

第3章 福岡・北九州市都市圏ベンチャー企業の 「デス・バレー段階」における資金調達の現状と課題

木村 温人

1. はじめに

本稿は福岡・北九州市都市圏のベンチャー企業の資金調達・運用に関する現状を整理し、その中から今後の問題点と課題等を考察するものである。筆者はこの作業に先立ち、「ベンチャーキャピタルの現状と課題」と題する論稿¹⁾において、北九州市都市圏のベンチャー企業とベンチャーキャピタルの現状と課題について整理を行なった。そこで明らかになったのは、ベンチャー企業の創業から成長し資本市場において株式公開を実現するプロセスの中で、最大の難関は創業期から次の段階であるアーリーステージに到達する間のいわゆる「デス・バレー (Death Valley)」にあるということであった。もちろん、その他のそれぞれのステージにおいても各種の問題があり相応の困難を伴うとともに、その困難性においても多様であることはいうまでもないが、この「デス・バレー」における困難性は特別であり、此处で「敗退」していく企業数の相対的な数の多さから見ただけでもこのことは良く理解できる場所である。

そこで本稿においてはこの「前作業」をベースにして、この段階の現状をさらに深耕する中で、その問題点と対応策を含めた課題を当該企業からの聞き取り調査を基にして、主に資金調達上の観点から見ていきたいと考える。

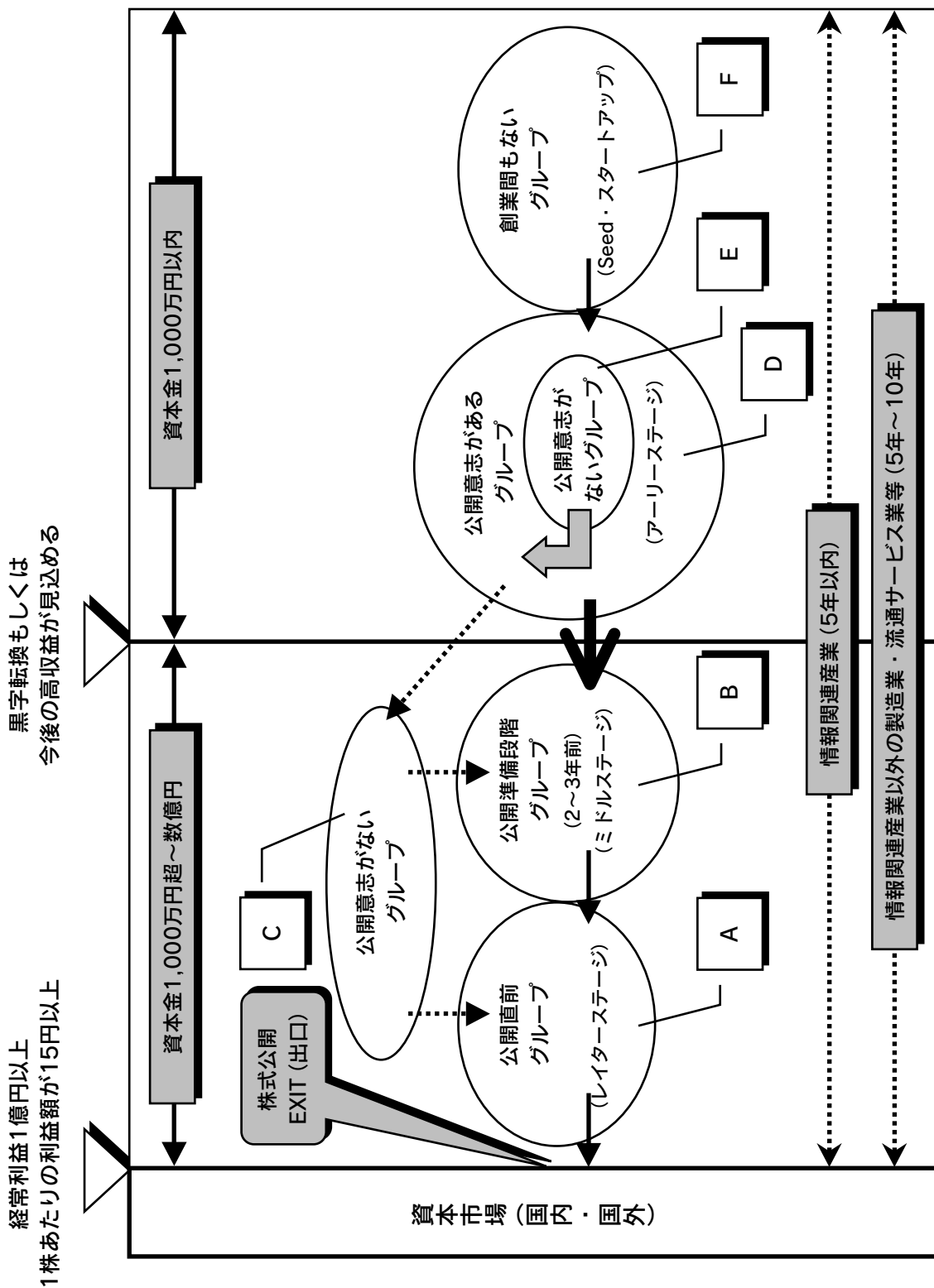
2. ベンチャー企業の最大の難関「デス・バレー段階」の 資金調達上の問題点と課題

(1) 前回調査の総括

図1及び同付表は、「前作業」の本稿とのかかわりの深い部分を総括的にまとめたものである。同図のFからDへの移行段階であるいわゆる「デス・バレー」では、「優秀な人材の確保」、「取引先の開拓等の困難」、「財務、会計、マーケティング等のマネジメント能力の欠乏」などに加え、「創業・運転資金の調達の困難性」や「担保力不足」等といった資金調達上の深刻な問題が山積している。特に、諸外国に比べ非常に高い人件費・土地代・建設費等は、創業間もないこれらの企業にとっては、とてつもなく重い課題を負わされてしまっている現実がある。

前回調査においては、上記の「創業・運転資金の調達の困難性」については、前者は「最低資本金1000万円」の調達に関しては退職金と親族等からの借金や出資金によって調達し、金融機関からの借り入れには非常に警戒的であるとともに、金融機関側にしても「担保主義」と「実績主義」を超えられないことから原則的に融資希望に応じてないことを述べた。また後者の「運転資金の調達」についても、その工面において取引相手の“支払猶予”等の配慮によって日々ギリギリの線上での資金繰りである実態を紹介した²⁾。

図1 ベンチャー企業のステージ別における資金調達の課題と問題点



経常利益1億円以上
1株あたりの利益額が15円以上

黒字転換もしくは
今後の高収益が見込める

区分	ベンチャー企業 (VE) 等	ベンチャーキャピタル (VC)	銀行 (BK) ・ その他
A	<ul style="list-style-type: none"> ● 株価が株式公開 (IPO) 時の景気動向や経済環境に大きく左右される ● IPO申請直前期までの利益計画と公開価格予想 ● IPO時あるいは前の資金調達額 ● IPO後の株価見込みと株価政策 ● IPOの安定株主対策 ● インベスターリレーションズ (IR) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資に見合う収益を上げる事ができない ● 投資を行うのみでハンズオン型による積極的な投資スタイルを取るVCが少しい ● 出資銀行の支配力が強すぎるため、VC独自の投資判断ができない [BK系] 	<ul style="list-style-type: none"> ● IPO支援に係る費用算定が不明確であり、かつ高額であると考ええるVEが多い [監査法人]
B	<ul style="list-style-type: none"> ● IPOまでの煩雑な事務手続き及び費用の問題 ● 増資にもなつ、経営権確保 ● 創業者利潤の獲得と税務対策 ● IPOに向けた社長等の持ち株比率決定や後継者への株式移転、相続税対策 ● 財産保全会社の利用や関係会社の整備 ● ストックオプション、従業員持株会などのインセンティブプランの策定 	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資に見合う収益を上げる事ができない ● VCのリスクテイク力が弱いVのため、1社あたりの投資額は小さくなくなってしまふ ● 出資銀行の支配力が強すぎるため、VC独自の投資判断ができない [BK系] ● VCの横並び意識が強く、独自投資をしないため、後発投資に甘んじる [BK系] ● 株式に関する法規制 	<ul style="list-style-type: none"> ● 担保力のある企業に対して、財務内容や必要性を考えず、不必要な資金であつても、BKの利益を確保するため、無理な貸出を行う ● VEはIPOにともない、資本市場より資金調達が可能になるため、BKの中長期の大口資金需要が減少し、自社の利益を圧迫する。そのため、株式公開のデメリットを強調し、融資先の公開を慰留する
C	<ul style="list-style-type: none"> ● 企業の担保提供や金利負担能力に限界があるため、資金調達額が制限される ● 負債比率が大きくなるため、業績悪化時には、金利負担が経営の大きな重荷となり、さらに企業信用力にダメージを与える ● 市場や外部からの客観的評価が分かつらく、少数株主会社では市場等、外部からの手エック機能が働きにくい。 ● 経営に関する外部からの意見を聞かない 	<ul style="list-style-type: none"> ● IPOによるメリットを説明するが、成長志向でないため、現在の経営方針を変えようとはせず、また、有望な企業であつても、IPOへの意欲がないため、投資対象にならない 	<ul style="list-style-type: none"> ● 優良企業の囲い込み ● 自社の利益のため、融資先の公開を阻害している ● つなぎ資金需要への不適応 ● 企業価値の評価ができていない ● 投資と融資の区別ができていない ● 自己資本比率を維持するため、貸出を行わない
D	<ul style="list-style-type: none"> ● 借入金利の上昇 ● 融資希望額の減額 ● 研究開発資金等について高額、長期の融資が受けられない ● 株式公開に魅力は感じるが、リスク等の不安材料がある ● 公開意欲と業績のミスマッチ ● 補助金をあてにする ● 経営内容のティスクローズに対応できない ● 担保、収益力不足 ● 商品、サービス等の開発力不足 ● 財務、会計、マーケティング等のマネジメント知識が大変乏しい 	<ul style="list-style-type: none"> ● 有望な企業が見つからない ● 先行投資ができない ● 企業評価が難しい ● 株価の下落や倒産等の危険 ● 取得株式の売却時に買い手が付かない ● 銀行系は開業5年未満の企業への投資が件数、金額ともに少ない 	<ul style="list-style-type: none"> ● 融資希望に応じられない ● 適正な貸出先が見当たらない ● リスクテイク力が弱い ● 担保条件による評価 ● 将来性、事業成長力に基づく評価が難しい
E	<ul style="list-style-type: none"> ● 起業動機が自己実現に特化しており、成長志向でない ● 借入金利の上昇 ● 融資希望額の減額 ● 研究開発資金等について高額、長期の融資が受けられない ● 公開意欲に乏しく、借入で十分と判断している ● 担保、収益力不足 ● 財務、会計、マーケティング等のマネジメント知識が大変乏しい 	<ul style="list-style-type: none"> ● 有望な企業が見つからない ● 株式公開意欲がないため、投資対象にならない ● 企業評価が難しい ● 銀行系は開業5年未満の企業への投資が件数、金額ともに少ない 	<ul style="list-style-type: none"> ● 与信審査期間の長期化 ● 貸出先の信用力低下 ● リスクテイク力が弱い ● 担保条件の厳格化 ● 長期固定貸出を行わない ● 与信審査の長期化にともなうコスト高 ● 将来性、事業成長力に基づく評価が難しい
F	<ul style="list-style-type: none"> ● 創業資金調達が困難 ● 運転資金調達が困難 ● 人件費、土地代、建設費等が諸外国に比べ高い ● 取引先の開拓等が困難 ● 財務、会計、マーケティング等のマネジメント知識が大変乏しい ● 優秀な人材の確保が難しい ● 担保、収益力不足 ● 実績、知名度が乏しい ● 公開意欲に乏しい 	<ul style="list-style-type: none"> ● 適正な投資先が見当たらない ● 目利き力がない ● 文系のフアンダムマネージャーばかりでSeedsを見つけれない ● 理系のフアンダムマネージャーが少ない ● 対象企業に適切なビジネスプラン作成のアドバイスができる人材が不足している 	<ul style="list-style-type: none"> ● 融資希望に応じられない ● 適正な貸出先が見当たらない ● リスクテイク力が弱い ● 担保条件による評価 ● 将来性、事業成長力に基づく評価が難しい

(2) 今回調査の代表的事例

今回の当該企業からの聞き取り調査においても、上記の「担保主義」と「実績主義」に基づく金融機関側の対応は相変わらずであるが、後述のように金融機関側においても、これら両主義を貫徹することにより現実的に起こる「起業抑制効果」等を踏まえた改善策につながる事例も登場しており、前回調査時点からの一定程度の現実的進展も見られている。これらの改善策は、今回の「デス・バレー」段階の資金調達問題等に焦点を当てた聞き取り調査においても今後における効果が期待できるものでもあり、以下に紹介する代表的事例の今後の改善策の有力なものの中の一つになるものと思われる。

1) 注目される「起業」失敗と再起の事例

今回の調査でとりわけ注目されるのは、起業に失敗し現在再起を期して活動をしている「ベンチャー企業A」に聞き取り調査が出来たことである。通常、聞き取り対象は現在進行形で活動している企業であり、俗に「敗退」した企業へのコンタクトは困難である。事実、電話等によるコンタクトはまずありえないし、仮に出来ても経営者は「失敗」に関してあまり触れたがらない。今回このような事情を突破しインタビューに応じていただけたのは、関係者の好意と何よりも経営者の再起を期した強い情熱と意志力に依るところが大であったように思う。「起業」に成功し、現在活発な事業展開している経営者からのインタビューは非常に貴重な情報であるが、同時に、それに劣らず「失敗」した経営者からの体験談はベンチャー企業の現状と今後の課題等を考察する上で非常に重要なものといえよう。とりわけ金融機関をはじめ各種支援組織が今後ベンチャー企業の増大を促進する上で何よりも重要な情報源といえるであろう。

このベンチャー企業Aは、使用済みのガラス瓶、特に再利用されにくい色つきのガラス瓶を再利用する方法や活用方法を探し出し、事業化することを主な目的とするものであった。事業化の過程で製品化されたものはガラス瓶の破碎粉を特殊工法で焼き固め、歩道や庭などに使える「ブロック」や穴のない「植木鉢」等を開発、その販売を目指していた。

経営者は大手販売会社を退職し1999年にこの企業を設立、北九州市のエコタウン事業に参加し、響灘地区に実証研究施設をかねた工場を設置した。設立時の資本金1000万円やその他の設備投資資金は、自らの退職金とマイホームの売却、親族からの支援及び信用保証協会からの借り入れなどにより捻出した。事業化の中で最大の問題はリサイクルの研究技術の向上とそのため資金繰りであったわけであるが、この企業の「失敗」の原因はこの技術力向上のために事業化段階にしては不相当な資金をつぎ込んだところにあったようである。廃ガラスのリサイクルでは、廃ガラスの含有率70%というのが一般的なレベルであるが当該企業はそれを95%にまで高めることに成功するのであるが、そのコスト面において難点があり製品化して販路（出口）に載せた際に、その価格が市場から忌避されたものの様である。事実、上記の事業化製品の価格は中国製品等の参入により著しく低価格になっており、「良いものをつくれれば売れる」というモノづくりの哲学は明らかにフィクション化している現実のようである。同経営者の反省を込めた述懐によれば、「製品開発については他社との提携をもっとうまくやっていたなら、これほどの開発コストは掛からなかっただろうし」、「廃ガラス・瓶の回収時も無料でなくて有料にし、日常的な資金繰りに充てればよかった」ということであった。

この点の述懐は、次に述べる成功事例において逆の意味で検証できるのであるが、同企業の

再起業計画にはこの「研究開発費」と「日々の資金繰り」についての改善が見られる。すなわち、今後は①廃瓶等の処理費用を当該対象企業から徴収することにより日常的資金繰りの一助とする、②その為にも廃棄物処理の免許を取得する、③技術開発については大量にリサイクルに適合した製品（具体的には企業秘密）に特化して、中国製品等への競争力を高める、④そのために同業大手企業との委託研究等の形で技術提携を積極的に進め、⑤提携を通じた社会的信用の向上により販路の獲得も図るといったものであった。

現在経営者は日常的にはサービス会社のパート社員として働きながら、上記の再起業化に向けた準備活動を精力的に行なっている。幸い若い研究者の支援を得るなど、再起に向けての足どりは力強く見えた。

2) 「担保」主義に順応した成功事例

「夢」先行で失敗した「ベンチャー企業A」の事例に対して、「ベンチャー企業B」の場合は、現実を冷静に踏まえた事業展開により1999年の創設から僅か4年目にして新事業の拡大にまで手を伸ばすなど注目される事例である。創業の経営者は金融機関の出身であることから、金融機関の「実績主義」、「担保主義」に沿った資金計画をたてるとともに、研究開発と日常業務への人的・資金的投資バランスへの配慮も適正にとっており、ベンチャー企業の一つのモデルになりうる実績を既に示している。

経営者は金融機関に15年間勤務していた経験の中から、「廃棄物リサイクルの仲介業」がこれからの事業として有望であるところに目をつけ、それまでの人的ネットワークを活用し、大手製造業者の各種汚泥の処理事業の下請けから事業化を始める。起業の際の資本金等は自らの退職金と身内の出資等に依るのであるが、その他のベンチャー起業家と異なるのは、知人から土地を「現物出資」してもらいそれを担保に大手地銀からの融資を引き出すとともに、その土地の借地料（大手コンビニに賃貸し）で日常的運転資金を獲得している。

現在、年商の約70%をこの種の「廃棄物リサイクルの仲介業」によって得るとともに、残りの30%を新事業化したOA機器・アミューズメント機器・プラスチックの処理と再利用により獲得している。新事業への進出に際しての資金手当てについては、上記の大手地銀からの「担保主義」に基づく融資とその後の事業の実績を前提に新たな融資を受けている（大手地銀以外に福岡県中小企業振興センターや商工中金からも融資を受けている）。これらの資金で建設した新規工場は、大学の研究者をはじめリサイクル技術の専門家チームに無償で提供し、その開発を自社のものとするなどの展開がなされている。

この「ベンチャー企業B」の成功理由は、「廃棄物リサイクルの仲介業」という進取の事業の展開を上手くキャッチした点にあることは言うまでもないが、ベンチャー企業の「高い壁」となっている金融機関の「担保主義」を、知人からの「土地」という現物出資によってクリアし、しかもそれを大手コンビニに賃貸しすることによって運転資金（「日銭」）を稼いでいるといった点が大きいのではないだろうか。現在の従業員は6人体制であるが、経営者の話では新規事業展開のほうに増員を考えているとのこと、今後とも注目される企業である。

3) 成否の鍵を握る「支援の輪」

「ベンチャー企業B」の上記のような成功の要因の中で、「土地」の現物出資をしてくれた知

人の人的ネットワークがとりわけ重要なものであったと言えるが、このことは「ベンチャー企業C」の場合も同様で、その起業の成功とその後の事業の発展的継続につながっているようである。同企業の経営者は、大手技術者派遣会社に7年ほど在籍後2002年にそれまでの人的ネットワークを活用し、情報機器テストに関するコンサルティングとツール開発事業の会社を設立し、同年中に株式会社化を実現している。同経営者の自らのモットーは、「明るさ」「しぶとさ」に加え「支援者の多さ」であると言うように、この支援の輪によって「デス・バレー」の期間を乗り越えて来たようである。例えば、創業期の技術開発問題に関しては、大手エンジニアリング関係に在職している技術者の協力を得ることによって、そこからこの分野に精通した技術者6名を獲得でき、順調な滑り出しを実現した。資金面においてもこの支援の輪により「資金のショート（枯渇）」期を乗り越えている。

もちろんこの資金手当てについては容易ではなかったようで、親族の献身的支えがあり、それを梃子にベンチャーキャピタル数社の投資を獲得している。この獲得については大学教授等の人的ネットワークの支援に依るところが大きかった様であり、技術的な支援のみならず今でもこの企業の財産になっている。この企業の一つの強みは情報機器の製造現場においても、これまでの単品大量生産から多品種少量生産に現在大きく転換してきていることと、水平分業の進展などにより、それらの製品の質のテスト受託の量が大きく拡大してきていることである。加えてこの種の企業が西日本地区に非常に少なく当面の市場が保証されている点もあるようである。このことから当面の運転資金については「ショートを未然に防ぐ綿密な資金計画と“つなぎ資金”対応」をはかれば大きな問題は無いとのことである。ただし、今後の技術開発に関しては、競合他社の技術開発のスピードを考慮すると相当の注力をしなければならないことから、この部門にどの程度の人的・資金的配分を今後しなければならないかの点で大いに苦慮しているようである。

4) 「機」を捉えた大学発ベンチャー

「支援の輪」とともに起業にとって極めて重要なのは、タイミングである。上記のような大きなトレンドを捉える場合もあるが、「ベンチャー企業D」のように技術的進歩の波を上手くとらえ起業に成功し、「デス・バレー」も有力な支援者の獲得により乗り切った事例もある。同企業は大学発ベンチャーとしてつとに有名であるが、いわゆるブロードバンド時代の波をとらえ、適応の動画広告配信サーバーを作成し、ユーザーの嗜好に合ったCM（企業広告等）ばかりを、安価な機材で安定した動画広告として配信する技術開発に成功している。この成功は自己組織化のアルゴリズム（問題解決のための演算法）とデータベースの分散化といった基本技術の作成によるものであるが、この開発自身が大学発（経営者の出身大学との共同開発）というところに特徴がある。

起業の際の資金的手当てもこの大学関係者の力強い支援があり、1999年に合資会社で始まったものが現在では資本金2500万円、従業員13人という規模にまで拡大し、株式公開を予定している。「デス・バレー」を越えるについては、物流会社のシステムづくりや大手電力会社のクレーム処理システムなどのソフト開発などを事業の一つの柱にするとともに、教育部門においても「初心者」にもわかる情報処理関係テキストを定期的に発行・販売することにより、それらの収入益で運営費や人件費等の難問題をクリアしている。初年度からの売上げ等は順調であ

り、最終利益についても連年相当額の黒字を達成し、現在、支店開設とともに新事業への展開を計っている。

現在、借入れゼロであるが、今後自己資本を拡大する中でそれもあり得るというスタンスのようである。もちろん先行的技術開発事業についても人的配置と資金的配分を行っており、上記の事業とのバランスが非常に難しいということであった。

3. 「デス・バレー段階」のベンチャー企業に対する金融機関側の対応

以上のような事例の他にも、産学協同事業から生まれた音声認識と雑音除去を基幹とした「ベンチャー企業E」や、介護保険ソフトなどを主要な柱として事業展開している「ベンチャー企業F」等にも聞き取り調査を行なったが、いずれのヒアリングにおいても共通して聞かれたのは「デス・バレー」段階における金融機関、とりわけ銀行等の間接金融部門への強い不満と批判である。それはこれまで述べてきた成功事例のベンチャー企業においても同様であり、仮にこのような金融機関がもう少し積極的であったなら「デス・バレー」の期間にあれほどの「敗退」によるベンチャー企業の消滅はないのではないかとする見解もよく聞かれた。

そこで、次に金融機関側のベンチャー企業への対応について聞き取り調査を行ない、ベンチャー側の言い分に対してどの様な見解と実際の取引をしているのかの実態をインタビューしてみた。特に、ベンチャー企業側の聞き取り調査で「名前」の挙がった地場金融機関へのインタビューを集中的に行い、実際の融資の際に基準とする原則等についての質問をベース「現場」の話を聞いてみた。

1) 鉄則・・・「確実に返済されること」

地場金融機関の融資に際しての原則は「確実に返済されること」であり、それはある意味では、原則を超えた「鉄則」であるとしている。融資は預金を原資にしている以上、「確実に返済されること」なしには成り立たないものであるからである。その意味で返済不能もありうる「投資」とは峻別され、融資を超えるものについては投資を担ういわゆるキャピタルの役割であるとしている。

地場大手金融機関の話では、融資を行なうに際しての原則には、①安全性（確実な回収）、②収益性（貸出による利益の獲得）、③成長性（融資先の成長への寄与）、④公共性（地域経済発展につながる融資）、⑤流動性（①②を踏まえた資金の流動化）の5原則があり、厳守されなくてはならないとのことである。また融資の際の判断基準としては、①資金使途（資金需要の原因）、②返済財源と引当（返済財源の妥当性）、③融資先の信用力（業界動向と経営能力）、④担保、保証人、⑤取引メリットの5基準に沿って考えるとのことである。また、特に気をつける融資としては後向きの資金手当て（赤字補填資金、販売・回収条件の悪化による資金、滞貨増による在庫資金、人員整理等の合理化資金）であり、融資を再検討する（＝行なわない）代表例としては①欠損の穴埋め、②金額過多、③投機的資金などがあり、それらが④見込み利益だけの返済財源である場合は、融資は決してありえないということであった。

これらの他にも資金使途区分による判断ポイントや管理のポイント等の基準に照らしたものがあろうであるが、要すれば、繰り返し述べてきている「実績主義」、「担保主義」に基づく

融資基準を厳守するというスタンスである。したがって、「ベンチャー企業F」などのように、業績が優良（原則①～④をクリアしている）にも拘わらず、起業から間もない時期の企業であることの宿命でもある客観的に「実績が示しにくい」ことと判断基準④などにより、強い融資の要請にもかかわらず実現されていない。同企業は、実際、取引大手企業の（収益の確保を証明する）長期契約書の提示を当該金融機関に示しているのであるが、融資を再検討する代表例④等に抵触するらしく、その後の関係自治体との契約書の追加的提示を追加しても同様の結論のようである。もっとも、この企業の業績の良好さについて、当該金融機関も認識をしている様子が定期的に俗に言う「顔出し」はしている様である。

2) 「コンソーシアム方式」と「ファンド方式」

「ベンチャー企業F」に端的に見られるような、成長性が確認できるにもかかわらず融資の「原則」と「基準」に照らして実行できない事例はこのほかにも多々見聞され、ベンチャー企業と金融機関との双方の“フラストレーション”を聞き取り調査のたびに聞かされたが、現状においてこの壁を単独で突破する状況には至っていない。とりわけ近年の「金融庁マニュアル」遵守の環境の下ではほとんどありえない状況である。したがって、このままの事態の推移は決して当事者双方にとっても地域の社会経済全体にとっても好ましいものでないことは言うまでもないところであり、その解決の処方箋が求められている。

現在このような中から地域金融機関側から二つの対策が講じられようとしている。「コンソーシアム方式」と「ファンド方式」とがそれである。この二つの方策は、いずれも個別金融機関の融資リスクを最小限にすることにより、「デス・バレー」をはじめとする起業から間もないベンチャー企業群や、経営不振の中小零細企業の再生等を支援し成長させようとする現実の動きである。「コンソーシアム方式」は、複数の金融機関が連合を組み、幹事行の調整の下で当該企業への融資をおこなうものであり、組成の組み合わせの中で都市銀行がこの幹事行になる事例も見られる。もう一方の「ファンド方式」は複数金融機関からの基金によりファンドを組成し、ファンド運営の見地から企業・事業価値等を評価し当該企業への資金供与を行なうものである。

両方式ともそのポイントとなるのは全体をまとめる幹事行であるが、最近注目されている一つに大分県における「中小企業再生ファンド」がある。同ファンドは経営状態の悪い地場中小企業の挺入れを第一義的目的にしており、本稿の「デス・バレー」対策としてのベンチャー企業対策とはやや趣をことにするが、大いにその応用は考えられよう。すなわち、幹事行の「大分ベンチャーキャピタル」を核とし、大分銀行・豊和銀行・大分みらい信用金庫・三和酒類（有限責任組合）等が参画し、中小企業総合事業団がバックアップするという総額50億円のファンドである。その代表的方法は、再生対象の中小企業に対する銀行の貸付債権を買い取るとともに、債務の株式への転換等を通じた財務体質の改善、事業の見直しなどを通じて中小企業名支援を行なうものである。

この他にも当該企業の社債に政策投資銀行が保証をつけ証券化し、地元の信用金庫が購入するなどの方式も行なわれているが³⁾、いずれにせよ金融機関の規模に関りなく、自らだけで地元の企業の資金需要に向き合えない限界をこのような形で克服しようとしている事例は、本稿のテーマである「デス・バレー段階」における資金調達問題に重要なヒントを与えてくれるも

のと思われる。

(本稿は次年度に続く過渡的作業である。次年度の作業においてさらに多くの事例研究を重ね、より具体的な処方箋等について考察していくつもりである。)

註

- 1) 拙稿(2002)「ベンチャーキャピタル」の現状と課題『北九州市産業レポート2001』(財)北九州都市協会
- 2) 前回調査の「デス・バレー」段階以外のベンチャー企業の資金調達上の問題点についてはここでの対象外であるが、「デス・バレー」の特徴を比較して認識する意味で前回調査での代表的な事例を以下に再掲し紹介しておく〔(註1)に同じ、p160-162〕。図1及び同付表と併せて参照されたい。
- 3) 最近の事例では、千葉県内の千葉銀行・京葉銀行・千葉興行銀行の3行が企業再生ファンドを投資会社のジェイ・ウィル・パートナーズ(東京・中央区)と提携し、同社が設立する特定目的会社の「ちば再生ファンド」が、各行から再生対象企業の債権を簿価よりも割安に買い取り(買い取り原資はジェイ社が運営する200億円規模の「親ファンド」を通じて)、国内投資家から調達をする、などがある。

ベンチャー企業の「理想型」としての成長過程は、情報関連産業の場合はスタートアップ(創業)から株式公開(いわゆる出口)まで5年以内、それ以外の製造業や卸・小売等流通業、サービス業等で5~10年といわれているが、現実にはこの通りに移行・展開する企業は思うほど多くない。例えば、「E」のグループのように煩わしい資金繰りや株式上場のための「苦労」をできるだけ避け、自らの技術力や知的生産の向上のみにその能力を特化して行こうとする、言うなれば「自己実現」型のベンチャーに留まろうとするものもかなり見聞された。この例は大手企業からのスピアウト組に一般的に見られ、創業した企業を大きくし、近未来において株式公開によって更なる拡大のためのキャピタルゲインを獲得する(更に困難な道)よりも、修練・取得した高技術をこれまでの経験と人脈を活かし、より自由な立場で活用したいとするものである。

今回の調査の中でも、液晶ディスプレイ製造工程における特殊技術を持つベンチャー企業などがこれに該当し、その「自己実現」に相応した規模で受注し、それを超えるものについては「同志」の仲間仕事で仕分けする「横受け」でこなしていく企業姿勢が見受けられた。したがって、本来なら「D」のステージで求められる相応の財務・会計等の知識も、そのステージに包含される「E」において、当面課題回避の姿勢で対応している。例えばこの企業の場合は、配偶者の内助の功でこの財務・会計上の問題を一応処理し、それ以上の取り組みは今のところ見せていない。

このような企業に代表される「E」のグループは、ベンチャー企業を定義する上で常に挙げられる「将来、株式公開等を目指す成長志向性のある企業」という要件に照らしてみると些か問題が無いではないが、わが国のベンチャー企業のおかれている環境が同図表で整理したようにあまりにも困難な課題と問題点を多く有しているために、その結果として生じている”一現象”として理解すれば、日本型ベンチャー企業の一類型として見ても差し支えないと言えよう。したがって、このような企業は今後ベンチャー企業を取り巻くこの「環境」が解決される中で、積極的に株式公開という出口に向かって奮闘してもらうよう期待される場所である。

アーリーステージ「D」のベンチャー企業は、ある意味ではこの各ステージの中で一番厳しい段階なのかもしれない。事実、3~4年前の“ITブーム”の反動で、福岡・北九州地域においてもこのステージの多数のベンチャー企業が倒産している。中には自らのパテントを”切り売り”

しながら持ちこたえようとしたベンチャー企業も在ったようであるが、相当数の倒産を見ている。この段階はこれまでの借入金利の負担が重くなるとともに、将来に向けての開発資金等の借入需要が増す時期ではあるが、一般的には担保・収益力不足などの理由から融資希望は拒否されるか減額されている。このような実態は後述の銀行系ベンチャーキャピタルの「土地担保」を軸にした融資ないしは投資姿勢がいまだに何ら変化していないことを如実に表しているわけであるが、同時に企業側においても融資を受ける前提になる財務・会計等の能力不足と、それ故に要求される経営内容のディスクロージャーにも対応できない問題と課題とがある。

勿論、このような課題・問題点を抱えつつも株式公開に向けて精力的に活動を行なっているベンチャー企業も多く、筆者のヒアリングを行なった北九州市内の某企業などは次のステージへのタイミングを計れる段階にまで成長してきているように見受けられた。同企業は産業系コンピュータシステム構築専門のシステムプロバイダーとして1999年に創立し、種々のベンチャー支援策を活用しながら一年目から黒字決算を実現している。同企業の成功要因は、わが国のこの種のシステムが高価格であるのに対して戦略的に適正なシステム構築価格を提供したところにあった。また、顧客企業のリストラが徹底する時期を選択して創業したことなどにより、通常時期では「無名」による営業上の大きな壁も見事にクリアできたようである。現在、従業員は既に20名を超え、主力客は関東を中心とした日本全国（東南アジアも含む）に展開し、事業規模2億円という状況である。したがって、この時期によくある公開意欲と業績のミスマッチもなく、資本金1000万円も近々増資しミドルステージに乗る勢いである。

ミドルステージ「**B**」は、上記企業のように資本金1000万円を超えるとともに、業績も”黒字転換”し、今後の高収益が見込めるベンチャー企業群の「一山越えた」ステージである。この段階では、株式公開に向けた社内体制の整備や、公開に伴う事業継承対策に注力しなければならない。また、そのための事業計画策定も従前のものより精緻なものでなくてはならず、それに見合った業績の向上も不可欠となる。社内体制の整備には公開に向けたプロジェクトチームの形成が求められ、その中に財務・会計等の知識を持つ人材を投入することや、そのディスクロージャーの体制整備など様々な事務の煩雑をクリアしなくてはならない。事業継承の問題は経営権の確保に尽きるといっても過言ではなく、M&Aや”乗っ取り”対策等の（付表）の「**B**」に箇条書きした諸々の対策が短時間の内に実行されなくてはならない。

北九州市内においてこのステージに在る企業の代表例として紹介できる二例のベンチャー企業も、このステージに絡む課題・問題を有している。この内の一方のベンチャー企業は、病院、施設、工場、大規模公共施設等のあらゆる現場の廃棄物処理を微生物の働きによって行なう各種製品を開発・販売しているいわゆるバイオ系企業である。同社は1995年に資本金1,000万円から出発し、現在では凡そ1億円まで増資するなかで従業員12名、売上高も順調なレベルに達するまでに成長し、現在2年後の株式公開を目指している。増資にあたっては同社の開発技術を評価した東京の大手薬品会社が事実上のベンチャーキャピタルとして相応の協力をし、それに連なる形で地銀系キャピタルも増資に加わっている。この「**B**」のステージにおける各種の課題・問題について言えば、この増資の際に経営権の保持に相当のエネルギーを注力するとともに、専門の経営者を社外から代表取締役社長に据え（創業者は経営権を保持した代表取締役会長に就任）、公開に伴う諸々の問題にも対応している。

同ステージにおける別の企業は、2000年1月に既存企業から独立する形で設立し、既に5億円

に届くほどの増資を行っているロボット製造業である。同社は世界初の遠隔操作パーソナルロボットを開発し、その4号機はPHS回線を利用しCCDカメラの画像を見ながら遠隔操作ができる。腕の部分は人間の動作とほぼ同じ動きができ、応用範囲の広さ等から注目度が非常に高い（価格はソニーのSDR-3Xや本田技研のASIMO等に比較し格段の安さである）。そのため米国のベンチャーキャピタル（DEFTA ALLIANCE FUND II）など多方面からの投資（増資）が相次ぎ、2001年11月現在で4億6000万円に積みあがっている。同社創業者も経営権保持に必要な所有株式割合を確保し、株式公開を視野に入れた活動をしている。

この様な上場志向は繰り返し述べてきた様に、その為に生じる事務量の増大や各種負担の拡大を当然ともなうことから、成長志向の弱い企業や同族経営優先で株式公開意欲が少ない企業等はそれを忌避し、「C」の「公開意志のないグループ」に留まるが、忌避の理由にはこれらの問題に限らず内部意見の不統一によるベンチャー企業もある。今回のヒアリングにおいても取締役会の意見が不統一のため、医療系の有望な成長企業ではあるが、このステージに現在も留まらざるを得ないベンチャー企業もあった。また、この様な内部問題だけではなく、ここまで成長してきた優良なベンチャー企業がこの「C」レベルに留まる背景には、後に詳しく見る銀行等のビヘイビアにも大いに関係している。すなわち、調査過程で知り得た「ある銀行」などは、いわゆる「上客」のベンチャー企業を手放したくない理由から、株式公開に伴う既述のデメリットなどを強調し、上場の事実上の妨害をしている事実もあるようである。また、一部会計事務所のように上場支援のためとは思えぬ相談料等を請求してくるなどの実態が上場忌避に繋がっているとの指摘も聞かれた。

いずれにせよ公開直前に至ったレイターステージ「A」では、新規公募・売出し（IPO）に関する諸々の計画や資金調達、また上場後の株価政策や安定株主対策など、ベンチャー企業にとっては並々ならぬ経営エネルギーを要求されることになる。筆者の今回ヒアリングの中では、資本金1000万円ではあるが医療用電子機械器具や福祉機械器具等の製造・販売によって好利益を上げているベンチャー企業は、近々の上場に向けて情報収集を含めた着々の準備を進めている。ただ、このことはベンチャー企業全般に言えることであるが、技術力先行のあまりマネージメント力、とりわけ資本政策を含む財務管理能力が相対的に弱いため、いざ上場の段になると些かの不安を覚えるようである。しかしながら客観的に見て同企業の上場時の資金調達力は高く、公開時の景気動向や経済環境に恵まれれば十分に可能性の高いものと言えよう。このステージ「A」のベンチャー企業は今回のヒアリングでは実現しなかったものの、北九州市には他にも幾つかあるようである。例えば、大手企業の子会社で上場のタイミングを計っているとす印刷関係の企業もその一つと言えるが、昨年から今年にかけてとりわけ昨年9月11日に発生した米国同時多発テロ以降の株式市況の悪化は、この様なベンチャー企業の“上場意欲”を大いに冷やしている。事実、昨年9月に上場申請手続きを始め（新聞報道された）福岡市のコンピュータソフトウェアの開発・販売業務を営む企業は、2002年度以降の市況を見てから上場の判断をするとの意向であった。