

ISSN 1884-0868

中小機構調査研究報告書

第3巻 第3号(通号9号)



「地域ベンチャーファイナンスに関する調査研究」

2011年3月

独立行政法人 中小企業基盤整備機構

経営支援情報センター

目次

報告書要旨	I
-------	---

第一部 地域活性化型ベンチャーファンドの存在意義・可能性

(経営支援情報センター リサーチャー 峯岸信哉)

第一部 要点	1
序章 調査概要	3
第1章 はじめに	5
第2章 地域ベンチャー企業の資金調達についての理論的ポイント	9
(1) 地域中小企業の特殊性	9
(2) 地域中小企業の資金調達方法	11
第3章 地域ベンチャー企業の資金調達動向	15
(1) 中小企業の資金調達手段：銀行融資	15
(2) 中小企業の資金調達手段：日銀の成長資金投入の可能性	16
(3) 中小企業の資金調達手段：リスクマネー供給(データによる理解)	17
第4章 地域ベンチャーファンドの特殊性と実態	21
(1) 地域ベンチャーファンド組成の歴史的経緯	21
(2) 地域ベンチャーファンドの特殊性	31
(3) 地域ベンチャーファンドの類型	55
第5章 結論と考察・提言	61
第6章 まとめ	65
[参考文献]	68

第二部 日本銀行による成長基盤強化策の地域ベンチャーに及ぼす影響

(成城大学 社会イノベーション学部 教授 内田真人)

序章 はじめに	69
第1章 日本銀行の新たな成長基盤強化支援策	71
第2章 本スキームを用いた貸出・投資の現状	75
第3章 地域ベンチャーの現状	83
第4章 課題と展望	87
[参考文献]	90

「地域ベンチャーファイナンスに関する調査研究」報告書要旨

2010年度ナレッジリサーチ事業「地域ベンチャーファイナンスに関する調査研究」では、地域密着型ベンチャー企業の資金調達に関して、①地域ベンチャーファンドと、②日銀による成長基盤強化を支援するための資金供給策という2つの観点からの研究を行った。本年の研究における成果は以下の通りである。

第一部 「地域活性化型ベンチャーファンドの存在意義・可能性」

リーマンショック以降、日本経済はいまだに上昇気流に乗り切れていない。とりわけ、地方経済、地方の中小企業はトンネルから抜け出す光すら見えていない。本調査は、こうした背景の中で浮上のきっかけになるのはベンチャー企業の成長であろうと考えている。その中でも、日本経済の土台であり安定的発展のために不可欠という点で、地域に拠点を置くベンチャー企業に焦点を当てている。

地域ベンチャー企業は信用力や経験が相対的に少ないために、主たる資金調達として銀行融資に頼ることは難しい。そこで、リスクマネーであるベンチャーファンドを活用する方法が、1990年代から注目されるようになった。当時は全国的なIPOブームだったために、地域ファンドも含め、積極的な利益獲得を想定したファンド作りが行われていった。この時代の地域ファンドの多くが2011年度以降に満了を迎える（いわゆる2011年問題）。IPOブームが終息し、リーマンショックなどのマイナス要因が増えた現在において、地域ファンドの成果が厳しいものとなっていることは容易に想像できる。その結果、運用結果だけを見ている人々からは、ファンドそのものの存在意義がなかったかのように言われてきている。

本調査はこうした背景を踏まえ、当時の地域ファンドがどのような特徴を持って作られたのか、今後の地域ファンドはどのように変化をしていくべきなのかなどについて検討することを目的としている。確かにリーマンショックなどがファンドの成果に影響を及ぼしたことは、ある部分では事実かもしれない。しかし、「もしアクシデントがなければ全ての地域ファンドが問題なく満了を迎えていたか」を考えると、自信を持ってイエスとは言えない関係者も出てくるであろう。こうしたケースの地域ファンドに関して、歪みをもたらした組成・運営上の要因を明らかにし、どのような改善点が必要だと現場の関係者が感じたのか。これらの点を明らかにすることによって、次世代の地域ファンドに対してあるべき姿が見えてくると考えられる。地域活性化という目的のために適切なファンド形態が活用されれば、地域企業・経済は更なる発展を期待することができると思える。

第二部 「日本銀行による成長基盤強化策の地域ベンチャーに及ぼす影響」

日本経済が直面している喫緊の課題は、一方で社会保障制度、財政問題を克服しながら、他方で IT 化、グローバル化等の環境変化に対応して中長期的な経済成長力を引き上げることにある。後者の課題克服のためには、新たな発想によるイノベーションが重要である。しかしながら、活力ある新たな産業を生み出せないままに、旧来型の産業が衰退していることから、日本経済の成長率は趨勢的に低下傾向にあり、特に地方では新しい産業の創出が求められている。また、成長が期待される企業へのリスクマネーの供給が現状十分に行われているとはいえない点も対応を考えなければならない。

こうした中で、日本銀行は量的緩和政策に加えて、民間金融機関がよりリスクに基づいた貸出を行えるよう金融面から支援するため、2010年6月「成長基盤強化を支援するための資金供給策」を導入した。そして、2011年3月までに2兆1,615億円の資金を供給している。また、本措置に伴って、金融機関からは2010年4～12月の9か月間で2兆3,156億円の貸出・投資が企業の成長分野向けに資金供給された。

本稿では、こうした日本銀行による新たな資金供給措置が既存の貸出やベンチャーファンドとどのような関係にあるのか、ベンチャー活動の呼び水の効果があるのかなどの点について、新制度がスタートした9か月間のデータと関係先へのインタビューを織り交ぜて考察し、課題と今後に向けた提言をまとめた。

第一部 地域活性化型ベンチャーファンドの存在意義・可能性

経営支援情報センター
リサーチャー 峯岸信哉

第一部 要点

(目的) 従来の地域ファンドにはどのような課題があるのか、今後の地域ファンドはどのような形に変化していくべきなのかを検討。

- 一般的な中小・ベンチャー企業への支援策は大きく2つに分類できる。1つは銀行融資やファンド出資などの資金供給面での支援、もう1つはアドバイスなどによる企業育成のための情報提供面での支援である。
- 2つの支援はどちらか一方だけでは不十分なのではないだろうか。両方が揃ってこそ安定的な中小企業の発展が考えられる。
- 地域ファンドに関して見ると、アドバイス等のソフト支援がうまく機能していなかったり、ファンドの大量償還いわゆる2011年問題という状況が起こりつつある。
- この問題の本質はどこにあるのか、なぜうまく支援が機能しないのかをしっかりと考えなければ、次世代の中小企業に対する重要な資金供給源がなくなってしまう。

(検証1) ファンドが組成されていた時代背景の検討。

- 地域ファンドが多く作られた時代背景の検討。
- 1990年代後半、民間投資機関による利益獲得目的によってベンチャーファンドブームが引き起こされ、また自治体の地域振興政策も高まっていた。こうした時代背景の中で2000年前後に、地域ファンドが各地で大量に組成された。
- この時代のファンドが10年間の運営期間を経て、2011年度以降に次々と満了を迎える。
- しかしながら、近年の9.11事件やリーマンショック、トヨタクライシスといった経済事象やIPOブームの終焉のために、これらのファンドは厳しい結果となっていると予想される。
- ただし、不況だけがファンド苦戦の理由ではないかもしれない。ブームに便乗したファンド組成のケースも考えられ、地方自治体も「形式さえ整えれば簡単に利益を生み出せるはず」と油断していた可能性がある。
- また、出資企業の価値を高めるためのハンズオン支援（ソフト支援）が十分に機能していなかった可能性もある。

(検証2) 地域ファンドをうまく運営させている地域のヒアリング結果からの分析。

- 特徴的な地域ファンド運営を行っている地域を分析してみると、以下のような特徴が見出された。
 1. 支援機関の担当者同士によって、密な協力体制を作ることができている、
 2. 大学発ベンチャー企業の強みをうまく転用させた地域ファンド作りを行っている、

3. 大都市圏に相対的に近い、
4. 周辺にある複数の県と協力関係を築けている、
5. 自治体もしくは地元の大企業が、積極的なリーダーシップを発揮している、
6. 中小・ベンチャー企業の対象ごとにファンドを使い分けている。

(結果)地域ファンドがうまくいくための条件。

- 地域ファンドがうまく行くための条件としては、時代背景の検討からは以下のような結果を得ることができた。
- これまでのファンドにおける評価指標としては、主に「IRR」「IPOの実現数」が判断基準として扱われてきた。確かに、多くの中小・ベンチャー企業が毎年のように IPO を果たしている時代のファンド組成なので、これらの指標によって評価されるのもやむを得なかった。しかし、IPO ブームが永遠に続くわけではない。
- また、そもそも「地域活性化」を求めている地域ファンドはローリターンで構わないはずで、「IRR」「IPO数」などのハイリターン指標に惑わされるべきではない。支援機関のハンズオンと適切に連動することで、地域活性化としての「雇用創出」「税収増加」などの効果を求めるべきなのである。
- ヒアリング結果の分析からは、地域ファンドがうまく機能するためのいくつかの要因が得られた。ただし、①複数の県と協力関係を作る、もしくは②（小範囲であっても）担当者同士が強力な連携関係を築く、の2つが特に重要であろうとの結論が得られた。

(提案)地域ファンドでは IPO は必ずしも求められるものではない。企業が適切な段階を経ていき、結果として IPO を達成することは望ましい。

- 地域ファンドは、地域活性化をしっかりと踏まえた上で企業を成長させ、結果として IPO が達成されるのであれば望ましい。
- それゆえ、企業の成長に合わせたいくつかの地域ファンドのスキームが用意されていることが望ましい。

(課題)地域ベンチャーファンドの更なる発展のために。

- 今年度は、地域ファンドに関して主要な5都市について調査を行った。
- 現状を分析した結果、「地域ファンドはいくつかのスキームがあるべき」との仮説が提案された。しかしながら、ヒアリングサンプルが少ないため、この仮説に関してはまだ十分な検証ができていない。
- また、今後出てくるであろう“2011年問題”の結果を検証することで、理想的な地域ファンドの形態をより鮮明にできるのではないかと想定される。
- これらの課題を明らかにすることができれば、地域ファンドによる地域企業の安定的な発展が期待されると思われる。

キーワード：2011年問題、地域ファンド、ベンチャー企業、地域活性化、IPO

序章 調査概要

1. 調査の背景と目的

一般的な中小・ベンチャー企業に対する支援策としては、まず中小機構のハンズオンに代表されるような企業育成のためのソフト支援がある一方で、ファンドや銀行融資のような資金供給面での金融支援も存在する。中小企業への効果的な支援を行うためには、このような2つの支援が適切にかみ合っていることが重要であると言われている。ところが近年ではこうした中小企業支援策のうち金融面において、いわゆる2011年問題（ファンドの大量償還）という大きな問題が浮上してきている。本調査が対象としている地域ファンドは2000年ごろのIPOブームに加え、地域振興政策の高まりとも相まって各地域で大量に作られたが、そうしたファンドが2011年度以降に次々と満了を迎えることになるのである。しかしながら、近年の9.11事件やリーマンショック、トヨタクライシスなどのために、これらのファンドは十分な成果が出ていない、厳しい結果になっているということが予想される。ファンドの成果はIRRやIPO実現数などによって測られるのが基本であるが、近年の証券市場の厳しい状況のために、これらの点でも期待は見られなくなってしまっている。

本報告書はこうした背景を踏まえ、従来の地域ファンドの課題はどのような点にあったのか、今後の地域ファンドはどのような形に変化していくべきなのかなどについて検討することを目的としている。確かに、リーマンショックなどの予想不可能な経済事象がファンドの成果に影響したことは事実かもしれない。しかし、「もしアクシデントがなければ地域ファンドは問題なく満了を迎えていたのか」を考えた場合、全ての関係者が自信を持ってイエスとは言えないのではないだろうか。例えば、地域ファンドのスキームや関連機関の考え方の点で大都市圏と地方圏が画一的に扱われてしまったり、スキームを活用する人間の考え方やソフト面の支援方法が一貫しておらず、ぶれてしまったりするようなケースも考えられるからである。もしこれらのケースが当てはまるとすると、リーマンショックのような経済的な事件が発生しなかったとしても、十分な成果が出ない、あるいはファンドの効果が減退してしまう結果が出ていたかもしれない。ファンド出資という金融の支援方法と、ハンズオン支援などのソフトの支援方法、この2つの側面がどのようにつながれば、企業の成長や雇用促進、税収増加などの地域活性化という目標に近づけることができるのか。地域ベンチャーファンドの経験を検討することによって、次世代のファンド支援のあるべき姿が浮き彫りになるものと思われる。

2. 調査手法

① 基礎調査

- 先行研究をもとに、地域中小企業・ベンチャー企業はなぜ資金調達が困難なのか、その理由について整理を行った。
- 銀行融資や日銀による成長資金投入¹などが、地域中小企業の資金調達に関してどれほど重要な役割を担っているのかについて考察を行った。
- VEC²および中小機構の地域ファンドに関するマクロデータを用いて、地域企業に対するリスクマネー供給が近年どのような推移をしているのか、全国規模での傾向を分析した。

② ヒアリング調査

本調査では、具体的には（特徴的な地域ファンドの組成・運用を行っている）北海道・宮城・愛知・広島・福岡の5都市において、ベンチャーキャピタル（VC）・金融機関・自治体・ベンチャー企業などのファンド出資関連機関から聞き取り調査を行い、これらの疑問に対して考察を行っている。

3. 調査体制

<執筆>

峯岸 信哉 経営支援情報センター リサーチャー

<外部有識者>

内田 真人 成城大学 社会イノベーション学部 教授

<中小機構内部関連部署>

南野 真也 ファンド事業部 ファンド企画課 課長代理

山岸 玲子 ファンド事業部 ファンド企画課 主任

久田 貴昭 関東支部 チーフアドバイザー

<事務局>

矢口 雅哉 経営支援情報センター ディレクター

堀田 恭子 経営支援情報センター

4. 調査訪問先

- 北海道、宮城県、愛知県、広島県、福岡県
- 自治体3先、金融機関7行、VC8社、ベンチャー企業3社、その他2先。

¹ 日銀による成長資金投入についての詳細は、本号第二部の「日本銀行による成長基盤強化策の地域ベンチャーに及ぼす影響」において詳しく分析されている。(p.69)

² 正式名称は、財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（Venture Enterprise Center: VEC）である。

第1章 はじめに

2008年9月のリーマンショック以降、世界経済は大打撃を受け、日本経済もいまだ上昇気流に乗れていない。とりわけ、地方経済やそうした経済圏に属する中小企業はトンネルから抜け出す光すら見えていないのが現状である。しかしながら、これまでの日本経済の土台を支えてきたのはまぎれもなく中小企業であり、今後の経済においてもその重要性は変わらないであろう。むしろ、中小企業の底上げがなされなければ、地力のある日本全体の発展はあり得ない。

筆者が注目しているのは、中小企業の中でもとりわけ地域密着型の企業である。地域密着型企業は（都心部ではない）地方経済圏に所在し、自らが成長していく中で当該地域に何らかの形で利益を還元し、地域経済の活性化に寄与している。地方経済の活性化を図らなければ、その他の業種の産業も育たず、労働力は次々と都会に流出してしまう。その結果、労働力を失った地域は疲弊し、やがて日本全体の経済力・生産力のさらなる低下につながってしまうと考えられるからである。

こうした理由から地域密着の企業は重要であると考えられるのであるが、とりわけ地域において労働力の確保や産業の育成のための鍵を握っているのは、伝統的産業に属している中小企業のみならず、新たな分野にチャレンジしているベンチャー企業なのではないかと考えられる。なぜなら、新分野で起業し産業として成長していくことで、雇用拡大や地域としての人口増加の可能性も期待できるからである。伝統的な産業の復活ももちろん地方の活性化に重要かもしれない。しかしながら、中長期的な視点に立った場合、地域経済の活性化から大きなプラスの相乗効果を引き起こすためには、新産業の創生と伝統産業との共生が不可欠なのではないかと考えられる。これらの理由から本報告書は特に、地域に密着したベンチャー企業に注目をしている。

伝統的な中小企業は金融機関との長年のつきあいがあることから、信用力や経験があり借入などの支援を得られる可能性が高い。それに対して、ベンチャー企業は新技術を活用し既存の企業の間隙を埋めるような事業を展開しているので、銀行との関係を築くことがなかなか難しい。なぜなら、ベンチャー企業の多くは文字通り「新しい分野への冒険的」企業であり、銀行がそのような大きなリスクをとることはできないからである。銀行は預金者からの預金が融資への原資であり、返済を前提としたビジネスモデルである。それゆえ、銀行はベンチャー企業への融資に積極的に踏み切ることができない。

まして、このベンチャー企業が地方に所在している場合には、大都市よりも（金融機関を含めた）支援組織自身が極端に少ないことが考えられる。新規企業であればあるほど、販路開拓・資金調達といった経営上の課題解決に協力する支援機関の存在は不可欠なものであり、これらの機関による支援が確保できないと将来的には企業としての成長が不十分になる可能性がある。また仮に支援組織の数が多く揃っていたとしても、情報の少ない地方圏では健全な企業育成を図れるだけの体制やスキームが十分に浸透していないことなども考えられる。それゆえ、地方圏では様々な問題がより高い確率で存在しており、地域企業の活性化やベンチャー企業の創業・成長を困難にしていると考えられる。

では、こうした環境にさらされている企業が円滑な資金調達をするためには、どのよう

な手段を選択すればいいのであろうか。特に地域密着のベンチャー企業が資金調達手段として期待できるのは、リスクマネーの活用ではないかと考えられる。通常は中小企業であっても銀行融資による資金調達が想定されるが、とりわけベンチャー企業の場合には、直接投資を介した資金供給方法に今後はより一層の可能性が見出せると思われる。たしかに、直接投資は銀行融資と違って元本保証でないために、資金の出し手にとってはリスクがある手法である。しかしながら、逆に新規株式公開（Initial Public Offering: IPO）などの企業成長のステージに合わせて、投資資金をハイリターンで回収できる可能性も存在する。そのため、地域ベンチャー企業のように、より飛躍の可能性がある市場環境に身を置いている場合には、過去の実績ではなく将来性・潜在力に重点を置いた資金供給方法の方が、適切なケースとして当てはまるのではないかと考えられる。

リスクマネーを通じた資金供給の中でも、地域ベンチャー企業に対するものとして筆者が特に注目しているのは、地域活性化型ベンチャーファンド（以下、地域ファンド）である。不特定多数の投資家から資金を集め、代表者が企業を選定し投資を行う。この代表者が継続的に投資企業の経営支援を行うことによって、企業からの分配をより安定的なものにしていく。これが、ファンドの基本的なスキームである。しかしながら、これまでのファンドに対するイメージは、かつて「ハゲタカファンド」とも呼ばれたいくつかのバイアウト・ファンドによりネガティブに捉えられがちであった。そして、ファンドには様々な種類があるということを理解しない一般の人たちから非難される可能性が非常に高かった。なぜならこれらのバイアウト・ファンドは、企業の成長を主たる目的として作られたものとは異なり、買い手があらかじめ想定されるような企業に対して資金を投入し、ブラッシュアップを図った上で他の企業に売却や合併を勧めるという、投機目的の戦略が主なものであったためである。これらのファンドがニュースの前面に出ることによって、企業の安定的成長を目的とするファンドも、投資家および運用者の利益誘導・利益確保のための道具に過ぎないというような認識がなされてしまった。そうした環境が、他のファンドの概念までも塗り替えてしまったのではないかと考えられる。

地域ファンドは、出資した企業の IPO や M&A によるキャピタルゲイン収入による収益向上を主たる目的としているのではなく、地域経済の活性化にあるという点で一般的に言われているベンチャーファンドとは当初から異なっていたと考えられる。一般に、ファンドの評価のためには内部収益率（Internal Rate of Return: IRR）という指標が用いられており、この指標を引き上げるために出資企業の IPO が期待される。本来であれば、組成時におけるファンドの内部収益率見積もり段階で、企業の IPO がいかに困難なことなのかを考慮されなければならない。ところが、2000 年前後の降って沸いたような日本の IPO ブームの時代には、こうした点があまり議論されることもないままに「ファンド組成すれば誰でも成功する」「出資した企業は IPO して当たり前」、「高い IRR も当然」という風潮ができあがってしまっていたように思われる。当時の多くのファンドは、確かに一定の収益は上げられたが、実際にこうしたハイリターンを得られたのはブームに牽引されたことが理由として大きかった。また、より詳しく見るとそもそもこうした高収益のファンドを作ることができブームの恩恵を得ることができたのは、幅広い情報網や人的組織を持ち資金

力のある大手のベンチャーキャピタル (Venture Capital: VC) によるものだけだった。こうした点から、たとえ同じ時期に作られたものであっても、人的・資金的余力がなく情報量の乏しい運営者によるファンドが IPO に特化することは、始めから無理な部分があったと考えられる。

確かに「ファンドの目的として IPO 創出があり、それに伴って高い IRR を達成する」という図式は成り立つであろう。ただし、「IPO を主たる目的としているわけではないし「IPO は結果として生ずるものである」という考えで運営されるファンドが、不適切であるというわけではない。実際に IPO 以外の目的を設定しているファンドとしては、地方圏で多く活用されている地域ファンドが当てはまるが、地域ファンドには地域ファンドとしての、IPO ではない存在意義が存在しているはずだからである。つまり地域ファンドの存在意義は「地域活性化」を目的としているという点であり、それは IPO というルートによって必ずしも達成されるのではなく、あくまでも地元産業の安定的発展の上に成り立つ。そして、地元産業の発展のための第一目標として、「雇用促進」や「税込増加」などが想定されているはずである。

地域ファンドに直接関わる人々は、地域活性化というゴールとそこまでの本来あるべき道のりをしっかりと認識する必要がある。そして、その上で公的機関や経済団体、地元の有力企業 (エネルギー関連企業、鉄道関連企業など)、地銀・信金等の地域金融機関などと意思統一のとれたハンズオン支援を行ってファンドを運営していく、そうした形が本来望むべき地域ファンドの姿なのではないかと考えられる。

ファンドという、成長が有望な中小企業に対して直接投資を行うための手法は、1980年代前半に作られ始め、1990年代後半には IPO ブームが到来した。その後には日本の IT バブルも発生し、IPO ブームは更に加速していった。そうした流れの中で、1990年代後半には、(通常のみならず)地域活性化のためのファンドも多く組成されていったのである。この時代に組成されたファンドの多くが、約 10 年の運営期間を経て、2011 年から続々と償還期を迎えることになる (2011 年問題)。ただし、単にファンドが満了を迎えるだけなのであるならば、それは問題ではない。想定外の事態が、ファンド成果にも大きな影響を及ぼしてしまっているからこそ、問題と捉えられるのである。実際には、近年の 9.11 事件やトヨタクライシス、リーマンショックなどの事象である。これらが発生したために、ファンドも十分な収益面での成果が出ないのではないかということが予想される。ファンドの成果は IRR や IPO 事例などによって測られるのが基本であるが、近年の証券市場の厳しい状況のために、これらの指標の点でも期待は見られなくなってしまっている。

IPO ブームは一時、日本経済の救世主のようにも考えられたが、そのブームが急速に終了し、リーマンショックが起こった結果、ファンドの成果も暗いトンネルに入ってしまったと考えられている。ブームが去った後の反動が大きかったために、結果だけを見ている人々からは、ファンドそのものの存在意義がないかのように言われるようになってしまったのである。

本報告書はこうした背景を踏まえ、従来の地域ファンドの課題がどのような点にあった

のか、今後の地域ファンドはどのような形に変化していくべきのかなどについて検討することを目的としている。確かにリーマンショックなどが、ファンドの成果に影響したことは事実かもしれない。しかし、「もしアクシデントがなければ地域ファンドは問題なく満了を迎えていたのか」を考えると、全ての関係者が自信を持ってイエスとは言えないのではないだろうか。例えば地域ファンドは、①出資という実際の資金調達支援と、②ハンズオン支援というそれ以外の支援という2つの要素に分けられ、うまく運営されるためにはこれら2つの要素が相互にかみ合う必要があるが、何かこれらの関係にかみ合わせない歪みを引き起こしてしまっているかもしれない。

歪みを発生させている原因を明らかにし地域活性化という目標に向かってしっかりと進んでいくために、ファンドが組成されたときの時代背景がどのようなものだったのか、どのような目標が設定され、どの程度達成されたのか。更には、これまでファンド運営の経験を踏まえ、どのような改善点が感じられ課題を見つけられたのか。これらの点を明らかにすることによって、次世代の地域密着型ベンチャーファンドのあるべき姿が浮き彫りになるものと思われる。各自治体が独自の評価指標を策定した上で、地域ファンドのスキームが有効に活用されれば、更なる地域企業の安定的な発展が期待される。

本報告書の構成は以下のようになっている。第2章では、地域に属しているあるいは中小規模である企業が、資金調達をする際に直面する特徴について理論的に考察する。第3章では、地域中小企業の中でも特にベンチャー企業に注目し、どのような資金調達の選択が適切なのかについて検討を行う。第4章では、これまでの地域ファンド出資によって地域ベンチャー企業がどれほどの効果を受けることができたのか、またどのような課題が見出されたのかなどについて、ヒアリング調査の結果を紹介する。第5章においてはヒアリング内容の分析と、そこから導かれる結論・課題などについて考察を行う。第6章はまとめである。

第2章 地域ベンチャー企業の資金調達についての理論的ポイント

本調査は、地域ファンドのあるべき姿を浮き彫りにすることを目的としている。現在のファンドの抱える課題を明確にし、支援する側とされる側の双方がどのように地域密着のベンチャー企業を捉えているのかを検討する。直観的には、地域ベンチャー企業は2つの理由から資金調達やその他の点で困難に直面している。1つはベンチャー企業が創業間もない企業であるため、必然的に小規模であるという点である。2つ目は、所在している場所が遠いために、様々な不利な条件を享受しなければならないという点である。この章では、それぞれの特徴を理論的に整理し、地域ベンチャー企業が円滑な資金調達を行うためにはどういったことを克服すればよいのかについてポイントを明らかにする。

(1) 地域中小企業の特异性

資金調達を行う場合に、地域ベンチャー企業はなぜ金融機関からの信頼を得ることが大企業よりも困難なのであろうか。経済学の中では、①企業規模が相対的に小さいこと、②企業の所在が都心部ではないこと、という2つの理由によって主に説明をすることができる。この章ではこれら2つの特徴がなぜ企業の資金調達を困難にしているのかについての理解を深め、後段のヒアリング調査における仮説設定へのヒントを考える。

[企業規模が小さいという特殊性]

(ア) 情報の非対称性が大きい：

規模の小さな企業が資金供給を受ける場合、その企業ないし金融機関は、まず情報の非対称性という問題に直面する。情報の非対称性問題とは、商品の取引が行われる市場において買い手と売り手の間に存在する情報の量に格差が生じ、その格差によって市場参加者が非合理的な行動をとるようになってしまう問題のことを示している。この問題の結果、より広い範囲では「市場の失敗」と呼ばれる望ましくない状態が導かれてしまう。例えば、企業が自らの作る製品・サービスの短所を知っているにも関わらず、そうした情報を金融機関に伝えずに融資契約を結んでしまうケースがこれに当たる。このような事態が続いた場合、情報の不平等から損失を被る可能性が高くなってしまったために、金融機関は融資契約そのものに手を出さないことが最適な戦略となってしまふ。そして、たとえ別の企業が優秀な製品・サービスを市場に提供しようとしていたとしても、金融機関はその情報に信頼を置くことができなくなっているために、最終的には貸出市場から退出してしまうという「市場の失敗」の事態にまで発展してしまう。

また情報の非対称性が過剰に存在している場合には、たとえ金融機関が根気強く融資を続けたとしても、長期的には市場に出回る企業からの製品・サービスが質の悪いものばかり

りになってしまうという問題も発生する^{3,4}。一般に、中小企業やベンチャー企業は取り扱っている製品・サービスがその企業特有のものであったり、経営者一人の個人的思いつきによって経営方針が大幅に変更されてしまったりする。そのため、金融機関との間に意思の疎通がとれないケースが比較的起こりやすい状態であり、情報の非対称性が大きい存在であるといえる。

(イ) 情報の不完備性が大きい：

規模の小さな企業が資金調達の際に直面するもう1つの問題としては、情報の不完備性が考えられる。情報の不完備性とは、将来に起こりうる不確実な事象について完璧に契約に記すことはできない⁵という事実のことであり、多くの場合にはそこから生じる問題のことも示している。例えば、ある個人企業が金融機関から融資を受けるという契約を結んだ場合で、人手不足・経験不足から将来起こりうる問題を十分に盛り込みきれずに契約を結んでしまった場合を考える。実際に想定外の問題が発生してしまったときには、金融機関は契約に記載されていないことを理由に貸付金利の引き上げなど、金融機関にとって有利な条件を引き出そうとすることが考えられる。一般に、中小・ベンチャー企業は金融機関からの融資を当てにして事業計画を立てているために、この申し出に従わざるを得ず（ホールドアップの状態）、社会全体で見た場合の費用が増大してしまうのである（ホールドアップ問題）。

[地域密着という特殊性]⁶

(ウ) 地方企業は経営環境が不利：

企業規模が相対的に大きかったとしても、資金調達が不利になるケースが存在する。企業の所在が都心部ではない、あるいは都心に近くとも産業圏までの交通が十分に発達していないような場所に所在している場合に、問題が想定される。例えば、地方圏であるために当該地域に産業が集積していないような場合には、以下のような経営が不利になる要因が考えられる。

- 人材確保が困難・・・地方都市では多様な技術を持った人材が不足しがちであることから、企業や産業では雇用量の調整を進めることが容易にはできない。また欠員が発生してもそれに代替しうる人材を容易には確保できない。
- 需要と供給の変動によるリスク分散が不十分・・・様々な産業が集中立地する可能性が低いので地域経済の効率性水準が高まらず、リスク分散ができない。つまり、もし多種多様な企業や産業が地域的に集中する場合には、多くの潜在的な取引相手が近くに存在することを意味するので、企業は取引先の選択肢を広げることができる。例えば、ある企業との取引が減少したとしても、他の取引先へと変更することによ

³ これをマイクロ経済学では、逆選択問題という。

⁴ この他、融資契約締結後に起こりうる問題として、モラルハザードの問題も挙げられている。

⁵ 現実の世界では、ほとんどの契約が不完備である。

⁶ 伊藤（2003）pp.50～55 参照。

って代替できるのである。結果として多くの企業が立地する場合には、商品の需要と供給が一致しないことのリスクを分散することができるのであるが、地方経済においてはこうしたリスク分散を達成することが難しい。

- 共同負担で費用を減らすことが困難・・・同じ種類の産業や企業が特定地域に集中する場合、同一産業内で様々な取引費用を低下させることができる。例えば、同じ職種の企業が近くに存在している場合には、共同で材料等を購入して利用したり、当該産業に関連する様々な情報を共有したりすることで、お互いに外部経済を享受することができ、費用を低下させることができる。ところが、地方ではそもそもの人口が少ないため（不可能ではないが）同一産業が集積するということが大きな困難が伴うので、これらのメリットを享受するということが難しい。
- アウトソーシングの活用で費用を減らすことが困難・・・大都市では企業間で専門化と分業化が網の目のように行われているので、業務の一部を外注することで費用を効果的に減らすことができる。いわゆるアウトソーシングの活用であるが、地方であるほどこうした外注先も存在せず、より多くの費用をかけなければならない。

(エ) 地方企業は情報交換・取得が不利：

特に異業種企業間での取引がある場合には、企業は多様な情報の交換が必要である。ITが発達した今日であっても、取引者の双方が直接出会うフェイス・トゥ・フェイスのコミュニケーションは依然として重要な情報交換手段であろう。ITがいくら発達したとしても、実際に会って話すことによる情報と伝達の量や密度の点で勝ることはできない。都市であればこうした人的接触をより頻繁に行うことができるため、情報を迅速かつ正確に伝えることができる。しかし、地方ではこのようなコミュニケーションに費やす移動時間とそれに伴う費用などの節約ができないという困難が存在する。

地方に所在している企業はこうした不利な環境にいるために、金融機関は相対的に支援しにくく、またそもそも適切な目利き力を持った金融機関の担当者が不足しているというケースも発生しうる。

(2) 地域中小企業の資金調達方法

前項において、本報告書が対象としている地域ベンチャー企業が克服しなければならない理論的条件には、中小企業としての特殊性、地域密着型企业としての特殊性、の2つがあることが考えられた。そもそも、中小企業が直面するもっとも大きな課題の1つが安定的で十分な資金調達をいかに得られるかであるとする、どのような方法であればこれら2つの条件を克服することができるのであろうか。ここでは中小企業が選択しうる資金調達方法について、それぞれの特徴と地域ベンチャー企業が活用する場合の妥当性について検討を行う。

(ア) 自己資金 (3F)

想定される企業が創業間もないベンチャー企業であったり、業績がなかなか上がらない零細企業であったりする場合には、まず彼らは 3F と呼ばれる自己資金を集める方法を考える。3F とは、設立者 (Founder)・家族 (Family)・友人 (Friend) のことを示しており、これらは個人資産レベルでの資金調達であることから集められる金額は当然のことながら少額なものとなる。

中小企業が自己資金によって資金調達を行う場合、資金提供者は自分もしくは経営者の近い人々になる。そのため、当該企業の事情を (相対的に) よく知っており、その企業に関する情報の非対称性や情報の不完備性などの情報生産についての問題は克服が可能であるものと思われる。しかしながら一方で、資金調達に関わる人数が少ないことから、人材の確保や関連他企業の情報収集力の乏しさという、都心部でないことから派生するもう 1 つの問題は解決されずに残ることになる。

(イ) 補助金

自己資金を十分に集められない中小企業が資金調達手段として考える 2 つ目のものとしては、補助金が考えられる⁷ ⁸。補助金の活用によって、助成を受けた中小企業は返さなくて良い資金 (営業外の収益) を手に入れることができる。しかしその一方で、膨大な申請準備、高い倍率、補助金の適用範囲の狭さなどの問題にも直面することになる。

メリットも存在する補助金であるが、その規模はやはり相対的に小さい。また交付される期間も定められていることから、その期間内に一定の成果があげられなければ、資金調達が途中で途切れてしまうリスクは依然として残ってしまう。これらの点を考えると、地域ベンチャー企業の場合には、助成金交付の判定機関へどのように効果的なアピールをするかによって影響を受けてしまうため、情報生産の困難さに関する問題は依然として残ることになる。また人材確保に乏しく経営が安定しない等の、地方圏としての問題も依然として解決できないままであることがわかる。

(ウ) 借入による資金調達 (金融機関からの借入・社債・CP など)

自己資金や補助金等により業務が軌道に乗ってきた場合には、次に企業は銀行や信用金庫などの金融機関からの借入を通じて資金調達を行うことを検討する。前述の 3F や補助金に比べれば金額は大きくなり、金融機関への信頼の大きさに比例して借入金額も増えていく。

銀行借入れによって調達した資金は、負債として扱われるため資本に加えることができない。言い換えると、借入れ時点で返済義務が発生することを意味する。つまり、法律的には負債の元利金が優先的に返済を受け、残余価値がある場合にエクイティの持ち分

⁷一般に、中小企業向けの補助金・助成金に関しては、厚生労働省系のものと、経済産業省系のものの 2 つがある。前者の助成金は雇用関連のもので、後者は新規事業・研究開発関係のものという違いがある。
⁸ この他、資金を「交付される」という方式ではないが、該当しさえすれば法人税や所得税が他の大企業に比べて低く設定されるといった、税制優遇措置を通じての企業支援のケースも存在する。更に、エンジェル税制のように、ベンチャー企業に投資を行う投資家に対して優遇措置を認めることで投資を促進させるという制度もあり、間接的な財政支援といえるものも存在する。

が確保されるという序列になる⁹。この資金調達手段の場合、メリットとしては（貸したお金が返ってきさえすれば）金融機関が会社経営にまで言及することはなく、安定的な資金の確保ができるという点が挙げられる。反対に、デメリットとしては、企業は資金調達のために担保などを用意しなければならない点が挙げられる¹⁰。

大半の中小企業はここまでの資金調達手段で企業としての運転資金を安定的に調達することになるのであるが、銀行からの信頼が得られていない場合やそもそも業務の潜在的価値を理解してもらえないような場合には、借入企業は他の選択肢を探さなければならない。

銀行借入れを通じての企業の資金調達の場合、親密な関係を借り手企業との間に結ばなければ金融機関は資金供給に踏み切りはしないと考えられる。そのためいったん関係が構築されれば、当該企業の情報生産が乏しいという問題は解決できる可能性が高い。また、金融機関が持つネットワークを通じることによって、人材不足などの地域であるがゆえの問題も解決できる可能性もあると考えられる。

(エ) 株式発行（新株発行）による資金調達

中小企業が行える資金調達としては、上記以外には株式発行を通じて行われる手段が考えられる。この場合、企業は調達した資金を資本に加えることができ、この場合に、企業は「義務として」は返済をしなくてよいということになる。資金を出した出資者は、債権者ではなく株主という立場になる。

この手段の場合、企業は銀行借入よりも比較的短期間の審査で資金を集めることができるというメリットがある。たとえ担保がなくとも、「企業に魅力があれば」銀行借入よりも有利な条件で資金調達をすることも可能となる。

しかしながら、株式発行を通じて適切な株主になってもらうためには銀行借入れ以上のアピールが必要であり、そもそも創業したてであるベンチャー企業にとってこのアピールが負担になってしまうという点がデメリットとして挙げられる。更には、たとえ出資者を集めることができたとしても、出資された後に、①株主が株主総会で議決権を行使したり、会社経営において発言権を行使したりすることによって逆に企業経営にとってマイナスに働くことがあり得る、②むやみな発行株式数の増加によって1株当たりの利益や株価が下落してしまう可能性がある、といった問題も、株式発行による資金調達のデメリットとして考えられる¹¹。

⁹ この場合、銀行は会社の債権者になる。

¹⁰ 銀行経由であるという点で同様の性格を持った資金供給であるものの、若干異なる特徴の手段も存在する。例えば、①日銀による成長基盤強化支援のための資金供給策：中小などの特定分野に貸付を行いやすくするために、日銀が金融機関に資金提供を行うこと。これによって、中小企業への貸付が間接的に増大することになる。②信用保証制度：公的機関である信用保証協会が中小企業の信用保証をすることで、金融機関が貸付を行いやすくする。もし中小企業が返済できなくなった場合には、信用保証協会が代位弁済をし、その後、協会は弁済額分の求償権を取得し回収を行う。もし回収が困難な場合には、日本政策金融公庫との間で結んでいる再保険契約（中小企業信用保険）に則り、協会は保険金を受け取る。借り手からの求償権は、更に日本政策金融公庫に移管される。

¹¹ 株式を通じた資金調達の発展形として考えられるスキームとして、ファンド（投資事業組合）あるいはファンド出資が挙げられる。ファンド出資とは、複数の投資家から資金を集め、その資金を用いて投資を行い、結果として得られたリターンを投資家それぞれに分配する仕組みのことをいう。こうしたファンドスキームの中で、投資する対象企業を非上場企業（未公開株）に限定しているものの1つが、ベンチャー

株式発行による資金調達の場合、株主になってもらうために当該企業は自らの情報をオープンにしなければならない。更に、株主も自らの利益を守るために積極的に出資先企業の経営を監視しようとする。もちろん依然として情報のギャップは存在するものの、それらの行動が、かなりの程度に情報に関する問題を減らすことができると考えられる。都心部でないことのデメリットも、投資家ないし出資者が人材確保などの点でも積極的な支援を行うインセンティブを持っているために、かなりの程度を補うことが可能になるものと考えられる。

第3章 地域ベンチャー企業の資金調達動向

前章において、中小企業が資金調達を行う場合に安定的な手法としては、主に金融機関融資と株式発行という2つのものが考えられるということが見出された。ではこれらの資金調達手段の近年の動きは、実際にはどのようなようになっているのであろうか。中小企業に対して、本当に安定的に資金供給が行われているのであろうか。

(1) 中小企業の資金調達手段：銀行融資

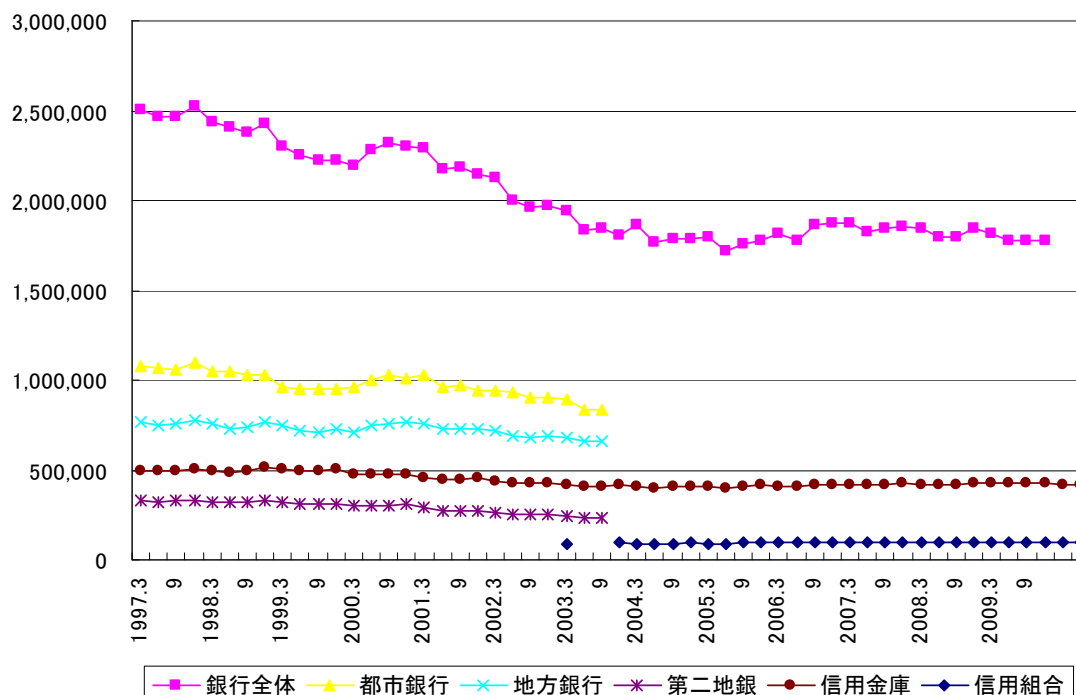
金融機関の中小企業向けの融資残高の推移を調べたものが、図表 3-1 である。中小企業向け融資の金額は、都市銀行・地方銀行・第二地方銀行を合わせた銀行全体で年々低下している。しかしながら、2003年頃からはその変化は横ばいになっている。信用金庫や信用組合に関しては貸付総額全体を中小企業向け貸出として換算したが、こちらも同様に2003年まで低下を続け、その後下げ止まっている傾向を示している。信用金庫は63～64兆円で推移。2003年まで低下傾向だったが、その後わずかに規模を上昇させている。しかし、リーマンショックあたりの時期から状況が変わり、やや低下の傾向を示している。信用組合の貸出額も、やはり2003年くらいまでは減少傾向であったが、その後9.3～9.4兆円前後の金額規模で、少しずつ増加している。

不況に端を発した貸し渋りなどの影響のために金融機関は中小企業向け貸出を減らしていたが¹²、そうした動きが止まっているのは政府による「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」の公表¹³が影響しているのではないかと考えられる。しかしながら、いずれの金融機関も中小企業向け融資に関しては、積極的とはいえないことが見出されている。

¹² 2000年以降、新銀行東京や日本振興銀行が設立され、一時期は中小企業向け融資の増大に向けて追い風となる動きもあったものの、共に数年で経営悪化や経営破綻に陥ってしまった。

¹³ 2003年3月28日に金融庁によって公表。

図表 3-1 銀行・信金等の中小企業向け融資残高（単位：億円）



（出典）日本銀行『金融経済統計月報』、信金中央金庫『信金中金月報』各年度版、全国信用組合中央協会「全国信用組合主要勘定」各年度版より作成。

（注）（１）都市銀行、地方銀行、第二地方銀行の中小企業向け融資残高については、日本銀行がデータの更新を中止したことを受けて 2003 年 9 月までの表記となっている。（２）信金・信組は、企業向け貸付を全て中小企業向けとして記載。

（２）中小企業の資金調達手段：日銀の成長資金投入の可能性

中小企業への資金供給に関して、民間の金融機関貸出によって十分な資金量が流れていればよいが、例えば景気後退によって貸し渋りが発生してしまっている場合や、金融機関がリスクを取りきれないベンチャー企業が借り手である場合には、政府や公的機関による何らかの支援が必要となる。税制優遇措置などの財政支援策や補助金、信用保証制度などは、そうした理由から導入されており、とりわけバブル崩壊後には次々とこれらの制度に追加措置が講じられてきていた。

しかしながら従来の財政支援や補助金だけでは対応しきれないほどに不況が長引いてきており、前項において示されたように、とりわけ中小企業向けの融資が増加しない状況への対策が急務と考えられるようになった。そうした中で、金融機関がリスクをとって企業を育成するための何らかの追加的アクションを起こすことが必要と感じていた日本銀行は、2010 年 6 月に成長基盤を支援するための資金供給の新たなスキームを導入した。政府が策定した成長基盤分野に対して集中的な資金供給を民間金融機関が自主的に行う場合、中央銀行である日本銀行がそれらの民間金融機関に対して長期かつ低利で資金を供給する

というものである。日銀がバックアップすることによって、資金供給を受けた金融機関から企業へ円滑な資金供給が行われることを狙ったものである。

すなわち、金融機関による成長基盤強化に向けた取り組みを日銀が後方支援し、特定の分野の発展に対しての「呼び水」となることを期待するというものである。ただしこのスキームは、金融機関がどこの分野の産業・企業に対して資金供給するのかに関して、日銀は関与しないので金融機関に裁量権があるという特徴を持っている。

この新スキームに対しての調査・分析については、本報告書、後段の内田（2011）において詳細が述べられているが、これまでのところ、彼らが期待する成長分野への日銀資金の供給はごく一部が流れているにすぎないようである。また、日銀による後方支援があってもなお、貸出窓口となる金融機関はリスク評価に慎重であり、実際に貸出対象となっているのは大半がレーター段階の優良企業である。そのため、シーズ、アーリー段階のベンチャー企業への資金供給手段として有効に活用されるためには、まだまだ時間を要すると予想されている。更に、日銀資金供給の効果を高めるためには、政府による中長期的戦略の明示化や金融機関内での更なる支援人材の育成が望まれる。

(3) 中小企業の資金調達手段：リスクマネー供給（データによる理解）

ここまで見てきたように、景気が回復していない現在の状態で、銀行等の間接金融がベンチャー企業へ円滑に資金供給を行うことは、やはり難しいように思われる。そこでこの項では、その他のスキームとしての直接金融を通じた資金供給、ベンチャーファンドの役割について検討を行う。

第2章で述べたように対象企業が創業間もないベンチャー企業の場合には、まだ実績を上げることができていないことから、始めから株式発行を行うことは難しい。そこで投資会社に投資組合（ファンド）を組んでもらう。ファンドを通じて出資者を取りまとめてもらうことによって個々のベンチャー企業への投資リスクを分散することができ、株主に対する魅力が引き上げられるので、投資をしてもらいやすくなる。ただしリスクの分散といっても、ファンド出資は銀行融資とは異なり始めからリスクをとることが前提となっている資金供給のルートなので、長期間に及ぶ過去の企業実績がなくとも事業内容の可能性や経営者の能力などの点を評価されて、出資が検討されることがある。

もともとファンドは、1980年代前半に初めて作られ、その後次々と組成されていった。ところが、当時の日本の民法上の規定でファンドの構成員は無限責任を負うことになってしまっていたため、投資家が及び腰になりベンチャービジネスの振興には向かないという欠点があった。そのため、1998（平成10）年に「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」が制定され、中小の未公開企業に投資する投資事業組合の投資家について

は有限責任とされる措置がなされた¹⁴。

投資家は資金を集めて1つのまとまりとして投資を行うことで、個々に投資を行うよりも規模のメリットを享受し、また影響力の強化を図ることができる。またファンドは一定の利回りを目標利回りとして設定などしていることから、投資家は運用内容の目安を魅力として捉えることができる。更には、実際の投資家に代わってファンドの運営者が対象企業への経営アドバイス等を行っているため、投資家が実際に表に出てこなくとも監督機能を発揮することができるという点も（投資家にとっての）メリットとなっている。

日本におけるベンチャーファンドは、1982年に業界最大手のジャフコによって第1号のファンドが組成された。このファンドは、成長型ベンチャー企業・中小企業に対する投資のために作られたもので、当時のアメリカのモデルを参考にしていた。投資会社も、アメリカのリミテッド・パートナー方針に従っていたため、「少数のプロ投資家による投資案件の発掘」「長期的投資（10年）」が基本的スタンスであった。その後、ファンドの数は増大し、現在では累積で500ほども上っている。

図表 3-2 には、設立年ごとのファンド組成数が示されている。ファンドの組成数のうち、右側2列には、2010年10月時点での清算済みファンドと存続中のファンドが記されている。ファンド組成の増大に関して注目すべきは、1995～1997年と1999～2008年ごろの急拡大であろう。1995年ごろの時期には3年間で49本ものファンドが組成されている。それまでは年間の組成件数が10件になることも珍しかったことを考えると、ファンドがこの時代に特に注目されていたことがわかる。しかしそれ以上に大きな動きだったのが1999年以降の時代である。1999～2008年までの間には全ての年で20本以上のファンドが組成された。もっとも多かった2005年には70本ものファンドが作られた。この時代に、IPOブームに牽引された活発なファンド組成があったことがはっきりと読み取れる。1999年以降のファンドはその多くがまだ存続中であるが、前述のように、アメリカに従って作られた従来型のファンドは10年を一区切りとして償還するように作られており、今後、次々とブーム期のファンドが満了を迎える2011年問題の予兆がこのデータからも理解できる。

¹⁴ この翌年の1999（平成11）年3月に、中小機構（当時は中小企業事業団）によるファンド制度が発足し、中小機構支援の第1号ファンドが組成された。

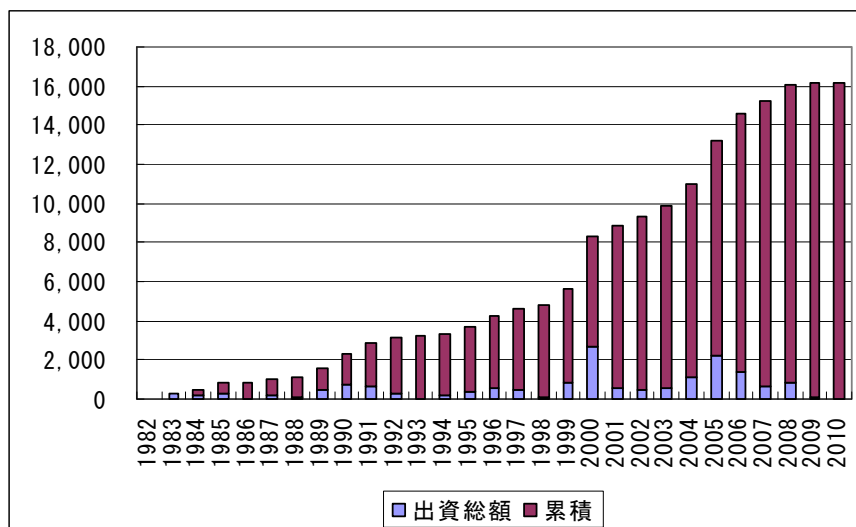
図表 3-2 ベンチャーファンドの組成数（2010年10月時点）

設立年	ファンドの数		
	全体	清算済み	存続中
1982	2	2	0
1983	8	8	0
1984	5	5	0
1985	7	7	0
1986	1	1	0
1987	4	4	0
1988	2	2	0
1989	8	8	0
1990	10	10	0
1991	13	13	0
1992	6	6	0
1993	1	1	0
1994	3	3	0
1995	11	11	0
1996	23	22	1
1997	15	14	1
1998	6	5	1
1999	22	12	10
2000	39	7	32
2001	34	14	20
2002	32	7	25
2003	27	5	22
2004	49	6	43
2005	70	0	70
2006	46	0	46
2007	24	1	23
2008	31	1	30
2009	9	0	9
2010	5	0	5
Total	513	175	338

（出典）VEC、p.4

では、ブーム期に作られたファンドの規模はどれほどのものだったのであろうか。図表 3-3 には、開始年ごとの出資額と累積総額の推移が示されている。ファンド出資の累積総額は、2010年10月時点で1兆6,000億円を超えている。間接金融を介しての中小企業向け融資にはまだまだ届かないものの、特定の分野の発展においては大きな存在意義を発揮しているものと考えられる。単年の出資額の伸び方としては、2000年の2,700億円近い金額が注目される。詳しくは後述するが、これはITバブルの影響が理由として考えられるであろう。その後、2001～2003年は500億円規模で推移していたが、2004～2006年には再び1,000億円を超える大規模な出資が実行されている。特に、2005年は2,300億円近いファンド出資の規模に達しており、特にバイオ関連企業のIPOブームのためにファンドが組成されていた傾向が見受けられる。その後、アメリカの好景気に陰りが見え始めたことを市場関係者が感じ取ったためか、組成数の推移と同様に投資額も減ってきている。2007年は630億円、2008年は809億円で半減している。リーマンショック後には77億円、43億円と更に減少し、2010年の新規のファンド組成額はIPOブームの頃の金額と比べると、50分の1程度にまで減ってしまったことになる。

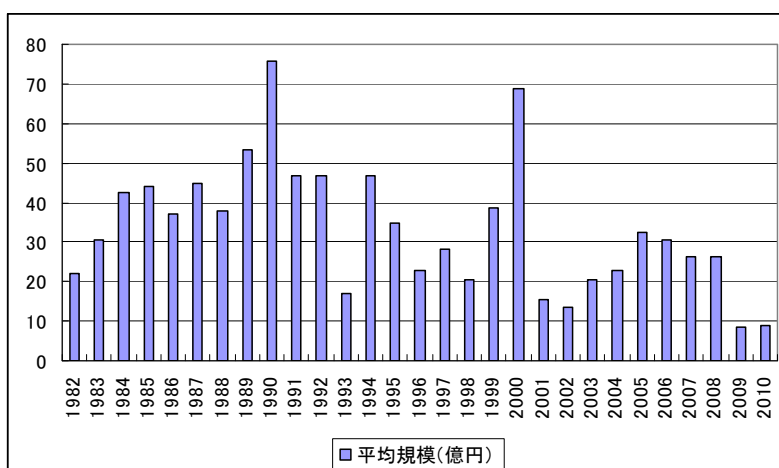
図表 3-3 開始年別ファンド出資総額と累積総額（単位：億円）



(出所) VEC p.12 より作成

各年度のファンド組成本数と出資額の両方を考慮した、ファンド平均額が図表 3-4 に示されている。1 ファンド当たりどれほどの規模の出資が行われているかに関して見ると、1990年と2000年がとりわけ大きな規模のファンドが作られていることがわかる。図表 3-2、3-3 と併せて考えると、1998年くらいまでの前半期には出資本数は少ないが1本当たりの規模は大きかったということがわかる。それに対し、2001～2008年のいわゆる後半期は出資総額としては大きいものの、それ以上に本数が多かったために1本当たりの平均額は下がっているということがわかる。様々な機関でファンドが作られるために資金が分散されてしまっているということから、ファンドの役割が前半期と後半では若干異なってきたことがわかる。

図表 3-4 開始年別のファンド平均額（単位：億円）



(出所) VEC p.13

第4章 地域ベンチャーファンドの特殊性と実態

銀行融資や日銀の特別融資が思うように伸びていないことから間接的に感じられるように、多くの中小企業の資金調達は依然として厳しいことがわかる。ましてや、ベンチャー企業は多くがゼロからのスタートであるため、銀行からの信頼を勝ち取ることはとりわけ難しい。場合によっては、銀行との預金以外の取引が全くない経営者のケースもありうる。

そうしたベンチャー企業にとって、ベンチャーファンドを利用したリスクマネーでの資金調達は大いなる可能性を秘めている。ベンチャーファンドは VC などの無限責任組合 (General Partner: GP) が出資者を募り、審査を通った場合に投資という形で資金が提供される手法である。銀行融資とは異なりあくまでも投資であることから、ファンド出資はリスクをとることができる。そのため、企業自体に長期間にわたる過去の実績がなくとも、事業内容や経営者の可能性、企業の将来性が認められれば、その評価に応じた出資が検討される。

こうした特徴から考えると、ベンチャー企業に対するファンド出資は「つなぎ金融」「長期的ビジョンに立った金融」としての役割を果たすことによって、その存在意義を発揮することができるものと考えられる。すなわち、創業後しばらくの間は（創業のための）公的融資や補助金などがあるが、そうした資金は 2～3 年で終了してしまう。ところが実際には 5～10 年ほどの（企業としての中期的・安定的な）業績がなければ、銀行からの新規融資を得ることは難しい。そのため、助成金と銀行融資の間を埋める存在として、ベンチャーファンドはその役割を発揮することができるであろう。

(1) 地域ベンチャーファンド組成の歴史的経緯

前述のように、日本に導入当時のベンチャーファンドはアメリカの事例をもとにした設計が行われており、そのモデルになっていたのは買収型のファンドのスキームであった。1998 年頃からのアメリカの IT バブルに牽引される形となり、日本の特に IT 関連のベンチャー企業の株価も上昇した。これに乗じて、ネット関連企業の IPO も増大していった。しかしながら 2000 年にこのバブルははじけ、あっけなくネット関連の株価も下落した。新興市場の創設やそれに伴う IPO 数の増加により 2003 年頃から株式市場は好転し、それに伴って景気も上昇し始めた。ところがライブドア・ショック等の新興ベンチャー企業への不信感から、2006 年頃から新興市場全体の株価が再び下落を始め、IPO バブルは崩壊した。

IPO ブームの時代には、VC だけではなく証券会社、銀行等の金融機関、商社、一般企業などによって様々なファンドが組成された。そして、そのことが企業の IPO ブームを更に加速させていった。時を同じくして三位一体の改革による国から地方への税財源の移譲が議論され、地方自治体でも漠然とファンド組成を行うところが出てきた。

ところが実際には、ファンドの目的が明確にされていなかったり、投資可能企業そのもの

のが不足していたりしたために、それら地方のファンドに思うような発展は見られなかった。支援機関・人材の絶対数や投資経験の不足、企業に関する目利き能力の乏しさ、将来見通しの甘さなど、様々な不確定要素も存在していた。それにも関わらず、「他の自治体がファンド事業を行うのだから、自分たちも。」という安易な考えで組成に踏み切ってしまうケースが、後を絶たずに幾つも見られたのである。

そもそも、典型的な地域ファンドは組成金額が少額（概ね 5 億円程度）であるのだが、この程度のファンド規模では大手の VC は委託手数料を徴収したとしても割に合わないと考える（委託手数料は、通常、全体金額の 2~3%と想定される）。そのため、GP としてファンド運営を委託された VC の中には自らがファンドに出資することはなく、ただ委託手数料を稼ぐことを目的として対応していたものもあるようである。言い換えると、実際には小規模の VC しか、確固たる信念を持って地域ファンドの組成を引き受ける所がないというケースが多かったのである。

更に安易な考えで組成に踏み切ってしまったファンドの場合には、「地域活性化」という謳い文句がありながらも出資企業の多くが東京などの首都圏に偏在してしまっていたり、地域の金融機関からの情報を精査することなしに出資してしまったりするようなケースも見られた。こうしたファンドであっても、GP も一度は地域の企業を意識した出資を検討していたはずである。しかしながら投資家から強力に「高い IRR」を要求されるあまり、出口としての IPO が望めない、または時間がかかるような未成熟企業が対象である場合には出資が見送られてしまう。結果として、GP は首都圏の企業を投資対象とせざるをえなかったと想像されるのである。こうしたケースでは、地域における有望な産業の育成や地域経済全体の活性化という地域ファンドの本質は大幅に逸脱してしまっていることから、ハンズオン支援という側面からも十分なサポートが行われぬ。

しかも、現時点でのファンドを評価するための一般的な指標は内部収益率（IRR）もしくは IPO 数であり、たとえ地域経済に貢献していない他県の企業への出資であろうともこれらの数値を引き上げさえすれば、そのファンドは優秀という評価がなされてしまうのである。

またファンドが良好な成果を達成したとしても、実際には出資した企業のうちの 2~3 社だけの IPO がファンド全体としての IRR を引き上げているということも考えられる。この場合もやはり、地域活性化という観点からは理想的な姿とは言えないかもしれない。しかも、かつての IPO ブームの時のような好調な場合にはまだ良いが、近年のような「IPO 氷河期」においてはそうした少数の優良企業からの高い IRR や IPO 数増加も期待ができない。

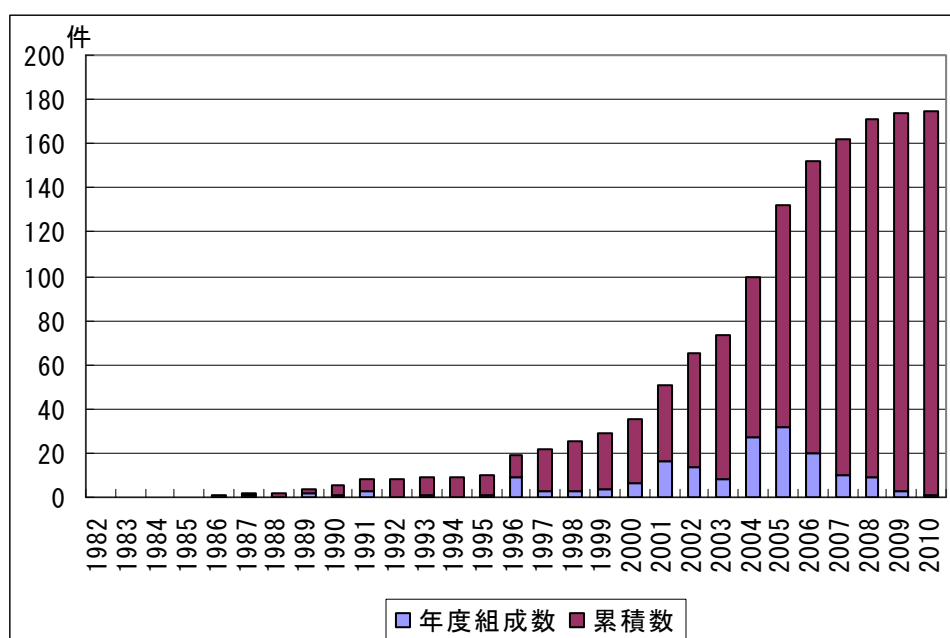
大手 VC が人材・資金を駆使して「都市企業を対象として」「IPO を目指したファンド運営」を行ったとしても、その結果を出せずにいるくらいなのであるから、ファンドの規模や企業数、情報の点で劣る地域ファンドが成功する可能性は極めて小さいと言わざるをえない。

① 地域ファンドに関するデータ

図表 4-1 には、地域ファンドの年度別組成数と累積組成数が示されている。地域型に分類されるファンドは 1986 年の四国地域のものから始まっているが、2010 年度時点までに累積で 175 本が組成されている。1996 年まではあまり目立った増加傾向は見られていなかったが、それ以降には急速に拡大している。

内訳を見ると、1996 年に単年で中部・中国・四国地方などで 9 本の地域ファンドが作られたものの、それ以外で急拡大した地域ファンドの多くは 2001～2008 年間の IT・バイオバブルの流れに乗ったものである。この期間には、毎年のように 8～32 本の地域ファンドが新たに組成されている。しかしながら、2009 年以降は組成そのものが激減しており、リーマンショックの結果、各地域で次のファンド組成に苦戦している様子を見ることができる。

図表 4-1 地域ファンドの組成数並びに累積数



(出所) VEC より筆者作成。

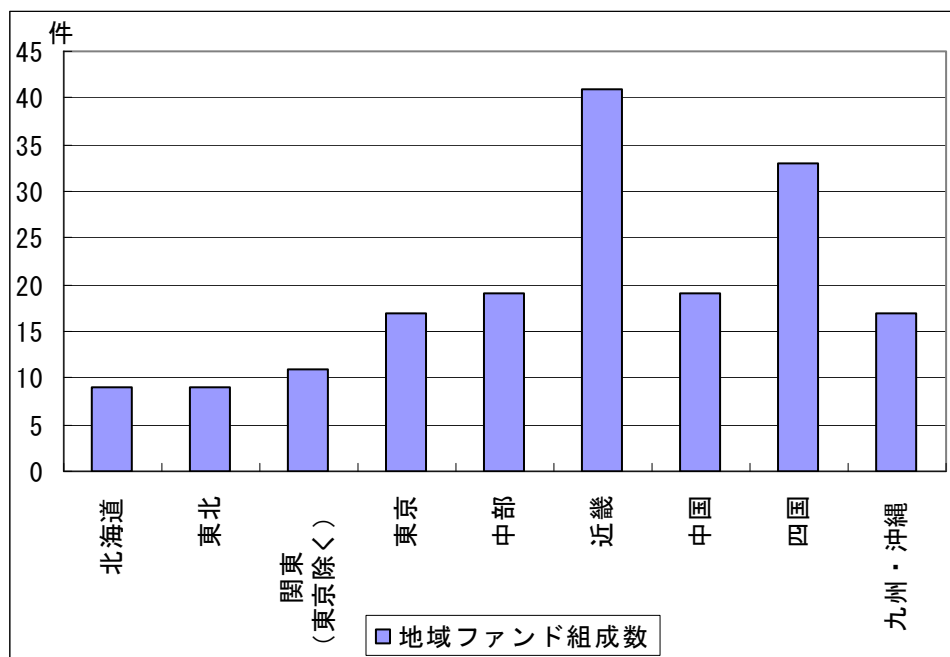
(注) 中小機構が関連及びその他の自治体・地銀等が運用するものなど、全てを含む。

図表 4-2 には、2010 年 10 月までの地域ファンドの地域別組成数が示されている¹⁵。地域別に見ると、近畿地方のファンド組成数をもっとも多く、これまでに 41 本もの地域ファンドを組成している。この図表からは読みとることができないが、当初、近畿地方の地域ファンドは 1996 年から組成され始め年間 1～2 本であった。しかし 2001～2006 年の期間には、多い場合には 1 年間で 8 本もの地域ファンドが作られている。主に、大阪・京都・兵庫においてバイオ関連企業に向けて創業や育成支援のためのファンドが多く組成された。次に多いのは四国の 33 本である。四国地域は 1986 年から定期的にファンドを作っており、全国でもっとも早く地域ファンドの組成に取り組んでいると言える。2002～2008 年に若

¹⁵ これまでの累積データである。そのため既にファンドが償還を迎えているものも含んでいる。

千多めの組成傾向が見られるが、定期的・計画的にファンド組成が行われているという印象を受ける。それに対し、もっとも組成数が少ないのは北海道・東北地方で、それぞれの地域でこれまでに 9 本ずつが組成されている。

図表 4-2 地域ファンドの地域別組成数



(出所) VEC より筆者作成。

② 中小機構が関連する地域ファンドのスキームとデータ

では、次に中小機構によるファンド支援の中では、地域ファンドがどれだけの比重を占めているのかについて検討する。中小機構がファンド出資を通じて行う支援のスキームとしては、大きく分けてベンチャーファンド、がんばれファンド、事業継続ファンド、中小企業再生ファンド、地域応援ファンドの 5 種類があった¹⁶。このうち、今回の調査で主に対象としており、またもっとも本数が多いのはベンチャーファンドである。

図表 4-3 には、ベンチャーファンドによるベンチャー企業向け出資において、企業、GP、有限責任会社 (Limited Partner: LP)、中小機構がどのような関係を持っているのかについてまとめられている。中小機構は、設立 7 年未満のアーリーステージにあるベンチャー企業への投資・ハンズオン支援を目的としたファンドに対し出資を行い、創業初期の中小企業者等に資金面及び経営面から支援を行っている¹⁷。

こうしたファンドでは中小機構は (有限責任組合員として) VC 等の民間投資会社と共

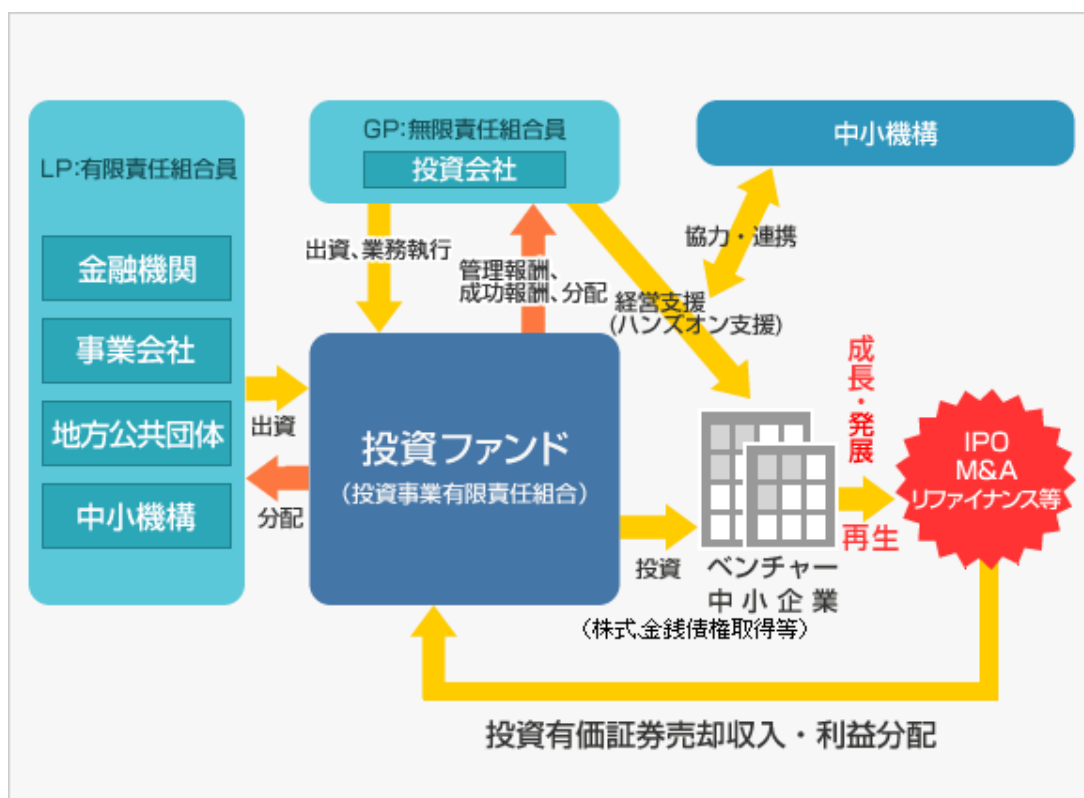
¹⁶ 2010 年 7 月 15 日より中小機構のファンド事業は、起業支援ファンド・中小企業成長支援ファンド・中小企業再生ファンドの 3 つに再編されている。

¹⁷ 新制度 (起業支援ファンド) では、支援対象を設立 5 年未満の創業又は成長初期の段階にある中小企業に変更している。

同での組成を行っており、最大でファンド総額の50%までの出資を行っている。また出資と平行して、中小機構の各種スキームを活用して、企業の経営面への支援を行っている。

では、このようなベンチャーファンドによる資金調達のスキームは、地域ベンチャー企業への資金の流れに対してどれほどの役割を担っているといえるのであろうか。

図表 4-3 中小機構関連ベンチャーファンドの概念図



(出所) 中小企業基盤整備機構ホームページ。(http://www.smrj.go.jp/fund/gaiyo/index.html)

(注) 2010年7月15日より起業支援ファンドへ移行した。

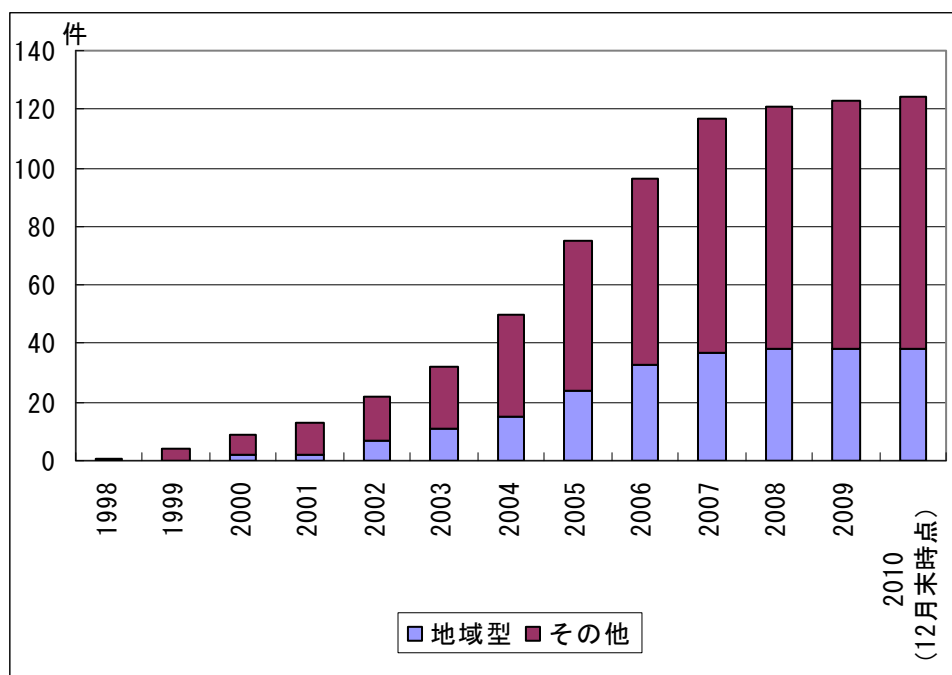
[ベンチャーファンド・がんばれファンド・地域中小企業応援ファンドでの合計]

図表 4-4 には、再編前のスキームにおいて中小機構が出資を行っていたファンドのうち、地域活性化目的での組成が行われうる3種類のファンド(「ベンチャーファンド」「がんばれ! 中小企業ファンド」「地域中小企業応援ファンド(チャレンジ企業応援型)」)に関するファンドの合計累積件数と、その中で実際に地域型に分類されるファンドの累積件数の推移が示されている¹⁸。これらのスキームを用いての中小機構の部分出資は1998年より段階的に実施されているが、地域活性化を目的としたファンドへの出資は2000年より実施が始められている。これら3種類のファンドを全体で見た場合の新規ファンド組成に関して

¹⁸ 中小機構は事業継続ファンド・再生ファンドに対しても出資を行っている。これらのファンドは、広義では地域活性化につながる可能性を想定しているものの、主たる目的は企業の維持に設定されていることから、ここでは除外されている。

は、リーマンショック以降にも少しずつ追加がなされている。しかしながら、地域型のファンド組成件数に関しては、2008年でストップしており累計で38件からは変化していない。ただし、2010年時点では依然として地域型のファンドが全体で30%を超えるシェアを占めていることがわかる。

図表 4-4 中小機構関連ファンド（ベンチャー・がんばれ・地域）のうち地域型の件数（累計）の推移

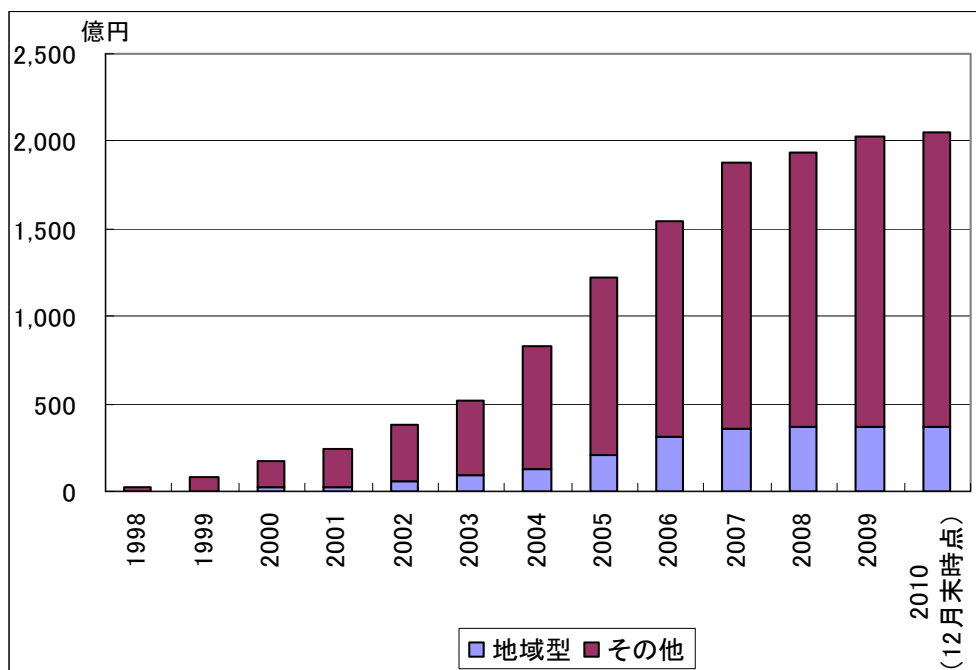


(出所) 中小企業基盤整備機構

(注) 2010年7月の改編以前の分類による整理。事業継続ファンドならびに再生ファンドは除く。

同様に、図表 4-5 には出資約束額（出資額）の推移が示されている。3種類のファンド全体では、2010年12月時点で2,000億円超の出資が行われており、その中で地域型に分類される出資額が370億円ほどである。約18%のシェアが地域ファンドによって示されている。この比率がもっとも高かったのは2006年で、20%を超えるシェアを地域ファンドが占めていた。しかしその後は、地域ファンドが追加で組成されていないこともあって、全体に占める比率としては近年低下傾向であることがわかる。

**図表 4-5 中小機構関連ファンド（ベンチャー・がんばれ・地域）のうち地域型の出資
約束総額（累計）の推移**



(出所) 中小企業基盤整備機構

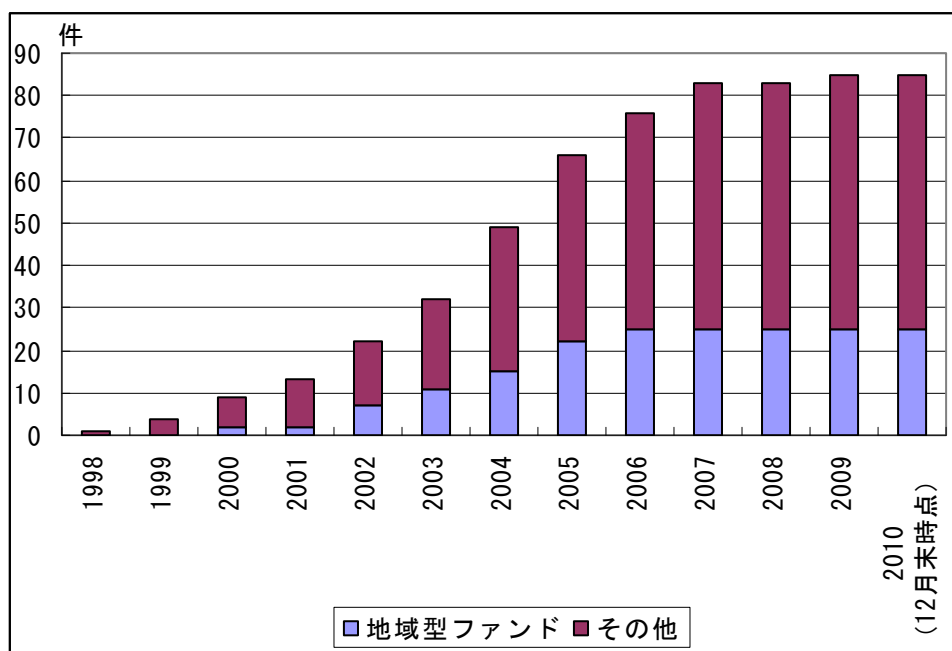
(注) 2010年7月の改編以前の分類による整理。事業継続ファンドならびに再生ファンドは除く。

[ベンチャーファンドのみ]

前掲の図表では、中小機構関連ファンドの全体の中における地域活性化目的のファンドの動きを理解することが目的であったことから、3種類のファンドを合計したものについて議論が行われた。しかしながら、本報告書は主にベンチャー企業を調査対象としているため、図表 4-6 に中小機構出資のベンチャー企業向けファンドのみの推移を改めて示した。中小機構によるベンチャーファンドへの出資も 1998 年から始められており、現在では累積で 85 本まで増加している。その中で、地域密着型を謳っているファンドは 25 本あり（比率にして約 30%）、重要な役割を担っていることがわかる。

近年の推移を見ると、2006 年までは少しずつ増加していたが、やはりリーマンショック以降には地域ファンドの新規組成が見送られていることがわかる（その他のベンチャーファンドは 2009 年に 2 本ほど作られている）。成果が出るまでに中長期的な時間がかかってしまう地域活性化目的の出資には、やはり投資会社・金融機関共に慎重になっており、新規のファンド組成に関してはとりわけ厳しい状況であることがわかる。

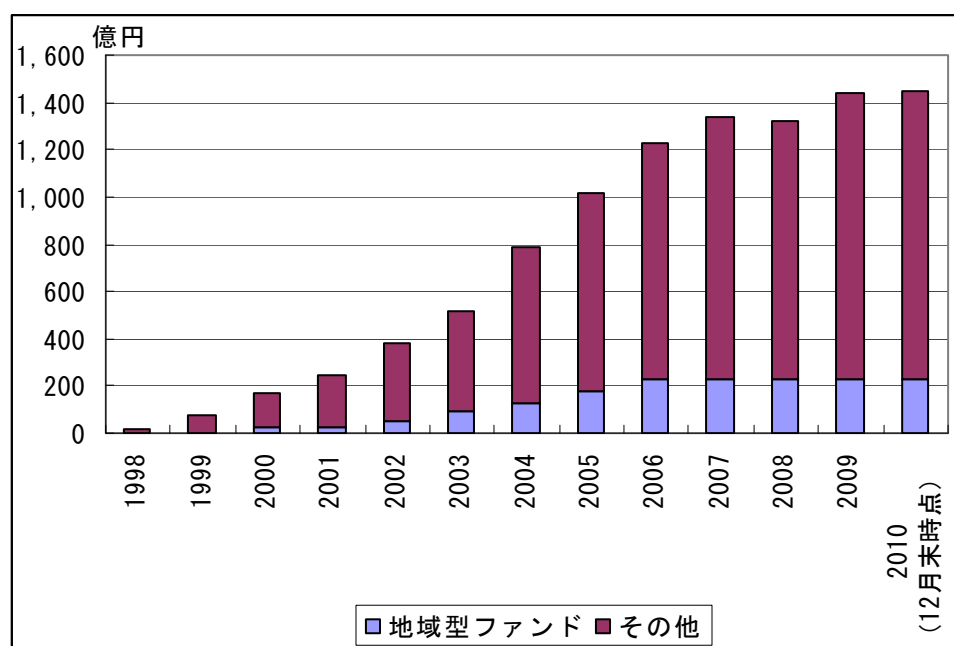
図表 4-6 中小機構関連ベンチャーファンドの件数（累計）の推移



(出所) 中小企業基盤整備機構

図表 4-7 には、出資約束額（出資額）の推移が示されている。ここでも地域ファンドはベンチャーファンド全体で一定のシェアを占めているが、近年の新規での組成がないために当然のことながら組成額も停滞している。2010 年末時点でのベンチャーファンド全体の累計出資額は 1,445 億円で、その中でも全体に占める地域ファンドの累計出資額は 225 億円である。2010 年時点までの地域ファンドの累計金額の割合は、およそ 16%である。

図表 4-7 中小機構関連ベンチャーファンドの出資約束総額（累計）の推移



(出所) 中小企業基盤整備機構

③ 地域ファンド全体の課題

ここまで見てきたように、かつての IPO ブームによって順調に増えてきたファンドはリーマンショック後にその動きを止め、追加のファンドはほとんど組成されない状況となっている。そうした中で、2000 年前後に数多く組成された現在運用中のファンドが、2011 年以降には次々と償還期を迎えていく。ファンドが償還を迎えること自体は始めから想定されていたことである。ただし、既存ファンドの成果が望ましくなく、次のファンド組成が続かなくなってしまうことは深刻な問題である。つまり、不況や不適切な目標設定などのために出資先企業の業績が想定より低くなれば、ファンドが選択できる株式を現金化するための出口手段（M&A や自社株の買い戻し等）は困難になろう。個々の企業の価値が下がったままであれば、ファンド全体としての収益も低下することになる。ファンド成果が悪いまま償還されれば、結果として次のファンド組成も滞ってしまうことが考えられる。新規のファンドが組成されなければ、その次の世代のベンチャー企業が育つことも難しくなってしまう。

また、ファンドの運用成果が好ましくない状態で償還を迎えてしまった場合には、GP である VC がその理由についての説明を厳しく追及されることも考えられる。そして、その説明責任が果たし切れない場合には、VC のみならず出資者である自治体や金融機関なども（出資額の減少分の）責任を求められることになる。ファンドによる資金供給は、補助金ではなく出資であるため、満了を迎えたときにその元本が減少している場合には、減少理由について税金を払っている市民や金融機関の株主への説明が当然行われなければならない。

らない。

この点に関して、日経グローバル誌の2010年5月3日号に地域ファンドについての特集記事が組まれていたが、多くの自治体が議会や住民へその運用結果をどのように説明すべきなのか、苦勞しているとのことであった。記事によると、いくつかの県では「雇用創出」「利益拡大」「地域活性化に成功」「IPO事例」などの成果を達成したとの結果が記されている。しかしながらその他の多くの県では、既に発表した県に類するものを「後出し」で探し出し、急遽取り繕った評価をするのではないかと予想される。つまり、「雇用創出」「地域活性化」「産業育成」を本来の目的としたファンドが自らの自治体に存在しない場合には、出資した自治体は議会对策や市民への説明の必要性のために他の自治体の模範解答を模倣せざるを得ない。ここで一貫性のある説明ができなければ、運営者であるVCだけでなく、ファンドに出資を行った自治体や金融機関の信頼も失われてしまい、やはり新規のファンド組成は滞ってしまうと考えられる。

ただしここで注意が必要なのは、ファンドの成果の1つであるIPO事例を評価に用いる場合には、「IPOを目的としたファンド」と「地域活性化を目的としたファンド」をはっきりと区別して考える必要があるということである。なぜなら、首都圏ないし大都市圏の企業をベースに組成されているファンドと、過疎化が深刻化している地方圏の企業を中心としたファンドを同列に考えて、IPO数という基準だけで比べることは意味があるようには思えないからである。やはり、組成時に収益やIPO数ではなく、きちんと地域活性化に則した成果指標を考えておく必要があったのだろう。

人・物・金・情報という4要素が集積しそもそも「IPO目的」として組成されてきた都市型ファンドと、これらの4要素が十分に集められない地域ファンドとでは、想定される目標も結果も自ずと異なるものでなければならぬはずである。設立当初から「雇用創出・地域活性・税収拡大」を目標として設立されたファンドであるにも関わらず、その他のファンドと同様に「IPO事例」だけが評価の指標・対象として用いられるのは適切であるとは考えられない。また『県内で成長企業を探すのが難しかったために他の都道府県の企業に投資したが、結果として想定外の事態になり破綻を招いた企業が多かった』という地域ファンドも見られた。こうしたケースも、「ファンドは利益を生むのが当たり前で、運用会社に任せれば良好な結果は自然と出るはず」とする誤ったファンド観しか持たない関係者が、多く存在することの証拠の1つであろう。ファンドの管理を人任せにしていたために、「地域の5年後、10年後をどのように考えるのか」、また「そのために企業の育成をどのように行うのか」、更には「地域の金融機関・大手企業とどのように連携し支援体制を確立させるのか」など、実際には重要な論点がこれまでないがしろにされてきたのではないかと考えられる。また地域ファンドは、組成時に地域活性化を評価する指標や満了時の出口戦略を考え、きちんとファンドのゴールを設定するべきであろう。

(2) 地域ベンチャーファンドの特殊性

前項までのデータの推移を見る限り、近年の中小企業に対するファンド出資はほとんど伸びていない。しかしながらだからと言って、ファンドに代表されるリスクマネーという資金供給の手段が今後必要なくなるのかということ、そうは思われない。

ファンド出資と同様に中小企業向け銀行融資も減っており、中小企業への資金の流れそのものが頭打ちである状況と併せて考えると、資金を集めるためのなるべく多くのスキームが存在しなければならないことがわかる。そうでなければ、中小企業そのものが育たなくなってしまうからである。それゆえ資金調達オプションの1つとして、リスクマネーは今後も依然として重要な役割を果たしうると考えられるのである。とりわけ、調査対象としている地域ファンドはもともとが「企業創設から銀行融資までのつなぎ資金」という目的で作られているものであるため、適切に機能さえすれば、将来的に資金供給ツールとして期待できる大きな可能性を秘めているものと思われる。

しかしながら、地域ファンドに限らず「ファンド」という言葉自体がかつてのハゲタカファンドと同義語のように扱われてイメージが悪くなっていたことから、実際にはなかなか積極的に活用されていない。言い換えると、地域ファンドというものが正確に理解されずに活用されたために望ましくない成果となり、次世代のファンド組成に対して及び腰となっているのである。こうしたことが、普及のための大きな障害となっているのではないだろうか。

ファンドの考え方が正確に理解されなかった第1の理由は、IPOブームの発生によって「利益優先の考え方」が先行してしまった点である。日本で初めてのベンチャーファンドが1982年ジャフコにより組成され、それ以降わが国におけるファンドを通じた中小・ベンチャー企業支援が本格化されるようになった。1988年に「投資事業組合法」が整備され投資家の有限責任が担保されるようになり、当時IPOブームも発生していたことから、様々な機関がファンド組成を行った。確かに、IPOを主たる目的としたファンドの増加は一部の中小・ベンチャー企業の成長には寄与したものであった。しかし、幅広い支援という点では疑問符のつくものであったために、1998年に再度「投資事業有限責任組合制度」に関する法整備が行われ、ファンドを通じた出資は中小企業に特化されるように変更が行われた。

ところが、中小企業に対してはある程度の支援拡大につながったものの、今度は運用者から「大企業にも投資できないファンドでは運営が難しい。結果を出せない」等の要望があり、2003年にはファンド投資会社（上場企業等にも拡大）、投資手法（債権取得、融資等）の点で、より多様なケースに対応できるように改編が行われた。市場環境は、ITやバイオといった分野の企業による牽引もあって、2000年には1年間で203社のIPOを数えるようになり、その後も150社前後が毎年上場を果たすようになっていった。投資そのものの性質も変わり、2000年前後には一株1,000万円台であってもベンチャーキャピタルが投資に応じるようなケースも見られるようになっていた。多くのベンチャーファンドは、「企業を中長期的に育成する」というよりは、もはや金儲けの道具として機能していくようになった。確かに、キャピタルサイドとしては営利目的の資金供給であることから、短

期で資金回収が出来る出資が望ましいと考えるのは当然である^{19, 20}。ただ、そのようなファンドが主流となり、当たり前であるという状況になった時、地域ファンドとして本来であれば出資を受けられていたはずの企業が苦境に立たされてしまうケースもあったと考えられる。つまり、育成支援という本質を忘れていないファンドであったならば出資を受けられていたはずの企業に、目が行き届かなくなってしまったかもしれないのである。

2つ目の理由は、利益優先の考え方が先行し「ファンドのスキームや連携が粗いもの」になってしまった点である。一般に出資を受ける際には、企業は事業計画や資本政策を提出し、それらをもとに出資の是非が検討される。実際には、それらの検討の中で『いつIPOを検討しているのか』『他のキャピタルからの出資はあるのか』などが判断基準となってしまっており、IPOを目的とした企業の起業ブームと繋がって、IPO関連のビジネスそのものが乱立するようになった。その結果、キャピタルの人材も外部に流出し、儲けるためだけに組成される質の粗いファンドが多く作られてしまったと考えられる。こうしたファンドには成果を期待することが難しいであろうし、そのために地域企業育成型のファンド、そのもののイメージが望ましくなくなった。

3つ目の理由は、人材不足・情報不足のために特に地方圏でのファンド価値の低下が特に大きくなってしまった点である。三位一体の改革に基づく税制移譲の動きをきっかけに多くの地方ファンドが組成されたが、今まで論じてきたような理由から、地方では都心部以上の厳しい環境に直面することになった。もともと、地方は都市圏と比べれば組織も経験も層が薄い。そのため、「IPOブームに乗れば安易にリターンが得られる」と委託者がいったん誤解してしまうと、それを修正できる可能性が低い。更に、「都心部から専門家を集めて安定的に運用を行う」と考えたとしても、それが管理報酬目的のキャピタルである場合には地方にいる周辺の支援機関が気づかないうちにより大きな価値低下が発生してしまう可能性もある。本来、地域ファンドこそ「中・長期的スパン」で安定的に支援されなければならないが、実際には「IPO型」に近い概念で投機的に運用されてしまったために、ダメージが特に大きく拡大してしまったと考えられる。

ここまで見てきたような理由から、その必要性はわかっているながらも、「地域ファンドはどのように改善されていくべきなのか」という問いについての答えはまだ見つからない。そこで、次の項では各担当者からのヒアリング調査を要約し、この疑問に対する答えについて検討を行う。「将来的な地域ファンドのスキームはどのような改善がなされるべき」で、「関係者はどのような点に気をつけて運営されるべきなのか」、「地域ファンドの理想形態とはどのようなものなのか」などについて、意見の整理を行う。

実際には、以下に示すような6つの項目に関して、各ファンド関連の機関がどのような考えをもとに活動を行っていたのかについて、仮説を立てヒアリングを行った。

¹⁹ アメリカでも、ファンドは出資したものの1/3ほどしか結果は出ないと考えられていた。

²⁰ ベンチャーキャピタルは民間企業であるため、利益最大化を追求しなければならない。そのため、多くの出資者に満足する行くような結果を出し、新たなファンド組成を可能としなければならない。出資者に満足してもらえらるキャピタルとして他社と差別化を図るためには、扱っているファンドが能力の高い（短期高利回りであればある）ものであることは、1つの側面としては必要なかもしれない。

- ① 各地方にはどのような地域的特殊性があるのか、
- ② 地域貢献という概念についてどのような認識を持っているか、
- ③ リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったのか、
- ④ リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったのか、
- ⑤ 地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、
- ⑥ 地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からの支援に期待しているか、

質問項目の中には、(0で議論したような)地域企業であるからこそ考慮しなければならない点、更にリスクマネーというベンチャー企業にとっては経験の少ないスキームが入ったことによる効果にはどのようなものがあるのかといった項目が盛り込まれている。具体的には、①・②が「地域企業に対するファンドであるからこそ考慮しなければならない条件はどのような点なのか」についての質問であり、③・④・⑤が「手探りの中で始められたスキームはどのような効果をもたらしたのか」という疑問に対する質問である。

ヒアリング調査は、2010年11月末から2011年2月上旬までの期間に、北海道・宮城・愛知・広島・福岡の5カ所において行われた。それぞれの地域におけるVC・出資金融機関・出資先ベンチャー企業・自治体の担当者など、できる限り広い分野から意見の聞き取りを行った。以下は、それぞれの地域のヒアリング内容をまとめたものである。これらの回答から、これまでの地域ファンドの経験をどのように将来へ役立てることができるのかについて考察を行う。

[ヒアリング調査の要約]

① 北海道のケース

北海道における地域ファンドを考えていく上でのポイントは、「土地が広い」という特徴であろうと考えられた。1つの都道府県でありながら広大な土地に広がる中小企業の情報、どのように集めているのか。ファンドの組成・運営にどのような効果が及ぼされるのか、ファンド組成の後に出資企業へのハンズオンを行っていくための支援機関同士の連携で、この“広さ”という点は障害になるのではないだろうか、などの点について聞き取りを行った。

また、北海道は第一次産業による生産力の大きさが際だっており²¹、こうした産業構造上の特徴が、ファンドに組み込まれる企業の種類にどのような効果を及ぼしているかについても注目をした。

中小機構が出資を行っている地域ファンドには、下記の3つがある(図表4-8)。この中でも特にホワイトスノー・ファンドは、その組成が2000年であり比較的早い時期に作られている。もちろんそれだけが理由ではないものの、早くからのノウハウ蓄積のためか、

²¹ 2007年度の経済活動別県内総生産において、北海道は約7,000億円を第1次産業で生産しており、全国第1位の規模である。(内閣府 平成19年度県民経済計算、経済活動別県内総生産(名目)
(<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/kenmin/h19/main.html>))

IPO を達成した企業の数 が 4 社 と 相 対 的 に 多 い こ と も 特 徴 と し て 上 げ ら れ る。

図表 4-8 北海道における中小機構出資の地域ファンド

	組成	運営満了	総額	IPO 数 ^(注1)
ホワイトスノー第一号投資事業有限責任組合	H12.9.31	H24.9.12	8.6 億円	4
(対象) 主に北海道にて事業を行なう又は北海道にゆかりのある未公開企業 (業種) 問わない、企業ステージ：スタートアップ～ミドル				
札幌元気テクノロジー投資事業有限責任組合	H17.5.20	H27.5.19	5.0 億円	0
(対象) 主に札幌市内に拠点を有する未公開企業 (業種) 主に技術系、企業ステージ：シード～ミドル				
北海道しんきん地域活性投資事業有限責任組合 ^(注2)	H18.8.10	H28.8.9	12.20 億円	0
(対象) 北海道において事業を行なう未公開中小企業 (業種) 問わない、企業ステージ：シード～レイター				

(注1) 2010 年 12 月時点。(注2) がんばれファンド。

図表 4-9 には、VC、金融機関、自治体、企業より聞き取り調査を行った結果が示されている。北海道という地域を理解するためのポイントの 1 つは、北海道拓殖銀行が破綻したことであろう。それまでの北海道経済のけん引役であった都市銀行が破綻したことによって、金融機関のみならずその他の経済団体の危機感・団結心が強まった。このことは、ベンチャーファンドの組成内容に対しても大きな影響を及ぼしていると考えられる。

また、第一次産業の比率が大きいことも北海道の特徴であろう。第一次産業に重点が置かれていることによって、一部では農業関連バイオなどのベンチャー企業が発生することももちろん考えられる。しかしもう一方では、それ以外の分野のベンチャー企業は育ちにくいということでもある。そのため、IT やバイオなど場所をあまり選ばない分野のベンチャー企業が、他県から北海道に本社を置いたとしても、競合相手が少ないことから比較的地域に溶け込みやすい。話を聞いたベンチャー企業が言っていたように、競争相手が少なければ、新規分野の企業であっても創業時の助成金などを獲得しやすく、生き残りやすい。こうした点が、北海道の地域的特徴として考えられた。

地域貢献の考え方については、ベンチャーファンド関連のどの担当者も IPO がもっとも望ましい形であることはわかっているものの、LP である金融機関や地方自治体もそれがいかに困難なことか十分に理解している様子であった。そのため、彼らが考えるファンドの成果目標は IPO だけに限定するのではなく、雇用促進や地域の資金循環の向上へとすでにシフトしている様子であった。地域ぐるみで、新産業創出の体制を敷いていることは、北海道の特徴の 1 つとして挙げられるであろう。

北海道が、ファンドスキームを導入したメリットとしては、VC・金融機関・自治体が発言

っていたように、ファンド出資を受けるための準備を企業は要請されるので（事業計画書など様々な報告書を作成する）、そうしたことを通じて、その企業は一人前の企業として認識されるようになることができたということが挙げられる。VCによると、信頼を得られた企業の中には金融機関との関係をしっかりと作ることができているものもいたとのことである。中には、出資前までの状況であつたら確実に倒産していたと思われる企業でも、ファンドのおかげでしっかりと立ち直っているものもあるそうである。そうした企業は業績を順調に伸ばし、もう少しで雇用を増やすことができるようにまでなっているとのことであった。更に、活気を取り戻しつつあるそうした企業の様子を見て、「自分も挑戦してみよう」という次の成功例を目指すケースが見られるようにもなっているそうである。

ファンドの課題としては、ファンド普及を目指して動いた結果、北海道の人材不足が露呈したという点を聞くことができた。これには、企業経営者そのものが不足しているという意味と、ファンドの支援者が不足しているという2つの意味が含まれている。つまり、北海道はもともと第1次産業が主体の産業構造であったために、のんびりした性格の人が多くそもそも起業を目指す風土ではない。また、十分な食糧自給率を保っていることから、あえて他の産業でチャレンジをしようという積極性がそもそも育ちにくいとも考えられる。既に起業している経営者たちにもこうした性格は少なからずあてはまるため、積極的に販路開拓をしようという人物が少ないことがファンドの成果においても障害になっている可能性があるという意見を聞くことができた。

ファンド支援者に関しては、昨今の不景気のために、キャピタリストとしてベンチャー企業への支援を行おうとする人材が一層失われてしまったという声を聞くことができた。最近の若者たちは、キャピタリストという職業に欧米で見られるような華やかな世界をイメージする人が多いため、実際の根気強く経営者の人たちと話し合いをするという地味な活動を嫌い、首都圏に出ていってしまう傾向が以前にも増して多くなった。キャピタリストが足りなければ、企業経営者への助言も、人材のマッチングも企業のニーズに十分応えることができない。こうした事態を、近年は改めて実感している。

図表 4-9 北海道におけるヒアリング結果の概要

VC	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 拓銀の破綻を経験し、直接金融での回復を目指す。 多くの企業は札幌市に集中しているため、情報収集のためのギャップはあまり感じない。たとえ、離れている地域でも、連携している金融機関の支店から情報をすぐに得ることができる。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 地域重視、しかし北海道への企業誘致にも積極的に行う方針。 「IPOも大切だが、地元を重視している企業」をなるべく優先的に。 銀行などの金融機関との連携に注力している。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 起業家マインドが企業内外に増加。 もう少しで雇用増大のケースも見られそう。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 地域金融機関の中にはファンド出資に積極的な所もそうでない所もあり、ファンドの意義・ノウハウが十分にこれらの機関に認知されるまでにまだ時間を要する。 ファンド出資を受けたことによって経営者が横柄になってしまうことがあり、キャピタルの助言を聞き入れなくなってしまうことがある。

	<ul style="list-style-type: none"> 支援機関に長期的視点を持ってもらうためにも、ファンドのよい部分をきちんと説明できるように。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 出資の他、なるべく役員会などに出席することで緊張感を出しながらも、一緒に経営を考えるとという姿勢が大切。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関のみならず他の支援者と個人レベルでの意見交換ができるようになるべき。
	<ul style="list-style-type: none"> 「IPO でなくとも地域貢献」する有力企業をきちんと評価する必要性があり、そのための評価指標が必要。地域貢献に見合ったファンドの開発が必要。
銀行	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 昔は建設業が盛ん。今は食料や観光や環境・バイオなど資源を売っていく産業。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 地域の広さについては、支店から情報を得ることができることで、対応できているものと考えている。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 元気な企業が増えること。それに伴って、雇用が増えること。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ファンドのお陰で倒産を免れた企業がいる。 たとえ IPO したとしても、想定したよりも低い収益しか返ってこない企業が多い。低い収益では投資家は離れてしまうので、長期的にその企業を見守ることは難しい。 キャピタリストの人数が少ないため、企業の経営やマーケティングを任せられる人材の養成が必要。 VC と銀行がより緻密な関係を築くことができれば、ファンドの失敗を減らすことができる可能性。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 創業段階から銀行融資を受けられる段階までの資金の谷間を埋める役割。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> IPO だけが全てのゴールではないとした上で、民間で吸収しきれないリスクを公的機関に支援してもらいたい。 今まで VC が負担していたハンズオンのコストを、公的機関に支援してもらいたい。
自治体	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 今までは農林水産関連が盛ん。今は IT やバイオ系の企業。例えば、薬品業など。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 一次産業中心の産業構造だったため、販路開拓が苦手な企業が多い。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 企業の IPO も大切だが、成長・経済の土台作りが重要。その上で、雇用創出・税収増大が望ましい。 ファンド出資のために、VC や銀行や公的支援機関が経営に参加したことにより、その企業の信用力が増した。 同業種・同規模の企業が前例を見て、次のステップを目指すようになった。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 販路開拓が苦手な企業が多いため、次の世代の企業を育てるためにも経営の強化、外部協力者の誘致などに注力する必要。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ――
Q6	<ul style="list-style-type: none"> より強力な起業への支援。 北海道は海外進出にも力を入れており、全国のネットワークからそうした中期的支援を行ってくれる人を紹介してほしい。
企業 1	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 北海道は、他に比べてのんびりしている。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 企業としてはまず IPO をすることが最優先だと考えている。その次に中長期的目標として地域活性化を考えている。 地域活性化のためには産業単位での活性化が必要。そのためには一定数以上の経営者も必要であることから経営者育成など中長期での制度の整備が重要。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 資金不足のために諦めていた企業の経営者がチャレンジをすることができるようになったことは大きい。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ファンド支援者から出口をどうするのか焦らされること。色々な出口が考えられるが、とにかく短期的に決断を迫られることはプレッシャーを感じる。

Q5	<ul style="list-style-type: none"> 特に、ベンチャー企業は成果が出るまでに時間がかかることが多いため、中長期的な資金供給が望まれる。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 公的機関は小規模の1社の業績で一喜一憂するのではなく、業界内の大規模企業を計画的に支援することが良いのではないかと。そして、その大企業が小規模企業をサポートしていくという図式が望ましいかもしれない。同じ業界であれば、目利きの問題も解決できる。「大企業が小企業をサポートする」という部分で、中小機構がマッチングをする制度を作れると望ましい。
企業2	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 経営者が北海道には相対的に少ない。あるいは個々の経営者はゆったりしている傾向がある。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 関係するVCは10社中1社のみが地元。そのため、実際には地域貢献まで考えていない。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 銀行融資は受けられなかったため、資金調達手段はファンドのみだった。 出資を受けるために規約などを思い切って整備できたこと。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 複数の投資契約書をそれぞれ作成する必要があり、コストがかかる。 多くの出資機関は出口としてIPOを求めてくるが、却ってコストが余計にかかることも。最適な出口についての考え方が、企業と出資者で異なる点。 より効果的な発展のためには、積極的な経営者・リーダーの育成が必要。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 概ね、現在のスキーム・VCに満足している。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 特に、OB人材派遣・アドバイザー支援などが役に立った。相性のよい人と出会うことができれば、非常に効果的な制度である。

(注) Q1：各地域の特殊性にはどのようなものがあるのか、Q2：地域貢献という概念についてどのような認識を持っているか、Q3：リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったか、Q4：リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったか、Q5：地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、Q6：地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からのサポートを期待しているか。

北海道経済は、北海道拓殖銀行の破綻というバブル崩壊時に発生した危機感を、全ての経済主体が共有している。こうした経験を通じて結束の強化ができ、北海道のファンド事業に関しても1つの方向に向かう協力体制を作ることができたことが大きかったものと考えられる。とりわけこうした特徴は、出資後のハンズオン支援の側面で有効な効果を発揮しており、望ましい成果につながっているものと思われる。

② 宮城県のケース

図表 4-10 には、調査対象とした東北地方の地域ファンドの抜粋した内容が示されている。東北地方は、東京・大阪などの大都市を除くと、大学発ベンチャーに特に力を入れている地域であるといえる。下記に記されているTICC大学連携ファンドは、中小機構からの出資を受けているが、地域ファンドというよりは大学発ベンチャーファンドとして分類されている。こうした点から考えると、宮城県では東北大学と連携した大学発ベンチャーファンドの運用に力を入れているという特徴が第1に挙げられる。大学との連携が地域活性化にどのような効果を発揮するののかという点が重要なポイントであろう。

また、東北グロースファンドは中小機構からの出資を受けていないためIPO数等の情報はわからなかったものの、30億円を超える大型のファンド組成を行っている地域ファンド

である。このファンドは東北 6 県+新潟県の合計 7 県の中小企業を投資対象としており、宮城県以外の銀行からの出資もある。相対的に規模が大きくなっており、総じて東北地方全体をカバーしているブロックファンドとしての性格を持っている点が第 2 の特徴であると考えられる。

更には、東北という地理的条件も考慮されるべきである。地方経済圏と言っても、宮城県仙台市は比較的東京に近く、そこに所在する中小企業も大都市圏にアプローチしやすい。そうした地理的条件も、中小企業の業績や地域ファンドの成果、またベンチャーファンドに組み込まれる地域貢献という要素にも何らかの影響を及ぼすかもしれないという点が第 3 の特徴であろうと想定された。

図表 4-10 宮城県における中小機構出資の地域ファンド

	組成	運営満了	総額	IPO 数 ^(注1)
TICC 大学連携投資事業 有限責任組合 ^(注2)	H19.6.22	H29.6.21(2年延 長の場合あり)	10.11 億円	0
<p>(目的) 技術シーズを活用して革新的なビジネスに取り組む、将来有望な未公開企業への戦略的投資を行い、投資先企業の IPO 等によるキャピタルゲインの獲得を目指す。</p> <p>(対象) 東北大学を中心とする、大学や研究機関等の研究成果を基盤とする技術を活用するベンチャー企業</p>				
東北グロースファンド ^(注3)	H18.8.31	H28.8.30	35.8 億円	—
<p>(目的) 新潟県を含む東北 7 県を主たる投資対象地域とし、技術シーズを活用して革新的なビジネスに取り組む未公開企業への投資及び経営支援を行い、投資先企業の IPO (株式公開) などによるキャピタルゲインの獲得を目指す。</p> <p>(対象) 技術的イノベーション ないしは ビジネスモデルのイノベーションにより急成長が期待できる、ベンチャー企業および第 2 創業を行う既存企業で、主に新潟県を含む東北 7 県に事業拠点を有する未公開株式会社等</p>				

(注 1) 2010 年 12 月時点。(注 2) 中小機構は出資しているが、大学発ベンチャーファンド。(注 3) 地域ベンチャーファンドとして分類可能だが中小機構は出資せず。

図表 4-11 には、宮城県におけるヒアリング結果が示されている。地域特性に関しては、東北大学があることから大学発ベンチャービジネスが特に 2000 年代前半に盛んであったという点が挙げられる。それゆえ、東北には大学等の技術シーズを活用した技術志向型のベンチャー企業がとりわけ多い。場所としては、仙台市という大都市のある宮城県の他、山形県などにベンチャー企業が多く集まっている。

地域貢献の考え方に関しては、担当者によって若干幅のある意見を聞くことができた。例えば、今回ヒアリングをした企業は、たとえ IPO をしたとしても特に重要なのは地元で活動拠点を置くことだと主張している。それに対し支援機関の中には、たとえ相手が他の地域の企業である M&A であっても、効果的に企業が発展できるのであれば、何らかの関係さえ東北にあれば構わないのではないかと意見を聞くことができた。

これまでのファンドによって得られたメリットに関しては、東北地方のベンチャー企業は技術シーズの企業が多いことから、ほとんどの企業がアーリー段階にいることがポイントとして考えられる。つまり、こうした企業は信用力が少ないため、もとより銀行融資による資金調達はそもそも難しい。もし調達できたとしても負債が大きい場合には急激な経済状況の変化に振り回されてしまう。このようなポイントを考えると、ファンド出資によってエクイティでの資金調達を行うことは安定的な経営につながるというメリットがある。むしろ、エクイティであれば経済状況のためにマイナスになっても構わないということの意味しているわけではないものの、企業が経営の健全性を維持するためにファンド出資はよい効果を持っていたという特徴は注目する必要があるであろう。更に、銀行融資のみではスタートすらできなかつた事業がファンドの存在によって実現可能となったという点から、東北地方においてもファンド出資は事業安定までのつなぎ資金としての意味合いが大きかったといえる。

また「ファンド出資を受けた」という事実が、その企業への信用力を向上させることにつながったという点もメリットとして考えられる。つまり出資先企業が言っていたように、信用力が向上した場合にはその企業は他の有力企業とビジネス関係を構築しやすくなることなどもありえる。こうしたケースが発生するという事は、副次的効用として注目できると思われる。

課題に関しては、ファンドによって資金をまかなった場合には企業と銀行の関係がどうしても希薄になってしまうという意見を聞くことができた。それに関連して考えると、ファンド出資後にもベンチャー企業に緊急の追加資金が必要になり銀行融資を受けようとした場合、その企業は始めから関係構築を行わなければならないため、時間やコストがより多くかかってしまうことも考えられる。

企業と金融機関との関係に関しては、今回、話を伺った金融機関も、ファンド出資に対しては若干引いた立場からの関わり方であるという声を聞くことができた。そのため、ファンド出資を通じてのベンチャー企業と銀行との間の距離は、対 VC に比べて若干遠いことは認識しているようであった。ただし、金融機関はファンド出資に対して批判的というよりは、本業外になるのでどのように関与してよいものか、模索しているという感じであった。結果として、出資先企業が銀行融資での追加の資金調達を必要とした場合には、そのための審査等をやり直さなければならず、追加的なコストがかかってしまっているようであった。これは課題の1つとして考えられるであろう。

ただし、中長期的なファンドの理想形態に関しては、出資者である金融機関も大きな期待を持っている。具体的には、まずアーリー段階でファンド出資を行い、ベンチャー企業がある程度まで成長した段階で銀行融資へ進むというプロセスが理想的な流れであろうと考えている。しかしながら、実際にはそこまでの条件が整っていない部分があり、具体的には、資金量のみならずビジネスマッチングなどのハンズオン支援をより大きな規模で行っていく必要があるなどの意見を聞くことができた。

支援機関の中で聞かれた、ベンチャー企業に期待する心構えとしては、「ベンチャー企業は IPO を目指すべきであり、始めから他の出口を目標とするのは好ましくない」というものが聞かれた。あくまでも目標は地域活性化ではあるものの、常に上を目指すという心構えはベンチャー企業としては非常に重要だとの意見を聞くことができた。大学発ベンチ

ヤーに力を入れている東北地方らしい“攻め”の意見とも言えるものの、確かにこうした強気の姿勢は重要ではないかと思われる。

図表 4-11 宮城県におけるヒアリング結果の概要

VC	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 支援先企業としては、宮城・山形が多く、新潟もいくつかある。相対的に、岩手・秋田・青森は少ない。 全体的に、東北の企業は控えめな傾向。IPO は望ましいが、株主が経営に入ってくることに對してはやはり消極的。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 雇用創出がなされ、地域活性化につながる事が重要。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 投資を行ったことが銀行の信頼につながり、融資に結びついたケースがある。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> IPO プーム後に、組成時の予想以上に出口関係の機関（監査法人・証券会社・証券取引所など）の対応が遅れるようになった。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ベンチャー企業は IPO をまず目指すべきであり、始めから M&A などの他の出口を目指すことは好ましくない。 IPO 後も企業を東北に残して、雇用を守ることが重要。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ファンド成果に関して成功報酬評価のための基準を見直してほしい。 中小機構の出資比率がもっと高いファンドも作ってほしい。
銀行 1	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 銀行としては、融資と投資を同等のスタンスで考えており、収益性も地域貢献も重要視している。ただ、ファンドに関しては、投資という性格上、（業種や売り上げにもよるが）長期的資金供給としての位置づけをしている。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 現時点では本来業務に手一杯であるため、地域ファンドに関しては出資のみの協力、と控えめなスタンスになっている。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ——
銀行 2	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q2	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 地域ファンドには出資のみの参加となっているが、ベンチャー企業の発展についての呼び水としての効果を若干感じている。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q5	<ul style="list-style-type: none"> まず投資を行い、企業の成長が進んだ後に融資を行うというのが理想的であるが、実際にはまだそこまで進んでいるケースは見当たらない。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ——
経済団体	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 支援企業が IPO をして有力な新産業となること。 新事業の実用化で満足するのではなく、M&A をより効果的に用いスケールアップする。その M&A 相手が他の地域であっても、何らかの関係が東北にあれば構わないと考えている。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 東北地方の VC は主にアーリーステージの企業が対象でリスクが高く、そのためファンドがなければ事業がスタートできない。 その中のいくつかの企業はしっか進んできている。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 書類作成が煩雑である。

	<ul style="list-style-type: none"> ・ 制約が多く、本当に必要なセールスなどの部分にあまり中小機構の支援が使えていない。
企業	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> ・ ——
Q2	<ul style="list-style-type: none"> ・ 地域に根ざしたベンチャー企業として成長することを目標として考えている。例え、IPO したとしても東北・仙台地域に活動拠点を置くことが重要だと考えている。 ・ 地元企業と良好な連携関係を築いている。今後は更に強化・維持していくことを目標としている。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ・ 銀行融資ではなくファンド出資であるために負債がない。そのため、経済環境の急激な変化があったとしても健全な経営を維持することができた。 ・ 銀行融資では返済に充てなければならない資金も、ファンド出資ならば経営力向上に充当することができる。 ・ ファンド出資を受けたことが信用力の向上につながり、地域の優良企業との関係構築が容易になった。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ・ ファンドの資金調達が可能であったために、他の資金調達手段がやや認識不足になってしまっている。 ・ 融資と比べて銀行との関係が希薄になりがち。そのため、急な資金調達が必要な場合、関係構築から始めるために時間がかかる。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ・ 一定以上の資金供給規模は必要。ビジネスマッチング等の情報に関しても、より大きな規模で行うことが好ましい。 ・ 地域ファンドと銀行融資の役割は異なるため、双方からの資金供給が理想的。2つの手段が効果的に発揮されるために、例えばファンド出資で活用される企業・技術の評価ノウハウが、銀行融資にも適用されると望ましい。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ・ 地域 VC は、目利きはできても資金力に乏しいときがある。それゆえ、政府系の視点からベンチャービジネス育成のための専用ファンドを作られることを望んでいる。具体的には、セカンドステージの累積赤字が存在するような企業に対しても支援ができるようなファンドを希望。企業の発展段階に応じて豊富な資金供給ができるようなスキームが必要。

(注) Q1：各地域の特殊性にはどのようなものがあるのか、Q2：地域貢献という概念についてどのような認識を持っているか、Q3：リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったか、Q4：リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったか、Q5：地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、Q6：地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からのサポートを期待しているか。

ヒアリング結果から見られた東北地方のベンチャーファンド支援の特徴としては、やはり想定どおり大学発ベンチャー企業に力が入れているということが見られた。東京や大阪と比べればもちろん大学発ベンチャー企業の数は少ないものの、地方都市の中では盛んであるということが見出された。そのため、ベンチャー企業として実用化を目指す人材やアイデアが他地域に比べて多く、チャレンジの回数もそれに伴って多いことが、ベンチャーファンドが積極的に活性されている理由の1つなのではないかと考えられる。そして、そうした分野にVCが明確にかつ一貫して支援を行う方針を打ち出していることによって、周辺支援機関が協力しやすい状況が作られているのではないかと考えられる。

ヒアリングから得られたもう1つの特徴は、ベンチャー企業や支援機関が集積している仙台市が、比較的東京に近いことが挙げられる。東京に近いことで人材やビジネスマッチングを確保しやすいほか、国際空港をすぐに利用できることで海外との関係も構築しやすい。それゆえ、ベンチャー企業が積極性を出せているのではないかと考えられる。

一方で、東北地方の経済は明らかに仙台の一極集中であることは、ファンドの課題としても挙げられた。地域密着という点で考えると、経済の一極集中の場合、他の地域に経済発展の恩恵が十分に還元されているのかどうか難しい部分がある。しかしながら、今回取材した VC は東北全体を対象に企業を探し出し、その中からとにかく 1 つでも多くの企業を一人前にすることを優先している。仙台市の一極集中に極力ならないように、広い範囲から企業の発掘を行っている様子を伺うことができた。VC は、中長期的に一極集中を脱し東北全体で活性化するためにも、まず、ファンドとしての成果を出さなければならない、そうでなければファンドそのものが継続できないと言っていた。こうした側面も確かであろう。「一極集中を認識しながらも中長期的に東北ブロックの発展を目指している」という方針こそが東北地方の特徴であり、そうした方針がファンド運営に一貫性をもたらし望ましい成果を生み出しているものと思われる。

③ 愛知県のケース

図表 4-12 には、東海地域を対象とした 2 つの代表的なベンチャーファンドの概要が示されている。両方のファンドにおいて共通する特徴は、共に投資先企業を「東海地域」と広く設定している点であり、ブロックファンドとしての性格を比較的是っきりと打ち出している点である。とりわけ、名古屋投育第 1 号ファンドに関しては、支援機関である中小機構のベンチャーファンド分類で地域型としては区分されていないものの、愛知県のみならず岐阜県・三重県の LP としっかり連携しており、東海地域の企業に広く出資しているという特徴を持っている。こうした連携の特徴は、日本経済を牽引してきたトヨタ自動車やその下請け部門である中小製造業が、電気自動車の普及等によって今までのようには仕事を受けられなくなってしまうとの危機感から派生している。それゆえに、この地域は 1 つの県でのみというよりも複数県で連携して発展を目指す方が適切であると判断したと考えられる。

こうした傾向を、地理的産業構造の側面からより詳しく考えると、ほとんど全ての産業に対していえるのであるが、まず愛知県（名古屋）が牽引し、岐阜県・三重県がそれに続くという形であるものと考えられる。ただし、金融業界に関しては、これよりもやや複雑な状況になっている。すなわち、東海地域はもともと（地方銀行としての役割を担っていた都市銀行である）東海銀行の地元であったため、その他の（第一）地方銀行は存在しておらず、第二地方銀行がしのぎを削っているという構図であった。その東海銀行が 2002 年に三和銀行と合併し、より都市銀行として色彩を強めたため、そのことが他の第二地方銀行の思い切った金利設定、積極的な愛知県ないし名古屋市への進出につながっている。結果、愛知県が飛びぬけ、岐阜・三重が追随しているというよりも、金融業界に関しては概ね 3 県の第二地銀が切磋琢磨しあっているという構図になっているものと思われる。

産業界や金融業界のこうした背景から、東海地域はどこかの県が単体で新たな試みを行うというよりも、周辺地域が連携していく土台が徐々に出来上がっていった。そこで本調査では、周辺地域と強く連携したブロック型の地域ファンドがファンド運営にどのような影響を及ぼしたのか、またどのような課題が浮かび上がってきたのかに関して、特に注目

をしたヒアリングを行った。

もう1つ考慮した点としては、東海地域がいわゆる「名古屋景気」という好景気を2000年代の前半に経験したことである。この好景気が、他の地域とどのような違いを、ファンド運営に関して生み出しているのかについても注目した。

図表 4-12 愛知県における中小機構出資の地域ファンド

	組成	運営満了	総額	IPO数 ^(注1)
名古屋投資育成第1号投資事業有限責任組合 ^(注2)	H17.7.21	H27.7.20	5億円	1
(対象) ベンチャー企業を対象。				
がんばれ東海1号投資事業有限責任組合 ^(注3)	H19.4.1	H27.12.31	11億円	1
(概要) 株式公開(IPO)を目指す過程で、個人のノウハウを組織に移転し、企業が製品を安定的に供給出来る体制を作り、東海圏のモノ作り経済を発展させる。				
(対象) 東海圏内の中小・中堅・ベンチャー企業				

(注1) 2010年12月時点。(注2) 汎用型に分類。(注3) がんばれファンド。

愛知県周辺を中心とした地域ベンチャーファンドに関するヒアリング結果は下記のようにまとめられている(図表4-13)。地域経済の特性に関しては、やはりトヨタ自動車という大企業が存在することが挙げられる。そのため、依然として中小企業の主要産業の1つは自動車関連の下請け企業であり、それらの多くは愛知県に集積している。今後、従来型のガソリン自動車から新しい電気自動車に変わっていったときに、これらの中小企業がうまく対応できるのかどうか、東海地域の最初のポイントである、という意見をやはり聞くことができた。

一方で東海地域におけるその他の産業としては、金型などのモノ作り企業が多い。これらの企業はコツコツ型が多く、借金嫌いであるというのが東海地域におけるもう1つの特徴である。そのため、(出資であり借金ではないものの)ファンドという新しいスキームを導入することに関しても、始めは多くの企業が積極的ではなかったようである。

地域貢献に関しては、ほとんどの関係機関はもちろん地域活性化が望ましいと考えているが、東海地域は東京と大阪という二大経済圏に挟まれていることから、多くの中小企業がこれらの地域に移動してしまうため、なかなかバランスが難しい様子である。

ファンド出資を行ってきたことにより感じたメリットとしては、どの機関も明白な効果を感じることはなかった。しかしながら、VCからは本来継続できなかったような企業がファンドによって維持されている事例も見受けられると聞くこともできた。更に、銀行としても、ファンドというオプションが増えてきたため、問い合わせの増加が感じられるようになってきたなど、プラスの効果が少しずつ見られてきているようである。また、銀行側の対応も少しずつ変化してきており、ファンドを通じて企業業績を見ることが、その後の新たな銀行融資開拓ルートにつながっている、あるいはその可能性が考えられるというケースも聞くことができた。

東海地域では連携によるファンド組成がなされており、愛知・岐阜・三重の3県のつながりが特に強い。そのことはプラスの面もあるものの、3つの意見を1つにまとめるというときにはVCとしては苦労があったようである。また、都道府県が複数にまたがることで出資先企業の所在範囲も必然的に広がってしまい、そのため銀行が支援機関としてハンズオンなどの企業フォローをしたくともなかなか手が出せない、というケースがあることが考えられた。また、VCが「地元には何らかの関係がある企業」という定義で出資を行っていたとしても、拡大解釈で東海地域以外の企業へ出資が行われてしまった場合には、いくつかの銀行が複雑な心境を感じているという意見も聞くことができた。一方で、複数の県が連携してファンド出資を行っている場合には、GPであるVCは出資が実行された後も各地域の支援機関の温度差に注意を払った運営が求められており、ここでも各種のバランスがなかなか難しい様子であった。しかしながら、複数の地域が連携してプロジェクトを推進するという事は、それだけ規模や選択肢が増えるということでもあり大きなメリットもある。現在のファンドが満了を迎えた後には、1つの県でファンドを用いることの身軽さと複数県での規模というメリットの両方のバランスを考える必要があるものと思われる。

ファンドの理想形態に関連して、ブロック型のファンドは幅広の積極的支援が必要な場合、特に景気が上向きの場合には一定の存在意義を発揮しようという意見を聞くことができた。しかしながら近年のような不景気の中では、ブロックファンドを運営していく上での制約部分の多さが際立ってしまい、なかなかその有効性を実感できていないようであった。一方、東海地域はいわゆる名古屋景気という好景気を2000年代前半に経験していたが、リーマンショックの打撃はその反動の分だけ大きかったようである。そのため、従来型の自動車産業の下請けからの脱却・変化に柔軟に対応し、銀行融資では支援しにくい新たな分野を開拓するためにも、ファンド出資の意義は大きい。地域密着型ベンチャー企業の資金調達手段として根付かせるためにも、IPO以外の出口の選択肢をしっかりと設定し、ご当地ファンドとしての存在意義を明確に打ち出していく必要があるだろう。その1つの手段として、短期的なキャピタルゲインではなく、長期的な配当による収入(インカムゲイン)の増大を目的としたファンドの形は望ましいのかもしれない。

図表 4-13 愛知県におけるヒアリング結果の概要

VC 1	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 大規模産業のトヨタ自動車があるため、中小企業もそれに関する工作機械産業・航空機産業が主体。(取引企業の内、製造業70%、その他は建設・卸・サービス業など) 愛知・岐阜・三重の3県の産業・金融機関は以前より関係が深い。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 長期的な安定株主としての役割を担うことを意識している。そのため、投資先企業に対してもIPOを必須の条件とはしていない。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 不況のためか、あまりはっきりとはメリットを感じていない。ただし、ビジネスフェアへの積極的な参加をする企業が増加している様子。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 出資先企業の選定に関して、3つの地域からLPの意見をとりまとめることは難しかった。ただし、組成後は順調。 ファンドが満了を迎えたときに、次の技術向上に使う余裕資金が見あたらないことを懸念。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> IPOではない、配当からの収入を期待した支援を行うことがよいのでは。

Q6	<ul style="list-style-type: none"> • ある程度はリスクを前提としているものの、過剰なリスクは問題。ただし、ファンドの廃止によりチャレンジがなくなってしまうことも問題。特に、ファンドの出口が見られない今は難しい。 • より長期的なファンドが必要かもしれない。 • ハンズオン（人材や費用面）に注力してほしい。それがファンドにもよい効果がでるのでは。
VC 2	
Q1	• ——
Q2	• ——
Q3	<ul style="list-style-type: none"> • ファンドによる企業からの特に目立ったメリットは、明確には見られなかった。ただし、いくつかの投資先企業にとっての生命維持のための役割は果たしたのでは。 • その後のファンドのための、信用力向上につながった。 • ファンドが企業に入ることによって、経営監督をするよいきっかけになった。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> • 1社当たりの出資額は少なく、VCによる持株比率が低いため、経営者が提案を熱心に聞き入れてくれないことが多かった。 • 経営者自身に、あまり成長意欲が見られないケースが多い。ベンチャー企業は「成長志向企業」であるべきで、上昇志向こそが重要な要素。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> • 昔ながらの保守的な経営者が比較的多いため、新しいスキームであるファンドが積極的に受け入れられるかは今後も難しい可能性。 • ファンドが入ることによる、経営規律の向上、経理・営業・マネジメントなどの側面を補強できる。 • IPO 以外の出口の選択肢、それを関係者に受け入れてもらうためにはどうすべきかを議論する必要。そのためにも、キャピタリストの更なる育成。 • 出口としては「IPO でなくとも、地域社会にしっかりと雇用が創出されていればよい」という考え方が重要。 • 企業に対してしっかりと意見を言うために、ファンドに関しても、VCによる株主比率をもっと引き上げたい。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> • より多くの企業への訪問が必要。そして、そうした情報を VC に流してくれるという制度がほしい。 • 案件発掘の支援をより強化してほしい。
銀行 1	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> • 重要な点は「今後の自動車産業がどうなるのか」、それに伴って下請けがどうなるのか。 • 中小企業分野は、やはり今後もモノ作り。コツコツ型の企業が多いことが特徴。そのため、当初はファンドの受け入れにも積極的ではなかった。
Q2	• ——
Q3	<ul style="list-style-type: none"> • ベンチャー企業は出にくい土地柄だったが、変化の傾向は見られるようになってきた。 • メリットは明白には認識できていないものの、支店からのファンドの問い合わせに答えられるようになった。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> • 東京と比べると、まだまだ新興分野において起業する人材は少ない。 • 予想以上にパフォーマンスを伸ばすことが困難。 • ファンド決算時のコストが大きく、煩雑。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> • 今後の自動車産業の下請け企業を変化・存続させるためにも、今後の“ご当地ファンド”は重要。 • 銀行として積極的に攻めたいが融資としては難しい分野（農業や医療など）に対して、とりわけファンドが有効なのでは。
Q6	• ——
銀行 2	

Q1	● 中京圏では製造業が 60-70%ほど。これらは、ほぼ愛知県に集まっている。
Q2	● ——
Q3	● ファンドが入ったことにより企業の様子を見ることができるようになった。そして実際に銀行融資にまでつながったケースがあった。
Q4	● リーマンショックの影響は想定以上だった。それ以前には名古屋の景気は良かったため、かえって反動が大きかった。
Q5	● リーマンショックの経験から、これまでのファンドの考え方は変えなくてはならない。新しい「出資の意義」というものが重要。 ● ブロックでファンドを作ったことによる効果は、特に感じられなかった。 ● 地域ファンドの存在意義を考え直し、積極的に次の投資につなげられるように形を考え直さなければならない。
Q6	● 第二地銀として弱い部分（大学等との連携・マッチングや、地域外の話）で、ハンズオンなどの支援を行ってほしい。
銀行 3	
Q1	● 中小企業向けの中心産業は、金型。 ● 借金が特に嫌いな体質である県の 1 つ。 ● 環境や医療機器の分野に期待はあるが、ほとんどの権利は海外が取得してしまっている。
Q2	● 有力な中小企業は、多くが東京へ行ってしまう。
Q3	● 銀行融資は制約が多いため、ファンドによって顧客に紹介できるオプションが増えた。
Q4	● ファンド出資はしているものの、投資先企業のフォローまではなかなかできていない。 ● 出資先企業についての VC からの報告が、実際には事後承諾になってしまっている。 ● そもそも開業率が低下しているために、出資支援よりも企業案件の発掘が特に難しい。
Q5	● 地域ファンドは、創業から銀行融資までの「つなぎ」としての役割に期待。企業が育てば税収や雇用の増加も考えられ、そのための「呼び水」としても期待。 ● ブロック単位でのファンド組成は、相対的に制約が多くなってしまうため若干やりにくい。 ● 景気がいい時には、ブロックファンドは幅広くに事業支援を行うことができるため一定の存在意義。
Q6	● 全国的への販路拡大・マッチングのための支援を希望。 ● 人材面でのフォロー（経営の専門家など）。

(注) Q1：各地域の特殊性にはどのようなものがあるのか、Q2：地域貢献という概念についてどのような認識を持っているか、Q3：リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったか、Q4：リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったか、Q5：地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、Q6：地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からのサポートを期待しているか。

ヒアリング結果をまとめると、東海地域の経済は東京・大阪という大都市に挟まれているという地域特性であったことから、近距離で人材や取引相手を確認することができたという点がメリットとしてあったものと考えられる。

一方で、トヨタ自動車という大企業があり、そこに関連した中小製造業などが（ファンド出資のためのベンチャー企業として）スピンオフしやすい土壌であったことも重要であろう。自動車関連企業の全てが地域ファンドの主力支援先になっているわけではない。しかしながら、自動車産業などで培われたモノ作りの盛んな土壌が「伝統的な技術を活用し

た企業の育成」という VC の打ち出している明確な方針につながっており、ファンドに関するその他の支援機関としても協力しやすかったのではないかと考えられる。

またやや狭い範囲での地理的特徴を考えると、愛知県というリーダー県があることはもちろんであるが、積極的な協力関係が築ける岐阜・三重という準リーダー県が隣接していたという特徴も大きいようであった。愛知県がリーダーシップを発揮し、以前から単体でファンド組成・運用を行っている岐阜県や、産業上のつながりが強い三重県が周囲を固めているという図式は、様々な事態に柔軟に対応できる体制となっており、ベンチャー企業としても思い切った挑戦をできる雰囲気になっていたのではないかと考えられる。

むやみに周辺の都道府県とブロック体制を築いても、ファンドがうまくいくとは限らない。その連携の中には、関係機関全てが同じ方向・目的を向いているということが必要条件として入ってくるであろうし、そのためのリーダーシップを発揮できる機関が必要となる。更には、その同じ目標を持ち続けるための経済的地盤も必要となってくるのが考えられる。

④ 広島県のケース

広島県は現在の県知事自身がベンチャー企業を起業していたということもあり、自治体である広島県が積極的な地域ファンドを推進しているところが非常に大きな特徴として挙げられる²²。もちろん広島県単体としては財政状況が厳しい点は他県と同様であり、ベンチャー企業が問題なく成長しているという状況ではないと思われるが、他県に比べてベンチャー企業やベンチャーファンドへの注目度が高いということはいえる。

中小機構が出資をしている広島県の地域ファンドは出資総額が 5 億円であり、今回比較したファンドの中では比較的小規模なサイズであった。しかしながら、ブロックファンドではなく投資対象を広島県 1 県に絞っていることを考えると、一定範囲内をしっかりとカバーすることに集中しているタイプのファンドであると考えられる（図表 4-14）。地域を限定していることから、きめ細かい情報収集が可能となっており、なおかつ自治体が協力にサポートできるという 2 つのポイントが、地域ファンドに対してどのような影響を及ぼしているのかに焦点が当てられた。

²² 広島県は 2011 年度中に「広島版産業革新機構（仮称）」を設立し、投資ファンドを設立することを目指している。（日本経済新聞 平成 22 年 11 月 20 日など。）

図表 4-14 広島県における中小機構出資の地域ファンド

	組成	運営満了	総額	IPO 数 ^(注1)
企業育成型ひろしま投資事業有限責任組合	H17.9.30	H27.12.31	5 億円	0
<p>(対象) 原則として、新事業展開や第二創業に取り組む広島県内の中小・ベンチャー企業や研究開発拠点等として広島県と深い関係を有する企業のうち、今後成長が期待できる株式未公開企業で、将来株式の公開をめざしているもの。経営革新計画の承認を受けた株式会社も対象となっている。</p>				

(注1) 2010 年 12 月時点。

広島のアールリングは、やや少ないものの 3 カ所の関係機関から行った (図表 4-15)。広島の地域特性に関しては、ここはもとより自動車産業、造船業や建設業がさかんな地域であった点が挙げられる。しかしながら、これらの産業は広島市周辺に集積している一方で、中小企業は備後地域に主に集まっている (主に福山市)。この地域は、伝統的には繊維産業が主要産業であったが、現在は IT などを活かした企業が増えてきている。

広島県ファンドの地域貢献の認識に関しては、地元重視を念頭に置きつつも、アジアに出やすい地理的特徴から海外進出も視野に入れているという柔軟な方針が見られる。VC としては、「大規模企業は海外進出を目標に、中小企業は地元重視・地元還元」というのを、基本スタンスとして考えているようである。ただ一方で、自治体としての支援スタンスは中小企業であってもあまりに広島限定を強く打ち出してしまうことは活動範囲を狭めてしまうことにもつながるため、実際には「広島に資する企業であればよい」という程度の余裕を持った姿勢である。

ファンド出資が広島県に導入されてからおよそ 10 年が経過しているが、多くの担当者からはファンドの認識が少しずつ人々に浸透してきているという声が聞かれた。その中で見出された副次的な効果としては、ファンドの出資先ではなくマッチング先の企業の業績が上昇した事例があったという意見を聞くことができた点である。今回はたまたまマッチング先への貢献ということになったものの、ファンドを通じた関係の強化によって中長期的には出資先への業績改善という還元も達成されるものと思われる。

ファンドの必要性に関しては全ての関係機関が共通で認識しているものの、これまでファンド運営の様子から、存在意義に関しては従来の考え方は変えていかなければならない、今までの IPO などを判断基準にした存在意義の考え方では問題があると感じている様子であった。つまり、地域ファンドは地域活性化を第一の目的としていながらも、どうしても IPO を目的として考えてしまう。ところが、広島も例外ではなくベンチャー企業の IPO には様々な困難が伴うため、彼らが実際の目標とするには難しい。そのため、M&A やバイアウトなど、ファンドに関してもその他の出口戦略をしっかりと考える必要がある。更には、ファンドの評価手法についても、収益性やパフォーマンス・IPO 数以外のものをきちんと作成する必要があるとのことであった。しかしながら、実際にはこうした中長期的な課題に対応できる人材は不足しており、そのため自治体を含めた関係機関は困っているとのことであった。

広島の関係機関が考えているファンドの理想形態に関しては、「地域ファンドとして評

価できるパフォーマンス」と「営利型ファンドとして評価できるパフォーマンス」は異なっており、その基準をしっかりと定め、区分されたものが望ましいとの答えを聞くことができた。

また理想形態についてのもう1つの意見としては、広島という1つの県のみではファンドの規模も対象企業の数も少ない。そのため、地域密着型・地元重視という基本路線をとりつつも、他のエリアとの連携・拡大を検討していくことが重要であるというものも聞くことができた。

図表 4-15 広島県におけるヒアリング結果の概要

VC	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 元々、造船・建設が盛ん。そのため、企業を育成する体制や意識が自治体にも高かった。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 企業も地元銀行の後ろ盾が見えると、VCに対しても信頼感。 企業が利益を上げることはもちろんだが、気持ちの部分も重要。企業が元気になった上で雇用促進できるのが望ましい。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 大手VCは海外進出を進めるが、ここは地元重視・地元還元の方針。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 投資先企業そのものではなく、マッチング先の企業業績により効果が見られた。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 企業のIPOはやはり困難なため、M&Aやバイアウトなど出口戦略を考える必要あり。 都市圏進出はむろん考慮。しかし基本路線は地元重視。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 一方で、「中国・四国」+「九州」地域のVC同士での協力関係は模索している。 企業間の経営マッチングを全国レベルに拡大してほしい。 企業側からの意見を、規制などの施策にきちんと反映させるような交渉を行ってほしい。 起業家を尊重・育成するための教育を積極的に行ってほしい。
銀行	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> アジア重視のスタンス。アジアに「モノを売りに行く」ことが増える方針。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 地域ファンドでありながら、目的の多くがIPOになってしまった。 規模がやや小さめである上、融資と比べて手続きに時間がかかる。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> どの程度の地域ファンドの成果が妥当なのかについて、銀行の判断が他の支援機関が用いる1つの判断基準になるはず。その基準以上の成果なら大手VCによって営利型として扱われ、これ以下なら地域ファンドとして扱われるような指標が選択されるべき。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 「地域ファンドを全国規模で」「GPは地元VCに」というスタンスは共に望ましい。 中小企業は難しいケースも多いので、色々なネットワークからのアプローチが望まれ、情報収集のためのオプションの1つとして中小機構に期待している。
自治体	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 「国」「県」「市」の三層構造が維持。またテクノ財団がしっかりと自治体に入っているため、中小企業各種団体が積極的に動いている。 広島と備後エリアに企業が集中。中小企業は特に豊後に集中。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> あまり狭い地理的範囲に限定せず、「広島に資する企業であればよい」程度の寛容さを持った方針がよいかもしれない。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ファンドについての評価指標（金融指標を含む）を独自に検討しているが、最近10年でこうした指標を受け入れるケースが増えてきている傾向。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> VCが県ベースでのファンドについての評価指標を作成することは難しい。役所

	は人事異動により担当者が変更になると、取り組みの情報が途切れてしまい継続が困難。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ● ハンズオン支援の充実が必要。 ● 地域を限定することがファンド運営の困難を引き起こすケースがあるため、他の地域とうまく連携する方法を考えたい。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> ● ファンドをもっと作ってほしい。 ● ファンドは規模が大切であるが、一方で公的機関が半額出資したものの、過剰な規制のために残りの半分を民間で出し切れないというケースがある。

(注) Q1：各地域の特殊性にはどのようなものがあるのか、Q2：地域貢献という概念についてどのような認識を持っているか、Q3：リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったか、Q4：リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったか、Q5：地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、Q6：地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からのサポートを期待しているか。

広島はこれまでのヒアリング先（北海道・宮城・愛知など）と比べると、限定された地域に比較的小規模な資金のファンド投入を行っているという地域である。これまでの地域ではベンチャー企業の育成のために「ある程度の広い範囲から企業を集め、ある程度の規模の資金を投入する必要がある」という前提条件が据えられていた。それに対して広島県のファンドは、比較的小規模の出資であっても一定のことはできるということを示している例であろう。ベンチャー企業を含めた多くの中小企業が特定の地域（福山市など）に集中し、自治体などがこれらの企業動向を把握しやすい状況であるため、こうしたことが小規模であっても効果的な支援を可能にしている要因の1つであろうとは想像できる。範囲が限られていることによってGPやLPが密に連携をとれ、ファンドの運営方針・目的意識の共有化につながり、良い効果をもたらしていたのではないかと考えられる。どこの地域であっても、この条件が揃いさえすればファンドがうまく行くとはいえない。例えば、積極的なリーダーの存在なども重要であろうと思われる。しかしながら、他のエリアにおいても、自分の県の経済規模が小さいからといって始めからファンドの運営を諦めてしまうのではなく、比較的うまく運営している県が存在するのということを知っておく必要はあろう。

また広島県でのヒアリングでは「ファンド成果に関して（IPOではない）独自の指標の検討」や「テクノ財団が自治体に入ってしっかり動く」など、自治体が積極的に参加しているという様子を聞くことができた。こうした自治体の姿勢が、VCや金融機関に対しても影響し、地域ファンドに対する一般の人々の関心を引き上げているのではないかと考えられた。

広島県ファンドの特徴である小規模であるということは、当然のことながらデメリットにもなりうる。ファンドが小規模であれば、投資対象となる中小企業が少ないことも意味するし、その先のビジネスマッチングの相手が少なくなってしまうということも意味する。つまり、資金供給面だけでなく、ハンズオンの側面においてもより大きな困難が待っているのである。広島県のファンド担当者はこうした弱点を補うために、次のステップとして、既に海外展開や中国・四国ブロックとの連携などを視野に入れて模索している様子であった。まだ実現までは至っていないとはいえ、すぐに行動できるフットワークの軽さは、ファンドに好影響を与える1つの要因となっているのではないかと考えられる。

まとめると、ファンド対象のエリアを小規模なままで維持するにせよ拡大していくにせよ、自治体がしっかりとした目標を持ってリーダーシップを発揮している点が広島のカースでは大きいのではないかと思われた。

⑤ 福岡県のカース

中小機構が出資を行っている福岡県のカースとしては以下の2つが挙げられる（図表4-16）。チャレンジ九州カースは、ベンチャーカースではなくがんばれカースの区分になるが、九州の企業に出資を限定しているという点で、地域カースとして考えられる。しかしながら、下記の2つのカースともが福岡の企業だけに焦点を当てているというわけではなく、九州全域あるいはその周辺の県にまで投資対象を拡大している点は、カースそのものの大きな特徴として挙げられる。

福岡県のカースでの連携の方法としてヒントになるのは、「九州 IPO 挑戦隊」という、複数の中小企業支援機関等が連携して地元企業を積極的に支援していこうという試みがあることである。これは福岡県産業・科学技術振興財団や福岡証券取引所などが相互に情報交換し、福岡県に限らず九州全域の中小企業が活気を取り戻すようなバックアップをしていこうというプランである。こうした試みからもわかるように、九州では福岡県がリーダーシップをとり、それ以外の県が周囲を固めるという「オール九州」でのカース体制が築かれつつある。このような連携体制が、地域カースの成果にどのような効果をもたらしているのかということが、この地域のポイントであると考えられた。周辺地域との連携という例でいうと、東北地方や東海地方などが本報告書の中でも取り上げられているが、九州は本州とは切り離されている点、また東京や大阪といった大都市圏から距離がある点などが異なっている。こうした都市部と距離がある中での独自の連携の形という点に注目される。

図表 4-16 福岡県における中小機構出資の地域ファンド

	組成	運営満了	総額	IPO 数 ^(注1)
チャレンジ九州・中小企業ががんばれ 投資事業有限責任組合 ^(注2)	H18.4.1	H25.3.31	10.20 億円	0
<p>(方針) 新商品の開発、新事業の開拓等の新事業展開にチャレンジする老舗企業・ベンチャー企業に対して、経営実態に即した多様な資金供給と踏み込んだ経営支援を行い、既存中小企業の新事業展開・第二創業へのチャレンジを積極的に支援することにより、企業及び地域の活性化を図る。</p> <p>(対象) 主な拠点が九州圏内（九州各県、山口県、沖縄県）にあり優れたアイデアや技術、ノウハウ、ビジョンをもって新商品の開発、新事業展開にチャレンジする中小企業。業種、業歴は問わない。尚、株式公開を目指さない中小企業も対象とする。</p>				
九州ベンチャー投資事業有限責任組合	H16.7.23	H25.12.31	19.8 億円	1
<p>(方針) 世界に通用する技術力を持つ創業間もないベンチャー企業を厳選し、徹底した支援を行うことで、高い投資リターンを追及。</p> <p>(対象) 九州に基盤があるか、あるいは九州と何らかの関係のある企業で、地理的に支援できると判断される範囲にある企業。</p> <p>(業種) 特定しない(半導体、バイオ、ナノテク、流通・小売、各種サービス等)</p>				

(注1) 2010年12月時点。(注2) がんばれファンド。

図表 4-17 では、福岡県の地域ファンド関連機関から得られたヒアリング内容の情報をまとめた。地域特性に関しては、福岡地区の中小企業は主に2つのグループに分かれているという構造を聞くことができた。1つ目は業種を問わないがあくまで地元密着・還元を目指しているという中小企業であり、2つ目はアジアなどの海外に目を向けている中小企業である。ファンドの支援機関である地域金融機関は前者のグループの中小企業を主たる取引相手としているが、自治体や取引所などの公的機関はどちらかというと後者のグループの中小企業を主な支援対象としている感じであった。これら2つのタイプが明確に区分けて併存している、というのが福岡の特徴なのではないかと考えられる。

地域貢献に関しては、VC と銀行は「IPO はできれば望ましい」という程度であり、それよりも「資金循環の活性化」「雇用増大」などが引き起こされる方が望ましいと既に考えている。特に、VC は明確に「地元にいること」が密なコミュニケーションのためには重要であると言い切っている。

ファンドを導入したことによるメリットに関しては、産業全体のレベルではまだ見えてきていないようだが、個々の企業のレベルでは成果が出てきている様子である。例えば VC の取引相手の企業には「事業を積極的に行おう」という前向きな人が出てきたようである。また、LP である金融機関からも「多くの事業計画が出ている」「雇用の低下が止まっている」のような、取引先の手応えが改善している報告を聞くことができた。

ファンドによる苦労に関しては、大きく2つのものを聞くことができた。1つ目は地理的条件から来る人材不足の問題であり、2つ目はファンド運営の環境やハンズオンなどの

点でまだ改善の余地が残っているという問題である。人材不足に関しては、九州は東京や大阪に比べてやはり絶対的に出資者や運営者が不足していることを示している。積極的にチャレンジをするこうした人材を、どのように育成していくのかがファンドにとっては重要な課題である。しかしながら VC が言っているように、ファンドの浸透度はまだまだ低いので、「地元の間人や投資先でない」と、出資者からの信頼を得るのはなかなか難しい」という特徴がある。それゆえ地域を挙げて、出資者や経営者の意識改革・人材育成に取り組む必要がある。2 つ目の制度的な部分の課題としては、支援機関同士のネットワークという部分で GP と LP の間の温度差が存在する場合に、企業への対応のギャップが発生してしまう点などが挙げられる。

図表 4-17 福岡県におけるヒアリング結果の概要

VC1	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> リスクマネーという新スキームに関しては、やや保守的だった。その後、情報の透明性を高めることで受け入れてもらうことができた。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 親密なコミュニケーションがとれる企業を対象に出資。また地域への影響（雇用増大）などが強く見られるところを重視。 都心部・海外に進出希望をあらかじめ持っているところは対象ではない。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 地域経済により効果が。担当出資先のうち数社がもう少しで IPO できる。 前向きな人が増加した傾向。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 九州は（東京と比べ）人材が少なく、経営管理の認識が弱い人が多いため、VC が直接こうした事態に対応しなくてはならない。 地域活性化という VC の仕事を、もっと地域をあげて取り組む必要がある。規模ではなく、地域ならではのファンドのスキームを早急に見つける必要がある。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 地域にファンドを理解してもらうためにも、投資家が全て見るようなガラス張りの環境が重要。 あくまで地域ファンドは地域活性化が目的なので、県外に投資をするに関しては難色を示されることが多い。 目標として、将来的に 5,000 人の雇用創出、金額的には合計で 10 億円の経常利益が出せるように。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 人材育成やビジネスマッチングへの支援を行ってほしい。 公的機関が入ることで全国規模のファンドが作られ、長期的な資金供給へのスキームを実施してほしい。
VC2	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 広い条件で探した結果、当初の予想よりも多くの有望企業がいた。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> しっかりとファンド運営の成果を出すために、地域をあまり強く限定しなくなかった。「九州に何らかの関わりがあればよい」程度のスタンスで投資対象を発掘した。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 特に 2000 年以降、少しずつ資金を集められるようになった。その結果、企業の救済や雇用増大を達成することができた。しかしながら、これまでの出資先企業が出口を迎えていないので、その他の企業が後に続くという事例までは至っていない。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ファンドの規模が小さい場合には、どうしてもファンドそのもののリスクも大きくなってしまふ。いざという時には、VC として（追加融資等）動くことができないことがあった。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 地域ごとの形を模索していくべき。ポイントは、当該地域の目標としてどのようなものが考えられるか。 九州の場合には、海外との関係も多くあるため、地域ファンドといってもあま

Q6	<p>り地域にとらわれすぎない方が好ましい。「九州に何らかの関わりがあればよい」というスタンスがよいのでは。</p> <ul style="list-style-type: none"> ハンズオン支援などの部分で、経営者育成に支援機関がもっと力を入れるべき。特に、経営者が孤独になりすぎないようにサポートする必要がある。 ビジネスマッチングの拡大。特に、出資企業のステージ毎に適切なマッチングができるような体制がほしい。 九州以外の企業も効果的に紹介してほしい。
銀行	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 銀行としては、特定産業であるかよりは、地元企業であることを重要視している。実際には、鉄や車、あるいは流通や不動産などが多い。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 「町が元気になる」→「お金が動く」という流れができていることが望ましい。この流れができるのならば、ジャンルは何でも構わない。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> 少し雇用が維持できてきているという傾向が見受けられる。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ファンドの導入は銀行にとっては、オプションの増加と捉えることができる。そのため、従来よりも多くの計画・能力・状況に対応できるようになった。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関はハンズオンを VC に任せ気味なため、中小企業への直接的なフォローはなかなか行いにくい。 上記の理由のため、情報の入りが少し遅れてしまう。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 物作り力が向上、IPO 数の増大が望ましい。 銀行としては、ファンド出資に大きく関わることはできないが、リスクマネーの後に銀行融資につなげる、あるいは同時サポートするなどの形は考えている。
自治体	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 地理的特徴から、多くの企業がアジアなどの海外進出を意識している。 地元企業には経営計画を発表する場が提供されている。ここでは、企業は自らの情報を精査し、プレゼン力を引き上げることができる。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 企業が成長し雇用が増加、それに伴って法人税が増大するように動いていくことが好ましい地域活性の形。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q4	<ul style="list-style-type: none"> ——
Q5	<ul style="list-style-type: none"> ベンチャー企業自身が経営上の基礎体力をつけるためにファンドが効果的に活用されるのが望ましい。そのためにも自治体が民間機関と連携をとりながら長期的な支援を行うことが重要。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> 自治体が自由に使える安定的な資本がほしい。 (競争するのではなく) 支援機関同士が連携を前提とした関係が作れるように手伝ってほしい。
証券取引所	
Q1	<ul style="list-style-type: none"> 地域資源を取り入れ活用できている企業、あるいは女性人材をうまくとりいれている企業などが近年好調である。 アジアは有力なマーケットとして考えている。
Q2	<ul style="list-style-type: none"> 企業が IPO をして成長し、地場が活性化していくこと。
Q3	<ul style="list-style-type: none"> ファンドは地域経済活性化のためにはもちろん必要であるが、まだ判断しきれない。
Q4	<ul style="list-style-type: none"> 都心部と比べ、九州は資金の出し手・運用方法が限定的。
Q5	<ul style="list-style-type: none"> 企業が IPO をして地域が元気になる状況が望ましい。
Q6	<ul style="list-style-type: none"> リーダーとなりうる人材の育成並びに、企業同士のネットワークを中小機構に望む。 中長期的な資金の供給者としての役割。

(注) Q1：各地域の特殊性にはどのようなものがあるのか、Q2：地域貢献という概念についてどのよう

な認識を持っているか、Q3: リスクマネーが入ったことによるメリットにはどのようなものがあったか、Q4: リスクマネーが入ったことによる課題にはどのようなものがあったか、Q5: 地域ファンドのあるべき姿についてどのような考えを持っているか、Q6: 地域ファンドに関して、今後どのような中小機構からのサポートを期待しているか。

九州地方の地域ファンドの特徴としては、やはり東京や大阪といった都心部からの距離が遠かったという点が中小企業の発展方針にも影響していたと思われる点である。つまり、都心部から距離があるために、マッチングやハンズオン支援という点でも九州地方の経済はなかなか大都市の力を頼ることができない。そうしたやむをえない背景が、地元で強い連携を組むという選択肢につながったのではないかと考えられる。一方で、九州地方は東京や大阪からは遠いものの、韓国や中国には近いことから中小企業や自治体、証券取引所がアジア展開を意識して支援を行っているという特徴を持つ。こうしたことは、方向性が明確になっているという点でファンドの成果にも望ましい効果を発揮しているのではないかと考えられた。

ただ、九州におけるファンド運営でもう1つ大きな役割を果たしたことがわかったのは、九州電力のような大企業の存在である。このような九州全域の経済に大きな影響力を持つ企業が一斉に号令をかけることによって、複数の都道府県であっても同じ方向を向きやすい環境ができあがったのではないかと考えられる。

中小企業の一部がアジア進出を明確に目指している一方で、本当の意味で地域に密着し地元経済の繁栄をしっかりと考えている中小企業もある。九州地区のファンドの強さは、「地元の狭い対象を考えているファンド」と「海外展開のように広い対象を考えているファンド」の2種類が併存し、それぞれが住み分けをした上で業務展開をしていることが、総合的に見た場合の好成果につながっているのではないかと考えられる。

(3) 地域ベンチャーファンドの類型

前項(2)のヒアリング内容の検討によって、地域ファンドがうまく進むためのポイントとして、いくつかの要素があるということが見受けられた。ここで注意すべきは、地域ファンドにはいくつかの形態があり、これらを分けて考えるべきだということである。見るべきポイントとしては、

- ・都市型なのか地方型なのか、
- ・大都市圏とのつながりがどの程度なのか、
- ・経済圏として一定程度以上の規模のエリアなのか、それともそもそもの規模が小さい地域なのか、
- ・ファンド組成に対する関係者の積極性（積極的に作ったのか、周囲に流されて作ったのか）、
- ・地域内での支援機関における担当者間の連携の強さ、
- ・隣接地域とのつながりの強さ、

などである²³。

地域ファンドは、それぞれの地域の経済状況に合わせてスキームのアレンジをして組成されるべきものであるため、当然のことながら地域経済の状態及びそれまでの運用経験の多い少ないによりファンドの成果が左右されてしまうことが多い。

そのため、全国画一的なものとしてファンド出資のあるべき姿を捉えるのではなく、それぞれの地域が①どのような点が自分のエリアで参考にできるポイントなのか、②どのような点はその地域特有のポイントなのかをはっきり理解する必要がある。そこで、以下において、1つの提案として地域ファンドについての分類を行ってみた（図表 4-18）。ここでの分類を参考に、各地域の担当者は自らの地域はどのようなタイプが適合するのか、また既存のファンドがその分類に適切に沿ったものであったのかを確認することは有意義なことであろうと思われる。

まず地域ファンドを規模によって分類してみると、おおまかに5つに分けられる。もっとも多く地域が採用し組成が行われている地域ファンドの類型は A.地方単体型ファンドであり、実際には都道府県・政令指定都市レベルで運営が行われている。次に、いくつかの都道府県で協力関係を築いている B.地方エリア型、九州や四国などの政治地理区分にまで関係を拡大した C.ブロック型、更に東・西日本のような広範囲から投資先企業を探す D.大ブロック型、日本全国の中小・ベンチャー企業を投資対象とする E.ナショナル型などがある。このように、中小・ベンチャー企業の発掘対象をどこまで広げるかまたは連携関係を結ぶエリアをどこまで拡大するかによって、投資先企業の選定基準や運営方針、目標とする成果指標等が変わってくると思われる。

²³主に、今回は経済規模に焦点を当てて分類を行ったが、実際に細かくファンド関係者のつながりを見た場合には、大学と関わっているベンチャー企業なのか、そもそも特定業種だけに絞っているベンチャーファンドなのかなど、内容としての違いも追加的に出てくることになる。

図表 4-18 地域ファンドの類型モデル

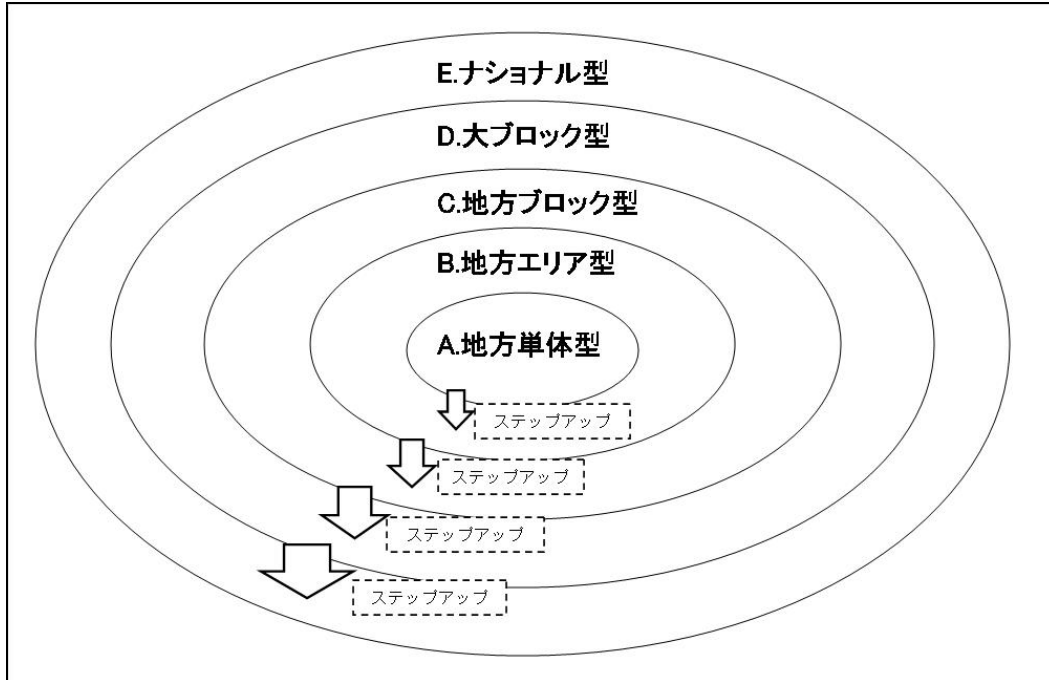
規模による分類	
A. 地方単体型	地方自治体・地方銀行等による単体でのファンド
B. 地方エリア型	いくつかの自治体・地銀等による連携ファンド
B-1	
エリア単体型	例：東海3県ファンド
B-2	
エリア複合型	例：北九州エリア+中国ファンド（仮想）
C. 地方ブロック型	Bタイプよりも、もう少し規模を大きくしたファンド
C-1	
ブロック単体型	例：オール九州ファンド
C-2	
ブロック複合型	例：九州+四国ファンド（仮想）
D. 大ブロック型	Cタイプよりも規模を大きくしたファンド
	例：東日本ブロック・西日本ブロック
E. ナショナル型	国内全域を網羅し、国策として企業育成を図るようなファンド
目的による分類	
F. 特定産業型	特定の産業育成を目的としたファンド
	例：製造・金属・環境・バイオ・ロボット等
G. 特定目的型	特定の目的を持って組成されるファンド
	例：観光活性化・大学生雇用促進・新産業育成等
H. IPO 支援型	IPO 実現企業を育成することに特化したファンド
	例：現在運用されている大多数のファンド（特化ではないものも含む）

（注）筆者作成。

エリア毎の分類については、図表 4-19 に概念図を示した。投資先企業の成長に応じてファンドも発展していくべきであり、始めの組成時の投資範囲をずっと継続しなければならないわけではない。当該ファンドの運営期間中に規約を変更することは難しいが、第2、第3のファンドを組成する際には、始めのファンドによって達成された成果や周辺地域との連携の程度によって、その後のファンドの適切な形というのはもちろん変わっていくべきだと思われる。例えば、当初、地方自治体や公的機関による支援が必要となる都道府県レベルの「地方単体型ファンド」であったものが、出資企業が業績好転に乗り、2番目、3番目のファンドでは「エリア型」「ブロック型」にステップアップしていくことも考えられる。その場合には、最初のファンドを管理していたGPは運営していく中で得た当該企業のノウハウを含めた企業への出資権を、より対象範囲を広く取っている別の広域ファンドに売却という形でExitし、更なる企業育成につなげて構わないであろう。こうしたファンドのステップアップの仕方は、中小・ベンチャー企業にとってもファンド出資の形としても、むしろ理想的な流れであるようにも考えられる。成長過程の中で出資先の企業が基礎体力をつけることができているのであれば、たとえ地域密着型のVCや地方自治体が組成したファンドであっても、利益重視である大手VCや都市型VC系によるファンドに移管して構わない。始めの段階で、巣立っていった企業が地域経済に（利益を）還元するようにコミットできていれば、長期的には地域経済の税収増加につながるだろうし雇用促進

も期待できるからである。

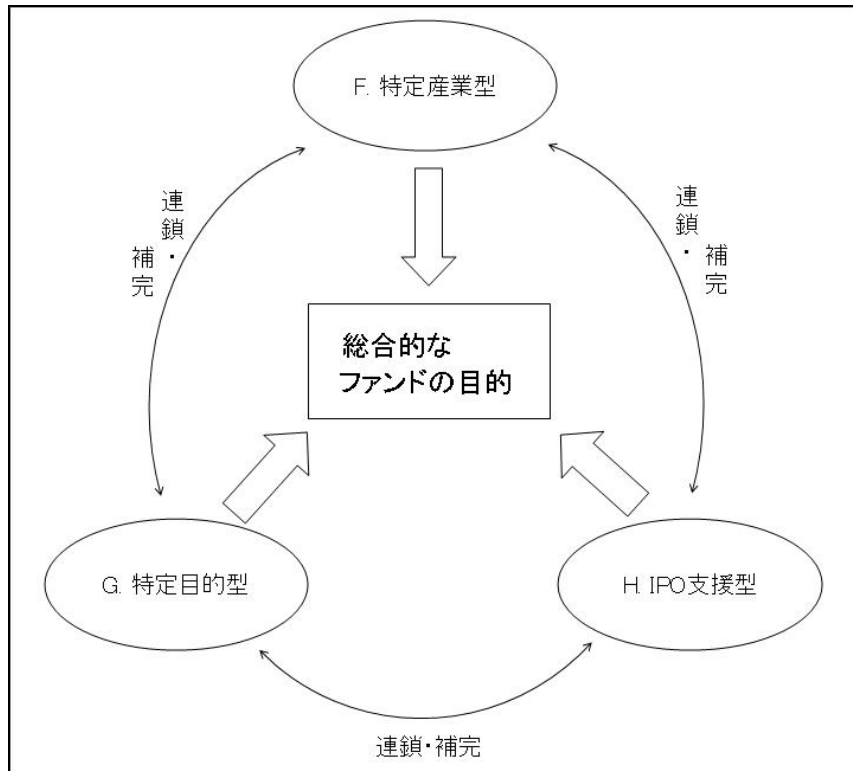
図表 4-19 エリアによる地域ファンドの分類（概念図）



（注1）筆者作成。（注2）円の大きさは、ファンドの相対的な地理的範囲を示す。

その他、ファンドがどのような目的のために組成されたのかによって、3つに分類することもできる。（図表 4-20）①バイオ・IT・環境関連産業などの特定産業の育成を出資目的としている F. 特定産業型、②（業種を限定せず）観光資源の有効活用・大学保有の知的財産・技術の産業界への移転といった目的達成のために投資先企業が選定される G. 特定目的型、③（業種・目的を特定せず）IPO を達成することに特化する H. IPO 支援型である。ただし、これらの目的は完全に相反するものと考えべきではない。地域ファンドによっては、これらの目的を重複して設定しているものも存在するだろうし、同一ファンド内の投資先企業の目的設定の程度が異なっていることも考えられる。それゆえ、実際には、異なる目的が相互に影響を受けて総合的な1つのファンドとしてまとめられていると考えるべきであろう。

図表 4-20 目的による地域ファンドの分類（概念図）



(注) 筆者作成。

暫定的なものではあるものの、地域ファンドは上述のように複数のタイプに分けることができる。ところがその成果を評価するためには、どのタイプの地域ファンドであっても単一の指標だけしか用いられていない。すなわち、「IPO した企業がどれだけいたのか」、「IRR などの収益率がどのような結果であったか」という点だけでファンドの判定がなされているのである。このような偏った状況が発生している理由としては、前の章で議論したように、現在運営中の地域ファンドの多くが IPO ブームに影響を受けて組成され、投資家や支援機関が数字での評価以外は受け入れないという風潮となってしまっていることが考えられる²⁴。

今回ヒアリングした地域のファンドを上記の分類に従って見た場合、北海道と広島県は A. 地方単体型に、宮城県・愛知県などは B-1. エリア単体型に、福岡県は B-1. と B-2. の中間に位置するといえる。もちろん、A～E の分類は地理的に見た場合の区分だけであるため、実際には F～H のような目的による区分の特徴を併せ持つ。例えば、宮城県で見られた大学発ベンチャー企業を育成する目的のファンドなどは、エリア単体型と特定目的型を併せ持つファンドとして考えられる。

今回調査を行った個性的な地域ファンドに関しては、GP ないし LP がそれぞれの地域の特色をしっかりと把握し、その特色を有効に活用できる適切なサイズ区分を採用してい

²⁴仮に、地方ファンドの評価基準として「雇用促進」「税収増加」「出資企業における企業規模の拡大」「企業の売上高増加率」といった点が設定できれば、既存のファンドについてももう少し異なった視点でファンドの成果・評価を論ずることは可能となるであろう。

るということが見出された。そして、地域内の関係機関同士の連携がしっかりと構築されている場合には、ファンド運営に関してもそれぞれの担当者間で意思の疎通がなされており、結果として相対的に好ましいファンドの成果が出ているように感じられた。ただし何度も述べているように、ここでの「成果」とは、収益重視型ファンドのような大きな利益ではなく、例えば「新規企業からの問い合わせが以前より増えた」とか、「大きな利益ではないものの、赤字だった企業が黒字に転換した」などの地域経済力の向上のことである。

地域ファンドのあり方について、もしこうした考えが望ましいならば、まず政策当局は実際に運営されている各ファンドの発展段階を明確に分類すべきであろう。そして、それぞれの段階に応じたファンド運営のためのインフラや規程を整備すべきである。その際、ファンドのステップアップを想定して、段階の異なるファンド同士であっても担当者間の情報交換や連携がスムーズに行くような体制を整えることが、当面の課題となるであろう。

第5章 結論と考察・提言

[地域ファンドのあり方に関するヒント]

本調査では、5カ所の地域ファンドについて検討を行ってきた。これまでは主にそれぞれの地域の特徴について議論し、いくつかの共通点を見つけることができた。この章では、そうした共通点をまとめることで、よりよい地域ファンドの組成・運営のためにどのようなポイントに注意すべきなのかについて考察を加える。

主に6つのポイントに絞って聞き取り調査を行ったが、これらのポイントをベースにファンドのあり方を考えると、いくつかの共通点を見つけることができる。まず、地元の中小企業や担当者（自治体・VC・銀行）が、これまでのベンチャー企業支援においてファンドによる資金投入に一定の評価をしているという点である。確かに地方都市における中小企業への資金供給に関しては、まだまだ地域金融機関からの融資が大きな比重を占めている。しかしながら、歴史が浅く新しい分野の産業であるがゆえに、銀行との関係を築くことに苦勞しているベンチャー企業にとっては、リスクマネーによる資金調達は重要な役割を果たしてきたのである。新規産業の芽を育てていくためにも、地域ファンドの存在は重要であると現場から確認をすることができた。

2つ目の共通点としては、「地域活性化」という部分に関してまだ実感できていないという点であった。地域ファンドが各地域に導入されて10年ほどの期間が過ぎたが、その間に起こったリーマンショックなどの影響もあり、多くの地域が「地域活性化」をはっきりと実感するまでには至っていないようであった。ただし、「問い合わせ件数が増えた」、「投資企業に積極性が見られるようになってきた」、「出資先企業の経営方針に関して外部からの意見を入れやすくなり経営強化ができた」などの副次的効果が、個々の担当者ベースでは見られるようになっており、もう少しでファンド全体としての成果が出るのではないかと考えられる。

3つ目の共通点として、ファンドの課題が明らかになってきたという点である。地域によって若干事情は異なるものの、大きく分けて4つの地域ファンドの課題が指摘された。まず1つ目は、これまでの地域ファンドの規模は実際の需要よりも小さく、期間も短いという点である。どれほどの規模や期間が妥当なのかについては、もちろん対象とする産業や地域によって異なることは言うまでもない。しかし、今回調査した比較的経済規模の大きな5カ所の地域であっても、規模や期間の点で地域ニーズに十分には応えられていないケースがあったという点は、今後のために考慮しておく必要がある。出資規模が小さいことでベンチャー企業側も思い切った業務展開が行えていないと感じているうえ、支援者側もその期間では業務の発展を長期的に見守ることができないと感じている。特に、先端技術を使ったベンチャー企業というのはシーズ段階のものが多く、実用化までに長い時間を要するため、より大きく長期に渡る支援を必要としているとの意見を多く聞いた。

2つ目の課題は人材不足である。地方ではチャレンジする経営者も不足しているが、一方でそうした企業をサポートする支援機関の人材やベンチャーキャピタリストも不足している。また、地域ファンドによる出資そのものの認識が双方に不足しているケースがある。

「出資を受けているにも関わらず企業の経営者がアドバイスを聞き入れない」、「支援者でありながら出資企業の業務内容について十分な目利きができない」など、ファンドスキームに関わる主体全体の質を引き上げる必要性についての意見も聞くことがあった。

3つ目は、支援機関同士の連携が不十分なケースがあるという点である。GP はもちろん出資すると決定した企業の情報は多く持つことになるが、LP である金融機関や自治体は情報を知るまでにタイムラグを感じてしまうことがある。GP のみで全ての出資企業をサポートするには当然のことながら限界があるため、支援機関同士の連携をより親密にすることによって強固な支援を行えたら望ましいと感じているようであった。

最後は、IPO 以外のファンド出口戦略の必要性についてである。前述のように、多くのベンチャー企業が商品の実用化もしくは十分な成果を出すためには、長い時間が必要である。すべてのファンド成果を期間内の IPO や収益性のみで判断されてしまうと、十分な競争力がない状態で市場に出されてしまうということも出てくるかもしれない、かえって企業業績も地域貢献の点でも厳しい状況に陥ってしまうかもしれない。IPO できればまだいいが、「実用化までもう少し」というところまで行きながらも経済が回復していない状態でファンドが満了を迎えてしまい、放り出されてしまった場合には、それまでの全ての努力が無駄になってしまうかもしれない。こうした事態を避けるためにも、地域ファンドの出口戦略に関して、企業と出資者の間の考え方のギャップが大幅に改善されることが必要だと多くの担当者が考えているようであった。

[制度としての地域ファンドの理想形態]

こうした各地域の共通点を踏まえて、地域ファンドの理想的な姿というものを検討してみたいと思う。まずベンチャー企業に対する地域ファンドとして成立するための前提にあるのは、第2章で議論したような①ベンチャー企業であることの不利を埋めなければならない点と、②地域貢献を果たさなければならない点である。支援機関がいかにかこれらの点をまかなえているかというのが、地域ファンドの判断のポイントになると考えられる。

具体的には、ベンチャーファンドは中小・ベンチャー企業という情報の非対称性が大きい主体を対象としたファンドなので、その成功のために出資先企業と出資機関との間の情報ギャップを埋めなければならない。そして、そのためには GP はしっかりと目利き力と、一貫した地域密着についての考え方の両方を持ち合わせていなければならない。例えば、もし大手の VC が地域ファンドを担当する場合には、採算面を強く考える傾向が強く自治体や投資先企業へのきめの細かい対応は期待できないかもしれない。それゆえ、たとえこうした VC が GP を引き受けたとしても、出資企業に対するハンズオン支援を積極的に行うことは少ない。なぜならこうした採算重視の VC の場合には、資金をばらまき、手数料や管理報酬稼ぎを目的とすることも多いからである。

そう考えると、地域密着の営業展開を行っている地銀や信金など地域金融機関の持っている情報力や細やかな対応こそが、地域ファンドの GP にとって必要な資質なのではないかと考えられる。実際には、ファンド組成や運用を行っている地域金融機関は少ないが、彼ら自身が GP になる、もしくは地域金融機関と密な連携をとれる VC が GP となることによって、ベンチャー企業に関する情報生産は確保され、情報ギャップを削減することができるものと考えられる。

2つ目の条件に関しては、GP ならびに支援機関が始めからしっかりと共同でファンドの方向性を決め、そのことを企業に伝えていくことが重要なのではないかと考えられる。より具体的には、他の地域（自治体）が行っているファンドがどのようなものであろうが、自らのファンドで最初に設定した時間軸・方向軸・目的軸をぶれずに進行させていくことがファンド運営においては重要だということである。他のファンドの良い部分を参考にすることは望ましいが、設定時ではなく運用途中で方向変換することは満了時の歪みを生み出しかねない。

また、支援機関各所に関しても『わからないので GP 任せ』や『結果が出なければ GP 及び経済動向の責任』という姿勢ではなく、ファンド運用へ積極的に参加していくことが重要である。極論ではあるが、仮にファンドの運用がマイナスになったとしても、周囲の支援機関が始めからしっかりと関わり続けてさえすれば、彼らが GP の改善点や無謀な運用をチェックすることはできるはずなのである。『なぜこの会社に投資すべきなのか』『地域のリーダーとなるべき企業に対して出資が行われているのか』等を LP がしっかりとチェックすることによって、自治体が思い描く地域の将来像をよりはっきりと見据えることができると考えられる。

大都市圏に、人・物・金・情報が集積しているという実情を考えた場合、地方経済に不利な部分は確かにある。それゆえ、地域密着型のファンド組成・運営を大都市圏と同様な概念で考えるべきではない。地方は、地方にしか存在しない特性（産業・文化等）を活かしながら、IRR や IPO 数などではない、地域活性化・雇用促進・税収増加等を目的としていくことが望ましい。そうすることによって、目的と結果の間のギャップが発生しにくいファンドを作っていくことができるのではないかと考えられる。

第6章 まとめ

1990年代後半のITバブルに牽引されてベンチャー企業のIPOブームが発生した。そうした流れの中で地域活性化のためのファンドが多く組成されたが、当時組成されたファンドの多くは2011年からの数年間に償還期を迎えることになる。約10年前は時代がIPOブームの頃であったこともあり、担当者が「IPOありき」のファンド目標を設定してしまいがちな状況であったことは想像に難くない。つまり、「出資するからには必ずIPO」という雰囲気が安易な出資を生み、しかし結果を出さなければ資金が集まらないという状況になってしまったために、中長期的な視野で企業育成支援を行うやり方を『能力に乏しいもの』とする見方が一般的になってしまったものと考えられる。“自分たちの地域経済を対象としたファンドで、そのやり方では成功しない”とわかっているにもかかわらず、“ファンドを運営するなら結果を出して当たり前”という雰囲気があったことが、結果として地域ファンドとしての身の丈に合わないものを作らせる状況になってしまった。そして、その後の不況と重なって、ファンド結果が大きく想定から外れる要因の1つとなってしまったと考えられる。もし当時作られた地域ファンドと同じスタンスで組成が行われ、同じファンド評価の視点が持ち続けられた場合、今後のベンチャー企業へのリスクマネー供給は大きな逆風にさらされることとなるであろう。そして、地域ファンドの存在意義そのものが揺らぐことになってしまうかもしれない。

ファンド運営がうまく行かなかった理由には、どのような点が考えられるのであろうか。1つ目には、リーマンショックなどの外生的な影響もあるかもしれない。ただし、こうした不運がなかったとしたら、地域ファンドの結果はうまく行っていたはずだと断言できるであろうか。確かに、いくらかの部分は景気の悪さで説明できるかもしれない。しかしながら、全国各地の地域ファンドの現状を見ると、景気状況だけでは説明しきれない格差が生じてしまっていることが見てとれる。ファンド運営の成果に影響を及ぼす要因には、各地域経済の状況が強く考えられるのか、それとも各地域に合った独自のファンドの組成方法や企業選定の基準の違いが影響していると考えられるのか、などに関して検討が行われた。

2つ目は、ファンドを設定した時点でのそもそもの目標・方針の設定が間違っていたことが影響しているのかどうかについてである。当時の風潮に影響されて作ったために、地域経済の実情が全く方針に追いついていなかったかもしれない。もしくは、運営していく段階でその方針に画一性が見られなくなってしまい、周辺機関との協力関係に歪みを作り出されてしまったかもしれない、などの点が考えられた。支援機関同士でも意思の疎通が十分にできていなかったかもしれないし、また支援する側とされる側にも十分な意思の疎通ができていなかったかもしれない。こうした様々な場面でのギャップが、ファンド成果へも影響を及ぼしていたのではないかという疑問についても検討が行われた。

2010年11月から2011年2月にかけて、地域ファンドに対して特徴的に取り組んでいると思われる地域（5カ所：北海道・宮城県・愛知県・広島県・福岡県）を訪れた。VC・地域金融機関・自治体・ベンチャー企業など、実際にファンドの組成や運営に携わった担当者の方々にヒアリングすることによって情報を収集し、考察が行われた。主にヒアリン

グしたことは、以下の6つのポイントに関してである。①ファンド運営に影響するような地域特性、②地域貢献についての考え方、③地域ファンドの副次的メリット、④地域ファンドの課題、⑤地域ファンドの理想形態、⑥地域ファンドへの公的機関の関わり方、についてである。

ヒアリングでは、どこの地域でも既存ファンドの運営状況・業績は厳しいという声が聞こえた。しかし一方で、今回訪問した担当者からは「ファンド実績そのものではない部分で成果が見られるようになってきた」との声を聞くこともできた。確かに、見られるようになってきた副次的効果、その規模自体はまだまだ小さいかもしれない。しかしながら、地域ファンドを通じてのリスクマネー供給は地域経済発展への土台作りの役割のために用いられているのであり、そのための資金として不可欠な役割を果たしている、と各地の関連機関は述べていた。より詳しく言えば、ベンチャー企業に滞りがちなシーズ・アーリー段階での「つなぎ資金」として、リスクマネーが存在意義を発揮し、そのベンチャー企業が少しずつ力を蓄えられるようになってきている傾向が見られたと言うのである。

地域ファンドと都市型・利益重視型ファンドは、異なるものとして考えられなければならないし、また自治体ごとでも異なる指針でそれぞれのファンドの成果が判定されなければならない。しかしながら、“それぞれの地域における運営者・支援者が「地域経済の発展形・完成形」を（担当者間で）「同じように」イメージできている”、この点に関しては全国で一致した特徴として見られなければならないであろう。地方経済は、企業発展の時間軸の点で都会とは異なっている。都会と同じ手法で同じ量の資金投入をしたとしても、地方で同じ成果が出るとは限らない。地域ファンドはこうした異なる時間軸の上に存在しているということを踏まえた上で、中長期的な発展を追求する必要がある。本当の意味での地域ファンドの意義をもう一度確認し、それぞれの担当者意識の強化・各地域の状況に即したスキームの開発を進めることによって、より効果的な地域活性化を達成できるのではないかと考えられる。

今回の調査は、中小機構が支援を行っている地域の中で5カ所の地域ファンドをピックアップし、それぞれのファンド関係者から聞き取り調査を行った内容をベースに書かれたものである。それゆえ今後は、他の都道府県における地域ファンドにまで範囲を広げ、より多くの関係者から意見を聞く必要があるであろう。同じ地方経済といっても、例えば都心に比較的近い地域や極端に過疎化が進む地域では、今回と全く異なる状況であることは容易に想像ができるからである。また、中小機構からのファンド支援を導入していない地域もまだまだ存在するため、これらの箇所の状況などについても考察する必要があると思われる。

2011年問題に関する調査は、『十分に目的を議論されて設立されたわけではない、勢いで設立したファンドが、どのような悲惨な結果を生んだか』ということを明らかにするために調査されているわけではない。むしろ、ファンドを通じたリスクマネー供給をより発展させるために、ファンドがどのような目的によって確立され、どのように出資企業を支援していくべきなのかを明らかにしたかったのである。なぜならリスクマネー供給は、今後の地域中小・ベンチャー企業支援により一層重要な役割を担うことが予想されるからである。

たとえ経験・知識・人材・資金量というファン্ডに不可欠な要素のいずれかが欠けている状況であったとしても、自治体の中には、その地域ならではの成功事例といえるファン্ডを生み出しているものがある。そうした事例が、何を起因としているのかを明らかにすることによって、今後の企業支援そのものの方向をも見出すことも可能なのではないかと考えられる。

[参考文献]

- 伊藤正昭（2003）『地域産業論 ―産業の地域化を求めて―』、学文社。
- 内田真人（2011）「日本銀行による成長基盤強化策の地域ベンチャーに及ぼす影響」、平成22年度 ナレッジリサーチ事業 『地域ベンチャーファイナンスに関する調査研究（本号）』、中小企業基盤整備機構。
- 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2010）「2010年ファンド・ベンチマーク調査報告【速報】」
- 澤山弘（2008）「地域ベンチャーファンドの可能性―出資を実りあるものとするために、グリーンシートなど多様なEXITの模索を―」『産業企業情報』信金中央金庫 総合研究所、20-1号。
- 松浦良行（2007）「地域活性化に向けての公的ベンチャーファンドの役割」『季刊 中国総研』Vol.11-2、No.39、pp.1-9。
- 松尾順介（2006）「地域再生ファンドと地方金融機関の関係について」RIETI Discussion Paper Series, 06-J-045。
- 若杉敏也（2010）「47都道府県・19政令市 地域ファンド実態調査 14都県で投資先の株式公開実現 損失リスク迫る「2011年問題」」『日経グローバル』No.147、pp.10-21。

第二部

日本銀行による成長基盤強化策の地域ベンチャーに及ぼす影響

成城大学 社会イノベーション学部 教授

内田 真人

序章 はじめに

日本経済が直面している喫緊の課題は、一方で社会保障制度、財政問題を克服しながら、他方で IT 化、グローバル化等の環境変化に対応して中長期的な経済成長力を引き上げることにある。後者の経済力の引き上げを実現するためには、企業等が新たな成長分野や成長事業を大きなビジネスチャンスとして捉え、高度な技術や新たな発想などのイノベーションを通じて、潜在的な需要を現実の需要に転換するよう果敢に取り組んでいくことが重要である。日本経済の成長率は活力ある新たな産業を生み出せないまま、旧来型の産業が衰退するにつれて趨勢的に低下傾向にある。特に、地方では公共事業が削減されていることもあって停滞が深刻で、新たな産業の創出が求められている。

経済を巡る外部環境はリーマンショックを経て落ち着いてきた。アジア等の新興国需要の取り組み、高齢化・環境対応ニーズ等が強まっており、商品開発力に取り組むチャンスが増えている。新しい事業を創出し積極的に事業展開する企業が数多く出てくるのが将来にわたる経済活性化の鍵となる。しかし、わが国の貸出金/預金比率は 0.72 (2010 年)¹と依然大きく低迷しており、資金が有効に活用されているとはいえない。成長が期待される企業へのリスクマネーの供給手段は、典型的には初期のベンチャー企業向けのベンチャーファイナンスを通じた投資が期待されるが、米国と違って間接金融が主流のわが国ではベンチャー企業への投資額が年間千億円程度と米国の 1 割以下の規模²にとどまっており、新興企業の資金アクセスはかなりの制約を受けている。成長機会を失っているケースもあろう。新規のリスクマネー供給という点では、わが国では金融仲介に主要な役割を果たしている銀行の役割が大きい。というのも各金融機関には貸出対象の企業について将来の収益性や成長力を見極めながら貸出の可否や条件を決めていく極めて重要な役割があるためである。

日本銀行は量的緩和政策に加えて、民間金融機関がよりリスクに基づいた貸出を行なえるよう金融面から支援するため、2010 年 6 月「成長基盤強化を支援するための資金供給策」を導入した。そして、2011 年 3 月までに 132 金融機関に対し、2 兆 1,615 億円の資金を供給している。また、本措置に伴って、金融機関からは 2010 年 4~12 月の 9 か月間で

¹日本銀行「金融経済統計」による。

²財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (VEC) によれば、ベンチャーキャピタル等によるわが国ベンチャー企業への投融資額は 2009 年度が 900 億円 (過去 3 年平均 1,400 億円) と米国 1 兆 5,900 億円 (2 兆 2,833 億円) に比べて 1 割以下である。

2兆3,156億円の貸出・投資が企業の成長分野向けに資金供給された。

本稿では、日本銀行の新たな資金供給措置が既存の貸出やベンチャーファンドとどのような関係にあるのか、ベンチャー活動の呼び水の効果があるのか、特に地域活性化に期待される地域ベンチャー企業にどのような影響を及ぼすかについて、新制度がスタートした9か月間のデータと関係先へのインタビューを織り交ぜて考察することとする。

以下では、第1章で日本銀行の新たな成長基盤強化に向けた支援策の狙い・仕組みについて、地域やベンチャーとの関係に視点を置きながら整理する。第2章では新方式の下での貸出・投資の滑り出し状況について、マクロデータや金融・企業等関係者のマイクロインタビューの結果から判断する。第3章は地域ベンチャーの現状と成長資金の関係を考え、最後に課題と今後に向けた提言を述べることとしたい。

第1章 日本銀行の新たな成長基盤強化支援策

(狙い)

リーマンショック後の景気悪化を受けて、日本銀行は2008年10月以降政策金利を2度に亘り引き下げ、現在は0.1%と実質ゼロ金利政策に踏み切っている。また、資産買い入れ等の基金を創出³し、国債に加えてCP、社債、指数連動型上場投資信託(ETF)、不動産投資信託(REIT)など幅広い金融資産を買い取るなど、異例の措置を講じて大胆かつ革新的な金融緩和政策に乗り出している。

日本銀行では、こうした短期的な景気対策に加えて、中長期的にも持続的な形でデフレを克服し、物価安定の下で持続的な成長に復帰することが極めて重要との認識を示し、2010年春先以降、対応策を検討してきた⁴。そして、2010年6月の金融政策決定会合で「成長基盤強化を支援する資金供給」の導入が決められた。白川総裁は会議後の記者会見で「政策当局も民間経済主体の革新的な経済活動を促す環境整備の観点から役割を果たすことが必要です。本資金供給の狙いは、民間金融機関が成長基盤強化に向けた取り組みを進める上での「呼び水」となることであり、金融機関が自らの判断で行う多種多様な取り組みをできるだけ幅広く後押しすることにあります。また、日本銀行自身が個別の企業や業種への資金配分に直接関与しないことや、資金供給の規模や期間の点で、金利政策や金融調節の円滑な遂行に支障を来たさないことに留意しました」と述べている⁵。

(スキーム)

本資金供給のスキームは、金融機関が成長基盤強化に資するような貸出・投資を実行することに応じる形で、日本銀行が金融機関に低利かつ長期の資金供給を行う。具体的には、金融機関が本措置を通じた資金の供給を日本銀行から得るためには、

- ① まず、金融機関が成長基盤強化に向けた投融資に関する「取り組み方針」を策定し、その方針の下で新規に貸出・投資を実行する。
- ② その実績を基に日本銀行に同行の定める要件を満たすかどうか確認を受けつつ借入申請を行う。
- ③ その上で日本銀行が資金供給の要件を満たしたと確認した金額を上限に資金が供給される、

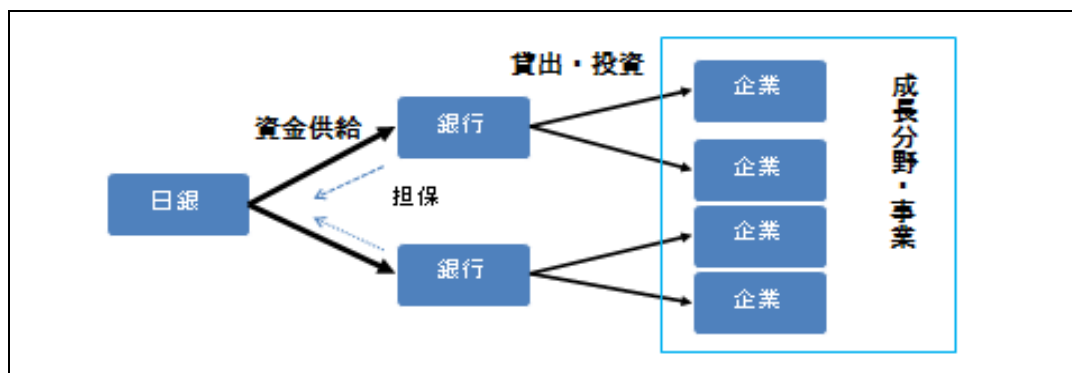
というプロセスを経ることになる(図表 1-1)。

³ 2010年10月5日の金融政策決定会合で、基金の規模は、買入資産(5兆円程度)と固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション(30兆円程度)を合わせ、35兆円程度とすることを軸に検討すると公表されている。

⁴ 成長基盤強化策については、2010年4月の金融政策決定会合で執行部に検討を指示している。

⁵ 白川総裁定例記者会見(2010年6月16日)参照。なお、狙いの基本的な考え方について詳しくは白川方明「日本経済とイノベーション」を参照のこと。

図表 1-1 資金供給のスキームとベンチャー投資の関係



(出所) 日本銀行

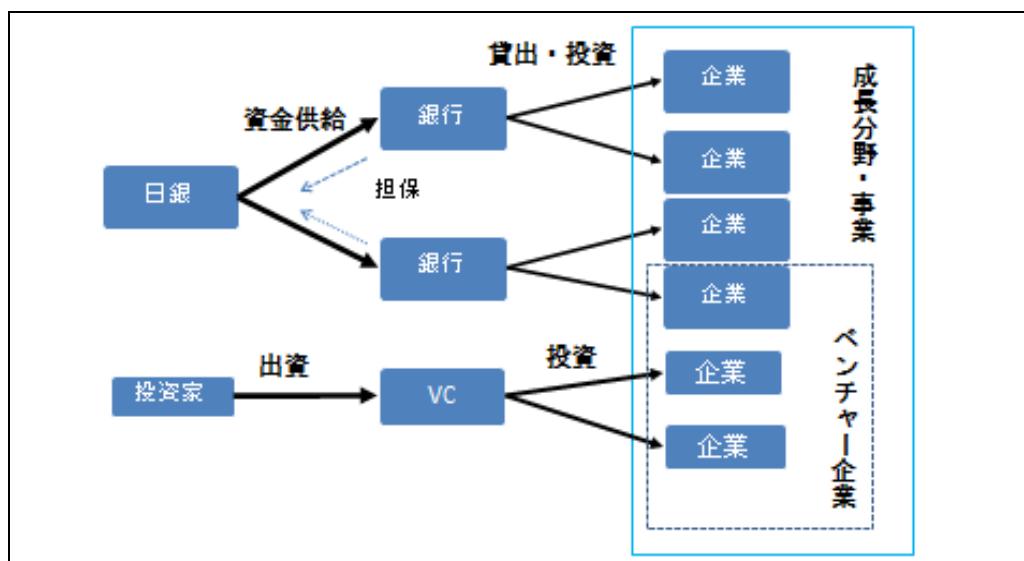
(資金使途とベンチャー投資との関係)

本貸出制度の資金使途としては、政府の新成長戦略、各種経済団体の提言を参考に、幅広く「医療介護」、「環境・エネルギー」など成長基盤強化に資する18分野⁶を例示している。また、この18分野に当てはまらなくても、金融機関が成長分野に資すると判断した場合、その分野を含めて明示することが可能となっている。このように、本措置は補助金と異なって分野を特定化せず、金融機関の自主的な取り組みを尊重し、自由度を高めている点で特徴的である。また、1件毎の貸出の最低金額は1千万円となっている。

ベンチャー投資との関係で言えば、資金使途の18分野の中に「起業」、「研究開発」、「大学・研究機関における科学・技術研究」、「コンテンツ・クリエイティブ」と4つの関連分野が含まれている(図表1-2)。また、貸出だけでなく、投資も対象となっている。このため、ベンチャーキャピタル向け投資や、企業発展段階別にみれば、アーリー段階のベンチャー企業への先行投資はリスクが高いため銀行では難しいとしても、レーター段階以降でのベンチャー企業の運転資金や設備投資資金は対象となる可能性がある。さらに、資金対象先については、「国内居住者または外国法人のうち国内に事業所を有しかつ国内において成長基盤強化に資する事業を行うもの」と記している。これは外資系の金融機関がわが国で起業や事業再編に出資・投資する場合も含まれる可能性があり、興味深い。

⁶ 具体的には、①研究開発、②起業、③事業再編、④アジア諸国における投資・事業展開、⑤大学・研究機関における科学・技術研究、⑥社会インフラ整備・高度化、⑦環境・エネルギー事業、⑧資源確保・開発事業、⑨医療・介護・健康関連事業、⑩高齢者向け事業、⑪コンテンツ・クリエイティブ事業、⑫観光事業、⑬地域再生・都市再生事業、⑭農林水産業・農商工連携事業、⑮住宅ストック化支援事業、⑯防災対策事業、⑰雇用支援・人材育成事業、⑱保育・育児事業の18分野。詳しくは日本銀行「成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領の制定等について」(2010年6月)参照。

図表 1-2 新スキームとベンチャー投資の関係（概念図）



（出所）筆者作成

（具体的な資金供給の内容）

日本銀行の資金供給額は残高の上限を 3 兆円（2011 年 3 月残高で 2 兆 1,615 億円）としている。また、対象金融機関は共通担保オペ先の金融機関⁷であるが、対象金融機関毎の上限を 1,500 億円としている。これは幅広い金融機関が利用できるよう配慮したものとみられる。

金利は政策金利と同水準（2011 年 3 月現在 0.1%）となっており、東京銀行間取引金利（TIBOR）1 年もの金利（2011 年 2 月 0.47%、全国銀行協会調べ）など他の金融市場からの資金調達コストに比べてかなり低い。貸出期間は 1 年以上である。日本銀行から金融機関への資金供給の期間は原則 1 年であるが、3 回まで借り換えでき、最長 4 年となっている。このように長期となっているのは、研究開発に典型的にみられるように、資金活用の成果が実現するには相応の時間を要するためと考えられる。

また、本措置は金融機関が成長に向けた貸出を行うきっかけとなるよう支援し、その後は金融機関が自ら貸出を行う、いわば「呼び水」となることを目的としている。したがって、永続的な措置でなく、受付期限は 2012 年 3 月末（日本銀行から金融機関への貸出の最終実行期限は 2012 年 6 月末）と 2 年間の時限措置になっている。日本銀行からの資金の供給は 2010 年 9 月以降開始され、3 か月毎に 8 回行われる予定である。

（本資金供給策の特徴点）

今回の資金供給策は中央銀行の政策としては極めて異例の措置であるが、通常の金融政策、信用リスク、中小機構の公的ベンチャーファンドや補助金との違い、という 3 点から具体的に整理したい。

第 1 に、通常の金融政策では、中央銀行は短期金融市場を通じる流動性の供給を通じて

⁷ 具体的には金融機関、証券会社、日本政策投資銀行など約 160 先である。

金利やマネーサプライの流通量を変化させ、間接的に経済活動に影響を与える。これに対し、今回の資金供給策は、政府の新成長戦略と歩調を合わせて、成長分野に絞って貸出を行う銀行に対して日本銀行が直接資金を供給する。いわば、資金配分問題や民間金融機関の貸出戦略に大きな影響を及ぼす政策金融の色彩が強い。したがって、日本銀行は特定の産業・企業に資金が誘導されることのないよう、資金使途は金融機関の自主性を尊重している。また、政策の効果が表れるまでの時間も、通常の金融政策は1年程度要するとみられているのに対し、今回の貸出は四半期毎の実績に応じて日本銀行から資金が供給されるため、スピードが速い。

第2に、資金供給は成長基盤の強化が目的であるため、金融機関による貸出は長期的な視野で行う必要があり、その分信用リスクが高まる。したがって、金融機関は貸出の審査に当たっては企業の経営動向や商品・サービスの成長の可能性をつぶさに分析し、貸出の返済可能性を見極める高い情報生産能力、いわゆる「目利きの力」が求められてくる。リスク管理が甘いまま貸出を行うと将来不良債権が増加する副作用が伴うためである。

第3に、中小機構の地域ベンチャーファンドと比べると、両者とも「呼び水」効果を持つ点では同じであるが、その性格はかなり異なる。すなわち、中小機構のファンドの場合、成長初期段階にあるベンチャー企業に対して投資する民間ファンドに対して最大半額まで直接出資する⁸意味で「呼び水」となる。一方、本スキームでは中央銀行が期限を限って低利資金を供給し、民間金融機関による成長分野への貸出を促す意味で「呼び水」になっている。また、中小機構のファンドの場合はベンチャーキャピタルが与えられた資金の中で投資先を探すため、投資の実行までに通常数年程度の期間を要するが、本スキームは政策効果のスピードが速い。

また、補助金と比べると、低金利であるため優遇措置を受ける効果があること、期間が限定されていることでは同じである。しかし、補助金の場合、制約が大きい、規模が小さい、申請準備の負担が大きいのに対し、本スキームは自由度が高く、対象範囲も広いなど企業の使いやすさで異なっている。

⁸ 1999年に施行された「新事業創出促進法」に基づく。

第2章 本スキームを用いた貸出・投資の現状

(金融機関の取り組み姿勢)

日本銀行が本資金供給策を発表した後、メガバンクから地方銀行に至るまで民間銀行は、大企業や零細企業を問わず、事業成長のための貸出に総じて前向きに応じる姿勢を鮮明にしている⁹。

メガバンクについては、日本銀行が本スキームを発表した翌月に新貸出制度に対応したファンドの創設を相次いで打ち上げたほか、秋には日本銀行からの資金に上乗せして独自のファンドを立ち上げる動きが広がっている。例えば、三菱東京UFJ銀行は2010年7月総額1,500億円(貸出の受付期間は7月末から9月末まで)と枠一杯の「成長基盤強化融資プログラム」を設置したのに続き、3か月後の10月には新たに「BTMU成長戦略サポートファンド」(5,000億円、貸出受付期間は10月12日から12月15日まで)を追加した。また、三井住友銀行は、環境、中国取引に重点を置いたファンドとしている。さらに、日本政策投資銀行も日本銀行の資金を一部活用して7月に貸出枠3,000億円の「DBJ成長支援プログラム(日本元気プログラム)」を設定したが、9月には貸出枠を4,000億円に拡大させている。

地方銀行、第二地方銀行、信用金庫といった地域金融機関でも、当初は様子見姿勢にある先が多かった¹⁰。しかし、大手の地方銀行がファンドを設定したのを皮切りに、秋頃までにはファンド設立の動きが全体に広がっている。ファンドも自らの顧客基盤や地域の特性に応じて多種多様に取り組んでいる。例えば各行の公表資料からみると、阿波銀行(徳島)では発光ダイオード(LED)関連産業、七十七銀行(宮城県)や十六銀行(岐阜県)は周辺地域に集積する自動車産業を支援対象のひとつに挙げている。また、北海道銀行は農産物の生産から加工、流通まで一体化したビジネスを展開する農商工連携を支援している。さらに京都銀行や温泉の多い豊和銀行(大分)、熊本ファミリー銀行は観光分野の支援を掲げている。

こうした取り組みの活発化は日本銀行の資金供給額や供給先実績から確かめられる。2010年末までに資金供給の対象となる金融機関の約9割に相当する143金融機関から日本銀行に取り組み方針が提出され、すでに132の先が日本銀行から確認を得ている。そして1回目(2010年9月)は47金融機関に、2回目(12月)は106金融機関に、さらに3回目(2011年2月末)には112金融機関に資金が供給されている。特に、地域金融機関は1回目の段階では33先であったが、12月90先、2011年3月103先と大きく増えている。なお、地域銀行の内訳については、2010年12月の西村副総裁講演資料によると、地方銀行は2010年8月段階では63行中まだ33行に止まっていたが、3か月後には60行と

⁹ 全国銀行協会会長(奥三井住友銀行頭取)は2010年6月22日の定例記者会見で「日本銀行もある意味、非伝統的な分野に踏み込んでデフレ脱却からの強い意思表示をしている。こういうなかで我々はそういった国全体のまたは、政府・日銀を含めた動きというものに呼応していかなければならない」と述べている。

¹⁰ 地方銀行の参加が当初様子見となった理由のひとつとして、貸出額が1件当たり1,000万円以上の条件があるため、取引先に中小零細企業の多い下位業態では該当が少ないとの見方があった。

ほとんどが参加するまでになった。また第二地方銀行も8月は42行中8行であったが11月には29行増えて37行へ、さらに信用金庫も6庫から25庫へと増えている。

図表 2-1 業態別貸出額と貸出先数（カッコ内） (億円)

	1回目	2回目	3回目	合計
大手行	3,204 (10先)	5,987 (12先)	2,627 (12先)	11,644 (12先)
地域金融機関*	1,166 (33先)	3,607 (90先)	4,052 (103先)	8,786 (113先)
その他**	255 (4先)	389 (4先)	542 (7先)	1,186 (7先)
合計	4,625 (47先)	9,983 (106先)	7,221 (122先)	21,615 (132先)

*2010年12月現在、地域金融機関のうち、地方銀行63行中60行、第二地方銀行42行中37行、信用金庫263庫中25庫。

**その他は外国金融機関、証券会社、系統上位金融機関、政府系金融機関等
(資料) 日本銀行

(貸出の特徴)

日本銀行は金融機関に対し1回目に4,625億円、2回目に9,983億円、3回目に7,221億円、合計で2兆1,615億円¹¹の資金を供給し、残高はすでに予定枠の7割強に相当する規模となっている。供給先の金融機関を業態的に分けると、大手行¹²が11,644億円と全体の53%を占めている。地域金融機関も1回目1,166億円に止まっていたが、2回目は3,607億円、3回目4,052億円と3倍に増えており、件数、金額とも広がりを見せている。特に3回目は大手銀行を上回り、全体の過半数(56%)を占めている。

貸出金利については公表データの記載が少ないが、金融機関の調達コストが低いいため、通常の貸出に比べて大きくディスカウントされた低金利が適用されており、固定金利でなく変動金利が多いようである。各行公表資料からファンドの条件をみると、「弾力的な金利設定で提供」、「ベースレートは融資実行時の無担保コールレート誘導目標水準」等と謳われている。なお、日本銀行からの低利の資金供給は4年限定であり、期限後の期間の金利については、ヒアリングでは優遇レートを予め提示する先とそのときに応じる先と様々になっているようである。

また、金利については、地方銀行の貸出金利は大手銀行に比べて資金調達コストが嵩むために通常は高めとなっている。しかし、今回は各金融機関とも同じ政策金利で資金調達できるため、貸出金利も業態を問わず同じ金利条件となっているところが従来と異なる。

¹¹ 期日前返済があるため、貸付残高は1回目～3回目の貸付額の合計と一致しない。

¹² 大手行は、みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、みずほコーポレート、埼玉りそな、三菱UFJ信託、みずほ信託、中央三井信託、住友信託、新生、あおぞらの12行となっている。

貸出期間については、20年を越える貸出も一部にみられるが、全体の6割強が4年～10年、25%が1年～4年と10年以内が多く、貸出平均期間は6.3年である（図表2-2）。これは貸出条件が1年以上となっていること、日本銀行からの資金調達が最長4年となっていることが影響しているように見受けられる。

図表 2-2 個別貸出・投資の期間別分布 (件数、カッコ内構成比)

2010年	1年以上 4年以下	4年以上 10年以下	10年以上 20年以下	20年超	合計 <平均>
4月～6月	206 (15%)	804 (60%)	274 (20%)	58 (4%)	1,342 <8.2年>
7月～9月	1,224 (28%)	2,658 (62%)	344 (8%)	87 (2%)	4,313 <5.8年>
10月～12月	1,166 (25%)	2,979 (63%)	446 (10%)	114 (2%)	4,705 <6.3年>
4月～12月	2,596 (25%)	6,441 (62%)	1,064 (10%)	259 (3%)	10,360 <6.3年>

(資料) 日本銀行

(貸出の対象分野)

貸出の対象分野をみると、金融機関の取り組み方針では「医療介護・健康関連」（147先中143先）、「環境エネルギー」（同133先）、「高齢者向け」（128先）、「農林水産業、農商工連携事業」（120先）が目立っている（図表2-3）。

また、取り組み方針の下で実施した個別投融資を（図表2-4）でみると、「環境エネルギー」（省エネ設備資金、廃棄物のリサイクル施設建設資金、エコカー等環境配慮型自動車への切り替え等6,719億円）が最も多く、全体の3割を占めている。また、「介護・医療・健康関連」（医療福祉施設の新設、高度医療機器<CT、MRI等>の購入等3,002億円）、「社会インフラ整備」（通信ケーブルの設置や通信サービスの提供エリア拡大、ガス等の供給設備の改修・設備等2,429億円）、などの事業を対象とするプログラムが上位に並んでいる。また、第2回以降では「アジア投資・事業」（生産設備の新增設、子会社等販路拡大を目的とした事業、1,928億円）も増えている。

1件当たりの貸出額（件数ベース）については、全体の7割が0.1億円以上1億円未満と小口が多い。次に1億以上5億円未満が23%を占めており、50億円以上の大口貸出は少なくなっている。また、回を追う毎に地域銀行の参加を反映してやや小口化している（第1回目3.6億円→第2回目2.4億円→第3回目1.7億円）のも特徴的である。（図表2-5）

図表 2-3 取り組み方針における投融資対象分野

成長基盤強化分野	選択した 金融機関数
医療・介護・健康関連事業	143
環境・エネルギー事業	133
高齢者向け事業	128
農林水産業、農商工連携事業	120
研究開発	114
保育・育児事業	114
地域再生・都市再生事業	110
事業再編	109
アジア諸国等における投資・事業展開	109
社会インフラ整備・高度化	107
観光事業	107
起業	102
資源確保・開発事業	92
雇用支援・人材育成事業	92
防災対策事業	90
住宅ストック化支援事業	88
大学・研究開発における科学・技術研究	87
コンテンツ・クリエイティブ事業	82
その他	38

(資料) 日本銀行

図表 2-4 個別投融資の分野別金額

成長基盤強化分野	金額（億円）	構成比
環境・エネルギー事業	6,719	29%
医療・介護・健康関連事業	3,002	13%
社会インフラ整備・高度化	2,429	11%
アジア諸国等における投資・事業展開	1,928	8%
地域再生・都市再生事業	1,607	7%
研究開発	1,343	6%
事業再編	1,258	5%
農林水産業、農商工連携事業	783	3%
住宅ストック化支援事業	549	2%
資源確保・開発事業	488	2%
高齢者向け事業	375	2%
雇用支援・人材育成事業	357	2%
観光事業	317	1%
コンテンツ・クリエイティブ事業	163	1%
防災対策事業	87	0%
保育・育児事業	80	0%
大学・研究開発における科学・技術研究	51	0%
起業	49	0%
その他	1,570	7%

（資料）日本銀行

図表 2-5 個別投融資の金額別分布（件数、カッコ内構成比）

2010年	0.1億円以上	1億円以上	5億円以上	50億円以上	合計
	1億円未満	5億円未満	50億円未満		
4月～6月	935 (70%)	273 (20%)	118 (9%)	16 (1%)	1,342 <3.6億円>
7月～9月	2,898 (67%)	1,047 (24%)	329 (8%)	39 (1%)	4,313 <2.4億円>
10月～12月	3,297 (70%)	1,121 (24%)	263 (6%)	24 (1%)	4,705 <1.7億円>
4月～12月	7,130 (69%)	2,441 (24%)	710 (7%)	79 (1%)	10,360 <2.2億円>

（資料）日本銀行

（ベンチャー関連）

ベンチャー関連の貸出については、取り組み方針で「研究開発」（147先中114先）、「起業」（同102先）、「大学・研究機関における投資・事業展開」（同87先）、「コンテンツ・

クリエイティブ事業」(同 82 先)と多くの先が対象に掲げている。しかし、2010 年 4 月～12 月の貸出実績をみると、研究開発の 1,343 億円を除けば、「コンテンツ・クリエイティブ事業」163 億円、「大学・研究機関における科学・技術研究」51 億円、「起業」49 億円と少なく、ベンチャー関連への資金供給額は合わせて 1,606 億円である。全体のシェアは 7%程度に止まる。それでも、ベンチャーキャピタル等によるわが国ベンチャー企業への投融資額が年間 1,000 億円程度である点と比較すると、規模はそれほど小さくない。

もっとも、具体的な貸出内容をみると、各種の研究開発やベンチャーキャピタルを活用した創業支援が含まれるとはいえ、多くは旅館・飲食業の新規開業資金、運輸関連の製造業参入や新商品投入に資する資金、地域振興に資するものづくりの支援に止まっている¹³。特に地方では高い技術力を伴う製造分野への支援は少ないように見受けられる。

(地域金融機関内部の取り組み姿勢の変化)

今回の新貸出に関して地域金融機関のヒアリングを行った結果、金融機関サイドでも、融資姿勢、リスク管理など内部の取り組み姿勢に若干の変化がみられはじめていることが窺われた。

まず、貸出については、地域銀行は資金調達コストが高いため、通常メガバンクに比べて不利な金利を提示することとなるが、今回は資金調達コストがメガバンクと対等な条件にあることから、企業に対し魅力的な金利を提示して貸出を売り込むことができる。このため銀行内の士気も上がっているようである。また、これまで必ずしも十分でなかった成長分野や成長企業に関する情報の収集・蓄積を進めるきっかけにもなっている。さらに、地域金融機関の中には地域ベンチャーに出資している先も少なくなく、これをきっかけに将来はベンチャー投資との相乗効果を想定する先もある。

この間、成長基盤向けの貸出は対象となる事業等が未知の分野であることが少なくなく、期間も長めとなる。このため、審査面では事業リスクについて従来以上に専門家の意見を求めたり、先行き見通しに種々のストレスをかけたシミュレーションを行うなど、新たな管理手法を試行している先もみられる。ただ、あくまでも試行的な段階であり、先端的なベンチャー企業の評価までは踏み切れないでいる。その理由として、「銀行は預金で資金調達しており過剰なリスクは取れない」との回答が殆どであった。

新規貸出先も少なくないが、現状では従来から預金取引等何らかの貸出以外の情報を持つ優良顧客に限られている。これまで銀行との取引が全く無い新興企業向けの貸出はリスクが大きく馴染まないとして慎重な姿勢を示す銀行が多かった。貸出で求められるのは確実な返済であり、まだ優良企業への成長資金の供給にとどまっている。

(企業の見方)

日本銀行が新しい貸出を発表した直後の 2010 年 6 月下旬、帝国データバンクが企業意識調査(実施)を行った¹⁴。この中で新しい貸出制度が日本経済の成長にどの程度つながると思うか尋ねているが、企業の見方が二分されるという結果になっている。すなわち、

¹³ 具体例は西村清彦「成長基盤強化に向けた金融機関の取り組み」、日本銀行「さくらレポート」(2011 年 1 月)を参照されたい。

¹⁴ 詳しくは帝国データバンク「TDB 景気動向調査：環境問題に対する起業の意識調査」(2010 年 7 月 5 日)を参照のこと。

調査対象 1 万 1,257 社中約 4 割に相当する 4,505 の企業が新貸出制度を肯定的に捉えていた（「成長に大きくつながる」が 374 社、3%、「成長にややつながる」） 4,131 社 37%）。一方で、「成長にはつながらない」（「成長には余りつながらない」が 3,342 社、30%と「成長には全くつながらない」が 461 社、4%の合計）も同 34%となっており、3 社に 1 社は否定的に捉えていた。

このように企業サイドで肯定的な見方が多かった背景について、企業インタビューから伺うと、「日本銀行が低利の資金を供給している」、「日本銀行が意思表示を明確にした」点を評価する意見が多かった。もっとも、今回の新貸出に伴って金融機関が新たに設定したファンドで、起業や研究開発等が対象になっているため、ベンチャー関連企業などでは、補助金との認識を持ち期待した先が少なくない。実態的には今回のスキームは投資ファンドではなく融資枠に近く、新規貸出に結びつく例は殆どない。その意味では、少なくともベンチャー企業の本スキームへの評価は楽観的とも考えられる。また、成長期にある企業からは、「事業拡大の運転資金には銀行借り入れが必要であり、地域銀行に相談したが、担保や実績がないと門前払いされビジネスチャンスを逃がした」、「金融機関は財務諸表だけでなく技術力もしっかり評価してほしい」、「できれば地元の金融機関と取引したいが、政府系やメガバンクに比べて対応が極めて慎重である」との不満が少なくなかった。

第3章 地域ベンチャーの現状

(地域ファンドの経緯)

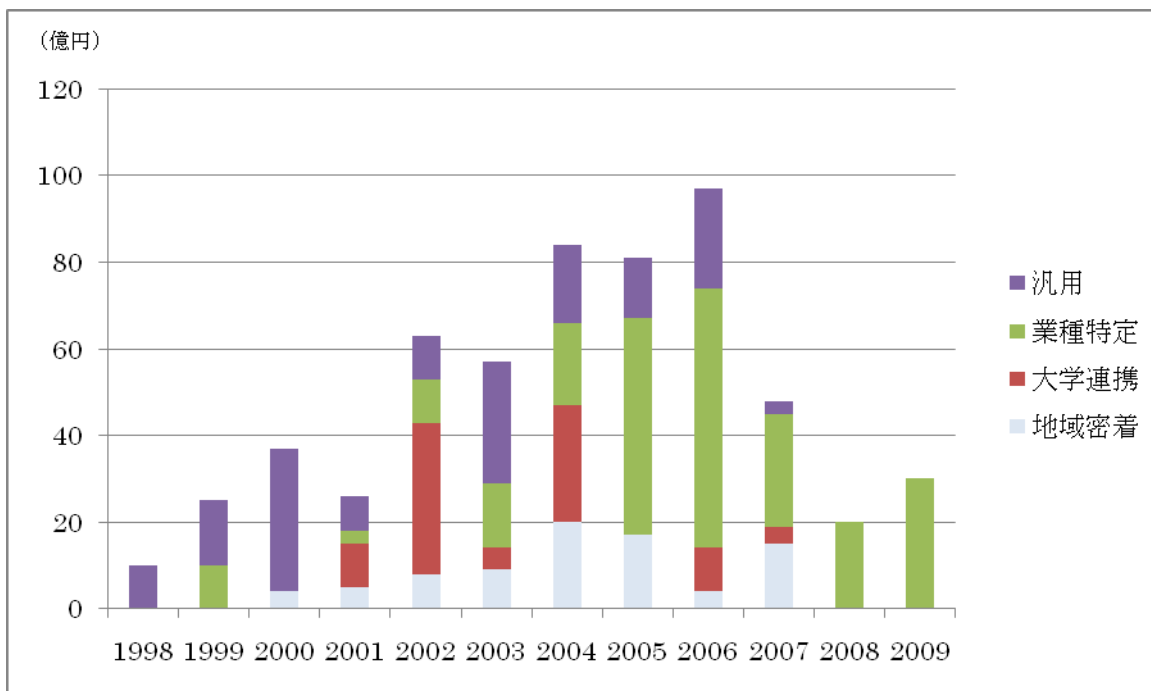
地域ベンチャーファンドとは、地域に密着した比較的小規模な中小企業へ投資するファンドをいう。具体的には、単独または複数の隣接県内に所在する企業（本社のみならず主力工場、営業所、研究所を含む）、企業経営者が当該県の出身者である企業への投資を行うファンドを指す。

わが国ではバブル崩壊後に経済の低迷が長期化する中で、1990年代後半、経済を活性化させる新たな担い手としてベンチャービジネスへの期待が高まり、政府主導の不況打開策として進められてきた¹⁵。こうした流れの中で地方圏でも独立系や地銀によるベンチャー企業への投資が各地でみられるようになった。また、1998年の「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」の施行で出資者の有限責任が担保されたほか、情報開示ルールが明確になるなど、法的な透明性が高まり、一般の投資家からも出資を募ることが容易になった。さらに、1999年に施行された「新事業創出促進法」によって、中小機構による半額までの出資によるベンチャーファンドの創出が可能となり、地域ファンドが相次いで創設された。例えば中小機構が2010年までに関与した83ファンドのうち、地域密着型は23ファンドと全体の3割弱、総金額では190億円となっている。設立時期をみると、中小機構がファンド事業を開始した1998年以降2年間は実績がなく、2000年に第1号が北海道で誕生し、2001年以降も年1～2件であった。多くのファンドが設立されたのは2004年から2007年にかけてである（図表3-1）。

また、地域ベンチャーの運営は、90年代に独立系の進出もみられたが、現在は組成においては公的機関、地方自治体、地元企業などが企画立案し、地元の金融機関系の主体に委託するといった地域に根差した対応を行うケースが多い。地方銀行も2003年度からはじめられた「リレーションシップバンキングの機構強化計画」実施の一環として、銀行の得る情報を活かしつつ出資する事例も増えてきている。

¹⁵ 1995年には「中小企業の創造的事業活動の促進に関する臨時措置法」が施行された。

図表 3-1 中小機構のベンチャーファンド出資額の推移



(資料) 中小機構

(地域ファンドの効果)

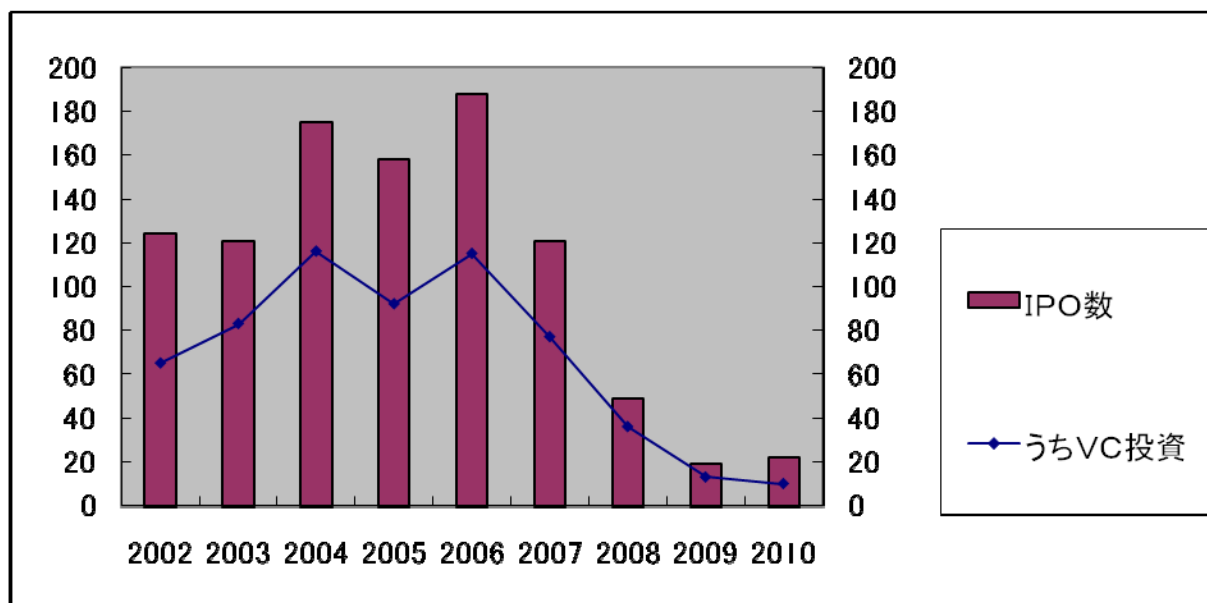
地域ファンドは雇用創出の効果が期待される¹⁶。中小機構のベンチャー企業への投資先 1,250 先について、投資直後（第一期）での従業員数と 2008 年度決算での従業員を比較すると、①約 2 割の従業員数の増加、つまり雇用機会の創造がみられていること、②特に高い雇用効果がみられるのは、従業員 30 名以上の中規模企業や、業種別には、農業／林業／漁業（2.2 倍）、医療・ヘルスケア（61%）、バイオテクノロジー（43%）で高いこと、との結果が得られている。

もっとも、ファンドのパフォーマンスは総じて捗々しくない。例えば IPO 数は 2000 年代前半に年間 140 件あったが、リーマンショック後は毎年数十件程度と大きく減少しており、つれて投資資金の回収が不調に終わっている（図表 3-2）¹⁷。その理由として、設立後投資の経過期間が短い、リーマンショックの影響で上場環境が厳しい点が指摘される。しかし投資を完了し企業の育成段階にある地域ベンチャーファンドでも厳しい状況にある。こうした中で、アジアの成長性を見込んで、地方でも 2010 年後半から徐々にアジアとの事業を見据えた取り組みが徐々に見られ始めている。

¹⁶ 詳しくは西久保浩二「ベンチャー企業の成長と雇用創造」参照。

¹⁷ 詳しくは「ベンチャーエンタープライズセンター（Venture Enterprise Center、VEC）「2010 年ベンチャービジネスの回顧と展望」参照のこと。

図表 3-2 IPO 数の推移



(資料) VEC

第4章 課題と展望

今回の日本銀行の新しい資金供給策は、理想的には日本銀行の意思が呼び水になって金融機関から成長事業分野への資金供給が活発化し、生産性が上昇して経済成長率が高まることが期待される。特に、預貸率が7割と低く、国債による運用が多くなっている地方銀行では金利リスクが高まっており、民間部門でのより一層の資金の有効活用が求められるところである。

本スキームはまだ、スタートして1年も経過していないため、総合的な評価を行うにはまだ期が熟していないかもしれない。しかし、今回の新貸出政策は試行錯誤的な意味合いも強いため、効果を高めるには資金供給枠の拡大や期間延長などの追加策や途中段階での評価も必要であろう。そこで、本節では現段階で得られる情報・データから、ここまでの評価、課題と、今後に向けた提言を行うこととしたい。

(ここまでの評価)

まず、資金供給の規模、金融機関貸出の変化、ベンチャー企業への影響といった3つの観点から考察したい。

第1に、日本銀行の供給する資金の大きさを考えたい。検討の前提として、日本銀行からの資金供給は開始9か月で総枠の7割強の2兆1,000億円に達していることから、最終的には枠全額3兆円が資金供給されると仮定する。また、資金の多くは設備資金に当てられるという前提を置く。日本政策投資銀行の調査(2010年6月)によれば、2009年度大企業設備投資16兆円のうち、新製品・高度化投資と研究開発を合わせた金額が1.6兆円となっている。今回の資金供給はこのほぼ倍の規模である。また、個人・不動産を除いた国内銀行による新規の設備投資貸出¹⁸は14兆円(2009年度)でこの2割強、また残高ベースでも47兆円(2010年3月末)の7%に相当する。このように、規模的には今回の資金供給は決して小さくないと判断され、一定の効果があると考えられる。

第2に、銀行貸出の変化について考察したい。民間銀行貸出(総貸出平残)は2010年を通じて前年を2%程度下回って推移しており、ここにきて増加した形跡は無い。もちろん貸出は金融経済情勢に応じて変化するためこのデータをもって判断できないが、民間銀行のヒアリングでも「今回の措置に伴って全体の貸出が純増した感触はない」との回答が多かった。また、資金使途の質的な変化についても、「今回の貸出をきっかけに省エネ投資に踏み切る」などの例はみられたが、限界的な変化に止まる。これらの情報から判断すると、まだ1年弱とはいえ、日本銀行の期待する成長資金はごく一部に供給されているにすぎないとみられる。

第3にいわゆるベンチャー企業への支援について、日本銀行は4つの分野を例示した。しかし現在は資金供給全体の1割以下であり、研究開発を除けば極めて少ない。この背景としては、リーマンショックの影響で金融機関がリスク評価に慎重になっているというよりも、そもそも金融機関サイドでのノウハウや人材の制約によるものが大きいように見受けられる。

¹⁸ 残高ベースでは47兆円(2010年3月末)となっている。詳しくは日本銀行業種別貸出を参照のこと。

(今後に向けての提案)

以上みたように、日本銀行による新しい資金供給のスキームの効果は、少なくとも地方を見る限り、盛り上がり欠けるように見受けられる。そこで、最後に地方を念頭に置いた課題と今後に向けての提案を行うこととしたい。

まず第1に、企業は2010年度収益が回復しており、資金的に余裕のある先が少なくない。それにもかかわらず設備投資を行わない理由をアンケート調査からみると、製造業・非製造業ともに「先行きの売上が不透明」や「生産能力に余裕」が上位に並び、「投資採算に乗らない」は後順位にある¹⁹。また、環境関連投資についても、検討している先は少なくないとみられるものの、技術開発力の見極めや政府の政策対応の方向性が不透明で投資に踏み切れないとする企業が少なくない。イノベーションを通じた成長に向けた貸出を増加させるためには、金利面の優遇だけでなく、長期的な国としての経済戦略が伴わないと効果が出にくいように見受けられる。したがって、日銀の今回の資金供給効果を高めるためには、政府サイドでも成長の方向性や環境対応への中長期的な戦略を示すことが重要である。需要サイドと低金利の供給要因が揃ってはじめて効果が発揮される可能性が高い。具体的には、新しい技術開発への支援など他の政策との相乗効果を高める施策の検討や、ファンドサイドのアーリーステージ企業への投資支援、金融機関サイドの拡大期での運転資金に向けた貸出といった棲み分けとバトンタッチが必要であろう。現状では銀行内、地域内での成長企業に関する情報の集積が不足しており、開示の増加と情報の活用が望まれる²⁰。

第2に、成長企業の発掘にはアイデアの見極めと事業化など民間金融機関の目利き能力と適切なハンズオンなどが求められる。しかし、現状では政府系やメガバンクはともかく地方では将来性のある成長企業を判断できる人材が絶対数、経験とも揃っていない。また、政府系金融機関やメガバンクが想定しているのは国レベルの産業育成であり、地方における優れたニッチ的な中小企業の個別の特殊技術、成長性については、地域サイドでの専門的な目利き力が不可欠である。この点で、銀行からベンチャーファンドへ出向が行われており、その経験を活かすことが期待されるが、ヒアリングした限りでは、現在はそうした人材は連続性に配慮したキャリアパスを辿っているように見受けられない。貸出と投資は大きく性格が異なるため、ファンド経験者が貸出との連携を考える業務を担当するなど有効的な人材活用を望みたい。

第3に、企業サイドの問題として、地方では保守的で新しい技術の導入やアジア進出に対する抵抗感が根強い。金融機関サイドもコストダウンや成長に向けた事業について保守的な意見に同調するのではなく、情報収集や技術などのサポートや調査協力も必要となる。

最後に、新しい資金供給策は、公的な性質を帯びた資金が結果的に各企業への貸出の裏付けになるため、補助金の意味合いがある。その効果を見極める意味で、日本銀行、金融機関には開示責任があろう。日本銀行は3か月毎に貸付額や金融機関の取り組み状況について情報を開示しているが、資金供給を受けた民間金融機関サイドでも透明性を確保でき

¹⁹ 埼玉県企業572社を対象にしたぶぎん地域経済研究所「2010年度設備投資調査」による。

²⁰ 欧州のベンチャーファンドではEVCAが情報を収集し開示している。

るよう、今後適切なかたちでの情報開示を行うよう求めたい。

[参考文献]

- 内田真人（2007）「地域密着型ベンチャーファンドの現状と課題：データ分析及びヒアリングによる考察」（中小企業基盤整備機構）
- 白川方明（2010）「日本経済とイノベーション」
- 信金中央金庫（2008）「地域ベンチャーファンドの可能性」
- 全国銀行協会（2010）「会長記者会見」
- 須田美矢子（2010）「成長基盤強化の重要性と金融政策」
- 帝国データバンク（2010）「TDB 景気動向調査：環境問題に対する起業の意識調査」
- 西久保浩二（2010）「ベンチャー企業の成長と雇用創造」
- 西村清彦（2010）「成長基盤強化に向けた金融機関の取り組み」
- 日銀レビュー（2010）「成長基盤強化を支援するための資金供給について」
- 日本銀行（2010）「さくらレポート」
- 日本銀行（2010）「成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領の制定等について」
- 日本銀行（2010）「成長基盤強化を支援するための資金供給の実施結果」
- 日本政策投資銀行（2010）「DBJ 成長支援プログラム（日本元気プログラム）」
- ベンチャーエンタープライズセンター（2011）「2010年ベンチャービジネスの回顧と展望」
- みずほ銀行（2010）「日本銀行の成長基盤強化に向けた取り組み方針について：成長事業アシストファンドの創設」
- 三菱東京 UFJ 銀行（2010）「成長基盤強化を支援するための資金供給への対応について」
- 峯岸信哉（2011）「地域活性化型ベンチャーファンドの存在意義・可能性」



独立行政法人
中小企業基盤整備機構
経営支援情報センター

〒105 - 8453 東京都港区虎ノ門3-5-1 (虎ノ門37森ビル)

電話 03-5470-1521 (直通)

URL <http://www.smrj.go.jp/keiei/chosa/>

本書の全体または一部を、無断で複写・複製することはできません。
転載等をされる場合は、上記までお問い合わせ下さい。