

## 【論 説】

## ベンチャー企業育成のための課題\*

—日米比較の視点を中心として—

鹿 野 嘉 昭

## 1 は じ め に

日本においては近年、ベンチャー企業の育成が社会各層の関心を集めているほか、国、地方公共団体や金融機関もベンチャー企業向け融資に積極姿勢で臨んでいる。その背景としては、アメリカにおいては1990年代半ば以降、IT・バイオ関連のベンチャー企業が次から次へと誕生するなかでかつてない経済的な繁栄を享受していることが挙げられる。加えて、アメリカの場合、新規雇用の約7割がそうしたベンチャー企業によってもたらされたという見方も提示されている。これらの事実に基づき日本においても、経済の活性化、雇用促進のためにもベンチャー企業の育成が社会的な要請となっているようである。

しかし、その一方で、ベンチャー企業と中小企業とはどういった点で異なっているのかとか、なぜアメリカではベンチャー企業が数多く誕生しているのか、といった点に関しては、どういうわけか十分に議論されていない。換言すると、日本ではアメリカにおけるベンチャー企業の隆盛状況を表面的に捉えてベンチャー企業育成論が展開されるにとどまっているという印象が拭え

---

\* 本稿の作成に際しては、William Dunkelberg, Charles Ou, 野間敏克および吉永高士との意見交換から有益な示唆を得たことを記して感謝したい。いうまでもなく、ありうべき誤解や誤りは筆者の責任に属する。なお、本研究の一部は、平成16年度科学研究費補助金（研究課題「京都における産業集積の形成メカニズムと地域経済へのインパクトに関する経済学的研究」（代表者：徳岡一幸））の交付を受けて行った研究成果である。

ないのである。それゆえ、本稿では、アメリカにおけるベンチャー企業の実際の姿を具体的に浮かび上がらせるとともに、ベンチャー企業が輩出するに至った背景について経済学的な観点から検討することにした。

以下、第2章では、日米比較の視点からアメリカの中小企業の平均的な姿を描くとともに、それとの対比でベンチャー企業の実際について議論した後、第3章においてはベンチャー企業、ベンチャーキャピタルが具体的にどのような仕事をしているのか明らかにする。第4章では、アメリカにおいてベンチャービジネス、ベンチャーキャピタルの隆盛を支える制度的な要因について検討し、次いで第5章において、日本においてベンチャー企業を育成していくに際してはどういった施策が求められるのか具体的に検討する。最後に、第6章では、本稿での議論を要約する。

## 2 アメリカにおける中小企業の実際的な姿：日米比較の視点から

### 2.1 アメリカにおける中小企業の位置付け

アメリカの場合、中小企業は法令上「独立自営で事業を営む分野において支配的な影響力を持たない」(1953年中小企業法)企業と定義されるにとどまり、日本の中小企業法のように資本金あるいは従業員という企業規模に関連する指標を基準として中小企業を外形的に規定するという接近方法は採用されていない。しかしながら、実務上は何らかの数量的な規定が必要となるため、官庁や金融機関などでは独自の基準を設けて対応している。そうしたなか、現在のところ、「従業員数500人未満の独立自営の企業」という中小企業統計上の従業員基準が中小企業の一般的な定義として広く採用されている。

アメリカでも日本と同様に、中小企業は経済活動上、きわめて重要な役割を担っている。すなわち、第1表が示すとおり、企業の99%以上は従業員数500人未満の中小企業からなるほか、雇用者数も民間部門の過半を占めている。加えて、中小企業については古くから、革新性に溢れるとともに柔軟性、機動性を備えたニュービジネスへの挑戦者であり、経済のダイナミズムの源泉

として位置づけられている。そうした認識を政府も共有しており、連邦政府の中小企業政策を担当する中小企業庁（SBA, Small Business Administration）においても、単純に彼らを「弱者」として位置づけ、保護するというスタンスはみられない<sup>1)</sup>。手厚く保護すればするほど、現状に甘んじ、挑戦意欲が削がれるからである。事実、アメリカの連邦政府が中小企業政策として提供するの期限付き貸出に対する保証にとどまるが、これを実際に利用する中小企業は全体の1割にとどまるなど、さほど多くはない。

その一方で、アメリカの中小企業の場合、あとで詳しく論じるように経営規模がかなり小さいこともあって、①市場の不完全性に伴い市場での取り扱いが不公平になるおそれが強い、②各種の政府宛提出書類の作成負担など、規制コストが大きい、という問題に直面している<sup>2)</sup>。たとえば、食品関連の小売店を開業する場合、保健所宛に多数の許可申請書の提出が要求されるほか、従業員の年金に関連する各種の事務手続きも必要とされる。中小企業においては、規模が小さいがゆえに、そういった事務負担が非常に重いものとなっているのである。そうした状況下、中小企業経営者の多くは政府規制によるペーパーワーク負担を強く問題視するとともに、各種の団体を通じて政府に改善を要求している。

第1表 アメリカにおける中小企業の位置づけ

	アメリカ	日本
全雇用企業数に占める比率	99.7%	99.2%
民間部門就業者数に占める比率	50.9%	62.9%
民間雇用者所得に占める比率	44.3%	n.a.

(資料) アメリカ: SBA, Small Business by the Numbers, June, 2004.

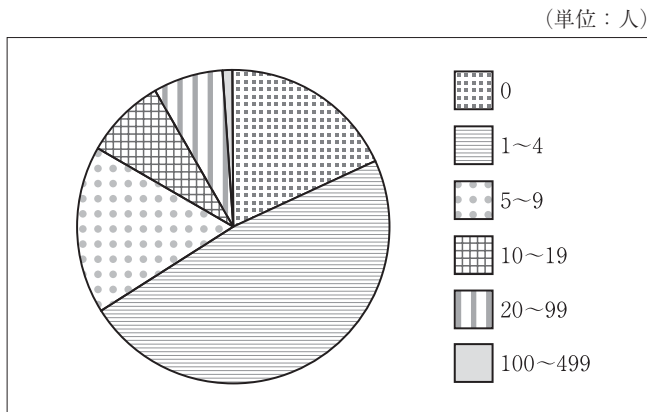
日本: 中小企業庁『中小企業白書』2004年版。

- 1) これに対し、日本の場合、1999年に中小企業基本法が改正されるまでの間、中小企業については画一的に弱者として捉え、大企業との賃金格差、生産性格差などを是正することが究極の目標となっていた。
- 2) この議論は、ダンケルバーグ・テンブル大学教授の指摘に基づく。やや古いが、中小企業の圧力団体であるNFIBが1991年に実施したアンケート調査（Small Business Problems and Priorities）では、健康保険料、連邦・州税および社会保険料負担の高さや損害責任保険料負担に次いで、規制コスト負担の大きさが解決すべき課題に挙げられている。

## 2.2 アメリカにおける中小企業の実態

SBAの調査によると、中小企業総数は2003年末現在、2370万社にも達する。もっとも、このうち4分の3に相当する1770万社は被用者ゼロの個人事業主(sole proprietorships)であり、被用者を有する会社形態の中小企業は600万社、日本のおよそ3.75倍程度となっている。アメリカの中小企業に関する統計の場合、被用者との関連が重視されることもあって、被用者を有する会社形態の中小企業を対象として集計されるのが一般的となっている。実際、SBAや商務省センサス局が作成している各種の中小企業統計では、この会社形態の中小企業が集計対象となっている。以下では、そうした統計に基づき、アメリカにおける中小企業の姿を浮かび上がらせることにしよう。

第1図は、SBAがセンサス局資料に基づき取りまとめた、1998年時点での従業員数を基準として中小企業の大きさを示したものであり、この図からは次の2点を読み取れる。すなわち、第1に、1社当たりの平均的な従業員数は10人程度にとどまるなど、中小企業の規模はきわめて小さい。実際、従業員数5人未満の中小企業が全体の66%、10人未満は83%にも達する。第2に、



第1図 従業員基準でみた中小企業の大きさ

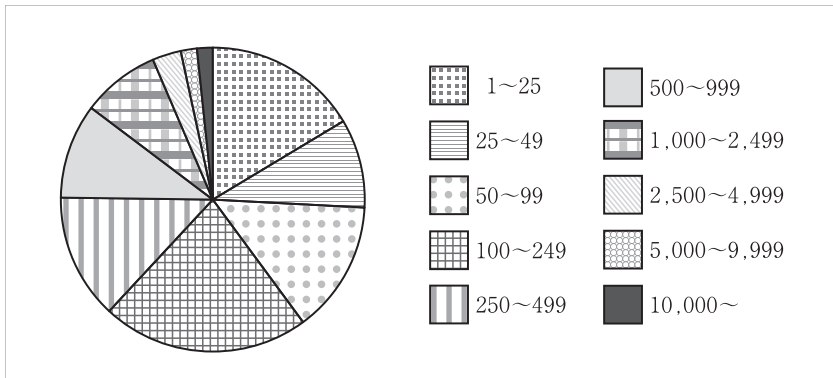
(資料) SBA, "Financing Patterns of Small Firms: Findings from the 1998 Survey of Small business Finance," September, 2003.

その一方で、従業員数100人以上の企業数は全体の1%にとどまる。日本の場合、従業員数20人未満の小規模会社の割合は近年、70%前後で推移しており、そうした割合との比較からも明らかなように、アメリカの中小企業においては小規模な会社が日本以上に多いといえる。

また、第2図は、同じくセンサス局資料に基づき売上高を基準として、1998年における中小企業の規模を測定したものである。この図からも明らかなように、売上高50万ドル未満が中小企業全体の4分の3を占める。先に述べた1社当たりの従業員数を利用してアメリカの中小企業における従業員一人当たりの売上高をやや大胆に試算すると、5万ドル程度という数字が得られる。これは、日本の小売業を営む中小企業の売上高（およそ1400万円）の2分の1にとどまる。この事実もまた、アメリカの中小企業は、従業員数に加え売上高でも日本との比較において小規模な企業が多いことを示唆している。

このようにアメリカの中小企業は、小規模な企業から構成されている。しかし、日本の場合、アメリカの中小企業に関する議論のほとんどはベンチャー

（単位：千ドル）



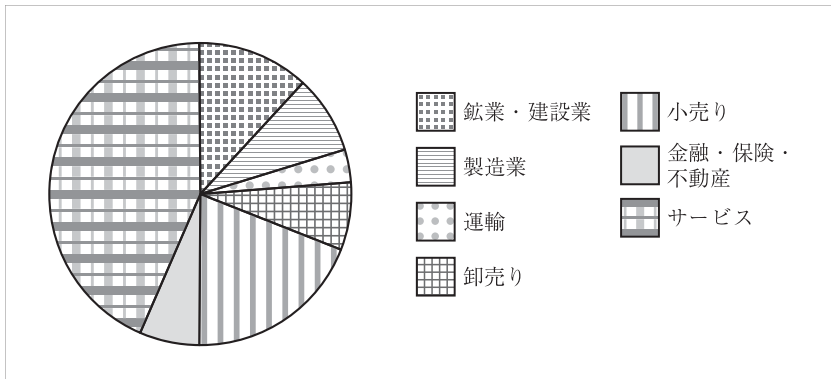
第2図 売上高基準でみた中小企業の大きさ

（資料）第1図に同じ。

ビジネス論で占められ、そういった実態や背景について論じた研究は、管見の限り、ほとんどみられない<sup>3)</sup>。私見では、この経営規模に関する事実は、①アメリカにおいては製造業および建設業など人手を要する業務に従事する企業の割合が少ないこと、②企業の存続期間が短く、成長を遂げる前に解散する企業が多いこと、さらには③中小企業の平均的な経営者においては上昇あるいは規模拡大志向がさほど強くないことと密接に関連していると考えている。

実際、アメリカの場合、第3図のとおり、中小企業の約70%はサービス業(44%)、卸・小売業(26%)という比較的設立が容易でかつ人手を要しない産業に属している。これに対し、日本では、人手を要する製造業のウェイトが2001年現在、19%という水準(アメリカは8%)にあるほか、1990年代に実行された公共事業の受け皿としての建設業を営む企業のウェイトが19%にまで増大した(アメリカの場合、鉱業・建設業計で12%)という特色を有している。加えて、アメリカの中小企業は、年間57～59万社が新たに設立される一方

(単位：%)



第3図 中小企業の業種別構成

(資料) 第1図に同じ。

3) たとえば黄(2002)は、日米中小企業の構造を比較しているが、アメリカの中小企業が小規模な企業から構成されている背景については、考察の対象となっていない。

で54～55万社が解散するなど、多産多死型で、半数の企業が設立後4年未満のうちに消滅している。こうした多産多死が統計上、企業規模の拡大を抑制していると判断されるのである。もっとも、SBAの調査によると、廃業に至った中小企業の経営者の3分の1は「成功裡に解散することができた」としているほか、企業破綻件数も年間3.5～4.0万件にとどまっている。この事実、アメリカの場合、事業に失敗して設立後数年のうちに廃業を余儀なくされる中小企業が過半を占めるものの、M&A市場において中小企業の売買も活発に行われている結果、成長の過程で他の企業に吸収される事例も多いことを物語っている。

また、アメリカの中小企業の場合、あとで詳しく述べる一部のハイテクベンチャーなどを除けば、「上昇志向や規模拡大意欲はさほど強くはない」という指摘が聞かれる。たとえば、ペンシルベニア州フィラデルフィア近辺のスーパーマーケット（従業員数300名程度）のオーナー経営者は、株式公開に対してはきわめて慎重な姿勢を堅持している。株式を公開すると確かに巨額のキャピタルゲインが得られるが、その一方で、株主保護という観点から各種の経営財務情報の開示が求められるほか、株価が下落すると経営責任を問われるおそれが強いため、未公開企業にとどまっているほうが気楽と考えているからである。多分、これがアメリカにおける平均的な中小企業経営者の考え方であり、そうした経営方針も企業サイズを小規模なものにとどめる方向で作用していると判断されるのである。

### 2.3 アメリカの中小企業と銀行との取引関係

以上のとおり、アメリカの中小企業の経営規模はかなり小さい。オーナー経営者+従業員数2～3人の個人企業というのが典型的な中小企業の姿であると観念されているようである。業種的には小売業のほか、レストラン、フランチャイズのファーストフードといったサービス業が多い。そして、平均的な開業資金=出資金は3～5万ドルであり、この資金についてはオーナー

経営者が貯蓄から拠出するのが一般的とされている。加えて、開業間もない企業は経営が不安定で倒産するリスクもきわめて高いため、日本の場合とは大きく異なり、銀行からお金を借りることは多くの困難が伴う。そのため、アメリカにおいては中小企業といえども自己資本比率は4割程度という高水準にあり、万が一事業に失敗した際にはオーナー経営者が損失の大部分を負担する。

第2表はSBAの調査結果に基づき、中小企業の負債および資本合計の構成内訳を示したものである。この図からは、中小企業の負債・資本構造は企業規模により大きく異なり、総資産でみて規模の大きな企業ほど経営が安定し、

第2表 アメリカ中小企業の負債および資本合計の構成内訳

(単位、百万ドル)

	総計	総資産別内訳 (単位：千ドル)				
		～100	100～499	500～999	1,000～4,999	5,000～
買掛金	326,533	30,824	50,210	41,435	99,462	104,601
借入金 (除く不動産担保)	395,196	28,877	47,463	46,649	115,707	156,499
銀行	271,259	14,709	26,211	32,515	74,573	123,250
その他	123,937	14,168	21,252	14,134	41,134	33,249
不動産担保借入	213,534	14,660	33,743	45,647	47,002	72,482
銀行	122,478	7,323	23,848	29,307	33,046	28,954
その他	91,056	7,337	9,895	16,340	13,956	43,528
クレジットカード借入	4,771	2,433	1,895	285	152	6
経営者借入	86,525	7,950	16,391	11,592	32,355	18,237
その他の借入	84,243	987	21,664	-10,944	41,184	31,352
借入金・不動産担保借入計	1,110,802	85,731	171,366	134,664	335,862	383,177
その他負債	201,050	11,295	23,013	14,354	49,433	102,955
その他流動負債	184,487	10,542	20,163	14,099	47,808	91,875
その他非流動負債	16,563	753	2,850	255	1,625	11,080
負債合計	1,311,852	97,026	194,379	149,018	385,295	486,132
資本金勘定	871,481	-11,922	102,845	76,021	283,485	421,052
負債および資本金計	2,183,333	85,104	297,224	225,039	668,780	907,184



（単位、％）

	総計	総資産別内訳（単位：千ドル）				
		～100	100～499	500～999	1,000～4,999	5,000～
買掛金	15.0	36.2	16.9	18.4	14.9	11.5
借入金（除く不動産担保）	18.1	33.9	16.0	20.7	17.3	17.3
銀行	12.4	17.3	8.8	14.4	11.2	13.6
その他	5.7	16.6	7.2	6.3	6.2	3.7
不動産担保借入	9.8	17.2	11.4	20.3	7.0	8.0
銀行	5.6	8.6	8.0	13.0	4.9	3.2
その他	4.2	8.6	3.3	7.3	2.1	4.8
クレジットカード借入	0.2	2.9	0.6	0.1	0.0	0.0
経営者借入	4.0	9.3	5.5	5.2	4.8	2.0
その他の借入	3.9	1.2	7.3	-4.9	6.2	3.5
借入金・不動産担保借入計	50.9	100.7	57.7	59.8	50.2	42.2
その他負債	9.2	13.3	7.7	6.4	7.4	11.3
その他流動負債	8.4	12.4	6.8	6.3	7.1	10.1
その他非流動負債	0.8	0.9	1.0	0.1	0.2	1.2
負債合計	60.1	114.0	65.4	66.2	57.6	53.6
資本金勘定	39.9	-14.0	34.6	33.8	42.4	46.4
負債および資本金計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

（資料）SBA, "Financing Patterns of Small Firms: Findings from the 1998 Survey of Small business Finance," September, 2003.

自己資本が充実しているほか、銀行借入などに対する依存度も低いことがわかる。その一方、規模の小さな企業では商品や原材料の買掛金負担が重く、債務超過の状態にあるが、規模拡大とともに財務内容も改善していくことが示唆される。また、小規模企業の場合、銀行以外の金融機関（ファイナンスカンパニー）からの借入が目立つほか、経営者借入やクレジットカード借入など、日本ではみられない形態による借入実績を有する企業が比較的多いところから企業金融面での特色があるといえる。

以上のとおり、中小企業金融はまさに多種多様であるが、典型的な小規模

企業の場合、通常、資金使途を基準として次のように区分することができる。すなわち、第1に、運転資金の調達に際し経営者借入やクレジットカードのカードローンを利用する企業が多い。第3表は、借入形態別に借入実績の有無（複数回答可）を示したものであり、この表からは経営者借入やクレジットカード借入という非正規の借入を実行した中小企業の割合が過半を占めていることがわかる。ただし、これら非正規借入の場合、限度額が設定されていることもあって、負債全体に占める比率は第3図のとおりかなり低い。また、第3表や第3図にあるクレジットラインとは銀行による短期運転資金の供与

第3表 借入形態別にみた借入実績の有無

（「借入実績あり」と回答した企業の比率〈%〉、複数回答可）

雇用者数 (人)	借入あり							
		正 規 借 入	クレジット ライン	不動産 担保借入	自動車 担保借入	設 備 担 保 借 入	リース	その他
0	70.2	32.8	12.8	6.5	12.3	3.9	3.2	5.8
1～4	80.3	49.0	21.0	12.5	17.9	7.8	7.5	8.9
5～9	89.6	70.1	34.8	15.5	25.1	14.6	14.6	9.3
10～19	94.1	76.0	49.2	19.5	31.3	12.9	22.3	15.0
20～99	95.0	84.2	59.9	21.1	32.9	22.1	23.3	19.3
100～499	99.6	92.1	74.9	18.8	29.8	25.0	28.3	22.7
平 均	82.5	55.0	27.7	13.2	20.5	9.9	10.6	9.8
雇用者数 (人)	借入あり							
		非正規 借 入	経営者 借 入	クレジット カード(個)	クレジット カード(法)			
0	70.2	59.4	0.2	48.2	17.4			
1～4	80.3	68.2	12.0	46.7	29.3			
5～9	89.6	75.7	19.3	43.2	44.1			
10～19	94.1	84.3	29.1	52.2	51.8			
20～99	95.0	85.6	32.9	38.8	57.9			
100～499	99.6	84.5	27.6	23.7	62.5			
平 均	82.5	70.7	14.2	46.0	34.1			

(資料) 第2表と同じ。

方法のことを指し、銀行が借り手企業に付与した貸出限度額（これをクレジットラインという）以内であれば、いつでも借入を行うことができるところに特色がある。

アメリカの銀行は、規模の大小にかかわらず、預金の安全性維持の観点からリスク回避の姿勢が強く、経営の安定した会社しかお金を貸さない。換言すると、安全とみなされない限り、銀行からお金を借りることはできないのである。加えて、資産査定に際し自己査定が導入された1990年代前半以降、借り手企業の信用判定に際し取引履歴（credit history）も重要視されるようになるなか、創業間もない企業は銀行融資を受けることが一層困難となっている。それゆえ、小規模企業や開業間もない企業の場合、運転資金の多くを経営者からの借入やクレジットカードのカードローンで調達しているのである。また、銀行からお金を借りることができたとしても、自己資本が過少であるなど財務内容などに問題があれば、個人保証や担保の提供が求められるのはいうまでもない。加えて、銀行借入にはたとえば売上高在庫比率が30%を超えれば融資を回収するといった財務制限条項（covenants）が付されており、借入に成功したとしても安穩としていられないなど、銀行借入の継続も大変なことになっているのである。

#### 2.4 設備資金の調達方法

第2に、設備資金の場合、自己資本を充当するのが一般的であるが、不足部分については外部から調達せざるを得ない。その一方で、設備資金の場合、土地・建物、機械設備や自動車など資金用途があらかじめ確定しているほか、貸し手においてはそれらを担保に徴求して債権保全を図ることも可能なため、運転資金との比較において銀行などからも比較的借り易いということができる。実際、第2表が示すように、小規模な企業においては負債に占める不動産担保借入の比率が高いほか、不動産担保以外の借入に関しても機械設備や自動車を担保とした借入が多いが、そうした形態で調達した資金の大部分は

設備資金に充当されていると考えられる。

このほか、日本とは異なり、設備機器メーカーの関連ファイナンスカンパニーから当該機器を担保として資金を借り入れ、機器を購入する（これを captive finance と呼ぶ）という事例も多く、そうした captive finance が銀行以外の借入の大部分を占めると考えられる。なお、設備資金の場合、期間1年超の長期かつ期限付き貸付（タームローン）として供与されるのが一般的であり、担保の種類に応じて不動産担保借入、設備機器借入や自動車担保借入に区分される。

また、経営が順調に推移するなかで一層の規模拡大を目指そうとすると、当然のこととして増資が必要となる。その際、不足分については親族や友人、知人に出資を求めるのが一般的となっている。そうした出資者の場合、オーナー経営者を信頼し、経営には口を出さないことが多い。また、周辺にしかるべき出資者が見当たらないときには投資銀行が斡旋するという事例も見受けられる。いうまでもなく、経営に失敗するとすべてをなくすほか、親戚や知人にも迷惑をかけることになる。そうした事態の発生を未然に防止するべくオーナー経営者は一生懸命努力しており、これが彼らの行動を最終的に規律づけているということが出来る。その一方で、オーナー経営者も事業規模が大きくなればなるほど、弁済負担が増大するため、いつまでも無限責任を負うことを好まない。それゆえ、個人事業主から脱皮のうえ、責任が出資の範囲に限定される有限責任の株式会社への移行が志向されることになる。

### 3 アメリカにおけるベンチャー企業、ベンチャーキャピタルの実際

#### 3.1 ベンチャー企業の実際とその経営目標

以上のとおり、アメリカの中小企業というと、シリコンバレーのハイテクベンチャーやワシントン DC 近辺のバイオベンチャーが想起されることが多いが、むしろ、そうした最先端のベンチャー企業こそ例外である。すなわち、アメリカの中小企業においては、いわゆるベンチャー企業はきわめて少なく、

中小企業のほとんどは上昇志向が強くないほか、株式の公開にも積極的ではない。実際、ニュービジネスの確立に向けて果敢に挑戦するベンチャー企業はほんの一握りの存在にとどまるため、そうした企業については高成長ベンチャー（high growth venture or rapid growth company）という一般の中小企業とは異なるカテゴリーのなかで取り扱うのが一般的となっている。その意味で、高成長ベンチャーは特殊形態の中小企業といえることができる。しかし、ベンチャー企業のなかには成長よりも好きなペースで仕事をするを優先する安定志向の企業も存在し、そうした企業はライフスタイル志向のベンチャー（life style venture）と称される。

高成長ベンチャーの場合、設立間もない若い企業であるとか、経営規模もそう大きくはないという外形基準にしたがって中小企業に分類される。しかし、従業員の過半がアメリカでもトップスクールの博士号取得者からなるなど、同じ業界に属する大企業以上に能力ある優秀な人材を多数擁している点で通常の中小企業とは大きく異なる。加えて、彼らの場合、事業の核となるコンセプトや技術の保有を前提として、それを他社に先駆けて商品化のうえ市場に投入するべく研究開発に励んでいるほか、事業の対象を特定の分野に絞り込む特化戦略を採用しているところに特色がある。

いくなれば、彼らは最先端の特定分野で大企業や他のベンチャー企業との間で勝ち抜き合戦を展開しているものであり、そのなかで開発した技術や革新的なアイデアは特許などを通じて保護される。ゲーム論の観点からいうと、高成長ベンチャーは“take it all or nothing”戦略を忠実に実行しているといえることができる。そうであるがゆえに、成功すれば巨額の財産が得られる一方で競合相手に出し抜かれると、それまでの技術開発が水泡に帰すおそれが強い。このようにベンチャー企業においては、新商品開発に際し時間との戦いにも直面することになる。また、成功した暁には、自らの独立性を維持しつつも大企業との間で業務提携やライセンス供与を行うこともみられる。

このように高成長ベンチャーにおいては技術を媒介とした市場の制覇が目

標とされ、たとえば5年間で50億円規模の売上達成が目標とされるなど、急激な成長カーブが想定されている。その一方で、設立当初は研究開発支出が高む一方で売り上げがないため、赤字となるのが一般的である。それゆえ、どんなに優れた技術の開発に従事していたとしても、開発資金が途切れると直ちに破綻に追い込まれるというリスクを負っている。ベンチャー企業から成功し、大企業にまで成長するのはきわめて稀な事象であり、アップル、フェデラルエクスプレス、マイクロソフトやインテルなどの成功物語は「例外中の例外」と位置づけられる。

### 3.2 ベンチャー企業への資金提供者

このように高成長ベンチャーといえども成功確率はきわめて低いため、彼らは本来的に銀行の融資対象にはなりえない。その一方で、開発に成功し、株式を公開できるまでに成長すれば、株主は巨額の富を得る。ここにベンチャーと称される所以があるといえることができる。こうしたベンチャー企業の特性を前提として、企業の急激な成長と莫大なキャピタルゲイン取得の可能性を担保に資金提供を行う機関をベンチャーキャピタルという。このほか、事業経験豊かな富裕層の個人もベンチャー企業に資金を提供しており、彼らは一般にビジネスエンジェルと呼ばれる。日本においても、ベンチャーキャピタルを中心としてアメリカにおけるベンチャーファイナンスのあり方が種々議論されているが、その多くはベンチャーキャピタルにかかわる経営組織論にとどまり、ベンチャーキャピタルによる資金の提供方法や彼ら自身の資金調達状況についてはほとんど議論されていない<sup>4)</sup>。それゆえ、本稿では、SBAの公表資料に基づき、アメリカのベンチャーキャピタルによる資金の調達と運用方法について検討することにする。

高成長ベンチャーに対する資金提供者は一般に、次に掲げる3つのカテゴ

---

4) 日本におけるアメリカのベンチャーキャピタルに関する代表的な文献としては、たとえば忽那(1997)が挙げられるが、その議論はベンチャーキャピタルの組織形態論を中心として展開されている。

りに区分できる。第1は、創業者自身、家族・親戚、友人などの3F（founder, family, friend）による出資であり、通常、25万ドル程度が限界とされる。第2は、ベンチャーキャピタルによる出資であり、500万ドル以上の大口資金の調達が必要となった際に登場する事例が一般的となっている。第3は、ビジネスエンジェルによる出資であり、ちょうどその中間に相当する25～500万ドル規模の投資が実行される。また、時系列的にみると、最初は3Fによる出資、次いでビジネスエンジェル、ベンチャーキャピタルという順になることが多いとされている。また、ベンチャー企業の成長段階（創業、事業化、成長初期・後期、株式公開）との関係でいうと、エンジェルは創業時から事業化という初期の段階にある企業に出資するのが一般的であるのに対し、ベンチャーキャピタルの場合には創業あるいは事業化から成長段階にあるベンチャー企業にまで幅広く出資するという相違が見出される。

このようにベンチャーキャピタルとビジネスエンジェルとは投資金額や企業の成長段階を基準として、事業化段階から成長後期までの大口案件はベンチャーキャピタル、創業時から事業化に至る初期の中型案件はビジネスエンジェルという一種の棲み分けがなされている。加えて、ベンチャーキャピタルが事前審査を重視する一方で、ビジネスエンジェルは事後的な監視に重点をおくという点で対照的な行動原理を有していると指摘されることが多い。たとえば、ベンチャーキャピタルとビジネスエンジェルの投資行動を比較したオスナブラッグの研究は、ベンチャーキャピタルの担当者は投資決定に際しベンチャー企業経営者との面談を何度も求めるとか、第三者に案件の可能性について照会するというようにベンチャー企業から持ち込まれた投資プロジェクトの収益性や将来性を厳しく見積もるなど、慎重に投資先を選定していることを明らかにしている<sup>5)</sup>。

---

5) Osnabrugge (1999) あるいは数下・武士保 (2002) を参照。

### 3.3 ベンチャーキャピタルによる資金提供の条件

しかし、ベンチャーキャピタルやビジネスエンジェルは決して慈悲深くはない。優れた技術や事業コンセプトを有しているのは当然として、商品化戦略、財務戦略など当面の経営戦略が資金提供者の期待要求水準を上回っていないならば、資金提供など絶対にコミットしないからである。その一方で、彼らの場合、資金提供に一旦コミットすると、エンジェル自らが出資したベンチャー企業の社外取締役になるとか、ベンチャーキャピタルにおいても同じく役員を取締役として派遣するとか、あるいはマーケティングの専門家を派遣してアドバイスを行うなど、資金面にとどまらず、被投資企業の経営にも積極的に関与する。そうしたほうが、投資先企業の早期かつ期待以上の成長が見込まれるからである。

実際、ベンチャーキャピタルの場合、出資金の原資は投資家から運用を委託された資金であるため、案件の採択に際しては慎重な姿勢を維持しているほか、審査体制も充実しており、銀行などの融資担当部署を上回ることが多い。その際、もっとも重要となるのが投資対象候補となったベンチャー企業にかかわる企業価値の算定であり、これを基準として投資の可否が判断される。この企業価値の算定に際しては、技術や事業コンセプトに精通した専門家、弁護士、会計士などからなる専門チームが組成され、彼らに意見の提出が求められる。ベンチャーキャピタルの経営者あるいは運用ファンドの管理責任者は、そうした専門家が算定した企業価値を基礎として候補企業への投資の可否について最終判断を下すのである<sup>6)</sup>。

また、ベンチャーキャピタルというと、一攫千金を狙う我利我利亡者とイメージされることが多いが、それは大きな誤解である。むしろベンチャー企業が提案する技術開発戦略や経営財務戦略の実効性を多角的な観点から審査・評価のうえ、改善すべき点が見つかれば改善を求めるなどして、投資プロジェクトをより完成度の高いものへと仕上げる努力を払っている。その意味で、

6) こうしたベンチャーキャピタルによる審査活動の実際については、たとえば梅田(2001)を参照。



ベンチャーキャピタルは、実態的には技術評価コンサルタント機能と経営コンサルタント機能をあわせ持った資金運用機関ということができる。そうであるがゆえに、ベンチャーキャピタルの担当者は何度もベンチャー企業を訪れ、経営者などと厳しい議論を行うことになる。このようにベンチャー企業はベンチャーキャピタルとの出資交渉を通じて商品開発・経営財務戦略の妥当性をチェックされ、規律づけられているのである。なお、ベンチャーキャピタルがベンチャー企業への出資において他の機関を凌駕している背景としては、彼らの場合、数多くの出資交渉や成功・失敗事例を経てベンチャー企業にかかわる各種の情報や審査・監視ノウハウが蓄積されている結果、いわばベンチャー市場における専門的情報生産機関となっているという事情が指摘できよう。

次に、ベンチャーキャピタルによる投資規模を検証しよう。第4表は、SBAの資料に基づきベンチャーキャピタルによる投資の推移を示したものである。この表からも明らかなように、1999年から2000年にかけては折からのITブームを反映して投資額が急増したが、その後はITバブル崩壊とともに落ち着き、新規コミット額は現在、年間100億ドル前後で推移している。

第4表 ベンチャーキャピタルによる投資額の推移

(単位、億ドル)

	新規 コミット額	実行額			出資残高
			初 回	2回目以降	
1995	100	77	35.8	41.0	407
1996	122	116	43.3	72.6	493
1997	190	151	48.9	102.5	632
1998	297	215	72.4	142.2	914
1999	628	549	161.4	387.9	1,459
2000	1,058	1,063	291.1	771.8	2,272
2001	379	410	74.0	336.3	2,543
2002	77	212	43.3	168.9	2,532

(資料) SBA, *The Small Business Economy*, 2002-2003.

また、ベンチャーキャピタルによる出資残高は2002年末時点で2532億ドルとなっている。この出資残高の多寡を評価するに際しては、中小企業全体の資本金残高が必要となる。先に掲げた第3表からは1998年末時点での中小企業の資本金残高は8714億ドルであることが導かれる。これに対し、同一時点でのベンチャーキャピタルの出資残高は914億ドルであるため、中小企業全体の1割程度を占めることがわかる。一方、ベンチャーキャピタルからの出資を得ているベンチャー企業の件数は明らかではないが、中小企業全体に占めるベンチャーキャピタル出資企業の割合は0.1%以下にとどまるという指摘が聞かれる。

以上のとおり、ベンチャー企業、ベンチャーキャピタルは、株式公開を好まない一般的な中小企業とはまったく別の世界に棲んでおり、事実、ベンチャー企業では、将来の株式公開を念頭において創業当初から上場企業に適用される会計基準であるSEC基準にしたがった財務諸表を作成のうえ、出資者には詳細な経営財務情報を定期的に公開している。このように、ベンチャー企業の場合、会計処理においても通常の中小企業とは一線を画しており、財務情報の作成遅延が株式公開のタイミングを遅延させるといった事態の発生はありえない。いうまでもなく、ベンチャー企業において大企業並みの財務戦略が採用可能となっているのは、創業者が作り上げた事業コンセプトや新技術の保有を前提として、経営戦略、財務戦略のプロも参加しているからである。その意味でも、先に指摘したように、ベンチャー企業の場合、企業規模こそ小さいが、人材面においては大企業と勝るとも劣らない陣容を作り上げていることができる。

#### 4 アメリカにおけるベンチャービジネス隆盛の背景

##### 4.1 アメリカ社会のダイナミズムとベンチャービジネスとの関係

以上のとおり、アメリカにおいては、多数の若くて優秀な人材が、ベンチャー企業を介して新技術の開発による市場の制覇を目標に掲げて、最先端分野で

の勝ち抜き競争に挑んでいる。この傾向は2000年春に生じたITバブル崩壊以降も変わらない。確かに新しい技術やコンセプトの事業化に成功した暁には、経営者は株式公開を媒介として巨額の富が得られる。しかし、どうもそれだけではなさそうである。そこには、アメリカ社会の有するダイナミズムや機会均等主義が色濃く反映されていると考えられるからである。

すなわち、第1に、アメリカの場合、新たな事業や未知の分野にチャレンジすることは社会的にも高く評価されている。第2に、トップスクールの卒業生が進路を決めるに際しては、就職する企業の大小や社会的な知名度よりも、どういう仕事ができるかが優先されるほか、彼らの場合、就職後も「挑戦する充実感」を求めて転職することが多いとされている。第3に、あらゆる部署において新規参入者に門戸が開放されていることから、他社に先駆けて優れた商品やサービスの開発に成功すれば、それらを市場に投入することが比較的容易となっている。

その一方で、ベンチャー企業が成功する確率は非常に低い。それゆえ、事業化に失敗した際、経営者の損失負担がどの程度に達するかが重要な問題となる。アメリカの場合、有限責任のパートナーシップ（LLP, limited liability partnership）あるいは株式会社を通じて事業化に取り組んでいると、万が一失敗したとしてもオーナー経営者は出資金額を超えて責任を問われないほか、個人保証も入っていないため、「惨めな生活」に陥ることはない。ベンチャーキャピタルやエンジェルも破綻リスクを織り込んで投資を実行しているため、破綻に至ったとしても資金の返済を求めることがないほか、破綻後7年経過すれば再挑戦も可能となっている。この間、アメリカの場合、個人の財産権が確立し、夫婦といえども別会計となっているため、仮に夫が破綻しても妻に返済を請求することはできない。

こうした有限責任制度は、ベンチャー経営者を自己破産から保護する一方で、いわゆるモラルハザードを発生させる余地があることは否定できない。しかし、アメリカにおいてはニュービジネスへの挑戦や、それを通じた雇用

機会の拡大が優先され、モラルハザードの発生といったマイナス面についてはさほど問題視されていない。というのも、ビジネスにはリスクが伴うため、失敗は避けられない。仮にモラルハザードが発生したとしても、社会的にみた場合、その抑制を狙いとして挑戦の機会を減じるよりもニュービジネスへの挑戦機会を維持するほうが望ましいと考えられるからである。

#### 4.2 ベンチャーキャピタルによる資金調達

また、アメリカの場合、先に指摘したように、ベンチャー企業による投資行動はベンチャーキャピタルというハイリスク・ハイリターン型投資を厭わない積極果敢な投資家の存在によって支えられているが、その資金は一体誰が拠出しているのだろうか。結論をいうと、ベンチャーキャピタルの投資運用資金のかなりの部分は、年金基金や金融機関という個人が最終的にリスクを負担するお金で賄われているのである。

第5表は、SBAの資料に基づきベンチャーキャピタルが管理する運用ファンドに対する出資者の構成割合の推移を示したものである。この表をみれば明らかのように、資金提供者は出資額の多い順に、年金基金（2002年末の構成比、

第5表 ベンチャーキャピタルへの出資者構成の推移

	出資金額 合計 (億ドル)	出 資 者 構 成 (%)				
		一般企業	財団・ 基金	個人・ 家族	金融機関	年金基金
1995	99.3	4.63	20.24	16.72	19.94	38.37
1996	124.2	19.89	11.92	6.84	3.06	58.37
1997	176.0	25.23	16.59	12.44	6.25	39.43
1998	296.8	11.86	6.30	11.32	10.34	60.14
1999	627.7	14.19	17.21	9.61	15.50	43.49
2000	1,058.0	3.70	21.10	11.80	23.30	40.10
2001	379.4	2.61	21.80	9.41	24.49	41.70
2002	76.7	2.35	20.86	9.13	25.42	42.24

(資料) 第4表に同じ。

42%), 金融機関 (25%), 財団・基金 (21%) からなるなど, 実はベンチャーキャピタル自体, 最終的には一般個人のリスク負担により支えられているのである. この事実はまた, 先に指摘したベンチャーキャピタルはアメリカのベンチャー市場において専門の情報生産機関として機能しているという事実を支持している. 実際, ベンチャーキャピタルが管理する投資ファンドに対しベンチャーキャピタルはゼネラルパートナーという管理責任者として出資のうえ当該ファンドにかかわるリスクの一部を自ら負担するなど, その高収益性についてのシグナルを自ら発することにより投資家からの信頼性確保あるいは代理人費用 (agency cost) の削減に努めている<sup>7)</sup>.

換言すると, アメリカの場合, 個人が年金基金や金融機関に運用を委託した資金の一部がそういった機関投資家による資産運用行動を通じてベンチャーキャピタルに流れ込み, それがベンチャー企業による果敢な投資行動を支えているのである. そしてまた, 資金を投下したベンチャー企業が成功し, 株式公開に漕ぎ付くことができれば, 機関投資家の手許には膨大なキャピタルゲインが入る. このキャピタルゲインは運用成果として一般個人に分配される. このようにアメリカにおいては, 一般個人の貯蓄が回りまわって資金面からベンチャー企業を支えると同時に, 一般個人もベンチャー企業から高配当を受けるといふかたちでリスク負担の好循環が発生し, それが経済の活力の源泉となってアメリカ経済の成長・発展を支えているのである. ただし, ベンチャーキャピタルが運用するファンドの設定期間 (通常, 3~7年が多い) との関係で, 実際には株式公開で利益を得るといふよりも公開前に取得株式を第3者に転売してキャピタルゲインを得るといふ事例のほうが多いようである.

この間, ベンチャーキャピタルの収入源というとは株式公開によるキャピタルゲインの獲得が想起されるが, そうした捉え方は必ずしも実態を反映して

---

7) こうした行動を経済学的に解釈すると, Leland and Pyle (1977) が指摘したように, ベンチャーキャピタルは自ら組成した投資ファンドに十分な出資を行うことにより, その情報生産の信認維持に努めているといふことができる.

いない。彼らの最大の収入源は、投資ファンドの管理運用手数料(年率2~3%)により構成されているからである。このようにベンチャーキャピタルは、そのイメージから来る「派手さ」とは裏腹に、堅実なビジネスモデルを構築のうえ投資活動に従事しているのである。確かに彼らもゼネラルパートナーとして運用ファンドに出資しているが、その金額はせいぜい1割程度にとどまる。仮に運用期間を7年とすると、合計15~20%の手数料が入るため、万が一運用に失敗したとしても、その損失は手数料収入でかなりの程度カバーできる範囲にとどまる。

#### 4.3 税制とベンチャーキャピタルの投資行動

このように高評価を獲得したベンチャーキャピタルはダウンサイドリスクをほとんど負わない一方で、価格上昇によるキャピタルゲインについては100%獲得可能というきわめて恵まれた立場を享受することができる。というのも、資産運用に際しては、資金調達力を有する人あるいは機関がもっとも強い発言力を有するからである。資産の運用成果はその時々々の市場環境に左右され、良いときもあれば悪いときもある。有力なベンチャーキャピタルの場合、これまでの間、何回も投資家に約束した高利回り(年率20%程度)を達成し、投資家から強い信認を得ている。その意味で、成功すればするほど信認が向上し、資金調達力がアップすることになる。この運用成果を基礎とする市場での評価がまた、ベンチャーキャピタルの投資行動を規律づけているということができる。

しかしながら、よくよく考えると、一般個人はミドルリスク・ミドルリターンを選好し、ハイリスク・ハイリターン型投資については慎重なはずである。とりわけ、年金という老後に備えて蓄えられる資金の場合、なおさらのことである。それにもかかわらず、個人マネーが機関投資家およびベンチャーキャピタルを経由してベンチャー企業へと流れているが、そうした流れはアメリカに独特の税制によって支えられているようである。

アメリカにおける税制の基本は総合課税であり、課税所得の算出に際しては一定額を限度としてキャピタルゲインと通常所得との損益通算が認められているほか、キャピタルロスについてはそれがなくなるまでの間、無期限に繰り越してキャピタルゲインなどと相殺することが可能となっている。すなわち、仮に機関投資家に運用を委託した資金においてキャピタルロスが発生した場合、その分だけ課税所得が減額され、税負担が少なくなるのである。いふなれば、投資家にやさしい税制が個人によるリスク負担、さらにはベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への投資を支えているのである。

もっとも、上記の説明だけでは完全ではない。ベンチャー企業と機関投資家の間に介在するベンチャーキャピタルに対する税制がどうなっているのか説明されていないからである。実は、この点についても周到に配慮され、税務申告に際しベンチャーキャピタルの損益は出資比率を基準として投資家に按分されるという構成員課税方式が採用されているため、出資者となった機関投資家は当該損益を他の損益と合算して課税所得を計算しているのである。すなわち、アメリカの税制の場合、二重課税の回避を狙いとして、LLPや少数株主から構成される株式会社の損益については当該損益を出資比率で按分し、それをパートナーや株主の所得と合算することが認められている（このうち少数株主会社の株主に対する取り扱いは、S-corporation 規定と呼ばれる）。ベンチャーキャピタルあるいはその管理下にある投資ファンドは通常、LLP、LLC<sup>8)</sup>あるいは少数株主から構成される株式会社として設立されることから、この条項が適用され、損益通算することが可能となっているのである。実際、資金投下したベンチャー企業が破綻するに至った場合、破綻に伴う損失は出資比率にしたがって投資ファンドの委託者に按分され、彼らは当該損失を全額損金として計上することができるため、損失見合い分だけ納税負担が軽減

8) LLCとはLimited Liability Companyの略で、一般に有限責任会社と訳される。LLCは会社とパートナーシップとの中間に位置する企業形態であり、出資者の責任は出資額を限度とする有限である一方、税務上は会社あるいはパートナーシップに対する取り扱いのいずれかを選択できるところに特徴がある。LLCの場合、税務申告に際してはパートナーシップの取り扱いが選択されるのが一般的となっている。

されるのである。

#### 4.4 ベンチャー企業と株式市場との関係

以上のとおり、アメリカでは機関投資家による分散投資、キャピタルロスの全額損金計上を容認する税制に支えられて、個人貯蓄がベンチャーキャピタルを経由してベンチャー企業に流れるなど、社会全体としてベンチャー企業にリスクマネーを供給している。そうしたリスクマネーの供給はまた、アメリカに独特な株式店頭市場（over-the-counter market）の興行きの深さに支えられている。すなわち、アメリカにおける株式市場の場合、ニューヨーク証券取引所やナスダックのような組織化された市場のほか、上場あるいは公開されていない未公開株を取引対象とする店頭市場が整備されている。その結果、投資家が希望すれば事業化に見込みがついた段階あるいは成長途上でベンチャー企業の株式を売却してキャピタルゲインを獲得できるようになっているのである。こうした株式店頭市場の存在も、投資家によるリスクマネーの供給を後押ししているといえることができる。

この間、株式公開という言葉を経々となく用いてきたが、アメリカの資本市場とベンチャー企業との関係をより詳しく議論するため、以下では、その意味するところを次のように規定する。すなわち、ベンチャー企業が発行した株式がナスダックに登録・売買されるようになることを株式公開（IPO, Initial Public Offering）、またニューヨーク証券取引所などの証券取引所で売買されるようになることを上場という。いうまでもなく、IPOあるいは上場に際しては、市場の運営機関が定めた公開（上場）基準を充足する必要がある。

アメリカにおける株式公開市場として著名なナスダックとは全米証券業協会が運営する株式の電子取引市場であり、①比較的規模の大きな会社の株式を取引するナショナルマーケットと、②ベンチャー企業など規模の小さな企業の株式を売買対象とするスモールキャップマーケットという2つの市場から構成される。そして、それぞれの市場ごとに株式の公開基準および継続



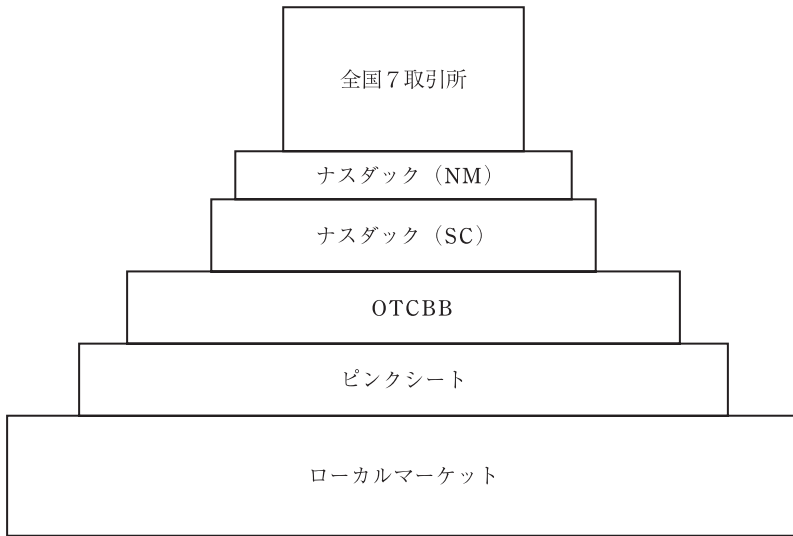
登録基準が定められており、公開後、継続基準を充足できなくなれば株式の売買は停止される。この継続基準を満たせなくなった企業の株式は再び未公開株として位置づけられ、OTC プリティンボード（OTCBB, Over-the-Counter Bulletin Board）やピンクシート市場に代表される店頭市場において引き続き売買される。

このうち OTCBB とは、ナスダックや証券取引所での取引対象となっていない株式の価格および取引情報をコンピュータの画面を通じてリアルタイムで提供するという取引相場提供サービスのことをいう。そして、ある企業が発行した株式の店頭取引状況に関する情報が OTCBB で公開されるためには、当該銘柄のマーケットメーカー（値付け業者）となった証券会社が運営者である全米証券業協会（OTC 準拠部会）あてに登録することが求められる。加えて、OTCBB 取引銘柄については現在、SEC 規則により、発行会社に対し企業財務情報の開示義務が課されている。

一方、ピンクシート市場とは、ピンクシート社が運営する株式の店頭取引市場のことをいう。ピンクシート市場という名称は、全米気配値局（National Quotation Bureau）が全米各地の店頭で売買されている株式の取引情報をピンク色の紙に取り纏めて希望する証券会社に配布したことに由来する。そして、ピンクシート市場においては 1999 年 6 月以降、インターネットを經由してリアルタイムで各種の取引情報が公開されているほか、売買注文も執行可能となっている。ピンクシート市場への登録は同じくマーケットメーカーとなった証券会社が行うが、同市場の場合、OTCBB とは異なり企業に対して財務情報の開示義務が課されていないところに特色があり、通常、OTCBB 銘柄との比較においてリスクの高い株式と捉えられている。

以上のとおり、アメリカにおいては IPO 市場としてナスダック市場があり、同市場の継続基準を満たせなくなった企業の株式については OTCBB やピンクシート市場などの店頭市場で取引される。逆に、ピンクシート市場や OTCBB で取引されていた企業が成長してナスダック市場で株式を公開すると

いう事例もありうる。このように組織化された市場と店頭市場から構成されるアメリカの株式市場は第4図のとおり全国7つの取引所を頂点とするピラミッド型の形状をとり、新たに誕生したベンチャー企業はこのピラミッドの底辺から頂点を目指して駆け上がっていくことが期待されている。換言すると、



第4図 アメリカ株式市場の階層構造

アメリカの株式市場は、事業化、成長初期・後期といった企業の成長段階に対応するかたちで店頭市場、組織化された市場という階層構造を有しているところに特徴がある。それはまた、株主もナスダックでの株式公開以前の段階にあっても、OTCBBやピンクシート市場で株式を売却すれば資金の早期回収とあわせてキャピタルゲインも獲得できるなど、ベンチャーキャピタルに代表される投資家はその財務戦略のなかで未公開株を機動的に売買できる環境が整備されていることを意味している。

#### 4.5 証券会社と IPO 希望企業との関係

こうした未公開株の店頭売買は、①証券会社によるマーケットメーカー機能と、②徹底した経営財務情報の公開により支えられている。すなわち、企業からの要請に基づきマーケットメーカーとなった証券会社に対しては、当該株式を売買するうえでの目安となる気配値を日々、投資家に公表することが義務づけられている。その際、当該企業の純資産価値や将来の経営見通しが基礎となるのはいうまでもないが、マーケットメーカーが自己責任の原則にしたがって提示した気配値を参考にして投資家は当該株式を売買するか否かを決定する。

このように店頭株式市場における価格形成に際しマーケットメーカーはきわめて重要な役割を担っており、そのため、ナスダックおよび OTCBB においては、公開あるいは登録企業に対し継続基準において少なくとも証券会社 2 社をマーケットメーカーに指名のうえ気配値の公正性維持や取引情報のリアルタイムでの公開を要求している。一方、投資家はマーケットメーカーが提示する気配値や取引情報を参考にして売買を決定する。仮にこの気配値が企業価値を適切に反映していない場合、投資家は予想外の損失を被ることになる。それゆえ、証券会社においては投資家からの信頼維持のためにも、財務内容や将来性が懸念される企業については、マーケットメーカーへの就任要請があっても断るという行動に出る。こうした証券会社のマーケットメーカー要請に対する受諾・辞退行動が株式の店頭登録希望企業を選別する機能を果たしており、その意味で IPO を希望する企業は、株式公開よりもかなり早い段階から潜在的にせよ市場において規律づけられているといえることができる。

また、取引価格の公正性維持に際しては、「財務情報の正確かつ公正な開示」と「複数の独立した取締役による企業監査」が前提とされる。企業の経営実態に関する正確な情報が開示されないと投資家が損失を余儀なくされるおそれがあり、そうした事態の発生を未然に防止するためにも上記 2 つの条件（これをコーポレートガバナンス規定という）が重要となる。それゆえ、ナスダック

の株式公開および継続基準においては、コーポレートガバナンス規定が取り入れられているほか、当該企業が直面しているリスクに関連する情報についても詳細な開示が義務づけられている。

この間、ナスダックおよびOTCBBで取引される企業については、先に指摘したように、SEC基準に基づく財務諸表の作成および公表が義務づけられているほか、最近ではそういった企業財務情報はEDGARデータベースに蓄積され、投資家はそれをインターネットで即時かつ無料で入手可能となっている。いずれにしても、以上のようなかたちでアメリカの資本市場では取引価格の公正性の向上を目指してマーケットメーカーや財務諸表の公表義務づけに代表される各種の措置が導入されており、それが結果として投資家の自己責任の原則に基づく投資行動を後押ししているといえることができる。

## 5 日本においてベンチャー企業を育成するうえでの課題

### 5.1 ベンチャー企業振興論議の現状

以上のとおり、アメリカにおいてはベンチャーキャピタルを専門的仲介機関として、金融面からニュービジネスへの挑戦者を篩い分けるとともに監視・規律づけるベンチャー市場がいわば資本市場の一部門として機能しているといえる。ベンチャー企業へと年金基金や金融機関を通じて流れるリスクマネーの最終的な提供者は一般個人であり、そのこと自体、アメリカでは社会全体としてベンチャー企業にリスクマネーを供給し、その果実を経済の活性化とそれに伴う雇用の増大といったかたちで享受しているといえる。これらのリスクマネーの供給はまた、キャピタルロスの全額損金計上を容認する税制や、アメリカに独特な奥行きのある深い株式店頭市場によって支えられている。いふならば、アメリカにおいてはベンチャー市場が制度として確立しているのである。

残念ながら、わが国においては、これまでの間、そういったマクロ的あるいは制度論的な観点からアメリカでのベンチャービジネス隆盛の背景が検討

されたことはほとんどない<sup>9)</sup>。ベンチャー企業はどういった組織形態にあるのかとか、その資金調達の実際はどうなっているのか、あるいは株式公開促進のためにはどういった市場を整備する必要があるのか、などといった局所的もしくは対症療法的な視点からの議論やそれを根拠とする各種施策の実施にとどまり<sup>10)</sup>、大局的な見地に立ったベンチャー企業育成のあり方に関する議論や諸施策の検討が等閑にされてきたといっても過言ではない。

現に、日本の場合、投資家保護の観点から上場あるいは登録基準が長年にわたって厳しく運営されてきたこともあって株式の公開は一部の優良企業に限定され、中堅企業やベンチャー企業が株式公開を行うことは事実上不可能となっていた。こうした事態を改善し、そういった新興の企業にも株式公開の場を提供することを狙いとして1998年には東京証券取引所が東証マザーズを、また2000年6月には大阪証券取引所がナスダック・ジャパン市場（現、ヘラクレス市場）をそれぞれ開設するに至った。このほか、1997年にはアメリカのピンクシート市場に倣ってグリーンシート市場（正式には気配値公表銘柄制度）が発足し、証券会社が投資勧誘を行う際の要件を満たした銘柄（店頭取扱有価証券）のうち、日本証券業協会に届出があった銘柄について気配値が公表されるに至った。

しかしながら、そういった新興市場の場合、公開時の株価がもっとも高くてあとは下がる一方という株が多いとか、ほとんど取引されない銘柄もあるという指摘が聞かれる。いうなれば、ベンチャー企業においては東証マザーズなどの新興市場で株式を公開することが自己目的化し、その後の成長促進につながる事例が少ないという問題が提起されているのである。加えて、新興企業向け市場間の誘致競争の激化とともに、上場審査や上場後の「品質管理」の質的劣化を懸念する声も聞かれる<sup>11)</sup>。事実、マザーズにおいては近年、新規

9) 日本における中小企業研究の展望については植田（2004）、ベンチャーファイナンス論については忽那（1997）、また中小企業金融の現状と課題については黄（2002）および藪下・武士俣（2002）をそれぞれ参照。

10) たとえば監査法人トーマツほか（2004）を参照。

11) たとえば東証マザーズの場合、創設当初は①成長可能性、および②新規性を上場要件としていたが、2002年5月の要件緩和（成長可能性に絞る、新規性を外す）を契機として上場企業数が増大することになった。

公開企業が上場直後に監督官庁から営業停止処分を受けるという、あってはならない事例が発生している。こうした事態のまま推移すれば、新興市場が投資家からの信頼を勝ち取ることは到底できない。グリーンシート市場においては取引がない日がほとんどであり、いまだ市場と呼ぶにはほど遠い事態にある<sup>12)</sup>。

その一方で、日本においても会社法制の現代化が急速な勢いで進んでいる。すなわち、2005年6月には「有限責任事業組合契約に関する法律」が制定され、有限責任事業組合(LLP)という共同事業運営のための新しい組織制度が創設されたほか、05年の商法改正(06年4月施行)によりアメリカのLLCを範とした会社組織(合同会社と呼ばれる)を採用することも可能となった。このうち、LLPについては構成員課税が認められたが、合同会社への適用は当面の間、見送られることになった。これでは「仏作って魂入れず」であり、合同会社はほとんど利用されない公算が高い<sup>13)</sup>。このほか、エンジェルの育成を狙いとして「エンジェル税制」が1997年に創設されたが、この税制もほとんど利用されていない<sup>14)</sup>。その背景としては、①適格要件が厳しく設定されているため使い勝手が悪い、②キャピタルロス(株式譲渡損)については、他の株式譲渡益からの控除に限定されるなど、損益通算の範囲が制限されている、といった事情を指摘することができる。

## 5.2 ベンチャー企業に対する資金支援措置の実際

加えて、日本版ビッグバンと称される金融改革措置が1990年代後半、日本

12) 新興企業向け株式市場の日米比較については、たとえば新保(2000)を参照。

13) こうした懸念もあって参議院法務委員会では構成員課税の適用に関し、合同会社の利用状況、運用実態などを踏まえ、必要があれば対応措置を検討するという附帯決議が採択された。

14) エンジェル税制の場合、①創業5年以内の中小企業であり、未登録・未上場であること、②大規模法人の所有になっていないこと、③試験研究費などの対売上高比率が3%超または研究者比率が10%かつ2人以上であること、④外部からの投資が3分の1以上であること、といった条件を満たす企業に投資した投資家が損失を被った場合、3年間繰り越して他の株式譲渡益から控除できるという措置のことをいう。その後、2004年4月に改正され、対象が創業から10年以内の企業に拡大されたほか、利益が出た場合、譲渡益を4分の1に圧縮できる(ただし、株式公開前に3年間保有し、公開後1年以内に売却することを条件とする)ことになった。

の金融を銀行市場から資本市場を中核とする仕組みへと変革することを狙いとして大胆に実施された。しかし、それにもかかわらず、ベンチャー企業への資金供給のあり方を検討するに際しては、官民ともなお銀行融資を中心に据えて考えるという旧来の発想から抜けきれていない。実際、ベンチャー企業育成のために金融面からの支援が必要という議論の高まりを受け、国や地方自治体においてはベンチャー企業向けの制度融資を創設する動きが盛んである。

公的な融資の枠組み整備は一見すると、望ましいように映る。しかし、実はベンチャー企業による挑戦を減殺するおそれが高い。というのも、国や自治体がベンチャー企業向けの資金市場に登場すると、彼らの場合、そもそも利益獲得インセンティブを欠いているほか、融資実行後に借り手企業の経営財務内容を定期的にチェックすることがないため、市場の監視・規律づけ機能が働かなくなる。加えて、そういった融資の場合、信用保証協会による保証や個人保証が融資実行の条件とされていることから、万が一破綻すると、少なくとも経営者は融資にかかわる債務の全額履行を求められ、自己破産に向けて歩むことを強いられる。

これが日本の現実である。そして、その背景としては、次の2点が指摘できよう。すなわち、第1に、アメリカにおけるベンチャー市場の全体像を正確に理解しないまま、対症療法的に日本に導入可能と判断された仕組みから順に「いいとこ取り」をした結果、それぞれの政策措置が正しくても全体としての整合性が取れてないほか、関係者からみて厳しいとか遵守困難と観念された措置については意図的に導入が回避された結果、機能不全の状態に陥っているのである。

たとえば東証マザーズなど新興市場の創設に際しては、株式公開の促進を狙いとして上場基準が大きく緩和されたが、その一方で、新興あるいはベンチャー企業を規律づけると同時に投資家保護措置として機能するコーポレートガバナンス規定および幹事証券会社に公正な株価形成に向けた努力を求め



るマーケットメーカー規定の導入が見送られた。すなわち、ナスダック市場での価格形成に対する投資家からの信頼性を担保するための中核的措置として位置づけられ、実際にもそういう方向で機能していたこの2つの規定については、意図的に導入が見送られ、その結果、先に指摘したように、新興市場では投資家の期待を裏切るような事象が繰り返し発生するに至っているのである。また、エンジェル税制の場合、税収減への配慮が強いこともあって、中途半端で使い勝手の悪いものと化している。

第2に、第2次世界大戦後の金融制度改革において間接金融による長期資金の供給メカニズムがいち早く整備された一方で、占領軍によるアメリカ流の株式市場制度の導入が成功しなかったため、いわゆる直間比率が逆転するとともに、その後長年にわたって資本市場の意義や役割が軽視されてきたという事情が挙げられる<sup>15)</sup>。実際、大正初期から第2次世界大戦開戦までの間、わが国の企業の多くは資本市場を媒介とする直接金融を主体とした資金調達を行っており、自己資本比率は6割前後に達していた。資金調達の主力は株式の発行であり、社債発行は電力業を除けば限界的な役割しか果たしていなかったほか、銀行が資金を提供する間接金融の比重は低かった。それが戦後における財閥解体、経済民主化の流れのなかで銀行を中心とする間接金融が重視され、それとともに資金調達に占める直間比率が逆転するに至ったのである。

### 5.3 ベンチャー企業育成のための金融措置

こうした状況下、日本においてベンチャー企業の成長・発展を金融面から促すためには、税制面での対応措置を含め、投資家が安心して資金を提供できるよう環境を整備する必要がある。店頭登録基準の緩和、未公開株市場の

15) 戦前のわが国株式市場での取引の主体は差金決済取引と称される先物取引であった。占領軍は証券市場改革に際し、市場集中の原則、先物取引の禁止などからなる「売買仕法の3原則」を提示し、戦前からの株式取引制度を全面的に否定した。その結果、株式市場での価格発見とマーケットメイクはもっぱら証券会社の自己売買に委ねられることになり、それがまた市場の発展を阻害したともいうことができる。



創設などは、資本市場が全体としてバランスのとれたかたちで発展していることを前提としてはじめて、所期の効果を達成することができるからである。事実、「独立した中小企業の多様で活力のある成長発展」（改正中小企業基本法）を促すには、アメリカにおけるベンチャー市場のように、市場のなかでベンチャー企業および証券会社という市場関係者の行動を監視・規律づけるメカニズムを導入のうえ、奥行き深い資本市場をつくりあげることが喫緊の課題となっている。加えて、投資家によるリスク負担を促すにも、キャピタルロスの損金算入を全額認めたり、合同会社への構成員課税の適用を容認したりするなど、税制についても投資家にやさしいものとするのが重要となる。

それゆえ、日本におけるベンチャー市場、資本市場の活性化を金融面から促すためにも、①マーケットメーカー制を導入することによりベンチャー市場の担い手である証券会社の引き受け・売買行動を監視・規律づけるメカニズムを市場のなかに埋め込む、②そのためにも、東証マザーズなどの新興市場における取引仕法をオークション方式からマーケットメーカー方式へと移行させる、および③投資家にやさしい税制に改変する、といった措置の実施が求められる。以下、これらの点についてもう少し詳しく説明することしよう。

#### 5.4 新興市場における取引仕法のマーケットメーカー方式への移行

最初は、証券会社の引き受け・売買行動を監視・規律づけるメカニズムとしてのマーケットメーカー制の導入である。日本における新興市場である東証マザーズ、ヘラクレスなどの場合、証券取引所の一部門として創設されたという経緯もあって競争売買というオークション方式に基づく取引所取引として構成されているため、アメリカとは異なり、そもそも店頭取引に適用されるマーケットメーカー制が導入されていない。東証マザーズなどにおいては確かに、価格など銘柄ごとの取引情報は市場の運営機関である東京証券取引所などからリアルタイムで公表されている。しかし、オークション制の下、

上場後の価格形成についてはすべて市場実勢に基づくものと観念され、公開後の株価が下がる一方とか、ほとんど取引がないといった事象はとくに問題視されない。換言すると、公開後における株価の動きはすべて投資家の売買判断を反映したものであり、市場運営機関が関知する問題ではないとして処理されているのである。

そういった対応も、ひとつの考え方であり、即座に否定されるものではない。実際、東証1部上場銘柄であれば、まさにそうであろう。しかし、創業後間もない新興あるいはベンチャー企業の株式売買についても同じ論理が適用可能か否かは、別次元の問題である。彼らの場合、1部上場銘柄とは異なり突如として業績が悪化するリスクが高いほか、誰かが責任を持って流動性供給責任を果たさない限り、市場において売買が常時成立する可能性は低い。このように売りたいときに売れないのであれば、投資家が売買に二の足を踏むのも当然といえることができる。加えて、上場廃止基準に抵触しない限り、運営機関が個別銘柄の価格形成に口を挟むことはないため、上場後の新興企業の経営を監視・規律づけるメカニズムが日本の新興市場においては事実上、欠如してしまっているのである。

このような事態の抜本的な改善を図るためにも、新興市場へのマーケットメーカー制の全面的導入を提唱したい。アメリカの場合、ベンチャー企業の株式が公開されるナスダックは店頭市場として組織されるとともに、公開された企業の株式の売買については複数の証券会社がマーケットメーカーとして各種の取引情報をリアルタイムで公表するとともに売買の相手方となって市場に登場する。このようにマーケットメーカーとなった証券会社は当該ベンチャー企業の株価の公正な形成に寄与しているか否かという観点から市場においてその行動振りが常時監視されるとともに、市場で問題視されるような銘柄のマーケットメーカーに就任していると当該証券会社の名声が傷つくことになる。それゆえ、彼らの行動も勢いマーケットメーカーになるに際しては成長が期待されるベンチャー企業に限定するというかたちで慎重化し、

それがベンチャー企業の経営者を規律づけることになる。

アメリカのナスダックを範として創設された株式の店頭市場であるジャスダックは、東証マザーズとの間で展開されているベンチャー企業の誘致競争を勝ち抜くべく、2004年12月に店頭売買市場から取引所取引へと転換した<sup>16)</sup>。このジャスダック証券取引所での株式取引の場合、店頭市場時代にはマーケットメーカー制を導入していたという経緯もあって、マーケットメーカー方式とオークション方式とが同時に利用可能（選択制）となっているが、前者の方式で売買される銘柄数は全上場銘柄の4分の1程度にとどまっている。それゆえ、取引所取引への移行によるオークション方式の採用という動きは、投資家の観点に立って考えると、首肯しがたい。新興企業の経営者を規律づけるという役割を果たしているマーケットメーカー制の適用後退を意味しているからである。

確かに、証券取引所取引への移行に伴い、成り行き注文や立会外取引が可能となるなど、ジャスダックの利便性は向上した。しかし、東京証券取引所の運営する東証マザーズの場合、企業経営者の最終到達目標である同市場第1部への移行基準が緩やかなため、この点を改善しない限り、ジャスダックは組織変更だけでは東証マザーズには太刀打ちできない。それはまた、東京証券取引所が東証マザーズ上場企業を必要以上に優遇していることを意味している。新興市場の創設に際してはベンチャー企業への資金供給経路の拡大が強調されてきたが、当該市場の基盤整備が大きく進んだ現在、さらなる発展を促すためにも投資家保護および新興市場相互間の競争条件の衡平性確保がこれまで以上に重要な課題として浮上しているのである。

それゆえ、日本においてベンチャー市場をつくりあげるためにも、ベンチャー企業経営者の行動を監視・規律づけるメカニズムとして機能するマーケットメーカー制の早期導入の義務づけに加え、新興市場間の競争条件の衡

16) ジャスダックは証券会社の業界団体である日本証券業協会により1983年11月、中堅・新興企業による株式公開の場として創設され、2002年2月からは同協会の傘下にあるジャスダック・サービス（04年12月、ジャスダック証券取引所に名称変更）という株式会社が運営を担当している。

平化の徹底が求められる。このほか、東証マザーズの東京証券取引所からの分離・独立や東証マザーズのジャスダック証券市場への移管も次善的な措置として検討に値すると考えられる。グリーンシート市場についても同じく、売買活性化のため、マーケットメーカー制の導入が望まれる。

こうした提案に対し、実行不可能という批判もありえよう。しかし、ジャスダック証券取引所における売買方式の場合、マーケットメーカー制とオークション制の選択制となっているため、マーケットメーカー制への移行はきわめて困難ということはできない。加えて、新興市場すべてでの売買方式がマーケットメーカー制に移行すれば、少なくとも制度面での衡平性が確保される。そのほか、新興市場に参加する証券会社すべてがマーケットメーカーとしての能力や技量の良し悪しを市場において評価されることになるため、そうした経路を通じてベンチャー市場の規律づけ機能の一段の向上が期待されるからである。

### 5.5 投資家にやさしい税制

加えて、投資家がリスクのある金融商品を安心して売買するに際しては、企業財務情報の適時適切な開示のほか、不公正取引の防止がきわめて重要となる。投資家の自己責任原則、自己規律により統治される新しい金融環境の下では、会計・監査制度の一層の充実、情報公開のさらなる徹底、インサイダー取引規制の強化など、投資家保護のためにも市場において価格が公正に形成される環境を早急に整備することが必要とされる。日本の場合、近年、継続企業の前提に関する監査や減損会計が相次いで導入されるなど、会計・監査制度の充実が図られている。政府においては、そうした方向でさらに投資環境を整備していくことが求められる。

たとえば、EB債（Exchangeable Bonds、他社株転換可能債）に関しては2001年春から夏にかけて、それを発行した証券会社が高利回りでの配当を忌避する目的で、償還条件決定日に償還対象株式を大量に売却のうえ、株価を作為的

に押し下げたとして複数の証券会社が証券取引等監視委員会により処分されるなど、資本市場に対する投資家の信頼を失墜させるような行為がみられた。こうした事態の発生を未然に防止するとともに資本市場における公正な価格形成を保障するためにも、証券取引等監視委員会による市場監視機能を一段と強化のうえ、インサイダー取引や不公正取引の早期発見に努めると同時に、そうした取引を行った者に対しては禁止的な罰金を課すことが求められる。

証券税制に関しても近年、改革が進んでいる。しかし、資本市場の活性化のためにも、さらなる改革の実施が期待される。投資家はキャピタルゲインの獲得を目指して資本市場に参加するという事実からも明らかなように、キャピタルゲインはリスクを負担した投資家に対する成功報酬にほかならない。しかし、わが国の個人所得税制においては、現在のところ、そういった観点が一切考慮されず、株式の譲渡益課税に対しては利子所得と同じ20%という税率が適用されている（ただし、2003年度税制改正に伴い07年度までは10%の軽減税率が適用）。加えて、株式の譲渡損失については株式などの譲渡益所得との損益通算が認められるにとどまり（繰越損については翌年から3年間にわたって繰越控除できる）、給与所得、事業所得などとの損益通算は容認されていない。資本市場の健全な発達を促すうえで、そうした税制上の取り扱いにはバランスを欠くといわざるを得ない。

こうした事態を改善し、先んじてリスクをとろうとする投資家の登場を促すためにも、有価証券の譲渡益課税に関しては、たとえば長期投資から生じた譲渡益に関しては非課税とするといった思い切った軽減措置の実施が求められるほか、譲渡損については給与所得などとの損益通算を認めるべきである。また、配当に関しても、同じくリスクをとった者に対する報酬と解釈できるため、現行の二重課税制度を廃止することが求められる。このほか、不動産の登録免許税など金融商品の取引コストを高める税制についても抜本的な見直しを行う必要がある。

## 6 お わ り に

以上、本稿では、日米比較の視点を織り交ぜつつ、日本においてベンチャー企業を育成していくうえでの課題について主として金融面から検討するとともに、改善の方向を具体的に示してきた。すなわち、日本においてベンチャー市場、資本市場の活性化を促すことを狙いとして、①東証マザーズなどの新興市場にマーケットメーカー制の導入を義務づけることによりベンチャー市場の担い手である証券会社の引き受け・売買行動を監視・規律づけるメカニズムを市場のなかに埋め込む、および②投資家にやさしい税制に改変する、といった措置の実施を提案した。

しかし、そのこと自体、日本版ビッグバンが究極の目標としていた奥行き深い資本市場の確立を意味しているため、一朝一夕に改革が実現するとは考えられないのも事実である。最低5年のタームで考える必要があるといっても過言ではない。それはまた、日本の金融が長年にわたって銀行を中心として構成・運営され、資本市場の健全な育成・発展が政策目標の視野に入っていなかったことを意味している。日本版ビッグバンが期待された効果を挙げ得ていないのは、自己責任の原則に基づく投資家の資産運用の基礎を形成する資本市場の整備がまだ十分ではないからともいえる。そうした事態を改善するためにも、政府においてはベンチャー市場の全体像をも見据えて金融制度の改革に取り組む必要があるといえよう。

その一方で、ベンチャー企業においては、資本市場にかかわる環境の整備を待って行動するという時間的余裕はない。そうした資金調達面での制約を前提としてベンチャー企業が成功への道をいち早く歩んでいくためには、創業時からきちんとした財務戦略を立てるとともに資本市場との対話を継続的に重ねていくことが重要な課題となっている。その際のポイントとしては、①銀行融資や制度融資には頼らない、②第三者評価を活用する、③IPOを意

識し、創業時から上場企業並みの会計基準で財務諸表を作成する、などが指摘できよう。

## 【参考文献】

- Bitler M.P., A.M.Robb, and J.D.Wolken, (2001) "Financial Services Used by Small Businesses: Evidence from the 1998 Survey of Small Business Finances," *Federal Reserve Bulletin*, April.
- Leland, H.E.and D.H.Pyle,(1977) "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, No.32, pp.371-387.
- Small Business Administration, (2003) "Financing Patterns of Small Firms : Findings from the 1998 Survey of Small Business Finance," September.
- Small Business Administration, (2004) *The Small Business Economy, 2002-2003*.
- 植田浩史, (2004)『現代日本の中小企業』岩波書店.
- 梅田望夫, (2001)『シリコンバレーは私をどう変えたか』新潮社.
- 片岡豊・寺西重郎, (1996)「産業金融と金融政策」西川・尾高・斎藤編『日本経済の200年』日本評論社.
- 監査法人トーマツ・日本政策投資銀行企業創出・再生研究グループ, (2004)『ベンチャービジネスのための資金調達ガイドブック』中央経済社.
- 黄 完晟, (2002)『日米中小企業の比較研究』税務経理協会.
- 忽那憲治, (1997)『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.
- 新保恵志, (2000)「直接金融の進展」日米金融システム研究会『日米金融システムの比較—現状から将来像』(トラスト60研究叢書).
- 藤原康史, (2002a)「アメリカの中小企業向け金融サービス(その1)—中小企業の現状—」信金中央金庫総合研究所『NEW YORK 通信』第47号.
- 藤原康史, (2002b)「アメリカの中小企業向け金融サービス(その2)—中小企業庁の役割と金融機関の中小企業向け戦略—」信金中央金庫総合研究所『NEW YORK 通信』第48号.
- 藪下史郎・武士俣友生編著, (2002)『中小企業金融入門』東洋経済新報社.



The Doshisha University Economic Review Vol.58 No.1

Abstract

Yoshiaki SHIKANO, *A suggestion for Promotion Entrepreneurial Activity and Innovation in Japan*

In this paper, policy measures for promoting venture business activities in Japan are discussed from a comparative perspective with the U.S. In the U.S., activities of venture businesses after the IPO are closely monitored by their market makers, in addition to venture capitalists whose investment activity is positively supported by investor-friendly tax rule. Taking these institutional aspects into account, we propose that equity market in Japan for venture businesses like TSE Mothers should be organized into one led by market makers modeled after NASDAQ and that the tax rule should be modified to be friendly with investors for ventures.