

『証券経済学会年報』第51号別冊  
証券経済学会創立50周年記念大会  
学会報告論文

「大学発ベンチャー企業の資金調達の現状と課題」

—産学連携の現場から—

# 「大学発ベンチャー企業の資金調達の現状と課題」

## －産学連携の現場から－

姜 理恵

光産業創成大学院大学 光産業創成研究科

### 1. 研究の目的と背景

本研究の目的は、ベンチャー投資の被投資先である大学発ベンチャー企業の立場から、資金調達の現状と課題を示すことである。2016年3月、適格機関投資家等特例業務を行うファンド（いわゆる「プロ向けファンド」）に関する規制として改正金融商品取引法が施行された。同法が、わが国のベンチャー投資にどのような影響を及ぼすかについて、ベンチャー投資の被投資先の立場から検証しようとしたのが本研究の背景である。

そこで、大学発ベンチャー企業を対象として、これら企業の資金調達の実態調査をすすめたところ、近年、彼らにとっての資金調達先が増加しているという事実が浮き彫りとなってきた。ベンチャービジネスの事業遂行に欠くことのできないリスクマネーの供給先の増加は、起業家にとって喜ばしいことは言うまでもない。本研究では、文献調査に加え、研究開発型ベンチャー企業の経営者達へのインタビュー調査も実施した。一連の調査をとおして、被投資先企業の資金調達の現状のみならず、ベンチャー企業経営者のベンチャー・キャピタリスト（以下、「VC」）達との対話姿勢も見えていくものとする。

### 2. プロ向けファンドの規制見直しの経緯と改正内容

#### （1）プロ向けファンド規制見直しの経緯<sup>1</sup>

大学発ベンチャー企業の実態調査に入る前に、本研究の背景となった改正金融商品取引法の概要に触れておく。

今回の改正を理解する前提として、2007年の金融商品取引法の改正がある。同法では、ファンドの募集について、原則、登録を受けた第二種金融商品取引業者が行わなければならないことになった。すなわち、第一種金融商品取

引業者に準ずる管理態勢が求められる金融業者にならないと、原則としては、ファンドの募集ができなくなったのである。しかし、その際の例外が、適格機関投資家等特例業務であった。本制度は、銀行や証券会社などの「プロの投資家」がファンドに出資しており、残り49人以内の一般投資家から資金を集める場合であれば、ある程度の信用が担保されていると判断できるため、金融業者にならなくてもよいというものである。同制度は、出資先のファンドに対して、プロの投資家が審査をするので、残りの49人までの投資家も安心できることを前提としていた（磯崎, 2014）。

しかし、2013年12月19日、国民生活センターは、「投資経験の乏しい者に『プロ向けファンド』を販売する業者にご注意！－高齢者を中心にトラブルが増加、劇場型勧誘も見られる－」として、消費者への注意喚起を図った。これをきっかけに、同制度を悪用する業者の存在が明らかとなり社会問題化する。2014年4月18日、証券取引等監視委員会と同問題を建議。同年4月22日内閣府消費者委員会「適格機関投資家等特例業務についての提言」がなされる。同年5月14日 金融庁・適格機関投資家等特例業務の見直しに係る政令・内閣府令案等の公表、同年10月10日 金融審議会「投資運用等に関するワーキング・グループ」（第1回）が開催された。ワーキング・グループには、VC側のメンバーも加わり議論が進められた<sup>2</sup>。そして、2015年5月27日に改正金融商品取引法が成立、2016年3月1日に施行された。

#### （2）改正の内容

今回の改正で見直されたのは、①規制枠組み、②販売可能な投資家の範囲、であった。①については、改正前の実

<sup>1</sup> 本プロ向けファンドの議論に先行または平行して、リスクマネーの供給に関する議論として、クラウドファンディングについても議論が行われた。詳細は「6. 大学ベンチャー企業を取り巻く新たな動き」の中で述べる。

<sup>2</sup> 金融庁・金融審議会 ([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/toushi\\_wg/siryou/20141010.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi_wg/siryou/20141010.html))

態把握等のための最低限の規制から、登録制の規制枠組みに準じた、相応に体制を整えたものとなった。②については、「適格投資家以外の投資家」が限定され、一般の個人はこれに含まれないこととなった（坂, 2016）。

### 3. ベンチャー企業を取り巻く市場環境

#### (1) 第4次ベンチャーブームの到来

第2次安倍内閣では、2013年に策定した「日本再興戦略」の中で、日本経済全体を底上げする成長戦略の一つとしてベンチャー企業の育成が重要目標としてあげられた。日本は、今まさに「第4次ベンチャーブーム」の最中である。

松田（2014）によれば、「ベンチャービジネス（V B）」という言葉がつけられたのは第1次ベンチャーブームの時であった。1971年から1973年に行ったベンチャーブームは、素材産業から加工組立型産業への転換期にあたり、その周辺で研究開発型のハイテクベンチャー企業がたくさん生まれた。

その約10年後の1982年から1985年が、第2次ベンチャーブームであった。この時には、製造業中心から流通サービス業への産業構造の転換が行われた。

そして、第3次ベンチャーブームは、1995年にスタートし、2006年まで続いた。当時の日本は長期不況に突入したところであった。1995年には技術ベンチャーを支援する「創造的中小企業促進法」が制定され、96年には各県でベンチャー企業に投資する「ベンチャー財団」が設立された。この時期、多くの民間ベンチャーファンドが設立され、ベンチャー支援策がたくさん打ち出された。

そして、今、日本は第4次ベンチャーブームの最中にある。2013年には投資を活発化する目的で多くの官民ファンドやCVC（コーポレートベンチャーキャピタル）ファンドが一斉に立ち上がり、技術レベルの高いベンチャーや日本の経営資源を活かす支援体制が過去最高のレベルに整ってきた（松田, 2014）。

#### (2) ベンチャー向け市場の整備

新しいビジネスモデルを展開し、高成長を志向するベンチャー企業にリスクマネーを供給する場として市場の整備も進んだ。

1998年には、証券取引法が改正され、株式店頭市場の位置づけは、従来の取引市場の補完市場から、店頭売買有価証券市場として取引所市場と並列する市場となった。1999年に東京証券取引所のマザーズがスタートし、2000年に大阪証券取引所のナスダック・ジャパン（後にヘラクレスへ名称変更後、ジャスダックと統合）という

ベンチャー等新興企業向けの株式市場が開設された（村上他, 2016）。

赤字であっても将来の成長可能性があればIPO（新規株式公開）ができるように、証券取引所の審査基準が緩和されたことで、会社設立後1年足らずのベンチャー企業でも上場できるようになった。2000年には203社がIPOを果たし、その後、年間120社から多い時で188社（2006年）もの企業がIPOを果たす。しかし、2008年のリーマンショック以降の株価低迷で、IPOを目指すベンチャー企業は年間20社前後と激減した（松田, 2014）。そして、近年の第4次ベンチャーブームにより、2013年は58社、2014年は80社と、IPOを目指すベンチャー企業数が再び増加傾向にある（VEC, 2011）。

### 4. 大学発ベンチャー企業の概要

ここからは、大学発ベンチャー企業の資金調達の実態を詳細にみていくものとする。本研究の調査対象としているのは、浜松を拠点とする大学院大学において、光技術を基盤とする技術開発を行い、実際に、起業あるいは事業を行う大学発ベンチャー企業である。

経済産業省（2016）によれば、次の5のうち1つ以上に当てはまるベンチャー企業を「大学発ベンチャー」と定義している。①研究成果ベンチャー：大学で達成された研究成果に基づく特許や新たな技術・ビジネス手法を事業化する目的で新規に設立されたベンチャー、②共同研究ベンチャー：創業者の持つ技術やノウハウを事業化するために、設立5年以内に大学と共同研究等を行ったベンチャー、③技術移転ベンチャー：既存事業を維持・発展させるため、設立5年以内に大学から技術移転等を受けたベンチャー、④学生ベンチャー：大学と深い関係のある学生ベンチャー、⑤関連ベンチャー：大学からの出資がある等その他、大学と深い関係のあるベンチャー。本稿ではこの定義に従うものとする。インタビュー調査を行った企業の中には、事業承継により設立年が古い会社も含まれるが、上述した④および⑤に該当するためベンチャー企業として取り扱うものとする。

#### (1) ベンチャー精神が溢れる浜松

本稿の考察対象である浜松を中心に拠点を置く大学発ベンチャー企業は、資金面のみならず、各方面から様々な人的サポートを得やすい環境にあるといえる。これは、ベンチャー精神溢れる浜松という土地柄に起因するものが大きい。浜松は歴史的にみても、起業家精神を生みやすい

風土を持ち、時代の先端をゆくものづくり企業を生み出す土地であった。

風土が生む起業家精神は次に示す五つの土地柄から醸成されたと考えられている(竹内, 2002)。①報徳思想(二宮尊徳の教え)を熱心に広めた勤勉な土地柄。②徳川家康が築き、江戸時代に「出世城」と称された浜松城は、家康のあと25代も城主が替わり、その都度、全国から新しい城主を迎え入れた。その結果、浜松は昔から新参者「新しく異質なもの」を受け入れる気質が醸成されており、よそ者を受け入れる風土がある。③権力者の庇護を受けたことがないため自主独立の気風が強い、独立独歩の心。④産業の集積が発展の好循環を生むことで、企業を起す土壌や有機体として結びついている地域。⑤同じ業種に必ずライバルがいることで、激しい競争が起こり、更なる化学反応が生まれる。

また、時代の先端をゆくものづくり企業を生み出すという点では、次のような実績を積み重ねている。①江戸時代から続く長い産業の歴史。江戸初期に綿花生産、後期には綿織物業が発達。明治中期には、豊田佐吉や鈴木道雄が自動織機を発明。明治後期、山葉寅楠がオルガン生産を開始。昭和初期、高柳博士がテレビ開発に成功し、光産業が発展した。②ものづくり産業の集積地として、浜松を中心に半径25km四方にトヨタ、ホンダ、スズキ、ヤマハ、カワイという世界企業5社が生まれた。また、光技術の浜松ホトニクスやシンセサイザーのローランドはじめ、特殊な分野の世界市場で圧倒的な地位を占めるハイテク企業は20社近くにのぼる(竹内, 2002)。さらに、③「浜松を光の先端都市に〜浜松光宣言2013」では、浜松ホトニクス・光産業創成大学院大学・静岡大学・浜松医科大学による共同宣言を行い、ヨーロッパ最大の研究機関であるブラウンフォーファー研究機構(独)とも積極的な連携をはかっている。このようなものづくり企業が集まり激しい競争を繰り返すなかで生まれたのが、理屈をこねるよりまずはやってみるという意味を持つ「やらまいか精神」であった。

そして、恵まれた金融支援の土壌があることも起業家精神を支える重要な要因である。

遠州では古来より相互扶助組織が発達し、報徳思想が加わり篤志家を生む風土が形成されていた。また、かつて栄えた繊維産業の資本蓄積などで多くの隠れエンジェルが存在した。そして、静岡県は日本有数の多銀行地域であ

った。1893年、全国625行存在した銀行の内、静岡県内に93行、遠江(浜松・掛川・見附)に41行。明治時代の銀行数では日本一、資本金額は全国2位であった(川村他, 2016)。さらに、遠州は、信金発祥の地でもある。1892年、わが国初の信用組合として掛川信用組合が誕生。1996年、全国101の信用組合が設立された内、静岡県は44組合。1950年、浜松信用組合(現、浜松信用金庫)設立された。これら信用組合は、地元中小零細企業取引など地元に着目した資金融通を行い、近年、ベンチャー融資でも貢献が大きい。

小野(2016)は、大学と金融機関の連携状況を社会的ネットワーク分析の手法を用いて定量化し、都道府県別位数及び次数の比率を測定した<sup>3</sup>。その分析結果では、静岡県が大学等と金融機関の連携状況を示す位数41(全国2位)、次数130(全国1位)。静岡県下では大学等と金融機関(静岡銀行、浜松信用金庫など)の連携が強く、両機関並存型の社会的ネットワークを構築していることが示された。

このように、風土が生む起業家精神、時代の先端をゆくものづくり企業の集積地、そして、金融機関との強固なネットワークが、今も昔もベンチャー企業の育成に熱心な浜松という土地を支えているのである。

## (2) 大学発ベンチャー企業の実態と資金調達の実状

本研究の調査対象である光産業創成大学院大学には、光技術を基盤として技術開発を行い、新規事業創出あるいは新規市場開拓を目指す学生が集う。既存の入学者の約半分が経営者というまさに企業家精神溢れる大学であり、学生企業は研究開発型ベンチャー企業である。経営に携わる学生企業の業種としては、ITサービス/ソフトウェア、バイオテクノロジー、医療機器/ヘルスケア、自動車/周辺機器と多様性に富むが、特に多いのはエレクトロニクス/機器である。

同大学では、学生の研究開発のための公的資金の調達サポートも行っている。特に、基礎研究および応用研究の遂行では政府・関連団体等の公的資金に頼ることが多い。一方、ベンチャー企業の成長ステージでいうところのシード期、アーリー期にあたる企業は、様々な民間資金を活用することで、事業の成長をはかっている(ベンチャー企業の成長ステージの定義は表1参照)。

同大学に在籍する、あるいは、過去に在籍した学生企業

<sup>3</sup> 位数とは、大学等と金融機関の連携があるとする機関数。グラフ理論における「点」の数。次数とは、機関の連携関係の

数。大学等と金融機関の連携を社会的ネットワークとして捉える。グラフ理論における「線」の数。

表1. ベンチャー企業の成長ステージ

ステージ	定義
シード	商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究および製品開発を継続している企業
アーリー	製品開発および初期のマーケティング、製造および販売活動に向けた企業
エクспанション	生産および出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業
レーター	持続的なキャッシュフローがあり、IPO直前の企業等

(出所) ベンチャー白書 [2015], I-9 頁

表2. 出資者別・ステージ別資金調達先

資金調達先	分類	ベンチャー企業のステージ
政府・関連団体	◎経産省・文科省関連	シード・アーリー・エクспанション
	○日本政策金融公庫	シード・アーリー・エクспанション
	△産業革新機構	エクспанション・レーター
民間	○民間企業（共同研究先等）	シード・アーリー・エクспанション・レーター
	○ベンチャー・キャピタル	シード・アーリー・エクспанション・レーター
	◎地元エンジェル	シード・アーリー・エクспанション
	◎大学寄付金等	シード・アーリー
	◎創業者・家族・知人等	シード
	◎地元金融機関	シード・アーリー・エクспанション・レーター
	△メガバンク	アーリー・エクспанション・レーター

(出所) 筆者作成

表3. インタビュー調査対象企業の概要

区分	会社	業種	資本金 (単位：百万円)	前期売上 (単位：百万円)	従業員数 (役員除く)
事業承継	A社	繊維/エレクトロニクス/機器	20.0	N/A	30名
	B社	エレクトロニクス/機器	36.0	107.2	5名
	C社	建設/周辺機器	60.0	2,002.0	19名
起業	D社	エレクトロニクス/機器	50.0	130.0	7名
	E社	エレクトロニクス/機器	38.4	88.7	11名
	F社	エレクトロニクス/機器	40.0	80.0	6名
	G社	ITサービス/ソフトウェア/医療機器	20.0	1,100.6	124名
	H社	教育/サービス	7.5	2.8	0名
I社	ソフトウェア/機器/コンサル	7.5	48.3	0名	

(出所) 筆者作成

の資金調達先を、出資者別・ステージ別に書き出したものが表2である。ここでいう「資金」とは、研究・開発資金、事業の運転資金、事業拡大を目的とした投資用資金等をさし、VC等が主な出資者となるリスクマネーだけを指すものではない。学生企業は、これら出資者から実際に資金の借入および出資といった金銭的サポートを受けるだけでなく、今後の事業計画や資本政策の相談をするなど

人的サポートも受けている。出資者別に付した記号(◎、○、△)は、同大学発ベンチャー企業が利用する頻度あるいは繋がり強さを、目安として筆者が付したものである。

経済産業省・文部科学省等が提供する公的資金は、主に、シード・アーリー期の企業が技術開発を目的として調達する。一方、事業の運転資金としては、地元金融機関、地

元エンジェル等に頼ることが多い。先に示した浜松という土地ならではの繋がりによる資金調達先である。

## 5. インタビュー調査の実施

ここからは、インタビュー調査の方法説明と、その調査結果として、インタビューにより得られた経営者の声を記述していく。

### (1) 調査方法

インタビューは、大学発ベンチャー企業の経営者9名に対して実施した。9名が経営する会社の概要は表3に纏めた(表3参照)。事業承継により会社を引き継いだ経営者が3名、自分の代で起業した経営者が6名である。前期の年間売上高は、20億円を超える企業から数百万円程度の企業までとかなり幅がある。同様に従業員数に関しても、経営者を除く従業員数が100名を超える企業からゼロとこちらも相当幅がある。

インタビューの実施期間は、2016年7月7日から8月19日の期間で、所要時間は1回あたり2時間である。9名の経営者に対しては、資本構成や資金調達先・金額・調達時期等を質問するための資本政策調査票を事前に配布。インタビューの際、この調査票に基づき、各社の資金調達方法および経営状況・今後の事業計画等を聞き出す構造化インタビューを実施した。インタビューの中では資金調達の現状を質問するだけでなく、次の三つの質問もあわせて行った。①本研究の背景であるプロ向けファンド規制の影響について。②VCとの対話頻度について。③VCへ期待する役割についてである。経営者達からは率直な意見を伺うことができた。

### (2) 調査結果

上記(1)に示した①から③の質問に対する回答は次のとおりであった。

#### ① 「プロ向けファンド規制の影響」について

本規制に対するコメントは一つも聞かれなかった。本規制の施行が2016年3月からであり、施行後1年も経過していないこと。また、本規制の直接的な影響を受けるのはVCであることから、被投資先であるベンチャー企業には現時点で何ら影響は及んでいないと推測できる。

#### ② 「VCとの対話頻度」について

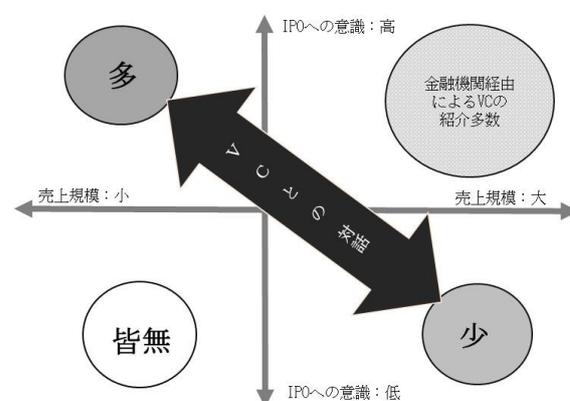
経営者達のインタビュー結果から、会社の売上規模や存続期間に関係なく、IPOへの意識の高い経営者は積極的にVCと対話していることが分かった(図1参照)。売上規模が大きく、IPOを強く意識する経営者には、運転資金を貸し出す銀行等金融機関経由で、様々なVCが紹介される。また、経営者達は、民間VCの中でも、地元銀行系あるいは信金系VCへの信頼度が高い。一方、ある程度の売上規模があったとしても、IPOを望まず、規模の拡大も目指さない経営者は当然のことながらVCと対話する機会は少ない。

#### ② 「VCに期待する役割」について

VCへ期待することとして、全ての経営者に共通していたことは「研究開発型企業としての立ち位置への理解」であった。今回インタビューをした大学発ベンチャー企業は、全て、光技術を基軸として技術開発を行うものづくり(それに伴うサービス提供を含む)企業ばかりである。それゆえ、事業内容や将来の成長戦略の重要性もさることながら、まずは自社の技術力をしっかり理解して欲しいという意見が多数聞かれた。

また、VCへ期待する役割としては次のような意見があった。経営者自身にないチャンネル(人・モノ・情報)を紹介してくれるのは有り難いし、そのようなサポートをもっとして欲しい。人の紹介という点では、経営に参画してくれる人物や共同研究相手などを紹介して欲しい。一方、VCに対するやや辛辣な意見として次のようなものがあった。お金の話と決算書だけを見て意見を言うVCは不要。自社を未来永劫継続させるつもりなのに出口戦略の話ばかりされるので興ざめ。経営に余計な口出しをされるのは迷惑。

図1. 売上規模、IPO意識とVCとの対話頻度



(出所) 筆者作成

経営者達には調査票に基づきながら自由に意見を述べて頂いたので、VCに対する期待のみならず、批判的なコメント等も多数引き出すことができた。とはいえ、インタビューを受けて頂いた経営者の半分以上から、VCと対話を重ねることで、自社の技術力の理解を促進し、自社の社会的価値を見だし、経営者との夢を共有できるパートナーとなりうる相手であれば、積極的に付き合いをしていきたい、との前向きな意見が聞かれた。

## 6. 大学発ベンチャー企業を取り巻く新たな動き

インタビュー調査をとおして、大学発ベンチャー企業の資本構成やその調達先等を詳細に確認することができた。資金調達先は大きく分けて二つ。一つは、研究開発の原資となる公的資金（外部資本：国公共）と、もう一つは、企業の運転資金や事業開発の資金となる民間資金（外部資本：民間）であった（図2参照）。しかし、近年、大学発ベンチャー企業の新たな調達先がでてきていることも注目に値する。それは、政府による大学発VC設立支援の動きと、フィンテックの一部であるクラウドファンディング市場の拡大である。

### (1) 大学発ベンチャーキャピタルの設立

政府は、2014年3月31日 文部科学省・経済産業省令第二号「特定研究成果活用支援事業計画の認定等に関する省令」を発令した。この内容は主に次の二つに要約することができる。

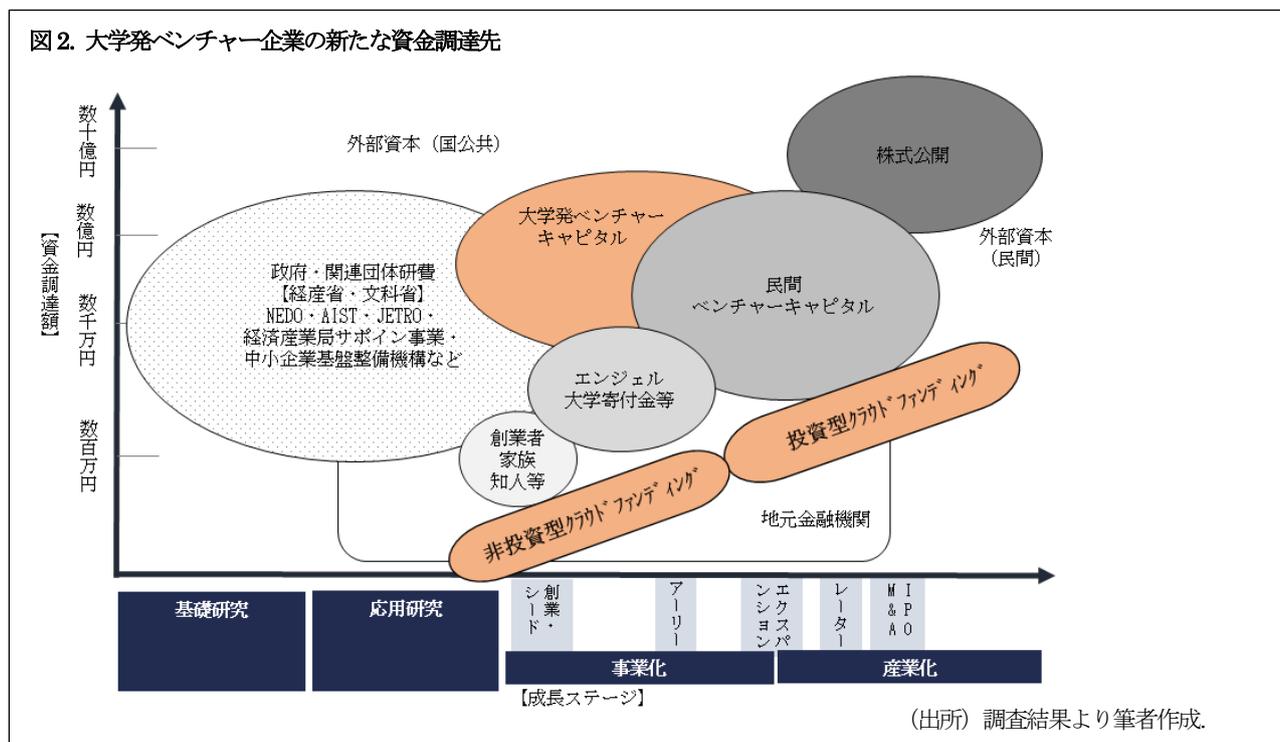
①国立大学法人等の技術に関する研究成果を事業活動において活用する者（大学発ベンチャー等）に対して、経営上の助言や資金供給を行う事業（特定研究成果活用支援事業）を実施しようとするVC等は、当該事業に関する計画を文部科学大臣及び経済産業大臣に提出し、計画が適当である旨の認定を受けることができる。②両大臣が定める指針に照らして計画が適当である旨の認定を受けたVC等は、国立大学法人等から出資並びに人的及び技術的援助を受けることができる。

また、時前後して、文部科学省（2013）は、官民イノベーションプログラムを発表。その中で、大阪大学、京都大学、東北大学、東京大学の4大学に対し合計1,000億円の研究開発資金が国から出資される旨が示された。その後、2014年9月には、大阪大学ベンチャーキャピタル㈱、同月に京都大学イノベーションキャピタル㈱、同年10月に東北大学ベンチャーパートナーズ㈱、翌年2015年11月には東京大学共創プラットフォーム㈱が、それぞれ立ち上がり国の認定を受けた。これら大学発VCは他大学と連携をとりながら新規事業の芽となりうる大学発ベンチャー企業への投資を始めた。

### (2) クラウドファンディング市場の拡大

大学発ベンチャー企業の新たなリスクマネーの調達方法として注目されるのがクラウドファンディングを活用

図2. 大学発ベンチャー企業の新たな資金調達先



したものである。個人金融資産が1,700兆円(日銀,2016)といわれるわが国において、個人が「共感度」によって資金を直接投資できるクラウドファンディングへの期待は大きい。最近では、研究費用を調達するために、徳島大学や筑波大学がクラウドファンディング組織を大学内に立ち上げた。

クラウドファンディングは、「非投資型」と「投資型」に大きく分けることができるが、上述した大学が活用するのは、「非投資型」と言われる方法である。徳島大学では、金額に応じてオリジナルの記念品を贈る「購入型」や、応募者が税制優遇を受けられる「寄付型」を活用し、応募者の名前を研究論文に記載することも検討している。

一方、事業の収益を分配する「投資型」は金融商品取引法の規制対象となる。株式投資型クラウドファンディングの市場整備のため、2015年2月13日、金融庁は「平成26年金融商品取引法等改正等に係る政令・内閣府令 案等の公表について」を発表。同年5月19日には、日本証券業協会が「金融商品取引業の拡大等に伴う自主規制規則の一部改正等について」の中で、「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」を制定。同年5月29日に第二種金融商品取引業協会による「電子申込型電子募集取扱業務等に関する規則」が制定された<sup>4</sup>。

時間や場所を限定しないクラウドファンディングによる資金調達が、今後、大学発ベンチャー企業の重要なリスクマネーの供給源となるのは間違いなからう。

これらの市場の新たな動きを考慮して、大学発ベンチャー企業の資金調達先を成長ステージと調達金額の二つの視点から示したものが図2である(図2参照)。

## 7. まとめ

一連の調査結果から、大学発ベンチャー企業は、現時点において、今回のプロ向けファンド規制の影響は特に受けていないことが分かった。そして、近年における第4次ベンチャーブームの国の政策的後押し、および、ネットファイナンスの急速な普及により、大学発ベンチャー企業にとっての資金調達先が増加していることが明らかになった(図2)。ベンチャー企業にとって過去最高レベルといわれるこれらの支援体制を生かすために、企業経営者は今後どのような点に留意すべきだろうか。大学発ベンチャー企業の今後の課題を以下に示して、本稿のまとめとする。

大学発ベンチャー企業の留意すべき点として次の五つが考えられる。①多様な資金調達先の内、何が自社にとってベストな選択かを見極める知識と能力が必要。②近年設立された大学発VCはあくまでも官製ファンド<sup>5</sup>であり、民業補完に徹する支援基準を設けていることを認識する必要がある。③クラウドファンディングは、「共感」と「参加」がキーワード。経営者自身が出資者との「コミュニケーションギャップ」を埋める努力が必要。④VC及び出資者に期待するだけでなく、経営者自身にも「知のマイニング」(武田・瀬戸,2015)が求められることを認識する。⑤過去(2001年の「大学発ベンチャー1000社計画」)から学ぶことが重要である。起業も大事だが、事業の継続はそれ以上に大事である。持続可能性を前提とした企業経営が求められる。

(2016年9月19日 証券経済学会創立50周年記念大会 テーマセッション①「ファンド規制とベンチャー投資」にて報告)

### 【謝辞】

本研究を進めるにあたり、本学発ベンチャー企業経営者へのインタビューは調査手法として欠くことのできないものであった。インタビューを敢行する上で、多大なるご協力を頂いた光産業創成大学院大学の藤田和久先生・沖原伸一朗先生及び同大学博士後期課程に在籍する学生の皆様・本学修士生の皆様、並びにデータ収集にご協力頂いた本学事務局・石山様に対し、この場を借りて深く感謝を申し上げる。なお、あり得べき誤謬はすべて筆者の責任に帰するものである。また、本論文内の意見は、筆者個人に帰するものであり、筆者が所属する大学の公式見解を示すものではない。

### 【参考文献等】

- ・磯崎哲也 [2014] 「ベンチャー騒然、金融庁ファンド規制の衝撃 DeNaのようなベンチャーが生まれなくなる？」東洋経済オンライン, 2014年6月11日号。
- ・一般社団法人ベンチャーエンタープライズセンター編集 [2015] 『ベンチャー白書2015ーベンチャービジネスに関する年次報告2015年度版ー』ベンチャーエンタープライズセンター。
- ・小野浩幸 [2016] 「大学等と地域金融機関の連携に関するネ

<sup>4</sup> 詳細は金融庁、日本証券業協会、第二種金融商品取引業協会

のHPを参照。

- ットワーク分析と類型化」『産学連携学』  
Vol.12, Number2, July2016, pp. 67-82.
- ・川村哲也・増田靖・姜理恵〔2016〕「浜松の産業創成に関する歴史分析—明治時代の産学官金の連携—」『産学連携学会第14回大会』発表資料.
  - ・経済産業省〔2016〕「平成27年度大学発ベンチャー調査 調査結果概要」経済産業省産業技術環境局大学連携推進室.
  - ・坂勇一郎〔2016〕「プロ向けファンドの規制見直しの経緯・レジュメ」証券経済学会創立50周年記念大会テーマセッション①「ファンド規制とベンチャー投資」配布資料.
  - ・新村和久・犬塚隆志〔2016〕「研究開発型大学等発ベンチャー調査2016」文部科学省科学技術・学術政策研究所, DISCUSSION PAPER No. 139.
  - ・竹内宏編〔2002〕『「浜松企業」強さの秘密』東洋経済新報社.
  - ・武田立・瀬戸篤〔2015〕『イノベーションの成功と失敗—戦前戦中から戦後に至る日本型イノベーションの真実—』同文館出版.
  - ・日本銀行〔2016〕「家計金融資産（資金循環統計）」（四半期）  
([http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/mtshtml/ff\\_q\\_1.html](http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/mtshtml/ff_q_1.html))
  - ・松田修一〔2014〕「【松田修一氏×武田隆氏対談】（後編）日本は「ビジネスモデル輸出国家」を目指せ！ベンチャーに期待される次世代のイノベーション」ダイヤモンドオンライン (<http://diamond.jp/articles/-/50780>), 2016年7月アクセス.
  - ・三木俊克〔2012〕「わが国における大学発ベンチャー施策の歩みと今後の方向性」STARTシンポジウム資料.
  - ・村上達哉・山本龍一・定田充司・大矢遼〔2016〕「金融商品取引所等(2)」『図説日本の証券市場 2016年版』日本証券経済研究所, pp160-190.
  - ・文部科学省〔2013〕「官民イノベーションプログラム（国立大学に対する出資事業）について」文部科学省高等教育局.
  - ・VEC：財団法人ベンチャーエンタープライズセンター〔2011〕「ベンチャービジネスと新興市場を目指すベンチャー企業の状況」『新興市場等の信頼性回復・活性化策に係る協議会・部会（2011年3月31日）』資料.