

近年のベンチャーブームとベンチャーファイナンスを 巡る動向についての考察

小畑庄平

はじめに

第1章 第3次ベンチャーブームについて

第1節 ベンチャー企業の定義

第2節 ベンチャーブーム

第3節 ベンチャー支援策

(1) 中小企業創造活動促進法

(2) エンジェル税制

(3) 新事業創出促進法

第2章 日本のベンチャーキャピタルの特徴と近年の変化について

第1節 ベンチャーファイナンスにおける銀行の性格と役割

第2節 日本のベンチャーキャピタルの構造

第3節 日本のベンチャーキャピタルの投資動向

第4節 日本のベンチャーキャピタルのビジネスモデル

(1) 投資方法について

(2) 投資ステージについて

(3) ハンズオンについて

(4) 投資の出口について

第5節 日本のベンチャーキャピタルのパフォーマンス

第3章 大学発ベンチャーについて

第1節 大学発ベンチャーとTLO

第2節 大学発ベンチャーのその他の動き

終章

第1節 2003年に入ってから新しい動き

第2節 感想

〈本文注〉

〈参考文献〉

はじめに

ここ数年、某放送局による「PROJECT X」という昔のビジネスを懐古する番組が大変人気となっている。その一方別の放送局では「マネーの虎」という起業家に投資資金を与えるか否か、その過程を克明に映した番組も大変人気を博している。「ベンチャービジネスは今後の日本経済を活性化させていく」というような言葉が、様々なメディアから喧伝されるようになって久しい。上の言葉の是非はさておき、「ベンチャーを作り出せ」という空気がずっと蔓延している割にはそれほどのサクセスストーリーは聞こえてこない。

一方、1991年以来今までずっと、廃業率が開業率を大きく上回っている。しかも、「ベンチャーを作り出せ」の空気にもかかわらず、ここ数年来で廃業率と開業率のギャップがさらに開いているのである¹⁾。では、ここ数年来のベンチャー騒ぎは実際にはどのようなものであったのだろうか？この論文では「ベンチャービジネス」を活性化させるために具体的にはどのような施策が打たれてき、どのような効果をあらわしてきたのか。そして、特にその大きな資金提供者である「ベンチャーファイナンス」を巡る環境がどのように移り変わってきているのかについて考察していく。

また、ベンチャーに関する論文のほとんどはアメリカとの比較をおこなったものであるが、なるべくここでは日本の中での時間軸にこだわった考察を進めていったことをはじめに記しておく。

〈この論文の記載に関する注意〉

ベンチャーキャピタルを省略してVCと表記している。

投資事業組合は基本的にファンドと表記している。

(財)ベンチャーエンタープライズセンターを略してVECと表記している。

投資と融資について：一般的なベンチャーファイナンスを指す場合は投融資をまとめて投資と表記するが、あえて融資の立場を鮮明にする場合には分けて表記している場面もある。

第1章 第3次ベンチャーブームについて

第1節ベンチャー企業の定義

現在日本には約160万もの企業があり、その多くは中小企業である²⁾。一口に中小企業といっても多くの種類があり、零細中小企業とベンチャー企業を同じ土俵で論ずるには無理が生ずる。今までに具体的なベンチャー企業に対する公的な定義はなく、曖昧に表記されることが多かったが、ここで簡単な定義をしておく。

「未上場の中小企業であり、大企業が実質的に支配していない企業」「ハードウェア・ソフトウェア両面における新しい技術を武器として、企業経営を行うことを志向する企業」「経営者が旺盛な企業家精神を持って、積極的に経営を拡大しようとする企業」「専門分野に特化した固有の技術力を持つ企業」「新製品、新技術の高い開発意欲のある企業」「創業社長のリーダーシップのある企業」「企業年齢が若く、急速な成長のある企業」

以上は1983年版、1987年版の「中小企業白書」に記載されているベンチャービジネスの特徴である³⁾。

また、早稲田大学アントレプレヌール研究会によると

ベンチャー企業とは「成長意欲の強いリーダーに率いられたリスクの恐れない若い企業で、商品の獨創性、事業の獨立性、社会性、さらに國際性を持った企業」である、と定義されている⁴⁾。

この論文では、上の2つから共通する要素を取り出し

1 獨立性、2 若さ（企業年齢）、3 高成長、4 独自の技術、5 獨創的な商品・サービス、6 企業家精神（リーダーシップ）

上記6つの要素を持つ企業を「ベンチャー企業」であるとの定義に基づいて議論を進めていく。そのため、中小企業基本法の改正など、あきらかにベンチャー企業ではない中小企業を対象にした支援策などについては考察に入れていない。しかし、具体的なベンチャー企業については、その性格上確定はできない場合も多く、この論文のなかでやむなくベンチャー企業と中小企業との区別が曖昧な場面があることをご容赦いただきたい。

第2節 ベンチャーブームについて

今回のベンチャーブームは第3次のブームといわれており、1993年来の長期的なものである⁵⁾。

第1次のベンチャーブームは1970年代前半に起こっている。背景として、列島改造論による建築、不動産関連への投資意欲の高まりと、インフレ対策のための金融引き締めの緩和がある。特色としては自動車や電機を中心とした研究開発型と、サラリーマンの獨立開業によるサービス業でのベンチャービジネスが多数輩出された。このブームは73年末の第1次石油ショックを契機とする不況の到来と共に終結した。

第2次のベンチャーブームは1980年代中旬に起こっている。背景としては1983年の店頭登録市場の公開基準の規制緩和と、1982年のベンチャーキャピタルによる投資事業組合方式の導入がある。特色としては、多数のベンチャーキャピタルが設立され、ベンチャービジネスへの資金供給が積極的に行われたことと、高度先端技術を中心とした研究開発型のベンチャービジネスが多数輩出されたことがある。このブームは1986年ごろからの円高不況の到来と共に終結した。

今回の第3次ブームはこれまでの2回のブームとは全く違う性格を持っている。背景として、日本経済史上最悪の不況期のなかで発生している。景気による自然発生的なものではなく、国や地方自治体が主導する形で行われる、いわゆる「ベンチャー支援ブーム」であることに特徴がある。ベンチャー先進国であるアメリカに倣う形で、産・官・学の各々がそれぞれの構想の下に様々なベンチャー支援策を打ち出している。

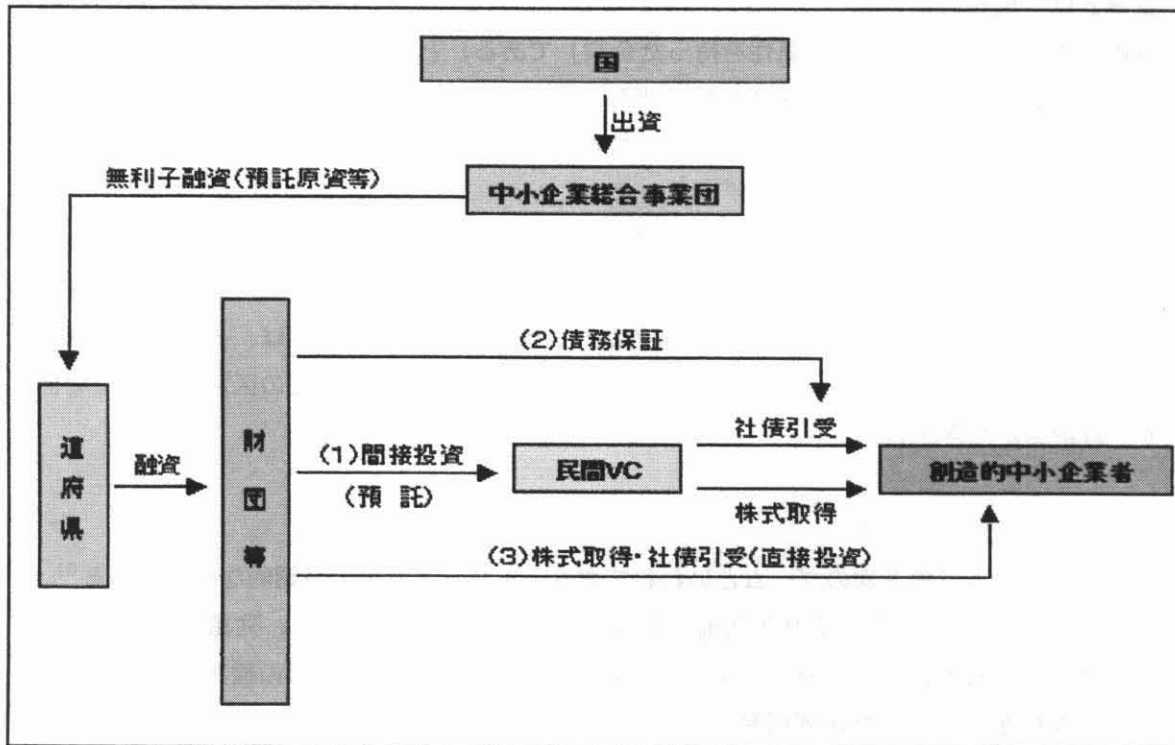
第3節 ベンチャー支援策

以下で第3次ベンチャーブームにおける主な具体的政策3つを紹介する。

（1）中小企業創造活動促進法

この法律はその後のベンチャー支援法の先駆けの法律であり、1995年7月に施行された。正式な名称は「中小企業の創造的事業活動の促進に関する措置法」であり、ベンチャー企業等の創造的事業活動を促進することを目的としている。支援の対象となるものは「中小企業創造活動促進法の認定を受けた方及び認定企業に類すると財団などに認められた方」である。都道府県の知事による認定であり、認定にあたっては基本的に当該企業の製品やサービスに新規性があるかどうか重要なポイントである。支援施策に関しては大きく、資金、技術、経営の3点があるが、そのなかでもベンチャー企業への資金供給が最も大きな柱となっている。具体的なその支援措置は、次の図にあるように中

小企業総合事業団の資金をベンチャーキャピタルが預託され、「投資」を行うというスキームである。



図①（出所；中小企業総合事業団HP <http://www.jasmec.go.jp/>）

この制度を使うことによって、これまで積極的に投資が行われておらず、資金供給が手薄であった創業3年以内などの新しい企業を対象に、直接金融によって支援していこうとする狙いがある。その特徴として、資金調達に際し担保を必要としないため、従来の金融機関からの借入と併せて利用することにより、より多くの資金を確保することが可能となる。一定の要件を満たすと、ベンチャーキャピタルが引き受ける社債について、その額の一部に対し債務保証を行うので、社債の引き受けがより円滑に行われるようになる。の2点が挙げられる。

それではこのスキームの実際の成果について見ていく。このスキームは上記の表を見てもらえればわかるように、基本的に投資資金の提供と債務保証を国で行い、民間のVCが投資を行うというものである。地方自治体からの融資をもらっての投資であるので、地銀系のVCが中心となって投資を行った。投資実績を地域別に見ると、近畿、九州、関東、四国の順であり、地方に根ざしたものだと思われる。投資が実行された企業の業種を見ていくと、製造業が約半数を占め、東京を中心にこの時期に急速に伸びているITなどのサービスは10%にとどまっている⁶⁾。これは、投資が地方中心であることの現れであると思われる。また、投資先の社歴をみていくと10年超が過半数を占め、既存の企業が新製品や新サービスを開発して投資を受けた事例が多かったことを示している⁷⁾。逆に社歴が3年以内の企業への投資は約17%に過ぎず、前述したこのスキームの狙いとは大きくかけ離れた結果となっている⁸⁾。これまでの投資の現状からみたこのスキームの問題点は主に次の2つに集約される。一つ目は、このスキームに自治体が絡んでいることの問題である。このスキームの中間に地方自治体を挟むことで、手続きや審査などに時間がかかりすぎ、申請の受付から実際の投資の決定が行われるまでに4、5ヶ月かかってしまうのである。このスキームの主な受け手であるベンチャー企業の成長にとって、スピードは生命線であり、そのような悠長な支援策は待てられないのである。また、基本的に自治体などの役人はリスクや倒産といったものを嫌う性格にあり、ハイリスクハイリタ

ーンであるこのスキームに適さない。実際、破綻の事例が重なり、それを議会から問題視され投資へのハードルを高くしたということもあったそうである。次の問題は投資の際についてである。このスキームには債務保証が1部なされているため、これを使用することでリスクの軽減化がはかれる。そのため、VCがこのスキームで得た資金を1番リスクの高い投資案件にまわしてしまうのではないかと、いわゆるモラルハザードの問題がある。また、このスキームのために出来たVCは、審査能力が十分でないため安易な投資をしてしまうのではないかとという問題もある。

すでに多くの投資が実行されたが、新規株式公開した企業は4社にとどまっている⁹⁾。投資から公開までは普通5年程度の期間を要し、そろそろ結果が出始めてくるころであろうが、この数字は寂しいものである。この法律は10年の時限立法であり、投資数もほとんどなくなってきているので、これから検証がはかれるであろう¹⁰⁾。

この中小企業創造活動促進法に認定された企業数は500にのぼり、また投資実績については200億円を超えている¹¹⁾。この数字をどう評価するのは難しく、中小企業全体を見た指標である開業率や株式公開数などから判断すると、新規企業の創造が活発になったとはいいがたい。だが、このスキームの受け皿として地銀系のベンチャーキャピタルやベンチャー財団が相次いで設立され、地方におけるベンチャー企業の発掘や育成、投資に関する環境が整えられた。また、これまで地方の経営者にとって馴染みのなかった直接金融の考え方が、ある程度浸透していった。という意味においては、間接的にはある程度の成果があったといえる。

(2) エンジェル税制

中小企業創造活動促進法の1997年度の改正に伴い、いわゆる「エンジェル税制」が創設された。ここでエンジェルと「エンジェル税制」について考察しておく。エンジェルとは中小企業総合事業団の定義によると、起業志望者や創業期の企業に対して、出資というかたちで資本参加することによって資金面で支援すると共に、資金面以外にも企業の成長のために多様な支援を行う人、のことである。家族・親戚・友人や精神面での支えとなる人、投機目的で出資する人など、この辺の判別は大変難しいところであるが、経営の補助と出資の2つを行う上記のような定義が妥当だと考えられる。米国ではエンジェルの資金量がVCの4、5倍あると言われているが、日本でエンジェルはあまり見受けられない¹²⁾。累進課税などによる、日本人の高所得層の問題も大いにあるが、税制の問題も重要課題であり、ここではそれを取り上げていく。

エンジェル税制についてであるが、米国のように個人投資家に対する税制措置を緩和することで、エンジェルによるベンチャー投資が活発化してくれることを狙いに行っている。制度概要について簡単に言うと、創業5年以内で研究開発比率が高い特定のベンチャー企業への投資で企業精算を含むキャピタルロスが生じた場合、有価証券譲渡益から相殺でき、しかも最大限3年間繰越できる。特定ベンチャー企業に対し、2000年4月から2005年3月末までに投資し、公開前3年超保有で公開後1年以内に売却した場合は課税対象譲渡益が4分の1に圧縮される、ということが2000年からこの法律に追加された¹³⁾。つまりはベンチャー企業への投資で一定の利益や損益が出た場合、それに対しての税金を軽減するというスキームである。このエンジェル税制に関して、これまで交付を受けたベンチャー企業数は15社であり、実効性に関して確かめられていないのが実状である¹⁴⁾。理由としては次の3つが考えられる。エンジェルは名前を公表すると、多数の起業家から投資以来が殺到してしまうという理由からその公表を嫌う。そのため情報の非対称性から、ベンチャー企業とエンジェルとがうまくマッチングしていない。次に、この制度自体が、適用の要件が投資対象となるベンチ

チャー企業、エンジェル共に対して非常に厳しいと言われている。特に、新時代のニーズに沿った研究テーマであるか、そのテーマに関連した市場開拓をしているかなど、研究開発費やマーケティング費に関するチェックが厳しいと言われている。さらに、この制度を適用するときの煩雑さも問題であろう。全ての書類を手当てし、手続きを行うために数ヶ月要してしまう。これでは善意でのエンジェルが減ってしまうことが容易に想像できる。今後のさらなる税制上での支援の整備が待たれるところである。

(3) 新事業創出促進法

1998年12月に制定された法律であり、これもまた創業等を促進させるための法律であるが、前述の中小企業創造活動促進法と違うところは、対象者を個人の創業か既存企業の下分社化かを問わないところであり、また新技術開発や地域における新事業創出のためのプラットフォーム作りを重要視しているところである。この法律に沿って1999年2月に創設された、中小企業技術革新制度(日本版SBIR)について簡単に説明を加えておく。

国や特殊法人が、研究開発予算の中から新事業の創出につながる新技術の開発のための補助金・委託費等(特定補助金等)を中小企業者等に対して交付し、その事業化までを一貫して支援する制度であり、特徴としては中小企業が研究開発による成果を事業化する点にも重点が置かれていて、様々な優遇策があることである。また、このモデルはアメリカでのSBIR (Small Business Innovation Research) であるが、ハーバード大学ラーナー教授の論文では、SBIRプログラムを長期的に見た場合の効果について、雇用と売上高の10年間(1985～1995年)の変化を用いて定量的な評価を試みている¹⁵⁾。結論として、SBIR企業は比較対象企業と比べ、雇用と売上高において大幅な伸びをもたらしている。日本での検証はまだ行われていないが、成果が大いに期待される制度である。

第2章 日本のベンチャーキャピタルの特徴と近年の変化について

ベンチャー企業が資金調達を行う際、主に資本金などの自己資金を用いるか、外部から資金を調達するかの2つの方法がある。外部から資金を調達する際には銀行など金融機関からなどの融資とVCからの投資とがある。ここからは外部からの資金調達、いわゆるベンチャーファイナンスに絞って考察を進めていく。

第1節 ベンチャーファイナンスにおける銀行の性格と役割について

近年ベンチャー企業の資金調達問題が挙がるに際し、銀行の融資に関する消極的な対応に対して批判的な声がよく聞こえる。戦後メインバンク制を持って、中小企業との長期的な継続的關係を構築することで安定的な資本供給をしてきた銀行であるが、ベンチャー企業の貸し出しにはやや不向きであるとも言われている。そのためか、金融ビッグバンを通じて、政府は中小企業、ベンチャー企業に対し、従来の間接金融に変わり、資金調達の手段として直接金融に関する仕組みを整備した。

開業時に民間金融機関や政府系金融機関からの借入れを行った企業はそれほど多くはない。基本的には創業者の自己資金や親戚や知人からの出資が中心となっている。だが、2次、3次の調達に関して見れば、自己資金の利用を大幅に低下させる一方で、徐々に銀行の割合が上昇してきている¹⁶⁾。ここでは銀行における融資の性格を説明すると共に、ベンチャーファイナンスにおける銀行の役割について言及していく。

銀行の貸し出しの資金は、基本的には預金者に元本を保証している預金である。また、得られるリターンは貸し出しの金利に限定される。そのため企業の倒産における損失は、仮に一律2%の利ざや（貸出金利－預金金利）とすれば、1社の倒産に対し、50社以上の融資先企業がなければプラスとならない。これはローリスクを求める銀行側に対しては酷な要求とされる。一般的にベンチャーキャピタルが選抜して選んだベンチャー企業に関しても3割の企業の倒産があるとされているからである。実際、2002年度のVECの調査によるとベンチャーファイナンスの出口形態として24.2%が倒産している。もし、それに対応して銀行側が貸出金利を引き上げるとしても、融資を受ける当該企業側からすれば負債利用に伴い、成功に対するリスクを著しく増大させてしまうことになってしまう。

また、銀行がベンチャーファイナンスを行うにあたっての最も重要な問題点として「情報の非対称性の問題」が挙げられる。融資を受ける当該企業の情報と、その当該企業の属する産業分野に関する情報の蓄積を必要とする銀行審査からすれば、情報の蓄積が不十分な開業間もない企業に対しては、著しい情報の非対称性が生ずる。ベンチャー企業は起業者の持つ独創的技術やアイデアを事業化したものであり、独創的であればあるほど開発された財やサービスへの需要は未知数であり、市場性の評価が難しい。つまり、情報の非対称性から開業時のベンチャー企業への融資に際し、銀行側はますますのリスクを背負わなければならないのである。

上記のようなリスクに対応するため、普通銀行では担保をとるのであるが、一般的にベンチャー企業は担保となる事業担保を持っていない。開業時に不動産を購入した創業者の割合は約15%程度である¹⁷⁾。そのため、開業時のきわめて高いリスクを持つベンチャー企業への銀行からの融資は、その性格上きわめて困難であると言える。

以上を踏まえると、開業時のベンチャー企業へのファイナンスにおいて、銀行に資金供給を求めるべきではない。企業側の多様な資金需要に対応可能な資金供給システムを構築するためには、単一の供給主体にあらゆる資金需要への対応を期待するのではなく、間接金融システムと直接金融システムそれぞれの比較優位性を生かしたシステム全体としての改革の方向性を明確にすることが重要である。銀行の比較的優位性とは、長期継続的な付き合いを通じて当該企業の情報を蓄積し、適量の資金を適時かつ迅速に調達させることができるということである。そのため、ベンチャー企業がある程度軌道に乗り、リスクが相対的に薄れてきたときに、そのような強みを生かして対応していくことが、ベンチャーファイナンスにおける銀行の重要な役割である。

一方、ベンチャーファイナンスにおける間接金融の可能性についてもここで少し言及しておく。間接金融は上記のとおり原則ローリスクであるが、ベンチャー企業のハイリスク性とのギャップをどう埋めるかが問題である。方法としては2つある。1つ目は、国の機関などを使って、債務保証制度を利用することである。だが、ベンチャーファイナンスへの債務保証を行う機関は増えているものの、範囲額は限られており、リスクを分散する手段としては有効であるが、画期的な解決策とはいえない。2つ目はハイリスクをローリスクにすること。つまり、ベンチャー企業に対する評価や査定の正確性を上げることで投資リスクを下げようとする試みである。長期的にはこちらに注力していくべきであるが、問題の解決策としてはまだまだ未熟であろう。

第2節 日本のベンチャーキャピタルの構造

前項では銀行が果たすベンチャーファイナンスの役割を述べたが、いわゆる中小企業ではなく、ここではベンチャー企業に特化して関係を持つベンチャーキャピタルについての考察を進めていく。

2002年度VECによるVCの投資動向調査によると、およそ100社程度のVCが日本における実働VCであると推測される¹⁸⁾。これは177社がアンケートの対象で、110社から回答があり、うち16社がこの1年間に投資活動を行っていないことから判断した¹⁹⁾。

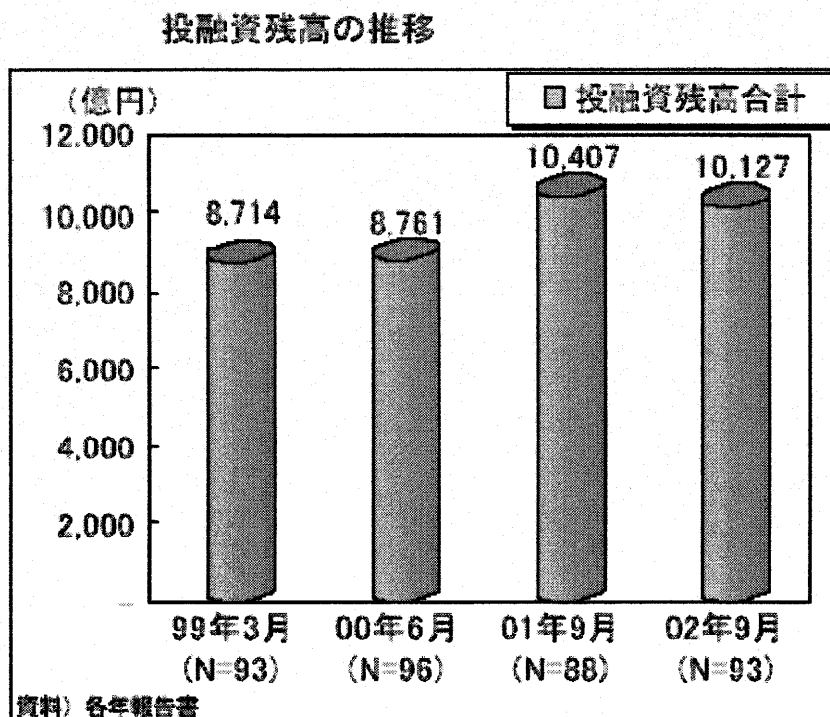
これらのVCが設立された時期は前述のベンチャーブームの期間が相対的に多い。第1次、第2次ブームの時には現在の名前で言えばJAFCOやNIFベンチャーズ、UFJキャピタル、みずほキャピタルなど、金融機関系列のVCが多く設立された。今回の第3次ブームでは、地銀系VC、商社系VC、またベンチャーパートナーズなど、成功したベンチャー企業による独立系VC、さらにはジェネラルAPなどの外資系VCが設立された。前述のVECによる調査によると、現在のVCの内わけは、概算で、金融機関系VCが6割強、事業会社系VCが2割、外資系VCが1割程度であり、個人によるVCは数社程度である²⁰⁾。また、投資分野を絞り込んだ、いわゆる業種特化型のVCも存在する。それらのVCはITやバイオなどの得意分野に絞り込み、その分野に対する専門性や事業に対する理解度を持って投資を成功させようとしている。

日本のVCに金融機関系が多いことは特徴として挙げられるが、金融機関系のVCの場合、投資の目的が純粋なリターンだけではなく、親会社と投資先企業の関係作りも目的の1部となってしまう、2重の性格の問題が生じてくる。同じく2重の性格の問題としては株式公開をしているVCも同様である。VCが組成するファンドの出資者と自社の株主との間で、2重の主が出来てしまうからである。このような2重の性格の問題は、VCの投資判断や投資方針に大きく影響を与えてしまい、VCの投資パフォーマンスを考えると重大な問題である。だが、VC最大手のJAFCOなどでは自社の生え抜きから取締役が入っているなど、金融機関系でも独立志向のVCが確かに増えてきている。まだまだ日本のVCは歴史が浅く、金融機関系VCでは比較的親会社の意向が重くなっているのが現状である。また、個人によるVCが圧倒的に少ないのも特徴である。これは所得税の累進性が高いなどの日本の所得の平均性の問題が大きく関わっており、社会制度の問題であるのでここでは触れないでおく。だが、成功したベンチャー起業家が増えていくにつれ、長期的に見て、個人におけるVC設立も増えていくだろうと予想される。

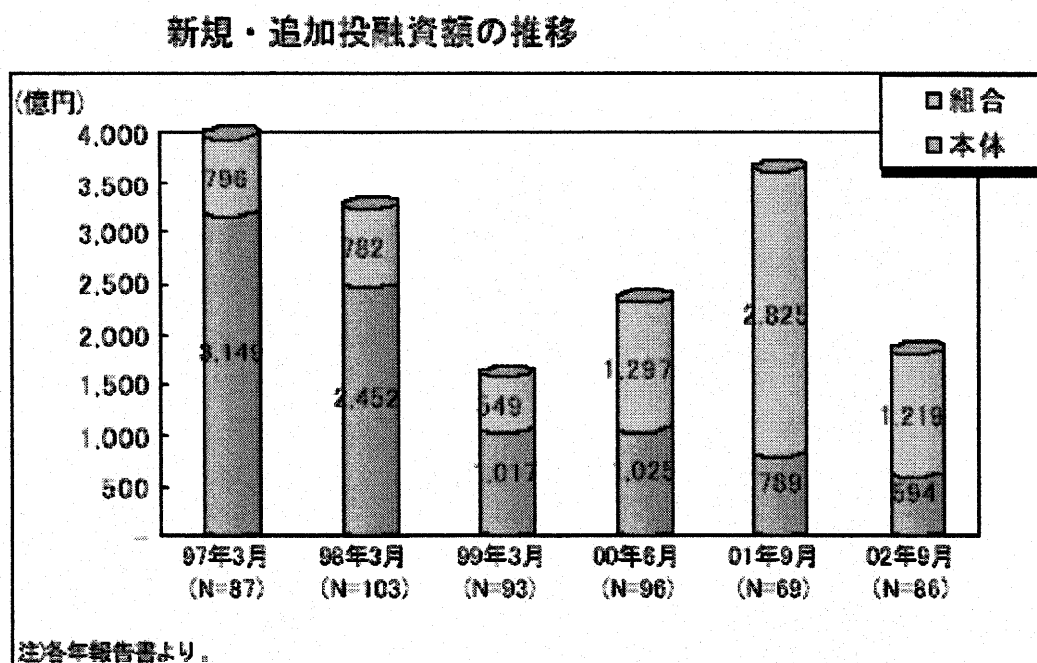
第3節 日本のベンチャーキャピタルの投資動向

はじめに全体の投融資残高額、投融資残高構成比、新規・追加投融資額の推移について図②、③、④を御覧いただきたい。

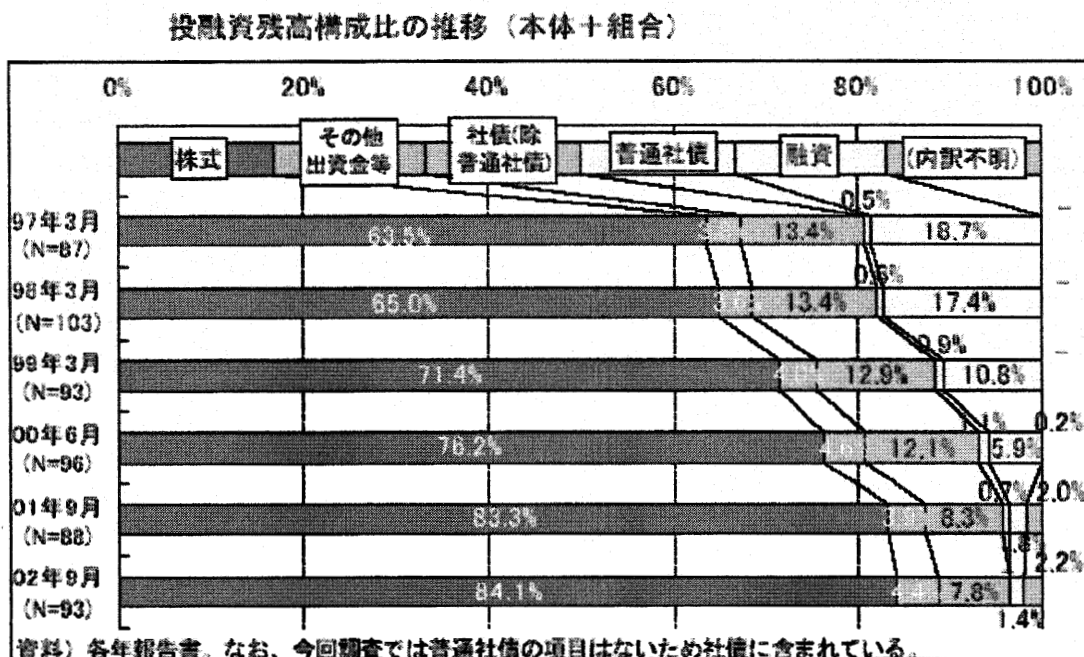
図②（出所：ベンチャーエンタープライズセンターＨＰ <http://www.vec.or.jp/>）



図③（出所：ベンチャーエンタープライズセンターＨＰ <http://www.vec.or.jp/>）



図④（出所：ベンチャーエンタープライズセンターHP <http://www.vec.or.jp/>）



新規の投融資額についてはここ数年増加傾向にあったが、株式市場が大きく落ち込み、またVCの親会社である銀行が不良債権処理に苦しんだせいも、2002年度は少し減少気味である。また、本体投資から組合投資へと大きく変わってきていることがわかる。さらに、構成に関してみていくと、圧倒的に株式への投資が増えてきている。先の「銀行」のところでも述べたとおり融資がベンチャーファイナンスに適さないということを反映して、投資を促進させる様々な商法の改正案の成果が出た数字だと思われる。今後も投資がベンチャーファイナンスにおいて主力になっていくであろう。

新規・追加の投資先としてはIT、バイオ・医療・ヘルスの分野で半数以上を占めている。IT分野も1時のITバブルの頃よりは落ち着いてきているとはいえ、いまだ40%を越すNO.1のシェアを占めている²¹⁾。また、ITビジネスといっても、ASPビジネスやEラーニングビジネスなど今後爆発的な成長を期待されるビジネスもまだまだ眠っている。ITバブルは崩壊したと言われるが、それでIT分野そのものの潜在能力は低下したわけではないだろう。今後注力したい分野についてのアンケートによれば、バイオ分野が半数を占めており、次にコンピューター関連が続いている。一方で製造業や建設業など、日本における伝統的産業分野への投資は著しく減少傾向にあり、VCがいかにも今後成長していくと思われる分野に投資を集中させてきているかがわかる。また、日本産業の大黒柱である製造業に関しては、投資するVCの立場から取り組みにくい理由がある。売り上げが上がる前に設備に対する高額の初期投資費用がかかってしまい、リスクが大きい。技術力のある製品が売れるとも限らず、また製品の販売先が対企業であることが多いため、アイデアで勝負することが難しい。このような難点が存在するため、VCから製造業への投資はやや難しいと考えられている。

VCの地区別投資先企業数を見ていくと、東京がほぼ半数近くあり、その他の国内地域が28%、海外が24%である²²⁾。明らかに東京への一極集中が見られる結果となった。その傾向はITブームが終わったあとでも続いている。東京に一極集中している理由としては大きく分けて「人と企業の集中」と「情報の集中」の2つが挙げられる。IT系やバイオ系などVCが好むベンチャー企業はほ

とんど東京に集中してきており、それに資金提供をする出資者側とVC自体も東京に集中している。すでに多くのVCが東京にあり、情報交換などの利便性のため、より一層の集中が見られる。また、VCが東京にある場合、投資先へのハンズオンなどの実行において、地方に行くことは効率が悪い。海外の投資案件などのグローバルな情報に関しては東京の方が入ってきやすい。というような事情がある。

では東京とそれ以外の地方では投資先企業がどのように違うのかを見てみる。

地方系のVCの例として、投資先企業の66%が関西であるフューチャーベンチャーキャピタル（以下FVC）（支店は東京、岩手、神奈川）を、東京に本社があるVCの例としてJAFCO（支店は北海道、中部、関西、九州）を取り出し、それぞれの投資先ベンチャー企業の業界を比較してみる。FVCの投資先業界はIT35%、機械自動車25%、他サービス22%となっている²³⁾。一方JAFCOではIT59%、バイオ8%、他サービス6%と続いていく²⁴⁾。このようにやはり東京に一極集中しているIT、バイオに関しての相対的シェアはFVCのほうが少ない。一方、FVCが製造業に多くを投資していることは特徴的である。

第4節 ベンチャーキャピタルのビジネスモデル

（1）投資方法について

VCの投資の方法はおおまかに2つある。

①本体投資（プロパー投資）②組合投資（ファンド投資）である。

①本体投資とはVCが資本金や内部留保などの自己資金や外部からの借り入れ資金を使ってベンチャー企業に投資する形態であり、一般的に銀行系VCに多いと言われている。

②組合投資とはVCがファンドを設立して、その資金で投資活動を行う方法である。契約の期間は普通10年であり、途中の解約ができないものがほとんどある。キャピタルゲインができれば随時その利益の分配がなされる。

また、あるベンチャー企業へ投資を行う際に、本体投資と組合投資を併用して行う並行投資という投資方法もある。ただし、もし並行投資を実行するときの判断基準が曖昧な場合などに、VCがキャピタルゲインを得やすい投資案件にのみ関与が強くなってしまうのではないかと、という疑いをファンド出資者が抱いてしまう恐れがある。そういった投資の際の透明性や健全性を守るため、近年では並行投資はほぼ廃止され、VCはファンドからの出資に一本化している。

1997年の調査では、本体投資が約7割、組合投資が約3割であったが、2002年度では本体投資が約4割、組合投資が約6割、と逆転してしまっている²⁵⁾。要因としては次の2つが考えられる。

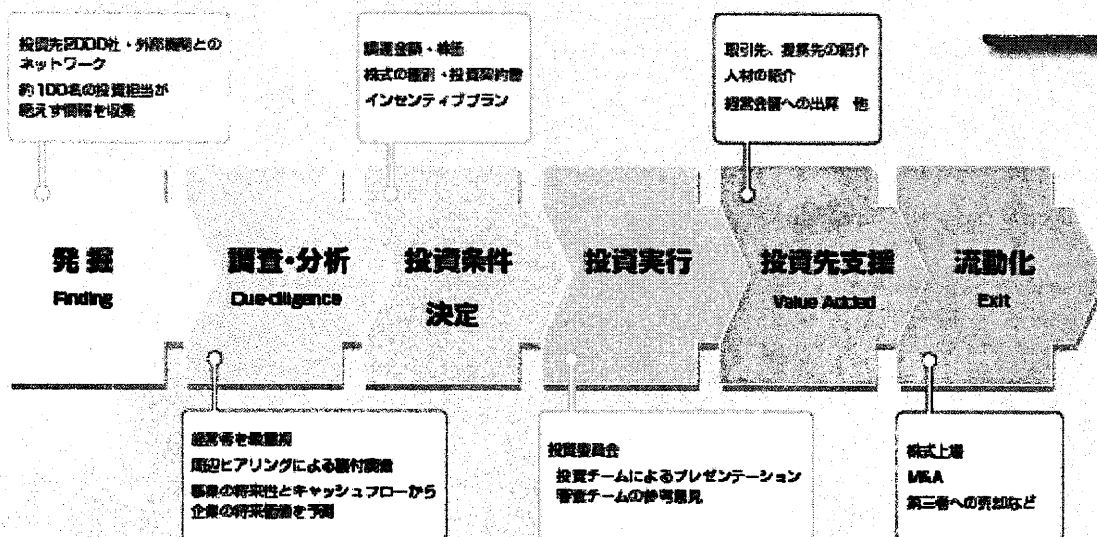
1つ目として、超低金利の時代が長期に渡って続いているため、機関投資家には有望な投資スキームに参加したいという意向が強まっていることが挙げられる。また年金や富裕者にも同様の傾向がみられる。2つ目には投資事業有限責任組合法の存在が挙げられる。これまではVC以外の出資者も資金の運用者とともに、その運用に関して無限責任を負うことになるという問題があったが、この法律に基づき組成される投資事業組合は「投資事業有限責任組合」と呼ばれ、単なる出資者の責任は有限化され、組合によるベンチャービジネスへの資金供給が円滑化された。実際、1998年以降に開始した65ファンドのうち、半数に迫る30ファンドが投資事業有限責任組合法に基づいて設立されたものである²⁶⁾。

ファンドの出資者の比率は銀行と事業法人で約5割を占めているのが特徴である²⁷⁾。しかし近年、個人年金資金もわずかながらであるが登場してきている。だが、年金運用者にとってファンドの運用

の情報は提供されていないなどの事情でまだ姿勢としては慎重なようだ。今後、ファンドの比較の基準となる情報の開示や、株式市場などの状況によっては個人年金資金のさらなる参入も考えられる。

V Cのその具体的な活動についての簡単な仕組みを以下に載せておく。

図⑤（出所：J A F C O HP <http://www.jafco.co.jp/>）



基本的には（「ファンドの設立、資金の募集」→）「投資案件の発掘」→「投資案件の審査と評価」→「投資案件の実行」（→「投資先企業の価値創出」）→「投資回収の決定と実行」という流れで行われる。

また、V Cの投資事業収益は、安い価格で投資をはじめ、それをなるべく高く、また期間はなるべく短く、高い確率で株式を公開することで、高く得られることとなる。

（2）投資ステージについて

日本のV Cでは一般的にベンチャー企業（未公開企業）をその成長段階で4つに区切り、それぞれシード、アーリーステージ、ミドルステージ、レターステージと区分してきた。

U F J キャピタルによると設立後1年未満をシード、設立後1年以上3年未満をアーリー、設立後3年以上10年未満をミドル、設立後10年以上をレターとしている²⁸⁾。J A F C Oによる区分によれば、シードは設立3ヶ月以内であり、アーリーは売上高2億円以下、且つ経常利益10百万円以下、ミドルはアーリーでもレターでもないもの。レターは経常利益150百万円以上。と区分されている²⁹⁾。

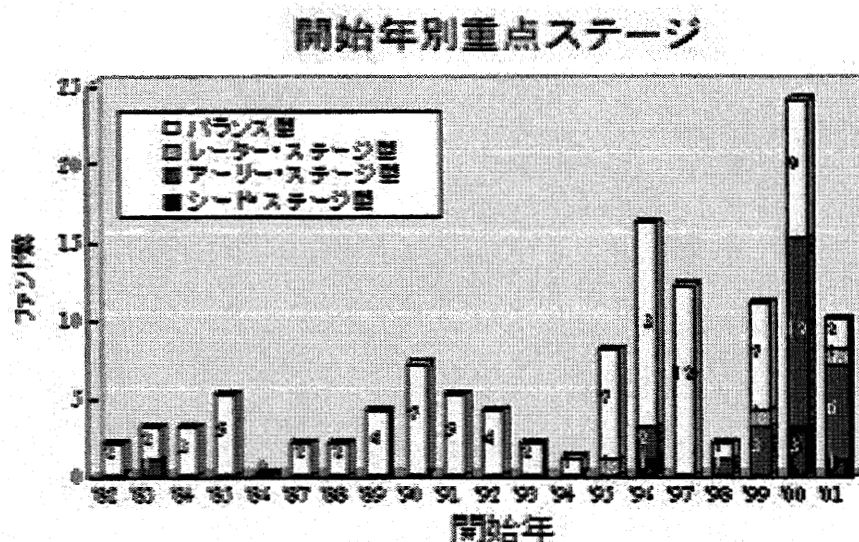
シード期では限られた資金と人材で、新しいアイデアや技術などでビジネスをスタートさせる段階であり、アーリー期ではアイデアや技術が具体的に商品化され、売り上げが順調に達成されてくる段階で、ここから営業やマーケティング、財務など経営者にマネジメント能力が必要とされてくる。ミドル期では売り上げも伸び始め利益も出てき、市場での競合との競争や、製品の改良や量産化に向けての動きが出始める段階である。レター期では事業の多角化も進展し、企業規模も大きくなり、株式公開等を控えてくる段階である。

最近までの日本のV Cの投資には上の区分におけるレターステージへの投資が多いことが特徴

とされてきた。そのため、日本のVCの役割はすでに事業基盤が整った会社の株式公開のお手伝いである、と揶揄されることもしばしばであった。何故これまでのVCはレーターステージに投資を集中させてきたのか、以下の理由が考えられる。株式公開の問題：従来の日本ではアメリカのNASDAQ市場のような、赤字でも公開できる成長のスピードを考慮に入れた市場が無かったため、アメリカでは会社設立から株式公開までの平均年齢が約5年と言われているのに対し、日本では株式公開まで普通15年程度の期間がかかってきた。そのため、VCが設立する一般的なファンドの投資期間の10年に株式公開が間に合わないため、アーリーステージでの投資があまりにハイリスクなものであった。日本における金融機関系VCの比重の高さ：性格として銀行系VCではキャピタリストが親企業からの出向スタッフ中心であるため、そこで培われてきた融資の経験に基づき、担保重視の姿勢で投資を行うため、物的担保を保有するレーターステージの投資が中心となってきた。証券系VCでも同様に、親会社が株式公開時に主幹事業を引き受けできるように、すでに有望であるレーターステージを中心に投資を行ってきた。ベンチャーキャピタリストの目利きの問題：日本のVCは歴史が比較的新しく、また親会社からの出向社員が多くベンチャーキャピタリストとなってきたため、アーリーステージでの独創的な技術やその市場性を見る目利きの意味で経験不足であった。融資の性格の問題：1995年まではVCにおけるベンチャーファイナンスにおいては投資額よりも融資額のほうが大きかった。そのため、前述の「銀行」のくだりで述べたように、本来ハイリスクを嫌う性格の融資のスキームはアーリーステージを好まなかった³⁰⁾。

だが近年のVCの特徴として、投資先ステージの多様化、特にアーリーステージへの投資の増加が見られている。次のグラフを御覧いただきたい。

図⑥（出所：ベンチャーエンタープライズセンターHP <http://www.vec.or.jp/>）



注) 2001年は1～9月の実績値。
 サンプルファンド数123ファンド
 バランス型のうち3ファンド ('84, '85, '00の各1ファンド)、
 レーター型のうち1ファンド ('99) が、LBO特化型

あきらかに2000年以降でアーリー期への投資が増えてきていることを示している。また、VCの新規・追加投資先企業の設立年数別構成比を見ていくと、2000年以降、目立って設立後5年末

満の企業への投資が増えている。2002年度のVECによる新規投資先企業の設立年数調査によると、新規投資先企業における設立5年未満の企業の割合は54%であり、ファンドからの投資に及んでは67%が設立5年未満である³¹⁾。では最近、そういった早い段階での投資がどうして増えてきているのだろうか、以下の理由が考えられる。ITブーム：相対的に見てIT関連の社歴は若い企業であり、成長性といった点から見ても高い企業が多い。また技術などが革新的である場合、莫大な市場規模をもたらす可能性、金の卵を生み出しやすいビジネスである。事業会社系VC：第3次ベンチャーブームを契機に立てられたいくらかの商社等の事業会社系VCは、投資対象として特定業種に絞った上で、その業種の比較的早い段階から投資する傾向が強い。新規株式市場の整備：1999年に2つの新規市場が開設された。大阪証券取引所とソフトバンク、NASDが共同で「ナスダックジャパン（現ヘラクレス）」を創設、東京証券取引所が「マザーズ」を創設したのである。後に詳述するが、これらは赤字決算であっても上場が許されるもので、VCにとっての最も一般的な投資回収手段である株式公開までの年数を引き下げる上で高い効果を発揮している。

このような投資ステージのアーリー化はベンチャー企業側からすれば、事業経営が不安定な時期での資金とノウハウの提供をもたらし、成功への確率が高まるというメリットがある。また、VCの性格は、本来投資家としての性格と、ベンチャーを育てていく起業家としての性格を併せ持ったものであるので、投資ステージのアーリー化は自然なことだといえよう。しかし、投資ステージが急にアーリー化に向かうことで、VCにとって急激にリスクは高まるため、最近の株式市場の見通しなどを考えるとやや心配される側面もある。

（3）ハンズオンについて

VCの投資の手法としては一般的にハンズオン型とハンズオフ型が存在する。ハンズオン型投資とは、VCが投資先の企業の経営に積極的に関与し、様々な企業価値を創出していくものであり、それらを行うため社外取締役役に就任するなどの措置がとられる。実際のハンズオンでの経営支援の具体策としては、ビジネスプランの作成支援や取引先の紹介、営業やマーケティング面での支援などからアライアンスやコーポレートガバナンス、資本政策についての助言などがある。ハンズオフ型投資とはハンズオン型ではない投資手法であり、基本的には投資先の企業の経営には関与しないものである。また、投資の際の工夫として、有望なベンチャー企業に分散して投資し、ポートフォリオのバランスを取るなどする投資スタイルや、逆に1つの分野に集中してリスクテイクする方法などがある。さらなる方法として、ある投資でリスクを分散させるために1社だけでなく複数のVCで投資を行う際、このうち最も投資金額が多いVCがリードインベスターとして、各VC間の意見調整やVCとして投資先企業にハンズオンし、業績チェックや経営のアドバイスをを行う、という方法もある。

近年の日本では投資ステージのアーリー化に伴い、なるべくそのリスクを減らすべく、投資手法はハンズオフ型からハンズオン型への移行がみられる。2002年度のVECによる調査によると、VCの支援策の内容は、資金調達と資本政策についての割合が最も高く、それぞれ88%、80%となっている³²⁾。だが、支援策において、販売や事業計画、人材においても、それぞれ76%、47%、43%と、高い数字を残しており、ハンズオン型への移行が進んでいることを実証している³³⁾。それ自体はVCの投資パフォーマンスを高めるという意味でも、投資先のベンチャー企業側からしても望ましいものであるが、いくらかの問題点が付随してくる。日本のハンズオンのレベルの問題：実際にVCが投資先企業の経営にコミットして企業価値を高めようとしたところで、適切な支援や助言が行われなければそれらは全て逆効果となってしまう。アメリカのベンチャーキャピタリストには実際

に自分がベンチャーを興した者や金融知識や業界知識の専門家が多く、経験も充分である。一方日本のベンチャーキャピタリストは、ベンチャー経営に関してはまだ経験不足の感は否めない。ハンズオンの手法面での問題：VCの経営へのコミットは基本、投資先企業の株式を取得することにはじまる。さらに、多くの株式を保有することによってはじめて、VCが投資先企業の経営へ大きくコミットすることが可能となるのである。2000年度版の株式店頭公開白書によれば、多くの割合で新規上場企業に対し、VCは株式を取得している³⁴⁾。だが、保有比率という面で見れば極めて小さいのが現状である。VCの投資先企業に対する保有率は平均的に5%以下であり、このような小口の介入ではハンズオンに関して極めて限定的ものとなってしまう³⁵⁾。実際、投資先企業に常勤の役員を派遣している割合もまだ5%に過ぎない³⁶⁾。この理由として、中小のVCの新規参入や投資業種の分散などが大きな原因だと考えられる。しかしVCの慎重な投資態度という要因も見逃せない。これからVCのハンズオンに対する、質的かつ量的なさらなる向上が望まれる。

(4) VC投資の出口について

ベンチャーファイナンスにおいてVCはベンチャー企業に投資した株式などをずっと抱えているわけではなく、基本的には何らかの形でそれを回収する。出口形態は株式公開が31.1%、投資先企業への売り戻し等が30.1%、倒産が24.2%、M&A等による売却が14.6%となっている³⁷⁾。ここでは、最も基本的な回収方法である株式公開について考察した後で、M&Aなど他の回収方法の可能性にも言及していく。

日本における新規公開市場の現状について

先にも述べたが1999年にベンチャー企業にとって大きなチャンスとも取れる2つの市場が開設された。大阪証券取引所とソフトバンク、NASDが共同で「ナスダックジャパン（現ヘラクレス）」を創設、東京証券取引所が「マザーズ」を創設したのである。（その一方で2000年には新潟、広島、島根の証券取引所が閉鎖、2001年には京都証券取引所が閉鎖された。また、名古屋証券取引所にセントレックス、札幌証券取引所にアンビシャス、福岡証券取引所にはQ-BOARDというベンチャー企業向けの市場が設立されている。このように現在は各証券所が各々の魅力をアピールしないと生き残ってはいけな競争社会に突入した）マザーズ、ヘラクレスに加え今までの新規公開を独占してきたJASDAQを加えて、ベンチャーファイナンスにおける証券市場の変化について考察を進めていく。

はじめにマザーズ、ヘラクレス、JASDAQ、この3社の上場基準について見ていきたい。前掲の参考資料をご覧ください。まず目に付くのが利益基準についてである。マザーズにおいては利益基準は無く、赤字決算でも株式公開が許されている。ヘラクレスにおいても、スタンダード第1号を除いては、JASDAQにおいても店頭第2基準においては、利益基準が設けられていない。東証市場第2部では（i）2年前1億円以上、直前期4億円以上（ii）3年前1億円以上、直前期4億円以上かつ3年間の合計が6億円以上、のどちらかを満たさなければならないのに対して対照的である。非常に緩やかな制約であるが、これも急成長を遂げる潜在能力のあるベンチャー企業を早期公開にもってくるには不可欠な要素である。

ベンチャー企業の株式数は大企業と比較すると相対的に少なく、公開にあたり値がつかなかったり、投資家によるマネーゲームにより企業の正当な評価とはかけ離れた価格の乱高下があったりする恐れがある。このような株式の流動性に対してはどのような基準を設けているのかを見ていく。マザ

ーズにおいては上場時に1000単位以上の公募、上場時の公募により300人以上の株主を作ることと設けている。ヘラクレスではスタンダード基準において浮動株数が1100単位以上、グロース基準において1000単位以上、また株主数は前者基準で400人以上、後者基準で300人以上を求めている。JASDAQにおいては公開株式数が500単位以上、株主数が1万単元未満300人以上、2万単元未満が400人以上、2万単元以上が500人以上、となっている。一方、企業情報の開示関連について、既存の証券市場については上場基準のところでの記述はないが、基本的に証券取引法に基づいて年2回の業績情報の開示が求められている。マザーズ、ヘラクレス、JASDAQ店頭第2基準ではこれに加え、4半期ごとの業績開示が基準となっている。また、マザーズでは上場後3年間は投資者向けの会社説明会を年2回以上開催することが求められている。比較的緩やかな上場基準であるこの3市場に対し、ディスクロージャー面で強化を図っているものと思われる。

上記の流動性について、これらの新規市場では心配されるところであるが、その向上の追い風となる法律が2001年の商法改正によってもたらされている。額面株式制度の廃止である。これにより、会社設立時の株式5万円という規制や、株式分割時の1株当たり純資産5万円という規制が廃止された。また、証券取引所において義務付けられていた単位株制度は廃止され、単元株制度が用いられるようになった。この制度によって1単元の株数が自由に設定できるようになった。今回の改正において株数を自由に設定できるようになり、公開時の株価を望ましい水準まで引き下げて公開することも可能となった。また、公開後の資本政策に関してもかなりの柔軟性がもたらされることになり、株式流動性の追い風と期待されている。

JASDAQ市場の上場基準

	店頭第1号基準	店頭第2号基準(1)	店頭第2号基準(2)
対象企業		「主たる事業歴が10年以下」 又は「事業の企業化に要する費用が売り上げに対して3%以上」	事業の今後の発展に寄与する特徴を有し、当該特徴及び以下の事項を総合的に勘案して第1号基準が求める企業価値と同程度の水準が見込まれること
株式の分布状況 公開株式数	公開株式数500単元以上 ただし、登録日における浮動株比率30%以上が見込まれる場合は、公募増資又は売出しは任意(株主数基準に適合していることが前提)		
株主数	登録株式数が 1万単元未満 300人以上 2万単元未満 400人以上 2万単元以上 500人以上		
公開時時価総額	－	登録時5億円以上	第1号基準に掲げる利益の額、若しくは純資産の額に係る事項を満たすこと又は時価総額が10億円以上であること
利益の額	連結、単体とも当期純利益の額が正であること(会計基準の新設、変更等により発生した費用又は損失を加えることができる。)	－	
株主資本の額	連結・単体共に2億円以上	－	－
財務諸表等 (公認会計士の監査意見)	直前2事業年度の監査証明 直前期「適正」		
開示関係		四半期における事業の進捗状況の開示	
その他	上場されていないこと、株式事務代行機関の設置、株券の様式の適合、株式の譲渡制限を行っていないこと等		

東証マザーズ・大証ヘラクレスの上場基準

	東証Mothers	大証ヘラクレス			
		スタンダード			グロース
		第1号	第2号	第3号	
株式の分布状況	上場時1,000単位以上の公募、又は、公募及び売出し（500単位以上の公募を含むものに限る）	浮動株数が1,100単位以上			浮動株数が1,000単位以上
		浮動株時価総額が8億円以上	浮動株時価総額が18億円以上	浮動株時価総額が20億円以上	浮動株時価総額が5億円以上
公開株式数	-	500単位に相当する株式数以上の公募又は売出しを行う			
株主数	上場時の「公募」又は「公募及び売出し」により、新たに300人以上の株主を作ること	400人以上			300人以上
設立後経過年数	-	-	2年	-	1年以上又は時価総額50億円以上
公開時時価総額	10億円以上	-	-	時価総額75億円以上又は総資産、	
利益の額	-	1億円	-	総収入共に75億円以上	純資産4億円以上又は時価総額50億円以上又は税引前利益7500万円以上
株主資本の額	-	6億円	18億円		
売上高	上場対象となった事業について、売上高が計上されていること	-	-	-	-
財務諸表等（公認会計士の監査意見）	「上場申請のための有価証券報告書」に添付される監査意見が「適正」であること（2期分）財務諸表等に虚偽記載がないこと（2期分）	2事業年度の監査証明 最近2事業年度「適正」			
開示関係	第1四半期及び第3四半期の業績概況開示の義務付け、上場後3年間は投資者向け会社説明会を年2回以上開催する	第1四半期及び第3四半期の業績概況開示の義務付け			
その他	株式事務代行機関の設置、株券の様式、株式の譲渡制限なしなど	株式事務代行機関の設置、株券の様式、株式の譲渡制限なしなど			

はじめにマザーズ、ヘラクレス、JASDAQ、この3社の上場基準について見ていきたい。前掲の参考資料をご覧ください。まず目に付くのが利益基準についてである。マザーズにおいては利益基準は無く、赤字決算でも株式公開が許されている。ヘラクレスにおいても、スタンダード第1号を除いては、JASDAQにおいても店頭第2基準においては、利益基準が設けられていない。東証市場第2部では(i) 2年前1億円以上、直前期4億円以上(ii) 3年前1億円以上、直前期4億円以上かつ3年間の合計が6億円以上、のどちらかを満たさなければならないのに対して対照的である。非常に緩やかな制約であるが、これも急成長を遂げる潜在能力のあるベンチャー企業を早期公開にもってくるには不可欠な要素である。

ベンチャー企業の株式数は大企業と比較すると相対的に少なく、公開にあたり値がつかなかったり、投資家によるマネーゲームにより企業の正当な評価とはかけ離れた価格の乱高下があったりする恐れがある。このような株式の流動性に対してはどのような基準を設けているのかを見ていく。マザーズにおいては上場時に1000単位以上の公募、上場時の公募により300人以上の株主を作ることとを設けている。ヘラクレスではスタンダード基準において浮動株数が1100単位以上、グロース基準において1000単位以上、また株主数は前者基準で400人以上、後者基準で300人以上を求めている。JASDAQにおいては公開株式数が500単位以上、株主数が1万単元未満300人以上、2万単元未満が400人以上、2万単元以上が500人以上、となっている。一方、企業情報の開示関連について、既存の証券市場については上場基準のところでの記述はないが、基本的に証券取引法に基づいて年2回の業績情報の開示が求められている。マザーズ、ヘラクレス、JASDAQ店頭第2基準ではこれに加え、4半期ごとの業績開示が基準となっている。また、マザーズでは上場後3年間は投資者向けの会社説明会を年2回以上開催することが求められている。比較的緩やかな上場基準であるこの3市場に対し、ディスクロージャー面で強化を図っているものと思われる。

上記の流動性について、これらの新規市場では心配されるところであるが、その向上の追い風となる法律が2001年の商法改正によってもたらされている。額面株式制度の廃止である。これにより、会社設立時の株式5万円という規制や、株式分割時の1株当たり純資産5万円という規制が廃止された。また、証券取引所において義務付けられていた単位株制度は廃止され、単元株制度が用いられるようになった。この制度によって1単元の株数が自由に設定できるようになった。今回の改正において株数を自由に設定できるようになり、公開時の株価を望ましい水準まで引き下げて公開することも可能となった。また、公開後の資本政策に関してもかなりの柔軟性がもたらされることになり、株式流動性の追い風と期待されている。

ではここからは上記の新規市場を踏まえ近年の新規公開企業の動向を見ていく。最近3年間の新規上場企業数の推移を見ていくと、2000年度の203社から2002年度の124社に減少しているが、これは単純に現在の株式市場における株価の下落が第1の要因となっていると考えられるので、ここでは詳しく述べない³⁸⁾。それよりも注目すべきは新規上場企業数においてマザーズ、ヘラクレス、JASDAQの3市場が占める割合であり、ここ3年でそれぞれ77%、87%、81%ときわめて高い数字を残している³⁹⁾。ここから判断すると、新しい2市場は急成長を遂げたベンチャー企業の受け皿として機能してきたことが見受けられる。それを反映してか、新規公開企業の売上高や経常利益などの平均値が年々下がってきている。また、この上記3市場における公開所要年数も年々早まってきていることが特徴として挙げられる。特に2002年度ではマザーズとヘラクレスにおいて、平均公開所要年数が10年を切り、一般的なファンドの契約期間よりも短い数字となっている。

公開企業の業種を見ると、やはりマザーズやヘラクレスではIT関連と思われるサービス業が圧

倒的に多いことが見受けられる。それに比べ、歴史を反映してか、JASDAQにおいては製造業なども比較的多く、多様な業界の企業が公開していることが特徴となっている。

では、最近のこれらのベンチャー企業向け新規公開市場の問題点について考察していく。まず始めに問題点として考えられるのが、ヘラクレスに関する問題である。ヘラクレスはもとはナスダックジャパンであったのだが、2001年末で数十億円もの累積損失を抱え、大阪証券取引所はナスダックと契約解消となったのである。その市場運営上の不安定さを考慮されてか、2003年上半期の新規公開社数は昨年のそれに比べ4分の1である。一方のマザーズは2003年上半期において新規公開社数を大幅に増やしている。この背景にはヘラクレスの不調も大きく左右されているが、マザーズにある独自の強みも見逃せない。2003年の3月にはカルチュアコンビニエンスクラブという、ビデオレンタルやCD・書籍販売をフランチャイズ展開しているベンチャー企業が東証2部を経ることなく、東証1部へと上場を果たした。このように東証マザーズにおいては将来的に東証1部上場を狙っている企業にとっては非常にステップアップを狙いやすいという強みがある。日本経済新聞社が2003年8、9月に行った非上場ベンチャー企業の経営調査でも、マザーズへの関心が非常に高くなってきていることを示している⁴⁰⁾。ヘラクレスも早めに独自の強みを打ち出していかなければ、取り残されてしまう恐れがある。

次の問題点は、新規公開におけるアンダーライターの専門性・多様性である。いくら公開基準が緩やかなものであったとしても、ただ単に形式的に基準が緩くなっただけでは、いたずらに市場の混乱を招くだけである。きちんと、リスクはあれども成長性の高い優秀なベンチャー企業の輩出を行うための、本当の意味での緩やかな基準とするには、その新規公開の引受業務を行うアンダーライターの果たす役割が重要となってくる。一方、日本の新規公開市場における引受業務に目をやると、野村證券、日興コーディアル証券、大和証券がほとんどの割合を占めている。また、主幹事を担当した証券会社も例年全部で10社あるかないか程度である⁴¹⁾。アメリカでは例年80社近くの証券会社が新規公開を担当しており、その裾野の違いは明確である⁴²⁾。日本ではまだ、新規公開に伴う株式の小口発行を望むベンチャー企業にも対応できる証券会社があり存在していない。一方、新規市場の創出により公開企業の増加を望むのであれば、現存の証券会社のみで質の面で幅広く対応できるのかは疑問である。今後、発行市場において専門性をもった証券会社の参入が望まれる。

M&A（売却）について

VC投資の出口としてM&A（売却）が注目されてきたのはここ最近である。VEC2001年度調査における投資出口先状況において、この1年間で5%から17%までに増やすなど、近年その数を急激に伸ばしてきている⁴³⁾。M&Aとは企業の合併、買収のことであるが、広義に解釈すると企業の提携も含まれる。アメリカではこの自社の高株価政策などM&A戦略をうまく使うことで、短期間で急速に成長させる企業が多い。最近の日本でも、ある程度成功しているベンチャー企業がリストラを進める大企業の事業部門を買ったり、未上場の株式を買う場合も現われている。インターネット上でのサービス会社である「楽天株式会社」がいい例である。昨年には同じポータル事業を営むライコスジャパンを買収し、また今年11月にもDLJ証券を買収する報道が流れるなど、積極的に買収戦略を行っている。またM&Aを補助する株式交換制度という法律が1999年に導入されている。2つの方法があり、1つ目は買収の際、子会社になる株主が持っている全ての株式を親会社になる会社の株式と交換する方法であり、株式交換制度により親会社になる会社が子会社になる会社の株式を全て持つことになる。2つ目の方法は、親会社となる会社を新たに設立し、子会社になる株主が持つ

ている株式を親会社となる会社に全て移転し、その代わりに新設された親会社となる株式を受け取ることができる、という方法である。未公開のベンチャー企業において、単独での株式公開が見込めない場合でも、その事業内容などに魅力があれば、買収先が現れる場合も多く、M&AはVC投資の手段としても重要になってきている。

これまでのVC投資の回収手段はほぼ株式公開だけで行われてきた。VCの投資ステージがレーター中心だったこともあり、創業者の意向を強く反映せねばならなかったため、もし株式公開ができない場合はリビングデッドになる可能性が極めて高かった。リビングデッドとは投資したものの、思うような成長が遂げられず、VC投資の出口がなくなってしまった企業のことを指している。VCにとっては株式公開だけを投資の出口としてしまえば、おのずとその投資リスクは高まってしまう。それはリビングデッドだけの問題ではなく、株式市場の好不調などマクロ経済要因を直接的に受けてしまうからである。今後さらなるM&Aという出口の活用が活発になることにより、ベンチャーファイナンス全体の安定化、活性化が望まれる。また、1997年7月にスタートした制度で、日本証券協会が未公開企業の株式を売買するために開設された市場としてグリーンシート市場がある。まだ登録銘柄数は63銘柄であるが、VCの新たな出口の一環として、ベンチャー企業の資金調達場として今後が期待される⁴⁴⁾。

第5節 日本のベンチャーキャピタルのパフォーマンス

ベンチャーキャピタルファンドのパフォーマンスはその年率リターンであるIRR (Internal Rate of Return 内部収益率) と定義される。また、IRRは次の式を満たす数として表される⁴⁵⁾。

$$IRR = \left(\frac{\alpha \times P_t}{P_0} \right)^{\frac{1}{t}} - 1$$

P_0 = 投資開始時の株価 t = 公開までの期間 P_t = 公開時の株価

α = 公開確率

IRRを高めるためには、 P_0 を小さく、 P_t を大きく、 t を小さく、 α を大きくすれば良いといえる。 P_0 も P_t も共に市場によって決定される要因であるが、VCが投資先企業のアーリー期に投資し、その後事業価値を加えるハンズオンを行うことによって前者は少なく、後者は大きくなるものと思われる。

また、それに付随する形で α も増大する。 t が長くなってしまうことによる損害はただ単に平均でのパフォーマンスが減るだけではなく、株式市場などの外部要因の変動リスクを増大させてしまう恐れがある。だが t が短すぎると、レーターステージでの投資となってしまう場合もあり、 P_0 が比較的大きい数になってしまうことが考えられる。このように考えると、やはりアーリー期に投資しハンズオンを行うことが収益を上げる最重要要素であると言える。

また、IRRを決定する要素を別の視点で見れば、VC、ベンチャー企業側の要因、外部経済の要因に分解される。うちVC、ベンチャー企業側の要因は、投資審査を十分に行われたか、十分に経営支援を行われたか、適切な企業運営を行ってきたか、などが挙げられる。外部経済の要因については、こちらは株式市場の状況、GDP成長率、金利動向、物価変動性、政治安定性、などが挙げられる。これについて近年の動向と照らし合わせてみたい。店頭JASDAQ指数、日経平均共に2000年を境に減少してきている。ただし、ここ数ヶ月ではわずかながら上昇気流である。GDP実質成長率は2001年度にマイナスに割り込んだが現在はほぼ2%で推移している。消費者物価指

数は2000年以来常にマイナスで推移している。つまり、外部経済要因からは、近年のファンドのパフォーマンスにとっての好条件はほぼ皆無であったといえる。また、日本のIRRと、東証1部上場株式のパフォーマンス指標としてTOPIXの投資収益率を比較すると直近1年間ではTOPIXの方が上回っているが(1999年度までのデータである)、3年、5年、10年など長いスパンを取ってみればIRRの方が上回っており、ベンチャーキャピタルファンドは長期的な運用を志向するものに適したものであるとわかる⁴⁶⁾。さらに、日本の開始年別出資額過重平均IRRではここ10年間、TOPIX平均をほとんどの年で上回っている⁴⁷⁾。しばしばアメリカのIRRと比較されそのパフォーマンスの低さが指摘されるが、両国の株式市場のここ10年間の動向など、外部経済要因を考慮に入れると、日本のファンドのパフォーマンスも、ある程度は評価できるものではないと思われる。

第3章 大学発ベンチャーについて

2001年度VECの調査によるとこれからが期待できる投資先として、6割を超えるVCが大学発ベンチャーに興味を示している⁴⁸⁾。また大学発ベンチャーに重点投資するファンドも2001年以降急増しており、日本経済新聞社調べでは2002年度だけで資産規模が100億円を大幅に超している⁴⁹⁾。これは技術系ベンチャーが多い大学発ベンチャーに対し、ITやバイオなどを中心に投資をおこなってきたVCの資金が流れている傾向を表していると考えられる。ここからは、ベンチャーにとって、VCにとって、今後が注目される大学発ベンチャーについての考察を進めていく。

第1節 大学発ベンチャーとTLO

大学発ベンチャーの定義とその数の移り変わりについて

経済産業省によると、大学発ベンチャーとは、新たな技術やビジネス手法をもとにして設立された企業のうち次の4つを指す。

- 1 特許による技術移転型：大学等または大学等の教員が所有する特許をもとに起業
- 2 特許以外による技術移転型：大学等で達成された研究成果または習得した技術等に基づいて起業
- 3 人材移転型：大学等の教員や技術系職員、学生等がベンチャーの設立者になったり、その設立に深く関与した起業。ただし、教員等の退職や卒業等からベンチャー設立まで他の職につかなかった場合または退職や卒業等から起業までの期間が1年以内の事例に限る。
- 4 出資型：大学等やTLOがベンチャーの設立に際して出資または出資の斡旋をした場合

大学発ベンチャー企業の年度別の移り変わりを見ていくと、ここ数年での急激な増加が見て取れる。5年前の1997年には102の企業数しかなかったものが、2002年度には531社まで膨れ上がっている⁵⁰⁾。また、大学で生まれた研究成果を基に起業したベンチャーと設立5年以内に大学と共同研究を行ったベンチャーで合わせて70%を超すなど、大学発ベンチャーにおける技術の果たす役割の大きさも見てとれる⁵¹⁾。事業分野を見ていくとIT系、

バイオ・医療と今後の成長が最も期待される分野で、しかも技術での優位性が生かせるような分野に集中している。そのため大学発ベンチャー専門のファンドがVCによって作られたりもしている。以下からはそのような大学発ベンチャーの実状と詳細について考察を進めていく。

大学発ベンチャーを巡る環境

大学発ベンチャーにおいて、最もインパクトの大きかったものは1998年8月に施行された大学等技術移転促進法であろう。大学等から生じた研究成果の産業界への移転を促進し、産業技術の向上及び新規産業の創出を図るとともに大学等における研究活動の活性化を図ることを目的としており、その実行機関として技術移転機関：Technology Licensing Organization（以下ではTLOと表記する）が全国の大学に設立されることになった。

TLOでは、大学等の研究者から、特許性や市場性を評価した上で、実用化の可能性のある技術を発掘し、その研究成果を譲り受け特許化するとともに、積極的に企業への情報提供、マーケティングを行って、最適な企業へのライセンス等により技術移転を図る組織である。形態としては、学内組織や株式会社など様々な形を取っている。また、取得した特許権については、適宜、権利の再評価をすると共に、権利侵害への対処等適切な管理を行う。TLOが得た収益は、研究者だけでなく大学等に還元され、さらなる研究資金として活用される。これまでの日本の場合、大学の研究者はたとえ価値の高い発明を行ったとしても、個人で特許を取る手間と費用を嫌がり、その権利を研究と関係ある企業に無償で提供する場合が多かった。

TLOの技術移転先は大企業の場合もあるが、研究者自らが設立に関わったベンチャー企業である場合が多い。また、設立に関わっていなくてもTLOを通じた技術移転によって新製品開発に乗り出すベンチャー企業なども出てきている。経済産業省の統計によると、今まで生まれた531社の大学発ベンチャーのうち、317社が大学で生まれた研究成果をもとに起業したベンチャーである⁵²⁾。これにはこのTLOが大いに貢献していることは間違いないであろう。また、大学発ベンチャーのうち、13%がすでにTLOを利用しており、また38%が今後の利用を計画中だという⁵³⁾。ここからはTLOに関する問題点を考察していく。TLOの形態として株式会社があることは先に述べたが、株式会社としては当然株主に配当しなければならず、収益を挙げなければならない。しかし、特許移転事業というのは、先に特許申請、審査に関する費用などの支出があり、ライセンスして初めて収入となる。収入までの期間が長く、収入にならないリスクもある。特許は知的財産として資産計上するから貸借対照表上は赤字にはならないが、キャッシュ・フローでゆきづまる可能性はある。現在、TLOの多くが運営しているのは、様々な補助金のお陰である。しかし、このような補助金などの支援には自ずと時限がある。アメリカやカナダの大学TLOを調べてみるとライセンス収入もさることながら収入の第一位はキャピタルゲインである。つまり、技術移転に際して新会社を設立しその会社の株式をTLOが持つ。会社が軌道に乗ってからそれを売却するのである。これを実現するためには、TLOが会社立ち上げの機能をもっていなければならない。金銭面や人材面などの経営上の支援など、TLOと共に歩むVCが必要となってくる。また、大学発ベンチャーであることの最大の弱みについて、47%が経営の経験が無いこと、28%が資金面での不安があることを挙げている⁵⁴⁾。こういった大学発ベンチャーの弱みを見るにつけてもVCの支援に掛けられる期待の大きさがわかる。

第2節 大学発ベンチャーのその他の動き

最近では大学とVCの提携が相次いでニュースになっている。大阪大学、東京大学、慶応大学、早稲田大学、北海道大学、芝浦工業大学など、すでに有名大学が提携を実行しており注目を集めている。大学にとっては、ベンチャー企業輩出には基礎技術を産業界に還元するという社会的意義があることに加え、大学間の差別化や財政基盤拡充にもつながる。またVCにとっては、技術や人材が豊富

な大学発ベンチャー支援は、一般的なベンチャー企業支援よりも成功しやすいとの見方があることが、その背景にある。提携の形は様々であるが、ここで2003年3月に提携された、大阪大学と日本ベンチャーキャピタルの例を紹介する。内容は、大阪大学と関係を有するベンチャー企業への投資を行う「阪大イノベーションファンド」を設立したもので、第2号、第3号のファンド設立も予定されている。ファンドの規模は30億円とかなり大掛かりなもので、大阪大学の関係者で、バイオやナノテク、環境やエネルギーを扱う企業に投資するものである。今後さらに、大学が技術と人材、VCが資金、事業化戦略、経営などの側面支援、という役割分担で協力することにより、大学発ベンチャーが成功していく仕組みが充実することを期待したい。

もう1つ大学発ベンチャーへの追い風となった、国公立大学教官の兼業規制の緩和、についても少し触れておく。これまで、国公立の大学教官などの公務員は原則兼業禁止であったが、1997年4月にまず1部が緩和された。教官が民間企業に対して研究指導することが条件付きで可能になったのである。続いて2000年4月、文科系の教官は企業の監査役への就任が認められ、理系の教官はこれに加え、研究成果の事業化目的の取締役、大学の研究成果の民間活用を勧めるTLOの取締役に、以上の兼業が認められるようになった。1999年の209件から、2002年の531件に、大学発ベンチャーが2.5倍増したことから、この効果のほどが見受けられる⁵⁶⁾。

終章

第1節 2003年に入ってから新しい動き

2003年の2月から、株式会社の場合は1000万円、有限会社の場合は300万円という最低資本金規制の適用を受けない会社設立を認める、いわゆる中小企業挑戦支援法が施行された。会社設立から5年間で、最低資本金以上に増資しなければならない制約はあるが、1円で起業できるというメリットは大きい。対象制限は、創業者が事業を営んでいない個人、2ヶ月以内に開始する具体的計画を有するもの、とかなり緩いものでもあり、1円で起業できるという魅力に惹かれてか、2003年の4月から8月まで毎月コンスタントに700~800人がこの法律を利用して起業している⁵⁶⁾。

この論文では触れなかったが、日本各地にインキュベーターがオフィスや会議室などのサービスを提供する、インフラが整備されてきている。資金面での問題が創業への最も高いハードルである若年企業家にとってはありがたい話である。また、2003年5月には財団法人ベンチャーエンタープライズセンターと経済産業省で、起業家大量輩出プロジェクト「起ちあがれニッポン DREAM GATE」をスタートさせた。特徴としては、民間経営手法を取り入れ顧客志向を徹底したサポートを実施することで、起業・独立サポートを実現しようとしていることが挙げられる。コンテンツはまだ、起業に関するメールマガジンの配送や「ベンチャー・サポートウェア」と呼ばれる助成金の支給などにとどまっているが、これからの更なる活動に期待したい。

第2節 感想

この論文ではここ数年のベンチャー支援策とベンチャーファイナンスを巡る環境について考察を加えていった。支援策の成果は目に見える形では現われていないものも多いとはいえ、確かに、ここ数年で急激に環境整備がなされていることがわかった。一方、今回の支援ブームにおける最も大きな反省材料は、その支援策のターゲットを明確化できていなかったことであろう。まずベンチャー企業

と零細中小企業を区別することは当然のこと、新しく起業する企業においても、創造的な技術やサービスをもって参入する企業と、既存の技術サービスで参入していく企業も区別しなければならない。既存の企業からのスピントウトにしても、これまでの暖簾わけか、独自の技術やノウハウがついてくるのかを区別すべきである。今後は支援策にきっちりとした目的とターゲットの明確化が必要となってくる。ベンチャー企業に対しては、官主導の保護政策よりも、鍛えるという意味でも、より一層の規制緩和に関しての適時投入が行われることを期待したい。また、創業希望者を創業実現者で割った、創業実現率という指標がある。その数値を見ていくと、60歳代以上が50%近くあるのに対し、20代、30代は10%を切っており、極めて少ない数である⁵⁷⁾。今後のベンチャー支援策を打ち出す場合は、このように創業後長らく年数がたった起業への救済策ではなく、この数字のミスマッチを防ぐような具体的な支援策が行われることも待たれるところである。

実際にベンチャーファイナンスを行う側、VCや銀行側の問題点にも重点を置いてこの論文では触れてきたが、これからの日本のベンチャーファイナンスにおいて重要なことは「戦略」を持つことであると思われる。これまでの日本の金融機関は全ての機能を備える、いわゆるワンストップ、総合型でやってきた。ファイナンスにおける審査能力が大きく問われる現代では、そういった総合型は機能しにくい。それぞれのVCや銀行などファイナンスを行う機関は、得意とする業界や得意とするステージなど、各々の得意とする要素を作り出し、そこでの審査能力を高めることによって、リスクテイクしていくべきである。この論文でもハンズオンによる投資のほうが効率の高いことを述べたが、ハンズオンの質を高めるには、戦略的視点を持つことが必要である。

最後に。自分の経験上のお話であるが、就職活動中、安定した大企業に内定している学生でも、将来起業したいという声が多数聞かれ、起業するという意識が学生の間でも選択肢として高まっていることを実感した。気運としてベンチャー企業、新産業を作り出そうとする動きは確かに高まってきているので、これからは目に見える支援策以上に教育などカルチャーの部分で支援していくやり方が増えてくるだろうと思われる。今後、たくさんの驚きと夢を与えてくれるベンチャー企業がたくさん興ってくることを期待する。

〈本文注〉

注1、総務省HP (<http://www.stat.go.jp/data/jigyoyou/>)

注2、同上

注3、中小企業庁「中小企業白書」、1983、1987

注4、井上善海『ベンチャー企業成長と戦略』、中央経済社、2002、14ページ

注5、間で1度切り、第4次とする説もある

注6、伊東・田中・鈴木・勝部・荒井『ベンチャー支援制度の研究』、文真堂、2002、108-109ページ

注7、同上

注8、同上

注9、同上書、129-132ページ

注10、同上

注11、中小企業総合事業団HP (<http://www.jasmec.go.jp/>)

注12、丹下博文『ベンチャー企業と産業振興』、成文堂、2002、156-159ページ

注13、同上

注14、百瀬恵男・篠原勲『新事業創造論』、東洋経済新報社、2003、124ページ

注15、中小企業庁HP (<http://www.chusho.meti.go.jp/>)

注16、金井・角田『ベンチャー企業経営論』、有斐閣、2002、130ページ

注17、2002年度新規開業実態調査HP (<http://www.kokukin.go.jp/pfcj/pdf/2002sinkj.pdf>)

注18、平成14年度ベンチャー企業投資動向調査HP

(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/houkokusyo/capital.pdf>)

注19、同上

注20、同上

注21、同上

注22、同上

注23、フューチャーベンチャーキャピタルHP (<http://www.fvc.co.jp/>)

注24、ジャフコHP (<http://www.jafco.co.jp/>)

注25、平成14年度ベンチャー企業投資動向調査HP

(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/houkokusyo/capital.pdf>)

注26、ベンチャーエンタープライズセンターHP (<http://www.vec.or.jp/>)

注27、平成14年度ベンチャー企業投資動向調査HP

(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/houkokusyo/capital.pdf>)

注28、UFJキャピタルHP (<http://www.ufjcapital.co.jp/>)

注29、ジャフコHP (<http://www.jafco.co.jp/>)

注30、平成14年度ベンチャー企業投資動向調査HP

(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/houkokusyo/capital.pdf>)

注31、同上

注32、同上

注33、同上

注34、金井・角田『ベンチャー企業経営論』、有斐閣、2002、123ページ

注35、同上

注36、平成14年度ベンチャー企業投資動向調査HP

(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/houkokusyo/capital.pdf>)

注37、同上

注38、同上

注39、同上

注40、日本経済新聞社HP (<http://www.nikkei.co.jp/>)

注41、金井・角田『ベンチャー企業経営論』、有斐閣、2002、
144-145ページ

注42、同上

注43、ベンチャーエンタープライズセンターHP (<http://www.vec.or.jp/>)

注44、同上

注45、数式は、濱田康行『日本のベンチャーキャピタル』、日本経済新聞社、1998、78ページ

注46、経済産業省「日本のベンチャーキャピタルに関する報告書」2000

- 注47、ベンチャーエンタープライズセンターHP (<http://www.vcc.or.jp/>)
- 注48、同上
- 注49、日本経済新聞社『大学発ベンチャーガイドブック』、日本経済新聞社、2003
- 注50、経済産業省HP (<http://www.meti.go.jp/>)
- 注51、同上
- 注52、同上
- 注53、日本経済新聞社『大学発ベンチャーガイドブック』、日本経済新聞社、2003
- 注54、経済産業省HP (<http://www.meti.go.jp/>)
- 注55、同上
- 注56、日経ビジネス2003年11月3日号
- 注57、中小企業庁「中小企業白書」2003

〈参考文献〉

- 金井一頼・角田隆太郎『ベンチャー企業経営論』、有斐閣、2002
- 伊東・田中・鈴木・勝部・荒井『ベンチャー支援制度の研究』、文真堂、2002
- 濱田康行『日本のベンチャーキャピタル』、日本経済新聞社、1998
- 福田昌義『ベンチャー創造のダイナミクス』、文真堂、2000
- 百瀬恵男・篠原勲『新事業創造論』、東洋経済新報社、2003
- 丹下博文『ベンチャー企業と産業振興』、成文堂、2002
- 井上善海『ベンチャー企業の成長と戦略』、中央経済社、2002
- 中村明『ベンチャーの創造なくして日本の再生はない』、SSコミュニケーションズ、2003
- 高崎経済大学附属産業研究所編『ベンチャー型社会の到来』、日本経済評論社、2002
- 斎藤篤『産業としてのベンチャーキャピタル』、白桃書房、2002
- 佐竹隆幸『中小企業のベンチャーイノベーション』、ミネルヴァ書房、2002
- 森本和義「中部地域ベンチャー企業に対する投資側の視点」、『UFJ Institute REPORT』、2003
- ベンチャーエンタープライズセンターHP (<http://www.vcc.or.jp/>)
- デジタルニューディールHP (<http://dnd.rieti.go.jp/>)
- ビジネスブレイクスルーHP (http://www.bbt757.com/bbt_main.asp)
- ジャフコHP (<http://www.jafco.co.jp/>)
- 中小企業庁HP (<http://www.chusho.meti.go.jp/>)
- 中小企業総合事業団HP (<http://www.jasmec.go.jp/>)
- フューチャーベンチャーキャピタルHP (<http://www.fvc.co.jp/>)
- 日本経済新聞社HP (<http://www.nikkei.co.jp/>)
- 経済産業省HP (<http://www.meti.go.jp/>)
- 総務省HP (<http://www.stat.go.jp/data/jigyoyou/>)
- 濱田研究室HP (<http://www.econ.hokudai.ac.jp/~hamada/>)