

平成18年度 池尾和人研究会 三田祭論文

ベンチャー振興策の再検討

文責：池崎幸太郎 高橋類 中谷憲介 見米峻史

0.概要

| | | |
|-----|--------------------------|-------|
| 一部 | はじめに | ・・・4 |
| 章 | 問題提起 | ・・・4 |
| 章 | ベンチャー企業の定義 | ・・・5 |
| 章 | なぜ質の悪いベンチャー企業を減らす必要があるのか | ・・・6 |
| 二部 | ベンチャー支援策の現状と問題点 | ・・・7 |
| 章 | 政府の視点　現行制度の検証 | ・・・7 |
| 1節 | 問題意識 | ・・・7 |
| 2節 | 現行のベンチャー支援策 | ・・・7 |
| 2.1 | 投資事業有限責任組合法（ファンド法） | |
| 2.2 | 大学発ベンチャー1000社構想 | |
| 2.3 | 中小企業新事業活動法 | |
| 3節 | 考察 | ・・・10 |
| 3.1 | エンジェル税制 | |
| (1) | 仕組み | |
| (2) | 現状 | |
| (3) | 提言 | |
| 3.2 | 中小企業技術革新制度 | |
| (1) | 仕組み | |
| (2) | 実績 | |
| (3) | 提言 | |
| 章 | 新興市場の視点　上場基準・上場審査基準 | ・・・17 |
| 1節 | 問題意識 | ・・・17 |
| 2節 | 上場基準に関して | ・・・18 |
| 3節 | 上場引受審査基準に関して | ・・・20 |
| 3.1 | 近年見られる上場審査基準に関する問題 | |
| 3.2 | 上場審査基準のばらつきの原因 | |
| 4節 | 上場審査基準強化の流れへ | ・・・24 |
| 5節 | 上場廃止基準に関して | ・・・25 |
| 6節 | 今後望まれる展望として | ・・・29 |
| 章 | 民間の視点　ベンチャーキャピタル | ・・・31 |
| 1節 | ベンチャーキャピタルの役割及び問題意識 | ・・・31 |
| 1.1 | ベンチャーキャピタルとは | |

| | | |
|-----------|---------------------------|--------|
| 1.2 | ベンチャーキャピタルのビジネスモデル | |
| 1.3 | ベンチャーキャピタルの投資活動プロセス | |
| 1.4 | ベンチャーキャピタリスト | |
| 1.5 | エンジェルとは | |
| 1.6 | 問題意識 | |
| 2節 | 日本におけるベンチャーキャピタルの現状 | ・・・ 37 |
| 2.1 | 日本と海外における規模の比較 | |
| 2.2 | 日本と米国におけるパフォーマンスの比較 | |
| 3節 | ベンチャーキャピタルに課題及び今後望まれる展望 | ・・・ 42 |
| 3.1 | キャピタリストの能力向上 | |
| | （1）新たなキャピタリストの育成 | |
| | （2）既存のキャピタリストの能力向上 | |
| 3.2 | 独立系ベンチャーキャピタルを増やす | |
| 3.3 | 年金基金 | |
| 3.4 | エンジェル | |
| 3.5 | 考察のまとめ | |
| 三部 | 考察 | ・・・ 51 |
| | 章 インプリケーション | ・・・ 51 |
| | 参考文献 | ・・・ 57 |

一部 はじめに

章 問題提起

90年代以降、急速なIT技術の進歩等を背景に、IT、バイオ、ナノといった分野を扱う新興企業が増加し、ベンチャー企業が注目を受けるようになってきた。当時、平成不況にあえぐわが国の経済再生について、無限の可能性を秘めたベンチャー企業の増加が、大きな鍵を握ることになるだろうと考えられた。こうした時代の流れのもと、政府が主導となって様々なベンチャー支援策が試みられた。その結果、巨大な規模へと成長を遂げた一部のベンチャー企業の動向がTVや紙面を賑わすようになり、ベンチャー企業の存在が国民にも広く知られるようになってきた。

しかし、昨今そうしたベンチャー企業の質が問われている。ライブドアによる粉飾決済や村上ファンドによるインサイダー取引といった不祥事が立て続けに起こり、ベンチャー企業に対する国民の信頼を失った。これらの事件は、日本の経済全体にも大きな影響を及ぼした。新興市場の株価は軒並み下落し、大手の電子機器メーカーの株価も下落させた。また、東京証券取引所はライブドアによる一連の騒動によりシステム処理能力の限界をきたし取引を停止させたこともあった。さらにライブドアの堀江社長が衆議院選挙に出馬した関係で、自民党幹部への責任追及等といった政治問題にまで発展した。

ライブドアと村上ファンドの事件だけが問題になっているのではない。最近では新興市場を中心に、上場から間もないうちに不祥事を起こす企業や、上場直後に業績予想を大幅に下方修正して株価を急落させるケースが目立ってきている。こうしたニュースは日本経済新聞の紙面でも大きく取り上げられ、上場審査基準の強化が必要であるといった意見と共に事の重要性が説かれている。また、証券取引法を違反した企業に対して勧告を行っている証券取引等監視委員会（SESC）による刑事告発件数も、平成16年、平成17年と過去最高を記録している。

図表：1-1

| 区分(平成事務年度) | 4年 | 5年 | 6年 | 7年 | 8年 | 9年 | 10年 | 11年 | 12年 | 13年 | 14年 | 15年 | 16年 | 17年 |
|------------|----|----|----|----|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 告発件数 | 1 | 1 | 3 | 1 | 5 | 7 | 6 | 7 | 5 | 7 | 10 | 10 | 11 | 11 |
| 告発人数 | | | | | | | | | | 24 | 22 | 28 | 18 | 32 |

(注)事務年度:7月～翌年6月

証券取引等監視委員会HP <http://www.fsa.go.jp/sesc/>

こうした現状を踏まえると、これまでのベンチャー振興策は果たして適切だったのだろうかという問題意識が十分考えられる。規制緩和を行い、ベンチャー支援を安易に行いすぎたために、こうした事件を起こすベンチャー企業が増えてきているのではないだろうか。我々は、質のいいベンチャー企業の育成を促進し、ベンチャー企業による不祥事を未然に防止するために何をすべきか模索していきたいと思う。

章 ベンチャー企業の定義

ベンチャービジネスを考える上で、明確なベンチャー企業の定義を行う必要がある。現在、ベンチャー企業の定義は幅広く存在し、明確な定義はない。例えば、経済産業省によると、

「潜在的ニーズをよく掴み、技術革新の成果または独創的アイデアを利用して、新規サービスまたは従来のサービスに画期的な改善を加えたサービスを提供する企業群」とされている。また、ニュービジネス協議会によれば、

「商品・サービスおよびその提供方法において革新性の認められる企業」と定義されている。そもそもベンチャービジネスという言葉は和製英語であり、アメリカでは New-Technology Company, New Venture, Venture Operation 等と呼ばれている。これらから察するに、「Venture」という英語の意味を考えると「冒険的」「リスク・テイク」というキーワードが挙がる。また、上述の定義から察するに、独創的・革新的アイデアを経営の戦略的な強みとして有している事もポイントとなる。

これらの事より、単なる投機的事業にとどまらずに、アントレプレナーシップ（企業家精神）を発揮してリスクを伴う新事業に独創的・革新的アイデアを持って冒険的に取り組む事業を行う企業であるといえる。

以上から、「ベンチャー企業とは、大企業の直接的支配を受けず、変化する時代のニーズに独創的、革新的技術を用いて商品やサービスを展開し、潜在需要を掘り起こす事により、新規ビジネスフィールドを開拓し、アントレプレナーシップ（起業家精神）を全社体制で発揮しながら、企業としての成長に向かう企業」ということができる。また、上場・未上場に関しては、その基準をしてベンチャー企業か否かを判断することはないものとする。

日本では、ベンチャー支援策の対象企業の幅に中小企業が含まれている。ここで留意すべきは、中小企業がベンチャー精神を持つ企業と必ずしも同じではないということである。支援対象が各政策毎に曖昧なので、本来支援されるべきベンチャー企業に対して有効な支援が行われないリスクが発生する可能性が考えられる。そこで、今後、支援策を行う上で、その対象企業の範囲を明確に示し、支持する側とされる側双方にとって、その選択が適切に行われるようにすることで、より有効性のある支援の実現が可能になると思われる。これはベンチャービジネスの発展、ひいては日本経済全体の活性化に向けて早急の課題であると言えるだろう。

章 なぜ質の悪いベンチャー企業を減らす必要があるか

問題意識でも述べたが、質の悪いベンチャー企業を減らすことが日本経済における最も重要な課題の1つである。かつてはベンチャー企業の絶対数を増やすベンチャー振興策にのみ焦点をあて施策が行われがちであったが、むしろ現在はそういった施策をなくす時期に来ている。

質の悪いベンチャー企業が登場したことは、マーケットの健全性を保つことに悪影響を与えている。マーケットの健全性を保つことは、投資家・消費者保護の観点から重要であり、それは資金調達を行う企業側、商品を生産する生産者にとっても利益となる。よって、市場参加者全体の保護につながり日本経済の発展において不可欠なファクターである。

昨今のメディアによるニュースを見ていると、不祥事により世間を騒がせている企業の報道が多い。その中でも、ベンチャー企業による不祥事、例えばライブドア事件など我々の記憶に残っているものが幾つかある。さらに、日本経済新聞の紙面でも、新興市場を中心に、上場から間もないうちに不祥事を起こす企業や、上場直後に業績予想を大幅に下方修正して株価を急落させるケースが目立ってきている。

世界的に見ても日本は国全体の産業においてベンチャー産業が占める割合はいまだ小さい。アメリカではかつて不況の回復をベンチャー産業が大きく担ったことがあり、今では当時ベンチャー企業だったマイクロソフトやhpなどアメリカの主要企業となっている企業がある。日本もバブル崩壊後、産業構造の変化を経て、さらにBRICsなどの台頭を受けて、今後日本が国際経済の舞台で競争できるためには、人的資本・知的財産をコアコンピテンスとした企業の存在が求められている。それは日本においてベンチャー産業が大きな役割を果たす可能性を秘めている産業であるということであり、だからこそベンチャー企業のモラルの維持・向上が何よりも求められる。よって闇雲に企業数のみを増やすような施策は止めるべきである。そこで、我々は現在の施策の見直しを本論文で行う。

また、有望なベンチャー企業をさらに育成するような環境の整備を行うことも大切である。株式市場の整備も重要な問題であり、とりわけベンチャー企業が多く参加している新興市場には注目すべき改善点が見られる。本論文ではジャスダック、マザーズ、ヘラクレスの新興三市場に焦点を当てて検討を行う。さらには民間サイドからベンチャー企業の活動を支援するエンジェル、ベンチャーキャピタルについても議論すべき点があるので取り上げる。

こうした点を踏まえて、次項の第二部より、具体的なベンチャー企業を取り巻く環境について細かく論じていきたいと思う。我々は、政府の視点、株式市場の視点、民間の視点、という3つの切り口から考察する。主に、政府の視点では政策を扱い、市場の視点では上場基準と上場引き受け審査基準を扱い、民間の視点ではベンチャーキャピタルについてフォーカスして論じていく。

二部 ベンチャー支援策の現状と問題点

章 政府の視点

現行制度の検証

1 節 問題意識

この章では、政府によって現在行われているベンチャー支援策について検証していきたいと思う。前述のように、日本ではベンチャービジネスの重要性が大きく取り上げられてきた。そして、その発展のために考えられるあらゆるベンチャー支援策が政府によって施行されてきた。しかし、支援拡大に一辺倒な姿勢のもとに施行された支援策であったために、不祥事を起こすような質の悪いベンチャー企業の増加を招いてしまった事も事実である。よって、これからは企業の不祥事を抑止しながらも、本当に効果的なベンチャー支援となりえるような支援策を行っていくべきである。以下では、こうした観点から現行のベンチャー支援策について考察していく。

2 節 現行の支援策

それぞれの支援策は間接的にベンチャー企業を支援するものや、ベンチャー企業を超えた範囲に及ぶものなど様々である。したがって、ベンチャー支援策について述べる際にはそれぞれの支援策の定義に注意しなければならない。まず、現在行われているベンチャー支援策について幾つか取り上げて紹介する。

2.1 投資事業有限責任組合法(ファンド法)

(1) 仕組み

投資事業有限責任組合法は、中小ベンチャー企業に投資をするための組合をつくるために制定された法律である。日本においてプライベート・エクイティ・ファンドが出てきたのは、1980年代頃と言われる。そのころはこのような法律はなかったため、主に民法に基づく任意組合を使ってファンドを組成していた。民法の組合というのは、出資をする組合員が無限責任を負ってしまうというデメリットがある。そのため、非常にリスクが高く、なかなか多くの資金を調達しにくいという問題があった。諸外国には有限責任の組合をつくるための法律があるが、我が国においてはそのような法律がなかったために、中小ベンチャー企業に対する投資をする上で有限責任の組合をつくれるようにと、最初に民法の特

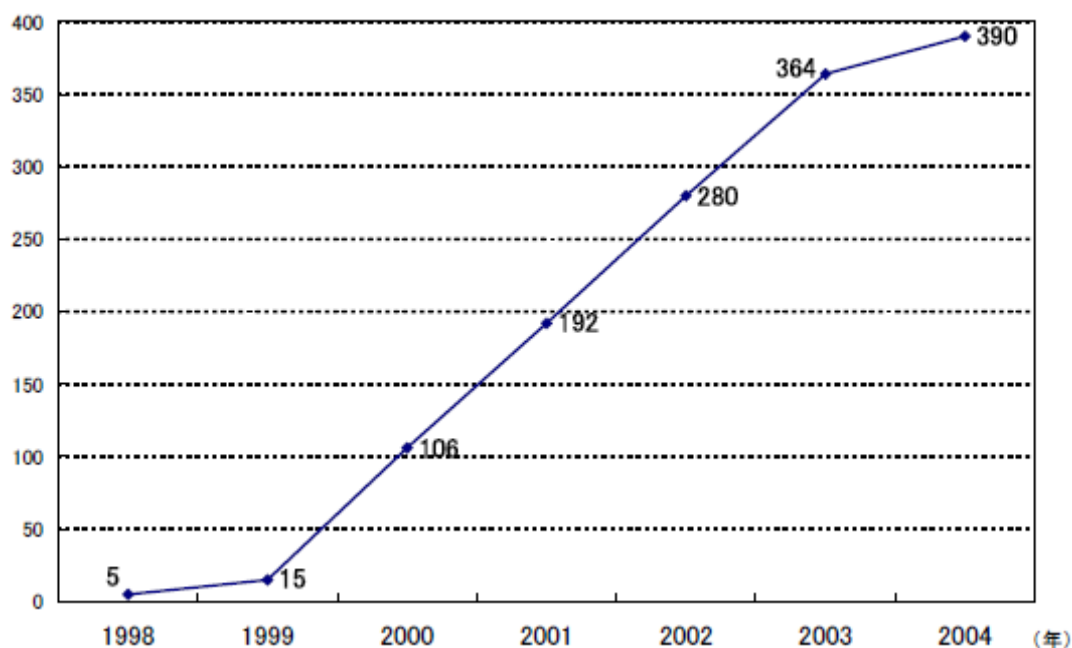
別法という位置づけで制定されたのが、当初の「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」という法律である。これが制定されたのが平成 10 年である。

ファンド法の目的は、事業者に対するリスクマネーの供給を促すことである。条文では、「この法律は、事業者に対する投資事業を行うための組合契約であって、無限責任組合員と有限責任組合員との別を約するものに関する制度を確立することにより、事業者への円滑な資金供給を促進し、その健全な成長発展を図り、もって我が国の経済活力の向上に資することを目的とする。」となっている。今まで会社の資金調達というのは、その殆どが銀行からの融資に頼っていたというのが現状であった。しかし、経済状況の場合、危ない企業ほど銀行からは資金が調達できないという不具合が生じる。そういった状況下で、リスクは高いがリターンも高いといった資金を供給できる人は誰かといったときに、銀行に取って代わってリスクマネーの供給主体になり得るものとしてこのファンドに焦点が当てられた。ファンドによるベンチャー企業への投資の拡大を目指しているのである。

(2) 有限責任組合数の推移

まず、有限責任組合数の推移について 1998 年から 2004 年までを見ていく。

図表：2 - 1



出所：日本証券業協会 投資事業有限責任組合法について

ファンド法に基づく有限責任組合数の推移についてだが、1998 年に当初立法されたときは 5 件しかなかったのが、何度か改正を経て、2004 の 3 月末には、速報値ではあるが 400 件を突破している。今後もさらに増えていくことが考えられる。

では、400 件というのが全体からみてどの程度の数値なのかということ、匿名組合や民法上の

任意組合などといった投資事業を営んでいる組合が全体で大体 1,000 件あり、そのうちの 400 件がこの法律に基づく有限責任組合ということになる。ベンチャーファンドというのは、中小ベンチャー企業に投資してリターンを得ていくというファンドであるが、これは約 900 件ある。それから、いわゆる買収を行うバイアウトファンドが大体 100 件になる。これらのファンドは、1 ファンドあたりの規模が大きく違うので、ファンド規模で比較すると金額的には近接してくるわけである。それらの投資ファンド全体で 2.4 兆円の規模になる。この 2.4 兆円というのは、この金額がそのまま投資されているわけではなく、これはいわゆるコミットメントベースの金額である。すなわち、2.4 兆円までの枠であれば、ファンドの運営者が投資のためにお金を融通してほしいと言え、投資家が実際にお金を出すということである。そういう約束をしている分が 2.4 兆円ということである。

2.2 大学発ベンチャー1000 社構想

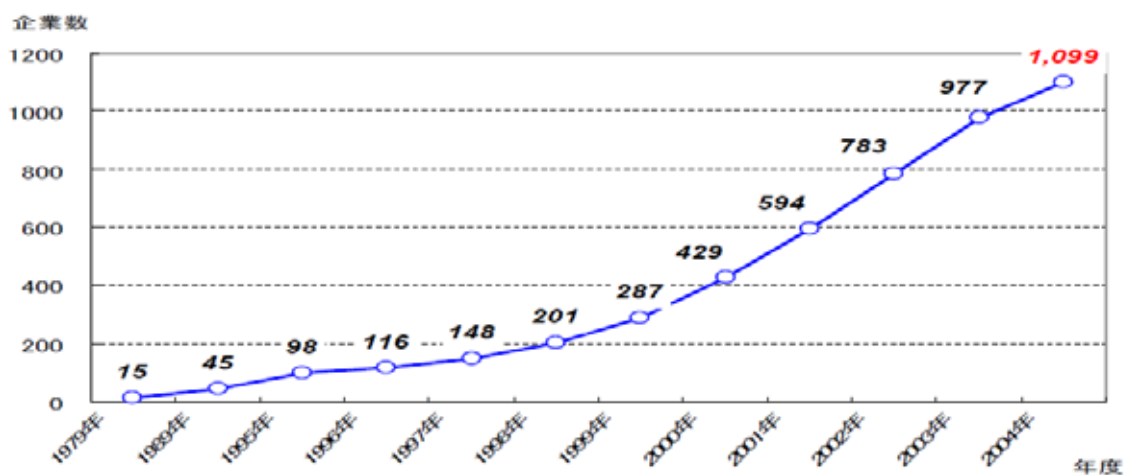
(1) 仕組み

長期化する景気の低迷はかつてない厳しい雇用情勢を招いているが、経済復興の新たな担い手として期待されているのが、機動性に富んだ、活力あるベンチャーである。このため、起業に欠かせない技術シーズを豊富に保有する大学からのベンチャーは、近年大きな注目を集め、その支援策も様々な角度から検討されてきている。

そこで、大学の「知」をビジネスの核として設立する大学発ベンチャーの創出を促進するべく、経済産業省が平成 13 年 5 月に平成 16 年度末を目標として発表し、産学官が一体となって大学発ベンチャーに対する支援策を講じたものである。

(2) 実績

図表：2-2 大学発ベンチャーの設立年度別企業数



出所：経済産業省 大学連携推進課

実績を見てみると、大学発ベンチャー企業の設立数は 2004 年末に 1099 社となり目標は達成された。

2.3 中小企業新事業活動促進法

中小企業新事業活動促進法は、中小企業を日本経済の活力の源泉であるとし、その果たす役割の大きさから中小企業の新たな事業活動の促進が普遍の政策課題であり、中小企業法が掲げる理念を具体化するために制定されたものである。

中小企業の全てがベンチャー企業というわけではないので、中小企業支援が必ずベンチャー振興に繋がるとは言えない。そこで、ここでは間接的ではあるがベンチャー企業を育てようという目的が強いエンジェル税制と中小企業技術革新制度の 2 つを取り上げる。

エンジェル税制とは、ベンチャー企業が個人投資家から資金調達し易い環境を創っていただくという趣旨に沿って施行された税制優遇措置であり、中小企業技術革新制度(日本版 SBIR)は、経済産業省をはじめとする 7 省庁が、外部研究開発費の一定割合をベンチャー企業に集中的に投入するとともに、その開発成果の事業化を促進する制度である。

3 節 考察

ここからは、改善の余地がある政策について考察する。

3.1 エンジェル税制

(1) 仕組み

まず、エンジェル税制の内容について説明する。エンジェル税制とは、ベンチャー企業の株式を金銭の払い込みによって取得した個人が、投資時点と譲渡時点において 3 つの優遇措置を受けられるという制度である。

1 つ目は投資時点における優遇措置である。これは、ベンチャー企業に投資した同一年度の株式譲渡益について、ベンチャー企業に対する投資額分だけ課税を繰り延べることができるというものである。例えば、ベンチャー企業へ 200 万円投資した年に、他の株式譲渡益が 300 万円あったとする。その場合は、300 万円のうち 200 万円は繰越対象とし 100 万円のみを課税価格とすることができる。

2 つ目は売却時点において利益が発生した場合の優遇措置である。これは、ベンチャー企業の株式を 3 年超保有して、未公開段階であって一定要件を満たす売却をしたときまたは公開後であってその公開後 3 年以内に売却したときは、譲渡益を 1/2 に圧縮して課税する特例が受けられる、というものである。例えば、企業の株式を 200 万円で取得し、投資先企業が上場して、株価が 1000 万円になった場合に、本来ならば 800 万円の譲渡益が課税価格

となることを 400 万円に圧縮して課税されるということである。

3 つ目は売却時点において損失が発生した場合の優遇措置である。これは、公開前に当該株式の譲渡により生じた損失を、その年の翌年以降 3 年にわたって繰り越して、他の株式譲渡益から控除できる特例が受けられるというものである。また、公開前に、ベンチャー企業の解散に伴う清算終了や破産手続開始の決定によって、当該株式の価値がなくなった場合にも、一定の金額を譲渡による損失とみなして、上記の繰越控除の特例が受けられる。このような優遇措置を受けるには一定の要件にあてはまる企業に投資しておかなければならない。エンジェル税制の適用が認められる投資対象としてのベンチャー企業の要件は、設立 10 年未満の中小企業者であること、新たな事業を実施するために売上高の一定割合の費用を支出している企業であること、外部からの投資を投資時点で 1/6 以上取り入れている会社であること、大規模会社の子会社でないこと、未上場の株式会社であること、の 5 つである。ただし、経済産業省に認定された投資事業組合を通じて投資したベンチャー企業、グリーンシート¹・エマージング²区分に指定される株式会社については、民間事業者の目利き力を尊重し、新たな事業を実施するために売上高の一定割合の費用を支出している企業であること、外部からの投資を投資時点で 1/6 以上取り入れている会社であること、といった要件は免除される。

(2) 現状

次に、エンジェル税制の現状についてみていく。制度創設平成 9 年度から平成 19 年 3 月末までのエンジェル税制の累計利用件数は 1743 件、投資金額は 28.3 億円と近年の利用実績はこれまでになく伸びてきており、様々な制度の拡充を重ねてきた結果であると考えられる。確かに適用要件の緩和などにより利用実績は伸びている。3 度の改正を経て、エンジェル税制は確実に前進していると言える。エンジェルは企業のシード・アーリー期への資金提供を行う主体であり、成功した優秀なベンチャー起業家が多い。そして、エンジェルは資金提供を行うだけでなく経験に基づいた経営支援やアドバイスなども行う。したがってエンジェルはベンチャー企業に対してガバナンスの役割も担っており、エンジェルに投資してもらうことはベンチャー企業の質の向上にもつながっていく。よって、不祥事の防止にもつながるのではないかと。このようなことから、エンジェル税制はこれまで同様に実施しされていくことが望まれる。

また、不祥事防止の観点から考えると、適用要件を緩和する事は質の悪いベンチャー企業に対して投資してしまうリスクを高めることにもなる。したがって、エンジェル税制の

¹グリーンシートとは、日本証券業協会が、非上場企業の株式を売買するために、平成 9 年 7 月からスタートさせた制度。非上場企業への資金調達を円滑にし、また投資家の換金場を確保する目的で、証券取引法上の有価証券市場とは異なったステータスで運用されている。

²エマージング区分は証券会社による審査を行った結果、成長性を有する等によりグリーンシート銘柄として適当であると判断された企業が発行する株券等を指定する銘柄区分。

適用要件に関しての緩和は、このリスクに配慮し工夫しなければならず無闇に行うべきではない。このため、エンジェル税制をより効果的なベンチャー支援策とするために今後さらなる法改正を行うとするならば、損失発生時の措置についての項目に議論の余地が残されていると考えられる。

(3) 提言

エンジェル税制の適用企業に投資した株式の譲渡に関しては、リスクマネーの供給を促進するという同税制改革の主旨を踏まえ、利益が発生した時より、損失が発生した時の措置を充実させるべきである。エンジェル税制においてはイギリスなど成功例があり、これらを参考にしつつ、日本の状況に応じて改善していく必要がある。例えば、フランスでは損失金額の繰越期間が5年となっており日本の3年よりも長い。このことから、日本でも期間の延長を検討する余地があるのではないかと。また、損失が生じた場合の控除対象範囲についても、現行の他の株式譲渡益から、拡大しても良いのではないかと議論もある。例えば、対象範囲を金融所得とする等が考えられる。間接金融から直接金融へと変化していく中で、株式譲渡損失と利子所得の損益通算を可能とするために金融所得課税一体化が図られているという観点からも、対象範囲を金融所得へと拡大する事は有意義である。

(4) ベンチャーキャピタル投資に対する優遇措置

次世代を担う先端産業は、海外ではベンチャー企業が切り拓いていく事例が多く、資金調達や経営支援の面でベンチャーキャピタルが大きな役割を果たしている。したがって、民間の視点で、新たなイノベーションを推進し、将来大きく成長する可能性の高い企業を見極めて投資し、経営支援を行う優秀なベンチャーキャピタルの投資先については、一層の優遇措置を講じていく必要があるのではないかと。一定の条件を満たすベンチャー・キャピタルによる投資先は大きく成長・発展する可能性が高い。したがって、このようなベンチャーキャピタルおよび認定投資事業有限責任組合の投資先企業への投資についても、損失が発生した場合の優遇措置について検討されるべきである。

3.2 中小企業技術革新制度

(1) 仕組み

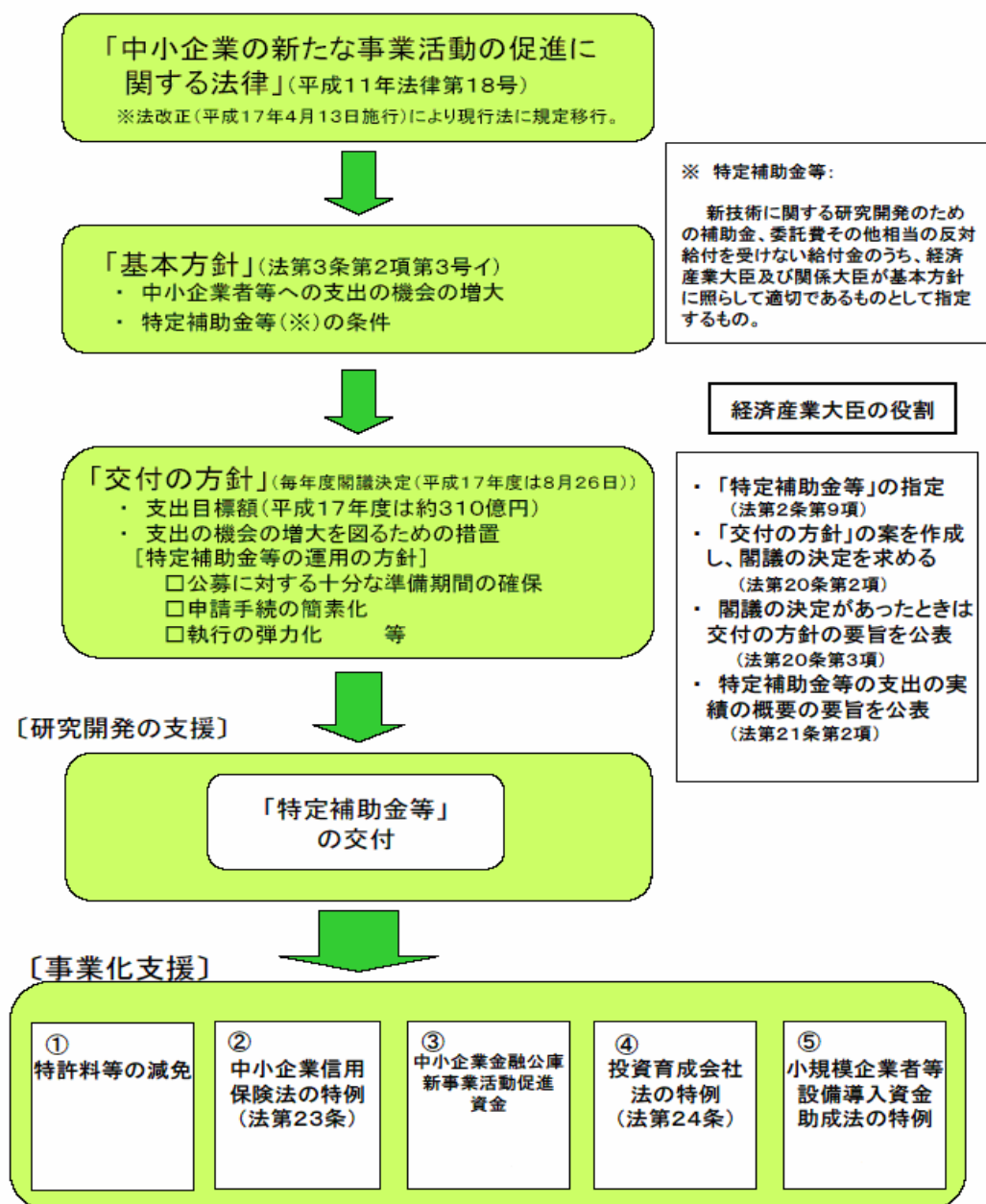
次に、中小企業技術革新制度の内容について説明する。中小企業技術革新制度とは経済産業省を始めとする7省庁が連携し、新技術に関する研究開発のための補助金等について中小企業等への支出の機会の増大を図るとともに、その成果の事業化を一貫して支援する制度である。具体的には、まず、中小企業の新たな事業活動につながる新技術に関する研

究開発のための補助金・委託費等の増大を図るため、特定補助金等について、中小企業に対する支出の目標額や目標実現のための措置を定める。そして特定補助金の交付を受けた中小企業者等は事業化のための支援として、特許料の減免や債務保証の枠の拡大等の措置が受けられる。この、事業化までを一貫して支援するという特徴により中小企業の研究開発を促すものというより、ベンチャー企業を育てようという目的が強いものとなっている。

図表：2-3

2. 制度の仕組み図

SBIR制度のスキーム図

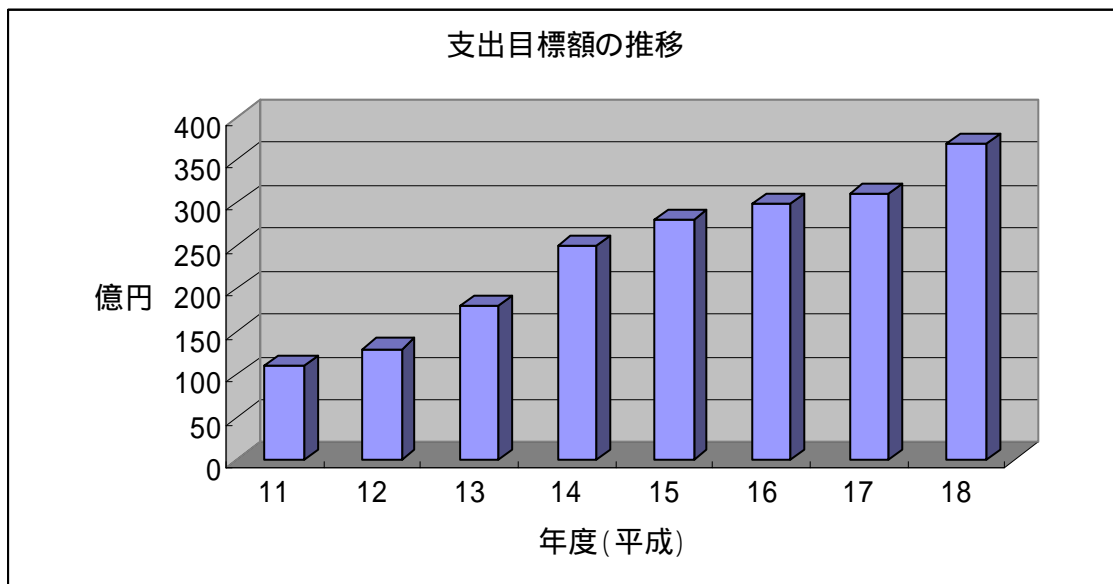


出所]：経済産業省 中小企業技術革新制度～ご利用の手引き～

(2) 現状

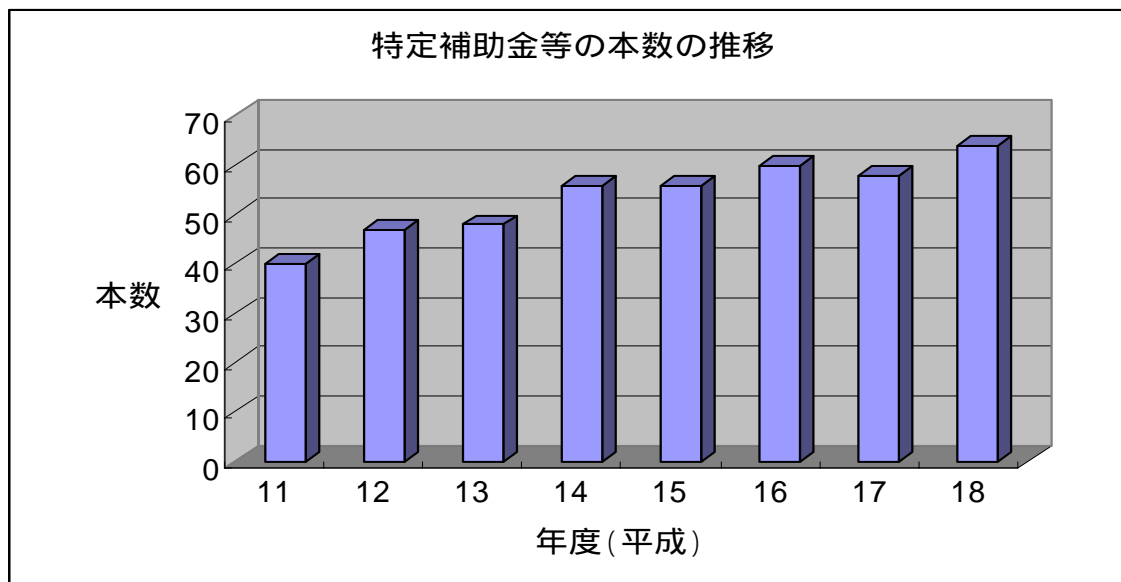
以下で現状についてみていく。図表：2-2 は研究開発補助金等の中小企業向けの支出目標額の推移、図表：2-3 は特定補助金等の本数の推移である。

図表：2-4



出所：経済産業省 中小企業技術革新制度～ご利用の手引き～

図表：2-5

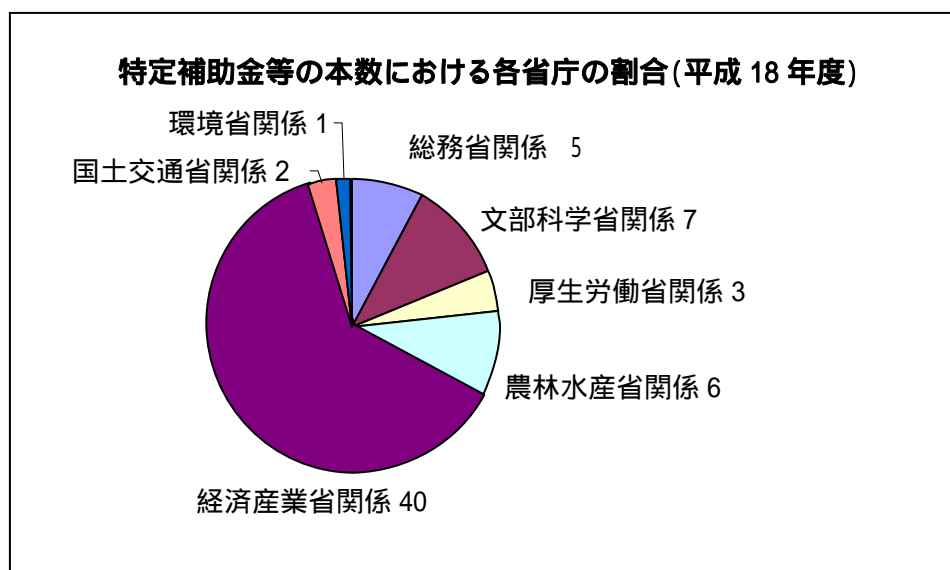


出所：経済産業省 中小企業技術革新制度～ご利用の手引き～

このように、支出目標額と特定補助金の本数は増加してきており、実績は伸びてきてい

る。しかし、毎年その中身の 7,8 割は経済産業省関係であり、関係省庁が連携して中小企業による研究開発とその成果の事業化を一貫して支援するという観点からは、期待されるレベルにまでは達していない。そのため、中小企業技術革新制度、所謂日本版 SBIR が日本に根付いているとは言い難い。また、不採択となった企業への指導という点でも、現在では原則として不採択の理由の通知までに留まっており、企業育成という観点からは不十分である。

図表：2-6



(3) 提言

・省庁横断型の統一的な運用ガイドラインの導入

日本版 SBIR は法制度化に当たって省庁横断的な導入に戦略的に取り組み、7 省庁の巻き込みに一定の成功を収めた。しかし、省庁横断のレベルが、本来 SBIR に期待されるレベルにまで至っていないのである。

すなわち、7 省庁は日本版 SBIR に共同で参加はしているものの、SBIR プログラムという共通の形式を採用していない。各省庁は、日本版 SBIR という枠の中に、中小企業向けに、各省庁の既存の研究開発補助金プログラムをそのまま投下したために、日本版 SBIR は多種多様な形式の補助金プログラムが混在する状態になっている。

繰り返すが、SBIR のもっとも重要なポイントは、省庁横断型のシンプルで大規模なプログラムであることである。この主旨にのっとり、日本版 SBIR は、省庁横断型のシンプルな仕組みづくりを貫徹する必要がある。なすべきことは、まず日本版 SBIR プログラムの基本形を明確にすることである。

例えば、アメリカの場合は、2段階競争選抜方式がSBIRの基本形である。そこでは各段階の実施機関、助成額、評価基準などが標準化されており、各省庁ともこの基本形を採用している。だからSBIRはシンプルで分かりやすいのである。各省庁の事情もあろうが、日本版SBIRプログラムの形式は一つであるべきで、省庁毎に様々な形式のプログラムが混在していたのでは、その効果は減殺されてしまいます。

他にも公募時期、企画書様式、知的所有権の帰属関係などに関して、各省庁が個別ではなく、統一的な運用ガイドラインを導入することがまず必要である。

・企業育成

アメリカでは、不採択になった企業に対して、不採択になった理由、また今後のその企業の事業計画策定の改善点、ということも丁寧に文書で答えている。つまり、採択された企業のみならず、採択されなかった企業の育成にも力を入れているのである。アメリカでベンチャー企業が育ってきた背景には、コストを払いながらもこうした丁寧なことをやってきたことがあるのではないかと見られる。長期的な視点から見れば、目先の事業化の支援だけではなく、ベンチャーが生まれる土壌の育成にも尽力していくべきである。特に日本では、社会的にベンチャーが育ちにくいといった指摘が多い。したがって、日本でも、単に不交付・不採択の理由を伝えるだけではなく、事業計画そのものの改善点・改善策を明示して伝えていかなければならない。これからの支援策には、短期的に結果を得ようとするものではなく、支援策を社会に根付かせ日本の社会をベンチャーが生まれやすいものへと変えていくといった長期的な視点が重要である。

章 新興市場の視点

上場基準・上場引受審査基準

1 節 問題意識

上場後に不祥事を起こしたり、業績を下方修正したりと、質の悪いベンチャー企業が現れた原因として上場基準・上場引受審査基準の観点から考察してみる。

ここで、まず留意しておきたい点は、理論的には市場の価格づけのメカニズムが完全に機能しているとしたら、不祥事を起こした上場企業の株価にそれが反映されるはずであるからその企業は市場内での資金調達が困難になる。よって、上場基準・上場審査基準を強化するとしても、それがシンプルに質の悪いベンチャー企業の発生の抑止力に繋がらないのではないかと、という点である。しかし、現実的には本当に価格づけのメカニズムが反映されているかは疑問が生じる。まず情報の非対称性が生じていることから考えれば、ある企業が不祥事を起こしたとして、その事実が確実かつ早急に情報開示される保証が無い。近年、ディスクロージャーの重要性が多くの場所で主張されてきているのは、まさにそういった問題を解決するためである。さらに、デイトレーダーや個人投資家の中には、企業の具体的なビジネス内容や業務実態について関心を抱くことなく、単純に株価の動向だけで投資の判断をしている人もいる。こういった投資家の選好の多種多様さ等を考慮したら、市場で価格づけのメカニズムが完全に働いているとは到底いえない。

また市場規律が機能するには時間がかかるものであるから、新たな上場基準等の規則づけにより状況を改新することは有効な手段である。よって、上場基準・上場引受審査基準を強化・改善することで質の悪いベンチャー企業数を減少させることができるのではないだろうか。

2 節 上場基準に関して

上場後に不祥事を起こしたり、業績を下方修正したりと、質の悪いベンチャー企業が現れた原因として、新興市場の上場基準の観点から考察してみる。

日本において代表的な新興市場は、ジャスダック、東証マザーズ、大証ヘラクレス（旧ナスダック・ジャパン）である。

ジャスダック市場は、中小中堅企業、ベンチャー企業向けの株式流通市場であり、長らく店頭市場として運営されてきたが平成 16 年 12 月に証券取引所に組織転換し証券取引所となった。日本のベンチャー企業等の新興企業向けの市場としては、ジャスダック市場はこれまでの歴史もあり最も大きな市場であり、初めて証券市場に株式を上場する企業の数はジャスダック市場が最大である。

マザーズは、東京証券取引所がベンチャー企業等の新興企業向けに平成 11 年に新たに創設された。マザーズは、新興企業に早期の資金調達の間を提供すること、投資家に既存市場とは異なる新たな投資物件を提供することを目的とした市場である。また上場対象となる企業について高い成長の可能性を有する企業というコンセプトを定めている点が特徴である。上場がもっとも容易な市場であるといわれ、市場開設後、新規上場会社数が一時低迷していたが、最近は増加傾向にある。

ヘラクレス市場の前身というべきナスダック・ジャパン市場は、ナスダック・ジャパン株式会社と大阪証券取引所との業務提携に基づき、大阪証券取引所内の既存市場から独立および並存する市場として創設され、平成 12 年 6 月より取引が開始されたが、平成 14 年 12 月に廃止された。その後、大証の後継市場として用意されたヘラクレスにおいて株式売買されている。ヘラクレスは米国ナスダック証券市場のコンセプトおよび市場経営のノウハウを最大限に活用した市場運営を目指すこととしたナスダック・ジャパン市場の考え方と上場基準をそのまま継承している。

以下に市場別の新規上場会社数の統計を示す。

図表：5-1（市場別新規上場会社数）

（単位：社）

| | 2005 年上半期 | 2006 年上半期 |
|---------|-----------|-----------|
| 新規上場会社数 | 75 | 93 |
| JASDAQ | 36 | 33 |
| 東証マザーズ | 12 | 14 |
| 大証ヘラクレス | 16 | 22 |
| その他市場 | 11 | 24 |

出所：あずさ監査法人〔2006〕 株式公開（IPO）に関する情報

日本におけるベンチャー企業向けの新興市場の上場基準は、他の市場に比べて緩く設定されている。新興市場同士で比べてもジャスダックに比べ、後発のマザーズ、ヘラクレスは上場基準が緩いものとなっている。これらは市場間競争によって生まれたものであり、世界的に見ても見かけられる事例である。以下に東証における具体的な上場基準の差異を示す。

図表：5-2 東証における主要上場基準の差異

| | マザーズ | 東証2部 |
|---------|-------------------|---------------------------------|
| 利益 | なし | 経常利益が最近2年間で、1年目が1億円、2年目が4億円以上など |
| 株主資本 | なし | 10億円以上 |
| 株式数 | 上場時 1,000 単位以上の公募 | 上場時 4,000 単位以上 |
| 時価総額 | 5億円以上 | なし |
| 設立経過年数 | なし | 3年以上 |
| 四半期決算開示 | あり | なし |

出所：宮脇〔2005〕『ベンチャー企業経営戦略』

これらの上場基準の緩みが、質の悪いベンチャー企業を上場させてしまった一因にはなっているだろうが、今すぐ上場基準を厳しいものに変えるべきかという点、そこには議論の余地が存在していると考えられる。

かつての日本は“上場するまで三十年”と言われていたように、上場するまでに相当時間的準備を要し、さらに上場基準も非常に厳しいものであった。そのためスタートアップ期のベンチャー企業が株式公開するのは非常に困難であり、市場の整備が求められてきた。さらにメインバンク制が崩壊後、とりわけ創業からの日数が浅く急成長期にあるベンチャー企業の資金調達方法が、間接金融から直接金融へシフトし、リスクを広く分散して、ハイリスク・ハイリターン of 事業でも資金調達できることが望まれる現在では、企業側、投資家側の双方にとって開かれた市場の整備が不可欠である。ジャスダック、マザーズ、ヘラクレスといった新興市場はまさにそういった時代のニーズに応えて作られたものであり、上場しやすい環境の整備により市場が活性化し、経済を上昇させる効果も併せ持つので、今後さらにその成長が期待される市場であるともいえよう。よって、上場基準を厳しくして、上場企業数自体を減らしてしまうような対処は好ましくないといえる。

3 節 上場引受審査基準に関して

そこで、上場する際に必要なプロセスである「証券会社による上場引受審査」にフォーカスしてみる。

会社が株式等の有価証券の募集や売り出しをする際に、会社に代わって証券会社はその業務を引き受けるが、その中心になる証券会社のことを幹事証券と呼び、幹事証券が1社でなく複数ある場合に、その代表となる証券会社のことを「主幹事証券」と呼ぶ。引受業務を行う証券会社は、大きく分けて、大手（野村、大和、日興等）と大手以外という分類が可能である。大手の場合、実績が豊富なことから、過去の事例に基づいたコンサルティングを受けることが可能となる。しかし、多数の上場申請予定会社を抱えていることから、上場タイミングに関して時間的浪費をしてしまう可能性もある。大手以外の場合、豊富な実績はないものの、親身に取り組んでもらえることとなり、予定していた上場時期より早く上場できる期待もできる。大手以外の中にはいわゆるネット証券会社も含まれており、その場合、個人投資家の顧客がいることから、IPOに興味がある投資家層と重なっていることを利用して、個人投資家へのアピール機会の獲得のチャンスと考える企業もいる。そこで、近年ではネット証券会社の引受比率を高くする会社も増加しつつあり、ネット証券会社が主幹事を務めるIPOもみられる。

主幹事証券は、上場企業にふさわしい内部体制を整えているかなどの引き受け審査を通じて企業の健全性や成長性を調べ、公開時期や公募価格を決める役割を果たすものであり、証券取引所の審査と同様に、未熟な企業を市場に送り出すことに歯止めをかける機能を担っている。証券取引所の審査は、評価内容的に各企業を独自に審査することが困難であるので、その前段階の証券会社での上場引受審査に、より一層の厳粛な審査が求められることになる。

3.1 近年見られる上場審査基準に関する問題

しかし近年新興市場を中心として上場から間もないうちに不祥事を起こす会社が相次いでいる。度重なる社長交代の末に倒産した居酒屋チェーンのゼクーや、東証マザーズに株式公開していたライブドアの粉飾決算、株式分割等の問題は「ライブドア・ショック」として新興市場株に影響を与え社会現象にまで発展した。

これにより「証券会社による上場引受審査基準の規制の強化をすべき」、「主幹事証券を変更して上場した場合その経緯を公開すべき」といった議論が生じてきている。

実際に平成 18 年 9 月 2 日の日本経済新聞で、野村アセットマネジメントの柴田拓美社長は「主幹事を経験する証券会社が広がるのは市場の健全な発展のために望ましいが、一部の証券会社で問題が出てきている」と述べている。さらに、オリックス証券の関屋良一引受部長は「証券会社間で審査に大きな開きがある」と指摘している。

これらの議論を受けて、金融庁の要請により日本証券業協会は引受審査の在り方を話し合うこととなった。しかし、引受審査に統一基準を設け、一定の水準を確保するためにどこまで明文化すべきか、という点に関しては主張が割れている。また、各取引市場によって業績や時価総額などの上場基準が異なることも議論を複雑にしている。

3.2 上場審査基準のばらつきの原因

審査基準にばらつきが出てきてしまった理由として証券会社に、

- ・市場を保全するために適切な企業を精査すること
- ・企業として利潤を最大化すること

という二つの目的が共存してしまっていることが考えられる。

証券会社が株式会社の主幹事証券になるのとは非常に重要な業務の一つである。したがって、証券会社は、上場可能性を有しているベンチャー企業を発掘し他社よりも先に上場する際に主幹事証券となれるように営業をかける。ベンチャー企業が上場するには準備期間に大抵 2 年程かかるので、証券会社はそのベンチャー企業が本当に有望な企業か否かの判断をほとんど判断しないまま主幹事としての契約を結ぶ。有望かどうか判断できるような時期には、もう幾つかの証券会社から営業がかけられていると考えられるため、証券会社はわれ先にと上場可能性のあるベンチャー企業に対して主幹事証券の立場を確保しようとする。ここで主幹事証券という立場が決まると、証券会社はベンチャー企業に対してコンサルティング料等の月額手数料をチャージし始める。これは証券会社側が上場に向けてサービスを提供したが、もし最終的に上場しないという事態になったときのリスクを補うために徴収している。主幹事証券によって差異はあるものの、概算ではあるがコンサルタント料は年間額概ね 200～300 万円程度になると言われている。

上場希望のベンチャー企業が上場までにかかるコストの表を以下に参照する。

図表：5-3 証券取引所への上場の場合の上場関連コスト概算額

| | | | |
|--------------|-----------------|-------------------------------|-------------------------|
| 申請期の3 期前 | IPO コンサルタン ト | プレショートレビュー 等上場コンサルティン グ | 年間概ね 200～300 万円程度 |
| | 監査法人 | ショートレビュー | 概ね 50 万円程度 |
| 申請期の 2 期前 | 監査法人 | 監査報酬 | 概ね 500 万円以上 |
| | 名義書換代理人 | 事務代行手数料 | 概ね 10～30 万円程度 |
| | IPO コンサルタン ト | 資本政策等コンサルテ ィング | 年間概ね 200～300 万円程度 |
| 直前期 | 監査法人 | 監査報酬 | 概ね 500 万円以上 |
| | 名義書換代理人 | 事務代行手数料 | 概ね 10～30 万円程度 |
| | 主幹事証券会社 | コンサルティング報酬 | 概ね年間 200 万～1,000 万 円 |
| | IPO コンサルタン ト | 資本政策等コンサルテ ィング | 年間概ね 200～300 万円程度 |

出所：上場 . com HP

<http://www.jyoujyou.com/faq/faq04.html>

一方ベンチャー企業には早く上場したいと希望している企業が多く、事業の初期段階から証券会社にアプローチをかけられるのは歓迎であろう。さらに主幹事証券が決まれば上場までのスケジュールも仮決定でき、上場予定を社内外に発表することもできる。そうなれば、人事面や経営面もビジネスの円滑さが増すだろう。しかし、主幹事証券が決まるとコンサルティング料や監査法人への費用など月額の出費が発生する。上記の表の額から考慮しても分かるように、その費用は上場前のベンチャー企業にとっては大きな負担となるのは明白である。すると、そのコストをなるべく抑えたいと考えるのは当然だろう。そして少しでも早く上場して出費を抑えようと考え、なるべく早期の上場を希望するようになる。

このような心理作用が双方に働いている状態で、両者がビジネスパートナーを組むこと

で、近年みられるような未熟企業による上場直後の業績下方修正という結果が招かれてしまう。

この流れは1998年に証券会社が免許制から登録制に移行したことで中小証券会社による上場の引受審査業務への参入が急増したあたりからよく見受けられるようになった。引受審査業務の免許を持つ日本の証券会社は現在も拡大しており、1998年の82社から2006年7月末時点で116社になっている。上場時の主幹事を獲得した証券会社の分布をみても、年に数社しか担当しない証券会社が増えている。一部の証券会社には引受審査体制の不備やノウハウ不足を指摘する声もあり、実際審査基準のばらつきを逆手にとって主幹事を変更し、上場を急ぐ企業もある。主幹事の変更はそれ自体が問題というわけではないが、上場を熱望する企業が、月額手数料やノウハウ獲得を欲して柔軟な審査をする主幹事証券を選ぶことが頻発してしまえば、市場全体の審査機能の低下という事態を招いてしまう恐れもある。まず何よりも業界全体としての審査の水準、モラルの向上がなされることが必要である。

4 節 上場審査基準強化の流れへ

日経新聞 2006 年 8 月 11 日の記事によると、証券会社の自主規制機関である日本証券業協会は、引受審査の新ルールを設け、証券会社に対して企業統治や情報開示等を重点的にチェックするよう義務付ける決定を行った。これを受けて証券会社は上場審査を強化する新ルールの方向付けがなされ、ルール違反が見つければ過怠金等の処分が検討されるようになる。

図表：5-4 新規上場審査で証券会社がチェックする項目

| |
|-----------------------------|
| 取締役会の機能などコーポレート・ガバナンスの状況 |
| 業績修正などの重要事項のタイムリー・ディスクロージャー |
| 反社会勢力の経営介入防止 |
| 震災時等の安定的な事業継続体制 |
| コンプライアンスを確保するための体制 |
| 上場後の業績見通しや事業計画の妥当性 |
| 上場時に調達する資金使途の適正性 |
| 経營業績や財務状況 |

出所：日本経済新聞 平成 18 年 8 月 11 日

注目すべきは、上場後に不祥事を起こす企業が相次いでいるケースへの対応として、取締役会が十分機能しているかといったコーポレート・ガバナンスについて主幹事となる証券会社に厳格な審査を義務付ける点、上場直後に業績予想を大幅に下方修正し株価が急落するケースへの対応として、業績見通しが妥当かどうか確認を徹底することや、業績修正時はすばやくディスクロージャーしていく組織作りを求める点である。

市場の発展には企業側、投資家側双方にとって保護された環境整備が不可欠である。投資家保護の観点から考えれば現状の基準よりコーポレート・ガバナンスを強化していくことは早急の課題であり、とりわけディスクロージャーの基準も、より厳格にしていくことが重要である。これらは上場時のみならず、株式公開後も継続的にチェック体制が整備されることが望まれよう。

5 節 上場廃止基準に関して

上場後に粉飾決算や不祥事を起こした企業や、業績が上場企業として適していない企業が増加していることから、上場廃止基準に関しても再考察が必要である。

ここで新興三市場の上場廃止基準を見てみる。

図表：5-5 ジャスダック上場廃止基準

内国株

| | | 基準名 |
|----|---------------|---|
| | | 株券上場廃止基準 |
| 項目 | 株主数 | 株主数が150人未満(猶予期間1年) |
| | 上場時価総額 | 5億円未満(猶予期間9ヶ月(所定の書面を3ヶ月以内に提出しない場合は3ヶ月)又は上場株式数に2を乗じて得た数値未満(猶予期間3ヶ月)) |
| | 債務超過 | 債務超過の状態となった場合において、1か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき |
| | 連結財務諸表等の虚偽記載等 | a. 「虚偽記載」を行った場合で、その影響額が重大であると当取引所が認めたとき b. 監査報告書等において「不適正意見」又は「意見の表明をしない」旨等が記載され、その影響が重大であると当取引所が認めたとき |
| | 流動性(注1) | 値付率が20%に満たない場合において、6ヶ月以内に20%以上にならないとき |
| | その他 | 銀行取引の停止、破産・再生手続・更正手続又は整理、営業活動の停止、不適當な合併等、上場契約違反、株式の譲渡制限、完全子会社化、指定保管振替機関における取り扱いに係る同意の撤回、その他 |

(注1)マーケットメイク銘柄である上場銘柄については、審査対象となる計算期間の末日においてマーケットメイク銘柄として指定されている場合に限り、適用しない。

出所：ジャスダック証券取引所HP

http://www.jasdaq.co.jp/list/list_25.jsp

図表：5-6 マザーズ上場廃止基準

平成 18 年 3 月 8 日現在

| | | 上場廃止基準 |
|--------|-----------------|---|
| 項 目 | 売上高 (注 1) | 最近 1 年間に終了する事業年度(上場申請日の属する事業年度は除く)において売上高が 1 億円に満たないこととなった場合(利益の額(注 2)が計上されている場合を除く) |
| | 上場時価総額 (注 3) | 時価総額が 5 億円未満となった場合で、9 か月間(事業の状況、今後の展開、事業計画の改善その他等取引所が必要と認める書面を 3 か月以内に提出しない場合は 3 か月)以内に 5 億円以上とならない場合、又は上場株式数に 2 を乗じて得た数値に満たない場合において、3 か月以内に当該数値以上とならない場合 |
| | 株主数 (注 4) | 株主数が 150 人未満となった場合で、1 か年以内に 150 人以上とならなかったとき |
| | 売買高 | 最近 1 年間の月平均売買高が 10 単位(注 5)未満又は 3 ヶ月売買不成立 |
| | 債務超過 | 債務超過となった場合において、1 か年以内に債務超過の状態でなくならなかったとき(原則として連結貸借対照表による)(上場後 3 年間に終了する連結会計年度及び事業年度は算入しない) |
| | その他 | 銀行取引の停止、破産手続・再生手続・更生手続又は整理、営業活動の停止、不適当な合併等、有価証券報告書等の虚偽記載等、宣誓事項についての重大な違反、上場契約違反、株式事務代行機関への不委託、株式の譲渡制限、完全子会社化、株主の権利の不当な制限、その他(公益又は投資者保護) |

出所：東京証券取引所 H P

http://www.tse.or.jp/cash/stock/stlisting_f.html

図表 5-7 ヘラクレス上場廃止基準

| | スタンダード | グロース |
|-----------|--|--|
| 浮動株式数 | 750 単位 | 500 単位 |
| 株主数 | 300 人 | 200 人 |
| 浮動株時価総額 | 5 億円 | 1 億円 |
| 債務超過 | 2 年連続債務超過 | 2 年連続債務超過 (上場後 3 年間は適用しない。) |
| 債務超過 + 株価 | 債務超過 かつ (株価 × 1 単元の株式の数) < 10,000 円 | 債務超過 かつ (株価 × 1 単元の株式の数) < 10,000 円 (上場後 3 年間は適用しない。) |
| 純資産額等 | 4 億円 (純資産額) かつ 50 億円 (総資産額又は売上高) かつ 50 億円 (時価総額) 又は 1,100 単位 (浮動株式数) 又は 15 億円 (浮動株時価総額) | 2 億円 (純資産額) かつ 35 億円 (時価総額) かつ 5,000 万円 (税引前利益) |

参考：大作証券取引所ヘラクレスHP

<http://hercules.ose.or.jp/listing/step/pr-st-013.html>

三つの市場全てにおいて、株主数、上場時価総額や債務超過といった、数値的判断が可能なものに関しては明文化されているが、虚偽記載やディスクロージャーに関する具体的な記載があまり詳しくなされていないのが実態である。もちろん、市場は多くの参加者がいることが望ましいので、必ずしも上場廃止基準を強化すればいいというものではない。IPOの際、容易な上場基準で上場したのにいきなり上場廃止基準が厳しいものとなっていれば、スタートアップ期のベンチャー企業で生き残れる企業は相当少ないものになってしまうだろう。

しかし上場廃止基準が緩いものとなってしまうのは、ディスクロージャーや財務諸表の質は企業の倫理観に任されてしまっているとも言えるのである。実際平成 17 年のカネボウ

の粉飾決算による上場廃止の際、鶴島琢夫東証社長が「市場側が虚偽報告を見抜くのは能力的に不可能である」とも発言している。そう考えるとやはり上場廃止基準に関して、虚偽記載や粉飾決算をさせることの無いような誘因を持つものにしていくべきだろう。投資家保護の観点からも、そのような不祥事を犯した企業に対しては厳しい対応をしていくことが市場の発展へと繋がるといえよう。

また、数値的基準に達することが出来ずに上場廃止になった企業が経営体制を刷新し、上場基準を満たす水準になって再上場を希望する場合、速やかに手続きを行えるようにし、不祥事によって上場廃止となった企業との間に差を設けることによってディスクロージャーの重要性を認識させられるのではないだろうか。

上場引受審査の強化と平行して、上場廃止基準の検討も常に求められる課題であるといえる。

6節 今後望まれる展望として

新興市場の状況の変化と、引受審査を強化する観点から、今後どのような展望が望まれるだろうか。

引受審査基準の新ルールに関して

- ・コーポレート・ガバナンスの状況（取締役会の機能状況等）
- ・タイムリー・ディスクロージャーの組織作りの徹底

といった項目の重要性をベンチャー企業側、証券会社側の双方に認識させることが重要である。

上場後の監視システム

上場後も監視体制化に置けるようなシステム作りの必要性があるのではないか。これは現状では上場廃止基準によって、上場企業として適切か否かの判断をすることになっているが、上場廃止基準自体が強化されるべき・虚偽報告を防止できていないのではないか、といった議論の対象になっており、上場廃止基準の強化・再検討も求められている。そこで、早期警告制度を充実させてはどうだろうか。上場企業として適切ではないと判断された行動を起こした企業に対し、証券市場側が警告を行い、その情報は投資家に対しても速やかに公開される。そうすれば、株価にも影響を与えることに成り得るし、かつ企業側も改善することが出来るだろう。上場廃止は企業にとっても投資家にとっても歓迎されるべき事ではないので、なるべく上場会社の数を減らすことなく質を向上させられるのではないか。

さらに各市場が監視委員会を発足して、監視システムのインフラ整備もすべきではないか。

引受審査基準の具体的な水準設定

証券業協会において

- ・引受審査部門の独立性の確保
- ・引受審査マニュアルの整備
- ・内部監査部門等における引受審査のチェック体制の構築

等に関する具体的な最低水準の整備を行うべきではないか。この水準に関しては現状で適切な審査を行っていると考えられる証券会社の基準を適応するのが有効だろう。

証券取引所の変更・主幹事証券の交代に関して

上場申請する証券取引所の変更や主幹事証券会社の交代を安易に行う企業が存在しており、さらに主幹事証券の中にも、ただ実績を作りたいがために柔軟な引受審査を行う恐れがある証券会社もいるので取引所変更や主幹事交代があった企業にはその事実関係や経緯

を公表させるべきではないか。

主幹事証券に対して

上場直後に上場廃止基準に抵触する等の問題が判明した企業の引受審査を行った主幹事証券会社名を事実関係とともに公表してはどうか。また証券取引所及び証券業協会の検査・監査を速やかに実施し、引受審査自体に問題がなかったかどうかについて検証する体制を構築することとしてはどうか。

不祥事を起こしてしまった場合の対処

引受審査体制に問題がある証券会社や上場後に不祥事を起こした企業の主幹事証券に対して、法的ペナルティを科す法律を整備してはどうか。ただし、証券会社が発行体に対し必要以上に関与することは適当ではないという観点も考えられる。そこで一定期間を（一年程度）定めて、その期間内は自らが審査を行った企業に関しては証券会社にもある程度の管理責任を負わせることで、証券取引所にはカバーできない範囲まで監視の体制を拡げられよう。

章 民間の視点

ベンチャーキャピタル

1 節 ベンチャーキャピタルの役割及び問題意識

より効果的なベンチャー振興策について考えるにあたり、ベンチャー企業に資金提供を行うベンチャーキャピタルについても着目する必要がある。

以下で、まずベンチャーキャピタルとはどういった集団なのかを明示する。また、ベンチャー企業専門の民間投資機関としてもう 1 つの重要な存在であるエンジェルについても簡単な説明を加える。

1.1 ベンチャーキャピタルとは

ベンチャーキャピタルとは、ベンチャー企業に対し、新株発行や社債等の発行の引受けを通じて資金提供を行う投資集団のことを指し、資金調達が困難なベンチャー企業にとって重要な存在である。

ベンチャーキャピタルは、ベンチャー企業に対して投資を行い、将来そのベンチャー企業が株式公開をしたときのリターンを得ることを目的としている。基本的に、ベンチャーキャピタルは利息や配当等のインカムゲインによって利益を得るのではなく、株式の譲渡益であるキャピタルゲインによってリターンを得る。その背景には、投資と回収のサイクルを早めたいという意向がある。ベンチャーキャピタルが一度に投資できる企業数は限られているので、投資した資本の回収を早めて次の投資への移行をスムーズに行わないと、ベンチャーキャピタル自身の収益が低下してしまう。よって、利息や配当といった小額のリターンでは投資額の回収に時間がかかってしまい適切ではなく、株式売却によって短期に多額のリターンを得ようとする。

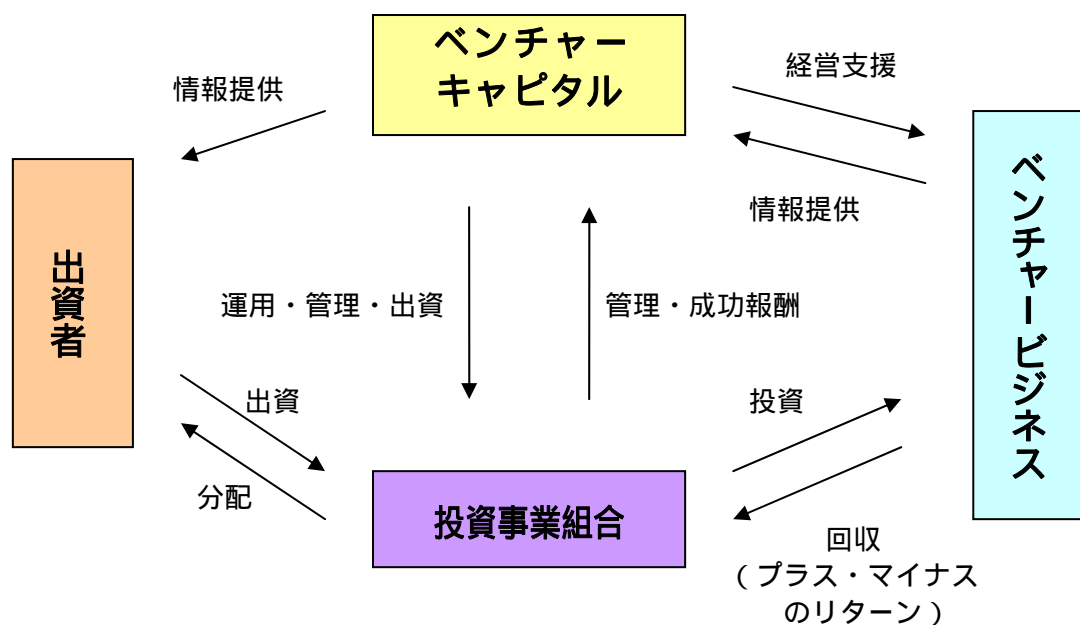
1.2 ベンチャーキャピタルのビジネスモデル

次にベンチャーキャピタルのビジネスモデルについて説明する。ベンチャーキャピタル投資は自己資金によるプロパー投資とファンドによる組合投資に区別される。ベンチャーキャピタルはこれらの投資を平行して行うこともあるが、その場合、どの投資資金をどの投資案件に用いるか問題になることがある。そのため、近年、投資事業組合を運営しているベンチャーキャピタルにおいては、混乱を避けるため組合投資のみを行う傾向にある。そこで、ここでは組合投資のビジネスモデルについて説明する。

図表：6-1 は、組合投資のビジネスモデルをまとめたものである。このビジネスモデルの

流れを説明すると、まず、ベンチャーキャピタルが投資事業組合を組成し、無限責任組合員としてファンドの管理運営を行う。そして、組成された投資事業組合への出資を募り、投資事業組合の趣旨に賛同した出資者が出資を行う。これによって、投資するために必要な資金を確保する。そして、このようにして集めた資金を投資すべきベンチャー企業をベンチャーキャピタルが選定し、投資事業組合が投資する。その後、ベンチャーキャピタルは投資したベンチャー企業に対して経営支援を行う。このときベンチャーキャピタルはベンチャー企業からの情報提供を必要とし、その情報をもとに経営支援を行い投資先企業の企業価値を高めていく。また、ベンチャーキャピタルもその過程を出資者に対して情報開示していく。資金の回収は、上場した企業の株式売却などによって行われ、投資事業組合が回収し出資者へ分配する。この時ベンチャーキャピタルは、投資事業組合の運用管理に対する管理報酬と、得られたキャピタルゲインに対しての成功報酬とを手にすることができる。成功報酬はキャピタルゲインの一定割合として決まっているのが一般的で、キャピタルゲインの額に比例する。したがって、運用成績を上げて成功報酬を増やすことがベンチャーキャピタルにとってのインセンティブとなる。よって、ベンチャーキャピタルの投資活動においては、投資先のベンチャー企業の企業価値をためる手段としての経営支援が重要な役割を担っている。このようにベンチャーキャピタルは、出資者から集めた資金を運用する機能と投資先ベンチャー企業を支援するという2つの側面を持っている。ベンチャーキャピタルはこのようなビジネスモデルによって活動している。

図表：6-1 ベンチャーキャピタルのビジネスモデル



1.3 ベンチャーキャピタルの投資活動プロセス

次にベンチャーキャピタルの投資活動プロセスについて説明する。ベンチャーキャルの投資活動プロセスは大きく分けて、投資案件発掘、審査/投資決定、経営支援、資金回収の4段階に分かれる。このプロセスが完了するまでには長い期間が必要となる。

資金調達の方法については、自己資金で投資を行っているベンチャーキャピタルは少なくなっており、借入で資金調達を行っているのは銀行系ベンチャーキャピタルの一部であり、前述の通り、投資事業組合を組成して行うことが大半となっている。

投資案件発掘において、ベンチャーキャピタルには多くのベンチャー企業から投資の要望があるが、この投資案件発掘によってパフォーマンスが大きく左右されるため、ベンチャーキャピタルは自らも様々な情報網から優良なベンチャー企業を探し出す努力を行っている。

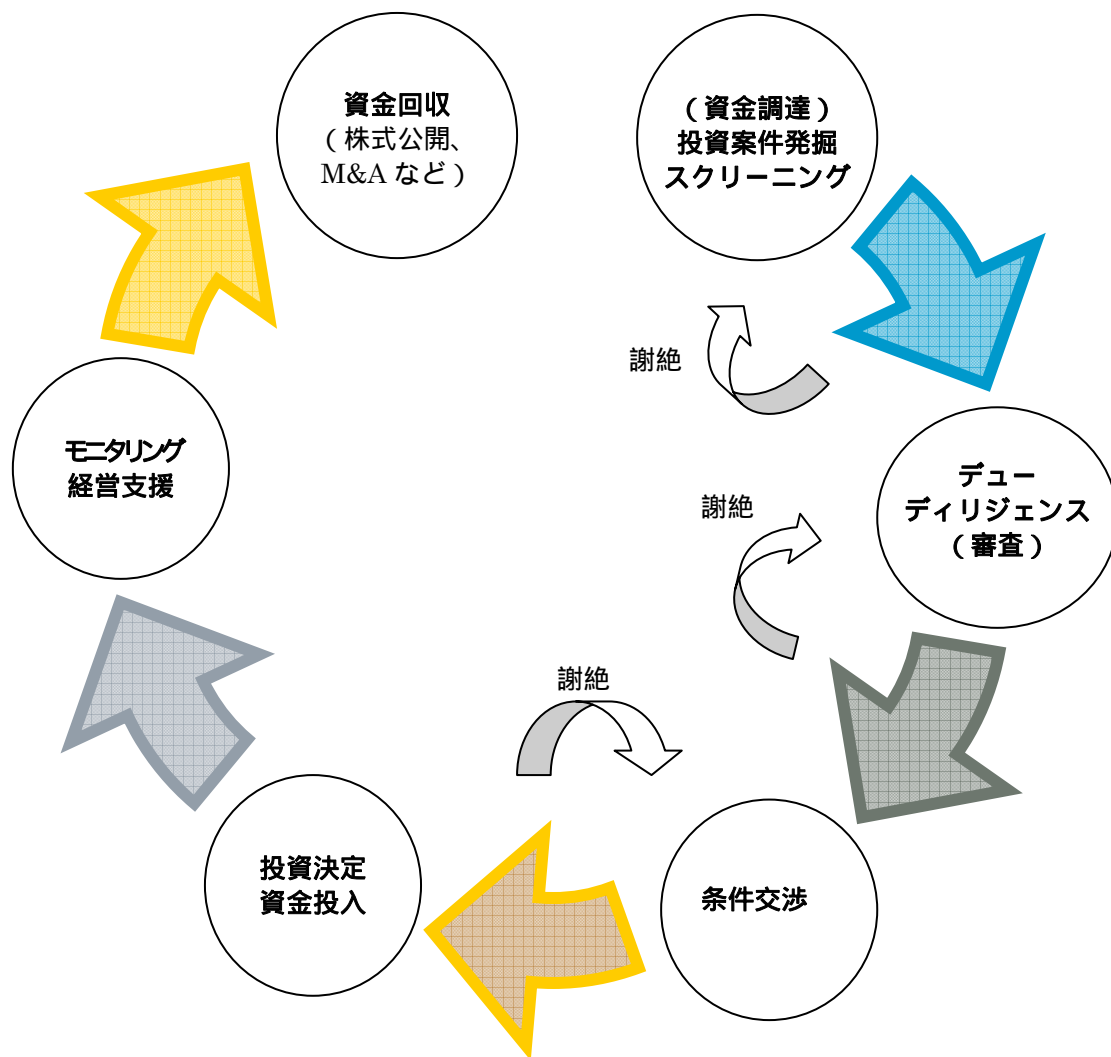
次に、投資先の選定を行うが、選定に関しては、発掘したベンチャー企業の成長の可能性を審査し、自らの投資戦略や投資基準に見合ったベンチャー企業を選別し、絞り込んでいく。その際、資金回収の期間や株式公開の確率を検討し、株価水準や株数について条件交渉を行う。そして、こうした条件交渉において折り合いがつけば投資を決定し資金を投入する。

投資を決定し資金を投入すると、ベンチャーキャピタルは投資先ベンチャー企業に対して経営支援を行うことになる。経営支援の内容は、財務、会計からマーケティングのアドバイスにまで至り、最終的には株式公開を目標とした支援を行っていく。もちろん、投資先ベンチャー企業の経営内容やベンチャーキャピタルの出資割合によって支援の内容・程度は異なり、レイター期への投資であれば経営支援を行わない場合もある。

資金の回収は、投資先ベンチャー企業が株式公開を果たし、その株を市場で売却しキャピタルゲインを得ることで達成される。しかし、株式公開までは通常数年はかかるので、投資から回収までは長期にわたることになる。日本においてはこのように株式公開後の売却によって資金を回収することが多いが、アメリカでは、M&Aによって公開前に企業を売却して資金を回収するケースも一般的である。

ベンチャーキャピタルの投資活動は以上のようなプロセスを通して行われている。

図表：6-2 ベンチャーキャピタルの投資活動プロセス



1.4 ベンチャーキャピタリスト

次に、以上のような投資活動を行っているベンチャーキャピタリストについて着目する。ベンチャーキャピタリストとはこれまで述べてきたようなベンチャーキャピタル業務を行う専門家である。改めて軽く説明すると、ベンチャーキャピタリストは、投資先ベンチャー企業を発掘し、投資の意思決定をし、投資後は投資先ベンチャー企業に対して経営支援を行って、企業価値を高めた後に資金を回収する。ベンチャーキャピタリストの経営支援の能力が乏しければ、投資先ベンチャー企業の株式公開が果たせずに資金の回収ができなくなる、もしくは、回収できても低いリターンになる可能性が高い。したがって、ベンチャーキャピタリストには経営支援の能力が不可欠になってくる。つまり、ベンチャーキャピタリストは投資の専門家であると同時に経営の専門家でもなければならない。

以上のような点を踏まえて、ベンチャーキャピタリストに必要な能力や資質について述べていく。ベンチャーキャピタリストに求められるものは、まず、判断力である。ここで重要になってくるのは、多くの投資案件から優良な企業を選び出す能力であり、論理的には判断しきれない部分について働かせる直感的な要素も重要になってくる。次に必要なのは経営支援の能力である。経営支援を行うには、会計・財務やマーケティングの専門的な知識が重要である。また、経営支援において、ベンチャーキャピタリストには、新たなイノベーションを作り出すという強い動機づけも求められる。そして、個人の力では限界があることも多いため、協力してくれる人をどれだけ知っているかという顔の広さも重要になってくる。この経営支援の能力の差がベンチャーキャピタリストの優劣に大きく関わっている。

1.5 エンジェルとは

エンジェルとは、ベンチャー企業にとって一番資金調達の難しいとされるスタートアップ期（創業直後）に資金の提供と事業の支援を行う個人投資家のことである。その大半は事業で財を成し莫大な個人資産を持つ個人投資家である。ベンチャーキャピタルの資金源は機関投資家であるのに対し、エンジェルは自らの資金で出資を行う。こうした性格上、エンジェルは投資資金の回収を最優先しなくてもいい。ベンチャーキャピタルは機関投資家に資金を返却しなくてはならないが、エンジェルは自分の余剰資金によって当人の意向のみで投資資金の運用を出来るので、外部からの制約がないからである。さらに、エンジェルは新たなベンチャー企業への投資という行為自体にやりがいを感じて援助を行っているケースが多く、まさにベンチャー企業にとっては天使のような存在である。

1.6 問題意識

以上のように、ベンチャーキャピタルやエンジェルはそれぞれが投資を行う主体である。そのため将来性のある質のいいベンチャー企業を見極めて投資を行う必要がある。この投資判断がベンチャーキャピタルの存亡の大きな鍵となってくるからである。

さらに、ベンチャー企業の起業家は、企業を経営していく上での知識・能力を必ずしも十分に持ち合わせているわけではない。理系出身者が起業したのであれば、ベンチャー企業の商品となる技術は持っているが、商学や経済学で学ぶような知識に乏しく、帳簿を付ける等の経営の知識がなかったりする。このようなベンチャー企業に不足する経営資源を補う役割を、ベンチャーキャピタルは担っている。

よってベンチャーキャピタルは、優良なベンチャー企業をサーチし、そのベンチャー企業に不足している経営資源を補い成長を助けるという役割を社会的にも持ち合わせている。つまり、将来性のあるベンチャー企業をサーチでき、的確な経営の助言を行えるベンチャーキャピタリストを増やしていく事は、間接的に効果的なベンチャー振興策となる。

これらの事から、目の肥えた、優秀なベンチャーキャピタリストを増やしていく事は重要な事であると言える。

ここで、現在日本において、優秀なベンチャーキャピタルやエンジェルの量は果たして足りているのか、そしてそのパフォーマンスはどうなのかという問題意識が発生する。優秀なベンチャーキャピタリストが多く存在すること自体が、ベンチャー企業の振興策となるためだ。以下では、まずこうした問題意識を踏まえて、ベンチャーキャピタル、及びエンジェルについての現状を見ていく。

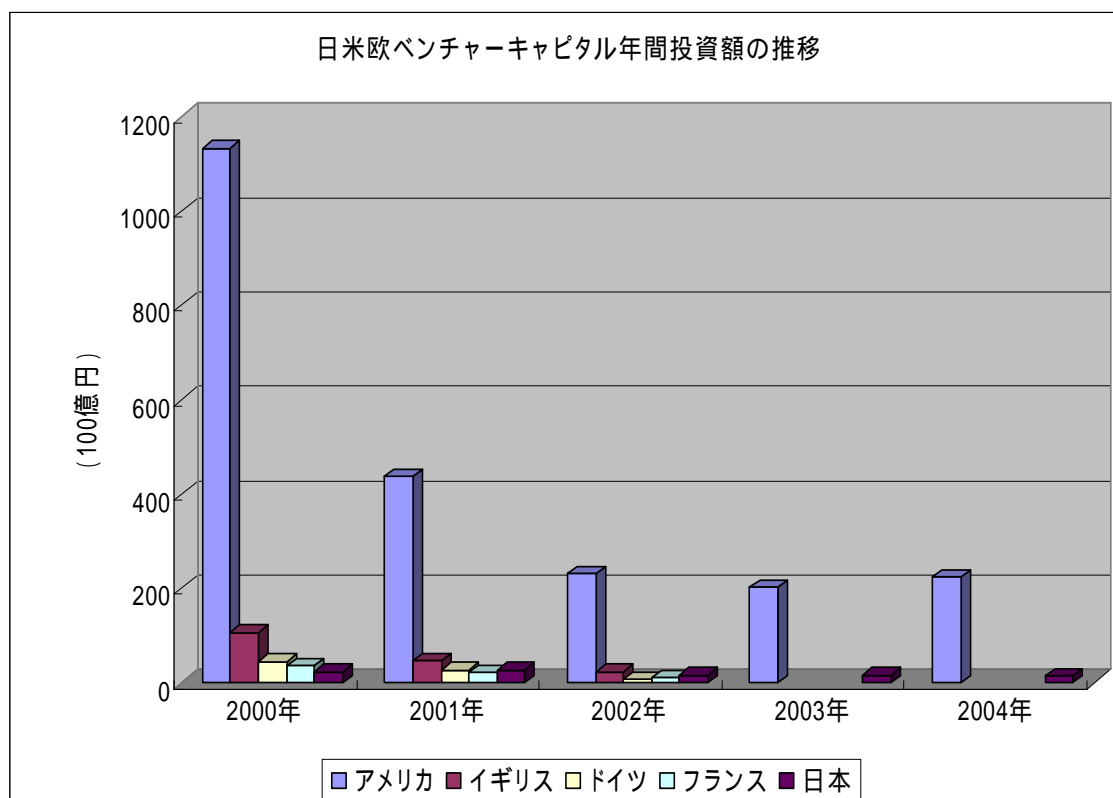
2 節 日本におけるベンチャーキャピタルの現状

2.1 日本と海外における規模の比較

初めに、ベンチャーキャピタルの量について現状を見ていきたいと思う。しかし、日本におけるベンチャーキャピタル、ベンチャーキャピタリストの数を正確に把握することは困難である。よって、ここではベンチャーキャピタルの投資額と投資残高に着目してベンチャーキャピタルの量について検討していく。

まず、年間投資額について見ていく。図表：6-3 は日米欧におけるベンチャーキャピタル年間投資額の推移を示したグラフである。

図表：6-3 日米欧のベンチャーキャピタル年間投資額（2000年以降）



出所：

・中小企業総合事業団

ベンチャー企業に関する国内外の直接金融環境状況調査(海外調査編)報告書

・財団法人ベンチャーエンタープライズセンター

平成17年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査

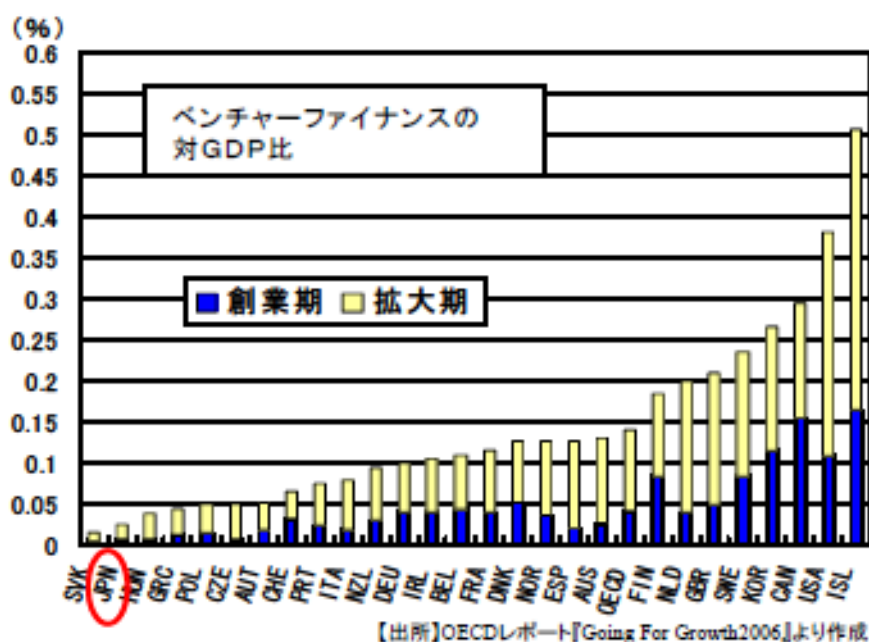
・総務省統計局

世界の統計第3章国民経済計算

を元に作成。

このグラフから判断すると、日本はアメリカやヨーロッパ各国と比べてベンチャーキャピタル投資額がかなり小さい事が分かる。しかし、各国の経済規模による違いがあるため、このグラフだけでは、必ずしも日本のベンチャーキャピタル投資額が小さいとは断言しきれない。そこで、次に OECD 加盟国におけるベンチャーファイナンスの対 GDP 比について比較を行う。

図表：6-4 先進諸国におけるベンチャーファイナンスの規模比較



出所：

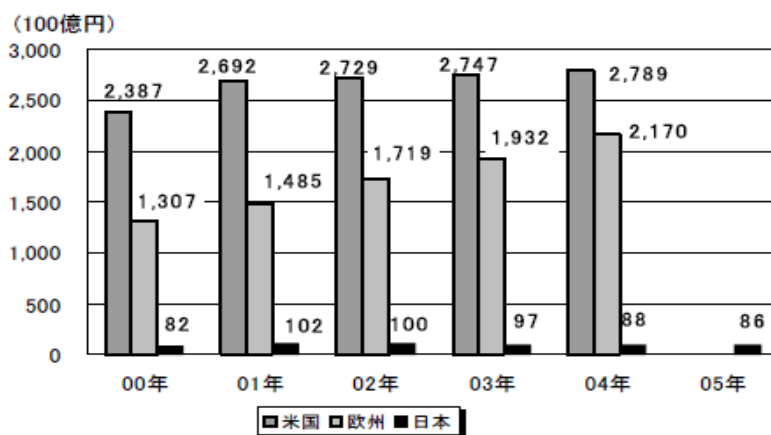
- ・ 経済産業省中小企業庁事業環境部金融課 新しい中小企業金融研究会
新しい中小企業金融研究会報告書

このグラフの日本を見てみると、日本は他国に比べかなり低い水準になっていることがわかる。つまり、日本のベンチャーキャピタル投資額は、経済規模を加味して考えても小さいとすることができる。また、図表：6-5 は日米欧の年間投融資残高の推移であるが、これについても同様に、日本は欧米と比較してベンチャーキャピタル投資残高の規模が小さいということがわかる。これらのことから、欧米に比べて日本のベンチャーキャピタルビジネスの市場は規模が小さいと判断できる。このような状況になっている要因として、日本におけるベンチャー投資の歴史が浅いということが挙げられる。アメリカにおいては、1980年代から本格的なベンチャー投資が行われていたが、日本で本格的なベンチャー投資が行われ始めたのは1990年代末以降である。

日本における初の民間ベンチャーキャピタルは1972年に設立された。その後3年間で7社のベンチャーキャピタルが設立されたが、第1次石油危機やそれに次ぐ不況によりベンチャーキャピタルの活動は低迷した。ベンチャーキャピタルの活動が活発化したのは、第2次石油危機後の1980年代に入ってからであり、投資事業組合の組成や株式上場基準の緩和などの要因により活発化していった。しかし、その頃から1990年代末までの多くのベンチャー投資は、シード・アーリー期のベンチャー企業へのものではなく、株式公開前のレイター期の企業への投資であった。それは、この時期の創業から株式公開までの平均期間が30年近くとなっており、シード・アーリー期のベンチャー企業に投資するとファンドの期限内に資金回収できない可能性が高かったからである。このような状況が変わったのは1990年代末、東証マザーズ、大証ヘラクレスなどの新興市場が創設されてからである。これらの新興市場における創業から公開までの平均年数は8年ほどであり、このような市場が設立されたことで、シード・アーリー期のベンチャー企業への投資が拡大していった。

このように、日本において本格的なベンチャーキャピタル投資が始まったのはここ最近であり、日本のベンチャーキャピタルビジネスは産業として発展途上にあるのである。つまり、成長の余地がまだまだ残っているのである。

図表：6-5 年間投融資残高の推移（2000年以降）



(資料)米国はNVCA 2005 Yearbook(1\$=107円換算)、欧州は2005 EVCA Yearbook(1ユーロ=139円換算)、日本は各年報告書による。

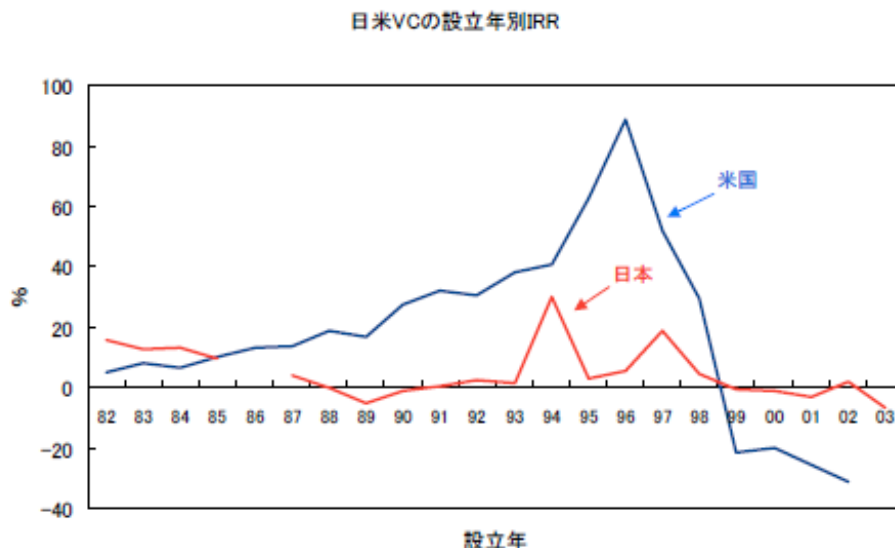
出所：

- ・財団法人ベンチャーエンタープライズセンター
- 平成17年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査

2.1 日本と米国におけるパフォーマンスの比較

それでは、次にベンチャーキャピタルのパフォーマンスについて見ていく。下の図は、日米のベンチャーキャピタルのIRR（＝内部収益率）³を比較したグラフである。

図表：6-6



出所：

- ・財団法人ベンチャーエンタープライズセンター
平成 17 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査

グラフをしてみると、日本の投資パフォーマンスは総じてアメリカの水準を下回っている。ここ数年においてはアメリカを上回っているが、その値は0%近辺または若干のマイナスである。また、ベンチャーキャピタルは、長期スパンで投資を行うため設立当初の時期に赤字になってしまうのが自然な流れである。アメリカの数値をしてみると、確かに最近設立されたベンチャーキャピタルのIRRはマイナスになっており、5年経過した辺りから急激にIRRを伸ばしている。それに対し、日本においては設立直後のベンチャーキャピタルのIRR指数が0%前後の水準となっており、2002年に限ってはプラスの値も出ている。これは、本来のベンチャーキャピタルの内部収益率としては考え難い値である。

このような状況になった要因としては、日本のベンチャーキャピタルの大半が、金融機関の子会社であるということが挙げられる。金融機関系のベンチャーキャピタルでは、

³ IRR (Internal Rate of Return) :

IRR とは、その投資で発生する出資・分配などの全てのキャッシュフローを現在価値に割り引いた際に、それらの総和がゼロとなるように算出された割引率 (%) のことであり、いわゆるファンドの年間利回りに近い概念である。

多くの場合、経営陣やスタッフは親会社からの出向社員で、ノウハウが蓄積しづらく企業評価や経営支援のできる本格的なベンチャーキャピタリストが少ない。そのため過度にリス回避的となり、小口の分散投資を行うようになったと考えられる。また、親会社から赤字を避けるように投資判断に制約をかけられているということも考えられる。そして、ハイリスク・ハイリターンな投資をしたとしても、本格的なベンチャーキャピタリストが少ないため、投資先ベンチャー企業に十分な経営支援を行えないという状況が発生する。

以上、ベンチャーキャピタルの現状を見てきたが、日本には本来的なベンチャーキャピタル投資が定着しておらず、独立系のベンチャーキャピタルがまだまだ少ない。したがって、優秀なベンチャーキャピタリストを増やし、独立系のベンチャーキャピタルを振興する必要がある。詳しくは次節で述べる。

3 節 ベンチャーキャピタルの課題及び今後望まれる展望

日本におけるベンチャーキャピタルの現状を見てわかるように、今後優秀なベンチャーキャピタリストをもっと増やしていく必要がある。ここからは、優秀なキャピタリストを育成するために考えられる手段を、現在行われている事例も含めて挙げていく。また、日本において独立系のベンチャーキャピタルがまだまだ充足していないという事実から、いかにして独立系ベンチャーキャピタルを増やしていくかという事も考える。なぜなら、こうしたベンチャーキャピタル振興が、ベンチャービジネスの振興にもつながっていくからである。

3.1 キャピタリストの能力向上

はじめに、優秀なキャピタリストをいかにして増やしていくか考える。そもそも、優秀なキャピタリストの数を増やすには、ベンチャーキャピタルの絶対数を増やす必要がある。ベンチャーキャピタリスト全体の数を増やさなくては、優秀なベンチャーキャピタリストの数を増やすにも限界があるからだ。そして、キャピタリスト自体の絶対数を増やした上で優秀なベンチャーキャピタリストの数を増やせる方法についても考える。ここでは、新たなキャピタリストの育成と、既存のキャピタリストの能力向上という 2 つに分類してこれらを模索していく。

(1) 新たなキャピタリストの育成

まず、新たなキャピタリストの育成のための手段、つまりベンチャーキャピタリストの絶対数を増やすための活動を見ていく。

産学連携

新たにキャピタリストの数を増やすには、まずベンチャーキャピタルという職業の社会的認知度を向上させる事が重要となってくる。ベンチャービジネスにおけるベンチャーキャピタルの役割や重要性への認識は、確かに日本でも近年急速に高まってきている。しかし、それは経済活動や経営活動に関係する人、興味のある人たちの間での話であって、一般大衆に広く認知されているとは言い難い。よって、今後新たなキャピタリストをもっと増やすためには、社会的認知度を向上させ、こうした職種がある事を世間により知ってもらい、興味を持ってもらう必要がある。その手段として、ベンチャーキャピタル業界が学生に対し職業体験をできるような場を設ける等といった事が考えられる。セミナーやインターンシップを開くのも一つの手段である。こうした機会をもっと増やし、これから社会に出て行く学生に興味を持ってもらう。また、ベンチャーキャピタリストの養成には、実務の経験が大変重要である。アメリカの VC 育成プログラムでは、1年間大手の VC ファームのパートナーの鞆持ちを行うというプログラムがある。よ

って、こうした職業体験を通じ、抱持ちをしながらベンチャーキャピタルの実務を若いうちから少しでも肌で体験できる機会を設ける事は非常に有効な事であると考えられる。

また、大学とベンチャーキャピタル業界が連携して、大学の講義に寄附講座のような形でベンチャーキャピタルについての講義を開設するののも一つの手である。ベンチャーキャピタルに興味のある学生にとって、学生の時から、学生の時分でも学べるようなベースとなる基礎的な知識を習得しておく事は、将来キャピタリストを目指すにあたって基礎能力の向上に多少なりとも良い影響を与えるはずである。こうした講義を実際に行っている大学も見受けられるが、まだまだごく少数である。よって、このような、興味のある学生が学べる機会をもっと増やしていくべきである。これには大学側とベンチャーキャピタル業界との連携が非常に重要となってくる。こうしたスキルスタンダードを作成するのは実際に業務を行っているベンチャーキャピタルの協力が必要不可欠だからだ。スキルスタンダードの作成等の活動は、JVCA（日本ベンチャーキャピタル協会）が行うと良いと思われる。彼らは日本においてベンチャーキャピタル業界の相互連携と、ベンチャービジネスの育成、そしてベンチャーキャピタリストの育成のために活動している協会だからである。日本の多くのベンチャーキャピタル会社が会員となっているので、実務に関する様々な情報を擁しておりスキルスタンダードの作成には適役である。

（２）既存のキャピタリストの能力向上

次に、既存のキャピタリストの能力を向上させるための手段、つまり優秀なキャピタリストを増やすための方法について考える。

養成講座

ベンチャーキャピタリストが、個人の能力を高めるための手段として、養成講座が挙げられる。前述のように、優秀なベンチャーキャピタリストになるためには、実務経験が大変重要になってくる事は確かである。しかし、実務経験を増やす以前の議論として、一人前にキャピタリスト業務をこなすための相応の知識を身につけていなければならないのも事実である。日本の独立系ベンチャーキャピタリストは、はじめは金融機関系列のベンチャーキャピタルに所属していて、そこから独立して個人のキャピタリストとして活動するケースが多い。ここで問題になってくるのが、金融機関系列の子会社で働いていた場合、組織としてキャピタル業務を行っていたがために、担当していた分野の業務しか知識がない場合が多いということである。例えば、成長の見込まれるベンチャー企業をサーチする業務に携わっていた者は、経営支援等のハンズオンの知識に乏しくなってしまう。また、経営支援業務の中でも、バランスシート等の帳簿作成業務に携わっていた者はマーケティングの業務の知識は培われない。こういった人物が独立したい場合、足りていない部分の知識を補うためにも養成講座は重要となってくる。もちろん独立したいベンチャーキャピタリストの話に限ったことではない。金融機関系列のベンチャーキャピタルで働いている場合でも、独立系である場合でも、これからベンチャー

キャピタルビジネスに足を踏み入れようとしている場合でも、養成講座によって新たにベンチャーキャピタリストのスキルを学べる機会がある事は非常に良い事である。現在こうした養成講座は、経済産業省やJVCA、そして民間のベンチャーキャピタル等といった様々な機関が主体となって多く行われている様に見受けられる。こうした養成講座が開かれているのは大変望ましいことであり、今後も継続して行っていくべきである。

キャピタリスト検定

現在日本には、JVCAの主催するベンチャーキャピタリスト検定というものが存在する。この検定は、ベンチャーキャピタリストに求められる基礎的なスキル・知識について、各自のレベルを把握するために設けられた検定である。ただし、資格認定を目的とするものではなく、あくまでも自分のスキル・知識の習熟度がいかほどなのかを確認できるようにするための目安であるとされている。この検定の対象となるのは、現役のベンチャーキャピタリストや、ベンチャーキャピタリストを目指す者（ビジネススクールに在籍する学生、他業種でファイナンス関連の業務に従事する社会人等）である。具体的な出題範囲はインベストメントプロセス全般にわたっており、ベンチャーキャピタリストに求められるコアスキルのレベル（分野ごとの習熟度や業界平均との差異など）が分かるようになっている。

ベンチャーキャピタリストを目指している者や現役のベンチャーキャピタリストにとっては、こうした個人の能力を示す目安となる指標がある事は良い事である。何故なら、自分のスキルのレベルが大まかに分かり、より高得点を得ようと努力するので、自分の人的資本を高めようとするインセンティブにつながるからだ。よって、ベンチャーキャピタリスト検定は、優秀なベンチャーキャピタリストを増やすための有効な手段であると考えられる。また、自分のスキル・知識レベルを対外的に示すための材料としてもこの検定が使えるという事を考えると、この検定をより厳格な資格化とする余地もあると思う。つまり、証券アナリスト検定のように、実務経験年数も合格基準に導入する等である。そうして、対外的にもこのキャピタリスト検定に対する信頼度を高めることにより、よりキャピタリスト検定を受けようという動機付けにつながるからだ。

以上のように、キャピタリスト検定は、優秀なキャピタリストの育成につながると言える。そして、今よりももっと厳格な認定資格とする等、議論を深めていく余地もあると思われる。

交流の場

現在の日本には、ベンチャーキャピタルが会社として加入するベンチャーキャピタル協会（JVCA）はあるが、ベンチャーキャピタリストが個人で参加できるような団体は、見受けられない。よって、JVCAが主導となって、ベンチャーキャピタリスト個人が交流できるような機会を今以上に作るべきである。ベンチャーキャピタリスト個人間の交流を活性化させることによって、独立系ベンチャーキャピタリストの成功例・失敗例等の情報を共有できるからである。そうした情報を共有する事により、共同で新たなベンチャー企業への投資を行えたりもする上、より多くの情報網を使って効率的なビジネスが展開できるようになる。さらに、金融機関系列等の大手のベンチャーキャピタルから個人が独立しようとする際、新たに共同でベンチャーキャピタルを立ち上げるパートナー探しの場にもなる。自分の持っていない部分の知識を持っているパートナーを探すことができる。

こうしたベンチャーキャピタル活性化のためにも、キャピタリスト間の交流を活性化させるように、場をもっと設けていくべきである。

以上のような方法で、ベンチャーキャピタリスト全体の数を増やし、さらに優秀なキャピタリストが排出されやすい環境の整備を行っていく。

3.2 独立系ベンチャーキャピタルを増やす

次に、独立系のベンチャーキャピタルをいかにして増やしていくかを考える。ここでの独立系とは、金融機関系列の子会社ではないベンチャーキャピタルの事を指し、資本の面でも、人事の面でも他の企業と繋がりのないベンチャーキャピタルの事を指す。そもそも、米国ではベンチャーキャピタリストは独立した個人として活動してきたが、日本では金融機関系列のベンチャーキャピタルが大半であり、チームプレーが伝統として受け継がれて来た。近年、日本のベンチャーキャピタル業界においても独立系ベンチャーキャピタルの数は増加してきてはいるが、まだまだ金融機関系列のベンチャーキャピタルが中心となっている。日本の金融機関系列のベンチャーキャピタルでは、親会社によるリスク回避型な経営方針や、人事面および資金面の経営資源の制約上、投資後のハンズオン等の経営支援に重きを置けなかった。このように、日本のベンチャーキャピタルは金融機関系列の子会社が大半であったため、多くの場合その経営陣やスタッフは親会社からの出向社員であり、個人の能力に偏りがあった。具体的には、銀行勤務で帳簿作りは慣れているが、コンサルタントの経験はないためにマーケティングの知識が乏しい等の例が考えられる。

よって、投資後の経営支援に力を入れる事ができる独立系ベンチャーキャピタルをもっと増やす必要がある。これがまさに直接ベンチャー企業への支援となり、本当に効果的なベンチャー振興になるからだ。そのためにも、こうした経営支援も視野にいれた投資活動を個人単位で行える、優秀なベンチャーキャピタリストを養成していく事は大変重要な事となってくる。

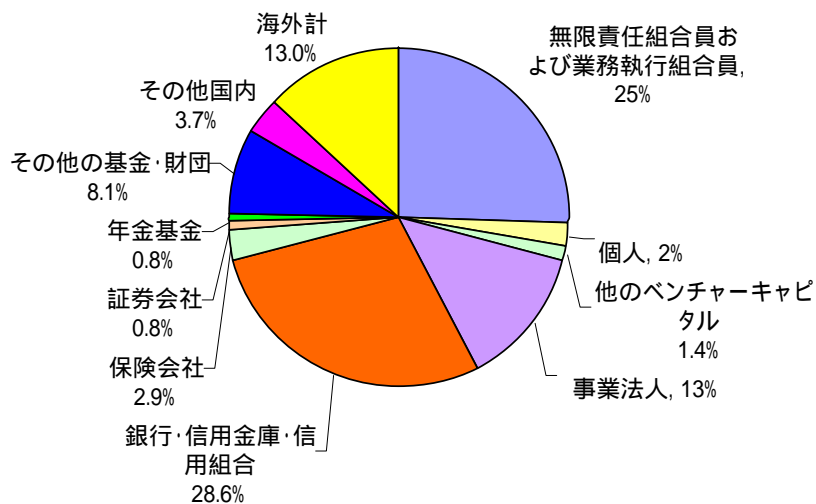
また、大手金融機関系ベンチャーキャピタルに勤めている既存の経験のある優秀な人材を、独立系ベンチャーキャピタルへとスピアウトさせる事も考えられる。スピアウトとは、社内の1部門を切り離し、1企業として分離独立させる事を指し、分離元の企業と完全に関係が切れる場合に使う。また、もともとキャピタル会社に勤めている人材ではなくとも、他の金融機関からも人材が流入しやすいようにするべきである。これらの事が行われやすい環境の整備が重要となってくる。こうした環境整備としては、先にも触れたが、キャピタリスト個人間の交流の場を作り、新たに独立したい者同士が仲間を集う場所を設ける等が考えられる。

以上のように、独立系ベンチャーキャピタルを増やすには、優秀なベンチャーキャピタリストを養成する事と、独立しやすい環境整備を行うことが重要となってくる。

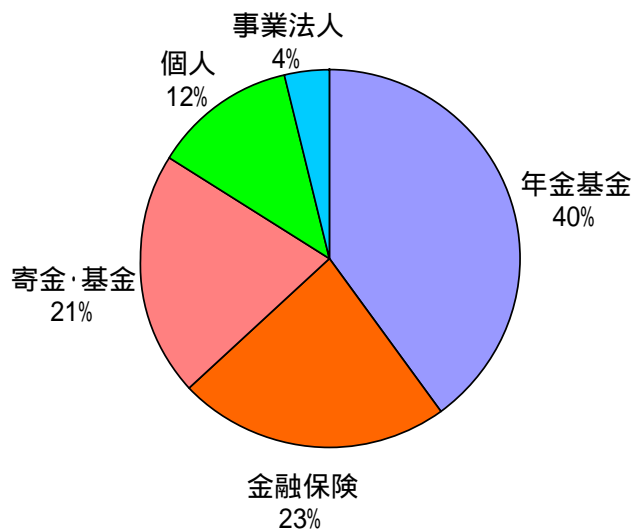
3.3 年金基金

まず、日本とアメリカそれぞれの、ベンチャーファンドへの出資者内訳をしてみる。

図表:6-7 日本のベンチャーファンドの業態別出資者内訳(金額比率)



図表:6-8 アメリカのベンチャーファンドの業態別出資者内訳



出所： 「概論日本のベンチャーキャピタル」 神座保彦 著

図表からも分かるように、アメリカではベンチャーファンドへの出資者として年金基金の存在が大きく、4割を占めているが、日本での年金基金からの出資は非常に少ない。

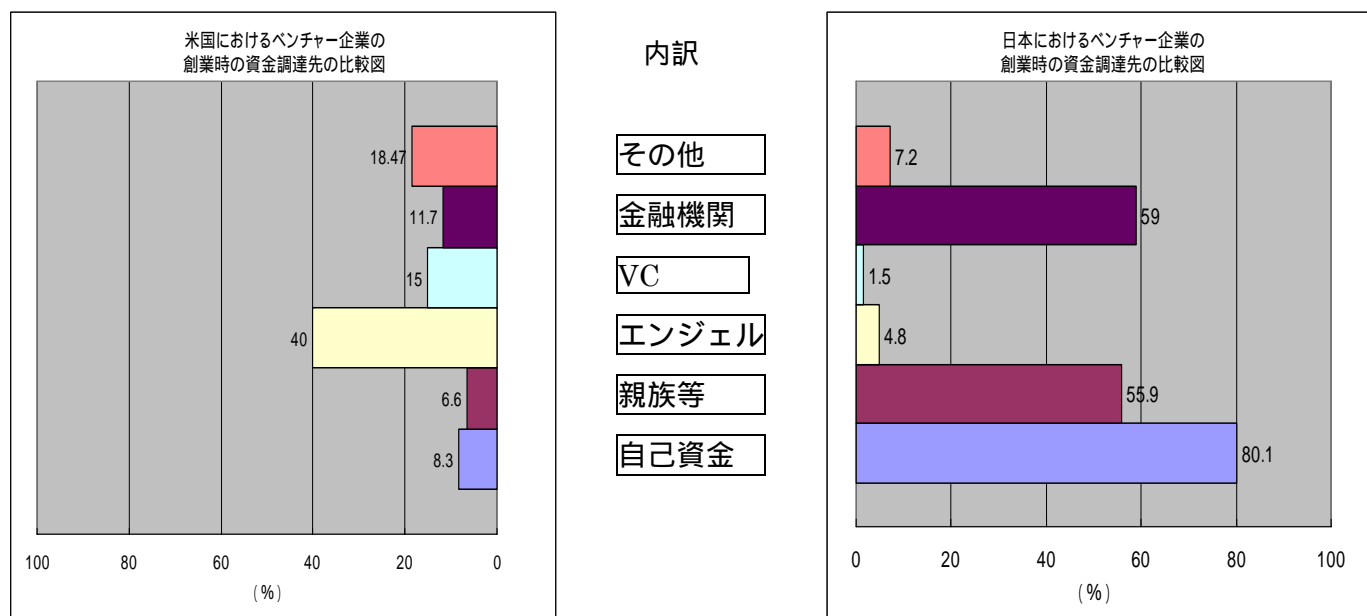
アメリカにおいて、年金基金の存在が大きくなっている背景は、年金の運用方法を個人が設定できるため、ベンチャーキャピタルへの投資がひとつの運用手段としてメジャーになっているからである。また、そもそも年金基金がベンチャーキャピタルへの出資に大きな割合を占めているのには大きな理由がある。それは、アメリカでは、年金基金が個人の投資判断によって運用されるため、ハイリスク・ハイリターンを望む人々の年金基金をベンチャーキャピタルで運用する事が出来るという事だ。一見当たり前の事のように、裏を返せば年金基金の持つ性質のために、ベンチャーキャピタル投資が行えるという事である。たとえば、銀行預金ではハイリスク・ハイリターンなベンチャーキャピタル投資は行えない。預金者に預金額を保障できなくなってしまう可能性があるからである。その分、年金基金であれば個人の意思で投資判断が決定されているので、そうした問題は発生しない。

よって、今後日本においても年金基金の運用の自由化を促進し、その中のハイリスク・ハイリターン型の運用方法の選択肢のひとつとしてベンチャーファンドへの投資を促していくべきである。これには、2つの利点が考えられる。1つは、ベンチャーキャピタルの資金運用額を増加させ、ベンチャー企業への投資額を増やすことができるという事。第2に、一般人がベンチャーキャピタル投資で資金を運用することにより、ベンチャーキャピタル業界への関心が高まり、業界やベンチャーキャピタリストの社会的認知度が向上する。社会的認知度が向上することは、前述のように、より多くの人材をベンチャーキャピタル業界に集めることにもつながり、さらには優秀なベンチャーキャピタリストの増加へもつながる。このように、ベンチャー企業への投資活動の活性化、及びベンチャーキャピタルの社会的認知度向上にも貢献する年金基金の運用手段として、ベンチャーキャピタル投資をもっと促進させるべきである。そのためにも、ベンチャーキャピタル投資を年金基金の運用手段として、もっと広く紹介していくべきである。日本人は、ハイリスクを好まないと言われていたため、アメリカほど年金基金の運用手段としては広まらない可能性はたしかに大きい。しかし、ベンチャービジネスへの投資があまり世間一般に知られていない現状よりは、少なからずとも需要は増えるはずである。

3.4 エンジェル

最後に、日本におけるエンジェルの現状を見てみたいと思う。

図表：6-9 ベンチャー企業の創業時の資金調達先の日米比較図



出所：

・「ベンチャー企業経営戦略」 宮脇敏哉 著

グラフから読み取れるように、米国と比較するとベンチャー企業創業時において日本におけるエンジェルの担っている割合は非常に少ない。スタートアップ、シード期において、もっとエンジェルが資金提供を担うべき割合が多くても良いのではないだろうか。日本では、総じてエンジェルの絶対数が少ないと言われている。エンジェルとは、冒頭でも述べたように、事業で財を成し莫大な個人資産を持つ個人投資家の事である。アメリカでは、成功したベンチャー起業家はその役割を担い、次世代の起業家に対してエンジェルとして出資している文化がある。そもそも日本では米国に比較して成功したベンチャー起業家が少なく、だからこそエンジェルとなり得る人物の数が少ないと言える。

よって、エンジェルを増やす最大の方法とは、効果的なベンチャー振興策を行い、成功したベンチャー起業家を増やす事である。エンジェルを増やすための直接的な手段はかなり難しい。資産家を増やす政策などありえないし、むしろあってはならない話だからだ。よって、効果的なベンチャー振興策を行い、地道にベンチャー業界を発展させていく他にない。つまり、本当に効果的なベンチャー振興策をすることによって、エンジェルが増えてベンチャー企業への投資も増加し、そしてそこからまた新たなエンジェルが誕生し・・・というように、延々とつながるサイクルとなって好循環を生む。よって、効果的なベンチャー振興策が、次世代のためのベンチャー振興をも生み出すと言える。

3.5 考察のまとめ

以上のように、今後日本のベンチャーキャピタル業界では、

- ・優秀なキャピタリスを養成していく
- ・独立系キャピタリストを増やす
- ・社会的認知度を向上させる

という3点が重要な課題となってくる。「ベンチャーキャピタルの課題及び今後望まれる展望」の節で述べた項目は、全てがこれらに密接に関わってくる。この3つの柱を軸に課題で述べた項目について改善していく動きが、ベンチャービジネス全体の効果的な振興となってくる。

三部 考察

章 インプリケーション

ベンチャー振興策について、政策面、振興市場面、ベンチャーキャピタル面からのアプローチで探ってみたが、日本におけるベンチャー振興策の現状は、課題が多く見つかるものであった。本論文の冒頭部でも述べたが、日本ではベンチャー振興策が濫発されていた背景があり、本当に効果的なベンチャー振興策について検討を行う必要性があった。本論文で、現在の問題全てに関して論じることが出来たとは思わないが、議論の重要性があるトピックに関しては、何らかの問題提起を行うことが出来たと思う。

以下に、各章で主張したこれから望まれる展開と課題に関する総括を行う。

まず、ベンチャー支援政策について述べる。支援の対象については、不祥事防止の観点から無闇に適用範囲を拡大しないことが重要である。ただ単純に、粗治療的に支援策を拡大していけばよいという状況は、もはや過去のものであり、支援の送り手と受け手のカップリングに無駄が発生しないようにするべきであろう。以後のベンチャー支援策はその対象範囲を明確にする必要がある。また、リスクマネー供給の観点からは損失発生時の優遇措置に改善の余地がある。そして、ベンチャー企業が生まれにくい日本の社会を変えていくという長期的視点に立った支援策が講じられる必要がある。

続いて、新興市場に関しては、上場引受審査基準と上場廃止基準の検討・強化が求められる。上場引受審査基準に関しては具体的なチェック体制の最低水準の設定や、不祥事を起こした企業や、引き受け体制に問題がある証券会社に、法的ペナルティを科す法律の整備が望まれる。上場廃止基準に関してはとりわけ新興市場は基準が緩いものとなっているので、ディスクロージャー項目の記載等、その強化が望まれる。

また、近年の不祥事に代表される質の悪いベンチャー企業の増加を抑制するために、ディスクロージャーとコーポレート・ガバナンスの重要性を各企業が認識するべきである。いずれにせよ、市場参加者のモラルの意識の向上が何よりも求められよう。

最後にベンチャーキャピタルについてだが、ベンチャーキャピタルは優良なベンチャー企業をサーチし、そのベンチャー企業に不足している経営資源を補い成長を助けるという役割を社会的にも持ち合わせている。よって、将来性のあるベンチャー企業をサーチでき、的確な経営の助言を行える優秀なベンチャーキャピタリストを増やしていく事は、間接的に効果的なベンチャー振興策となる。また、優秀なキャピタリストを増やしていくためにも、ベンチャーキャピタルの社会的な認知度の一層の向上を図っていくべきである。さらに、経営資源に制約を受けずに、的確なハンズオンを行える独立系ベンチャーキャピタルを今後増やしていく努力をしなければならない。

以上のように、我々は政府の視点・新興市場の視点・民間の視点という大きな3つの観点から、それぞれについて本当に効果的なベンチャー振興策を模索してきた。そして、そ

れぞれについて細かく調査、及び考察を行ってきた過程で、各分野に共通する大きな流れを掴む事ができた。以下では、これら3つの分野を全て総括し、本当に効果的なベンチャー振興策というものを大きな視点で捉えた時に、日本におけるベンチャービジネスの今後望まれる展望を、マクロな観点から提言する。

失敗時のリスク軽減と、再チャレンジを行いやすい環境の整備

まず、中小企業新事業活動促進法におけるエンジェル税制や、そして優秀なベンチャーキャピタリストを育成していかなければならないといった項目で考察した事からも分かるように、今後より一層失敗した時のリスクを軽減できるような法整備が必要であるという事だ。つまり、再チャレンジのしやすい環境の整備である。ベンチャービジネスは、そもそも成功する可能性の方が低い、ハイリスクなビジネスである。ベンチャー起業家にとっても、ベンチャーキャピタリストにとっても、同じ事が言える。現在の日本は、欧米等の諸外国と比べて再チャレンジの行いやすい環境になっているとは言い難い。ベンチャーキャピタリストは、前にも述べたが、特に経験が重要となってくる業種である。いくら優秀な人材であっても、誰もが初めから成功するとは考えにくい。失敗の経験を積み重ねて、初めて成功するものである。しかし日本では、再チャレンジを行いやすい環境とは言い難いので、成功するに至るまでの失敗の経験を重ねている途中で再起不能状態に陥ってしまう可能性がある。これが、現在日本において独立系ベンチャーキャピタルが少ないという大きな理由の一つでもある。経営面・資金面ともに後ろ盾がある金融機関系列のベンチャーキャピタルと違い、独立系ベンチャーキャピタルでは援助してくれる後ろ盾がない。だからこそ、なかなか人材が独立系ベンチャーキャピタルに流入しないという事が考えられる。第 4章でも述べたように、独立系ベンチャーキャピタルを増やす事は重要な事である。

よって、再チャレンジのしやすい環境整備を進める事によって、優秀な人材のスピノフ、スピアウトを促し、ベンチャーキャピタル業界を活性化させる事ができる。そして、それが本当に効果的なベンチャー振興策へとつながる。なぜなら、ベンチャーキャピタルは優良なベンチャー企業をサーチし、そのベンチャー企業に不足している経営資源を補い成長を助けるという役割を社会的にも持ち合わせているからである。

モラルハザード防止の強化

次に、モラルハザードの防止を一層強化していくべきだという点が挙げられる。これは、ベンチャービジネスに関わる全ての職種に関して言える事でもあるが、特に株式上場の話に関して重要である。第 4章でも述べたが、上場後の不祥事を減らすためにも、上場企業の監視・監査の強化が必要となってくる。上場基準自体の強化も必要ではあるが、こちらの強化には限度がある。なぜなら、上場基準自体を厳しくし過ぎてしまえば、ベンチャー企業向けに設立された新興市場の本来の意義がなくなってしまうからだ。よって、いかに上場後の企業の監視を行えるかが重要になってくる。つまりモラルハザード防止の強化で

ある。上場廃止基準等の議論がそれにあたる。さらに、 章では述べなかったが、政府の視点での話として、J-SOX 法導入もこのモラルハザード防止の強化と大いに関係してくる。ここで、J-SOX 法について記述しておく。

< 日本版SOX (J-SOX法) 法に関して >

日本版SOX法とは、相次ぐ会計不祥事やコンプライアンス(法令順守)の欠如などを防止するため、2002年に米国で成立した企業改革法(サーベンス・オクスレー法:SOX法)に倣って、会計監査制度の充実と企業の内部統制強化を求め、公認会計士が上場企業のガバナンスを監査する新法規制のことである。企業経営に不可欠となった情報システムをどう適正に運用するかという「IT統制」が盛り込まれたのが特徴であり、多くの企業は今後、日本版SOX法への対応を迫られる。

米国SOX法に影響を受けたと思われる日本での法令・規制の動きには、以下のようなものがある。

- 2003年4月 改正商法施行(委員会等設置会社の内部統制システム構築が義務化)
内閣府令第28号施行(コーポレート・ガバナンス、内部統制事項の開示が義務化、代表者確認書の任意添付)
- 2004年4月 監査法人を監視・監督する「公認会計士・監査審査会」が発足
- 2005年1月 東京証券取引所が有価証券報告書等の適正性に関する確認書、適時開示に係る宣誓書を義務化
- 2005年6月 会社法成立(大会社の内部統制システムの基本方針策定が義務化)
- 2005年7月 金融庁(企業会計審議会内部統制部会)が「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準(公開草案)」を公表
- 2005年8月 経済産業省が「コーポレート・ガバナンス及びリスク管理・内部統制に関する開示・評価の枠組みについての指針」を公表
- 2005年12月 金融庁(企業会計審議会内部統制部会)が「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準のあり方について」を公表
- 2006年5月 会社法施行
- 2006年6月 「証券取引法等の一部を改正する法律」「証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」が成立

出所: IT 情報マネジメント HP

<http://www.atmarkit.co.jp/aig/04biz/compliance.html>

2003年4月の内閣府令第28号では、有価証券報告書の提出に際して「代表者による適

正性の確認書」を添付することを求めるようになったが、これは米国SOX法 第 302 条の「経営者による宣誓書」を見習った制度だといえる。金融庁企業会計審議会内部統制部会が 2005 年 12 月に示した「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準のあり方について」は、監査法人が企業の内部統制システムをチェックする際の基準に関する方針を示したもので、これが想定する制度では経営者が実施した内部統制の評価について公認会計士が財務諸表監査の一環として監査を実施することになっている。この前提となっている内部統制の枠組みは米国の「COSOフレームワーク」をベースにしたものだが、もともとのCOSOフレームワークの 5 つの構成要素のほかに「ITの利用」が加えられている。

以上のような流れを経て、金融商品取引法（実際には「証券取引法等の一部を改正する法律」およびその整備法）は 2006 年 3 月に国会へ提出され、6 月に成立した。同法は緊急性の高い条項からの順次、段階的に施行される。内部統制報告書の提出・監査に関しては、附則第 15 条で「平成 20 年 4 月 1 日以後に開始する事業年度から適用する」と定めており、2009 年（平成 21 年）3 月期の本決算から上場企業およびその連結子会社を対象に適用となる。

日本版 SOX 法は、内部統制の状況を企業経営者が確認、評価し、その適正性を会計士が監査する 2 重チェックとなっている。内部統制の構成要素は 6 つである。

- ・ 企業内のすべての統制活動のベースとなる「統制環境」
- ・ 目標の達成に影響を与えるすべてのリスクを識別、分析、評価し、リスクに対応する「リスクの評価と対応」
- ・ 経営者の命令、指示が適切に実行されることを確保するための方針、手続きの「統制活動」
- ・ 必要な情報が組織や関係者に適切に伝えられることを確保する「情報と伝達」
- ・ 内部統制の有効性を継続的に監視、評価するプロセスである「モニタリング」
- ・ 内部統制の基本的要素が有効、効率的に機能するために情報システムの適正性などを保つ「IT の利用」

企業の経営者はこれら 6 つの構成要素に基づき、内部統制が適正に運用されているか評価し、外部に対して「内部統制報告書」として示す。そして会計士はさらに内部統制の適正性を外部からチェックする「内部統制監査報告書」を作成する。

ベリングポイントのマネージングディレクターで公認会計士の野村直秀氏は「ほぼ米国と同様の規制だが、IT 統制は米国にはない」と説明し、「データの統合性確保など、IT 抜きではもはや内部統制が不可能になっている実態が背景にある」と分析している。確かに IT はビジネスの中で占める割合が大きいのであり、IT を高度に活用する企業も多い。IT 統制はこれからの企業経営でさらにその重要性を増していくとも言えるだろう。

以上が J - SOX 法の内容である。企業の不祥事を防止するために、このような法規制は今後もさらに整備・強化されていくものと考えられる。投資家保護と市場の発展が、今後の日本経済の発展を大きく担っているものであることを考えれば、企業側を中心とし、市場参加者全てがこうした法規制の認識の重要性をさらに自覚していくことが期待される。そしてベンチャービジネスにおいても、より一層コンプライアンスの徹底を図り、モラルハザードを防止していく事は、急務である。ベンチャー企業が国民の信頼を獲得し発展していくためにも、こういったモラルハザード防止を強化する流れは今後もっと強めていかななくてはならない。それこそが、優良なベンチャー企業のみが存続・発展していける、本当に効果的なベンチャー振興策となる。

大学とベンチャービジネス業界の協力

最後に、大学発ベンチャー 1000 社構想、そしてベンチャーキャピタルのところでも論じたが、大学とベンチャービジネス業界の連携をもっと強めていくべきであるという点である。

大学の研究機関に眠っている新たな技術を用いてベンチャービジネスを立ち上げようという動きは、望ましい流れである。しかし、商品となる技術があっても、その技術をもとに企業を興そうとする場合、理系出身の研究生には難しい話となってしまう。経営の知識もないうえ、起業となると様々な障害が発生しうるのが対処の術を持たない。こうした時、既にベンチャー企業を起業し成功の経験がある者のアドバイスは貴重なものとなってくる。大学発のベンチャー企業を興す時に、このような産学連携の機会を設けていくべきである。産と学が連携し、学の技術に産の経験や知識が加われば、大変心強い。将来性のある大学の技術を、ベンチャービジネス業界が手を差し伸べて昇華させるというのは、効果的なベンチャー振興策となるはずである。また、TLO 法に関しても、TLO と大学との連携が重要となってくる。

ベンチャーキャピタルにおいても産学の連携は重要だ。第 4 章において、あらたなキャピタリストの数を増やすため、社会的認知度の向上のためにも、これから職探しをする大学生に対して寄附講座やインターンシップを設けるといった事が効果的であると我々は考えた。そして、そうした活動がベンチャーキャピタル業界を活性化させ、優秀なベンチャーキャピタリストの排出にも一役買うのだ。

以上の事より、様々なベンチャービジネスに関わる個々の業界において産学の連携が重要であると確認できた。よってベンチャービジネス全体としても、大学との協力を積極的に行っていくべきであると言えるだろう。ベンチャービジネスにとって、産学連携という概念は、今後より一層重みを増してくるだろう。

以上より我々はインプリケーションとして、今後日本のベンチャー振興として望まれる展望は、再チャレンジの可能な環境整備、モラルハザード防止の強化、ベンチャービジネス業界との産学連携の3点を促進させていくべきであると考えた。この3点を念頭において日本経済の環境整備を行い、第二部で考察した具体的な施策を実行していく事で、質の良いベンチャー企業の育成を促進させ、不祥事を起こすようなベンチャー企業の進出を未然に防止できるだろう。

また、導き出された3つの構想からも分かるように、ベンチャー支援策には短期で結果を出せるような即効性のある支援策は存在しない。長期的な姿勢で、地道に努力していく以外に術はない。すぐに成果が出ないからといって放棄してしまうのではなく、長い目で時間をかけて取り組んでいかなければならないのだ。これは、この論文全体を通して、ほぼ全ての項目に当てはまる事だ。よって上記の3つの望まれる展望を、短期的な視点で行うのではなく長期スパンで取り組んでいく姿勢が重要となってくるといえる。それこそが、不祥事を起こすような質の悪いベンチャー企業の進出を抑止しながらも、効果的にベンチャー支援策を行える環境整備となるだろう。

参考文献

- ・久保幸年著『上場基準・上場審査ハンドブック』(2005)中央経済社
- ・今村哲編著『ベンチャービジネスとマネジメント』(2006)学文社
- ・宮脇敏哉著『ベンチャー企業経営戦略』(2005)税務経理協会
- ・神座保彦著『概論日本のベンチャーキャピタル』(2005)ファーストプレス
- ・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編
『ベンチャービジネスのための資金調達実務ガイドブック』(2004)中央経済社
- ・植田浩史、桑原武志、本多哲夫、義永忠一共著『中小企業ベンチャー企業論』
(2006)有斐閣
- ・田中恒夫著『監査論概説第7版』(2006)創成社
- ・水永政志著『入門ベンチャーファイナンス—会社設立・公開・売却の実践知識』
(2006)ダイヤモンド社
- ・平尾光司著『経済研究所年報』17号「アメリカにおけるベンチャーキャピタルの発展過程」(2004.4)専修大学
- ・秦信行著『都市問題研究』第57巻第9号「ベンチャーキャピタルの役割と現状」(2005)
成城大学
- ・赤石篤紀著『同志社商学』57巻〔6〕「ベンチャー企業の特徴とベンチャーキャピタル意義、ベンチャーキャピタル研究の意義」(2006)同志社大学
- ・谷本寛治著『CSR 企業と社会を考える』(2006)NTT出版
- ・高橋俊夫著『株式会社とは何か - 社会的存在としての企業 - 』(2006)中央経済社
- ・細野祐二著『株式公開の理論と実務』(1993)中央経済社
- ・郷原信朗著『企業方とコンプライアンス』(2006)東洋経済
- ・藤島祐三著 雑誌『ビジネス法務』「株式会社における非上場化の意義とパターン別に見る正当性、妥当性」70 - 76 頁 (2006.3)中央経済社
- ・三菱信託銀行証券代行部コンサルティンググループ編『株式公開の仕組み第2版』(2002)
東洋経済新報社
- ・岸田雅雄著『ゼミナール会社法入門』第3章(2003)日本経済新聞社
- ・野村證券編著『株式公開実務のすべて』235 - 248 頁(2000)中経出版
- ・監査法人トーマツトータルサービス部著『よくわかる株式公開』7 - 8 章(2001)
日本実業出版社
- ・出口和雄著『経営者のための株式上場100のポイント』第17章(2004)
日本経済新聞社
- ・森本親治、守屋光博、高木将人共著『企業改革法が変える内部統制プロセス』第1 - 3 章
(2005)日経BP社

- ・日本経済新聞 記事 平成 18 年 8 月 11 日、9 月 2 日
- ・金融庁 「発行体に対する証券会社のチェック機能の発揮について」
http://www.fsa.go.jp/singi-mdth_kon-siryoku-20060425-01.pdf
http://www.fsa.go.jp/singi-mdth_kon-siryoku-20060327-02.pdf
- ・経済産業省 「新しい中小企業研究会報告書」
<http://www.meti.go.jp/press/20060725004/houkokusho-hontai.pdf>
<http://www.meti.go.jp/press/20060725004/houkokusho-point.pdf>
- ・経済産業省 「政府と起業についての課題」
<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/>
- ・産業構造審議会、産業技術分科会、産学連携推進小委員会
「TLOと大学の連携に係る提言」
http://www.meti.go.jp/policy/innovation_corp/subcommission/
- ・経済産業省産業技術環境局大学連携推進課
「技術移転を巡る現状と今後の取り組みについて」
http://www.meti.go.jp/policy/innovation_corp/rating/
- ・経済産業省経済産業政策局産業組織課
「投資事業有限責任組合法（ファンド法）に関する説明会」
<http://www.jsda.or.jp/html/gyouhou/0407/>
- ・社団法人経済同友会 「イノベーションを促進するエンジェル税制の拡充を」
<http://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2006/060921a.html>
- ・日本ニュービジネス協議会連合会 「税制改正に関する要望」
<http://72.14.235.104/search?q=cache:AcsJtfhJExEJ:www.nbc-japan.net/news/nbi/documents/>
- ・医薬産業政策研究所 「政策研ニュース」
<http://www.jpma.or.jp/opir/news/>
- ・株式会社価値総合研究所 「大学発ベンチャーに関する基礎調査」
<http://dndi.jp/updatefiles/shiryoku.pdf>
- ・斉藤義明 「日本版 SBIR 成功への政策提案」
<http://www.nri.co.jp/opinion/chitekishisan/1999/pdf>
- ・岡部陽二 「IPO市場インフラの構築を急げ」
2000年9月1日外国為替貿易研究会発行「国際金融」1051号22-31頁所収
http://www.okabe.org/yoji/yoji_docs/000506IPO.htm
- ・筑波大学産学リエゾン共同研究センター 「日本の大学発ベンチャーの課題と将来像」
http://www.ilc.tsukuba.ac.jp/rehp/jp/hp/survey_h14/
- ・あずさ監査法人 「ジャスダック証券取引所の上場審査基準」
http://www.okabe.org/yoji/yoji_docs/000506IPO.htm

- ・東証 「上場審査基準概要（マザーズ）」
http://www.tse.or.jp/cash/stock/stlisting_e.html
- ・ベンチャーエンタープライズ 「平成17年度ベンチャーキャピタル投資動向調査報告」
<http://www.vec.or.jp/toushi.html>
- ・中小企業総合事業団
「ベンチャー企業に関する国内外の直接金融環境状況調査（海外調査編）報告書」
<http://www.smrj.go.jp/venture/index.html>

編集後記

ようやく終わりましたね、三田祭論文。みなさんお疲れ様でした。思い返してみれば、昼よりも夜に集まって作業していた印象が強いです。なぜか終電後が一番はかどっていた気がします。個人的な事ですが、三田論作成にあたり、21年間の私の人生の中でギネス記録を更新した事があります。42時間起き続けました。この記録は、今後抜かれる事はたぶんないでしょう。いや、抜きたくもないけど。池崎君、あの時はお疲れ様でした。

三田祭論文を作成して学んだ事は、共同作業の難しさと楽しさです。みんなのやる気を維持させ続ける事は難しいですね。でも、ほんと楽しかったです。論文のテーマが二転三転しましたが、このメンバーだったからこそ、最後まで挫折せずに論文を作り上げる事ができたと思います。メンバーみんながお互いを上手に補完し合っていたと思います。班員には心から感謝しています。

まず池崎君、いつも何かにつけて面倒な作業を手伝ってくれてありがとう。私がここまで頑張ってきたのも、ちーちーの優しさがあったからです。いつまでもそんな天草男児でいて下さい。

次に高橋君、公認会計士の試験勉強が忙しいのに、最後までゼミを優先して取り組んでくれてありがとう。二つの事を同時にこなすのは、並大抵なモチベーションではできないと思います。

そして見米君、君の論文に対するストイックな姿勢は、論文を作成する上で大きな強みになったと思います。いつも完成度の高い論文を書いてきてくれるので、作業がはかどりました。

それと、三田祭論文の作成で得たものをもう一つ。多量の発癌性物質。みんな揃ってモクモクし過ぎ。三田論作成期間にベンチャー班がJTに注いだ合計額は、果たして幾らなのでしょうか。今後、本数を通常時に戻していきたいと思います。

最後になりましたが、的確なアドバイスを下さり、数々の御指導を下さった池尾先生には、この場をお借りして深く感謝申し上げます。また、こんな所にまで目を通してくれた、今この文を読んでいる貴殿にも、感謝申し上げます。

池尾和人研究会第13期

中谷憲介