

ベンチャービジネスの資金調達に関する考察

岩 下 伸 介

ベンチャービジネス（以下ではVBという）とは産業構造の転換の流れの中でニッチ産業分野や新規性のある産業や新しい経営システムを創造し挑戦していく企業群である。日本の場合、VBの資金調達は金融機関からの投融資が難しく、また資本市場からの調達にVBの起業初期段階では限界があり、ベンチャーキャピタル（以下ではVCという）からの資金調達が主になっている。日本ではVCの多くは金融機関の関連会社であり、その投融資姿勢は親会社の方針に則ったものであり、米国にあるVCとは若干異なり、本来のVCの姿ではない。VBの事業リスクを取る事による多額の利益還元を投資家に期待させ、VBが資金を調達するというのがVBの資金調達の基本である。この点でVCの存在はVBを資金支援する重要な役割を担っているはずである。

VBが必要とする資金形態は、その成長段階において異なる。起業段階の資本金、発展段階のメザニン・ファンド、株式公開直前の財務構成改善資金等色々である。リスクな経営上の課題を持ち資金調達できないVBは、ハイ・リスク、ハイ・リターン VBに投資するVCからの投資を受入れるのはVCがこの経営問題を認識しているからである。VCがVBの社外財務担当マネージャーとしてVBの財務管理をしてきた。今日VCの大企業化は大きなリスクを取らないインベスト・バンクの活動領域と重なってきており、VCの存在意義が問われている。VBとVCは共存していると同時に相互に補完しあっているからこそ、VC自体の事業リスクは、VBのそれと性格的には変わらない。VBの資金調達方法を見ればVCの業務内容の構成が解る。VBの倒産が多くなれば、VC業界も不況に陥る事になる。しかし日本の現状は一つ噛み合わないVBとVCの相互依存の中で、VBはその財務戦略を見直す時期に来ている。

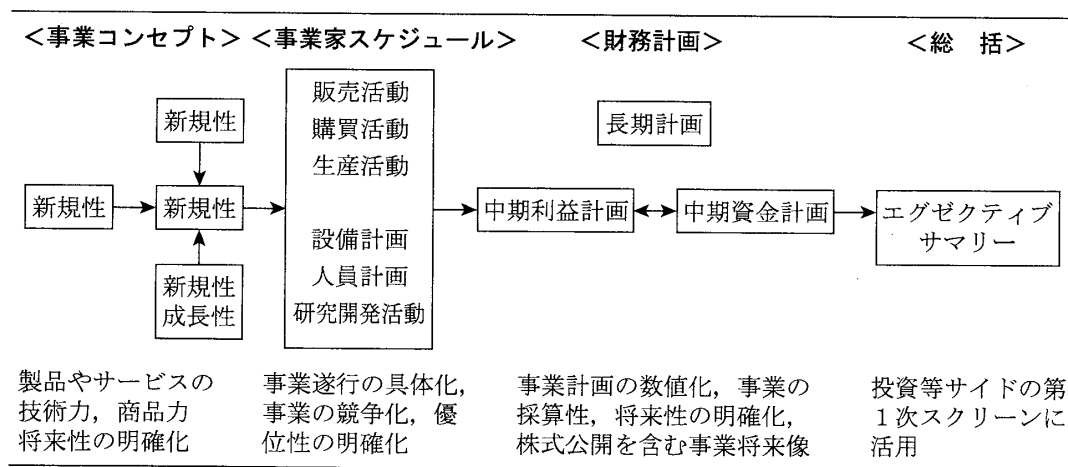
1997年後半、日本の第三次ベンチャーブームは金融システムの不安が金融機関の貸し渋りを起し終焉した。倒産企業の原因は、ほとんどが財務戦略の失敗であった。今日までのVBの資金調達の骨組みとVCを通じての投融資を日米比較によって概観し、最近米国においてVBがストックオプションをVBの新しい資金調達戦略として導入してい

る背景について考察を加える。

1. V Bの資金調達概念

V Bの原点は「夢」である。V Bは無からの始まりであり「夢」の実現なのだが、裏を返せば起業家（以下アントレプレナーという）にとっても資金提供者にとってもリスクを取る一種のギャンブルである。起業段階（シード期）では自己資金で大体事業開始出来るが、次の初期段階（スタートアップ期）には人、物、金、情報、技術が整備され事業運営を進めなくてはならない。この中で一番重要なファクターは金（資金）である。事業計画書の作成は唯一の資金調達の道であり、そして最初の試練である。この事業計画書はアントレプレナーの理想を形にしたものであり、その理想を実現化する事業発展計画を資金提供者に示す事がV Bを売り込むための手段である。事業計画の内容は生産、販売、資金調達等の計画、B/SとP/Lそしてキャッシュフロー、従業員数等が示されている¹⁾。資金提供者から見れば、技術の新規性、先端性、などでそのV Bを判断するの

図表1 事業計画書の構成・作成手順



（出所）松田修一著『起業論』日本経済社、1997年、p.211.

ではなく市場分析からの販売計画の将来性が一番重要なファクターなのである。事業計画が理想に終始するのではなく現実性を持つ内容でなければ資金調達の道は険しいといわざるを得ない。外部からの資金調達計画なしに事業展開をするアントレプレナー少ない。V Bの成長を支援するために、資金調達をいかにすべきかの5つのポイントを示すと：²⁾

- (a)最小の資本で最大の効果を上げるための経営戦略を具体的に採用しているか
- (b)金融機関からの資金調達と情報収集力を機動的に活用しているか

- (c) V Cからの投資を積極的に活用し、成長ステージに乗せているか
 - (d) オーナー権確保のための資本政策が明確であり、経営は安定しているか
 - (e) 株式公開後、成長戦略が明確であり、証券市場を積極的に活用しているか
- これらの項目を頭において資金調達をしなくてはならない。

① 資金調達の方法

(a) 自己資金

アントレプレナー自身が貯えた資金や共同経営者の資金、家族や知人の援助。独立型 V Bで特定の企業と関連がなく独立性を持ったアントレプレナーによって起業されたものに見られる。欠点は資金が少額である。

(b) 企業内部調達

企業活動の中で利益や減価償却。スタートアップ段階ではあてに出来ない。

(c) 信用力 (Credit Line)

企業の成長力、業務成績、企業の資産で資金調達の裏付けとなる財務的信用。この力が付く迄に相当の時間がかかる。短期間では期待できない。

(d) V Cやその他金融機関からの外部資金

これらの機関からの投融資：

ーデッドファイナンス (Debt Finance)

金融機関からの借入れ、や取引企業間金融。スタートアップ段階の V Bにとって無理である。公的金融機関からの融資は可能である。

ーエクイティーファイナンス (Equity Finance)

個人投資家(エンジェル)、V C、取引先、金融機関等の出資金、や株式発行、上場による資金調達。エクイティーファイナンスの場合、出資者の期待は株式の売却利益であり、配当金である。しかし、投資家の期待利回りは非常に高く30%以上(米国の場合)が普通である。このため、V Bは年間30%以上の成長利益をあげなければ、これらの投資家の資金提供を受けることが出来ないのである³⁾。V Bは短期間で事業拡大をして利益をあげるとの目標があるので短期間で多額の資金を必要とする。そのためにはV Cやその他金融機関を頼らなくてはならないが、やはりエクイティファイナンスが主となる。日本の場合、今までのところV Bの短期間の成長例は少ない。

② V Bファイナンスの市場

起業後、10年も赤字であれば、誰もこのV Bに資金提供をしないであろう。しかし、過去に成功した米国のV Bを見てみると、ハイリスク・高成長のV Bが多い。初期段階の損失は大きい、利益をあげた後の成長が速い。3～5年で黒字転換をするのが一般的である。また、V Bの起業段階から株式公開を事業計画書の中に入れており、アントレプレナー、投資家、経営者や従業員まで株式値上がりによる利益を得る事を第一と考

えている。こうした投資環境に支えられてV Bへの投資が行われている。またエンジェル(Angele)という個人投資家が、起業の段階で多くのV Bに投資をしており、その投資額はV Cよりも多いといわれている。

その他、V Bファイナンスとして米国にはV C、公的金融機関、NASDAQ 市場でのV Bのための新規株式公開での資金調達などがある。V Bが高度成長を続け、投資家に高い投資利回りを期待させるのがV Bの一つの使命であり、その目的ためには証券市場で調達した資金を活用しスピードある事業拡大をしなければならない。

この様にV Bのファイナンス市場が多様化している米国と比較して日本のV Bファイナンス市場を見るといまだこの分野は発展途上といわざるを得ない。日本の場合は、企業の成長スピードが米国より遅く創業当初から株式公開が出来る市場環境が整備されていない。その結果、V Bが中堅企業に成長した時点で金融機関や株式市場が動き出すというようにV Bに対する金融支援の次元が違うのである。米国が現在の長期の好景気を生み出した背景の一つには、V Bの金融支援システムを早くから整備しV Bの発展をキッカケとして産業構造を転換させたからである。日本が何故V Bの発展で遅れたのか米国と日本のV Bファイナンス市場を概観してみる。

2. 米国のV Bのファイナンス市場

米国では、V Bの発展の為、連邦・州政府系の中小企業支援資金、年金基金、個人投資家(エンジェル)、V C、V Bの提携企業等によりV Bの各成長段階に応じて必要な資金調達のシステムが整備されている。主な仕組みを以下の様にまとめた。

(1) 公的ファイナンス市場

1953年に制定されたSmall Business Act(中小企業法)によってSmall Business Administration(米国中小企業庁)により金融助成、投資促進、融資等の支援が行われている。この支援は中小企業だけでなくV Bにもその範囲は広げられている。

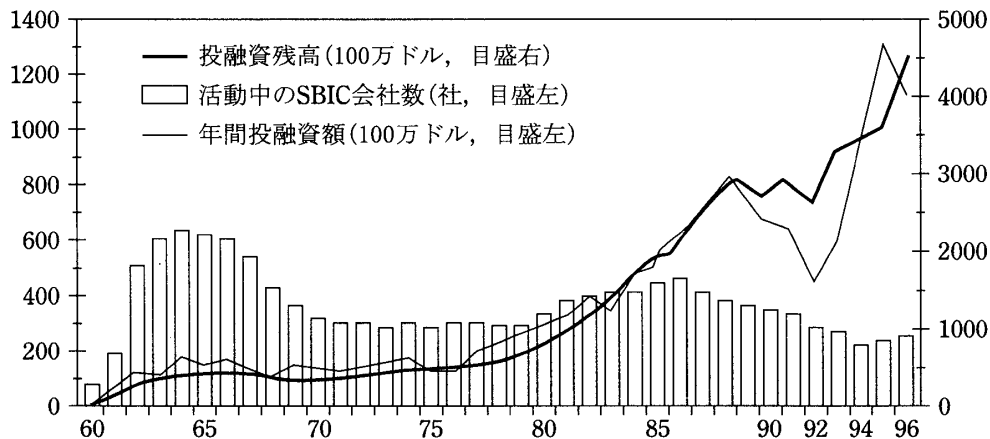
(a) SBA (米国中小企業庁)

SBA の金融支援は、SBA ローンと称し大半が信用保証である。

(b) SBIC (Small Business Innovation Companies= 中小企業投資会社)

SBA が認可、支援する公的なV C制度である。SBA から出資金を提出をしてもらい中小企業に融資を行う。1996年時点で全体の投資残高は約45億ドルで民間のV C全体(327億ドル)の10%である。

図表2 SBICの活動状況



	65	75	85	90	95	96年
SBIC会社数(社)	645	298	456	360	252	261
うちRegular SBIC	645	259	324	237	166	176
うちSpecial SBIC	0	39	132	123	86	85
同, 年間投融資額(100万ドル)	187	136	496	649	1,283	1,112
同, 投融資残高(100万ドル)	537	594	1,915	2,601	3,589	4,516

(原出所) SBA, *The State of small Business*.

(出所) 小野正人著『ベンチャー起業と投資の実際知識』東洋経済新報社, 1997年, p. 212.

(c) SBIR (Small Business Innovation Research)

高度技術を持つ中小企業に補助金を出す。

(d) STTR (Small Business Technology Transfer Research Program)

1994年に始まった。研究開発に補助金を出す。

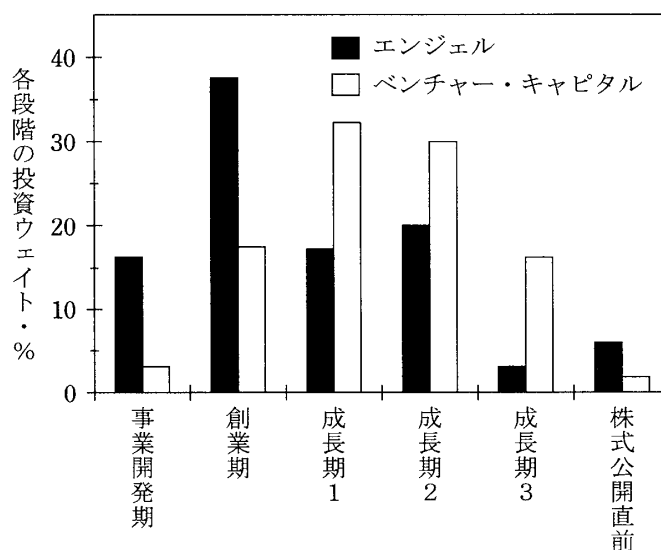
(2)エンジェル (Angel)

米国には誰もがV Bを起業するチャンスがあり、その支援環境が整備される土壌が歴史的にあった。250年前後に欧州の古い階級社会の中で何事も規律に縛られ自由がない社会から新天地を求めてやって来た人々によって広大な土地開発のニューフロンティア精神が新しいものにリスクを恐れず挑戦し失敗をしても社会的な評価はそれほど低く再挑戦、再出発が評価されるというアントレプレナーシップ（起業家精神）の基本精神があった。端的な例をあげると第2次大戦のマッカーサー元帥の言葉“I shall return”である。

V Bを起業し成功することはアメリカンドリームの一つであり、そのドリームの実現のためそれに賭けるエンジェルも西部開拓時代の金鉱掘で一獲千金を目論む人々がそのリスクに挑戦するのと基本的には同じである。彼らの新社会制度は立ての階級の横の社会である。

VBの初期段階での自己資金の元は自身、家族、知人、友人からの出資金である。しかしこれだけでは新規開業では不十分である。ここにVBに投資するエンジェルと呼ばれる多数の個人投資家がいる。新規開業で資金ニーズがあるVBにはエンジェルの存在は役立っている。エンジェルは不特定の多数なので組織があるわけではないので総投資額等の正確な数字は把握されていない。しかし、VB金融支援の大きなセクターである事は間違いない。

図表3 ベンチャー発展段階の投資割合



(原出所) Free, Wetzel, "Who Bankrolls High-tech Entrepreneurs", *Journal of Business Venturing*, 1990. 3.

(出所) 小野正人著『ベンチャー起業と投資の実際知識』東洋経済新報社, 1997年, p. 117.

エンジェルは個人の独立した投資家である。その投資家の特徴を見ると、大資産家というイメージが浮かぶがその職種は様々であり、年収から見ると中間の上である。VBに投資する理由の一つが、その業界の企業の経営者、出身者、退職者、で業界に非常に詳しい情報も持っている。投資家として投資したVBに経営コンサルタントの様な役割もはたす。投資はVBの初期段階で行い、高成長、ハイリスク投資で高いキャピタルゲインを目的としている。エンジェルとのコンタクトは個人投資家ということで千変万化で大体はVBのネットワーク例えば同業者、地域、大学、友人等通じてVBが投資依頼をする。米国には地域中小企業振興協会、コンサルタント等が主催する投資セミナーなどが沢山ありこれらの会合を通じてVBがエンジェルに事業計画を説明する機会がある。最近ではインターネットを利用したVBからエンジェルへの投資勧誘も行われるようになりこれが一般化してきた。VBにとって個人投資家を見つけ出し、投資依頼するのはパソコンの普及によりけして難しい事ではない。しかし、エンジェルに納得し投資して

もらうためには、事業計画書作りとそのプレゼンテーションが非常に重要な仕事になる。また、エンジェルからのアプローチもインターネットを通じてある。両方行から情報が取れるので互いに自分にあった相手を見つけるチャンスが十分にあるのである。これはまさにコンピューター時代が生み出したV Bのための資金調達のニューマーケットでもある。

このような文化背景がV Bを生む土壌であり、もともと横のネットワーク社会が存在し、その上にコンピューター社会がより広い横のネットワーク社会を創造した。これに対して日本の場合は、伝統的な階級社会が現在もなお立社会として厳然と存在しているために、立て社会の村意識が強い環境のなかではエンジェルの活躍によって成長し成功するV Bが育たないし、エンジェルが排出する環境も出現しない。

ニューハンプシャー大学のベンチャー・リサーチ・センターの調査は次ように報じている。V Bの創業資金の約9割はエンジェル資金である。全米には約25万人のエンジェルがいて、毎年約3万社のV Bに対して合計約100億ドルの投資をしている。一方V Cは全米で年間3,40億ドルを二千社から二千五百社に投資しているが、スタートアップのV Bへの投資はせいぜいその三分の一であると推定されている⁴⁾。

(3) ベンチャーキャピタル (V C)

(a) V Cの発展の経緯

V Bの発展にはV Cの存在があり、V B事業の中でオーケストラの指揮者の様にその機能はV Bの成長発展の過程で重要な役目を果たしている。米国で最初のV Cは1946年設立のARD (American Research and Development) である。同社により、第二のコンピューターメーカーに発展したデジタル・エクイップメント社 (DEC) とがん処置装置メーカーのハイ・ボルテージ社が急成長したことがARDを発展させる大きなキッカケとなった⁵⁾。その後のゼロックスの急成長があり、V Bへの関心が高まっていった。ARDの

図表4 ARDの歴史

1946年	ARD設立。設立時の調達金350万ドル。株価25ドル/株。
47末	投資実施会社8社(スタートアップ6社、アーリーステージ2社)。
49末	ARD, 400万ドルの増資を実施。57%が売れ残る。
51年	ARDの株価が19ドル/株と評価される。
57年	ARD, DECの設立に際し7万ドルを投資。
60年	ARD, 800万ドルの増資を実施。株価は74.1ドルの評価。
71年	DECがIPO後も急成長。ARDの持つDEC株式の評価額は当初の50倍に上昇。
72年	ARD, テクストロン社に売却される。株価は813ドル/株。

(原出所) バイグレイブ、ティモンズ、*Venture Capital at the Crossroads*。

(出所) 小野正人著『ベンチャー起業と投資の実際知識』東洋経済新報社、1997年、p. 134。

VBに対する役割が注目をされ出しVC業界が関心をもたれる様になった。1960年代後半、第一次ベンチャーブームが訪れVCがVBを成功させたが、資金量やカバーする地域はまだ小さくその役割は限定されていた。

第一次ベンチャーブームに乗って60年代から70年代に多くのVCが設立された。69年に資本利得税の引き上げ、78年年金基金のVCへの投資禁止、景気の低迷等によりVCの資金調達に陰りが出てVCの活動が低下した。78年に資本利得税改正、年金基金のVCへの資金の再流入、81年の租税改正によりVCの資金調達も容易になった。88年から91年の間にブラックマンデー以降の不況が影響しVCの投資額は低下した。VCの低迷の原因は一般の企業の状態と同じで、株式市場の不調による資金調達が出来なかった。VCの顧客である半導体企業の不振、78年のVCの数は100社前後であったのが91年には640社前後まで増えた結果のVCの過当競争等も影響した。しかし、92年以降米国の景気回復と共に、ハイテク、情報、コミュニケーション等業界の好況が投資ブームを呼びVCの活動も活発になった。

VCの発展経過を見ると、米国といえどもその景気のサイクルによってその活動は左右される。好況と不況の波はどの国にもあり、不況のパターンについていうとどの国でも同じなのである。企業倒産、消費低迷、失業等似たりよったりの状況がそこに見られる。ただ不況から好況に至る波のパターンは国によって相違がある。米国のこの長い好況の始まりはコンピューター社会を先取りしたVBの発展成長であり、それを支援する為に発生したVCである。VBとVCが車の両輪となって今日の米国の景気を引っ張ってきた背景には、前述したような米国の文化や国民性が大いに関係している。リスクや新しいものに挑戦する精神を持ち、実力さえあれば転職が容易、成功に対する報酬は高い、経営理念はフロンティア精神で柔軟性があるなどである。この要素こそがVBとVCを支えた社会基盤である。VCは、VBの育成という視点に立脚しない限りその存在意義が薄れるのは当然である。長い好景気はVCをインベスト・バンク化へと変身させている。今日、VCの本来の姿に戻らないとVCとVBの補完関係が崩壊する時が訪れるのではないだろうか。

(b) VCの種類

独立系：VCの代表的なもので95年末現在513社で全VCの84%を占める。一件の投資額は25万ドルから100万ドル、それぞれ独立した投資戦略を持つ。例えば、起業段階(シード段階)や初期段階(スタート段階)を専門とするもの、エクспанションやLBO(レバレッジド・バイアウト)を専門とするもの、事業全段階に投資するバランスド・ファンド専門ものというように投資方法は様々である。

図表5 成長段階別投資金額分布

(単位：%)

年	84	85	86	87	88	89	90	91	92
シード段階	3	3	3	2	3	4	3	4	3
スタートアップ	12	12	16	11	10	9	7	6	8
その他初期	18	15	16	15	15	15	17	22	13
初期段階計	33	30	35	28	28	28	27	31	24
成長段階	54	52	44	45	41	47	52	54	55
LBO・買収	9	15	19	20	27	21	18	3	7
その他	4	2	2	6	4	4	3	11	14
合計	100	100	100	100	100	100	100	100	100

資料：Venture Capital Journal

(出所) 安保邦彦著『ベンチャービジネス・キャピタル再生の道』同友館、1994年、p. 36.

金融機関系：95年末83社で13%を占める。VB事業の成熟段階（レイター段階）の投資が多い。一件あたりの投資額は500万ドル～1億ドルである。銀行、証券、保険の子会社で投資方針も親会社の影響を受けやすい。

事業会社系：GE、テキサコ、ゼロックス等の子会社。15社（95年末）で3%と少ない。その投資方針は金融機関系と似ている。

(c) VCの投融資の形態

VCはそれぞれ投融資方針に特徴を持っているが、区分化するのは難しい。SBICの投融資とSBCが90%保証するSBAローンが一般的である。要約すると、投融資の形態は転換社債、株式買付オプション権付ローン、ストレートローン、優先株等である。これらの投融資の形態をVBの成長過程段階で色々と組み合わせて実施する事になる。第三の成長段階で必要な販売増加期間利益安定のための資金をワラント付ローンやLBOなども適用されている⁹⁾。

(4) 株式公開

VBの成長企業の増加は、VBの株式公開を促進する事になった。VBにとって株式発行による資金調達が調達コストが一番安く、借り入れ資金のように貸出人に対して返済がない。また、株式市場から大量の資金を調達出来るという利便性がある。しかし、当然、株式公開する迄には色々の基準や条件がある事は言うまでもない。VBの売上げや利益が株式公開の基準に達すれば、VBにとって将来の業容拡大のための資金調達に道をつけるだけでなく、株価が値上がりすれば経営者、従業員、株主達に大きな利益を与えるのである。

図表6 米国VCの投資会社のIPO, 買収件数

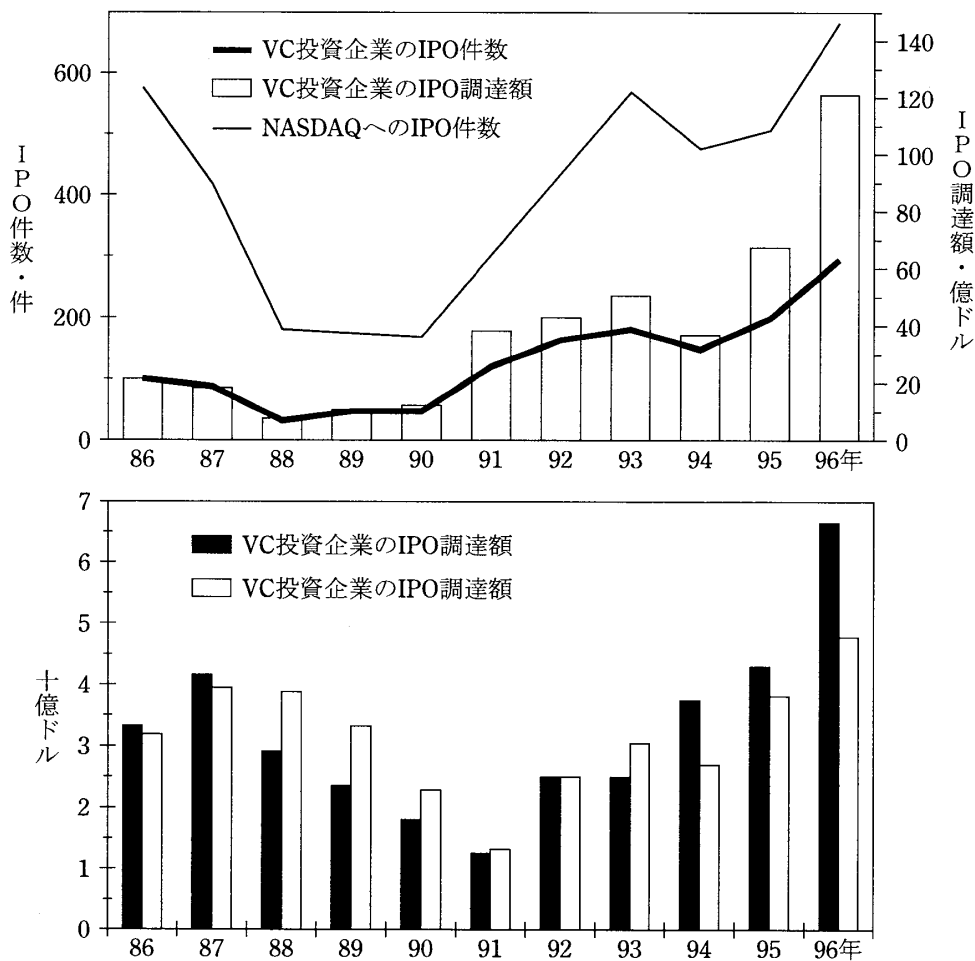
年	88	89	90	91	92	93	94	95	96
IPO件数	36	39	42	122	160	172	143	183	276
買収件数	106	111	88	65	90	78	99	98	94

(原出所) Venture Economics, *VC Yearbook*. (注) 単位は件。

(出所) 小野正人著『ベンチャー起業と投資の実際知識』東洋経済新報社, 1997年, p. 155.

IPO (Initial Public Offering=新規株式公開) とは NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation =店頭市場) に株式を登録し市場で取引されるのである。NASDAQ のほかに IPO 出来る市場に NYSE (ニューヨーク) と AMEX (アメリカン証券取引所) がある。NASDAQ への IPO の会社数は1991年から年間300社を以上になり95年には476社発行額167億ドル, 96年には655社, 241億ドルで90年と比較すると件数で5倍, 金額で10倍に膨らんだ。90年1月の総合指数が374で94年1月が752, 96年5月が1,250となった。

図表7 93年以降のIPOブームとベンチャー・キャピタル

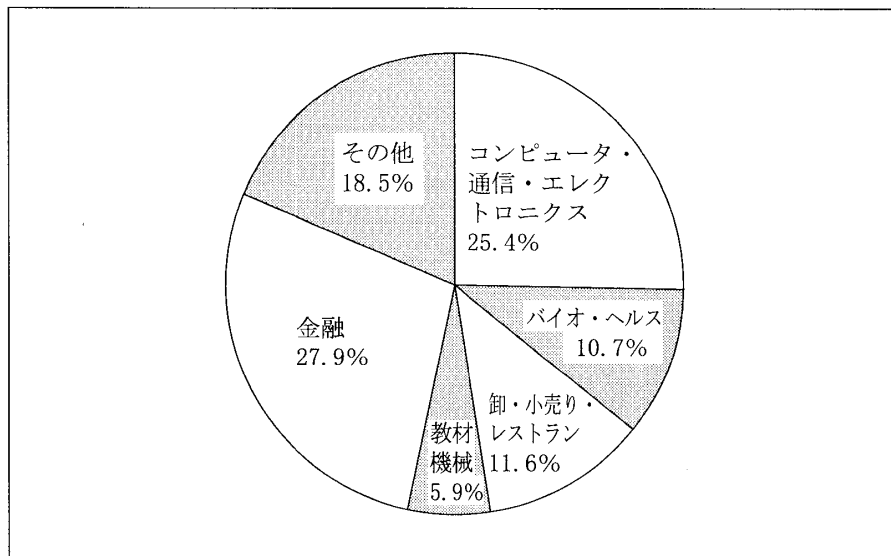


(原出所) Venture Economics, *VC Yearbook*.

(出所) 小野正人著『ベンチャー起業と投資の実際知識』東洋経済新報社, 1997年, p. 143.

NASDAQ の上場企業を分析してみると情報・通信関連のハイテク企業が多い。約全体の25.4%である。株価時価総額では48.6%と約半分を占めている。起業から公開までの期間は平均7年である。NASDAQ への IPO の特徴は公開後も年2倍、3倍の成長を継続しているVBが多い事である。株式発行による資金調達がVBをいかに成長させているかが解る。IPO 起業が急増すれば途中で消えて行くVBも多い。今回のベンチャーブームは情報・通信関連のハイテク企業の成長（マイクロソフト、サン・マイクロシステム等）のVBが現在でもNASDAQに留まり、証券市場を引っ張っている。これらのVBの急成長は他のVBの株式市場からの資金調達を容易にしている。

図表8 NASDAQの業種構成



(原出所) NASDAQ FACT BOOK

(出所) 柳孝二監修『ベンチャービジネス入門』実業之日本社、1996年、p. 198.

NASDAQ に IPO したVBが短期間で急成長が出来たのは、エンジェルやVCが初期段階（スタートアップ段階）から大量の時価発行株式に投資を行っているからである。VCの投資先でIPOを実行したVBは95年は183社（発行額67億ドル）、96年は276社、121億ドルと10年前の10倍に増加した。VC自身もVCファンドを通じてIPO企業の時価株式を購入することで投資を行っている。このようにVBがIPOまで成長し、その株価の値上がりによって多額のキャピタルゲインを得るようになった。VBは起業段階から安い売り出し株（数10セント～1ドル）でVCから資金調達するが、VCはこの様な株式を10万株単位で保有しており、投資したVBが成功し、NASDAQに上場すればその利益は計り知れない。IPO企業に成長したVBの株式の大半はVCが取得している。VBがVCに引き受けてもらう株式の価格は初期段階で2ドル、第3段階では2～5ドルが相場である。VBがIPO時点の株価は約7ドル～20ドルが一般的である。VCのキャピ

タルゲインは数倍から30倍という事になる。この様な成功企業をVCがいくつか投資先として持っておればその利益を再度高いリスクの投資案件に結びつけるという流れが出来るのである。この好利回り投資が可能な限り、VCのVBに対する投資は継続するのであるが、この成功率が将来低下するときに一つのVCの転換期となる。

VBの資金調達のサイクルは現在理想的な形で機能している。VBの成長⇒IPOによる株価上昇⇒VCファンドの利益率アップ⇒VCファンドに資金還流⇒VCの新たな投資⇒VBの成功件数が増加となる。現在のサイクルは株式市場の活況という裏付けがあって始めて可能になるシナリオである。VBの発展⇒雇用、消費の拡大⇒株式市場への投資⇒設備投資の拡大とまさに経済学の景気サイクルの見本がここにある。これに比べ日本の場合各セクションで停滞が生じている。株式市場が現在の活況を永久に継続するわけではないが、株式市場の好調さはVBによって作り出されたのである。VBの好調サイクルの構成要素がなんらかの理由により崩れた時に不況に陥るのである。現在のところ株式市場が鍵を握っており、市場が低迷するようだとその時がくる。VBの資金調達がIPOに片寄る傾向にあり他の資金調達方法が段々機能せず株式発行の方法だけとなることは非常に危険だと言わざるをえない。

VBがこれからも米国の景気を牽引するためには常に新しいビジネスを見つけ現在のサイクルを走り続けなくてはならないし、もし息切れがしてこのメリーゴーランドが止まった時が米国景気の持続が停止する。

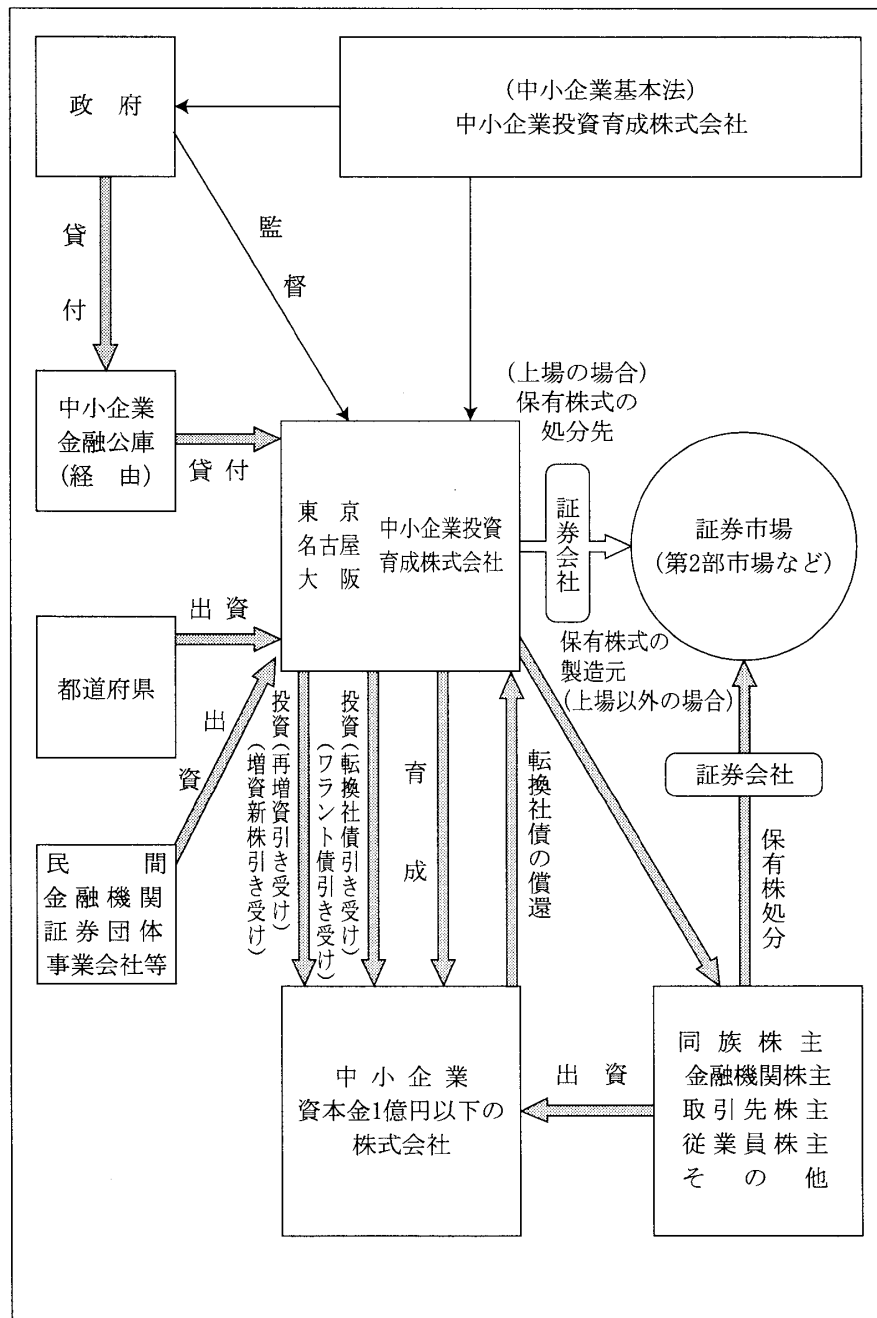
3. 日本のベンチャーファイナンス

(1) 中小企業支援政策

日本の場合、VBは中小企業の一のセクションとして考えられてきた。63年に中小企業投資育成会社法が成立し、中小企業投資育成会社が設立した。これは現在のVBに投資するのではなく中小企業の自己資本を充実させる目的があった。この育成会社は米国のSBICを模倣して設立されたが、投資の条件は利益を出している初期段階を過ぎ第三段階の発展期の企業に限定していた。その為に本来のVBに対する支援とはほど遠いものであった。

70年代まで中小企業の近代化、構造改革等に焦点が当てられた。日本の金融システムは間接金融が主体であり、中小企業の資金調達も借入れが一般的であった。間接金融のシステムは民間銀行、中小企業金融機関、公的金融機関、国、自治体の制度金融等充実している。日本における公的金融支援政策の中小企業金融支援は完備しているといってもよいであろう。

図表 9 投資育成会社の業務のスキーム



（原出所）「中小企業投資育成会社」資料

（出所）柳孝一監修『ベンチャービジネス入門』実業之日本社、1996年、p. 171.

(2) VCの設立経緯

70年代以降、第一次VCブーム（72～74年）が到来、VCを設立する動きが活発になった。これらのVCの主たる業務はVBに対して投資業務、融資業務、リース、ファクタリング、コンサルティング業務等であった。しかし、この時期は日本経済の産業構造

の転換期（重厚長大から短小軽薄）であり機運としてはV Bの出現が可能な時期であったが、73年のオイルショックで長期不況に陥り、新規創業の減少、企業による投資活動の低迷でV BとV Cのブームは終焉した。この時期のV BもV Cも米国のV BやV Cの活動とは異なり、すべて物真似の発想であり、うまく機能しなかった。その他ブーム終わりの理由として株式市場の未整備やV Cの業務がローンやリースに重点が置かれていた事などがあげられる。

82～86年に再びV Cブームが訪れた。この時期に設立されたV Cは証券、銀、行、商社の子会社であった。その理由として株式の店頭基準の緩和、日本経済が第二次オイルショックよりエレクトロニクス、バイオ、サービス産業等の新しい産業の出現があげられる。特にコンピューターの普及はハード、ソフトを含め新しいV Bを創造するチャンスとなり、V Bの新規創業機運が高まった。この頃は金融緩和の時期にあり、V Cにとって資金調達が楽であった。円高不況の影響でこのブームも終わりを迎えた。

図表10 設立母体別・年次別VC設立数

	1972年	73	74	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95
証券系	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	5	7	1	1	0	1	0	1	3	1	0	0	0	0
銀行系	2	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3	1	1	0	1	1	1	0	1	0	0	1
地銀独立系	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	0	0	0	1	1	0	0	0	0	2
その他の地銀系	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	15	12	3	0	0	0	2	1	0	0	0	0
生損保系	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	3	3	2	0	0	0
年資系	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
その他	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	5	5	3	2	0	2	0	2	3	1	2	0	2
合計	3	2	4	0	0	0	0	0	1	1	6	14	26	20	6	1	3	4	12	8	4	3	0	5

(原出所) JAFCO資料.

(出所) 秦信行・上條正夫編著『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社、1996年、p. 116.

94～97年の第三次のベンチャーブームは第一、二のブームが好況時に起こったのとは違いバブル崩壊後の長期不況の時期に起こってる事である。バブル崩壊後、景気浮揚のために公共投資に予算が投入されたが効果がなく、円高、産業の空洞化、リストラと平成不況は長引くだけであった。V Bの開業率は下がり続け新規開業も減少していた。日本と米国の景気の違いはV Bの活動にあるとの政府の判断で打出された政策がV Bの育成であった。ベンチャー支援財団、ストックオプションの導入、店頭特則市場の創設、政府系金融機関の融資枠拡大等のV B支援を政策を行った。生保、損保、地銀系のV Cが新設され、V C87社で投資額は前年比5.7%増えた。しかし、97年の金融システム不安による金融機関の貸渋りがV Bの倒産を増加させこのブームも終わった。

(3) VCの種類

銀行系：銀行の子会社でVC業務と中小企業向け融資も合わせて行っている。その資金調達は親銀行や関連ノンバンクからの借り入れで、投資事業組合方式はとっていない。投資先もある程度の規模の企業である。

証券系：このVCの目的は投資先の株式公開をするときの引き受け等、親会社の業務に結びつけるのが狙いである。

生保系：資金調達はほとんど親会社からの借り入れ。90年以降の設立が多く、中堅のVCが多い。

独立系：事業会社のVC、大手企業のJV(合併)、外国資本のVC、その他と様々である。

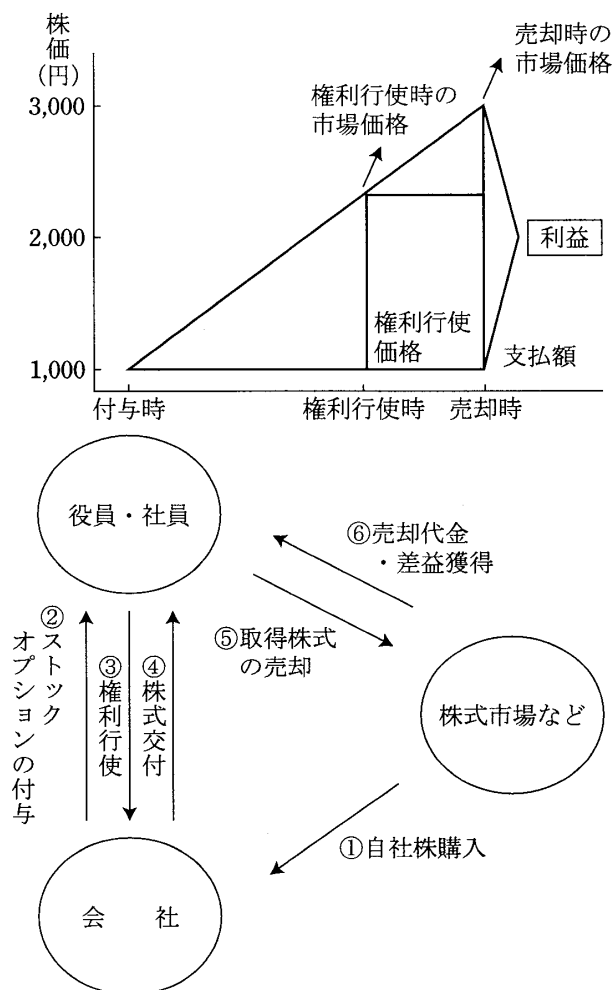
特徴としては、金融機関系は親会社の経営方針が強く、独自のポリシーを持たない。どうしても立て社会の中での親、グループ関連のVB支援が多く、第三段階の成長発展の段階での支援が多い。また独立系は初期段階投資も取り扱っており、資金調達は投資事業組合方式である。本来のハイリスク・ハイリターン of 基本的支援姿勢が日本のVCに欠けており、リスクをなるべく避けるという考えが米国のようなVBの発展につながらないし米国型VCにはなれない。特に初期段階(スタートアップ段階)ファイナンスではVCに限界がある。日本のVCも初期段階(スタートアップ)の支援に投資事業組合ファンドを試みたがVCの過当競争などで失敗をしている現実を見ても、日本のVCのVB初期段階への投資にはあまり期待は持てない⁷⁾。

4. VBの資金調達の一種としてのストックオプション

(1) スtockオプションの概念

ストックオプションとは自社の株式を買う権利の事である。したがって株式の現物を手元に持っていない。株式を約束された価格で株式を買う権利を所有している。権利のある株式の株価が値上がりすればオプションを行使して、株式を買いその値上がり権利を持っている個人の資産となる。会社は毎月、経営者に報酬、従業員には給料を支払っている。この経費は会社の現金支出のキャッシュフローである。ボーナスの場合も現金の支出であるが、ストックオプションで支払えば企業は現金節約するというメリットがある。ストックオプションを支給された人はその株式を市場で売却し現金を受け取る。現金支給のボーナスより多額のキャピタルゲイン得る可能性がある。オプションを支給された人が会社の業績をあげた結果が株価を上げストックオプションを成功させることになる。企業は現金節約で資金を他のところに運用できる。また従業員の収入も株式が上がれば増加するという様に一石二鳥の方法である。ストックオプションの企業側のメリットは現金支払いは株式市場で株式売却という手段で行うという事である。しかし、

図表11 ストックオプションの例



(原出所) 監査法人トーマツ作成
 (出所) 編者 株式会社大和総研・監査法人トーマツ
 『すぐわかるストックオプションのすべて』
 日本経済新聞社』1997年, p. 11.

ストックオプションは株価の値上がりを前提として考えられたものである。株式相場は理論では説明がつかないし、企業業績と必ずしも連動しないところにこのシステムのリスクがある。

ストックオプションが米国で発展したのは、アメリカ人気質が関係している。前述の様に、ストックオプションを支給された人はその権利を行使して、株式を売り買いするのは自身の判断であり、その結果の損得はすべて本人の裁量でリスクは自己責任であるという気風がある。この気風はV Bの起業家やV Cの経営者にもみられる。1920年代の米国で誕生したストックオプション制度は、1950年代から米国企業に広く普及し、現在米国を代表する「フォーチュン1000社」の90%以上 (TPF&C 社調べ) が導入し成功している。ストックオプション制度を採用する理由は：

一有能な人材の確保

- －役員と株主との利益の一致
 - －業績と報酬の連動による役職員に対する企業価値の拡大への動機付け
 - －役職員の長期的な資産形成
- 等である⁸⁾。

(2) 米国のストックオプションの種類

(a) ストックオプション（自社株買取権）

一般的なもの一番ポピュラーなもの。内容は一般のコンセプトを持つ。

(b) SAR（Stock Appreciation Right＝株式評価益権）

権利を与えられた時点の株価と権利行使時点の株価との差額が支給される。何年間のボーナスを後払いという性格のもの。

(c) 譲渡制限付株式

企業が従業員に無償で株式を譲渡する。決められた期間が来るまでは株式の売却が出来ない。優秀な従業員の長期の確保のため。

(d) ファントムストック（自社株購入権）

企業と役員、従業員等の取得者の約束で、実際の株価に連動して価値が決定される。仮定の株式で所有権なし。期間経過後会社に売却し現金を授受。架空の株なので決議権や残余財産請求権はない。ボーナスの変形。

(e) Formula Value Share＝理論株価株式

基本的にはファントムストックと同じで、架空の株式が付与され、期間が満了したら精算して支払われる。

(f) ESOP（Employee Stock Ownership Plan＝従業員持株制度）

企業が信託基金を設立し、資金や株式を拠出する形式で運営される。定年後に対象者に株式が手渡せられる。従業員のための財形貯蓄に似てる。

(g) パフォーマンス・シェア

長期経営の目標達成度合いが基準で株式が支給される。

上記のストックオプションはそれぞれ税金面の優遇が受けられるか否か税制が決められている。所得税法上の特典を受ける適格型：所得税と所得控除を総合的に検討して優遇税制の適用を受ける。これは国内歳入法422条（権利行使期間や年間の一人当たり行使株数などに関する制限）の要件を満たす必要がある。この要件を満たせば、権利行使して株価を導入した時点で最高28%譲渡益課税が課せられる。優遇税制のない非適格型：株式購入時点で最高税率39.6%の所得税と株式売却時点で最高税率28%の譲渡益課税が課せられるが、実際には内国歳入法の要件を満たさない非適格型が主流である。非適格型税制の優遇はないが、金額や対象者に制限がないので、柔軟な仕組みを作れるのが魅力となっている。

(3) 日本のストックオプション

「特定新規事業実施円滑化臨時措置法」(新規事業法)でストックオプションの実施が可能になり、1997年5月に商法の一部改正案が提案され、ストックオプションを利用出来るようになった。バブル経済崩壊後の長期不況のなかで産業構造の改革をV Bの活性化で成しとげようとの思惑からストックオプションの道を開いた。この法改正以前にソニーによるワラント(新株引受権)がストックオプションの変形として実施されていた。改正によりワラント方式もストックオプションの一つとして加えられた。現在ストックオプションの利用は株式市場の低迷で一般企業はいうに及ばずV Bに浸透するほど利用されておらず、また日本の税法も米国の様には整備されおらず、一般的になるには時間がかかる。日本のストックオプション制度は出来たばかりで商法上の細かなつめを必要としている。特に情報開示の点についての整備は早急にやる必要がある。

ワラント方式は資金の運用面からいうと新株引受権を与えるだけで資金の支出固定化はない。ワラントは新株の発行が必要でその分市場に出るため株価を下げる可能性がある。ストックオプションの場合は、自己株式を会社の中に固定され、資金運用面からいうと効率的ではない。自社株の固定は市場に流通する株数を減じるため株価を上昇させる可能性がある。

(4) V Bの経営戦略としてのストックオプション

もともと、ストックオプションは人材の“やる気”を出し、その能力を利用するためのインセンティブとして利用されてる。米国ではストックオプション制度を人材獲得の手段としているし、この制度がないV Bには優秀な人材は集まらないといわれている。技術者だけでなく、管理、営業部門の幹部も同様である。V Bの成長には有能な人材が必要なのであり、自発的、意欲的に仕事をしてもらわなければならない。このシステムは株価の上昇期待という不確実なファクターがあり、株式市場に頼るのである。米国の例を見てみると株式市場の株価の値上がりのサイクルは5年間と見ており、このサイクルに合わせたV B事業計画が策定されている。この間にストックオプションが行使出来る様に優秀な人材を使い業績をあげる。自社の株価を上げて、自己の資産を増やすために働くのである。そのためV Bの人事はV Bの将来の成功を決定すると云っても過言ではない。

米国の景気はV Bの発展、株価の値上がり、株式市場の活況、新V Bの出現と良い方に回っている。しかし、株式市場で株価が右肩上がりで推移することはなく、株式市場で逆方向の株価の右肩下がりが起きたときにこのシステムが崩壊するリスクが内在されている。

(5) ストックオプションの活用法

企業の業績をあげるため、企業戦略に対応させながらストックオプションの期間を決める。米国において一般的に3～5年が多い。ハイテク産業の技術者の技術革新のサイクルは2年のケースが多い。一方では、大企業においてCEOのストックオプション期間は10年というケースも見られる。

ストックオプションの権利行使価格の決定は経営陣や従業員にとって一番関心を持つところである。この価格と期間終了後に株式を売却した時の価格の差が所得になるからである。適格型のストックオプションは期間中に株価が上昇するケースを想定しているので主としてVBに多く大企業では非適格型が多い。

米国のVBに参集した人間は、自分で会社の株を購入し所有しなくてもストックオプションの形態によってキャピタルゲインを享受できるチャンスを与えられている。ストックオプションには組織への帰属意識を高める効果や組織マインドの高揚効果がある。企業の業績が良ければ株価は上昇し、ストックオプションを与えられた社員がすべて潤うという単純で分かりやすい報酬システムである。最近の米国企業は上位200社では90%以上がストックオプションを利用しているなど、ストックオプションが広範囲に普及している。VBでも積極的に利用されており、大企業以上に報酬制度の中核を占めている。VBは役員、従業員の報酬支払いのための原資が足りない分自社株式の配分で報いるシステムが確立している。

優秀な人材を確保し、引き止める手段としての有効なインセンティブである。VBの多くは未公開企業である以上株価が安く、株式公開による大幅な株価上昇期待が役員、従業員の夢と熱意を高める。

米国のVC協会では「過去の経験からいって、従業員が利益にたいして関心を持ちより一生懸命働く」と指摘しており、また米国経済界でもストックオプションは起業家精神を創造する源泉との見方が大勢になりつつある。

米国ではストックオプションの利用法が社内だけでなく社外でも利用されるようになってきた。ストックオプションが「通貨」としての機能をも強めてきた。経営者や社員に支払う賃金ばかりか弁護士費用、コンサルタント料までストックオプションで支払うスタイルが流行している。理屈の上では人権費から、研究開発、オフィスの管理費までゼロにすることも可能になる時代が来るかも知れない。

VBにとってストックオプションを活用出来るかどうかは飛躍の鍵である。創業間もない時期には事業からの現金収入が少ない。ストックオプション制度を抜きに優秀な経営者や研究開発者を確保出来ない。VCでさえVBに出資するときには必ずストックオプションを積極的に活用する様に薦める。VBが急成長する過程において資金調達に行き詰まり破綻するVBが過去に沢山あった。ストックオプションが通貨という機能を持った時、これからの資金調達問題は解決するかも知れない。

「起業の魔法の杖」ストックオプション⁹⁾はV Bの起業への意欲を沸き起こしV B中心に動く時代に移行する。V Cも起業リスクに投資するのでV CとV Bは同じ体質を持っている。V Cもまたストックオプションを使用した経営をするであろう。V BとV Cの資金調達の柱はストックオプションで行われるかも知れない。21世紀にはストックオプションというニューマネーがそれまでの財務戦略のコンセプトを変えるかもしれない。

5. 結語

明治時代に当時のアントレプレナー達が新規開業し色々のV Bが生まれた。その中には今日存在する、三菱商事、日立、ミキモト真珠等がある。その当時はV Bと普通の企業の区別はなく、スタートアップした起業の多くはアントレプレナーによるものであった。それらのV Bを支援をしたのが当時のV Cである銀行であった。銀行のスタートアップ期（初期段階）は当時のV Cであった。第二次大戦後、日本経済再生は無からの出発であり、またV Bの出番であり、沢山の起業がなされた。ソニー、ホンダ、パイオニア、積水化学、ワコール等である。V Cである銀行も復興のため新しい企業を育成しようとの気概があった。この環境が新しい産業構造を生み出し戦後の経済繁栄の源泉となった。これらの転換はV Bの主導のもとに行われてきたことは過去の歴史が証明している。

東西冷戦の時代が終焉し世界経済がボーダレスの市場に組み込まれ、このグローバル化が産業構造の転換を迫っている。21世紀に向かって日本経済は動き出している。バブル経済の崩壊から7年、未だに長期不況の中で喘いでいる日本経済はBig Bangの時代にどのような方向に進めばよいのか模索をしている。米国の好景気のキッカケを作った米国のV B産業を手本として、アントレプレナー達の起業意識のもとでV Bを起し発展させる事により、産業構造の変革を進め日本経済の活力を再生させる事は非常に重要な事である。しかし、今日までのV B発展の歩みを見るとその速度は非常に遅い。

官の主導のもと多種多様の支援政策がV Bに対して整備されているが米国の模倣するところが非常に多く、日本で自然発生的に民間の活力が伸びてこない。器は揃ったが中身が良く調理されていないという状態である。戦後の経済発展の産業構造パターンは未だに日本経済に根強く残り、転換することが出来ないのが今の日本経済である。横並びで立て社会、自己責任回避、新しい物に挑戦する意欲がなく、安定を望む人々がそのマインドを変えなくてはならない。現在の状況を打開するには、リスクを恐れない創造性のある若いV Bが先頭に立って古い殻を破り変革して行くしかない。V Bは時代が大きく転換する時に、アントレプレナーが意欲、創造、野心、挑戦、独立等の意識を持て新規開業し、新しい産業構造を構築するのである。

V Bの発展のためには、スタートアップ期の資金が必要であるが、リスク企業V Bと

云われるほどリスクは切り離せない要素である。このスタートアップの支援を公的資金投入でやる事は税金でリスク企業に資金を貸し出すことで、倒産すれば世論の非難をあびる。この意味するところは官主導のVB支援の公的VC金融支援は官が今まで創造してきたVB支援プログラムを否定する危険性がある。官の役割は税制、規制緩和等の環境整備を行う事である。

VBの民間からの資金調達源としては民間のVCである。VCの業務はVBを発掘し有望であれば、スタートアップ期から株式、転換社債、ワラント社債等の取得で投資し、IPOの時にキャピタルゲインを得るとのが基本的な収益となる。しかし、日本のVCは金融機関（銀行、証券、生損保）の子会社が多い。そのためリスクのあるスタートアップのVBに投資するのは少なく、一般融資、リース、ファクタリング等を中心に営業しているところが多く、成長発展期のVBが投資先である。既存のVCで投資事業組合方式でVBの支援しているところもあるが、組合員自体に機関投資家や大企業が多く、その投融資政策も保守的にならざるを得ない。独立系でスタートアップ期の投資をしているが少数派である。日本のVBが成長発展するにはスタートアップ期の支援が一番重要である。現在の状況では、VCの支援マインドが変化しない限りVBの資金調達は限界があり、VBの育つ環境は未だ未整備と云わざるを得ない。

VBとVCは産業構造変革の表と裏の関係にあり、これを切り離して分析する事は出来ない。VBの発展には必ずVCの支援が必要であり、VBの成功はVCが握っていると云っても過言ではない。VBは生産販売のセクターで活動し、VCはVBの活動を財務面で支援するのが本来の姿である。日本のVBもVCもその本来の役割を再度見直し相互依存の必要性を十分認識する必要がある。

アントレプレナー達の成功はキャピタラー（VC）の成功も意味している。この成功は莫大な富を生み出し、一握りの成金を創造する。単に金持ちになるのがアメリカンドリームとしたらなんら意味のない成功物語である。自分がしてきたことが教育、社会、産業、経済に何らかの影響を与えた結果、金持ちになったという事にならないと成功評価は低いのである。米国で見られるVB、VCブームはその原点から離れて違う方向に向っている様に思われる。米国のVBとVCの関係がここ1、2年変化してきた。VBの原点は「夢」なのである。「夢」の実現に向ってアントレプレナー達は歩いているのである。またVCの原点も、VBを成功させようとの「夢」を追いかけているのである。本来の新産業を創造する、従来の産業構造を変革する、新市場を創造する等のVBを通じて何かを創造するという基本的なルールを忘れていた様である。VBとVCは何かを創造する事よりマネーゲームをする感覚で資金調達を考えている。VBのIPO、ストックオプション利用は現代のニューマネーと位置付け、その富が「夢」を実現させると思い始めている。しかし、株式市場において株価の永遠の上昇は続かないのであり、現代のVBの発展の「起業の魔法の杖」ストックオプションは株式市場の繁栄という舞台が

あるから使用できる。しかしこの株式市場が方向転換をした時がV Bの資金調達の方
向を変化させるのである。

注

- 1) 社団法人 金融財政事情研究会編『ベンチャー・キャピタル』社団法人 金融財政事情研究会, 1985年12月7日発行, pp.60, 61.
- 2) 松田修一著『起業論』日本経済新聞社, 1997年10月15日発行, p.197.
- 3) 小野正人著『ベンチャー起業と投資の知識』東洋経済新報社, 1997年11月27日発行, p.111.
アーリーステージ投資の場合の資金の期待利回りは40~60%が一般的。
- 4) 小門裕幸著『エンジェル・ネットワーク』中央公論社, 1996年9月15日発行, p.157.
- 5) 安保邦彦著『ベンチャービジネス・キャピタル再生の道』(株)同友館, 1994年10月25日発行, p.32. 1957年にDECに投資。
- 6) 社団法人 金融財政事情研究会編『ベンチャー・キャピタル』社団法人 金融財政事情研究会, 1985年12月7日発行, p.49.
- 7) 松田修一監修『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社, 1994年10月14日発行, p.58.
- 8) 大和総研/トーマツ編『すぐわかるストックオプションのすべて』日本経済新聞社, 1997年11月25日発行, pp.170, 171.
- 9) 日本経済新聞, 「アメリカ新境地」, 1997年12月11日.

参考文献

- 1) 小野崎恒夫著『M&A 成長へのシナリオ』(株)同友館, 1989年.
- 1) 安保邦彦著『ベンチャービジネス・キャピタル再生の道』(株)同友館, 1994年.
- 2) 小門裕幸著『エンジェル・ネットワーク』中央公論社, 1996年.
- 3) 松田修一著『起業論』日本経済新聞社, 1997年.
- 4) 小野正人著『ベンチャー起業と投資の実際知識』東洋経済新報社, 1997年.
- 5) 牧野昇, T. カン著『ベンチャー第三の波』徳間書店, 1996年.
- 6) 柳孝一監修『ベンチャービジネス入門』実業之日本社, 1996年.
- 7) 泰信行, 上条正夫編著『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社, 1996年.
- 8) 松田修一監修『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社, 1994年.
- 9) 社団法人金融財政事情研究会編『ベンチャー・キャピタル』社団法人金融財政事情研究会, 1985年.
- 10) 大和総研/トーマツ編『すぐわかるストックオプションのすべて』日本経済新聞社, 1997年.
- 11) 林健太郎「ストック・オプションの導入等に関する適時開示の要請」(旬刊『商事法務』NO.1462)

- 12) William D.Bygrave & JeffryA.Timmos, “Veture Capital at the Crossroad”, 1993. (邦訳=バイグレイブ&ティモンズ著, 日本合同ファイナンス訳『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』東洋経済新報社, 1995年)
- 13) Richard T. Harrison/Colin M.Mason, “Informal Venture Capital, Evaluating The Impact of Business Introduction Services”, 1996. (邦訳=西沢昭夫訳『ビジネスエンジェルの時代』東洋経済新報社, 1997年)
- 14) 新聞記事『日本経済新聞』適宜関連箇所