

ベンチャーファイナンスの現状と課題

——研究開発型ベンチャーを中心に——

丹野光明

概 要

ベンチャーファイナンスは、これまで官民あげて様々な取り組みがなされてきたが、長引く不況、株式市場の低迷等により、従来型のIPOモデルも行き詰まり、ベンチャーキャピタルにとっても民間ビジネスとして魅力が失われつつある。従来の施策の延長線では失敗を繰り返すことになり、ベンチャーファイナンスを再生させるためには、起業家教育も含めて地域エコシステムの構築（ベンチャーが育つビジネスインフラの整備等）の抜本的な対策が必要である。一方、地域産業振興や被災地の復興に当たっては、短期間で高い収益力を見込むことが難しいことから、十分な政策的な支援を行うべきである。

キーワード

ベンチャーファイナンス、知的財産権担保融資、ベンチャーファンド、ビジネスエンジェル、地域エコシステム

I. はじめに

ベンチャーファイナンスは氷河期を迎えていると言われる。過去に何度かベンチャーブームが訪れ、1990年代初頭の第三次ベンチャーブームの時代は“ベンチャー支援ブーム”とも呼ばれるくらいベンチャー企業の資金調達環境の整備が行われた。第三次ブームは2001年5月の「新市場・雇用創出に向けた重点プラン」における「大学発ベンチャー1000社計画」（“平沼プラン”）へ引き継がれたが、その後、長引く不況のなかでベンチャー企業も疲弊し、特にリーマン・ショックの後の金融危機の際には正常な金融仲介機能が失われ、超一流企業といえども資金調達に大変な苦勞をする事態に追い込まれるなかで、弱小ベンチャー企業は真っ先に整理対象となってしまう、倒産が相次ぎ、ベンチャーブームは終焉した。

また、長らく続く株式市場の低迷で新規株式公開（Initial Public Offering：IPO）の数も激

減し、また首尾よく IPO ができて株価が低迷したことで投資倍率も低くなり、中には初値が投資したときの株価より下がってしまうケースも見受けられ、従来の単純なベンチャー投資の IPO モデルは成り立たなくなってしまう。

そのような状況の下で大手のベンチャーキャピタル（Venture Capital：VC）もベンチャー投資よりも利益の大きいバイアウト投資が増え、また、銀行は金融検査マニュアルにより、リスクの高い企業については、貸出に際して一定の引当金を積まざるを得なくなったため、ベンチャー企業向けの融資が殆どできない状態になってしまった。

このようにベンチャーファイナンスが行き詰まった背景には、外部環境等の変化に起因するところが大きい。そもそも根底にわが国のベンチャー企業やベンチャーキャピタルの質の問題があるのではないと思われる。アメリカ等での海外のベンチャーファイナンスが引き続きワークしていることを見るにつけ、残念ながら、わが国の場合ごく一部を除いてプレーヤーの力量は大きく見劣りすることは否めない。マーケットの問題についてもベンチャー企業の不祥事等、ベンチャー企業側にも要因があったことは留意しなければならない。

その意味で、ベンチャーファイナンスの再生には、単純にベンチャー支援のための予算を増やすというだけでは過去の失敗を繰り返すことになり、起業家教育も含めてベンチャーが育つビジネスインフラの整備等、息の長い抜本的な対策が必要となつてこよう。

一口にベンチャー企業と言っても様々なタイプがあり、サービス業もあれば製造業もあるが、本稿においては開発期間に長期を要する研究開発型ベンチャー企業を中心とする。筆者はかつて日本開発銀行（開銀）及び日本政策投資銀行（政投銀）においてベンチャー企業に対する投融資を担当しており、その際の実務経験を基にして、その後のベンチャーファイナンスを巡る議論も踏まえ、ベンチャーファイナンスの現状と課題について整理してみたい。

論考を進めるに当たっては、最初にわが国におけるベンチャーファイナンスの歴史を辿ることから始め、次に公表資料から VC の投融資状況についてベンチャーファンドを中心に概観し、そのうえでベンチャーファイナンスの課題を明らかにするとともに、今後の展望を探ることとしたい。

特に公的支援との関連が深い地域ベンチャーファイナンスについて、やや詳しく取り上げるとともに、東日本大震災の復興支援につながる新規事業創造に向けての新たなファイナンススキームについても若干触れることとしたい。

なお、本稿中の意見にわたる部分については、当然のことながら、筆者のかつて所属していた日本政策投資銀行とは一切関係がなく、すべて筆者の個人的な見解であることをお断りしておきたい。

II. ベンチャーファイナンスの歴史

1. ベンチャーファイナンスの特徴

ベンチャー企業に対するファイナンスについては、シードからアーリーステージにおいては出資が中心であるが、エクспанションステージからレターステージでは出資のみならず融資も活用されている。

＜各ステージの定義＞

シード	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業
アーリー	製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた企業
エクспанション	生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増大しつつある企業
レター	持続的なキャッシュ・フローがあり、IPO直前の企業等

(出展：VECの調査時の定義)

本来、リスクマネーという点からは出資がふさわしいが、レバレッジを効かせて投資効率を上げるため、投資家にとっても融資のニーズは少なくない。また、わが国では長らく間接金融が中心であったことや、経営者が投資家からの経営介入を嫌う側面もあり、融資の果たす役割も重要である。後述のようにベンチャーファンドの有限責任性が法的に担保されるまでは、わが国においてはむしろリスクマネーとしての限界は十分認識されながらも金融機関からの融資が中心であったのであり、本稿では融資による取り組みについても紹介することとしたい。

ベンチャー企業のファイナンス面からの特徴は、次のようなものである。

まず、事業リスクが大きいにもかかわらず、担保が殆どないので、一般の金融では対応しにくい。大手企業のように十分な信用力があるところは無担保での資金調達も可能であるが、信用力の弱いベンチャー企業に融資をするのは無担保ではリスクが大き過ぎ、市場経済に任せたままではベンチャー企業が十分な資金調達が行えない。実際、ベンチャー企業のニーズ調査をすると、資金調達が最重要課題の一つとして挙げられている。

また、ベンチャーファイナンスの困難性として金融機関側からは次の点があげられる。

①実績主義の金融機関

金融機関の審査においては過去の実績が大きくものを言う。実績のないベンチャー企業

の場合は、確かに綿密な事業計画が作成されても、それが達成されるかどうかは分からない。今後売上が大きく伸びる計画を立てても、過去にそれだけの売上を実現した実績があるかないかで判断は大きく異なる。よく売上が急増する事業計画が出されるが、需要があってもそれに対する生産が追いつくかどうか、また物理的には可能であっても企業の経営マネジメント能力がついていかないのではないかと懸念されてしまう。

②投融資金額が少ないため、審査等のコスト吸収力が小さい

ベンチャーファイナンスの場合は投融資の金額は最初は数千万から一億円程度であり、採算上、大きな事務コスト負担に耐えられないが、一方、技術評価をきっちり行うとすれば専門家へのヒアリング等、通常の融資案件に比べてコストと手間をかけざるを得ず、現場から敬遠されてしまう。従って、金融機関の独自の評価というより、大手企業との資本・技術提携や大手 VC からの投資の有無等の外形基準で判断せざるを得ない状況にある。

③開発費先行による財務内容の悪化

創業期の研究開発型ベンチャー企業の場合は、外部からの委託研究費等を除き開発期間中の製品売上げはゼロなので、開発費（コスト）がどんどん嵩み、相当な自己資本を最初から用意しないと債務超過に陥ってしまう。債務超過の企業は債務者区分が破綻懸念先となり、銀行が融資をする場合に当初から多額の貸倒引当金を計上しなければならないので、そのような融資は無理がある。

研究開発費については、かつては開発費として繰延資産に計上し、その後5年以内に償却することも認められており、ソフトウェアの開発を行っているベンチャー企業もそのような経理処理をしていたところが多かったが、1998年に企業会計審議会から出された会計基準により研究開発を行った年に一括して全額経費処理を行うこととなった。これは、節税のメリットもないベンチャー企業にとっては厳しい会計基準と言えよう。

④開発費の見通しの困難性

開発費はなかなか見通しが立てにくい。開発していくなかで新たな課題が見つかり、さらにコストがかかる。そのような状況が続くと、銀行は途中で融資を打ち切らざるを得なくなる。ベンチャー企業の場合は、未知の分野であるだけに開発費が想定以上になることが多い。設備投資資金の調達についても同様の問題はあるが、プロジェクトファイナンスにおいては投資額が増加すると事業採算に悪影響を及ぼすことから、通常、事前に当初計画よりも工事費が増加した場合は、スポンサー側が増加分の費用を賄い、金融機関としては対応しないことを約束させる、いわゆる「コストオーバーラン条項」がある。このような話は大企業では通用してもベンチャー企業の場合はそのような対応は難しく、金融機関からの追加融資や VC からの投資に頼らざるを得ない。その場合、開発を途中で止めるわけにはいかないため、ある程度の増額には対応するものの、それ以上の増額には対応でき

なくなることが多い。従って、開発費の見積もりが大変重要である。

2. 債務保証制度

上記のような融資による資金調達の困難性があるなかで、ベンチャー企業は新しい産業の芽であり、政府としてはベンチャー企業育成のため、昔から資金調達面での支援を行ってきた。創業者の自己資金や親類縁者等からの出資や借入で賄えない部分は、まずは金融機関からの借入に頼ることになるが、担保がないことから債務保証制度ができた。従来から中小企業向けの支援制度として都道府県の信用保証協会による債務保証制度があったが、国が産業政策の立場からベンチャー企業の債務保証制度を初めて創設したのがベンチャーエンタープライズセンター（Venture Enterprise Center, 略称：VEC）である。

VECは1975年7月に財団法人研究開発型企業育成センターとして設立され、国とともに銀行、証券、保険などの民間企業も出捐した。その後、94年7月に現在のベンチャーエンタープライズセンターに名称変更され、2012年4月に一般財団法人へ移行した。

しかしながら、90年代のバブル経済の崩壊で債務保証先企業の倒産による代位弁済が増え、事業継続が困難となり、VECは2001年度から新規債務保証業務が停止となった。

また、これより先に1970年10月情報処理振興事業協会（Information-technology Promotion Agency, Japan, 略称：IPA）によるソフトウェア企業に対する債務保証制度も創設されていた。ITベンチャーにはソフトウェア産業の担い手が多く、これらの企業は殆ど物的担保がないことからIPAによる債務保証制度も大きな役割を果たしてきたが、現在では廃止されている。

現状においてはベンチャー企業向けの債務保証業務は産活法（「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」）に基づき中小企業基盤整備機構が行っている。

3. 知的財産権担保融資

一方、情報産業の担い手の大半がベンチャー企業であり、ソフトウェア産業の育成の観点もあって、1995年通産省情報処理振興課の主導の下にIPAが事務局となって「ソフトウェア担保融資研究会」（座長：専修大学経営学部教授 櫻井通晴氏）が設けられ、民間金融機関も参加して実務的観点から検討がなされた。丁度、開銀が新規事業支援室を設置して知的財産権担保融資を始めた頃でもあり、筆者も研究会に参加させていただいた。

ソフトウェア業界においては受託開発が中心であり、その場合は企業は請負業者であり、開発費は発注者側からの委託費で賄われるが、資金ニーズはコストが発生するタイミング

と委託者からの支払いのタイミングのずれを埋める短期資金で賄うことができた。

その後、パッケージソフトが登場すると、企業も売り上げの見通しを立てて開発することになり、販売先も不特定多数であることから、企業自ら開発資金の調達を行わなければならなくなった。ソフトウェア業界においては、定期的に行われるバージョンアップのための資金調達や既存の事業を抱えながら新製品開発を行う場合に、既に販売実績のあるソフトウェアについては一定の価値が認められることから、開発資金の調達のための担保として活用できないかという検討が行われた。

知的財産権の評価は、通例、当該知的財産権を前提として行われる事業キャッシュ・フローのあるものについて、DCF（Discount Cash Flow 法、割引現在価値法）によって評価する。従って、事業キャッシュ・フローのないものは評価不能である。

このように知的財産権担保融資は、ベンチャーファイナンスというよりもソフトウェア産業の資金調達の目的として始まり、当初はプログラム著作権を担保としていたが、その後、特許権も含めた形で、業種を問わずベンチャー企業一般に対する知的財産権を担保とする融資に拡大した。

金融機関が徴求している担保については、代表的なものは不動産担保、なかんずく土地を担保にしているケースが圧倒的に多い。但し、工場財団のように、土地、建物、構築物、機械・器具等について工場と一体的なものとして担保物件として組成されているものがあるが、その中に特許権が入っている。

これらの背景としては、明治時代に海外から繊維機械等を購入して技術導入を行うに際し、工場の建設を行う際に特許権も同時に購入し、かつその特許権も投資額の相当の割合を占めていたことから、ファイナンスを円滑にするために法整備がなされたものである。

資金調達を円滑に行うためには担保制度の整備が重要であるが、わが国の近代化の過程で、明治時代において工場財団、鉱業財団、鉄道財団など、単に不動産である土地、建物のみならず、機械・器具や車両や特許権、鉱業権なども一括して財団という形で生産設備全体が担保の対象となるような整備を行った点は注目される。

このように考えてみると、ソフトウェア産業やコンテンツ産業などへのファイナンスを容易にするために、これらの業界の企業の有する資産である著作権を事業と一体として担保に徴し易くするための法整備が急がれるところである。

知的財産権の評価については、さまざまな考え方があがるが、外部から購入した権利は無形固定資産に計上されるものであり、相応の評価をしても妥当と考えられるものの、取得後技術革新等で容易に陳腐化するリスクがあることに留意を要する。問題は当該権利の経済価値が顕在化しない自社で実施しているケースである。知的財産権の評価については、その権利の企業利益（価値）に対する寄与度が大きな問題であるが、業種や知的財産権の

中味に応じて寄与度は区々である。例えば、医薬品の開発においては成分特許が決定的に重要であるが、一般の製造業においては特許のみならずノウハウが相当重要である。

ソフトウェア産業のプログラム著作権、あるいはコンテンツ産業の著作権はそれ自体で価値を持ち、寄与度は大きい。また、ロイヤリティが現実に支払われている特許は、当然その特許自身が価値を持っている。

一般の金融機関にとっては専門家が内部にいないことが多く、技術評価をすることを避ける傾向があるが、知的財産権を担保に取ることは、一定の技術評価を伴うものであり、当該企業の適切な評価を行ううえでも大変重要であることを認識すべきである。

ただ、上述のように一般にベンチャーファイナンスは少額であり、技術評価や担保徴求のためのコストをあまりかけられないので、実務的には難しい面があることは否めない。

特にソフトウェア産業の知的財産権を担保に取る場合には、著作権のみならず、オブジェクトコードやユーザーリスト等も押さえておく必要があり、相当の手間がかかるのが難点である。

知的財産権担保の有効性については、陳腐化の問題や事業価値の下落と担保価値の下落が平行であることから、不動産担保や有価証券担保に比較すると率直に言って大きな限界があることは認識しなければならない。もちろん、研究開発型ベンチャー企業にとっては知的財産権こそが存立基盤であり、状況によっては担保として一定の評価ができる場合もあるが、債権保全のための過度の期待は禁物である。

むしろ知的財産権担保融資は、物的担保がないため融資の道が閉ざされていたベンチャーファイナンスの工夫として理解すべきであろう。

なお、最近の傾向として、知的財産権担保融資については、ベンチャーファイナンスというより、金融庁の指導によるリレーションバンキング（略称“リレバン”）の機能強化の要請のなかで、取引先の知的財産権に着目した融資という一種の営業戦略の中で活用されることが多いようである。

4. ベンチャーキャピタル (VC)、ベンチャーファンドからの資金供給

ベンチャー企業にとって一番必要な資金はリスクマネーであるエクイティである。すなわち、リスクマネーは、成功すれば大きな果実を要求されるが失敗すれば返済義務のない出資金であり、それを供給するのがベンチャーキャピタルである。

VCからの資金供給は、自己勘定からの投資もあるが、基本的には投資家から資金を集めて投資事業組合を作り、その組合財産の運用ということでベンチャー企業に投資している。投資事業組合は“ファンド”とも呼ばれ、ベンチャー企業にとっては最大の資金供給

源である。

ファンドの形態には、主として、民法上の組合（任意組合）、商法上の匿名組合、ファンド法（後述）上の組合がある。民法上の組合の場合は、組合の債務や損害賠償責任について組合員全員が責めを負う無限責任制であることから出資金を集めるのが難しく、そのリスクを回避できる商法上の匿名組合の制度も活用されてきたが、1998年11月、「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律（略称：中小有責法）」が施行され、業務執行組合員のみが無限責任を負い、一般の組合員は出資金額の範囲内で有限責任を負うとの新たな組合形式が認められたことから出資金が集めやすくなった。当初は投資対象についてはベンチャー企業など中小企業等に限定されていたが、2004年4月、事業再生等にも活用すべく広く上場企業等大手企業も対象にできるように「投資事業有限責任組合契約に関する法律（略称：ファンド法）」に衣替えされ、現在は殆どのファンドがこの法律によっている。

さらに、2007年9月に施行された金融商品取引法（旧証券取引法）に基づき、ファンドの運営者は原則として金融商品取引業としての登録が必要になった。

ファンド法に基づく投資事業組合についての基本的な事項は次の通りである。

組合の構成員はジェネラルパートナー（General Partner：GP＝無限責任組合員）とリミテッドパートナー（Limited Partner：LP＝有限責任組合員）からなる。GPはファンドにも出資することもあるが（通常、リスクを共同で負うため一部出資することが多い）、専門家としてファンドの運営に責任を持つのに対して、LPはファンドに出資者としてのみ参加する。もちろん、組合の構成員に対する情報公開はきちんとなされるが、組合のメンバー等によるモニタリングを行う場合もある。

GPは、投資先の選定等も含め組合財産の管理を行うことから、組合財産の中から毎期、管理報酬（ファンド総額の3%程度）を受け取るとともに、投資先が株式公開等により成功した場合は成功報酬（キャピタルゲインの20%程度）を受け取る。ファンドの運用期間は、7～10年程度であり、投資資金を回収したつど出資者に収益を分配するほか、期間満了後、組合財産を原則として金銭に換えて出資者に返還する。

GPはまた、単に投資先に出資するだけでなく、自ら経営の一翼を担い、投資先が成功するためのあらゆる努力を行い、投資先の経済価値を高めて自らの利益を大きくしようとする。これらは、あたかも卵を孵化する（incubate）役割を担うことから、インキュベーション機能と呼ばれ、投資先の取締役や監査役になって経営に参画するほか、事業計画の策定や、資金調達、販売先の開拓等も行ういわゆる「ハンズオン」の支援を実施する。

このように、ベンチャーファイナンスにおいては、VCによるベンチャーファンドからの投資が非常に重要な役割を果たすことが期待されているが、後述するように、わが国で

は残念ながら、現在、これが深刻な機能不全に陥っている。

5. 新興株式市場の整備

ベンチャーファイナンスの中で一番中心的なものは、ベンチャーファンドからの投資資金であることは既に述べたが、ファンドである以上、上述のごとく、投資資金の回収が必要であり、一番典型的なものは新興株式市場を通じた IPO である。

従来の市場ではなかなか上場基準が厳しく、IPO がしにくかったのを解決するために新興市場が相次いで設立された。

従来の株式市場（東証1部、2部）は基本的に業績の安定した大企業や中堅企業を対象としており、それに準じるものとして店頭登録市場があった。

最初の新興市場構想は、米国でベンチャー企業が多数上場しているナスダック市場の日本版を作ろうということでソフトバンクによって提唱され、1999年6月、米ナスダック・ストック・マーケットとソフトバンクの折半出資によりナスダック・ジャパン・プランニングが設立されることが発表された（日本版ナスダック構想）。

政府においてもバブル経済崩壊後の不況から脱出するため、米国でのベンチャー企業の活躍を範とすべく、リスクマネーの供給の必要性が認識され始めていた。銀行のBIS規制に伴う融資引き上げでベンチャー企業の破綻が相次いだこともあり、新興市場の必要性が官民の大きな共通認識となっていた。

日本版ナスダック構想に触発されて、1999年11月に東京証券取引所が「マザーズ」(Mothers : Market Of The High-growth and Emerging Stock) を開設、翌2000年5月には大阪証券取引所に新興企業向け市場の「ナスダック・ジャパン」が開設された。

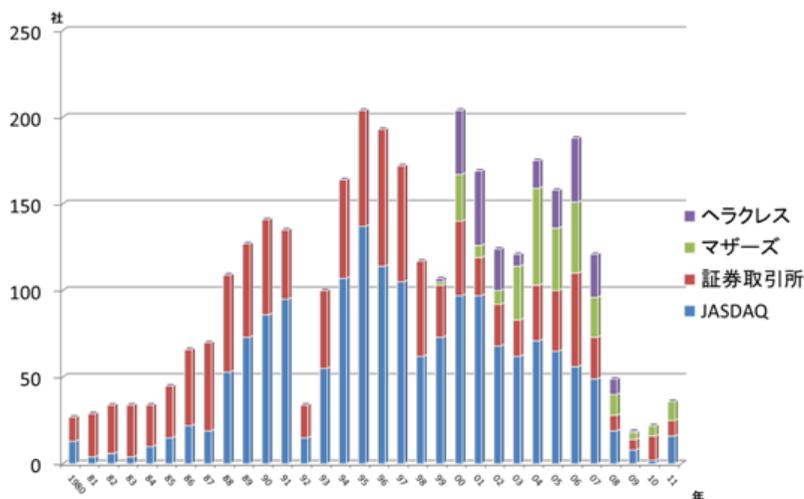
マザーズの上場基準においては、3ヶ月毎の四半期決算やリスク情報等の開示を義務付けた代わりに、既存の1部や2部のような業績基準はなく、成長性が見込まれる企業であれば赤字企業でも債務超過企業でも上場することができた。また、審査のスピードも1ヶ月程度と既存の市場の3ヶ月程度から大幅に短縮された。

こうして既存の店頭市場（現ジャスダック証券取引所）と合わせて3市場体制となり、大量公開時代の幕開けとなった（図1参照）。

また、新興市場の設立は地方に広がり、1999年10月に名古屋証券取引所セントレックス市場、2000年4月に札幌証券取引所アンビシャス市場、同年5月に福岡証券取引所Qボード市場が相次いで設立されたが、これらは2000年代半ばまではIPOも比較的活発であったが、その後のIPOの減少により現在では新規の上場はない状態にある。

直近では、わが国初プロ投資家向けの新興市場の東京 AIM が2009年に開設された。

図1 新規上場件数（経由上場も含む）



（出所）ディスクロージャー実務研究会編『株式公開白書：平成24年版』，株式会社プロネクサス，2012年4月

しかしながら，新興市場に上場したベンチャー企業の不祥事や急激な業瀬悪化は投資家の信頼を裏切るものとなった。

マザーズ上場第1号のリキッド・オーディオ・ジャパンは暴力団との関係が取り沙汰され，ベンチャー企業の上場益が暴力団の資金源になっているのではないかと批判された。また，ベンチャー企業の粉飾決算発覚による倒産等もあり，新興市場の信頼が大きく揺らいだ。村上ファンド事件や“ホリエモン”の逮捕によって決定的に新興市場の信頼性が失われた。

これに対し，上場基準をもっと厳しくすべきだとの意見が出ている。何よりも市場の信頼性の回復が鍵である。

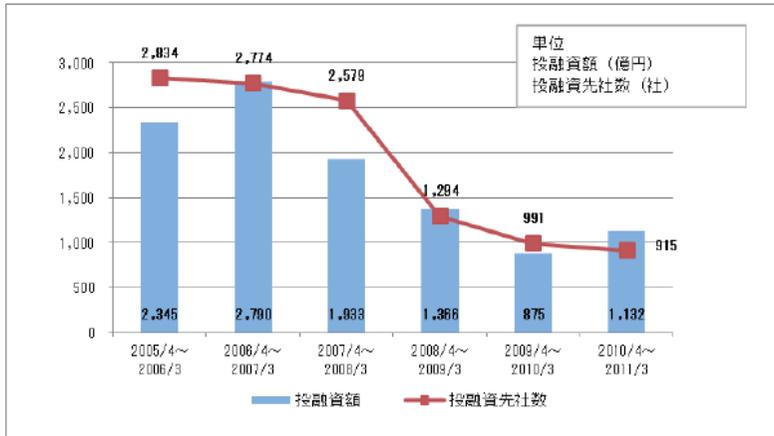
最近でもジャスダック証券取引所からIR優良会社として表彰された工作機械メーカーのプロデュースが表彰直後に粉飾決算が発覚し，倒産に追い込まれたことは記憶に新しい。

これらの一連の動きがベンチャーに対する社会的なイメージダウンとなり，政策的支援を行いにくくしたことは否定できない。

Ⅲ. ベンチャーファイナンスの現状

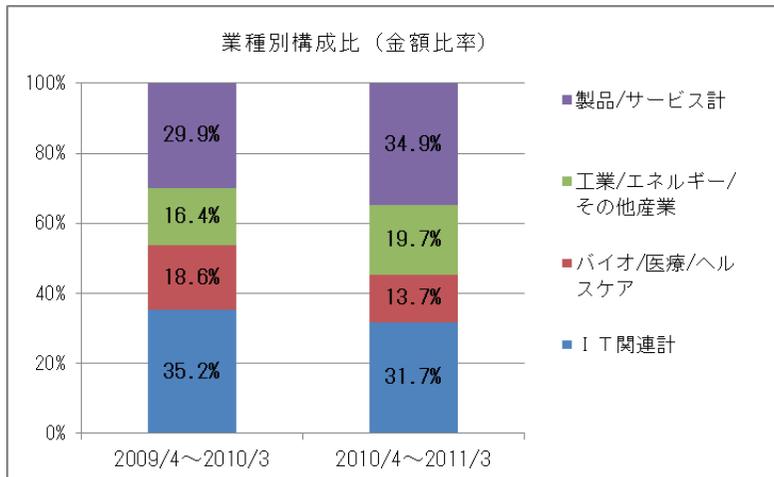
ベンチャーファイナンスの実態については公表されているデータは殆どないが，VECが毎年ベンチャーキャピタルにアンケート調査を行って，それをまとめた「ベンチャー白

図2 VC年間投融資額推移



(出典) VEC 各年投資動向調査

図3 VC投融資業種別構成比



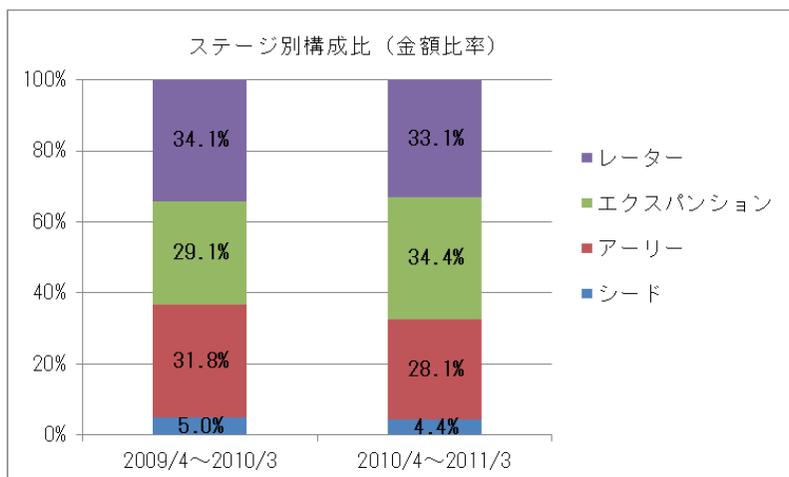
(出典) VEC 2011年度投資動向調査

書」が唯一の統計資料であり、それに基づいて現状を俯瞰してみたい。

国内のベンチャーキャピタル (VC) による 2010 年度のベンチャー企業 (VB) 向け投融資額は、1132 億円で、2006 年度以降減少を続けてきた投融資動向が僅かながら増加に転じた (図 2 参照)。

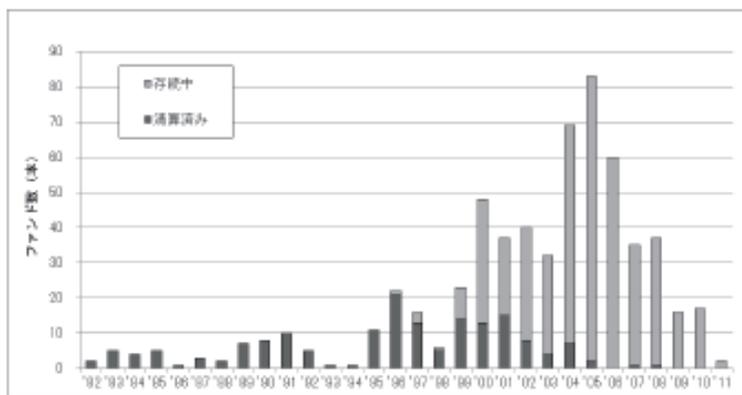
しかしながら、投融資動向を業種別に見てみると、IT 関連やバイオ・医療・ヘルスケア関連のような研究開発型ベンチャーへの投融資が減少し (図 3 参照)、製品・サービス業

図4 VC投融資ステージ別構成比



(出典) VEC 2011 年度投資動向調査

図5 ベンチャーファンド組成状況



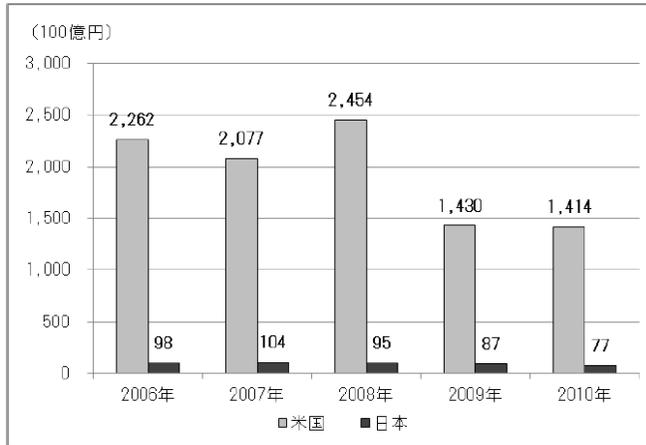
設立年	ファンド数 (本)			設立年	ファンド数 (本)			設立年	ファンド数 (本)		
	全体	清算済み	存続中		全体	清算済み	存続中		全体	清算済み	存続中
'82	2	2	0	'92	5	5	0	'02	40	8	32
'83	5	5	0	'93	1	1	0	'03	32	4	28
'84	4	4	0	'94	1	1	0	'04	69	7	62
'85	5	5	0	'95	11	11	0	'05	84	2	81
'86	1	1	0	'96	22	21	1	'06	60	0	60
'87	3	3	0	'97	16	13	3	'07	35	1	34
'88	2	2	0	'98	6	5	1	'08	37	1	36
'89	7	7	0	'99	23	14	9	'09	16	0	16
'90	8	8	0	'00	49	13	35	'10	18	0	17
'91	10	10	0	'01	37	15	22	'11	2	0	2
								合計	611	169	439

(出典) VEC 2011 年度 VC 投融資動向調査 (データ編)

が増えており、また、ステージ別でも「アーリーステージ」が減少し、「エクспанションステージ」が増えている（図4参照）。

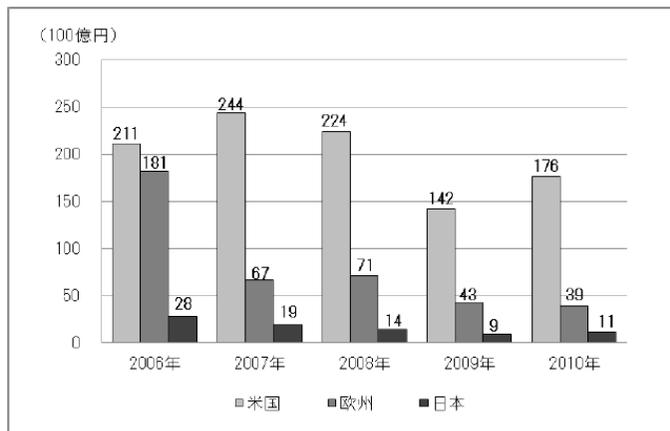
また、ファンド組成状況については、依然として低水準が続いている。かつて、大学発ベンチャーや地域活性化支援のために地方公共団体が主導してベンチャーファンドが各地で設立されたが、リーマン・ショックもあり、ファンドのパフォーマンスは大変厳しい状

図6 日米 VC の投資残高の推移



(出典) 米国：NVCA YEAR BOOK 2011 (1 \$ = 80 円換算) 日本：VEC 各年 VC 等投資動向調査

図7 日米欧 VC 年間投資額の推移



(出典) 米国：NVCA YEAR BOOK 2011 (1\$ = 80 円換算)
 欧州：EVCA YEAR BOOK 2011 (1 ユーロ = 105 円換算)
 日本：VEC 各年 VC 等投資動向調査

(注1) 欧・米は暦年 (1月～12月)、日本では4月～翌年3月

(注2) 日・米・欧とも、VC投資のみであり、再生・パイアウト投資は含まない。
 日本は融資を含む。米国は米国内への投資であり、日本・欧州は外国への投資を含む。

態となっており，地方公共団体も新たなファンド組成に極めて慎重になっている。

ベンチャーファンドについては，これまで611件，2兆3608億円が組成されている。

規模別にみると，単純平均では39億円であるが，160億円以上のものも20本以上ある。

第1号は1982年にジャフコによって組成された。現状，611件のうち，169件が精算済みで，439件が存続中である（図5参照）。

このように我が国のVCの投資も相応の実績となっているが，欧米と比較すれば，まだまだ圧倒的に少ない状況である（図6,7参照）。特にアメリカと比較すると数十分の一である。

IV. IPO (Initial Public Offering) の状況，VCのビジネスモデルの課題

次にIPOの状況についてみると，2011年度は37社がIPOし，2006年度の188社には遠く及ばないものの，2009年度のボトム19社から少しずつではあるが，増えてきている（図8参照）。

しかしながら，株価の低迷は依然として続いており，IPOしたと言っても，投資額に対して低い水準に留まり，また，初値も公募価格を下回っているものも多く，VBにとってもVCにとっても不満足な状況が続いている（図9参照）。

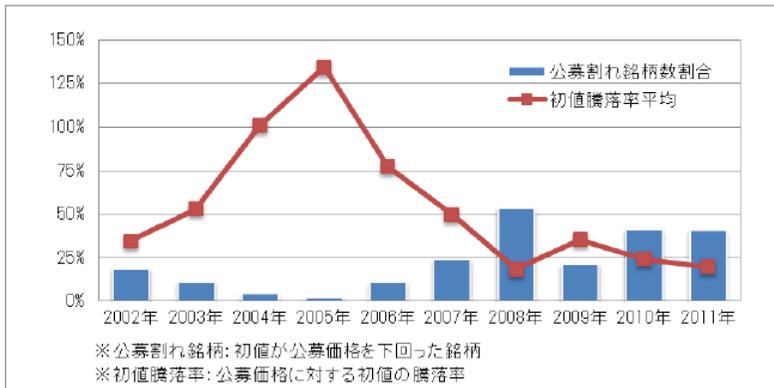
昔はIPOの際に投資単価の10倍～20倍になるものもあった（いわゆる“ホームラン”）。すなわち単純化して言えば，ファンドの投資のうちIPOするのが10社に1社でも，それが10倍になれば，全体でトントンになるということで，ハイリスクハイリターンが実現

図8 IPO社数の推移



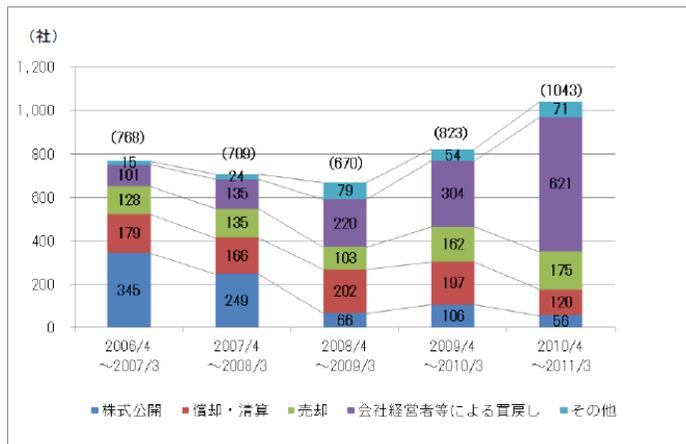
（出典）2010年報告書，東京IPO, JVR, VEC作成

図9 初値騰落率、公募割れ銘柄数



(出典) トレーダーズウェブ、VEC 作成

図10 わが国のベンチャーファンドのエグジット件数の推移

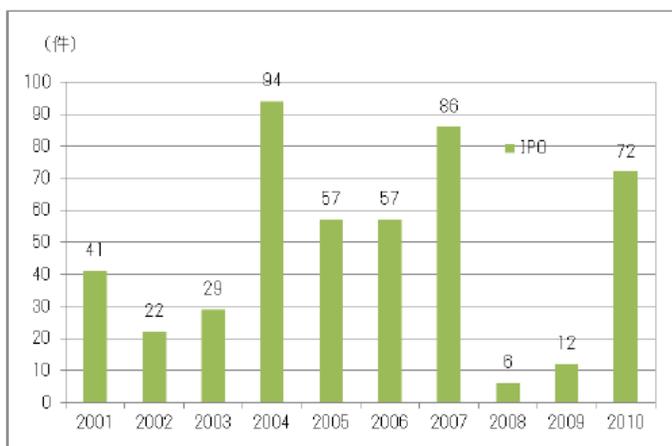


(出典) VEC 各年投資動向調査

できたことによりファンド全体のパフォーマンスが維持できていたが、IPOする投資先が減少し、かつ株価も低位だということになれば、ファンドへの投資家のリターンは惨憺たるものとなる。

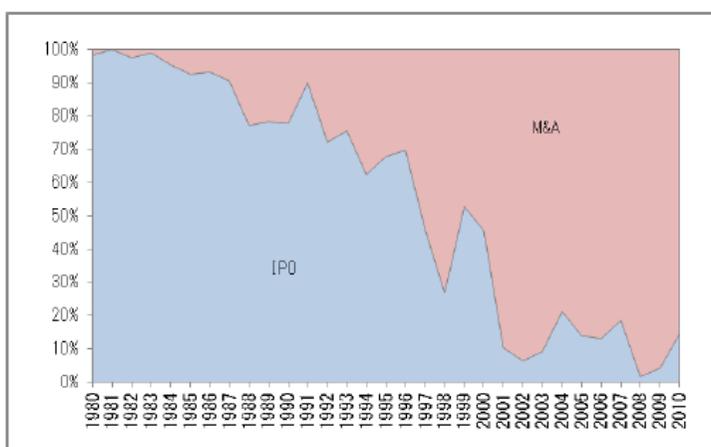
従って、IPOに代わる出口(EXIT)を探さなければならない。IPOに代わるのはM & Aである。わが国でもM & Aの市場がだんだん育ってきており、ファンドの出口もM & Aによるものが増えてきている(図10参照)。海外でも同様の傾向にあるが、特にアメリカではVCの支援企業のEXIT件数の割合はIPOからM & Aに完全に逆転している(図11, 12参照)。また、イギリスでは、IPOによる回収は1割未満である(表1参照)。

図 11 米国の VC 支援企業の IPO 件数の推移



(出典) NVCA YEAR BOOK 2011, VEC 作成

図 12 米国の VC 支援企業のエグジット件数割合 (IPO, M&A)



(出典) NVCA YEAR BOOK 2011, VEC 作成

ただ、M & A によって VC の保持している株式が他社に譲渡されることによって、VB は大きな影響を受ける。中には新しい大株主との関係がうまくいかない場合もある。IPO の場合には市場で株式をある程度時間をかけて売却していくので、大株主が一度に現われるわけではない。「融資は対象企業から資金を回収するが、投資はマーケットから資金を回収する」という投資の属性が事業者にとっては株主が異動する大きなリスクとなることもある。その意味では、株式を公開することは、様々なメリットがある反面、他社に買収されるリスクが存在することも事実である。

表1 イギリスのVC投資（投資回収方法）

投資回収方法	投資回収額		投資回収件数		企業数	
	金額(100万ポンド)	構成比(%)	件数	構成比(%)	企業数	構成比(%)
上場による売却	380	2.8	30	1.1	26	1.8
上場株式の売却	538	4.0	191	6.9	101	6.9
トレードセール	3,643	26.9	370	13.4	239	16.3
他のプライベートエクイティ会社への売却	3,830	28.3	259	9.4	145	9.9
金融機関への売却	544	4.0	256	9.2	39	2.7
経営陣への売却（買戻し）	174	1.3	141	5.1	93	6.3
他の手段による売却	866	6.4	752	27.1	401	27.3
優先株およびローンの払い戻し	2,693	19.9	574	20.7	240	16.3
償却	889	6.6	197	7.1	185	12.6
合計	13,557	100.0	2,770	100.0	1,469	100.0

（出典）Pricewaterhouse Coopers [2008] より作成

RIETI Discussion Paper Series 10-J-024 「NTBFsの族業・成長・集積のためのEco-systemの構築」150ページ参照

ベンチャーファンドの場合には、7年とか10年とかファンドの終期があり、終期に原則として投資家に現金で配当しなければならないので、IPOやM&Aがうまくいかなければ、経営者等に相当安く株式を買い取ってもらうことになる。終期のタイミングが株式市場が低迷しているような状況の下では高い株価は期待できず、パフォーマンスも低くなるざるを得ない。まさに現在の状況がそうになってしまっており、大半のVCにとっては大変厳しいものになっている。

V. 今後の方向性

1. エンジェル税制の拡充

ベンチャーファイナンスについてアメリカとの比較でよく言われるのは、VBの成功者達から供給される寄付金等の厚みが全く異なることが挙げられる。このような資金はVBにとっては優しい天使(angel)のような役割を果たしてくれることから「ビジネスエンジェル」とも呼ばれ、スタートアップからシード、アーリーステージにおける大きな資金供給源であり、多くのVBが育つ背景となっている。わが国では、本来はエンジェルによって賄うべき段階のものまでVCが供給せざるを得ず、それがVCのリスクをより大きくしており、結果的にもVCのパフォーマンスが良くない原因と言われている。

エンジェル資金を多くするためには、税制上の優遇措置が欠かせない。事実、アメリカを初め、海外では広く税制上の優遇措置が講じられている。

エンジェル税制についてはわが国では1997年に初めて導入され、一定のものが認められてきているが、まだ緒についたばかりであり、これを一層拡充することが期待されてい

る。

最近、政府においても「新しい公共」の考え方の導入や東日本大震災からの復旧・復興のため、民間の資金を寄付し易くする措置が講じられてきている。

VBは元々リスクが大きく、融資はもちろん投資でもなかなか難しいことを見てきたが、やはり失敗しても返済義務のない資金であるビジネスエンジェル資金を増やすことが必要である。

2. 公的支援の拡大の必要性

本来、VCの事業は純粋な民間のビジネスであり、公的支援とは無縁のものであるべきである。スタートアップも含めてシード、アーリーステージの投資はリスクが大きくても、株価が低く投資額は少なくて済むので成功すればリターンが大きく、レターステージの投資に比べて魅力がないわけではないはずである。

しかしながら、VCが運営する投資ファンドの運用期間はせいぜい10年程度であり、アーリーステージからの投資は、投資期間が満了するまでに出口が見つからない場合も多く、結果的に純粋なVCのビジネスになじまない可能性がある。

また、新産業創造や地域振興の観点から新規事業の創出を促すためには、通常のVCが投資の対象とするよりも低収益なものにベンチャーファイナンスを供給する必要がある、一定の公的支援が求められることは容易に納得できよう。

事実、海外においてもベンチャーファイナンスへの様々な公的支援が行われている。

ただ、わが国においては、いわゆる民業圧迫の批判から政策金融が縮小され、また、先般の「事業仕分け」により、ベンチャー支援制度についても大幅な見直しがなされ、廃止になっているものも多い。

上述のVECによる債務保証制度も中止されたままである。日本政策投資銀行も従来の日本開発銀行の時代からベンチャーファイナンスについては知的財産権担保融資、新株予約権付融資、ベンチャーファンドに対する出資等で、政策金融として熱心に取り組んできたが、先般の民営化に伴い、ベンチャー支援については原則としてレターステージ以降に限定している。

また、政府系の東京中小企業投資育成会社も一時ベンチャー支援に熱心であったが、特にリーマン・ショック後、パフォーマンスの悪化からベンチャー支援から遠ざかっている。

現状では日本政策金融公庫からの新規開業資金貸付と中小企業基盤整備機構によるファンド支援ぐらいしか残っていない。

日本政策金融公庫からの支援は金額が少額であり、創業期のベンチャー企業にとっては

返済期間が比較的長期であるのでありがたいが、相応の開発を伴うようなケースの場合は資金ボリュームの点で不足である点は否めない。

中小企業基盤整備機構（中小機構）からのファンド支援制度は地域のファンドも含めて多くのファンドに活用されている（平成24年3月末時点実績、ファンド総数155、ファンド総額3,642億円、中小機構出資約束金額1,503億円）。

また、VBからも期待を持たれていた産活法に基づき2009年7月に設立された官民出資の投資ファンドである「産業革新機構」については、資金量が巨額であることもあり（平成24年7月現在 政府出資1,420億円、民間出資140.1億円、政府保証枠1兆8,000億円）、これまではベンチャー支援というより、主として大手企業の再編を対象に資金を出しており、一般のVCのような機能は今のところ限定的なものになっている。

公的支援については、大きく分けて産業政策的側面と地域政策的側面がある。産業政策的側面では支援の中心は国であり、上記の「産業革新機構」に対してもバイオ関連業種も含めた大型のベンチャー案件等民間のVCのみでは資金量の面で対応が困難な分野への支援が期待される。

海外ではベンチャーと言えばバイオベンチャーが圧倒的に多い。バイオベンチャーについては、臨床試験等の観点からも大学の医学部との連携が必須である。特に創薬については、膨大な開発費がかかるが、海外でも探査段階ではベンチャーを活用し、ある程度の見込みが立った段階で大手の製薬会社が当該ベンチャーを買収して事業化を進めるパターンが多い。わが国の場合は、残念ながらこれまでベンチャー向けの多額の投資を行うところはなく、バイオベンチャーは資金的に苦しい状況にあり、海外に大きく遅れをとっている。

一方、地域政策的な側面での支援の中心は自治体である。地域活性化の一環として地方圏でも新規事業の創出による雇用機会の確保が大きな政策課題となるなかで、地方公共団体、地元経済界、地元金融機関、地元の大学が連携して、地方圏でもベンチャーファイナンスに対する取り組みが活発に行われてきた。企業誘致が難しくなるなかで、地域の産学官連携（金融機関を加えて“産学官金”と称する場合もある）に対する期待は大きい。特に近年、産業クラスター、知的クラスター戦略が打ち出され、各地で大学発ベンチャーを活用した新規事業創出への取組みがなされている。

国立大学の独立行政法人化により、大学のミッションも教育・研究と並んで社会貢献が謳われるようになり、大学発ベンチャー1000社創造計画（“平沼プラン”）の影響もあって、地方においても大学発ベンチャーに関心が持たれるようになった。そこで、地銀系VCや独立系VCがGPとなって大学発ベンチャー支援等のための地域ベンチャーファンドが多数作られ、筆者が関与したものもある。地方自治体や地元財界、地元金融機関が出資している地域ベンチャーファンドは、VECの資料によればベンチャーファンド全体の約3割

を占めている。

大学発ベンチャーも数の上では目標数を大幅に上回ったが、粗製乱造されたものもあり、大半が赤字であり、資金が続かず休廃状態となっているものも多く、中には将来有望なものもないではないが、全体としての評価はかなり厳しいものとなっている。

地域ベンチャーファンドは公的支援制度も活用しながらこれまで各地で作られてきたが、ファンドの大半は苦境に喘いでいる。地域ベンチャーファンドについては、中央や大手のVCが運営する一般のベンチャーファンドとは異なる独自のビジネスモデルが必要となつてこよう。

地域のベンチャーファンドの課題としては、まず何よりも地域に投資先が少ないため、その中で魅力的な案件はごく僅かである。自治体や地銀等のファンドの出資者にとっては、リターンの増加よりも地元に残ってくれる企業をいかに作っていくかが重要であるので、通常、投資対象を地元企業に限定しているか、少なくとも過半を地元企業への投資に振り向けることを義務付けている。こうした制約の下で、地域ファンドの中にはファンドは設立したものの有望な案件がなくて困っているところもある。

そもそも、あらかじめ高いリターンを目標とするものでもないことから多額の出資を集めることは難しく、ファンドの規模も小さくならざるを得ない。従って、ファンドの規模に比例する管理報酬も少額とならざるを得ず、十分な人材の手当てもできないことから、既存の地銀の関連のVCが言わば片手間に行っているケースも見受けられる。

一般にファンド投資はリスク分散を図るため、1件当たりの投資上限額をファンドの総投資額の10分の1程度としているところが多い。従って、ファンドの規模が小さければ1社当たりの投資額の限度も自ずから小さくなり、大型案件や既存案件の追加投資に対応できない。

また、地域においては、ベンチャー企業の経営を担う人材が不足している（特にCEO）。また、弁理士等、特許に詳しい人材も不足しており、研究開発型ベンチャーの起業環境としては不十分なところも多く、地元の大学等に優れた技術シーズがあっても、それを事業化することは難しいと言わねばならない。さらに地域のしがらみもあり、ともすれば冷静な投資判断が難しくなる恐れもある。

これまでの地域ファンドについては、地域の課題が十分に検討されないまま、ある意味ではブームに乗ってファンド組成が先行してきた嫌いがあり、その点は深く反省しなければならない。ただ、政策的な緊要性が高く地域にとって真に必要なものは、民間金融の尺度で評価されるファイナンスとは別の形で積極的に支援をしても良いのではないかと思われる。

3. 被災地支援の在り方、新しいファンドの在り方

東日本大震災の復旧・復興に向けて、資金調達支援としていろいろな復興ファンドができてきている。もちろん、復興ファンドはいわゆる二重債務問題を解決するためのものが中心であり、ベンチャー支援という目的のものは極めて少ないが、中には復興の過程のなかで新しいビジネスを立ち上げるものを対象にするものも登場している。例えば三陸沿岸の漁業の復興においては、輸出の増加等を狙った新しいビジネスも検討されており、また、何よりも雇用の拡大につなげるため、新しい事業を立ち上げる必要性は特に高まっている。

これらの動きを支援するためにも、ベンチャーファイナンスに似たような仕組みが求められてきている。

一方で、NPO 法人による金融等、マイクロファイナンスも注目されている。中でもミュージックセキュリティーズ株式会社（MS 社）による応援ファンド支援は、新しいビジネスモデルとして興味深い。

インターネットを活用して多数の投資家から小口の投資資金を集める方法は、金額は少額であるが、短期間で多くの賛同者から資金が集まるので、それなりの金額になる。また、被災地支援ということで、投資家としては元々寄付金的なものとして出資しており、事業が失敗しても投資家（出資者）の負担は軽微である。上記の MS 社の応援ファンドも出資金の半分は寄付金となっている。

また、被災企業の支援に当たっては、ファンドを活用するにしても 10 年程度で資金を回収することは難しく、ファンドの運用期間の長期化も検討すべきである。

投資の出口を考える際に、被災企業も含めて地域のベンチャー企業や中小企業においてはそもそも事業の性格から急成長が望めないものが多いことから IPO は無理であり、他の株主への譲渡も難しい場合には、自己株式の取得も視野に入れなければならない。自己株式の取得は株式会社の場合には利益剰余金の範囲でしか認められていないので、事業者にとっては多大の負担となる。そのような場合にはむしろ、劣後債等の超長期のローンのような性格のものが有効である。この場合にもそれが資本性借入金として認定されれば、バランスシートが改善される。

先般の会社法の改正により我が国でも種類株が発行できるようになり、ベンチャー支援も含めてそれぞれのニーズに合った資金調達の設計が可能になり、ファイナンスの自由度が増したことが課題の解決につながれば幸いである。

いずれにしても被災地支援のためのファンドは高いパフォーマンスは期待できず、通常のファイナンスとは異なる補助金的な性格の資金も必要となつてこよう。

VI. おわりに（結語）

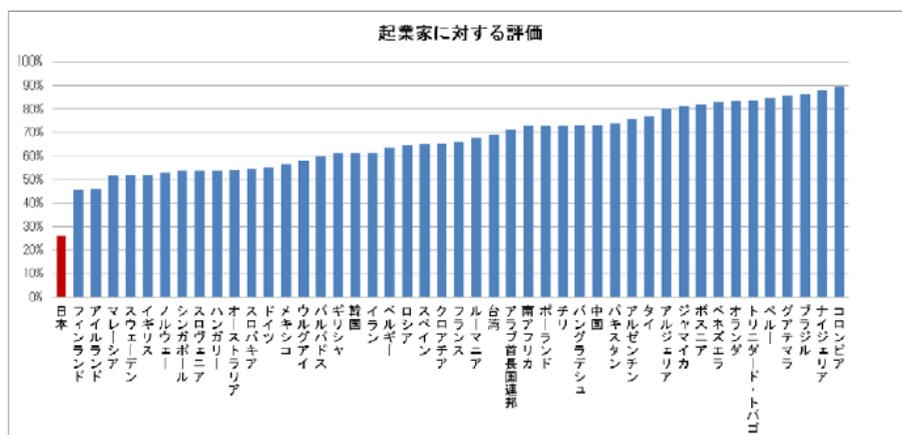
ベンチャーファイナンスについてこれまでいろいろ見てきたが、やはり何といたってもベンチャー支援のための制度がいくらできても、ベンチャー企業を興そうとする人材が少ないのではどうしようもない。こうした課題に対し、各地で“起業家育成塾”なるものが出てきている。わが国の場合は、支援ツールは相応の水準まで整備されてきているが、とにかくアントレプレナーの絶対数が少ないことと、ベンチャーを評価、奨励する社会的風土が我が国の場合、諸外国に比べて少ない点は否めない。

特にアントプレナーシップは世界でも最低ランクである（図13参照）。ベンチャー企業のニーズを調べると、不景気のなかで安定志向が強くベンチャー企業で働いてくれる人材が集まらないという声が多い。

また、エンジェル税制についても、わが国では寄付文化が育っていないのと、ベンチャー等で成功した経済人からの寄付がなかなか出てこないことが残念である。要は、税制の恩典がなくとも世の中にそのような方向を目指す方がいれば、寄付はもっと進んだはずであり、税制の恩典はインセンティブに過ぎない。

ベンチャー支援については、冒頭でも若干触れたが、過去の政策の反省の議論もなされている。2007年9月から2年間にわたり実施され、筆者もオブザーバー的な立場で参加させていただいた独立行政法人経済産業研究所（RIETI）の「NTBFs（New Technology-based Firms）の簇業・成長・集積のためのEco-systemの構築」という研究会（研究代表

図13 起業家に対する社会的評価



(出典) 平成23年度VEC創業・起業家支援事業（起業家精神に関する調査）

者：東北大学大学院経済学研究科教授 西澤昭夫氏) の中でも大分議論されたが、海外の成功事例を分析するとベンチャー企業を輩出するためにはクラスターに代わるエコシステム(Eco-system) が構築されなければならないというものである。

エコシステムとは、ベンチャー企業の簇業・成長・集積に向け、技術シーズを創生・移転する大学、リスクマネーを供給する特殊な金融仲介、弁護士、会計士、弁理士、コンサルタントなどの「生産者サービス」を供給する専門家集団、多様で優れた人材などが集積するだけでなく、それらがネットワークを通じてベンチャー企業に供給され、その支援効果を持ち、そうした活動を積極的に承認する地域文化を含む概念として定義される(Bahrami & Evans [2000]) (参考文献『ハイテク産業を創る地域エコシステム』6 ページ注7)。

現にシリコンバレー等でベンチャーを輩出しているのは、上記の条件が備わっているからである。シリコンバレーではリーマン・ショック後は一時ベンチャー投資も落ち込んだが、その後、往年の状況を取り戻しつつある。グリーンテックと言われる環境関連ベンチャーや再生可能エネルギー開発関連のベンチャーが牽引役を果たしている。

わが国でもここへ来て環境ベンチャーや 아이폰 関連の IT ベンチャーも増えてきているが、骨太のベンチャー企業は少ない。また、今後、ビジネスとして成長するためには海外の企業との連携が不可欠であるが、この点についてもわが国のベンチャー企業は韓国や台湾のベンチャー企業に比べて不得手である。従って、民間 VC としてはパフォーマンスの観点から国内のベンチャー企業よりも海外に投資先を求めることが多くなってきている。

近年のアジア諸国の台頭は凄まじく、今後わが国の国際競争力が維持できるかどうかを憂慮されてきているなかで、新技術に基づく新産業の創造はわが国にとって喫緊の課題である。これまでのベンチャー企業に対するイメージから、ベンチャー企業に対する大きな期待感は払底しているが、鶴岡市と慶應義塾大学先端生命科学研究soとの連携によるヒューマン・メタボローム・テクノロジーズ(株)の創業の事例に見られる“鶴岡の奇跡”(同上書 283～290 ページ参照)のようにわが国でも地方自治体、大学、金融機関等が一致協力してエコシステムが整備され、ベンチャーファイナンスが再生できることを期待したい。

参考文献

- 田代泰久『知的財産権担保融資の理論と実務』清文社、1996年。
 鎌田 薫編『知的財産担保の理論と実務』(IIP 研究論集2) 信山社出版、1997年。
 櫻井通晴・村上敬亮・延原清一・土井宏文／編『エマージング・ソフトウェア会社のファイナンス戦略』コンピュータ・エージ社、1997年。
 忽那憲治『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス』東洋経済新報社、1997年。
 水永政志『入門ベンチャーファイナンス』ダイヤモンド社、2006年。
 長谷川文雄・水鳥川和夫編『コンテンツ・ビジネスが地域を変える』NTT 出版、2005年。

特集 新しい金融経済学

- 西澤昭夫・福嶋 路編『大学発ベンチャー企業とクラスター戦略』学文社, 2005年.
土生哲也『よくわかる知的財産権担保融資』金融財政事情研究会, 2008年.
財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「我が国新興株式市場を巡る課題について」, 2009年.
磯崎哲也『起業のファイナンス』日本実業出版社, 2010年.
独立行政法人 中小企業基盤整備機構 経営支援情報センター「地域ベンチャーファイナンスに関する調査研究」, 2011年.
藤田昌久・長岡貞男編『生産性とイノベーションシステム』日本評論社, 2011年.
東北大学大学院経済学研究科地域産業復興調査研究プロジェクト編『東日本大震災からの地域経済復興への提言』河北新報出版センター, 2012年.
財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2011年度ベンチャービジネスの回顧と展望」, 2012年.
財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2011年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査・ベンチャーキャピタル等ファンド状況調査報告書」, 2012年.
西澤昭夫・忽那憲治・樋原伸彦・佐分利応貴・若林直樹・金井一頼『ハイテク産業を創る地域エコシステム』有斐閣, 2012年.