

研究指導 大橋良生 講師

ベンチャー企業の資金調達

佐久間香純

1. はじめに

現在の日本経済は、アメリカのサブプライム住宅ローン問題に大きな影響を被り、世界不況に伴う輸出減少や原油・原材料価格の高騰などを主因として大幅な景気後退を余儀なくされた。1990年代のアメリカの経済成長は、ベンチャー企業の創出・発展が生み出したことをふまえると、ベンチャー企業は、日本の経済発展にも大きく貢献する存在であると考えられる。

本稿では、倒産リスクが高いと言われる、ベンチャー企業の資金調達に焦点を当て、現状と課題について検証する。

2. 問題の所在

企業の使用資本には、自己資本と他人資本がある。自己資本は出資者が提供した資本であり、主な調達方法は、株式の発行によるものである。他人資本とは債権者が提供した資本であり、主な調達方法は、社債の発行や金融機関からの借り入れによるものである。

ベンチャー企業の自己資本には、エンジェルからの資金調達、ベンチャー・キャピタルからの資金調達、および新興市場での株式発行などがある。エンジェルは、ベンチャー企業を支援する個人投資家で、資金援助だけでなく、事業成長を目的としたアドバイス機能を持ち合わせている。また、自らも起業家として成功した経験を持っていることが多い。

ベンチャー・キャピタルは、ベンチャー企業に投資し、投資後の支援の成果として企業価値を高め、キャピタルゲインを得ることを主な業務としている専門投資会社である。エンジェルと異なり多くのベンチャー・

キャピタルが、経営に関与せずに、主として資金援助のみを行っている。

新興株式市場は、ベンチャー企業や中小企業の育成を目的に開設された株式市場である。従来の市場よりも上場基準を緩和することで、十分な資産や実績のない企業に対し資金調達手段を提供している。株式上場の意義は、広く一般から資金を調達することにある。大規模かつ多様な資金調達が可能となるばかりでなく、信用力や知名度の向上により企業の更なる成長が期待できる。

また、経済産業省(2008)は、「間接金融による資金調達には限界があり、投資等の直接金融によるリスクマネー調達がどれだけ可能であるかが、ベンチャー企業の初期の成長の運命を握っているといっても過言ではない」と述べている。これは、他人資本を充実させることが困難であることを示唆している。特段の資産を有しておらず担保能力に限界があることがその理由の1つである。

しかし、ベンチャー企業への投資は、リスクが高く、自己資本の充実が課題とされている。本稿では、財務諸表分析により、ベンチャー企業の資金調達の現状を検証し、課題を明らかにする。

3. 先行研究

高畑(2007)は、中小企業の資金調達の実態を検証するため、資金の借り手と貸し手の行動を分析している。分析の結果、企業は担保や資金繰りの状況に合わせて借り入れの状態が変化することが示された。また、資産が多いと借り入れの確率が上昇することは、十分な担保資産があれば金融機関から融資を受けやすくなることを反映していると述べている。

また、柴原(2004)は、新規上場企業の財務パフォ

ーマンスが新規上場時の資金調達とどのような関連性を有しているかについて、財務諸表分析を用いた分析を行っている。この研究は、上場後3年間のフリー・キャッシュ・フローの確保が好調な財務パフォーマンスと関連することを示している。フリー・キャッシュ・フローは、企業自身が投資家として自由に使える資金である点から、将来の事業投資を考えるに当たって、投資の可否、優劣を判断する尺度となる。

これらの先行研究で示されたことは、営業部門や技術部門出身者が多く、十分な資金や資産を有していないベンチャー企業の起業家は、金融機関から融資を受けるのが困難であり、自己資本の充実が必要であること、資金調達により、上場後3年間のフリー・キャッシュ・フローを確保する必要があることの2つである。しかし、既存の研究では、ベンチャー企業の自己資本は充実しているのか、または他人資本に依存しているのか、金融機関からの信用性が欠けているのかなどについて、具体的な数値が示されていない。そこで本稿では、他人資本への依存度、金融機関からの信用性の観点から、統計的分析を行い、ベンチャー企業の資金調達の現状を明らかにする。

4. 本稿の取り組み

4.1 サンプル・セレクション

日本には6つの新興市場¹がある。10年前と比べて、株式市場における資金調達環境は飛躍的に改善したといわれている(経済産業省(2008))。また、日本最大の新興市場であるジャスダック証券取引所には、卸売業、小売業、およびサービス業の大きな枠組みの業種に次いで、情報通信業が数多く上場している。情報通信業は、情報通信業そのものの成長、および各種情報通信機器・サービスの利用により資

本装備率²を上げ企業の競争力の維持向上に資することが期待されている点で、日本経済成長のための重要な産業セクターと考えられている(総務省(2008))。

そこで、一橋総合研究所(2010)で、IT・情報通信関連に位置づけられ、2008年に財務諸表を公表している日本の企業を分析の対象とする。なお、データ不足企業や異常値が検出された企業を除外している。また、連結財務諸表が公開されている企業については連結財務諸表の数値を用いている。

本稿では、新興市場と非新興市場に上場されているIT・情報通信関連企業41社を抽出した。また、新興市場に上場している企業をベンチャー企業、非新興市場に上場している企業を非ベンチャー企業と位置づけ、前者を新興グループ、後者を非新興グループとした。

4.2 分析方法

第一に、調達資金の規模を比較するために調達資本額を指標として用いる。指標は、下記の数式に基づいて計算される(以下、同様)。調達資本額は株主、社債権者、および金融機関からの調達額を示している。は、利益の蓄積額について、設立年が異なるベンチャー企業と非ベンチャー企業とで大きな差異があると考えられるため、から利益剰余金を差し引いている。規模の比較について、2つの指標を用いる。

第二に、他人資本への依存度を検証するため、他人資本比率の分析を行う。調達資本額同様、利益剰余金を含めた他人資本比率と、それを含まない他人資本比率を用いる。他人資本比率が高いほど、金融機関からの資金調達の割合が高く、他人資本に依存しているといえる。

第三に、金融機関からの信用性を検証するため、借入金利息率の分析を行う。借入金利息率が高いほど、金融機関からの借入れの際に多くの利息が

¹ セントレックス(名古屋証券取引所)、マザーズ(東京証券取引所)、アンビシャス(札幌証券取引所)、ヘラクレス(大阪証券取引所)、Qボード(福岡証券取引所)、ジャスダック証券取引所。

² 生産過程における、労働一単位に対する資本の割合(=有形固定資産/従業員数)。

かけられており、金融機関による企業の信用性が低いことを意味する。

分析手順として、算出した調達資本額の平均値、最大値、および最小値をもとに資金調達規模に関する検証を行う。次に、他人資本比率および借入金利息率を、新興グループと非新興グループについて、平均値を算出する。その平均値に、統計的に有意な差が確認されるかを、「差がない」を帰無仮説とする t 検定を行う(統計処理:エクセル統計)。

$$\text{調達資本額} = (\text{資本金} + \text{資本剰余金} + \text{利益剰余金}) + \text{社債} + \text{借入金}$$

$$\text{調達資本額} = (\text{資本金} + \text{資本剰余金}) + \text{社債} + \text{借入金}$$

$$\text{他人資本比率} = \frac{\text{借入金} + \text{社債}}{\text{調達資本額}}$$

$$\text{他人資本比率} = \frac{\text{借入金} + \text{社債}}{\text{調達資本額}}$$

$$\text{借入金利息率} = \frac{\text{支払利息}}{\text{借入金残高(期中平均)}}$$

4.3 仮説

本研究において、3つの仮説が立つ。第一の仮説は、「非新興グループの方が新興グループよりも調達資本が大きい」である。この仮説が成り立つと、ベンチャー企業は非ベンチャー企業に比べて、調達資金の規模が小さいことが確認される。第二の仮説は、「非新興グループの方が新興グループよりも他人資本比率が大きい」である。この仮説が成り立つと、先行研究同様、ベンチャー企業は金融機関からの融資が困難であることが明らかになり、他人資本に依存した資金調達を行っているとは言えないことが確認される。第三の仮説は、「新興グループの方が非新興グループよりも借入金利息率が高い」である。この仮説が成り立つと、金融機関が企業に融資をする際、安全性や倒産リスクを利率に反映させていることが明らかとなる。

5. 分析結果と含意

5.1 調達資金の規模

表1は、グループごとの調達資本額 と の平均

額、最大額、および最小額を示している。ここで全社は、各グループを合わせた41社の値である。なお、上段に調達資本額を、下段括弧内に示している。分析の結果、仮説の通り、非新興グループの方が調達資本額が大きい結果となった。これは、ベンチャー企業が非ベンチャー企業に比べて、調達資金の規模が小さいことを示している。また、調達資本額は、利益剰余金を差し引いており、設立年数を考慮した分析数値である。平均で調達資本額よりも差が小さくなったものの、ベンチャー企業の資金調達の規模が小さい結果に変化はなかった。

表1 調達資金の規模

調達資本額 () 単位:百万円			
	平均額	MAX	MIN
全社 (N = 41)	660,620 (418,662)	13,086,731 (8,423,435)	3,304 (1,408)
新興グループ (N = 14)	55,872 (61,484)	620,101 (696,509)	3,304 (3,602)
非新興グループ (N = 27)	974,193 (603,865)	13,086,731 (8,423,435)	4,709 (1,408)

5.2 他人資本への依存度

表2は、他人資本への依存度について、他人資本比率の分析結果である。各グループの欄の上段には各比率の平均値、下段括弧内には標準偏差を示している。また、グループの差の欄の上段には両グループの平均の差、下段にはt値を示している。なお、t値に付されている**は1%水準で有意であることを表わしている。ただし、サンプル数については、データ不足の企業と、100%以上になった値を異常値として除外している。

t検定の結果、他人資本比率に有意差はないが、は1%水準で有意差が確認された。は、対象の時期を設立時に近づけた場合の分析結果であるといえ、この時期のベンチャー企業は、非ベンチャー企業よりも他人資本比率が低い結果となった。2008年現在での他人資本比率に大きな差は見られないもの

の、設立当初と比較すると、他人資本の充実が困難であることが窺える。一方で、ベンチャー企業は、投資家にとってリスクが高い。他人資本比率が小さくても、調達資本額の規模が小さいことを考えると、自己資本が充実しているとは言い切れない。このことから、設立初期のベンチャー企業の資金調達が非常に困難であることが確認された。

表 2 他人資本への依存度

	他人資本比率	他人資本比率
新興グループ (N = 9)	20.19% (25.74%)	18.70% (22.29%)
非新興グループ (N = 15)	35.19% (23.35%)	52.34% (22.30%)
グループの差	15.00% (1.467)	33.64% (3.579) * *

5.3 金融機関からの信用性

表 3 は、金融機関からの信用性について、借入金利息率の分析結果を示している。なお、表の構成は、表 2 と同様である。ただし、データ不足企業を除外している。

わずかに平均 0.47%、新興グループの方が借入金利息率は高い結果となっているが、t 検定の結果は、ゼロと有意に異ならないことを示している。このことから、金融機関は、同じ情報通信業に所属する企業について、利息に反映させるほど大きな倒産リスクの差を認識していないことが示唆された。

表 3 金融機関からの信用性

	借入金利息率
新興グループ (N = 10)	1.40% (0.99%)
非新興グループ (N = 16)	0.92% (0.01%)
グループの差	0.47% (1.155)

6. まとめと今後の課題

財務諸表分析の結果、ベンチャー企業の調達資金額は相対的に小さく、資本を充実させる事が困難であること、ベンチャー企業は、設立初期の段階では金融機関からの借入れが困難であることが確認された。このことから、設立初期のベンチャー企業にとって、いかに自己資本を充実させることができるかが、最大の課題であることが明らかとなった。また、金融機関は相対的に過度な利率を課していないことが確認された。ただし、ベンチャー企業全体の資金調達について、本稿の分析はサンプルに限界があるため、他の業界を含めた広範な分析が必要である。

ベンチャー企業の創出・発展のためには、設立前や設立初期の自己資本を充実させることが重要であり、直接金融による資金調達を活発にしていく必要がある。そのために、アメリカ企業グーグルを設立当初より支えているエンジェル投資家のアンディ・ベクトルシャイム氏の成功のような、エンジェルやベンチャー・キャピタルの活動を広くアピールするなど、投資家への動機付けが必要である。

主要参考文献・URL

1. 一橋総合研究所『図解革命！業界地図最新ダイジェスト』高橋書店、2010年。
2. 松田修一『ベンチャー企業』日経文庫、2005年。
3. 柴原啓司.2004「東証マザーズ上場企業の財務パフォーマンスと資金調達」『神戸大学ワーキングペーパー』
4. 高畑雄嗣.2007「中小企業の資金調達における借り手と貸し手の行動、およびリレーションシップ」『産業経済研究』第48巻
5. 経済産業省.2008「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会」、<http://www.meti.go.jp/>
6. 総務省.2008「情報通信産業の経済動向調査分析報告書」、<http://www.soumu.go.jp/>