

日本のベンチャー企業における 資金調達について

Cブロック

立命館大学 三谷ゼミ
(片山班)

目次

	はじめに	3
	第 1 章 ベンチャー企業概論と米国スタートアップ企業の発展	5
	第 1 節 ベンチャー企業概論	5
5	第 1 項 ベンチャー企業の定義	5
	第 2 項 ベンチャー企業の成長ステージと資金調達	5
	第 2 節 米国のベンチャー企業	6
	第 1 項 米国スタートアップ企業の資金調達方法	7
	第 2 項 ステージ毎に見る Google の成長	10
10	第 3 項 米国ベンチャーキャピタル	11
	第 4 項 米国を支える産業クラスター	12
	第 2 章 日本のベンチャー企業の発展と現状	15
	第 1 節 日本における過去 3 度のベンチャーブーム	15
	第 1 項 第 1 次ベンチャーブーム	15
15	第 2 項 第 2 次ベンチャーブーム	16
	第 3 項 第 3 次ベンチャーブーム	17
	第 4 項 過去のベンチャーブームから読み取れる課題	18
	第 5 項 第 4 次ベンチャーブームの兆し	19
	第 2 節 日本のベンチャー企業の現状	19
20	第 3 章 ベンチャーファイナンスの特殊性	21
	第 1 項 意思決定の相違	23
	第 2 項 投資と資金調達との関連性	23
	第 3 項 外部投資家の経営参加	24

	第4項	情報の非対称性の問題.....	24
	第5項	インセンティブの調整と資金調達.....	25
	第6項	リアル・オプションに関する比較.....	26
	第7項	投資回収での相違.....	26
5	第4章	ベンチャー企業における資金調達のあり方.....	27
	第1節	ベンチャー企業のライフサイクル.....	28
	第1項	シード期.....	28
	第2項	スタートアップ期.....	31
	第3項	急成長期.....	32
10	第4項	安定成長期.....	34
	第2節	ベンチャー企業の事業計画書.....	35
	第1項	一般企業の事業計画書との相違及び目的.....	36
	第2項	マイルストーンを用いた事業計画書.....	38
	第3節	情報の非対称性がもたらす諸問題への対策.....	40
15	第5章	ベンチャー企業を支援する公的な政策.....	43
	第1節	ベンチャー投資促進税制.....	43
	第2節	ガバメント・クラウドファンディング.....	44
	おわりに	.....	46
	参考文献	.....	47
20	[書籍]	.....	47
	[論文]	.....	47
	[ウェブページ]	.....	48

はじめに

わが国は戦後復興期以降、高度経済成長期や安定成長期を経て経済発展を遂げてきた。しかし近年は加工輸出産業すなわち「ものづくり大国」として日本の経済成長を担ってきた製造業は賃金の安い海外へ拠点を移し、産業の空洞化などの問題を引き起こした。この傾向は日本だけではなく多くの先進国に見られる傾向であり、そうした国々では新たな産業の創出が急務となっている。加えて日本では少子高齢化が進み総人口のうち 65 歳以上の高齢者が占める割合は 2014 年時点で 26% (平成 27 年版高齢社会白書 (全体版) より) と世界的に見ても非常に高く、働き盛りの世代が減少する一方で社会保障費等が上昇し、日本が「ハイコスト国家」になっているのは疑いようのない事実である。

こうした状況でこれからの日本が活力を保ち、国際競争力を維持し続けるためには新たな付加価値と革新性をもたらすベンチャー企業の存在が不可欠であり、同時にこれらのベンチャー企業が生まれる土壌が求められる。そこで本論文では、世界に通用する数多くのベンチャー企業を生み出しベンチャー先進国と言われる米国を参考にしながら、日本のベンチャー企業の現状について検証し、日本のベンチャー企業が成長するための資金調達方法及びそれを支援するシステムについての考察を行う。

第 1 章では、ベンチャー企業の総論とベンチャー先進国として成功を収めた米国でのベンチャー企業の発展経緯について述べる。同章で、米国はシリコンバレーをはじめとした産業クラスターを有し、それらの産業クラスターが米国のベンチャー企業創生に非常に大きな役割を果たしたことを明らかにする。続く第 2 章では、米国との比較を踏まえて日本のベンチャー企業の発展と現状について考察を行う。日本では過去 3 度のベンチャーブームが訪れたが、いずれも日本を米国並みのベンチャー大国に押し上げるには至らなかった。その原因としては、日本では米国ほど産業クラスターが集積されなかったことと、外部環境に適切に対応するための助言を与えるハンズオン型ベンチャーキャピタルが普及しなかったことが考えられる。第 3 章では、ベンチャーファイナンスにおいて、アントレプレナーと外部投資家間の情報の非対称性に起因する特有の諸問題があることに着目する。アントレプレナーと外部投資家との間の情報

の非対称性が存在することや、ベンチャーファイナンスではリアル・オプションが重視されることは、資金調達の方法を考える上で大きなヒントになる。

第 4 章では、前章での分析やアントレプレナーを取り巻く諸問題に関する考察を踏まえて、これからのベンチャー企業が各成長ステージでどのように資金

5 調達を行っていくべきかを検討する。シード期では、イニシャル投資としてのインキュベーターシステムや、近年、政府や自治体が力を入れている補助金・創業支援の活用を提案する。続くスタートアップ期では、少ない資本を有効活用するため、リースやアウトソーシングを活用していくことが重要である。また、この段階から大企業やハンズオン型のベンチャーキャピタルとの結びつき

10 を強めることはベンチャー企業にとって経営戦略上重要である。急成長期では、売上高が増加し企業として成長していく時期であり、支払い能力の向上を背景に多様な資金調達が出来るようになる。すなわち、負債による調達が選択肢に加わることによって、より大規模な投資が可能になるということである。急成長期を経たベンチャー企業は安定成長期をむかえる。安定成長期においては、

15 外部投資家が投資の回収を目論むため、どのような Exit を行うかを考えなければならない。本論文では、IPO だけではなく、米国で積極的に利用されている M&A による Exit を日本でも活用していくことが重要であるということを主張する。同章では、このような成長ステージごとの資金調達手段に関する考察に加えて、ベンチャー企業が外部投資家との関係を構築する上で非常に重要な

20 役割を果たす事業計画書についても考察を行っていく。特に、シード期におけるベンチャー企業が外部投資家との資金調達に関する交渉を有利に進めるため、事業計画書にマイルストーンを組み込むことで段階的・継続的な資金調達を行うことができるという可能性を示唆する。また、ベンチャー企業が投資を行う際、投資家との間の情報の非対称性は常に問題となるが、この点に関しても、

25 シグナリング・スクリーニング・ボンディング・モニタリングといった観点に着目することで解消されるという可能性を考察する。

第 5 章では、長期的に日本でも産業クラスターを活性化させるための税制や、クラウドファンディングの改良型であるガバメント・クラウドファンディングの手法についても論じる。

第1章 ベンチャー企業概論と米国スタートアップ企業の発展

本章ではベンチャー企業全般についての概論と、現在世界で最も多くのベンチャー企業を生み出している米国でそれらがどのように発展し、現在に続いているのかを述べる。

5

第1節 ベンチャー企業概論

第1項 ベンチャー企業の定義

「ベンチャー企業」には法律などによる明確な基準が定められていないため、明確な定義はない。本論文ではベンチャー企業を主旨文に沿い「創業からあまり時が経っておらず、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業」と定義している。

10

ベンチャー企業は社員数が少ない企業が多く、利用できる経営資源は中小企業に近い状況にある。日本のベンチャー企業は業種として米国でも盛んな情報・通信業が多数を占めているが、日本の特徴である高齢化を反映し、医療・福祉業といった分野においてもベンチャー参入が増加している。

15

第2項 ベンチャー企業の成長ステージと資金調達

ベンチャー企業が継続的に発展し、成長していくためには、多くの壁を乗り越え自己脱皮していかなければならない。その成長ステージにはいくつかの分け方が存在するが、本論文では松田（2014）のシード期・スタートアップ期・急成長期・安定成長期の4つを用いる。ベンチャー企業は企業として成長していく中で、設立・ストックオプションの発行・株式分割・上場時の新株の発行と様々な資金調達のアクションを起こす。種々の資金調達手段のうち、成長ステージによって適切な資金調達方式を選択して行う事が理想であり、詳細については第4章にて後述する。またベンチャー企業の1つの区切りとしては株式市場への上場だけではなくM&Aも考えられる。特に米国ではM&Aが積極的に活用され、日本のベンチャー企業よりもExitまでの期間が短いとされている。

20

25

30

表 1 借入と増資の性格の違い

	借入（間接金融）	増資（直接金融）
返済義務	あり	なし
議決権付与（経営参加）	なし	あり
重視されるポイント	安定性・担保現在の収益力	成長性・経営者

（筆者作成）

ベンチャー企業が行う資金調達をベンチャーファイナンスと呼ぶ。ベンチャー
 5 ーキャピタルからの出資や、公的金融機関からの融資、民間金融機関からの投
 融資、私募債など多くの手段がある。ベンチャー企業に限らず株式会社の資金
 調達の主な手法として、前項表 1 のように増資による資金調達（直接金融）と
 金融機関からの借入（間接金融）による資金調達がある。しかし、事業リスク
 10 の高いベンチャー企業は銀行融資等の間接金融では十分な資金調達を行うこと
 が難しく、とくに初期ステージでは直接金融による成長資金の調達が重要な手
 段となっている。

株式公開を目指すベンチャー企業にとって有効な調達手段はベンチャーキャ
 ピタル（VC）からの資金導入である。ベンチャーキャピタルはベンチャー企業
 の今後の成長性と経営を重視し、株式公開を果たした後にその株式を売却し、
 15 キャピタルゲインを得ることを目的としている。

第 2 節 米国のベンチャー企業

本節では、ベンチャー先進国である米国のベンチャー企業の資金調達、ベン
 チャー企業による IPO (Initial Public Offering、新規株式公開) の状況、そし
 20 てベンチャー企業に投資するベンチャーキャピタルについて紹介する。

なお、「ベンチャー」という言葉は、米国ではベンチャーキャピタル（VC）
 を指し、日本語でいうベンチャー企業は「スタートアップ (startup)」と呼ぶ。
 米国 Btrax の CEO である Brandon k. Hill はスタートアップを「新しいビジネ
 スモデルを開発し、ごく短時間のうちに急激な成長と Exit を狙う事で一攫千
 25 金を狙う人々の一時的な集合体」と定義しており、創業からの期間を限定して

いないことから日本の「ベンチャー企業」よりもやや広範な概念である。したがって米国で盛んな社内ベンチャーのように大企業の一部として新事業に取り組むこともスタートアップとして認識されている。

5 第1項 米国スタートアップ企業の資金調達方法

米国は、スタートアップ企業の成長に必要なファイナンスシステムが世界一整備された国である。同国での資金調達の主要な方法は自己資金、家族、親戚、友人からのスイートマネー、株式による出資、エンジェル投資家、ベンチャーキャピタル、金融機関、米国政府プログラム(SBA、SBIR)などがある。以下では
10 米国のスタートアップの創業から、株式の新規一般公開または大企業による買収に至るまでの一連のライフサイクルについて述べる。

シード期

シード期は、スタートアップ企業のライフサイクルにおいて最も初期の段階
15 である。この時点では自己資金を中心に事業計画を練り、実行に移すための下準備を行う。アントレプレナー自身の資金、家族と親戚等からの調達をベースに事業を計画し、市場への参入に先駆けてエンジェル投資家などからの出資を募ることも考えられる。ベンチャーエンジェルとはスタートアップ企業に出資を行う個人を指し、自身も企業によって財を成した起業家が多い。米国では多
20 数のエンジェルがスタートアップ企業に投資を行っており、ACA(Angel Capital Association)発表のデータによるとその額は年間 229 億ドル(2012年)にものぼる。一人のエンジェルが行う投資額は 5000 万円程度(ACA Halo report より)と小口であるため、エンジェル投資家は知人などのスイートマネーと後述するベンチャーキャピタルの中間的存在であるといわれる。米国では 2012 年
25 に法改正が行われ、スタートアップ企業とエンジェル等を繋ぐプラットフォームが解禁された。現在では AngelList というサイトが有名である。比べてこの段階ではビジネスの実現性は低く、巨額の投資を専門とするベンチャーキャピタルからの資金調達は困難であることが多い。

下記の表 2 は米国および日本における年間のエンジェル投資額、またそれを行
30 った投資家の数を表している。この表が示す通り、米国には日本と比較にな

らないほどのエンジェル投資家が存在し、その投資額も莫大になっている。米国のスタートアップ企業の多くは、創業序盤の資金をエンジェル投資家から調達している。

表 2 日米におけるエンジェル投資の比較

	米国	日本
エンジェル投資家の数	268, 000 人 (2011 年)	834 人 (2010 年)
エンジェル投資総額	2.3 兆円 (2012 年)	9.9 億円 (2011 年)

5 日本のデータは経産省より、米国のデータは ACA より

スタートアップ期

この段階ではスタートアップ企業が本格的に事業を開始し、それに伴う先行投資のための資金需要が発生する。この段階では企業に資金を供給する主体として、会社の立ち上げ時点から投資を行うエンジェル投資家に加え、事業を開始してからやや大規模な投資を行うベンチャーキャピタルが登場する。創業者は事業の発展に必要な資金を募るため、更に詳細な事業計画を立案し、ベンチャーキャピタルに提示することになる。投資を決めたベンチャーキャピタルは、通常ベンチャー企業に取締役を派遣し、彼らの経営に助言や監督といった形で経営に参加していく。これをハンズオン型の投資といい、アイデアや技術を持つアントレプレナーをビジネスのプロである派遣取締役員が助ける仕組みになっている。

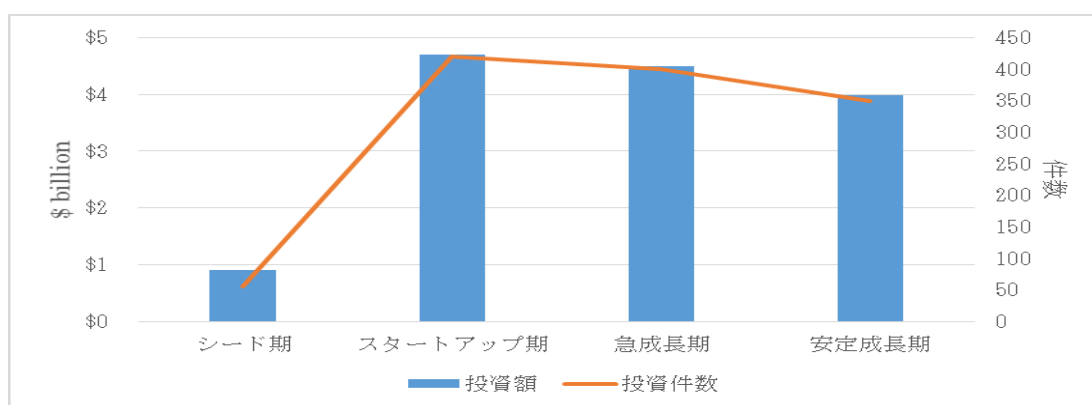


図 1 米国におけるスタートアップ投資件数・投資額(ステージ別)、NVCA 資料より作成 (2015 年通期)

図1の示す通り、米国の投資件数をステージ別にみると、このスタートアップ期が最も高く420件以上であった。このことから米国ベンチャーキャピタルの多くは先述したハンズオン型で、事業開始後まもなく投資を始めていることが分かる。ステージ別の投資額では、急成長期においても多額の投資を継続している。また、米国ではスタートアップ期にて比較的リスクに寛容な銀行など金融機関が貸し出しを行う場合がある。代表例としては投資銀行の Silicon Valley Bank や、商業銀行の Comerica Bank などがある。

急成長期

この段階では事業の規模が広がりスタートアップは企業として成長していく。製品・サービスの売り上げやコスト削減によって収益性・利益率を確保することも要求され、目標を達成できなければベンチャーキャピタルによる資金提供が停止される場合もある。この段階でも依然としてベンチャーキャピタルからの出資を受けてはいるが、収益が増え、キャッシュフローが安定すれば銀行との取引も視野に入る。また、中小企業を支援する公的機関の補助金を活用するケースも見られる。

安定成長期

スタートアップ企業の事業が成熟し安定成長期に達すると、ベンチャーキャピタルを始めとする投資家の注目は投資の回収、すなわち目前に迫った Exit を意識する。Exitの方法としては主に、スタートアップ企業を株式市場に上場させる IPO（新規株式公開）や、大企業に株式や事業を売却する M&A などが考えられる。ベンチャーキャピタルはキャピタルゲインを得るためにこの Exit を非常に重要視している。また、米国は日本に比べて、Exit 手段が非常に充実している国だと言われている。ベンチャー白書(2015年度版)によると米国で2014年にIPOを行ったベンチャー企業（ベンチャーキャピタルからの出資があるもの）は115社で、上場企業数・IPOによる新規調達額共に年々増加傾向にある。

次頁の資料、NVCA YEARBOOK 2015（VEC作成）によれば1985年にはベンチャーキャピタルの Exit として全体の80%強のシェアを持っていた。しかしIPOによるExitはその後M&Aに取って代われ、2014年のIPOは総EXIT数574の

うち 115 (20%) と、かつての 4 分の 1 以下にまで減少している。原因としてはコンプライアンス意識の高まりや SOX 法によって株式市場への上場、または上場を維持するコストが上昇したことが考えられる。対照的に、企業経営の選択肢として M&A の人気が高まり、とくに大企業にとって成長著しいスタートアップ企業は魅力的に映るようになった。また、Google といった IT 企業は M&A に積極的で、このような企業もスタートアップ企業の買い手として重要な位置を占めている。

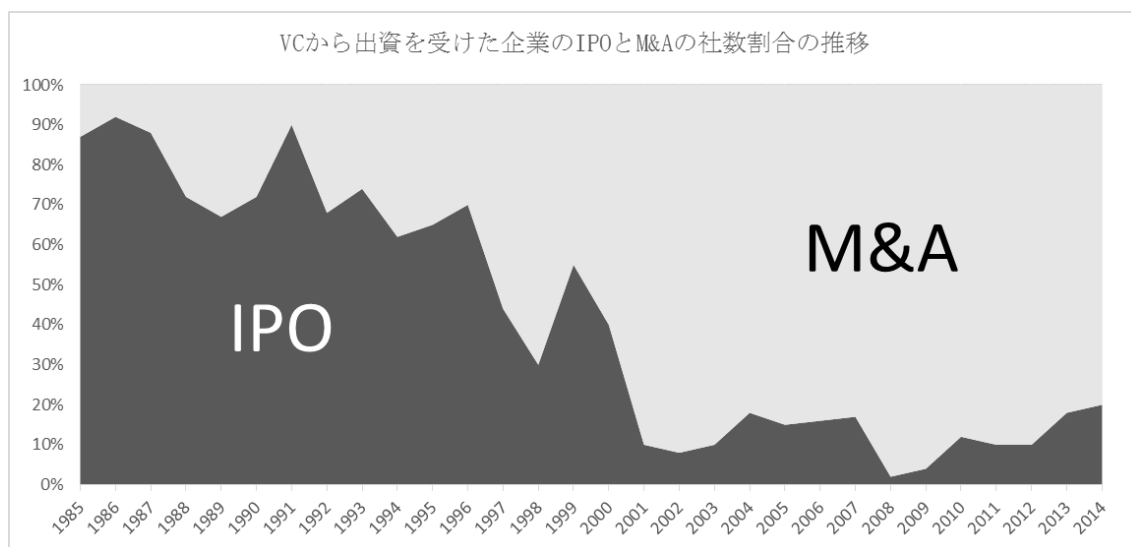


図 2 VC から出資を受けた企業の IPO と M&A の社数割合の推移

10 NVCA YEARBOOK 2015 より (VEC 作成)

IPO や M&A が実現すると、一般的にスタートアップ企業としてのライフサイクルは完了したものと見なされる。

15 第 2 項 ステージ毎に見る Google の成長

では前項で紹介した各成長ステージで、実際の米国スタートアップはどのような資金調達を行ってきたのだろうか。ここでは検索エンジン、クラウドコンピューティング、ソフトウェア、オンライン広告などを提供する Google (現在は Alphabet) を例に取り上げながら、ステージごとの資金調達について見ていくこととする。ラリー・ページとセルゲイ・ブリンによって創業された Google は 1998 年にアンディ・ベクトルシャムから 10 万ドルの資金援助を受け、本

20

格的な研究開発を開始する。アンディ・ベクトルシャイムは自身も企業経験のあるエンジェル投資家で、2人の開発している検索エンジンを高く評価していた。彼の支援を受けた Google はその後短期間のうちに 100 万ドルの出資を集め、シード期に十分な研究開発資金の確保に成功する。やがてシリコンバレー
5 の中でも注目されるようになった Google は 1999 年セコイア・キャピタルから 2,500 万ドルの資金調達を行い、翌年には Yahoo! の検索エンジンとして採用された。スタートアップ期の Google は、ベンチャーキャピタルから供給される潤沢な資金を元手に積極的に買収を行い、2001 年初の公開買収として Deja を傘下に加えた。Apple や goo とも提携し、売上高の急成長期に突入した Google は
10 2004 年にナスダックに上場を果たしたが、その買収熱は留まるところを知らなかった。得た利益や株式市場からの資金を YouTube、Android、DoubleClick の買収に投じ、現在の Google の基幹となる事業を次々と発表した。

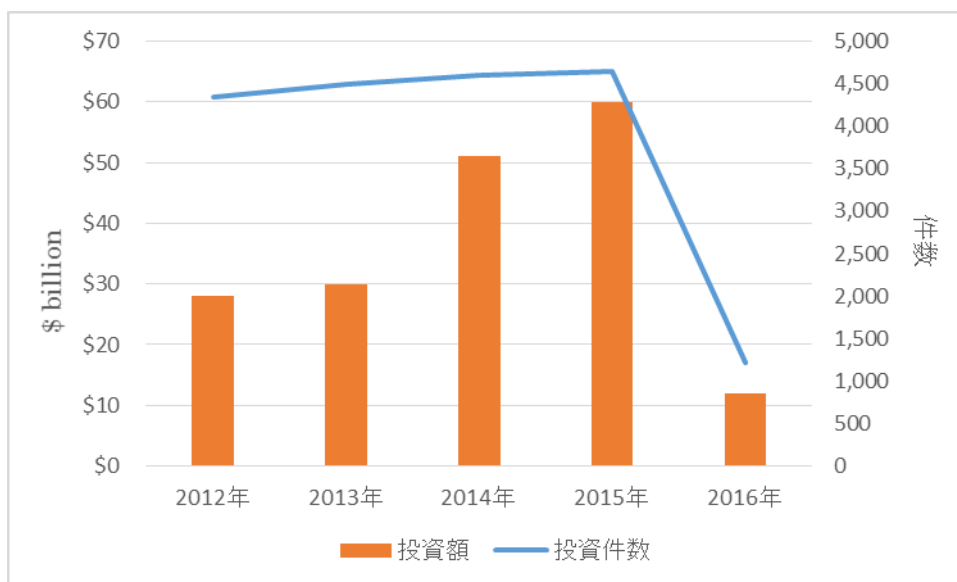
現在までに 100 社以上の買収を行い、今なお爆発的な成長を続ける Google (現 Alphabet) がスタートアップ企業としてのライフサイクルを完全に終えた
15 のかという点には少々疑問が残るが、少なくとも同社がエンジェル投資家、ベンチャーキャピタル、新興市場といったスタートアップ企業としては王道ともいえる資金調達の軌道に乗って成長してきたことは事実である。また、Google の飛躍の要因となった先進的な買収は、ベンチャーキャピタル等からの潤沢な投資資金によって可能になったのであり、このような円滑な資金調達が同社の
20 根本的な部分での支えになったといえるだろう。

第 3 項 米国ベンチャーキャピタル

Google の例で示したように、驚異的な成長を実現した米国ハイテク企業にとってベンチャーキャピタルは非常に重要な存在である。NVCA (National
25 Venture Capital Association: 米国ベンチャーキャピタル協会) によれば 2014 年時点でのベンチャーキャピタルは 803 社、ファンドは 1206 本あり、カリフォルニア州に最も多くのベンチャーキャピタルが存在している。1946 年に現在のベンチャーキャピタルのような組織 ARD は最初のベンチャーキャピタルとして、
30 米国東海岸のボストンに設立された。1958 年に中小企業投資会社法が制定されてから様々な投資家が参加し、ベンチャーキャピタルによる投資を活発化させ

ていった。加えて、ベンチャー企業やベンチャー企業向けの投資に対する税制面の優遇策が図られ、政府資金を利用したスモール・ビジネス・インベストメント・カンパニー (SBIC) という政府認可のベンチャーキャピタルが作られることになった。西海岸でも、シリコンバレーにおいてベンチャーキャピタルの先

5 駆けが設立されている。1960年代のベンチャー企業向けファイナンスは、民間ベンチャーキャピタルと SBIC の投融資を中心に順調に発展していった。特に60年代後半には、冷戦や宇宙開発の盛り上がりによって軍需・航空宇宙産業からトランジスタや集積回路の多額の発注が続いたことを背景に、米国での最初のベンチャーブームが起こっていくことになる。



10

図3 米国におけるベンチャー投資件数・投資額 (NVCA より作成)

※なお、2016年は第一四半期終了時点の数値である

上に示したのは全米でのベンチャー投資総額と案件数の推移である。2015

15 年の米国におけるベンチャー投資額は、600億ドルであり、2012年の280億ドルから大幅に増加した。投資件数の伸びに対して投資額の増加幅が多いことを踏まえると、大型の投資案件が増えていることが予想できる。

第4項 米国を支える産業クラスター

20

シリコンバレーは、サンフランシスコの南に位置する米国随一の産業クラスターである。1956年にシリコンバレーに設立されたショックリー半導体研究所

がシリコンバレーの先駆けと言われている。

1958年、ベンチャー振興政策の一環として「中小企業投資法」が制定され、ベンチャー企業やベンチャー企業向け投資に対する税制面の優遇策が図られるようになった。その結果、政府資金を利用したSBICという政府認可のベンチャーキャピタルが作られ、60年代シリコンバレーに半導体を中心としたハイテク産業の集積が本格的に始まった。

1974年のERISA法(従業員退職所得保障法)による年金基金に対する分散投資の奨励と運用受託者責任の強化や、一旦引き上げられたキャピタルゲイン税率の1978年の引き下げ(49%から28%へ、81年には20%)で、年金基金のベンチャーキャピタルへの投資を行いやすくなった。さらにその後、80年代「中小企業投資促進法」の導入によりシリコンバレーのベンチャーキャピタルは大きく成長していくことになる。

1993年にインターネットの商用化が始まる。それをきっかけに「IT革命」と呼ばれ、技術改革の波に乗って、アマゾン(Amazon.com)(1994年創業、1997年上場)、eBay(1995年創業、1998年上場)、Yahoo!(1994年創業、1996年上場)、Google(1998年創業、2004年上場)など新しいネット系企業の創業が相次ぎに大規模の会社に急成長を遂げた。株式公開を目指すベンチャー企業が急増し、一時は上場企業数も増大した。

和田(2012)によると、米国でIT企業の起業が盛んとされる背景には、大きく分けて文化的要因及び構造的要因の2種類があるという。文化的な要因としては、米国の建国の経緯などから、失敗のリスクを厭わず事業を立ち上げるチャレンジ精神が国民の間で根付いていること、その延長線上で失敗に対する寛容性も高いといった背景が、起業を促進している。構造的要因は発達した金融セクターを背景に、ベンチャー企業への投資基盤が確立されている点である。

シリコンバレーの成功の原因としては、政府の支援、大学本体がベンチャー企業への投資を積極的に行っていること(スタンフォード大学、カーネギーメロン大学など)、シリコンバレー周辺地域を中心に起業家やベンチャーキャピタルが交流できる場所が多いことが考えられる。

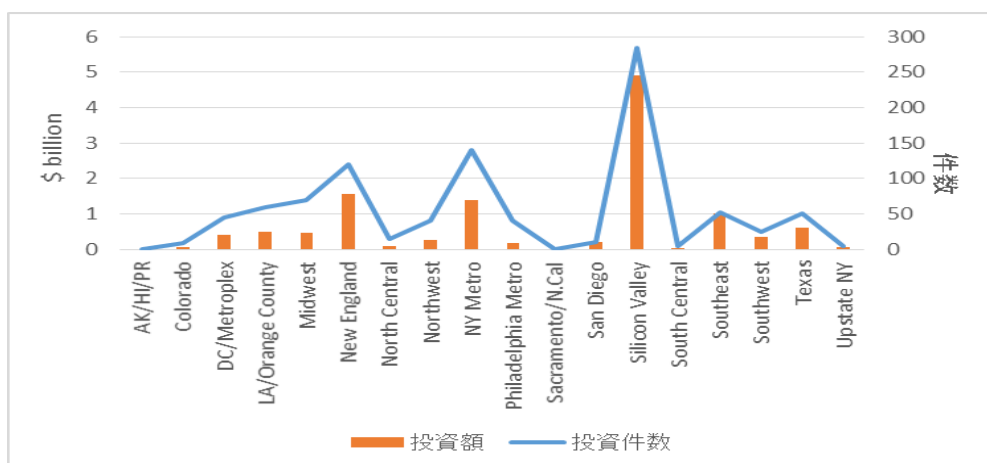


図4 米国におけるベンチャー投資件数・投資額(地域別) (NVCA資料より作成)

広大な領土を有する米国だが、スタートアップ企業の創生においては極めて

5 顕著な地域性が見られる。上記図4によると投資件数・投資額ともにその大部分がシリコンバレーに集中しており、いかに産業クラスターがスタートアップ企業にとって大きな役割を果たしているかが分かる。加えて、産業クラスターに集まるのはスタートアップ企業だけではなく、ベンチャーキャピタルや投資銀行、コンサルティング企業、専門の教育機関、様々なスキルを持った人材である。そういった周辺機関を含め、スタートアップ企業の更なる誕生・発展を

10 促進していくことが産業クラスターの最大の強みである。

シリコンバレーのようなクラスターを日本でも作るという動きが生まれてきている。2000年ITバブル真っ盛りの頃、渋谷は「ビットバレー」と呼ばれ、ITベンチャーが集積し活況を呈した。その後ITバブルの終了とともに渋谷を去ったIT企業も多いのだが、ディー・エヌ・エーやミクシィなど日本を代表するIT企業

15 の多くが渋谷に本社を置いている。

近年はクラウドコンピューター市場やスマートフォン向けアプリ・サービス市場が活気づいており、渋谷にも再びITベンチャー企業が集まり始めている。渋谷はファッションや音楽をはじめ、新たなカルチャーを生み出し発信してきた街であり、東京を代表する繁華街のひとつとなっている。周辺には代官山と

20 いった高級住宅地があり、また表参道や原宿といった商業エリアとも隣接している。渋谷には青山学院、國學院大学、聖心女子大学などの大学や学校が数多く集中しており、早くから若者文化の発信地として知られている。新たなチャ

レンジを歓迎するムードに満ちている点が、若いIT起業家を誘引する大きな要因となっている。今後の再開発により国際的なビジネス基盤も整備され、クラスターとしての渋谷は更に発展していくことが期待できる。

5

第2章 日本のベンチャー企業の発展と現状

前章では米国でのベンチャー企業の発展について述べたが、それと比較して日本のベンチャー企業はいかに発展し、どのような現状にあるのだろうか。

10 第1節 日本における過去3度のベンチャーブーム

日本には過去3度、ベンチャーブームと呼ばれる時期が到来した。本節では順を追ってそれぞれのベンチャーブームを解説する。

第1項 第1次ベンチャーブーム

15 1963年に東京・名古屋・大阪に中小企業投資育成会社が設立された。これらは、政府が支援する日本初の官制ベンチャーキャピタルである。この頃から、日本でもベンチャー企業、ベンチャービジネスという言葉が広く注目されるようになった。また、1972年に日本初のベンチャーキャピタルとなる京都エンタープライズディベロップメント（KED）、1973年には日本合同ファイナンス（現
20 ジャフコ）が設立された。特に、1972年から1974年にかけての3年間で8社ものベンチャーキャピタルが相次いで誕生した。このように、官制のベンチャーキャピタルだけではなく、民間系のベンチャーキャピタルの設立ラッシュもあり、中小企業・ベンチャー企業の資金調達の幅が広がった。また、この時期は高度経済成長のピークであり、列島改造ブームもあって、この好景気の中で
25 有望な事業機会をつかもうと「脱サラ」ブームも生じた。これらの要因により、1960～70年代前半はベンチャー企業の創業・起業が活発となった。このことが「第1次ベンチャーブーム」と呼ばれている。第1次ベンチャーブームの特徴としては、当時の日本は素材産業中心の大量生産・大量消費産業から加工組立型産業への転換期にあり、その周辺に研究開発型のハイテクベンチャー企業が
30 多く排出された。しかし、1973年の第1次オイルショックによって、中小企業

の倒産件数は急増、起業は激減し、第1次ベンチャーブームは終焉を迎えた。この頃に設立された企業として、日本電産、コナミ、CSKなどが挙げられる。

第2項 第2次ベンチャーブーム

- 5 1981年の商法改正により未公開企業に対する分ワラント債の発行が可能となった。また1983年、ジャフコは新たな投資方法として民法の「組合」をベースにした日本型投資事業組合を組成した。それに加え、店頭登録の上場基準の緩和、超金融緩和時代を迎えたことにより、ベンチャーキャピタルの設立ラッシュとなった。これらのことにより、ベンチャー企業における資金の調達先が
- 10 広がり、かつ、長期的・安定的なリスクマネーの確保が可能となった。このことを「第2次ベンチャーブーム」という。第2次ベンチャーブームの特徴として、エレクトロニクス、メカトロニクスなどのハイテクベンチャー企業が多く輩出された。代表例として大日産業、勸業電気機器、大日機工、ダッグエンジニアリングなどが挙げられる。これらの企業は、マスメディアが発表する様々
- 15 なベンチャー企業ランキングで上位の常連であった。そこで、銀行やベンチャーキャピタルは彼らにこぞって大量の資金を提供し、身の丈に合わない過大な設備投資を助長した。また、マスメディアのランキングにより、自社の技術を過信し、市場からあまり需要が高くないニッチな産業であることを考慮せず、プロダクトアウト型の経営に偏ってしまい、販路を拡大することができなかつ
- 20 た。加えて、これらの企業の大半は、自己のユニークな技術をもとに企業を設立したため、技術者が経営者であった。そのため経営者は、経理やマーケティングなどの知識は不十分なケースが多かったが、経理やマーケティングを熟知した人材を確保することは困難であった。最終的には技術者社長のワンマン経営に陥ってしまったのである。このような背景により、ハイテクベンチャーは
- 25 1986年に相次いで倒産し、第2次ベンチャーブームは終息した。

第2次ベンチャーブーム期に設立された企業として、エイチ・アイ・エス、ソフトバンク、フォーバル、オークネットなどが挙げられる。

第3項 第3次ベンチャーブーム

「第3次ベンチャーブーム」は、バブルが崩壊し、日本の経済が不況に突入した1995年から始まり、約10年間という長期にわたって続いた。

1995年に、研究開発型ベンチャー企業などを支援する「創造的中小企業促進法」が制定され、1996年には、各県でベンチャー企業へ投資する「ベンチャー財団」が設立された。また、1999年に東京証券取引所の「マザーズ」、2000年に大阪証券取引所の「ナスダック・ジャパン」という株式市場が開設された。これらは、新興企業向けのものであり、成長性が認められれば上場でき、発達段階のベンチャー企業でも株式での資金調達がし易くなった。また、インターネットの普及によるネットベンチャーの台頭もこの時期である。新しい情報化と情報産業の進展より、ベンチャー企業の新たな活躍の場が生まれた。他にも、第3次ベンチャーブームの特徴として、産学連携プログラムが挙げられる。1998年に、「大学等技術移転促進法」が施行された。これは、産学共同プロジェクトを活発に行い、大学の持っている知的所有権を経済社会に還元・促進するために制定されたものである。この法律によって TLO¹（技術移転機関）が開設された。大学発の新規産業を生み出し、それにより得られた収益の一部を研究者に戻すことにより研究資金を生み出し、大学の研究の更なる活性化をもたらすという「知的創造サイクル」の原動力として産学連携の中核をなす組織といえる。日本の大学には、研究資源が多く集中しており、その成果の中には新規産業の「シーズ」になりうる有望なものが多くあるが、それを大学単体で産業に活用することは、資金や経営手腕の問題などで非常に困難であった。そこで、TLO が大学と企業の間に入り、大学の有望な研究成果を特許化及び企業への移転を行い、企業が事業化・製品化する。これにより、企業は自社になかった技術から新たな利益を生み出し、また、大学の研究者も企業が生み出した利益から権利実施料をもらい、新たな研究資金を得ることができるのである。しかし、2008年、コーポレート・ガバナンスを強化するための日本版 SOX 法が導入され、企業の内部統制のコストが上昇、また、日経平均株価の低迷により、IPO

¹ TLO とは、Technology Licensing Organization(技術移転機関)の略語であり、大学の研究者の研究成果を特許化し、それを企業へ技術移転する法人のことを指している。TLO は産と学の「仲介役」の役割を果たしているといえる。

のインセンティブは損なわれ、IPO 社数急減した。

この第3次ベンチャーブーム期に設立された企業として、サイバーエージェント、ディーエヌエー、ミクシィなどが挙げられる。

5 第4項 過去のベンチャーブームから読み取れる課題

日本では過去3度のベンチャーブームが起こり、瞬間的にはベンチャー企業が誕生する潮流が見られたが、どれも力強さに欠け、外部環境の変化を前に多くのベンチャー企業が挫折している。日本のベンチャー企業を取り巻く環境は米国とどのように異なり、またいかなる課題を抱えているのだろうか。

- 10 まず第1に、アメリカのベンチャーキャピタルは主としてハンズオン型であり、スタートアップ企業は創業直後の早い段階で出資を受けやすい。加えて、産業クラスターの中ではその分野の技術や経営全般をよく知るベンチャーキャピタリストから助言等のサポートを受けることができる。一方、日本のベンチャーキャピタルは主にハンズオフ型であり、ベンチャー企業はある程度収益が見込めるようになるまで、投資を受けることは困難である。また、経営に関する助言等もあまり期待できないため、創業者が経営の知識をあまり持たない場合、市場や環境の変化に対応できず、優秀な技術を持ちながらも事業に失敗してしまうケースも多い。

- 20 そして第2に、継続的なベンチャー投資を活発化させるためには、ベンチャー企業が誕生し、そのノウハウや人材を含めた経営資源が集積する産業クラスターを創生することが必要である。産業クラスターが存在すれば、創業時の資金調達は容易になり、ベンチャーキャピタルを中心とした投資家との深いつながりの中で起業家が必要とする経営資源やサービスが円滑に供給され得るだろう。しかし、第1章のシリコンバレーのような産業クラスターの創生は容易で
25 はなく、一朝一夕でできるものではない。したがって、中長期的には産業クラスターへとつながるような施策を打ちながらも、短期的には現状のベンチャー企業に対して「理想的な産業クラスターで供給されるはずの起業支援」を他の方法によって代替していかななくてはならない。

第5項 第4次ベンチャーブームの兆し

リーマンショック後、日本の国家財政は危機的な状況だったが、外国為替レートで見ると円高水準であった。そのため、新興国からの安価な商品の流入もあり、長期デフレが2012年まで続いた。しかし、安倍2次政権の元でアベノミクスが実行されると、外国為替レートは円安となり、2013年には株価が急騰した。そしてこれからは、日本経済全体を底上げする成長戦略の実行が問われており、ベンチャー企業の育成が重要目標として挙げられている。具体的には、現在3~5%の日本の事業開業率を約2倍の10%にアップする目標が立てられた。また、日本の経営資源として蓄えられているストックをフロー化し、民間活力を積極的に活用し、成長戦略を実現するために、細っていた投資を活化する目的で官民ファンドが多く立ち上がった。2013年度に新たに創設された官民ファンドは、総額3兆円規模にもなる。また、新興市場も回復し、現在、「第4次ベンチャーブーム」の兆しが見えている。

15 第2節 日本のベンチャー企業の現状

では実際のベンチャー企業はどのような資金調達手段を採っているのだろうか。次頁に示したアンケート調査によると、ベンチャー企業のおよそ8割ではアントレプレナー自身やその知人・友人・親族によるスイートマネーの供給がされている。しかしこれらの出資は調達資金全体の7.5%（ベンチャーキャピタルから出資を受けていないベンチャー企業に限っても14%程度）と低く、資金調達の源泉としてさほど大きなものではない。この調査の対象となっている設立5年以内のベンチャー企業でもっとも大きな基金供給源となっているのは、ベンチャーキャピタルからの出資を受けている企業ではベンチャーキャピタル（全体資金のおよそ50%）、ベンチャーキャピタルから出資を受けていない企業では民間企業からが最も多く（およそ30%）、次点で銀行等金融機関（およそ25%）であった。政府系ファンドなど公的機関による出資は全体で10%程度と、あまり高くない。

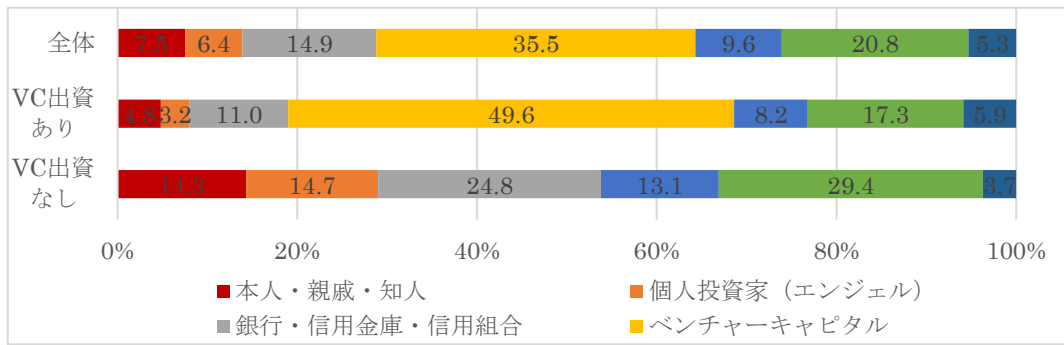


図5 設立から現在までの資金調達元の金額比率ベンチャー白書（2015年版）より作成

この調査から分かるようにベンチャーキャピタルの支援を受けているベンチャー企業は資金の多くをベンチャーキャピタルから調達しているが、そうでないベンチャー企業は資金の調達源にばらつきがある。また同資料の「今後の資金調達元としてベンチャーキャピタルを期待しているか」という問いについては、既にベンチャーキャピタルの支援を受けている企業では86%、支援を受けていない企業でも55%と多くのベンチャー企業はベンチャーキャピタルに高い期待を持っていることが見て取れる。ベンチャーキャピタルの次に支援が期待されているのは民間企業で、ベンチャーキャピタルの支援を受けている企業で40%、受けていない企業では59%に上っている。

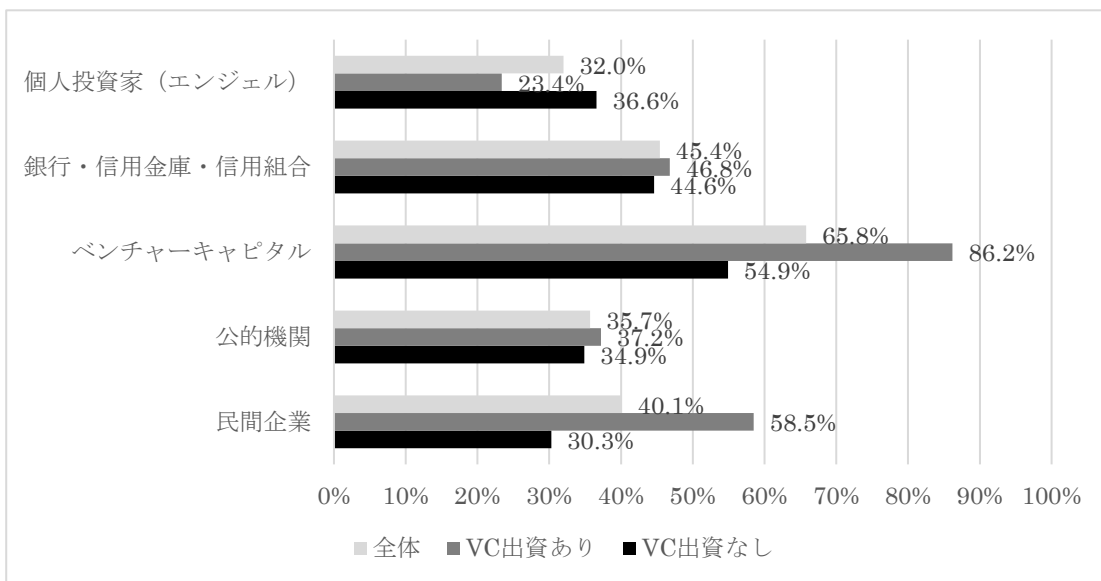


図6 今後期待する資金調達元ベンチャー白書（2015）より作成

一方「エンジェル税制」で所得税の減税措置が受けられるエンジェル投資家による出資比率は 6.4%に止まり、今後の資金調達源としてエンジェル投資家を挙げるベンチャー企業も 30%程度である。エンジェル投資家については、第 1 章の表 2 で日本と米国の規模の差を述べたが、日本においてはエンジェル投資家がそもそも少ないため、極小数の彼らに投資のインセンティブを与えても日本全体のベンチャー企業にその資金は行き渡りにくいと考えられる。

第 3 章 ベンチャーファイナンスの特殊性

本格的なベンチャーファイナンスの議論に移る前に、ベンチャーファイナンスの持つ特性について把握しておかなければならない。大企業もベンチャー企業も事業を行うためには資金を必要とするが、株式市場に上場している大企業と非公開、それも少数の個人や機関から資金を集めるベンチャー企業ではその資金調達に大きな相違がある。例えば上場企業は株式を公開しているため増資によるエクイティ・ファイナンスが容易であるといえる。更に業績が極端に悪くなければ、過去の実績や社会的信用があり、担保となる財産も多く保有しているため銀行からの借り入れや社債によるデット・ファイナンスも行えるだろう。一方で創業からあまり時間が経っておらず世間での認知度も低いベンチャー企業が上場企業と同様の方法で資金調達を行うのは現実的ではない。

企業の資金調達手段には大きく分けて株式などで投資家から直接資金を調達する直接金融と銀行などの金融機関を介して資金を調達する間接金融の 2 種類が存在するが、ベンチャー企業の場合はアントレプレナーやその周囲の人々自身による出資、ベンチャーキャピタル、エンジェル投資家による株式引き受けが直接金融に分類され、銀行や信用金庫から融資は間接金融に分類される。一般にベンチャー企業の場合は収益の実現時期が不確定で信用力が低く、担保財産も少ない場合が多いため借入によるデット・ファイナンスよりエクイティ・ファイナンスの方が行いやすいと言われている。デット・ファイナンスを行うには債務超過にならない様十分な自己資本を持つか、信用保証協会などに実現性のある事業計画を提示して信用保証の契約を結ぶ必要がある。

忽那(2013)によると、アントレプレナー・ファイナンス(ベンチャーファイナンスと同義)とコーポレートファイナンスの相違は、以下の表のように概ね

8つに分けられる。本節ではこれらの点について順に述べる。

表3 アントレプレナーファイナンスとコーポレートファイナンスの相違

	アントレプレナーファイナンス	コーポレートファイナンス
1. 意思決定の目的	アントレプレナーにとっての価値(NPV)の最大化	株主価値の最大化
2. 投資の意思決定と資金調達の意思決定	相互に影響	基本的に独立
3. 外部投資家の経営参加	積極的	消極的
4. 情報の非対称性問題とディール・ストラクチャー	緊密に関係	相対的に関係が薄い
5. インセンティブの調整と資金調達契約	緊密に関係	相対的に関係が薄い
6. リアル・オプションの重要性	高い	相対的に低い
7. 投資回収の重要性	高い	相対的に低い

『MBA アントレプレナーファイナンス入門—詳解 ベンチャー企業の価値評価』より作成

第1項 意思決定の相違

公開企業では、経営者は株主の代理人として、企業経営を行う。そのため、意思決定を行う際には、常に株主にとっての投資リターンを考慮しなければならない。つまり、コーポレートファイナンスの場合、株主価値の最大化こそがファイナンスの最大の目的とされる。それに対しベンチャー企業は公開企業に
5 比べ、利害関係者の数が少ない。故に、経営者であるアントレプレナーは意思決定を行う際に、公開企業の場合とは別に、株主価値の最大化ではなく、自らにとっての正味現在価値(NPV)の最大化に焦点を絞る傾向がある。

他方、アントレプレナーが自分のNPVの最大化を実現できない場合もある。
10 例えば、ステークホルダーに企業の価値を認識させられなければ、資金調達のためには投資家に大きな持ち分を譲渡しなければならない。

第2項 投資と資金調達との関連性

ベンチャー企業における投資と資金調達は、公開企業（とくに大企業）のそれと比べて非常に強く影響し合い、一体化している。
15

公開企業の場合、新たな事業を行おうとする時には内部留保した剰余利益から利用する。しかし内部留保した資金だけでは十分な投資資金を確保できないことも多く、その際には保有する資産を担保に個別事業のリスクより遥かにリスクの低い負債で調達することができる。企業の方針にも寄るが、それでもまだ賄えない場合は株式で調達することになる。ゆえに、経営者は個別の事業への投資と資金調達を結び付けて考える必要性が比較的低い。すなわち複数の事業を行い、分散投資を行う上場企業は事業の集合体として投資家から評価されるため、個別の事業の投資リターンだけでなく会社全体のシナジーなどを総合的に勘案して投資の意思決定を行う傾向にある。
20

これとは対照的にベンチャー企業は新規投資の都度、内部留保はもとより負債の担保にできる他の事業の資産もない。そのため事業とそのための資金調達が
25 一対一で密接に結びついており投資側に期待できそうなリターンが存在するか否か次第で資金調達の成否が決まる。これが公開企業とベンチャー企業を比較した上で表れる投資と資金調達の関連性の違いである。

第3項 外部投資家の経営参加

コーポレートファイナンスにおいて、会社の所有者たる株主は株主総会でその権利を行使する。これは、株主と経営者がエージェンシー関係にあり、いわゆる所有と経営の分離がなされているからである。株主はキャリアと経営能力を有する経営者を信頼し、会社の経営を委任している。しかし、ベンチャーファイナンスにおいてこの構図は当てはまらない。ベンチャー企業を運営する多くのアントレプレナーは、外部投資家から手放しで経営を任されるほど信頼されていない。したがって、ベンチャーキャピタルといった外部投資家は取締役の派遣や、こまめに調査を行うなどしてベンチャー企業の経営を監視する。

5
10 米国のハンズオン型ベンチャーキャピタルでは、成長初期の段階から取締役を派遣し、派遣された取締役を通じて、ベンチャー企業に助言などを行い、その成功を後押しする。

それに対して、第2章で述べたように日本のベンチャー企業の外部投資家はハンズオフ投資が主流である。すなわち、ベンチャー企業の初期段階からベンチャーキャピタルなどの外部投資家が経営に参加することは比較的少ない。

15
20
25 ベンチャー企業の初期段階から経営に参加することは外部投資家・アントレプレナー双方の観点からメリットが存在する。外部投資家はベンチャー企業の成長を助けることによってより高いリターン（持分比率など）を要求でき、また、自分の投資先のリスクを取締役の立場から判断することもできる。アントレプレナーの立場では、ビジネスの成功経験をもつ人物の参加によって、自己のビジネスが成就する可能性を高められる。ベンチャー企業の経営に参加する外部投資家は自分の出資に対するリターンを求めるが、同時に事業を成功させるための協力は惜しまないだろう。そして、彼らのような優秀な出資者はベンチャー企業を共に成功させるための重要なパートナーになる。

第4項 情報の非対称性の問題

公開企業でも、ベンチャー企業でも、企業と外部投資家の間には常に情報の非対称性問題が存在する。公開企業の場合、社内個別の事業は、企業全体の価値の中でもほんの一部に過ぎない。そのため、株主などは公開企業への投資リターンを見る際に個別事業の詳細な情報はそこまで意識せず、企業全体の業績

30

で評価する。企業全体で利益があがって自分たちへの投資リターンが見込めれば十分なのである。

- しかし、通常1つの事業しか行わないベンチャー企業では、情報の非対称性の問題についても異なった様相を示す。ベンチャー企業の将来は不確実であり、アントレプレナーに本当の情報や想定を歪めて伝えるインセンティブがある。つまり、アントレプレナーは外部投資家の出資を仰ぐため、有利な情報は伝えるが、不利な情報は認識しても伝えないといった都合の良い情報提示を行う心理を持つ。さらに事業計画や今後の予想についても多少の誇張をする傾向にある。それを理解している外部投資家はアントレプレナーの主張を鵜呑みにしないため、契約交渉は難航し、結果として資本コストが高くなってしまう可能性もある。

- このような背景があるため、合理的で誇張もない計画・予測で情報提供を行いたいアントレプレナーは外部投資家による過小評価に晒され、事業自体をあきらめてしまう場合も考えられる。
- このような事態を避けるには、当事者の利害を一致し、条件と約束を組み合わせたディール・ストラクチャー²を作る必要がある。なお、ベンチャー企業における情報の非対称性の解決策とディール・ストラクチャーについては、第4章の事業計画書で改めて論点とする。

20 第5項 インセンティブの調整と資金調達

- 忽那(2013)によるとベンチャー企業では、アントレプレナーに対するインセンティブの効果が公開企業のそれよりも大きな効果をもたらすという。なぜならば、負債による資金調達が難しいベンチャー企業ではアントレプレナーとエンジェル投資家・ベンチャーキャピタル間の利害調節が最も重要だからである。
- 25 ストックオプションといったインセンティブはこの2者のコミットメントを促す。一方で公開企業は多彩な資金調達源を持ち、経営者にストックオプションを与えても安定的な収益性を求める社債権者との利害調節は難しいことからインセンティブの効果は薄いと考えられる。更に、公開企業では業績不振の際、

² ディール・ストラクチャーとは、当事者間の利害をすり合わせて、様々な条件や約束を組み合わせた取引（ディール）の設計のことである。

経営陣を交代させるという手法が頻繁に取られるため、ベンチャー企業ほど出資者と経営者個人のコミットメントは求められない。

- 5 対照的に、交代が想定されていないアントレプレナーのモチベーションを継続的に向上・維持できるインセンティブは、ベンチャー企業の業績向上に寄与する。したがって、外部投資家の視点では、インセンティブはリターンの向上とリスクの軽減に大いに関連するといえる。例えば、アントレプレナーは「ある程度の成果が達成できれば報酬の追加、達成できなければ持分を外部投資家へ譲渡する」といった契約を行えば、これは業績に対するインセンティブとなる。アントレプレナーにとっては、投資家と自分の利害を確実に一致させることが重要である。

第6項 リアル・オプションに関する比較

リアル・オプションとは、事業を行うにあたってその投資を後から撤退するか、継続するか、拡張するか、といった選択ができることをいう。

- 15 公開企業では、投資の意思決定の際、将来フリー・キャッシュフローからNPVを算出し、その数値を基づいて投資を行うか否かを判断する。しかし意思決定に用いた前提や市場環境が変化し、事業の採算が合わなくなる事が度々起こる。そういった場合、特に大企業では投資した財産を別の事業に転用したり、遊休資産として保有したりすることが多い。元営業事務所を社員研修施設として使う、といった例が考えられるだろう。

- 25 それに対して、ベンチャー企業は通常1つしか事業を持たず、1度投資した資産を他の部署に転用することは困難である。加えて只でさえ不足している資金を遊休状態にさせ、資金を拘束するのは企業の成長を阻害することすら考えられる。従って、ベンチャーファイナンスにおいてはリアル・オプションの重要性がコーポレートファイナンスの場合より高い傾向にあるといえる。

第7項 投資回収での相違

- 30 公開企業の投資家は公開市場から株式を購入し、ふつう配当もしくはキャピタルゲインによって投資リターンを実現する。殆どの投資家は企業の個別投資活動とは関係なく、市場でその株式を自由に売買している。また、購入する際

にも、その株式をいつ売るか、あるいは売却する時の株価や売却コストなどのことを、通常考えていない。

しかし、ベンチャー企業への投資は全く異なる。1度ベンチャー企業への投資を行えば、短期間では再び現金化できず、リターンの面でも殆どフリー・キャッシュフローを生み出さないため配当が期待できない。そのため、ベンチャー企業の外部投資家は基本的に長期投資によるキャピタルゲインを想定している。また、公開企業への投資とは異なり、ベンチャー企業に投資する外部投資家ないしアントレプレナーは、あらかじめ投資期間を定めて投資する。すなわち、投資開始の時点から何年以内に回収するという計画を立て、その投資期間の最後には、IPO、企業売却、現金や公開株式との交換といった何らかの手段によって資金を回収する。

第4章 ベンチャー企業における資金調達のあり方

資金調達はあらゆる企業にとって、企業活動の一環として不可欠な存在である。しかし第3章で述べた通り、ベンチャーファイナンスにはそれ特有の課題があり、上場した公開企業に比べ資金調達に困難が伴う。適切でない資金調達を行ったベンチャー企業は、財務危機に陥り、成長の機会を逃し、最悪の場合倒産してしまうこともある。本章では、第1章で述べたベンチャー企業の各成長ステージを基に、各成長ステージでどのような資金調達を行っていくべきかを論じる。また、本章の2,3節では外部投資家とアントレプレナーそれぞれの視点や関係性を分析し、ベンチャーファイナンスを有利に進めるための2種類のアプローチを提案していく。それらを実施することによって、ベンチャー企業の資金調達の成功に繋がると主張する。第2節では、ベンチャー企業の初期段階で最も重要な書類ともいえる事業計画書にマイルストーンを設置することで、より外部からの投資を呼び込むことを検討する。そして第3節では、モニタリング、スクリーニング、ボンディング及びモニタリングを通じて、アントレプレナーと外部投資家の間に存在する情報の非対称性の解決を目指す。

第1節 ベンチャー企業のライフサイクル

ベンチャー企業の資金調達には段階を経て進むことから、多段式ロケットだと例えられることもある。これまでも触れたが、特に初期段階にあるベンチャー企業は今後必要な資金を自力で生み出すことができない。収益を生み出す

5 既存事業がないベンチャー企業は、ロケットと同様に燃料（＝資金）を外部から充填しなくてはならない。とはいえ、ベンチャー企業とその比喻として使われるロケットには2点に相違がある。1つは、ロケットと違いベンチャー企業の場合には、初段階で既に必要な資金を全額調達できるわけではない。もう1つは、ロケットの目的地は途中で変更できないが、ベンチャー企業は成功するために方向転換することもある。本節では各ステージにおける資金調達をステージの特性（売上高・純損益・キャッシュフローなど）の面から論じていく。

10

第1項 シード期

シード期では、ベンチャー企業は自社の製品について考え、デザインする段階である。ベンチャー企業はまだ製品の製造・販売に必要な設備投資を始めていない。下図を見ると、初期のベンチャー企業はまだ売上高はない。売上高が発生しないということは、純損益は当然赤字であり、しかも製品開発に参加させる研究員の増加によって、赤字は今後さらに拡大していく。キャッシュフローから見ると、開発に必要な固定資産などといった先行投資が生じるので、

15

20

ベンチャー企業の成長ステージ

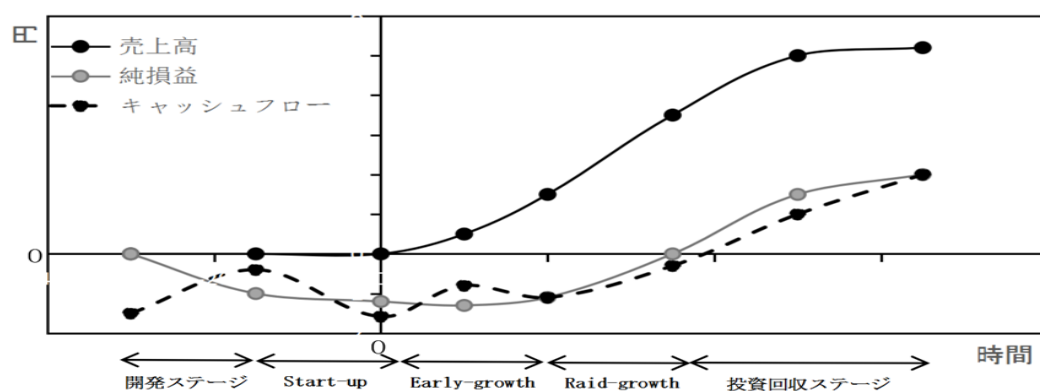


図7 ベンチャー企業の成長ステージ（『ENTREPRENEURIAL FINANCE』pp.47より作成）

※「開発ステージ」はシード期と同義である

第3章で述べたように、アントレプレナーの設立するベンチャー企業は社会的信用が皆無に等しく、開発ステージで調達できる資金源は非常に限られている。そのため創業時のこの段階がベンチャーファイナンスにとって1番の山場ともいえるだろう。手近な選択肢としてはアントレプレナー及びその家族・友人のスイートトマネー、または繋がりのあるエンジェル投資家などが考えられる。家族や友人は提供できる資金が少額だが、アントレプレナーの人間性や信用度、課題への対応能力が評価されることが多い。ベンチャー企業の短い歴史の中でも、ブートストラップ(自力で関わりのある人から資金調達すること)で起業し、成功した例が散見される。例えば第1章で紹介したグーグルもエンジェルの投資からスタートしている。しかし、第2章で述べたように日本のエンジェル投資家の数はアメリカに比べ極端に少なく、第2章第3節にあるように自社に投資してくれるエンジェルを見つけるのは困難であろう。

そこでシード期のベンチャー企業の拠り所として期待できるのはインキュベータである。インキュベータとは「孵化装置」を意味し、ベンチャー企業が花開くまでの初期段階を支援する施設を指す。立命館大学のびわこ・くさつキャンパスでは、キャンパス内にインキュベータ施設が存在する。起業を目指す学生や教員はもちろん、大学と連携して事業化を目指す一般ベンチャー企業も研究やオフィスの拠点となるスペースを格安で利用することができる。ここでは大学のみではなく政府系の支援機関や自治体が協賛しており、シード期のベンチャー企業は創業補助金を申請することが可能である。また、これらのインキュベータの最大の魅力は小規模ながらもベンチャー企業のクラスターが生成されることにあり、アントレプレナーにとって先輩起業家の存在は心強い支えになる。更にこの先のスタートアップ期においても、政府系ファンド・民間ファンドともに注目しているインキュベータは出資をする側と受ける側の重要な出会いの場となるだろう。

では大学との関わりを持たない人々には企業のチャンスが与えられていないのかというと、断じてそんな事はない。日本政策金融公庫はベンチャー企業を支援している政府系の金融機関の1つで、利息は低く、借入審査も民間銀行と比べると厳しくない。また、新たに事業を始める、または事業開始後税務申告を2期終えていないなどの要件を満たせば、各種融資を無担保・無保証で受け

ることができる。この「新創業融資制度」は起業を試みる人々への大きな助けとなる。とくに、借入の担保となる資産を持つことが困難であるシード期において非常に魅力的な資金調達手段であるといえる。

5

表4 日本政策金融公庫の主な融資制度

融資制度	対象	融資限度額
普通貸付	事業を営む人	4,800万円 特定設備資金:7,200万円
新規開業資金	新たに事業を始める人 または事業開始後おおむね7年以内の人	7,200万円(うち運転資金 4,800万円)
女性、若者／シニア起業家支援資金	女性または30歳未満か55歳以上の方であって、新たに事業を始める人 または事業開始後おおむね7年以内の人	7,200万円(うち運転資金 4,800万円)
中小企業経営力強化資金	新事業分野の開拓のために事業計画を策定し、外部専門家(認定経営革新等支援機関)の指導や助言を受けている人	7,200万円(うち運転資金 4,800万円)
再挑戦支援資金 (再チャレンジ支援融資)	廃業歴等があるなど一定の要件に該当する人で、新たに事業を始める人 または事業開始後おおむね7年以内の人	7,200万円(うち運転資金 4,800万円)

日本政策金融公庫のHPより作成

第2項 スタートアップ期

製品の構想が確定すれば、やがて製品化の段階への移行が始まる。この時期では、企業が製造に必要な設備の導入や従業員の確保を開始していく。図7で示したように、設備の購入や運転資本への投資によって、ベンチャー企業のキャッシュは流出していく。しかし、設備の導入、オフィスあるいは工場の購入に必要な資金は、もはや起業家とその家族・友人で出資できる金額ではない。勿論資産を担保にして融資が出来れば良いのだが、第3章で述べた通り担保財産の少ないベンチャー企業ではそれも難しい。したがってこの段階では、ベンチャーキャピタルといった大規模な出資機関の手助けや、それが出来なければ設備リース会社やアウトソーシングを利用するなど、コンパクトな事業設計が必要になってくる。スタートアップ期にハンズオン型の投資を行ってくれるベンチャーキャピタルを探し出すことが出来れば、彼らは優秀なアドバイザーとして専門知識を持つだけでなく、今後の取引先や幹部候補を紹介するコネクションも持ち合わせている。ハンズオン型のベンチャーキャピタルはアントレプレナーにより高いリターンを要求する代わりに、企業の成功を加速させるのである。

なお、先ほどコンパクトな起業を目指すベンチャー企業はリースを利用する必要があると述べたが、スタートアップ期にあるベンチャー企業は未だにその事業に大きな不確実性を孕んでいる。そのため、第3章で述べたリアル・オプションの観点からも、資金調達の成果によらず、リースによって極端な設備投資を避けるのは有効な手段であろう。具体的に言えば、このステージは経常的な売り上げがまだ立っていないので、それを事前に予測できれば、使用する設備を購入した後、リース会社に売却して毎月リース料を払って使用方法を通じて、経費が節約できる。そのやり方は、セール&リースバックと言い、現在の日本中小企業だけでなく、新品開発をする大企業でも利用されている。前途多難なベンチャー企業にとって、後ほどの円滑な軌道修正に有利な条件を整えることも戦略のうちである。

また、事業会社との結びつきを強め、事業会社からの出資を受ける（いわゆるCVC）もこの段階における重要な選択肢である。ベンチャー白書（2015）のアンケートによるとCVCを行う事業会社はその目的を「戦略的な目的」として

いる。とくに自社内でイノベーションを起こしづらい大企業にとって、ベンチャー企業に将来的な M&A を見越した CVC を行う事は研究開発のアウトソーシングであるとも考えられるだろう。CVC のメリットとして考えられるのは、事業会社・ベンチャー企業それぞれにシナジーが働き、成長速度が早まる可能性があること。その上将来的には M&A という形で Exit の見立てが早い段階から立

5 っているという点である。あくまでも自社の事業を主とする事業会社とベンチャー企業がいかにマッチングするかは大きな課題であるが、インキュベータのようなベンチャー企業が多数参加する場があれば産学連携を通じて大企業との接点を持つことも不可能ではない。

10

第3項 急成長期

急成長期は、検討に検討を重ねた計画が花開き、事業として急激な拡大を迎える時期である。図7では(Early-growth)と(Raid-growth)にあたる。この段階では、製品の販売と市場シェアの拡大につれて売上高は増加する。しかし、

15 ベンチャー企業が追従するライバルに打ち勝ち、今後も成長を続けるためには更なる投資が必要であり、キャッシュフローと準利益は未だにマイナスである。同図を参照すると、急性成長期の前半ではキャッシュフロー>純損益、後半ではキャッシュフロー<純損益となっている。これは急成長期(前期)において増加した売上が売上債権をもたらし、それによってキャッシュインフローが増

20 加するからである。また、このことによって事業の成長を確信したアントレプレナーが積極的な投資を行い、売上が更に増加する一方でキャッシュアウトフローも増加する。その結果、急成長期(後期)のキャッシュフロー増加は純利益の増加を後追いつく様相を示す。

この段階に入ったベンチャー企業はこれまでよりも多様な資金調達が可能に

25 なる。その最大の要因として、収益の安定化が考えられる。売上高が向上することによってキャッシュインフロー、すなわち債務やその利息の支払い能力が担保されるのである。画期的な売れ筋の製品があれば、ベンチャーキャピタルの追加出資だけでなく、企業間信用(BtoBの融資)や信用保証協会を利用した民間銀行からの融資といった間接金融も選択肢になり得る。中でも企業間信用

30 は、短期資金の融通手段としてアメリカでよく行われている。例えば「Net 30

days」や「T/T 30 days」などはよく大企業や一時的にお金が必要となったベンチャー企業に好まれている。

ベンチャー企業が継続して成長を続けていけば、純損益はやがて黒字化していくだろう。そういった先を見越すのならば、健全な範囲で負債による資金調達を行い、タックス・シールドを活用して節税を行うことも大切である。

5 更にこの段階にあるベンチャー企業では、メザニン・ファイナンスを活用することが出来る。「メザニン」とは「中二階」を意味し、株式と社債の中間的性質を持つ。メザニン債の中でも「株式に近い社債」である劣後債は通常の社債（シニアローンともいう）よりも償還順位が低い代わりに利子率が高い等の特徴がある。投資家の側から見ればベンチャー企業に出資するに足りる高い利子率を得られるため、リスクマネーの供給に積極的になる。ベンチャー企業の視点では持分比率の変動を起こさずにエクイティ・ファイナンスに近い調達ができ、また同債権に新株予約権を付すことで実際にエクイティへ転換することも可能である。反対に「社債に近い株式」である優先株は配当が優先的に支払われる代わりに議決権といった株主の権利の一部が制限されている。メザニン・ファイナンスはアメリカでは知名度も高く実践している企業も多い一方、日本では比較的普及していない。

15 負債調達が容易になったベンチャー企業でメザニン・ファイナンスを行うことで、より多くの機関投資家などを引きつけ、出資を仰ぐことが出来るだろう。社債を発行する際も、新株予約権のついたワラント債を使うことで利息費用を抑えられる。

25 また、売上高の増加は運転資本の増加と同義である。資本の効率性を上げ、ROEなどの指標を向上させるには、債権を現金化するファクタリングが有効である。ファクタリングとは、企業が保有している売掛債権をファクタリング会社に完全に売却し、現金を得る資金調達の方法である。メリットとして、最短1日という短時間での現金の調達が可能であり、キャッシュフローの健全化も実現できることが挙げられる。加えて、売掛先が倒産してしまった場合でも、ノンリコース契約³を結んでいれば代理支払いの義務は発生しないという非常

³ ノンリコースローン＝非遡及融資とも呼ばれる。返済の原資となる範囲に限定を加えた融資のこと。返済原資は融資対象が生み出すキャッシュフローに限定され、それ以上の返済義務がない。

に低リスクなものである。しかし、デメリットとして、売掛債権が元手となっているため、売掛債権がなければ資金調達ができず、調達できる額も売掛債権の額に制限されることが挙げられる。また、一般的にファクタリング会社へ支払う手数料は、ファクタリング会社が売掛先の倒産リスクを背負っているため

5 高く設定されている。現在の日本において、ファクタリングはあまり普及していないが、殆どの企業が持つ売掛債権を利用できるという点で普遍性があり、無理なく現金を調達できるため、短期的な資金の遣り繰りを行ううえで非常に有用な資金調達方法であるといえる。

一方で、急成長を成し遂げる為に、自力での資金調達を通じて事業を拡大する手段だけがとられているわけではない。特に飲食業界ではフランチャイズ経営がよく行われている。ベンチャー企業は、自己の出資で事業を拡大するのではなく、同じ考えの仲間を見つけ、フランチャイズ契約を締結する。フランチャイズ加盟店とフランチャイズ本店はそれぞれ自分が調達した資金で事業を行うため、本店の経営者はフランチャイズ加盟店に対してグループとしての意思

10 決定を下し、時には助言を行う。加えてフランチャイズ経営の最大の強みは、直営店を増やすよりも遥かに速い速度で店舗数を増加させることが出来る点である。したがって、フランチャイズ経営は急成長期に巨額の調達や投資を行うことなく、ベンチャー企業を発展させる手法として高い実行可能性がある。フランチャイズ経営を拡大して成長したベンチャー企業は多数存在する。その中

15 でも人々によく知られているのは、TSUTAYA やスターバックスなどである。また、近年のベンチャー企業に多いファブレス企業も工場投資を必要としないという意味で、フランチャイズに近い考え方である。

第4項 安定成長期

急成長期を経て、ベンチャー企業の成長率は低徐々に緩やかなものになっていく。そして本章初めの図で示したように、黒字化に成功した純損益にしたがって、投資家に帰属するキャッシュフローも正の値になる。この時期に入ると、ついにベンチャー企業はベンチャーファイナンスという意味での資金調達に頼る必要がなくなる。同時に、ベンチャー企業の成長に関わったプレーヤーがその投資を回収していく時期でもある。この時の Exit 手段として現在日本で主

25

30

流なのが新規株式公開 (IPO) と、負債による調達といった資金調達である。IPO であれば上場と同時にベンチャーキャピタルやエンジェル投資家、更にアントレプレナー自身も持分を売却し、キャピタルゲインを得る。しかし第 2 章でも触れたように、近年は粉飾・倒産事件の多発により上場基準が厳しくなり上場コストは上昇、IPO 市場が低迷している。

5 そのため、第 1 章で紹介したように米国で主流となっている M&A が Exit 手段として注目されている。しかし M&A の実現のためには大企業とベンチャー企業のマッチングが必要であり、産業クラスターの整備が遅れている日本ではそれが困難だと言われている。そこで、M&A を促進するための場を提供する取り組みとして、「TOKYO イノベーションリーダーズサミット」が開催されている。

10 2014 年に開催された第 2 回大会では大手企業 97 社、ベンチャー企業 447 社による 1480 件もの商談が行われた。そのうち 807 件で携帯各社、素材メーカーなどの大手企業側からの再面談の希望があり、実際に多くのベンチャー企業が大手企業と提携を結んだ。

15 また、この段階では今後の会社支配を誰が担うかという問題も発生する。企業の規模が大きくなるにつれ、企業の所有者は徐々に彼らの株式の一部を売却し、支配権は他の株主に移る。結果として、もしこれらの株主が経営者と対立するグループを形成すれば、経営者の地位を脅かすことも可能になる。その最も有名な例として、アップルの共同創業者スティーブ・ジョブスは自ら採用した役員によって解雇されてしまったことがある。解決策としては議決権比率を調整するために種類株式を発行することが考えられる。加えてこの段階においても負債はタックス・シールドといった税制上のメリットがあるだけでなく、議決権は付与されない特性を活用することが出来るだろう。

25 第 2 節 ベンチャー企業の事業計画書

 前節で提案した資金調達を行い、ベンチャー企業のライフサイクルを円滑に進めるためには、まず「初めの」外部投資家を引き寄せなければならない。なぜならば、初めの資金がないと事業は何も始まらないからである。しかしながら、初めの外部投資家にとって、見ず知らずのベンチャー企業に過大な信頼や

30 期待を抱き、資金提供を承諾する展開はやはり現実的とはいえない。そこで、

ベンチャー企業が取り組んでいる事業の全貌を簡潔かつ効率的に伝える手段の1つとして、事業計画書が挙げられる。ベンチャー企業の事業計画書は、企業が成功に至るまでに必要な事業経営、資金調達、マーケティング、経営管理方針といった将来ビジョンや経営戦略を詳細に記載した書類である。まっさらな状態からビジネスを始めるベンチャー企業にとって、この事業計画書の良し悪しが今後の発展を大いに左右するといっても過言ではない。第2章第2節ではベンチャーファイナンスの特性について述べた。ベンチャーファイナンスが一般的なコーポレートファンナンスと異なる特殊性を持つように、ベンチャー企業の事業計画書も一般企業の事業報告書と異なる特殊性を持つはずである。そこで本節では、最初にベンチャー企業の事業計画書と、一般企業の事業計画書との相違を述べる。次に、ベンチャー企業の特徴を踏まえ、ベンチャー企業の事業計画書をより有用なものにするための提案を行っていく。

第1項 一般企業の事業計画書との相違及び目的

Smith and Smith(2004)によると、初期の成長段階にあるベンチャー企業と既存大企業の事業計画書では、およそ2点の根本的な相違がある。1つは、計画書の見通しの精度である。もう1つは、外部投資家がそれを判断材料とし、頼りにする程度、すなわち投資家の意思決定におけるウエイトである。

見通しの精度というのは、将来の業績が立案当初の予測とどれほど合致しているかということである。既存企業の場合、過去の経験やデータなどに基づいて、説得力のある業績予測が立てられる。それに対して、ベンチャー企業の多くは、新技術や新製品、新事業を背景に成長・拡大しようとする意欲のある企業なので、開発期間はどれくらいか、製品化するコストはいくらか、販売価格をいくらにすればいいのか、市場規模はどの程度なのかという問題を長く時間をかけて調査・計画しなくてはならない。その結果としてベンチャー企業が説得力のある事業計画書を作成するには、既存企業より遥かに多くの時間と労力を必要とされる。

また、株主をはじめとした既存大企業の投資家たちは、投資意思決定の際に財務諸表を最も重要視する。それに比べて事業計画書は株主総会での説明資料のような位置づけで、その重要性は比較的低いと考えられる。株主は大企業の

行う多様な事業の全てを個別的に確認するのは困難だからである。対照的に財務諸表を公開する義務のないベンチャー企業の計画書は、自社をあまり知らない外部投資家にとって自己アピールのチャンスになるだけでなく、今後の業績を予想する際の根拠ともなる。

- 5 通常、ベンチャー企業の事業計画書には資金調達、組織設計、製品市場戦略の3点を明確に記載しなければならない。ベンチャー企業の事業計画書はその企業の事を知らない様々なプレーヤーが利用するため、1種類だけではなく、目的や相手に応じて複数種類を準備する必要がある。例えば、出資者であるベンチャーキャピタリストは技術的な詳細にそれほど関心を持っていないが、資金調達計画には大きな関心を持っている。一方で取引先のエンジニアはそれとは逆である。このような場合には相手に合った事業計画書を準備することで、交渉等をスムーズに進められる。これら複数種類の事業計画書は、重きを置く情報こそ違うが、根本的には同一の事業に関する計画書であることを忘れてはならない。
- 10
- 15 また、事業計画書を作成する際に注意が必要なのは、財務諸表に存在する目的適合的性と信頼性がトレードオフの関係であるのように、事業計画書にもそのような関係があるという点である。ステークホルダーの意向を推測して事業計画書を作れば、目的適合的性が高くなるとしても、そのために情報の忝意性が増し、信頼性が失われる。これが過度な場合は資金調達がむしろ難しくなる
- 20
- 25 こともあり得る。逆に、ベンチャー企業のあらゆる情報を事業計画書に羅列することで、信頼性は担保される。しかし一方で、外部投資家に対して不親切な内容となり、出資の応募をする外部投資家が少なくなる可能性もある。このように、目的適合的性を犠牲にしても、結果として高額な情報コストが発生することも想像に難くない。事業計画書を作成する場合には、このトレードオフ関係に留意し、アントレプレナーはステークホルダーの求める情報と信頼できる客観的論拠を用いなければならない。

第2項 マイルストーンを用いた事業計画書

ベンチャー企業において、投資家から出資を引き出すために事業計画書が重要な役割を持つことは明らかではあるものの、前項で幾つかの問題点を有することが明らかとなった。すなわち、アントレプレナーの描く未来予想図は信憑性に欠ける一方で、外部投資家はこの事業計画書を以てベンチャー企業を評価せざるを得ない状況にあるということである。このままでは、外部投資家はベンチャー企業に思い切った投資ができず、新産業の芽を潰してしまうことにもなりかねない。そこで、本項ではベンチャー企業と外部投資家の架け橋となる事業計画書をより機能させる方法として、事業計画書にマイルストーンを組み込むことを提案する。

マイルストーンとは、ベンチャー企業の事業を節目ごとに分け、資金調達を数回に分けて行う手法である。例えば医薬品の開発完了、その特許権に関する申請、販売開始、増産や減産などといった一定の成果を伴う出来事である。マイルストーンを使った段階的投資は各段階でのベンチャー企業の資金需要を満たすと同時に、不確実性の高いベンチャービジネスへの高額投資を嫌うベンチャーキャピタルなどといった外部投資家の考えと一致し、合理的であるといえる。

まず、ベンチャーキャピタルの視点でマイルストーンを考える。ベンチャーキャピタルは、ベンチャーファイナンスにおける重要プレーヤーであり、ベンチャー企業の大きな資金供給源となる。しかしベンチャーキャピタルのような組織は、通常10年の存続期間しかないのので、彼らは3年から7年以内の投資回収を目標とする。なぜならば、ベンチャーキャピタリストは第三者から資金を集めて運用しているため、彼らも一定の成果を出し、投資家に還元しなくてはならないからである。ベンチャー白書によると、現在の日本でベンチャーキャピタルが多く投資しているのはスタートアップ期や急成長期、すなわち事業が具体化しある程度成長が確実視されている企業なのである。ベンチャーキャピタルは将来成長する見込みのある企業に早くから投資を行いたい一方で、事業化もままならない段階での巨額の投資はあまりにも無謀である。このようなある種の二律背反的な心理を踏まえれば、マイルストーンの設定はベンチャーキャピタルの事業に非常に役に立つと考えられる。将来花開きそうなシード期

の企業にごく少額のイニシャル投資を行いその段階の目標を設定された期間内に達成できれば、次の段階での新たな出資を行う。達成できず、その後もその見込みがないようであればすぐにでも資金の提供を停止できる。投資継続のイニシアティブはベンチャーキャピタル側にあるため、大きなキャピタルゲインを狙いつつも早い段階で損切りを行う事が出来る。大きな損失を嫌うベンチャーキャピタルにとってマイルストーンはリスクヘッジの有効な手段である。

5 また、ベンチャー企業の視点に立てば、マイルストーンはベンチャー企業が段階ごとに行う事業の検討についても役に立つ。例えば1年で完成する予定だった新薬が、完成まで1年半かかったとする。その原因を考えると、技術の難易度を低く予測していた可能性や、工場が火災に遭い失ったせいで遅れた可能性もある。いずにせよ、マイルストーンを設定することによって、当初の計画とのギャップを把握できる。そのギャップを埋め、軌道修正を行うことでアントレプレナーと外部投資家は最終的に成功する確率が向上する。事業計画書にマイルストーンとそれを達成するための財務予測を記載すれば、ベンチャー企業

10 企業の進捗評価に役に立つだけでなく、非対称的な情報しか持たない外部投資家に自分の能力を証明する具体的な証拠にもなる。前節にも紹介したように、ベンチャー企業の資金調達先は成長ステージごとに変わる。特にベンチャーキャピタルのような組織は、通常10年の存続期間しかないので、彼らは3年から7年以内に回収が見込める投資案件を目標とする。もし事業計画書の内容は曖昧

20 であれば、仮に最初に出資したとしても、途中で撤退するかもしれない。そのような例は決して稀ではない。つまり、段階的投資(マイルストーン)を記入することによって、記載通りに目標を達成すればベンチャー企業は信用を築くことができ、外部投資家はベンチャー企業への投資を継続したいという意向も強めるだろう。一方で、アントレプレナーにとって、ステージごとに必要な資金額を見積もることもできる。次の成長ステージに到達すれば、事業の不確実性が減少し、次の資金調達での割引率は低下している。そうすれば、アントレプレナーはより多くの持ち分を維持することができる。

以上より、ベンチャー企業と外部投資家双方の視点から、事業計画にマイルストーンを設定し、それに連動させて数回を分けて資金調達するという方法が

30 ベンチャー企業の資金調達と事業検討にとって極めて優秀な手法だといえる。

同時に、マイルストーンによる資金の調達は無デュール・ディリジェンス⁴にも恩恵をもたらす。デュール・ディリジェンスを円滑に実施できれば、ベンチャー企業は信頼され、資金調達の可能性を高めることができる。また、ベンチャー企業の場合、1項で述べた事業計画書は無デュール・ディリジェンスの重要な情報源となり得る。加えて事業計画書にいくつかの段階を設け、各段階に必要な経営資源と金額を記載すれば（マイルストーンを意識すれば）、計画書の説得力が増し、その信頼性と後ほどの検証可能性も飛躍的に向上するだろう。

第3節 情報の非対称性がもたらす諸問題への対策

10 第3章において考察したように、ベンチャー企業ではアントレプレナーと外部投資家との間の情報の非対称性がもたらす問題は、資金調達に関して公開企業よりも大きな影響を及ぼすことになる。前項で紹介したマイルストーンを用いた事業計画書は、それを含まない事業計画書に比べ、情報の非対称性の問題を緩和する手段として有効である。事業計画書に書かれたマイルストーンに従い、アントレプレナーはベンチャー企業の発展に必要な課題を突破していく。こうした信頼関係を続けていくうちに、投資家との情報非対称性は縮小し、計画への不確実性が低下する一方で、信頼性と期待性が上昇する。

とはいえ、外部投資家はアントレプレナーの行動すべてを監視することはできず、情報の非対称性は完全に無くなったわけではない。確かにマイルストーンを用いた事業計画書は一定程度情報の非対称性を緩和するが、外部投資家から信用され、更なる資金を調達するには情報の非対称性を限りなくゼロに近づけなければならない。そのためには、マイルストーン以外の手段でも情報の非対称性を抑える必要がある。情報の非対称性によって生じる問題を分類すると2種類に分けられる。1つは「逆選択」、もう1つは「モラルハザード」である。

25 例えば事業計画を過小評価され、成長する機会を失ってしまうことは「逆選択」に当てはまる。あるいは、アントレプレナーと外部投資家の間に情報の共有と十分な信頼関係が構築されておらず、投資家が高い出資の見返りを要求する。

⁴ デュール・ディリジェンスとは、自己または他人のために、投資の意思決定に関する情報を収集し、その情報の正確性を検証するプロセスのことである。例えば、ベンチャーキャピタルが投資を検討しているベンチャー企業を調査し、適切な投資先であるかどうかを確かめることはデュール・ディリジェンスの典型であるといえる。

その結果、アントレプレナーのつぎ込む労力と報酬との連動性が弱まり、事業へのモチベーションに変化を与える。これは「モラルハザード」である。実際に、この2つ問題は同時に発生するためはっきりと分別することは難しい。これら2つの問題点に関して、忽那(2013)は、シグナリングとスクリーニングは逆選択への対処として、ボンディングとモニタリングはモラルハザードへの対処として紹介している。

シグナリングとは、情報の保有者(アントレプレナー)がその開示する情報に信頼を与えるような信号を発信することである。それによって情報そのものの伝達が不要になるという効果があるものを言う。例えば、事業計画書に前述の
10 マイルストーン組み込むことで、アントレプレナーは外部投資家に開示する情報の信頼性を高めることができる。

シグナリングが自らの情報開示によって外部投資家の信頼を得ようとする方法に対して、スクリーニングは情報を持たない側が利用するメカニズムである。具体的に言えば、内部情報を持たない外部投資家が、ベンチャー企業の内部情報を持つアントレプレナー側に要求し、その情報を引き出そうとすることである。例えば、外部投資家は「我々が出資するのは会社規模 200 万円以上、年収益 10%以上維持できるベンチャー企業のみ」だと発信すれば、それほど規模のない企業あるいは、収益に自信のない企業は自ら応募要請をやめることになるだろう。つまり外部投資家はシグナリングを通じて、アントレプレナーの予測
20 に対する自信を基準に、ベンチャー企業の真の収益性を図ることができる。

ボンディングとは、アントレプレナーの機会主義的な行動を防ぐために事前に約束や契約を結ぶことを通じて、信頼性を増やす方法である。例えば、アントレプレナーとそれぞれのマイルストーンをクリアしていくたびに資金を提供するという内容の契約を結んだとする。このとき、設定したマイルストーンを達成した場合、事業計画書に対する不確実性をある程度削減することで、次の段階の資金提供に関する合意も比較的容易に成し得る。逆に、設定したマイルストーンを達成しなかった場合、アントレプレナーは投資家に対して違約金を支払うか経営者を退任するかという条項を設定しておくことで、アントレプレナーに努力水準のインセンティブを持続させることができる。

一方、モニタリングは、成果に応じて異なる報酬を契約するボンディングとは異なり、投資家がアントレプレナーを直接的に監視する方法である。ボンディングと同じようにモニタリングによっても、アントレプレナーの機会主義的な行動を防ぐことができる。例えば、外部投資家がベンチャー企業の取締役に就任し、直接的にモニタリングすることもできる。あるいは、信頼にたる会計事務所
5 事務所に依頼し、財務諸表の監査をしてもらう間接的なモニタリングもある。しかしながら、ベンチャーキャピタルを含めた外部投資家は複数のベンチャー企業に投資しているため、投資先企業に頻繁に足を運ぶというのは現実的でない。また、日本のベンチャーキャピタルの多くは、ハンズオフ型だと言われていることからもこの推測は的を外しているとは言えないだろう。加えて、起業して間もないベンチャー企業に、高い報酬を支払って、公認会計士などを雇い、
10 モニタリングを実行するベンチャーキャピタルはそう多くないと考えられる。

しかしながら、ベンチャーキャピタルにとって、投資を成功させるためにモニタリングは必要な手段であるため、最小のコストで最大の効果が得られるように効率的に行うことが重要となってくる。そこで我々は、ベンチャーキャピタルによるモニタリングの効率性が高まるような視点を2つ提供する。

15

1つ目は、ベンチャー企業とベンチャーキャピタルとの地理的距離の近接性という視点である。この視点に関しては、コトラー(2005)の意見が参考になる。彼によると地理的な視点からベンチャーキャピタルは自らの所在地に近いベンチャー企業への投資を好む傾向がある。主な理由は、企業の経営陣に会いやすいからである。加えて、ベンチャーキャピタルは、優良な企業が多い地域に事務所を構える傾向があり、結果的に、自然発生的にクラスターが形成されることになる。これをベンチャー企業の側から見ると、ベンチャー企業は出資先を探す時、まず近隣にあるベンチャーキャピタルから尋ねるべきだということになる。ベンチャーキャピタルからすれば、投資先のベンチャー企業が近くであれば、何かあったらすぐ相談に行ける。また、現場へ行く時間も短いので、モニタリングを実行するのも低いコストで済むため、そのような企業が投資先になる可能性は高くなるはずである。⁵

20

25

⁵ しかしながら、ベンチャー企業の所在地の近くにベンチャーキャピタルが存在しない状況も考え

第5章 ベンチャー企業を支援する公的な政策

第4章ではベンチャー企業がその各成長ステージにおいて如何にして資金を調達していくのかを論じた。また、ベンチャーファイナンスにおいて資本コストを低減させるための事業計画書やマイルストーン、情報の非対称性の問題への提案を行った。最後にこの章では、ベンチャー企業をより発展させるために行う政策や公的な支援について論じる。

第1章で紹介したベンチャー企業先進国、アメリカ合衆国ではシリコンバレーをその筆頭にした産業クラスター内において誕生したベンチャー企業が成長し、そのベンチャー企業や創業者自身がクラスター内の新たなベンチャーに投資を行い成長の手助けをするベンチャー誕生のスパイラルが発生している。産業クラスターの存在意義は非常に大きく、日本もアメリカのようなベンチャー企業の生まれる社会を目指して様々な政策を行ってきた。しかし依然としてベンチャー先進国・アメリカとの差は大きいままである。こういった状況下でも、日本は日本の状況に合った政策や公的支援によってベンチャー企業誕生のスパイラルを起こすことが可能であると考えられる。

第1節 ベンチャー投資促進税制

第2章では、日本のベンチャーファイナンスでは民間企業からの出資はエンジェル投資家からの出資よりも大きな役割を果たしており、民間企業による出資は今後もベンチャー企業からも期待されていることを示した。

そこで、民間企業からベンチャー企業への更なる投資を実現するために2014年度から企業の「ベンチャー投資促進税制」が開始された。この制度はベンチャー企業をハンズオン支援する能力のあるベンチャーキャピタルファンドを「特定新事業開拓投資事業計画」に認定し、これらのファンドに投資を行った企業に対して投資額の8割の損金算入を認めるものである。規定の限度額はあ

られる。このような状況を想定して、我々は次のような視点を提供する。すなわち、その企業の事業内容、もしくは社長の人柄などをよく知る第三者（例えば、同業のベンチャー企業経営者など）から紹介（リファラル）をもらうというものである。第三者からのリファラルが得られれば保証効果が働くため、ベンチャーキャピタルから門前払いにされるというリスクを抑えることができる。

るものの所定のルートでベンチャー企業に投資額すれば投資額×0.8×法人税率分の減税が受けられる。「特定新事業開拓投資事業計画」に認定されるファンドは2015年段階では3件であったが2016年中に新たに3件が認定され、2016年8月現在では医療・スポーツ・バイオ・エネルギー・ロボティクスなど

5 多種多様な分野に投資を行うベンチャーキャピタルファンドを選択することができる。この取り組みは企業の対ベンチャー投資を促進することが期待でき、企業間でのベンチャーの資金調達エコシステムとして発展する可能性がある。Exitの面から見ても、ベンチャー企業が早い段階から大企業と接点を持つことは重要であり、将来的なM&Aに繋がる可能性もある。

10

第2節 ガバメント・クラウドファンディング

近年注目されているベンチャー企業の資金調達方法として、クラウドファンディングがある。クラウドファンディングは大衆から少なく・広く資金を集める手法であり⁶、世界では様々な形のクラウドファンディングが行われている。

15 すなわち事業が失敗するリスクの比較的高いベンチャー企業においては、出資単位を小口に分割することによって出資者側からみれば損失額も少なく資金を調達しやすくなるメリットがある。クラウドファンディングはベンチャー企業にとって、とりわけスタートアップ期の資金需要を満たす方法として期待されているが、投資詐欺などの悪質な犯罪が横行する可能性やリスクを承知せずに

20 流動性のない証券に投資してしまいトラブルになる危険性がある。そこでこの問題点を解決するためにこのクラウドファンディングを改良した、ふるさと納税と連携したクラウドファンディングを紹介したい。

ふるさと納税とは、任意の自治体に寄付を行うことで国に支払う税金が一定の範囲内で寄付額2,000円分安くなり、結果的には格安で返礼品を受け取ることが

25 できる制度である。クラウドファンディングとふるさと納税の融合はガバメント・クラウドファンディングと呼ばれ、実施している自治体はまだ少ないものの徐々に増加しており、年々広がりを見せている。例えば愛媛県西予市で

⁶ クラウドファンディングとは、必ずしも定まった定義があるものではないが、一般には「新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け、多数の資金提供者(=crowd[群衆])から少額ずつ資金を集める仕組み」を指すものとされている。(内閣府 HP より抜粋)

は重要伝統的建造物群保存地区にあったカフェがオーナーの高齢化と建物の老朽化によって長らく休業状態にあったが、市のガバメント・クラウドファンディングによって改装資金を調達、Wi-Fi や大型モニターを備えたカフェにリニューアルする。リフォームや開店準備は市とボランティア団体によって行われ、

5 2017 年 4 月にはそのボランティア団体の元メンバーが調達資金と自己資本を元手に営業をスタートする。通常のクラウドファンディングでは、返礼品として地域の特産品などが寄付者に送られるが、このカフェの場合はオリジナルグッズや同店舗で使える金券が返礼として送られる。

このようなガバメント・クラウドファンディングの最大の魅力はその「敷居

10 の低さ」にある。インターネットサイトを介した一般のクラウドファンディングと違い地方公共団体が公募を行うため出資者は安心できる。かつ、ふるさと納税による減税を受けられるため寄付者の実質的な負担はほとんどない。この仕組みは寄付者（投資者）のリスクを恐れる心理的障壁を緩和し、信頼できる起業者の円滑な資金調達を助けることができる。

15 また、政策的な面から見れば、第 3 次ベンチャーブーム以降、TL0 によって日本の大学発ベンチャーは増加し、一定の成果を修めている。しかし、一口にベンチャー企業といってもそのすべてが大学や研究者によって創始される先端技術（第 3 次ベンチャーブームに多い類型）のビジネスばかりではない。すべてのベンチャー企業が世界に技術革新をもたらし、他の誰にも作れないような

20 付加価値を生み出すわけではなく、一地域から誕生し、その地域の魅力を再発掘して活性化させ、社会ニーズに対応していくビジネスも立派なベンチャー企業といえる。こういったベンチャー企業を松田（2014）は「自活・ソーシャル型ベンチャー」と呼んでいる。しかしこのような付加価値が比較的低いベンチャー企業は成長性が先端技術型のベンチャー企業に比べると低く、ベンチャー

25 キャピタルが出資を行うことは基本的にない。すなわち、ベンチャーキャピタルが進出しない空白地帯を自治体が埋め、起業意欲を持ちながらも二の足を踏んでいる起業家を支援できる。少子高齢化がますます進み、過疎化の進行に伴って地方が活力を失う事態を防ぐためにも自活・ソーシャル型ベンチャーを支援することは重要であり、これらはこれからの日本経済にとっても非常に重要

30 な役割を持つ。

また、愛媛県の例でも登場したボランティア団体は多くの開業に立ち会うことができ、起業に興味を持つ人々が集まるコミュニティや教育団体として、そこから更に新たな起業家が生まれることも期待できる。

5 おわりに

本論文では、米国のような産業クラスターの集積が不十分な日本において、ベンチャー企業がどのような資金調達を行っていくべきかを論じた。大企業と比べ経営資源が充足していないベンチャー企業では、成長を支援してくれる外部投資家の存在が重要である。シード期のベンチャー企業は資金のよりどころが少なく、インキュベータや補助金といったシステムを利用することが望ましい。こういったコミュニティに身を置くことが、早いうちから戦略的なパートナーの発見に繋がり、今後の成長を見据えれば有利になるだろう。スタートアップ期では限りある経営資源を有効に使うため、リースで資金の固定化を回避しつつ、民間企業やベンチャーキャピタルとの関わりをもつ必要がある。この時にベンチャーファイナンスの特殊性を踏まえ、外部投資家との間にある情報の非対称性の問題を解消することで、資本コストの大幅な削減が期待できる。我々は、その具体的な方法としてマイルストーンを重視した事業計画書やシグナリング・スクリーニング・ボンディング・モニタリングといった手法を提案した。急成長期ではベンチャー企業の成長に伴い、資金調達の選択肢も増えていく。ファクタリング等で運転資本を圧縮し、同時にメザニン・ファイナンスによって資金調達の裾野を広げることの必要性を主張した。安定成長期で大企業に自社の価値を認められれば、M&A といった Exit が行いやすい。同項では大企業とのマッチング事例を紹介した。

政策的な観点からは、産業クラスターが未成熟な日本において、大学や地域自治体を起点にしてベンチャー企業が育つ環境を整備することが重要である。長期的な取り組みではあるが、エンジェル税制だけではなく民間企業向けの投資税制、自治体や政府による補助金やクラウドファンディングが投資・起業の活性化に繋がるだろう。

参考文献

[書籍]

フィリップ・コトラー(2005)『コトラーの資金調達マーケティング 起業家、ベンチャー、中小企業のための投資家獲得戦略』PHP 研究所

5

松田修一(2014)『ベンチャー企業』(第4版) 日本経済新聞出版社

森谷正規・藤川彰一(1997)『ベンチャー企業論』放送大学教材

10 『ベンチャー白書』(2015年版) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズ

忽那憲治(2013)『MBA アントレプレナーファイナンス入門 — 詳解ベンチャー企業の価値評価』中央経済社

15

Janet K. Smith & Richard L. Smith(2004)『ENTREPRENEURIAL FINANCE』中央経済社

[論文]

20 瀬下博之(2005)「情報の非対称性と自己規制ルール」, 『COE ソフトロー・ディスカッション・ペーパー・シリーズ』, COESOFTLAW-2005-4

前原康宏(2013)「中小企業金融における信用リスクデータベースの役割」, 『RIETI Discussion Paper Series』 13-J-067

25 野村証券研究所(2015)『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』2015年3月

30 芦原一弥(2002)「米国シリコンバレーの発展」, 『郵政研究所月報』2002年6月 pp. 50-55

和田恭（2012）「米国の IT ベンチャー企業とそれを取り巻く起業環境の動向」, 『ニューヨークだより』2012年2月, JETRO/IPA NewYork

5 [ウェブページ]

図出所「Report venture Capital investment by industry 2015」 The National Venture Capital Association (NVCA), <http://nvca.org> (最終閲覧日) 8月25日

10 独立行政法人 中小企業基盤整備機構 HP

<http://www.smrj.go.jp/index.html> (最終閲覧日) 10月18日

日本政策金融公庫 HP <https://www.jfc.go.jp/> (最終閲覧日) 10月20日

15

立命館大学 インキュベータ HP

<http://www.smrj.go.jp/incubation/rits-bkci/about/054595.html> (最終閲覧日) 10月20日