

# 株式公開を意識したベンチャー企業のための 不祥事防止策に関する一考察 —ガバナンス・モデルを目指して—

*A Study of the Prevention of Scandals for Venture Businesses*

内 田 亨<sup>\*1</sup>・山 本 靖<sup>\*2</sup>

## 要旨

本稿では、まず株式公開を意識したベンチャー企業の経営者による不祥事の事例を集約し、レビューする。本稿で述べた不祥事ベンチャー企業は、上場に固執するあまり、トップによる巧妙な手口を駆使した粉飾が特徴的である。

次に、不祥事防止策としては、次の五点をとりあげ、検討する。それは、i) 内部統制の構築、ii) 従業員へのコンプライアンス教育、iii) 経営者としての倫理哲学の教育、iv) 外部チェック機能の強化、v) ステーク・ホルダーのビジネス・アンダースタンディング力の醸成、である。キーワード：コーポレート・ガバナンス、ベンチャー企業、株式公開、企業不祥事、人間的経営

## 1. はじめに

組織体である企業の目的は、経営の長期的存続と発展にあり、社会との調和と雇用が最重要課題である<sup>1</sup>。これは、ベンチャー企業においても当てはまると言えよう。そもそも企業において、法的には株主が企業の所有者である。しかし、実態的には、企業は、株主、経営者、従業員などのステーク・ホルダーの共有的存在である。企業が社会の公器といわれる所以はここにある<sup>2</sup>。こうしたステーク・ホルダー概念や社会の公器としてのガバナンスの議論が1990年代から現在に至るまで大企業を中心になされてきた。

しかし、それに比べて株式を公開していない企業、とくに中小企業やベンチャー企業のコーポレート・ガバナンスの構築は、相対的に低いと言わざるを得ない。中小企業白書では、中小企業におけるコーポレート・ガバナンスを次のとおり定義づけている。それは、「一般には、企業が内部や外部からの監視や規律を活用し、経営者、株主、債権者等のステーク・ホルダー（利害関係者）のためにどのような活動を行うかを明確に示し、適切な経営判断や経営の効率化を促進する仕組み」<sup>3</sup>である。この定義通りガバナンスを構築している中小企業・ベンチャー企業のガバナンスの仕組みははたしてどのようになっているのだろうか。中小企業・ベンチャー企業では、経営者に権限が集中していることが少なくない。なぜなら、経営資源が大企業ほど恵まれていないからである。そのため、経営者へのチェックが無ければ、不祥事が容易に起こりうる。本稿で述べる事例以外にも、中小企業の食品偽装事件やベンチャー企業の粉飾決算などがここ数年多発している。経営者自身が自ら巧妙に不祥事を直接牽引しながら企業利益を追求するなら、それは

<sup>\*1</sup> UCHIDA, Toru [情報システム学科]

<sup>\*2</sup> YAMAMOTO, Yasushi [山本靖&アソシエーツ]

悪である。

中小企業・ベンチャー企業において経営の自浄作用はなぜ働かないのだろうか。こうした問題意識のもと、本稿では、株式公開を意識したベンチャー企業の経営者による不祥事の事例を集約し、レビューしてみる。なぜなら、経営者自身が自ら巧妙に不祥事を直接牽引する動機が株式公開を意識したベンチャー企業に散見されるからである。次に、こうした企業の不祥事の防止策を検討する。

## 2. 株式公開を意識したベンチャー企業の不祥事事例

### 2.1 有限会社プロデュース粉飾決算

1992年6月、新潟県長岡市に有限会社プロデュース（以下プロデュース）が設立された。当初は、工作機械メーカーから受注を受け、FA（ファクトリー・オートメーション）制御装置の設計・試作、部品製造を行っていた。プロデュースは、2005年12月に同社が上場する際、赤字だった決算を黒字決算にした虚偽の有価証券届出書を作成し、2006年9月と2007年9月も売上高を水増しして粉飾決算した有価証券報告書を提出したとされている。それは、伝票のやりとりだけで売り上げを計上する循環取引などの手口である。2009年3月5日には、創業者兼社長を含む経営者らが、有価証券報告書に虚偽の記載をしたとして、証券取引法違反の容疑で逮捕された。他に監査を担当していた公認会計士が、上場時から赤字を黒字に見せ掛け、継続的に粉飾に関与したとされ、この公認会計士も逮捕された。

その後、プロデュース社長は、NHKのインタビューで次のように話している。「上場前から高い計画を立てざるをえなかった中で、現実的には数字に到達しなかった。上場をやめると言うのと、監査法人があわてふためいて『こうすればいいよ』と言われ、粉飾をすることになった」<sup>4</sup>。粉飾決算の裏には、不正をしてまでも株式公開を目指さなければならない経営者のみならず、株式公開によって利益を得る利害関係者の誤った行為も存在していたことが示唆される。

### 2.2 株式会社エフオーアイ粉飾決算

株式会社エフオーアイ（以下エフオーアイ）の事例は、半導体とベンチャー・ビジネス双方の領域にまたがった粉飾事件である。2009年11月に東証マザーズに上場したエフオーアイが、粉飾決算容疑で証券取引等監視委員会の強制調査を受け、東京地裁が破産手続き開始の決定をしたのが2010年5月であった。

2010年5月29日の『毎日新聞』<sup>5</sup>によれば、エフオーアイは、東京証券取引所マザーズ上場のため売上高を水増し、7カ月という過去最速での上場廃止が決まった。同社の粉飾疑惑は、上場審査時の「3重のチェック」をすり抜けていたことである。そのため、関係者に衝撃が広がっている。証券取引等監視委員会は、「粉飾割合は前代未聞」と声明を出している。専門家からは

<sup>1</sup> 「大磯小磯」『日本経済新聞』2003年9月4日朝刊。

<sup>2</sup> 石崎忠司・中瀬忠和編（2007）『コーポレート・ガバナンスと企業価値』中央大学出版部、270頁。

<sup>3</sup> 中小企業庁（2009）「第3部地域経済と中小企業の活性化第3節中小企業の情報開示とコーポレート・ガバナンス」『中小企業白書2008年版』中小企業庁。

<sup>4</sup> NHKテレビ「ニュースウォッチ9」（2010年7月9日）。

<sup>5</sup> 「エフオーアイ粉飾決算：三重審査すり抜け売上高60倍に」『毎日新聞』2010年5月29日朝刊。

上場審査制度の検証を求める声も上がった。この3重のチェックとは、東京証券取引所の上場審査、証券会社、会計士による3重のチェックのことを指す。2009年11月の上場に向けた2009年3月期売上高約118億5千万円のうち、実際の売上高は、わずか3億1千9百万円程度であった。

さらに2010年6月10日付け『日本経済新聞』によって、その実態が明らかになってきた。「実際、2009年3月期に販売した半導体製造装置はわずか数台。売れたことになっていたはずの残りの三十数台は、東京都内の倉庫に秘密裏に“納品”されていた」<sup>6</sup>。「売上高の水増しの手口は、主に架空取引だ」<sup>7</sup>。つまり、まず架空の仕入れ先に代金を振り込み、海外に実在する半導体メーカーの名前を悪用して偽造の注文書に捺印し、次に架空の売却先から受注したように装い架空の売上高を計上、そして先の架空の仕入れ先から架空の売却先を経由して売上代金を入金させる還流という手口である<sup>8</sup>。全ての情報管理を集約していた社長と取締役管理部長が金融商品取引法違反で逮捕された。

### 2.3 株式会社ライブドア偽計事件

株式会社ライブドア（以下ライブドア）は、当時子会社であった株式会社ライブドアマーケティングの「偽計及び風説の流布」という証券取引法違反の容疑をかけられた。2006年1月16日にライブドア本社及び関係先は、東京地検特捜部による家宅捜査を受けた。ライブドア事件が公になった最初である。ライブドア事件は、後藤啓二（2006）<sup>9</sup>から大約すると、次の通りである。自己の支配下にある投資事業組合を利用して既にも買収していた企業に対して、株式交換を装って企業買収したとする虚偽の発表を行った。その直後に自社の大幅な株式分割を行って株価を吊り上げ、投資事業組合を通じて自己に多額の株式売却益を利益として還流させるという新しい手口を使った。それと併せて、古典的な手口であるグループ企業間における利益の付け替えを実施し、粉飾を行っていた。

後藤は本事件の特徴として三つの特異性を提示している。一点目は、本事件が、株式交換、株式分割、投資事業組合という規制緩和によってもたらされた仕組みを利用したという点である。つまり、規制緩和がもたらす害悪の部分を体現したということである。二点目は、ライブドアが経営破綻していたわけでもないのに不正な会計や証券取引法違反に走った珍しい事例という点である。赤字決算であれば株価が下落し、株式交換を利用した企業買収や公募増資等を行うことが困難となり、事業拡大にブレーキがかかる。それを避けたいという、ライブドアの時価総額至上主義というビジネス・モデルが原因とされる。三点目は、東証や金融庁等証券市場の健全性確保を任務とする機関が、機能しなかった点である。具体的には、大幅株式分割や時間外取引を利用したTOB規制の潜脱等の行為を見逃し続けるなどルール違反を指摘し、是正しようという動きが出なかったことである。

<sup>6</sup> 「売上高ほぼ全額虚偽」『日本経済新聞』2010年6月10日朝刊。

<sup>7</sup> 同上。

<sup>8</sup> 同上。

<sup>9</sup> 後藤啓二（2006）『企業コンプライアンス』文春新書。

## 2.4 ベンチャー企業の不祥事事例のまとめ

以上の通り株式公開を意識したベンチャー企業の不祥事事例として、プロデュース粉飾決算、エフオーアイ粉飾決算、ライブドア偽計事件を取り上げた。本節では粉飾決算を引き起こしたと考えられる要因について検討を加えてみる。この三つの事例に共通しているのは、経営者を中心とした企業トップによる巧妙な手口を駆使した架空の売上げ増しによる粉飾である。経営者としての自覚や責任感がまったくうかがいしれず、投資家や証券市場に対する背信行為である。グローバルイズムや行き過ぎた規制緩和が新たな金儲けの手段となり、社会のモラルの低下を彷彿させる事件であった。

これらの事件は、株式公開しようとしているベンチャー企業に対して多大なマイナスのイメージを与えると云わざるを得ない。全部が悪いわけではないのに、一つか二つ目立って悪いことがあると、ベンチャーは全部ダメだという一種の風評被害につながりかねない<sup>10</sup>。もちろん株式公開を意識したベンチャー企業あるいは株式公開を既に行っているベンチャー企業全てにこうした事例があてはまるわけではない。高い道德倫理に基づき、経営を実践している経営者も多く存在しているからである。

株式公開を意識したベンチャー企業の不祥事を、不祥事当事者、法律違反の内容、手口、動機・要因に整理し図表1にまとめた。共通している法律違反の内容は、三社とも金融商品・証券の取引に関するものである。株式公開によってもたらされる企業のメリットの一つは、その企業の株式が公の市場で取引され、直接金融による資金調達が可能になることである。その目的の前提として、当該企業の株式が客観的な物差しで評価され、一つの金融商品として値段がつく大義があ

図表1 株式公開を意識したベンチャー企業の不祥事

企業名	プロデュース	エフオーアイ	ライブドア
不祥事当事者	創業者兼社長を含む 経営者ら 公認会計士	社長 取締役管理部長	社長
法律違反の内容	有価証券報告書に虚偽の記載をした証券取引法違反	架空取引による金融商品取引法違反	偽計及び風説の流布による証券取引法違反
手口	伝票のやりとりだけで売り上げを計上する循環取引	架空の仕入れ先に代金を振り込み、海外に実在する半導体メーカーの名前を悪用して偽造の注文書に捺印。次に架空の売却先から受注したように装い架空の売上高を計上。そして先の架空の仕入れ先から架空の売却先を経由して売上代金を入金させる還流	自己の支配下にある投資事業組合を利用して既にも買収していた企業を株式交換を装って企業買収したとする虚偽の発表。その直後に自社の大幅な株式分割を行って株価を吊り上げ、投資事業組合を通じて自己に多額の株式売却益を利益として還流
動機・要因	上場に執着、および、株式公開による利害関係者の誤った行為	上場に執着	時価総額主義 グローバルイズムや行き過ぎた規制緩和による金もうけ主義

出典 筆者作成

<sup>10</sup> 柳孝一（2009）「ベンチャービジネスの現状と課題 - 今こそベンチャーの活躍に向けて」『日本ベンチャー学会誌 VENTURE REVIEW』No.14, September, pp.64-81.

る。売上が上がらない、売上が低下するならば、多くの場合にその企業の株価は下がり、投資家や出資者に迷惑をかけてしまう。株式を公開させる、あるいはさせている以上、経営者はそういった事態を避けたいと考えるのが自然である。株価下落の防御に固執し、粉飾決算をしたのが、三つの事例に見受けられるベンチャー企業の特徴である。この三つの事例におけるベンチャー企業の場合、経営者が巧妙に手口を隠しだてできる程に、経営者に権限が極度に集中していたことが粉飾を引き起こす要因の一つと考えられる。

### 3. ベンチャー企業の不祥事防止策

ベンチャー企業の粉飾決算を見逃してしまわないためには、従来のチェック機能だけでは不備である。これは上述のわずかな事例からも容易に想起される。それではどういったチェック機能が求められるのであろうか。本節では、次の五点をとりあげ、検討する。それは、i) 内部統制の構築、ii) 従業員へのコンプライアンス教育、iii) 経営者としての倫理哲学の教育、iv) 外部チェック機能の強化、v) ステーク・ホルダーのビジネス・アンダースタANDING力の醸成、である。

#### 3.1 内部統制の構築

大企業においては、内部統制の有効性評価及び改善を行うに当たり、会社法に定められた監査役の設置をはじめ、内部監査を執り行う専門の監査部門設置が進んでいる。

一方で、ベンチャー企業においては、そのリソースや内部統制の存在価値の問題も含め、内部統制部門設置まで行っている企業は、ほとんど無いのが現状である。多くのベンチャー企業経営者は、直近の業績向上を優先し、内部統制については、どちらかという二の次になっている。また、その進め方で悩んでいる経営者も多いのではないだろうか。筆者らが現在まで調査してきたベンチャー企業経営者へのインタビューでも、その多くは、人材不足のため会計士・税理士や外部機関に一任しているところが多々見受けられた。しかし、一部のベンチャー企業経営者は、内部統制の重要性を認識しており、内部告発制度等を取り入れているところもある。

また、三井秀範（2008）が提言しているように、内部統制報告制度によって企業が自らの業務プロセスを効率化しながら、戦略的な経営を行っていくことも可能となる<sup>11</sup>。これは、大企業にかかわらず、ベンチャー企業にも言えることである。とくに、ベンチャー企業では、トップダウン型企業経営が多い。そのため、経営者が「トップダウン型リスクアプローチ」<sup>12</sup>という考え方をすることによって、大企業以上に強力な内部統制を浸透させることは可能であろう。とくに、株式公開を意識したベンチャー企業なら、内部統制を構築することが不可欠である。まず、ベンチャー企業自らが主体的に内部統制の仕組みを持っていることが、ステーク・ホルダーへのアピールにもなる。株式公開をするというのは、いかに機能する内部統制の仕組みを持っているかがポイントなのである。

#### 3.2 従業員へのコンプライアンス教育

経営者は自らがコンプライアンス経営を推進し、従業員にも徹底していく必要がある。従業員

<sup>11</sup> 三井秀範（2008）「内部統制報告制度の円滑な実施に向けて」『月刊監査研究』2008. 6（No.409）。

<sup>12</sup> 同上。

の側もコンプライアンスの重要性を深く受け止め、コンプライアンス研修を受講することがより望ましい。

ここで、入社後の新人教育としてコンプライアンス研修の受講を必須としているIT企業S社の事例で検討しよう。その研修で使用されるテキストの目次は、図表2の通りである。同社では、経営者である社長を委員長とする遵法倫理委員会が設置されており、半年に1回のサイクルで実施する部門点検をベースに、コンプライアンス経営が推進されている。コンプライアンス経営に対する会社指針が印刷された手帳が従業員に毎年配布され、朝礼時に喚起されている<sup>13</sup>。

同社のように経営者が先陣を切って従業員にコンプライアンス経営を推進していくことは、人間的経営に通じるものがある。この人間的経営とは、「企業が社員とともに倫理観や崇高な価値観を共有し、さらに社員の自主性を尊重した経営に取り組むことである」<sup>14</sup>である。

図表2 S社コンプライアンス経営テキストの目次

1. コンプライアンス経営の概要 (1) コンプライアンス経営とは (2) 企業不祥事の逆スパイラル (3) コンプライアンス経営とCSR (4) CSRに対する誤解とコンプライアンス経営の実践 (5) 法令遵守とグレイゾーン
2. 我が社のコンプライアンス経営 (1) 経営理念 (2) 取締役会とコンプライアンス経営 (3) 遵法倫理委員会と行動基準 (4) 遵法倫理の実践と日常管理 (5) 経営倫理士の養成

出典 S社遵法倫理委員会事務局編『コンプライアンス経営 入門テキスト』

### 3.3 経営者としての倫理哲学の教育

売上を水増し、決算書を改ざんするというベンチャー企業の不祥事は、上述した事例だけではない。その多くの場合、経営者が直接不正に関与しているということが問題と言えよう。こうした問題を解決するためには、ベンチャー企業にどのようなガバナンスを求めるべきであろうか。その糸口の一つは、経営者がしっかりとした倫理観を持つことである。明治維新の混乱時期に、論語を用いた「職業倫理観」を堅持し、ベンチャー精神を發揮しながら、実業界で大成功を収めた先人がある。それは渋沢栄一である。渋沢栄一の主張する「真正の利殖は仁義道徳に基づかなければならない」という趣旨には現代人が傾聴すべきポイントが多々存在している<sup>15</sup>。こうした職業倫理観を加味して、早稲田大学大学院で起業家研究を専門としている柳孝一教授は、ベン

<sup>13</sup> S社A氏インタビュー（2012年9月24日）。

<sup>14</sup> 内田亨・山本靖・逆瀬川明宏（2011）「日米コーポレート・ガバナンスの課題と日本の経営で共感される価値観－人間的経営を包含した経営哲学を目指して－」『西武文理大学研究紀要』第18号。

<sup>15</sup> 渋沢は、「真正の利殖は仁義道徳に基づかなければならない」と繰り返し主張するのが持論であった（渡部昇一（2009）『渋沢栄一「論語と算盤」が教える人生繁栄の道』致知出版）。

チャー企業の経営者に対して必要なものとして、次の三つをあげている。それは、「ベンチャーに取り組む気概」、「起業・経営のためのスキル」、「起業家としての倫理と哲学」である。同氏は、最後の「起業家としての倫理と哲学」を合わせた三つのバリューをセットにして、起業家が途中で変節しないよう教育する必要があると提言している<sup>16</sup>。以下、三つのバリューについて簡単に説明する。

「ベンチャーに取り組む気概」とは、様々な困難や苦境を積極的に乗り越えて行こうとする強い信念のことである。つまり、ベンチャーの志、理念、ビジョンにも通じるチャレンジ精神である。

「起業・経営のためのスキル」とは、ビジネス・スクールのテキストで教えられる専門知識である。

最後に、「起業家としての倫理と哲学」の教育については、世間では、まだ十分行われているとは言えない。ビジネス・スクールの教育の多くは米国からの輸入、焼き直しがほとんどである。そもそも米国式教育では、倫理と哲学というより、本当に社会的倫理や法令遵守をしているのか性悪説的視点による主張や牽制道具が多い。例えば、現在もたらされつつある内部統制は、単に不正を阻止するねらいに見合うが、実際に企業を改善する可能性や企業価値を向上させる可能性は満たしていない。したがって、社会的倫理や法令遵守だけでなく、倫理哲学の教育が必要となる。稲盛（1996）<sup>17</sup>では、経営哲学とは、探求し続けてきた人間の判断基準となるべき宗教的規範ならびに倫理観を企業哲学として確立する、とある。さらに、「ノーブレス・オブリージ」というフランスの言葉があるが、「気高い者もしくは地位の高い者は、その地位に相応しく振舞うべきである」<sup>18</sup>という意味である。こうした「ノーブレス・オブリージ」精神も兼ねた倫理哲学の講座が望まれる。伝統的にエリート教育をしてきたフランスの「グランゼコール」では、概ねこうした教育がなされ、学生は、入学時に「国家のために尽くす」といったサインをさせられる。日本は、古来、倫理観の高い国と言われてきたが、それでも企業の不祥事は発生している。こうした問題を解決する方法として、教育機関が起業家対象に、倫理哲学教育を提供していくことは、不祥事対策の一つの方策として有効と考えられる。

### 3.4 外部チェック機能の強化

次に、社会一般として、まず、外部チェック機能の強化があげられる。プロデュースの場合には、監査を担当していた公認会計士が、上場時から赤字を黒字に見せ掛け、継続的に粉飾に関与したとされる。牽制をしなければならない会計士の立場が全く機能していなかった例証である。そして、エフオーアイの場合は、上場から半年という短期間で問題が明らかになった事例である。グローバルズムというビジネスの世界市場展開を逆手にとって、海外の架空会社と架空取引を簡単に見抜けな状況を作り出した。プロデュースとエフオーアイの不正行為どちらも、新規株式公開市場の信頼を揺るがしかねない事例と言える。前述の通り粉飾の仕方がかなり巧妙に行われてはいるものの、チェック機能は十分働いていなかった。このチェックとは、東京証券取引所の上場審査、証券会社、会計士による三重のチェックのことである。

<sup>16</sup> 柳孝一（2009）「ベンチャービジネスの現状と課題 - 今こそベンチャーの活躍に向けて」『日本ベンチャー学会誌 VENTURE REVIEW』No.14, September, pp.64-81.

<sup>17</sup> 稲盛和夫（1996）『成功への情熱』PHP 研究所。

<sup>18</sup> Jacques Demougin（1999）*Le Dictionnaire Hachette Encyclopédique Illustré*, Hachette, Paris, p. 1308.

仮に会社ぐるみで粉飾し、取引先とも結託していれば、不正行為を見抜くのは困難である。しかし、東京証券取引所や証券会社は、財務諸表のチェックを会計士に事実上一任している問題もある。こうした問題を踏まえ、東京証券取引所では、市場の信頼性の維持・向上を目的とした制度整備が行われている。たとえば、2009年11月9日には、同取引所は、「マザーズの信頼性向上のための有価証券上場規定等の一部改正について」(平成21年11月6日版)を施行している。その主要な改正点は、図表3のとおりである。

さらに、2011年3月31日には、同取引所は、「マザーズの信頼性向上のための有価証券上場規定等の一部改正について」(平成23年2月28日版)を施行している。その主要な改正点は、図表4のとおりである。

上記の通り、東京証券取引所は二度の制度整備を行っている。筆者は、こうした制度整備に一定の評価をしたい。しかし、こうした規定に加えて、チェック機能を担う「人」の質の要件が問われていないことを見逃すことはできない。例えば、会計士だけに頼らない不正行為を見抜く知見や能力である。その能力の一例として、以下にステーク・ホルダーのビジネス・アンダースタANDING力について述べる。

図表3 マザーズの信頼性向上のための有価証券上場規定等の一部改正について

大分類	小分類	内 容	備 考
1. マザーズの上場審査に係る取り扱いの整備	(2) 事業計画の合理性に係る上場審査項目の新設	マザーズの上場審査項目として「事業計画の合理性」を新設し、新規上場申請者の企業グループが相応に合理的な事業計画を策定しており、当該事業計画の遂行により、経営成績が良好となる見込みがあることを求めるものとします。	有価証券上場規定第214条第1項第4号、上場審査等に関するガイドラインⅢ5
	(3) 上場審査における要件の見直し	マザーズの上場審査項目である「企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性」の審査について、新規上場申請者の規模や成熟度等に応じて行うこととします。	有価証券上場規定第214条第1項第3号

出典 東京証券取引所「マザーズの信頼性向上のための有価証券上場規定等の一部改正について」(平成21年11月6日版)より抜粋

図表4 マザーズの信頼性向上のための有価証券上場規定等の一部改正について

大分類	小分類	内 容	備 考
1. マザーズの信頼性向上に向けた対応	(1) 財務諸表の信頼性向上のための対応	マザーズの新規上場申請者については、「新規上場申請のための有価証券報告書」に記載される財務諸表等について、上場会社監査事務所(日本公認会計士協会の上場会社監査事務所登録制度に基づき上場会社監査事務所名簿に登録されている監査事務所をいいます。)の監査を受けていることを要件とします。	有価証券上場規定第212条第6項の2
2. マザーズの活性化に向けた対応	(1) 上場審査における要件の見直し	マザーズの上場審査項目として「事業計画の合理性」については、相応に合理的な事業計画が策定されており、その当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤が整備されていることを確認するものとします。	有価証券上場規定第214条第1項第4号等

出典 東京証券取引所「マザーズの信頼性向上のための有価証券上場規定等の一部改正について」(平成23年2月28日版)より抜粋



### 3.5 ステーク・ホルダーのビジネス・アンダースタンディング力の醸成

本項で述べるステーク・ホルダーとは、上場審査を行う証券取引所、主幹事証券会社、会計監査人、ベンチャー企業に出資するベンチャー・キャピタリスト、銀行等金融機関、その他一般投資家や取引先が含まれる。というのも、上記の「外部チェック機能の強化」で述べた通り、制度整備がより強化されたとはいえ、財務諸表のチェックは会計士を中心として行われていることに変わりがないからである。松田修一（2010）<sup>19</sup> が言及するビジネス・アンダースタンディング力の醸成は、本節で述べたステーク・ホルダーまで拡張している（図表5）。

まずここでエフオーアイを一例として検討してみよう。このエフオーアイに関して、松田修一（2012）は、「大体2～3か月でマックスです。何と倒産した会社は789日ですよ。売っても2年以上回収できないのです」<sup>20</sup> と、売上代金が通常の10倍以上かかっても回収されていないことを述べている。この売上代金が長期に渡って回収されない不審な実態は、同社が株式公開する前から幾人かのベンチャー・キャピタルでも指摘されていた。ベンチャー・キャピタリスト二名とのインタビュー<sup>21</sup>によれば、二人ともエフオーアイのデュー・デリジェンス（適正評価）の段階でとても奇異な行為に見えたと述べていた。たとえば「売掛債権の回収が半導体装置の商習慣に照らしても異常に長かった」「エフオーアイの製造装置が半導体業界で出回っている情報を余り聞いたことがない」など不審な点を指摘している。こうした指摘は、この二人が大手商社で欧米の半導体装置の輸入販売をしてきた多くの経験と業界のビジネス上の知見によるものである。もちろんこのベンチャー・キャピタリストらはエフオーアイへの投資を見送っている。

一方、日本のベンチャー・キャピタリストは、この二人と違い、銀行あるいは証券会社出身者が少なくない。そして専門技術はもちろん産業界の商習慣の知見を持ったキャピタリストは、米国のキャピタリストほど多くない。つまり、技術面および業界面に精通しているとは決して言えないのである。先のベンチャー・キャピタリストによれば、「一人の担当者がアパレルでも飲食

図表5. 5つのベンチャー支援関係団体の課題

5つの支援者	支援者の役割からくる課題
ベンチャーキャピタル	ハンズオンを行うリードインベスターとその他投資家の役割の不明確 自ら判断し投資をするベンチャー投資基準の不明確
銀行等金融機関	有担保主義から成長可能性融資に切り替えた融資判断の審査能力の欠如 売掛金の担保としての製品価値や売上計上基準の妥当性の判断不十分
会計監査	形式的内部統制システムに依存した大型粉飾発見の限界 実査・立会・確認の監査基本手続の実行や売上基準の適用の不適切 監査人の精神的独立性を含む監査団体内の監査品質チェックの不十分
主幹事証券会社	上場審査時点の数百を越える質問項目の形式化と実態チェックの限界 収益・資金モデルの継続性に関する総合的判断の欠如
証券取引所	粉飾という故意の違法行為に対する担保（大口取引の弁護士見解等）検討 ガバナンス体制に違反した場合の罰則強化の必要性

出典 松田修一（2010）

<sup>19</sup> 松田修一（2010）「ベンチャーの粉飾と関係団体の課題—半導体装置ベンチャー FOI の IPO 直後の粉飾発覚—」『日本ベンチャー学会誌 VENTURE REVIEW』No.16, September, pp.1-19.

<sup>20</sup> 松田修一（2012）「IPO ビジネス—世界動向と日本の課題」『月刊資本市場』、No. 318、2012年2月号。

<sup>21</sup> 元ベンチャー・キャピタリスト A 氏および B 氏（2010年6月2日インタビュー）。

でもハイテクでも何でもかんでも喰いついて申請書を書き飛ばし、投資委員会は投資委員会で性善説的観点から財務諸表と事業計画書だけを審査しているベンチャー・キャピタルも存在している」<sup>22</sup>と、ベンチャー・キャピタル社内の問題点を述べている。また企業を見る目、すなわちビジネス・アンダースタANDING力の重要性を主張している早稲田大学大学院の松田修一教授は、会社の個別説明のみで判断すると会社の全体像を捉えられないという問題点も指摘している。少なくとも投資する分野に関して、技術面および業界面の知識や見識なり哲学が必要と言える。

例えば、もの作り企業であれば、長期赤字企業のビジネス・モデルでは成り立たない。さらに販売先の景気変動により増幅的に受注の波を受けるので、高収益モデルでない限り、持続的成長は困難である。ステーク・ホルダーは、まず、こうした健全な経営を行っている企業のベンチマークを基準とする。次に、もの作り企業の企業特性を前提にした経営数値仮説を検討する。これによって、一つの判断指標を造りあげることが可能である。すなわち、もの作り企業の視点にたったビジネス上のファイナンスの知識も持ち合わせていることが必要なのである。ステーク・ホルダーは、企業と取引を開始するデュー・デリジェンスのプロセスで、経営環境－企業特性－事業特性－財務諸表との整合仮説を前提として、現実の実態と異常値を発見し、原因を解明することが可能となると松田修一は述べている<sup>23</sup>。

#### 4. おわりに

株式公開を意識したベンチャー企業は、大企業で一般的に述べられているコーポレート・ガバナンスと同様、不祥事を引き起こさず、収益力と競争力を上げて企業利益を追求することで、企業価値の向上を行わなければならない。ただし、大企業と比較すると、ベンチャー企業は、ガバナンスといった管理体制を完全に実践できるほどの経営資源が明らかに脆弱である。また、そもそも経営者は人間であり、人間が不完全な存在であるため、「完全なる経営」は不可能である。こうした問題に、大企業なら、組織で補っていく仕組みが備わっている。しかし、ベンチャー企業は、経営者が経営のすべてを担っており、組織的経営という概念も乏しく、組織も未熟である。したがって、株式公開を意識したベンチャー企業には、不祥事を起こさないためにも、可能な限り経営者ひとりに頼り切らないガバナンス・モデルの構築が望まれる。

#### 参考文献

- Jacques Demougin (1999) *Le Dictionnaire Hachette Encyclopédique Illustré*, Hachette, Paris.  
 石崎忠司・中瀬忠和編 (2007) 『コーポレート・ガバナンスと企業価値』、中央大学出版部。  
 稲盛和夫 (1996) 『成功への情熱』PHP 研究所。  
 内田亨・山本靖・逆瀬川明宏 (2011) 「日米コーポレート・ガバナンスの課題と日本の経営で共感される価値観－人間的経営を包含した経営哲学を目指して－」『西武文理大学研究紀要』第18号。  
 後藤啓二 (2006) 『企業コンプライアンス』文春新書。  
 中小企業庁 (2009) 『中小企業白書 2008 年版』中小企業庁。

<sup>22</sup> 同上。

<sup>23</sup> 松田修一 (2010) 「ベンチャーの粉飾と関係団体の課題－半導体装置ベンチャー FOI の IPO 直後の粉飾発覚－」『日本ベンチャー学会誌 VENTURE REVIEW』No.16, September, pp.1-19.

- 東京証券取引所（2009）「マザーズの信頼性向上のための有価証券上場規定等の一部改正について」東京証券取引所、平成 21 年 11 月 6 日版。
- 東京証券取引所（2011）「マザーズの信頼性向上のための有価証券上場規定等の一部改正について」東京証券取引所、平成 23 年 2 月 28 日版。
- 松田修一（2010）「ベンチャーの粉飾と関係団体の課題 —半導体装置ベンチャー FOI の IPO 直後の粉飾発覚—」『日本ベンチャー学会誌 VENTURE REVIEW』No.16, September.
- 松田修一（2012）「IPO ビジネス—世界動向と日本の課題」『月刊資本市場』、No. 318、2012 年 2 月号。
- 三井秀範（2008）「内部統制報告制度の円滑な実施に向けて」『月刊監査研究』2008. 6 (No.409)。
- 柳孝一（2009）「ベンチャービジネスの現状と課題 - 今こそベンチャーの活躍に向けて」『日本ベンチャー学会誌 VENTURE REVIEW』No.14, September.
- 渡部昇一（2009）『渋沢栄一「論語と算盤」が教える人生繁栄の道』致知出版。

## 謝辞

本稿執筆にあたり、株式会社システムフロンティア常務取締役逆瀬川明宏氏、および NEC ネットソリューションズ株式会社 村上慎一氏より貴重な御助言を頂戴致しました。ここに深甚なる謝意を表します。

