

**メッセージ：ベンチャー起業家のモラルと支援者機能の再考を**

**～半導体製造装置ベンチャーIPO直後の粉飾問題～**

早稲田大学ビジネススクール(WBS)

(大学院商学研究科ビジネス専攻)

教授・商学博士 松田修一

(ウエルインベストメント会長)

3月決算の多い日本で、5月の連休明けは上場会社の決算発表が相次ぐ。リーマンショック後の業績がどのように回復しているかを楽しみにしていたところへ飛び込んできたのが、2010年5月12日の日経新聞朝刊「上場時、売上水増しか」の記事見出しである。エフオーアイ（以下FOIという）の記事で、次の粉飾事件も思い出された。

ネットベンチャーで輝いていたライブドアと堀江社長を含む経営陣が有価証券報告書の虚偽記載で、強制捜査を受けたのが、2006年1月である。また、機械装置のカスタマイズ事業の設計業務からスタートし、機械装置メーカーを軌道に乗せたプロデューサーが、IPO後大規模な粉飾決算が発覚し、証券取引等監視委員会から強制捜査を受けたのが、2008年9月である。

ベンチャー企業の粉飾問題は、ここ数年循環取引を活用したものが多いが、徐々に悪質になり、IPO後の粉飾発覚までの期間が短くなり、日本の新興市場がその都度縮小していく危機感を覚える。ここでは、ベンチャー起業家のモラルやガバナンス、ベンチャー支援団体の課題について、改めて考えてみる。

## 1. 技術ベンチャー起業家のモラルとガバナンス

日本企業のガバナンス（governance、企業統治）という言葉が頻繁に新聞紙上に取り上げられるようになったのは、2001年からである。米国のエネルギーの規制緩和とともに巨大総合エネルギー商社として急成長し、全米株価時価総額トップ10入りしたエンロン社が、株価吊り上げのため粉飾決算を行い、取締役が多額な報酬を得ていたことが発覚し破綻したことがキッカケである。

ベンチャー企業であっても、大企業と同様に、企業運営にあたり研究開発、市場営業、経営管理の基本機能は同じである。しかし、大企業との基本的な違いは、起業家の経営に対する比重が極めて高く、顧客との信頼関係やブランド力が低いため、製品やサービスの競争優位性が高くないことにある。競争優位を維持するために、常に挑戦し続け、スピード経営が欠かせない。強いリーダーシップの起業家には、高い志とモラル（道徳観、コンプライアンス重視）が求められるのである。

ベンチャー企業は、高い目標を掲げ挑戦するので、目標と結果としての実績数値とのギャップが当然生じてしまう。いかに組織的に対応するかのガバナンス機能が重視される。ギャップの原因にメスを入れず、開示情報である実績数値を粉で飾るのが粉飾である。

1996年に10年の画期的な時限立法が制定された。技術面に特性があり、出る杭をさらに伸ばす中小企業創造法である。2001年に創造法認定ベンチャーの調査を行ったが、一般ベンチャー調査とは際立った違いがでたのが「起業動機」である。認定ベンチャーと一般ベンチャーで、「自己の人生への挑戦」を「その通り」との回答したのが、81%対63%であった。これはそれほど差がなかった。他方、「新製品や新技術へ開発」が、77%対32%、「社会や人々の幸福」が62%対23%であった。特に、社会や人々の貢献が重要との回答が、その当時3倍も異なるという予測をしていなかった。技術指向ベンチャーの起業家と一般ベンチャーの起業家よりも、社会に対する変革意欲が強く、社会貢献意識が高い。単なる社会の利便性を高めるのではなく、生活や活動そのものを変える可能性があることを謙虚に受け止める至誠と、認識していた。しかし、過剰な金融資本が吹き荒れたこの10年間で、起業家の意識やモラルも変わってきつつあるのかもしれない。さらにモノづくり技術ベンチャーで、かつグローバルベンチャーであるがために、起業家やベンチャーを支援する側に、多くの落とし穴があったのではないか。

また、上場後は四半期決算で情報開示するので、いったん架空な売買と架空な在庫を始めると、消去しながら正常な取引に戻すのは、きわめて困難であることを、起業家は肝に銘じ、環境変化や経営の実態が即時に決算に反映される、最もきびしい会計処理基準を採用する必要がある。

## 2. グローバル・技術ベンチャーの落とし穴

FOIは、1994年同業大手をスピノフした奥村裕氏によって設立され、2009年11月に東証マザーズに上場した。7ヵ月後の2010年6月19日上場廃止が決定され、日本の証券市場で上場最短の期間である。

証券取引等監視委員会は、上場時に公表した決算数値（有価証券届出書）虚偽の疑いで、5月11日に強制捜査に入った。2010年3月決算発表直前で、かつベンチャーキャピタル等の保有株式の売却規制期間であるロックアップ条項が解除される5月19日の直前であった。大量に市場に株式が出回り、一般個人株主数が急拡大する可能性を回避したことになる。5月16日には、虚偽決算情報（118億円の売上、営業利益25億円、このうち100億円の架空取引）で上場申請し承認を得たことを、社長が認めたと報道された。

FOIの事業特性は、半導体前工程製造装置メーカーで、台湾で生産、台湾・中国・韓国へ販売の典型的なファブレス企業である。売掛金回収が極めて長く、2年を超える。これは、工場新設やライン改造企業への出荷のため、きわめて長期にわたるとの説明であるが、そのほとんどが架空売上げであった。架空売上げであるので回収が長期化するの当然である。

機械装置メーカーのプロデュースは、国内の外注先を利用した架空売買と架空在庫の計

上であったが、F O I が海外生産・海外販売のファブレス(工場を持たない)企業で、取引計上の 90%が架空取引で、高利益を計上していたことになる。外部から現物や現場の確認の手続きが困難な台湾や中国の取引先を相手に架空取引をした。「世界に向けて技術を活用した高収益モデル」の技術ベンチャーを梃子に、日本の企業年金や海外のリスク資金を呼び込むことによって、日本の強さの再構築を図ろうとしていた矢先のことである。

### 3. 5つのベンチャー支援者の見落とし

研究開発ベンチャーではなく、製造技術ベンチャーであるF O I は、2009年3月届出書ベースで、売上高 119 億円中、100 億円を粉飾していたと報道されたが、売掛金 229 億円で売上高の2年分あり、総資産 293 億円のほとんどが売掛金である。

上場には、多くの関係団体が加わり、日本経済の活性化のための新たな産業や企業を輩出しようと努力している。製造技術ベンチャーであるF O I への最大の資金供与は、直前期ベンチャーキャピタル投資等(120 億円)と金融機関(123 億円)である。半導体製造装置という道具を使った架空な取引をグローバルに展開した金融取引の様相を、ベンチャーに關係する5つの団体が、どうして見逃したのであろうか。課題を整理すると、次の通りである。

ベンチャーキャピタル	キャピタルや業界団体の支援するベンチャー投資の基準の明確化 ハンズオンを行うリードインベスターとその他支援者の役割分担
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 売掛金の内容としての製品価値や売上計上基準の妥当性判断
会計監査	徹底的な大型粉飾の発見に資する内部統制システムの限界 実査・立会・確認の監査基本手続や売上基準の適用妥当性 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100を越える質問項目が形式化していなかったか 半導体製造装置の継続的成長可能性をあらゆる角度から検討していたか
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 ガバナンス体制の総合的チェックと違反した場合の罰則強化の必要性

どのような業種でも、高収益力であるにもかかわらず、売掛金の回収が2年で、営業活動キャッシュフローが常に多額の赤字というビジネスモデルが成立するはずがない。後付けながら経営の基本から、粉飾の疑念が生じなかったのか不思議でならない。

日本は超高齢化社会によるハイコスト国家となった。「世界に向けて技術を活用した高収益モデル」の担税力のある高技術・高収益・グローバルなベンチャーを多く生み出すことが不可欠である。F O I の粉飾問題は、これらの期待を打ち破る事件である。起業家のモラルやガバナンス問題以外に、ベンチャー支援の課題を基本から考えないと、世界のベンチャーによる経済イノベーションから取り残されてしまう。

以上