

5

第6テーマ

日本における中小・ベンチャー企業
の資金調達について

10

明治大学 勝悦子ゼミナール

飯田丈槻、堀川佳吾、岩城健二郎

木村虎太郎、大木靖也 班

15

20

目次

序章

第1章 中小・ベンチャー企業の現状

- 5 1-1 中小企業の定義・特徴
- 1-2 中小企業の現状
- 1-3 ベンチャー企業の定義・特徴
- 1-4 ベンチャー企業の現状

第2章 企業の性質に応じた資金調達

- 10 2-1 成長段階ごとの資金調達
- 2-2 間接金融
 - (1)2種類の資金調達
 - (2)間接金融
 - ①金融機関
 - ②リレーションシップバンキング
 - ③トランザクションバンキング
- 15 2-3 直接金融
- 2-4 公的支援

第3章 中小・ベンチャー企業金融の課題

- 20 3-1 間接金融の課題
- 3-2 直接金融の課題
- 3-3 VCの課題
- 3-4 エンジェル税制の課題

第4章 望ましい資金調達の提言

- 25 4-1 間接金融・直接金融への提言
- 4-2 VCへの提言
- 4-3 エンジェル税制への提言

序章

5

現在の中小企業・ベンチャー企業の数の割合は日本企業全体の99.7%にも上る。政府も多くの中小企業に対する支援策を打ち出していることも明らかのように、日本経済の更なる飛躍に中小企業・ベンチャー企業の成長が必須であることは言うまでもない。その中でも成長課題の一つとして挙げられるのは、
10 資金調達である。日銀が2016年に打ち出したマイナス金利政策により金融機関による資金調達環境の改善が図られたもののいまだ完全体であるとはいえない。また、新たな資金調達の方法として、エンジェル税制・クラウドファンディングといったものが台頭しているが日本での普及率は欧米諸外国と比べるといまだ高くないのが現状である。このようにして日本の中小企業・ベンチャー
15 企業の資金調達は他の先進国に比べ遅れをとっている状態である。

そこで、本稿では中小企業・ベンチャー企業の資金調達の問題に焦点を当て、今後の望ましい資金調達の在り方について論じていく。主な論点としてはエンジェル税制・クラウドファンディングなど近年注目を集める直接金融を重点的に論じていく。第1章では日本の資金調達の現状について述べ、第2章で
20 は成長段階ごとの資金調達、直接金融、間接金融、公的支援について紹介をする。それを踏まえた上で第3章では課題について検討をし、第4章で今後の資金調達方法の在り方についての提言を行う。

第1章 中小企業の定義と特徴

25 中小企業、ベンチャー企業の資金調達の話に入る前に論点のずれを防ぐために、まずそれぞれの定義を明確にしたい。ここでは、中小・ベンチャーともに未上場の企業を前提とする。

1-1 中小企業の定義・特徴

中小企業とは、中小企業基本法（1963年に制定、1999年に改正）第2条第1項の規定に基づく「中小企業者」をいう。また、小規模企業とは、同条第5項の規定に基づく「小規模企業者」をいう。さらに、中規模企業とは、「小規模企業者」以外の「中小企業者」をいう。「中小企業者」、「小規模企業者」については、具体的に下記に該当するものを指す。（図表1）

（図表1）中小企業の定義

業種	中小企業者 （下記のいずれかを満たすこと）		小規模企業者
	資本金の額又は 出資の総額	常時使用する 従業員の数	常時使用する 従業員の数
① 製造業、建築業、 運輸業 その他の業種（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	5000万以下	100人以下	5人以下
④ 小売業	5000万以下	50人以下	5人以下

（出所）「中小企業庁 中小企業者の定義」を基に筆者作成。

10 中小企業は、建設業、運輸業、その他の業種（上の図の②～④を除く）では、資本金額3億円以下又は常時従業員数100人以下の企業、卸売業では資本金額1億円以下又は常時従業員数100人以下の企業、小売業では資本金額5千万円以下又は常時従業員数100人以下の企業、サービス業では資本金額5千万

円以下又は常時従業員数 50 人以下の企業と定義されており、業種によって異なる。

5 日本の中小企業は、2014 年時点で約 381 万社と企業数全体の 99.7%を占めており、従業者数は 約 3,361 万人と雇用全体の 7 割を創出している。一方で、大企業は 0.3%しか存在しない。つまり、日本の経済を支えるには中小企業の存在が必要不可欠なのである。

10 このような量的側面の他に質的側面からも中小企業の重要性をみていく。前述した通り、従業者数が雇用全体の 7 割を創出していることから多くの雇用を中小企業が担っているといえる。さらに、中小企業は地方に多く存在していることから、中小企業の利益は地域経済に還元されるため、地域経済の活力ともなっている。このように、量的・質的両側面からも中小企業は日本の経済に大きな影響を与えている。

15 中小企業は税制度の面で優遇されることがあるので、意図的に中小企業として止まる企業もある。下の図(図表 2)を見ると、近年の中規模企業・小規模企業の数 は 2009 年から 2012 年にかけて 35 万社減少していたが、2012 年から 2014 年にかけては 4 万社程度に抑えられており、減少のペースが緩やかになってきているがわかる。これは、中小企業の多くが大企業の下請けとして機能しており大企業にとっても欠かせない存在になっているからである。

20

(図表 2) 中小企業の推移



(出所)「中小企業白書 2016年版」を基に筆者作成。

1-2 中小企業の現状

5

中小企業における資金調達の大部分は間接金融に依拠している。その原因として挙げられるのは、大企業に比べ信用度が低いので、株式や社債の発行などにより市場から直接資金を調達する直接金融が難しいという現状である。直接金融では、投資家が利子や配当など投資家の利益が期待できる企業に投資するため、大企業に比べ信用度が低い中小企業が直接金融によって資金調達することは難しい。さらに、中小企業金融においては、以下のように、①貸し手の規模の経済、②情報の非対称性、③担保不足、などによって借りることが難しいものとなっている。

10

① 貸し手の規模の経済

15

貸し手にとって融資にかかる費用はある程度一定であるため、より多額の資金を借りる大口融資のほうが利益に直結しやすい。したがって、多額の融資を希望する大企業やより大きい企業の方が融資の対象になりやすく、貸し手側からすると中小企業は優先順位が低くなってしまふ。

② 情報の非対称性

金融取引においては、貸し手である金融機関は借り手から元金と利息を長期間にわたって返済してもらい初めて収益となる。したがって、借り手が長期間にわたって返済できる企業であるのかを見極めるために、借り手の正確な情報を入手することが重要である。しかし、事業状況や財務情報の開示が株式公開企業に比べて劣っている中小企業はそういった情報の入手が困難であるため、貸し渋られることが多い。

③ 担保不足

前述した一つ目の問題である情報の非対称性を解決するものが担保である。十分な担保があれば、情報の非対称性が問題になることは少ない。しかし、そもそも不動産を十分に持っている中小企業が少ない。

1-3 ベンチャー企業の定義・特徴

ベンチャー企業には明確な定義がなく、「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会」によると、新しい技術・新しいビジネスモデルを中核とする新規事業により、急速な成長を目指す新興企業と定義されている¹。今回は、「創業から5年程度しか経っておらず、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」として、中小企業の一部として定義づける。

ベンチャー企業は「産業の新成長分野の開拓者」、「雇用の創出」、「イノベーションの創出」といった3つの役割を特徴として持っており、日本経済の発展のためにもベンチャー企業の存在は不可欠である。これらの、3つの役割をそれぞれ検討すれば以下の通りである。

① 産業の新成長分野の開拓者

日本再興戦略で掲げられた戦略的な市場・分野は、現在、市場規模として未発達なもの、採算性が明確でないものなどが多く、機動的な意思決定でリスクを取って事業に挑戦することが鍵となる。そのような未開拓の分野を切り拓くのは、新規開業や大企業の改革により生まれたベンチャー企業である。また、

¹ 経済産業省『ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会』

ベンチャー企業特有のIT技術や新しいビジネスモデルと既存産業の技術や経営資源が結びつくときに、新たな市場分野が創出されることも期待される。そのような面では旧来型の産業の改革者としての役割も大きい。

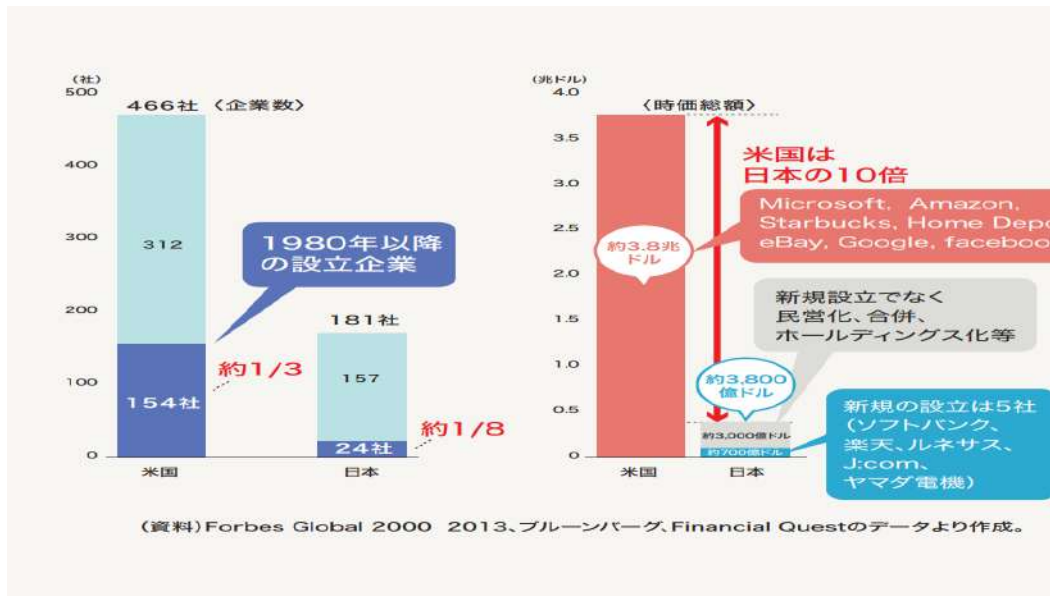
5 ②雇用の創出

新たな雇用の創出は、ベンチャー企業から生まれる。米国では、ベンチャー企業の雇用創出は、民間雇用の11%と大きな位置を占めている。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。日本においても、ボリュームは米国ほどではないものの、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企業の重要性が高いと考えられる。

③イノベーションの創出

新しい技術、ビジネスモデルなどのイノベーションの多くはベンチャー企業から創出されてきた。スーパーマーケット、ファーストフード、宅配便、パソコン、検索エンジン、SNSなど、我々の生活に便利と豊かさをもたらすイノベーションはベンチャー企業から生まれている。また、医療・福祉、エネルギーなどの新技術開発でもベンチャー企業の役割は大きい。先鋭的な技術を有する技術系ベンチャー企業は、研究開発を牽引する意思決定の速さとフォーカスを絞った資源配分で新分野に挑んでいる。現在の大企業の多くも、創業当初は未開拓の分野で、ベンチャー企業として試行錯誤を繰り返してイノベーションを実現してきた。例えば、ソニーもかつてはベンチャー企業だった。技術者の「想い」で創業し、世界初のトランジスタラジオを米国で販売した際には、「そんな小さな会社の製品が売れるはずはない」と言われながら、自社技術を信じて挑戦し続けた。さらにホンダ、京セラもベンチャー企業だった。大企業がイノベティブであり続けることができるかどうかは、企業としてベンチャースピリットを持ち続けることができるかどうかによる。

(図表3)日米のベンチャー企業の企業数と時価総額



(出所) 「ベンチャー有識者会議とりまとめ」より引用

図表3の左の資料はベンチャー企業の日米間の企業数・時価総額を示したもののだが、日本におけるベンチャー企業数は、米国の0.3倍であり数が圧倒的に少ないこと、1980年以降の設立数に焦点を当てると、我が国は創業数が少ないことがわかる。同図表右の資料は日米のベンチャー企業の時価総額を示したもののだが、時価総額を比べると圧倒的に米国の方が高いことも分かる。

(図表4) 日本の大企業とアメリカのベンチャー企業の時価総額



10

(出所) 「ベンチャー有識者会議とりまとめ」より引用

図表 4 は 1995 年以降に創業した米ベンチャー企業と日本の大企業との時価総額を示したもののだが、同図表からも明らかなように、大企業の時価総額 TOP10 企業よりも、1995 年以降に創業した代表的なベンチャーの合計の方が時価総額が大きい。これからも日本にとって、ベンチャー企業は必要不可欠であることが分かる。

ベンチャー企業は、新たなビジネスを育てている状態であり、将来的には大きく化ける可能性があっても、現段階では財政的に厳しく、投資機関から援助を受けていることが多い。

また、大企業と違って、企業のネームバリューや福利厚生ではなく、やりがいやビジョンに共感する人を中心に求人・採用する傾向がある。いわゆる大企業とは求める層も、適する層も異なるので、ベンチャー企業専門の求人・採用サイトもあるほど。

スタートアップ時期には縁故採用（友人の紹介など）による人員補充も多く、優秀な人材を集めるために大企業よりも給料が多いこともある。それを目当てに就職・転職をする人も少なくない。

安定した事業ができると確約はされていないが、自分の能力を活かして、会社の成長に貢献できる可能性が高いため、向上心の強い人が集まる傾向にある。

スタートアップ企業は、ベンチャー企業の中でも特に「新しいビジネスを短期間で成長させる」という意味合いの強い企業のことで人びとの生活やビジネスに影響を与えるような、新しい価値を生み出すビジネスを開発することもある。既存サービスではなく、新しいビジネスという点にスタートアップ企業の特徴がある。「企業」と言うが、組織形態はさまざまに定義はなく、法人設立をしていない場合もある。

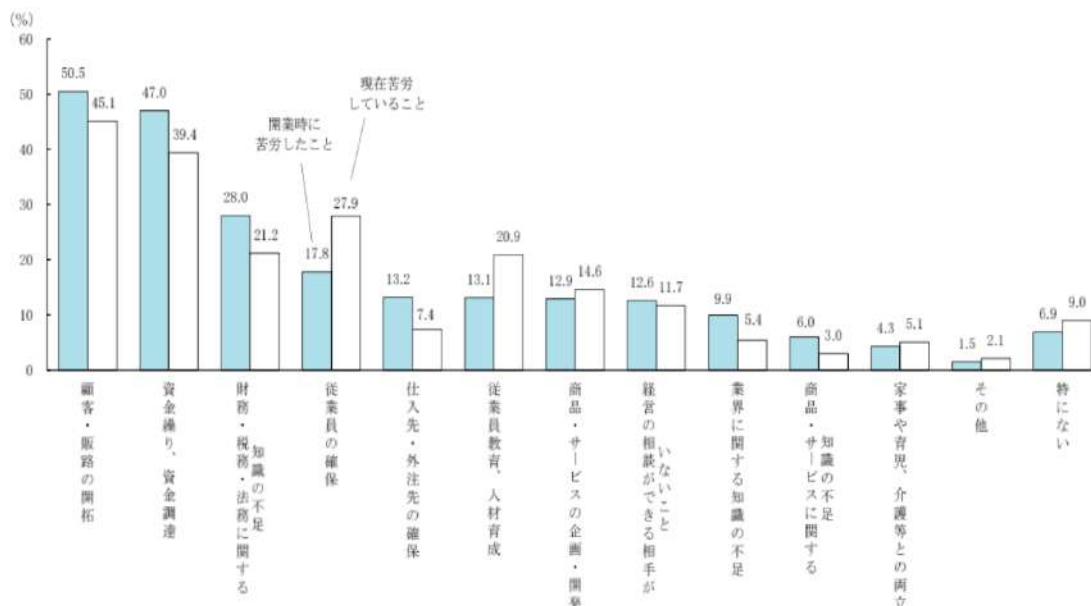
1-4 ベンチャー企業の現状・課題

ここまでベンチャー企業の特徴を述べたが、この節では、日本のベンチャー企業の現状について論じる。

まず、創業間もないベンチャー企業は、自社の中心となる事業を織りなすには事業資金が必要となる。そこで、事業がまだ実現しておらず、収益のないベンチャー企業は、そうした資金を外部から調達するしかない。

しかし、日本政策金融公庫が約5ヶ月間融資した企業のうち開業後1年以内の企業の企業意識などに関する調査によると「開業時に苦勞したこと及び現在苦勞していること」（図表5）に関する項目は、「資金繰り、資金調達」が47,0%で最も多いことがわかった。このことから、多くのベンチャー企業が資金繰りの面で苦勞しているのがわかる。

10 (図表5) 開業時に苦勞したこと及び現在苦勞していること。



(出所) 「日本政策金融公庫(2017)－『起業と起業意識に関する調査』より引用

15 実際に世界と比較しても、後述するようにわが国のベンチャー企業における資金調達の実態は深刻なものである。

第2章 企業の性質に応じた資金調達

2-1 成長段階ごとの資金調達

ベンチャー企業の資金調達の在り方は、以下のようにシード期、アーリー期、エクспанション期、レーター期、IPO後などそれぞれで大きく異なる。

2-1 シード期

- 5 シード期とは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、会社を設立する前の準備段階のこと。会社という法人に達していないため、資金需要は他の段階と比べると高くはない。しかし、人件費やマーケットの調査費用、法人設立の登記費用などにおいて資金が必要である。一方で、会社設立後にビジネスモデルを実行するための資金需要の全体像を把握し、その検討を行う必要がある。

この段階での資金調達は主に自己資金により、創業者自身・家族・友人の出資による資金のことで、スイートマネーともいう。

15 2-2 アーリー期

- アーリー期とは、会社設立後、事業が軌道にのるまでの設立から約5年程度の時期のことである。本格的に事業展開を行う時期だが、まだ低収益もしくは赤字である。そのため商品開発や人材確保などに十分に資金が回らず、資金繰りが難しい時期でもある。設備投資や研究開発のために、資金需要が多いにも関わらず、利益は少なく、社歴も浅いため、実績・業績など評価されるものも少なく、社会的信用が低い。したがって融資が難しい時期である。こうした時期では、日本政策金融公庫などの政府系の金融機関からの融資か、公的機関からの助成金・補助金が力強い味方となる。しかし、多額の資金調達が必要な場合には「出資」という形での資金提供が中心となる。ビジネスプラン自体がよければ、エンジェル投資家と呼ばれる個人投資家や、ベンチャーキャピタル
- 25 (VC)が出資してくれることもある。

ベンチャーキャピタルとは、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のこと。主に高い成長率を有する未上場企業に対して投資を行い、資金を投下する。

30

2-3 エクспанション期

事業が発展、成熟しつつある時期のことで、優秀な人材を確保することや、商品をさらに開発のための資金が必要。この段階でも、場合によってはキャッシュフローが赤字のことがある。しかし、日本政策金融公庫など以外の、民間銀行などの金融機関からは、事業や収益が不安定で投資や融資を受けることが困難だったフェーズより、比較的融資を受けやすくなっている。資本政策としては、このような融資と出資を組み合わせ、資金需要に応えるところが多い。主な出資の引受先は、ベンチャーキャピタルで、この段階になると比較の出資しやすくなっている。ベンチャーキャピタルからこのような資金を入れた企業は、株式上場を強く意識しての資本政策を進めていく必要がある。近年では東京証券取引所マザーズに、ある意味チャレンジ枠として、この段階で株式上場する企業もある。

2-4 レーター期

レーター期とは事業が発展、成熟し、さらなる変革を見据える時期のこと。この段階になるとキャッシュフローも黒字になり、累積損失の解消もされている。また、銀行など金融機関の融資条件も、これまでの段階と比較してかなり有利な条件になっている。非公開会社を選択している企業では、金融機関からの融資が資金調達のメインの方法になる。また、銀行などの金融機関から、通常に借り入れをする方法の他に、「シンジケートローン」と呼ばれる、アレンジャーとして特定の金融機関を指定し、複数の金融機関より資金調達を全てまとめて実施する方法や「ストラクチャードファイナンス」と呼ばれる不動産や債権を流動化する方法などが行われることもある。ベンチャーキャピタルの出資を受ける場合もあるが、一般的には取引先や金融機関に第三者割当増資を行い、株式上場を前提とした安定株主対策をする場合が多い。また、この時期からIPOの準備をする企業も多い。

2-5 IPO後のM&A

今後のベンチャー企業の動きとしてIPOをした後にM&Aをする企業もあるが、日本の企業は古くから定着している海外に比べて圧倒的にM&Aの件数が少

ない(図表 6)。海外について、近年 M&A を成功した企業の具体例をあげるとすれば、アップルやグーグル、そしてフェイスブックが、自社の資源だけでなく、社外からもアイデアや技術を募ることで、新製品などの開発を進める「オープンイノベーション」を追求している。このように大手企業が自社の顧客に向けて中小・ベンチャー企業が開発したソフトを実装するなどのやり方を取れば、大手、中小・ベンチャー企業の双方に金銭的な見返りがあり、後者にとっては大手と手を組むことで、社会的な信頼を得ることもできる。かたや、大手はリスクを冒さずにオープンイノベーションの一步を踏み出すことができるというメリットがある。

10

(図表 6)ベンチャー投資先の IPO および M&A 件数の日米比較



(出所) 「M&A CAPITAL PARTNERS」より引用

その原因として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にあるのに加え、そもそも M&A に対する知見を持った人材がないということも上げられる。

2 - 2 間接金融

(1) 2 種類の資金調達

資金調達には政策支援の他に、間接金融と直接金融の二つがある。間接金融とは、お金を貸す側と借りる側の間を銀行が仲介して行う資金調達。それに対して、直接金融はお金を貸す側と借りる側が直接やり取りして資金調達する方法のことを指す。図表 7 にあるように、間接金融・直接金融のメリット、デメリットがそれぞれ挙げられる。

5

(図表 7)

	間接金融	直接金融
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ・直接金融のように IR や IPO で個人投資家を募る必要がない。 ・社債を発行することができない場合でも資金調達可能で、株式のように経営に口出しされる心配がいない。 	<ul style="list-style-type: none"> ・資金調達が借入金となり負債にならないこと
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> ・調達資金が借入金となり負債となること。 	<p>多くの株式を保有していればしているほど、経営により多くの影響を与える。しかし、買い占められて会社自体が乗っ取られることや、敵対的な株主が経営に手を出すこともあり得る。それを避けるためには様々な買収防衛策がある。</p> <p>この買収防衛策は経営者が自身の保守のために行っているという批判があり、投資家の反感を買うことがある。</p>

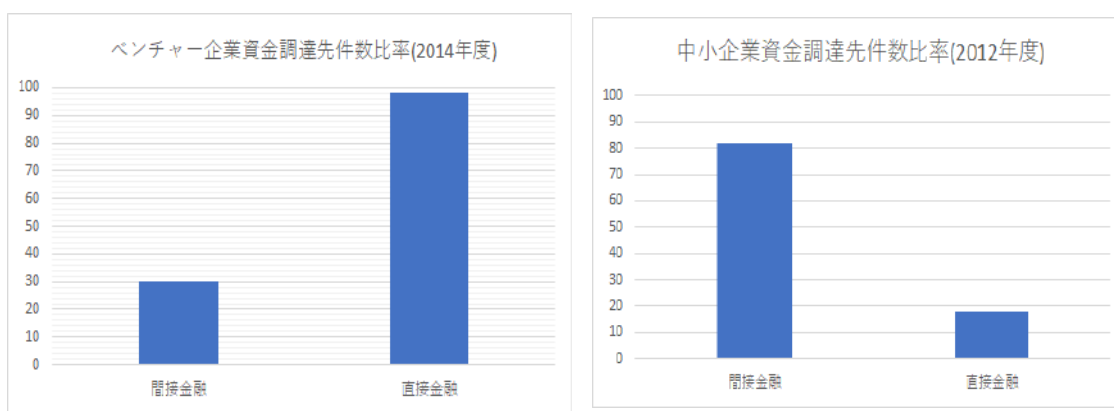
(出所)「日本中小企業金融サポート機構」を基に筆者作成。

中小企業の資金調達は間接金融が殆どだが、ベンチャー企業は直接金融に依存している(図表 8)。中小企業は大企業の下請けも存在し、ベンチャー企業より

信頼性が高く、高度経済成長期から続く歴史的な資金調達であることから間接金融が主流である(図表 9)。一方で、ベンチャー企業の場合、金融機関から借り入れることは容易ではない。ビッグビジネスになると思われる知的所有権があったとしても、金融機関は評価してくれないことが多い。そこに間接金融によるベンチャー企業の資金調達の限界がある。

(図表 8)ベンチャー企業資金調達先件数比率

(図表 9)中小企業資金調達先件数比率



10 (出所) 一般財団法人 VEC「ベンチャー白書 2015 発表資料」P.15
 および日本銀行 「非金融部門の資金調達内訳表」P.4 を基に作成

間接金融のうち、金融機関融資・リレーションシップバンキング・トランザクションバンキングの現状について検討すれば以下の通りである。

15

(2)間接金融

①金融機関融資

中小企業金融の担い手は国内銀行(都市銀行、信託銀行、地方銀行、第二地方銀行)や信用金庫、信用組合、労働金庫、農林中央金庫、農業協同組合などの民間金融機関と商工組合中央金庫、日本政策金融公庫、日本政策投資銀行といった政府系金融金庫がある。このうち

20

信用金庫、信用組合、労働金庫、商工組合中央金庫、日本政策金融金庫が中小企業専門金融機関となっている。

(図表 10) 金融機関の業態別総資産額 (兆円)

	総資産額	1 機関当たり
都市銀行	495.5	82.6
信託銀行	71.9	18.0
地方銀行	264.9	4.1
第二地方銀行	66.7	1.6
信用金庫	134.7	0.5
信用組合	19.7	0.1

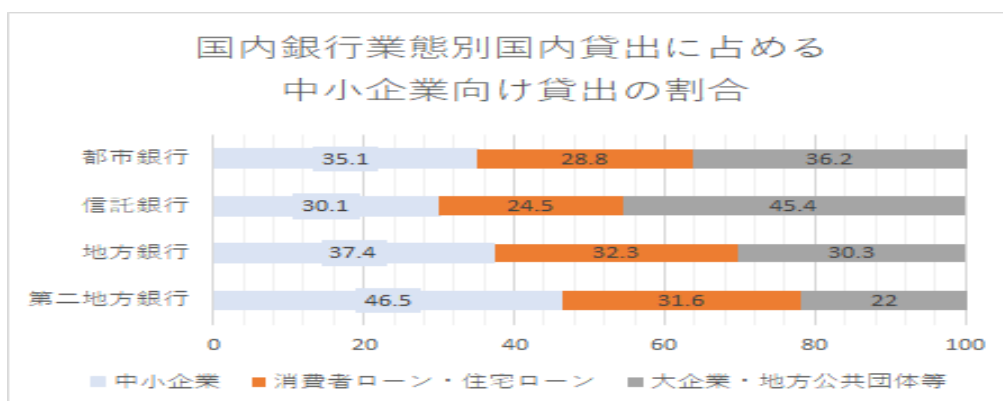
(出所) 商工組合中央金庫編 (2016) 『中小企業の経済学』 p202 を基に筆者作成。

5 これらの金融機関の規模を見ると(図表 10)その格差は大きく、総資産額は都市銀行が 1 機関当たり 80 兆円強なのに対し、地方銀行は 4 兆円、信用金庫は 0.5 兆円などとなっている。

10 中小企業向け貸出の推移についてみると、戦後から高度成長期＝資金不足経済であったため、銀行は大企業に融資を集中させ、中小企業の資金調達は困難であった(特に長期資金の調達)。しかし、1970 年代に起きた石油危機を経て、徐々に資金不足経済から資金余剰経済へ移行し、大企業では直接金融への移行(社債や株式の発行)＝大企業の銀行離れが起こり、バブル経済まで、銀行は中堅・中小企業向け融資へと注力した。バブル崩壊し銀行の中小企業に対する貸し渋りが大きな問題となった。

15

(図表 11)国内銀行業態別国内貸出に占める中小企業向け貸出の割合



(出所)商工組合中央金庫編集 (2016) 千倉書房 『中小企業の経済学』 p204
を基に作成

- 5 大手の銀行にとっても中堅・中小企業向け貸出は大きなマーケットになっている。2015年3月時点で、中小企業35.1%に対し、大企業・地方公共団体等36.2%となっている。地域禁輸機関である地方銀行・第二地方銀行は中小企業ウエイトがより高く、地方銀行で37.4%、第二地方銀行で46.5%となっている(図表11)。
- 10 また、中小企業向け融資の特徴として、「情報の非対称性」が挙げられる。これが円滑な資金調達の妨げになっている。情報の非対称性とは、中小企業と金融機関がお互いに持っている情報が対称的でなく、金融機関は中小企業の信用情報などを全ては把握できないという、非対称性を表している。「情報の非対称性」を緩和する手法として、リレーションシップバンキングとトランザク
- 15 ションバンキングの2つが挙げられる。以降2つの手法について論ずる。

②リレーションシップバンキング(以下、リレバン)

- リレバンとは、中小企業と金融機関との長期かつ継続的な金融取引に基づき蓄積される、定性情報を重視して貸出などの金融取引を行うものである。しか
- 20 し、メリット・デメリットがそれぞれ存在する。金融庁(2007)は金融機関利用者に対するアンケート調査やヒアリングなどから、リレバンへの評価をまとめている(図表12)。総じて積極的に評価されていると言える。利用者にとって、金融機関のリレバンの推進はおおむね肯定的に受け止められている。

(図表 12) リレーションシップバンキングへの評価

(単位：%)

	積極的 評価	消極的 評価
顧客への説明態勢の整備、相談苦情 処理機能の強化	51.7	25.3
経営相談・支援機能の強化	50.7	32.8
担保・保証に過度に依存しない融資 等	41.6	42.4
創業・新事業支援機能等の強化	39.5	38.3
人材の育成	35.6	33.4
事業再生への取組み	24.3	40.7

(出所)「日本政策金融公庫研究所 リレーションシップバンキングが中小企業の業績に与える効果」より引用

- 5 リレバンのメリットは以下のようにまとめられる(図表 13)。

(図表 13) リレバンのメリット

	貸し手(金融機関)	借り手(中小企業)
メリ ット	・情報の非対称性の問題を緩和し、長期的かつ取引横断的な金融取引が可能となること。	・業況の悪化時にも資金調達面でのリスクが軽減される。 ・過度な担保が要求されず、保証も軽減が図られる。

(出所)商工組合中央金庫編集(2016)千倉書房『中小企業の経済学』p207を基に作成

10

リレバンのデメリットもあり、その主要なものとしてホールドアップ問題が挙げられる。これは、特定の金融機関が中小企業に関する情報や取引を独占することに伴う弊害である。例を挙げると、金融機関が自らに有利な条件を課す可能性や予算制約問題などである。これは、中小企業の経営悪化時に金融機関が追い貸しをしがちになり、それが中小企業の経営努力へのインセンティブを弱めてしまうという問題である。その他にも、金融機関組織内部での情報の偏在・非対称性が生じることによる、コントラクティング問題がある。これは、

15

企業情報の共有が、大組織ほど困難になっていくという問題であり、大規模な金融機関には不向きとされている。このように多くの弊害を伴う。

③トランザクションバンキング(以下、トラバン)

- 5 中小企業が公表する財務諸表等の定量情報に基づき、特定の時点、個々の取引における金融取引の採算性を重視して貸出などの金融取引を行うものである。トラバンの代表的な手法として (1)クレジットスコアリング貸出(2)ABL(Asset Based Lending 資産担保貸出)、(3)財務諸表準拠貸出の3つが挙げられる。それぞれについて検討すれば以下の通りである。

10

(1)クレジットスコアリング貸出

- クレジットスコアリングは米国において1990年代に小規模企業向け融資の手法として発達したものである。企業経営者の資産内容等や、経営者個人の情報などを組み合わせて、金融取引を管理するものである。特徴としては、(a)母
- 15 集団の倒産確率等により、融資審査すること、(b)クレジットスコアリング貸出の貸出先についてのポートフォリオ全体でリスクを管理すること、(c)審査は短期間で行い貸出限度を設けること、(d)審査の自動化を進めることで金融機関の取引コストを削減すること、などがある。このように、クレジットスコアリング貸出は審査の省力化が図れることから、日本でも大手銀行が法人企業
- 20 向けに採用を開始し、中小規模の銀行でも補助的指標として利用する動きが広まっている。

(2)ABL(Asset Based Lending 資産担保貸出)

- 企業が保有する在庫や売掛債権などの流動資産を担保とした融資を指す。過度
- 25 に不動産担保に依存しない融資手法として注目されている。主に売掛金や在庫などの価値に一定の掛目を乗じて貸出の上限などの与信枠を決定する。そして、これらの動産自体が優先的な返済財源となる。しかし、ABLでは動産を担保とするため、短期間で増減する企業の売掛債権や在庫などの状況をチェックすることになるため、モニタリングコストがかかる。

30

(3)財務諸表準拠貸出

企業の財務諸表に表れる信用力や返済能力を基にした貸出である。これは、信頼性が高く、監査済みの財務諸表を作成できる一定以上の規模の企業が対象となる。中小企業でも業歴が長く信頼性が高ければ利用できる。

5

2-3 直接金融

(1)エンジェル投資家

10 中小企業、ベンチャー企業における直接金融について述べる上でまず挙がるのはエンジェル投資家の存在である。エンジェル投資家とは、新しい企業の夢や社会貢献を実現しようという企業に賛同する者で、創業間もない企業、ベンチャー企業へ投資を行う投資家のことを指す。エンジェル投資家からの投資を受けするためには、事業の実現可能性が必要となる。それを証明するため、具体的データ、研究開発している独自技術、社長の経歴や実績を用いた事業計画が必要となる。

15 エンジェル投資家が中小・ベンチャー企業に果たす役割は、調達困難な起業初期のリスクマネーの出し手という金融的な意味合いに留まらない。エンジェル投資家の経営への参加や株主としての忠告によって、エンジェル投資家の持つ事業経験や専門知識などが中小・ベンチャー企業の事業経営に活かされるといった事業経営的側面をエンジェル投資家が担うケースもある。

20 しかし、日本におけるエンジェル投資家による中小企業、ベンチャー企業への投資の規模は大きいとは言えない。ここで、アメリカにおけるエンジェル投資家と比較するが、なぜアメリカと比較するかというと、アメリカ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おり、投資を受けたベンチャー企業がその後急成長し、半導体産業やIT産業を形成したからだ。つまり、ベンチャー企業家の生態系（エコサイクル）が形成されている。このことから日本に比べて、エンジェル投資家の規模が大きいと言う事もできる。

(図表 14)日本とアメリカのエンジェル投資家の比較

	日本	アメリカ	アメリカ/日本
投資家数	10,000人	234,000人	23.4倍
年間投資額	100～300万円	5,000万円	16～50倍
年間投資総額	200億円	2.5兆円	125倍

(出所) 株式会社テクノリサーチ研究所「エンジェルネットワークの形成促進に関する調査」を基に筆者作成。

図表 14 は、日本におけるエンジェル投資家を比較したものだが、エンジェル投資家の規模はアメリカと比べて、数、投資額ともに劣ることがわかる。またこの状況に付随して、若いエンジェル投資家も育っていないのが現状だ。そこで、経済産業省は、創業促進による経済活性化の観点から、エンジェル投資を促進するためにエンジェル税制という制度を始めた。エンジェル税制とは、ベンチャー企業への投資を促進するためにベンチャー企業へ投資を行った個人投資家に対して税制上の優遇措置を行う制度である(図表 15)。

(図表 15) 投資した年に受けられる所得税の優遇措置 (A、B いずれか選択)

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、その年の他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) 経済産業省「エンジェル税制のご案内」P.1を基に作成

15 (図表 16) 株式を売却し損失が発生した場合、受けられる所得税の優遇措置

対象企業の株式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）できる。

（出所）経済産業省「エンジェル税制のご案内」P.1を基に作成

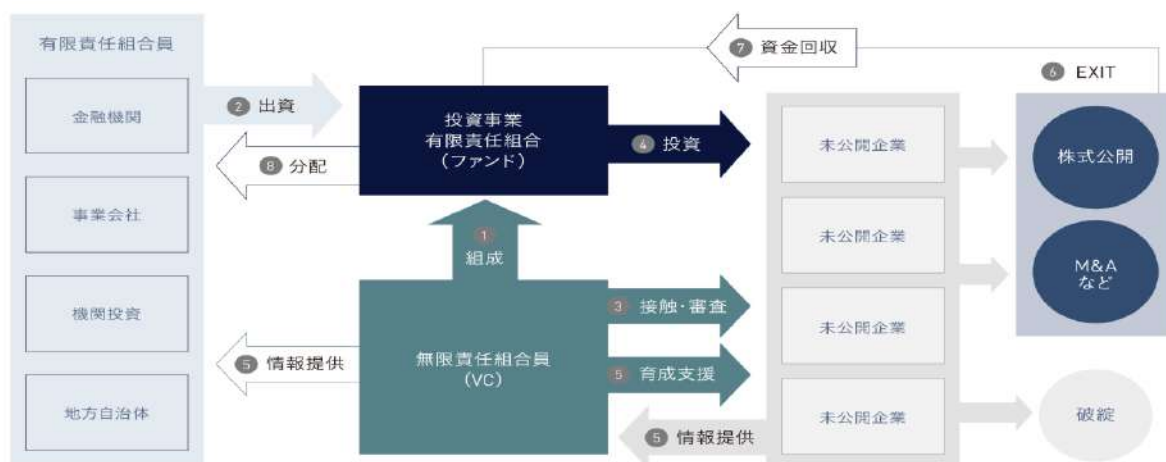
先に述べた通り、我が国のエンジェル投資家は、自らの事業経験等をベンチャー企業の創業や成長に役立てたいと考えている者が多く、幅広い所得階層から
5 成り立つ。エンジェル税制によって所得税額控除が取り入れられると、投資時点での優遇税制の恩恵を受けられなかった層に対して、大きな政策インセンティブを与えることが出来る。しかし、優遇措置を受けるための手続きが複雑であることから、エンジェル税制の利用が低調であることも指摘されている。幅広いエンジェル投資家の利用を促進するために、手続きの簡略化が求められて
10 いる（図表 16）。

（2）ベンチャーキャピタル

①ベンチャーキャピタル

15 ベンチャーキャピタル（以下 VC）とは、ベンチャー企業の株式などを引き受けることによって投資をし、その企業が IPO や M&A をした時にキャピタルゲインを得る集団のことを言う。スキームとしては図（図表 17）にあるように VC がファンドを組成し、そのファンドについて出資者を募るものである。

(図表 17) VC ファンドのフロー



(出所)「Future Venture Capital」 より引用

5 以上から下記の特徴が見て取れる。

第一に VC は原則として IPO を目指す企業に投資を行う

投資先企業が IPO するまでには時間がかかるため、VC はファンドの運用期間内で株式を保有すること。

第二に VC は企業のステージに応じて、必要な資金を提供すること。すなわち

10 投資した資金は設備投資や開発資金等、企業の成長のために使用される。契約時に資金用途を限定し、それに沿って使用する。

第三に VC 本体から直接投資を行う企業もあるが、一般的にはファンドからの投資が基本であること。

15 VC からの資金調達の特長、デメリットについては図表 18 のようにまとめることができる。

(図表 18) VC からの資金調達の特長・デメリット

メリット	デメリット
------	-------

<ul style="list-style-type: none"> ・その後の資金調達がしやすくなる ・事業提携先を紹介してもらえる ・直接、経営支援を受けることができる 	<ul style="list-style-type: none"> ・出資者の意向に沿わないといけない ・間接費用が多くかかる
---	--

(出所)各種資料を基に筆者作成

VCの最大のメリットとして、その後の資金調達がしやすくなることがあげられる。VCから資金調達をうけると、VCのお墨付きだと他の機関からの資金調達が容易になってくるのが理由だ。またVCはファンドを通して複数の多様な

5 企業への出資を行っているため、VCが仲介となり出資をされた企業同士の提携がしやすくなったり、VCが経営に関与することでVCが保有する知識やノウハウを提供してもらうなどの経営支援が受けやすいのも大きなメリットである。しかし、上記の通り出資金の用途は出資先により限定されていることが多い

10 ため、出資先による拘束力が強く、また、IPOの準備費用など多くの間接費用がかかることもベンチャー企業への負担につながっている。

②日本のVCの現状

「ベンチャー白書2017」によれば、調査企業206社のうちVCからの出資をうけている企業は86社でほかの120社は出資を受けておらず、40%の企業が

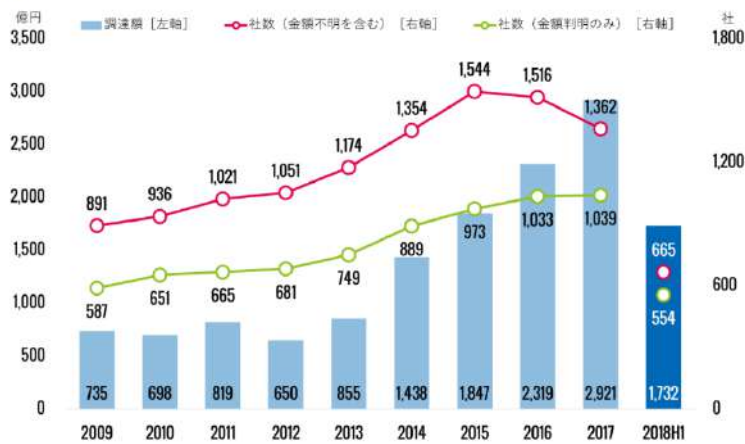
15 VCからの出資を受けているとはいえ、多くないことは見て取れる。また、序章に記述のとおり、アメリカではいまでは上場しているが「Twitter」社など多くのユニコーン企業が多くでてくるが、日本ではメルカリ一社のみである。図表19は国内スタートアップ時の資金調達総額の推移を示したものである。

日本のスタートアップ企業の資金調達額は年々増加傾向にあり2017年の資金

20 調達総額は2921億円に到達している。

(図表19)日本のスタートアップ企業の資金調達額と社数

国内スタートアップ資金調達金額と社数推移



(出所) 「entrepedia」 より引用

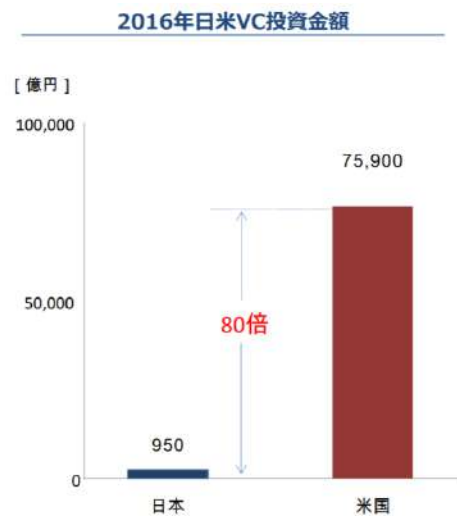
しかし、日本のベンチャー企業の資金調達の規模は限られたものであり、例えば米企業の「grail」は2016年創業ながら一社のみで13億8,000万ドルもの資金調達実績があった。この資金調達総額の40%近くはVCからの資金調達に依存している。ゆえにこの違いの一つにVCの規模の差があることも言える。JVCAの資料によると、2016年の日本のVC投資額は約950億円と順調に成長していることがわかる。しかし、米国のVC投資額は約7.6兆円と日本の約80倍もの金額である(図表20、21)。

(図表20) VC投資金額推移



(出所) 「JVCA」 より引用

(図表21) 2016年日米VC投資金額

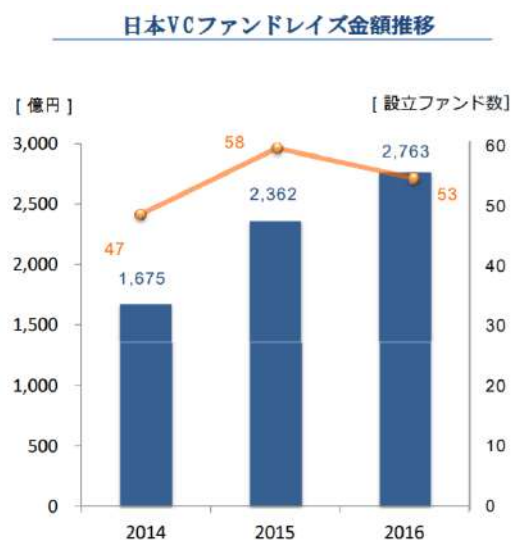


(出所) 「JVCA」 より引用

5 ファンドレイズをみても日本の金額が約 2,763 億円であるのに対し、米国のファンドレイズ金額は 4.6 兆円とこちらも約 17 倍と大きな開きがある。こうした規模の差に日本のベンチャー企業が資金調達の面で遅れを取る要因となっていると言わざるを得ない(図表 22、23)。

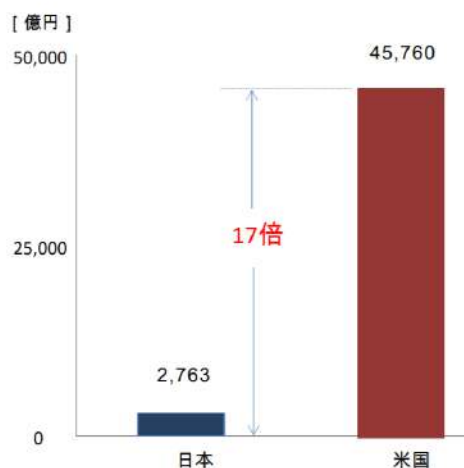
(図表 22) 日本 VC ファンドレイズ

金額推移



(図表 23) 日米 VC ファンドレイズ金額

2016年日米VCファンドレイズ金額

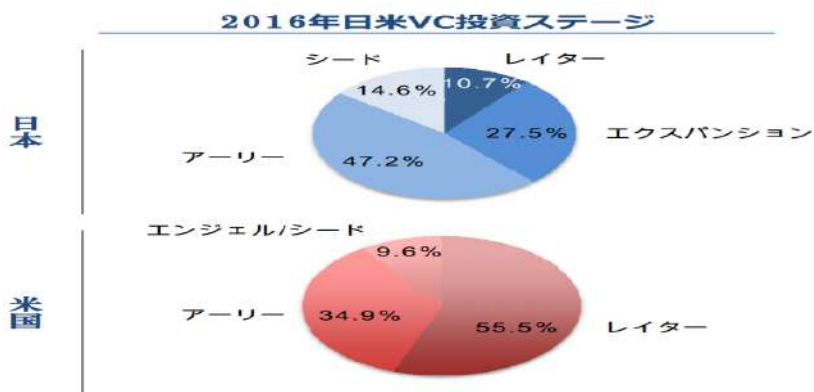


10 (出所) 「JVCA」より引用

(出所) 「JVCA」より引用

15 VCの資金調達は、将来性のある企業に投資をし、その後それら企業が IPO することで売却をしキャピタルゲインを得ることが主だった目的であるが、これも JVCA の資料によると日本の VC はシード期、アーリー期に集中した投資だが、米国の VC は IPO までの大型投資のバックアップまでしっかりとフォローをする基盤ができています(図表 24)。これは第 3 章でも述べるが米国では M&A によって資金回収をするという基盤ができていますからである。

(図表 24) 2016年日米 VC 投資ステージ



(出所) 「JVCA」より引用

また、日本は米国にくらべて、大型機関投資家の割合が皆無であり、外資の獲得ができていないことも資金調達が難航することの1要因であると考察する。

(3)クラウドファンディング

クラウドファンディングとは、群衆 (crowd) と資金調達 (funding) 組み合わせた造語で封特定多数の人が通常インターネット経由で他の人々や組織に財源の提供や協力などを行うことである。クラウドファンディングは、防災や市民ジャーナリズム、ファンによるアーティストに支援、政治運動、ベンチャー企業への出資、個人・事業会社・プロジェクトへの貸付など、広い分野への出資に活用されている。

クラウドファンディングは大きく購入型、寄付型、貸付型、投資型の4つに分けられる。購入型とは、あるプロジェクトに対して支援者がお金を出資する代わりに支援者側が商品やグッズ、サービスを受けられる。購入型クラウドファンディングの代表的なサービスには、CAMPFIRE や Readyfor などがある。

寄付型とは、商品やサービスなどのリターンは基本的に発生しない。被災地の支援など社会貢献の強いプロジェクトが多く、支援者は寄付として支援を行うことができる。

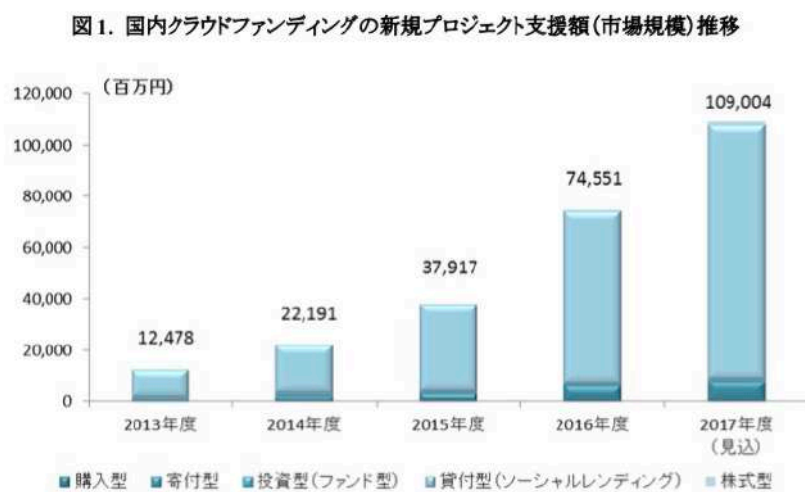
融資型とは、資産運用したい個人から小口の資金を集め、それを大口化して借り手企業に融資する仕組みである。

貸付型は個人から集めた資金を「融資」という性質を持っているため、金銭的リターンを得ることができる。投資型とは、支援者側が投資した金額に応じた配当や株式が発行される。少額の出資から始められるため、出資者を集めやすいのが特徴。

- 5 2016年度の国内クラウドファンディングの市場規模は新規プロジェクト支援額ベースで、前年度比96.6%増の745億5100万円と拡大した。2016年度の市場規模を類型別にみると、購入型が約62億円、寄付型が約5億円、投資型が約3億円、貸付型が約672億円であった(図表25)。最も規模が大きい類型は貸付型で、約90.3%を占め、市場拡大に大きく貢献している(図表26)。

10

(図表25)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推移



(出所)「矢野経済研究所 国内クラウドファンディング市場の調査」より引用

- 15 (図表26)2016年度の国内クラウドファンディングにおける類型別構成比

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おり、投資を受けたベンチャー企業がその後急成長し、半導体産業や IT 産業を形成したからである。つまり、ベンチャー企業家の生態系（エコサイクル）が形成されている。日本に比べて、エンジェル投資家の規模が大きいと言える。

5

図表 14 から明らかなように、日本におけるエンジェル投資家の規模はアメリカと比べて、数、投資額ともに劣っていることがわかる。またこの状況に付随して、若いエンジェル投資家も育っていないのが現状だ。そこで、経済産業省は、創業促進による経済活性化の観点から、エンジェル投資を促進するためにエンジェル税制という制度を始めた。エンジェル税制とは、ベンチャー企業への投資を促進するためにベンチャー企業へ投資を行った個人投資家に対して税制上の優遇措置を行う制度だ(図表 27)。

10

(図表 27)投資した年に受けられる所得税の優遇措置 (A、B いずれか選択)

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、その年のそう所得額から控除 ※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、その年の他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) 経済産業省「エンジェル税制のご案内」P.1 より作成

15

(図表 28)株式を売却し損失が発生した場合、受けられる所得税の優遇措置

対象企業の株式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)できる。

(出所) 経済産業省「エンジェル税制のご案内」P.1 より作成

20

先に述べた通り、我が国のエンジェル投資家は、自らの事業経験等をベンチャー企業の創業や成長に役立てたいと考えている者が多く、幅広い所得階層から

成り立つ。エンジェル税制によって所得税額控除が取り入れられると、投資時点での優遇税制の恩恵を受けられなかった層に対して、大きな政策インセンティブを与えることが出来る。しかし、優遇措置を受けるための手続きが複雑であることから、エンジェル税制の利用が低調であることも指摘されている。幅広いエンジェル投資家の利用を促進するために、手続きの簡略化が求められている。(図表 28)

2-4 公的支援

10 社会的信用がないため、金融機関などから資金を調達することが難しく、大企業と比較すると財務的基盤が脆弱である中小企業のために、様々な公的な支援が国や地方自治体によって用意されている。その中でも、①税制優遇②補助金・助成金③信用保証について述べていきたい。

① 税制優遇

15 中小企業には、自企業の魅力の向上を図るための投資を行う場合、新規事業開拓のために試験研究をする場合などの企業活の様々な局面に応じて使える税制が用意されている。原則 23.4%である法人税率が年 800 万以下の所得金額の部分については、税率が 15%に軽減される他に交際費、少額固定資産の償却、欠損金の繰越控除等毎期ごとに優遇される税制が主なものである。しかし、その他にも賃上げに対する所得拡大税制や設備投資に対する中小企業投資促進税制などヒトやモノに投資した場合に優遇が受けられる税制も存在する。税制の優遇を受けるために大企業に成り上がらずに意図的に中小企業のままとどまる企業もある。

② 補助金・助成金

25 補助金と助成金とは、どちらも国や地方自治体から交付される返済不要の資金である。助成金は資格要件を満たしていれば受給できるものであるのに対し、補助金は事業計画書などを提出し、補助金の妥当性と必要性をアピールし審査に通過しなければ受給できないという違いがある。様々な補助金・助成金の種類があるが使用用途が限定されているという特徴がある。しかし、返済不要という特性上から財務基盤が脆弱な中小企業には需

要が高い資金調達方法である。しかし、補助金・助成金は短期的な資金調達であるため、長期的な展望に立った事業に向いていない。

③ 信用保証

信用保証とは、中小企業等が金融機関から事業資金を借り入れる際、信用保証協会が公

5

式な保証人になることにより、中小企業等の資金繰りを円滑にすることを目的としている(図表 29)。

(図表 29)信用保証制度の仕組み



10

(出所) 「全国信用保証協会連合会」より引用

信用保証協会は、中小企業から保証料を徴収し、借り入れを保証している。

15

しかし、中小企業側の債務不履行が生じてしまった場合、信用保証協会は金融機関に対して代位弁済を行う。そのため企業側は保証人や担保が不要なく長期的に資金を調達することが可能である。さらに、金融機関のプロパー融資と信用保証付き融資の併用により融資枠の拡大も図ることができる。しかし、信用保証制度に依存しすぎることによってモラルハザードの発生や代位弁済の増加に伴う財政コストの観点からも課題が見受けられ、信用保証制度の持続可能性が問われている。

20

第3章 中小・ベンチャー企業金融の課題

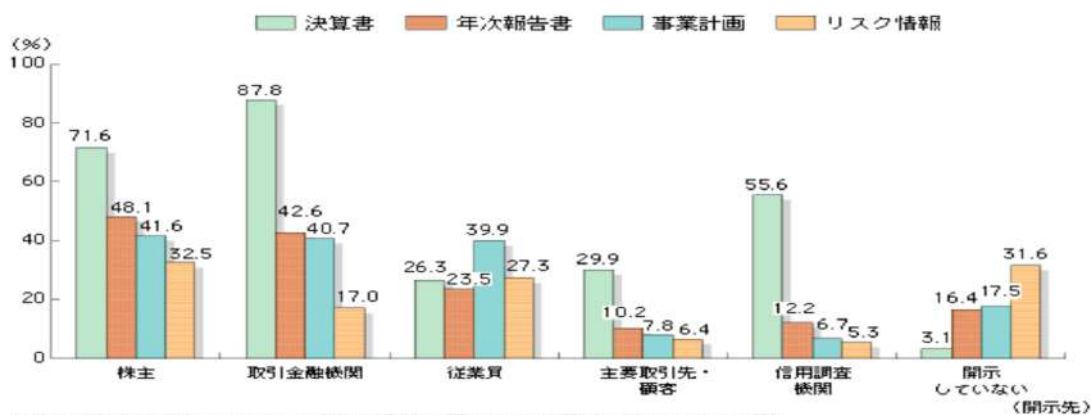
3-1 間接金融の課題

- 5 前述した通り、「情報の非対称性」が間接金融における問題点であると分かる。この問題を解決することが出来れば、円滑な資金調達が可能となると考える。下のグラフ(図表 30)は中小企業が関係者に対して決算書、事業計画書等の情報開示をどのように行っているのかを示している。これによると、開示していない割合が存在し、特にリスク情報の未開示は30%を上回っている。また、中小企業の多くは取引先の金融機関に対して決算書を提供しているが、年次報告書、事業計画、リスク情報の提供は決算書に比べて行われていない実態が浮かび上がる。このように決算書に比べて年次報告書、事業計画、リスク情報の提供が低調である傾向は株主や主要取引先・顧客に対しても同様である。

15 (図表 30) 企業情報の開示先

第3-2-28図 企業情報の開示先

～中小企業の企業情報の主たる開示先は取引金融機関、株主の割合が高い～



資料：(株)東京商工リサーチ「資金調達に関する実態調査」(2007年11月)
 (注) 複数回答のためそれぞれの合計は100を超える。

(出所)「中小企業白書」より引用

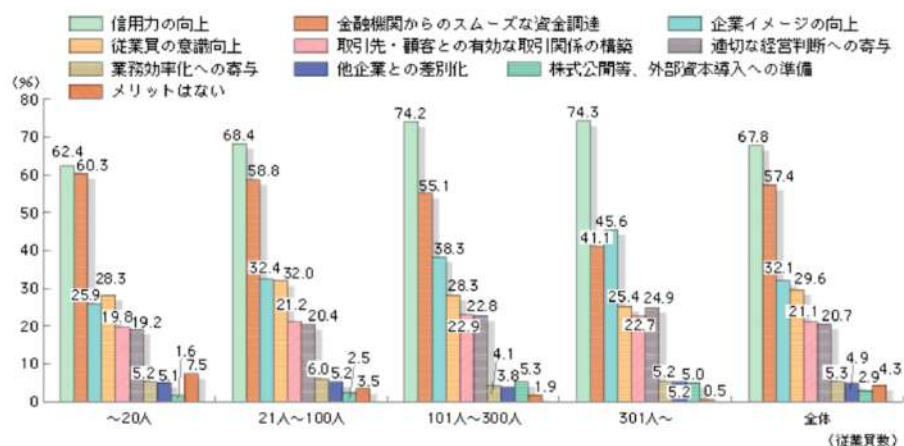
- 20 図表 31 は、情報開示に対して中小企業はどのようなメリット感じているのかについてのアンケート結果である。従業員規模で小さな企業から中堅の企業までおおむね共通して「信用力の向上」や「金融機関からのスムーズな資金調達」を情報開示のメリットとして挙げる企業が多く、「メリットはない」とい

う回答は少数である。このように、円滑な資金調達をメリットと捉える企業は多いことが分かる。

(図表 31) 情報開示のメリット

第3-2-29図 情報開示に伴うメリット(従業員規模別)

～従業員規模が大きくなるほど、「企業イメージ」、小さくなるほど「金融機関からの資金調達」をメリットとしている～



資料：(株)東京商工リサーチ「資金調達に関する実態調査」(2007年11月)
 (注) 複数回答であるためそれぞれの合計は100を超える。

5

(出所) 「中小企業白書」 より引用

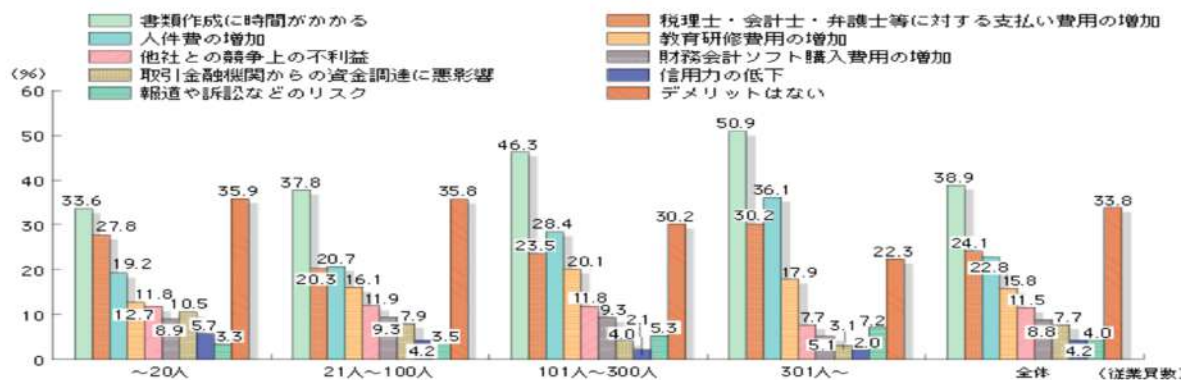
図表 32 は、情報開示に対するデメリットについてのアンケート結果である。「書類作成に時間がかかる」、「税理士、会計士、弁護士等に対する支払い費用の増加」、「人件費の増加」を挙げる中小企業の割合が高いが、「デメリットはない」との回答も一定程度ある。

10

(図表 32) 情報開示のデメリット

第3-2-30図 情報開示に伴うデメリット(従業員規模別)

～従業員規模が大きくなるほど、情報開示に時間的、人的コスト負担を感じている～



資料：(株)東京商工リサーチ「資金調達に関する実態調査」(2007年11月)
 (注) 複数回答であるためそれぞれの合計は100を超える。

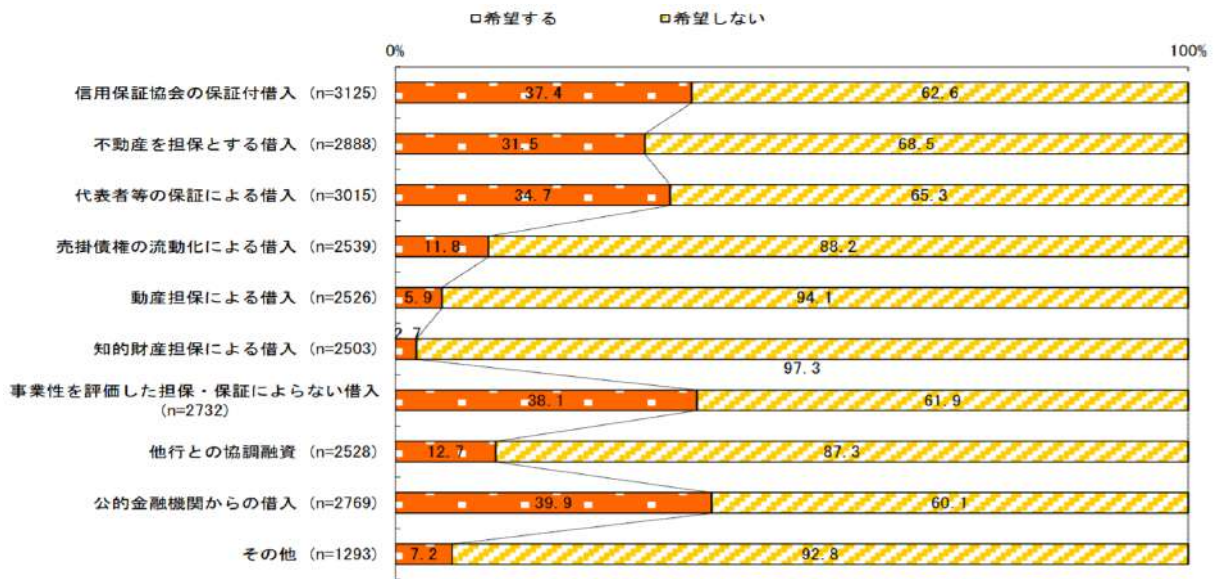
(出所) 「中小企業白書」より引用

以上本節で論じてきたことをまとめると、適切に情報開示をしていない企業が中小企業に多い。また、情報開示を行っている企業が感じるメリットに「円滑な資金調達が可能」が多く挙げられており、デメリットには「時間が費用がかかる」という点が挙げられている。したがって、情報開示をしない企業があること・情報開示にかかる時間や費用の削減が課題であると考えられる。4章ではこの課題を踏まえた提言をしたいと思う。

10 3-2 間接金融の課題

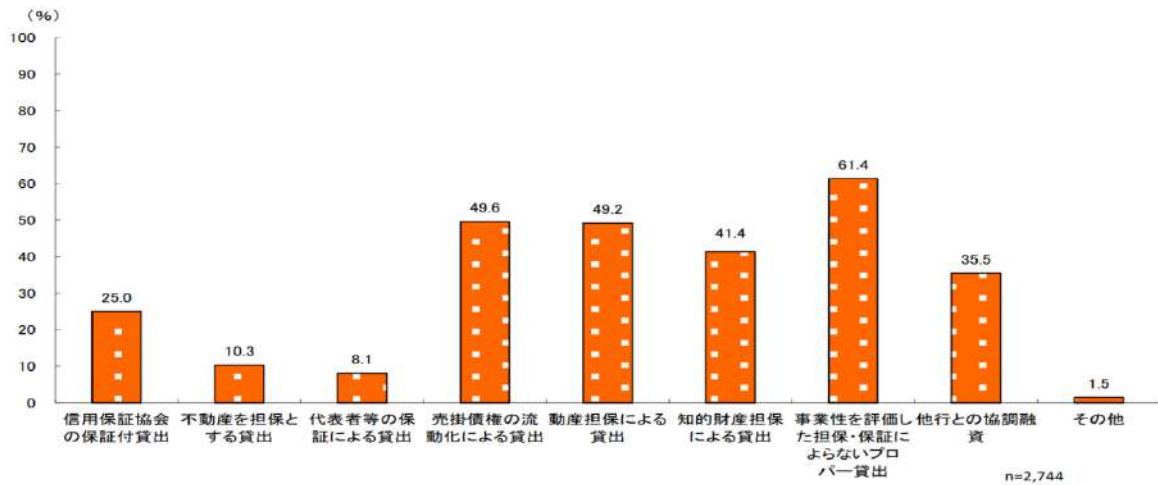
現状の課題についてみずほ総合研究所が調査した資料(図表 33)によると、多くの中小企業は借入の方法として「公的金融機関からの借り入れ」(39.9%)、「事業性を評価した担保・保証によらない借り入れ」(38.1%)を希望する中小企業が多い。また、貸し手側においても今後重点を置いて取り組みたい貸出手法として「事業性を評価した担保・保証によらないプロパー貸出」の割合が61.4%と高くなっており、借り手・貸し手ともに出資先の事業性の評価を行い安心して資金調達を行いたいと考えていることがうかがえる(図表 34)。

20 (図表 33)希望する借入手法



(出所) 「みずほ総合研究所 中小企業における資金調達の実態」より引用

(図表 34) 重点を置いて取り組んでいる貸出手法



5

(出所) 「みずほ総合研究所 中小企業における資金調達の実態」より引用

10 このように、中小企業・ベンチャー企業への資金調達の審査材料としてそれら企業のメガバンクが計算書類として開示を求め、事業性の評価を求めることはできる。しかし、会社法には「株主及び債権者は」、株式会社の営業時間内は、いつでも計算書類等の書面の閲覧を請求することができるが、新規で出資を考えているような投資家等については適用外となっている。また、官報または定款に記載すれば広告等他の方法によって情報開示をすることされている。

しかし、これについても多くの中小企業が各 HP にのせている IR 情報は貸借対照表や損益計算書(以下 B/S、P/L)など基本的情報をのせてはいるがそれで十分とは言えない。

5 これとは対照的に上場会社には金融商品取引法(以下、金商法)のもと有価証券報告書等の提出が義務付けられる。その内容は B/S、P/L だけでなくキャッシュフロー計算書(以下、C/S)やセグメント情報など細かい情報までのることになり、EDINET といわれる検索サイトなどのネット上でしらべることも可能だ。しかし、非上場会社についてはその義務はない。すなわち、非上場会社への出資についてネットで検索して細かい情報を引き出すことはできないのが現状である。

3-3 VC の課題

前述した通り、日本ではアメリカに比べて VC による資金調達が普及しておらず、創業から IPO まで一貫して融資を受けている企業は少ない。そこで日本
15 で VC が普及しない理由を論じれば以下の通りである。

(1) IPO 以外に VC が EXIT を受ける方法がないこと。

日本の VC が依然として、EXIT を IPO のみにしか期待できないということがその理由として挙げられる。現在アメリカでは IPO による EXIT だけでなく M&A による EXIT が大半を占めている。

20 このことについて、第 2 章でも述べた通り、日本においては M&A の数がアメリカに比べて少なく、VC が EXIT を受ける選択肢がほぼ IPO だけに限られ、ハイリスクなため投資家が増えないということが言える。

一方アメリカの場合、大企業がスタートアップ企業を買収し、利益を得たスタートアップ創業者が VC を始めたり、再び起業したりというサイクルが当たり
25 前になってきている。つまり、アメリカでは M&A で確実に EXIT を回収し、そのサイクルを繰り返す中で VC を普及させてきたということが言える。

(2) キャピタリストの人材の不足。

独立系 VC の活躍や若手の出現などはあるものの、現在の日本には海外のキャピタリストと肩を並べられるほどの能力を持ったキャピタリストの人材が圧

倒的に少ない。ビジネス変化の激しい現代において、ベンチャーのリスクを見極めて目利きをし、経営支援するために最も適した人材は、実際に自分で起業し企業を成長させた人材や企業で新事業を創出することに成功した人材とされている。しかし、前述でも述べたように日本においては、Apple や Google

5 などに類似する新興企業の圧倒的な不足からもわかるように、起業を大成させた起業家はなかなかいないのが現状である。

(3) 投資資金の流入の不足

アメリカの VC の投資金額は年間 2 ～ 3 兆円、日本の VC の投資金額は年間 1000 ～ 2000 億円とかなりの差が出ている。また、ファンド規模や 1 件あたりの投資金額にも大きな差があるが、この原因はベンチャーファンドに流れこむ投資資金の量の差にある。特に、独立系の VC の経営は、近年の新興市場の低迷による資金回収難で難しくなっている。

10

3-4 エンジェル税制の課題

日本におけるエンジェル税制の課題を一言で言えば、投資メリットが小さいことである。諸外国と比べると投資家の税負担が非常に大きい。投資家の利用を促すためには、制度を柔軟に設計する必要がある。つまり、エンジェル税制の拡充が求められている。ここで、他国における個人投資家向けのエンジェル税制と、日本のエンジェル税制の比較を見てみたい(図表 35)。

15

20 (図表 35)日本と諸外国におけるエンジェル税制の比較

	日本	アメリカ	イギリス
ベンチャー投資に対する所得控除または税額控除	・「投資額-2,000円」の所得控除(上限は総所得の40%または1,000万円)。	・なし。	・EIS:投資額の20%(上限は50万ポンド)。 ・VCT:投資額の30%(上限は20万ポンド)。
ベンチャー投資に関するキャピタル・ゲイン税の減免	・他のベンチャー株式の購入を条件に、課税を繰り延べ(上記所得控除との選択制)。	・他のベンチャー株式の購入を条件に繰り延べ。 ・5年超の保有を条件に、キャピタル・ゲインの50%圧縮。	・キャピタル・ゲイン税の免除(EIS、VCT)。 ・(ベンチャー企業の株式に限らず)資産を売却して得たキャピタル・ゲインをEIS株式の購入に充てた場合には、EIS株式の売

			却時まで課税が繰り延べされる。
ベンチャー投資に関するキャピタル・ロス	・通常所得との通算はできない。キャピタル・ゲインとのみ相殺できる。その年に相殺しきれなかったロスについては、翌年以降3年間にわたって繰り越しができる。	・10万ドルを上限に、その年の通常所得と通算できる。その年に通算しきれなかったロスについては、無制限に繰り越し可能で、毎年3,000ドルまで通常所得と通算できる。	・その年の通常所得と通算できる (EIS)。

(出所)みずほリサーチ「ベンチャー税制の改革の方向性」を基に作成

英国では個人によるベンチャー投資に対する税制優遇措置として、ベンチャー企業株式への直接投資を対象とした EIS (Enterprise Investment Schemes) と
5 ファンド経由の間接投資を対象とした VCT (Venture Capital Trusts) の 2 種類がある。イギリスのエンジェル税制においては、投資額に対する税額控除が EIS では 20%、VCT では 30%認められており、キャピタル・ゲインは EIS、VCT 共に非課税とされている。イギリスでエンジェル税制が進んでいるのは、以上のよう
10 こまでの優遇措置は取っていない。日本におけるエンジェル税制の大きな課題は、エンジェル税制の設計が、投資家の税負担を軽減する形になっていないからだと考える。

15

第4章 望ましい資金調達の提言

4-1 間接金融・直接金融への提言

これまでも述べたように、中小企業は間接金融からの資金調達に頼らざるを得
20 ない状況となっている。そこで、直接金融からの資金調達も今後中小企業にとって重要な資金調達方法になってくる。従って間接金融の課題に触れた上で、次章でその打開策を述べ、より間接金融からの資金調達が容易に行えるように

提言し、間接金融による資金調達をどのように行っていくと中小企業が活性化するかという提言をしていく。

第3章で述べたように、間接金融・直接金融共に情報開示の人的リソースやコストに対する課題がある。我々は考えた提言は、この課題を解決させるものである。

5

まず、出資先の評価を重点におきたい出資者側としてほしい被出資者のためにも、いま非上場会社について義務化されない情報開示のシステムを整備すべきである。具体的な方策として、クラウドファンディング等による出資を行う時に事前にその収支先につく情報を見られるようなシステムをつくることだ。

10

非上場会社についても一律に上場会社のような情報開示義務を課すことは不公平でありナンセンスである。そうではなく、さらなる飛躍のためクラウドファンディング等に登録し資金調達を望む中小企業・ベンチャー企業が出資者にのみ自社の情報開示を行うシステムを整備すべきである。それをするもののメリットとして第三者へ利害は及ばないし、当事者間での交渉をスムーズに進めることができる。よって中小企業・ベンチャー企業の詳細な情報開示を提言する。

15

また将来的な提言として、環境省が2019年、防衛省が2021年より本格運用を目指しているように「AI」の導入をすることで解決することができると思う。仮に、設置費用や運用コストがかかってしまったとしても、情報開示にかける人的コストを減らせるのは、中小企業からしたら大きなメリットとなるだろう。また、金融機関やVCからの資金調達ができるようになるのであれば多少の先行投資は必要となるが、これもまた、人的コストの削減という点でメリットが打ち勝つと考える。

20

25 4-2 VCへの提言

日本においてIPO以外にVCがEXITを受け取る方法がないという課題に対して、日本においても、アメリカに習い日本の起業家にとって、IPOが目標ではなくEXITの選択肢の1つになり、M&Aが普及した時にアメリカのようなサイクルが生まれ得る可能性があると言える。さらには、そのようなサイクルが生

まれれば、VCがEXITを受けられないというリスクが減るためVCが普及する可能性がある。

したがって、アメリカのようにM&Aを推進しVCがM&AによるEXITを受けられるようにするサイクルを作ることを提言したい。アメリカのような体制が生まれれば、第3章でも述べたように新たな投資家が増えたり、新興企業が増えたりという相乗効果が得られると考えられる。

人材不足に関しても、EXITの課題が解決されアメリカのようなサイクルが生まれれば、優秀な人材は生まれてくると考えられる。

流入資金の不足に関する課題については、海外からの投資を受け入れやすくすることで解決できると言える。我が国のベンチャーキャピタルの投資受入額に締める海外からの出資はJVCAによるとわずか0,7%に過ぎない。それに対し、アメリカは海外から3割近い資金を獲得している。このことからわかるように、日本のVCにおいても海外から出資しやすい体勢を作りことを推進したい。

2005年度から外国人に対して組合契約事業から生ずる利益の配分に20パーセントの所得税源泉徴収措置がなされており、この措置が海外投資家離れになっているとも言われている。もちろん海外から我が国に対する投資資金が活性化し、我が国の経済のイノベーション促進・活性化に資するためには我が国の新規事業が魅力的であることが大前提である。

20

4-3 エンジェル税制への提言

エンジェル税制の拡充に向けた提言として、キャピタル・ゲインに対する課税軽減をあげたい。現在、日本におけるエンジェル税制の中にキャピタル・ゲインに対する課税軽減は含まれていない。諸外国の研究の中では、キャピタル・ゲインの実効税率とベンチャー投資の間には負の相関があるという研究結果もあり、キャピタル・ゲイン税の軽減が実行されれば、潜在的にベンチャー投資を促進する効果が期待できるだろう。日本はなぜ、キャピタル・ゲインに対する課税を軽減できずにいるのか。そこには、日本における税制度に対する考え方が関係しているのではないだろうか。累進課税制度に見られるように、日本の税当局は税負担の「公平の法則」を重んじている。これはつまり、「担税能

30

力のある人に税を負担してもらおう」という考え方だ。エンジェル税制の対象者の一般像として、キャピタルゲインで資産を築いた元資産家や、地域の中堅企業の創業者で引退した人、大企業で経営を経験した元経営者など様々な人たちが挙げられるが、その多くは投資余力のある比較的富裕層が多いという共通点がある。日本の税当局としては、「富裕層で担税能力のある人々に対して税を軽減する必要はない」という考え方もあるだろう。しかし、その考え方がキャピタル・ゲインに対する課税軽減を妨げ、さらにはエンジェル税制の難航を生み出している可能性もあると考えている。エンジェル税制の利用を促進するためには、投資するメリットを大きくする必要がある。言い換えると、投資家

5

10

に取って魅力的な税制へと拡充する必要がある。そのために、キャピタル・ゲイン減税は、税制上の施策として検討する価値がある。

15

20

25

< 参考文献 >

・ 嶋内秀之・伊藤一彦（2008年）『ベンチャーキャピタルからの資金調達』
中央経済社

・ 商工組合中央金庫編集（2016年）『中小企業の経済学』千倉書房

5 ・ 本柳祐介（2017年）『資金調達ハンドブック』商事法務

・ 山本純子（2014年）『入門クラウドファンディング：スタートアップ、新規プロジェクト実現のための資金調達法』日本実業出版社

< 参考 URL >

・ 一般財団法人 VEC「ベンチャー白書 2015 発表資料」

10 https://docs.google.com/document/d/1QP2gwWR2Lt79SaaNPL_0U4Z154nvXTE0nMRVZsECm3Bg/edit

・ 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会

<https://jvca.jp/>

・ 一般社団法人日本中小企業金融サポート機構

15 <https://chushokigyosupport.or.jp/column/detail.php?categorySlug=bank&slug=direct-indirect>

・ 金融庁

<https://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/ginkou/f-20030328-2.html>

・ 経済産業省「エンジェル税制のご案内」

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

・ 経営ハッカー

<https://keiei.freee.co.jp/2015/09/18/venture-difficulty/>

・ 大和総研『ベンチャー企業の資金調達』

<https://www.dir.co.jp/report/research/capitalmkt/securities/12030201>

25 <capital-mkt.pdf>

・ 全国信用保証協会連合会

<http://www.zensinhoren.or.jp/guarantee-system>

・ 大和総研「ベンチャー企業の資金調達」

<https://www.dir.co.jp/report/research/capital->

30 <mkt/securities/12030201capital-mkt.pdf>

- ・ 中小企業庁『会計処理・財務情報開示に関する中小企業経営者の意識アンケート』
<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h20/h20/html/k3230000.html>
- 5 ・ 中小企業庁 「中小企業税制」
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/PDF/chusho/00Hakusyo_zentai.pdf
- ・ 中小企業庁調査室「2016年版 中小企業白書概要」
www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H28/PDF/h28_pdf_mokujityuuGaiyou.pdf
- 10 [ou.pdf](http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/PDF/chusho/00Hakusyo_zentai.pdf)
- ・ 中小企業白書 2018年版
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/PDF/chusho/00Hakusyo_zentai.pdf
- ・ 中小企業白書「第三部 地域経済と中小企業の活性化」
<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h20/h20/html/k3230000.html>
- 15 [tml](http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h20/h20/html/k3230000.html)
- ・ 東洋経済新聞オンライン
<https://toyokeizai.net/articles/-/182671>
- ・ 東洋経済新聞オンライン 『ベンチャーキャピタルは、「産業」になるか』
<https://toyokeizai.net/articles/-/78192?page=4>
- 20 ・ 日刊工業新聞「環境省、ESG情報開示基盤にAI機能 19年初め追加」
<https://www.nikkan.co.jp/articles/view/00482967>
- ・ 日経ビジネス「思想なきエンジェル税制」
<https://business.nikkeibp.co.jp/article/topics/20070713/129820/?P=1>
- 25 ・ 日本銀行 「非金融部門の資金調達内訳表」
<https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exsj03.pdf>
- ・ 野村総合研究所「起業・ベンチャー支援に関する調査」
http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2016fy/000285.pdf
- ・ ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会「ベンチャー企業の資金調達に関する中間報告」
- 30

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

- ・ベンチャー白書

http://www.vec.or.jp/wordpress/wpcontent/files/2017_VECYEARBOOK_JP_VNEWS_01.pdf

- 5
- ・ベンチャー有識者会議とりまとめ

http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/downloadfiles/yushikisya_kagi_torimatome.pdf

- ・毎日新聞「防衛省文書」

<https://mainichi.jp/articles/20180917/k00/00m/040/118000c>

- 10
- ・真面目な資金調達マニュアル

<http://tyotatu.tsukioka-1.com/1/1.html>

- ・みずほ総合研究所

<https://www.mizuhori.co.jp/publication/research/pdf/research/r060601management.pdf>

- 15
- ・みずほリサーチ『ベンチャー税制の改革の方向性』

<https://www.mizuhori.co.jp/publication/research/pdf/research/r110501tax.pdf>

- ・矢野経済研究所

<https://www.yano.co.jp/press/download.php/001730>

- 20
- ・A-port

<https://a-port.asahi.com/guide/>

- ・BOXIL

<https://boxil.jp/mag/a28/>

- ・entrepedia

- 25
- http://entrepedia.jp/#finance_news

- ・Future Venture Capital

<https://www.fvc.co.jp/>

- ・JVCA「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会」

http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/daiyoji_sangyo_risk/pdf/001_07_00.pdf

- 30

- M&A マーケット

<https://ma-market.com/column/35/>

- M&A CAPITAL PARTNERS

https://www.ma-cp.com/about_ma/small_ma.html

- 5
- VENTURECLIP

http://kansai.ventureclip.com/3403152016/early_seed_series_a/22