

公認会計士からみた 大学発ベンチャーの現状

田島 照久 清水橋本国際特許事務所 公認会計士
(元 中央青山監査法人 事業開発本部産学連携支援室 室長)

はじめに

2002年7月に政府から知的財産戦略大綱が公表され、なかでも知的財産の源泉である大学・公的研究機関等の役割が非常に注目されるようになった。即ち、大学・公的研究機関等は、企業の研究開発では生まれにくい創造的な発明を生み出し、それらを社会へ還元する役割を担うものとして位置づけられたのである。しかし現状を見れば、大学の特許取得件数は米国の20分の1、技術のライセンス数は米国に比べわずか100分の1、という状況である。数だけで単純に比較することはできないが、これでは大学・公的研究機関等の知的財産が社会に還元されているとは言いがたいのではないが。

そこで、政府・大学・民間企業がそれぞれ知的財産についての意識を高め、活用のための方策を模索するようになってきている。中でも大学は、2004年4月からの国立大学の独立行政法人化を受け、研究成果である知的財産を活用した差別化を図ろうと様々な方策を打ち出してきている。これらの結果が出るのはまだまだ先であろうが、それでもこのような気運が盛り上がっていることは歓迎すべきことであろう。

このような流れを受け、民間企業にも産学連携への取り組みを強化するところも現れている。製薬企業やメーカーがこのような取り組みを行うことについては比較的理解が容易であるが、実は監査法人も例外ではないのである。そこで、監査法人における

産学連携ビジネスを紹介するとともに、昨今注目を浴びている大学発ベンチャーについて、普段支援に携わっている筆者の立場から勝手な意見を述べさせていただきますこととする。

監査法人における産学連携ビジネス

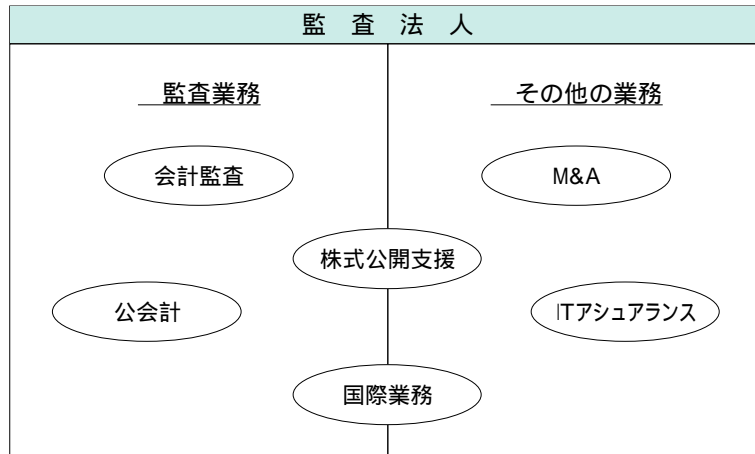
1. 監査法人とは

監査法人とは、財務書類の監査または証明を組織的に行うことを目的として、公認会計士が共同して設立した法人をいう。日本公認会計士協会によれば、2004年3月末日現在、全国の監査法人の数は151、公認会計士の数は14,826人となっている。

公認会計士の業務は大きく 監査業務、と その他の業務、とに分けられる（【図1】参照）

監査業務

財務諸表の利用者たる株主などをはじめとする一般投資家や債権者に代わって、企業とは独立した公正な第三者たる公認会計士が、企業の作成する財務諸表が適正に作成されているかどうかについて監査し、意見の表明を行う。このような監査法人（もしくは公認会計士）が意見を表明することによって企業の財務内容や経営成績に社会的信用を付与し、もって一般投資家や債権者の判断を誤らせないようにするのである。



【図1】監査法人のビジネス

その他の業務

会計全般についての調査・立案・指導（会計業務）、経営戦略・業務改善・情報システムに関するコンサルティング（経営コンサルティング業務）などを行う。

さらに近年はM&A業務、株式公開支援業務、ITアシュアランス業務、国際業務など、様々なニーズに対応するプロフェッショナルとして公正な経済社会の確立と発展に貢献している。

2. 産学連携に対する係り方

独立行政法人の会計監査

2004年4月から、国立大学が独立行政法人化された。独立行政法人に対しては、公正な第三者としての立場からの会計監査を受けることが義務付けられている。この会計監査を実施するのが監査法人の役割である。

会計の専門家である監査法人が会計制度全般についてアドバイスを求められるのは当然であろう。大学側は、さらに今後の大学の効率的な運用体制構築についても様々な専門家にアドバイスを求めるケースが増えている。

中でも、知的財産のマネジメントについては、これまで大学側が組織として運用してこなかった部分だけに、外部のアドバイスを必要としているケース

が非常に多い。弁理士・弁護士などが中心となるが、我々公認会計士が参加する場合も多い。

ちなみに、筆者が所属した中央青山監査法人では、「公会計部」という専門組織をつくって、このような会計監査を中心とした大学側のニーズに対応させていただいている。

大学発ベンチャーの支援

ここ数年、大学発ベンチャー（『研究機関発』のベンチャーも、ここではあえてこのように呼ぶこととする）が非常に注目され、連日のように新聞紙面を飾るようになってきている。経済産業省の調べによれば、2003年度末時点で大学発ベンチャーは約800社に達したという（【図2】参照）。大学発ベンチャーの社会的な意義については後に詳しく述べるが、日本の大学・研究機関に数多く眠る研究成果を世の中に送り出すという意味では、非常に重要な役割を担っている。

監査法人の主たる顧客としては、やはり証券取引所に上場しているような大企業が多いが、その他にもこれから上場を目指そうとする、いわゆる公開準備企業と呼ばれるものがある。株式公開に際しては、証券取引所または日本証券業協会の規則により、証券取引法第193条の2（証券取引法監査）に準じた会計監査が公開前の2年度分もしくは3年度分必要となる。したがって、このような公開準備企業は監査法

人にとって重要なクライアントとなるのである。また、株式公開した後も通常はその監査法人との契約が継続するため、その企業の成長とともに、監査法人にとってはより大きな収益を獲得することができる。そこで各監査法人は公開準備企業をクライアントとすべく営業活動を積極的に展開しているのである。

従来は、株式公開というと、業歴が長く大きな利益を既に上げている企業を中心だった。しかし、景気の悪化とともにそのような企業は少なくなり、それよりも現在赤字であっても将来有望な企業に市場における資金調達の手助けをしようといった趣旨で、1999年に東証マザーズが発足した。これにより、創業の初期の段階から株式公開を考えられるようになった。大学発ベンチャーは、一般に非常に将来有望なシーズを持っている代わりに、会社を立ち上げてしばらくは大きな利益がなかなか見込めない。しかしそのような企業であっても、株式公開することによって市場で資金調達し、研究開発をより加速することが可能となったのである。

このような環境を受け、設立当初から将来の株式公開を考えている大学発ベンチャーが非常に多くなった。短期間での株式公開を達成するためには、比較的早い段階から専門家のアドバイスを仰ぎ、体制

を固めておく必要がある。そこで各監査法人は、そのような早期から株式公開を目指す大学発ベンチャーのためのサービスメニューを近年充実させている。

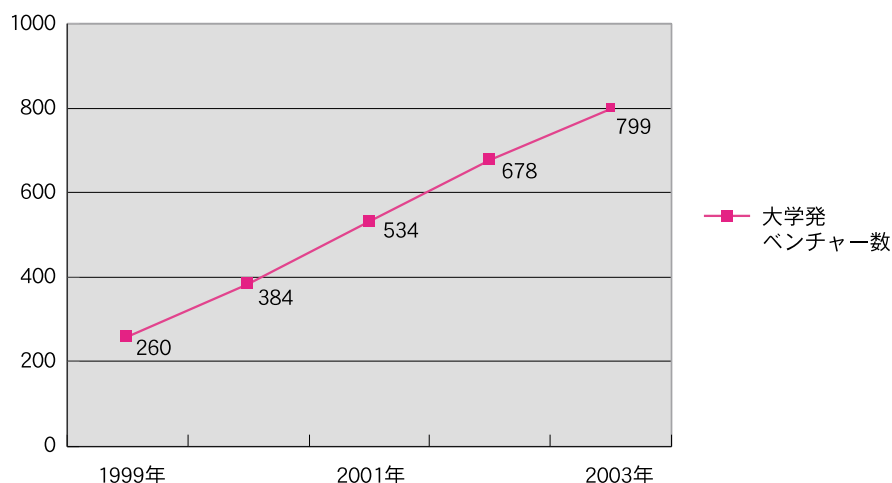
筆者が所属した中央青山監査法人では、株式公開やベンチャー支援の経験が豊富な公認会計士・税理士・司法書士・社会保険労務士等、各専門家が密接な連携をとり、会社の設立前段階から、ビジネスモデルの構築・資金調達の方法・企業体制の確立といった様々な相談に応じていく体制をとっている。

III. 大学発ベンチャーの位置づけ

このように非常に注目を浴びている大学発ベンチャーであるが、その存在意義を深く認識しておくことは、ベンチャーの運営に実際に係る経営者・従業員だけでなく、外部の投資家や我々公認会計士のような外部サポーターにとっても非常に重要であると考えられる。

1. 大学発ベンチャーの公共性

大学発ベンチャーは、形式は私企業としての株式会社（もしくは有限会社）という形をとることが一



経済産業省産業技術環境局大学連携推進課HPより抜粋

【図2】 大学発ベンチャー企業数

一般的であるが、研究資金など多くの面で国や自治体といった公共の支援を仰いでいる。また、社会的な注目度が非常に高いということもあり、常に「外部の目」を意識しておかなければならない。「外部の目」とは特定の第三者を指すものではなく、不特定多数の、いわば社会全体を指すものと言っても過言ではないだろう。

あくまで私企業という形をとってはいるが、大学の公共的な性格を考えた場合、そこから派生する大学発ベンチャーは、どうしても公共的な色彩を帯びざるを得ない。これは当事者（経営者・従業員）が意識するとしないと係らず、不可避的について回るものである。したがって、このような社会的責任を負っていることを常に意識して行動しなければならない。社会的な注目度の高い大学発ベンチャーは、ちょっとした誤解や妬みなどによって、いわれのない誹謗・中傷にさらされる危険が高い、ということを常に意識しておく必要がある。

2 基礎研究の実用化

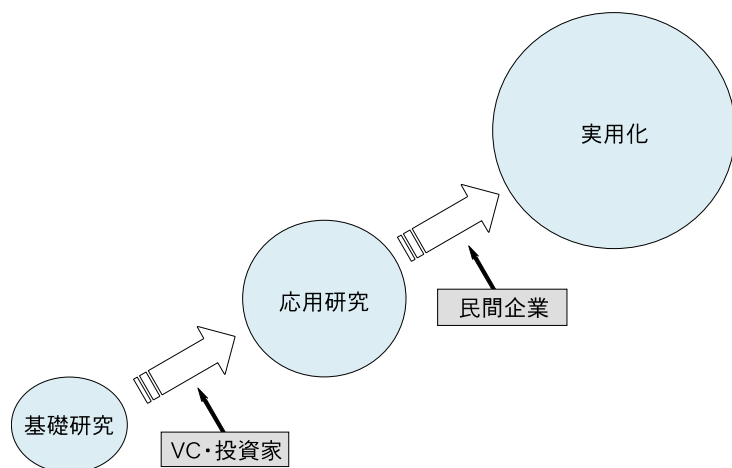
大学等で培われた先進的な研究成果を実用化していく、というところにこそ、大学発ベンチャーの本

質がある。大学等で行われているのは一般的に基礎的な研究である。昨今は景気情勢も回復しつつあるとはいえ、まだまだ企業の収益環境は厳しい。そのような中で、各企業は必要とは分かっているながらも、なかなか基礎的な研究に資金を費やすことは難しい状況にある。そこで、そのような基礎研究の役割を大学等が必然的に担うことになる。基礎研究の成果として、比較的近い将来に大きなマーケットが具体的に見えるようなものが生み出された場合、この研究をよりマーケットに近いものに磨き上げていくためにはさらに大きな資金が必要になるであろう。また、大学等といった公的機関の中で研究を進めていたのでは、制約も多くなかなか自由な開発活動が行いにくい可能性がある。結果として開発のスピードが制約されることがあるならば、せっかくの大きなマーケットをみすみす逃してしまうかもしれない。そのような段階になれば、ベンチャー企業の設立を検討してもよいだろう。

マーケットが具体的に見える段階で起業した大学発ベンチャーには、①民間の資金（ベンチャーキャピタル等）を活用し、②大学・研究機関と一線を画した比較的自由度の高い応用開発を進められる、という利点が存在する。

3. 先進性と知的財産権の重要性

大学発ベンチャーは、大学等で生み出された基礎的な研究成果のうち、近い将来に大きなマーケットが見出せるような技術を実用化していくことに重要な意味があることは、先に述べた。これは裏を返すと、大学発ベンチャーが大企業と戦っていくためには、画期的・先進的な技術が確保されることが条件である、ということにもなる。したがってこのような優位性を継続的に維持していくことが大学発ベンチャーにとっては死活問題となる。優位性を維持す



【図3】大学発ベンチャーのステップ

るために何より重要なことは、まず基本的な技術については過不足ない形で特許権を押さえる、ということである。この画期的・先進的な技術の優位性を担保するものが、他にもない特許権なのである。すなわち、大学発ベンチャーが既存の大手企業と対等な立場で戦っていくための唯一の武器であるとも言える。そのような意味で、特許権は非常に重要であるし、その取得・活用については戦略的な判断が重要となる。

ここで「戦略的」と述べたのは理由がある。大学発ベンチャーにとって特許権の取得に使える資金に

は限りがある。資金的に余裕があれば、数多くの特許を、考えうる全ての国に出願していくことも可能であろうが、実際のところ、そのようなことは殆ど不可能である。したがって、限られた資金の中で、その時点でとりうる最善の形を模索していくことになる。必要な権利が確保されていないばかりに、将来ビジネスを拡げていく段階になって大きな問題となるようでは全く意味をなさない。そこで、将来のビジネス像を極力具体的に描いた上で、特許戦略を構築していくことになる。その場合に重要なポイントとなるのは、次のようなことであろう。

特許で競合する企業（しそうな企業）はあるか？
 あるとすれば、どのようなビジネスを行っている企業で、どれくらいの規模（資金・人材等）なのか？
 競合企業に対して、自社の優位性はどこにあるのか？
 市場を完全に凌駕してしまうような技術なのか？
 それとも補完的な技術なのか？
 将来どのようなビジネス展開を考えているのか？
 最終製品まで自社で開発するのか？
 それともどこかの時点でライセンスアウトするのか？
 そのために最低限必要となる特許権にはどのようなものがあるか？
 では、現時点でどのような特許を押さえておく必要があるか？
 そのために、どのような方向性で研究開発を進める必要があるのか？
 特許権として取得するのが本当によいか？
 ノウハウとして、全く社外に出ない形で保護したほうが良いものもある
 その場合、ノウハウをどうやって保護していくのか？

・大学発ベンチャーのパターン

一口に「大学発ベンチャー」と言っても、筆者の経験で見ると、様々なパターンがあるようである。また、ここに来て株式公開を果たす大学発ベンチャーも何社か出てきており、そのように理想的な成長を遂げるベンチャーには、ある程度の法則性のようなものが見てとれるのも事実である。ここでは、成功ベンチャーの絶対則を述べるようなことはしないが、一般的に見られる大学発ベンチャーのパターンを筆者なりに分析してみたいと思う。

1. 大学主導型か民間主導型か

(1) 大学主導型

大学主導型

国立大学の独立行政法人化・少子化など、大学を取り巻く環境は、ここ数年より厳しさを増している。そのような中で、大学は生き残りをかけた様々な方策を打ち出すようになってきている。特に、大学にとって最も大きな資産である知的財産を有効に活用することを重要視する大学が増えてきている。中でも大学発ベンチャーは、メディアの注目度も高いとあつ

て、力を入れる大学が比較的多いようである。

しかし、大学側にはそもそも企業経験のある人材が少ない。社長経験のあるOBを迎え入れ、ノウハウを大学発ベンチャーの経営に活かそうと考えている大学もあるようだが、大企業の社長とベンチャーの社長とでは、マネジメントの方法も必要なノウハウも全く異なっている。詳しくは別の機会に譲るが、大企業では企業運営に必要な機能が高度に分化されていて、それぞれ専門的なノウハウを持った人材を社内に有している。したがって、それぞれの部署もしくは担当者任せることによって、会社はほぼ滞りなく動いていく。一方、ベンチャー企業にはそのような人材も、人材を雇う資金もない。そこで、社長が営業から開発、資金調達から採用活動まで、およそ会社運営に必要な全ての業務を行わなければならないのが一般的である。こういったノウハウは、たとえ本で読んでも、MOTの講義を受けても、本当の部分はなかなか身につかないものである。こうしたノウハウを持った人材が大学側にはなかなかいないため、大学主導で行うベンチャー支援策は、いまひとつ機能していないように思われる。

教授主導型

既に何社かの大学発ベンチャーが株式公開を果たしており、そのようなベンチャーに係った大学教授が社会的に非常に注目を浴びている。筆者から見れば、株式公開などは、あくまでも企業成長の一過程でしかなく、それをもって「成功例」とすることには違和感がある。株式公開するまでの過程も当然苦しいが、株式公開した後の会社運営はもっと大変である。それを知ってかしらるか、大学教授が自ら積極的に起業に乗り出すケースも最近多く見られる。先にも述べたように、ベンチャー企業として大学・研究機関とは独立の存在になれば、資金使途・調達方法・研究テーマなど多くの点で自由度が確保され、実用化に向けてスピードアップが図れるというメリットが存在する。しかしその一方で、様々なリスクが存在するのも事実である。人材を雇用すれば、その従業員の生活を保障しなければならない。ベンチャーキャピタルから出資を受けたにも係らず一定

の期間内に株式公開できない場合には、ベンチャーキャピタルから株式の買取を求められるケースもある。研究の自由度を求めて起業したはずなのに、会社運営上の公的な手続き・製品の売り込み・投資家等との折衝などに追われて肝心の研究に全く時間を裂けない、といった事態もよく目にする。こういったリスクを十分に承知した上で起業することが重要である。

研究を長年続けてきて、ある意味一般社会とは異なる世界にいた研究者には、会社運営の細かい事務作業や、製品の売り込み活動を行うのは現実的に多くの困難が予想される。そこで、そのようなノウハウを持った人材のネットワークを構築しておく、いざというときに非常に助けになる。本来は大学側でこのような支援施策を構築してあれば問題ないのだが、現実的には先に述べたように殆ど機能していない。ただ、最近は大学主催のセミナーやフォーラムが盛んに行われている。大学発ベンチャーの支援に興味を持っている人材は、こういった集まりに顔を出していることが多いので、起業を考えている研究者はこのような集まりに積極的に出席して、情報収集しておくことが重要であると考えられる。

(2) 民間主導型

企業主導型

いわゆる「スピンオフベンチャー」などと呼ばれるケースがこれにあたるであろう。企業の内部で行われていた研究テーマをベンチャー企業という形で独立させたものである。比較的多く見られるケースには、以下のようなものがある。特定のテーマをもって大学・研究機関と共同研究をやっており、実用化の目途がある程度ついてきた。そこでこれを独立させ、その企業以外のリソース(人材・資金等)を活用することにより実用化の速度を速め、将来的には株式公開などを果たすことによって企業に還元させることを目指すというものである。

ベンチャー企業にとって、独立して間もなくのうちには、研究を進めようにも資金が乏しく、人材の雇用もままならないというのが通常である。そこでそのような不足しているリソースを大企業から一部提

供することによって、ベンチャー企業は立ち上げ段階の困難な時期を乗り越えることができる。一方、大企業側は出資を行うことでベンチャー企業の株式を一部保有すれば、将来このベンチャー企業が株式公開した場合にキャピタルゲインを獲得することができる。

欧米では比較的多く見られるこのような仕組みも、最近増えつつあるとはいえ日本ではまだ少数のようである。というのも、日本の場合、大企業から独立した後はその企業との関係が希薄もしくは全くなくなってしまう「スピンアウト型ベンチャー」が大半を占めるからである。完全に関係が立たれてしまうと、独自に資金調達・販路開拓などを行わねばならなくなるため、ベンチャー企業は経営が軌道に乗るまでに多くの時間を要することがしばしばである。その結果、途中で挫折してしまうベンチャー企業も中には出てくる。日本の大手企業は、有望な研究テーマをわざわざ外に出して拡大させる、という発想がなかなか持ちづらいようである。

しかしその一方で、今度は逆の発想でビジネスの拡大を図る大手企業も現れているのも事実である。独自の有望な技術でビジネス展開を考えているベンチャー企業に積極的に出資あるいは営業協力することで、ゼロから自社で立ち上げるよりもはるかに効率的な方法で自社の事業規模を拡大できる。大企業が一部出資し、さらに営業的にも関係しているとなれば、ベンチャーキャピタルからの資金調達はそうでなかった場合に比べ容易となるはずである。

このような流れがより活発になれば、日本の大学発ベンチャーはさらに活性化するはずである。そのためには、大企業が行うベンチャー投資に対して、何らかの優遇策（エンジェル税制のより一層の拡充など）が講じられても良いかもしれない。

金融主導型

大学や大学教授が主導して立ち上げるベンチャー企業がなかなかうまくいかないのに対して、先ほどの「企業主導型」やこの「金融主導型」の方が、どちらかといえば事業が軌道に乗りやすいようである。後に述べる「技術プッシュ型」が「マーケットプル型」か、といった話とも関連してくるが、必ず

しも良い技術を持ったベンチャー企業ばかりが成功するというわけではない。大企業や金融機関サイドでは、技術のみならず大局的な観点から特定のベンチャー企業を評価する。具体的な評価ポイントについて挙げれば、以下のようなになるだろう。

そのベンチャー企業がマーケットでどのような位置を占めるか
 マーケットサイドから見た価格設定はどの程度が妥当か
 量産コストはどの程度か
 どれだけ売れば採算がとれるか
 量産にいたるまでの課題は何か
 それはどの程度の期間・資金で解決できるのか

などといったことである。つまり、このような評価に耐えるベンチャー企業であるからこそ、将来成功する可能性が高いとも言えるのである。

では、「企業主導型」と「金融主導型」の最も大きな違いは何であろうか。それは、「金融主導型」の方が投資回収効率についてよりシビアに考える、ということであろう。言い換えれば、金融主導型のベンチャー企業は短期間で相当程度のキャピタルゲインを上げることが至上命題とされている、ということである。「企業主導型」の方は、企業側にとって多少なりともメリットがあれば、割と長いスパンで支援を受けられるようであるが、「金融主導型」はそうではない。可能な限り短期間に結果、即ち株式公開を果たすことが強く求められてくる。これは、金融機関の性格を考えれば至極当然のことなのだが、起業する大学教授にはこのあたりのことが意外にも理解されていないケースが多いように思われる。「ハンズオンで長いこと面倒を見てくれるだろう」と思っていたら大間違いである。後々もめないためにも、最初の段階で性格の違いをしっかりと理解しておくことが大変重要である。

2. 技術プッシュ型かマーケットプル型か

大学関係者や大学教授は、ともすれば技術にばかり注目してしまう傾向がある。しかし良い技術が必

ずしもそうでない技術を圧倒しているかという、世の中どうもそうではないようである。少々昔の話になるが、VTRの記録方式におけるベータ方式とVHS方式の争いなどは、しばしばこの手の話の引き合いに出される。詳しくは別の著書に譲るが、ソフトウェアの充実やユーザーの使い勝手などといった総合点でVHS方式が圧倒的に市場を押さえることに成功した。これと同じことは他の技術にも容易に当てはめることができるのである。先にも述べたが、技術力はいくまでも優位性を構築する一つの要素にしか過ぎず、買い手はもっと総合的な観点から特定の製品を評価する。どんなに技術がすばらしくても、価格がべらぼうに高い製品であれば顧客は別の製品で代替させるかもしれない。また、高度な生産技術に頼らざるを得ないもので、量産のための生産ラインに乗せづらいものであれば、量産技術が確立されない限り（もしくはその見込みが立たない限り）大手企業は興味を持たないであろう。

したがって、大学発ベンチャーの起業を考えるならば、必ず「マーケットプル型」の発想に立たなければならないのである。そのような発想に立った上で、誰にでも納得できるビジネスプランを描かなければ、外部からの資金調達すらおぼつかなくなってしまう。

そのような意味でも、技術の源泉に近い立場にいる「大学主導型」のベンチャー企業よりも、マーケットに近い立場にいる「民間主導型」のベンチャー企業の方が成功確立が高いようである。既に経営が軌道に乗っている大学発ベンチャーも何社もあり、人によっては、さも大学もしくは研究者主導で軌道に乗ったベンチャーである、という言い方をされる方もいるようであるが、実態を見る限り、必ずしもそうではないのではないかと筆者は考えている。

・産学連携における課題

産学連携において何が課題となるか、については政府の各種検討委員会等でも既に多くの議論がなさ

れているところであるし、目新しい議論は出尽くしている感もある。しかし、ここではあえて、筆者なりの観点から大学発ベンチャーにターゲットを絞った形でまとめてみたいと思う。

1. 人材

(1) 経営サイドの人材

大学発ベンチャー企業を訪問した際に、まず最初に話が出るのが人材の不足、という点である。経理・総務などの管理業務を行える人材、製品を売り込みにいける営業のための人材、などといった話はよく聞かれる。これはこれで深刻な問題であるが、ある部分まではアウトソーシングで補うこともできるし、八方手を尽くせば何とかかならずもない。一方で非常にニーズが高く、またどうにもならず深刻なのが経営者としての人材であろう。

ベンチャー企業の経営者は、大企業と異なり求められる機能があまりにも多い。特にアーリーステージにあっては、通常は若い事務担当者がやるような業務まで社長が行っているケースは珍しくない。研究開発のコントロールから営業活動、さらには資金調達・管理業務から人材採用まで、これら全ての業務を担わなくてはならない。中でも、大学発ベンチャーは先端的な技術を扱うものであるから、技術に関する知識があることは必須の条件となるだろう。そういった意味では研究者でもできなくはないのであるが、研究以外のさまざまな業務を、長いこと研究に没頭してきた研究者が行うこと自体無理があるだろう。

では、どのようにすれば、こういった人材を探ることができるのであろうか。実は筆者自身にも答えは見つかっていない。筆者自身がお手伝いしている大学発ベンチャーでも、このようなニーズを抱えている会社は非常に多い。“多い”という言葉は正確でないかもしれない。実は、アーリーステージにあるほとんどの大学発ベンチャーがこのようなニーズを持っていると言える。人材紹介会社や友人・知人、既に株式公開を果たしたクライアントの人材など、ありとあらゆるツテをたどって

探してはみるが、なかなかこのような人材にはめぐり合えないのが実情である。

なぜ、これほどまでに大学発ベンチャーの経営者人材が不足しているのでしょうか。筆者は個人的には、人材の流動性のなさが一因ではないかと考えている。日本の企業は一般的に終身雇用制を前提としており、学歴重視の世界である。このような価値観に従う限り、有名大学 大企業というコースは非常に魅力的であり、あえてこのコースから外れるような行動はとり難いものとなる。その結果、特定の企業・特定の分野においては力を発揮できるが、ベンチャー企業の経営者のように全体的な観点から幅広い力が必要とされる場合に、そのような経験も能力も持ち合わせていない、といった事態になるのである。人材の流動化が進み、その結果、様々な経験をする人材が増えていけば、いわゆるベンチャー企業に適したマルチファンクショナルな人材が必然的に増えるのではないかと考えている。

(2) サポーターとしての人材

経営者人材の不足は非常に深刻な問題であるが、一方でサポーター人材の不足も深刻な問題である。経営者が不足しているのであれば、当面は周りの人間がその機能をサポートすればよい。研究面はその大学発ベンチャーに係る大学教授なり研究者がいるから問題ないとしても、それ以外の部分は可能な限り外部のサポートが求められるところである。

大学発ベンチャーに一番近い位置にあるのが、大学もしくは大学関係の産学連携支援組織であり、本来はこれらの組織がサポーターとしての役割を果たさなければならない。しかし何より、これらの組織が学者・研究者・大企業出身者(大学OB)等で占められることが多いため、経験のない者が経験のない者をサポートする、という非常に危うい事態に陥っているのが現状のように見受けられる。

このあたりも、人材の流動化を進め、外部の経験ある人材を多く入れるようにすることが必要である。

余談だが、ある大学から「ベンチャー企業の事情に明るい若い弁護士を紹介してほしい。ただし資金

的事情から報酬は払えないので、「客員助教授」という肩書きを与える。」という話をいただき、知り合いの若手弁護士に相談したところ、その弁護士にあからさまに不快感を示された経験がある。やむをえない事情は理解できるが、大学側も考え方を改める必要があるのではないだろうか。

2. 知的財産

先端的な技術を実用化し、世の中に送り出すことが大学発ベンチャーの使命である。送り出すだけでなく、このような先端的な技術をもって大企業と互角以上に勝負していくことが必要となる。このような大学発ベンチャーにとって、知的財産はいわば、大企業と互角に戦っていくための唯一の武器であると言える。したがって、この知的財産を確実に権利として確保しておかなければならない。研究を進めるための資金調達をするにあたって、具体的に権利が確保されていないければ、ベンチャーキャピタルは二の足を踏むことになるだろう。

いくら権利を確保すればよいといっても、近視眼的に技術を確保していたのでは、まったく意味がないものとなってしまふ。将来のビジネス展開を長期的な視点から考え、将来どのような権利を押さえる必要があるのか、そのためには今どこまで権利を確保しておかなければならないか、更には、どのような方向性で研究開発を進めていく必要があるのか、といった点を総合的に考えておかなければならない。

知的財産は一朝一夕に生まれるものではなく、その権利化についても、一度方向性を誤ってしまうと、修正は容易ではない。誤りに気づくのが遅ければ、会社をつぶしてしまうことさえあるだろう。資金的に余裕があれば、可能な限り幅広く特許出願することも可能となるだろうが、大学発ベンチャーの場合、特許取得にかけられる資金も非常に限られてくる。

そこで、そのような点を総合的に勘案した上で知的財産を戦略面からアドバイスできる人材(専門家)が強く求められることになるのだが、現実的にはそのような人材は非常に限られているようである。

3. 資金

(1) 創業時の資金調達

最近では創業時から出資を行うベンチャーキャピタルも現れてきている。特に大学発ベンチャーは創業者の個人資金が少ないケースが多く、このようなベンチャーキャピタルが増えてきたことは歓迎すべきことである。

ただしそうは言っても、創業時から資金を100%ベンチャーキャピタル出資に頼ることはできない。というのも、株主が100%ベンチャーキャピタルということは、それは単に特定のベンチャーキャピタルが100%支配する会社ということになる。商法上の理論からすれば、意思決定は100%特定のベンチャーキャピタルが行うことになり、その大学発ベンチャーに係る経営者・研究者は何らの意思決定も行うことはできない、ということになるのである。また、ベンチャーキャピタルは基本的に、株式公開後に売却することを前提に投資することから、持株比率があまりに高いと、株式公開上の支障となりかねない。

そのようなことも考えると、創業時はある程度以上はコアとなる経営陣で出資を行うことが望ましい。その上で研究開発を迅速に推し進め、ある程度の成果を出すことによって企業価値を高めた上で、次の資金調達に臨むのである。

逆説的に言えば、短期間で一定以上の成果が見えるようになるまで、起業は慎むべきである、ということになる。

(2) 開発のための資金調達

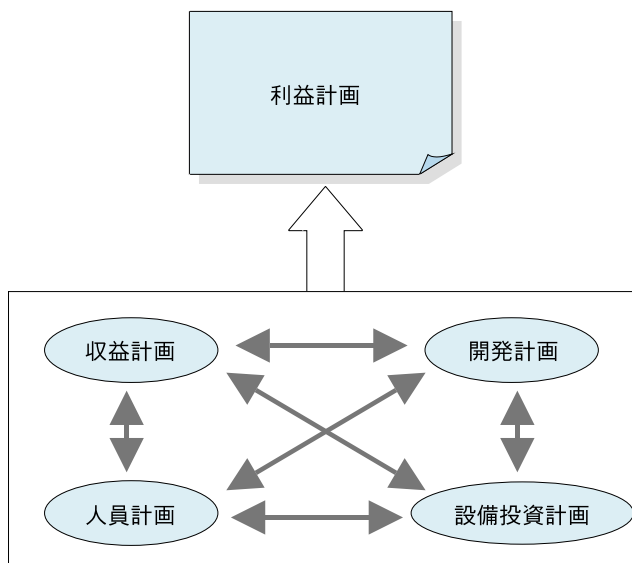
研究成果をある程度進め、それが具体的な形として外部に示せる程度になれば、更なる技術開発のための資金を外部から調達することになる。この時点になれば、当然企業としての価値は上がっているのだから、当初ファウンダーが出資した設立当時の株価よりも高い株価でベンチャーキャピタルから出資が受けられるはずである。

ここで留意しなければいけないのは、

ベンチャーキャピタルに対して資金調達に向けたプレゼンテーションを行う際には、事前にビジネスプランを十分に練っておく必要がある、ということである。ベンチャーキャピタルは、一般的に技術に関しては素人である。そのような素人に対して、分かりやすく技術の優位性を説明できなければならない。技術のみならず、それが将来どのような形で収益に結びつくのか、そのために解決しなければならない課題は何か、といったことを具体的に示さなければならない。このビジネスプランは、利益計画・開発計画・設備投資計画・人員計画が相互に整合した形で作成されていなければならない（【図4】参照）。

そのようなものは、ベンチャーキャピタルの担当者が一緒に考えてくれる、といった発想も間違いの元である。確かにそのような動きをしてくれるキャピタリストもごく少数ながら存在する。しかし大半のキャピタリストは、出来上がった数字のみを見て判断する。どんなに技術が優れていても、ビジネスプランが出来上がっていないければ、管理能力に乏しいと判断されるのが落ちである。

過去にこのような経験をしたことがない大学発ベンチャーにとって、資金調達活動は、企業の命運を左右する一大事となるのである。



【図4】 ビジネスプランの体系

EXIT戦略

“EXIT戦略”とは、“出口戦略”とも言われ、ベンチャー企業の将来像をあらかじめ描いておくことを指す。これから大学発ベンチャーの起業を考えると、このように最初から“EXIT”を考えると、このように違和感があるかもしれない。しかし、「とりあえず会社を作ればそれで良い」というのはあまりにも無責任な考え方と言えないだろうか。昨今の大学発ベンチャーブームの中、どこの大学がベンチャーを何社生み出したか、という記事が新聞でも大きく取り上げられたりしている。しかし、数の大小は全く違って良いほど意味を成さない。もし、アカデミア側までそのような記事に浮かれて大学発ベンチャーの創設をおおっていることがあるとしたら、これ以上の喜劇はないだろう。起業された方の熱い気持ちは立派であるし、尊重されるべきであると思う。そのような熱い気持ちに水を差すわけではないが、ここではあえて起業時に考えておかなければならない“EXIT戦略”について述べたいと思う。

1. ライセンスアウト

後に述べる株式公開やM&Aを考える場合にも、基本的にはライセンスアウト即ち大企業への技術導出が前提となる。これは言い換えれば、大学発ベンチャーは成長におけるどこかの段階で、殆ど必ずと言って良いほど何らかの形で大企業との連携を考えなければならないということである。その理由としては以下の3点が考えられる。

開発力 シーズに近い段階の研究であれば、それほど大きな設備や多くの人材を投入しなくても何とかできるケースが多い。しかし開発の段階が進んでくると、実際のマーケットをにらみながら生産技術・量産体制なども考えて開発を進めなければならない。この段階になると、ノウハウも資金も乏しいベンチャー企業では手に負えなくなってくるのが通常である。逆にマーケットに近い位置にいる大企業は、そのような開発を得意とする。

生産力 例えばベンチャー企業が頑張っ、マーケットの評価に耐えうる最終製品の開発まで成功したとしよう。そうなれば、後は製品を次々と生産し、今まで投資した研究開発資金の回収を図るだけである。しかし残念なことにベンチャー企業は一般にそのような生産設備を持ち合わせていない。また生産設備に投資するだけの資金も通常ない。

販売力 「良いものは必ず売れる」という言葉を聞くことが多い。確かに正しいが、売れるのをひたすら待っているというのは、あまりにも気の長い話である。待っている間に運転資金が底をついてしまえば元も子もない。やはりどんな製品であれ販売活動は必要である。しかし、一般にベンチャー企業は営業専任者を多く抱えることはできないし、そもそも販売ルートの構築にも時間がかかる。大企業が既に持っている販売ルートに乗れば、短期間で販売を広めることができるであろう。

大学発ベンチャーは、将来有望なシーズを育てて形にするのが役割であるといえる。それに対して、大企業はある程度形になったシーズを更に育てて大きく広めることに優位性を持つ。それぞれが補完的な立場でうまく連携しあえば、理想的な形で大学発ベンチャーが発展するのではないかと常々思う。

2. 株式公開

(1) 株式公開とはどういうことか

株式公開とは、株主が特定少数者に限られている会社が、一般から株主を募集もしくは株式を一般に売り出すことにより、広く一般投資家に資本参加を求めることをいう。

公開の対象となる市場には、大きく分けて証券取引所と店頭取引市場（JASDAQ）とがある。一般に技術力が成長の源泉となるような大学発ベンチャーは、各取引所が設けているベンチャー向け市場（東証マザーズ・大証ヘラクレス・名証セントレックスなど）か、JASDAQに上場するケースが殆どであろう。

どの市場に上場するにあたって、それぞれ一定の資格要件が定められており、各取引所等の行う審査にパスしなければならない。この審査基準には形式基準と実質基準とがある。形式基準は、株式公開するにあたり最低限充足しなければならない「受付基準」(【図5】参照)と公開申請前の一定期間に行ってはならない事項である「不受理項目」からなっている。実質基準とは、公開会社にふさわしい質的な要素を備えているかどうかを審査するものである。安定的に収益を維持し、将来を見通した経営が行われているかどうか、企業経営の質的な側面から審査されることとなる。

最近、何社かの大学発ベンチャーが株式公開を果たしており、様々な場面で注目を浴びている。株式公開には以下で述べるようなメリット・デメリットが存在する。これらを総合的に判断した上で、株式公開することが本当に良いのか、それとも他の戦略をとるべきか検討することになる。

忘れてならないことは、株式公開企業というのはゴーイング・コンサーン即ち企業継続が大前提であり、経営内容はすべて投資家に開示されるということである。冷静に考えれば、株式公開はゴールでも何でもなく、むしろ公開後のほうが経営者は苦勞するかもしれない。

(2) 株式公開のメリット

資金調達能力の増大と財務体質の改善

公募による時価発行増資、社債の発行等、直接金融の道が開けることとなり、資金調達能力が増大する。その結果として、財務体質の改善が図れることとなる。

企業信用力の増大と知名度の向上

公開のための一定の審査をクリアすることによって、優良企業であるというステータスが得られるようになる。そのことにより、イメージアップや取引先からの信用力が高まる、といった効果が得られる。

人材の確保

公開会社は安定した職場として評価され、優秀な人材を集めやすくなる。

また、会社の知名度の向上により、役員・従業員のモラルの高揚も期待できるようになると言われている。

経営管理の組織化と内部管理体制の充実

個人的経営から組織的経営への転換が図られ、会社の内部管理体制が充実する。そのため、株式公開は会社を永続的に発展させるための一つの戦略であるとも言えることが可能である。

	JASDAQ	東証マザーズ	大証ヘラクレス			
			スタンダード1	スタンダード2	スタンダード3	グロース
純資産額	2億円以上	-	6億円以上	18億円以上	-	
公開時時価総額	10億円以上	10億円以上	-	-	時価総額75億円以上 又は総資産75億円以上かつ売上高75億円以上	上場時純資産4億円以上 又は時価総額50億円以上又は利益の額7,500万円以上
利益	当期純利益が正、又は経常利益が5億円以上。ただし、公開時時価総額が50億円以上の場合には利益の金額は問わない。	-	-	-	-	
税引前利益			1億円以上	-	-	
設立経過年数			-	2年以上	-	1年以上(時価総額が50億円以上の場合を除く)
監査法人の監査	2年分必要。直前事業年度は「無限定適正意見」	2年分必要。虚偽記載がなく「適正意見」ただし直前事業年度は「無限定適正意見」	2年(場合によっては3年)必要。虚偽記載がなく「適正意見」ただし直前事業年度は原則として「無限定適正意見」			2年必要。虚偽記載がなく「適正意見」ただし直前事業年度は原則として「無限定適正意見」

【図5】株式公開における形式基準(受付基準)

(3) 株式公開のデメリット

企業内容の開示義務

投資家に対しての判断資料を提供するために、決算短信や有価証券報告書といった開示書類をタイムリーに提供することが要求される。

事務負担の増加

先ほどの開示義務による経理負担の増加や株式事務業務の増加などによって、事務負担が増加する。

投機的取引・買占めに対する対策

株式が公開されると、時には投機的取引の対象になったり、株式の買占めによって経営権が脅かされる懸念も出てくる。これらについてある程度の対策をとる必要が出てくる。

株主総会の運営対策

株式の流通性が増せば、経営者や大株主にとって好ましくないものが株主となることを避けることは難しくなる。その結果、株主総会の運営についても、ある程度の配慮と対策が必要となってくる。

3. M&A

株式公開を達成するためには、大企業とのアライアンス締結等によって、自社の運転資金をまかなえるだけの収益を上げることが必要となる。このとき、大学発ベンチャーが1社で既に何本かのパイプラインをそろえていれば、複数の大企業と提携することができ、経営の独立性もある程度保つことができる。

それに対して、例えばバイオベンチャーで特定の物質をターゲットにして創業開発を進めているなど、パイプラインが一つしかないような場合、特定の大企業とアライアンスを結んでしまえば、それが全てとなってしまう。このようなケースではベンチャー企業は大企業の(100%)子会社となるか、大企業に主要な営業の殆どすべてを譲渡した上で会社を清算する、という方法が最も現実的であるように思われる。これにより、株主は株式の売却代金もしくは営業譲渡後の清算代金といった形で投資を回収

する。当然この時点では企業価値が相当に高くなっているはずなので、ベンチャーの初期に投資した株主は相当のキャピタルゲインを得られるはずである。もし大学や大学のTLOが一部出資しているような場合は、それらの機関に対しても持株比率に応じて配分されることとなる。

先にも述べたが、株式公開を選択した場合、公開後は収益を上げ続け、絶え間なく企業を成長させる、という重大な責任を投資家に対して負うことになる。それに対して、M&Aを選択すれば少なくとも継続企業という束縛からは逃れられることになる。また、公開企業であればディスクロージャーのための資料・企業管理体制の充実強化などにより、多くの管理スタッフを抱えることになる。一方で株式公開をそもそも前提としないのであれば、管理スタッフは会社運営上最小限で間に合うし、できるところは極力アウトソーシングを活用すればよい。

大学発ベンチャーの場合、そもそも最初からパイプラインが豊富に存在するケースは珍しい。むしろ単一のシーズを少人数で丹念に磨いていく、というケースが多いように思われる。そのように見ると、大学発ベンチャーに最も適したEXITモデルは、M&Aなのかも知れない。

4. 自社単独での生き残り

なにも、大企業ばかりが目標じゃない。自社単独での成長モデルを描く大学発ベンチャーがあっても、それはそれで良いではないか。しかし、これには当然適しているベンチャー企業とそうでないベンチャー企業とがある。ここで先ほど述べた「大企業との連携を考えなければならない理由」を思い出していただきたい。その理由とは 開発力、生産力、販売力、であった。ベンチャー企業にはシーズに近い位置での研究能力はあるが、製品が市場に出る段階になって必要とされる については、資金・人材等の制約からどうしても持ち得ないケースが多かった。そのため、ある程度のステージで大企業と連携を考える必要があるのである。

それでは逆説的に考えれば、 の全て(もし

くは殆ど)を持ち合わせていれば、自社単独での成長モデルを描くことも不可能ではない、ということになる。では、そのような大学発ベンチャーが存在するのであるだろうか？

バイオベンチャーは一般に のどれも持ち合わせていない。例えば臨床開発一つとっても、そこで費やす膨大な資金を自社だけでまかなうのは到底不可能であろう。

要素技術や素材に係る大学発ベンチャーはどうであろうか？これも、量産や本格販売に結びつためのリソース(人材・資金等)が相当に重要であり、なかなかベンチャー企業単独では難しいであろう。基本的には大企業と連携することによってより大きな価値を生み出すことができるものと考えられる。

ITベンチャーについては、若干事情が異なってくる。開発力については、頭脳とアイデアが勝負といった面があるため、大規模な設備投資は一般的に不要である。生産力についても、具体的な有形物としての製品ではないため、生産設備や製造ノウハウといったリソースが不要である。販売力については、ビジネスモデルによっては大企業との連携が欠かせないものもあるが、ネット上で独自に展開できるものも多々ある。

このように考えると、ITベンチャーは比較的自社単独での成長モデルを描きやすいと言える。大学発ベンチャー先進国である米国を見ると、ネットスケープやマイクロソフトといったITベンチャーが単独で急成長したというのも、なんとなく頷ける話である。

・おわりに

2004年4月26日付経済産業省の公表によれば、2003年度末で大学発ベンチャーは約800社に上ったことは先に述べた。分野としてはバイオ・ITが特に多い。バイオは単一のシーズが将来莫大な収益を獲得する可能性がある反面、リスクも大きく、大企業は特にシーズの部分に手をつけづらいという事情がある。こういったハイリスク・ハイリターン分野はやはり大学発ベンチャーの活躍する素地があるといえる。ITについては、極端な話をすれば、PCさ

Profile

田島 照久(たじま てるひさ)

1994年3月 神戸大学経営学部卒業
1995年10月 中央監査法人(現、中央青山監査法人)入所 株式公開準備企業に対するコンサルティング・上場企業の会計監査等に従事
2002年4月 株式公開部産学連携支援室創設と同時に室長就任 新事業開拓助成金交付事業に係る審査専門委員(中小企業総合事業団)
2004年4月~ 清水橋本国際特許事務所 バイオベンチャーに対するコンサルティング業務を行う

主な著書:

「経営者のためのJASDAQ上場」(共著)
税務研究会、2001年
「知的財産ビジネスハンドブック」(共著)
日経BP社、2002年

えあれば学生が一人でも始めることができるわけで、必要に応じて徐々に規模を拡大していけばよい。つまりこれも大学発ベンチャーとして適したビジネスモデルが描きやすいということであろう。

大学発ベンチャーに挑戦される先生の中には、非常に真摯な態度で、しかし情熱的に取り組んでおられる方が多いのも事実であるし、そのような先生方を何人も存じ上げている。しかし、本文で述べたようなリスクを承知し、それに対応したビジネスモデルを描けている方がどれだけいらっしゃるだろうか。

行き過ぎた大学発ベンチャーブームは、いつか反動が来るだろう。その時に不幸な思いをする研究者をできるだけ少なくしたい、というのが我々大学発ベンチャーに日頃携わっている者の切なる願いである。すばらしい研究成果を最適な形で世の中に出していくのが我々の喜びでもある。これから一層、そのような取り組みを深めていきたいと思っている。