

## ベンチャー投資家視点での知的財産評価

堀 越 康 夫\*

**抄 録** 近年、ビジネスにおける知財の取り扱いが重要視されている。この事はベンチャー企業への投資を業務とする投資家にとっても同様である。投資判断を行う際、知財評価を重要ポイントに織り込むことは、我が国のベンチャー投資活動が、更に一步、欧米の水準に近づく事を意味している。本稿では、ファイナンスの観点から投資活動について解説した上で、特にライフサイエンス系ベンチャー企業への投資を主業務としているベンチャーキャピタルの投資活動に焦点を当て、意思決定を行う前の精査、投資実行後のモニタリング活動、そして最終的な投資資金の回収までの一連の流れの中で、知的財産がどのように扱われているのかを、欧米の例を交えながら投資家視点で述べている。これらに触れることにより、ベンチャー企業の周辺でご活躍の方々の問題意識が更に向上する事を心から期待したい。

### 目 次

1. はじめに
2. 投資と融資
  2. 1 事業投資
  2. 2 金融投資
3. ベンチャー企業の評価
  3. 1 不確実な将来
  3. 2 知財評価の重要性
  3. 3 DDの重要性
4. 投資実行後のアクション
  4. 1 大前提：「キャッシュ」こそが命
  4. 2 ハンズ・オン
5. 投資出口
6. おわりに

### 1. はじめに

ベンチャー投資家視点での知的財産評価を論ずるにあたり、まずは「投資」活動、および、「投資」を業とする投資家について考えて行きたい。中でも今回は、国際的に戦わなければならないライフサイエンス系ベンチャー企業を主に取り上げ、それらの企業への投資に注力するベンチャーキャピタルという投資家について着目し

た。投資を受け入れる経営者、研究者の方々やベンチャー投資活動の周辺で活動する専門家の方々にとり、投資という行為と、それを行う投資家を知ること、彼らが何に重きを置き、彼らにとってのリスクは何かを知ることは重要であると推察する。同時に、投資対象に内在するリスクを正確に把握する事から、当該リスクを回避する方策も見えてくるため、投資家によるリスク回避の方策と知的財産評価とを絡めて締めくくることを目的としたい。

### 2. 投資と融資

金融機関に勤務しているの方々、リーガル、アカウンタントなどの専門職の方々、企業の財務部門の方々を除くと、意外と知られていないのが、投資と融資の違いである。

辞書において、投資は「利益を得る目的で、

\* 株式会社経営基創基盤 パートナーマネージングディレクター、知的財産戦略ネットワーク株式会社取締役 CFO兼経営企画本部 本部長  
Yasuo HORIKOSHI

資金を証券・事業などに投下すること。』<sup>1)</sup>と書かれている。一方、融資は「資金を融通して貸し出すこと。」とある。ここで注意したいのは、投資は「投下する」ものであり、融資は「貸し出す」ものであるということである。

分かり易く言えば、融資とは、銀行や政府系金融機関などからお金を借りることを指し、借りたお金は後日、利息をつけて返さなければならない。融資というのは利息で稼ぐビジネスモデルなので、貸し倒れリスクを最も嫌う性格を持っている。

一方、投資とは、投資家から会社に出資してもらって代わりに会社の株券を渡さなければならない。ただし、融資とは異なり、出資してもらったお金は返す必要のないものである。

次に、融資、投資双方のお金の性質について触れたい。例えば、銀行の融資資金は、銀行に預金された資金がスタートとなる。もちろん、多岐にわたる銀行業務を通じて収益計上されたものもあるが、銀行は預金額が集まらなければ、融資が出来ないのである。以上は当たり前の話だと思われるだろうが、銀行の貸借対照表を見た方は意外と少ないのではないだろうか。一般の企業との大きな違いは、貸借対照表を見れば一目瞭然である。一般の企業の「預金」残高は貸借対照表の「資産」として計上されているのに対し、銀行では「負債」項目に個人や企業からの預金が計上されており、個人や企業への貸出金が「資産」となっている。つまり、融資した資金は、最終的に銀行が個人や企業に返さなければならない性格を持っているのである。ここからも、融資という資金が貸し倒れを恐れる理由が理解できる。そのため、担保を設定したり、保証人を立てる事により、万が一の際の回収策を講じることによって、貸し倒れリスクを最小化している。

一方、投資は、その資金の性質が多岐にわたるため、ここで少しその種類に触れることにす

る。ある企業が自己資金で投資する場合は、「資産」である現金を、同じく「資産」である「有価証券」などに振り分けたものであり、将来、当該、有価証券が値上がりし、売却を通じて換金化した場合に、より多くの現金が回収される仕組みである。一方、値下がりがしたり、投資先が倒産した場合などは、投資資金を下回る回収しか見込めない性質のものである。因みに、企業が倒産など法的整理に入った場合、残余財産を債権者に分配する事になるが、そこには弁財順位というものがあり、最上位が租税債権、労働債権と続き、銀行等からの金融債権は更に下に位置する。但し、融資の際に担保設定などがされている場合は、別除権として整理の対象外として扱われる、しかし、株式は最も下位に位置している。これは株主責任と呼ばれ、株主は会社の経営方針の決定権を有するため、その責任が課せられている。このような状況になった場合、株主への配分はほとんど行われない。

融資のように担保設定や保証人の存在がないため、投資は融資よりもリスクの高い行動である。そのため、一般的に融資を行うよりも高いリターンが見込まれない限り、投資行動は割が合わないのである。

## 2. 1 事業投資

このような投資を自己資金で行う場合、自社と投資先との間での事業上のメリットも合わせて評価する投資を「事業投資」という。これは次に述べる「金融投資」が目標とするターゲット・リターンとは異なったものとなる。投資家が事業会社であり、本体業務とのシナジー効果を求めるならば、対象先に対する企業精査(Due Diligence/デュー・ディリジェンス、以下「DD」)の内容は、「グループ会社としての総合的な収益拡大」に繋がるかがポイントとなる。

上場会社が投資家の場合、出資後の株価に影響するため、「事業戦略上の理屈」に見合った

相手であるかが重要となる。同時に、投資先企業に内在する様々なリスクは、部外である投資家には見えないものであり、したがって、短時間で出来得る限り多くのリスクを発見（発掘）し、これを改善するための「コスト+計算」を行わなければならない。但し、DDに100%完璧を求める事は不可能である。対象会社経営陣ですら気付かない内部要因リスクは想像以上に数多く存在し、更には、業界内外には予想外の外部要因リスクが点在し、それら全てを網羅する事は出来ないからである。じっくりと時間とコストをかけてDDを行えばよいように感じるかもしれないが、実は全く反対である。DDに時間を費やしてしまえばしまうほど、等比級数的に内部要因、外部要因リスクは膨れて行くと考えてよい。情報管理やモラル管理なども含め、投資する側もされる側も相当の体力的、精神的負担も発生する。企業内容を十二分に確認したいがために、1年近くも時間を費やすのは、最早、DDとは言わない。1年間という時間に企業業績は変化し、次の決算を迎えてしまう事を考えると企業の価値（値段）が変わってしまう訳であるから、何を目的として調査をしているのか分かったものではない。DDとは限られた時間、限られた予算内で「今、必要となる事項」を最大限確認し、各ステークホルダー（当該事業の意思決定によって大きな影響を受ける者／関連当事者）に説明し得るか否かを意識して進めなければならないのである。研究開発が伴う事業投資の場合、投資対象先の保有知財が自社の研究開発の発展にプラスになるかだけでなく、国際的に同様の研究開発がどのように進んでいるのかを深掘りしなければならないが、特許の抵触調査だけでは十分とは言えない。例えば、欧米のベンチャー企業の研究開発動向、特許戦略などは出来得る限り押えておきたい。但し、研究開発領域は水面下で進捗しており、ある日突然、大型の共同研究が発表されたり、知

らぬ間に米国仮出願がなされたりするケースも多い。

従って、投資後に明らかになる課題も数多く、それらを事業上の取引関係を中心に改善して行くこととなるが、このような改善策の構築が可能か否かも重要な評価ポイントである。

## 2. 2 金融投資

金融投資は事業上のメリットも評価外なので、純粋に高いリターンを求める意思決定を行うことを追求しており、その成果を一般にアピールする行動である。

この金融投資を更に掘り下げると、その資金には大きく分けて2種類の資金が存在する。俗に機関投資家と言われる生命保険会社や損害保険会社が行う自己資金による投資活動と、ベンチャーキャピタルに代表される、ファンドと呼ばれる他人の資金による投資活動である。

自己資金で投資活動を行う金融機関は、国内金融機関であるとか外資系金融機関であると言った大きな分け方で終始するものではない。投資を受け入れる企業経営者が最も意識をしなければならないのは、投資家の資金の性質である。単純な例を挙げるならば、「自己資金」で投資を行う投資家と「他人資金」で投資を行う投資家が同じ水準の収益を期待している筈がないということである。大手金融機関の自己資金は、既存ビジネスから蓄積された収益を、各年度の投資予算として割り当て、不本意な結果になる事を想定した「リスク管理」を行った上で、投資先選定～投資先管理（ポートフォリオ管理）を行っている。年間の投資金額や投資採算等の目標設定は、飽く迄、当該金融機関全体の事業計画の中に留まって運用されている。換言すれば、ポートフォリオ内の収益のみを追求するのではなく、他事業部門の収益による影響を受け易く、この点を鑑みれば、投資対象会社の業績次第で投資出口が後ろ倒しされる事を許容し得

る体質であるということもできる。この例は証券会社等の投資部門（プリンシパル・インベストメント）に当てはまる事例である。但し、飽く迄、以下の投資ファンドと比較した話であり、時間の推移によって現金価値が変わる事が前提の金融ビジネスの世界では、投資回収時期の延期は決して小さな話ではない。

ファンドというのは、複数の出資者が資金を拠出し、形成された資金プールの事である。ファンドの出資者は投資決定、回収決定などを運用責任者に委託し、運用責任者に対する管理報酬や成功報酬を差し引いた額の分配を受ける仕組みである。但し、当該ファンドの運用期間は限定されており、ここが自己投資とは大きく異なる点である。ファンドのサイズや投資対象によって、管理報酬や成功報酬の水準は異なるが、一般的なベンチャーキャピタルが運用責任者となるファンドの場合、管理報酬2%、成功報酬20%というスタイルが広く採用されている。

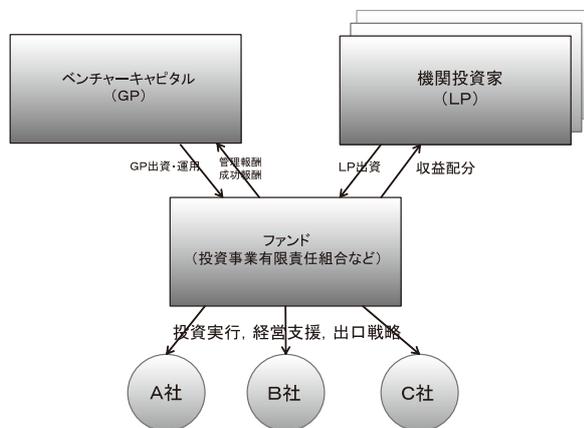


図1 ベンチャーキャピタルファンド(例)

ここで良く考えてみたい。ベンチャーキャピタルの管理報酬2%は年間の報酬額であり、この金額の範囲内でベンチャーキャピタルは活動資金を賄う事となる。人件費、オフィス、光熱費などの費用を賄うわけである。例えば、10億円を出資する投資家が10社集まって、総額100

億円のファンドが出来たとすれば、毎年2億円の管理報酬がベンチャーキャピタルの管理報酬となる。一般的にファンドの期間は10年間で、前半5年間を投資期間、後半5年間を回収期間として、管理報酬の計算方法が異なる。前半の投資期間はファンド総額の2%であり、年間2億円。後半5年間はファンド保有資産の2%であり、この時点で数件の投資回収、出資者への分配が進んでいけば、保有資産総額は、当初ファンド総額の100億円よりも小さくなっている。仮に6年目頭に50億円、7年目40億円、8年目30億円、9年目20億円、10年目10億円の保有資産が残っているとすれば、管理報酬は、6年目1億円、7年目80百万円、8年目60百万円、9年目40百万円、10年目20百万円となり、後半5年間の合計は3億円となる。つまり、このケースでは、前半5年間の10億円と合わせ、10年間では13億円の管理報酬がファンド総額100億円の中からベンチャーキャピタルに支払われることとなる。

ここでベンチャーキャピタルの投資を個別に見る。あるベンチャー企業に10億円の投資を実行したとする。それが4年間で3倍の価値を産み出し、無事に売却、資金回収が出来たとすると、表1のようになる。

表1 投資回収(例)

年度	投資／回収金額
投資実行	-10億円
1年目	0
2年目	0
3年目	0
4年目	30億円
投資採算	IRR = 31.6%
キャピタルゲイン	20億円

ベンチャー企業への投資としては、少々低い印象はあるかもしれない。しかし、投資採算30%超は決して悪い数字ではないので、これをベ

ースにファンド全体を考えてみることにする。

なお、ここでは投資採算として内部収益率 (IRR/Internal rate of return) を記載しているが、正味現在価値 (NPV/Net Present Value) が0となる割引率を内部収益率として算定する評価手法であり、ベンチャー投資では最も一般的な数値指標となっている。投資資金と将来キャッシュフロー (リターン) の現在価値が等しい状態が「正味現在価値 = 0」の意味である。要は、現在のキャッシュが、時間の経過を経て、複利で何%の儲けを稼ぎ出したのかを簡略化したものである。計算式は下記のようになる。

$$NPV = - \text{投資額} + \text{初年度回収キャッシュ} / (1 + \text{割引率}) + \text{2年目回収キャッシュ} / (1 + \text{割引率})^2 + \text{3年目回収キャッシュ} / (1 + \text{割引率})^3 + \text{4年目回収キャッシュ} / (1 + \text{割引率})^4 + \dots + \text{n年目回収キャッシュ} / (1 + \text{割引率})^n = 0$$

上記算式に初年度投資金額10億円、2年目、3年目の回収キャッシュ「0」、4年目に30億円の回収があるケースを代入すれば、正味現在価値 (NPV) = 0 となる割引率、所謂、内部収益率 (IRR) 31.6%が算出される。

さて、表1同様の投資が毎年行われたとすれば、10年間では表2のような推移となる。なお、本来はファンド運用責任者であるベンチャーキャピタルをジェネラル・パートナー (GP)、ファンドへ出資する機関投資家をリミテッド・パートナー (LP) と言い、其々、責任範囲や収益配分の順位などが異なる。また、GPもLP同様にファンド出資を行う。日本国内のファンドは設立背景により事情がさまざまであるが、欧米では総額100億円のファンドならば、GP1億円、LP99億円の出資のイメージが一般的である。説明を簡素化するために、表2ではGP出資分がないものとして解説する。

表2 ファンド投資(例)

年度	ファンド 支出/回収	案件①	案件②	案件③	案件④	案件⑤	案件⑥	案件⑦	案件⑧
投資実行	-100億円	-10億円	-10億円						
1年目	0	0	0	-10億円					
2年目	0	0	0	0	-10億円				
3年目	0	0	0	0	0	-10億円			
4年目	52億円	30億円	30億円	0	0	0	-10億円		
5年目	26億円			30億円	0	0	0	-10億円	-10億円
6年目	26億円				30億円	0	0	0	0
7年目	26億円					30億円	0	0	0
8年目	26億円						30億円	0	0
9年目	26億円							30億円	0
10年目	26億円								30億円
投資採算	12.2%	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%
キャピタル ゲイン 総額	160億円 ※1	20億円							
キャピタル ゲイン 成功報酬	32億円	4億円							
キャピタル ゲイン 出資者分配	128億円 ※1	16億円							

表2のケースでは、ファンド出資者は100億円の出資を行い、投資活動を通じて160億円のキャピタルゲインが計上されているが、内20%相当がベンチャーキャピタルに対する成功報酬として支払われることとなるため、出資へのキャピタルゲイン分配は128億円（※1）となる。この他、管理報酬（13億円）やその他諸費用（数億円）などが差し引かれるため、10年間で208億円の回収（4年目～10年目の回収金額の合計）が見込まれることとなる。最終的な利益は108億円となる。

こちらの例でみれば、このファンドは10年間で12.2%の投資採算を達成していることとなり、決して悪い運用成績ではない。実際には全ての投資先がこのように成功するとは限らず、中には事業継続が困難になるものも少なくない。その場合、該当する保有株式の価値は無くなり、資金回収が出来なくなってしまう。一方、表2よりも高い価値で売却されるケースもあるため、運用責任者であるベンチャーキャピタルは絶えず、リスク管理を徹底的に行い、同時に、価値の最大化を目指す「宿命」を負っている事となる。

ここで「宿命」という単語を用いたのは、ベンチャーキャピタルというビジネスモデルは、機関投資家の出資がなければ成り立たないという事が背景にあるからである。100億円の資金が集められなければ、そもそも表2の収益モデルは存在しないのである。この事は、ベンチャーキャピタルが絶えず、リターンを意識し、機関投資家が満足する十分な収益の配分を行わない限り、このモデルは破たんしてしまうということである。つまりベンチャーキャピタルにとっての最終的な顧客は、ファンドに出資をしている機関投資家となる。機関投資家の立場に立てば、彼らは国内・国外を問わず、毎日のように世界中から魅力的な出資候補案件が持ち込まれる。その中から、高い運用成績を提供してく

れそうなファンドへ出資を行うわけである。従って、ベンチャーキャピタルは数多くの競争の中から、機関投資家を勝ち取らなければならないのである。

少々乱暴な言い方をすれば、儲けさせてくれる投資先のベンチャー企業は、ベンチャーキャピタルにとっての顧客ではなく、ファンド投資家こそが顧客であるという事を忘れてはならない。

ベンチャーキャピタルと言っても、投資をするステージによって二つ、あるいは三つに分類する事が出来る。ここ10年間でもベンチャーキャピタルが設定するベンチャー企業のステージの定義が変わってきており、従前に比べ、早いステージでも研究開発ステージの進展が求められてきている。一般的には起業から事業コンセプトの確立、試作品の完成までをシード・ステージ、その後の製品完成からマーケティングまでをアーリー・ステージ、次の拡大をミドル・ステージ、市場で競合と戦うイメージがレイト・ステージとされ、シード～アーリー・ステージを主眼とするキャピタリストと、ミドル・ステージ以降の投資を主とする投資家とに分けることができる。前者は非常にリスクの高い投資となり、自立するまでをハンズ・オンという形でサポートする必要があるが、後者は既に自立しているため、投資家からの積極的なハンズ・オン支援を必要としない投資となる。これをハンズ・オフというが、この時期までくれば、ステージの早い段階での投資に比べ、リスク要因がクリアされているため、前者のハイ・リスク／ハイ・リターンの投資活動に対し、ミドル・リスク／ミドル・リターンの投資と言うことができる。これは非常に重要なポイントであり、前者と後者とでは、投資対象に対する評価、いわゆる、DDの方法も異なってくる。見るべきポイントやそれらを調べるためのコスト意識、更には、浮き彫りになったリスクに対する

対応策など、前者と後者とでは保有する武器も異なれば、意識も異なってくる。ミドル・ステージ以降のキャピタリストは、特にマネジメントチームの力量を見極める能力に長けている。従って、起業しようとする経営者が後者のキャピタリストを説得しようとしても無駄骨になるだろう。

投資を受け入れる経営者は、投資を検討している金融機関の業績、その資金の性格などにも注目し、更には投資期間の制約を受けるか否かを慎重に判断すれば、事業計画を立案し易くなるだろう。この場合、複数の投資家に参画してもらい、バランスを取りながら株主との関係を構築する事も可能であるが、同時に株主対策は煩雑になり、企業経営に専念出来なくなるケースもある事から、「船頭」となる株主が複数存在するような資本政策はお薦めしない。ここでは詳細を述べる事はしないが、ハンズ・オンの能力だけでなく、核となる「リード・インベスター」として機能し、株主間を調整できる能力は極めて重要なのである。

### 3. ベンチャー企業の評価

#### 3.1 不確実な将来

ベンチャー企業を起業した瞬間から、様々な意思決定がスタートする。ベンチャーキャピタルは投資決定を行う前にDDを行うが、そこで見出されたリスク要因は、そのまま企業価値の算定にも使われることになる。つまり、将来想定されるリスク要因が重要な事象であり、その時点での意思決定によって、企業価値に大きな影響を与える場合、それらの要素を価値算定に織り込む必要がある、という考え方である。

DDにより、大きな意思決定を伴う選択肢を抽出し、それぞれの選択肢に直面した時に取るべきアクションを列挙する。それぞれの選択肢の期待値や確率を検討し、選択肢を金銭的価値

に置き換えながら投資出口までの企業価値の最大値、最小値を見極めるのである。金融工学という学問の中ではデシジョン・ツリーと言われるが、主に研究開発型のベンチャーの場合、研究開発の中途での成功／失敗だけでなく、代替案の有無、それに伴う資金増加の有無、研究開発期間の延期など、様々な選択肢が形成されることになる。

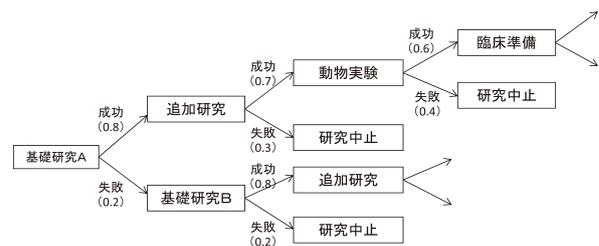


図2 デシジョン・ツリー (イメージ)

次に、このような不確実な将来に選択肢があるということは、フレキシビリティという言葉で説明され、選択肢を選ぶことができる「権利」として認識する。このフレキシビリティにも価値があるという考え方である。一つのルートが失敗しても、次のツリーが展開されれば、そこには価値がある筈である。このフレキシビリティが、企業のキャッシュ・フロー、更には将来価値の向上にどのように影響するのかを算定するのがリアルオプションという考え方である。

ベンチャー投資の場合、大企業ほどの世界経済変動によるインパクト変数が多くはなく、プロジェクト数も少ないことから、一般的にモンテカルロ・シミュレーションが用いられる。本稿ではその詳細を述べることは割愛するが、この手法は将来の市場予測と評価対象ベンチャーの市場でのポジション、前年との相関、毎年の選択肢（デシジョン／イベントツリー）などを仮説設定し、簡易的に数値計画を算出する事が出来る。非常に使いやすい市販のソフトも存在するが、優秀なベンチャーキャピタルは自社

独自の評価ソフトを組み上げ、活用しているケースもある。

このような評価手法では、選択肢の中に知財関連のものも含まれなければならない、それも投資実行後、比較的早い段階で登場する事になるだろう。保有特許が強力で、かつ、世界的に重要市場を抑えられていれば、それだけ算定数値も高くなり、競合先の登場というイベントにも十分に対応する事が出来るだろう。申請中の特許の場合、その成立確度は非常に大きなインパクトとなる。強い特許を取得するために、十分な実験データが必要ならば、その分の追加資金負担やイベントの延期などを加味する事となる。

### 3. 2 知財評価の重要性

このように、ベンチャー企業の企業価値算定時点、所謂、投資実行前のベンチャーキャピタルによるDD段階で、如何に強力な知財を保有しているのかは資金調達を優位に進める上で重要な要因となるのである。それらはベンチャーを起業する前から仕込んでおかなければならないのは言うまでもない。アカデミアでの研究開発の段階で、将来の事業化を見据えた知財戦略・戦術が極めて重要であるのはこのためである。新規の研究や技術であるから、先行技術調査だけを行って特許申請に取り組んでしまうケースが散見されるが、とんでもない話である。例えば、主戦場が海外であるにもかかわらず、国内特許しか保有していない場合などは、投資家は触手を伸ばさないだろう。特許申請は、今後の方向性を決定付けてしまう程の大きなイベントであり、グローバル市場を対象とするならば、その市場での戦い方を熟知した知見がなければ、とてもではないが特許申請など恐ろしくてできないはずである。

例えば、製薬分野の例を見れば、医薬品はほぼ1件の特許で製品を保護している。更に、1

件の特許侵害で販売中止や高額の実施料の支払いに繋がってしまうことが多い。特にアメリカでは新薬に対してジェネリックメーカーが必ず特許係争を仕掛けてくる。その場合には、徹底的に戦われる傾向にある。その為、電気・機械等の他産業と異なり、医薬品においては、特許の量ではなく質の追求が極めて重要となる。もし、これら将来的に発生するリスクに対し、十分な対策無しに特許申請したらどうなるだろう。最も危惧されるのが、その特許の弱さから、大手製薬会社に関心を持たず、結果、ベンチャー企業は研究開発パートナー不在のまま、生涯を終えることとなる。投資したベンチャーキャピタルは、保有株式の売却すらままならず、大きな損失を計上する事になる。従って、ベンチャーキャピタルは投資時のDD段階で、極めて高い専門性に基づいた知財評価を行う必要があり、これができないということは、投資実行時点で負けていることと同義であると言っても過言ではない。DDは手を抜いた瞬間に、将来が決まることを付け加えておきたい。

知財調査のほか、選択肢のリストアップの際には、研究開発状況（自社及び競合他社）、特許制度／判例動向（国内外）、許認可等の薬事行政動向（国内外）という3大要因に最大限の注意を払い、DDを行わなければならない。

特にアカデミアの研究テーマを取扱い、将来的なベンチャー企業が想定される場合、関連するすべての方が注意しなければならないポイントがある。特許申請は単純な明細書作成作業や先行技術調査で始まるものではなく、特許の対象となる発明の目利きに始まり、出願時の明細書のクレーム範囲、実施権・ライセンス交渉の手腕、将来的な見通しに基づく特許の維持管理、職務発明・無効審判・侵害訴訟等の特許係争に至るまで、幅広く、かつ、奥深く目を行き届かせる必要があることを決して忘れてはならない。このような予測イメージは経験から蓄積さ

れた人物が手にすることが出来、従って、そのような人物はリアルタイムの状況変化にも対応が出来るのである。経験の浅いものが無暗に手を出せる内容でない。

尚、敬愛する知財評価のプロの言葉がある。製薬会社で知財戦略、戦術の立案、実行を行ってきた経歴を持ち、国際的な知財バトルに勝ち続けてきた人物である。換言すれば、企業の立場から特許事務所に対し、特許明細書などの記載方法を指示する立場である。現在は知財コンサルティング会社で主にアカデミアやベンチャー企業の知財戦略・戦術のアドバイスや特許申請のアドバイスなどを行っている。彼曰く、「実践を現実完璧に行うことなど容易でなく、誰も出来ず、その時点で最善の戦略を策定・実践し、且つこれ等に状況の変化がある場合には柔軟に変更且つ大胆に変更することは当然であると考えることが肝要である。前例の踏襲は最悪である。」

総じて、投資家は国際的に戦うことが出来ない知財戦略には魅力を感じない。ベンチャー企業の場合、予算的な制約もあり、自社実施以外の知財、例えば、他社牽制の知財を具備する事は難しいかもしれないが、本来は双方の準備が備わる事が好ましいのは言うまでもない。国内外の競合先がライセンスの使用を求めてくるレベルの知財戦略の構築を日常的に目指す事を忘れてはならない。この事は投資を行うベンチャーキャピタルとしても十分に理解し、投資後のベンチャー運営における必要資金の算定にも注意をしたいポイントである。知財戦略構築のための必要資金を見落とす過ちは避けたいものである。

### 3.3 DDの重要性

まず始めに、DDを行わない投資家がいたとしたら、それには注意が必要である。何故なら、投資対象企業のリスクを知らないのと同義であ

り、このような投資家が株主となる事に、企業経営者としては危機感を持たなければならない。出資金額が少ない場合でも、必要最低限のDDを行い、対象企業の魅力～リスクを知る事は、株主としての最低限の「礼儀」であると考えたい。一般的に投資家であるベンチャーキャピタルは、そのファンド出資者や株主に対する責任を負っている。もし、投資先企業が不正を行い、結果、事業価値が毀損したり、倒産してしまった場合、それがDDによって知り得る内容であった場合には、ベンチャーキャピタルの株主や出資者は、当該ベンチャーキャピタルを相手に訴訟を起こす事も想像される。この場合、ベンチャーキャピタルはきちんとDDを行った事実を証明しなければ抗弁できない事となる。自らの株主や出資者に対する責任意識のない投資家を信じる事は、企業経営者として非常に恐ろしい事である。

ベンチャーキャピタルは投資実行後、提出された事業計画をベースに、実行に移されているか否かをモニタリングする。したがって、ベンチャーキャピタルのDDのポイントに気を付けていれば、投資後のモニタリングのポイントを知る事が出来、更には、以降の事業計画書を作成する際のポイントを学ぶ事もできるのである。このような視点を持てば、自ずと「株主になって欲しい」投資家を選別する目も養われる筈である。

本来、DDとは「限られたコスト」の範囲内で、且つ、「限られた時間内」で行われなければならないものである。DDコストの負担者は投資実行を検討している「投資家」であるからである。投資が未実現に終わった場合、当該DDコストは全て、投資を検討した投資家の負担となるのである。DDとは簡単に言えば、「企業の値段を決めるための材料探し」である。企業の中に隠されている「儲かる種」を探すと同時に、未実現のリスクを炙り出す事によって、企業価

値の算定に足し算や引き算を行うのである。本来、数字ではないものを数字に替える訳であるから、専門的な知識が重要になってくる。そうすると、各専門分野の大学教授の方々に調査を依頼すれば済むかといえ、そうではない。企業の値段を算定し、実際に投資を実行する「当事者」は投資家である。投資家によって「儲かる」と思うポイントは異なり、「リスク」に対する判断も異なるからである。何故異なるのかといえば、それは「当事者」によって、投資後の経営への関与の手法が異なるからである。対象企業に不足している営業力を補完できる当事者ならば、営業力以外のポイントに「リスク」を感じるであろう。自前の工場を提供できる当事者ならば、老朽化した工場を調べるまでも無く、閉鎖する選択を採るに違いない。このように当事者によって「企業の値段」を算出する際に使用する足し算や引き算の「定数」が異なるのである。更に言うならば、既存株主が存在する場合、彼らから数多くの条件が出てくる訳であるから、これら条件が数字で割り切れるか否かを判断するためにも、DDは重要であり、DDの成功が投資の成功と言われる所以である。

投資家がDDを行う場合、各分野の専門家に事前調査を依頼するケースが一般的に多いが、上記の理由により、DDのポイントを絞って依頼する事となる。限られた時間内で判断をしなければならぬのであるから、優れた投資家は初期段階で多額のお金と膨大な時間をかける事はしない。換言すれば、事業内容や研究対象があまりにも多岐にわたり、的が絞りきれない対象は、投資対象として考えない投資家さえいるのである。「お金と時間の無駄」という訳である。

投資業務を専門に行っている投資家は、数多くの専門家を従業員、あるいは外部アドバイザーとして抱えており、各種専門家、例えば会計士、税理士、弁護士、弁理士、業界コンサルタント等で構成されたチームを組成してDDに当

たる事となる。投資後も彼らは関係者となるのであるから、経営者としては各種の相談が可能となり、非常に心強く感じられるだろう。

ここで注意したいのが、DDの内容である。投資家による投資意思決定に向けて、単なるステップやセレモニー的な意味合いで実施されてしまうDDもある。この場合、あまりコストをかける必要性を持たないので、例えば知財DDに関して言えば、例え投資対象が研究開発型のベンチャー企業であったとしても、国内の抵触調査だけで終えてしまうケースも見られる。更にはそれすら行わないケースさえある。知財というものは、投資対象の評価を行う際の数値化に際し、その中身の精度を把握、確認するために最も重要なものである。将来計画の精度を確認せずして、対象企業の価値算定を行う事は、最早手抜きと言わざるを得ない。欧米の優秀なベンチャーキャピタルは、例え、限られた時間、コストの範囲内という制約があったとしても、この点を理解しており、当該知財DDを一流の専門家に依頼している。換言すれば、一流の知財評価の専門家は、一流のベンチャーキャピタルと阿吽の呼吸で活動している。そこでの評価は、投資後にベンチャー企業に還元されるので、企業経営者として非常に大切な武器となるだろう。投資家としても、経営者としても、DDに手を抜く行為は全く無意味である。

#### 4. 投資実行後のアクション

欧米ではベンチャーを起業する際の事業計画書が素晴らしく良くできている。超一流の経営者が、それこそ大企業を論破できるくらいの知識と経験を駆使し、大企業でさえ気が付かなかった市場分析やビジネスモデルを構築し、日々、ベンチャーキャピタルに持参している。そこには投資家に対する「礼儀」が見られ、手を抜いた事業計画書に出会うことはまれである。グローバル金融の世界では、非上場の投資を行う投

資家が最も尊敬され、金融エリートにとっては憧れの職場である。超一流の投資銀行を勤めた後、彼らは非上場投資の世界（プライベート・エクイティ）に進むことを希望する。上場株式への投資と異なり、入手できる情報も少なければ、新規の技術を評価する事に加え、一から企業を立ち上げるという困難にも立ち向かわなければならない。正に金融エリートの最高峰なのである。学歴を用意し、手を挙げれば辿り着ける世界ではないのである。彼の所に数多寄せられる事業計画書の中から、自社のものを取り上げてもらい、具体的な検討に進めてもらうことは簡単な事ではないのである。ベンチャー側も生きるか死ぬかの真剣勝負を仕掛けなければならない。従って、そこには「礼儀」とともに「魂」が込められたものとなっている。

欧米には一日の長があるので仕方がないことであるが、個人的な経験では、日本のベンチャー企業の事業計画書の中で、欧米の水準でこちらに迫ってくるものは数えるほどしかなかった。しかし、昨今のベンチャーキャピタル各社の意識は極めて高く、優秀な人材が参集してきたことから、今後のベンチャーキャピタルの経験の蓄積と、ベンチャー企業の成功事例の蓄積による相応の学習効果に大いに期待したいものである。

#### 4. 1 大前提：「キャッシュ」こそが命

数多くの投資家が投資対象企業を選定する場合、業種業態にかかわらず、最も重要視するポイントがある。それは「キャッシュ」を生み出す「能力」である。優れた技術を保有し、特許を抑えていたとしても、当該技術が将来的に市場に受け入れられ、キャッシュを生み出すシナリオが描けなければ、投資家は触手を伸ばさない。基本特許が如何に新規なものであったとしても、それらが商業ベースに乗る可能性を見いだせなければ、投資対象としての価値はないも

のと判断されると考えてよい。全てのビジネスの基本はキャッシュである事を忘れてはならないのである。従って、基本特許だけでなく、事業化に向けた特許戦略が描かれているのかがDDの鍵となる。抵触調査だけでなく、世界中に存在する潜在的な競合先の動向も加味した「事業化の可能性」評価が必要であり、極めて高い専門性が必要とされるが、当該評価手法こそが一流のベンチャーキャピタルとそれ以下を大別するポイントであると言っても良い。ベンチャー企業が投資を受け入れる際、ベンチャーキャピタル数社に対して、どのようなDD、知財評価を行うのかを質問してみれば、そのベンチャーキャピタルの能力の一端を評価する事が出来るだろう。

例えば、ある国内のベンチャー企業が他のアプローチで同一の対象疾患をターゲットとした研究開発を行っている欧米の競合先の存在を知らないとする。欧米は公的な研究資金も豊富であり、水面下の研究開発は物凄い勢いで進捗する。ある日突然、競合となるベンチャー企業が登場することもあり得る。途中で日の目を見ない研究も数多いが、それらの状況も含めて把握していれば、どのように戦わなければならないか、スケジュール管理も含めたシナリオが見えてくる。万が一、大手製薬会社が未知の欧米のベンチャー企業とライセンス契約を締結してしまえば、その瞬間に勝負は決着してしまうこともある。従って、グローバルな視点を持った一流のベンチャーキャピタルによるDD評価は、ベンチャー企業が知り得なかった潜在リスクを明らかにしてくれるケースもあり、ベンチャー経営者にとっても非常に重要なのである。

キャッシュを生み出す能力とは、換言すれば、「世の中で本当に必要か」を自問自答してみるとよい。誰であっても「不必要なもの」にキャッシュを払う事はしない。つまり、市場がキャッシュを支払う相手は、「必要」と認められた

ものなのである。この事は当たり前の事であり、今更言われるまでもないと思う方も多いだろうが、実は企業経営者や研究者の中には、自社や自らの研究が本当に必要かという問いに行き詰まってしまうケースが多いのも事実である。例えば、株式会社として経営を行うのであれば、「今」生きている社会で必要とされているものを最大限認識し、思い込みに固執してしまう「愚かさ」を自ら認められる経営者でなくてはならない。先程、ベンチャーキャピタルのファンドの説明を行ったが、ファンドの満期は10年間という賞味期限がある。その期間内で投下した資金を上回る資金を回収しなければならないのである。

ライフサイエンスベンチャー企業の場合、知財による収益を生んでいるケースは稀であるため、これらの知財価値は将来的なオプション価値と言い換えることができる。一方、既に収益を生んでいる企業の場合、当該知財を技術資産として算定する方法として、無形資産の算定方法であるコストアプローチ、マーケットアプローチ、インカムアプローチと大別する事が出来る。コストアプローチは文字通り、取得するために必要となった原価に基づく算定法、マーケットアプローチは同様の知財の取引事例に基づいた算出法であり、企業のM&A実例に似た考え方である。インカムアプローチは収益の定義を細分化する事で、①資産控除法（DCF法）、②ルール・オブ・サム法（経験則）、③リリース・フロム・ロイヤリティ法などに分けることがある。①資産控除法（DCF法）は事業全体が生み出すキャッシュをベースとして企業価値算定を行い、有形固定資産、金融資産を除いた無形固定資産に対し、一定の知財のウェイト（係数）をかけて算出する。業界によって用いられるウェイトが異なり、企業によって該当知財の収益貢献も異なることから、非常に精緻で複雑な計算となる。M&Aビジネス同様、実際には

取引慣行があり、②ルール・オブ・サム法とは文字通り、「親指ルール」と言われる通り、大雑把な決め事である。現在は大凡、事業価値（NPV）の25%が用いられている（25%ルール）。③リリース・フロム・ロイヤリティ法は発明協会の実施料率を用いたロイヤリティレートを将来各期の売上高に乘じ、各期の付与額を現在価値に割り戻した額を算定したものである。この他にもDCF法にはブラック・ショールズモデルに代表される複数のリアルオプション方式などもあり、投資銀行や会計事務所などは、複数の算定方法で算出した評価額をベースに、交渉で合意を求めるのが一般的である。複数の特許を保有する企業の場合、収益貢献度や特許満了期間、ライセンス料率の変更可能性などの複数量要因を加味することとなるが、取引額が巨額になるものでない限り、このような算定方法は用いられず、先述のベンチャーキャピタル同様、簡易型のDCF法であるディジション・ツリーを用いたモンテカルロ法が参考指標と用いられている。

## 4. 2 ハンズ・オン

殆どの場合、経営者は孤独であり、絶えず変化して行く世の中で、新しい展開を仕掛けるに際し、不安と戦いながら毎日を過ごしている。新分野への進出、新商品の開発など、決して外部に漏らしてはならない事を自分自身で抱えてしまい、熟慮した心算が「思い込み」になってしまっているケースが多いのである。キャッシュの重要性を忘れ、思い込みに固執する姿勢を優先されては、投資家はその経営者に魅力を感じない。キャッシュに対する厳しさは、そのまま企業方針にも反映されるであろうから、投資家がまず見極めようとするのは、経営者のキャッシュに対する姿勢であると思ってよい。ここで間違えないで欲しいのは、キャッシュを大切に思い過ぎて、溜めるだけで使わない姿勢を意

味するのではないという事である。今日の100円が明日の200円を生み出す事を知っている経営者に期待をしているのである。一方で、不必要に動物実験を繰り返す研究開発担当役員がベンチャー企業におり、その問題点に気が付かない経営陣では心許ない。研究開発担当役員に意見する事が出来る財務担当役員などがおり、絶えず、内部牽制の利く体質であることが望ましいのは言うまでもない。優秀なキャピタリストは研究開発コストに対しても厳しい視点を持っており、ベンチャー企業は事業計画を策定する際、十分な準備をし、内部牽制がしっかり機能しているような説明が出来るようにしなければならない。

企業リスクには内部要因と外部要因が存在しており、自らの事業や研究内容を掘り下げるだけでなく、それらを市場が必要としているのかを徹底的に掘り下げ、市場に到達するまでの筋道を見付け出さなくてはならない。そして、その市場は国内だけでなく、全世界に向けられていなければならない。自社の製品や研究テーマの競合先に関しては、その進捗状況までタイムリーに把握する術が必要となる。内部要因と外部要因の双方のリスク・バランスを取る事が重要であり、投資家は重要な局面でしっかりと判断のできる人物が経営者として企業トップに座って欲しいと考えるのである。

ある欧州のベンチャー企業のケースでは、米国の業界に精通したアカデミア人材をアドバイザーとして招聘し、競合先の進捗状況を逐一、調査させていた。それらを把握した上で、ベンチャーキャピタリストと共に、今後の研究開発の方向性、知財戦略や戦術などの選択肢を逐次、再確認しているのである。

これらを通じて、限られたキャッシュを活用し、その最大化へ向けて活動する事がベンチャー企業の使命である。

次に重要なポイントは市場性に対する視点で

ある。対象としている市場が新しい市場か成熟した市場かは、投資家にとっては大きな判断材料となる。現状の市場動向を分析し、対象会社が将来、どのような成長曲線を目指すのが重要なポイントとなる。新興市場を開拓する力があるのか、成熟市場でライバルを凌駕する力があるのか、いずれの場合でも強烈な商品力が要求されるのである。強烈な推進力、判断力を持った経営者が、魅力ある商品を手にしていれば、事業戦略と外部サポーターの協力体制を揃える事でキャッシュを生み出す事はできるのである。例えば、情報開示の不足や管理体制の不備、共同研究の開拓、販売力の拡大などは、優秀なキャピタリストならば対象会社に相応しい体制を構築して行くであろう。彼らは対象企業に不足しているポイントを、彼ら自身が供与し得るか否かを投資判断に加えているので、企業経営者は投資家からの出資を受け入れる前に、じっくりと相談する事が重要となる。彼らは非常に厳しい株主であると同時に、誰よりも運命を共有してくれるパートナーである。1億円の出資を受けたなら、「税引後で1億円を稼ぐためには、どれくらい売り上げなければならないか」を考えるとよい。或いは、預金金利1%ならば、100億円の資金を1年間凍結しなければ、1億円は手に出来ないのである。その1億円を一瞬にして失うかもしれないリスクを承知で投資に踏み出すのが投資家である。投資家というものはそれ程大変なリスクを背負うのである。たとえ隠したい事があったとしても、決して「ばれないように」などと考えず、胸襟を開いて話し合う事が成功への近道である。

投資家によって新たに提供された資金が、本業以外に使われるのであれば、折角の推進力も発揮されないまま、企業成長は停滞してしまう結果となろう。いつキャッシュを生み出すのかわからないような使い方をされるのでは、投資家はたまったものではない。投資家が最も恐れ

るのは、投資資金がどのように使われているのかであり、したがって、内部要因、外部要因に拘らず、一日も早くリスクを把握し、資金管理を行うために、例えば非常勤取締役として対象企業のオペレーションをモニタリングするのである。

「株主になる」という事は、「コミットメントをする」という事である。数多くの書籍で紹介されてきた言葉であり、直接投資の先進国である欧米で一般常識として普及している「概念」であるが、未だにこの言葉の意味を軽視している投資家が多いため、改めてここで述べる事とした。コミットメントとは、投資を実行し、株主となったからには、その会社の成長に誠心誠意尽力をするという意味である。投資後に投資先の役員となり、企業活動をモニタリングするだけがコミットメントでは決してない。如何なる時でも投資先企業の株式価値を高めるための努力を惜しまない事をいうのである。突然の企業買収に際しても十分に対抗できる様に、「ハンズ・オン」(手取り足取り経営手法を伝授し、企業経営を牽引すること)の手法を用いて、株式価値の向上に努める姿勢である。

ファンドを運用しているベンチャーキャピタルは、ファンドの出資者に対してコミットメントを行っているが、一流と呼ばれるキャピタリストは、いつ如何なる時でも胸を張って、「正しい」と言われる決断を心掛けるものである。決して出資者の顔色を伺い、目先の投資実行や投資回収に先走ったりはしない。英国で出会った超一流の投資ファンドのケースでは、ファンド募集後、1年以上経っても初回投資を実施しなかった。そのファンドの出資者は当然、彼らに苦情を言い始めるが、そのファンドの経営トップの説明は素晴らしく、今でも忘れる事が出来ない。

「今は市場が高騰し、内容の素晴らしい会社

であっても、適正な企業価格での投資実行が不可能である。適正な価格での投資が実行されない場合、対象会社に追加ファイナンスが必要なケースが生まれた時、正しい投資判断が出来なくなる。これでは投資先を良くすることは出来ない。したがって、それらは優良な投資案件ではない。だから我々は1社も投資を行わないのだ。」

競合している投資ファンドが幾多の投資を実行している最中、上記のような発言ができる経営者は少ないだろう。ただ、彼は「正しい」と信じている信念に基づいて行動しているのである。彼の発言が終わった時、会場に集まっていたファンド出資者から大きな拍手が巻き起こったのを聞いた時、「本当のプロフェッショナル」に出会えた喜びで体が熱くなった。ファンドに出資をしている一流の機関投資家達が、一斉に彼の姿勢を評価したのである。自らの出資した資金を1年以上も凍結し、「活かしきれていない」彼に、賞賛を浴びせたのである。これこそ正にコミットメントの姿勢である。

一度、株主となったからには、「積極的に会社を清算する」意思がないのなら、何処までも支援を続けなくてはならない。投資先のベンチャー企業が窮地に立った時、他のベンチャーキャピタルが出資をするから、我々はしなくても大丈夫だろう等という理屈は、コミットメントとは程遠い。非上場のベンチャー投資は株式市場での資金運用とは違うのであるから、「引き際が肝心」という科白は、無闇矢鱈に使うべきものでは決してない。会社を救済するファイナンスに便乗せず、拒否をするのは、コミットメントを撤回する事を意味し、したがって、欧米では極端なウォッシュ・アウト・ファイナンスという手法で、持株比率の低下を余儀なくされ、実質上、殆ど収益を期待できない立場に追いやられてしまうのである。10%保有していた株主

が、株価の低いウォッシュ・アウト・ファイナンスに参画しない結果、0.1%のシェアに落とされるというケースは少なくない。嘗て、欧州でベンチャー投資をしていた頃、私も救済ファイナンスを気軽に考え、現状の研究開発や業務提携が進んでいない現状を鑑み、right issue（ライト・イシュー／株主割当増資）に参画しないという判断をしそうになった事があった。その際、共同出資者のキャピタル会社からこう言われた事がある。「お前は会社を殺す気なんだな。」

この科白を耳にした時、私の心臓が驚くほど激しく高鳴ったのを覚えている。あの時にかいた脂汗を今でも忘れない。株主のコミットメントとは、これほどまでに真剣なものであり、会社の中身を真剣に知ろうとしない者が口にするべき科白ではないのである。

企業経営者は投資を検討しているベンチャーキャピタル投資家にこう質問してみるとよい。

「投資実行後、あなたのコミットメントはどのようなものですか？会社が潰れそうになった時、どのように対応して頂けますか？」

もし、明白に支援を継続すると言い切れないならば、投資を受け入れるのを再考すべきであろう。そのような投資家は、DDも十分に行っていないと推察される。株主であるベンチャーキャピタルが追加ファイナンスに応じないという事実は、企業経営上、想像以上の負担となるからである。

ハンズ・オンを行う最大の理由は、投資先の内外を取り囲む「リスク情報」に逸早く接触し、対処する事が出来るからである。投資後に会社の経営に関与せず、定期的に訪問したり、電話連絡を交わすのみでは、例えば、工場内での労働災害や設備故障、周辺住民からの苦情、銀行からの苦言、顧客からのクレーム、毎日の営業活動の問題点他、数多くの「損失の種」を見逃

してしまい、事後報告を確認するだけになってしまう筈である。「損失の種」は企業価値の最大化を目指す投資家にとっては最大の弊害であり、一日も早く改善しなければならないのだ。結果、欧米ではいち早く、投資後に企業経営に関与し、改善策を検討する場に参画するようになったのである。その後、数多くの経験やネットワークを駆使し、情報がホットなうちに様々な経営サポートを実践する事をハンズ・オンと呼び、企業価値の最大化のためには必須のアクションとなったのである。

## 5. 投資出口

以上、駆け足で書き連ねてきたが、ベンチャーキャピタルの投資出口として重要な株式市場について触れておきたい。特にグローバル市場で戦わなければならないバイオ関連に着目してみたい。結果、非常に面白いグラフが見られた。図3は欧米の株式市場の指数を比較したものである。我が国のバイオ関連ベンチャーがグローバル市場で戦って行く際、競合となる欧米の状況を理解しておくことは重要である。

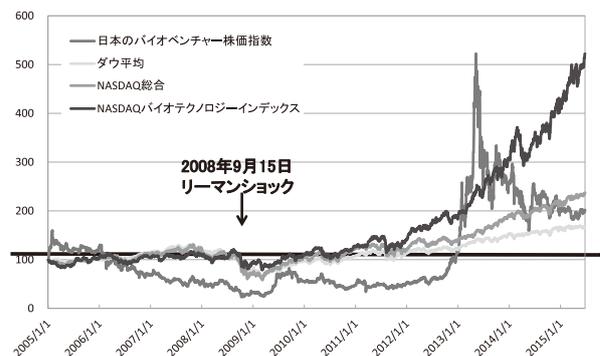


図3 2005年以降の株価比較（2005年1月4日を100とする指数）

これは2005年をスタートとしてその変化をみたものであるが、2008年のリーマンショックで暴落して以降の日米の動きを見て欲しい。米国ではナスダック総合指数よりも先にバイオテック

ノロジーインデックスが回復している。対して我が国のダウ平均の回復に対し、バイオ関連の回復は遅れている。2012年以降、急速な上昇を示すが、突然、急激な下落を見せている。ここで重要なのは、米国ではバイオ関連の指数が、ナスダック総合指数よりも先に回復、上昇カーブを描いているという事実である。これは非常に重要な投資家の意識が背景にあり、人の生き死に関わる研究開発の進捗は、他のビジネス領域の経済活動の動向に左右されないという判断の表れであろう。

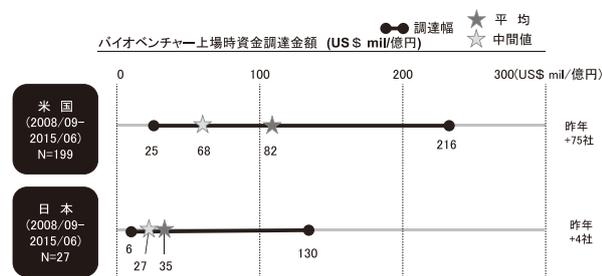


図4 日米上場時資金調達比較

図4はリーマンショック以降のバイオ関連企業のIPO（上場）時点の資金調達額を調べてみた結果である。研究開発内容にもよるが、欧米ではUS \$ 100mil（約100億円）の調達が出来れば成功と言われる。上場後も研究開発は続くため、上場後、どれくらいの研究開発が期待されるかを判断するために、その時点の資金調達額の多寡は、以降の株価形成や株式市場での資金調達に大きく影響する事となる。米国の平均額がUS \$ 82mil（約82億円）に対し、日本は35億円にとどまっている。これは日本のバイオ関連企業の国際競争力に大きく影響するため、今後の動向を注意して見ていくべきポイントであ

る。

グローバル市場でのベンチャー投資の更なる解説は、別の機会に触れることとしたい。今回はこのような大差が背景にあり、その中でベンチャーキャピタルは投資対象を発掘し、DDを行い、ハンズ・オンを経て、投資回収にたどり着くのであるということに噛みしめて頂きたい。競合先である欧米のベンチャー企業は潤沢な資金調達が期待され、上場後には大手製薬会社等を買収されるケースも多い。このような環境の違いを踏まえた上で、我が国のベンチャー企業は国際競争力を発揮しなければならないのである。

従って、企業価値や国際競争力の前提となる知財の強度を最大化する事は、最高の英知を活用すれば、多額の資金がなくとも出来得る、何よりも重要なアクションだと言えるだろう。換言すれば、我が国で最も必要な視点／テーマは、国際的に通用する、高いレベルでの知財評価と、それらを踏まえた知財戦略・戦術を提供できる能力だと感じてならない。

## 6. おわりに

本稿はベンチャー投資活動の一部を紹介したにとどまるが、機会があれば、ベンチャー企業の周辺でご活躍の方々と諸所対談し、問題点の解決策を共有しながら、業界全体の底上げに貢献できれば幸甚である。

## 注記

- 1) 三省堂提供「大辞林 第二版」

(原稿受領日 2015年12月28日)