

# 現代ベンチャー企業の資金調達と企業会計

西村 勝志

## I. はじめに

ベンチャー企業といえは、一般には新技術や高度なノウハウを軸にしながら、大企業では実現しにくい機動性豊かで創造的・革新的な経営を展開する中小企業を指している場合が多いが、明確な定義が確立しているわけではない。そもそも、ベンチャーという用語は冒険的事業という意味をもっているのて、ベンチャー企業といえは、投資者からみた場合のハイリスク・ハイリターン企業といっても過言ではない<sup>1)</sup>。ベンチャー企業には様々な形態があり、近年では、大学での研究を基盤にした大学発ベンチャーも活発に行われてきている。

本稿で取り上げるベンチャー企業は、創業後数年以内の「新興」企業で、製品等に新規性や技術等に革新性がみられる成長志向的企業を想定している。長引く平成不況から我が国経済（とくに地域経済）を立て直すためには、成長企業の増大が不可欠であるのはいうまでもない。それ故、ベンチャー企業に対する期待はいっそう大きい。しかし、このようなベンチャー企業が活動する上で必要とされる資金を調達する場合、一般には資金調達的手段と資金調達額の決定が大きな問題となっている。資金調達額は、調達目的に依存する関係にあ

---

1) 我が国のベンチャー企業は、ベンチャービジネス (VB) とも呼ばれている。しかし、このベンチャービジネスという用語は和製英語であって、米国のベンチャー企業はスタートアップ (start-up) やスモールビジネス (small business) などと呼ばれている。

る。したがって、具体的調達目的によって当該金額が決定される。これは経営方針・経営目的や経営行動などと密接に結び付いている。

しかし、本稿は、企業設立の初期的段階における資金調達額の決定方法に焦点をあてるものではなく、設立からの数年間にわたってどのように資金調達を行うべきかといった課題を前提として、資金調達手段の選択性に重点を置いている。とりわけ、究極的には株式公開による資金調達をなす成長志向のベンチャー企業を想定しつつ、企業会計の意義（いい換えれば企業会計によるキャッシュ・フロー情報の重要性）にも注目している。もちろん、株式・社債の発行や助成金・補助金、さらにはリースなども含め、あらゆる資金調達方法を取り上げる中で、資金調達がどういった形で行われるべきかその可能性を探るのみならず、そこに内在する問題点を指摘するとともに、資金調達する上で必要とされる経営者の資質についても考察する。

そこでまず、さまざまな企業を分類整理することで、ベンチャー企業の特質とは何かを明らかにする。次に、ベンチャー企業ならではの資金調達方法を取り上げることで、そこでの問題点を探る。さらに、株式公開による資金調達において、経営者の資質として必要とされる会計的知識の習得及びその活用について触れたい。

## Ⅱ. 企業 の 分 類

ベンチャー企業も企業の一つであるから、事業組織体であることには違いはない。冒険的事業であれ、事業組織体たる企業は、個人企業と法人企業とに大別できる。これは、法律上の視点から企業を分類するものである。個人企業という場合は、自然人個人が権利・義務の主体となり得る企業である。つまり、個人企業の経営者自体が経営の全責任を負う形になる。法人企業は、法律上では企業それ自体が人とみなされる。いい換えれば、企業が権利・義務の主体となり得るので、経営の全責任は経営者個人にではなく、企業それ自体にあるとみられる。したがって、ベンチャー企業もまた、法人格を有するか否かで個人

企業と法人企業とに大別される。

### (1) 会社法上の会社の特質

法律（会社法）上でいう会社は、通常、営利社団法人といわれる。この営利社団法人たる会社が、法人企業の中格といってもよいであろう。したがって、会社といえば、利益を追求する営利企業と考えて差し支えない。ただし、会社法上の会社は営利社団法人であるから、営利性のみならず社団性もまた重要な特質となる。この社団性とは、一つの共通目的に向かって社員たる出資者が集まった団体である。その意味では、複数の出資者が前提となる。しかし、最近では、一人会社として一人の出資者でも会社は成立すると解釈されている<sup>2)</sup>。法人性については、すでに述べたとおり、企業自体が権利・義務の主体となり得る法人格を有していることを意味している。したがって、ベンチャー企業も会社法上の会社であれば、営利社団法人という特質を有することになるであろう。

### (2) 会社の種類

ベンチャー企業を会社形態からみれば、合名会社としてのベンチャー企業が存在する。この形態は、複数の無限責任社員のみで組織された会社である。複数の出資者が経営の全責任を無限に負っている。というのも、経営活動の意思決定に直接関わるから、その責任は重大になると理解できよう。では、合名会社の場合、最低出資金は一体いくらなのか。合名会社の場合でも、会社法制定以前からすでにその制限がなかったのである。出資者が複数であるから一人1円として、2円でも設立が可能である。合名会社の場合、債権者たちに

2) 神田秀樹著『法律学講座双書 会社法第八版』弘文堂、2006年4月、6頁参照。

「株式会社や持分会社は1人で設立することができ会社の成立後も構成員が1人も株式会社や持分会社（合資会社を除く）の存在が認められる。〔持分会社については会社法で認められるに至った〕。このような1人会社は社団ではないと解する見解もあるが、これもいつでも社員が複数になる可能性があるのであって、潜在的には社団であるといつてよい。」

としては、出資金額がいくらであっても出資者たる経営者が全責任を負っている（無限責任）ので、ある程度の安心感が得られる。ここに、合名会社の特徴が見受けられる。

次に、合資会社としてのベンチャー企業を取り上げてみる。この合資会社形態は、複数の無限責任社員と有限責任社員からなる会社である。合名会社は複数の人が共同で出資して経営している会社であるが、合資会社は、経営能力がないかあるいは経営に参加する意思を持たない出資者たちも資金提供する会社で、共同出資・共同経営の人たちと、共同出資のみの人たちの集まりである。そのため、利益の分配を期待する共同出資のみの資金提供者は、無限責任ではなく、出資額のみの有限責任となる。逆に、経営に直接携わる出資者は、無限責任を負うことになる。この点については、ベンチャー企業を設立する場合も、どんな企業形態にするかでそれぞれの出資者における経営責任の重さが異なるので、十分な理解が必要である。

こうした合資会社の最低資本金額については、合名会社と同様に従来からその制限はない。その意味では企業の設定は容易であるが、経営責任は非常に重いことを意味している。合資会社に関しては、有限責任社員も、定款の規定・内部規約上では経営に携わることが可能である。

また、会社形態としては、従来は有限会社形態があった。有限会社は、もちろん有限責任社員で組織された会社であったが、会社法制定前では、最低資本金額は300万円、社員は1名以上50名以下、まさに小規模の会社であった。会社法の制定によって今日、有限会社の多くは株式会社へ吸収された。したがって、有限会社については株式会社として取り扱うことにする。

さらに、株式会社形態である場合におけるベンチャー企業の特徴は、いわゆる「所有と経営の分離」が取り上げられる。企業経営者の経営責任については、従来の有限会社を含めた株式会社における経営者は、経営責任上、善管注意義務あるいは善管忠実義務が問われることになる。善管注意義務とは、「委任を受けた人の、職業、地位、能力等において、社会通念上、要求される注意義務」であって、善良なる管理者がごく普通の注意を払う義務となる。また、こ

れは、民法の規定にみられるものである<sup>3)</sup>。また、忠実義務については、善管注意義務の内容を具現し、かついっそう明確にしたものであって、企業に対して忠誠心を示す義務である<sup>4)</sup>。たとえば、経営者個人の利益と会社の利益が衝突した場合には、どちらを優先すべきか。もちろん、会社の利益ということになる。これが善管忠実義務であり、そうした義務を果たしながら経営する責任が経営者にあることを意味している。

では、株式会社の特徴とは何か。出資に関して証券化されている点、すなわち株式という形で持分が証券化されている点が、株式会社の特徴のひとつである。株式会社の場合、出資者が有限責任であるという特徴以外にも、株式の自由譲渡制が挙げられる。たとえば、当該会社の経営が危機的状況に陥ったことを察知した出資者は、手持ちの株を証券市場で自由に売買可能である。手持ちの株といっても、従来は証券会社が保護預かりしている株式であって、通常出資者たる株主の手許では保管されないが、そうした株式は、売買差額を期待するなどさまざまな理由により、いつでも自由に譲渡できる状態にある<sup>5)</sup>。もちろん、この場合、上場されているなどの株式に限られる。従来の有限会社では、出資の証券化は図られておらず、株式の自由譲渡性が認められていなかった点から、株式会社の方が投資家にとってはより有利な状態、すなわち投資を受けやすい状態にあると考えられていた。投資者が投資しやすいという形（株式会社の場合、出資の証券化）によって、不特定多数の投資家から資金を調達

---

3) 善管注意義務については、商法 254 条 3 項に「会社の取締役との関係は委任に関する規定に従う」と規定されたことを受けて、民法第 644 条において、「受任者（管理会社）は、委任の本旨に従い善良なる管理者の注意をもって委任事務を処理する義務を負う」とされている。

4) 忠実義務については、会社法 355 条において、「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行なわなければならない」とされている。しかし、これは、民法上の注意義務とは別個の義務が存在するわけではないとする同質説と、利益相反取引の禁止（会社法 356 条 1 項 2 号・3 号）・競業禁止義務（会社法 356 条 1 項 1 号）・報告義務（会社法 357 条）・報酬規制（361 条）などを忠実義務の具体化であるとする異質説に分かれている。同質説では、取締役は忠実義務を守ること、別個に善管注意義務を問題とはしないとの解釈である。

5) 今日では、株券の電子化が推し進められ、実際には株券を発行しなくなった。

することが容易になる。したがって、企業の規模を拡大させようという意図をもった会社というのが株式会社であると考えられるので、ベンチャー企業の場合でも、将来の企業規模ないし姿を想定しながら、株式公開を目指すこともあり得る。

次に、ベンチャー企業にとってのぞましい資金調達の方法のいくつかを取り上げることで、そこでの問題点を探ってみたい。

### Ⅲ. ベンチャー企業の資金調達方法

#### (1) 自己資金

ベンチャー企業の設立時に活動資金の調達方法を考える場合、まず重要とされるものは自己資金額である。設立段階で活動資金として利用可能である創業者個人の財産、すなわち、設立までに経営者自身の個人的蓄えがどれだけあるのかということである。親・兄弟・親戚からの個人的借金を含めた自己資金(創業者の財産)を基にベンチャー企業を設立することである。業種にもよるが、新規事業に参加するベンチャーは、ある程度研究開発等の先行投資が必要であると考えられる。この点は、技術系ベンチャー企業において最もよくあてはまる。そのため、技術系ベンチャー企業を設立する場合には、個人企業・合名会社よりも、資金調達の容易な合資会社、可能ならば株式会社というような形が望ましい。ベンチャー企業における問題としては、経営者がある程度必要とされる自己資金を設立時までにはどう蓄えてきたか(企業信用の第一歩)ということである。

#### (2) ビジネスエンジェル

自己資金の調達以外には、ビジネスエンジェルが取り上げられよう。これは個人投資家であるが、より正確に言えば、創業期のベンチャー企業に出資あるいは経営に助言する形で、経営支援を行う個人投資家を指している。つまり、ビジネスエンジェルは、それなりの知識や経験をもっており、彼らからの経営

支援は資金面だけではないケースもあるということを意味している。エンジェルは、これまでの経験などを活かして、自分の関心の高い専門分野に資金を出資する機会が多いので、彼らは経営のノウハウや技術面でのアドバイスなども可能である。ただ、このエンジェルに関しては、以下で述べる問題点が内在している。

すなわち、ネットワーク構築とは何か、ネットワークをどう構築すべきかといったネットワーク構築問題である。いい換えると、匿名を望んでいるエンジェルと事業計画のPRがうまくできないベンチャー企業をどう結び付けるか、それぞれの接点をどうもたせるかということである。当然、個人投資家が匿名でないと、多くのベンチャー企業がそうした投資家に殺到すると予想される。それ故、個人投資家も投資のための巨額資金を所有していることを公言しない。ビジネスエンジェルは匿名を希望している。彼らをどのように発掘し、ベンチャーの起業家とどのように接点をもたせるのか、ここにネットワークの構築の必要性がみられる。

愛媛県の場合では、たとえば、ベンチャーアライアンス協会が主催する四国エンジェルズフォーラム（協議会）のように、ビジネスエンジェルやベンチャー企業の創業希望者が集うような出会いの場、投資のきっかけの場あるいは機会が設けられている。これが成功するか否かのカギは、行政の協力によるといっても過言ではない。また、ベンチャー企業に関する情報誌（経営者紹介・経営方針・経営技術・経営ノウハウ・商品紹介など）に掲載するような形で公表することも必要である。インターネットを通して、そういう情報を会員制という形で提供するということも考えられよう。それ自体が、ベンチャー企業を支える新たなベンチャー企業にもなり得る。

そして、もう一つの問題点が、我が国におけるエンジェル数が極端に少ないということである。すなわち、個人投資家の数が少ないのでどう増やすべきかという問題も、ベンチャー企業を設立する上での重要な要素となる。一つの方法であるが、実際には、すでに1997年にはエンジェル税制<sup>9)</sup>が導入されている。この特例措置は、ベンチャー企業への個人投資家からの資金調達を容易に

する目的で創設されたものである。この内容は、保有株式の売却益に対して税負担を軽減させる税制である。たとえば、ある会社で株式の売却益が400万円生じたとしよう。また、ベンチャー企業に200万円の投資をしていたとしよう。そうすると、200万円の投資額自体が売却益の控除対象となる。その結果、税負担は軽減されよう。万が一、ベンチャー企業に投資したことで損失を被った場合、その損失は3年間繰り延べられることで将来の期間の益金を減額することができる税制である。益金の額を減額できれば、法人税を減額できるのである。そうなれば、投資会社も増加するようにおもわれるが、現実には、この税制の恩恵を受けている会社はあまりいないといわれている。この税制の導入意義がみられるようになるのは、これからである。

### (3) ベンチャーキャピタル (VC)

#### ① ベンチャーキャピタルの動向

ベンチャーキャピタルは、創業期・発展期のベンチャー企業に出資し経営のサポートを行い、当該ベンチャー企業の飛躍的發展を促進する。そのねらいは、その後の株式公開時における多大なキャピタルゲイン(保有利得)である。したがって、ベンチャーキャピタルの関心内容といえば、キャピタルゲインを前提としながら、①ベンチャー企業の株式公開の可能性(公開できるかどうか)、②出資額たる株式の購入価格、③公開時の売却価格、さらに④その売却差額が中心となる。付け加えるならば、⑤公開するまでの期間である。これは、投資回収期間を意味する。10年も20年もかかるのであれば、投資回収という面で問題があると考えられる。ベンチャーキャピタルは保有株を売却することが一つの大きな目的になっているが、この背景には配当金や株主に対する優待・特典などが、最近では業種等によって若干期待できる面もあるが、多くは期待できない状況にあると考えられよう。

---

6) エンジェル税制とは、「特定中小会社の株式譲渡損失の繰越控除等及び譲渡所得等の課税の特例」である(租税特別措置法37条の13)。

もちろん、ベンチャーキャピタルも公開時に全部売却するわけではない。米国におけるベンチャーキャピタルは、むしろ公開時に売却する株もあるが、その後も保有し続けている場合が多い。我が国ではむしろ、大部分（もともと少量保有）を売却してしまう場合が多い。その原因は、それぞれの国におけるベンチャー企業とベンチャーキャピタルとの関係ないし関わり方の違いに求められるのであろう。そのことが投資額の大きさに反映されているともいえる。つまり、我が国のベンチャーキャピタルはリスク分散に基づく安全性重視のためか、米国と異なって経営に深入りしないで少額の投資を行う傾向にある。

キャピタルゲイン以外に、ベンチャーキャピタルが期待するものとはいったい何か、それは会社を育成することである。ベンチャーキャピタルは、会社をさらに大きく成長させている。株式公開後に保有株のすべてを売却した場合には、当該会社との繋がりは失われる。確かに、その時点でキャピタルゲインは得られるが、さらに大きく成長させ、会社の一事業部を子会社化させ、あるいは投資先会社を子会社化させ、分社化した子会社の株を手に入れるということも十分考えられる。それ故、株式公開で終わりではない。これからの我が国ベンチャーキャピタルの関心の根底には、「一粒で二度おいしい」という考え方が生じるのである。我が国は、それほど投資先企業の経営に深く関わらないで、公開前のところで資金を提供して株を入手し公開した時に売却してしまうケースが多い。米国では、むしろ設立の時点からさまざまな面に支援するという姿勢がみられる。俗にいう「ハンズオン」【手を握る】という言葉があるが、我が国では「ハンズオフ」の傾向にある。経営・資本・政策・立案とか、人材の確保、取引先の紹介など経営のさまざまな面に関わろうとする姿勢、これが米国におけるベンチャーキャピタルの姿である。我が国でも、少しずつそういう方向に向きつつあるというのが現状であろう。

## ② ベンチャーキャピタルからの資金調達における問題点

ベンチャーキャピタルがキャピタルゲインのみを目的としていた場合には、ベンチャー企業の創業者が心配することは、株式公開できなかった時にベン

チャーキャピタルの次なる行動である。ベンチャーキャピタルの投資目的は、投資額を超えていかに早くかつ多く回収するかである。そこで、キャピタルゲインが期待できない場合に投資先であるベンチャー企業をM&Aすなわち合併買収させることもあり得よう。したがって、ベンチャーキャピタルがどのような形でベンチャー企業との関係を構築しようとしているのか、またベンチャーキャピタルの出資目的がどこにあるのかを見極める目を持つ強かさもベンチャー企業の創業者には必要であろう。

#### (4) 投資事業組合

ベンチャー企業の資金調達は、ベンチャーキャピタル自体が数多く存在していないとなかなか難しいのも事実である。また同時に、ベンチャーキャピタルが資金源をどう確保すべきかとうことも一つの問題となる。この点については、従来のベンチャーキャピタルは、なかなか活動資金の調達がうまくできない状況にあった。つまり、ベンチャーキャピタル自体がベンチャーキャピタルファンドを設立して、エンジェルや機関投資家から資金を調達し、ベンチャーキャピタルファンドを利用してベンチャー企業に投資するといった形を想定していたのである。しかし、実際には、そう単純ではなかった。ベンチャーキャピタルファンド自体はいわゆる投資事業組合の形態であったので、民法の規定に従って無限責任組合とされた。投資事業組合自体は、すでに1982年にはじめて組成された。それ以前のベンチャーキャピタルは自前で資金調達するしかなかった。民法上の組合形式でしか組成され得ない投資事業組合は、出資者の責任を有限とすることができず、運用上でベンチャーキャピタルとの間で借入れをしない契約を締結することで、組合に対する債権者をつくらない形で（負債ゼロとして）実質的に出資者の有限責任を確保してきた（無限責任の有限化）。しかし、ここに問題が内在されていた。すなわち、エンジェルや機関投資家がベンチャーキャピタルファンドに出資しても、経営破綻した責任が出資者たるエンジェルや機関投資家にも及ぶという実態が、我が国では問題となったのである。ベンチャーキャピタルファンドは必ずしも負債がゼロになる法的

根拠もないことから、エンジェルや機関投資家、さらには年金基金の資金などがファンドに流れるには無理があった。

そこで、1998年に投資事業有限責任組合法という法律が制定されたのである。これによって、いわゆる民法上でいう組合を有限責任の組合員と無限責任の組合員とで設立することが可能となった。たとえば、いわて育成投資事業有限責任組合を一つの例として挙げてみよう。フューチャーベンチャーキャピタルという会社である無限責任組合員と、財団法人岩手産業振興センターである有限責任組合員によって2002年4月に設立された投資事業有限責任組合である。これは、フューチャーベンチャーキャピタルがベンチャーキャピタルファンドの管理運営の責任を負いながら専門的に出資する形をとっている。それ故、フューチャーベンチャーキャピタルが無限責任組合員ということになる。その結果、ビジネスエンジェルや機関投資家が有限責任社員になる形でベンチャーキャピタルファンドを増やすことができるようになった。したがって、投資事業有限責任組合法によってベンチャーキャピタルの資金力は増大し、新たにベンチャーキャピタルファンドに出資する投資者も増えてきた。新規事業参入の増大ということも見込めるようになった。最近では、2007年に入ってから1月にさかいベンチャー育成投資事業有限責任組合が組成され、6月にはあおりクリエイトファンド投資事業有限責任組合が組成されている。

## (5) 信用保証制度

### ① 信用保証制度の動向

資金調達の方法には、信用保証制度というのものもある。金銭を借り入れる場合に、第三者が連帯保証人になる場合もあるが、保証協会に一定の保証料を払うことで、当該協会が保証人になることもある。信用保証制度というのは、ベンチャー企業が保証の手数料を支払い、そして信用保証協会が保証してくれることで、銀行がベンチャー企業に融資をしてくれる制度である。

ただし、一定の保証料を払ったからといって、債務不履行の状況に陥っても、債務の弁済義務がなくなるわけではない。実際に、ベンチャー企業が銀行

に返済できなくなった場合、当該債務を信用保証協会がベンチャー企業に代わって銀行に弁済することになるが、信用保証協会は、やはりベンチャー企業に弁済を求めるので、当該企業は信用保証協会に支払うことになるのは当然である。ただ、ベンチャー企業の経営状況が厳しい状況にあるので、当事者間による相談の上、支払方法は従来とは違う形での支払いがなされる。また、付け加えていえば、ベンチャー企業が担保を提供していた場合には、税負担が軽減されたりすることもある。ただ、ベンチャー企業であることを考えれば、当該企業が担保対象となり得る財産をどれだけ保有しているかについては、大いに疑問である。

## ② 信用保証制度の問題

この信用保証制度における問題というのは、何であろうか。我が国では、保証協会の保証は100%保証であるとともに、信用保証協会が金融機関への融資審査を金融機関に委託しているのが問題ではないかということである。すなわち、金融機関に審査を任せるということは金融機関が融資の判断を行うことを意味する。金融機関が自己の利益を追求するという行為に走った場合には、つまり融資先企業のリスクが高いと判断した金融機関は、保証付き融資という形をとるのである。リスクが低いとみれば、金融機関独自で融資を行うプロパー融資という選択が可能となるのではないか。そういった意味で、モラルハザード問題が起り得る。

## (6) 銀行借入

資金調達先の一つとして銀行を取り上げた場合、先ほどの信用保証制度を利用することのみが銀行からの融資の条件となるわけではない。ただし、銀行も利息の受取り・元本の回収、短期的支払能力、長期的支払能力及び担保利用可能な財産の保有も当然に判断材料として利用する。そうなると、ベンチャー企業は思うようには資金を調達することはできなくなる。なぜなら、ベンチャー企業の場合、先行投資が多くて、徐々に利益が上がってきても累積ではまだ赤

字の状態が続き、その累積赤字が何年か後にやっと解消できるというような形になっていくのが一般的だからである。そのため、それなりの担保財産を有している場合や連帯保証人の存在などがなければ、銀行も容易には資金を融通しないであろう。起業期ないし成長初期の段階でそれなりの企業財産を保有していない場合などでは、技術の高い革新性や商品の高い新規性など際立った特徴がみられなければ、資金調達源としての銀行利用は現実的に厳しいと考えるべきである。ここに、銀行からの資金調達における問題点が内在している。

## (7) 株式発行

### ① 新規株公開市場

新規株公開市場（IPO）については、近年、ベンチャー企業向けの証券市場が誕生してきた。従来の一部上場・二部上場では上場基準が非常に厳しいが、このベンチャー企業向けの証券市場は緩やかな公開基準になっているので、公開しやすい点が特徴である。

ただし、ここでの問題は、アンダーライティング業務（株式を公開する時に当該株式等をいったん証券会社がい取り取って、その後一般投資家に売却する業務（引受業務）を証券会社がいかに行うかということ）である。その業務を担う業者が数多く出現することが、一般企業のみならず、ベンチャー企業にとって重要である。そのためには、一社に限定せずして数社に引受業務を依頼するなど、あるいは銀行系の証券子会社といったものを設立するなど、アンダーライティング業務を推進させていくことが不可欠である。

それからもう一つ問題点をあげるならば、公開後における株式の流通性を指摘しておきたい。株式を公開した後、公開された株式が流動性を持たないと公開する意味がなくなる。市場で株式がある程度売買されなければ、新たに株式を発行して資金調達する予定のベンチャー企業にとっては新株を発行しても買い手が見つからず、新たな資金調達が困難となる。つまり、発行済株式の売買がある程度頻繁になされることが、ベンチャー企業の存続に関わる一つの条件になっている。そのためには、マーケットメーカーに登場してもらうことが重

要となる。その役割を担うのが証券会社である。加えて、マーケットメイク制度の確立が求められるのである。これは、米国では頻繁に行われている制度であるが、その内容は、まず証券会社が売買の気配値を示し、その値段で他の証券会社が売買に応じるが、その場合、証券会社は株式を借りて、売買に応じることもある。これが証券会社による借株市場である。これを活用して売り注文に応えるというような売買の誘いをかける制度がマーケットメイク制度であるといえよう。そのためには、迅速かつ安価にベンチャー企業に関する情報が入手可能となる情報ネットワーク、情報システムの構築も別個に必要なであろう。その意味では、証券会社にはリスク要因と分析能力を修得しておかなければならない。付け加えて、個人投資家にも自己責任の重さを改めて認識しながら、ベンチャー企業への投資をしていかなければならない。

我が国企業の資金調達方法に関する調査（調査期間：2002年4月～5月）では、創業時の資本金300万円未満は7.9%、300万円以上1,000万円未満25.1%、1,000万円以上3,000万円未満40.1%、3,000万円以上1億円未満19.4%、1億円以上7.5%である<sup>7)</sup>。この1億円以上の企業が7.5%も存在しているということは、バックに大規模な会社がいるということであろう。通常では、なかなか創業者個人が用意できる資本金ではない。こういう資料から、会社形態・ベンチャー企業の設立方法などが垣間みえよう。比率が比較的高いところは1,000万円以上の企業であるので、設立時点の企業形態は株式会社ではないかとおもわれる。300万円未満の企業というのは、当時では株式会社や有限会社ではあり得ないので、合名会社・合資会社とみられる。300万円以上1,000万円未満の企業は、おそらく有限会社を中心であったと考えられる。創業者の心理としては、無限責任者を避けたところか。

ただし、現在、新会社法によって株式会社は資本金が1円でも設立できるようになっているので、このような結果にはならないであろう。これは、旧商法

---

7) 中井透稿「ベンチャー企業と財務管理－アンケート調査による実態把握と起業財務の概念形成－」岡山商大社会総合研究所報第23号，199頁，2002年10月。

が債権者保護の立場から資本維持という枠を設けていたが、新会社法では債権者保護を違う視点から行うとした結果とみることもできる。なぜ、そのような違いがみられるのか。それは、合名会社の経営者は無限責任を負っているから資本金1円でも債権者保護が可能と考えたからである。しかし、今日では、資本金の面からの違いが失われてしまった。それでは、どこに違いがあるのか。また、株式会社の債権者は、会社が提供する開示情報によって当該会社の経営状況等を判断して投資意思決定を行わなければならないので、自己責任の名の下でよりいっそう会計情報などに関する分析判断能力を身に付ける必要性が高まったともいえる。さらに、会社を厳しい目で監視しておく必要がある。

借入金と出資金（あるいは資本金）についての比率<sup>8)</sup>は、46.7%と53.3%とほぼ同程度になっている。また、借入金に占める民間金融機関等からの借入金は27.8%、借入金に占める親会社・関連会社を含んだ事業会社からの借入れは32.5%、出資金に占める自己資金は54.6%である。そこからは、調達資金の半分以上が自己資金で賄っているという実態が浮き彫りになっている。出資金に占めるベンチャーキャピタルは12.2%であり、まだまだ質的にも量的にも少ないといった状況であろう。出資金に占める親戚・知人等からの援助と9.6%であり、出資金に占めるビジネスエンジェルでは2.8%であるので、この資料からは、ベンチャー企業はまだエンジェルからの資金調達がうまくいっていない段階であったということがいえよう。

## (8) 株式公開

### ① 株式公開の動向

株式公開における資金調達には、当然ながら株式発行が挙げられるが、株式には、通常の普通株式以外に種類株式がある。種類株式とは、優先株・後配株・議決権制限株などであり、2001年の商法改正に伴い、従来と異なる形でさまざまな株式を発行できるようになった。こうした株式の発行は、ベンチャ

---

8) 中井透稿「前掲稿」200頁。

一企業にとって重要な意味をもっている。というのも、ベンチャー企業にとっては、配当や議決権のあり方が柔軟に設定できる株式の発行が可能となるので、ベンチャー企業にとって利便性の高い種類株式が考えられるからである。

また、商法が改正されて、純資産額の規制の撤廃・額面株式の廃止・単元株制度の導入などもなされた。負債が比較的多いベンチャー企業にとって、株価が高止まりした場合には、従来の1株当たり純資産額5万円以上という純資産額規制が撤廃され、5万円を下回っても新株を発行することが可能となったのである。また、単元株制度の下では、一単元株＝一議決権株である。たとえば、仮に1,000万円の資本金を元手に会社を設立する場合で、1単元株の発行価額を仮に50円とした株式を発行するとした時に、20万株発行できよう。500円では2万株で、5,000円では2,000株となる。発行価額が5万円を下回っても発行できるので、ベンチャー企業は発行株式数を何株にしてもよい。これに関して、新会社法は1単元の上限規定のみを設けている。仮に20万株以上を発行するとした場合には、一議決権は1,000株を超えてならず、1,000株までを上限とした規定となっている。また、20万株未満の場合では、発行済株式数の200分の1以下としている。これによって、株主はより少ない金額で議決権を得ることができるようになったので、新規のベンチャー企業にとっては資金調達しやすい状況となったといえる。実際には、ベンチャー企業が株式公開にまで辿りつけるかどうか困難な要素が多い。

## ② 株式公開のメリット

証券取引上で株式を公開するという場合には、一般的には、東京証券取引所や大阪証券取引所などの証券取引所で株式を公開することは、厳しい上場条件の制約を受けるために困難とされる。期待できるのは、せいぜいJASDAC市場といったところであろうか。むしろ、ベンチャー企業にとっては、新興企業向け市場マザーズ、ヘラクレス、あるいはセントレックス、アンビシャス、Q-boardといった市場に目を向けるべきである。

株式公開のメリットについては、長期安定資金の調達と財務体質の強化、会

社の知名度・信用度の向上、取引の拡大化、役員従業員のモラルの高まりと優秀な人材の確保、経営管理能力の強化、従業員持ち株会の導入による従業員の財産形成とモチベーションの向上などである。株主にとってのメリットは、創業者利得の実現、それから株式の公正な価格形成と財産価値の増大などである。ただし、株式公開すれば、公開に伴って企業の乗っ取りというリスクも考えられる。市場で株式が流通するので、特定の機関投資家が一時期に株式を大量に買い込める危険性をはらんでいる。それ故、乗っ取り防止対策を講じながら、株式公開していくことが重要となる。

### (9) 社債発行

社債発行も資金調達の一つの方法である。ただし、社債については、従来から社債を発行する場合は有担保、つまり担保が必要であると考えられてきた。社債を発行する際には、有担保化することでデフォルトリスク（債務不履行リスク）を回避してきたのが、これまでの社債発行の実体であった。デフォルトが生じた場合は、債権の買取り自体を銀行にさせてきた関係から、実際には半ば義務付けてきたという理解がされよう。したがって、社債を発行する場合に、それなりに厳しい適債基準（数値基準）が設けられてきた。

しかし、1981年に社債の発行市場を拡大化させようということで、適債基準を緩和する目的で数値基準を緩やかにし、格付基準との併用を行った。しかし、格付基準といっても、ベンチャー企業にとっては格付け自体が厳しい結果をもたらすものである。したがって、ベンチャー企業にとっては社債を発行することは困難な状況であった。2000年になって、やっとベンチャー企業による保証付き私募債が発行できた程度であるから、社債の発行はなかなか厳しいと考えられる。

### (10) 特殊な資金調達

#### ① リース

リースといえば、リース物件の貸し手が借り手に対してリース期間にわたっ

て当該物件を使用・収益とする権利を与え、お互いに合意されたリース料を借り手が貸し手に支払うといった借り手と貸し手の関係になると理解されている。これもまた、資金調達の上では一つの方法と考えられる。金銭を借りることだけが資金調達ではなく、機械などを借りたとしても同一の収益効果が期待されるという点では、リースも資金調達の方法となり得る。

リースの契約には、大きく二つある。すなわち、ファイナンス・リースとオペレーティング・リースである。ファイナンス・リースという方法は、いったん借りたら耐用年数に近い時点まで借り続け、中途解約ができないか、もしくは中途解約ができるとしても解約した場合に違約金が相当高いから実質的に解約が難しい、というリースの契約である。オペレーティング・リースは、ファイナンス・リース以外のリースである。2～3年借りて使用した後、また新種のを借りようという場合には、オペレーティング・リースという形をとるのが一般的である。

ここで注意しておかなければならないことは、ベンチャー企業というのは事業資産をそれほど多くも保有していないので、むしろ動産・不動産の賃貸者契約が不可欠になる点である。そうすると、ベンチャー企業の特徴、すなわち成長性からみた場合、中途解約の必要が生じる場合も結構あるのではないかと考えられる。当初に想定していた以上に成長した場合、今までの固定設備等では間に合わないということも当然あり得る。そういった時に、ファイナンス・リースを組んでしまっていたのでは厄介である。リース契約を締結するにあたっては、リース対象資産の特性を考慮しつつ、期間や更新条件などについては、企業の成長性に注意をしながら柔軟に行うことが重要と考えられる。

## ② ストックオプション制度

ある意味で、ストックオプション制度というものがベンチャー企業の資金調達にとって有用と考えられる。ストックオプション制度とは、会社があらかじめ創業者・役員・従業員たちが会社の株式を購入できる権利行使価格が設定されていて、それで株を購入できる制度である。そうした権利は、通常、無償で

付与されるが、第三者（企業外部者）に付与する場合には無償というわけではなく、別個に購入のためのコストがかかる。ストックオプションは、従来のもものと今日では内容に違いが見受けられる。

ストックオプションは株を購入できる権利であるが、そのメリットは、第一に、ベンチャー企業にとっては優秀な人材の確保が挙げられる。第二に、インセンティブとしての従業員効果も期待できる。株価上昇のために企業業績をあげようと一生懸命努力すると期待されよう。第三に、人件費の抑制効果も挙げられよう。従業員が株式の取得と同時に売却することで売買差額が得られるとすれば、その報酬額は株価に連動することになる。したがって、企業にとってのコストは実際にはかからない点がメリットとなる。ただし、逆にデメリットもある。ベンチャー企業も、このストックオプションをうまく利用していかなければいけないが、失敗したケースとしては、たとえば、権利を付与する基準それ自体が不明確であった場合に従業員の不公平感を招くことにもなりかねない。また、期待どおりに株価が上昇しなかった場合には従業員に失望感を生じさせ、労働意欲を低下させる危険性もある。さらに、経営者が株価第一主義に走ると、株価を高めるために架空の利益をつくりだす利益操作も行われる危険性（経営者のモラル低下）さえある。付け加えていえば、新株を発行する場合にストックオプションで新株を発行すると既存の株主にとって不利益を被る可能性もある。つまり、実際に株式が売却されるので、増大する供給との間で需要が伸びない場合には、株価が減少することも考えられる。また、株主の発言力という視点から株主間の持株比率のことも当然考慮しなければならないであろう。

### ③ 助成金・補助金

助成金・補助金は、国とか地方自治体などが資金援助をしているので、ベンチャー企業の設立において、公的機関なども大いに活用すべきである。なお、日本商工会議所なども、ベンチャー企業への資金援助に深く関わったりしているので、今だからこそ、行政などの力も利用しない手はない。しかしながら、

国や地方自治体の財政が逼迫している中、以前と異なって厳しい条件を提示され、資金調達が容易ではなくなっているのも現実である。

### 【これまでの各種支援制度】

#### (1) 事業資金全般

(出資) 創造的中小企業創出支援事業〔中小企業庁など〕

新事業創出促進法による出資〔新規事業投資会社〕

創業期投資(設立後7年以内の会社への投資)〔中小企業投資育成会社〕

一般投資(設立後7年以内の会社への投資)〔中小企業投資育成会社〕

通信・放送新規事業に対する出資

〔総務省・テレコム・ベンチャー投資事業組合〕

(融資) 新規事業展開等貸付〔中小企業総合事業団〕

創業転業時貸付〔中小企業総合事業団〕

中小企業創造活動促進法による高度化融資の優遇措置

〔中小企業総合事業団〕

(保証) 新事業創出促進法(個人の創業支援)による信用保証

〔各都道府県等信用保証協会〕

新事業創出促進法(新事業分野開拓の促進)による信用保証

〔信用保証協会〕

(補助金等) 新事業開拓助成金交付事業〔中小企業総合事業団〕

身体障害者向け通信・放送役務提供・開発推進助成金

〔通信・放送機構〕

地域通信・放送開発事業に対する利子補給

〔総務省・通信・放送機構・日本政策投資銀行〕

#### (2) 事業化資金

(補助金等) 情報通信ベンチャー助成金〔通信・放送機構〕

#### (3) 設備資金運転資金

(融資) IT貸付制度〔中小企業金融公庫・国民生活金融公庫・

- 商工組合中央金庫・都道府県等中小企業支援センター)  
女性起業家・高齢者起業家支援資金  
〔中小企業金融公庫・国民生活金融公庫・沖縄振興開発金融公庫〕  
成長新事業育成特別融資〔中小企業金融公庫・沖縄振興開発金融公庫〕  
(保証) 新事業開拓保証  
〔社〕全国信用保証協会連合会・各都道府県等信用保証協会〕  
経営資源活用関連保証  
〔社〕全国信用保証協会連合会・各都道府県等信用保証協会〕  
経営革新関連保証  
〔社〕全国信用保証協会連合会・各都道府県等信用保証協会〕
- (4) 設備投資  
(貸与) 創造的中小企業創出支援事業〔中小企業庁・中傷企業総合事業団等〕  
(ベンチャーリース事業) 小規模企業設備資金  
〔各都道府県貸与機関・財)全国中小企業設備貸与機関協会等〕

#### Ⅳ. 会計情報としてのFCF(フリー・キャッシュ・フロー)

直接的資金調達というわけではないが、フリー・キャッシュ・フローもまた、資金面ではベンチャー企業にとって重要な要素になろう。そもそも、フリー・キャッシュ・フローとは、営業活動から生じたキャッシュ・フロー(営業キャッシュ・フロー)から現状維持投資を差し引いたものである。生産力等の現状維持をするための投資を差し引いた資金力がフリー・キャッシュ・フローである。したがって、フリー・キャッシュ・フローは、ベンチャー企業が自らの経営活動から自由に使える資金をどれだけ生み出す力を有しているかを判断する指標として利用できる。したがって、第三者から活動資金を直接に調達するわけではなく、経営活動によって自ら自己資金を増殖させるのであるから、フリー・キャッシュ・フローの増大は自己金融の現われとみることができる。一方で、このフリー・キャッシュ・フローは、企業価値を判断する方法にも

利用できる。将来キャッシュ・フローの割引現在価値（DCF）法がこれにあたる。これは、将来キャッシュ・フローを予測するとともに、一定の割引率で現在価値に修正する。この割引現在価値を基に企業価値を計算する方法である。その場合、現在価値の割引率は、資金を調達する際にかかる資本コストを用いる。この資本コストは、自己資本の調達コストと他人資本の調達コストを加重平均することで算出する。この資本コストは、加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital；WACC）<sup>9)</sup>と呼ばれる。このDCF法は、企業価値を評価する方法として利用されるが、現時点における金融機関の融資意思決定を前提としているために、将来において経営者の経営戦略によって状況変化が認められる場合には、より不確実性が高まる結果、修正せざるを得ない欠点を有している。したがって、成長企業には不向きとされ、むしろ成熟した企業や法規制を受けやすい企業など、将来キャッシュ・フローに関する不確実性が比較的低い事業評価に適した方法といえる。また、DCFが予測できない場合には、債権金額から担保処分見込額・保証回収見込額を控除した差額に、日本公認会計士協会が公表している一定の比率（回収可能率）を乗じることで算出できる。その場合、リスク管理債権は、破綻先債権・延滞債権・3ヵ月以上延滞債権・貸出条件緩和債権に分類した上で、その種類ないし性質に応じた回収可能比率によって算出されよう。

ここで問題として認識しておかなければならないのは、いくら利益が計上されていても「利益あって銭足らず」という状況が現実には生じる可能性があるということである。本来の営業活動で利益が上がっていても、それを超えて財テクに走り、本業以外に資金を投じ続ければ、資金が枯渇し、経営の行き詰まりをもたらすことは明らかである。

将来の資金計画を策定しなければ、企業は経営破綻への道を歩むことにな

9) 加重平均資本コストとは、以下の算式で求められる。

$$\text{資本コスト} = A \times (1 - \text{実効税率}) \times \text{利率} + A \times \{ \text{安全証券利率} + \beta \text{値} \times (\text{株式市場の期待収益率} - \text{安全証券利率}) \}$$

$$A = \text{有利子負債金額} \div (\text{有利子負債金額} + \text{株主資本〔時価〕})$$

る。特に、ベンチャー企業の場合には、初期段階の損益は赤字で、研究開発費等の先行投資がかかる場合が多い。その後に赤字が減少し、やがて黒字になって累積赤字も解消されるが、フリー・キャッシュ・フローがいつまでマイナスになっているのか、そのマイナス分を結局は外部からの資金調達で賄うという手段でしか対応できないので、資金に行き詰まりがあれば営業活動が順調であっても、企業は倒産するしかない。ベンチャー企業経営者はキャッシュ・フロー経営にも精通する必要がある。

## V. 結びにかえて

これまで、ベンチャー企業の資金調達を株式等の直接金融、株式公開などを中心に展開してきた。これ以外にも、さまざまな資金調達方法を指摘してきた。しかし、本稿で取り上げなかった重要なことがある。それは、どの程度融資（ないし出資）を受けることが可能かということではなく、どのような目的ないし手段に対していくら必要かである。いい換えれば、ベンチャー企業においても、成功するか否かのカギは、企業活動すなわち営業活動・投資活動・財務活動ごとに必要な資金をどう決定すべきか、調達コストを抑えながらいかに資金調達すべきか、そして調達資金をいかに効率よく運用すべきかにかかっているのである。したがって、長短期の資金計画、利益計画、正味キャッシュ・イン・フローなどが最も重要な要素とされる。とりわけ、技術系ベンチャー企業にとっては、先行投資額が大きくなる傾向にあるので、資金調達面の不備は命取りになる。

また、キャピタリストが投資の可否を決定するための必須要件、創業者に求められる資質としてどういった点を重視しているのであろうか。まず、「継続的かつ情熱を持って経営努力を続けることができる」こと、やる気のある経営者であるかどうかを意味している。次に、「ベンチャーの目標市場、これに精通している」こと、研究熱心な経営者であるかどうかである。さらに、「十分にリーダーシップを発揮したキャリアを持っている」こと、経験豊富で指導力

ある経営者であるかどうかである。加えて、「十分にリスクを評価し、対応できる」こと、リスクマネジメントに長けている即応型の経営者であるかどうかである。付け加えて、「ベンチャーに関連した分野で実績をあげてきている」こと、一定の結果をもたらす経営者であるかどうかである。そして、「取り組むベンチャーを自分の言葉で表現し議論できる」こと、雄弁であることも経営者の資質として必要とされるのであろう。最後に、経営者だけでなくベンチャー企業そのものに対しても、キャピタリストは厳しく要求している。それは、「5年から10年以内に少なくとも投資額と比べて、10倍のリターンが見込める」ことである。

これら経営者の熱意や経営計画の策定及びそのプレゼンテーション能力以外にも、会計的知識とその活用を取り上げておきたい。すなわち、財務諸表を理解できない創業者には、経営者としての資質はないということである。会計的知識をもつことと同時に自社の会計情報を活用できることが、経営者として必要なことではないか。もちろん、創業者にとって大切なことは、各団体によるシンポジウム、フォーラムなどに積極的に参加して、相互の人間関係を構築するということはいうまでもないことである。このことはベンチャー企業への資金提供者にも当てはまることである。補足ながら、投資の可否を決定する評価要素には、経営者の資質など以外にも、「投資は容易に流動化できる」、「目標市場は十分な成長が見込める」、「商品／サービスは競争から保護されている」ということも挙げられよう。

今日、行政などの動向からみてもわかるとおり、特に2000年以降が第三次ベンチャー企業ブームということになるが、上潮ムードであるが故に、安易な資金調達で温室育ちの創業者を生み出す危険性もはらんでいるのではないかとおもわれる。したがって、ベンチャー企業は、これまでがそうであったように、そしてこれからも、現れては消え消えては現れる繰り返しであろう。生き残りのための必要最低条件は、諦めることを知らない努力の創業者、それと資金管理の専門家及び商品開発等の技術者の団結力にかかっている。

さらに、資金調達環境の整備に関する政府系金融機関などの行政について

は、これまで以上にベンチャー企業の社会貢献性、すなわち新規性の高い商品、新たな生産技術、販売ノウハウ、雇用の促進、自然環境などに関する社会貢献性を重視した形で資金提供を行っていくべきだと考えられる。したがって、こうした社会貢献性に対する評価指標及び評価方法を中心とした評価システムの構築というものが重要な課題になっていくであろう。

付け加えるならば、ベンチャーキャピタルには、ビジネスの将来性や経営者の経営姿勢・情熱を適正に評価するシステムを構築して欲しい点が、ベンチャー企業創業者の生の声ではないかとおもわれる。