

ベンチャー企業の育成について

～その意義と環境整備のための課題～

桑原真盾

総合政策学部 3 年 s94154mk@sfc.keio.ac.jp

1 9 9 6 年度 秋学期

岡部研究会レポート (1996年 2月 17日改訂)

本論文の作成、改訂にあたっては岡部光明教授に数多くの御教示を頂いた。また、研究会のメンバーからも有益な指摘、助言を受けることができた。特に、静永薰氏からは具体的な助言、資料の提供をして頂いた。これらの方々に、深く感謝したい。なお、本論文はインターネットにおいても全文アクセス可能である。

(URL:<http://www.sfc.keio.ac.jp/~s93503hw/okabe/index.html>)

概要

1. 日本における企業の開業率（増加企業数／基準時企業数）および廃業率をみると、1980年代後半までは長らく前者が後者を上回っていたが、最近においてはこれが逆転し、企業の新規開業が低滯している。また、この傾向は、米国（開業率が常に廃業率を上回った状況を継続）に比べた場合、その不活発さが特に目立つ。
2. この状況は、日本の経済にとってゆゆしきことといえる。経済成長の三つの源泉（労働、資本、技術革新）のうち、今後は高齢化、少子化により労働の投入の増大は期待できず、また、資本（設備投資）の投入も貯蓄低下傾向の状況下においては、さして望めない状況にあり、イノベーションを中心に経済のダイナミズムを維持し経済成長を図っていく必要がある。にもかかわらず、その担い手となるべき企業の新規設立が十分でないことを示唆しているからである。その場合、ことにそうした意味で先端的ベンチャー企業（知識・技術集約的で独創性の高い事業を行なうとともに、高い成長志向を持った新興の中小企業）を輩出できるか否かがポイントとなる。
3. 日本においては、ベンチャー企業の輩出が従来から限定的にとどまっている。これは（1）資金調達面でのさまざまな制約（ベンチャーキャピタルや個人投資家の貧弱さ、このための資本市場や制度の不完備など）、（2）創業型人材の成長や流入を妨げる諸慣行（長期雇用性、新卒者の大企業志向、大学と実業界の結び付きの弱さなど）、（3）各種規制の存在（参入規制、国立大学教授の兼業規制、ストックオプションの使用に関する規制など）、の原因によるところが大きい。
4. アメリカにおいては、ベンチャー企業の新規開業に際して、優秀な人材が確保される仕組みが定着しているほか、ビジネス・インキュベーター（企業の孵化器。起業後間もない企業家を保育するために、期限つきで施設や事業機器等を無償で貸与したり経営コンサルタントを行なったりする機関）などの制度も発達してい

る。また、資金調達面においても各ステージごとに対応した制度が見られ（ベンチャーキャピタル、エンジェルと呼ばれる個人投資家、株式店頭公開市場であるNASDAQなど）それぞれベンチャー企業の育成に大きな役割を果たしている。このようにベンチャー企業の創業と成育の各段階に対応し様々なアクターが支援をし、こうした中でベンチャー企業は最初の大きな目的ともいえる株式公開（継続的資金調達手段の獲得）を目指すことになる。

5. 日本においてベンチャー企業育成の環境を議論する上では、起業へのインセンティブを高める環境整備、資金調達の容易化の方策（投資優遇税制、株式上場の短期化、ベンチャーキャピタルの投資回収業務の多様化など）、大学とベンチャー企業、投資家の関係強化などが必要であろう。

キーワード

日本企業の開業率・廃業率、ベンチャー企業、技術革新、アメリカ、
インセンティブ、大学、投資優遇税制、投資家保護

目 次

1 はじめに	5
2 日本の開業率・廃業率の動向とその意味	5
2.1 日本の開業率・廃業率の動向	5
2.2 日本経済活性化におけるベンチャー企業の重要性	6
2.3 日本における開業阻害要因	8
3 アメリカのベンチャー企業の経営環境	9
3.1 ベンチャー企業の成長過程	9
3.1.1 起業前（シーズ段階）における必要要因	10
3.1.2 起業時から初期段階：資金調達手段の変遷	11
3.1.3 株式公開：N A S D A Q システムでの取引	14
3.2 資金調達の手段	14
3.2.1 エンジェル	14
3.2.2 ベンチャーキャピタル	16
4 日本のベンチャー企業とその経営環境	
～日米比較の視点から～	17
4.1 株式公開が創業期の目標にはなり得なかった日本	17
4.2 起業前における必要要因	18
4.2.1 起業時の入材	18
4.2.2 インキュベーター	19
4.3 資金調達環境	20
4.3.1 エンジェル	20
4.3.2 政府系機関からの資金調達	20
4.3.3 民間ベンチャーキャピタル	21

5 日本におけるベンチャー企業育成のための課題	22
5.1 起業家の輩出、人材誘因の方策	22
5.2 資金調達容易化の方策	23
5.2.1 投資優遇税制	23
5.2.2 株式市場の活性化	24
5.2.3 ベンチャーキャピタルの投資回収業務の多様化	26
5.3 大学とベンチャー企業、投資家の関係強化	26
6 おわりに	27

1 はじめに

現在、日本経済は政府に対するこれまでの信頼が大きく揺らぐ一方、戦後長年続いた企業をとりまく様々なシステムもその限界が種々露呈しており、深刻な状態にある。このような状況下、企業も将来の展望を描ききれず閉塞感の強い状態にある。これを打破するためには、やはり企業の本質を見極めることが必要である。その場合、特に企業のもっとも本質的な性格を強く持つと言えるベンチャー企業¹ の役割は極めて大きいものである。本稿はこういった問題意識の下にベンチャー企業の意義とそれを輩出させる環境作りに際しての課題を考察したものである。

以下、まず第二章では、なぜ日本経済の活性化のためベンチャー企業が必要であるのかを論じる。第三章では、現在、最もベンチャー企業の活躍がめざましいアメリカのベンチャー企業とその環境を分析する。第四章では、日本におけるベンチャー企業の環境を展望し、様々な課題を指摘する。そして、第五章では、ベンチャー企業を育成するための課題を考える。第六章は、残された検討課題を述べる。

2 日本の開業率・廃業率の動向とその意味

2.1 日本の開業率・廃業率の動向

まず、ベンチャー企業の現状がどうなっているのかをみる一つの目安として、日本の開・廃業率の動向をみると（図表1）。そこで明らかになることは、最近やや持ち直してはいるものの、1970年代前半から開業率の低下傾向が存在すること、また、1970年代後半から廃業率の上昇傾向があること、1980年代にはこの両者の差がみるみる縮まり、そして1990年代は開業率が廃業率を下回ってしまっていることである。

一方、ベンチャー企業が活躍しているといわれるアメリカについて同じことをみると（図表2）、開業率も廃業率も、景気変動にあまり左右されずに安定的に推移し

¹ 「ベンチャー企業とは、知識・技術集約的で独創性の高い事業を行なうとともに、高い成長志向を持った新興の中小企業のことである」伊藤元重他編『日本経済事典』日本経済新聞社 1996年

ており、開業率が廃業率を常に上回っている。また、日本（4～7%）と比べると開業率、廃業率ともにかなり高い位置（10～16%）にあることがわかる。

ここから考えられることは日本ではやはり新規事業というものが、特に1970年代後半以降はあまり活発ではないということである。つまり、日本は新規創業をしにくい環境にあるといえるであろう。このことは経済のダイナミズム喪失の一因につながる問題である。中小企業庁が行ったアンケート（図表3）によると新規開業企業ほど成長志向が強いことが示されており、このことからもこのような状況は日本経済にとつてゆゆしきことである。

2.2 日本経済活性化におけるベンチャー企業の重要性

前節において、現在の日本では新規創業がしにくい環境にあるようにみえることをみた。この節においては、このような状況がなぜ問題なのか、日本においてなぜ、ベンチャー企業の育成が必要なのかを考えていきたい。

一般的な経済理論によれば、経済成長の源泉となるものは、労働や資本などの「生産要素投入」の拡大によるものと、技術革新による生産性の向上（イノベーション）である。中谷氏（1996年）の経済成長の要因分析によると、上の三つの要素のうち、これまで、資本ストックの増加率が最も大きいものの、イノベーションもこれに次ぐ重要性を示しててきたことがわかる（図表4）。

これらの三要素は、日本においては今後どう変化していくのであろうか。まず、労働投入量は今後、中期的・長期的には減少していくことが考えられる。それは以下の二つの理由による。一つ目は、高齢化、少子化にともない、日本の労働人口そのものが1996年をピークに減りはじめるということである（図表5）。二つ目としては、その少子化、高齢化により労働力人口の年齢別構成比が変化し、若く、生産性の高いと考えられる労働力が減るということがあげられる。

次に、資本ストックの増加率であるが、これもこれまでのトレンドに比べてよりも低いものになるのではないかと予測される。その理由としては二つあげられる。まず

一つ目は、GDPを一単位生み出すのに必要とされる資本ストックの量である資本係数のトレンドが上昇しているということ（図表6）、つまり、資本に対する収益率が長期的に低迷する傾向を見せてているといことである。二つ目は、高齢化社会の到来により、日本の貯蓄率を引き下げ、それが資本蓄積の速度を鈍化させる傾向にあると考えられることである（図表7）。

以上でみてきたようにインプットの拡大による経済成長は望めないのが現状であろう。そこで、大切になってくるのが最後の一つの要素、イノベーションである。イノベーションには大きく分けて二つのものが存在する。まず一つ目は、あるコンセプトを改善、改良していくとにより行われるイノベーションである。もう一つは、コンセプトそのものの開発を行う真に革新的なイノベーションである²。今までの日本におけるイノベーションは前者が多かったように思われる。しかし、高所得、高コスト国となった日本においては、前者のイノベーションには限界がある。コンセプトの改善には、あまり技術の発達していない国でも可能であり、そのような国は低コスト国であることが多く、明らかにそちらの方が有利であるからである。

そこで、後者のイノベーションを日本は行わなければならぬことがわかるであろう。ではこのような真に革新的なイノベーションはどこから生じるのであろうか。この真に革新的なイノベーションを行うことができるものの一つがベンチャー企業であると考えられる。改善、改良のイノベーションは、ある程度、これからの方針性が見えるため、そこに大きく力を投入することができる。ゆえに、このようなものは大企業が得意であろう（これは、日本が今まで改善、改良のイノベーションが得意だったのと関係が深いのではないだろうか）。しかし、真に革新的なイノベーションは方針性すら見えないために大きな組織では行いにくい。小回りの利く組織でなくてはいけないのである。その小回りの利く組織がベンチャー企業である。

具体的に日本において今までどのような企業がベンチャー企業として現れていたかをみてみると（図表8）ソニーや京セラ、アスキー、ソフトバンクなど現在の日本経

²中谷（1996年）

済にとって重要な企業が多いことがわかる³。また、このような企業は真に革新的なイノベーションを行った企業でもあるのではないであろうか。

以上のように考えると、日本経済活性化にとってベンチャー企業の役割は大きく、それを輩出させるような環境づくりが肝要である。

2.3 日本における開業阻害要因

では、具体的にどのようなことが日本において新規開業を阻害しているのであろうか。ここでは中小企業庁が行ったアンケート（図表9）に基づいて考えることにする⁴。このアンケートにおいて上位にくるものを大きく分けると、資金、人材、知識・ノウハウに集約する。

まず資金についてであるが、上位には「自己資金が不足している」と「借入による資金調達が困難」があがっている。これそのものも勿論であるが、「出資による資金調達が困難」という点が自己資本や借入に比べて低いことが問題であると考えられる。というのは、これは現在のところ出資による資金調達が中小企業にとり一般的でなく、出資による資金調達環境が十分整備されていない状況がうかがえるからである。

次に人材面である。「必要な技術・知識を持つ人材の確保が困難」があがっているが、これには、何よりも創業時は賃金等の待遇面がよくないことが当然考えられる。また、新卒者の大企業指向性が高いことなども原因の一つと考えられよう。

最後に、知識・ノウハウについてであるが、「経営に関する知識・ノウハウの不足」というものが上位にきている。これは新しいアイデアなどはあるものの、それを生かす手段がわからなかったということであろう。これは、教育やソフト面での経営支援体制が日本は整ってないことによるものであろう。

上のような状況をふまえ、以下では、ベンチャー企業の育成策を検討するため、まずベンチャー企業が活発に輩出されているアメリカの経営環境からみていくことにする。

³松田、大江編（1996）

⁴平成八年版中小企業白書（1996）

3 アメリカのベンチャー企業の経営環境

現在の世界では、ベンチャー企業が最も盛んであると思われる国はやはりアメリカである。この章においては、そのアメリカにおけるベンチャー企業の経営環境を分析する⁵。それにより、なぜアメリカにおいてはベンチャー企業の活動が活発であるのか、日本における状況とはどこが違うのかという点を明確にすることができ、日本のベンチャー企業の育成策を考える上で示唆的であろう。なお、この3章以降から5章までの記述を図表26にまとめておく。

3.1 ベンチャー企業の成長過程

まず、アメリカにおけるベンチャー企業の成長の過程をみることからはじめたい。アメリカのベンチャー企業はすべて株式公開を目指している。これには理由がある。というのはアメリカにおいては、銀行は担保力のない中小企業やベンチャー企業には、融資をしないのである。また、グラススティーガル法により、銀行は企業の株式を直接的に所有することができない。このため、日本におけるようなメインバンク制は存在せず、メインバンクが企業の成長のための資金手当を行うようなことはできないのである。また、アメリカにおいては日本のような中小企業金融公庫や商工中金、国民金融公庫などの公的な中小企業金融機関が充実しておらず、公的な機関からの融資というものは、十分とはいえない。

そのためアメリカのベンチャー企業が成長のための資金調達を行おうとした場合には株式公開という手段を使う以外には方法がないのである。それゆえに、アメリカのベンチャー企業にとっては株式公開が一つのゴールであるといえる。この節においては、アメリカのベンチャー企業の創業前から創業、そして、そのアメリカのベンチャー企業の一つのゴールともいえる株式公開までの動きを示す。

⁵この分析は以下の資料からによる。長田（1994）、荒木他（1994）、アメリカ中小企業庁（1994）

3.1.1 起業前（シーズ段階）における必要要因

起業時の人材

まずは、起業家である。アイデアや技術がものをいうベンチャー企業においては、当然のことながら、どのような人が起業しているかということが非常に大切である。

アメリカにおいては、大企業をスピナウト (spin out) した高い技術を持った人やノウハウを持った超一流ともいえるような起業家が多いようである⁶。たとえば、データシステムの開発会社であるノベルの創業者は、G E のエンジニアであったノーダ氏であるし、インテルの創業者であるムーア氏は、フェアチャイルド時代に、LSIをつくる構想をフェアチャイルドの経営者に採用されなかったことから会社をスピナウトしてインテルを創った人である。また、現在のソ連の崩壊に代表される冷戦の終焉にともなうアメリカ政府の軍縮策により、世界のトップクラスの技術やノウハウを持っていると思われるアメリカの軍需関連産業についていた人などが起業するケースも増えてきているようである⁷。

次に、起業家以外の人材である。当然のことながら起業は一人では大変である。優秀なスタッフが必要なのであるが、起業時においては高い給料が払えるわけもない。つまり、優秀な人材は集めにくいのが、実体である。それをカバーするものとして、アメリカでは、ストックオプション⁸が認められている。これにより、優秀な人材を集め、やる気を出させるのである。

インキュベーター

⁶荒木他（1994）

⁷同上

⁸ストックオプションとは、会社が将来のある期日または一定の期間、ある特定の価格もしくは価格帯で、あるいは定額で定められた価格で会社の株式を購入する特権を経営者に与えることをいう（菅野康雄『経営者報酬制度』千倉書房 1982年）。これにより自分で会社の業績をあげれば、株が上がり大きな利益を得ることになる。

起業後間もない企業家を保育（incubate）するために、新規事業が軌道に乗るまで、ある程度の物的支援（施設、事務機器などの無料貸与など）や経営支援（経営コンサルタントなど）などを行う非営利で運営される機関をインキュベーター（incubator：保育器）という⁹。アメリカにおいては、このような機関が大学と密接に関係を持っており、技術や経営ノウハウを提供している。起業家はこのような機関で「保育」され、アイデアを発展させたり、試作品を作るなどし、起業の準備をするのである。

3.1.2 起業時から初期段階：資金調達手段の変遷

実際の起業にあたっての一番の問題はやはり資金である。アメリカのベンチャー企業においては、その成長段階に応じて、開業資金、開発資金、成長資金を提供していく投資家が存在している。この資金調達手段の詳細については次節で分析することとし、ここでは、資金調達の流れの中における各種のアクターを説明する。

エンジェル

まず、主に開業時、あるいはそれ以前から資金を提供する存在であるのが、エンジェル（angel）と呼ばれる個人投資家である。エンジェルとは、設立間もない資金調達に苦しむベンチャー企業に対して、必要な資金を提供する個人投資家のことであり、資金提供に加えて経営に関するアドバイスなども行うような個人投資家のことをいう。この中には自らも同じ分野における起業などを成功させており、投資相手のベンチャー企業の技術評価までできるような人も多く存在する。シリコン・グラフィックスを創業し、ネットスケープ社をエンジェルとして育てたジム・クラーク氏（現在、ネットスケープ社会長）などがこれにあたるであろう。

このような資金援助、経営支援、にとどまらず技術評価まで行うようなエンジェルをリードエンジェル（lead angel）といい、資金援助だけや、資金援助、経営支援にと

⁹松田、大江編（1996）

どまるようなエンジェルをサポートエンジェル（support angel）という¹⁰。サポートエンジェルは技術評価はできないため、「リードエンジェルとしてあの人気が投資するなら投資したい」というように投資をするようである¹¹。ゆえに、起業の成功経験があり、技術評価もできるリードエンジェルが重要であるといえよう。

政府系機関からの資金調達

● 資金援助プログラム（S B I R P¹²）

創業間もない時期から、ベンチャー企業と接するエンジェル以外のアクターとしてアメリカ中小企業庁の中小企業イノベーション研究策（S B I R P）もあげられる。これは連邦の 11 省庁の研究開発予算の 1.25 パーセントを中小企業向けに割り当てるなどを義務づけているものである。

プログラムは三つの段階に分かれている。まず、第一段階は申請アイデアの科学、技術的メリットとその実現性を審査し、上限 10 万ドルの補助を行うというものである。第二段階は試作品の段階で上限 75 万ドルの補助金を交付するものである。第一段階から第二段階にすすめるものは 33 パーセント程度である。第三段階は商業化の段階である。この段階においては、資金補助は行わないが民間のベンチャーキャピタルの紹介などを行っている。この S B I R P の交付件数および交付金額は傾向的に増加しており、その投資総額はエンジェルやベンチャーキャピタルに比べるとわずかではあるが（図表 10）、その呼び水としての効果は大きいのではないであろうか。

¹⁰中野（1996）

¹¹中野（1996）

¹²the Small Business Innovation Research Program

- 政府系ベンチャーキャピタル（S B I C¹³）

エンジェルの次に資金援助のアクターとしてでてくるのは、主に政府系ベンチャーキャピタル¹⁴である。具体的にはS B I C（中小企業投資会社）といわれるものである。これはアメリカ中小企業庁の免許を受けたベンチャーキャピタルであり、政府保証債権等の発行による資金調達をする機関である。このS B I Cは中小企業のうち、ユニークな商品、技術、特許を持った成長企業を対象に、毎年3000件前後投資をしている（図表1-1）。これはアメリカで毎年新設される60万社の1%にも満たないが、それでもS B I Cによるリスクキャピタルの供給が契機となって、民間ベンチャーキャピタルの投資の呼び込むなど、中小企業の成長に十分役立っているようである¹⁵。また、前述のグラススティーガル法により銀行は株式をもてないのであるが、銀行の子会社がこのS B I Cの認可を受ければ株式投資は可能になるために、銀行系のS B I Cが多く存在するようである。

民間ベンチャーキャピタル

そして、最後に民間のベンチャーキャピタルが投資することが多いようである。しかし、アメリカにおいては創業間もない時期のベンチャー企業への投資に特化するベンチャーキャピタルや株式公開直前の企業への投資に特化するものなど様々あるようである。この多様性というものはアメリカのベンチャー企業の活発さの一つの要因になっていると考えられる。実際、起業時段階から初期段階までの期間における投資の割合は31%にも及ぶ（図表1-2）。

¹³the Small Business Investment Company

¹⁴ベンチャーキャピタルとは、ベンチャービジネスに長期的に資金を提供し、また経営上の助言や指導を行なう企業のことである（伊藤元重他編『日本経済事典』日本経済新聞社 1996年）。

¹⁵荒木（1994）

3.1.3 株式公開：N A S D A Q システムでの取引

そして公開ということになるのであるが、問題はこの公開にこぎつけるまでの期間である。具体的に N A S D A Q¹⁶ における時価総額ベスト 10 (図表 1 5) をみてみるとほとんどが 10 年いないに公開しているのである。

以上がアメリカのベンチャー企業の起業（前）から株式公開までの流れである。次節では、株式公開までのベンチャー企業の資金調達手段（エンジェル、ベンチャーキャピタル）を詳しくみることにする。

3.2 資金調達の手段

この節においては、アメリカのベンチャー企業の株式公開までの資金調達手段として重要な存在であるエンジェル、ベンチャーキャピタルを特に詳しく分析する。

3.2.1 エンジェル

エンジェルの存在は非常に重要である¹⁷。ではなぜ重要なのであろうか。まず、彼らの投資が設立間もない時期に行われていることが非常に重要である。というのは、設立間もない時点では、研究開発段階であり、その研究が画期的な製品として収益をあげられるかは全く不確定であり、資金調達が困難であるため、その時点で資金が入手できないことは大きな意味をもつからである。

次に、アメリカにおいてエンジェルがベンチャー企業に投資する投資件数、投資額からみていきたい。年間投資件数は 5 万件、年間投資金額は 200 億ドルである。これはベンチャーキャピタルのそれぞれ、20 倍、5 倍の規模である（図表 1 7）。アメリカのベンチャー企業の資金調達としていかにエンジェルが重要な役割を占めているかがわかるであろう。以上の投資時期、資金量から考えて、アメリカのベンチャー企業が勢いがあるのはエンジェルがいるからといって過言ではない。

¹⁶National Association of Securities Dealers Automated Quotation System

¹⁷このエンジェルに関する分析は中野（1996）に基づく

この年間投資金額を年間投資件数で割った一件あたりの投資額は40万ドルであるが一人のエンジェルでこれをすべてまかなっているわけではなく、5から10人のグループで投資しているケースが多い。また、一人の投資家はこのような投資を、分散投資してリスクを軽減するために、複数投資しているケースが多いようである。

こうしたエンジェルはアメリカでは100万人程度もいると推定されているが、起業家として成功した人を除くと、家を除いた財産が100万ドル以上の個人投資家を中心であり、並外れた大金持ちはかりというわけではない。ニューハンプシャー大学のウェツェル博士によると、この財産100万ドル以上の人々は全世帯の5パーセント、一世帯一人と考えると500万人前後いると推定される。つまり、潜在的エンジェルはまだ存在していることになる。アメリカにとっても一層の活性化のためにはこの潜在的エンジェルの顕在化は重要であろう。

このような一般的なエンジェル（サポートエンジェル）も積極的に投資できるのはなぜであろうか。まずは、呼び水としてのリードエンジェルの存在があるであろう。しかし、そのほかにも理由がある。アメリカでは起業家とエンジェルを結ぶ仕組みが充実しているのである（具体例、図表18）。これらはコンピュータネットワークを使ったもので、大学が核となった非営利組織が運営していることが多い。具体的にみてみると、前述のウェツェル博士等が創設したネットワークにおいては、会社側が2ページ分の会社概要、1ページ分の資金調達計画をコンピュータネットワークにより投資家に提供し、投資家も自分が提供できるリスクキャピタルの特徴が把握できるようなアンケート調査を提出している。これを参考にお互いに、自分たちでコンタクトをとるのである。

また、起業家が直接、投資家にプレゼンテーションを行う場なども大学を中心に多く存在する。たとえば、MITのエンタープライズ・フォーラムでは、多数のベンチャー企業の中から優れたものを事前に選出し、その企業に直接、投資家に対してプレゼンテーションをさせたりしている。

3.2.2 ベンチャーキャピタル

ベンチャーキャピタルの投資段階

まず、アメリカのベンチャー企業の特色として、前述のように創業間もない段階から投資するような会社の割合が比較的多い（図表12）ことがあげられる。創業間もない時期ほど資金調達は難しいはずであり、この特色は非常に重要なものである。

ベンチャーキャピタリスト

次に、ベンチャーキャピタリストと呼ばれる、企業を調査し、どの程度投資をするかを決定する専門家に焦点をあてていきたい。

ベンチャーキャピタルが投資する場合には、成長産業に属しているのか、業績が順調に推移しているかどうかというような数字に表れる面も重要であるが、経営者の資質やビジネスの新規性、アイディアの新規性など、数字で現れない面の方が重要ともいえる。また、高度に専門化した先端科学技術分野になればなるほど、新しいビジネスの将来性を正当に評価することは難しい。

そのため、アメリカのベンチャーキャピタリストの経歴をみてみると、インベストバンカー、コンサルタント、弁護士、技術者など各分野における専門家であった人々がほとんどのようにある。たとえば、フェアチャイルド・セマインコンダクターの創業者であるユージン・クライスラー氏やヒューレットパーカーでコンピュータ部門を創設したトーマス・パーキス氏の二人ではじめたベンチャーキャピタルなど、ベンチャー企業の起業を成功させた、また、非常にハイテク分野に精通した人間などがベンチャーキャピタルをおこし、審査をしているのである。

ベンチャーキャピタルの資金源

ベンチャーキャピタルの資金源をみてみると（図表19）、年金基金が最も大きなウ

エイト占めている。これには、まず、年金基金にとってはごくわずかな資金量であるが、ベンチャーキャピタルにとっては十分な量であること、また、アメリカでは、年金基金および財団は、株式投資から得られるキャピタルゲインに対する課税が免除されているということも、こうしたハイリスク・ハイリターンのベンチャーキャピタルに資金供与する要因となっているであろう。

4 日本のベンチャー企業とその経営環境

～日米比較の視点から～

前章においては、アメリカのベンチャー企業の経営環境について詳しくみてきたが、本章においては、日米のベンチャー企業の経営環境を比較することにより、日本においてベンチャー企業の活動があまり活発でない理由、問題点を見つけてみたい。

4.1 株式公開が創業期の目標にはなり得なかった日本

前章で述べたように、アメリカにおいてはベンチャー企業創業時に株式公開を目標にすることができる、あるいは、しなければならない。これは、創業から10年以内で公開することができることによる。現にアメリカにおいては、10年以内（1～7年）で公開している企業が多く存在する（図表15）。しかし、日本においては創業から10年以内で公開のできる企業はほとんどない（図表16）。そのため日本においては株式公開をしよう考える中小企業は非常に少ない（図表20）。公開が短期間にでき十分な資金が手に入れば、どんどん成長をしていくような企業をその不足のために成長を鈍化させてしまうことは日本経済にとって明らかにマイナスであろう。

この公開に時間がかかるということには二つの側面があると考えられる。まず、これは非常に広い問題であるが、日本のベンチャー企業は成長速度が遅い、という面がある。この面はこの章の以下で分析する。そしてもう一つの側面は、資金調達市場の側の問題である。つまり、公開の基準が高すぎるということである。

ところが、実際には「形式基準」は、1995年7月の第二店頭市場の導入に伴い、NASDAQと比較しても遜色がない¹⁸。しかし、創業から短期での公開がなされていない以上「実質基準」とでもいえるようなものが存在するようである。これが存在するため、日本のベンチャー企業は株式公開が難しく、したがって創業時において株式公開を目標とした行動をとることがほとんどないのだと考えられる。

基準を示しているのは証券業協会であるが、店頭登録の実質的審査を行うのは引受証券会社である。日本においては、店頭登録企業は倒産しないものという社会的信用が寄せられているため、倒産するような企業を公開させた証券会社や証券業協会への風当たりは非常に強い。そのため、日本においては引受審査において倒産する可能性のある企業を入り口で排除することになっているのである¹⁹。これが「実質基準」の正体である。そう考えると、店頭登録企業は倒産しないものという社会的信用が問題であるようである。つまり、日本においては、投資家保護というものが、日本の株式公開企業に対する社会的信用の厚さと、それを担保する証券会社の実質的な審査により、企業の財務的安定度を中心的な尺度としてふるいにかけることによりなされたきたことに問題があるようである。

4.2 起業前における必要要因

4.2.1 起業時の人材

まずは、人材面であるが、日本は文化的問題からなのか、それとも、年功序列や終身雇用制という社会制度的問題からなのか、おそらく、その二つの混在したものからであると考えられるが、いずれにせよ人材の流動性が少ない。つまり、アメリカにおけるのとは異なり、知識やノウハウを持った人たちが、彼らの所属している（大）企業からスピンアウトするような雰囲気が存在しない。

また、こちらは実際的問題であるが、利益のほとんどを研究開発費用に充てなけれ

¹⁸後藤（1995）

¹⁹田村、平田（1995年）

ばならないベンチャー企業においては必然的に給与水準が低くなってしまう。そのため優秀な人材を確保することはむずかしいのであるが、前述のとおり、アメリカにおいてはストックオプション制度によりその問題を解消してきた。しかし、日本においては、このストックオプション制度は、規制がかけられている。すなわち、このストックオプション制度を利用できる権利は新規事業法に基づき、新規性やや将来性があると通産省が認定した企業のみにしか与えられない。また、この規制が仮になくなつても税制の問題が存在する。通産省の試算によると、一株 1000 円の市場価格をもつ株式五万株をストックオプションで付与した場合、株価が 1200 円になったときにその株を売却すると、最終的に手元に残るのは 2500 万円ほどになってしまう。権利を会社から付与されたときに所得税 50 パーセントと地方税 15 パーセントが、株式売却時にキャピタルゲイン税 26 パーセントがかかるのである²⁰。つまり、ベンチャー企業に人材を集める手段としてアメリカにおいて使われている手段は現在の日本においては使いにくいということである。

4.2.2 インキュベーター

前述のように、アメリカにおいては、インキュベーターは大学などと密接な関係にあり、ソフト、ハードの両面からの支援がなされているようである。これに対して、日本でも 90 年頃より、たとえば「かながわサイエンスパーク（KSP）」など、インキュベーターは建設され始めたが、立派な建物や施設というハード中心で、ソフト面が乏しくうまく活用されていないのが現状のようである²¹。

²⁰ストックオプションで 5 万株を付与された時の価値（税引き前）(a) : $50000 \times 1000 \text{ 円} = 5000 \text{ 万円}$ 。

ストックオプションによる所得税と地方税の額 (b) : $5000 \text{ 万円} \times (0.50 + 0.15) = 3250 \text{ 万}$

一株 1200 円で打ったときの価値 (c) : $50000 \times 1200 \text{ 円} = 6000 \text{ 万円}$

キャピタルゲイン税 (d) : $(6000 \text{ 万円} - 5000 \text{ 万円}) \times 0.26 = 260 \text{ 万円}$

c - b - d = 2490 万円

²¹松田、大江編（1996）

4.3 資金調達環境

4.3.1 エンジェル

日本において、少なくともリードエンジェル的な存在は今まで全くといっていいほど顕在化していなかった。これは株式未公開企業への投資優遇税制がなく、これらの企業に投資するリスクが大きすぎたということなどが原因としてあげられるであろう。アメリカのベンチャー企業においてあれだけの影響力を持っていた資金調達におけるアクターが今まで、日本に顕在化していなかったことは非常に忌むべきことである。

しかし、最近は少しでてきてている（図表21）。また、リードエンジェルになりうる存在は潜在している。93年から95年の3年間に新規公開したオーナー系企業のうち、オーナーが所有する株式の時価が総額100億円を超えるような企業だけでも50社以上存在するのである²²。

4.3.2 政府系機関からの資金調達

この面に関しては日本は様々なものが存在している。まず、アメリカにおいてはあまりみられない、国民金融公庫や中小企業金融公庫などの政府系金融機関の存在がある²³。また、アメリカのS B I R Pにあたるような存在である新規事業法やS B I Cにあたるような中小企業投資育成株式会社も存在する。

これらのものは、アメリカや他の先進国と比べてみてもシステムとしてはなかなか整っているといえるようである。しかし、実際に十分機能しているとはいえない。その理由としてあげられることは、審査に時間がかかる、煩雑な手続きが必要であるなどの制度的な問題や、制度の存在自体の認知度が低いというようなことがあげられる²⁴。また、新規事業法などは基準が高すぎるなどの問題も存在するようである。実際に、新規事業法による新規事業者として認定を受けたのは。1989年から1993年度まで

²²中野（1996）

²³後藤（1993）

²⁴後藤（1995）

は12件しかなかった。1994、1995年度はそれぞれ7件、9件と急増してはいる²⁵。

4.3.3 民間ベンチャーキャピタル

次に、民間ベンチャーキャピタルをみることにしよう。まず、日米の民間ベンチャーキャピタルの規模を比較すると、94年末のアメリカのベンチャーキャピタルの投資残高は3兆4100億円（1ドル=100円換算）であり、それに対して日本は8531億円と実にアメリカの4分の1である。年間資金額も、アメリカは約2700億円、日本は1151億円であり、約2分の1弱である。ベンチャーキャピタル数はアメリカは日本の10倍近い。日本の個人金融資産が1130兆円、アメリカのそれが1841兆円であり、日本の1.5倍強でしかないことを考えると明らかに量的に問題があるものと思われる（図表22）。

なぜ、このような状況が生まれているのかをベンチャーキャピタルの視点から考えるといいアンケートが存在する。それは中小企業庁の「ベンチャーキャピタル実態調査」の中でおこなわれた「ベンチャーキャピタルが投資を行う際の問題点」である（図表23）。これによると「投資収益を得るまで長い期間が必要」、「技術審査等の審査能力が不十分」「損失準備金が認められていない」「ベンチャービジネス向け投資の減税措置がない」などがあがってる。

資金量的問題以外にも大きな問題が存在する。前述の「ベンチャーキャピタルが投資を行う際の問題点」にもあったようにベンチャーキャピタリストの質の違い（あるいは、存在の有無）である。つまり、それぞれの専門領域で事業の将来性や可能性を評価できるベンチャーキャピタルが存在しないことである。日本においては証券会社や銀行などのベンチャーキャピタルの親会社からの出向者が投資先を選定しているケースが多く、専門性に欠ける面が多いことが否めないのである²⁶。

また、アメリカにおいては、ベンチャーキャピタルの投資時期は、やはり、創業間もない時期には全体の比としては少ないのであるが、起業時や、初期段階のみに特化

²⁵長田（1996）

²⁶長田（1996）

するベンチャーキャピタルなども存在している（図表1-2）。それに反して、日本ではやはり、リスクの少ない成長期への投資が多いようである（図表1-3、1-4）。

5 日本におけるベンチャー企業育成のための課題

前章においてのアメリカのベンチャー企業の経営環境との比較に併い見つけられた日本のベンチャー企業の経営環境の問題に対して、この章ではその解決策を考えていきたいと思う。以下、第一節ではベンチャー企業に集まる人材に、第二節ではベンチャー企業の資金調達手段に、第三節においてはベンチャー企業の育成に大学が果たすべき役割に焦点をあてていくことにする。

5.1 起業家の輩出、人材誘因の方策

まず、優秀な起業家輩出のために最も必要であると考えられるものは人材の流動化である。これを促すための一つの方法は教育であろう。これは非常に大切なことである。しかし、これはとても大切であるが多大な時間を要するものであると考えられる。多大な時間を要するものであるが、確実になされるべきものである。アメリカでは前述のようにスピンアウトをして起業した人間が多い。中小企業のアンケート（図表2-4）によると、日本では、創業者が既存の企業を退職して創業する形態と部門の切り離しによる開業（図表2-4ではスピンオフ型）が大きな位置を占めているようである。日本においては、人材の流動性が低い点を考えると、特にスピンオフ型における前者が少ないとと思われ、これをより促すことが、教育よりは短期間で優秀な起業家輩出ができる一つの方法になるであろう。これを日本で促すためには起業を考えているような人にスピンアウトするインセンティブを与えることである。前述の中小企業庁による創業時に障害となった要因についてのアンケートによると（図表9）、資金調達面に関するものの割合が高くなっている、この章の後半における政策などにより、資金調達が容易になれば、インセンティブ高める一つの方法となるであろう。また、知識や

ノウハウを持っていると思われる国立大学の教授の兼業規制の緩和などを起こすことなども優秀な起業家を生む一つの方法となろう。

起業家以外の優秀な人材を集めめる方法としても当然のことながら人材の流動化が重要である。これを特に、起業家以外の優秀な人材に促すためのインセンティブを高める方策として、ストックオプションなどの企業にも認めることがあると考える。また、これを成功させるためには税制の改革も大切であるのは、前章からわかるとおりである。

5.2 資金調達容易化のための方策

株式公開までの資金調達の状況を日米で改めて簡潔に比較してみると、まず、絶対的な資金量の不足、アーリーステージへの資金量の不足があげられるであろう。この節においてはその解決策をあげることにする。

5.2.1 投資優遇税制

まず、ベンチャー企業に円滑に資金が提供されるようにするためにベンチャー企業への投資に対するインセンティブを高めなければならない。その一つの方法として、ベンチャー企業への投資優遇税制があげられる。

アメリカやイギリスにおいては、未公開の中小企業に株式投資を行う個人に対する多彩な優遇税制が存在している。具体的には、投資時においては、株式投資額の一部についての税額控除や上場株式等のキャピタルゲインを適格な中小企業の株式に再投資したときには、再投資先の中小企業株の売却時まで上場株式等の売却益への課税を繰り延べるなどがある。株式保有時においては、投資先企業への法人税を免除する一方、その損益を個人株主に出資比率に応じて配分し、株主の個人所得と損益通算した上で所得税を課税するなどである。株式の売却時においては、適格な中小企業の株式を一定期間保有し、キャピタルゲインが生じた場合にはそのうちの全部、または、一部を免税とする、また、キャピタルロスがでた場合には、その全部、または、一部を通

常の所得と損益通算したうえで所得税を課すなどである。そして、ベンチャーキャピタルなどに個人が投資をする場合においても投資税額控除や売却時の課税免除などが認められている²⁷。

一方、日本の個人の株式投資に対する税制においては、損益通算などはほとんど認められていないのが現状である。これらの個人投資家によるリスク・キャピタルの供給を支援する政策をアメリカやイギリス並にする必要があるであろう。このように税制上の優遇によってベンチャー企業への投資のインセンティブを高めることより、潜在しているエンジェル（リードエンジェル、サポートエンジェル）を顕在化させることができるのであろうか。

また、最後にあげたベンチャーキャピタルへの投資をする場合の優遇などを認めることにより、個人金融資産の多い日本においては、小口の投資家を参加させることになり、それは全体的な資金量を増やす上で非常に重要であると考える。

このように、日本は、アメリカやイギリスの投資優遇税制を参考にしつつ、様々な規模の資金量をもつ投資家からのベンチャー企業への投資に対して、優遇をおこなうような政策をとるべきである。

5.2.2 株式市場の活性化

株式市場の活性化はベンチャー企業の資金調達にとって当然、重要となってこよう。しかし、この節は株式公開までの資金調達の容易化についての節である。なぜ、そこに公開市場のことを書くのかというと、株式市場を活性化させ、どんどん公開されることにより、未公開株への投資のインセンティブを高めることができると考えるからである。

中小企業庁が行ったベンチャーキャピタルへのアンケート（図表23）にもあったように、現在の日本においては、投資回収の手段としてほとんど唯一である株式公開までの時間が長いために、当然、収益率が上がらないという問題がある。株式公開を

²⁷園田（1996）

容易化させることにより、この投資から投資回収までの期間を短くすることができる
のである。

前述のように、「形式基準」においては、第二店頭市場の導入などにともない、NASDAQと比べてもあまり遜色のない基準にまで日本の店頭市場への公開基準が緩和されており、本来であれば短期間で公開できる企業がたくさんあるはずである。しかし、実際には公開までに10年以上かかっている（図表16）。そこで、問題になるのが投資家保護を大義名分とした、あるいは、その意味をはき違えた「実質基準」である。

我々は、この投資家保護の意味をもう一度考え直していかなければならない。証券取引審議会が昭和51年に提出した「株式構成の変化と資本市場のあり方について」の答申によると、投資家保護とは、「有価証券の価値 자체を保証するものではなく」、「事実を知らされることによって被る損害からの保護」、「不公正な取引によって被る損害からの保護」とからなる、とされている²⁸。

この投資家保護の意味を再認識し、投資家は自己責任の原則に則り行動し、倒産するような企業を公開させた証券会社などに批判をあびせるのではなく、自分たちが「事実を知らされることによって被った損害」があったのかを考え、あった場合には、その事実をどこが隠したのかを問題にするようにしなければならないのである。また、証券会社も「事実を知らされることによって被る損害」がないかを審査する事に重点を置き公開させていかなければならない。そして、後は市場の原理にゆだねることが大切である。

それらをきちんとし、公開までの期間が短縮する事により、投資収益回収までの期間が短縮されることになり、そのことは創業間もないベンチャー企業へ投資をするインセンティブを高めることになるであろう。

²⁸石坂（1994）

5.2.3 ベンチャーキャピタルの投資回収業務の多様化

また、ベンチャーキャピタルによる投資回収手段を多様化させることによっても、リスクの分散につながると考えられ、投資のインセンティブを高める効果があると考える。

日本やアメリカにおいては、新規株式公開（IPO：Initial Public Offering）がほとんどというのが現状である。そこで、示唆的であると考えられるのがヨーロッパのベンチャーキャピタルの投資回収方法である。具体的には、新規株式公開以外にトレード・セールスやバイバック（buy-back）などという手段がある（図表25）。トレードセールスとは、ベンチャーキャピタルが出資した株式を事業会社に売却するものである。これは、大企業への売却が多いようである。ヨーロッパにおいては、このトレードセールスが最もポピュラーな投資回収手段である。バイバックとは、何らかの理由で一定期間に株式公開できなかった場合に、企業の所有者に投資資金の返還（所有者による買い取り）を求めるものである²⁹。

非金融法人企業の金融資産残高が日本はアメリカの約1.5倍もある³⁰ので、トレードセールスなどは非常に有効なのではないであろうか。また、バイバックもベンチャーキャピタルのリスク回避としては必要であるかもしれない。

5.3 大学とベンチャー企業、投資家の関係強化

また、ベンチャー企業の成長を促すためには大学との関係の強化が不可欠であると考えられる。具体的には、三つの役割があると考えている。

まず、一つ目は、技術、経営を支援するという直接的支援である。これは、インキュベーター的な支援といつてもいいであろう。日本のインキュベーターはハードの面ばかりが強調されていてソフトの面がおろそかになっているということを述べたが、このソフトの面を大学が担う必要があると考える。

²⁹服部（1995）

³⁰図表22

以下の二つは、前節でとりあげた資金調達の容易化の方法としても非常に重要であると考えられるものである。二つ目の役割は、ベンチャー企業と個人投資家やベンチャーキャピタルを結びつける存在としてのものである。アメリカにおいては、第三章で述べたようにコンピュータネットワークによる投資家とベンチャー企業を結びつけるシステムの創造が大学を中心に行われている。両者を結びつける存在はベンチャー企業の資金調達を容易にするという面から非常に重要である。この役目を担う存在のひとつが大学であるべきことには違いないであろう。（民間でもこのような機関はできないことはないとも考えられる）

三つ目は、二つ目と大きく関係するものであるが、技術評価機関の一つとしての存在である。中小企業庁が行ったベンチャーキャピタルへのアンケート（図表23）においてもあったように技術審査等が不十分であり、投資が行えないという現状がある。最大の研究機関の一つとして大学がこの役割を担う必要があるであろう。この役割は、民間のベンチャーキャピタルなどにとどまらず、新規事業法による新規事業社としての認定などにも必要であろう。

6 おわりに

以上、この論文では、ベンチャー企業の必要性を論述することから始まり、アメリカの例を引きながら日本のベンチャー企業の問題点を掘り出し、それについての解決策を考えた。

しかし、ここでは、インキュベーターやベンチャー企業、ベンチャーキャピタル、日本の投資優遇税制などの個々の具体的分析は不十分である。また、ベンチャービジネスのもう一つの形態といえる社内ベンチャーについては全くふれられていない。これらは今後の課題としておきたい。

以上。

参考文献

- [1] 中谷巖『日本経済の歴史的転換』東洋経済新報社 1996年
- [2] 後藤守男「産業活性化の鍵を握る創業支援システム」日興リサーチセンター『投資月報』1993年12月
- [3] 長田和久他「NASDAQを中心とした米国店頭市場」日興リサーチセンター『投資月報』1994年5月
- [4] 荒木英次他「米国ベンチャービジネス・ベンチャーキャピタルの実態」日興リサーチセンター『投資月報』1994年11月
- [5] 石坂昌美「「投資家の保護」の再認識を」日興リサーチセンター『投資月報』1994年11月
- [6] 服部哲朗他「欧州の新規公開市場とベンチャーキャピタル」日興リサーチセンター『投資月報』1995年5月
- [7] 後藤守男「ベンチャー企業育成と証券市場の役割」日興リサーチセンター『投資月報』1995年9月
- [8] 園田成晃「創業期の企業に対する欧米の株式投資税制」日興リサーチセンター『投資月報』1995年12月
- [9] 長田和久「経済活性化の鍵を握るベンチャー企業」日興リサーチセンター『投資月報』1996年1月
- [10] 中野章男「エンジェルによる創業支援」日興リサーチセンター『投資月報』1996年10月
- [11] 中小企業庁『平成8年度版中小企業白書』1996年

[12] アメリカ中小企業庁『1994年アメリカ中小企業白書』(財) 中小企業統合政策機構
訳編

[13] 田村義則、平田公一『店頭特則市場とベンチャー企業』経済法令研究会 1995年

[14] 松田修一、大江健編『起業家の輩出』日本経済新聞社 1996年1月
(そのほかの文献)

[15] 日本経済新聞

[16] エコノミスト

[17] 週間東洋経済

[18] ジェトロセンサー

[19] 荒木英次他「日米による投資家保護のあり方」日興リサーチセンター『投資月報』
1994年11月

[20] 伊藤元重他編『日本経済事典』日本経済新聞社 1996年