

産業構造の転換とベンチャービジネスの育成



太田 健一
(おおた・けんいち)

みずほキャピタル株式会社

要約

- ・ 1990年代初頭の不動産バブル崩壊以後、日本経済は“失われた20年”といわれる長期低迷時代に入ったが、この間のベンチャービジネス（VB）の動向を新規上場（IPO）という側面からみると、IPOが非常に活発になり上場会社数が増大、VBは比較的堅調だったといえる。ただし、この陰にはVB育成のために解決すべき根源的な課題が隠されている。
- ・ VBが成長していくためには「ヒト・モノ・カネ」という経営資源が必要となるが、大多数のVBはこの資源を確保できずにいる。その原因は「ヒト」の面ではそもそも起業家が少ないことと“企業家（職業経営者）”がいないこと、「モノ」の面では“死の谷”を越えられないこと、「カネ」の面ではリスクマネーの調達ができないことにある。
- ・ そして、これらの原因の根源は日本の産業構造そのものにあると思われる。欧米諸国に追いつくための“how to make”型、“product out”型の産業構造は、多量の経営資源を有する大企業には適しているが、VBの起業育成には不利な構造となっているのである。
- ・ 既に欧米にキャッチアップした日本経済は、“what to make”型、“market in”型の産業構造に転換することが必要であり、こうした新しい産業構造が構築できれば、VBの経営資源調達の難しさも改善され、既存事業に縛られないVBがその“独創性・スピード・柔軟性”といった本来の強みを生かせる土壌が生まれる。
- ・ 従来のVB育成策は形式面にながれ実効性に乏しい施策であった。新たな育成策には「産・官・学」の連携が不可欠であり、「官」による「学」と「産」との橋渡しから生まれる新技術の開発が期待される。次に、産業構造の転換によって輩出されるであろう有望な人材をVBに供給する「人材の流通市場」の整備も必要である。リスクマネーの供給については先ずその絶対額を増やす必要があるが、それ以上にVBを起業した経験や支援育成をした経験

を有する人材を、エンジェル・ベンチャーキャピタリスト・企業家等として活用し、有望なVBの発掘と育成に関与させていくことが重要である。

目 次

第Ⅰ章 “失われた20年” とベンチャービジネス（以下VB）

1. 新規上場（IPO）会社数の推移

- (1) VBのIPOブーム【図1】【表1】
- (2) ブームの陰に潜む課題

第Ⅱ章 VB育成の課題

1. ヒト（起業家＜創業者＞と企業家＜職業経営者＞）

- (1) 少ない起業家＜創業者＞
- (2) 現れない企業家＜職業経営者＞

2. モノ（技術、製品、サービス）

- (1) 「死の谷」の出現
- (2) 「死の谷」克服のポイント
- (3) 大企業の後押し

3. カネ（資金調達）

- (1) リスクマネーの不足【図2】

第Ⅲ章 日本の産業構造とVB

1. 日本の産業構造の特徴

- (1) キャッチアップ型＜“how to make”型＞構造
- (2) 自前主義（総合主義）

2. 日本の産業構造下でのVB

- (1) VBを起業することの合理的誘因

3. 求められる産業構造とVB【表2】

- (1) “how to make”型から“what to make”型モデルへの転換
- (2) “product out”型から“market in”型への転換
- (3) 自前主義から分業主義への転換

【事例1】なぜ日本は「iPod」を生み出せなかったのか

第Ⅳ章 今後のVB支援策

1. 従来の支援策の問題点

- (1) 日本の実情にそぐわない支援策

2. 今後の支援策【図3】

- (1) 産・官・学の連携による技術開発
- (2) 中小企業支援制度の整備
- (3) 人材の流動性の確保<起業家ならびに企業家の供給とその受け皿>

3. リスクマネーの供給<ベンチャーキャピタル（VC）の視点から>

- (1) 日本のVCの限界【図3】【図4】
- (2) 日米VCの比較【表4】

【事例2】日米VBの相違<ゼロスポーツ（日）とテスラモーターズ（米）>

- (3) 事例からみたVB育成の課題<再論>

第V章 最後に

資料編

参考文献

第Ⅰ章 “失われた20年”とベンチャービジネス

失われた20年の間、ベンチャービジネス（以下VB）は新規上場（以下IPO）という面からみると健闘したといえるが、その陰にVB育成上の課題はなかったのだろうか。

1. IPO会社数の推移

（1）VBのIPOブーム【図1】【表1】

日経平均株価は1989年12月にピーク（38,915円）をつけた後、不動産バブルの崩壊、ITバブルの崩壊、リーマンショックという大きな谷間に落ち込みつつ低下基調を続けており、日本経済の低迷を物語っている。

一方、VBの動向を示すものとしてIPOをした会社数を見てみると、リーマンショック後の期間を除けば、ほぼ毎年100社以上がIPOを達成しており、日本経済全体のトレンドとは逆にVBは健闘していたと言える。

この中にはマツモトキヨシ、伊藤園、ソフトバンク、ファーストリテイリング（ユニクロ）、ヤフー、楽天、ミクシィといった現在では日本を代表する企業に成長し、収益や雇用等の面で日本経済に貢献している企業もある。

（2）ブームの陰に潜む課題

ただし、VBが健闘してきたからといってその育成について問題がなかった訳ではなく、むしろその陰には解決すべき課題が数多く潜んでいる。例えば、IPOした企業を業種別にみると外食産業、流通業、IT産業といった業界の企業が多く、“研究開発型VB（モノづくりVB）”は数が少ない。

またこの間には東証マザーズを始めとする新興企業向け株式市場が開設され、これらの市場にIT企業が大量にIPOをしたという“ブーム”の様相も見逃せない。そこで、これらの事象の陰にあるVB育成に関しての課題を掘り下げてみることにする。

第Ⅱ章 VB育成の課題

企業の成長には「ヒト・モノ・カネ」という経営資源が必要なことは言うまでもないが、特にVBにとってこの三つの経営資源の調達がいかに困難であるのかを考察する。

1. ヒト（起業家＜創業者＞と企業家＜職業経営者＞）

（1）少ない起業家＜創業者＞

日本ではそもそもVBを起業する人が非常に少ない。この原因は、次章で触れる日本の産業構造と密接に関係していると思われるのだが、大企業に留まることに比べてVBを起

業することに社会的、経済的な合理性（合理的な誘因）が見出せないことにある。

つまり、高品質・大量生産指向型の産業構造の下では、多くの経営資源を有する大企業のほうが適合しやすい。また、日本の大企業では研究開発から製造、販売、アフターサービスに至るまで自前でやっていることが多く（自前主義）、その枠組みの中から外に出ることには大きなリスクが伴う。加えて、起業に失敗した時の代償が大きく、起業の失敗が即人生の失敗につながってしまう可能性が高い。以上のような理由から、VBを起業するというところに職業選択上の合理性が見出せないのである。

（2）現れない企業家＜職業経営者＞

VBが成長していく過程では様々な経営課題が現れる。起業した当初は技術・サービスの新規開発や用途開発といったことだけに集中していてもよいが、企業が成長するにつれて製造・販売・労務・財務といった様々な問題が浮上してくる。こういった多くの経営課題を処理していくには創業者だけでは対応が難しく、やはり経験を積んだ“企業家（企業経営を職業とする人）”が必要となる。CEO（最高経営責任者）またはCFO（最高財務責任者）と呼ばれる役割職務を担う人材である。

例えば、創業者とCEO（あるいはCFO）というコンビの日本での代表的な例をあげれば、ホンダの本田宗一郎と藤沢武夫、ソニーの井深大と盛田昭夫、あるいはスタジオジブリの宮崎駿監督と鈴木敏夫プロデューサーといった関係があげられる。

日本には自分が創業した会社を立派に育て上げた企業家（つまり起業家であり、かつ企業家）は数多くいるが、自社・他社を問わず“経営を職業とする”企業家は少ない。一方、米国では創業者と企業家（経営者）が機動的にコンビを組んでVBを成功に導いている事例が数多くある。

最近では、Googleのラリー・ページ（創業者、CTO）とエリック・シュミット（CEO）の例がある（2011年4月、新たな成長戦略のために創業者であるラリー・ページがCEOに復帰した）。

VBに限らずとも企業の持続的成長にとっては、それぞれの成長段階に適応できる経営者の登用が不可欠であり、これを可能にするためには“人材の流通市場”の整備が求められる。

2. モノ（技術、製品、サービス）

（1）「死の谷」の出現

ここでいう「死の谷」とは、製品やサービスの用途開発（試作）の段階から事業化（生産と販売）の段階に移る過程において浮上してくる課題のことである。大多数のVBがこの「死の谷」を越えられずに足踏みしたりそのまま消滅している事実から、この谷

が如何に深い谷であるかが推察される。

製品（消費者が財布の口を開け、お金を出して買ってくれる商品あるいは利用してくれるサービス）と試作品との間の隔たりは大きく、この差をVBだけで埋めていくのは非常に困難である。

「死の谷」というハードルについて分かりやすく説明するために、以下では特に研究開発型VB（モノづくりVB）を念頭において説明することにするが、ITビジネスや外食産業等の業種に属するVBでも、程度の差はあれ同じハードルを越えなければならない時期があるのは同様である。例えば、ソフトウェア開発では「 α 版、 β 版から製品版リリースへの過程」、オンラインゲーム開発では「お試し期間からサービスインへの過程」、FC（フランチャイズ）展開では「パイロット店舗から本格出店への過程」等である。

（2）「死の谷」克服のポイント

さて「死の谷」を克服すべく試作品を製品にまで仕立て上げるポイントは、“量産”と量産による“コストダウン”である。そして量産には試作品を作るのとはまったく違ったノウハウ（量産技術、工程管理等）が必要となるのだが、残念ながらVBにはこのノウハウがない。ここが「死の谷」を克服できない最大のネックなのである。量産工程を外注するという方法（所謂ファブレス<fabless>）もあるが、外注に出すにしても試作品ではなく、製品として完成している“モノ”が必要なことは言うまでもない。

一方、販路の開拓にも深い谷が待ち構えている。いかに性能のいい製品であっても、棚に並べておけば売れるというものではない（それ以前に棚を貸してくれるところもないが）。したがって、先ず最初にその製品を買ってくれる顧客（First Customer）を獲得することが重要である。

（3）大企業の後押し

「死の谷」を越えるための大きなポイントである量産と販路開拓の解決にあたって、大いに期待できるのが大企業である。大企業にとっては量産はお手の物であるし、大企業がFirst Customerになってくれればその製品に対する信頼性が増すと同時にVB自体の信用も高まることになる。VBにとってはメリットが大きいのだが、これも非常に難しいステップなのである。

なぜなら、日本の大企業は製品の性能以前に企業自体の実績や信用を重要視するという保守的な面が強く、もともと実績や信用のないVBにとって大企業との取引開始は非常に高いハードルとなってしまう。一方でVB側の提供する製品やサービスが市場ニーズと合致していないという根本的な問題があるケースも多い。こんなに高い性能を持ったいい製品（あるいはサービス）なのだから売れるのは当然、というVB側の思い込みが販路

開拓を阻害してしまう場合もある（例えば過剰技術、高価格等である）。

3. カネ（資金調達）

（1）リスクマネーの不足【図2】

試作（試行）段階から量産（サービス提供）体制に移行する際には、仕入、製造、販売促進等のために相当の資金が必要となるが、ここでも問題が発生する。そもそもリスクマネーの絶対量が少ない日本にあって、やっと試作段階を越え量産体制に移ろうかという段階のVBに必要な量の資金を供給する金融機関がほとんどないのである。

この段階でリスクを取って資金供給するのは、まずはベンチャーキャピタル（以下VC）だと考えられるが、日本のVCの多くはこの段階での投資には踏み切れないのではないだろうか。勿論、VCといってもその設立母体や設立趣旨によって様々なタイプがあるので一概には言えないが、一番資金が必要となるこの段階のVBにとって、資金調達という大きな壁が立ちはだかっているのは確実である。なお、リスクマネーの供給と日本のVCの特性については第Ⅳ章で詳しく述べる。

第Ⅲ章 日本の産業構造とVB

前章ではVBの経営資源調達の難しさについて述べたが、本章ではその原因の所在を日本の産業構造との関係から明らかにする。

なお、本章で述べる日本の産業構造に関する論点は、既に十数年前から指摘されている点であるが、経済産業省「産業構造ビジョン2010」のレポートにもあるように、未だに課題となっていることは明らかであり、VB育成の観点から再度考察した。

1. 日本の産業構造の特徴

（1）キャッチアップ型＜“how to make”型＞構造

日本は第二次世界大戦後、欧米諸国に追いつき追い越せという大きな目標の下、まずは大量生産を開始し、次には安かろう悪かろうを克服するために品質改善につとめ、コストダウンと軽薄短小技術で世界に冠たる技術立国になり、近年は省エネ技術で世界の先端を走っている。ところが、このキャッチアップ型、how to make型の産業構造が、逆にVBの起業や成長を狭めてしまったということはないだろうか。

how to make型の大量生産モデルでは、如何に品質を維持し更に向上させるのか、如何に安くかつ安定的に製造するのかといった現場レベルでの“改良、改善”型の技術開発やノウハウ開発に主眼が置かれる。また、そこで働く従業員にも比較的高いレベルの均質な能力が要求され、人と違った才能や行動様式（いわゆる起業家タイプ）は逆に障

害になる傾向が強い（出る杭は打たれる）。これではVB、とりわけ研究開発型VBは育たない可能性が高い。

（2）自前主義（総合主義）

VBの活躍の場を狭めた可能性のあるもう一つの要因として「自前主義（丸抱え）」という点がある。日本の企業は技術開発から製造、販売、メンテナンスに至るまで自社（あるいは自社グループ）で完結させる垂直型組織が多いが、こういったシステム自体も大企業に適したものであり、一点集中型あるいは深堀型タイプの多いVBの活躍できる場を少なくしている可能性がある。

2. 日本の産業構造下でのVB

（1）VBを起業することの合理的誘因

以上のような産業構造においては大企業が有利であり、VBを起業することに合理的な理由が見出しにくいことになる。加えて、事業の失敗が起業家個人の人生の失敗につながるような制度（たとえば借入金に対する経営者の連帯保証制度や減点主義評価等）とあいまって、ますます起業することのリスクが増大する結果、起業をするということが人生あるいは職業の選択肢として浮上してこないのである。

VBが育たない原因を日本人の考え方や慣習、教育や文化にまで求めると議論が拡散してしまうが、少なくとも日本の産業構造を変革していくことについては、VB育成の土壌を耕すためだけでなく、今後の日本経済全体を活性化させていく上でも非常に重要な政策であることには間違いはない。では、どのような産業構造を構築していけばよいのだろうか。

3. 求められる産業構造とVB【表2】

（1）“how to make”型から“what to make”型モデルへの転換

キャッチアップ型モデルでは目標とすべき到達点が示されており、その目標に追いつくためにはどうしたらよいか（how to make）を考えればよかった。従ってそこには“改善・改良”といったイノベーションは存在する。しかしキャッチアップした後は、自らが何をしたらよいか（what to make）ということを見出していかなければならない。

何をしたらよいのかということを一から生み出すということになれば、大企業とVBの間に差はない。むしろ既存事業に対する“しがらみ”が一切ない分、VBの方が発想や行動の自由度は大きいといえる。そして、その時必要とされるのは従来型の“改善・改良”といったイノベーションではなく、本来の意味でのイノベーション＜革新性・独創性＞であり、そこにこそVBがその本領を発揮する場が開けてくる。

(2) “product out” 型から “market in” 型への転換

従来の産業構造の下では、大量生産による製品を、日本という比較的大きなマーケットで、経済的に均一な層（中間層）をターゲットとして供給していくという“product out”型のモデルが有効であった。ところが新しい産業構造の下では、細分化されたニーズをどう捉えて、そこにどのような製品をどのような方法で供給していけばよいのかを新たに開発・構築していくことになる。つまり、セグメントされたターゲットに対し、比較的少量で多品種の製品を供給していく“market in”型のモデルが必要になるが、ここでもVBの持つスピードと柔軟性が、新技術・新サービスの開発あるいは新マーケット開拓の突破口になると期待できる。

(3) 自前主義から分業主義への転換

研究開発から製造販売、保守までの工程をすべて自社あるいは自社グループに取り込んでしまうという自前主義スタイルは、不動産バブル崩壊以降「事業の選択と集中」という掛け声のもと見直しが進められた（スリム化）。それでもまだ同一業種の中で多くの企業が競争をするといった構図が続いてきていたが、リーマンショック以降は企業の合従連衡やグループ企業の統合等により、自社の得意事業への集中が積極的に行われ始めた。こういった環境は、大企業からのカーブアウト型VBやスピニアウト型VB輩出の追い風になるものと思われる。

【事例1】なぜ日本は「iPod」を生み出せなかったのか

iPod成功の鍵は、iPodというハード自体ではなく“iTunes”と呼ばれるシステムにある。iPod自体は音楽、動画等のコンテンツを収めておく単なる箱であり、この箱に納めるコンテンツをダウンロードし編集するiTunesというシステムこそが肝なのである。これはパソコン本体（箱）とソフトウェア（OS）の関係と同じであり、“how to make”という発想だけでいかに高性能なiPodを作っても儲けにはつながらないという結果になる。

「技術に勝って、事業で負ける」という構図である。

逆になぜソニーはiPodを生み出せなかったのだろうか。

かつてはウォークマン、最近ではプレイステーションといった世界的大ヒット製品を生み出したソニーは、技術的には十分iPodを生み出せる力を持っていたはずである。加えて同社は傘下にソニーミュージックエンタテインメント、ソニーピクチャーズエンタテインメントといった企業を抱え、豊富なコンテンツをも有していた。こういった質の高いソフトとハードを有していた同社がどうして“iTunes+iPod”という仕組みを作れなかったのだろうか。

おそらく、それぞれの事業部門や子会社が自身の事業領域を優先したことが最大の原因だと思われるが、最高の品質の製品を作れば必ず売れるという“how to make”型、“product out”型の発想があったことも一因ではないかと思われる。

第Ⅳ章 今後のVB支援策

形式に流れた過去のVB支援策を反省し、今後の支援策の方向感を探る。

1. 従来の支援策の問題点

(1) 日本の実情にそぐわない支援策

過去の支援策には、中小企業創造法によるVB財団の設立、大学発VBの育成、ストックオプション制度の拡充、エンジェル税制の導入等があるが、いずれも成功したとは言いがたい。例えば各県に設立されたVB財団には投資のための資金は用意されたが、そもそもどういったVBに資金を供給するのかといった調査審査体制や投資をした後の支援育成のフォローアップ体制が十分構築されていなかったため、極論すれば“カネ”をばら撒いて終わりといった状況になった。

大学発VBについては、起業したVBを経営面から指導していく“ヒト”の手当をしながら、起業する会社数（目標1,000社！）だけが一人歩きしてしまい、企業の体をなしたVBはほとんどなかったという結果になってしまった。今では大学発VBという言葉さえあまり聞かなくなっている。

起業家のやる気や投資資金の呼び水として導入されたストックオプション制度やエンジェル税制も運用上の規制や税務上の制約が多く、結局は使い勝手の悪い制度となってしまった（その後の法改正でかなり是正されてきてはいるが）。

過去のVB支援策の多くは米国の制度を参考に導入されたものであるが、形だけの導入に終わってしまい、期待された効果を上げることが出来なかったものが多い。特にヒトの手当てが不十分で、従来のハコモノ政策とほとんど変わらず、カネさえ出しておけば（予算さえつけておけば）何とかなるという発想で終わっており、日本の実情を踏まえた支援策ではなかった。

2. 今後の支援策【図3】

(1) 産・官・学の連携による技術開発

VBの中でも特に「研究開発型VB」の育成にあたっては、「官」による「学」と「産」との橋渡しにより、「学」での研究成果が「産」での革新的な技術開発や製品開発にうまくつながるような流れをつくる役割が期待される。現在、各省庁傘下の独立行政法人

が産学連携をうたって活動をしているが、これも重複感があったり制度が複雑であったりと必ずしもうまく機能していない面がある。「官」として今後の日本が注力すべき技術開発の方向性を指し示した上で、簡潔かつ重複投資のない効率的な仕組み作りが必要である。加えて連携組織の運営を担当する職員の熟練（経営指導等も出来る）が望まれる。

（２）中小企業支援制度の整備

現在わが国には金融、税制等の面で数多くの中小企業支援制度がある。

逆にあまりに制度が多くかつ複雑なため、かえって使い勝手が悪いのではないかとと思われるほどである。特に同じ中小企業といっても、事業基盤がなくこれからの成長のための支援を必要とするVBと既に事業基盤がありその承継が経営課題である中小企業では、必要とする支援内容が違うはずである。したがってVBに対する支援にあたっては、中小企業対策という枠で一括りにしないで、VB特有のニーズ（カネだけではなく、ヒトの採用、販路の開拓等）に応えられる長期的、継続的な支援制度の拡充が必要である。

（３）人材の流動性の確保＜起業家ならびに企業家の供給とその受け皿＞

自前主義の見直し等による産業構造の変革の過程で、大企業を退職し起業を志す人材が輩出されることが期待できる。同時に、営業、財務等に深い経験を有する企業家候補（CEO,CFO等）の供給にも期待ができ、人材の流動性が高まる可能性がある。これらの人材を効率的にVBに供給するためには、人材の流通市場の整備が必要となる。

自らVBを起こして功なり名を遂げた起業家が新たなVBを起こす、または企業家としてVBの経営にあたる、あるいは自らの私財をVB投資に向けるといった循環（社会還元）がおこる環境を築いていく必要もある。自身が育てた会社を売却し、その結果多くの資産を手にするといったことが成功物語として採り上げられるような風土も必要かも知れない。

3. リスクマネーの供給＜ベンチャーキャピタル（VC）の視点から＞

（１）日本のVCの限界【図3】【図4】

リスクマネーの供給額をVCの投資額として捉えると、日本のVC投資額は過去から一貫して米国の1/10程度しかない。さらにこの額を対GDP比で見ると韓国、台湾をも下回る比率になっており、日本のリスクマネーの絶対量が如何に小さいかがわかる。

（２）日米VCの比較【表4】

米国のVCは、自らVBを起こした起業家やVB育成の経験を有する企業家あるいは深い

専門知識を有する技術者等が、ベンチャーキャピタリスト（以下VClister）としてその経験や知見を生かしてVBの目利きをしたうえで投資をし、かつ育てていくというプロフェッショナル集団である。彼らVClisterは株主や取締役としてVBの経営にも深く関与し（ハンズオン）、VBの企業価値をあげたうえで、M&AやIPOにより投資の回収を進めていく。

一方日本のVCは、そのほとんどが銀行、生損保、事業会社の子会社として設立されており、役職員は親会社からの出向者が中心となっている。

したがって、起業家でもなく企業家でもなく技術者でもないサラリーマンがVBの発掘、調査審査、投資、支援育成等を遂行している。出向者は数年で親会社に帰ることが多く、自分が投資したVBの行く末（IPO、買収、倒産等）を見届けることがない場合も多い。こうしたことを繰り返しては、VBを発掘し審査する目利き能力や支援育成をしていく経験はなかなか蓄積されない。また、投資回収のほとんどがIPOに限られているため、ここ数年のようにIPOマーケットが縮小すると投資回収が出来なくなり、その結果新規投資も縮小されるので、ますますVBに資金が供給されないという悪循環に陥ることになる。

【事例2】日米VBの相違<ゼロスポーツ（日）とテスラモーターズ（米）>

ゼロ社とテスラ社は同じく電気自動車（EV車）の開発、製造、販売を手掛けるVBであるが、両社の開発戦略と経営資源（ヒト・モノ・カネ）の調達状況の相違ならびにその結果を概観してみる。

ゴルフカート等の特殊車両をEV車にリニューアルするというゼロ社とたとえ高価であってもガソリン車と同等の性能、居住性を持つEV車をつくるというテスラ社とでは、同じEV車開発といってもその出発点がまったく違う。ゼロ社は、創業以来の事業であるガソリン車のアフターパーツ事業で培った技術を活かすことから出発するという戦略であり、これはこれで間違いではないと思うが、VBとして創造的イノベーションを起こすという点から見るとやはり物足りない。

一方テスラ社は実績のある企業家（起業家でもあるイーロン・マスク氏）を経営者として迎え入れ、エンジェル投資家（google創業者のラリー・ページ、セルゲイ・ブリンの両氏も参画）やVCから多額の資金（約150億円）を調達し、ガソリン車と同等のEV車を完成させ、全世界をマーケットとして事業展開を開始した。

結果としてゼロ社は、郵政事業(株)から郵便配達車1,000台の受注を獲得したものの、EV車の土台となるベース車両の変更をめぐって同社から納入契約を破棄され、量産のために調達した12億円の負債を抱えて行き詰った。テスラ社は全世界での販売台数がわずか1,000台、営業利益で50億円近い赤字を抱えながらもNasdaq市場に上場し、ここで新たに200億円以上の資金を調達し量産工場の建設に着手した。

以上、日米のEV車開発企業を例に取ったが、ゼロ社は試作車から量産車に移行する際に「死の谷」に転落し、一方テスラ社は「死の谷」を乗り越え量産体制に移行した（ただし、これで最終結果が出た訳ではなく、テスラ社にも越えるべき新たなハードルが待ち構えている）。

（3）事例からみたVB育成の課題<再論>

ゼロ社が（たった？）12億円の負債で倒産した例からは、既に述べてきた日本でのVB育成のネック、即ち「ヒト・モノ・カネ」の調達の難しさが改めて浮かびあがってくる。つまり、日本ではVBの資金調達には高いハードルがあること、実績を重視する大企業との取引が難しいこと、創業社長を補佐する人材が不足していること等である。もしゼロ社に経営の専門家がいて事業の進捗状況をきちんと把握していたり、公的資金が提供されたり、大企業がゼロ社のfirst customerになってくれていたら、「死の谷」を乗り越えて新たな突破口を見出せたかも知れないのである（勿論、ゼロ社の技術やノウハウが独創的であることが大前提ではあるが）。

第V章 最後に

本論文は、筆者が銀行系ベンチャーキャピタルに長年勤務した経験を基礎的な見識としてまとめたものであるが、最後に日頃VBと接触している中で感じることを述べておきたい。

「ヒト」の面では、創業者であれ経営者であれ“経営者としての資質”を備えているに越したことはないが、それ以前に“人としての資質”が重要なのは言うまでもない。VBとVCとの間に信頼関係がないと、VBと“同じ舟”に乗ってIPOまで支援育成していくことが難しくなる。

「カネ」について言えば、VCの資金量よりもむしろ“Vclist”の育成に課題がある。VCのノウハウはVclist個人に蓄積される“経験”によるところが大きい。したがってVCの社員は、少なくとも10年はVCの業務に携わってもらいたい。10年でやっと一本立ちできるかどうかのレベルである。

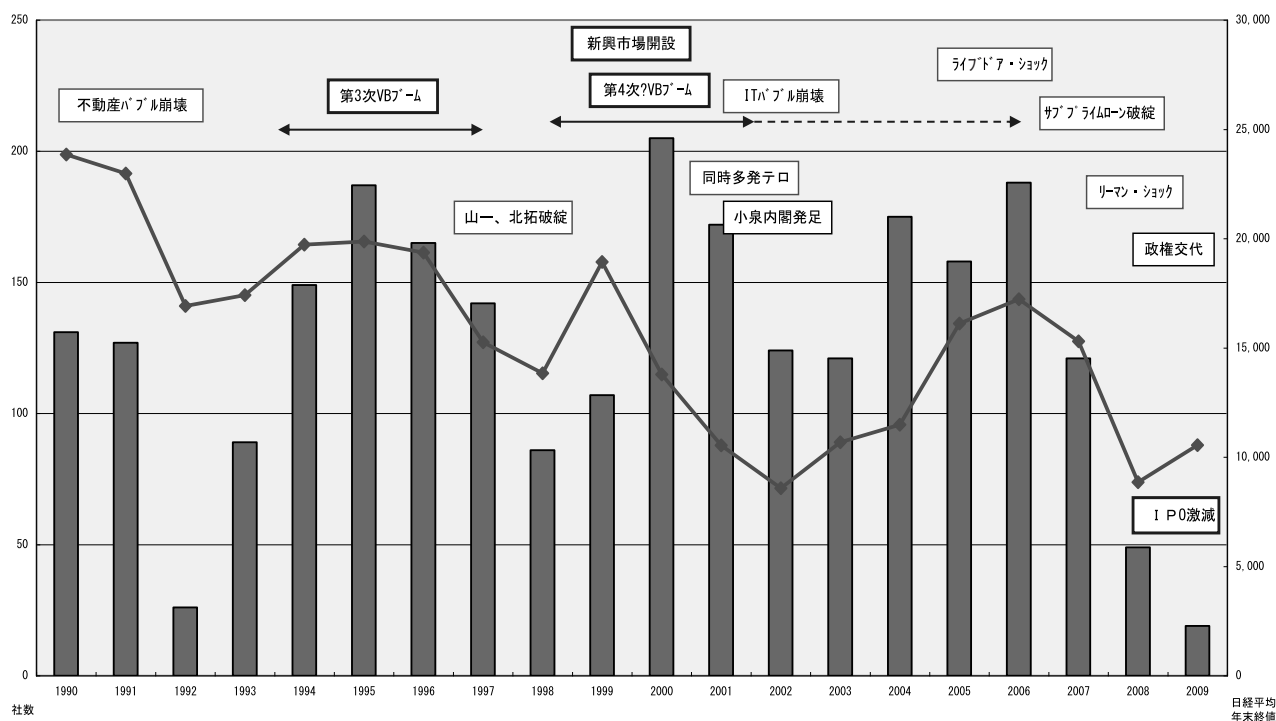
また、自らVBを起こした起業家やVBを支援育成した経験のある企業家が、新たにVBを起業したりまたはその私財をVBへの投資に向けるといった“循環”にも期待したい。

「モノ」の面では、日本のVBが国内マーケットしか見ていないところに物足りなさが残る。「ヒト・モノ・カネ」という経営資源が乏しい中ではやむを得ない面もあるが、米国のVBが当初からグローバルな事業展開を視野に入れているのと対照的である。

資料編

【図1】失われた20年とIPO社数の推移

日経平均と新規公開会社の推移



■折れ線グラフ：日経平均株価の推移（右軸単位：円）

- ・ 株価は各年末の終値を採用
- ・ 1989年末の38,915円から2009年12月末の10,546円まで下落。
- ・ 期間中の最安値は2009年3月10日の7,054円

■棒グラフ：IPO（新規上場）社数（左軸単位：社）

- ・ IPOの方は第3次VBブームとそれに続く第4次VBブームもあり、毎年100社から150社と比較的コンスタントに推移。

【表1】1990年以降の新興市場への代表的なIPO

上場年	会社名	IPO市場
1990年	吉野家ディーアンドシー	ジャスダック
	マツモトキヨシ	〃
1992年	伊藤園	〃
1993年	ドトールコーヒー	〃
1994年	ソフトバンク	〃
	ファーストリテイリング	広証
1995年	エイチ・アイ・エス	ジャスダック
	良品計画	〃
1998年	ゴールドクレスト	〃
	ヤフー	〃
	ファンケル	〃

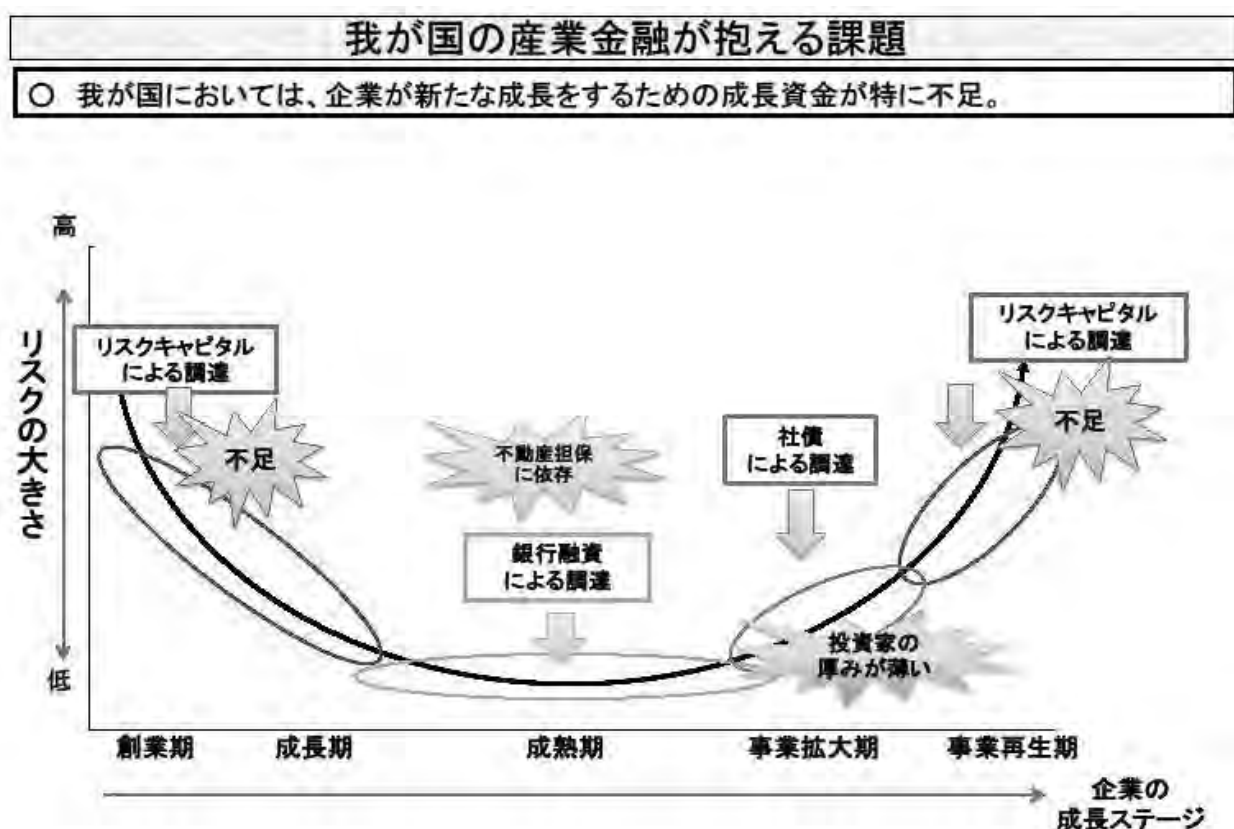
上場年	会社名	IPO市場
1999年	インターネット総合研究所	マザーズ
2000年	サイバーエージェント	〃
	オンザエッジ(ライブドア)	〃
	楽天	ジャスダック
	アスクル	〃
2003年	カカクコム	マザーズ
	オンコセラピー・サイエンス	〃
2005年	ディー・エヌ・エー	〃
	ぐるなび	ヘラクレス
2006年	ミクシィ	マザーズ
2008年	グリー	〃

■新興市場：東証マザーズ、大証ヘラクレス（旧ナスダックジャパン）、ジャスダック
名証セントレックス、札証アンビシャス、福証Qボード

■代表的な企業

- ・1990年代前半は小売業を中心とした消費関連企業のIPOが多くみられ、現在の各業界をリードするような企業が上場。
- ・新興市場が整備された2000年以降は、IT、インターネット、バイオ関連企業のIPOが増加。
- ・研究開発型VB（モノづくりVB）のIPOについては、1970年代のカシオ計算機、京セラ、1980年代の日本電産、キーエンスといった企業の例があるが、1990年代以降は活発とは言えない状況。

【図2】 リスクマネーの供給



・経済産業省「産業構造ビジョン2010」より

■VCの投資

・VBのスタートアップ段階、アーリーステージ段階の資金が特に不足している。これは日本のVCの弱点として、目利き能力を持ったベンチャーキャピタリストが少なかったり、組織上の制約からリスクテイクできる幅が狭いことも一因と思われる。

■資金供給源の課題

・日本では成功した起業家はその経験を活かして、自らベンチャーキャピタリストになるとか、エンジェル投資家として私財をVBに投資したり財団を設立するといった事例が少ないと思われる。

【表2】ベンチャービジネスの役割、強み

	従来の競争力 (大企業の強み)	求められる競争力 (ベンチャーの強み)
対 象 マーケット	均一な市場	多様化、複雑化する複数市場
製 品	Products Out 良い物を安く大量に供給	Market In 市場に応じた最適な商品
Innovation	持続的 Innovation	破壊的 Innovation
Key word	カイゼン:高機能,高付加価値 効率:大量生産,コストダウン, 安定	創造:技術革新による新市場創造 破壊:極端な低価格 スピード/柔軟性

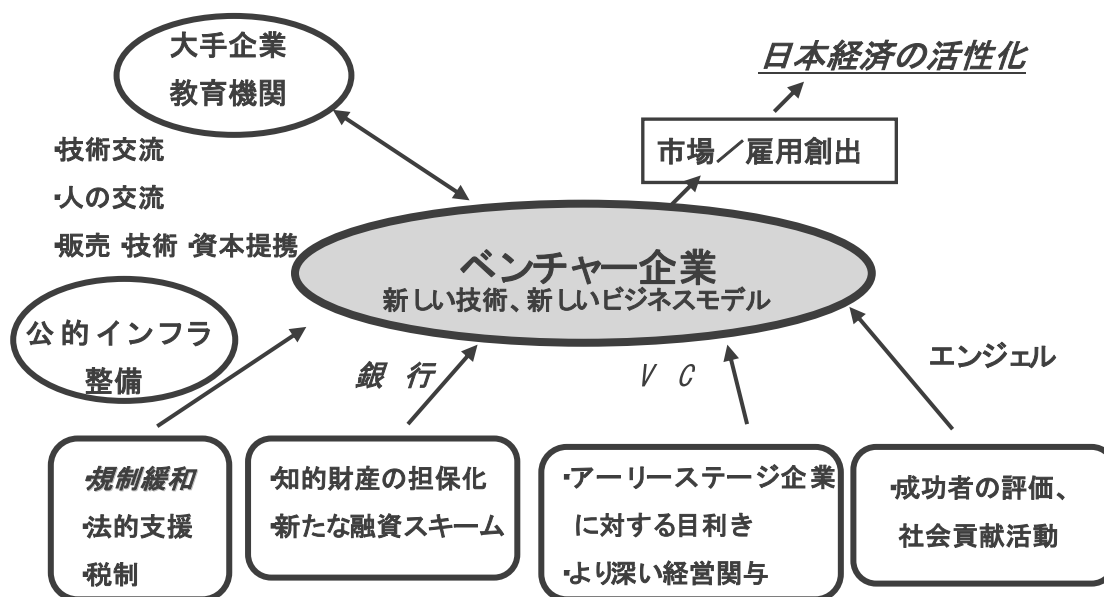
参考：みずほ総合研究所株式会社資料

■VBの強み

- ・VBの強みはスピードと柔軟性（ダイナミックな動き）。
ただし、日本では資金調達や人材がネックになって、スピードとダイナミズムが発揮できない。
- ・特に「死の谷」を越えるときには経営資源の集中的投下が突破口につながる。

【図3】ベンチャービジネスの育成策

ベンチャービジネスと日本経済



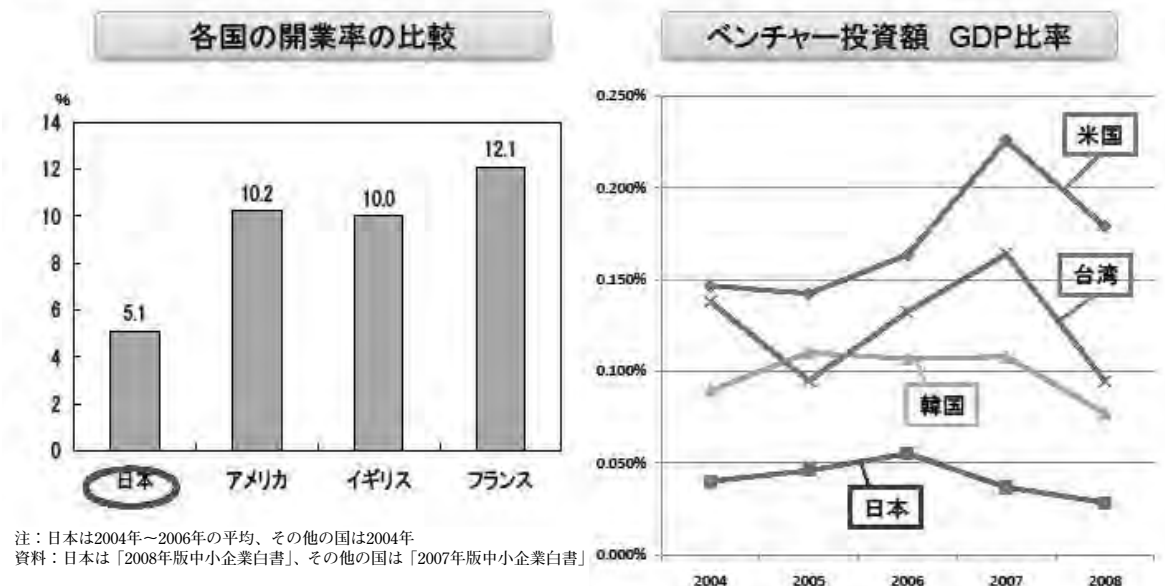
■有機的なVB育成策の必要性

- ・「産／官／学」、「大・中堅企業／VB」、「政府系金融機関／民間金融機関」等が一体となった有機的なVB支援体系が必要。
- ・日本では個々の支援育成策が相互に関連がなく、重複している施策も多い。また“やりっ放し”といった状況も多いので、施策の検証と継続性を持った支援が望まれる。

【図4】ベンチャーキャピタルの年間投資額

現状：我が国産業構造の新陳代謝は低迷

○我が国は、ベンチャー企業の起業動向と投資額が共に低迷する悪循環。



(注) アメリカはベンチャーキャピタル投資のみ（アメリカ国内への投資のみ）。
日本は再生・パイアウト投資を除く（すべての年において海外投資を含む）。
(出所) ベンチャーエンタープライズセンター「2009年ベンチャービジネスの回顧と展望」、韓国VC協会、台湾VC協会データより

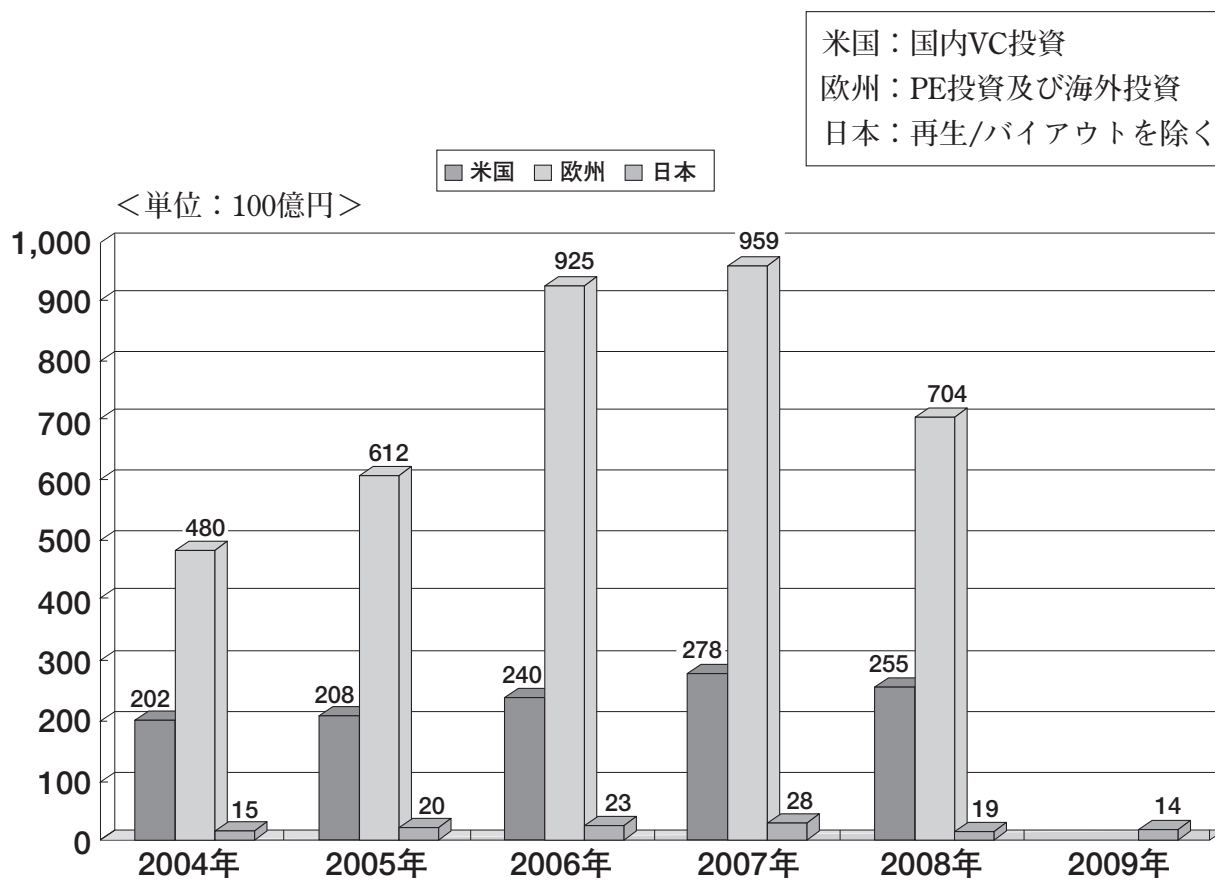
・経済産業省「産業構造ビジョン2010」より

■VCの年間投資額とGDP<2008年度の比較>

	GDP	VC年間投資額	対GDP比率
日本	553兆9,600億円	1,900億円	0.034%
米国	1,331兆2,000億円	2兆5,500億円	0.19%

- ・日本のGDPは米国の約1/2.4であるが、VC投資額は1/13に過ぎない。
- 韓国、台湾と比べても対GDP比率は1/2以下であり、リスクマネーの絶対量が少ない。

【図5】日米欧ベンチャーキャピタルの年間投資額の推移



■ VCの投資残高

- ・日本のVCの年間投資額は一貫して米国の1/10以下の水準

【表3】日米ベンチャーキャピタルの比較

	日本	米国
組織形態	株式会社	Partnership LLC
発掘、投資、育成の 担い手	会社員(金融マン、 事業経験なし)	ベンチャーキャピタリスト (事業経験者)
投資対象 投資手法	小口/分散投資 ハンズオフ	専門分野/業種特化 ハンズオン
資金量/投資額	小 (シェア小)	大 (シェア大)
EXIT(回収)	IPO(90%以上)	M&A、IPO

■日米VCの比較、相違

- ・日本のベンチャーキャピタルの投資担当は会社員（サラリーマン）が大多数であり、自身での事業体験、経営体験がないケースが多い。
- ・米国では投資先VBの生殺与奪をVCが握りコントロールする。
したがって成功した時の見返りはキャピタルゲインだけでなく、名声をも手に入れる。米国でのキャピタリストの社会的地位は非常に高い。
- ・投資回収のための出口もM & Aがメインであり、結果が早い。

参考文献

- ・産業構造ビジョン2010 経済産業省
- ・「ベンチャーと技術経営」 阿部 忠彦、前田 昇 責任編集 丸善
- ・「技術経営の考え方」 出川 通 光文社新書
- ・経済危機下の企業論（上） 伊藤 邦雄 日経経済教室 2009.7.22
- ・ 同上 （中） 西沢 昭夫 同上 2009.7.23
- ・ 産業能率大学マネジメント大学院
「日本産業のグローバル競争力分析」
第1～3回講義資料 講師：伊藤 薫（みずほ総合研究所）