

## 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。

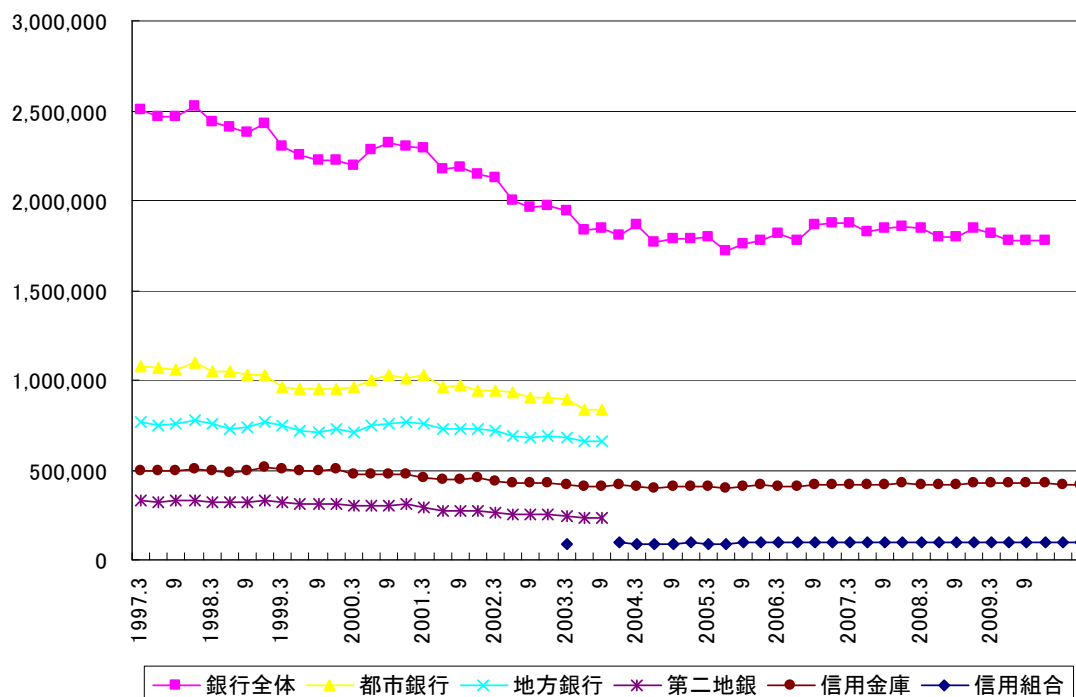
不況に端を発した貸し渋りなどの影響のために金融機関は中小企業向け貸出を減らしていたが<sup>12</sup>、そうした動きが止まっているのは政府による「リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム」の公表<sup>13</sup>が影響しているのではないかと考えられる。しかしながら、いずれの金融機関も中小企業向け融資に関しては、積極的とはいえないことが見出されている。

---

<sup>12</sup> 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。

<sup>13</sup> 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と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<sup>14</sup>。

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ほどにも上っている。

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。

---

<sup>14</sup> 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。

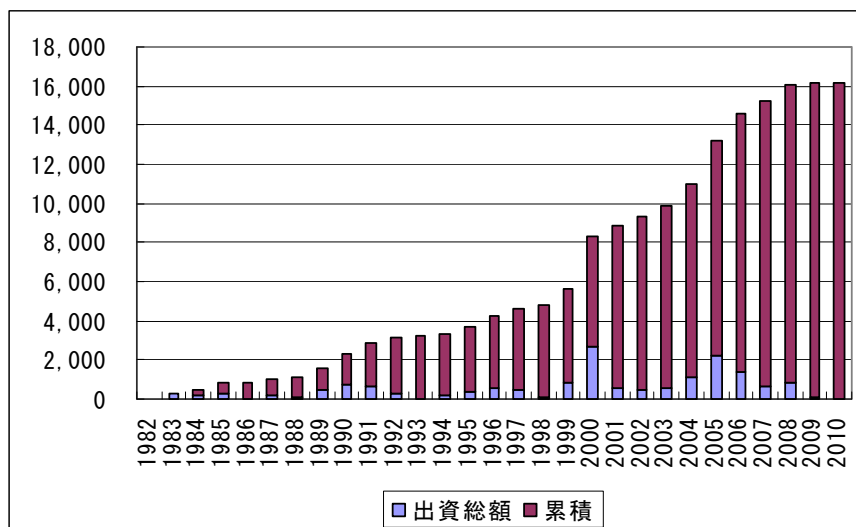
図表 3-2 ベンチャーファンドの組成数（2010年10月時点）

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。

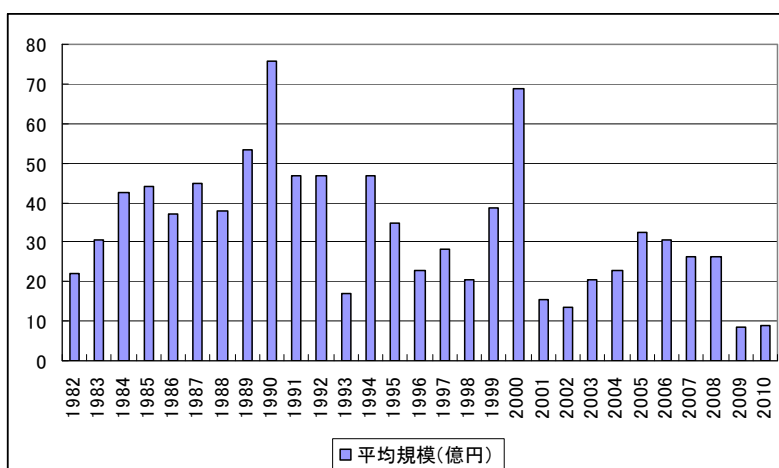
図表 3-3 開始年別ファンド出資総額と累積総額（単位：億円）



(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