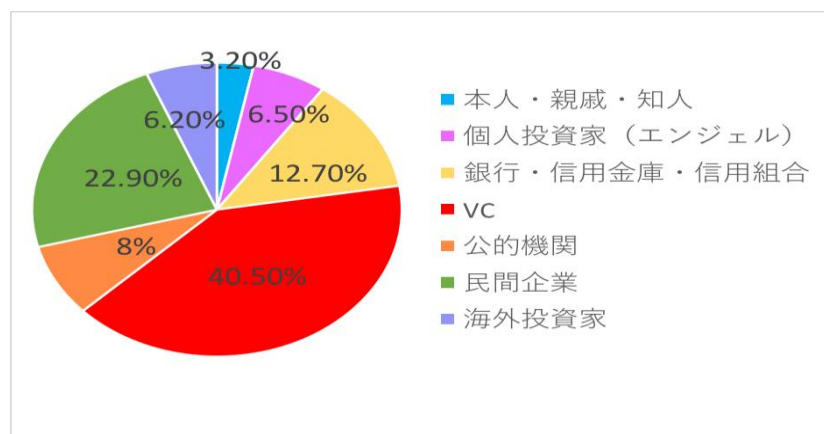
- 15 補助金の事例として創業補助金という制度を挙げる。この制度は、新たに創業する者や第二創業を行う者に対してその創業等に要する経費の一部を助成する事業である。この制度は 2 種類あり、新たなニーズを興す創業プランを応援する創業促進補助金と、事業承継後の新事業、新分野への展開プランを応援する補助金で、どちらも補助率は 2/3、補助金額の範囲は 100 万円以上～200
- 20 万円以内となっている。

次に助成金制度の事例として、経済産業省が行っているイノベーション実用化助成事業を挙げる。これは民間企業の優れた先端技術や有望な未利用技術を実用化・事業化に導くために、3～5年以内に実用化が見込まれる技術のうちリスクの高いものについて研究開発費を助成する事業である。補助率は研究開発費の2/3の補助となっている。2000～11年度まで総助成件数は782件、うちベンチャー企業への支援件数は406件、助成総額は816億円である。

実用化まで至った例として、小型風力発電機ベンチャーであるゼファー株式会社を取り上げる。この会社の助成内容は、発電効率の低さを解決するための素材等の技術開発を支援することであり、2004年に独立行政法人新エネルギー・産業技術総合開発機構（NEDO）実用化開発のための補助金の2年間の受給資格を採択された。この交付機関は経済産業省であり、成果としては2006年に製品名「エアドルフィン」として販売を開始し、洞爺湖サミットにも登場し注目を集めた。その後、2010年には産業革新機構が海外展開の新製品開発の支援を決定した。

ここまで、各成長段階の資金調達方策を述べてきたが、全体を通して各資金調達元のウェイトの大きさについて検討すると、図表21の通りである。同図表はベンチャー企業の資金調達先の金額比率を示したものだ。VCからの資金調達が全体の4割の資金を占めており、もっとも重要な資金調達方法といえよう。次章以降VCによる投資についての現状、課題について述べる。

図表 21 2014 年の資金調達元の金額比率（複数回答可）



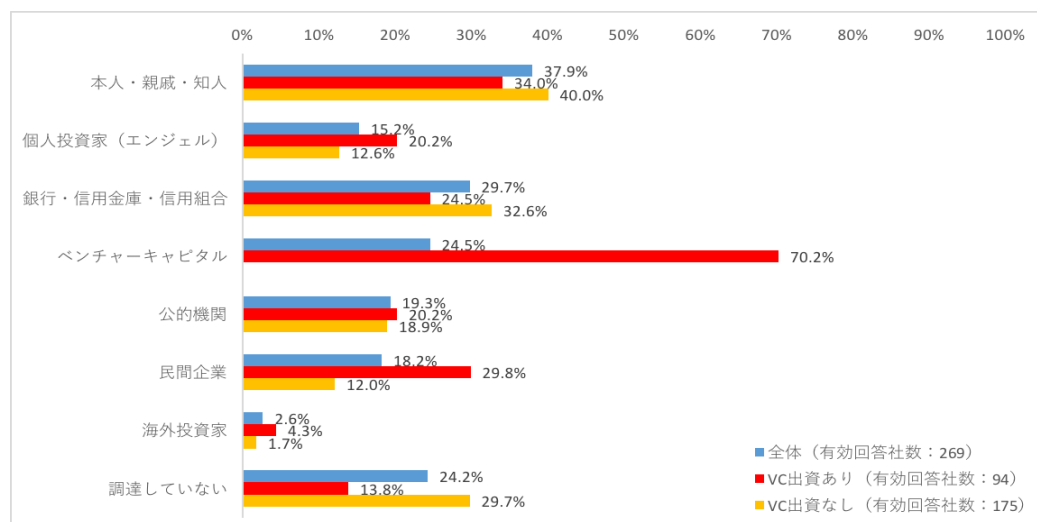
（出所）一般財団法人 VEC「ベンチャー白書 2015 発表資料」P. 15

(https://docs.google.com/document/d/1QP2gwWR2Lt79SaaNPL_0U4Z14nvXTE0nMRVZsECm3Bg/edit) を基に作成

5 第三章 ベンチャーキャピタル (VC) による投資

上場を目指すベンチャー企業において VC による出資は重要である。VC は出資の回収のために投資先企業の株式上場を最終目的としていることが多い。そのため、将来的に上場を見込めるような企業でなければ、VC が投資することはほとんどない。図表 22 より直近 1 年間の資金調達元の件数比率においてベンチャー企業全体での VC の件数比率は 24.5% であるが、VC の出資を受けている企業の VC の件数比率は 70.2% も占めている。このことから、VC からの出資を受けられるベンチャー企業にとって VC からの出資がいかに重要であるかがわかる。また、メンターがいないベンチャー企業にとってコンサルティング業務も行ってくれる VC は貴重な存在であり、ニーズを満たしてくれるはずだ。よって、我々は VC の活発化に伴い日本経済の発展が実現すると考え、VC に注目した。VC による投資についての現状、課題について述べる。

図表 22 2014 年の資金調達元の件数比率（複数回答可）



20 出所) 一般財団法人 VEC『ベンチャー白書 2015 発表資料』P. 15

(http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf) を基に筆者作成

第一節 ベンチャーキャピタル (VC)

VC とは、ハイリターンを狙ったアグレッシブな投資を行う投資会社を指す。図表 21 でも示したように VC は、ベンチャー企業にとって最も資金調達額の高い資金調達方法である。

- 5 投資家から資金を集めてファンドを作り、ファンドから複数の主に高い成長率が見込まれる未上場企業に対して投資を行い、株式を獲得する。資金投下するのと同時に経営コンサルティングも行い成長を促進する。ベンチャー企業に出資することで企業価値の向上を図り、当該企業の IPO や M&A を機に株式を売却し、キャピタルゲインを得て、その収益を投資家に分配するという事業を展開することを目的とする。ベンチャー企業から見た VC のメリット・デメリットは図表 23 の通りだ。

図表 23 ベンチャー企業から見た VC のメリット・デメリット

メリット	デメリット
資金的リスクがない	調達コストが大きい
資金提供額が大きい	投資資金回収が義務付けられる
経営ノウハウを得られる	VC の意向に従う必要がある

(出所) 各種資料を基に筆者作成

15

そのメリットは、VC であれば 4 億、5 億といったロットの大きな額も調達することが可能になる上、返済の必要がないことがあげられる。VC の出資で成長段階が上がるごとに調達額も大きくなっていくが、銀行からの融資では調達が困難なためだ。

- 20 また、経営面のメリットとして、経営ノウハウの利用が挙げられる。VC は、様々な企業を成長へ導いた経験が豊富にあるので、経営ノウハウを有さないベンチャー企業の創業者にとって心強い存在となる。

これらに対してデメリットは、VC からの資金の調達コストが高いことである。銀行からの融資であれば、低い利率の利息を返せば問題はない。一方、

- 25 VC からの出資は、VC 側が大きなリスクを背負っている分、上場時の多額な売

却益や定期的な配当に応じて、資金の還元をしなくてはならない。

VC からの出資は、IPO や M&A を暗示している。VC はリスクを有する分、成功した際には相応の報酬を要求する。その報酬が上記 2 つによる株式の売却益であり、VC から得た資金の回収が義務付けられている。

- 5 また、経営計画が立ちいかなくなると、資金回収を早めに行われる可能性がある。急な資金回収は、事業を継続することが困難にさせる。最後に、VC から派遣される役員から経営について様々な注文が来る。中には、自身がやりたい事業の内容が根本的に変更されてしまう事例もあるので、経営に参画して行くことはリスクもはらんでいる。

10

第二節 海外との比較から見るわが国の VC の現状

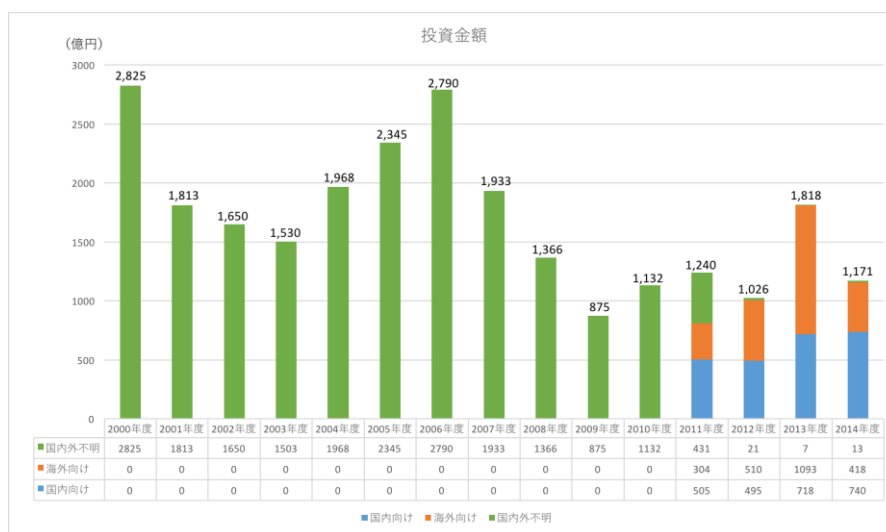
- VEC のベンチャー白書 2015 によると、日本の VC によるベンチャー企業への投資金額は 1171 億円（図表 24）と、前年度に比べ投資金額は 35.6% 減少している。しかし、「国内のベンチャー企業向けの投資」と「海外のベンチャー企向けの投資」に分解してみると、国内向けは 740 億円で前年度と比較して、3.1% 増加していることがわかる。つまり、海外向けの投資金額が大幅に低下したため、全体の金額も大きく減少していることになる。日本では、海外向けの投資に積極的な VC が一部の大手 VC に限られているため、特定の数社による増減が統計値の増減に大きく影響しているものとみられる。

20

25

30

図表 24 VC による投資金額推移



(出所) 一般財団法人 VEC「ベンチャー白書 2015 発表資料」P. 1

<[http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf)

5 [content/files/WP2015_PR.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf)>

図表 25 は投資先件数の推移を示しているが、2014 年度は国内向けの投資先件数は前年度に比べて微減しているのがわかる。この結果、国内向けの 1 件あたりの投資金額は平均して 1 億 200 万円ということがわかる。VEC が 2011 年に国内外別に統計を取り始めてから、国内向けの 1 件あたりの投資金額が 1 億円を超えたのは 2014 年度が初めてである。

図表 25 VC による投資件数推移



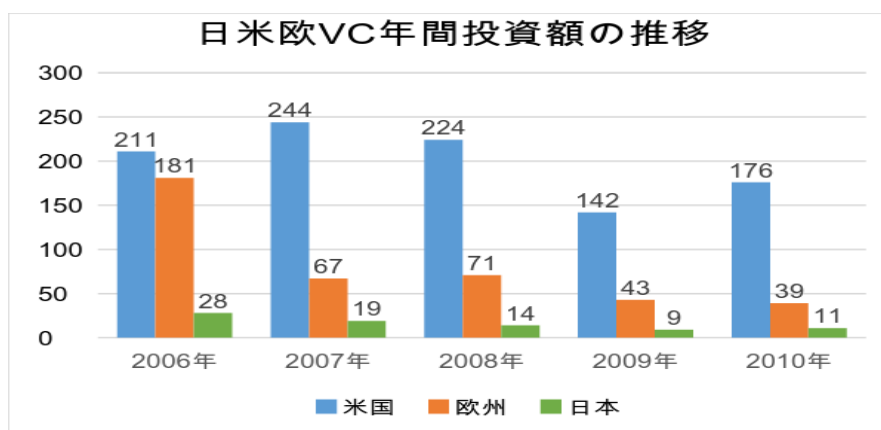
(出所) 一般財団法人 VEC『ベンチャー白書 2015 発表資料』

P.1<[http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf)

[content/files/WP2015_PR.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf)>より筆者作成

- 5 投資先件数が減少しているにもかかわらず投資金額が増加している要因として、一部の有力なベンチャー企業に対する投資が集中し、株価が高騰していることが考えられる。VC は通常、出資の見返りに株式を取得することでベンチャー企業に対する投資を実行する。投資を実行したいと考える VC が集中すればするほど、その企業の価値が上昇し、株価は高騰する。2014 年度は株価が
- 10 割高になっている状態であると考えられる。そのため、投資先を厳選し始めている VC も出てきている。

図表 26 日米欧 VC の年間投資額推移⁸



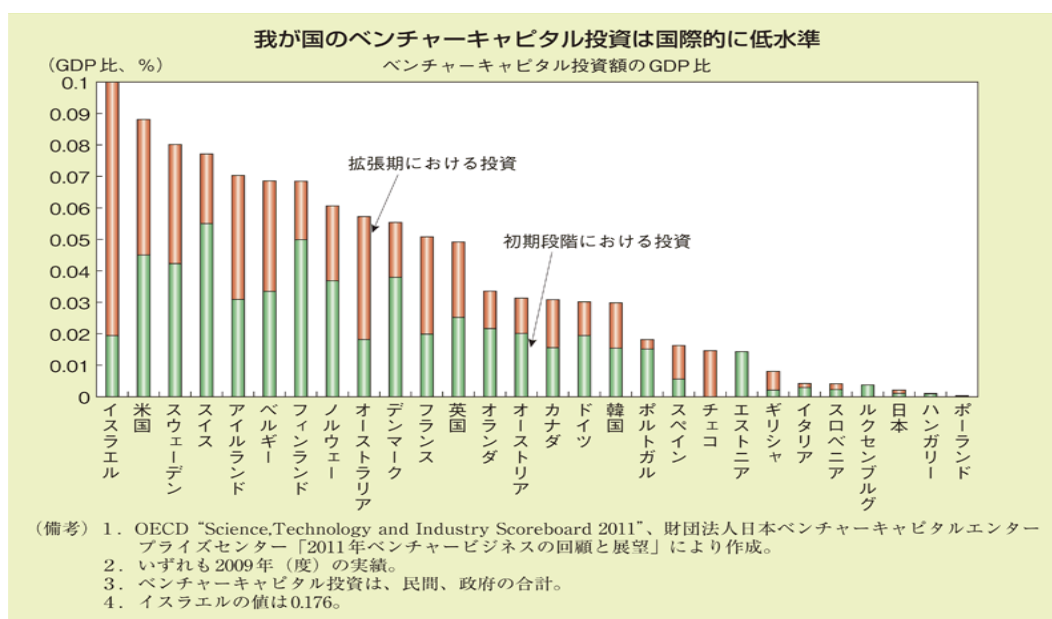
- 15 (出典) 米国：『NVCAYEARBOOK2011』（1ドル＝80円換算）欧州：『EVCA YEAR BOOK 2011』（1ユーロ＝105円換算）日本：一般財団法人 VEC

20

⁸ (注1) 欧・米は暦年(1月～12月)、日本は4月～翌年3月

(注2) 日・米・欧ともVC投資のみで、再生・バイアウト投資は含んでいない。日本は融資を含む。米国は米国内への投資であり、日・欧は外国への投資も含む。

図表 27 VC 投資額の国際比較



（出所）内閣府 「平成 24 年次経済財政報告」

<http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je12/h05_hz010306.html>

5

図表 26 は日米欧 VC の年間投資額推移、図表 27 は VC 投資額の GDP 比国際比較を示したものである。図 26 からは日本の VC の投資額の規模の小ささが、図 27 からは VC 投資額の対 GDP 比率は先進国の中で最低水準であり、特に起業初期段階への投資が極めて少ないことがわかる。

10 VC 投資の実績額を見ても、年間のフローでは米国の 10 分の 1 以下、欧州全体の 30 分の 1 以下で推移している。投資残高では、わが国が約 1 兆円規模となっているが、米国が 10 数兆円規模、欧州全体では 30 兆円規模であることと比べるとその差は大きい。このように日本において VC 投資が低調である背景としては、以下の 2 点が挙げられる。

15

（i）VC の資金力が乏しい

わが国には 140 社程度の VC があると推定されるが、その多くは金融機関の系列会社である。金融機関などの母体から投資方針の影響や、人材提供を受けることが多く、リスクテイクに消極的であるので、投資目的は純粋な投資リターン

20

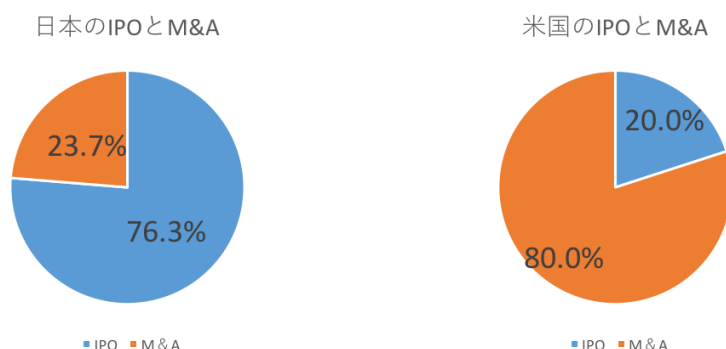
の関係強化、証券会社系ならば公開幹事になるための関係強化を目的に投資が行われることもある。そのなかには、人事面や経営面で親会社から完全に独立していないものも数多く存在する。

5 (ii) IPO 以外の出口戦略がない

図表 28 から明らかなようにわが国では VC にとって IPO 以外の重要な出口戦略となる第三者への M&A が米国等に比べると盛んでない。よって、ベンチャー投資の回収手段は IPO にほぼ限られている。わが国では株式公開まではオーナーが過半数の株式を保有するように資本政策が組まれるのが普通であったので、VC 主導の売却や事業再編が行われることは少なかった。また、ベンチャー企業経営者の方も、たとえ有利な価格で売却できても、自分が育てた企業を売りにたくないという意識が強かった。ただし、最近は M&A に対して悪く考える若手のベンチャー企業経営者が減りつつあるので、今後改善の余地が大きいといえる。

15

図表 28 日米の M&A・IPO の件数比較（左図：日本 右図：米国）



出所) 一般財団法人 EC『ベンチャー白書 2015 発表資料』P. 3、12 を基に筆者作成<[http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf)

20 [content/files/WP2015_PR.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf)>

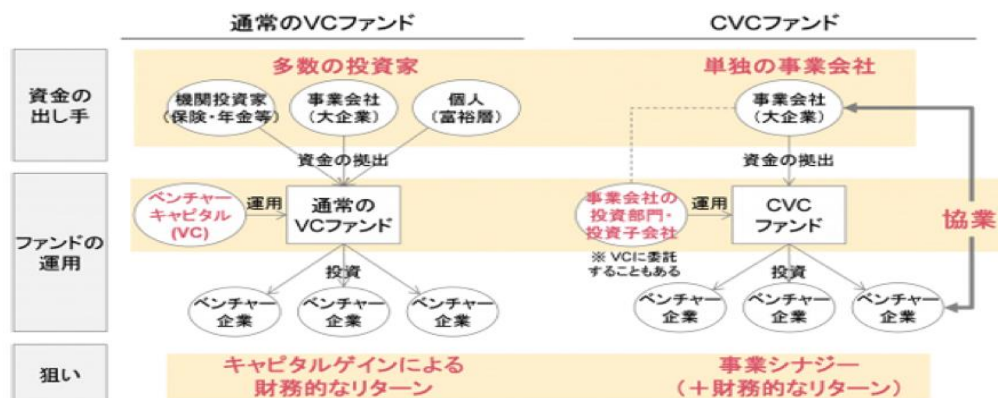
以上 2 点、わが国が VC からの投資が低調である理由である。よって、次章ではそれに対し提言を行う。

第三節 コーポレートベンチャーキャピタル（以下、CVC）

CVC とは技術色の強い事業会社が自社の資金を提供し、ファンドを組成し、自社の事業となんらかの関連性のある企業に投資していく組織である。

- 組織形態は個々の CVC によって様々である。最も一般的なのが、事業会社の
- 5 子会社としてまず CVC をつくり、その CVC がジェネラルパートナーとなり、リミテッドパートナーとして事業会社が出資し、通常の VC と同様に CVC ファンドとして活動する場合である。

図表 29 VC・CVC の相違点



（出所）Biz Zine<<http://bizzine.jp/article/detail/1510>>

どちらもベンチャー企業への投資という点では共通しているが、資金の拠出や目的の点で違いが見られる。

- VC ファンドは、複数の機関投資家・事業会社・富裕層などから資金を集め、投資領域は広範囲に設定することが多い。主目的はあくまでも金銭的なリターンを追求することである。それに対して、CVC ファンドの多くは事業シナジーが見込めそうなベンチャー企業に対して、資金の出し手と同じ企業内の投資部門や投資子会社が資金を運用し、さらに出資先ベンチャー企業と協業するのが
- 20 目的である。資金的回リターンではなく技術面でのリターンの期待がつよく、一般的な VC とは一線を画している。

（1）CVC ファンドのブームと衰退

アベノミクスの第三の矢の成長戦略に当たる 2014 年 6 月発表の「日本再興

戦略改訂版」において、大企業とベンチャー企業の関係構築の促進が掲げられた。そこには、大企業によるイノベーション創出が停滞する中、従来の自前主義から脱し、ベンチャー企業の事業等の外部資源を取り入れていくことで、組織や研究開発・事業活動を活性化させようという狙いがある。こうした政府の動きと関連して注目したいのが、一部大企業による CVC 設立の動きである。

日本においては、2000 年代のベンチャーブーム時と 2011 年ごろから今に至るまで CVC ブームが到来したが、最初の CVC ブームの多くは縮小・撤退している。二つの間には異なる点が以下のように 3 つある。

第一に、投資主体が、製造業ではなく、IT・通信系である事だ。IT・通信系はベンチャー企業出身者が経営・運営しているからだ。第二に、投資ステージだ。前はレイターステージが中心だったが、スタートアップ・アーリーステージへと移行した。第三に、手段が資金出処ばかりでなく、企業の育成にも注力するようになり、社内の目利き人材の育成にも合わせて取り組んでいる。こうした変化の結果、投資期間の長期化の傾向が見られている。

これらの背景として、インターネットの普及やクラウドサービスの発展に伴い、低コスト・少人数で起業可能な IT 系ベンチャーが創出されやすい環境にあることや、主に第三次ベンチャーブーム時に設立されたベンチャー創業者達が自らの経験をもとに創業段階からベンチャー企業を支えるシードアクセラレーターの役割を果たしていることなどが挙げられる。結果として、投資先のベンチャー企業との協業のプレスリリースが発表される事例や、投資先ベンチャー企業を最終的に買収して自社サービスに組み込む事例が出てくるなど、成功事例も徐々に増えている。しかし、一部の大企業では成果が出始めている一方で、CVC ファンドを立ち上げはしたものの、まだまだ模索中という大企業の方が多く、日本では起業社会のムーブメントというには程遠いのが現状である。

(2) 米国の CVC との相違点

一方で、米国は CVC の歴史は長く、経験が積み重ねられてきたこともあり、CVC に取り組む企業の業種と投資対象、出口戦略、CVC と親会社の関係等で、日本との相違点が見られる。

第一に、VC による投資と同様に米国では IPO に比べ、M&A が主な出口戦略

であることだ。CVC を通じた投資が増加するにつれ、投資企業による投資先ベンチャー企業の子会社化といった形で、M&A を受ける機会が一段と増加している。

5 第二に、親会社との関係性が挙げられる。米国のCVCは、事業部門との緊密なやり取りや円滑なコンセンサス形成が可能な環境とするために、親会社の経営トップの強いコミットメント、CVC に対する親会社からの権限移譲、独立性の確保がなされている。動きが早いベンチャーの世界において、CVC が投資するにあたり、迅速な意思決定が求められる。

10 また、CVC が投資するベンチャー企業は親会社の研究開発部門と競合する可能性がある。日本のCVCの多くが、投資の権限を当てられておらず、投資のノウハウを持ち合わせていなかったために成果が挙げられず、撤退していることも指摘される。米国CVCは、本体事業への貢献という戦略的目的だけでなく、金銭的リターンという財務的目的も重視しながら投資活動を行っている。そのため、投資対象候補となる企業について厳しい選別を行い、ハンズオン支援の
15 段階でも事業化まで到達できるように徹底的に鍛え上げており、それらが一定の成果に結びついている。

第四章 ベンチャー企業金融への提言

20 第一節 間接金融への提言 ～ABL 活性化に向け～

間接金融で融資を受ける際、返済能力や信用力、もしくは担保となるものが必要となるため、難しいことを前述した。本節では厳しい条件ではあるが、間接金融、特にABLについて2点提言したい。

1 点目は動産担保融資への風評被害を恐れて利用しない企業への対策として、
25 て、実際に動産担保への風評被害はないという認識を高める必要があると考える。ABL の利用により積極的な支援が得られている点を説明することが有効であり、「担保にできるほどの価値ある動産」と見なされ、その担保に対しての評価も上がる。

また、実際にABLを利用しているのは主に卸売業や製造業である。しか
30 し、この制度は知的財産も担保にできることから、ベンチャー企業（ハイテク

産業、ロボット産業など）でも普及させ、有効活用できる。

2 点目は現行の登記手続きの複雑さを改善し、米国を参考に登記手続きの内容の標準化を推進すべきだと考える。ABL 協会が 2006 年に行ったアンケートで「ABL を利用したくない」と答えた企業のうち「事務手続きが煩雑そうだから」と回答した企業は 35.6%にのぼる。融資においては登記記載項目が複雑であり、かつ貸出金融機関によって手続きが異なることがこのアンケート結果に反映されたと推測される。米国の担保設定システムは各州によって若干の違いは存在するが、共通するものとして、担保契約書の登記記載項目が「書類作成者名、債務者名、担保権者名、担保物件名」のみで簡略化されている。詳細に関しては、債務者に確認するという事になっている。日本の登記手続きは ABL に限らず複雑であるため、簡略化する事が急務と言えるだろう。

第二節 直接金融への提言

(1) VC 投資の活性化に向けて

以上概観したように、日本における VC 投資を活性化させるためには、前述した VC が低調である 2 つの背景を改善する必要がある。そこで、我々は前述した 2 つの課題に対する改善策を提案したい。

(i) VC の資金力改善

この問題の解決策として、金融機関系の VC が多い日本において期待されることは、親会社からの出資を受けていない独立系 VC の活躍があげられる。しかし、近年の新興市場の低迷による資金回収難で、独立系 VC の経営は一様に難しい。その点では、他の課題を改善させることによって VC の経営を好転させ、VC に資金が集まりやすくなる環境を作ることが重要である。

ベンチャー企業側から見た VC の利用しやすさという面で、VC から出資を受ける際の「株式買収（買戻）条項」という問題点を指摘する。これは、ベンチャー企業の投資契約において、一定の条件（期日までに株式公開ができないなど）に該当した場合に、VC が取得した株式の買取を発行会社またはその経営者に請求できる条項のことである。日本は米国と比べ、こうした条項を投資契約書に設けることが多い。株式買取条項は、VC 側にとっては IPO に向けた経

営者の努力を促す意味や、所有株式の流動性を確保する意味を持つが、経営者にとっては過剰なリスク負担を求められる結果となっている。経営が必ずしも順調でない時期に株式の買い取りを求められる資金的負担は非常に大きい。

5 (ii) IPO 以外の出口戦略がないこと

米国でも盛んである M&A の促進を提案する。もともと日本では、大企業による研究開発の自前主義が根強く、米国などに比べ、ベンチャー企業が持つ技術やアイデアを組み合わせる革新的な商品やビジネスモデルを生み出すオープン・イノベーションの取り組みは未発達な段階である。こうした状況を改善、
10 M&A を促すために、例えば、ベンチャー企業を買収する企業に対しては労働規制を緩和する特例措置を設け、買収したベンチャー企業出身の技術者を様々な雇用条件で雇用できるようにすることを提案する。事業会社によるベンチャー企業の M&A が増加すれば、VC は IPO に代わる投資先企業の売却手段を検討できるようになる。投資回収手段の多様化は VC の経営状態の改善に寄与し、
15 ベンチャー企業への活性化につながることを期待できる。

CVC に限って言えば、自社事業との相乗効果が見込まれる場合には M&A が有望な選択肢となる。もともと、わが国の会計基準では、M&A に伴うのれん代の償却負担が大きいため、M&A の阻害要因になっているとの指摘がある。ドイツの官民ファンドであるハイテク起業基金は、民間ではリスクを取りにくいシ
20 ードステージのハイテク企業(生命科学、材料科学、IT)に集中的に投資しており、その後のステージにおける民間 VC や CVC の投資を喚起している。わが国でも事業会社等の民間投資の呼び水として、官民ファンドが設立されているものの、民間ファンドと競合するケースも見られる。わが国の官民ファンドも、市場メカニズムを歪めたり、本来必要なところに資金が供給されていない、と
25 いったことがないように、いま一度、民業補完の観点から、その役割について議論する必要があるのではないだろうか。

(2) CVC 事業確立に向けて

日本では CVC 事業が海外と比較して不活発で、事業が確立していない。こ
30 ころでは、海外の事例を参考に、日本における CVC について事業確立化を目的とし

た解決策を出資企業に関して 2 つ、政府の政策に関して 1 つ改善策を提案したい。

(i) CVC の投資対象の明確化

- 5 会社の知的資源について、中心領域として内部で維持するもの、外部に切り出すもの、外部から取り入れるものと分類し、取捨選択に大胆に取り組むことを指摘する。

例えば、外資系企業である P&G は、そういった取り組みとして、イノベーションを既存分野の製品等の改良、既存事業分野にはない革新的な新製品・新事業の開発、マーケティングによる改善の 3 つに分類してポートフォリオ管理し、イノベーションの半分を社外から獲得する方針を打ち出している。その結果、P&G の研究開発部門での生産性は 60 % 向上し、新製品の成功率は 2 倍以上になった。

15 (ii) ベンチャー投資促進のための支援措置

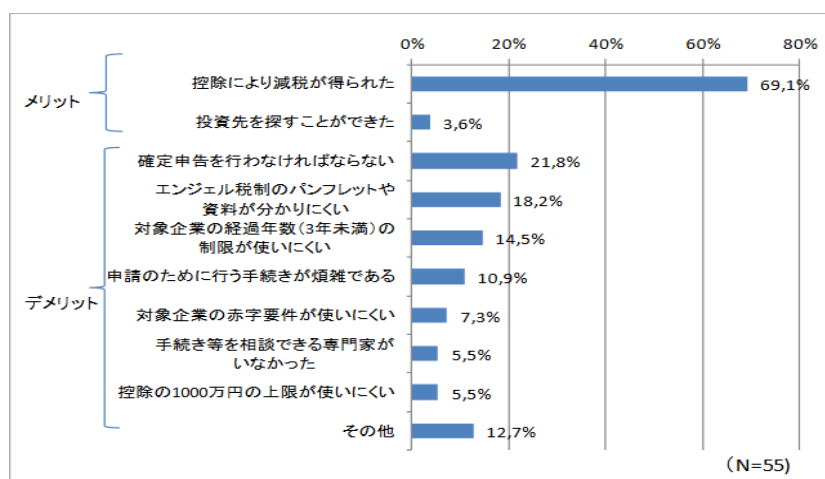
CVC への取り組みが、わが国の企業社会全体のムーブメントとなるまでには至らない状況下、制度面からの後押しも必要だ。政府に求められる制度整備として、既存企業によるベンチャー投資を促進する税制等の支援措置の拡充が求められる。すでに、企業のベンチャー投資促進税制(いわゆる法人版エンジェル税制)が導入され、認定ベンチャーファンドへの出資額の 80 % を上限として損金算入が可能となったが、これは 2017 年 3 月末までの時限措置とされている。これについて、認定ファンドの要件の緩和や期間の延長の検討により、大企業のみならず地方の中堅企業も参加できる環境とするなど、CVC の活用範囲を広げていく工夫が求められる。さらに、長期的・継続的な関与を促すために、ベンチャー投資の収益を再投資する場合の優遇措置等も検討すべきだ。

第三節 公的支援への提言 ～エンジェル税制改正に向けて～

第 2 章で前述した通り、エンジェル税制の利用実績は乏しい。

利用実績が少ない要因として着目したのは対象企業の経過年数の制限が厳しい点だ。（図表 30）なぜなら他のデメリットと比較して改善点が明確であるためだ。

図表 30 エンジェル税制のメリット・デメリット



5

（出所）経済産業書（2015）「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」

〈http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2013fy/E003176.pdf〉

10 そこで我々は対象企業の経過年数を現行の3年以内から10年以内に変更することを提言する。日本のエンジェル税制は創業間もない企業を支援することが念頭にあるためか条件が厳しい。しかし、経済産業省⁹は全企業に対してエンジェル税制の適用要件（優遇措置A）が、下記のように変更された場合、利用意向は高まるのか調査を行った。

- 15 (i) 投資限度額（1,000万円）を撤廃
 (ii) 対象企業の年限を現行の3年から10年へ延長
 (iii) 「創業から全事業年度赤字であること」の要件を撤廃

以上3つの選択肢の中で、2が最も期待値が高かった。よって、利用実績を増加させるためには他の事項と比較して経過年数の延長が有効だと思われる。

⁹「平成26年度起業・ベンチャーに関する調査報告書」p.84より引用

その他の要件について、キャピタルゲインも改善の余地がある。株式の譲渡益に対して直接減免措置を設けることは厳しいかもしれないが、米国のようにあるベンチャー企業の譲渡益により他のベンチャー企業の株式取得する際に課税繰り延べなど投資の循環を促進する政策は現実的である。よって、継続的な投資を期待する上で、買い替え時の課税繰り延べ措置は有効だと思われる。

むすびにかえて

序章でも述べた通り、ベンチャー企業の活性化は日本経済の「失われた 20 年」を取り戻していく上で重要な要因になりうる。しかし、ベンチャー企業の資金調達は永遠の課題ともいえる非常に困難な業務だ。よって、その資金調達の円滑化を促進するシステムの構築が急務である。

我々は間接金融、直接金融の現状を述べた上で、ベンチャー企業の成長段階ごとの資金調達の問題点を掲げ、その中でも最も重要なスタートアップ期の課題である VC からの資金調達について取り上げた。VC の課題として IPO 以外の出口戦略がない点、IPO が減少しており、投資が回収できず VC の経営状況が芳しくない点が挙げられる。それに対し我々は M&A の促進、IPO の規制緩和を主に提言した。これに伴い、VC の経営状況改善が期待でき、ベンチャー企業の資金調達が円滑化すると考える。また、間接金融に関しては ABL の促進、公的支援に関してはエンジェル税制の拡大を提言した。

実現は容易ではないが、長期的視点でベンチャー企業の資金調達が円滑化され、日本経済の好況が訪れると確信している。我々の提言がベンチャー企業の資金調達の一助となることを願い、本論の結びとする。

参考文献

- ・上坂卓郎（2006）『ベンチャー企業論入門 会社設立から資金調達、M&A ま
で』中央経済社
- ・佐々木淳也（2016）『ザ・クラウドファンディング』一般社団法人 金融財
5 政事情研究会
- ・松田柊一（2014）『ベンチャー企業』日本経済新聞出版社
- ・宮脇敏哉（2008）『ベンチャービジネス総論 イノベーションによる成長経
営戦略』税務経理協会
- ・野中郁次郎（2002）『イノベーションとベンチャー企業』八千代出版
- 10 ・山本時男（2006）『ベンチャーファイナンスの研究』中央経済社
- ・一般財団法人 VEC（2011）「2011 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調
査結果」
[http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2011-sokoho-
20120615.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2011-sokoho-20120615.pdf)
- 15 ・一般財団法人 VEC（2012）「2011 年ベンチャービジネスの回顧と展望」
[http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2011-wp-1-
20120615.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2011-wp-1-20120615.pdf)
- ・一般財団法人 VEC（2013）「平成 25 年度創業・起業支援事業」
[http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/140331_](http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/140331_20120615.pdf)
20 [_born_global_veture_tyousa_houkokusyo.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/140331_20120615.pdf)
- ・一般財団法人 VEC（2014）「ベンチャー白書 2014 発表資料」p.14・15
[http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-
content/files/2014_12_ver2.pdf](http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/2014_12_ver2.pdf)
- ・一般財団法人 VEC（2015）「ベンチャー白書 2015 発表資料」p.14・15
25 http://www.vec.or.jp/wordpress/wp-content/files/WP2015_PR.pdf
- ・価格.com「クラウドファンディングの仕組み」

<http://kakaku.com/crowdfunding/>

- ・経済産業省（2011）「ABL の概要と課題 METI」

https://www.boj.or.jp/announcements/release_2011/data/rel111205a3.pdf

- 5 ・経済産業省（2014）「産業競争力強化法」に係る支援措置

http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/kyousouryoku_kyooka/shien.html

- ・経済産業省（2016）「エンジェル税制のご案内」 p. 2

<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angel/>

- 10 ・経済産業省（2016）「平成 26 年度産業革新機構の業務の実績評価について」

http://www.meti.go.jp/policy/jigyousaisei/sankatsuhou/kakushinkikou/pdf/hyouka_fy26.pdf

- ・経済産業省「大学発ベンチャーについて」

- 15 http://www.meti.go.jp/policy/innovation_corp/start-ups/start-ups.html

- ・経済産業省「ABLのご案内」

<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g90529a02j.pdf>

- ・公益財団法人東京都中小企業振興公社「助成金事業」

- 20 <http://www.tokyo-kosha.or.jp/support/josei/index.html#table2>

- ・資金調達プロ

<http://shikin-pro.com/guide/4321#i-2>

- ・総務省（2013）「ICT グローバル戦略等に関する調査研究」

http://www.soumu.go.jp/johotsusintokei/linkdata/h25_01_houkoku.pdf

- 25 ・大和総研（2012）「ベンチャー企業の資金調達」 p. 2

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12030201capital-mkt.pdf>

- ・大和総研（2015）「日本のベンチャー融資優遇税制の問題点」

<http://www.dir.co.jp/publicity/magazine/pdf/15091401.pdf>

・ 中小企業庁（2014）「付属統計資料」P. 711

http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H26/PDF/18Hakusyo_huzokutoukei.pdf

5 ・ 中小企業庁（2016）「平成 28 年度創業・第二創業促進補助金」

<http://sogyo-hojo-28.jp/>

・ 中小企業庁「第 3 節トランザクションバンキング 18 の活用等」

<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/html/17223110.html>

10 ・ テクノリサーチ研究所(2009)「平成 20 年度 エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」p. 6

<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/angelnetworkhoukokusyo.pdf>

・ 東京都産業労働局 「東京都中小企業制度金融」

15 [http://www.sangyo-](http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/chushou/kinyu/yuushi/yuushi/)

[rodo.metro.tokyo.jp/chushou/kinyu/yuushi/yuushi/](http://www.sangyo-rodo.metro.tokyo.jp/chushou/kinyu/yuushi/yuushi/)

・ 東洋経済 ONLINE（2015）「ベンチャーキャピタルは、産業になるか」

<http://toyokeizai.net/articles/-/78192>

・ 内閣府（2012）「平成 24 年度経済財政報告」

20 http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je12/h05_hz010306.html

・ 内閣府（2016）「年次 GDP 成長率」

<https://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>

・ 日本銀行（2007）「非金融部門の資金調達内訳表」P. 4

<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exsj03.pdf>

25 ・ 日本銀行金融機構局（2012）「ABL を活用するためのリスク管理」p. 35

https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2012/data/ron120629a.pdf

・ 日本銀行調査統計局（2016）「第 169 回 全国企業短期経済観測調査」

<http://www.boj.or.jp/statistics/tk/gaiyo/2016/tka1606.pdf>

- ・日本政策金融公庫（2014）「創業や新事業への支援」
<https://www.jfc.go.jp/n/ir/pdf/2014jfs02.pdf>
- ・日本政策金融公庫（2015）「創業融資が過去 10 年間で最高の実績」
https://www.jfc.go.jp/n/release/pdf/topics_150520a.pdf
- 5 ・日本政策金融公庫（2016）「2015 年度新規開業実態調査」
https://www.jfc.go.jp/n/findings/pdf/topics_160119_1.pdf
- ・日本政策金融公庫「新創業融資制度」
https://www.jfc.go.jp/n/finance/search/04_shinsogyo_m.html
- ・日本の主要クラウドファンディング
10 <http://visualizing.info/article/4255.html>
- ・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」p. 20
http://www.meti.go.jp/medi_lib/report/2015fy/001074.pdf
- ・フォーサイト総合法律事務所（2012）「動産譲渡登記編～借り手側企業から見た ABL のメリットと動産譲渡登記～」
15 [http://www.foresight-](http://www.foresight-law.gr.jp/column_qa/backnumber/121001.html)
[law.gr.jp/column_qa/backnumber/121001.html](http://www.foresight-law.gr.jp/column_qa/backnumber/121001.html)
- ・ベンチャー有識者会議（2014）
[http://www.meti.go.jp/press/2014/04/20140414002/20140414002-](http://www.meti.go.jp/press/2014/04/20140414002/20140414002-2.pdf)
20 2.pdf
- ・三菱総合研究所(2016)「平成 27 年度産業経済研究委託事業『ABL の現状、普及促進に向けた課題及び債権法改正等を踏まえた産業金融における実務対応の調査検討』報告書」 P. 10
http://www.meti.go.jp/medi_lib/report/2016fy/000923.pdf
- 25 ・三菱東京 UFJ 信託銀行（2015）「クラウドファンディングとその特性」
http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201509_1.pdf
- ・みずほ総合研究所（2011）「ベンチャー税制の改革の方向性」
[http://www.mizuho-](http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r110501tax.pdf)
[ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r110501tax.pdf](http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/research/r110501tax.pdf)
- 30 ・みずほ総合研究所（2016）「大学発ベンチャーの再活性化へ」『みずほイ

ンサイト』2016年6月10日号

[http://www.mizuho-](http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/pl160610.pdf)

[ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/pl160610.pdf](http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/pl160610.pdf)

・矢野経済研究所（2016）「国内クラウドファンディング市場の調査を実施

5 （2016年）」

<http://www.yano.co.jp/press/pdf/1573.pdf>

・山田ビジネスコンサルティング株式会社（2012）「平成23年度 地域金融
機関のリレーションバンキングの取組に関する分析・調査事業 報告書」

http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2012fy/E002530.pdf

10 ・ABL研究会（2006）「ABL研究会報告書（アンケート結果編）」

<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g60704a02j.pdf>

・BCG（2015）「The Most Innovative Companies 2015」p.6

[https://media-publications.bcg.com/MIC/BCG-Most-Innovative-](https://media-publications.bcg.com/MIC/BCG-Most-Innovative-Companies-2015-Nov-2015.pdf)
Companies-2015-Nov-2015.pdf

15 ・Biz Zine（2016）

<http://bizzine.jp/article/detail/1510>

・Future Venture Capital

<http://www.fvc.co.jp/management/cvc.html>

・ISHIWARI CPA OFFICE

20 <http://www.cpa-ishiwari.jp/vc/>