

平成 28 年度証券ゼミナール大会

第 5 テーマ D ブロック

「日本のベンチャー企業における  
資金調達について」

ーベンチャーエコシステム構築における一考察ー

千葉商科大学

三田村ゼミナール

序章 問題意識と分析視角

第1章 ベンチャー企業の動向

1-1 ベンチャー企業発展の必要性

5 1-2 成長段階における資金調達

1-3 日本のベンチャー投資額

1-4 小括

第2章 諸外国との比較から見る日本のベンチャー企業

10 2-1 シリコンバレーのベンチャーエコシステム

2-2 シンガポールと日本の公的支援

2-3 イスラエルのベンチャー企業

2-4 小括

15 第3章 ベンチャーキャピタルとベンチャー企業の課題

3-1 VCの重要性と企業評価方法

3-2 VCへの資金出資における課題

3-3 ベンチャー企業における課題

3-4 小括

20

第4章 ベンチャー企業の抱える問題への解決策

4-1 日本のベンチャーエコシステムの理想

4-2 既存のツールの活用

4-3 スチュワードシップコードをベンチャーへ（概要と共に記載）

25 4-4 スチュワードシップコード活用による様々なメリット

4-5 小括

終章 総括

30 参考文献

## 序章 問題意識と分析視角

産業の発展においてベンチャー企業が担う役割は大きい。新技術・事業をもとに革新的な商品・サービスを社会に提供するイノベーションの担い手である。

5 ベンチャー企業が経営を軌道に乗せ、事業を大きくすることであらゆる社会問題の解決や雇用の創出を図ることができ、国内に限らず世界中の人々の生活を発展させていくことができる。日本ではソニー、米国では Google や Facebook といった名だたる大企業もかつてはベンチャー企業であった。それらの企業は当時革新的であった技術をもとに事業を広げ今現在の地位に至るのである。

10 アメリカのシリコンバレーといった外国のベンチャー環境と比較すると外国はベンチャーエコシステムという環境が整っている。しかし日本には整っていない。問題を認識し整えようとする取り組みは行われているが道半ばである。資金調達の面から見ても従来の金融機関による間接金融の資金調達はリスクの高さ等から限界がある。ベンチャーエコシステム構築には直接金融というあらゆる出資者からのリスクマネー供給が必要不可欠である。あらゆる出資者の中でもとりわけ機関投資家としてベンチャー企業投資専門と言える VC(ベンチャーキャピタル)による資金供給が重要と筆者は考える。外国での VC の役割は大きく日本でも VC の成長からエコシステム構築が望まれる。

20 ベンチャー企業自身においても問題は大きく、その中でもシード期やスタートアップ期といった成長ステージ前半の問題を解決しなければならない。実際に「死の谷」や「ダーウィンの海」といった問題に陥り、ベンチャー企業が倒産してしまうことも多い。企業自身で解決できるとも限らず、そこで VC によるハンズオン支援という経営支援機能が資金供給と合わせ、成長に向けた鍵となる。

25 課題対応に向け、企業個々が問題をしのぐため資金調達の際に既存のツールとしてリースやコミットメントラインの利用を挙げる。そしてベンチャーエコシステム構築に向けてまず、VC が主役となり活動するべきである。そこで企業と投資家の対話から企業の持続的成長を目指す指針であるスチュワードシップコードに基づき、VC が活動することで資金調達等の市場の課題に対応できるのではないか。対話を通じたハンズオンによる成長支援、受益者に向けた情

30

報開示からリスクマネーの呼び込み、資金供給能力の向上を狙うという考えであり、ベンチャーエコシステム構築を目指す。

5 以上の問題意識から 1 章ではベンチャー企業の動向、第 2 章では外国ベンチャー環境との比較、第 3 章ではベンチャー企業と投資家の課題、第 4 章では既存のツール活用・スチュワードシップコード活用を述べ、総括とする。

## 第 1 章 ベンチャー企業の動向

### 1-1 ベンチャー企業発展の必要性

10

ベンチャー企業の発展は日本、ひいては世界の発展に必要不可欠である。産業の発展や新技術の確立を元に、それらの商品・サービスによって人々の生活に良い影響を与えていく。そして企業の成長により雇用の創出・経済の成長を促す社会的意義のあるものとなる。

15

例えば昨今話題となっている金融と情報技術を組み合わせたフィンテック事業について「米国を中心にフィンテック事業に挑むベンチャー企業が相次いで登場。投資額も急拡大している。<sup>1)</sup>」とあり、IT 分野という新産業におけるベンチャー企業の持つ役割は大きい。またバイオベンチャーといった生物技術や創薬といった新技術開発においてもベンチャー企業は活躍している。一例としてユーグレナという企業がある。ユーグレナはミドリムシの培養技術・実用化を基に発展した企業であり、現在は健康食品として売り出されている他、ジェット機の燃料などにも使用できるという。「ミドリムシとは栄養失調、地球温暖化、エネルギー不足という現代の難問を一挙に解決する生物なのである。<sup>2)</sup>」といい非常に社会的意義の高い企業である。ユーグレナは 2005 年の設立から  
20 2012 年に東証マザーズに上場。2014 年には東証一部に上場しており、社会的意義の高いバイオベンチャーが成功した一例でもあり、日本ベンチャー大賞の初の受賞企業でもある<sup>3)</sup>。

20

25

---

<sup>1)</sup> 2016 年 9 月 8 日日本経済新聞朝刊「フィンテックへ投資急増」参照。2016 年世界では 2 兆 4000 億のフィンテック投資があるという。

<sup>2)</sup> 出雲(2016)p.66

<sup>3)</sup> 2015 年 10 月 3 日日本経済新聞朝刊「大機小機 ベンチャー支援の機運」

またベンチャー企業には既存の大企業ではできないイノベーションの開拓力・成長性がある。アメリカの経営学者である C・クリステン教授の「イノベーションのジレンマ<sup>4</sup>」という理論がある。イノベーションのジレンマの大企業における動きとして「①既存顧客の声に耳を傾け製品の持続的な改良を怠らない②新カテゴリーを、信頼性に乏しく安価なだけと考えイノベーターの学習能力を過小評価する③最後には新機軸かつ信頼性が高く、安価な製品を提供するイノベーターにシェアを奪われる<sup>5</sup>」とあり、ベンチャー企業においては特に②の項目が重要と筆者は考える。

文中の新カテゴリーはベンチャー企業の持つ新しい商品・サービスに置き換えられ、イノベーターはベンチャー企業自身に置き換えられると考える。つまり大企業がやらない・できない技術<sup>6</sup>をベンチャー企業は独自の戦略によって成長させていくことができる。上記のユーグレナはこれに当てはまると思われる。最初は性能が低く価値が見出せない技術が成長・認識することにより、最終的には市場において既存の大企業に匹敵しうる力を持つことができる可能性を秘めている。

そのためベンチャー企業を発展させるための取り組みは非常に重要であり、全力で取り組む必要がある。

図表 1 イノベーションのジレンマの実例

業界	破壊的イノベーション	ジレンマに陥った会社	破壊的イノベーター
金融	フィンテック	既存の金融機関	フィンテックベンチャー
自動車	自動運転車	既存のメーカー	Google 他
テレビ放送	動画配信サイト	地上波各局	YouTube 他

(出所)江藤(2016)より一部取得し、筆者作成。

<sup>4</sup> この理論は、業界トップの優良企業が努力を繰り返すのにも関わらず時間の経過とともに、没落していくとする理論である。すなわち新興企業による安価で、性能の低い技術が、ローエンド(下位市場)から参入し、ハイエンド(上位)市場を侵食する破壊的イノベーションという現象によって、既存事業が没落していく過程である。日隈(2014)p.21

<sup>5</sup> 江藤(2016)p.2 参照

<sup>6</sup> 一例として自主独立を貫いてきたホンダが限界を感じ、外部との連携を強化していくという。2016年10月27日日本経済新聞朝刊「ホンダ自主独立に限界 連携強化」参照

## 1-2 成長段階における資金調達

### ・シード期、スタートアップ期の資金供給

創業間もないベンチャー企業はすぐに事業を行うわけではないので資金の供給は、自己資金、スイートマネー<sup>7</sup>から頼るしかない。他にはエンジェル投資家からの投資は資金力の増加に効果的だが、国内のエンジェル投資の活動は先進国の中でも低い水準であるのが現状だ。

図表 2 エンジェル投資の日米比較

	日本	米国	米/日
投資家数	10,000 人	234,000 人	23,4 倍
年間投資額/件	100-300 万円	5,000 万円	16-50 倍
年間投資総額	200 億円	2,5 兆円	125 倍

10

(出所)テクノリサーチ研究所より筆者作成

エンジェル投資家の活動が高い水準にある米国と比較すれば、投資家数は 23,4 倍、年間投資額/件は 16-50 倍、年間投資額総額は 125 倍を超えるといわれている。米国のエンジェル投資家の資金供給は VC 投資とほぼ同規模の資金供給が行われ、ベンチャー企業の育成を支えている実態がある。<sup>8</sup>成長過程においてシード期、スタートアップ期に自己資金や友人、家族からの出資額を超えている分はエンジェル投資家が出資して、VC からの出資を受けるまでに成長していないベンチャー企業が VC からの出資を受けられる段階までの育成に一役買っている実情がある。

20

VC とは「ベンチャー企業にリスク・ファイナンスを供給することを主たる業務とする、ベンチャー企業の成長を支援するファイナンス企業<sup>9</sup>」である。ベンチャー企業の成長を手助けするため、ベンチャー企業に投資した後、投資先企業にインキュベーションオフィスの提供や顧客の紹介、経営上のアドバイス、

<sup>7</sup> 家族や友人からの出資

<sup>8</sup> 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より

<sup>9</sup> 秋山義継 (2015) p.79

役員派遣など様々なサービスを行っている。資金の提供だけではなく仕事の間所を与えて、企業の成長性に大きな影響を与える VC が存在感を高めてきている。

図表 3 ベンチャーキャピタルによる資金内容とサービスの種類

ベンチャー企業 成長ステージ	資金提供内容	提供するサービス
スタートアップ期	設立・開業資金提供	事業計画策定支援 最適経営チーム組成支援
ミドル期	成長資金提供	人材紹介 販売チャネルの開発支援
IPO 直前	財務体質強化資金提供	資本政策アドバイス 公開準備コンサルティング
IPO 以降	公募増資支援	情報公開コンサルティング 提携・M&A の仲介

5 (出所)秋山・松岡(2015)より取得し筆者作成

他の VC よりも早く融資決定を行い、融資先のベンチャー企業の信用力を上げることを行う「リード VC」というファンドも出てきた。信用力があれば複数の VC から資金提供を受けられる可能性がでてくる。

10 シード期、スタートアップ期のベンチャー企業への融資は VC が補っている。VC の投資以降、新規株式公開 (IPO) までの期間の投資活動に銀行がどの様に関わっているか分析する。

銀行の子会社が VC の役割を補う形で関係している。「金融機関は創業融資や目利き機能の発揮で対応しているものの、ベンチャー企業の育成には限界があり、ファンドの組成などで対応している<sup>10)</sup>」という。ベンチャー企業向けの投資ファンドに銀行系 VC が注目されている。

15 銀行系 VC はジェネラリスト型 VC として組成・運営することが多く、そのため段階的投資、シンジケート投資を適切に用いるかが重要となる。

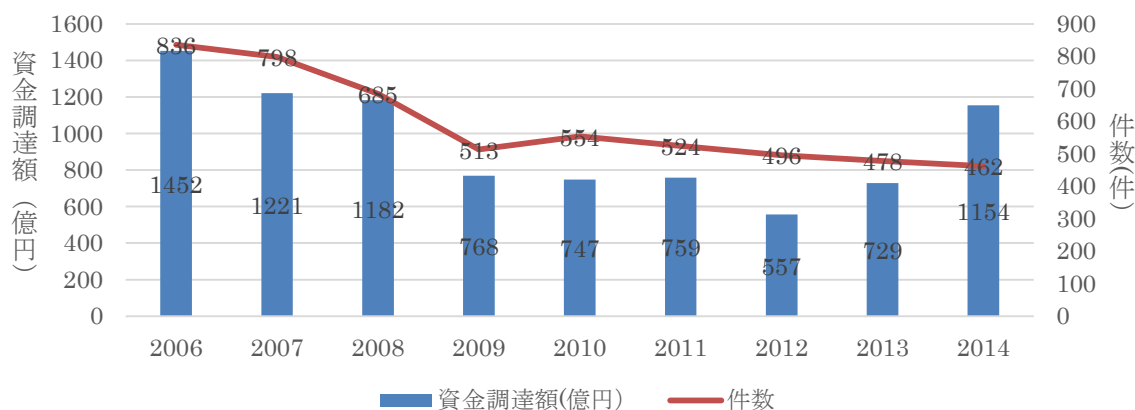
20 1-3 日本のベンチャー投資額

国内ベンチャーへの投資額が増加している。リーマン・ショックの影響で落

<sup>10)</sup> 藤倉(2016)pp.36-37

ち込んでいたベンチャー企業への投資だが、2015年の未上場ベンチャー企業が調達した資金は1400億円を突破し、リーマン・ショック以前の水準まで回復した<sup>11</sup>。

5 図表4 国内の未公開企業の資金調達額 2006年～2014年



(出所) ジャパンベンチャーリサーチ「2014年未公開ベンチャー企業の資金調達の状況」

(2015)参照に筆者が作成

- 10 外部の技術やアイデアを取り込もうとする事業会社が、コーポレートベンチャーキャピタルを設立する動きが拡大している。駐車場最大手のパーク24では投資子会社タイムズイノベーションキャピタルを設立し、ファンドの総額は30億円、「未来の交通インフラサービスの開発をめざす」という方針の基、IoT技術を持つベンチャー企業に投資した<sup>12</sup>。また、スポーツウエアメーカーのゴールドウインは、耐久性と伸縮性に優れた繊維を開発するため合成クモの糸を開発するスパイバーに約100億円を投資した<sup>13</sup>。
- 15

大学発VCもベンチャー企業への投資の拡大を目指し、大型ファンドの設立が相次ぎ立ち上がっている。東京理科大学はアセット・マネジメント事業会社のアストマックスと40億円規模のファンドを設立した<sup>14</sup>。京都大学では160

<sup>11</sup> 2016年2月22日日本経済新聞朝刊

<sup>12</sup> 2016年2月22日日本経済新聞朝刊

<sup>13</sup> 2016年9月19日日本経済新聞朝刊

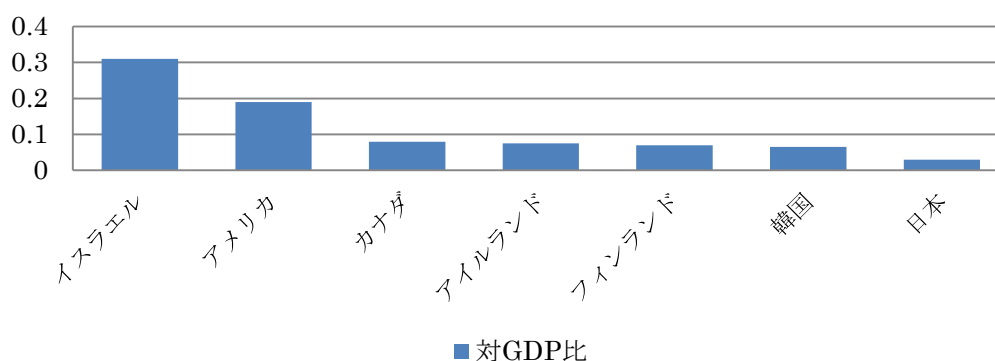
<sup>14</sup> 東京理科大学(2016)p.1



億円規模のファンドを設立し<sup>15</sup>、東京大学では国が交付した 471 億円を活用するといふ<sup>16</sup>。

日本のベンチャー投資額は徐々に増えつつあり、様々なファンドが設立し国内ベンチャーが活発化してきている。2015 年の設立数は 2014 年より多い 52 5 件でリーマン・ショック以降最多とのことであり、「低金利を追い風に VB に投資を振り分ける金融機関や VB と提携して新規事業の立ち上げを狙う事業会社の設立が目立つ。<sup>17</sup>」という。

図表 5 世界各国のベンチャーキャピタル投資(対 GDP 比)



10

(出所) OECD(2015)から取得し筆者作成

しかし諸外国と比較した場合低水準だと言わざるを得ない。図表 5 は各国の GDP に対する VC の投資額である。日本の投資額は「VC 投資を米国と比較すると対 GDP 比で 1/7 以下、韓国と比較しても半分の資金しか供給されていない。特に成長期のベンチャーや技術系ベンチャーに必要な大きな投資金額の資金供給の不足が深刻である<sup>18</sup>」とある。金額だと国ごとの規模も考慮しなければならぬが GDP とは国内総生産なので対する VC 投資比が高くなればそれだけベンチャー企業に資金が使われているという証拠になる。日本がベンチャー 20 企業によるイノベーション開拓で世界に勝つためにはこの数字が大きくなる

<sup>15</sup> 2016 年 2 月 10 日日本経済新聞朝刊

<sup>16</sup> 2016 年 1 月 11 日日本経済新聞朝刊

<sup>17</sup> 2016 年 3 月 7 日日本経済新聞朝刊「ベンチャーファンド設立数 リーマン以降で最多」参照

<sup>18</sup> 経済産業省(2014)p.7

ような取り組みが必要である。

5 企業個々で見ても大きな差があると思われる。企業価値評価額が 10 億ドル (約 1000 億円～1100 億円)を超える未上場企業、通称「ユニコーン」は世界には 100 社以上あるが日本で基準を満たすのはスマートフォンでフリマアプリを運営するメルカリ 1 社にしかすぎない<sup>19</sup>。日本のベンチャー企業の企業価値はまだまだ世界が注目する水準とはなっていない。日本のベンチャー企業が活発だと言えるようになるためには、資金調達等の課題を経て最終的にユニコーンが多く出現することが一つの目標と考えられる。

10 しかし、ユニコーンにも課題はある。一般投資家は儲けたいと考える。そのため成長しているのに非上場期間が長すぎるユニコーン企業は、IPO を成功させていることができないかもしれないという<sup>20</sup>。急成長が続くうちに元をとれるよう早めの上場をしておけばよかったと考える投資家や起業家も現れるだろう。

#### 15 1-4 小括

ベンチャー企業の発展は日本、世界の発展に必要不可欠なものである。独自の技術・事業を持って産業を発展させ、経済を活性化させることができる。昨今世界で急速に進んでいるフィンテックの開発を担う企業や日本でもユーグレナといった社会問題を解決する力を持つ企業が一例である。故にベンチャー企業の発展に向けて日本も全力を尽くして取り組まなくてはならない。

25 企業の成長にはカネが必要であり成長段階もある。取り分けベンチャー企業は急速な成長のため多額の資金調達が必要であり、成長段階を踏むごとに資金が必要となってくる。そして IPO に向かっていくのである。従ってベンチャー企業に資金を供給する役目たる投資家も非常に大事な存在である。

では日本のベンチャー投資は現在どのような状況なのだろうか。リーマンショック後に一度投資額は落ち込んだが、今現在は以前の水準まで回復してきている。事業会社による VC や大学発 VC も次々と立ち上がっており、投資額や

---

<sup>19</sup> 2016 年 9 月 5 日日本経済新聞朝刊「企業環境、日本で好転」参照

<sup>20</sup> Diamond Harvard Business Review (2016)

投資家も増えつつある。

だが世界基準でみると日本のベンチャー投資額は低水準である。対 GDP 比の世界各国の VC 投資を見ても日本は低く、日本経済においてベンチャー企業は十分な活躍ができていないのが現状である。企業個々でみても劣る。「ユニコーン」といわれる企業価値 10 億ドル以上の未上場企業は世界に 100 社以上ある中で日本には 1 社しかない。

以上のことからベンチャー企業の発展は重要であるが、日本と世界トップでは差があることがわかる。ではベンチャー企業が社数でも投資金額でも活躍している国はどのような要因からなっているのだろうか。第 2 章ではベンチャー企業が活発な国の要因・環境を見ていこうと思う。

## 第 2 章 諸外国との比較から見る日本のベンチャー企業

日本のベンチャー投資を外国と比較した場合、金額面や件数において大きな差があることは第 1 章で述べた通りである。では数字が大きく異なる要因とは何なのか。それらを調べることで日本のベンチャー市場の課題が発見できるのではないか。

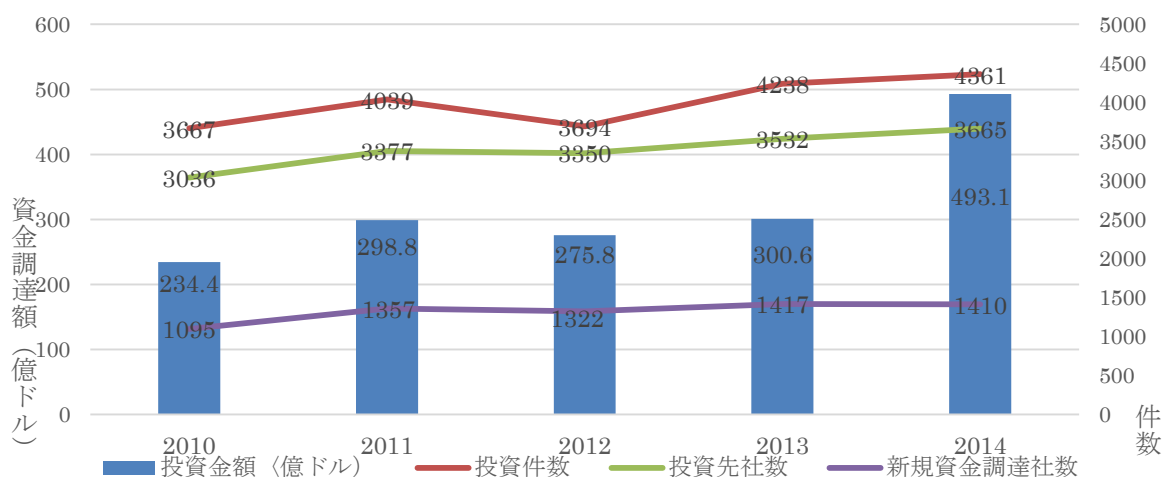
### 2-1 シリコンバレーのベンチャーエコシステム

まず、世界各地から企業が集まるというアメリカのシリコンバレーのベンチャー市場の環境はどのようなものなのか。そのシリコンバレーの環境として「米国シリコンバレーでは起業家、企業支援者、企業、大学、研究機関、金融機関、公的機関が結び付き、新たな技術やビジネスモデルを用いたベンチャーを次々と生み出し、それがまた優れた人材・技術・資金を呼び込み発展を続ける「ベンチャーエコシステム」が形成されている。<sup>21)</sup>という。エコシステムとは、生態系の循環のことを示す。シリコンバレーは新規企業を立ち上げる人物だけが集まっているだけではなく、ベンチャー企業に関わる多くの組織の人間達が集まっているのである。VC・エンジェル投資家・大企業といった資金供給や経

<sup>21)</sup> 日本経済再生本部決定(2016)pp.1-2

5 営支援者の役目を持つ投資家はもちろんのこと、技術シーズを持つ大学や企業法務のアドバイスをする弁護士などベンチャー企業が育つにあたって、必要な組織が勢揃いしているのである。そして成功した者が、今度は新しく企業を立ち上げる人間のサポートを行い、有効な支援を受けることのできた企業が、資金を調達してまた成長していくという、ベンチャー企業が循環していくシステムが、シリコンバレーには整っている。高いレベルで評価されている環境には、多くの人や組織が集まり、連なって金も多く集まってくるのであろう。故に、ベンチャーへの資金供給額も世界と比べ高いものになると考えられる。

10 図表 6 アメリカの VC 投資額および投資件数など



(出所) ベンチャー白書 2015 発表資料 (2015) より取得し、筆者作成

15 あらゆる問題の専門家を、VC や金融機関という資金の出し手が紹介するというシステムも整っている。例えばシリコンバレー地域を中心に、融資など金融サービスを提供している SVBFG<sup>22</sup>は、「本業である金融サービスをもとに、起業家・ベンチャー企業、VC、法律事務所・会計事務所・各種専門サービス会社、成功した起業家および企業とのネットワークを構築し、それらを結び付け、ベンチャー企業を支援し育成するシステムを活性化する黒子・触媒のような役割を果たしていると考えられる。<sup>23</sup>」と、他の組織と結び付ける役割を果たし

20

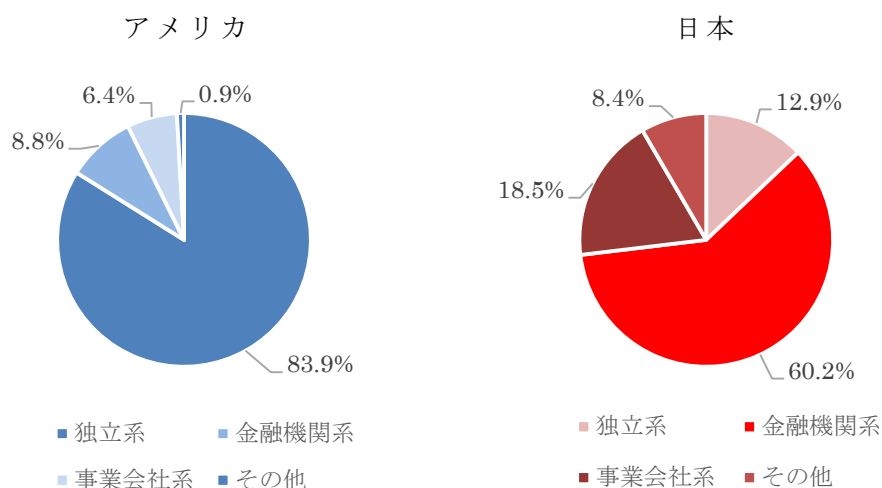
<sup>22</sup> Silicon Valley Bank Financial Group

<sup>23</sup> 西山(2012)p.84

ている。資金の出し手となる組織が資金供給と共に自身のネットワークの活用  
 の元、優れたベンチャー支援をしている。ベンチャー企業にとっては、そのよ  
 うな資金提供者と結び付くことで、資金出資とそれ以上の間接的な支援を受け  
 ることができるのである。

5

図表 7 VC の属性構成比



(出所)ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会(2008)より取得し、筆者作成

10

また、図表 8 から、ベンチャーキャピタルの属性も日本とは大きく異なっ  
 ていることが分かる。資金元の形態によって VC の行動も変わってくる。

図表 8 VC 属性ごとの特徴

独立系 VC	機関投資家から集めた資金を元手に、投資を行う。ROI といったパフォーマンスを重視し、高い見返りを期待している。
事業会社系 VC	事業会社(非金融)系の VC で、親企業の戦略的技術に関係のある分野を中心に投資を行う。
金融機関系 VC	銀行、保険会社、証券会社といった金融系の VC で、機関投資家や親企業の顧客の資金等を元手に、投資を行う。

15

JETRO(2009)より取得し、筆者作成

図表 6 から、アメリカは独立系 VC、日本では金融機関系 VC が多くの割合

をしめていることが分かる。アメリカの独立系 VC は「事業会社や金融機関と一体となって、投資先の育成に努める有機的な VC システムを作り上げている。しかも、年金や大学の運用資金が独立系 VC に流れ、VC の投資先から通信・インターネット分野のベンチャー企業が次々と台頭した結果、独立系 VC 自体が IPO や M&A といった多彩な EXIT 手段を駆使する金融機関としての強固な地位を確立している。<sup>24)</sup> という。日本でもリーマンショック以降、独立系 VC が増えつつあり、日本の VC ひいては、独立系 VC にもこのような役割を担うことが必要となってくるだろう。

また、「日本にもベンチャー・エコシステムを確立し、自然発生的にベンチャーが生まれ、育っていく、そしてその好循環が持続する。そうした仕組みの構築を目指さなければならない。<sup>25)</sup> という。未だベンチャー企業の循環システムは構築されていない日本だが、アメリカのような好循環の仕組みを取り入れていこうとしているのである。しかし、日本でベンチャー・エコシステムを形成するためには、「既存企業の関与を促進し、不足する経営資源や機能の供給など、ベンチャー支援のミッシングリンク(連続していない状況)を解消していくことが重要である。<sup>26)</sup> という。さらに、日本に適した形でシステムを構築し、高水準なものにする為には時間もかかることが考えられる。日本にベンチャー・エコシステムを導入するには、幾つかの課題を乗り越え、最適なシステムを構築するための時間を要するだろう。

20

## 2-2 シンガポールと日本の公的支援

まず、シンガポールの起業支援においては法人税率が低いといった税制面で優遇が挙げられる<sup>27)</sup>。法人税率は居住法人・非居住法人共に 17%であり<sup>28)</sup>、国内出身の企業だけでなく、世界から起業家を集めようとしていることが分かる。

またベンチャー企業支援にも力を入れており、他の投資家と協力しスタート

---

<sup>24)</sup> 斎藤・山本(2014)p.14

<sup>25)</sup> 日本経済再生本部決定(2016)p.6

<sup>26)</sup> 野村(2015)p.92

<sup>27)</sup> 日本の法人実効税率はおよそ 30%

<sup>28)</sup> 谷中(2014)p.1

アップ企業への出資や助成金という自ら資金供給を担うだけでなく投資家への支援も行っている。

図表 9 シンガポールの投資家支援プログラム

名称	条件	支援の内容
インキュベーター 開発 プログラム	革新的なスタートアップ企業を支援するための独自のプログラムを提供することができるインキュベーターであること	スタートアップ企業の支援に伴うインキュベーターの費用を最大 7 割負担
エンジェル投資家 税額向上スキーム	適格性を満たすスタートアップ企業に 10 万 S ドル <sup>29</sup> 直接投資 スタートアップへの投資経験を持つ投資家・企業経営経験者・投資先企業を育成する能力をもつ人物	2 年間の投資期間経過後に 50%の税額控除(但し各年の税額控除額は最大 25 万 S ドル)

5

(出所)北野(2015)より取得、抜粋し筆者作成

スタートアップ支援においてインキュベーターや VC 等の投資家の量・質の向上はベンチャーエコシステム確立に向けて重要な課題である。このような政府の積極的な支援策への取り組みによるやり方もある。

10

〈日本の公的支援制度〉

ベンチャー企業への企業支援策は様々な形で推進されており、実施主体としては経済産業省、総務省、文部科学省、地方自治体などの複数の主体が支援事業を推進している。

15

政府によるベンチャー企業支援は主に経済産業省、中小企業庁によって行われており、実際にベンチャー企業支援の業務を担当するのは独立行政法人中小企業基盤整備機構などである。政府が直接ベンチャー企業に出資、融資することはない。政府は中小企業基盤整備機構を通じ、各地方自治体に設立したベンチャー財団へ資金提供しベンチャー財団が直接投資や民間 VC を通じた間接投資を行うことにより、間接的にベンチャー企業を支援している。

20

政府は中小企業金融公庫や商工組合中央金庫、国民生活金融公庫の政府系金融機関に出資している。「創業支援融資」、「新規事業貸付」としてベンチャー企

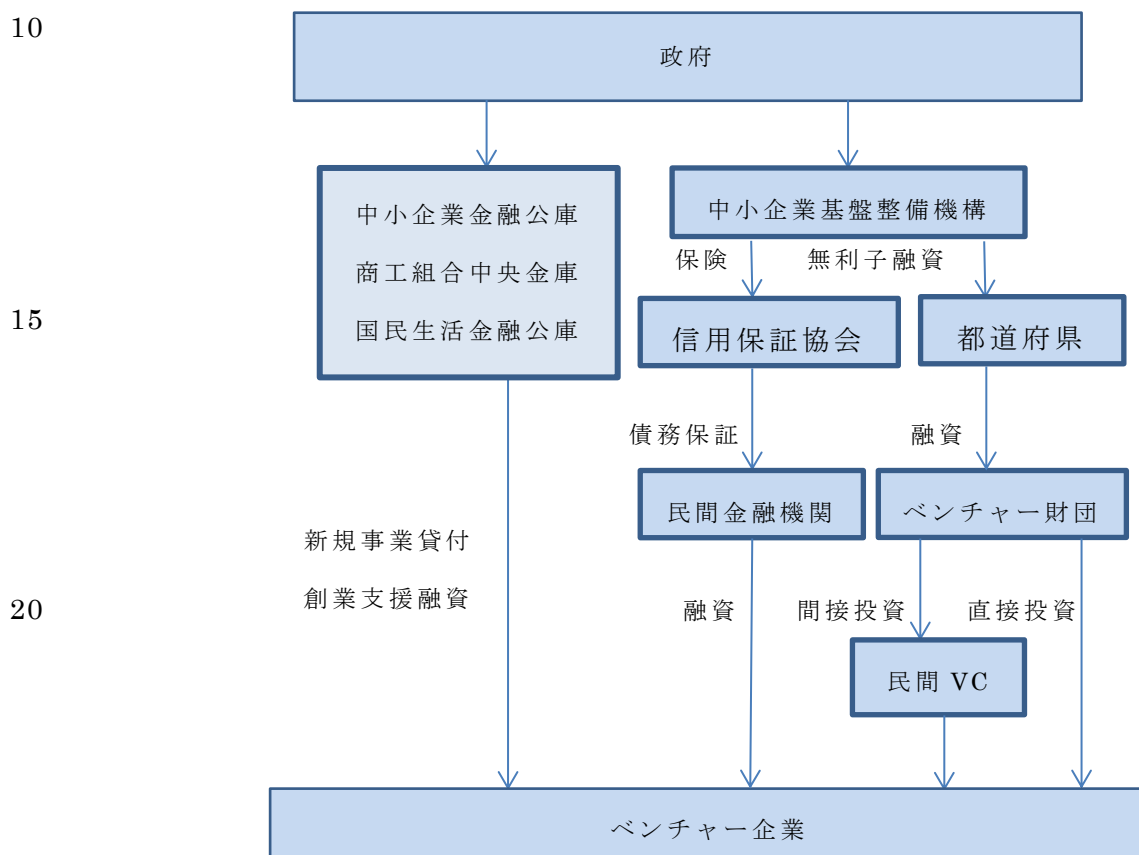
<sup>29</sup> シンガポールドル 10月28日時点で 1Sドル=75.55円 10万Sドル=755万5千円

業向けに融資している。

ベンチャー企業への直接金融を行う公的機関は、中小企業投資育成株式会社がある。地方自治体や金融機関などによる出資を基に、「財団法人ベンチャー復興基金」を設立し、総合的な支援体制を整えている。

- 5      ベンチャーへの支援制度は技術・経営・人材・資金、制度面での支援として、補助金、委託事業、制度融資、信用保証、出資、経営支援、組織法制、税制など様々な形の施策がある。以下の図表 10 はそれを表している。

図表 10 政府によるベンチャー企業への金融支援の仕組み



25      (出所)秋山・松岡(2015)より取得し筆者作成

補助金は返還の義務がないため使う側にとっては使いやすい。ただし、補助金で購入した機械設備などは補助目的以外での利用が制限されるなど規制がある。また、通常の補助金は、補助事業をまず自己資金で実行し、事業完了後に補助金を受け取る「精算払い方式」であることが多い。キャッシュフローの面

30



で注意が必要である。

委託事業は政府、自治体、独立行政法人などが本来実施する研究開発や調査事業などを、民間企業に委託する形で資金を提供する。こちらも補助金同様に資金の返還義務がない。事業の内容が限定されており、要件が絞られているが

5 事業費の全額が支給される場合が多い。

制度融資は一定の支援対象事業に対して、政府系金融機関(日本政策金融公庫 商工中金等)や自治体、独立行政法人などから資金を融資する事業である。返金の義務はあるが、金利は民間企業よりも低く、貸出期間が長期、返済据え置き期間があるなどの優遇がある。要件を満たせば融資を受けられるため支援を受けるのが容易な施策である。

10

人材育成支援も行っており、政府、自治体、独立行政法人などで、ベンチャー企業の経営ノウハウや、技術動向、業界動向等に関するセミナーや研修事業を行ってベンチャー企業の経営の向上を図っている。より幅広い運動として、「創業ベンチャー国民フォーラム」や「ドリームゲート」などのイベントを通じて、創業やベンチャーを盛り上げる運動をしている。<sup>30</sup>

15

起業側は多様なベンチャー支援施策の中から、適切なものを選択し活用することが大切である。行政官は施策のプロであるが、経営のプロではない。<sup>31</sup>このことから筆者は起業家が今後の経営戦略を検討し、適切な支援策を検討することが大切だと考えた。そしてシンガポールのインキュベーター開発プログラムに見られるようにハンズオン支援の能力がある投資家向けの大胆な制度改革というのにも必要だろう。

20

### 2-3 イスラエルのベンチャー企業

25

図表 5 において、VC 投資の対 GDP 比の 1 位は、アメリカではなくイスラエルであった。イスラエルは地中海沿岸の国であり、面積は 2.2 万 m<sup>2</sup>と日本の四国地方程度の広さであり、人口は約 818 万人と先進国と比較し小国であるが、

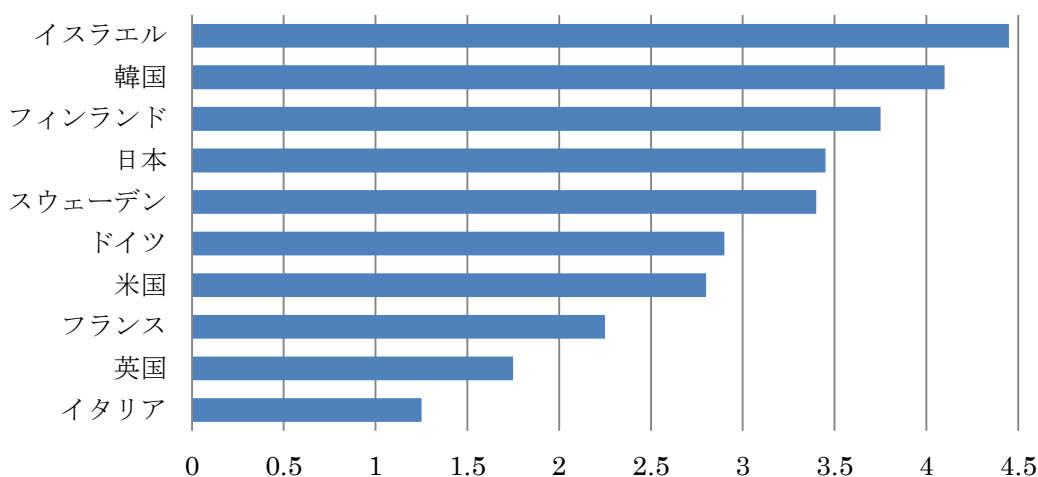
---

<sup>30</sup> 創業ベンチャー国民フォーラム、ドリームゲートでは、ベンチャー企業創業者または支援者の表彰や HP で多様な情報を提供している。

<sup>31</sup> 松田修一(2011)p.47

データが示す通り、ベンチャー企業の活動が活発な国である。環境の特徴として「例えば、兵役に就いた期間に習得した軍事の知見を基に、兵役終了後に民間転用することはよくあるようだ。また優れた技術や発想を持った企業を資金面で支援するベンチャーキャピタルの存在なども指摘される。<sup>32)</sup>とイスラエルの起業マインドの高い、社会環境や事業シーズ、投資家のシステムが挙げられる。またイスラエルは「急激な発展を遂げた国のため、大企業のような『安定企業』が少ないこと、または不安定な政情のため大企業まで発展させるといった考えが少ないこと、不安定な政情による危機意識の高い『挑戦思考』の国民性であること<sup>33)</sup>」などから、日本よりも非常に高い起業家精神を持っているといえる。

図表 11 R&D 支出の対 GDP 比率 OECD 加盟主要国の比較 (%)



(出所) OECD, Main Science and Technology Indicators, Volume 1013 Issue 1

そして非常に優れた技術を持っている企業を腐らせず、投資家側からも盛り立てる仕組みが出来上がっているといえる。イスラエルは IT 系ベンチャーが多く、旧ソ連の移民流入から、優れたプログラマーが多く確保できたことも起因している。「ただこうしたベンチャー企業の中には創業視点で、いい技術は持っているても資金がないというケースが少なくない。こうした企業を支えるのが

<sup>32)</sup> 松本(2014)p.66

<sup>33)</sup> 独立行政法人 科学技術振興機構 研究開発戦略センター

VCである。<sup>34)</sup>と、イスラエルのVCが世界に通用する事業を支援することに大きな役割を担っていることがわかる。

5 株式会社サムライインキュベーター<sup>35)</sup>、代表取締役の榊原氏は、「日本では、企業して成功し、お金を得ると、それで上がりと考える起業家が多いが、イスラエルの場合は、得た資金やノウハウをもとに、もう一度起業したり、VCを設立したりと、次の投資に向けて動き出す。<sup>36)</sup>と日本と比較しながら述べ、さらに「イスラエルは起業家も多いが、それ以上に投資家も多く、日本に比べ、起業家の資金ルートは圧倒的に幅広いと言える。<sup>37)</sup>とも述べている。

10 以上のベンチャー投資が旺盛な3ヶ国のベンチャー投資に関する環境を挙げた。いずれも資金出資元たる投資家の動きがベンチャー市場活性化に向けて、大きな要素を持っていると感じた。もちろん投資家だけでなく、それに準ずるベンチャー企業のステークホルダーや各国政府の動きも重要である。これらを日本で見ると成長意欲のある未上場企業へのリスクマネーの主な供給元である  
15 VCの動きが重要であると感じた。VCが中心となってベンチャー企業の資金調達を担っていくべきだと考える。

#### 2-4 小括

20 世界各地から企業が集まり、シリコンバレーが有名なアメリカ、ベンチャーキャピタルに手厚い公的支援を行っているシンガポール、VC投資の対GDP比が1位のイスラエルの三国との比較を行った。

まず、アメリカでは、ベンチャー・エコシステムという、ベンチャー企業の好循環なシステムが構築されていることで、ベンチャーへの資金供給額も世界と  
25 比べて高いものになると考えられた。しかし、今の日本には、アメリカのようなシステムは構築されていない。なぜなら、不足する経営的資源や機能の供給

---

<sup>34)</sup> 堀江(2013)p.15

<sup>35)</sup> 「3回にわたり、2014年7月よりイスラエルのテルアビブに居を移し、ベンチャー投資を行っている会社」ベンチャーエンタープライズセンター(2016)より引用

<sup>36)</sup> ベンチャーエンタープライズセンター(2016)イスラエル通信 Vol2

<sup>37)</sup> ベンチャーエンタープライズセンター(2016)イスラエル通信 Vol2

といった問題があり、日本に適したシステムを構築し、高水準なものにするには時間がかかることを指摘した。しかし、ベンチャー・エコシステムの重要性から、導入に向けて動いていることがわかった。日本においては、こうした問題や課題を乗り越え、アメリカのようなベンチャー・エコシステムを構築し、

5 導入していけることを期待したい。

次に、シンガポールの投資家への支援は、法人税率が低いことから始まり、投資家同士が協力し合って、スタートアップ企業への出資や助成金という支援が行われていることがわかった。日本も公的支援が充実していないわけではない。しかし適用範囲を広げなくてはならず、特に能力の高い投資家に向けた制度改革というのも必要だろう。

10

イスラエルはベンチャー企業が育つことができる国風・文化といえるだろう。企業立ち上げに意欲的な人物が多く、企業に資金を投下する VC といった投資家も多い上に積極的だ。

いずれも今の日本に無いものを持っており、その要因がベンチャー市場の活況に繋がっている。日本も活況化に向けて動かなくてはならない。とりわけリスクマネー供給のプレーヤーである VC の存在が大きいと思い、第 3 章では VC について、それにベンチャー企業自身の問題も述べていこうと思う。

15

### 第 3 章 ベンチャーキャピタルとベンチャー企業の課題

20

2 章で述べたように、日本ではベンチャー企業に対する支援が諸外国と比較しても、十分とはいえない状況にある。そこで、ベンチャー企業が発展するためのサポートとして、ベンチャーキャピタル (VC) による投資活動を活性化させることが重要であると考えた。

25

#### 3-1 VC の必要性と企業評価方法

ベンチャー企業への有力な投資先として、ベンチャーキャピタル (VC) が挙げられる。VC とは、ハイリスク・ハイリターンを目指す株式投資資金の供給システムのなかったアメリカが、経済衰退を恐れ、大学や財界の協力、銀行の人

30

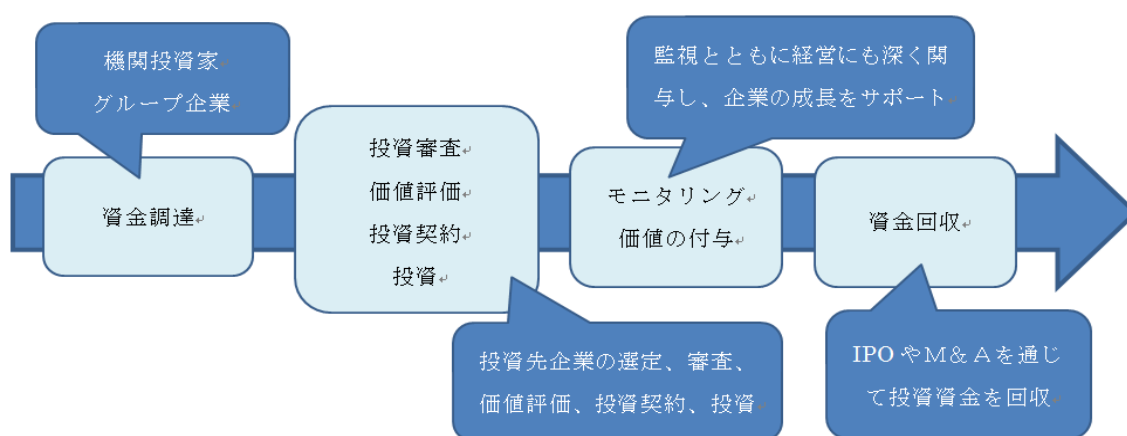
材と資金を使って、米国政府が設立されたものがそもそもの始まりである。

VC という投資家は、「ベンチャー企業に資金を提供するだけでなく、経営ノウハウや人材を提供する支援を行うことがある<sup>38)</sup>」として注目されている投資家である。

5

<ベンチャーキャピタルの企業価値の評価方法>

図表 12 ベンチャーキャピタル投資の流れ



10

(出所) 忽那憲治 (2011) より取得し、筆者作成

上記の表から、VC の投資活動は 4 つのプロセスから構成されていることがわかる。また、このどれかが欠けても投資は成り立たないことを表している。

15 第 1 に、資金調達のプロセスである。これは、ベンチャー企業へ投資するための資金を、機関投資家やグループ企業などから調達し、投資ファンドを組成する。運用期間が終了することで、このファンドは解散となり、出資者にリターンが配分される仕組みだ。第 2 に投資審査、価値評価、投資契約、投資の 3 つを合わせたプロセスである。実際に投資する企業を選び、投資審査を通過した企業については、詳細を細かく定め、投資契約を実際に結んだうえで実際の  
20 投資を行う。「投資先企業であるベンチャー企業(および経営者)のモラルハザード、逆選択、ホールドアップ問題を回避するために、複雑な契約条件を組み込

<sup>38)</sup> ベンチャービジネス研究 1 追手門学院大学ベンチャービジネス研究所 (2016) より引用 (<https://www.otemon.ac.jp/research/labo/venture/>)

- んだ投資契約を結ぶという点も、VC投資の特徴の一つである。<sup>39)</sup>という。第3にモニタリングと価値の付与のプロセスである。実際に投資した企業が順調に成長しているかを監視するとともに、その企業の重要な役員になるなどして、経営にも大きく関わることで、価値を高めていく。これは、ベンチャーキャピタリストの役割の一つとして注目されており、この価値を高められるかどうかは、キャピタリストたちの能力や専門性、ネットワークにかかっている。第4に資金回収のプロセスである。理想的には多額のキャピタルゲインが見込めるIPOやM&Aなどによって、投資資金を回収し、リターンなどの収益をファンドの出資者に配当・還元することをいう。
- 10 長谷川氏によると、「米国のベンチャーキャピタルの場合には、ほとんどがDCF方式<sup>40)</sup>であるのに対して、日本の場合は、これまで、純資産方式や類似業種・会社比準方式で評価する割合が多かった。<sup>41)</sup>という。その理由として、「日本では、未公開企業の取引価格という相続税法の考え方根強く残っており、公開審査をする証券会社、取引銀行、場合によってはベンチャーキャピタルまでが『税法基準』のバリュエーションを主体に考えている。」ことを挙げている。
- 15 つまり、米国では、長期的な投資効果を予測するものに対して、日本では会社の時価総資産や、上場する会社や類似企業の利益、配当、純資産による評価額を企業の評価額だとすることが多いのである。国税庁のHPによると、類似業種・会社比準方式の3つの要素のうち2つが0の場合などの取引相場のない株式について、「原則として、同族株主以外株主等が取得した株式については、その株式の発行会社の規模にかかわらず原則的評価方式に変えて特例的な評価方式配当還元方式で評価」という。また、「小会社は、原則として、純資産価格方式によって評価」といわれている。今では有名なあのホンダの創業間もない頃は、「1954年に株式の店頭販売を開始し、資本金を6000万円に増資
- 20 するが、一方で設備投資額は15億円にまで跳ね上がった<sup>42)</sup>という。それほどベンチャー企業にとって設備投資とは重要なものだと言えよう。しかし、その大事な設備投資資金を資本金だけでまかない切れるとは言いがたい。よって企

<sup>39)</sup> ベンチャーキャピタルによる新産業創造 忽那憲治 日本証券経済研究所(2011)

<sup>40)</sup> Discounted Cash Flow(割引現在価値)法

<sup>41)</sup> 長谷川(2007)p.175

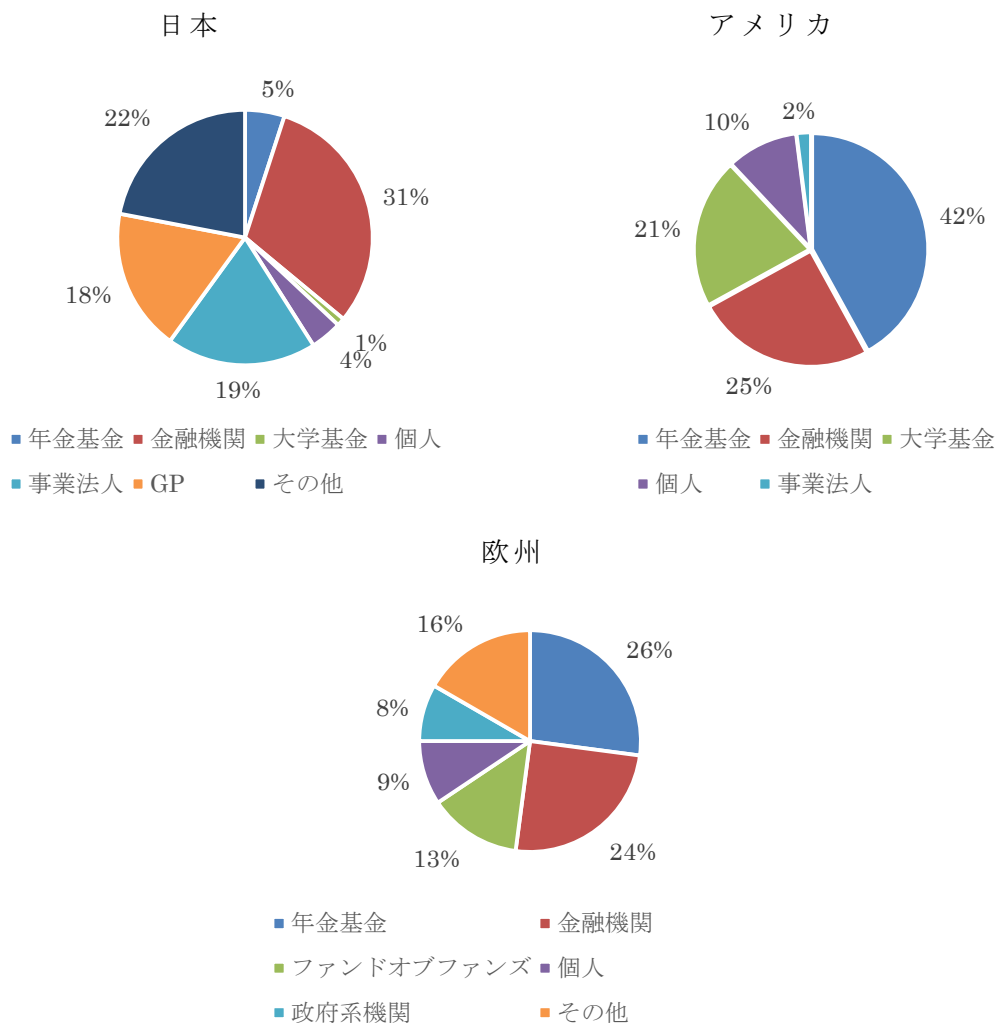
<sup>42)</sup> 米倉誠一郎(2006)p.51

業が、設備投資のために負債を増やすことになった場合、純資産方式では、負債のある企業の評価は小さくなってしまおうという問題が生じる。よって、これらの方法は、ベンチャー企業に適しているとは言えない。

### 5 3-2 VC への資金出資における課題

VC がベンチャー投資を担うにあたって、そもそも VC がベンチャー企業に投資するお金は誰が出資しているのかという点がある。

10 図表 13 日本、アメリカ、欧州の VC の出資構成



15 (出所)経済産業省(2007)より取得し、筆者作成

日本とアメリカ・欧州と比較してみると年金基金の出資者割合に大きな差が出ていることがわかる。年金基金の出資金額を日本円に直すと米国 13 兆円、欧州 6.4 兆円、日本 440 億円となる<sup>43</sup>。これは設立経緯からして子会社的扱いでない特性を持つ独立系 VC が、アメリカでは多い故に、年金基金等の出資が多かったからともいえる。どんな組織でも独立系 VC に出資できるということである。逆に日本は金融機関係 VC が多いために金融機関の出資比率が多いと考えられる。VC が使うことができる資金額はそのまま投資額にも反映されるであろう。投資額が大きいアメリカでは超多額の資金を持つ投資家がベンチャーキャピタルに投資をしている。結果アメリカの VC の投資額は大きくなる。

10 日本は VC が資金を使っていないわけではなくベンチャー投資に回すお金自体がたりないのだ。ベンチャー投資を行わない年金基金の理由として「ファンド内での投資対象の詳細が判らず、投資期間も固定されるような流動性のない VC には基本的に投資できないし、投資しても良いと思わせるだけの十分な情報が提供されていない。しかし、コンサルタント等の第三者から定量分析情報

15 やマネージャーに関する定性分析情報が提供されれば投資を考える可能性もないではない。何よりも投資をするための前提として、年金基金と VC ファンドとの信頼関係を構築することが不可欠である。<sup>44</sup>」とある。このような年金基金のベンチャー投資に対する懸念を払拭することがベンチャー資金を増やすために必要不可欠である。

20

### 3-3 ベンチャー企業における課題

図表 5 はステージ別の資金調達額である。創業時点では創業者のみのブートストラッピング<sup>45</sup>で活動している状態である。そしてシード期の後半に入り、

25 資金提供を要したとき、家族・親族などの支援や、エンジェル投資家と呼ばれる人々から調達を受ける。そうして次の段階となるスタートアップ期において、ベンチャーキャピタルからの大型な資金調達が見込め、最後に金融機関からの

---

<sup>43</sup> 経済産業省(2007)p.7

<sup>44</sup> 大和総研(2009)p.14

<sup>45</sup> 自己資金だけで創業する人

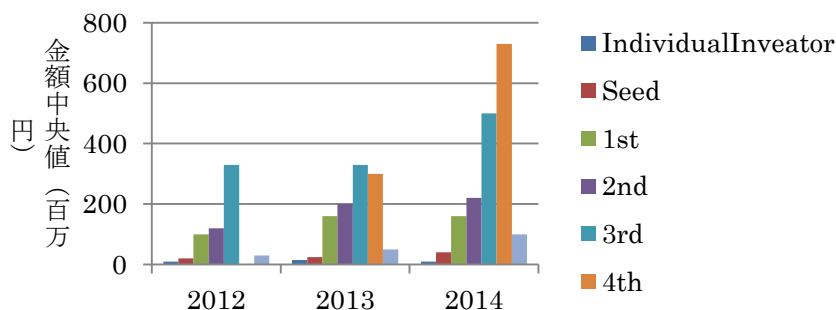


融資と考えるのが一般的である。

その理由として「創業期のベンチャー企業は一般的に企業価値が低く、保証人や担保物件による債権保全価値を重視する従来の金融システムにおいては、銀行等の金融機関から融資を受けることが困難な状況<sup>46)</sup>であるからといえる。

- 5 また、スタートアップ期までの企業は未知数の業務内容が多いことから、必然的にリスクが大きくなることも融資が困難となる要因である。よってシード期はリスクが大きい、株主資本コストはかなり高くなる。負債コストはほぼ金利と捉えることができハイリスク・ハイリターンの原則から株主資本コストより低くなる。一方、アーリー期以降の企業が成長し売上・利益が上昇し、財務諸
- 10 表も良くなっていく企業に対しては、信用力も上がり、調達額を多くすることができる。ベンチャーキャピタル等の直接金融だけでなく銀行・信用金庫といった間接金融という直接金融と比べ資本コストの低い調達方法ができるようになってくる。

15 図表 14 未公開企業の1社あたり資金調達額の中央値(ステージ別)



(出所) ジャパンベンチャーリサーチ「2014年未公開ベンチャー企業の資金調達の状況」

(2015)参照に、筆者が作成

- 20 そのため、ステージごとに資金調達を見た場合特に問題となるのは前の段階となるシードやスタートアップの段階なのである。多くのベンチャーを発展させ、ベンチャー投資を旺盛にしていくためにも初期段階の資金調達を円滑に行えるようにする必要がある。「この段階では事業化プランを作成して将来の見通しを予測することが困難であることから一般投資家を説得することは難しい。

<sup>46)</sup> 秋山・松岡(2009)p.53

したがってこの段階で一般の投資家から起業準備資金を調達することは極めて困難である。<sup>47)</sup>ともあり逆からみれば、そこを乗り越え、成長することができれば多くの投資家に目を向けてもらい多額の資金を調達しユニコーンの輩出・IPOといった更なる飛躍ができるのではないか。資金調達に限らずシード

5 やスタートアップの段階から成長していくための多くの課題を解決する必要がある。

(シード期とスタートアップ期の間：死の谷)

ベンチャー企業は創業後すぐに事業を行うわけではなく、シード期と呼ばれ

10 る間において事業コンセプトを構築し、製品・サービス開発を始める。つまり、実際に収入を得るまでの間の開発費や人件費は全て内部留保でまかなわなければならない。今現在、ベンチャー企業に対する投資実行されるのはアーリー期以降の商品やサービスを市場に出し商品化されてからが圧倒的に多い。起業家にとって、実際に安定して収入を得ることができる創業3年間は一番苦しい時

15 期<sup>48)</sup>とも言われているほど、日本のベンチャー企業にとっての課題が多い段階である。こういった事業コンセプトを作り出し、実際にビジネスモデルが確立するまでの間を「死の谷」と呼ばれる。

(スタートアップ期とアーリー期の間：ダーウィンの海)

シード期からスタートアップ期に進む際、問題となるのが、「ダーウィンの海」とよばれる現象である。実際にビジネスをして利益をあげるまでには、開発作業と平行して、日々の資金繰りのプランニング・人材採用・販売先の確保・販路拡大・営業・経営の知識(財務・法務)の取得などを行う必要がある。こういった業務ではより、高度な専門知識やマーケティング、人脈までも必要となる。

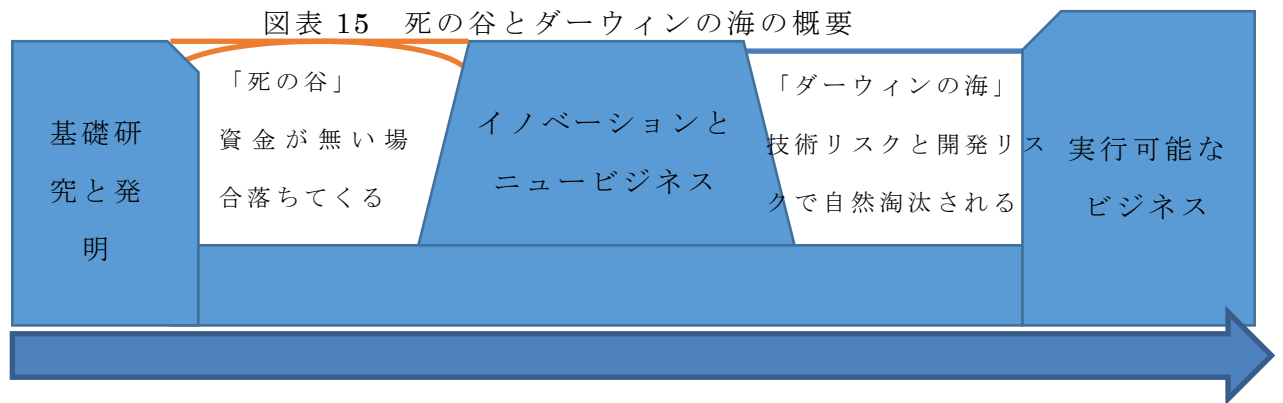
25 戦略に基づいたビジネスを行わなければ、市場競争の中で製品の自然淘汰が行われてしまう。革新的な新製品が開発されても、この問題を乗り越えなければ、次の段階に進むことはできない。

---

<sup>47)</sup> 鯨井・坂本(2008)p.93

<sup>48)</sup> 進藤(2015)p.50

5



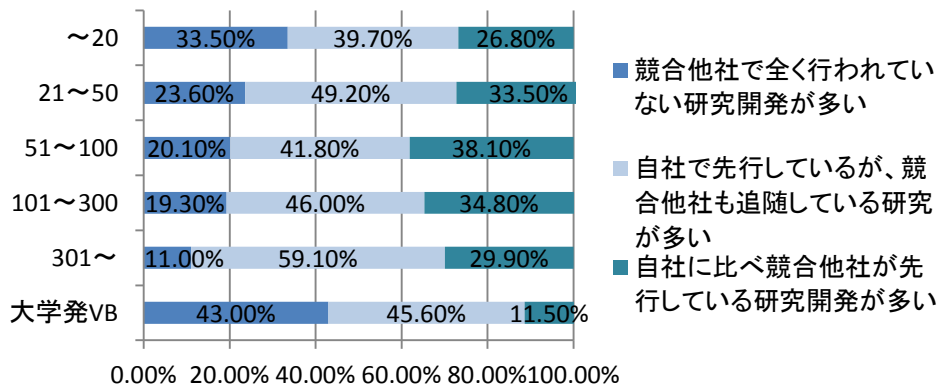
(出所)米国 NIST 参照に筆者作成(URL) <https://www.wispro.org/>

10 事例：大学発ベンチャーの事例

大学の研究成果を事業化する大学発ベンチャーも近年注目されている。大学発ベンチャーの特徴は、ヒトやカネより、モノである技術を重視している点だと筆者は考える。一般のベンチャー企業とは違い、競合他社で行われていない研究開発が多いのも大きな特徴として挙げられる。

15

図表 16 大学発ベンチャーの研究開発の特徴



株式会社価値総合研究所編（2007）より取得し、筆者作成。

20 図表 6 を見ると大学発ベンチャーの研究開発には有用なものが多いと捉えることができる。イノベーションの新たな開拓より商品が完成した場合、大きな利益を狙える見込みがある。

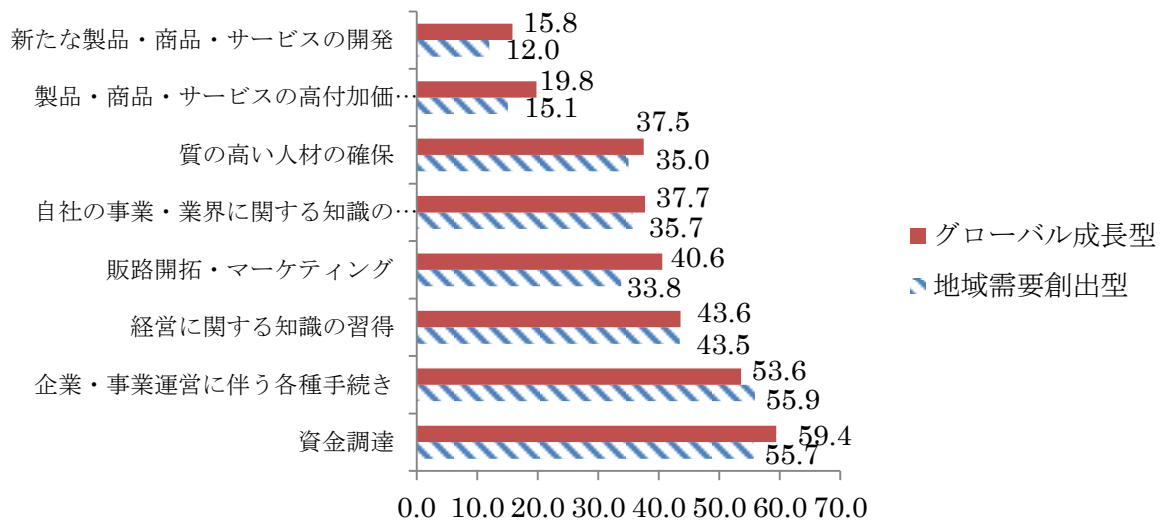
しかし「平成 27 年度調査で新たに存在が把握できた大学発ベンチャー 196

社のうち、平成 27 年度に新設されたものが 52 社、平成 27 年度以前に設立されてきたが平成 26 年度調査で把握できなかったものが 144 社であり、平成 26 年度以降に閉鎖した大学発ベンチャーは、172 社あったことを報告している。<sup>49)</sup>

- 5 ことがわかる。素晴らしい商品ができあがったとしても、経営ノウハウやマーケティング力が無いことや販路が開拓できないことで技術が埋もれてしまっているのである。技術が自然淘汰されてしまうダーウィンの海の事例である。いくら研究開発が良くとも利益創出の力が無い場合成長できないのである。良い技術のベンチャーを救う意味合いは多く、社会的意義の高い企業を救うためにも販路開拓の支援を担える支援者が必要である。

つまり、ベンチャー企業は、技術と事業の「二重の創業リスク」を抱えている<sup>50)</sup>といえる。実際に図のアンケート結果によると、ベンチャー企業において、抱える問題は資金調達のみならず、幅広い面であるとわかる。

15 図表 17 安定・拡大期における起業形態別の起業・事業運営上の課題



(出所)中小企業庁(2013)より取得し、筆者作成

創業初期の企業はまだ商品の開発・販売などのビジネスモデルが確立してお

<sup>49)</sup> 経済産業省(2015)p.3

<sup>50)</sup> 西澤(2010)p.17

らず、会社として社会に対して負っているものも少ない。従ってこの段階ではガバナンスを意識するよりも、創業者一人で会社をコントロールできるようにしてしまう方が良いと考え、独自で経営を行う経営者も多い。こうして次の期に進む際に「ダーウィンの海」の問題にぶつかってしまいやすいのである。実際、IAIJにおける、アーリー期のリスクは「創業期企業において発生するであろうリスクの種類は 17 種類<sup>51</sup>、74 項目にも上がった。もちろんこれらのリスクの種類と項目は、事業分野や事業規模、事業のステージによっても違いがあり、すべての創業期企業に一律に起こる訳ではない。」<sup>52</sup>ともいう。これらのリスクをアーリー期において創業者のみでカバーしてくことは困難と考える。

- 10 そのような企業を助けるのが VC と考える。資金を持ち、多くのベンチャー企業と繋がり、投資ノウハウ等多くの情報を持っている。VC は出資と同時にベンチャー企業のメンターとして出資先企業の経営に関与しなければならない。いわゆる「ハンズオン型<sup>53</sup>」と言われる形態である。「VC は決して投機的な投資を行っているわけでない・むしろその反対である。出資後は VB の経営に積極的に関わり、経営のノウハウ、人的ネットワークなどを提供することにより、描いた成長経路に沿った着実な成長を目指す（ハンズオンの投資的投資手法）。<sup>54</sup>」というような方針が全体に必要である。特にスタートアップの段階では前節で述べたように少しのミスで経営が立ち行かなくなるような問題が多い。「死の谷」「ダーウィンの海」を共に通り抜けていけるような出資者かつ支援者でなければならぬ。
- 15
- 20

### 3-4 小活

ベンチャー企業の発展のために、その有力な投資先として挙げられる VC に

---

<sup>51</sup> ① 起業家による公私混同と倫理観の欠如 ② 経営トップの資質（起業家の経営能力）  
③ 起業家の病気や事故 ④ 反社会的勢力の経営参加および取引 ⑤ 経営戦略立案のまずさと意思決定ミス ⑥ 資金繰り ⑦ 商品不良・アフターサービス不良 ⑧ 法令違反や権利の登記漏れ ⑨ 社員の採用不能や労務トラブル ⑩ 資産の破壊・盗難・事故 ⑪ 販売不振と顧客トラブル ⑫ 技術開発力不足 ⑬ 製造能力不足 ⑭ 環境汚染等トラブル ⑮ 情報システムトラブルとセキュリティー ⑯ 風評 ⑰ 海外取引に関わる事故

<sup>52</sup> IAI ジャパン「創業期企業における企業統治のあり方」p.3(2002)

<sup>53</sup> 手を乗せるという意味であり、ここでは VC が出資先の社外取締役等になり、経営に深く関わることを言う。

<sup>54</sup> 高見・蜂谷(2002)p.133

ついて、支援していくべきだと考えた。まず、VC とは、単に資金を企業へ投資するだけでなく、投資した企業へ経営的支援を行ったり、人材的支援を行ったりすることを期待されている。よって、企業にとって VC は、資金面でも、その他多方面において、有力で必要とされている投資家だといえる。では次に、

5 そういった能力やノウハウを持っている VC はどのようにして、投資する時にその投資先を決めているのか。それは、4 つのプロセスから見たように、資金を調達し、投資審査や価値評価等を行い、監視することで企業価値を高め、最終的には投資資金を回収していく流れがわかった。実際に、米国ではそのほとんどが、DCF 方式で長期的な投資効果を予測するものに対して、日本の多くの

10 投資家は、時価総資産や純資産方式で求められている。数値的データが少なく、設備投資が重要とされるベンチャー企業には適しているとはいいがたい。

次に、第 1 のプロセスである VC の資金調達について、アメリカ・欧州と比較すると、圧倒的に年金基金の割合に大きな差があった。また、投資額が多いアメリカでは、超多額の資金を持つ投資家が、ベンチャーキャピタルに投資して

15 ることから、日本に比べ、その額は大きくなっている。しかし、日本の VC が資金を使っていないわけではなく、ベンチャー投資に回るお金そのものが不足しているのである。よって超多額の資産運用額を持つ投資家のベンチャー投資に対する懸念を払拭することが、資金を増やすためには必要不可欠である。

ベンチャー企業の課題として、創業期における資金調達は、企業価値が低く

20 見られることから、家族やエンジェル投資家と呼ばれる人からの支援が多く、銀行や信用金庫といった間接金融での資金調達は難しい。よって、創業期であるシード期やスタートアップ期と呼ばれる段階への支援が必要であると考えた。しかし、ベンチャー企業にとっての課題は、それだけに留まらず、死の谷やダーウィンの海といった壁が立ちはだかっている。

25 ベンチャー企業と VC には以上のような課題がある。それらを克服できなければ成長には繋がらない。第 4 章では課題克服のための理想についてや考え方、工夫や枠組みについて述べていく。

## 第4章 ベンチャー企業の抱える問題への解決策

### 4-1 日本のベンチャーエコシステムの理想

5 今まで述べてきた課題を含め、日本のベンチャー投資環境はまだまだ未成熟である。日本の経済成長にはベンチャーの成長は欠かせず、故にベンチャーにおける課題を解決していかなければならない。そして日本における有効なベンチャーエコシステムを確立することが理想である。内閣に設置された日本経済再生本部が策定した「ベンチャーチャレンジ 2020」では現在、我が国にはベンチャーエコシステムは存在しないと、日本にもベンチャーエコシステムを確立し、自然発生的にベンチャーが生まれ、育っていく、そしてその好循環が持続する。そうした仕組みの構築を目指さなければならぬ<sup>55</sup>としている。

15 エコシステム確立におけるベンチャーに関わるべき各組織の連携が必須である。「このところベンチャー企業、大企業、VCなどの支援者、大学・政府の4者の結びつきを深める共創活動を目的としたネットワーク活動が相次いでいる。<sup>56</sup>」とあらゆる組織がベンチャーエコシステムを作り上げる上で欠けてはならないものである。

20 その中でもベンチャー企業と共に現場の人間であるVCの活動がエコシステム構築において肝要だと筆者は考える。特にエコシステムの中身の資金供給においては他の組織と比べ、一際重要な役割を持っているといえるだろう。ハンズオン支援も忘れてはならない。「VCが大手企業や主要な個人消費者へのアプローチを支援し、「口座開設」を容易にするという営業支援機能が、日本のVCにはアメリカよりも大きく期待されている。(中略)VCが業界での人脈を生かして適切な人材の紹介をするとともに、ベンチャー企業で働くことのリスクとリターンを整理して示すことで人材調達のハードルを低くすることができる。<sup>57</sup>」とベンチャー企業が大きく悩む課題に現場の人間・株主として対応ができ、期

---

<sup>55</sup> 日本経済再生本部「ベンチャーチャレンジ 2020」(2016)p.2 参照

<sup>56</sup> 長谷川(2014)p.23

<sup>57</sup> 忽那・長谷川・山本(2006)pp436-437.

待されている。VCには企業成長のための経営支援・資金供給が求められていると言えるし、枠組みを作ることが必要と考える。

#### 4-2 既存のツールの有効活用

5

ベンチャー企業が運転資金という資金繰りで問題に当たった際に企業個々は機転を利かして如何にしのいだら良いのか。つまり企業自身が工夫を凝らし、どのような今の資金調達方法を選択するか。また資金難に陥らないように初期の資金を効率的に使うかも重要である。苦しい場面をしのいでこそ、次の成長を望むことができ、VC等から大きな資金調達をすることができる。

10

〈コミットメントライン活用による運転資金の調達〉

コミットメントラインとは契約の融資枠の範囲内であれば、事業者はいつでも迅速に、必要になったときに金融機関から融資を受けられる手法である。金融機関は事業者から融資を申し込まれたら断ることができない。コミットメントライン契約は、急に資金を必要とする事態や、資金ショート等の不測の事態への対抗策として有効である。つまり運転資金<sup>58</sup>の調達方法として有効性が高いものと思われる。

15

20

図表 18 コミットメントラインの各方式の概要

	契約者	融資額	事業者の規模
バイラテラル方式	個別の金融機関と事業者	数千万円程度	規模の小さい事業者
シンジケート方式	複数の金融機関と事業者	10億円～1兆円	大企業

(出所)筆者作成

コミットメントラインには、バイラテラル方式とシンジケート方式の2種類

<sup>58</sup> 運転資金 = 売上債権 + 棚卸資産 - 仕入債務



の契約方法がある。バイラテラル方式は個別の金融機関と事業者が1対1で契約を結ぶ。1つの金融機関との契約となるため融資額は小額になるが、ベンチャー企業や中小企業といった規模の小さい事業者にとってはシンジケート方式よりも融資を受け入れやすい契約が提示される。シンジケート方式は複数の銀行が同一の貸出条件で契約を結ぶ方法で、融資枠の金額は10億円程度から1兆円と大きいので大企業の利用が中心となっている。

シード期、スタートアップ期でビジネスモデルが確立する間に「死の谷」「ダーウィンの海」という課題に直面し、開発費や人件費は内部留保で賄わなければならない。しかし内部留保が少ないベンチャー企業は、売掛金の回収の遅れで「黒字倒産」の可能性も出てくる。急な出費が必要となる事もあるだろう。多くの売上が獲得でき、大きい成長が見込める企業が売上債権を回収できないことにより、黒字倒産してしまうことは非常にもったいないことであり、そのような企業は決して出してはならない。ベンチャー企業自身が契約できなければVCが金融機関に対し、働きかけるという手段も考えられる。運転資金の調達に際し、コミットメントラインを活用することができれば債務不履行といった運転資金の課題に対して有効な解決策の1つだと考えた。

#### 〈創業初期の設備投資におけるリースの活用〉

ベンチャー企業に限られたことではないが、企業が成長していくには設備が必要不可欠である。しかし、資金力が乏しい創業初期のベンチャー企業が、設備投資を行うと財務内容が圧迫するリスクが上昇する。図表14のようにシード期、スタートアップ期の資金調達額はここ数年低い値で推移しており、限られた資金の中でベンチャー企業が資金力の乏しい創業初期を乗り越えて成長していかなければならない。ヒト・モノ・カネのモノを揃える際にカネが必要だということに着目し、資金調達たる金融と同時に設備調達となる「物融」というリース活用も一つの資金調達と言えるのではないか。

中小企業のリース活用について「2006年度以降、リース比率は30%前後から20%弱に下がっているが、依然としてリースは中小の設備投資にあたり、重要な資金調達手段である。創業から年数の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。<sup>59)</sup>とあり、リース活用はこの課題の 1 つの解決策として設備投資にリースの活用が有効ではないかと考えた。しかし大幅な成長資金を調達できるわけではないことは念頭に置くべきであり一工夫の形と捉えるべきである。他の資金調達を補完する形で使うことで、高い効果を

5 挙げられる調達手段と考える。故にこの方法も VC や金融機関が自らの出資と共に企業側のニーズを読み取り、企業側に提案し、リース会社を仲介できればおのずと効果の高いものとなるだろう。更に VC は複数の案件を抱えているものである。複数の会社が同じ設備を欲している時、そのリース料を共同で支払いシェアリングすることで更に効果は上がると思われる。

10 リースのメリットは一時に多くの設備資金を必要とせずに、毎月经費として処理できるため毎月の負担が軽減されるという点や金融機関の融資枠を使わずにおけるキャッシュの温存という点が挙げられる。経理面では、所有権はリース会社にあるため固定資産税はリース会社が支払をし、設備が破損した場合はリース会社が保険に入っているためリース会社が負担する。そのため固定資産

15 税の申告納付・損害保険料支払が不要なことから事務負担を軽くすることが可能である。このことから創業資金が乏しいベンチャー企業にとってリースによる設備投資は資金面・経理面で有効な手段だといえる。

#### 4-3 スチュワードシップコード<sup>60)</sup>をベンチャーへ

20

2014 年にスチュワードシップコード施行によって機関投資家に投資先への目的を持った対話(エンゲージメント)が促されている。投資先企業の企業価値向上や持続的成長を目的とし、中長期的な投資リターンを確保を図る。投資家からの一方的な物ではなく企業と投資家が「車の両輪」として、質の高い企業

25 統治を実現し、中長期的成長を狙うものだ。

スチュワードシップコードは金融庁による有識者会議によって策定され施行

---

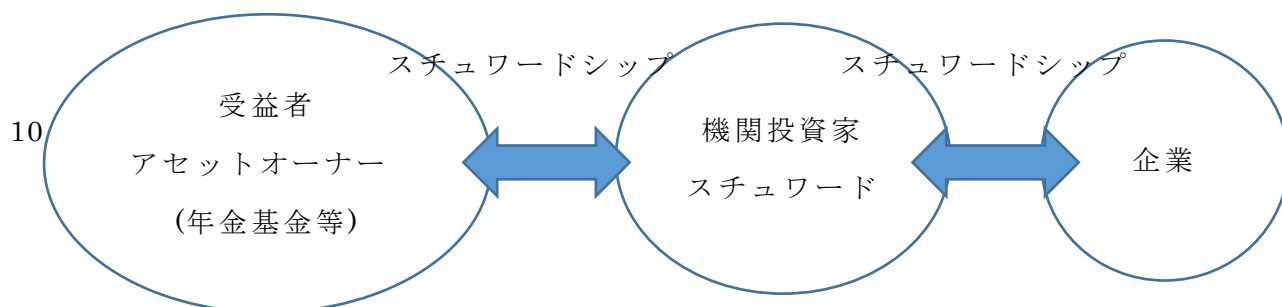
<sup>59)</sup> 奥谷(2012)p.8

<sup>60)</sup> 日本版スチュワードシップコードに関する有識者検討会「「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップコード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」(2014)金融庁

された。株主が「モノ言う株主」として議決権行使や経営者とのコミュニケーションを持って経営に深く関わることを求め、企業価値向上等を狙う指針である。あらゆる決定事項において機関投資家の言うとおりにしなければならないわけではない。投資家・企業双方の視点から対話がなされることによって経営

5 戦略が深まり、企業価値が高まる道筋を明確化するのである。

図表 19 インベストメント・チェーンにおけるスチュワードシップ



(出所)藤井・笹本(2014)参照

15

スチュワードシップコードにおける目的・原則は上場企業と機関投資家がターゲットとされているが、ベンチャー企業と VC 等ベンチャー投資家にも当てはまることだと筆者は考える。VC を機関投資家と見立て、ハンズオン支援を積極的に行っている独立系 VC のような投資家は投資先企業との対話をしてい

20 ると考えられ、今後も伸ばしていくべき要素である。金融系 VC・CVC や、これから参入する VC にもスチュワードシップコードを意識させることが建設的なハンズオンに繋がるのではないか。

〈なぜ VC がスチュワードシップ責任を果たすべきか〉

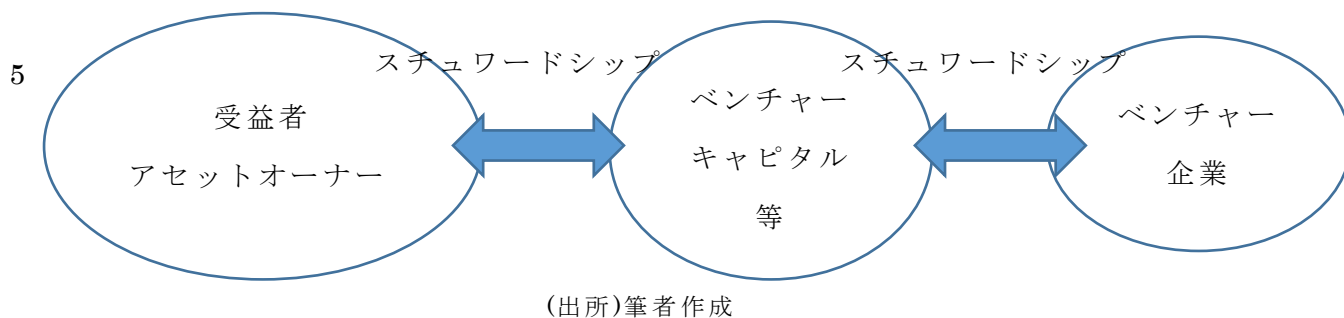
25

機関投資家が投資するお金は投資家に運用委託したお金が大元である。VC も同じであり、VC が組成したファンドに向けて外部の投資家から資金出資を募り、その資金をベンチャー企業に投資する。金融系 VC といった 100%子会社の VC でも、銀行が投資する元手の多くは預金である。間接金融として融資するか直接金融として投資するか運用方法の違いとなる。VC も投資先企業や

30 アセットマネージャーに対して果たす責任は機関投資家のそれと同じではない

かと考えた。

図表 20 ベンチャー投資のインベストメント・チェーン



10

また VC がハンズオン支援を行う動機付けは高い。VC に求められている有効なハンズオン支援を行うには当該企業の状況・事業を細かく理解する必要がある。細かく把握するには企業との対話が必要不可欠であるものとする。企業との建設的な対話を経て、ハンズオン支援として行う事を決め、共に企業価値向上を狙っていくのである。

15

エンジェル投資家はこの場合「個人投資家」と捉えているので一個人たる投資家にスチュワードシップ責任を果たすよう命じるのは荷が重いうえに、リターンも受益者といったことには無縁であり、すべて自分の物であるため忠実に責任を果たす意味合いが薄い。そのためスチュワードシップコードの受け入れ範囲にエンジェル投資家は含まないものとする。しかしエンジェルとの対話のインセンティブが薄いかということそのようなことはない。例えば「証券会社系の投資家向け広報サービス会社日興アイ・アールによると、15年度に同社が支援した個人向け説明会などは113回と前年度よりも23回参加。参加者数も4社増えた。<sup>61)</sup>とあり、個人と企業の対話は着実に増えている。ベンチャーで見てもエンジェルは自らの意思でベンチャー企業と会い、投資先企業を決定する上に、投資への情報が揃わないベンチャー企業との対話は明確な投資判断の基準となる。個人投資家は機関投資家と比べ、運用資産額が少ないかつ短期的な投資が多いと考える場合が多い。だが運用資産額＝出資額は確かにVCとエンジェルでは差があるが、利益が出るまでの保有期間はエンジェルも充分長く、

20

25

<sup>61)</sup> 2016年6月4日日本経済新聞朝刊「投資機会 開示資料で把握」

短期的な投資とはならないはずである。長期保有の株主であり、ハンズオン支援の動機付けもあるエンジェルとも対話のインセンティブは強く、怠ってはならないことである。

5 VC のスチュワードシップコードの有用性においても VC 投資の広義の意味である PE(プライベートエクイティ)投資として考える。「そもそも PE 投資では、その投資先に感心を持つことは極めて重要である。このことは金融庁が示しているスチュワードシップコードの「投資家が投資先企業への感心を強く持つべきである」という方向性と親和性が高い。<sup>62)</sup>とあり、スチュワードシップコードの考え方が投資家から未上場企業への関わり方にも一致していると思

10 われる。促されている対話も有用的だと考え、対話から行うハンズオンも重要となる。「昨今、スチュワードシップコードの受入れ等、上場株式投資においても、投資先の経営をより深く監視していく取組みが強化されているが、PE 投資はその究極的な姿と言えるかもしれない<sup>63)</sup>ともある。企業年金の PE 投資

15 拡大においても「企業年金に求められるのは、信頼できる優れたファンド運用者を探し出すことである。」<sup>64)</sup>と更なる資金の呼び込みには VC が信用ある投資家であるということを示すことが重要であり、対話からのハンズオンの有用性と合わせ、スチュワードシップコードの表明・取組みは有用ではないか。しかし 2016 年 9 月 2 日時点でスチュワードシップコードを受け入れた機関投資家は 213 団体ある<sup>65)</sup>。

20 (「受け入れ表明」した機関投資家の業態別分類)

- ・信託銀行等：7
- ・投信・投資顧問会社等：151
- ・生命保険会社：18
- ・損害保険会社：4

25

- ・年金基金等：26
- ・その他(議決権行使助言会社他)：7
- ・合計：213

<sup>62)</sup> 大藤・高橋・木口・徳島(2015)p.25

<sup>63)</sup> 西村(2015)p.39

<sup>64)</sup> 徳島(2015)p.35

<sup>65)</sup> 金融庁 HP(<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1.htm>)参照

その中で VC があるグループ会社を除けば、VC はジャフコといった大手 VC しかいないと思われる。ベンチャー企業の資金調達円滑化の流れを作るためにも、VC にスチュワードシップコードに準ずる取り組みが必要不可欠なのではないか。

5

#### 4-4 スチュワードシップコード活用による様々なメリット

〈投資家からのエンゲージメント〉

ベンチャー企業経営者との対話を持ち、投資先企業の事業環境・状況・問題を深く理解し改善に努め、持続的成長(ベンチャーでは成長ステージの進行・IPO と捉える)に資することで企業・投資家共に発展できると考える。よってハンズオン型の経営関与を伸ばし、多くのスタートアップ企業を助けられるのではないか。「ときに企業とは意見が異なる場面もありますが、企業価値の向上を目指すという点で、本来は利害が一致する存在であることを、お互いが認識しておくべきでしょう。<sup>66</sup>」とあり、互いの立場の違いやバックグラウンドの違いはあるが相手をパートナーとして接することで企業価値向上を望めるものとなる。

10

15

図表 21 「個別の議論・提案」における働きかけ(エンゲージメント)

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・ 個別に、企業経営者と投資家に関する事項について相対で議論。議題は、経営理念・経営戦略・資本構成等の財務戦略、また議決権行使の事項など多岐に亘る。</li><li>・ 狭義のエンゲージメント活動では、最もアクティブな活動</li><li>・ 内容が専門的で、専門性を持った人的資源(+コスト)が必要</li><li>・ ESG 項目のような無形資産の価値向上に焦点を置く活動も存在。</li></ul> |
|--|

20

(出所)堀江(2014)より取得・抜粋し、筆者作成

ではエンゲージメントとはどのようなものなのか。「Engagement 活動といっても実に様々な内容が存在する。活動は大きく、「議決権行使」、「株主提案」、

<sup>66</sup> 佐藤(2015)p.154

「個別の議論・提案」、「株主間の意見調整」、「経営・業務執行」の5つにわたることができる。<sup>67)</sup>とあり、その中でもベンチャー企業において有効なエンゲージメントは「個別の議論・提案」と考えられる。

5 ベンチャー企業は上場企業よりも、経営に関する問題が山積みである。優れた技術はあるが、「死の谷」「ダーウィンの海」から見る問題点からも分かるように、うまくいかなければたちまち会社が立ち消えてしまう可能性が大きい。その問題点も企業自身で解決できるとは限らない。そこでVCがエンゲージメントとしてベンチャー企業と対話を行い、問題点を把握し効果の高いハンズオン支援を採っていくのである。

10 ベンチャー企業成長のために、VCに求められるハンズオン型の役割とはどのようなものか。「ベンチャーキャピタリストにとって重要な役割は、次第に社外関係の構築・強化および利害関係者との調整へと重点が移っていくと予想される。その変化に対応して、ベンチャーキャピタリストの資質も、従来の会社経営者の役割を一部補完する局所的な能力から、各種利害関係者との利害調整

15 ができる全社的指導能力が求められることになる。<sup>68)</sup>とあり、あらゆる外部機関との関係強化が必要かつ支援に活かせるものとする。あらゆる情報や繋がりの多さから提供できる支援が、主にスタートアップの抱える資金調達や人材不足に伴う販路の不足や助言がないことに適合していると思われる。投資先企業と社外取締役として経営に参画するだけでなく、事業を軌道に乗せるため

20 の販路開拓やマーケティング・顧客ニーズの調査等外部要因である顧客・市場に働きかけるもの。弁護士や税理士、公認会計士といった法務や税務に関する専門家の紹介、更には資金調達の手段として先ほど述べたリース会社や銀行・信用金庫、他のVCの紹介といった繋がりからの支援もある。

25 〈ベンチャー企業にとっての対話の重要性〉

ベンチャー企業にとっても対話能力が必要である。「社外取締役が過半を占めるアメリカでは、経営能力の1つとして、投資家への説明力や投資家への対話力が問われるという。今後は日本企業の間でも社外取締役が増加し、社内役員

---

<sup>67)</sup> 堀江・杉浦(2013)p.26

<sup>68)</sup> 長谷川(2007)p.163

にも説明力や対話力が求められるであろう。<sup>69)</sup>と対話は経営者にも必要不可欠である。とりわけベンチャー企業は信用が無く、事業の価値を理解してもらえないことが多い。事業の良さ・経営戦略を説明する力を付けることで多くの投資家に認めてもらえるようになるのではないだろうか。認めてもらえた結果、

5 情報の不透明さや非対称性を解消することができ、資金の調達や販路を確保することができ、ベンチャー企業の成長に繋がるものと考え。よって資金調達コストの低下から資金調達のしやすさにも繋がる。対話によって得られる一般的な効果として「企業と投資家間の情報の非対称性を縮小させることにより、

10 資金調達コストの低下が図られることであろう。<sup>70)</sup>とあり、対話によって情報の非対称性が解消されることとなる。

そこで重要な要素となってくるのが企業の情報開示、いわゆる IR<sup>71)</sup>活動である。大企業のような IR 活動のレベルまで実行する必要はない。しかし情報開示を充実させることで資金の出し手となる金融機関や VC だけでなく、従業員や取引先といった既存のステークホルダーだけでなく、今まで関係の無かった

15 人物が新たにステークホルダーとなってくれるのではないだろうか。つまり新たな資金調達先・取引先を開拓できる可能性が広がると思われる。中小企業やベンチャー企業のガバナンスについて「中小企業・ベンチャー企業は、積極的に金融機関に情報開示をしていく必要がある。また一定の「情報開示」ポリシーを持ち、金融機関の質問に対し、真摯に答えていく必要がある。株式公開を

20 目指す企業においては、こうしたメインバンクを皮切りに、債権者や取引先などの企業外の利害者はもちろん、一般投資家なども含めた広範な利害関係者を意識した企業統治体制づくりが必要である。<sup>72)</sup>ともある。成長するにつれ、企業は大きくなっていくためガバナンスの確立が経営において重要な要素となってくる。株式公開後は情報開示の範囲が法律で定められている以上に必要となり、独自の企業統治もより深めていく必要がある。投資家との対話の重要性も高まってくる。これらは上場を目指す企業にとって上場後は必ず必要となる

25 要素である。上場前から対話や企業統治のシステムを確立させておくことで現

---

<sup>69)</sup> 砂川・川北・杉浦・佐藤(2013)p.266

<sup>70)</sup> 太田(2014)p.41

<sup>71)</sup> Investor Relations(投資家向け広報)

<sup>72)</sup> 住田(2007)p.18



在の経営はもちろん、成長後もスムーズに経営が行えるのではないか。

〈リスクマネー増大に向けて〉

5 スチュワードシップ責任を表明することは VC の資金の出し手である受益者たる出資者への明確な方針説明ともなる。ベンチャー企業と VC がプリンシパル(投資家)・エージェント(企業)関係にあるのと同時に、VC と VC への出資者もまたプリンシパル・エージェント関係である。そもそも機関投資家は他人のお金を預かって運用する機関である。銀行にとっての預金者、年金基金にとつての年金加入者、投資信託運用会社にとっての購入者の関係である。VC も変

10 わらず投資会社・ファンド運営なので VC が投資するお金は他人からのファンドに預けられたお金である。この二者間において「こうした機関投資家は、もっぱらその資金の委託者である顧客のために、最善の努力をする義務があります。これを委託者に対する機関投資家の受託責任といいます。<sup>73)</sup>」とあり、受益者に対してのファンド運営の説明が必要だとわかる。

15 よって VC もスチュワードシップコードの原則 6<sup>74)</sup>にあるように出資者に向けて投資先へどのようなエンゲージメントをしてスチュワードシップ責任を果たしているのかを開示する意味合いは高い。責任が果たせていれば優良な VC と捉えられ、既存のベンチャー投資家だけでなく、新たな出資者による資金の追加が見込めるからだ。VC の出資者も VC のハンズオン能力向上からパフォーマンス向上による自らの投資成績上昇の為情報や経営資源を提供するインセンティブは強い。

日本のベンチャー投資額が諸外国と比較し、少ないというのは先に述べた通りであり、ベンチャー投資において大きな役割を持つ VC の投資額も諸外国と比較して少ない。投資規模を大きくしようとしても使えるお金が足りなければ、

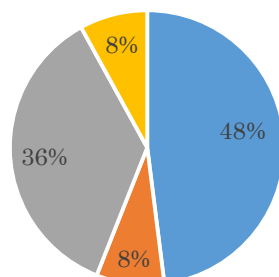
25 十分な投資は行うことができない。よって VC に投資してくれる新たな資金供給者が必要である。

---

<sup>73)</sup> 木村・柳(2011)p.192

<sup>74)</sup> 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

図表 22 資金供給と投資先のバランスについて



- 資金供給が増えれば投資を増やしたい
- 資金供給は十分だが投資先がない
- 資金供給と投資額が釣り合っている
- その他

(出所)経済産業省(2007)より取得し、筆者作成

- 5       そこで GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)のような超多額の運用資金を持つ機関にベンチャー投資してもらえるような施策が必要である<sup>75</sup>。実際 GPIF はスチュワードシップコードを導入している<sup>76</sup>。ただしベンチャー投資はハイリスク・ハイリターンの運用方法である。懸念事項であろうハイリスクを薄めるためには誠実な運用をしているという VC の情報開示が必要なのではないだろうか。「運用会社からすると、本コードは自社が投資先企業を深く理解するためにやっている活動の内容を、投資先企業や顧客に知ってもらう有効なツールになると考えられる。逆に運用会社に投資を委託している年金ファンドにとっては、運用会社に投資を委託している年金ファンドにとっては、運用会社の投資プロセスをより深く理解できるツールができたと考えるべきである。<sup>77</sup>」
- 10
- 15       と新たな投資家を呼び込む有効な手段となりえる。スチュワードシップ責任に基づいた明確な情報開示が肝となる。出資者だけでなく、出資者となってもらえそうな人物に向けた情報開示も必要と考える。ベンチャー投資していない人をベンチャー投資したい人に増やしていくことが重要である。

<sup>75</sup> GPIF の平成 28 年度第 1 四半期末現在の運用資産額は 129 兆 7012 億円  
GPIF ホームページ(<http://www.gpif.go.jp/index.html>)参照

<sup>76</sup> 2014 年 5 月 22 日日本経済新聞朝刊「公的年金 モノ言う株主へ」

<sup>77</sup> 堀江(2014)p.13

〈ベンチャー市場データ蓄積に向けて〉

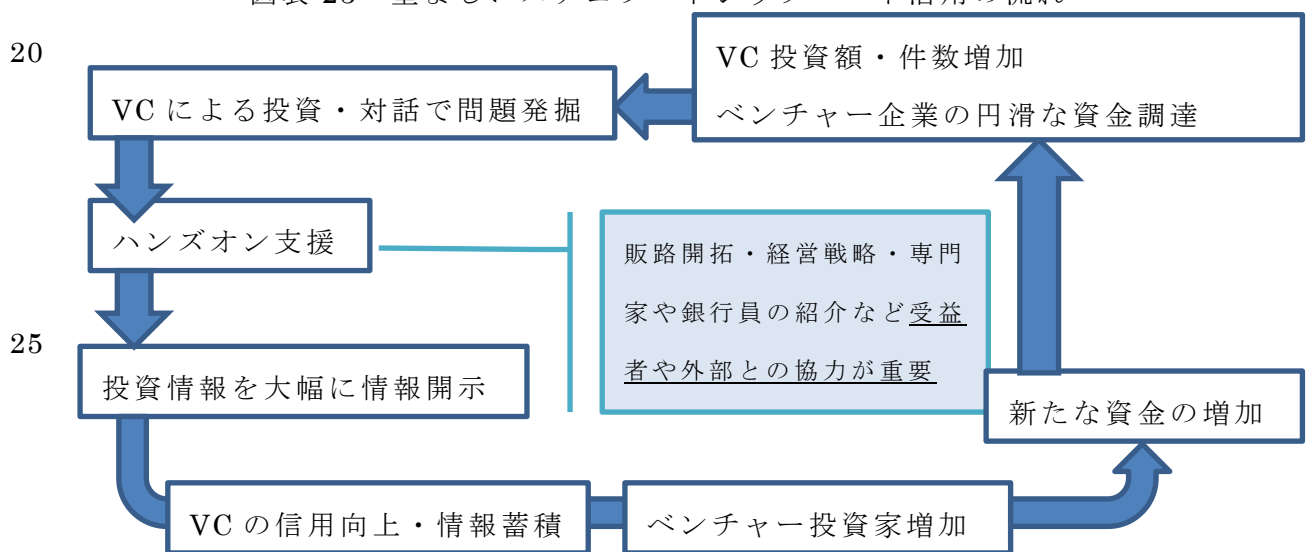
そして VC の情報開示はベンチャー市場の数値統計や事例の蓄積という情報インフラ整備にも繋がる。様々なケーススタディの元に更なる有効なハンズオンを行い、多くのベンチャー企業が育つ環境が出来上がるのではないか。その

5 ためには VC の投資額やリターンの結果報告だけでは足りない。企業に対して何故投資したのか、どのような問題を抱えており、どのような対話・ハンズオン支援を行ったのか、経営者の反応や効果はどのような物だったのか。数値だけでない詳細な投資情報を開示する必要があるだろう。投資先企業に許可を取り、「私たちはこのような企業に投資しています。」といった事例データとなる

10 メッセージを発信することも重要であろう。「関係者の同意のもとで投資先企業名を開示している VC の存在や海外の事例から考えると、日本においては情報開示に対して積極的でない VC が多いものと思われる。業界データの充実

15 われる。78」ともあり、データ蓄積の有用性は高い。データが蓄積されて様々な状況に対応できるデータベースとなり、信頼性・精度が高いものとなれば先にいったようなベンチャー市場の未参加者を呼び込むのにも役立つと思われる。

図表 23 望ましいスチュワードシップコード活用の流れ



(出所)筆者作成

78 忽那(2011)p.163

#### 4-5 小括

現状日本に外国のようなベンチャーエコシステムが確立しているとは言い難い。今まで述べてきたような課題も山積みである。政府も問題意識を持ち、各  
5 組織の連携を強くすることで、ベンチャーエコシステムの構築を目指す指針を打ち出し取り組んでいる。筆者はその中でも現場の人間であり、問題点である資金供給・ベンチャー育成としてハンズオン支援両方に深く関わる強い使命を持つ VC の活動がエコシステム構築において重要であるとした。

VC に加え、企業自身も積極的に問題に向き合うことも必要として、自らの  
10 危機を何とかしてしのがなければならない。そこで危機時の運転資金確保としてコミットメントライン・金融と共に設備投資の物融となるリースの活用を挙げた。しかしこれらは大きな成長資金とは言えない。一工夫の手段として捉えて補完的に活用することで高い効果を得られると考える。

そして VC の期待される役割から VC に対してスチュワードシップコードの  
15 活用を提案する。スチュワードシップコードは 2014 年に施行されており、機関投資家から投資先企業に対する対話やエンゲージメントが促されている。議決権の行使や密接な対話の元に企業価値向上・持続的成長そして受益者までの中長期的な投資リターンを目的としたものである。対話をもって経営戦略を深め、ブラッシュアップすることにより、企業価値向上への道筋を明確化するも  
20 ののである。

そこで筆者はベンチャー市場においてもこのスチュワードシップコードは当てはまるものだと論じる。特に VC がベンチャー投資のインベストメント・チェーンから見てスチュワードシップコードに基づいた活動が必要である。

VC からベンチャー企業に向けて求められているハンズオン支援の向上のため  
25 の対話からの個別の議論・提案というエンゲージメントがまず求められる。よって「死の谷」「ダーウィンの海」といったベンチャー企業が乗り越えなくてはならない問題の解決からさらなる成長へと望むことができるのではないだろうか。ベンチャー企業自身にとっても経営戦略を深めるだけでなく、対話からの行動を通し、新たなステークホルダーの増加による新たな販路開拓・資金調  
30 達が望めるのではないだろうか。IR の充実化による企業統治の向上や成長後の

対応と言う力も付くだろう。

またベンチャーキャピタルから受益者に向けたスチュワードシップ責任も重要な要素となる。VC が投資できる金額を増やしていくために、受益者に向けた情報開示も必要である。既存の投資家はまたベンチャー投資してもらうために、そして GPIF といった超多額の運用額を持つ未参加の投資家をベンチャー投資に参加してもらうためにリスクの軽減・信用力があることを伝える必要がある。更に VC が情報開示を重ね、市場データや事例データを蓄積させ、利用することで更なるハンズオンの質向上・資金供給能力向上が狙えるのではないだろうか。

10

## 終章 総括

「イノベーションのジレンマ」にあるようにベンチャー企業は大企業ができない・やれない技術を昇華させ、事業とし社会的意義の高い企業として活躍していく力が大いにある。しかし諸外国と比べ日本のベンチャー投資はまだ未成熟であり、産業発展のためにはベンチャー投資を旺盛にする必要がある。

日本と外国を比較すると日本はベンチャー投資における環境が劣っている。シリコンバレー、イスラエル、シンガポールには各国ごとのベンチャーエコシステムが確立されている。日本もこのような環境を構築する必要がある。

ベンチャー投資を担う VC においても機能を拡充していかなければならない。資金供給能力を向上させるためにはそもそも VC に出資する投資家達からの資金を集めなくてはならず、外国では年金基金という多額の資産運用額を持つ投資家が VC に投資している。企業自身においても経営上の問題は多く、研究開発がうまくいかず資金ショートする「死の谷」、ビジネスを軌道に乗せることができず、沈んでしまう「ダーウィンの海」というシード期やスタートアップ期の問題が根深い。問題を自ら解決できるとも限らず、VC のハンズオンという経営支援が必要である。大学発ベンチャーといった技術力を持つ企業がこれらに陥りやすく、手助けしなければならない。

日本もベンチャーエコシステム構築のために、各組織が課題解決の施策を取

らなければならない。シード・スタートアップの企業個々が問題に対応する手段としての運転資金に着目したリースやコミットメントラインの活用。ベンチャー投資の循環を構築していくためにまず VC が取り組まなくてはならないものとしてスチュワードシップコードに即した活動である対話を通じたハンズオンと情報開示から始まる新規資金の獲得、情報蓄積を挙げた。

以上のような活動からベンチャーエコシステムを構築することで、ベンチャー企業の資金調達を円滑なものとし、日本ひいては世界の産業の発展を期待したい。

10

#### 参考文献

- 15 IAI ジャパン 三澤正弘・石原達夫・岩崎敬一・上谷達也・江田実・片岡義夫・小原順・瀬戸公介・前島勇・箕浦勤・八幡恵介・八幡真也「創業期企業における企業統治のあり方」(2002) 日本ベンチャー学会第 5 回全国大会発表  
秋山義継『ベンチャー企業経営論』(2015) 税務経理協会  
秋山義継・松岡弘樹『ベンチャー企業経営論』(2009) 税務経理協会
- 20 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳・佐藤淑子『経営戦略とコーポレートファイナンス』(2013) 日本経済新聞出版社  
出雲充「未来の価値を売り込む「ゼロ・トゥ・ワン」の交渉術」(2016) Diamond Havard Business Review 2016 年 5 月号  
市川隆治「ベンチャー白書 2015 発表資料」(2015) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター
- 25 伊藤智久・木村康宏・山本史門「大企業によるベンチャー企業とのオープンイノベーション 情報通信・エレクトロニクス分野の事例から紐解く突破口」(2013) 知的資産創造 2013 年 10 月号  
江藤俊太郎「イノベーションのジレンマに克つ 「ターンオーバーリスク」とガバナンス、
- 30 中計、ビジョン」(2016)大和総研重点レポート経営コンサルティング本部

- OECD「OECD 対日審査報告書 2015 年版」(2015) OECD(Organization for Economic Co-operation and Development : 経済協力開発機構)
- OECD「Main Science and Technology Indicators」(2013) Volume 2013 Issue 1
- 大前研一・アタッカーズビジネススクール『ベンチャー起業実践教本』(2006) 株式会社  
5 プレジデント社
- 太田珠美「日本版スチュワードシップコードが企業に与える影響」(2014) 証券アナリスト  
ジャーナル 2014 年 8 月号
- 大藤康博・高橋修三・木口愛友・徳島勝幸「年金による PE 投資の実際と今後への展望」  
(2015) 証券アナリストジャーナル 2015 年 3 月号
- 10 奥谷貴彦「ベンチャー企業の資金調達」(2012) 大和総研 Economic Report  
株式会社価値総合研究所「大学発ベンチャーの初期条件(環境)の向上策」(2007)文部科学  
省科学技術調査資料作成委託事業
- 北野陽平「シンガポールにおいて活性化するベンチャー育成に向けた取り組み」(2015) 野  
村資本市場クォーターリー 2015 Summer
- 15 木村祐基・柳良平『コーポレートファイナンスの実務「投資家との対話」と企業価値創造  
戦略』(2011) 中央経済社
- 鯨井基司・坂本恒夫『ベンチャービジネスハンドブック』(2008) 税務経理協会
- 倉林陽「コーポレートベンチャーキャピタルにおける組織とパフォーマンス」(2016) 同  
志社製作科学研究
- 20 忽那憲治『ベンチャーキャピタルによる新産業創造』(2011) 中央経済社
- 忽那憲治・長谷川博和『ベンチャーキャピタルハンドブック』(2006) 中央経済社
- 経済産業省「ベンチャー有識者会事業ステージ」(2014)
- 経済産業省「平成 27 年度大学発ベンチャー調査結果概要」(2015) 経済産業省産業技術  
環境局大学連携推進室
- 25 経済産業省「ベンチャーキャピタルを通じた資金供給〈現状と課題〉」(2007) 経済産業省  
ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会第 3 回
- 斎藤茂樹・山本千秋「ベンチャーキャピタル業界の変遷と課題 リスクマネー供給の担い  
手としての期待に込めているか」(2014) 金融財政事情 2014 年 12 月 15 日号
- 佐藤淑子『IR の成功戦略』(2015) 日本経済新聞出版社
- 30 JETRO「米国における資金調達方法ガイドブック」(2009) ジェトロ サンフランシスコ

センター

清水健太「コーポレートベンチャーキャピタルの役割に展開に関する日米比較」(2010) 経営力創成研究第6号

ジャパンベンチャーリサーチ「2014年未公開ベンチャー企業の資金調達状況」(2015)

- 5 住田俊二「企業統治を考える -オーナー企業の強みを活かし、弱みをカバーする-」(2007) 企業診断ニュース 2007年7月号

進藤晶弘『起業で本当に成功するために大切なこと』(2015) 日本経済新聞出版社

高見茂雄・蜂谷豊彦「ベンチャー企業の企業価値評価-ベンチャーキャピタルの視点から-」(2002) 富山大学紀要・富山大学経済論集

- 10 谷中和也「グローバル・タックス・サテライト 国際部員が見たシンガポールの税務事情」(2014)東京税理士界

中小企業庁「中小企業白書」(2013)

出川通・田辺孝二「死の谷を超えるためのベンチャー経営の課題-3社のケーススタディから-」(2006)第21回年次学術大会講演

- 15 徳島勝幸「年金によるPE投資の現状と期待される役割」(2015)証券アナリストジャーナル 2015年3月号

西澤昭夫「NTBFsによるハイテク産業形成の条件」(2010) RIETI Policy Discussion Paper Series

西村和夫「PE投資の実務と例」(2015)証券アナリストジャーナル 2015年3月号

- 20 西山茂「シリコンバレーバンク・ファイナンシャル・グループのベンチャー支援活動-支援内容・融資方針・収益モデル-を中心に」(2012)年報財務管理研究 2012年3月31日号  
日本公認会計士協会「ベンチャー企業及び中小企業の育成に際しての課題とその解決策について」(1999)経済研究調査会研究報告第8号

日本公認会計士協会東京会◎『起業家・ベンチャー企業支援の実務』(2011) 株式会社ぎょうせい

- 25 日本経済再生本部「ベンチャー・チャレンジ2020」(2016) 経済産業省

日本版スチュワードシップコードに関する有識者検討会「「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップコード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」金融庁

- 30 野村敦子「今必要とされる CVC への取り組み～既存企業とベンチャー企業の連携促進に



- 向けて〜」(2014) 日本総研 Research Focus
- 野村敦子「我が国におけるベンチャー支援の在り方-既存企業とベンチャー企業のパートナーシップを通じたベンチャーエコシステムの形成に向けて-」(2015) 日本総研 JRI レビュー Vol.3
- 5 野村総合研究所「平成 26 年度 企業・ベンチャー支援に関する調査 エンジェル投資家等を中心としたベンチャーエコシステムについて 最終報告書」(2015) 株式会社野村総合研究所
- 長谷川博和『[決定版] ベンチャーキャピタリストの実務』(2007) 東洋経済新報社
- 長谷川博和『ベンチャーマネジメント [事業創造] 入門』(2010) 日本経済新聞出版社
- 10 長谷川博和「日本のベンチャーキャピタルの現状と今後の発展論-“Connect!”(共創)活動の重要性-」(2014) 証券アナリストジャーナル
- 日隈信夫「革新的企業におけるイノベーションと経営戦略-理論的考察-」(2014)中央学院大学商経論集 Vol29
- 藤野英人『「起業」の歩き方』(2013) 実務教育出版
- 15 ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会最終報告書〜ベンチャー企業の創出・成長で日本経済のイノベーションを〜」(2008)経済産業省
- 藤井智朗・笹本和彦『スチュワードシップコード時代の企業価値を高める経営戦略-企業と投資家の共生に向けて』(2014) ニッセイマネジメント株式会社 中央経済社
- 20 藤倉孝行「ベンチャー企業育成の現状と課題」(2016) 金融ジャーナル 2016年2月号
- 堀江貞之「日本版スチュワードシップコードの重要性-目的を持った対話の重要性-」(2014)証券アナリストジャーナル 2014年8月号
- 堀江貞之「日本版スチュワードシップコードの現状と課題-投資先企業の持続的成長を目指した目的を持った対話の必要性」(2014)野村総合研究所金融 IT イノベーション研究部
- 25 堀江貞之・杉浦秀徳「日本の上場企業の資本生産性向上に向けた提言」(2013) 月間資本市場 2013年9月号
- 堀江正人「イスラエル経済の現状と今後の展望〜知られざる中東のハイテク・ベンチャー大国〜」(2013) 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング
- 松田修一『日本のイノベーション 2 ベンチャー支援ダイナミズム』(2011)
- 30 松田修一『ベンチャー企業 第4版』(2014) 日本経済新聞出版社

松本足渡「イスラエル ベンチャー企業がなぜ強いのか」(2014)ジェトロセンサー2014  
年3月号

水永政志『入門ベンチャーファイナンス』(2006)ダイヤモンド社

大和総研「平成20年度企業年金のベンチャーキャピタルへの投資拡大に向けた可能性調

5 査委託事業」

吉野完「R&D バブル崩壊後のハイテク開発戦略 「死の谷」を越えて」(2003) 知的資産  
創造 2003年5月号

米倉誠一郎『ケースブック 日本のスタートアップ企業』(2005)株式会社有斐閣

渡辺智子『コーポレート・ガバナンスと企業理論』(2006)慶應義塾大学出版会株式会社

10

追手門学院大学ベンチャービジネス研究所 HP

(<https://www.otemon.ac.jp/research/labo/venture/>)

金融庁 HP(<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1.htm>)

経済産業省(<http://www.meti.go.jp/policy/newbusiness/>)

15 日本のベンチャー企業への公的支援策の効果に関する研究

(<https://dspace.wul.waseda.ac.jp/dspace/bitstream/2065/37652/1/Gaiyo-5843.pdf>)

米国 NIST(アメリカ国立標準技術研究所) (<https://www.wispro.org/>)

ベンチャーエンタープライズセンターイスラエル通信 vol.2「イスラエルでの企業-企業家  
はヒーロー、オープンで親日的-」(<http://www.vec.or.jp/2016/03/22/israel02/>)

20 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)HP(<http://www.gpif.go.jp/index.html>)