

〔平成19年度 中小企業懸賞論文入選作品〕

ベンチャー企業の新しい事業資金調達方法とその課題

白石 丈夫 新井 直之 井須 淳二
(慶應義塾大学) (慶應義塾大学) (慶應義塾大学)
(経済学部3年) (経済学部3年) (経済学部3年)

＜要 旨＞

ベンチャー企業が創業後、自社の核となる事業を織り成すには事業資金が必要となる。事業が未実現で収益のない状態のベンチャー企業は、そうした資金を外部から調達するしかない。しかし、従来の主な事業資金調達方法である銀行融資やVC投資には経営者が借金を負うリスクやIPOのハードル等の種種の問題点が見受けられ、現状は事業資金を要するベンチャー企業にとって望ましいものではない。

我々はそうした現状に強い問題意識を持ち、現状を解決する新たな事業資金調達方法の提案をテーマに設定した。

その方策として、我々は2007年7月に行われた九州技術開発ファンドによるロボキャッチャー投資事例に着目した。同事例で用いられているSPC方式や匿名組合出資等の手法は従来の事業資金調達方法の種種の問題点を解決できるものであったのである。

我々は同事例における手法が新たな事業資金調達モデルになりえると判断したが、一方で、同手法による投資を受けるには投資審査段階で有力な予定取引先を確保しておくという、創業間もないベンチャー企業にとって高いハードルが存在していた為、その効力が限定的なものになってしまう問題点も存在していた。そこで我々は、そのハードルを軽減させる為に中小企業基盤整備機構との連携による投資前ハンズオン体制の導入、という解決策を提示し、それを導入したものを新たな事業資金調達モデルとして提案した。同提案モデルが普及すれば、多くのベンチャー企業の事業資金調達はより良いものになると考えられる。

しかし、その普及には課題も存在する。同提案モデルの実行に必要な証券化等のノウハウを持つ人材が資金供給側、特に大規模銀行に集中しており、またそれらの銀行では収益ロツ的に同提案モデルのような手法を行うインセンティブがわきづらいという課題である。我々はその課題に対し、同提案モデルの収益ロツ的に適切である地方銀行が日本政策投資銀行等との共同事業で証券化等のノウハウ吸収を行っているという傾向に着目し、そこに各地方銀行のベンチャー業務担当者も参加させるという解決策を提示することで、普及への方向性を示した。

目次

はじめに	3-1 事例の概要
第1章 ベンチャー企業における事業資金調達 の重要性	3-2 事例のスキーム
第2章 従来の事業資金調達方法の問題点	3-3 事例の特徴
2-1 銀行融資による資金調達を考える	3-4 新たな事業資金調達方法としての有効性
2-2 株式発行による資金調達(VC投資)を考える	第4章 新たな事業資金調達モデルの提案とその課題
2-3 従来の事業資金調達方法の問題点とそこから見えるもの	4-1 新たな事業資金調達モデルの提案
第3章 新たな事業資金調達方法の萌芽—ロボ キャッチャー投資事例が示すもの—	4-2 モデル普及に向けての課題
	さいごに

はじめに

ベンチャー企業のダイナミズムはその織り成す独創的な新事業である。独自の技術やアイデアを生かしそれまでになかった革新的なビジネスを創り出すことがその面白みであり、力強さであると言える。また、そうした事業は企業の主要な収益源ともなり、企業の根幹を支えるものとなる。つまり、ベンチャー企業にとってその織り成す事業はその企業の核に当たるものであると言える。

ただし、ベンチャー企業が創業後そうした自社の核となる事業を織り成すには、その準備費用にあたる事業資金が必要となる。事業が実現しておらず収益のない状態のベンチャー企業にとってそうした資金を外部から調達することは不可避なものである一方、従来の主な事業資金調達方法である銀行融資やVC投資には種種の問題点が見受けられ、現状は事業資金を要するベンチャー企業にとって望ましいものではない。我々はそうした現状に強い問題意識を持ち、

現状を解決する新たな事業資金調達方法の提案をテーマに設定した。

その方策として、2007年7月に行われた九州技術開発ファンドによるロボキャッチャー投資事例に着目した。同事例による手法は従来の事業資金調達方法にない有効性を有していたのである。我々はここから新たな事業資金調達方法を導き出していくことにする。

第1章 ベンチャー企業の事業資金調達の重要性

ベンチャー企業にとってその織り成す事業はその企業の核にあたるものである。そして、そうした事業を形成するにあたり、事業資金調達は要となる。

ベンチャー企業は創業間もなく事業を行うわけではない。創業後は計画している事業を行う為開発・販売・広告など多方面の作業に追われ、それらに掛る費用つまり事業資金を必要とする。しかし一方でまだ事業を始めていない企業には収入が発生せず、そうした資金を内部留

保で確保することは不可能である。よって、ベンチャー企業がその核となる事業を行うのに外部から資金調達をすることは不可避なことであり、ここにベンチャー企業の事業資金調達の重要性がある。

また、本論では、この創業から事業化にあたる期間を死の谷と呼ぶことから、同期間におけるベンチャー企業を死の谷ベンチャーと呼び、死の谷ベンチャーが事業化に要する資金を事業資金と呼ぶことにする。

第2章 従来の事業資金調達方法の問題点

では、従来の事業資金調達方法はどうなっているのだろうか。以下では主な事業資金調達方法として、銀行融資による資金調達、株式売却による資金調達（ベンチャーキャピタル投資）を考える¹。

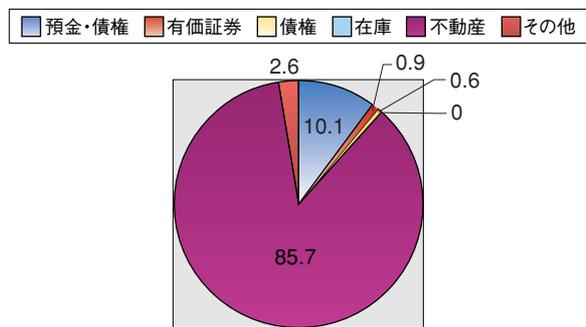
2-1 銀行融資による資金調達を考える

銀行融資による資金調達には返済義務が存在し、債務者がこの義務を果たせない状況に陥った場合は債務不履行となる。債務不履行が起こった場合、銀行は担保・保証を要求する。担保の場合は、それを取り上げられるだけで済むが、死の谷ベンチャーは一般的に担保として扱われる不動産（<図1>参照）を有していない場合が多く、<図2>の一般的なベンチャー企業の開業資金の平均値と分布が、<図3>の不動産を購入した企業よりも購入していない企業のそれに似通っていることを見ても、ベンチャー企

業が不動産を担保にして資金調達を行う状況は考えづらい。むしろ経営者による個人保証によって借入れを行い（<図4>参照）、債務不履行の際には経営者本人が借金を負ってしまうという場合の方が多いと考えられる²。加えて、そもそも創業間もない経営者の個人保証のみで必要額がすべて借りられるかどうかにも疑問が残る。

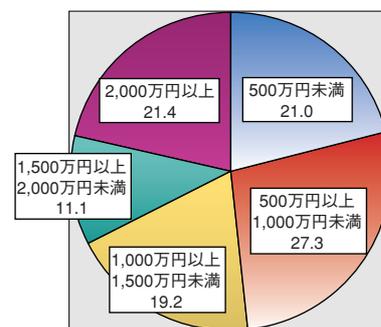
つまり、銀行融資による資金調達は、債務不履行による経営者自身の借金というリスクを伴うものであり、また必要額だけ借りられるかどうか不明なものである。よって、死の谷ベンチャーの事業資金調達方法としては望ましいものではないと言えるだろう。

<図1> 中小企業向け貸出金担保の内訳
～中小企業が提供している担保の大半が不動産である～



(出所) 2005年度中小企業白書より筆者作成

<図2> ベンチャー企業 (n=271) の開業資金の調達額の分布

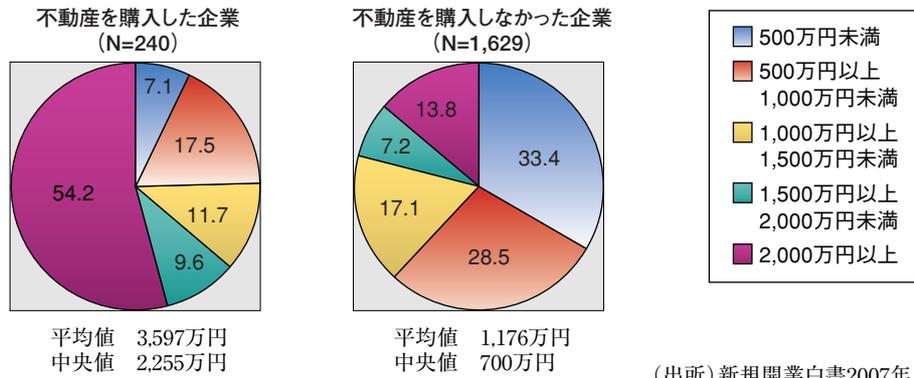


(出所) 国民生活金融公庫総合研究所「2006年度新規開業実態調査」p6より筆者作成

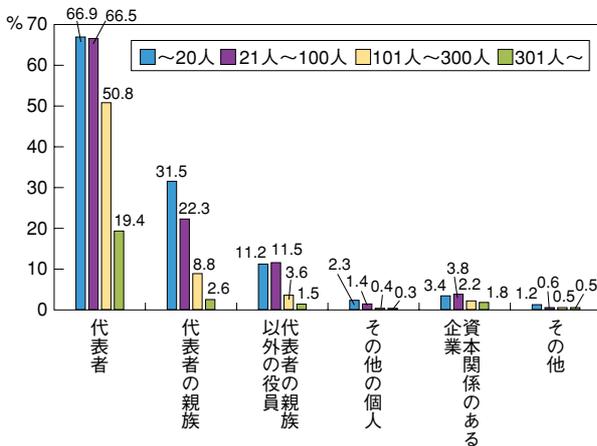
1 ベンチャー企業の他の資金調達方法としては少数私募債やグリーンシート市場、ビジネスエンジェル等が挙げられるかもしれない。しかしながら、縁故者（血縁者、取引先）から資金を集める少数私募債の場合では血縁者から大量の資金を集められることや創業まもない時期に債権者にまでなってくる取引先を有することが一般的であるとは言えないと考えられること、未公開店頭市場であるグリーンシート市場は株式市場として未発達であること、ビジネスエンジェルも日本においては未だごく少数であることを考え、これらは主な資金調達方法からは除外した。

2 経済同友会 [2007] 「ベンチャー企業による市場の活性化と個人再生」では、経営者の個人保証は債務不履行時の多額の事業債務により経営者を経済的・社会的にも破綻させてしまうものであり、起業意欲を削ぐ要因になっているとしている。

＜図3＞開業費用(合計)の分布(不動産の購入有無別)



＜図4＞メインバンクへ提供している保証人の種類(従業員規模別)
～従業員規模が小さいほど代表者が保証を提供している企業の割合が高い～



ら見ても、VCは死の谷ベンチャーへの資金供給先として一定の役割を果たしていると言える。また、VC投資は企業の将来性を基準に投資判断を下すため、銀行融資と比して必要額だけ調達できる可能性も高く、死の谷ベンチャーの事業実現化の資金調達方法としては望ましいものと言えるだろう。

しかし、一方でこうしたVC投資は以下2点の問題点を孕んでいると考えられる。

(1) 経営権喪失のリスク

通常、株式発行による資金調達では返済義務がない一方で、株式を保有した株主に配当を分配し議決権を与えなければいけなくなる。株式会社では、発行株式の50%以上を占有した者が経営権を有することができる為、企業の経営者はそれを超えない範囲での株式発行による資金調達を試みるが、事業を行う前の資本金の少ない死の谷ベンチャーの場合、その経営者が自社の経営支配権を維持し続けることは困難であると考えられる^{5,6}。

2-2 株式発行による資金調達(ベンチャーキャピタル投資)を考える

株式発行による資金調達では返済義務がなく、銀行融資における債務不履行のような事態は起こりえないものである。ベンチャー企業投資の主要な担い手としてはベンチャーキャピタル(以下VC)が挙げられる。設立後～2年目まで³の投資件数が全体の約20%⁴であることか

3 死の谷の期間をどの程度の時期までとするかは非常に難しい。ここでは、シード～スタートアップ～アーリー初期段階を死の谷とし、1年以上3年未満をアーリー段階とする神座「2005」を参考にアーリー初期を2年までと考え、設立から2年までを死の谷期間とした。

4 「平成18年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査/ベンチャーキャピタル・ファンド等ベンチマーク調査」p13を参照されたい。

5 宍戸「1997」は経営権の死守を絶対条件とする経営者が少なくない一方で、ベンチャー企業には過半数の株式をVCに渡さなければ自社の資金需要に応じきれなくなる時期が来るとしている。

6 VC投資の選択肢としては新株予約権付社債も考えられるかもしれないが、東京中小企業投資育成山本氏へのヒアリングによると、新株予約権付社債は負債を負わせるものでもある為VC投資には馴染まないものであるという。実際、「平成18年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査/ベンチャーキャピタル・ファンド等ベンチマーク調査」p4を参照しても、社債は全投融資先社数の約5%にしか至っていないことがわかる。

(2) IPOのハードル⁷

VC投資によるEXIT（資金回収）はIPOが中心となっており、VC投資もそうした状況を反映し、IPOによるEXITを前提として行われているのが主な傾向である^{8,9}。つまり、ベンチャー企業がVCから投資を受けるには将来的にIPOを行なうことが主要な条件となっており、VC投資も投資対象企業が将来的にIPOできるかどうかを審査基準として行われている傾向にある。

こうした傾向によると、着実に収益を上げられるビジネスモデルを有する企業であっても、収益規模的にIPOに満たないものであれば投資対象にはなりません。また、投資家に選好されにくい業種であったりしてもVC投資の対象にはなりません。以上のような企業に該当する死の谷ベンチャーにとっては、IPOはハードルとなっていると言えよう。

また、IPOは資金調達方法として優秀なツールであるという一方で、株主による企業行動の制約という作用も持つ。特に、企業の中長期的視点に立った事業展開などにおいては、四半期ごとの短期的利益追求を目的とした株主行動は強い制約を生むことになると考えられる¹¹。また、その他にも外部投資家による企業乗っ取りのリスクやIR情報発信のコスト、株主重視による従業員等のステークホルダーの軽視等のデメ

リット¹²も挙げられ、こうしたデメリットを毛嫌いし非公開に留まるといった企業の存在も十分に考えられる¹³。以上のような企業に該当する死の谷ベンチャーにとっても、IPOはハードルとなっていると言えよう。

2-3 従来の事業資金調達方法の問題点とそこから見えるもの

以上をふまえると、従来の事業資金調達方法では、銀行融資による資金調達では債務不履行による経営者の借金のリスク、資金調達不足という問題点を伴い、株式発行による資金調達（VC投資）では経営権喪失のリスク、IPOのハードルという問題点を伴う事がわかる。

これらのことを突き詰めて考えていくと、以下のことが見えてくる。つまり、従来の事業資金調達方法では、経営者自身の借金というリスクを伴わず必要額を調達できる可能性が高いVC投資の方が望ましい。しかしながら、そのVC投資も経営権喪失のリスクを伴う上、将来的IPOというハードルの存在によって収益規模・業種・上場志向の有無を基準とする選別が行われる。よって、その審査基準を満たさない企業に該当する死の谷ベンチャーは、経営者の借金リスク、資金調達不足という問題点を伴う銀行融資でしか事業資金を調達できないことになる。

7 この問題は死の谷ベンチャーに限らない問題であると言えるが、死の谷ベンチャーにも該当する問題点であることに誤りはない。

8 通常M&Aも主要なEXITの一つであるとされているが、VEC大竹氏へのヒアリングによると実際は日本におけるM&A市場は未発達であることから、EXITとしては上手く機能できていない状況にあるという。

9 忽那、長谷川、山本 [2006] はIPOにこだわらず株式の長期保有をスタンスとする存在として政府系VCがあるとしているが、東京中小企業投資育成山本氏へのヒアリングによると、政府系VCのそういったスタンスは既に安定的な収益を挙げている既存中小企業を対象とするものであり、リスクを伴うベンチャー企業への投資では投資後のVB育成にも主眼を置いてはいるものの、他のVCと同様にIPOを前提とした投資を行っているのが実情である。

10 VEC大竹氏へのヒアリングによると、VC投資はIT、バイオ、飲食等のサービス業に集中しており、こういった傾向は投資家の選好を反映しているとのことだった。

11 アラン [2002] は、株主価値は企業の近視眼的経営を生んだとしている。

12 オグデン、ジェン、オコーナー [2004] は株式公開のメリット・デメリットを挙げ、企業経営者はそれらを比較した上で株式公開の意思決定を行う必要があるとしている。

13 経済産業省「平成16年度大学発ベンチャーに関する基礎調査」では今後の成長戦略に関するアンケート調査の回答において「IPO」が45%を占める一方で、「第三者に株式譲渡せず独自に展開」が38%という結果が出ている。

以上のように、従来の事業資金調達方法は多くの問題点を孕んでおり、そこから考えられる死の谷ベンチャーへの弊害も問題である。我々はこうした状況に強い問題意識を持ち、現状の問題を解決しうる新たな事業資金調達方法の提案をテーマに設定する。

第3章 新たな事業資金調達方法の萌芽 —ロボキャッチャー投資事例が示すもの—

前章で述べた問題点を解決する方策として、我々は2007年7月7日に行われた九州技術開発ファンドによる投資事例に着目した。投資対象はMechaTracks株式会社（以下メカトラックス）によるロボキャッチャー事業である。（後述するが、企業に対する投資ではなく事業に対する投資である。）実際にEXITまで至っていない事例であるが、ここから新たな事業資金調達方法を見出したい。

3-1 事例の概要

まず、事例の概要を説明する。本事例は株式会社パテント・ファイナンス・コンサルティング（以下PFC）が運営する九州技術開発ファンドが行ったものであり、投資金額は1億円、契約年数は5年である。以下に同ファンドの概要および事業運営者のメカトラックス、投資対象であるロボキャッチャー事業の概要を記す。

（九州技術開発ファンドの概要）

同ファンドは2007年3月6日にPFCによって

設立¹⁴され、九州地域における中小・ベンチャー企業の知的財産権や技術開発事業を対象とし、それらを企業から切り出した形態で投融資を行うことをコンセプトとしている。投資事例として、以下に述べるメカトラックスのロボキャッチャー事業がその第一号となっている。

（メカトラックスとロボキャッチャー事業の概要）

メカトラックスは2005年12月に個人会社から法人化した。資本金1000万円で、従業員は常勤役員2名と他2名の計4名。小型の人型2足歩行ロボットの研究開発からスタートする。その後、人型ロボットを事業化するにあたり、商品化ターゲットをロボットアミューズメント機器に絞り、現在、人型二足歩行ロボットを活用した業務用アミューズメント機器であるロボキャッチャー¹⁵の開発に至る。

同社はロボキャッチャーの試作機の開発¹⁶後、本格的な研究開発費等を含めた事業予算として8000万円程必要と試算していた。一方、試作機開発当時の状況では、業界の反応は良かったものの依然として事業化の確度は低く、VCによる投資では資金需要の高さ故に、株式を過半数以上明け渡さなければ必要資金は得られない状況であった。長期的な視点からロボット事業を捉えるためにあくまで自社による経営権の維持を考えていた同社にとっては、VCによる投資は受け入れ難い選択肢であった¹⁷。

14九州技術開発ファンドの出資者には同社を始め、中小企業基盤整備機構、福岡銀行、福岡キャピタルパートナーズがあり、運営はPFCが行っている。

15メカトラックスHP及び同社永里氏へのヒアリングによると、ロボキャッチャーとはゲームセンターに代表されるアミューズメント施設に設置されているプライズ機（クレーンゲーム機）のクレーン部分を廃し、プレーヤーは2足歩行ロボットを操作し景品の獲得を目指す、という製品である。これまで高度な技術を必要としていた人型2足歩行ロボットの開発・製造を、汎用部品の積極的な採用と独自設計ノウハウの投入で大幅にコストダウンし、既存のクレーンゲーム機とほぼ同程度の価格での業務用アミューズメント機器を実現した。

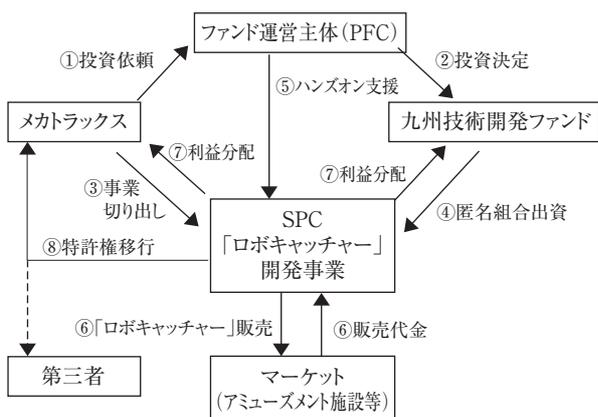
16メカトラックス永里氏へのヒアリングによると、資本金として創業者（2名で）1000万円出資し、それに加え国民生活金融公庫からの融資（700万程度）を利用して、ロボキャッチャーの試作機を開発。自己資本や融資による資金調達は同社の担保・信用力を考えるとここまでが限界だった。

17それだけでなく、メカトラックスはIPOに関してもあくまで自社の成長や事業の進歩状況を考えた上で判断を下したいと考えており、将来的なIPOを前提とするVCからの投資条件も許容し難いものであった。

3-2 事例のスキーム

同ファンドにおける投資事例を<図5>を用いて概説する。同事例では証券化スキームに見られるSPC方式と匿名組合出資が用いられている。

<図5>事例イメージ—メカトラックスのケース¹⁸



- ① ロボキャッチャー事業にかかる資金（開発、販売、広告、特許申請）を需要するメカトラックスが九州技術開発ファンドの運営主体であるPFCに投資を依頼。
- ② PFCはロボキャッチャー事業の将来収益性（キャッシュフロー）を審査し、投資を決定。
- ③ PFCはメカトラックスからロボキャッチャー事業を切り出し、同事業のみを行うことを目的とした特別目的会社（Special Purpose Company, SPC）を設立。事業運営はメカトラックスが行う。
- ④ ファンドとSPCは匿名組合契約を結ぶ。契約上、ファンドは匿名組合員、SPCは営業者となり、匿名組合員から営業者に対し出資を行う。（また、事業収益を受ける為、メカトラックスもSPCと匿名組合契約を結ぶ）
- ⑤ PFCはキャッシュフローの増大を目的として、SPCに対してハンズオン支援（販路拡大等）を

行う。

- ⑥ SPCは出資金を基にロボキャッチャー事業を展開し、開発商品であるロボキャッチャーを販売し、その販売代金によるキャッシュフローを発生させる。
 - ⑦ SPCが上げたキャッシュフローはメカトラックスと九州技術開発ファンドに分配される。
 - ⑧ 契約終了後、SPCは事業に関わる特許権を、第三者に、あるいは、メカトラックスが事業の継続を希望するならば、メカトラックスに特許権は時価で売却されることになる。SPCは、特許権等の売却対価をファンド及びメカトラックスに分配して解散する。
- （2007年10月時点では①～⑤までが終了し、⑥のロボキャッチャー事業開発途中段階にある。）

（ヒアリングから筆者作成）

3-3 事例の特徴

本事例では以下4点の特徴が見受けられる。

- (1) SPC方式による事業切り出し（<図5>の③）

本事例では、投資対象に事業を行うメカトラックス社ではなく、同社が行うロボキャッチャー事業が設定されている。ここでは事業主体であるメカトラックスからロボキャッチャー事業を切り出し、同事業のみを行うことを目的とした特別目的会社（SPC）を設立し、事業運営はメカトラックス社員が行うという形態をとっている。

18 ⑧に関しての留意点を記す。PFCは、同手法においてはあくまで投資対象事業からのキャッシュフロー分配を主な収益源と考えており、特許権売却の収益に関しては副収入程度にしか考えていない。また、この措置に関しては、元本回収出来なかった場合の資金供給側の資金回収の埋め合わせとしては妥当なものであると考えられる。ただし、資本回収が行われ利益も十分に出た場合、投資対象事業を需要する第三者企業の参入により元の事業運営者であった企業に特許権が戻らず継続して事業を行えなくなるリスクが発生する可能性も考えられる。しかしながら、そうした事態は当該事業が十分なキャッシュフローを発生させられた場合のことであり、事業運営者であった企業がそうした収益性のある資産（知的財産）を購入する為にLBO等の手法で買取り資金調達を行い対抗することは十分に可能である。更に、契約時に事業運営企業に優先交渉権を付与するという措置も施せば、第三者企業による特許権や事業の買収を阻止することは困難なことではないと考えられる。（第三者企業があまりにも巨額の資金を提示してきた場合を除く）

(2) 匿名組合出資による出資、資本回収(<図5>の④⑦)¹⁹

本事例では、匿名組合契約による出資を行っている（これを匿名組合出資と呼ぶ）。匿名組合契約とは、事業を行うものを営業者（個人、法人を問わない）、その営業者に対して出資を行うものを匿名組合員とし、匿名組合員が営業者の事業のために出資を行う契約形態のことを指す。匿名組合契約では、匿名組合員は出資を行う対価として営業者の行う事業利益（キャッシュフロー）²⁰の分配を得ることができる²¹。

本事例では、営業者をロボキャッチャー事業を行うSPC（法人）、匿名組合員を九州技術開発ファンドとした匿名組合契約を結び、匿名組合員から営業者に対し出資を行っている²²。その出資の対価として、匿名組合員である九州技術開発ファンドは、ロボキャッチャー事業のキャッシュフローからの利益分配を得ることができ、これが資本回収となっている²³。

(3) 将来キャッシュフローを基準とする投資審査(<図5>の②)

(2) で示したような資本回収形態であるため、投資審査基準では対象事業がどれだけのキャッシュフローを生み出せるかがポイントとなる²⁴。将来キャッシュフローの評価は事業計画にある取引予定先（本事例ではゲームセンター

やリース会社、商社等がそれに当たる）の確実性があるかどうかを判断することによって行う。確実性があるか否かの判断には、対象となる取引予定先にヒアリング調査を行い、同事業を導入するにあたって綿密かつ具体的な販売・賃貸等の事業計画を持っているかどうかをその基準とする²⁵。最終的な投資決定は、そういったヒアリングの結果信頼性が高いと判断された取引予定先のロボキャッチャーの購入総数×価格が、種々のコストを差し引いても投資額を上回ると判断された場合に行われる。

3-4 新たな事業資金調達方法としての有効性

本事例による手法では、前項の特徴により2章で示した従来の事業資金調達方法が抱える種々の問題点を克服することができる。

i) 経営者の借金リスクの解消

そもそも同手法では出資として資金を供給しているため、負債というものは存在しないが、匿名組合契約の場合、契約終了の際に出資者側である匿名組合員は資金調達側である営業者に対し出資金返還請求権を行使することができる。しかし、同手法の場合、営業者は事業を行う媒体であるSPCという法人がそれに当たるため、実際の事業を行う企業の従業員（本事例ではメカトラックスの社員）やメカトラックスに

19 本事例による投資はミドルリスク・ミドルリターンであると言える。リスク面では、成功確率の低いIPOを目的とするハイリスクなVC投資よりもリスクは低いが、既存事業による確定した収益から算出するキャッシュフローを基準とするローリスクの銀行融資よりは高いものとなっている。リターン面では、通常の銀行融資の元利回収よりは高い一方で、IPOによるキャピタルゲインよりは低いものとなっている。以上が、同手法がミドルリスク・ミドルリターンと呼べる所以である。

20 この事業利益とは、各営業年度の期首財産額と期末財産額の比較による増加額を指す。

21 匿名組合契約では利益分配割合は契約の定めによって自由に決定される。

22 出資では事前に事業計画で定められた予算の範囲内で行うことを事業主体であるメカトラックスに遵守させるため段階的の出資を行っている。具体的には、まずは事業計画を何段階かに分けて、各段階を終える毎に事業工程を確認し、予定通りに行われているか否かによって次段階の出資額を決定するという方式になっている。

23 契約の定めにより、出資金の元本回収までは分配の大半はファンドにいくことになっている。（回収後はファンド側が十分な利益を得られる範囲で、メカトラックスに優先的に分配される）

24 前提として、事業を行う経営者の質や事業計画書の正確性なども審査基準となる。この点は、VC投資と共通するものと考えられる。

25 PFC日野氏によると、「今までに無い知的財産を机上で算出するといった類のものではない。それらを巡る取引予定先の声を直に聞くことでその価値や実行性を確かめている。ただし、既存特許との重複による業務の優位性の喪失を回避するため弁理士による特許調査を行う」とのことであった。

は返還請求は及ばない。つまり、同手法では事業失敗により経営者が借金を負うという事態は起こり得ないものである。

ii) 経営権喪失リスクの解消

本事例では事業主体である企業（本事例ではメカトラックス）の株式売却を伴わない資金調達が行われているため、事業主体企業の経営権喪失は起こりえない。

iii) 資金調達不足の解消、IPOの非必然性

本事例ではEXIT（資金回収）を投資対象事業のキャッシュフローからの分配にしているため、投資対象事業が出資金を上回る額のキャッシュフローを将来的に生み出せることが認められたならば、当該事業の実現化に対する資金調達を行うことが可能となる。よって、同手法の場合将来的なIPOは投資条件とならない。

以上のことから、同事例における手法によれば、投資対象となる企業は経営権を喪失せず、また、収益規模としてIPOに足りない企業や投資家に選好されない業種の企業、戦略的にIPOを志向しない企業に該当する死の谷ベンチャーであっても、投資資金を回収できるほどの収益が認められる事業を行えるのならば、経営者の借金というリスクを伴わない事業資金調達を行うことが出来るのである。ここに新たな事業資金調達方法としての有効性を見出すことができる。

第4章 新たな事業資金調達モデルの提案とその課題

4-1 新たな事業資金調達モデルの提案

前章で記した九州技術開発ファンドによるロ

ボキャッチャー事業投資事例は、死の谷ベンチャーの事業資金調達方法の新たな方向性を示している。3-4でも示したように、その有効性は従来の事業資金調達方法の問題点を解決できるものであり、我々は同事例における手法を死の谷ベンチャーの新たな事業資金調達モデルとして提案したいと考える。しかしながら、この手法をそのままモデル化する訳にはいかない。同事例における手法にはその効力を削いでしまう問題点が存在するのである。

我々はその問題点を抽出し、それに対する解決策を提示した上で新たな事業資金調達モデルを提案することにする。

(1) 問題点

ロボキャッチャー投資事例における手法には以下の問題点が見受けられる。

・投資審査のハードルが高い（<図5>の②）

同手法による投資審査では将来キャッシュフローに確実性が求められるため、資金調達側は審査段階で有力な取引予定先を確保しておく必要がある。ただし、一般的な死の谷ベンチャーにとって、こういった条件は高いハードルであると考えられる²⁶。以上のままでは、ハードルがIPOから販路先の確保に多少ランクダウンしただけで、同手法による投資対象となる企業の範囲は限定的なものになってしまうと考えられる。

(2) 解決策

(1)の問題点の解決策として、我々は以下を提案したい。

・中小企業基盤整備機構との連携による投資

26 国民生活金融公庫総合研究所「2006」 「2006年度新規開業実態調査」によるアンケート調査では、創業1年以内のベンチャー企業は現在直面している問題点（複数回答）として「販売先の確保」（36.6%）を挙げている。同アンケート調査ではこの回答は2番目に多いものであった。

前ハンズオン体制の導入

投資対象となる企業の範囲を増やすには、投資前段階でのハンズオン支援（販路先紹介が中心）が必要になると考えられる。しかしながら、資金供給側からすると投資前段階で積極的なハンズオン支援を行うことに対してはあまりインセンティブがわからないものであろう（有力な投資対象を除く）。よって、ベンチャー企業支援にインセンティブのある第三者的存在との連携が必要であると考えられる。

そこで我々は、中小企業基盤整備機構との連携による投資前ハンズオン体制の導入を提案する。同機構は公的機関として中小・ベンチャー企業支援に関してインセンティブを持ち、また事業支援に関するノウハウと実績も有する。ヒアリング調査でも同機構はそうした支援に関して意欲的な姿勢であることも確認できた為、同機構との連携による投資前ハンズオン体制の確立は実行可能性のあるものであると言える。²⁷

具体的な流れとしては、ファンド運営者側に投資依頼をしたものの、事業自体は有望だが具体性（販路確保等）に欠けた為審査基準を満たせなかった企業を運営者側が同機構に紹介、ハンズオン要請し、同機構によるハンズオン支援によって企業が事業を展開するという形を提案する。²⁸

以上の解決策により、有力な取引予定先の確保という死の谷ベンチャーにとってのハードルは軽減され、投資対象となる企業の範囲は広が

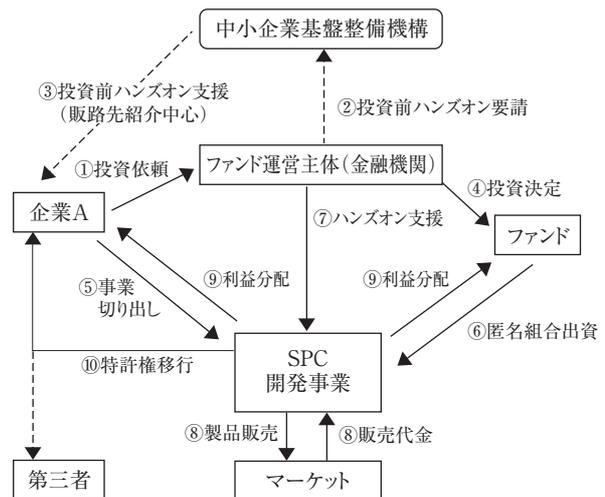
るものと言えよう。

(3) 新たな事業資金調達モデルの提案²⁹

(2) で示した解決策を導入した新たな事業資金調達モデルを提案する。（<図6>参照。また、細かな契約事項や特徴に関してはロボキャッチャー事例と同様のものとする）

以上のようなモデルが各金融機関で導入され、普及するならば、収益規模・業種・上場志向の有無の審査基準によってVC投資の対象となりえず、経営者の借金リスクや資金調達不足という問題点を伴うことでしか事業資金を調達できなかった企業でも、それらのリスクを負わず、また、経営権も保持したままで事業資金を調達できるようになる。死の谷ベンチャーの事業資金調達の状況はより良いものになっていくと言えるだろう。

<図6>新たな資金調達モデル



① 事業にかかる資金（開発、販売、広告、特許申請）を需要する企業Aがファンドの運営主体である金融機関に投資依頼を申し込む。

27 中小企業基盤整備機構石井氏へのヒアリングにより、同機構は公的な立場としてのベンチャー企業支援に意欲的であることがわかった。また、PFCも今後の事例においては、同機構による事前ハンズオン支援を要請することがありえるとしていた。

28 ハンズオンまでの流れとしては、先に中小企業基盤整備機構の審査・ハンズオン支援を経た企業をファンド運営者に紹介、もしくは同機構が独自に支援していた企業をファンド運営者に紹介、といったようなものも考えられるが、今回は本文で述べたものを提案、図示しておく。

29 必ずしもファンドによる投資である必要はないかもしれないが、今回はロボキャッチャー事例を基に作成したことからファンドによる投資という形態をとることにする。またファンドという形態の方が金融機関単体で投資を行うよりも資金を調達しやすいと考えられる。

- ② 審査において、有望だが具体性(販路等)に欠ける事業に対しては、中小企業基盤整備機構にハンズオン支援を行うよう依頼する。
(当初から有望で具体性のある事業の場合は④に移る)
- ③ 中小基盤整備機構はハンズオンを実行する。
- ④ その結果を基にして、金融機関は企業Aの計画している事業の将来収益性(キャッシュフロー)を審査し、投資を決定する。
- ⑤ 金融機関は企業Aから対象となる事業を切り出し、同事業のみを行うことを目的とした特別目的会社(Special Purpose Company, SPC)を設立する。事業運営は企業Aが行う。
- ⑥ ファンドとSPCは匿名組合契約を結ぶ。契約上、ファンドは匿名組合員、SPCは営業者となり、匿名組合員から営業者に対し出資を行なう。(また、事業収益を受ける為、企業AもSPCと匿名組合契約を結ぶ)
- ⑦ 金融機関はキャッシュフローの増大を目的として、投資後にSPCへの(販路拡大等を目的とした)ハンズオン支援を行う。
- ⑧ SPCは出資金を基に事業を展開し、開発商品を販売し、その販売代金によるキャッシュフローを発生させる。
- ⑨ SPCが上げたキャッシュフローは金融機関とファンドに分配される。
- ⑩ 契約終了後、SPCは事業に関わる特許権を、第三者に、あるいは、企業Aが事業の継続を希望するならば、企業Aに特許権は時価で売却されることになる。SPCは、特許権等の売却対価をファンド及び企業Aに分配して解散する。

(筆者作成)

4-2 モデル普及に向けての課題

(1) モデル普及に向けての課題

我々は前項において、ベンチャー企業の事

業実現化に際する新たな資金調達方法をモデル化し、その普及は死の谷ベンチャーの事業資金調達の状況をより良いものにしていくことを示した。しかし、同モデルの普及には課題が残る。

同モデルで用いられるSPC方式や匿名組合出資を実行するには、資金供給側の運営者となる人間が、ストラクチャードファイナンスや証券化等の業務経験者である必要があるが、担い手となりえる人材はメガバンクや日本政策投資銀行等の大規模銀行に集中している³⁰。加えて、同手法のEXITによる収益ロットは大規模ではなく、地方銀行などの規模には適切であるが、メガバンクや日本政策投資銀行等の大規模銀行ではこの収益ロットは魅力的なものではなく、実行するインセンティブがわきづらくなっているというのが現状であった³¹。よって、現状において人材が集中している大規模銀行による参画やその傘下にある金融系VCに担い手となりえる人材が出向する等の可能性は低く、同モデルの普及は困難であると言えよう。

(2) 現状考えられうる解決策として

我々は同モデルの普及の為に(1)で示した課題を少しでも改善すべきと考え、地方銀行の参画をその解決策として提示したい。

我々が地方銀行を推す理由としては、同モデルによる収益ロットに適切な規模である点だけでなく、地域経済の発展を担う企業の支援にインセンティブがある点、また現状においてベンチャーファンドの設立や出資を意欲的に行っている銀行が生まれてきている点³²がそれに当た

³⁰ PFC日野氏及び日本政策投資銀行齊藤氏へのヒアリングによる。

³¹ 同上

³² 金融庁の推進する「地域密着型金融の機能強化の推進に関するアクションプログラム」によるものである。

る³³。また、大半の地方銀行において上述のような業務のノウハウを有する人材が不足がちである一方、多くの地方銀行は日本政策投資銀行を代表に大規模銀行との業務提携で共同事業を行い、こうした手法のノウハウ吸収に努めている³⁴。

我々はこうした傾向を活かすことで地方銀行の参画がなされ、同モデルは普及すると考える。ただし、我々はこの傾向をただそのまま続けることをよしとはしない。

現在、日本政策投資銀行等の大規模銀行との業務提携による共同事業に参加している行員は、投資銀行的な業務を任されることを目的とした人材であると考えられる。そうした人材にのみノウハウを吸収させてもそれがベンチャー企業向け投資に活かされる可能性は少ない。我々は、それよりも地方銀行のベンチャー企業向け業務を担当する行員にも共同事業に参加させることで、同モデルのようなベンチャー企業向け投資にもそのノウハウが活かされることが可能になると考える。実際にそうした行員を参加させるかどうか、また参加後にその行員にベンチャー企業投資を任せるかどうかは各地方銀行のインセンティブやスタンス次第であるだろうが、まずは1行、2行と参画する地方銀行が生まれ、それらが成果を上げていけば他行にも波及していく可能性は増えていくのではないだろうか。

さいごに

本論において我々は新たな事業資金調達モデルを提案した。提案の背景としては、以下のことに関する問題意識があった。

ベンチャー企業にとって自社の核となる事業を織り成すのに、事業資金調達を行うことは不可避かつ重要なことであったのに対し、従来の事業資金調達方法である銀行融資やVC投資には種種の問題点が存在し、それにより、収益規模としてIPOに足りない企業、投資家に選好されない業種の企業、戦略的にIPOを志向しない企業に該当する死の谷ベンチャーでは経営者の借金のリスクや資金調達不足という問題点を伴うことでしかその事業資金を調達することができないという点である。

同提案モデルによれば、以上のような企業に該当する死の谷ベンチャーであってもそうした問題点を負わず、また、経営権も保持したままで事業資金調達を行うことができる。同モデルのような資金調達方法が普及すれば、幅広い範囲の死の谷ベンチャーが事業資金調達をより円滑に行えるようになることは間違いのないであろう。

確かに現状ではその普及に際した課題が存在する。我々が示した普及への解決策も一朝一夕で行われるようなものではなく、その普及にはまだ時間を要することは間違いのないだろう。しかしながら、PFCのような存在が生まれ、それを基にした新たな事業資金調達モデルを提案できた意義は大きい³⁵。

33 社団法人全国地方銀行協会HP「新アクションプログラムに基づく個別の取組みの進捗状況」を参照されたい。

34 日本政策投資銀行HPを参照されたい。

35 本論文では死の谷期のベンチャー企業を対象としたが、PFCの投資スタイルや我々の提案モデルであれば、既存中小企業の新規事業の資金調達にも応用は十分に可能である。

そもそも上述したような企業に該当するベンチャーが不具合を受けるような状況には疑問を感じ得ない。非生産的ないしは自己満足的なビジネスモデルしか提案できないならばまだしも、収益規模や業種、株式公開戦略等の理由で経営者の借金というリスクを負う企業と負わない企業が分断される必要性がどこにあるのだろうか。経営者の借金というリスクは企業のみだけでなく、優れた技術やノウハウを持つ人材を

圧殺してしまうものともなりえる。そういった深刻なリスクを上述のような企業ならば負って然るべきとでもいうような現在の中小企業金融環境には疑問を感じざるをえないのである。

そういう状況を打破できるものを提示できたという点で、我々の主張は現在の中小企業金融環境に対し一石を投じるものであったと言えるであろう。

【参考文献】

- 渡辺幸男,小川正博,黒瀬直宏,向山雅夫 [2001] 『21世紀中小企業論』 有斐閣アルマ
- 野田健太郎 [2004] 『ベンチャー育成論入門－起業家マインドの醸成に向けて－』 大学教育出版
- アラン・ケネディ著,酒井泰介訳 [2002] 『株主資本主義の誤算 短期の利益追求が会社を衰退させる』 ダイヤモンド社
- ジョセフ・P・オグデン,フランク・C・ジェン,フィリップ・F・オコーナー著,徳崎進訳 [2004] 『アドバンストコーポレートファイナンス 下：政策と戦略－財務戦略策定者のためのファイナンス理論－』 ピアソン・エデュケーション
- 忽那憲治,長谷川博和,山本一彦 [2006] 『ベンチャーキ

- ャピタルハンドブック』 中央経済社
- 平野嘉秋,大藪卓也 [2002] 『証券化ハンドブック』 税務経理協会
- 宍戸善一 [1997] 「ベンチャービジネスのための組織法作りを試みて」 『ジュリスト(No.1125)』 有斐閣
- 神座保彦 [2005] 『(概論)日本のベンチャーキャピタル』 ファーストプレス
- 日下部聡,石井芳明 [2003] 『日本版LLC 新しい会社のかたち』 金融財政事情研究会
- 藪下史郎,武士俣友生 [2006] 『中小企業金融入門』 東洋経済新報社
- 国民金融公庫総合研究所 [2007] 『2007年度版新規開業白書』 中小企業リサーチセンター

【参考URL】

- 中小企業白書2007年版
http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h19/h19_hakusho/index.html
- 中小企業白書2005年版
<http://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/h17/hakusho/index.html>
- 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (VEC) 平成18年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告／ファンド・ベンチマーク調査報告
<http://www.vec.or.jp/vc/survey-18j.pdf>
- 国民生活金融公庫総合研究所 「2006年度新規開業実態調査」
<http://www.kokukin.go.jp/pfcj/pdf/2006sinkj.pdf>
- 経済産業省 「平成16年度大学発ベンチャーに関する基礎調査」
<http://www.meti.go.jp/press/20050609003/1-venture-chousa-set.pdf>

- 経済同友会「ベンチャー企業による市場の活性化と個人再生」
<http://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2006/pdf/070416a.pdf>
- 株式会社パテント・ファイナンス・コンサルティング
<http://www.ptfc.co.jp/>
- 株式会社MechaTracks
<http://www.mechatrax.com/>
- 日本政策投資銀行
<http://www.dbj.go.jp/>
- 社団法人全国地方銀行協会「新アクションプログラムに基づく個別の取組みの進捗状況」
http://www.chiginkyo.or.jp/11_newsrelease/2006/21.shtml

【ヒアリングにご協力いただいた方々】

- 株式会社パテント・ファイナンス・コンサルティング 代表取締役 日野慎二氏（8月27日、10月4日）
- 日本政策投資銀行 新産業事業部 調査役 齊藤成人氏（8月28日）
- 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（VEC）東京本部 業務部長 大竹秀人氏（9月7日）
- 株式会社MechaTracks 代表取締役社長 永里壮一氏（9月14日）
- ロボキャッチャー事業関係者の皆様（9月14日）
- 東京中小企業投資育成株式会社 総務企画部 総務課 主任 山本隆太郎氏（9月20日）
- 中小企業基盤整備機構 ファンド事業部 ファンド企画課 課長代理 石井芳明氏（9月26日）