

2012年3月2日 全12頁

ベンチャー企業の資金調達

資本市場調査部
奥谷貴彦

ベンチャー企業の成長段階に応じた資金供給体制の再構築が必要

[要約]

- 起業を促進するにはベンチャー企業の資金調達を促進する必要がある。
- ベンチャー企業の成長段階と資金調達規模によって、使用する資金調達手段を分類すると、鎖のように連なっていることがわかる。
- しかしながら、ベンチャーキャピタルがベンチャー企業の事業化段階の投資を縮小したことで、事業化段階の資金需要に十分に応じることができていない可能性がある。
- 事業化段階での資金調達が困難な状況になると、全ての成長段階における資金調達に影響を及ぼす。
- 事業化段階の投資を促進するにはエンジェル投資や制度金融、事業会社の出資・買収を促進すべきである。
- 事業会社の出資・買収が促進されればベンチャーキャピタルの事業化段階への投資を促す効果もあるだろう。

1 はじめに

起業促進に向けての 課題である資金調達

日本において開業率が低迷している。開業した事業所による雇用増加や生産性改善効果は大きく、開業した事業所が産業で担う役割は大きい¹。産業政策を考える際に、開業の促進を抜きに考えることはできないだろう。特に成長産業は更に開業率を上昇させる余地があると考えられる。成長産業の開業を振興すべきだろう。事業所の開業は企業の設立（起業）によって支えられており、起業の促進によって開業率を上昇させることが必要である。しかし、起業する際には様々な課題があり、特に資金調達や人材確保が大きな障壁となっている。本稿では特にベ

¹拙稿「開業の促進に向けた課題」2011年12月27日

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/11122701capital-mkt.pdf>

拙稿「生産性の向上をもたらす創業の促進」2012年1月24日

<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/12012401capital-mkt.pdf>

に基づく。

大和証券グループ 株式会社大和総研 丸の内オフィス 〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウノースター

このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研の親会社である㈱大和総研ホールディングスと大和証券キャピタル・マーケット(㈱)及び大和証券(㈱)は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等にご遠慮ください。

ンチャー企業の資金調達の現状について考察し、問題点とその解決方法を探りたい。

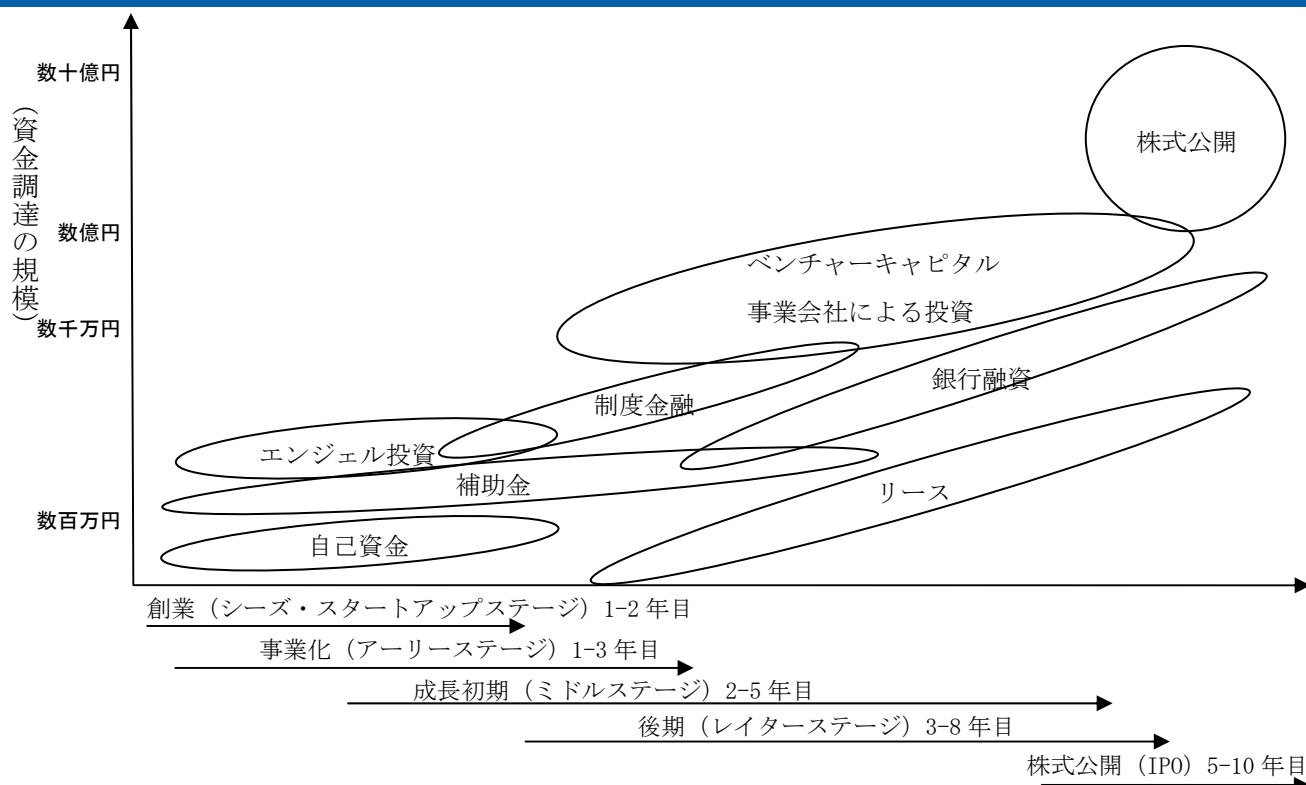
2 ベンチャー企業の成長段階と資金調達方法

2.1 ベンチャー企業の成長段階に応じた資金調達手法

企業の成長段階に応じた資金調達手法

ベンチャー企業の資金調達は成長段階によって様々な手段が考えられる。その成長段階は概ね以下のように分けられることが多い。第1段階は創業（シーズステージ・スタートアップステージ）。第2段階は事業化（アーリーステージ）。第3段階は成長初期（ミドルステージ）。第4段階は後期（レイターステージ）。第5段階は株式公開（IPO）である。図表1は横軸にベンチャー企業の成長段階、縦軸に資金調達の規模を取り、各資金調達方法を示した図である。まず創業においては3つの資金調達手段が用いられる。自己資金とエンジェル投資、加えて国や地方自治体の補助金である。エンジェル投資家とは創業段階の企業に投資する個人投資家である。事業化段階ではこれらに加えてベンチャーキャピタルや事業会社による投資、政府系金融機関などによる制度金融、信用保証協会による信用保証、リースなどが用いられる。成長初期の段階になると、自己資金やエンジェル投資に代わって銀行融資が新たに用いられる。後期や株式公開の段階になると制度金融や信用保証が用いられることが少なくなる。ベンチャー企業成長段階の最後に位置づけられる株式公開も重要な資金調達手段である。以下、各資金調達手段の状況について述べる。

図表1 ベンチャー企業の成長段階に応じた資金調達手法



(出所) 各種資料より大和総研作成

2.2 自己資金

創業段階において必要とされる自己資金

自己資金は 3F (Founder, Family, Friends) と呼ばれる、起業家や配偶者、親族、知人からの借入金や出資金である。創業段階においては、金融機関などと比較するとリターンに関する要求が厳しくない自己資金をできるだけ多く確保することが求められる。しかしながら、コンテンツ作成を事業領域とするベンチャー企業などの中には数百万円とされる創業資金を必要としない事例も見られる。

2.3 エンジェル投資

米国と比較すると規模が小さいエンジェル投資

エンジェル投資家がエンジェルと呼ばれるのは資金調達に奔走する起業家にとって天使のような存在であることに由来する。米国のシリコンバレーなどでは、成功した起業家がエンジェル投資家となって次世代の起業家に投資する仕組みが形成されている。エンジェル投資家が投資したベンチャー企業がその後急成長し、半導体産業や IT 産業を形成した。日本におけるエンジェル投資家の状況を見ると、2008 年度のエンジェル投資家の数は約 1 万人であり、アメリカの約 23 万人のわずか 4% 程度である (図表 2)。またエンジェル投資家による投資案件 1 件あたりの平均投資額 (年間) は日本が 100~300 万円とアメリカの同 5000 万円程度の 2~6% に過ぎない。一般的に、事業化段階のベンチャー企業は 100~300 万円では不十分であり、数千万円の資金が必要である。日本のエンジェル投資家の年間投資総額を見ると、200 億円とアメリカのエンジェル投資家の同 2.5 兆円のわずか 0.8% 程度に留まっている。

図表 2 エンジェル投資家の日米比較

| | 日本 | アメリカ |
|---------|------------|----------|
| 投資家数 | 約1万人 | 約23万人 |
| 年間投資額/件 | 約100~300万円 | 約5,000万円 |
| 年間投資総額 | 約200億円 | 約2.5兆円 |

(出所) 平成 20 年度経済産業省委託調査報告書「エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」株式会社テクノリサーチ研究所より大和総研作成

2.4 補助金

使途や資金調達額に制限がある補助金

創業や事業化の段階では政府や公的機関による補助金も重要な資金調達方法である。補助金は返済しなくても良いため、起業家にとっては非常に魅力的な資金

調達手段である。東京都においては公益財団法人東京都中小企業振興公社が都内の創業予定者を対象とした補助金を交付している。「新製品・新技術開発助成事業」においては実用化の見込のある新製品や新技術開発、研究開発、新サービス創出のための技術開発に要する経費の一部について補助金を交付している（上限は1500万円）。「地域資源活用イノベーション創出助成事業」においては東京の魅力向上や課題解決に向け、中小企業者等が取り組む試作品・新サービス開発・販路開拓・市場化に要する経費の一部について補助金を交付している（上限は800万円）。このような補助金は起業家にとっては非常に魅力的な資金調達手段であろう。しかしながら、補助金の使途は限定されており、資金調達額にも上限がある。そのため、補助金だけで後期段階のベンチャー企業が数億円の資金ニーズを満たすことは困難である。

2.5 制度金融

日本政策金融公庫が 制度金融を担う

公的機関等による制度金融や信用保証は事業化・成長初期段階において有効な手段である。日本では主に日本政策金融公庫や地方自治体が制度金融を担っている。日本政策金融公庫による新企業育成を目的とした新規融資（以下、同公庫融資）実績の過去3年の推移を見ると、リーマンショック後の2009年度以降も800億円を超える水準で貸付されている（図表3）。同公庫融資の代表的な融資制度は新規開業資金という制度である。新規開業資金は事業開始後概ね5年以内の起業家に対して融資される。新規融資額は7200万円以内、融資期間は設備投資については15年以内、運転資金については最大7年と設定されている。また、特に事業の新規性や成長性が認められた場合などにおいて、低利の貸付を提供している。加えて、創業に伴う雇用の創出など一定の条件を満たす場合に無担保・無保証人融資も提供している。2007年度までは商工中金が同公庫融資と同様の融資を管轄しており、2005～2007年度の新規融資1件あたりの平均貸付金額は約4500～5500万円であった。2010年度の平均貸付金額が2005～2007年度と同様の水準であったと仮定すると、2010年度には事業化・成長初期段階の企業に対して、約1500件の新規融資が実行されたと考えられる。

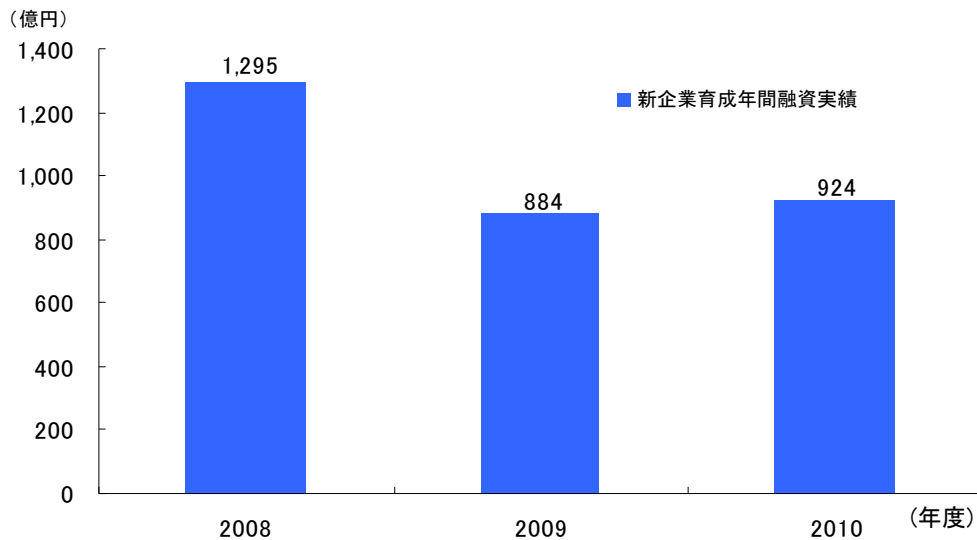
地方自治体も制度金 融を担う

一方で、地方自治体も制度金融を運営している。東京都は東京信用保証協会や金融機関と連携し、東京都制度融資を運営している。同制度には以下4種類の融資対象が定められている。①自己資金がない創業前の起業家、②自己資金がある創業前の起業家、③創業5年未満の中小企業、④特定の公的なベンチャーキャピタルから出資を受けた創業5年未満の中小企業である。融資限度額は①については1000万円、②は1000～2500万円、③と④は2500万円。融資期間は設備投資については10年以内、運転資金については7年以内である。融資利率は変動金利を選択した場合、短期プライムレートに0.9%ポイントを上乗せした水準を上限とし、比較的 low 利である。ただし、融資には東京信用保証協会の信用保証が必要である。①と②は連帯保証人が不要であるが、③と④は法人の代表者が連帯保証人となる。また、全ての融資対象について物的担保は不要である。

事業化・成長初期段階 において有効な制度 金融

日本政策金融公庫や地方自治体の制度金融が整備されており、仮に企業が制度金融による融資を受けることができれば、事業化・成長初期段階における必要資金を獲得できると考える。しかしながら、後期段階においては数億円の資金が必要であり、制度金融の活用だけでは限界があるだろう。

図表 3 日本政策金融公庫の新企業育成を目的とした新規融資額の推移



(注) 日本政策金融公庫が実施する新創業融資制度等の新企業育成を目的とした融資の年間新規貸付額推移。

(出所) 日本政策金融公庫ディスクロージャー誌より大和総研作成

2.6 ベンチャーキャピタル・事業会社による投資

上場を目指すベンチャー企業にとって重要なベンチャーキャピタルの出資

ベンチャーキャピタルによる出資は事業化や成長初期、後期において有効な資金調達手法である。ベンチャーキャピタルは出資の回収のために出資先企業の株式上場を最終目標とする場合が多い。そのため、将来上場を視野に入れるほどの成長が見込まれるベンチャー企業でなければ、ベンチャーキャピタルからの資金調達は困難である。ジャパンベンチャーリサーチによる調査「2008年ベンチャービジネスの回顧と展望」（以下、2008年調査）によると、上場したベンチャー企業34社の上場までの資本調達額のうち、その半分以上がベンチャーキャピタルによる出資である（図表4）。上場が実現可能な急成長するベンチャー企業の資金調達には、ベンチャーキャピタルの出資が重要であると言える。

ベンチャーキャピタルはバイアウト投資にシフト

近年はベンチャー企業が上場する新興株式市場（東証マザーズ、JASDAQなど）の株価が低迷しており、売買高が少なく、上場企業数も減少している。そのためベンチャーキャピタルが投資した資金の回収が困難になり、収益性が低下している。図表5は国内ベンチャーキャピタルの投融資額と投融資先会社数の推移である。2006年度以降、投融資額と投融資先会社数は減少し低い水準にある。近年、ベンチャーキャピタルは収益性向上のため、将来的に上場もしくは事業会社に売却できる可能性が高い後期段階以降のベンチャー企業に出資する、バイアウト投資が多くなってきている。そのため、事業化や成長初期段階のベンチャー企業はベンチャーキャピタルからの資金調達が容易ではない状況であると考えられる。

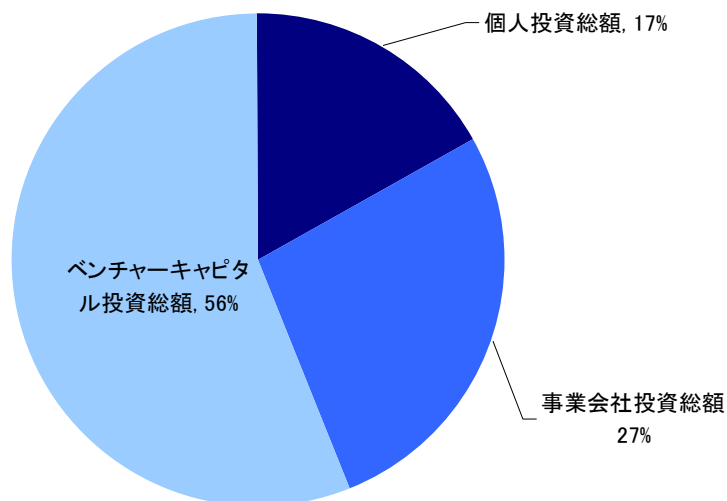
事業会社の出資・買収はベンチャーキャピタルに並ぶ重要な資金調達手法

事業会社はベンチャーキャピタルの次に重要な資本調達先である。2008年調査によると、上場に至った34社の資本調達総額の3割弱が事業会社からの投資である。近年、一部の事業会社はオープンイノベーションと言われる取り組みを推進している²。その取組の一環として、事業会社にとって魅力的な技術を研究開発す

²オープンイノベーションとは、自社技術だけでなく他社が持つ技術やアイデアを組み合わせ、革新的な商品やビジネスモデルを生み出すこと。

るベンチャー企業に対して出資、もしくは買収する事例もある。

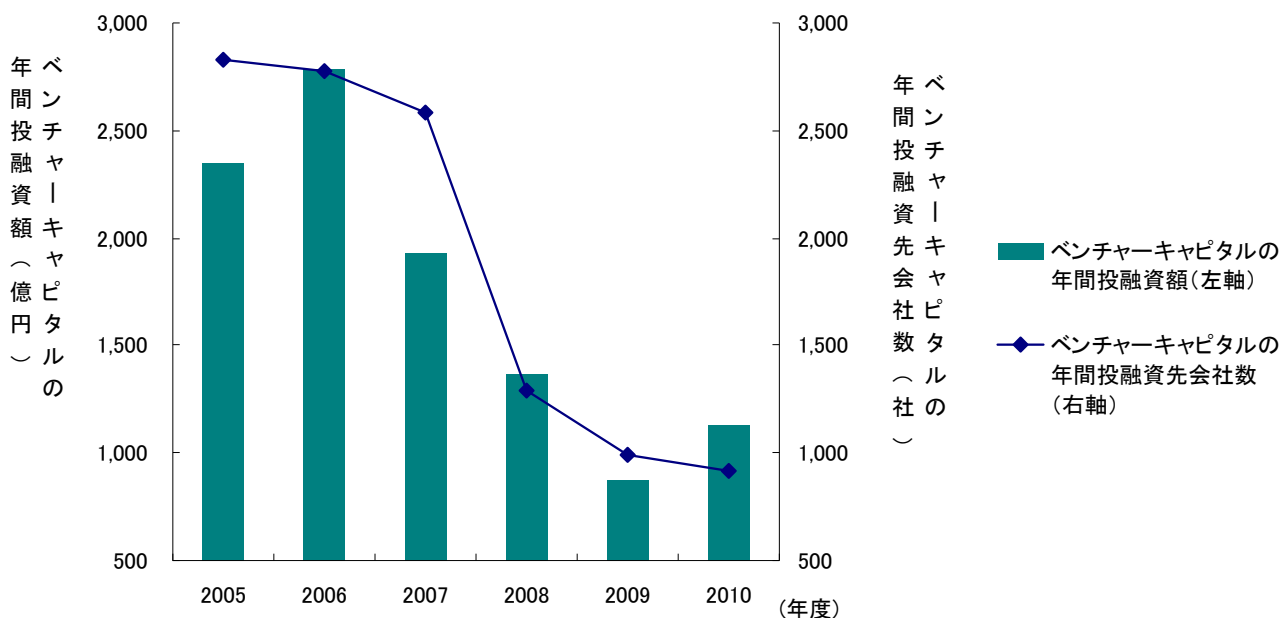
図表4 上場までの資本調達額の内訳



(注) 上場したベンチャー企業34社の上場までの資本調達額の内訳。セブン銀行とネットイヤーグループを含まない。

(出所) ジャパンベンチャーリサーチ「2008年ベンチャービジネスの回顧と展望」より大和総研作成

図表5 ベンチャーキャピタルの投融資推移

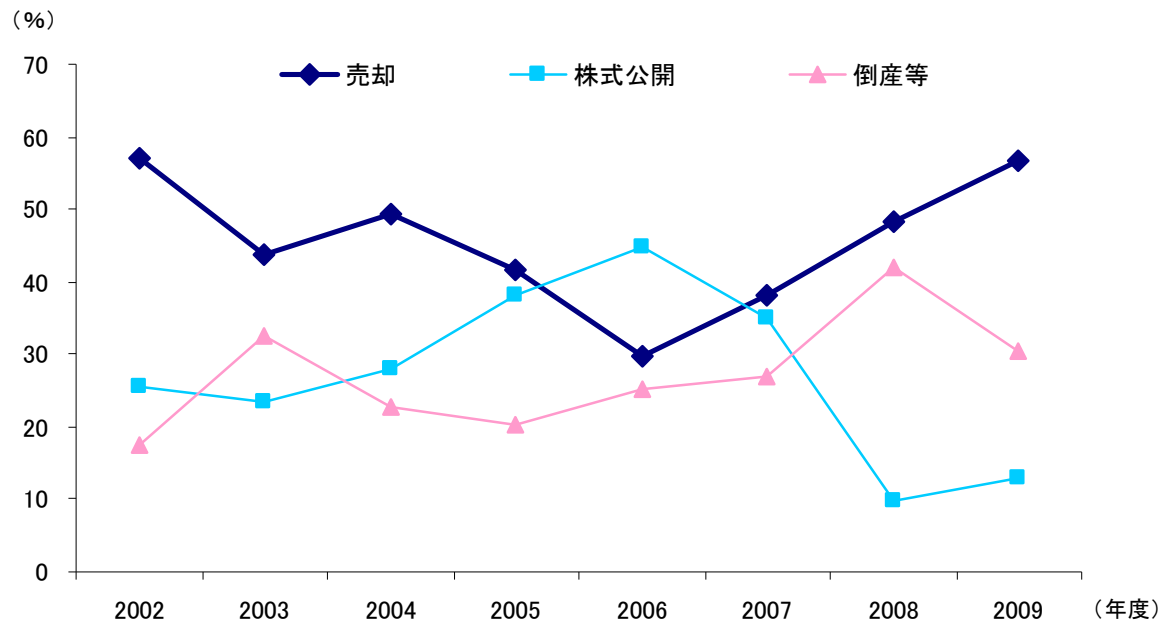


(出所) 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2011年度 ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果(速報値)」より大和総研作成

資金調達手法として重要性を増す、事業会社の出資・買収

図表6はベンチャーキャピタルが運営するファンドが投資を回収した件数の内、株式公開件数の割合と売却件数の割合を示している。売却には事業会社への売却(M&A)やセカンダリーファンド等への売却(他のベンチャーキャピタルのセ

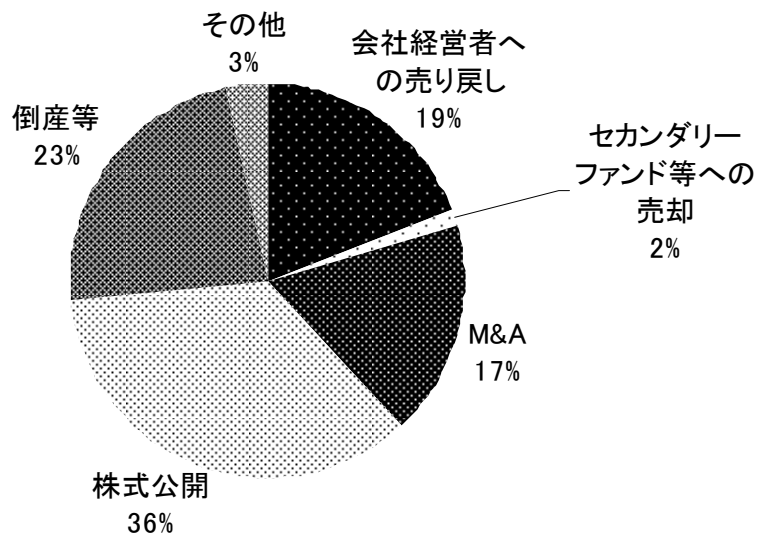
図表6 ベンチャーキャピタルの投資回収手段（株式公開と売却）



(注) 2002年度は2002年10月から2003年9月、2003年度以降は4月から始まる1年間のデータ。日本国内のベンチャーキャピタルへのアンケート調査に基づく。

(出所) 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2010年 ベンチャービジネスの回顧と展望（要約版）」2011年1月、「平成17年度 ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告 ファンド・ベンチマーク調査報告」より大和総研作成

図表7 ベンチャーキャピタルの投資回収手段の内訳（件数、2007年度）



(出所) 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2008年 ベンチャービジネスの回顧と展望 平成21年1月」より大和総研作成

カンダリー投資)、会社経営者への売り戻しが含まれる。2006年度までは好調な株式市況を背景に株式公開の割合が増加し、売却の割合が減少した。しかしながら、2007年度以降は株式市況の低迷を背景に、売却の割合が増加し、株式公開の割合が減少した。ベンチャーキャピタルの投資回収手段の内訳詳細が公開されている2007年度のデータを見ると、売却の半分程度が事業会社への売却(M&A)、残りの半分程度が経営者への売り戻しである。事業会社の出資・買収はベンチャ

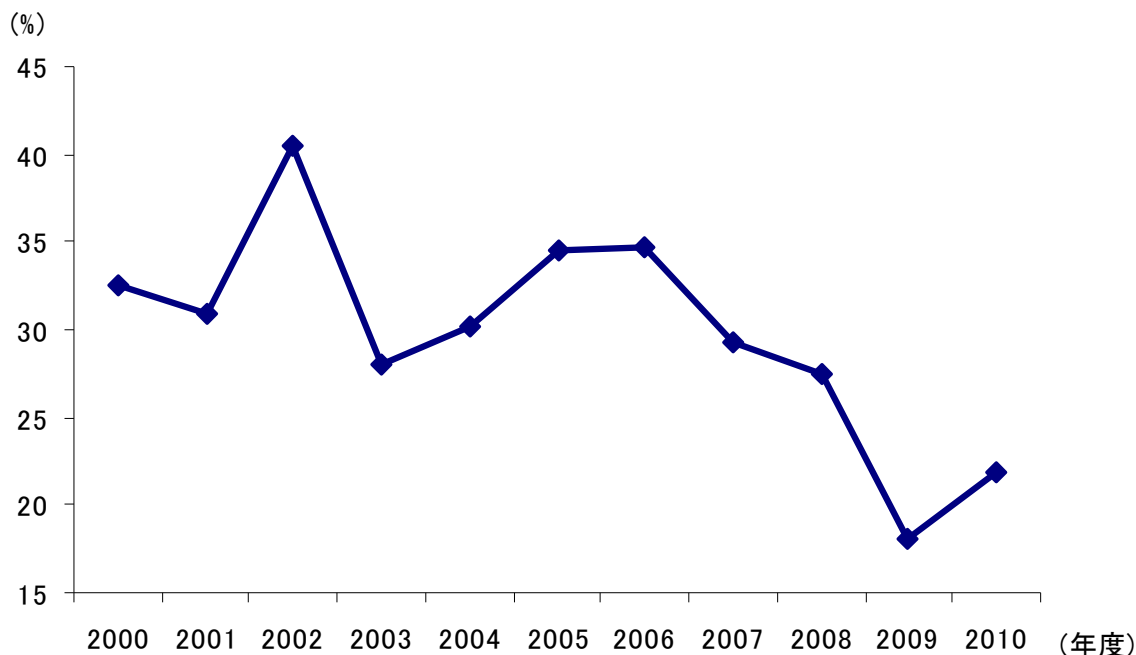
一企業の資金調達手法としての重要性を増してきていると言える。

2.7 リース

リースの用途には制限がある

リースは設備投資資金の確保に有効な手段である。工場設備導入などについてリース契約することで、将来得られるであろう利益を用いて設備費用を支払うことができる。主に、情報通信機器や自動車、工作機械などの設備投資にリースは活用される。ただし、リースは人件費などの運転資金の確保に関しては有効な資金調達手法ではない。事業化に成功し、売上が確保できるまでは自己資金などの他の資金調達手法と併用しなければならない。ただし、銀行融資の担保となる資産が限られているベンチャー企業にとっては、リースの活用は銀行の融資枠の温存に有効であると考えられる。図表 8 は資本金が 1 億円以下の中小企業が毎年の設備投資額の内、リースを活用した割合（リース比率）を示している。2006 年度以降、リース比率は 30%前後から 20%弱へと下がっているが、依然としてリースは中小企業の設備投資にあたり、重要な資金調達手法である。創業からの年数が浅いベンチャー企業にとっても同様に重要な資金調達手法であるだろう。ただし、リース比率が低下しており、今後は異なる資金調達手法も求められるだろう。

図表 8 中小企業の設備投資額に占めるリースの割合（リース比率）



(注 1) リース比率＝リース取扱高÷設備投資額

(注 2) 中小企業は資本金が 1 億円以下の企業と定義した。

(注 3) 設備投資額＝土地を除く有形固定資産増減額+ソフトウェア増減額+減価償却費+特別減価償却費

(出所) 財務省「法人企業統計調査」、社団法人リース事業協会「リース統計」より大和総研作成

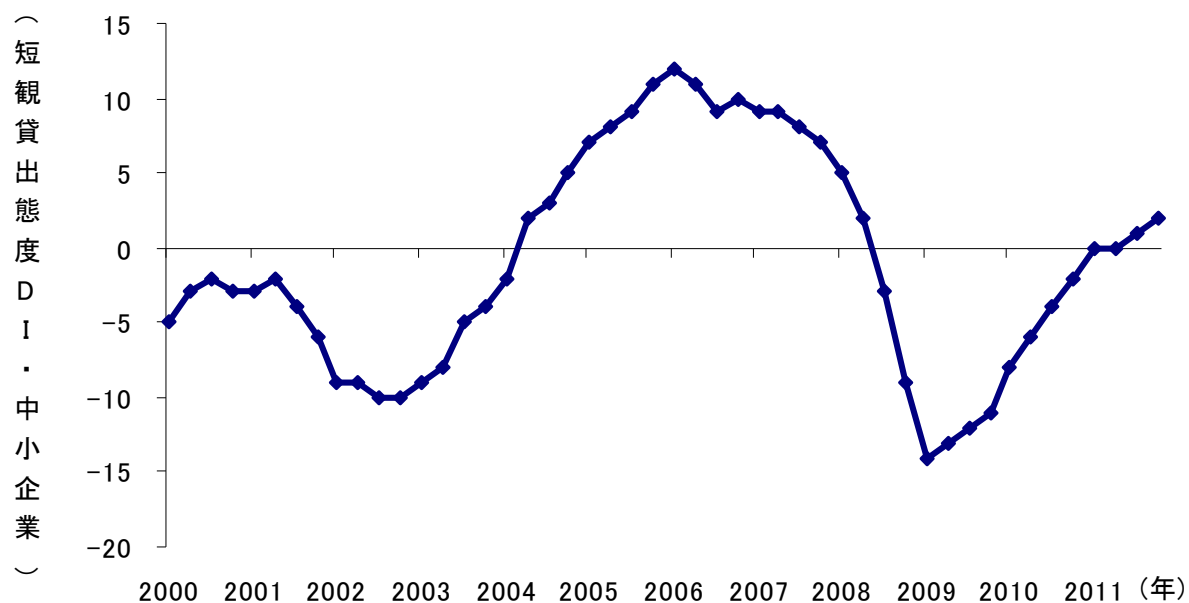
2.8 銀行融資

銀行融資は融資額に制限

銀行の融資は事業化に成功し、成長段階に入った企業にとっては一般的な資金

調達手法である。出資と比較すると、融資の場合は、経営権への関与は少なく、自由度の高い経営が可能である。これまでも起業振興のために様々な施策が実行されてきたが、融資には土地・建物等の担保や保証人を必要とする場合が多く、また担保の設定に伴い融資額には上限がある。融資の担保となる不動産保有額が少ない創業前後のベンチャー企業にとって、多額の銀行融資枠を確保することは簡単ではないだろう。また融資の実行は金融機関の貸出態度に左右される。図表9は日本銀行の短観における調査から中小企業の考える金融機関の貸出態度DIを示している。（金融機関の貸出態度が「緩い」と答えた中小企業の社数が「厳しい」と答えた社数よりも多いと正の値になる。反対に、金融機関の貸出態度が「厳しい」と答えた中小企業の社数が「緩い」と答えた社数よりも多いと負の値になる。）2002年頃から2006年頃までは金融機関の貸出態度が軟化した。しかし、2006年を境に貸出態度が厳しくなった。2009年から貸出態度は軟化に転じている。このように銀行融資は貸出態度に左右されることがあるため、ベンチャー企業が銀行融資だけに頼ることは困難であると考えられる。

図表9 金融機関の貸出態度DI（中小企業）



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

（注2）2003年12月以前は原則として常用雇用者数50人未満の企業を調査対象から除外したうえで、常用雇用者数が50～299人の企業を中小企業としている。

（注3）質問票回答企業からみた金融機関の貸出態度についての判断。最近の状況のみを調査している。回答の選択肢は「1. 緩い」、「2. さほど厳しくない」、「3. 厳しい」とし、金融機関の貸出態度についてのDI（%ポイント）は＝「1. 緩い」と回答した社数の構成比（%）－「3. 厳しい」と回答した社数の構成比（%）

（注4）四半期毎の値。

（出所）日本銀行短期経済観測調査より大和総研作成

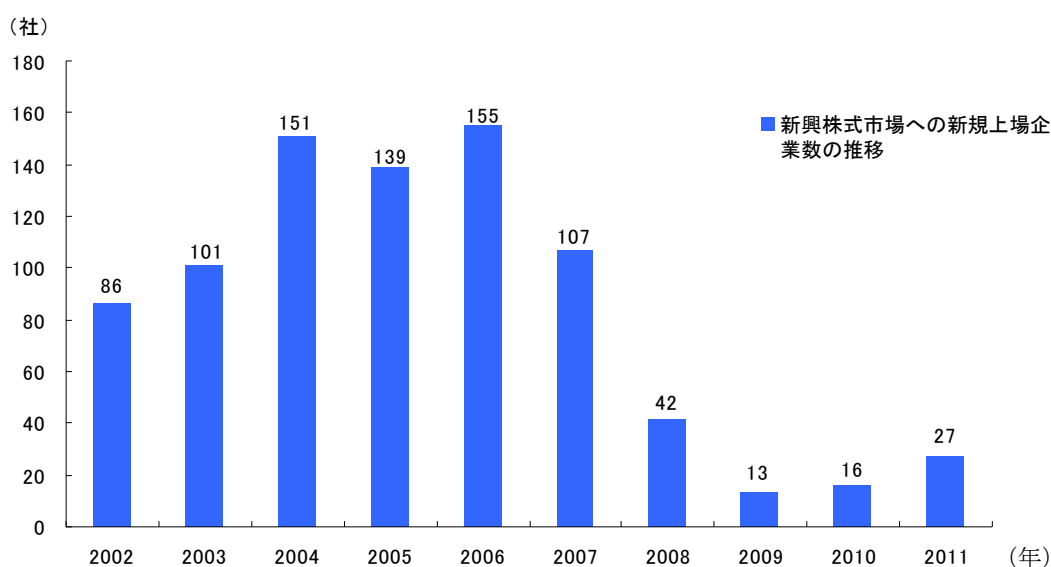
2.9 株式公開

低迷する新興株式市場

図表1のように、株式の上場はベンチャー企業の資金調達手法の中では最も調達額が大きい手段の1つである。しかしながら、国内の新興株式市場は低迷しており活性化が望まれる状況である。図表10は新興株式市場における新規上場企業

数の推移である。2007年以降同上場企業数は減少し、2011年には27社と2006年の約2割の水準で低迷している。図表11は国内のベンチャー企業が上場を希望する国・地域である。日本での上場を希望するベンチャー企業は約9割に上る。しかし、低迷が続く国内新興株式市場と、日本を除くアジアの発展を背景に、同地域での上場を考えるベンチャー企業も決して少なくはなく、約3割に上る。今後も同地域の中長期的な経済発展に伴い、同地域での上場を考えるベンチャー企業の増加が考えられる。このようなことを踏まえると、例えば日本の新興株式市場活性化のみならず、日本とその他のアジアの新興株式市場の連携なども1つの施策として考えられる。

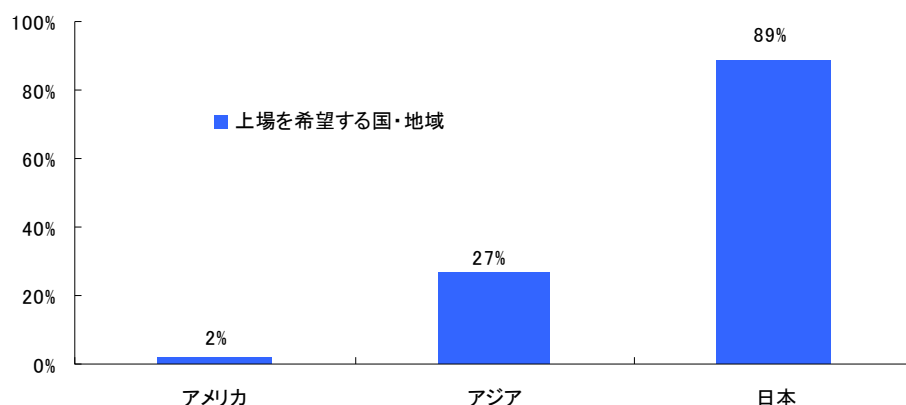
図表 10 新興株式市場への新規上場企業数の推移



(注) 新興株式市場はマザーズ、ジャスダック、NEO、ヘラクレス、セントレックス、Qボード、アンビシャス。

(出所) 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2010年ベンチャービジネスの回顧と展望(要約版)」2011年1月、各新興株式市場ウェブサイトより大和総研作成

図表 11 国内のベンチャー企業が上場を希望する国・地域



(注) 国内ベンチャー企業に対するアンケート調査、複数回答可。アジアは日本を除くアジア。

(出所) 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2010年ベンチャービジネスの回顧と展望(要約版)」2011年1月より大和総研作成

3 ベンチャーファイナンスの再構築に向けて

成長段階に応じた資金供給体制の再構築が必要

図表 1 のようにベンチャー企業の資金調達手法はその成長段階と資金調達規模に合わせて、鎖のようにつながり、上場するまでの成長を支えている。この鎖がどこかで切れると、成長段階に応じた資金調達が困難になり、ベンチャー企業は成長の計画を立てることが容易ではなくなる。成長の計画が不十分なものであれば資金の回収にも不安が生じ、金融機関や投資家にとって融資や投資の継続が難しくなる。各成長段階の資金調達手段のうち、十分に供給されていないのがあると、それはベンチャーファイナンス全体が機能しなくなる可能性を意味する。特に事業化・成長初期の段階の資金調達においては、ベンチャーキャピタルがベンチャーキャピタル投資からバイアウト投資へ移行している。他の資金調達手段によって補完できればよいが、自己資金の調達には限界がある。またエンジェル投資は普及しておらず、補助金や制度金融、銀行融資、リースは資金の使途や担保、債務保証の面で制限がある。必ずしも事業化・成長初期段階のベンチャー企業の資金需要を十分に満たしているとは言えない。

エンジェル投資等、事業化・成長初期段階の投資を促進すべき

事業化・成長初期段階のベンチャー企業への資金供給不足がベンチャーファイナンス全体の機能不全を引き起こしている可能性も考えられるだろう。事業化段階の投資を促進するにはエンジェル投資や制度金融、事業会社の出資・買収の促進を図る必要がある。

ウェブを用いた、エンジェル投資家の獲得

エンジェル投資を促進するには国内のエンジェル投資家を増加させる必要がある。社会的責任投資や消費者金融においては、ウェブ上で個人投資家を集め、資金調達に成功している事例がある。このような仕組みをベンチャー企業への投資に活用することも、エンジェル投資家の裾野を広げる 1 つの策となり得る。

低利融資を目的とする制度融資のみに頼ることは困難

制度融資は担保や信用保証を必要とする場合がある。低利の融資が制度融資の目的である以上、貸し倒れリスクを低く抑える必要がある。そのため多くの場合、担保や信用保証が必要とされる。しかしながら、多くの創業前後のベンチャー企業は資産が少なく、必要な資金規模に見合う十分な担保の用意が難しい。また創業前後で信用力がない場合には、信用保証を受けることも容易ではない。このため制度金融は他の資金調達手段と合わせて、補完的に利用することが有効であろう。

人材交流を通じて、大企業とベンチャー企業の提携や買収を促進

エンジェル投資の促進に加えて、事業会社による事業化・成長初期段階の企業への出資・買収を活性化させることも必要である。アメリカでは事業会社による買収・合併はベンチャー企業にとって、上場と並ぶ重要な資金調達手段となっている。国内の一部企業においてもオープンイノベーションの取り組みが実行されている。自社の事業に関係するベンチャー企業に出資する事例もある。今後はこのような取り組みを更に強めていく必要がある。特に情報通信などグローバルな技術革新やビジネスモデル革新の対応に迅速な対応が求められる業界では、有望な技術やビジネスモデルを持つベンチャー企業と提携、または買収することに利点がある。今後はこのようなオープンイノベーションの取り組みを推進するために大企業とベンチャー企業との間で人材の交流を活発化させる方策が考えられる。人材の交流があれば、提携や買収などの実現性が高まる。優秀な人材が不足するベンチャー企業と新しいビジネスモデルや技術に関心がある大企業、双方のニーズを満たすことができるだろう。

ベンチャーキャピタル投資の誘発

以上のような手段で事業化段階の資金調達を促進し、創業を促進することが求められる。また仮に大企業を中心とする事業会社がオープンイノベーションに基づく取り組みを今以上に推進し、ベンチャー企業との提携やその買収などが増加すれば、副次的な効果として、ベンチャーキャピタルによる事業化・成長初期段階への投資を誘発することも可能であると考ええる。事業会社によるベンチャー企業への出資・買収が増加すれば、ベンチャーキャピタルは上場に代わる投資先企業の売却手段を検討できる。売却手段つまり投資回収の手段が多様であれば、ベンチャーキャピタルは事業化・成長初期段階のベンチャー企業への投資が容易になる。仮に投資が増加すれば、事業化・成長初期段階のベンチャー企業に投資し、育成するハンズオン型の投資を担当できるベンチャーキャピタリストの養成も期待できる³。そのような人材が増えれば更なる投資の増加が期待できる。このようにベンチャー企業の資金調達が上手く機能すると良い影響が連鎖するだろう。今後のベンチャーファイナンスの活性化に期待したい。

³ ハンズオンとは、投資ファンド等が企業に投資するにあたり、実際に経営に参画することを意味する。