

京都大学大学院経済学研究科（修士課程）

ベンチャー企業を取り巻く環境変化とその育成政策について

—ベンチャーキャピタルの機能活用の視点から

2000年8月3日

富田 賢

**【概要】**

日本経済はバブル崩壊後の長引く平成不況から依然として明確な回復基調に乗れない状況にあり、経済を活性化させるためにはベンチャー企業を育成する必要があることは周知のこととなっている。これまで、日本においては、間接金融中心の金融システム、大企業への長期就業を尊ぶ人々の価値観、法制度等により、ベンチャー企業が育ちにくい環境にあった。しかし、ここ数年、通産省を中心とした政府の懸命な努力により法制度が改革されるとともに、2つのベンチャー企業向け新市場の創設、人々の価値観の変化に伴う人材の流動化の加速、独立系ベンチャーキャピタルの設立及び活動等によって、ベンチャー企業を取り巻く環境は大きく改善されている。このような環境下、より一層、ベンチャー企業の創業及び成長を促していくに際しては、ベンチャーキャピタルの機能を活用した公的なベンチャー企業育成政策を施行していくことが望まれる。本来、ベンチャー企業の成長は市場メカニズムの中で、起業家の旺盛な創造力によってなされるべきものであるが、官主導で経済成長を達成してきた日本においては、政府によって政策的に誘導することも必要である。ベンチャー企業育成政策を立案するにあたっては、大企業との格差是正を目的とする単なる中小企業振興政策とは明確に区別して考えることが重要である。そして、今後の政策としては、ベンチャーキャピタルの機能を活用し、公的な資金を投資事業組合に出資して、次世代の日本経済を担う有望なベンチャー企業に円滑にリスクマネーを供給していくことが有効であろう。

**【キーワード】**ベンチャー企業、経済の活性化、ベンチャーキャピタル、市場メカニズム、ベンチャー企業育成政策、中小企業振興政策、投資事業有限責任組合

目次

- 1、 はじめに一学部時代の問題意識とその後の実務経験
- 2、 日本のベンチャー企業及びベンチャーキャピタル投資を取り巻く環境変化
- 3、 ベンチャーキャピタル投資の特性と高収益を上げられる理由
- 4、 ベンチャー企業育成政策と中小企業振興政策の違いと市場メカニズムの重要性
- 5、 ベンチャーキャピタルの機能を活用したベンチャー企業育成政策  
—間接投資制度と投資事業組合への出資制度
- 6、 おわりに—今後の研究課題

(添付資料)※別冊

(参考文献)

## 1、はじめに—学部生時代の問題意識とその後の実務経験

日本経済は長引く不況から長期の調整局面を経てもなお明確な回復基調に乗れない状況にあり、日本経済を活性化させるにあたっては、次世代の経済を担う若くて新しいベンチャー企業の育成が必要となっている。筆者は、この問題について、学部生時代に問題意識を持ち、そして、社会人となってからも、一貫して取り組んできた<sup>1</sup>。

筆者は、慶應義塾大学総合政策学部3年生の時、ゼミ（岡部光明教授<sup>2</sup>、金融研究）のタームペーパーとして執筆した「日本におけるベンチャー企業育成について—資本市場の機能活用の視点から」において、日本経済の活性化のために、ベンチャー企業を育成するには、どのようにすべきかを、米国の状況と比較しながら、次のように述べた<sup>3</sup>。

米国では、年金資金等がベンチャーキャピタルを通じてベンチャー企業に流れており、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、早い段階でナスダックに公開して直接金融で資金を調達して成長しており、今日の米国の好況の原動力となっている。一方、日本の金融システムは間接金融中心であるため、担保や信用力のないベンチャー企業は、よい技術やアイデアを持っていても、資金調達が困難な状況にある。したがって、今後、日本においてベンチャー企業を育成していくためには、資本市場の機能を活用する観点から、店頭市場等の制度改革を進める他、ベンチャーキャピタルを通じて、ベンチャー企業にリスクマネーを円滑に供給していくことが必要である。

筆者は大学卒業後、自分が論文で主張したことを具現化するべく、現場で活動してきた。まず、卒業後、いったん就職した米国系プライベートバンクの米国株式調査部門では、米国経済を牽引しているマイクロソフトやインテル、シスコシステムズなどの大手企業の多くが、ベンチャー企業としてスタートし、ベンチャーキャピタルから投資を受けて、早期にナスダックに株式公開し、直接金融で資金調達して成長を続けていることを、投資調査活動を通じて実際に目の当たりにした。また、日本の大手ベンチャーキャピタル

---

1 詳しくは、添付資料を参照。

2 筆者の貴研究科出願にあたって推薦状を執筆していただいた。

3 当該論文は添付資料として、本稿の最後に添付。

においては、投資事業有限責任組合法の成立にあたり<sup>4</sup>、通産省でのその運用に関する研究会にオブザーバーとして参加するとともに<sup>5</sup>、年金資金を投資事業組合に取り入れることに取り組み、ネックとなっていた日本の投資事業組合のベンチマークを作成することを通産省に働きかけ、実現させた<sup>6</sup>。さらには、日本の大手ベンチャーキャピタルの問題点（「投資部」、「投資先企業部」等の縦割りの組織型ベンチャーキャピタルであり、資金を投資するだけで、投資後の育成に十分力を入れていない点など）を改善して、有望だが資金調達で苦勞しているベンチャー企業にリスクマネーを提供し、支援・育成していくとの理念の下、元上司と共に独立系ベンチャーキャピタルを、「ベンチャーの都」と呼ばれる京都で立ち上げ<sup>7</sup>、投資活動を行ってきた。そして、多くのベンチャー企業と接触し、また、自分達もベンチャーキャピタルのベンチャー企業として活動する中で、日本におけるベンチャー企業育成について、より一層、考えを深めることができた。特に、筆者の郷里である石川県の商工政策課及びベンチャー支援財団のベンチャー企業支援政策にかかわ

---

4 投資事業有限責任組合法の成立により、出資者の有限責任性が法的に担保された投資事業組合を日本においても設立することが可能となった。これにより、受託者責任のある運用機関がポートフォリオに投資事業組合を組入れる際の障害が一つ解決された。

5 「投資事業組合の運営方法に関する研究会」の成果は、報告書として1998年6月に公表されている。この報告書により、時価評価やディスクロージャーの問題など、投資事業組合に関する問題点は一通り網羅されている。

6 年金運用のポートフォリオに投資事業組合を組入れるにあたって、日本の投資事業組合のリスク・リターン関係や他の資産との相関関係が明確でないことが障害として残っていた。この問題の解決には、米国においてベンチャーエコノミクス社、ベンチャーワン社等の民間調査会社が作成・公表しているようなベンチマークを作成する必要があった。日本では、通産省中小企業庁が取りまとめることとなり、現在、年に1回、作成・公表されている。

7 京都には京セラ、オムロン、ローム、日本電産等世界レベルで認められているベンチャーからスタートした企業が数多く存在しており、ベンチャー企業が育ちやすい風土があると言われている。筆者は当地で、ベンチャーキャピタリストとして活動してみて、そのことを実感している。ベンチャー企業を生み出すためのインフラ、すなわち大学や、会計士・弁護士等の専門家、ベンチャーインキュベーション施設、独創的な新しいことを重んじる気質等が京都には整っている。京都は小さなコミュニティであるため、ベンチャー関係者がインフォーマルに繋がっているという米国のシリコンバレーと同じような環境にあり、まだまだ不完全な面はあるものの、これがベンチャー企業を生み出す素地となっている。起業家の輩出の面でも、京都において最近、優れた若い起業家が多く見受けられるようになり、活性化してきている。詳しくは、添付資料の(5)を参照。

ることで、問題意識を高めることができた<sup>8</sup>。

本稿では、まず、昨今のベンチャー企業及びベンチャーキャピタル投資を取り巻く環境の変化とベンチャーキャピタル投資の特性と高収益を上げられる理由を概観する。その上で、公的なベンチャー企業育成政策において、いかにベンチャーキャピタルの機能を活用していくべきかについて、中小企業振興政策と区別して、考察する。

## 2、日本のベンチャー企業及びベンチャーキャピタル投資を取り巻く環境変化

日本におけるベンチャー企業を取り巻く環境は、ここ数年で大きく様変わりし、ベンチャー企業が活躍できる外部環境が整ってきている。ベンチャー企業育成政策について検討する前に、まず、外部環境についてまとめておく。

### (1) 投資事業有限責任組合法の施行(1998年11月)

かつて日本では、ベンチャーキャピタル・ファンド(投資事業組合)を設立するための法律が存在せず、民法上の任意組合の形式を便宜上利用してきたが、1998年11月に投資事業有限責任組合法が施行され、日本でも一般出資者の有限責任が法的に担保されたベンチャーキャピタル・ファンドを設立できるようになった。

### (2) 年金資金による未公開株式投資の解禁(1997年4月)

日本でも年金運用の規制緩和が順次行われてきており、未公開株式への投資についても、現状、原則として法的な制限はなくなっている。1997年4月には、企業年金の運用において未公開株式での運用が可能であった生保の一般勘定、第一・第二特約、信託銀行の指定単独運用、投資顧問の一任契約に加え、信託銀行の年金投資基金信託の合同運用口(年金信託の9割を占める)においても、解禁となった。なお、1997年12月には資産配分規制(5:3:3:2ルール)も撤廃されている。

### (3) 公開前規制の緩和(1999年7月)

---

8 筆者が勤務するフューチャーベンチャーキャピタル(株)は、京都府、大阪府、兵庫県のベンチャー支援財団から特定ベンチャーキャピタルとして認定されており、間接投資制度を活用することができる。近々、福井県、石川県からも認定を受ける予定。

日本ではリクルートコスモス事件を契機に、公開前規制として、特別利害関係者等への第三者割当増資が公開直前決算期の2年前から制限を受け、6ヶ月前から禁止されていた。このたび日本証券業協会は第三者割当増資の禁止期間を公開直前決算期の翌日から公開日だけに短縮した（継続保有期間も1年から6ヶ月に短縮）。かつては公開を目指す企業は、資金需要が旺盛な公開前の2年間、自由に第三者割当増資ができなかったが、それが可能となった。他方、ベンチャーキャピタルとしても、最後に投資をしてから2年間、投資資金をリスクにさらして、公開を待つ必要がなくなり、投資のIRR（内部収益率）を高めやすくなった。

#### **(4) 東証新市場「マザーズ」及びナスダック・ジャパンの創設**

ベンチャー企業向けの市場として東証新市場「マザーズ」（1999年11月）と「ナスダック・ジャパン」（2000年6月）が創設されたことは、日本のベンチャー企業及びベンチャーキャピタル投資に劇的な環境変化をもたらした。かつて上場と言え、業歴の長い大企業が行うものとの認識が一般的であったが、現在では売上規模や利益水準に関係なく、成長性がある、監査とディスクロージャー体制が整ってさえすれば、上場・公開が可能となった。これにより、ベンチャーキャピタルにとっては、投資資金の回収が格段に早まり、また、投資の出口が見えやすくなったことで早いステージの企業に投資することが容易となった。なお、1999年11月にはこれまで日本においてベンチャー企業が育たない理由の一つとして問題視されてきた高い店頭公開基準も緩和されている。

#### **(5) 政府による様々なベンチャー企業支援策の施行**

長引く平成不況から日本経済を脱出させるには、新規産業を育成することが必要であるとの認識の下、1999年秋の国会が「中小企業国会」と呼ばれるほど、政府は積極的にベンチャー企業支援のための施策を打っており、ベンチャー企業が活躍できる経済システム及び社会風土への転換が進められている。一連の支援策の一つとして、中小企業総合事業団や産業基盤整備基金の資金を民間ベンチャーキャピタルが設立し運用している投資事業組合に出資する政策が施行されている。この政策については、本稿の第5章にて考察する。

### **(6) 日本人の価値観の変化と人材の流動化**

日本では従来、大手企業に長く勤めることがよいとの価値観が強く、高学歴な人ほど起業することがなかったが、最近、大手企業で十分なポジションを得られる人が自己実現のために、あえてリスクをとって起業する例が増えている。このような日本人の価値観の変化に伴い、人材の流動化が進んでいる。これまでベンチャー企業では、優秀な人材を確保できないことが大きな成長阻害要因となっていたが、やりがい求めて抵抗感を持たずに転職をする人が増加し、労働の流通市場が形成されてきていることで、ベンチャー企業の人材の問題が解決されつつある。

### **(7) ネット・ブームの沈静化により、本格的なベンチャーの時代に**

昨年末に「マザーズ」に最初に上場した2銘柄に極めて高い株価が付き、日本でもネット関連を中心としたベンチャー企業がブームとなり、バブルの様相を呈した。東京の渋谷近辺などで、実績がなくとも、魅力的な事業計画だけで、一般的な水準に比べ非常に高い株価で投資を受けるネット関連のベンチャー企業が散見された。このような動きは、一部の事業会社系のベンチャーキャピタルや日本に参入してきた外資系の大型ファンドの活発な投資活動によって、生み出されていたと思われる。これからの時期は、ネット・ブームの沈静化に伴い、より一層案件が吟味されるようになっていくと予想される。一方、日本の未公開株式市場には、運用難を背景にハイリターンを求めて、引き続き巨額の資金が流入するものと思われる。そのような環境下、本質的な成長力を有しているベンチャー企業は、資金を効果的に調達し、成長を加速させ、日本の経済の活性化を担っていくことになるであろう。

## **3、ベンチャーキャピタル投資の特性と高収益を上げられる理由**

ベンチャー企業支援政策においてベンチャーキャピタルの機能を活用することが必要であると筆者は考えているが、支援政策にベンチャーキャピタルの機能を取り込むにあたって、ベンチャーキャピタル投資がどのようなしくみで高収益を上げられるのかについて、

概観することは意味のあることである。ベンチャーキャピタル投資の特色は、主として次の5点である<sup>9</sup>。このような特色をふまえた上で、ベンチャー企業育成政策に取り入れていくことが必要である。

**(1) 投資後、育成して、リスクを低減し企業価値を上げる。一上場株式投資との違い**

ベンチャーキャピタル投資（未公開株式投資）が、同じ株式投資でも上場株式への投資と大きく異なる点は、投資した後、投資先企業の経営にかかわり、育成することで、企業の成長スピードを加速し、また経営状態が悪化するような事態を回避させることができる点である。未公開株式投資の場合、投資先企業の相当の持ち株シェアを持つため、投資以前から築いてきた経営者との信頼関係を大切にしながら、経営に影響を及ぼすことができる。ベンチャーキャピタリストが日々のモニタリング及びコンサルティング活動により、リスクを低減し、投資先企業の価値を高めていく点が、ベンチャーキャピタル投資の最大の特色である。

**(2) リスク・リターンの方硬直性と大きな上昇期待 一融資との違い**

ベンチャーキャピタル投資は、株式あるいは転換社債、ワラント債を通じて、資金を投資するキャピタルゲインの獲得を目指すものである。銀行の融資はインカムゲイン目的であるため、リターンは確定しており、しかも利幅が小さい。しかし、株式での投資の場合、投資が失敗した場合は投資した資金が戻って来ない一方、投資が成功した場合は何倍、何十倍の倍率のリターンを取れる可能性を有している。ベンチャーキャピタルが投資する段階では、株価は安い水準で、その後、企業の成長に伴い、株価も急速に上昇していき、そして、株式公開（IPO）を達成した段階で流動性が増すことによって、株価は大きく跳ね上がる。もちろん、すべての投資先企業がこのようにうまくいくわけではないが、案件によっては100倍を超える大きな上昇率を期待できる（そのような案件は「ビッグサクセス」

---

9 ここで示した5点の他、ベンチャーキャピタル投資には「情報の非対称性」を活用した投資の側面があることも、高収益を上げられる大きな要因の一つと筆者は考えているが、理論的な理解が不十分であるため、ここでは割愛する。

と呼ばれる)。したがって、審査においても、銀行の融資の場合、金利支払能力や倒産の危険性といった観点からとなるが、ベンチャーキャピタルの投資の場合は、倒産しないかどうかではなく、どれだけ大きく成長する可能性があるかという観点からの審査となる。ベンチャーキャピタル投資においては、倒産してゼロになるのもリビングデッド（倒産しないが、公開できない企業）のままで残ってしまうのも大差がなく、大きな倍率のリターンが取れるように成長してくれるかどうか重要である。

### **(3) よい投資先企業により多く投資することになる。—「マイルストーン投資」**

ベンチャーキャピタルは投資において、1社について1回の投資しかしないことはまれで、複数回に分けて投資を行う。すなわち、ベンチャーキャピタルは最初の投資ではある程度の金額を投資し、その後、企業が成長して、さらなる資金需要が発生した場合、次の増資の引き受けを行い、追加投資を行うのである。追加投資にあたっては、当初の事業計画を達成しているかの観点で再審査を行い、事業計画通り業績を伸ばしている投資先企業にだけ追加投資を行い、業績が伸びていない企業には基本的に追加投資を行わない。したがって、結果的にポートフォリオ全体としては、業績を伸ばしているよい投資先企業に大きな金額、そして多くの回数投資することになり、反対に、計画通り業績が伸びていない企業には小さな金額しか投資しないことになるわけである。このような段階的に資金投入する投資手法は、「マイルストーン投資」と呼ばれ、ベンチャーキャピタル投資の基本原則となっている<sup>10</sup>。

### **(4) ファンドからの投資による分散投資の効果 —ファンドの形でリスクをプール**

一般的にベンチャーキャピタル投資は、単発で1社の未公開企業に投資するわけではなく、投資事業組合（ベンチャーキャピタル・ファンド）の形で資金を集め、複数の未公開企業に分散投資を行う。この分散投資の効果によって、ベンチャーキャピタルはハイリス

---

10 この投資手法を用いることにより、ベンチャーキャピタリストは効率的に投資先企業のモニタリングを行うことができ、またベンチャーキャピタリストと投資先企業の経営者との間に発生するエイジェンシーコストを抑制することができることも、実証的な研究によって明らかにされている。

クの案件に投資できるしくみとなっている。すなわち、投資が失敗に終わる企業が出てきたとしても、先に述べたようなビックサクセスと呼ばれるような大きなリターンを生む企業が数社、ポートフォリオの中から出れば、失敗した投資を補って余りあるリターンをファンド全体としては出すことができるのである。

#### **(5) 長期投資である。一経営者の能力と「ビンテージイヤー」が重要**

ベンチャーキャピタル投資は通常、5年から10年の長期の投資である。長期間、資金を寝かせる投資になってしまう一方、流動性を放棄した分、大きなリターンを得られる可能性がある。また、長期の投資であるため投資先企業の経営を取り巻く外部環境には様々な変化が起こる。したがって、投資判断においては、投資先企業の経営者の本質的な能力の見極めが重要となる。さらには、ベンチャーキャピタル・ファンドの運用パフォーマンスに関する調査レポート（日本の場合、通産省が毎年調査を実施し、公表）によると、マーケットサイクルの低迷期に設立されて、景気が回復し上場マーケットが活況の時期に償還を迎えたファンドのパフォーマンスは非常によいものとなっている。ベンチャーキャピタルファンドの特徴の一つは、設立された年度（ワインと同じく「ビンテージイヤー」と呼ばれる）によって、パフォーマンスが大きく異なることである。

#### **4、ベンチャー企業育成政策と中小企業振興政策の違いと市場メカニズムの重要性**

1999年12月、日本の中小企業政策の基本方針を示す中小企業基本法が、1963年（昭和38年）の制定以来初めて本格的に改正され、中小企業政策の基本理念、政策の柱が抜本的に見直された<sup>11</sup>。改正前の中小企業基本法においては、大企業と中小企業との生産性の格差など、いわゆる「二重構造」を背景とする「格差の是正」を政策理念とされてきた。このたびの改正において、日本を取り巻く経済的社会的環境の変化に対応し、「大企業との格差の是正」から「独立した中小企業の多様で活力ある成長発展」に中小企業政策の理念が転換されたのである。加えて、中小企業政策の対象範囲についても、従来の

---

<sup>11</sup> 詳細は、「2000年版中小企業白書」参照。

「生産性、賃金等で大企業との格差が存在する層」から、「企業が積極的な事業活動を行う際に必要な各種の経営資源を、市場から調達することが困難な層」を中小企業としてとらえ直すこととなった。

中小企業政策の目標を「多様で活力ある中小企業の育成・発展」とすることに、筆者は賛成する。様々な環境変化の中で、格差是正にとどまらず、多様な活力ある中小企業を育成・発展させていくことは、日本経済のために必要なことである。しかしながら、筆者は、中小企業政策を考えるにあたり、ベンチャー企業育成政策と中小企業振興政策を明確に分離させて立案するべきであると考えている。たしかに、中小企業基本法において、政策の対象範囲が広められ、株式公開志向型の中小企業（ベンチャー企業と言ってよい）も対象範囲にされており、ベンチャー企業育成政策も広い意味での中小企業政策に含まれる。そのため、中小企業政策の中には、ベンチャー企業育成政策と従来からの「格差の是正」を目標とする中小企業振興政策、言い換えれば、保護政策とが混在しており、注意が必要である。

筆者は、格差是正を念頭に置いた中小企業保護をいくらやっても、次世代の経済を担うような革新的なベンチャー企業は育たず、経済は活性化しないと考える<sup>12</sup>。政府が中小企業を支援しようとする、強い企業ばかりを支援すると批判が出るため、どうしても弱者保護の色彩が強くなってしまふ。すなわち、強い企業を伸ばすのではなく、弱い企業を引き上げて並べるだけになり、経済全体としては発展しない結果になってしまうのである。経済においては、相対的優位性が重要なのであって、すべての企業の絶対的優位性を均一に揃えても意味がないのである。また、過度な保護政策は、モラルハザードを引き起こすことにもなる。事実、保証協会による保証制度など、間接金融における中小企業保護策により、成長しようと思えばさらに成長できる企業が、中小企業の枠からはずれると中小企業保護策の恩恵が受けられなくなるため、あえて成長しないようにしてしまう例が見られる。このように、政府が中小企業支援という名目で介入すると、支援を受けた中小企業は

---

12 参考文献(3)においても、同様の主張がなされている。

いつまで経っても「保護」を受ける中小企業のままで留まり、次世代の経済を担う革新的な企業には育ってくれないことになる。もちろん、バランスのよい経済・社会の構築のためには、格差是正を目標とした中小企業政策も全く無視することはできないが、そのような中小企業振興政策（あるいは保護政策）と次世代の経済を担う革新的なベンチャー企業の育成政策は切り離して考えることが重要である。中小企業政策を考えるにあたっては、この点に留意する必要がある。今後の中小企業政策においては、中小企業振興政策のウエイトを下げ、ベンチャー企業育成政策にシフトさせていくことが、経済の活性化のために必要であると言えよう。そして、次世代の経済を担う革新的なベンチャー企業を育成するにあたっては、起業家の旺盛な創造力を十分に引き出すために、市場メカニズムを阻害しないように、いかに市場メカニズムを円滑に機能させるかという観点からの政策立案が望まれる。

上記の議論からすると、中小企業育成においては、出来る限り、政府の介入は抑えるべきであるということになり、それは資本主義経済において市場メカニズムを大切にしておくことを鑑みれば、正しいことであろう。しかしながら、官の力が比較的強く、これまで官主導で経済成長を達成してきた日本の場合、政府がある程度、政策的に誘導することも一方で必要であると考えられる。筆者は、市場メカニズムを阻害しないように配慮しながら、政府によってベンチャー企業育成政策が実施されるべきであると考えている。

そのようなベンチャー企業育成政策の立案においては、民間のベンチャーキャピタルの機能を活用することが重要になる。ベンチャーキャピタルは市場メカニズムに則って活動しており、またベンチャー企業を実質的に育成していく機能を持つとともに、ファンドを用いて分散投資をすることによりリスクを取れる機能を有している。本稿の第3章でまとめたようなベンチャーキャピタルの特性を十分認識した上で、ベンチャー企業育成政策に取り入れていくべきである。

## **5、ベンチャーキャピタルの機能を活用したベンチャー企業育成政策**

### 一 間接投資制度と投資事業組合への出資制度

次に、ベンチャー企業育成にどのようにベンチャーキャピタルの機能を活用していくかについて、考察したい。

日本において、ベンチャーキャピタルの機能は、すでにベンチャー企業育成政策の中に取り入れられており、2種類の制度が立ち上げられている<sup>13</sup>。まず、一つ目が、各都道府県に設立されたベンチャー支援財団により、特定ベンチャーキャピタルに投資資金を預託することでベンチャー企業に投資をする間接投資制度である<sup>14</sup>。これは、特定ベンチャーキャピタルに認定されているベンチャーキャピタルが財団から投資資金を1%の金利で借り受け、それを長プラの金利で社債（ワラント債もしくは転換社債）の形で中小企業創造活動推進法の認定企業に投資をするもので、投資資金の70%まで財団の債務保証が付く。二つ目は、中小企業総合事業団や産業基盤整備基金の資金を民間ベンチャーキャピタルが設立し運用している投資事業組合に出資し、その運用をベンチャーキャピタルに任せってしまう制度である<sup>15</sup>。投資事業組合に直接出資する制度は、ベンチャー支援財団の間接投資制度がうまく機能しなくなったことに対する問題意識から、立ち上げられた制度である。

ベンチャー支援財団の間接投資制度にはメリットとデメリットがある。メリットは、ベンチャーキャピタルにとって、金利1%で投資資金を調達して投資できる点である。ファンド集めに苦勞している新興の独立系ベンチャーキャピタルにとっては、特にそのメリットがある。しかし、現在のような低金利の環境下では、銀行系のベンチャーキャピタルなどワラント債での投資をキャピタルゲイン獲得ではなく、インカムゲイン目的と考えているベンチャーキャピタルにとっては、1%という調達コストは割高なものとなっており、

---

13 日本におけるベンチャーへの支援制度については、参考文献(2)に要領よくまとめられているので、参考にされたい。

14 添付資料(7)として、石川県のベンチャー支援財団の支援事業を事例として紹介したので、参考にされたい。

15 添付資料(8)及び(9)として、これらの制度の概要を添付したので、参考にされたい。なお、筆者が勤務するフューチャーベンチャーキャピタル(株)のフューチャー二号投資事業有限責任組合(総額10億円)に中小企業総合事業団が5億円出資している。

他方、大きなファンドを自前で持っている大手ベンチャーキャピタルにとっては、よい案件ではこの制度を使わず、ファンド資金で投資をすることになってしまっている。その上、投資実行までに審査会などで時間がかかり機動的でないため、近年、投資実績が上がらなくなってきている。また、投資額の 70 %まで財団による債務保証が付くことで、モラルハザードも発生していると考えられる。さらには、この制度では、ベンチャーキャピタル・ファンドによる分散投資の効果が勘案されておらず、1社1社の企業への単発の投資となってしまう。この点で、当該制度は、ベンチャーキャピタル投資の特性を十分理解していない制度であるとも言える。

とは言え、すでに全国で当該制度が実施されており、制度を廃止してしまわないのであれば、うまく機能するように出来る限りの改善をしていく必要がある。筆者は、次のような改善策を提案したい。

- (1) ベンチャーキャピタルが案件を発掘してくるのを受動的に待つのではなく、都道府県及び財団で「目利き委員会」のようなものを創設し、ベンチャー企業を募って、事業計画を発表させ、有望と判断されたものを逆にベンチャーキャピタルに紹介する。都道府県及び財団はそれにより、株式やワラント権などを代価として取得してもよいと思われる。
- (2) 審査手続きにかかる時間を短縮する。ベンチャーキャピタル投資にとっては、タイミング、スピードが重要であり、審査会の日程等のために機動的に投資実行が行えないことは、大きな阻害要因となる。審査過程やスピードを再考し、この点を改善するべきである。
- (3) 投資と融資の違いを認識し、それに伴って審査方法も異なるということを、特定ベンチャーキャピタルとして認定しているベンチャーキャピタル（特に、銀行系ベンチャーキャピタル）に十分認識・理解させる。また、そのことを理解していると思われるベンチャーキャピタルを特定ベンチャーキャピタルとして増やす。

以上である。

一方、投資事業組合に公的な資金を出資して、民間ベンチャーキャピタルの機能を活用して、ベンチャー企業にリスクマネーを供給していく制度については、筆者は、現状考えられる範囲で、最も適切なベンチャー企業育成政策であると考えている。この制度は、ファンドの運用責任を無限責任組合員となる民間ベンチャーキャピタルに任せてしまうやり方であり、運用を任されたベンチャーキャピタルは、社運をかけて一生懸命、投資及び育成活動を行うと考えられる。市場メカニズムを活用しており、うまく機能していくことが期待できる。なお、運用を任せるベンチャーキャピタルを選定するにあたっては、公平性を確保するため、希望するベンチャーキャピタルから提案書を提出させ、競争させることが必要であり、また、特色の違うベンチャーキャピタルを複数、バランスよく組み合わせることも大切である。そして、資金を託したベンチャーキャピタルにしっかり投資先企業の育成をさせることが、政策効果を上げるために不可欠である。さらには、地方でのベンチャー企業育成のための投資事業組合の設立にあたっては、その呼び水として、中小企業総合事業団や産業基盤整備基金と協調して出資することを念頭に、都道府県がベンチャー支援財団を通じて、公的な資金を出資することも検討されるべきであろう。本来、投資事業組合の設立及び運用は、民間ベースで行われるべき事柄であるが、日本の場合、やはり公的部門が主導することが部分的に望まれる。

このように、ベンチャー企業育成政策においては、ベンチャーキャピタル及び投資事業組合の機能を十分活用していくことが望ましい。民間ベンチャーキャピタルの自助努力や運用責任など、市場メカニズムを活用することにより、制度をうまく機能させていくことが大切である。なお、公的な資金を投資事業組合に出資するにあたっては、財政学及び財政政策の面から、公的資金の最適な配分について、検討がなされるべきであろう。

## 5、おわりに—今後の研究課題

以上、ベンチャーキャピタルの機能を活用したベンチャー企業育成政策について、考察してきた。日本におけるベンチャー企業を取り巻く環境は、東証新市場「マザーズ」やナ

スダックジャパンの創設、人材の流動化、政府によるベンチャー支援策の施行等々により大きく変容し、日本でもベンチャー企業が活躍できる外部環境が整ってきている。また、ベンチャーキャピタルはベンチャー企業を育成する機能とファンドを通じて分散投資することでリスクを取れる機能を有している。ベンチャー企業育成政策においては、中小企業振興政策のように「保護」をするのではなく、市場メカニズムの中で、成長させることが大切である。そして、ベンチャーキャピタルの機能を活用して、リスクマネーを供給していくことが必要である。

本稿の中には、筆者の知識不足のために、経済学の観点からは、不十分な箇所が多数あると思われる。その点については、不勉強を恥じるとともに、貴研究科に入学後の課題としたい。なお、今後の研究課題として、ベンチャーキャピタルの投資行動並びに日本のベンチャー・ファンド（投資事業組合）の収益性の研究を進め、論理的に説明付けることが、公的なベンチャー企業育成政策に、ベンチャーキャピタルを活用していくために必要となろう。現状、まだそれらの研究が日本において不十分であるため、公的な政策に活用する足かせとなっているように思われる。加えて、どのくらいベンチャー企業を育成すれば、経済成長にどの程度のプラスの効果があるかを実証的に研究し、ベンチャー企業育成政策の政策効果を明らかにしていくことも必要である。ベンチャー企業の場合、資本や労働の投入量だけでなく、イノベーションなどの変数も加わるため、マクロ的な効果を測定することは困難であると思われるが、地域経済における雇用創出効果など、可能な範囲で測定することは、今後の政策立案のために有益であろう。

( 添付資料 )

- (1) 富田賢著「日本におけるベンチャー企業育成について—資本市場の機能活用の視点から」（慶應義塾大学総合政策学部3年生の時に、1995年秋学期のゼミのタームペーパーとして執筆。慶應義塾大学湘南藤沢学会より研究会優秀論文として刊行。）
- (2) 富田賢著「我が国におけるベンチャー・スピリットの育成に向けて—SFC教育の役割」（慶應義塾大学湘南藤沢学会「KEIO SFC REVIEW No. 6」に掲載。2000年4月発行）
- (3) 富田賢作成「JAIC Alternative Investment Journal 1998年11月号」（投資事業有限責任組合法及びベンチマーク算出について記載。）
- (4) フューチャーベンチャーキャピタル株式会社(FVC)の概要
- (5) 富田賢著「ベンチャーキャピタリストから見た京都—京都を日本のシリコンバレーにするために」（榊東京商工リサーチ「エラベルきょうと経済 2001」に掲載。2000年3月発行）
- (6) 富田賢作成「投資事業組合のしくみ」
- (7) 財団法人石川県産業創出支援機構「石川県創造的企業等支援事業ごあんない」（特定ベンチャーキャピタルを通じた間接投資制度について記載。）
- (8) 中小企業総合事業団「新事業開拓促進出資事業のご案内」（1999年7月）
- (9) 産業基盤整備基金「新事業創出促進法（特定投資事業組合）の支援制度のご案内」（2000年3月）

( 参考文献 )

- (1) 中小企業庁編「2000年版 中小企業白書」（大蔵省印刷局、2000年5月）
- (2) 松田修一監修・早稲田大学アントレプレヌール研究会編「ベンチャー企業の経営と支援（新版）」（日本経済新聞社、2000年4月）

**Satoshi Tomita**

- (3) 吉田和男著「21世紀の日本経済—情報通信革命が変える日本経済」（シュプリンガー・フェアラーク東京、2000年6月）
- (4) Paul Gompers & Josh Lerner (1999), “The Venture Capital Cycle,” The MIT Press
- (5) 岡部光明著「環境変化と日本の金融—バブル崩壊・情報技術革新・公共政策」（日本評論社、1999年10月）

以上