

研究ノート

ベンチャーキャピタルと金融仲介

北 原 徹

1. はじめに
2. リスク資金の供給経路とベンチャーキャピタル
3. ベンチャーキャピタルと金融仲介
4. ベンチャーキャピタルとベンチャービジネスとの関係
5. むすび

1. はじめに

このところ、ベンチャービジネスやベンチャーキャピタルの活動が世界的に注目されてきている。その実態や背景、経済的役割、政策的課題等を廻って論議も活発化している。

本稿では、ベンチャーキャピタル（以下VCと略す）を金融機関として把え、金融仲介という視点から考察してみたい。特に、他の金融機関の活動と比較しつつ、リスク資金仲介上必要とされる金融的能力や技術という論点を中心として、いくつかの側面からVCの特性を探っていくことにしたい。その際、VCが高度に発展している米国の状況を主として念頭において、議論を進めていくことにする。

2. リスク資金の供給経路とVC

VCとは、成長が見込めるがリスクも高い発展の初期段階にある企業（これをベンチャービジネスと呼び、以下VBと略そう）に高い収益を賭けて投資する企業と定義することができよう。VCはVBへのリスク資金供給を担っている訳だが、本節では、資金の供給経路を網羅的に把え、その中でVBへの資金供給の特徴を考えていこう。

企業の調達資金は、供給源により内部資金と外部資金とに大別でき、さらに後者は、究極的貸手から直接に調達するのか、間に金融機関が介在するのかにより直接金融と間接金融とに二分できる。以下、それぞれのルートの特性とVBへの資金供給経路としての適格性を順に考察していこう。

内部資金による投資資金需要の充足は、成熟した大企業ではかなりの程度可能であり、

実際重要な役割を果しているが、これから急速な発展が見込まれる初期段階の企業にとっては不可能である。勿論VBの設立者は、自らの貯蓄を企業資金として動員しようが、それでは決定的に不足である。そこでどうしても外部資金に頼らざるをえない。

一般に、事業会社が自ら資金源を開拓して直接金融のルートを開くことは、金融的技術、経験、信用に欠けているため困難である。その困難を克服するための社会的装置として、一方では金融業務に特化し、資金供給を媒介する金融仲介機関が存在し、他方では広汎な投資主体が参加できる、適切に整備された証券取引市場が存在する。

公開市場での証券取引が原理的に可能であるためには、発行企業の業績や経営安定度がある程度確保されることにより証券が内容的に標準化され、企業内容についての情報が比較的容易に入手可能であり、かつ証券取引量が一定の規模に達する必要がある。こうした要件は現実には、証券取引所への上場基準や店頭市場への登録基準として制度化されている。

こうした条件を、大企業は充たしうが、発展の初期段階にあるVBは、企業規模も小さく、経営者の個人的活動に経営が依存する割合が高く、企業内容の将来不確実性や業績の不安定性も大きいいため、到底充足しえない。

現実にVBによって利用されている直接金融の方法は、VB設立者の個人的結びつきや信用による知人や親戚からの資金調達である¹⁾。これは企業設立資金の一部とはなりえても、企業の成長資金としては金額的にほとんど期待できない。

次に、外部金融の中で金融仲介機関を媒介とする間接金融のルートについて考えてみよう。金融仲介機関とは、究極的借手の発行する本源的証券を引受け、それを自己宛の間接証券に転換して究極的貸手へ販売するという形で、貸手から借手への資金の流れを媒介し、円滑化する金融機関のことである。

VCは、究極的借手であるVBの発行する株式、転換社債、債務証券等を購入する一方自らに対する請求権である株式、債務証券、投資事業組合方式のVCのケースでは受益証券を発行して、資金を調達しているので、金融仲介機関の一種である。

ここでは、銀行を通じる資金供給ルートとVCを通じるそれとを取り上げ、VBへの資金供給経路としての適格性を論じていこう。

まず、銀行が従来投融資の対象としてきた事業とベンチャー企業とがリスク、投資期間といった点で性格を異にするため、銀行が蓄積してきた経営資源——金融技術、審査能力、情報チャネル、経営援助の体制や能力——でどこまで対応できるか、という点が問題となる。例えばVB審査の場合のポイントとなる技術や成長力の評価をどの程度行えるか²⁾。また、VBへ投融資する場合、開始時点で一定のまとまった資金投入が要請されるが、相手との漸次的取引拡大に伴う審査の深化という銀行のやり方でどこまで対応できるか。

次に、銀行が吸収する資金の性格に関する問題がある。それは基本的に、安全性を求め

る短期性資金である。それを危険が大きくかつ長期性のベンチャー資金として運用することが、銀行の保有しているリスクプールによる危険削減機能、ポートフォリオの管理や資金繰りの技術、最終的リスク負担能力の活用によってどこまで可能になるのか。この問題は、預金者保護を銀行の健全経営を通して果すという体制の下では、かなり困難な面を持つ。

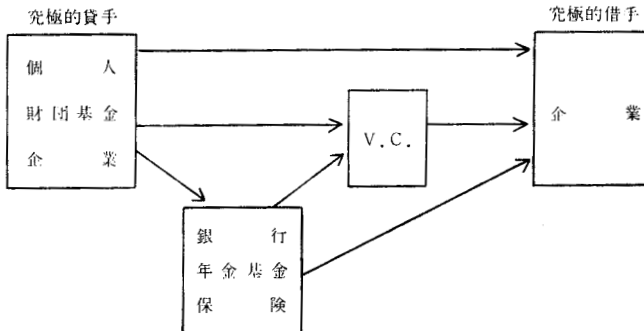
そこで、VCが仲介してリスク資金を供給するルートが問題となる。リスクを伴う長期資金の需要に対しては、リスクを十分に認識し、リスクを積極的に負担する意思のある長期性の資金によって充足するのが望ましいし、無理がない。この点、VCの調達する資金は基本的にリスクを負担しうる長期資金であるので、VBへの投資にふさわしい。この意味でリスク資金の開拓、調達能力はVCの重要な存立根拠の1つである³⁾。

次に、前途が不透明な初期段階の企業の審査、成長力の評価は、基盤の確立した企業のそれとはかなり性格を異にするだろう。多数の投資案件の中から、極く少数の有望なプロジェクトを選択する必要があるし⁴⁾、組織的に未確立なVBの審査に当って、経営者個人の評価が大きなウェイトを占めよう⁵⁾。その上、急速に成長し離陸していく段階の企業は、諸々の市場的、経営的、資金的問題に直面することになるから、それをうまく突破していくには、VB活動に対する継続的モニターと機動的な経営支援の体制が必要だろう。

こうした審査、評価及び経営的援助の能力を蓄積し、絶えずVBをモニターできるVCがVBへの資金供給を荷うことは、理に適ったことであろう⁶⁾。

3. VCと金融仲介

さて本節では、資金フローにおける金融仲介という観点からVCの活動を考察し、特徴をつけてみよう。



金融仲介機関にもいくつかの種類があり、それぞれ特色をもった活動を行っている。銀行は、取引決済、流動性供給、確定利の保証といったサービスを提供している。年金基金や保険会社は、加入者に対して年金や保険というサービスを提供する。投資信託は、投資家の委託を受けて投資の管理運営を行う⁷⁾。

投資信託とは、多数の投資者から資金を集め、共同財産をつくり、専門的に運営管理し、その収益を出資額に応じて投資者に分配する制度と定義されようが、VCの多くも投資信託と規定できよう。

金融仲介機関は、資金の吸収・調達面と投資・運用面との両面で活動している訳だが、大胆に分類すれば、機関の活動の特色が吸収・調達面にある仲介機関と投資・運用面にあるものとに分けることができよう。前者の例としては、年金基金や保険が存在し、後者の例としては投資信託、VCがある。銀行の場合、どちらかに分類することは困難だが。

ところでVCは年金基金や保険会社からかなりの金額の資金を取り入れ、VBへの投資に運用している⁸⁾。従って、金融仲介が重複して行われている訳である。この関係は、資金吸収面に優れている年金基金や保険と、資金運用面に優れているVCとの相互補完関係と把握することができよう。VBに対するリスク判断、審査、フォローアップに優れているVCを組み込んだ重複金融仲介により、金融取引に伴う情報コスト、契約の締結・履行のコストが節約され、究極的貸手からVBへの資金供給が円滑化されている⁹⁾。

さて、VCの特徴を浮き彫りにするため、投資信託、中でも上場株式や債券を対象として資金運用を行う通常の投資信託と対比して、VCの活動内容を分析してみよう。両者は、資金の運用・投資面に活動の重点をもつという点で共通している。両者の活動に相違をもたらす要因は、基本的には投資対象企業の発展段階の違いであり、それから派生する発行証券の流動性の違いである。

まず、投資対象企業の発展段階の違いに由来する問題から考えていこう。投資信託の投資対象である上場企業は、数の上で限られており、企業の質も良好で、知名度が高く、企業情報の入手も比較的容易である。これに対してVCの投資対象は、発展の初期にある未公開の中小企業である。その数は膨大であり、企業の質も雑多で、知名度も低く、企業情報の入手も簡単ではない。そこで、VCにとって投資に適格な企業を探索・発掘することが、まづ業務を遂行していく上での重要な最初のステップとならざるをえない。このために、情報網の拡張や投資適格条件の特定化によるプロジェクトの効率的発掘などが必要となる¹⁰⁾。

また上場企業の場合企業の体質も強く、経営内容や収益も比較的安定しているので、投資リスクはそれ程大きくない。初期段階の企業は、未だ企業体としての基礎を固めておらず、成長過程では様々の困難が予想される。組織として確立していないため経営者の個人的能力や資質に依存する部分が大きく、企業発展や収益の将来像は不確かであり、投資リスクは極めて大きい。投資を徐々に拡大し、その間に審査も深めていくといった銀行流の方策も採り難いため、VCにはリスクへの果敢な挑戦と数多くの案件の中からキラリと光

る潜在的可能性を発掘する審査、選抜の能力が必要とされる。これに対して上場証券への投資の場合、企業内容の審査、判断に劣らず証券市場動向の読み、先取りといった手腕が収益確保上重要である¹¹⁾。

初期段階の企業の発展を図ることにより、VCにとってキャピタルゲインという形の収益確保が可能となるのだから、VCの投資の大部分は成長金融のための新規発行株式に向けられる。これに対して、投資信託では通常新規発行株式ではなく、流通株式を取得する。

また発展の初期段階にある企業は、経営の能力や経験に欠けている場合が多く、その為にトラブルに陥りやすい。そこで、投資対象企業の順調な発展を図り、キャピタルゲインという形で投下資金を回収するためには、VB経営に対して適切な指導、助言を行っていく必要があり、そのための能力が必要とされる。

これまで述べてきたような事情から、VCと投資先であるVBとの関係は高度に緊密なものにならざるをえない。そこで、VCは投資先企業に対して種々のサービスを提供する機関という性格をもつことになる。これに対して通常の投資信託は、投資先企業ではなく資金を預託した投資家に対するサービス提供機関である。

通常の投資信託は、多数の証券へ投資を分散させることにより、収益のリスクを削減する機能を果たしている¹²⁾。これに対してVCの投資活動においては、VBの発展を図るには投資先一件当たりかなりまとまった資金投下を必要とするので、十分な投資分散を図ることは困難であり、よってVCのリスク削減機能は余り大きくない¹³⁾。

さて、投資対象企業の発展段階により、その企業が発行する証券の市場性、流動性も制約されることになるが、それに由来する投資信託とVCとの活動の相違を以下分析していこう。

上場証券は流動性が高いので、適当だと考えられる時期に売却して投下資金を回収することが可能であり、ポートフォリオの組替え、再編も比較的容易である。これに対してVCの投資対象は未公開企業であり、株式公開までは一定の期間を要するので、投下資金の流動性は極めて低く、投資期間も長期化せざるをえない。一端なされた投資決定は、後戻りが困難だという意味で不可逆の性格をもつ。経済全体の不確実性が高まった状況では、この種の投資はさらに困難の度を増す。投資案件の審査は企業の長期的経営力、成長力を見抜かねばならず、しかも数多の案件の中からそれを選抜しなければならないため、高度の決断能力を必要とする。また投資決定時点では、VCの将来のキャッシュフローやポートフォリオも十分考慮されねばならない。

また、未公開企業への投下資金の回収を計るためには、他の企業によるVBの吸収、合併の斡旋や第3者への株式譲渡ができるだけの情報収集、ネットワーク形成がVCにとって必要である。この点に関して、企業群との広汎な接触を保っている銀行や証券会社と結びつきを持つことが、VCの投資回収活動上有効であろう¹⁴⁾。特に、VBの成長性、収益性が十分でなく、株式公開が困難な局面では、VCの立場は弱いものとなり、こうした資

本流動化方策の利用が不可欠となる。

更に、投下資金の長期固定化を避けるため、米国では**VB**株式の取得時に、将来株式を店頭登録する権利を**VC**に与える契約や**VB**経営者による株式買戻し契約を結ぶことがある。また、株式公開が見込めない時に第3者の買取申出があれば、**VB**経営者はこの申出に協力する旨の契約を結ぶこともある¹⁵⁾。

最後に、上場証券は市場で価格が成立しており、投資信託はその価格で売買を遂行できる。他方、未公開企業の株式には当然のことながら市場価格は成立していないので、**VC**が**VB**株を取得する場合や公開前に持株を第3者に売却する場合、交渉を通して適正な価格を見出し、取引をスムーズに遂行するためのノウハウや金融技術が必要とされることになる¹⁶⁾。

このように**VC**の取引では、証券に市場性がないため、相手方との1対1の相対取引にならざるをえない。この点では、銀行の企業への貸出取引と共通しており、他方上場証券の公開市場における取引とは異なった性格を持っている。

4. **VC**と**VB**との関係

VCは**VB**に対し、企業成長のための資金供給及び**VB**経営への関与という2つの活動を行っている。

まず、資金の供給活動について分析していこう。**VC**は株式取得という形態で**VB**へ資金供給することが比較的多いが、その理由について考えてみよう。

VCと**VB**との関係は、**VC**が資金利用を**VB**に委託し、活動結果としての収益を双方で分配するものと看做せよう。すると、資金供給の形態として株式投資と融資とのどちらが望ましいかは、収益変動のリスクを**VC**、**VB**間でどう分担すればよいかという問題となり、双方のリスク態度に依存することとなる。**VC**がリスク中立的なら、株式投資が望ましく、**VC**がリスク回避的であり、逆に**VB**がリスク中立的なら、融資が望ましい¹⁷⁾。一般に**VC**はリスク資金を吸収し、かつ**VB**に比せば分散投資が可能だから、リスクに対してより中立的態度を取りうると考えられ、株式形態での投資が望ましいものとなる。これが第1の理由であり、リスク分担という観点からのものである。

第2の理由は、**VC**の投資対象が成長性はあるが危険がすこぶる大きいことに関している。危険度の高いプロジェクトに融資で対応しようとするれば、リスクプレミアムを折り込んだ利率は極めて高いものにならざるをえない。このことは、次の2つの問題を惹き起こす。余りに高い利率は貸手が不当に利益をうるという印象を与え、社会通念上仲々合意が得にくい。また利率が高すぎると、一か八かの勝負といった冒険的事業に賭けるというインセンティブを借手に与えかねない¹⁸⁾。このために、成長性があり危険度の高い企業に対し融資で対応することは難しい。これに対し、株式投資ならリスクの見返りも期待でき無理がない¹⁹⁾。

第3の理由は**VB**側からのものである。株式発行という形で資金を調達すれば、自立的資金調達力がつくまでの間の長期的継続的資金の確保が可能であり、かつ資金の社外流出をコントロールできるという利点がある。

第4の理由は、増資による資金調達は自己資本比率を高め、**VB**の財務体質を強化できることである²⁰⁾。

第5の理由は、**VB**の活動内容が**VC**の利害から懸け離れないように、**VC**がモニターしたり、意見を述べたりするのに、債権者の立場より株主の立場が都合がよいことである。

しかし、実際には融資形態で**VC**が資金を供給するケースもかなり存在する。それらの理由について考察してみよう。

まず第1の理由は、**VB**側からのもので、経営への外部介入を嫌うため、その恐れのある株式発行を避けて、融資に頼ろうとすることである²¹⁾。

第2の理由は、**VC**側からのものである。非公開企業である**VB**への株式投資は、流動性の低い物件への長期投資を意味する。流動性や資金の回収可能性の高さ、また期間収益の確保に重点をおくなら、融資方式が望ましいものとなる。そこで投資回収が困難となる株式不況の時期には、どうしても融資方式を採用する傾向が強くなる²²⁾。

VCが調達資金を借入に依存している状況では、吸収資金自体がリスク資金ではないのでリスク負担には限界があり、危険度の高い投資は困難となり、また借入利子支払いのための期間収益の必要性もあり、融資に力点をおかざるをえないだろう²³⁾。また、規模の小さい**VC**も融資に重点をおく傾向がある。その理由は、投資先の分散が図れないため危険度が高い株式投資が困難、株式投資を実行、管理するには**VC**側の高度の運営能力が必要とされるが、そうした人材の確保が困難²⁴⁾、営業資金の継続的確保が少数案件への株式投資からでは困難、といったものである。

第3に、成長性や将来収益性を**VB**側は非常に高く評価するが、**VC**側はそれに比せばやや低く評価するケースでは、融資方式が採用される可能性がある。というのは、融資方式は**VB**にとって企業成長の果実の大部分を確保する手段と考えられるし、成長性をそれほど高く評価しない**VC**にとっては、安定収益の確保手段と看做されるからである。

さて、**VC**による**VB**経営への関与という問題に移ろう。**VC**の経営支援機能と呼ばれるものは、概念的には次の2つに分けることができよう。

第1は、投資の安全性、収益性を確保するために**VC**が行なう**VB**経営のモニターである。これは**VC**による投資管理として行なわれるものであり、銀行による貸出管理といったものと基本的には同一の性格をもつ。第2に、経営上**VB**に欠けており、必要とされている経営資源（それを**VB**が自覚しているケースもあれば、していないケースもある）を外部から提供し、経営を補完するというものであり、これが本来の意味での経営援助、成長支援である。第1の目的をもつ**VC**の活動が、同時に第2の性格をもつことは十分ありうるが、概念上は分けて考えることができる。

銀行の貸出管理は、貸出元利の確実な回収という安全性確保に重点があるが、VCの場合投資回収、収益確保のためには積極的に企業の成長発展を図る必要がある。VB経営上の問題点の早期発見、改善の指導、その前提としてのより広汎で立ち入ったVBの内外状況の把握等は、投資管理上の重要な業務である²⁵⁾。また、VBの状況悪化が予想されるケースでの、VCの負担リスクを軽減する方策の立案なども投資管理活動に含まれる。

次に経営援助、成長支援についてであるが、これが必要とされる理由は、VB側は技術面には強いが市場面や内部管理面等で弱く、適切な人材の確保もままならないからである。ところで、資金供給と経営援助とは性格を異にする経済活動であるため、VCが双方とも担当せざるをえない本来的理由は存在しないと思われる。実際、VBが外部からコンサルタント等を雇い入れることは可能である。

しかし、VCが資金供給と同時に経営援助も担当することのメリットも考える。VCは業務上、企業金融に関連したノウハウを蓄積しており、また情報上、人材上のネットワークも形成しているので、これを経営援助面で活用できる²⁶⁾。

企業活動の支援、補完を十全に果しうするためには、経営面で一般的知識や経験があるだけでなく、絶えずVB活動をフォローしておくことが有効である。この点VCは、投資管理活動により絶えずVBの状態を把握しており、その延長として経営援助を行える利点がある。

また経営援助の成功は、VCの投資収益向上という形で実を結ぶため、外部コンサルタントに比し、援助付与のインセンティブが強い。

最後に、スタートアップ段階の企業は、経営経験が乏しく、企業の運営・発展上何が欠けており、何が必要とされているかを認識できないケースも多いため、VCの経営援助は有効であろう。この場合には共同経営という形を呈することになる。

逆に、VCが経営援助を担当する際の危険は、VB経営へ過剰に関与し、撤退が不可能になるという可能性である²⁷⁾。こうしたケースでは、投下資金回収はおろか、追加資金が益々嵩むこととなる。

5. むすび

本稿ではVCを、VBへのリスク資金供給の担い手としての要件、活動内容、働きという観点から及び資金フロー仲介上の位置、役割という観点から分析してきた。しかし残された課題も多い。

一言でVBと言っても、実際には企業の設立段階のものから株式公開がさほど遠くない安定成長段階にあるものまで、様々の発展段階のものがあり、それに応じてVCの取組み、活動内容も違ってくるはずである。こうしたVBの発展段階に沿って、VCの活動、あり方及びVCを含めて金融システム全体の対応策を立ち入って分析していく視点も有用であろう。

またVCの実状は各国ごとになりに異なっており、それぞれの国民性、経済社会の性格によってVCの実態、活動のあり方は様々に特徴づけられている。その中には、各国におけるVCの発展段階の違いに起因する面もあろうが、それだけでは説明できない面も多いと思われる。

日米欧の比較研究により各国の共通性と異質性とを明らかにすることは、VCに対する理解を深める上で欠かせないだけでなく、VCの活動環境としての各国の金融や経済の性格を理解する一助となろう。

VCのあり方、活動内容は金融上の様々な制度や市場と密接に関連して、全体としての金融システムの一環をなしている。またVCは比較的新しく成立した、または成立しつつある制度であるため、その生成や発展を、国際比較を交えて考察することにより、より一般的に金融制度の成り立ちや変化の仕組みを理解する手がかりをうることが可能かも知れない²⁸⁾。

注

- 1) cf [11] P.12
- 2) 銀行の技術評価とVBへの対応に関しては、cf [13]
- 3) 米国ではVCのマネージャーやVBの経営者としての実績によりリスク資金の調達が可能となっているが、日本の場合金融機関による組織的バックアップが重要な役割を果たしている。cf [1] P.50 [5] P.110
- 4) [3] P.65 [4] P.46, [18] P.154
- 5) [4] P.13, [19] P.108, 128
- 6) 本節では、VCは金融仲介機関であり、VCを通じる資金供給を間接金融として論じてきた。しかし、大企業の系列で資金の大部分を親企業に依存しているVCや、活動資金の大部分をVCの設立運営者におおぐVCは、形式的には金融仲介機関と看做せても、実態的には企業や個人という究極的貸手の運営する投資機関であり、そうしたVCを通じる資金供給ルートを直接金融に分類することもできよう。
- 7) 金融仲介機関の果す機能については、[2]第11章が包括的かつ要領よく整理している。
- 8) [19] P.104
- 9) 重複金融仲介という言葉は、[16] P.200 で使われており、近代日本経済史上のいくつかの事例が論じられている。また金融機関の系列で、資金の大部分を親金融機関に依存しているVCが、VBへ資金供給するケースも、重複金融仲介である。この場合の重複金融仲介の機能も金融取引コストの節約であろうが、それは、親金融機関とVCとは業務内容、必要とされる金融技術等が性格を異にするため別組織が効率的である、という事情に由来するものであろう。なお、保険会社が子会社としてVCを保有するという例もある([3] P.99)。

- 10) 米国では、**VB**が積極的に**VC**へ出資を依頼してくるという状況だから、**VC**、**V**
B間の取引市場がかなり確立していると考えられ、企業発掘活動も比較的容易な面を
もとう。尚、**VC**の特定地域への集積は、取引を練りあげ、ベンチャー取引市場の社
会的確立を促進しよう、〔12〕P.13。これに対し日本やヨーロッパでは**VC**に対する
社会的認識も高くなく、**VB**経営者の中に外部からの出資に対する抵抗感も存在する
ため、企業発掘はそれ程容易ではない、〔19〕P.153,〔7〕。企業発掘の活動内容に
ついては、cf〔19〕P.127,〔3〕P.78
- 11) **VC**にとっても株式市場動向の読みは営業上必要ではあるが、それを利用した収益
確保を図れば、失敗時には命取りにもなりかねない。〔3〕P.67
- 12) 個々の投資家が、もし自らの手で分散投資を実行するなら、証券売買に伴う金銭
的、時間的コストは極めて大きなものとなる。投資信託は、資金の集中運用により
単位取引量を大規模化し、もって分散投資をより安価に遂行している。よって投資信
託によるリスク削減機能とは、原理的に把握すれば、証券取引の遂行に伴うコストの
節約機能と押えるべきであろう。
- 13) 危険分散のための方策が採られていない訳ではない。例えば、いくつかの**VC**でシ
ンジケートを組み、共同して特定の**VB**に投資するか（〔19〕P.112）、1つの**VC**
がいくつかのベンチャーキャピタルファンドを運営する場合には、それぞれのファン
ドは危険分散を図るが、**VC**総体としては**VB**1社当たりかなり大きな投資資金が確保
できる（〔19〕P.134）。米国には、**VC**の一種である中小企業投資会社**S B I C**を投
資対象とする投資ファンドが存在する（〔4〕P.72）。最終投資家は、こうした投資
ファンドを通じてリスクを削減することができる。これは、本節の前半で論じた重複
金融仲介になっている。
- 原理的に考えれば、**VC**の規模が巨大化して数多くの**VB**に投資ができれば、最終
投資家にとって十分なリスク削減が可能となるはずである。しかし、**VC**が巨大化し
にくい理由も存在すると思われる。巨大化に伴う資金吸収面を中心とするスケールメ
リットはそれ程期待できないのに対して、組織拡大による内部調整や管理の困難、機
動性の喪失といったロスが大きいだろう。規模が小さく、多様な**VB**を取引相手とす
るのだから、こうしたロスの意味は重大であろう。また、最終投資家は一定の危険を
覚悟しているのだから、どこまでリスク削減を期待しているかも疑問である。
- 14) 産業企業は、**VB**の活動内容が当該企業の活動を補完、促進できる場合には、公開
市場が評価しうる時期よりずっと早く**VB**の潜在的可能性を認識できる。そうした企
業は支配権取得が可能なら、プレミアムを付けて**VB**株式を購入することもある。こ
うした事態を有効に活用しうるためには、**VC**側の情報収集力が必要とされる。
〔3〕P.54, 117~19
- 15) 〔19〕P.10
- 16) 〔19〕P.129

- 17) こうしたフレームワークは、エージェンシー関係と呼ばれ、理論的研究の進展が最近著しい。cf [8] [14] [15]
- 18) この種のインセンティブの存在については、cf [10] P. 334 [6] P. 284
- 19) 融資で対応する場合、VCの負担するリスクを補償するため、株式転換権やストックオプションが付与されることが多い。また、VCにとって不利なインセンティブを抑制するため、VB経営者の個人資産を担保に取ることも考えられる。
- 20) [19] P. 34
- 21) [19] P. 153
- 22) [17] P. 40
- 23) [3] P. 56 [19] P. 73
- 24) [4] P. 21
- 25) [3] P. 103~108
- 26) この類のアドバイス、経営援助の提供は、メインバンクの位置にある日本の銀行や米国の投資銀行なども行なっている。[9] P. 38
- 27) [3] P. 85, 110 [4] P. 53
- 28) 本稿では、VCの金融仲介機関という局面に焦点を合わせて分析してきたが、VCには、VBに対して経営資源を提供し、経営を援助し、成長を支援するという側面も存在する。この側面を重視してVCを考察することも可能であろう。

参 考 文 献

- [1] *Business Week* "How Kleiner Perkins Flies So High" January 24, 1983
- [2] Campbell, T.S. *Financial Institutions, Markets, and Economic Activity*. McGraw-Hill, 1982
- [3] Coutarelli, S.A. *Venture Capital in Europe*. Praeger Publishers, 1977
- [4] Dominguez, J.R. *Venture Capital*. Lexington Books, 1974
- [5] *Economist* "Venture Capitalists Ride Again" October 11, 1980
- [6] Fama, E.F. "The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders" *American Economic Review*, June 1978
- [7] *Financial Times* October 1, 1982
- [8] Holmström, B. "Moral Hazard and Observability" *Bell Journal of Economics*, Spring 1979
- [9] 井手正介・高橋由人『アメリカの投資銀行』日本経済新聞社。1977
- [10] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, October 1976

- [11] 研究開発型企業育成振興策研究会『研究会報告書』1981年11月
- [12] 大阪青年会議所『ベンチャービジネス・ベンチャーキャピタル調査報告書』1982年9月
- [13] 斉藤精一郎「銀行は技術を評価できるか——日本型ベンチャービジネスの条件」『Voice』October 1982
- [14] Shavell, S. "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship" *Bell Journal of Economics*, Spring 1979
- [15] Stiglitz, J. "Incentives and Risk Sharing in Sharecropping" *Review of Economic Studies*, April 1974
- [16] 寺西重郎『日本の経済発展と金融』岩波書店, 1982
- [17] Thackray, J. "Venture Capital's New Growth" *Management Today*, August 1979
- [18] Timmonds, J.A. and Gumpert, D.E. "Discard Many Old Rules about Getting Venture Capital," *Harvard Business Review*, January-February 1982
- [19] 東洋経済編『ベンチャーキャピタル & ベンチャービジネス』東洋経済新報社, 1983