

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」「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れられたのか。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异性]

(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と、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。