

文教大学 情報学部 経営情報学科 卒業論文

平成18年1月30日

ベンチャーキャピタルとベンチャービジネスに  
関する研究

a2p21072 小柳一樹

# 目次

## はじめに

### 第1章ベンチャーキャピタル

- 1・ベンチャーキャピタルとは？
- 2・ベンチャーキャピタルのシステム
- 3・ベンチャーキャピタルの現状
- 4・インキュベーターとは？
- 5・日米インキュベーターの違い

### 第2章ベンチャービジネス

- 1・ベンチャービジネスとは？
- 2・現在注目のベンチャービジネス：バイオベンチャー

### 第3章ベンチャー企業とベンチャーキャピタル

- 1・会社を成長させるためのベンチャーキャピタルとの付き合い方
- 2・起業家側から見たベンチャーキャピタルへの注意点
- 3・ベンチャーキャピタルをだましたベンチャー企業
- 4・ベンチャーキャピタルからの資金調達は、どうしたら可能か

## おわりに

## はじめに

日本の景気も回復の兆しが見られ、大手企業の業績も軒並みここ数年では最高の水準まで戻した、しかし、中小企業は依然厳しい状況におかれている。その厳しい状況を脱するには他社との技術や製品の差別化などが必要になる。これはこれから起業をしようと考えている人にも同じことが言える。100万人近い人が起業願望を持っていながら実際に起業できる人は3割～4割に過ぎないのだ、さらに起業を成功させる人となるとほんの一握りしか居ない。その起業を支援するのがベンチャーキャピタルであり、インキュベーターである。第1章ではベンチャーキャピタルを中心にインキュベーターについても触れている。第2章ではベンチャー企業の簡単な説明と時流に乗っているベンチャービジネスを紹介している。第3章ではベンチャーキャピタルとベンチャービジネスの関係を両方からみた形で検討しています。

## 第一章ベンチャーキャピタル

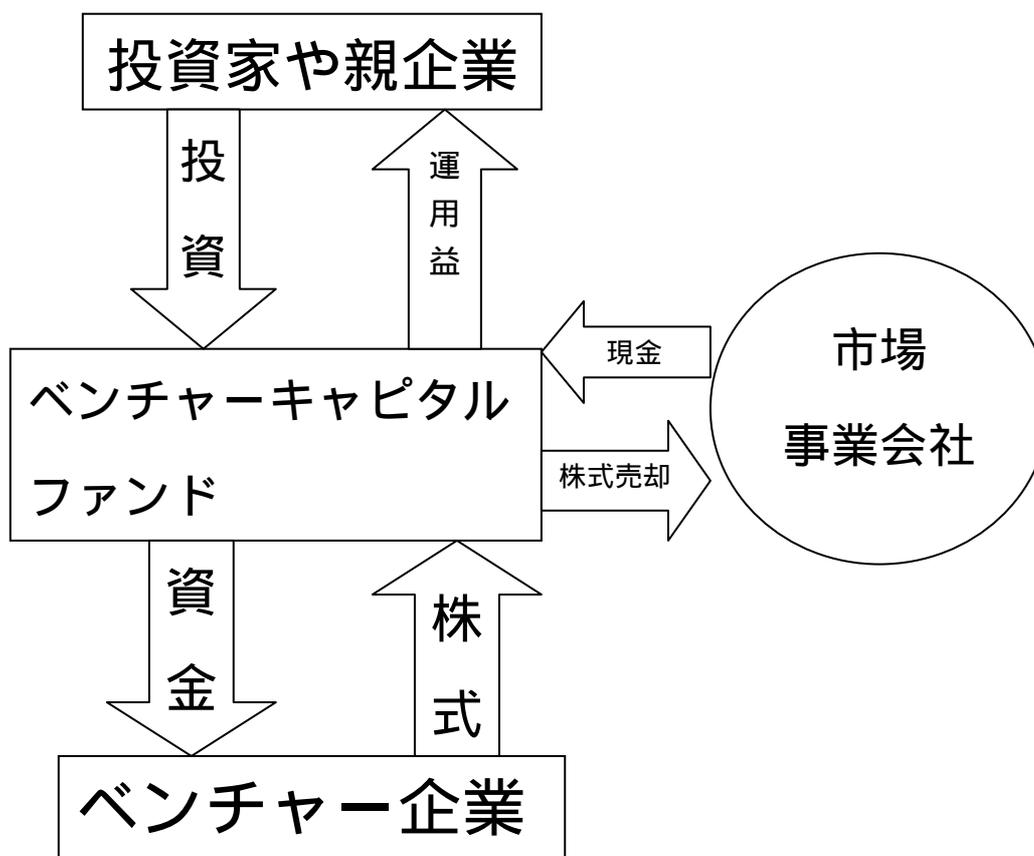
### 1. ベンチャーキャピタルとは？

ベンチャーキャピタルとは、「急成長の可能性があり、その結果として大きなリターンが期待できるベンチャー企業の未公開株式の対価として提供される資金」を指します。ベンチャー企業からみれば、ベンチャーキャピタリストが投資家なのですが、実際の資金の大半を提供している投資家は、年金基金などの機関投資家や戦略的な投資を希望する事業会社などであり、ベンチャーキャピタリストは、このような投資家から預かったお金をベンチャー企業に投資することによって、ベンチャーキャピタル・ファンドの運営を行なっているわけです。このファンドには、存続期間が決められており、通常、10年程度となっています。最近是国内、海外を問わずに投資が行われている。またベンチャーキャピタルにはベンチャー企業に投資することによって、あらたな企業を作り、雇用を生み出すことによって経済の停滞を打破するという側面も持っている

### 2. ベンチャーキャピタルのシステム

ベンチャー企業は、ベンチャーキャピタルから資金を調達する際、自社の株式を提供します。ベンチャーキャピタリストは、株式公開（IPO: Initial Public Offering）や合併・買収（M&A: Merger & Acquisition）を通じて、一般投資家や事業会社などに、投資した価格よりも高い値でこの株式を売ることにより、キャピタルゲインを得ます。得た現金は、投資家とベンチャーキャピタルで配分しますが、投資家に8割程度、ベンチャーキャピタリストに2割程度となっていることが多いようです。この他、ベンチャーキャピタリストは、ファンド規模の2～3%程度の手数料を受け取り、これでファンドの運営管理を行ないます。

## ベンチャーキャピタルの主な仕組み



### (1) ベンチャーキャピタルの投資プロセスと投資審査プロセス

ベンチャーキャピタルの最終目的は投資した企業を株式公開させ、キャピタルゲインを得ることです。そこにたどり着くまでのプロセスを簡単に紹介します。

#### ファンドの設立と組成

ベンチャーキャピタルがファンドを組成するのは、ベンチャー投資の原資となる資金を集めるためです。ファンド資金が集まらなければ投資ができないためベンチャーキャピタルにとって大変重要な仕事になります

### 資金の募集

ファンド資金は一度に払い込まれるわけではなく投資の進捗状況に応じて分割して出資される形態が増えています。ベンチャーキャピタルは、ファンド資金総額2.5%から3%を年間の運用手数料として受け取りますが、それで販管費を賄います。

### 投資案件の発掘

投資案件の発掘は、人脈からの紹介、直接持込み、自主探索・開発の3種類です。数年前まではベンチャー企業から直接持込まれる事は少なく、ネットバブルを契機にベンチャー企業の経営者が自ら売り込むケースが多くなりました。しかし、こうした持込案件に魅力的なものは少ないといわれています。

### 投資条件の検討と交渉

投資に値する案件となった場合に、株価、投資金額などの投資条件を検討し、投資先会社と交渉のうえ、役員会（投資委員会）で最終的に投資決定がなされます。最近では「チーム制」を採用しているベンチャーキャピタル会社では、チーフマネージャーの権限で3000万円までは投資できるようです。

### 投資決定と投資契約

投資が決定すると、ベンチャーキャピタルと投資先会社の間で「投資契約書」を締結します。そのなかに役員選任権、投資後の経営支援の内容、将来IPOできなかつた場合の買取り条件などについて盛り込まれます。

### 投資案件の審査・評価

ベンチャーキャピタルはベンチャー企業を発掘したときに、ビジネスプランの検討、経営陣へのヒアリングや取引先などへの周辺調査などを行います。それは「**デューデリジェンス**」（投資のための詳細調査・審査）といわれています。そこには8つの項目があります。

## （2）投資審査の8つのポイント

### マーケット

投資する企業の市場規模と成長性、競争状況、法的規制と参入障壁などについて、ビジネスプランの精査、経営陣へのヒアリングや周辺調査によって検証します。

### **技術・製品・生産力**

製品（商品・サービス）に独自性があり、製品コンセプト、デザイン、価格、ライフサイクルなどが市場にマッチしているか、新技術・新商品開発・展開の設備や体制が整っているか、ビジネスモデル、他社との差別化・優位性・劣位性、独創性、商品・サービスの品質などを検討

### **経営者・経営能力**

経営者の人格・経歴、先見性、洞察力、経営哲学、計画性、収益感覚、実行力、信頼性、経営力、経営陣のまとまりなど

### **販売力**

独自の営業・販売力があるか、マーケティング力はあるか、販売促進手段が整っているかを詳細に検討します。ベンチャー企業の成功の成否は販売力にあるといわれているからです。

### **資金・財務力**

事業の必要資金の調達力、財務諸表は公認会計士のチェックを受けているか、決算書は信頼がおけるか、月次試算表が作成されているか、関係会社との取引は明瞭か、主力銀行との関係、などについて調査します。

### **事業計画（ビジネスプラン）**

経営戦略、収益性、信頼性、株式公開の可能性などから検討

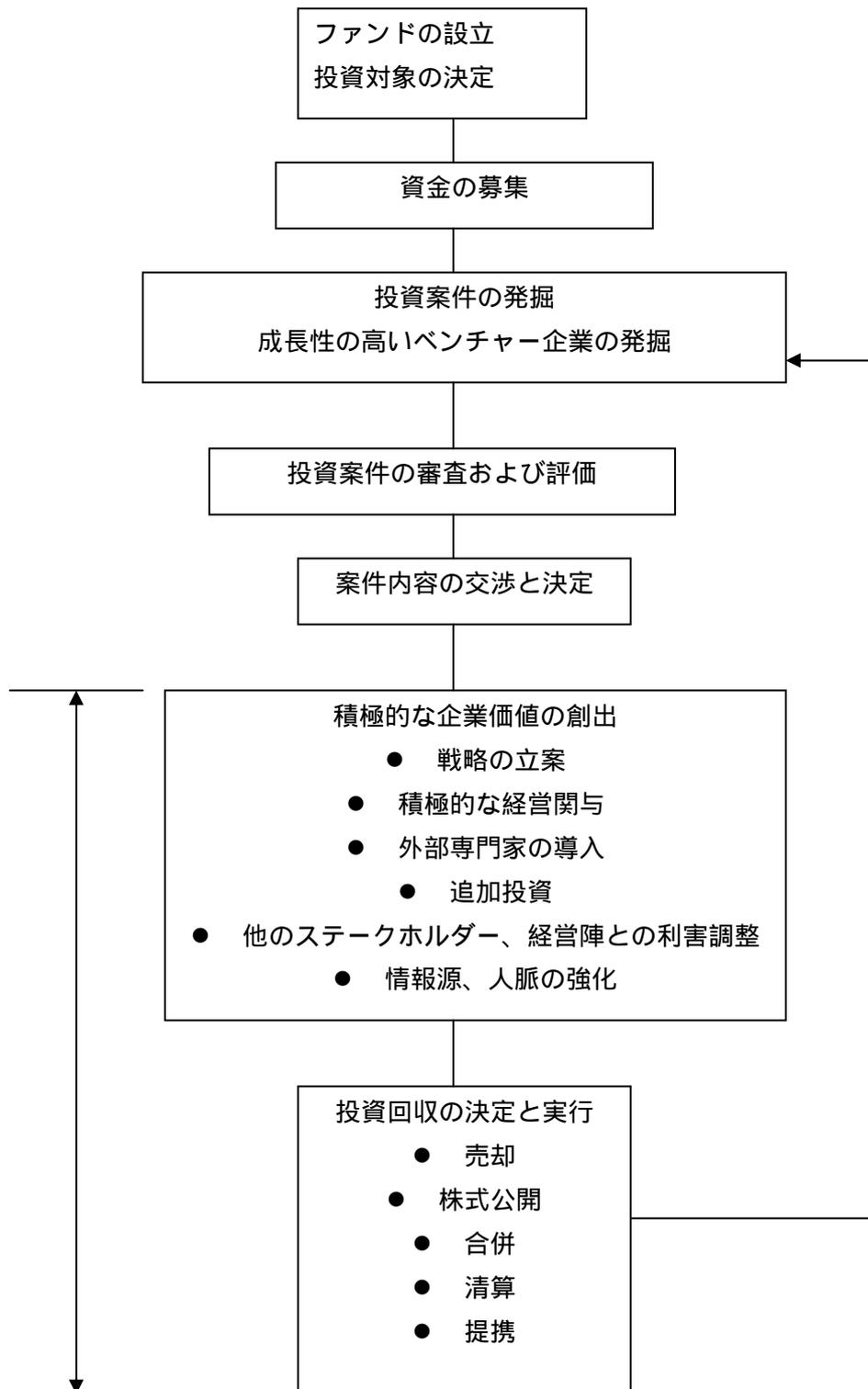
### **短期調査**

監査法人による短期日の財務調査、株式公開に適した会計に従って決算書を作成して会社の実態を把握し、会社の内部管理の問題点を抽出したもの

### **案件内容**

投資金額は妥当か、株価算定根拠は何か、類似業種比準方式による株価との比較、投資リターンに見合う株価かどうか、などを検討。

## ベンチャーキャピタルの投資プロセス



<http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/workshops/micro/micropaper02/ftakahashi.pdf>より

### (3) ビジネスプランの概要と審査ポイント

#### エグゼクティブ・サマリー（要約）

ビジネスプランの各項目を要約したもの。内容としては、会社概要、経営陣、事業の概要と特徴、製品の特徴・新規性、競合状況、市場、マーケティング、販売戦略、必要資金、用途など

#### 会社概要・経営陣の経歴

会社の沿革、事業の目的、経営陣の経歴・信頼性などについて記述します。個々の経営陣の職務経験、特技、技術、専門知識などが新規の事業領域と役割にマッチしているか。トップを補佐する参謀がいるか。どのようなアドバイザーや顧問がいるか、なども審査のポイント

#### 事業の概要とリスク

起業の動機、経営理念（ビジョン）と経営計画。事業のサービス・技術の優位性  
営業・価格戦略などがわかるように簡潔にまとめることが必要です。

ベンチャーキャピタルは、商品・サービス・技術が競合先に比べ差別化された強みがあるか、収益源は何か、参入事業の環境が変化することによりリスクや株式公開の可能性についても詳細に検討します

#### 市場環境

参入する市場の概要や規模の推計とその成長性、他社動向と自社製品・サービスのポジショニングを分析し、その優位性・劣位性を説明します。

ベンチャーキャピタルは、記載事項をもとに取引先や業界関係者などにヒアリングをして周辺調査を行います。

#### マーケティング・販売戦略

営業・価格戦略、流通戦略（仕入れルート・方法）、マーケティング手法、顧客獲得方法などについて記載することが必要です

ベンチャーキャピタルは、マーケティングや販売戦略、想定している顧客獲得方法が妥当なものか、また、独自の販売力があるかを検討します

### 財務・資金計画

販売計画に基づいた営業予算と収支計画、および事業に必要な資金計画と資本の構成（経営陣の持分比率）を、数字的根拠を示しながら説明します。

ベンチャーキャピタルは、マーケティング・販売計画に基づいた営業予算が作られているか、事業を実現するために必要な資金額が妥当か、資金調達が計画的に考えられているか、経営陣は株主構成をどのように考えているか、足元の資金繰りは大丈夫か、などを検討します。

また、公認会計士によるショートレビュー（短期調査）を投資条件にします

### （４）投資手法

ベンチャーキャピタルには、投資後の動向によってハンズオン型とハンズオフ型の２種類の投資手法にけられます

**ハンズオン型**：成長初期段階での投資の際に、ベンチャーキャピタルは多額の出資により持株比率を上げ、役員の派遣等により経営内部に深く関与する投資手法で、最近日本でも多くなりつつあります。投資支援策には、人材支援、営業支援、追加投資を含む財務支援、資本・業務提携、MBO、M&A等があります。

**ハンズオフ型**：投資だけして、口を出さず、経営陣の自助努力に期待する投資手法で、数年後に株式公開を出来るような状態の企業に対する投資で多く。日本で主流のベンチャーキャピタル投資手法です。

金融機関系などのベンチャーキャピタルではハンズオフ型の投資が多いですが、独立系のベンチャーキャピタルでは差別化のためハンズオン型の投資をするところも増えてきました。

### ３・ベンチャーキャピタルの現状

最近有望なベンチャー企業が少なくなったこともあって、ベンチャーキャピタルが一部の会社に殺到するケースが多く見られ、株価が高くなる傾向にあります。ベンチャー企業の力関係が勝っているため、ベンチャーキャピタル会社が投資審査や投資条件を厳しく査定すると、投資させてもらえなく、投資実績が上がらないというジレンマに陥ることも多くあります

成長志向の強いベンチャー企業を投資対象とするベンチャーキャピタルは、買収に関連する企業を対象とするバイアウトと並んで、プライベートエクイティに分類されるベンチャー輩出のために必要なインフラの整備が進んでいる。エクイティ・ファイナンスの浸透と規制緩和の進展などによって、長期的にはVC市場の拡大基調が継続されると思われる

近年、「ネットワーク・インキュベーター」と呼ばれる新勢力が台頭。事業活動に必要な資金、施設、各種コンサルテーションなどの幅広い内容の資源を提供するとともに、既存の支援先企業などのビジネス・ネットワークを有効に活用できる仕組みを構築している

## 日本のベンチャーキャピタル

設立形態：株式会社

設立母体：銀行・証券・生損保系が中心

VC社数：約200社強で、うちファンドを設立しているのは76社

投資資金：自己資金45%、組合55%

投資残高：8797億円8(2004年3月末現在)

投資業種：半導体・電子17%、インターネット15%、コンピュータ15%  
ソフトウェア・サービス11%、バイオ医療・健康8%

投資ステージ：アーリーステージ62%、成長期15%、レターステージ23%

資金調達：事業会社(23%)、金融機関(43%)、VC(15%)、他  
同業のキャピタル会社からの資金流入は日本の特徴

## 日本の代表的なベンチャーキャピタル

ジャフコ VC最大手。米国・アジアのベンチャーから国内企業再生まで活動は広範囲  
日本アジア投資 独立系VC。内外企業と提携活用。アジア諸国で投資活動。事業再生  
やバイアウト等を拡充

ソフトバンク・インベストメント

エヌ・アイ・エフ SMBC ベンチャーズ

日本アジア投資

みずほキャピタル

UFJ キャピタル 大学発ベンチャー支援に積極的

東京中小企業投資育成

大阪中小企業投資育成

日興アントファクトリー

オリックス・キャピタル

日本政策銀行大学発ベンチャー・インキュベーション・ファンド ハンズオン形式

この上位10社はここ数年変わっていません。

日本のベンチャーキャピタルの投資残高上位18社(2002年度版)

	社名	投資残高	年間投資額	総合出資金	消化可能年数	組入れ比率%
1	ジャフコ	¥150,590	27422	271105	9.9	55.5%
2	ソフトバンク・インベストメント	¥94,309	29469	202671	6.9	46.5%
3	エヌ・アイ・エフベンチャーズ	¥83,846	20056	150185	7.5	55.8%
4	日本アジア投資	¥54,761	8747	86249	9.9	63.5%
5	みずほキャピタル	¥52,220	4969	29817	6.0	
6	UFJキャピタル	¥40,800	5000	5900	1.2	
7	東京中小企業投資育成	¥37,887	3090	5750	1.9	
8	大阪中小企業投資育成	¥30,619	1630	3600	2.2	
9	SMBCキャピタル*	¥24,473	3611	36010	10.0	68.0%
10	日興アントファクトリー	¥23,963	2838	56900	20.0	42.1%
11	オリックス・キャピタル	¥23,277	7094	46245	6.5	50.3%
12	安田企業投資	¥19,010	4246	50400	11.9	37.7%
13	日本ベンチャーキャピタル	¥18,964	3744	36650	9.8	51.7%
14	ダイヤモンドキャピタル	¥16,376	2306	7000	3.0	
15	CSKファイナンス	¥15,138	3884	18750	4.8	80.7%
16	大和銀企業投資	¥14,213	1261	20400	16.2	69.7%
17	あさひ銀事業投資	¥14,176	2628	9800	3.7	
18	MKSパートナーズ	¥12,062	1455	24000	16.5	50.3%
	上位18社合計	¥726,684	133450	1061432	8.0	68.5%
	上位18社の比率	81.9%	79.8%	76.8%		
	VC業界合計	887700	167300	1381519	8.3	64.3%

半蔵門出版 著者 門脇徹男

投資ファンドとベンチャーキャピタルに騙されるな

~ベンチャーキャピタリストが書いた真実~ より

\* 2005年10月に3位のエフ・アイエフ・ベンチャーズと9位のSMBCキャピタルとが合併しエフ・アイエフ・SMBCベンチャーズになった

#### 4・インキュベーターとは？

1959年ごろからアメリカで使われるようになった言葉であり、日本では1980年代から使われるようになった言葉である。インキュベーターは英語で「養育する」という意味があり、インキュベーターとはその施設をあらわす。つまりビジネス・インキュベーションとは「事業をつくることの支援」という意味を持ちます。ただ事業所となる場所を貸すだけではなく、資金・経営・技術面などの支援なども含め、新規創業に対する支援を事業目的とするものです。資金や、経営に関してのノウハウが無い支援対象者に対し、安価でスペースを提供し、インキュベーション・マネージャーがきめこまやかなコンサルティングや支援対象者たちの交流会を行うなど、支援対象者・企業を、軌道に乗るまで育てることがその役割となります。

##### (1) インキュベーターの定義

全米ビジネス・インキュベーション協会ではインキュベーションの定義を「成功企業を生み出すため、適切な経営指導者およびコンサルティングを含む一連の事業支援を提供する組織」としている。インキュベーターがインキュベーターであるためには、若い会社に対して適切な経営指導およびコンサルティングを提供しなければならない。つまり、スペースと事務サービスしか提供しない施設は、インキュベーターではなく、インキュベーション・マネージャーのいない施設はインキュベーターとして認められない。しかし、スペースを提供しないインキュベーターでもインキュベーション・マネージャーによる経営指導およびコンサルティングが行われている場合はインキュベーターと認定される

##### (2) 日本のインキュベーター

企業としてインキュベーション施設を作ってインキュベーターを行っているところはまだ少ないが、行政や第三セクター、大学がインキュベーション施設を作りインキュベーターとしてベンチャー企業支援をしている。しかし、ただ施設を貸すだけのインキュベーターとは言えないところも多いのも特徴です。

#### インキュベーション事業を行っている会社

ネットエイジ：インターネット領域に特化したインキュベーター、育てた事業の多くをスピンオフさせ独立した企業とし、それらの起業を連結所有する。独立した企業に元社員が創業したものも多い

ドリームインキュベーター：企業のコンサルティングとインキュベーションの両事業を行っている

サンブリッジ：ソフトウェア、ハードウェア、サービス・コンテンツの領域の企業が多い  
渋谷でインキュベーション施設ベンチャーハピタットを運営

商店街：商店街がインキュベーター的役割をはたしているところもあります。

例としては上野のアメ横商店街です。1977年に第一アメ横に電気専門店を中心とする70点を誘致しオープンさせました。

このアメ横ビル創設の狙いは、将来的にビルのテナントから商店主が育って、電気街を形成すれば、それが商店街全体の活性化につながると考えたからでした。そのため、ビル開設当初からテナント料は歩合制にせず、家賃制にし、店を軌道に乗せる手助けをしました。結果狙いは的中し、アメ横ビルのテナントから、パソコン周辺機器を扱う東証一部上場企業のメルコ（牧誠社長）などが育っています。

## インキュベーション事業を行っている行政や第三セクター

**独立行政法人 中小企業基盤整備機構：全国12箇所のインキュベーション施設を管理  
運営それらの一部を紹介**

さかい新事業創造センター：大阪でインキュベーション施設S-CUBEを運営さまざまなベンチャー企業が入居している。

さがみはら産業創造センター：相模原で「起業家を経営者にすること」をテーマに、民間活力を活かした地域に信頼されるインキュベーターとして、熱意ある起業家・経営者のビジネスを総合的に支援新たな事業展開を目指す企業、産学連携を進める企業を支援。SIC-1、SIC-2を運営

新産業テクノコア：岐阜でバーチャルリアリティ技術やロボット技術等を軸とした科学技術の研究開発を推進。アネックス・テクノ1・2を運営

神戸都市振興サービス：バイオベンチャーを支援。先端医療センター、神戸バイオメディカル創造センターを運営

テクノインキュベーションセンター：熊本で高度技術に関する研究開発又は研究成果を活用した事業をする企業を支援。

最近では、大学でもインキュベーションを推進する動きが活発化しています。大学で研究開発された技術を実用化し、ビジネスとするための大学発ベンチャーを支援しています。事業領域としてはバイオベンチャーが中心ですすでに株式公開もしている企業もあります。

大学発ベンチャー上位10校

順位	大学名	種類	ベンチャー数
1	早稲田大学	私立	65
2	大阪大学	国立	46
3	慶応義塾大学	私立	43
4	京都大学	国立	37
5	東京大学	国立	33
6	筑波大学	国立	30
7	日本大学	私立	29
8	東北大学	国立	27
9	北海道大学	国立	26
10	九州工業大学	国立	24

インキュベーターとしては国公立のほうが積極的である、またその多くが理系の学部がある大学である。

### (3) ベンチャーキャピタルとの違い

ベンチャーキャピタルは、厳選した企業を相手に投資し、それを育成し、株式公開や企業売却などにより高収益を上げることが目的とした事業である。利潤を生むために顧客企業を成長させなくてはならないので、行為としてはインキュベーターと似ているが、ベンチャーキャピタルが顧客とするのは株式公開にいたる見込みのある企業に限っており、株式公開などの「終点」をつくり顧客との関係を終わらせている。それに対してインキュベーターは、事業創造の志願者たち、名乗り出てくる人を幅広く受け入れ、彼らを育てて事業者に仕上げ、ビジネスを創造する。そうすることによって、世の中に経済活動や雇用の場を増やし、地域しいては国家の経済力を維持することを目的としている。そのためベンチャーキャピタルのように、投資額を大きく上回る成長は求められず、世の中に健全な形で存続されれば合格である。

## 5・日米インキュベーターの違い

比較事項	日本	アメリカ
経営主体	第三セクターや公的が多い	経済開発機関、大学、民間
使用施設	新設が多い。イベント施設や賃貸施設に付属して設備する	倉庫や大学の施設など既存の建物を利用することがある
運用内容	リクルート、事業計画づくり、マーケティング、パートナー探し等の周辺サービスに弱い	外部にある専門家のネットワークを生かして、事業計画づくりや販路開拓、エンジェルとの結びつきまで徹底的に面倒を見る
管理者と入居者	家賃が外部の一般賃貸ビルより安いという大家対店関係に終わっている。管理者が周期的に変わる。	インキュベーター・マネージャーが必ず常駐しており、入居者の育成に全力を尽くす。
大学との関係	共同研究をする程度。大学が入居者の育成に関わるような事例はまだ少ない	大学内にインキュベーターを設け、時にはベンチャービジネスを誘致し、育成してキャピタルゲインをねらう
入居者	自立型のベンチャーが少ない	ガレージ・ベンチャーから出発するスモールビジネスが多い

<http://www.arma.co.jp>より

日本とアメリカとの一番大きな違いは運用内容です。最期まで徹底的に面倒を見るアメリカと違って日本はベンチャー企業に場所を提供するだけで終わっている所が多いです。

## 第2章ベンチャービジネス

### 1・ベンチャービジネスとは

企業家精神を有する経営者が、創造性に富んだ新しい技術やサービスによって、新市場を開拓していく若い独立した中小企業であって、企業の社会的役割を認識しつつ、積極的に経営拡大を行い、登録・上場を行う意思を有する企業のことを指す。

#### (1) ベンチャー企業の種類

##### ・ スピンオフ型

親会社から支援を受けて独立し、その後も親会社と信頼関係を保ち続けるタイプのベンチャー起業。大企業が研究を行ったにも関わらず、事業化をせず眠らせたままのものを有効活用し市場に刺激を与える効果がある。そのため経済産業省はスピンオフを促すための啓蒙活動、税制措置、財政的支援などを総合的に進めている。

##### ・ スピンアウト型

スピンオフと同様、ある企業が社内の1部門を切り離し、1企業として分離独立させることを指すが、分離元の企業と完全に関係が切れてしまう場合に利用することが多い。「スピンアウト」企業は、スピンオフ企業と比べて、企業元のブランド、販売チャネルなどの資産を活用することができない点が不利と言える。

### 2・現在注目のベンチャービジネス：バイオベンチャー

#### (1) バイオベンチャーとは？

バイオ研究は、生物学・農学・医学にわたる幅広い領域で行われています。バイオベンチャーとは、バイオ研究を基にして病気の治療や診断の技術を開発する企業です。

バイオベンチャーが生み出す医薬品は、生物の基本要素である遺伝子(DNA)や蛋白質を分子レベルで研究する「分子生物学」が基本になっています。分子生物学は比較的新しい学問であり、この学問を基礎とした研究は、世界中がゲノム探索にむけて動き始めた1990年前半から急激に発展しました

#### (2) バイオベンチャーと製薬会社の違い

製薬会社が開発着手に躊躇するような「分子生物学という比較的新しい学問を基盤とした医薬品」をいち早く患者や医療現場に届けるために存在するのがバイオベンチャー

### (3) バイオベンチャーの定義

バイオインダストリー協会が定義するバイオベンチャーの条件

- 1・バイオテクノロジーを手段あるいは対象として事業を行うもの
- 2・中小企業基本法による中小企業の定義にあてはまるもの
- 3・設立から20年未満のもの
- 4・販売、輸入・輸出等を主たる事業とするものは除外

特殊条件・非営利組織である

### (4) バイオベンチャーの現状

現在、バイオ企業はアメリカに約1,500社、日本には約400社あります。2001年のバイオ産業の市場規模も約1兆3000億円に達している。

産学連携を念頭に、トランスレーショナルセンターと言われる先端医療技術の開発に向け、ヒトを対象とする臨床研究のための専門施設も開設されている。バイオベンチャーのビジネスモデルも、創薬をはじめ、遺伝子医療、再生医療とバイオメディカル領域を対象とするモデルの数が増えている。内容も高度なものばかりです。

バイオベンチャーはハイリターンが期待できますが、時間と費用の要するリスクビジネスの側面を持つが、その成果は人の生命や健康の維持に直結する意義のあるビジネスでもある。近視眼的な成果追求は、適切ではないと思われる

### 日本の代表的なバイオベンチャー

インテック・ウェブ・アンド・ゲノム・インフォマティック

遺伝子情報処理システムの研究、開発。大学および製薬・化学企業の研究機関に対して遺伝子研究支援や創薬支援などを行っている

プレジション・システム・サイエンス

遺伝子・プロテオーム解析関連業界における研究開発やその研究成果の実用化に用いられる

自動化装置、その他理化学機器、ソフトウェアなどの開発及び製造販売、ならびに自動化装置に使用される試薬及びプラスチック消耗等の製造販売

アンジェスMG

遺伝子治療に代表される遺伝子医薬の開発と実用化を目指すバイオ製薬企業

トランスジェニック

製薬会社や基盤研究を行う大学・研究機関などが必要とする遺伝情報を提供する熊本大学発ベンチャー（遺伝子改変マウスなど販売）

メディビック

新薬開発方法や、新技術の開発の提案などのコンサルティングが中心

メディネット

免疫細胞療法総合支援サービス。東京大学発ベンチャー

## オンコセラビー・サイエンス

約3万種類のヒト遺伝子の働きを調べる中村祐輔・東京医科学研究所教授の研究成果を事業化する東京大学発ベンチャー。社長の富田憲介氏はアンジェスMGの事業を立ち上げた

## 総合医科学研究所

臨床評価システムの開発を中心におこなう大阪大学発ベンチャー

## そーせい

医薬品の開発

## LTTバイオフーマ

DDS（ドラッグデリバリーシステム、薬物送達システム）製剤の開発

## タカラバイオ

遺伝子工学研究、遺伝子医療、医食品バイオ（ブナシメジ、ホンシメジの人工栽培に世界で始めて成功）

## （5）海外のバイオベンチャー

### アメリカのバイオベンチャー

バイオベンチャー産業の日米を比較すると米国の産業の歴史からみて、日本は20年遅れており、それは研究レベルや技術力の差ではなく、産業化プロセスの差であるといわれている。2003年の資料によると、米国には1,457社のバイオテク会社があり、そのうち342社が株式公開会社である。その株式時価総額は\$2060億ドルに達している。産業界全体の収入は\$350億ドル（2001年）であるが、この10年で約5倍と成長している。現在までに155個の製品を米国厚生省認可の医薬品として市場にだしてきた。さらに認可に向けて開発中の医薬品は370品目に達している。こうした新製品にかかる製薬会社の開発費は拡大の一步をたどっている、一つの新薬に平均12-14年の開発年数がかかり、その費用は800億に達するので、それをカバーできる製薬会社は自然に淘汰されてくる。

フランスにはゲノムとタンパク科学、あるいは画像診断技術と創薬といった融合型のベンチャー、ペプチドアプタマーの創薬を手がけるベンチャー、がんの細胞療法や治療用ワクチンを開発するベンチャー、化粧品やサプリメント向けなど天然由来のバイオ素材を開発するベンチャー、タンパク系薬剤などバイオ系新薬の治験サンプルの受託製造を行うベンチャーなど、独自性のあるベンチャーがある。

### フランスのバイオベンチャー

フランスのバイオベンチャー業界の特徴としては

- 1・政府系研究機関から創業あるいは支援を受けているベンチャーが少なくない。
- 2・1つの技術カテゴリーを基盤技術とするより、ビジネスモデルが遺伝子解析とタンパク質生産、画像診断技術と創薬というように複数の技術融合によるベンチャーが創業している。

- 3・フランスの強みを生かした独自性のあるビジネスモデルを持つベンチャー企業が生まれている。
- 4・臨床治験基盤の構築に力を入れている点及び革新的なベンチャー支援策が施行されている。

## 第3章ベンチャー企業とベンチャーキャピタル

### 1・会社を成長させるためのベンチャーキャピタルとの付き合い方

#### (1) 起業家の利益とベンチャーキャピタルの利益は相反する

ベンチャーキャピタルは出資者から預かった資金をベンチャー企業に投資し、企業価値を高め、株式公開をさせてキャピタルゲイン（純利益）を得ることを目的としています。ところが、ベンチャーキャピタルと起業家の間には、投資リスクと情報の非対称性があります。起業家が資金調達するときに、もっぱら自分に都合の良い情報のみを伝えて、できるだけ高い株価で投資させようとしています。そこで、慎重にデューディリジェンスをして、できるだけ低い株価で投資をし、企業の成長段階に応じて投資をするという対抗策をとります。

#### (2) 企業家は投資契約を締結しリスクを最小化すべき

ベンチャーキャピタル投資時点での情報格差を極力減らし、投資後は、起業家がモラルハザードを起こさないようにモニタリングをし、投資後のリスクを最小化し、企業価値を高めリターンを上げる、つまり、両者間の利害の一致を図るために、起業家との間で投資契約を締結します。

ベンチャーキャピタルは、ベンチマークを設定し、その達成度によって追加投資（段階的投資）をし、業績が低迷した場合には起業家の保有シェアの変更を行う権利、見込みの無いベンチャー企業への追加投資を断念する権利などを投資契約に盛り込みます。つまり、ベンチャーキャピタルと起業家との利害一致を図り、双方の権利と義務を明記し、投資後のコストとリスクを少なくする仕組みが投資契約なのです。

起業家にとっては厳しい契約ですが、将来的に、ベンチャーキャピタルからの追加投資が期待できること、そして、ベンチャーキャピタルの資本・経営参加によってリスクが分散できるため、起業家は投資契約を結ぶべきなのです。

投資契約によって起業家の行為すべてに縛り切ることにはできないので、ベンチャーキャピタルは、投資先企業の役員になって、債務不履行や業績未達を監視します。また企業戦略の立案や取締役会での貢献を通じて、投資先企業を成功に導き、キャピタルゲインを高めて株主やファンド出資者の利益を守るのです。

ベンチャーキャピタルとベンチャー企業との間に投資の担当者は投資先企業が株式公開するまでは担当を変更しないというルールがあることが望ましい関係です。一般的にこのようなルールは独立系ベンチャーキャピタルや買収ファンドでは普通ですが、組織型ベンチャーキャピタルではこのようなルールは実施しているところはほとんど無いです。

## 投資契約書と投資契約に盛り込むべきポイント

- **発行会社による事実の表明と保障**  
ベンチャー企業の現状と事実を開示する
- **投資家による事実の表明と保障**  
株式会社の現状と事実を開示する
- **発行会社の特約**  
決算書類や重要事項を投資家に開示する義務を明記、投資後のモニタリングと経営支援の内容を記載する。起業家が当初の事業計画と違う事業の進出する場合の対応策を決めておく
- **投資家の新株引受権**  
将来の新株発行の際に、既存株主のシェアの維持と新株引受の権利を決めておく。  
追加出資に応じない場合の投資会社側のペナルティーを決めておく
- **投資家の譲渡参加権**  
起業家が保有株式を第三者に譲渡する際に、投資会社の保有分も一緒に売却に参加できる権利
- **発行会社代表による株式の買取り**  
株式公開の意思が無くなった場合、もしくは組合満期時まで株式公開ができなかった場合の株式買取り条件を決めておく
- **取締役の選任・辞任**  
投資後に役員選任権や取締役会出席権を誰に付与するか記載しておく

### (3) 種類株式をいかに活用するか？

種類株式に、重要な経営上の意思決定にベンチャーキャピタルの承認を必要としたり、一定数の社外取締役の選任権を付与したり、追加出資の条件を設定してベンチャーキャピタルに発行し経営への関与を確保することも有効な手段と言えます。

### (4) 戦略提携事業会社を見つける

事業会社に株式を保有してもらった後に、ベンチャーキャピタルに出資を持ちかけることが望ましい。提携先や取引先が出資するということは、ベンチャー企業の事業計画の実現可能性が裏付けられ、株価面で有利になることが多いです。

## 2・起業家側から見たベンチャーキャピタルへの注意点

### (1) キャピタリストとしてのモラルを備えていない投資部員を避ける

ベンチャーキャピタル会社の投資部員が、ベンチャーキャピタリストとして最低限必要なモラルを備えていない場合があります。それを判断するポイントが4つあります

ベンチャーキャピタルの利益追求至上主義に加担していないか？

投資先の企業価値向上を心がけているか？

投資先からコンサル料など別途徴収していないか？

ファンド運用者としての受託者責任を理解しているか？

### (2) ベンチャー企業を食いものにする関係者を識別せよ

ベンチャー企業は、ベンチャーキャピタルから投資を受けると、往々にして年間数百万円の公開コンサル料の契約を迫られ、監査法人からは年間数百万円の監査報酬を、引受主幹事証券会社から数百万円のコンサル料金を要求されるケースがあります。

### (3) 他社を排除するベンチャーキャピタルには要注意

ITバブル時に、他社のベンチャーキャピタルをすべて排除すれば、必要資金を全額面倒見るといって、有望ITベンチャー企業の困り込みを図ったキャピタルがあります。

当時は、IT企業はいくらでも追加出資が受けられると勘違いし、湯水のごとく資金を使ったあと、追加投資を受けられずに倒産した例がありました。こんなことにならないように数社から資金調達をするようにしましょう。

### (4) 株価を不当に吊り上げるベンチャーキャピタルの投資行動

ITバブル時には、有望なベンチャー企業をベンチャーキャピタルが競って投資をしていました。あるキャピタルが、自分は安い株価で投資した後に、他のベンチャーキャピタルに「この会社は有望だ」と宣伝し、より高い株価で投資させ、先行メリットを得ようとしたのです。

あまりに高い株価で投資してもらおうと、次回増資の時にバリュエーション(時価評価額)が業績に比べて高すぎるとして追加投資がだめになったケースがあります。

### (5) ベンチャーキャピタルのいうことを鵜呑みにしない

ベンチャーキャピタルは、投資先企業が株式公開後に保有株式を売却してキャピタルゲインを得ることを目的としており、安定株式にはなり得ません。

ベンチャー企業は成長資金をできるだけ多く調達するため、出来るだけ株価を高くし、経営者の持株比率の低下を抑えようとし、ベンチャーキャピタルはできるだけ安い株価で入手して、公開後に高く売却したいと考えていますから、両者間で株価をめぐる、利害対立が起きます。

ベンチャーキャピタルから多額の資金を投資したいと言われると、その金額に目がくら

み、厳しい投資条件の入った契約書をよく読まず判を押す経営者がいます。このようにベンチャーキャピタルは、投資時点では起業家の味方ではありません。彼らが提示する「資本政策案」には必ず裏があると思わなければなりません。必ず第3者に見てもらわなければならない必要があります。

**(6) 1社に33.3%以上の株式を持たせない**

ベンチャーキャピタル1社に33.3%以上の株式を持たせない。1/3以上の株式を保有されると、拒否権が発生し経営の自由度が狭められるので、注意が必要です。

要件	付き合っって良いベンチャーキャピタル
投資業種	業種に特化しているかもしくは特化していない
株式公開会社	ファンド運用していない(自己資金のみで投資)
非公開会社	ファンド運用している場合、VCの業績を開示している
複数ファンド	同種類のファンドを複数同時に運用していない
VCの受託者責任	ベンチャーキャピタルの受託者責任をよく理解している
ファンド以外の業務	ファンド運用専業会社である
併行投資	自己資金と組合による併行投資をしていない
共同出資	他のベンチャーキャピタルと共同出資してくれる
追加投資	投資後も責任を持ち、企業の達成度と成長段階に応じて、追加投資する
投資契約	投資先と投資契約を締結する
実績	公開実績がある・M&A・提携事例がある
投資担当者	投資案件から公開まで1人で担当している
キャピタリストの経験	経験10年以上のキャピタリストがいる
投資先への経営支援	ハンズオン投資型
情報の開示	ファンドの情報を開示している、自社の経営情報を開示している
会社の案内書	キャピタリストの経歴の説明あり
役員陣	親会社出身者が役員会の大半を占めていない
コンサル子会社	投資先からコンサル料を取っていない
日本VC協会	協会に入っているベンチャーキャピタル

### 3・ベンチャーキャピタルをだましたベンチャー企業

過去のベンチャー投資の失敗例の多くは、ある一定の業種に集中投資した場合に多くの事例が見られます。またこの業界は、失敗経験が生かされないのも特徴です。

ここでは、ベンチャーキャピタルが起業家を見る目が無かった事例を上げてみます。

#### (1) 増資資金を銀行借入金の返済に回したケース

あるベンチャー企業が新規事業に進出する資金の調達のために、第三者割当増資を計画しました。ベンチャーキャピタルがその増資に応じて投資をしたところ、その増資資金は銀行借入金の返済に全額回されてしまったのです。

ベンチャー企業と銀行がグルになって仕込んだものですが、調達資金の用途について投資契約にきちんと明記してあれば、回避できた事例です

#### (2) 時流に乗った業種で投資を受けた後に事業変更したケース

その当時流行していた酒のディスカウントストアで事業を開始し、出資を受けました。しかし、投資を受けた直後から競争が激しくなり業績が悪化したので、ベンチャーキャピタルに相談せずに、他の事業に勝手に転業してしまった事例があります。

この事例も、「他の事業に進出する時には、ベンチャーキャピタルの了解を得ること、もしくは株式を買い戻す」と投資契約に明記していれば、別の対応が出来た事例です。

#### (3) 他のベンチャーキャピタルから秘密で資金調達する事例

初回投資のベンチャーキャピタルに一言の相談も無く、他のベンチャーキャピタルから当初の株価の半額で資金調達した会社があります。

安い株価で新株を大量に発行したので、初回のキャピタルの持分シェアが低下しました。新株発行の条件を投資契約で定めるか、**優先株式**で投資していれば回避できた事例です。

### 4・ベンチャーキャピタルからの資金調達は、どうしたら可能か

ベンチャー企業創業期には金融機関から融資を受けることは困難なので、新株発行による増資が一番現実的な資金調達手段です。ベンチャー企業は融資を受ける際に必要な不動産を持っていないため、市場から資金を調達する直接金融に依存した企業成長戦略を立てなければなりません。ここで資金調達の具体例をいくつか挙げてみたいと思います。

#### イー・アクセス社の場合

1999年11月に、1株5万円で600株、資本金3000万円を創業者で調達  
会社設立間もない2000年2月に、シードキャピタルとして、1株300万円で、  
1500株の転換優先株式をゴールドマンサックスやモルガンスタンレーなどの  
米国投資銀行から45億円調達したのが特徴

#### アクトワン社のケース

2001年6月に創業、同年8月に友人、取引先に私募債を発行して資金を調達、翌年の2月に開発・試作品の資金調達を取引先、個人投資家向けに第三者割当増資で賄いました。同社の光通信部品の開発が通信会社、通信機器メーカーに評価され、2002年4月と5月に三菱商事やベンチャーキャピタルから出資を受けています

#### カカコム社の事例

1997年に有限会社として創業し、パソコンの価格情報提供サービスを開始。2000年5月に株式会社カカコムに組織変更と同時に、ジャフコからスピンアウトして独立したベンチャーキャピタルの(株)アイシーピーが運用するファンドから1株100株、1億円を出資(シェア20%)してもらい、穂田氏が社外役員に就任しました。穂田氏は2001年12月に社長に就任、現在に至る。

アイシーピーの出資後、各種商品の比較サイトを拡充し、2002年には戦略事業パートナーのデジタルガレージの資本参加により、事業の拡充を図りました。

カカコム社は設立から3年5ヶ月の2003年10月に東証マザーズに上場

#### ファブソリューション社の事例

ファブソリューション社は、技術者がスピンアウトしたNECから研究開発の支援として技術社の派遣と特許を有償で付与してもらい、その見返りとして新株予約権をNECに付与しました。しかし、NECは出資していません。

## 資金調達の方法

#### 民間金融機関からの無担保融資

未公開企業の代表者は、金融機関からの融資に個人保証を義務づけられているため、倒産した場合に個人資産まで没収され、自己破産に追い込まれるケースが多くあり、そのため再起不能になり、再起業の妨げになるため、政府も個人保証に上限を設けることを検討中、2005年度中に実施される予定でしたが、まだ実施されていません。

#### 新株予約権付き融資

株式公開を目指すベンチャー企業の資金調達支援の目的に、「新株予約権」を企業から受け取るのと引き換えに、予約権の価値相当分の金利を優遇して低金利で貸し出す融資制度が創設されています。融資先は株式公開を目指すベンチャー企業が対象になります。

新株予約権は、2002年4月の商法改正で導入されたもので、あらかじめ決めた価格で株式を取得できる権利のことをいいます。従来は転換社債やワラント債の形で社債に付随して発行されていましたが、商法改正で権利だけで単独で発行できるようになりました。

日本政策投資銀行は、改正直後の2002年5月にベンチャー企業向け融資実績の約半分の16件、金額にして6億円に達しています。特許を持たず、民間金融機関からの借入が困難なベンチャー企業の間で利用が広がっているようです

大手民間銀行にも、この融資手法が普及し始めており、みずほ銀行は情報・バイオ関連企業向けに、三井住友銀行はITやバイオテクノロジー企業向けに、融資をしています。しかし、企業の公開の見通しが立たなくなると予約権は無価値になるリスクもあります

### 知的財産担保融資

企業の特許権、商標権、著作権などの知的所有権を担保に金融機関から融資を受けることができます。

例としては、あるベンチャー企業は、ベンチャーキャピタルから出資後、特許を担保に「知的財産権融資」を実行してもらった事例があります。このときベンチャーキャピタルは非常勤取締役を派遣し、経営指導を行いましたがあまく行かずベンチャー企業は倒産しました。出資した株式は紙くずになりましたが、担保にとった特許が手元に残り、それを他社に売却し損失の補填に充てました。またこのほかにも自社保有の知的財産を他社に譲渡し、ライセンス供与をすることによって資金調達をすることもある。

## 終わりに

今、現在大企業として成長している企業も、もともとはベンチャー企業でした。日本経済の活性化に必要不可欠なものが、ベンチャー企業です。そして、そのベンチャー企業を育てる役割を持っているのが、ベンチャーキャピタルであり、インキュベーターです。

健全なベンチャー企業を育てるためには、ベンチャーキャピタルとのフェアな関係が必要不可欠です。しかし、日本のベンチャーキャピタルの多くは、自社の利益の確保を最優先させ、ベンチャー企業を食いものにし、起業家の未来を奪ってしまうということが今も起こっています。ベンチャーキャピタル自らが株式公開するということが、このようなことの起こる要因の一つとしてあります。

日本にはジャフコなど会社自体を公開して、会社が投資する資金を証券市場より調達し、あわせてベンチャーキャピタルとしてファンドにより投資資金を集め運用するという世界的に評価されている会社があります。しかし、株式公開をするということは、ファンド出資者の利益と、株主の利益の両方を優先させなくてはならないと言う矛盾がおきてしまい。結果、会社への影響力が強い株主に対しての利益を優先させるため、ベンチャーキャピタルはベンチャー企業からコンサルティング料などの、その他の収入によって1円でも利益を上げるという強引な経営が行われてしまっているのです。

日本はまだベンチャーキャピタルが成熟しているとはいえません。このようなことを

防ぐために、ベンチャーキャピタルの株式公開を禁止することなど業界内で自主規制するだけでなく、法律によって起業家の未来を守る必要があります。しかし、もっとも必要なことは、起業家がもっと勉強をし、ベンチャーキャピタルに対し自分の権利を主張できるようになることです。

私は、今回の研究を通じ、ベンチャーキャピタルの重要性を改めて認識しました。しかし、良くないベンチャーキャピタルも存在することも確かです。

これからの日本経済を担うベンチャー企業を育てるためには、ベンチャーキャピタルだけに頼るのではなく、自治体が積極的にインキュベーター的な役割を果たすことが必要だと思います。残念ながら、自治体によってまだばらつきがあるのが現状です。ベンチャー企業を育てることは、すなわち地元活性化にも繋がることです。地方経済が活性化して初めて景気回復と言えると私は思います。そのためにも公的なインキュベーターにはもっと積極的になってほしいと思いました。

## 参考書籍、資料

会社を成長させるベンチャーキャピタル・投資ファンド活用法（2004年）

発行 半蔵門出版 著者 門脇徹男

投資ファンドとベンチャーキャピタルに騙されるな（2003年）

発行 半蔵門出版 著者 門脇徹男

産業としてのベンチャーキャピタル（2002年）

発行 白桃書房 著者 斉藤篤

経営情報サーチ春季号

（[http://dvl.daiwa.co.jp/membersinfo/v31-vc.pdf#search =](http://dvl.daiwa.co.jp/membersinfo/v31-vc.pdf#search=)）

日本のベンチャーキャピタルの現状と課題

（<http://www.e.u-tokyo.ac.jp/cirje/research/workshops/micro/micropaper02/ftakahashi.pdf>）

バイオベンチャー統計調査報告書

（<http://www.jba.or.jp/bv/2004-bv-summary.pdf>）

バイオ産業基盤形成事業報告書

（[http://www.jba.or.jp/bv/rep\\_bc-bv.pdf](http://www.jba.or.jp/bv/rep_bc-bv.pdf)）

日本バイオ業界におけるベンチャー企業の現状と課題

（[http://www.tokugikon.jp/gikonshi/234tokusyu07.pdf#search =](http://www.tokugikon.jp/gikonshi/234tokusyu07.pdf#search=)）

大和総研

（<http://www.dir.co.jp/index.html>）

中小機構

( <http://www.smrj.go.jp/index.html> )