

シリーズ：ベンチャー企業経営 3

日本経済新聞社

# ベンチャー ファイナンスの多様化

日本型  
資金供給システムの  
再構築

秦 信行・上條正夫 [編著]



シリーズ：ベンチャー企業経営 3

# ベンチャー ファイナンスの多様化

日本型資金供給システムの再構築

entrepreneur

日本経済新聞社

●早稲田大学アントレプレヌール研究会 (WERU)

代表世話人：松田 修一

事務局：目代 洋一，大澤 研一

連絡先：早稲田大学システム科学研究所内

〒169 東京都新宿区西早稲田1-21-1

早大西早稲田ビル 7 階

電話：03-3200-2436, 2437

F A X：03-3232-7075

シリーズ・ベンチャー企業経営 3  
ベンチャーファイナンスの多様化

---

1996年 7 月 8 日

1 版 1 刷

編著者 秦 信行，上條正夫

©Nobuyuki Hata, Masao Kamijoh, 1996

発行者 小沢 治文

---

発行所 日本経済新聞社

東京都千代田区大手町1-9-5 〒100-66

振替00130-7-555 電話(03)3270-0251

---

印刷／広研印刷 製本／大進堂

ISBN 4-532-13112-X

本書の無断複写複製(コピー)は、特定の場合を除き、著作者・出版社の権利侵害になります。

Printed in Japan

## はじめに

現在、日本経済は大きな転換期を迎えている。

戦後50年、欧米を目標に、その経済発展の過程を参考にして進めてきたキャッチアップ型の経済建設のあり方は、日本経済が世界のトップランナーになると同時に、当然のことながら変更を余儀なくされている。それに代わるあり方は、フロンティア開拓型の経済建設とでも呼ばよいのであろうか。つまり、前方を走る模範とすべき目標がないなかで、日本経済自らが自らのリスクで自らの進むべき道を切り開いていくあり方といってよいであろう。

同時にそれは、高い生産技術力を核にした国際競争力を武器に、市場が求められている製品を、規模の経済性を生かしながら、大量に生産・輸出をすることで成長してきた日本の大企業中心の経済発展にも修正を迫っている。今後求められるのは、既存の商品やサービスを大量に、効率よく、安く提供する大企業ではなく、独創的な商品やサービスを他社に先駆けて提供し、フロンティアの開拓を行う創造的な中小企業なのである。

しかし、現状を見ると、残念ながら創造的な中小企業は数少なく、それを生み出す仕組みも整っているとはいえない。したがって、われわれは21世紀に向けて、創造的な中小企業、すなわちベンチャー企業（VB）を数多く生み出し、それを育てていかなければならない。そして、そのためのインフラづくりを急ぐ必要がある。

創造的中小企業の輩出に向けて、まず必要となるインフラの1つが金融システムであらう。

周知のように、日本の戦後の金融システムは間接金融を中心に確立された。すなわち、それは、家計の零細な資金を銀行に預金として吸収し、銀行が経済発展の資金として重点産業・企業に供給するシステムであった。本来、あまり大きなリスクになじまない銀行の資金が長期の産業資金として利用できたのは、有担保が原則であったこと、キャッチアップ型の経済建設の中で、貸付先企業の技術なり事業の大半は欧米から導入されたものであり、その意味でリス

クは相対的に小さかったこと、などが背景として考えられる。

しかし、今後の創造的中小企業育成にあたっては、相当のリスクを覚悟する必要がある。したがって、創造的中小企業の育成において、今までと同じ間接金融中心の体制ではスムーズな資金供給は難しいと思われる。創造的中小企業を数多く誕生させるためには、間接金融に代わる直接金融中心のベンチャーファイナンス（VF）・スキームを確立していく必要がある。もちろん、今まで日本において直接金融中心のVFスキームが全くなかったわけではない。1970年代以降、わが国においてもベンチャーキャピタル（VC）を中心にそれなりの整備が図られてきた。しかし、残念ながら、実態はまだまだ不十分であることは間違いない。それでは、その現状をどう変えていけばよいのか。

本書は『シリーズ・ベンチャー企業経営』の第3巻として、以上のような問題意識のもとに、わが国のVF、特にVCの現状を踏まえうえて、将来の日本のVFのあり方をアメリカの状況とも比較しながら、考察していくことを目的としている。

まず第Ⅰ部、第1章では、日本のVF、あるいはもう少し幅広く中小企業金融全体の現状を俯瞰的に眺めると同時に、そのなかで日本のVCがどういった経緯で生まれてきたのか、その歴史を簡単に振り返る。

第2章では、アメリカのVCと比較しながら、日本のVCの現状をその資金規模、資金源泉、投資先企業の事業内容・成長ステージ、資金回収の方法などについて分析し、彼我の違いを明らかにすると同時に、VFの中心たるべき日本のVCの現状の問題点を指摘していく。

第3章は前章に続いて、日本のVCに焦点を当て、特に経営的な側面について少し詳しく触れていく。特に投資事業のやり方、なかでも審査のあり方、組織体制、収益構造、経営成績などについて実情を紹介し、加えて、この章でも経営的な観点から日本のVCの問題点を指摘していく。

第4章は、以上の分析を踏まえうえて、日本のVFのあるべき将来像について考える。論点としては、金融機関のVBに対する取り組み方、日本におけるエンジェル出現の可能性、公的資金のあり方、ベンチャーキャピタリストの育成方法、資金回収の場としての株式市場の変革の方向などである。

第Ⅱ部は、日米のVFの実情をより詳しく知っていただくために、いくつか

はじめに

のケースを紹介した。そこには、日米の典型的な成功事例、失敗事例、さらには特異なケースなどが分析されている。アメリカの現役のベンチャーキャピタリストによる特別寄稿も収録した。そこから VF の現状について、できるだけ具体的なイメージをつかんでいただきたい。

以上がおおよそ本書の構成である。日本の VF に関係する方々にとって、多少なりとも参考になれば幸いである。

執筆は、早稲田大学アントレプレヌール研究会（WERU）に参加している学界や実業界（VC、シンクタンク、証券、銀行、会計事務所など）のメンバーが分担した。

なお、本書の第Ⅱ部の執筆にあたり、ケースとして取り上げさせていただいた日本全業工業、サワコー・コーポレーションをはじめとした企業各位には、この場を借りて厚くお礼を申し上げたい。

最後に、本書の出版にあたり、大変なご尽力をいただいた日本経済新聞社出版局編集部の高嶋健夫、藤田宏之両氏に感謝申し上げる。

1996年7月

早稲田大学アントレプレヌール研究会

世話人 秦 信行

世話人 上條 正夫



# 目 次

## 第Ⅰ部 ベンチャーファイナンスの現状と未来像 11

### 序章 問題提起：日本型ベンチャーファイナンス・スキームの構築に向けて……………13

- 第1節 ベンチャー企業の輩出とベンチャーファイナンスの重要性……………14
- 第2節 わが国のベンチャーファイナンスの欠陥……………16
- 第3節 日本型ベンチャーファイナンス・スキーム確立に向けて  
＜本書の目的＞……………19

### 第1章 日本の中小企業金融とベンチャーキャピタルの形成……………21

- 第1節 日本の中小企業金融の全体像……………22
  - 1. 中小企業金融の現状 22
  - 2. 金融自由化の中小企業金融への影響 30
- 第2節 日本におけるベンチャーキャピタルの誕生とその背景……………33
  - 1. ベンチャーキャピタルの誕生 33
  - 2. ベンチャーキャピタル誕生の背景 35
- 第3節 日本のベンチャーキャピタル業界の形成……………50
  - 1. 京都エンタプライズデベロップメント設立の経緯と背景 50
  - 2. 先発各社の設立の経緯 54
  - 3. ベンチャーキャピタル設立に関する公取委見解 58
  - 4. 先発2社の撤退とその理由 59
- 第4節 ベンチャーキャピタルの役割と位置付け……………62
  - 1. ベンチャーキャピタルの役割と現状 62
  - 2. ベンチャーキャピタルの抱える問題点 63
  - 3. ベンチャーキャピタルの位置付け 65

### 第2章 日本のベンチャーキャピタルの現状……………69

- 第1節 日本のベンチャーキャピタルの概要……………70
  - 1. ベンチャーキャピタル業界の日米比較 70
  - 2. データに見る日本のベンチャーキャピタルの現状 71

|            |                            |            |
|------------|----------------------------|------------|
| 第2節        | 投資事業組合の開発と運用               | 78         |
| 1.         | 投資事業組合の設立                  | 78         |
| 2.         | 投資事業組合の資金量                 | 81         |
| 3.         | 「J-1号」の一生と組合ファンドの課題        | 82         |
| 第3節        | 投資先企業のプロフィール               | 86         |
| 1.         | 投資先企業の業種                   | 86         |
| 2.         | 投資先企業の成長ステージ               | 89         |
| 第4節        | 投資の決定と回収方法                 | 91         |
| 1.         | 投資の決定                      | 91         |
| 2.         | 回収方法                       | 94         |
| 3.         | 収益状況                       | 96         |
| 第5節        | 投資先企業の株式公開                 | 97         |
| 1.         | 株式公開市場とベンチャーキャピタル          | 97         |
| 2.         | アメリカのIPOとベンチャーキャピタルの投資先    | 99         |
| 3.         | 日本における株式公開への道のり            | 101        |
| 第6節        | ベンチャーキャピタルを取り巻く当面の課題       | 104        |
| 1.         | ベンチャーキャピタルの当面の課題           | 104        |
| 2.         | ベンチャーキャピタルを取り巻く関係機関の課題     | 108        |
| <b>第3章</b> | <b>日本のベンチャーキャピタルの構造と課題</b> | <b>111</b> |
| 第1節        | ベンチャーキャピタルの業界構造            | 112        |
| 1.         | ベンチャーキャピタル業界への参入企業数        | 112        |
| 2.         | 参入企業の設立母体                  | 114        |
| 3.         | 規模的に2極分化する業界地図             | 117        |
| 第2節        | ベンチャーキャピタルの組織形態と業務内容の特色    | 120        |
| 1.         | 機能別組織——組織型ベンチャーキャピタル       | 120        |
| 2.         | 業務内容の特色                    | 124        |
| 3.         | 投資案件・顧客開拓面の特色              | 126        |
| 4.         | 投資業務の画一性                   | 129        |
| 5.         | 審査体制と審査の視点                 | 131        |
| 第3節        | 収益構造と収益状況                  | 134        |
| 1.         | 収益の決定要因                    | 134        |
| 2.         | ベンチャーキャピタルのバランスシートと損益計算書   | 139        |

|                                            |     |
|--------------------------------------------|-----|
| 3. 日本のベンチャーキャピタルの収益状況                      | 142 |
| 4. 投資事業組合のパフォーマンス                          | 144 |
| 第4節 日本のベンチャーキャピタルの経営課題                     | 148 |
| 1. 望まれる収益基盤の強化                             | 148 |
| 2. リビングデッドの削減                              | 149 |
| 3. 業務の多様化と経営支援体制の充実                        | 151 |
| 4. 開かれた経営, 業界を目指して                         | 153 |
| ＜参考＞アメリカのVCファンドの清算方法とセコンダリー<br>パーチェースVCの概要 | 154 |
| 1. VCファンドの清算方法                             | 154 |
| 2. セコンダリーパーチェースの具体的方法                      | 156 |

## 第4章 ベンチャーファイナンスの未来像 161

|                                               |     |
|-----------------------------------------------|-----|
| 第1節 日本型ベンチャーファイナンス・システム構築の必要性                 | 162 |
| 第2節 銀行のベンチャー企業支援の新展開と課題                       | 163 |
| 1. 間接金融の変化の必要性                                | 163 |
| 2. ベンチャー企業の重視とその特性の変化                         | 164 |
| 3. 銀行融資の2方向                                   | 165 |
| 4. 銀行のベンチャー企業総合支援戦略                           | 167 |
| 5. 銀行融資の限界と対応                                 | 168 |
| 第3節 急増するベンチャーキャピタル資金と真のベンチャーキャ<br>ピタリスト台頭への期待 | 169 |
| 1. 急増するベンチャーキャピタル                             | 169 |
| 2. ベンチャーキャピタリストの養成の必要性                        | 173 |
| 第4節 日本型エンジェル出現の可能性                            | 175 |
| 1. 欧米のエンジェル像                                  | 175 |
| 2. 日本型エンジェルの出現                                | 175 |
| 3. 起業家エンジェルの課題                                | 179 |
| 4. 日本における欧米型エンジェル出現の可能性と課題                    | 180 |
| 第5節 大企業による新産業・新事業育成とベンチャー企業支援の動き              | 182 |
| 1. 経団連の提言                                     | 182 |
| 2. 大企業によるベンチャーファイナンス支援                        | 184 |
| 第6節 公的資金の拡大                                   | 184 |

|                             |     |
|-----------------------------|-----|
| 1. 中小企業創造活動促進法              | 184 |
| 2. 創造的中小企業創出支援事業            | 187 |
| 第7節 株式市場改革とその展望             | 189 |
| 1. 特則市場の創設とその意義             | 189 |
| 2. 資金回収の場としての株式市場           | 194 |
| 第8節 求められるベンチャー企業自身の自覚       | 196 |
| 1. 資金の出し手の期待に応える姿勢          | 196 |
| 2. 望まれる事業計画書とディスクロージャーの充実   | 197 |
| 第9節 ベンチャーファイナンスの変革          | 200 |
| 1. 日本のベンチャーファイナンスの欠陥と変革の必要性 | 200 |
| 2. ベンチャーファイナンス変革の兆しとその背景    | 201 |

## 第Ⅱ部 ケーススタディー：ベンチャーファイナンスの実際 205

### 事例1：日本全薬工業

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| ／投資育成会社を活用した成長ファイナンス       | 207 |
| 1. 起業の経緯と苦難の創業期            | 207 |
| 2. 事業領域の確立——新薬開発への挑戦       | 211 |
| 3. 経営理念の確立——動物薬メーカーとしての使命感 | 212 |
| 4. 投資育成会社を活用したファイナンス戦略     | 213 |
| 5. 日本全薬工業の現況               | 218 |

### 事例2：サワコー・コーポレーション

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| ／設立5年目で店頭登録，6年目でNASDAQに公開 | 220 |
| 1. サワコー・コーポレーションの事業内容     | 220 |
| 2. 株式公開への道のり              | 222 |

### 事例3：ジーエルサイエンス

|                        |     |
|------------------------|-----|
| ／急成長期の資金需要を支えたファイナンス戦略 | 228 |
| 1. ジーエルサイエンスの事業内容      | 228 |
| 2. 設立からの歩み             | 230 |
| 3. 会社設立に至る経緯           | 231 |
| 4. 創立の根本精神と経営理念        | 233 |
| 5. 資金調達についての考え方        | 234 |
| 6. 外部資本の導入             | 235 |
| 7. 株式公開を目指す            | 236 |
| 8. 成長を支えたベンチャーファイナンス   | 236 |
| 9. 将来への飛躍に向けて          | 238 |

**事例 4：シグマ光機**

／エクイティファイナンスを有効活用したマネジメント変革…239

1. シグマ光機とはどんな会社か 239
2. 成功したマネジメント変革とその背景 242
3. ベンチャーファイナンスを有効活用した設備投資 243
4. 飛躍のバネになる株式公開 247

**事例 5：画像表示装置メーカー・D社**

／実力以上の大型ファイナンスが生んだ VB の破綻……………249

1. 大規模な資金調達に成功 249
2. 投資側の判断のポイント 251
3. 巨額の設備投資をめぐる内紛へ 251
4. 量産化につまずく 252
5. 実力以上のファイナンスが生んだ失敗 254

**事例 6：ギケンサカタシンガポール**

／ベンチャーファイナンス活用でシンガポールに“移住”……255

1. 旧親会社の沿革とシンガポール進出の経緯 255
2. “成長の三角地帯”に本格進出 256
3. 親会社の売却 258
4. 日本アジア投資からの出資とシンガポールでの上場 259
5. GSS の現況と今後の展望 260
6. 日系企業のアジアでの上場・株式公開戦略 263

**事例 7：ザ・リボソーム・カンパニー**

／日本のベンチャーキャピタルによる国際的投資と回収戦略…266

1. 投資戦略のスキーム：狙いと効果 266
2. 当事者の概要 267
3. 投資および業務提携の実施 269
4. テクノⅡ組合および ATV の投資資金の回収 272
5. 本事例の特徴と問題点 273

**事例 8：ケーブルハウスベンチャーズ**

／アメリカにおけるベンチャーキャピタル投資の実際……………274

1. アメリカのベンチャーキャピタル投資の現状 274
2. ベンチャーキャピタル投資の成功の特質 277
3. マネジメントリスク 278
4. 技術と製品開発 285
5. 市場リスク 289
6. オペレーションリスク 292
7. 金融リスク 293
8. まとめ 296

---

## 執筆者一覧

---

### ●監修および序章，第3章，第4章，事例2

國學院大学経済学部教授 秦 信行

### ●監修および第3章＜参考＞，第4章，事例7

テクノベンチャー(株)取締役相談役 上條 正夫

### ●第1章，事例1

東京中小企業投資育成(株)監査役 浅井 武夫

### ●第2章

産能大学経営情報学部，早稲田大学システム科学研究所，

名古屋商科大学商学部各非常勤講師 山川 晃治

### ●第4章

早稲田大学アントレプレヌール研究会代表世話人，

早稲田大学システム科学研究所教授 松田 修一

### ●事例3

日本インベストメント・ファイナンス(株)企画調査部主任 馬淵 明広

### ●事例4

(株)日興リサーチセンター経営調査部研究員 高橋 克哉

### ●事例5

山一証券(株)秘書室部長 山下 章

### ●事例6

(株)ジャイク経営研究所取締役 酒井 誠

### ●事例8

ケーブルハウスベンチャーズ・ゼネラルパートナー ウエイン・C・ウエイジャー

ケーブルハウスベンチャーズ社員 ジョアンナ・L・ケーブル

### ●同（訳および監修）

山一ファイナンス(株)投資営業部部长 西澤 民夫

---

## 第 I 部

---

# ベンチャーファイナンスの 現状と未来像



# 序 章

## 問題提起：日本型ベンチャーファイナンス・スキーム の構築に向けて

秦 信行

## 第1節 ベンチャー企業の輩出とベンチャーファイナンスの重要性

市場の成熟化、多様化、円高に伴う輸出市場の縮小など、さまざまな環境変化の中で、今日日本の大企業が閉塞状態にあることは周知の通りである。そうした中で、新しい技術や新しいノウハウ・事業コンセプトを体現した創造的な中小企業の出現が望まれている。そのために、現在官民挙げて創造的中小企業輩出に向けての仕組みづくりが盛んに行われている。しかし、一部に動意は見えるものの、残念ながら、現実にはまだそうしたものの効果は本格的には現れていないように見える。

わが国においては、創造的中小企業、すなわちベンチャー企業（VB）のみならず、一般的な中小企業の創業もこのところ著しく停滞していると考えられる。やや古い数字で恐縮だが、図表序-1に示すように、総務庁の「事業所統計」で「会社」に属する事業所の開業数と開業率を見ると、両者とも低下していることがわかる<sup>1)</sup>。すなわち、開業数は90年以降、年間10万件を割り込んできており、開業率は4%台まで落ち込んでいる。この数字はごく直近では少し持ち直しているかもしれないが、アメリカの数字と比べると、それでも大きな差があることは間違いないものと思われる。アメリカの最近の企業開業数と開業率を見ると、それぞれ年間70万件、13%程度となっており、わが国の数字とは大きな開きがある。

なぜ、わが国において創業が停滞しているのか。短期的な要因としては、①開業資金の高額化②資金調達の困難さ③経営資源の高度化④人材確保難——などが挙げられる<sup>2)</sup>。確かに、これらの要因はいずれも短期的な創業停滞の原因として妥当するものといえよう。

しかし、日本の開業数、開業率の水準をアメリカのそれと比較すると、実は最近だけでなく、長期にわたって低い水準であることがわかる。では、その原因は何なのか。本シリーズの第1巻『起業家の輩出』においてすでに考察した基本的な問題であるが、わが国で今後、数多くのVBを輩出していくにあたっ