

我が国のベンチャー企業に対する リスクマネー供給の現状と経済政策

森・濱田松本法律事務所 パートナー弁護士

増島 雅和



2013年6月に閣議決定された日本再興戦略における日本産業再興プランでは、緊急構造改革プログラムとして産業の新陳代謝の促進が掲げられ、そのうちの一つにベンチャー投資の促進がうたわれている。これまでも成長戦略には、ベンチャー振興が総花的な政策の片隅に記載されるのが定番であったが、日本再興戦略においては、日本産業再興プランの最初にベンチャー政策が記載されるなど、これまでとは位置付けが大きく異なる。

本稿は、銀行等の従来型の金融機関が担ってきたいわゆる中小企業金融とは異なるところのベンチャーファイナンスに焦点を当て、ベンチャー企業に対するリスクマネーの供給

をめぐる現状と課題を解説し、現政権が取り組んでいる諸経済政策がそれぞれの課題の何に対応しているのかを明らかにすることを通じて、ベンチャー企業に対するリスクマネー供給をめぐる政府の最近の動きを解説するものである。

なお、本稿における意見にわたる部分は筆者の私見であり、所属する団体を代表するものではない。

1. 概念の整理

最初に、議論の焦点を明確にするため、本稿におけるいわゆる中小企業金融とベンチャーファイナンスの相違について明らかにしておきたい。本稿においてベンチャーファイナンスとは、創業者が構想するスケラブルなビジネスモデルの開発というプロジェクトに向けた事業投資をいう。そのポイントは以下の3点に集約される。

目次

1. 概念の整理
2. 我が国におけるリスクマネー供給の現状と課題
3. 近時の経済政策

(1) 未検証のビジネスモデル

第1に、ビジネスモデルの有効性が必ずしも検証されていない計画に対する投資を含むという点である。ビジネスモデルとは収益を生むモデルと言い換えてもよく、事業開始に当たっての仮説である。例えば国が一定価格での買取りを保証する再生エネルギーへの投資は、ビジネスモデルやこれに伴うリスクはある程度明確化されているプロジェクトファイナンスであり、本稿のベンチャーファイナンスとは異なる。逆から言うと、本稿においてベンチャー企業とは、新たなビジネスモデル仮説の有効性を検証する過程にある企業と捉えている。

(2) スケーラビリティ

第2に、標榜するビジネスモデルがスケラブルなものであることが必要であるという点である。例えばいわゆるパパママ商店のようなビジネスは、仮に収益を生んでいても本稿に言うベンチャー企業ではない。これらは銀行等による中小企業金融の対象とはなっても、ビジネスモデルを変更しない限りベンチャーファイナンスの対象とはならない。

(3) シードマネーの投資家負担

第3に、事業を開始する創業者が創業初期の資金コストを自ら負担することを必ずしも前提としないという点である。ビジネスモデル仮説の検証はトライアンドエラーを伴うことが通常であり、この不確実性に伴うコストの負担者が必要であるが、ベンチャーファイ

ナンスはこのコストにつき創業者が内部調達することを必ずしも前提としない。すなわちそのリスクを投資家負担とすることも許容する資金調達モデルである。

(4) エコシステム型のファイナンスモデル

ベンチャーファイナンスとは、上記の特徴を有しており、第1及び第3の要素ゆえにハイリスク、そしてそれをコンペイトするためには第2の要素すなわちハイリターンなビジネスモデルを持っていることが必要である、という構造を持っている。

特に、創業初期における資金調達について、あらかじめ見込まれるキャッシュフローを基礎として算定された企業価値をベースにした資金提供という通常のファイナンスの枠組みに乗りづらい資金調達が、モデルの中に組み込まれている点は、強調される必要がある。これを実現しているのが、種類株式ごとの価格差を利用した創業者株式やストックオプションのアレンジメント、階層化された優先株式ストラクチャーやエグジット確保に向けたアレンジメントを含む、エコシステム型のベンチャーファイナンスモデルということになる(注1)。

■ 2. 我が国におけるリスクマネー供給の現状と課題

金融審議会は、2012年5月にとりまとめた報告書「我が国金融業の中長期的な在り方に

ついて」において、我が国の家計部門と企業部門における資金余剰と、余剰資金が政府部門の財政赤字ファイナンスに動員されている結果、金融部門の預貸率が伸び悩んでいること、ベンチャー企業を含む中小企業の財務基盤が脆弱であり、ハイリスク・ハイリターン型のベンチャー企業に対して適切なリスクマネー供給がなされていないことを指摘した。ベンチャーファイナンスモデルによるベンチャー企業に対するリスクマネー供給の主要な担い手はベンチャーキャピタルであるが、実際、我が国におけるベンチャーキャピタルによる投資額は2006年から急激に減少しており、2012年度で約1,240億円とほぼ半減している^(注2)。

米国におけるベンチャーキャピタルによる投資額は2011年で約2.3兆円と言われており、我が国の投資額は対GDP比で見ても大きく見劣りするが、その原因は、以下に見るとおり複合的な要因によるものと考えられる。

(1) ファンド投資レベルの要因

まず、ベンチャーキャピタルファンドという投資ビークルに対するリスクマネー供給自体が不活発である。具体的には、ファンドに対する長期資金の出し手と期待されている年金基金や機関投資家・金融機関からの資金提供が2006年以降細っており、2008年のリーマンショック以降、証券系や銀行系ベンチャーキャピタルの規模縮小や独立系キャピタルの閉鎖が相次いでいる^(注3)。

ベンチャーキャピタルに対する機関投資家

・金融機関からのリスクマネー供給が不活発な理由として、ベンチャーキャピタルにおいてそのリスクに見合ったハイリターンを提供できていないということが指摘される。ベンチャーキャピタルによると、その原因は、投資に値するベンチャー企業が我が国に十分に存在しないこと、投資のエグジットであるIPO制度に改善余地があること、エグジットの方法としての重要性が増しているM&Aが不活発でありその価格が低いことにある、とされている。

(2) 個別企業投資レベルの要因

投資家に対してハイリターンを提供することができるベンチャー企業が我が国に十分存在しない大きな要因の一つに、人材供給が十分でないことが挙げられる。すなわち、ベンチャー企業の担い手である優秀な人材が大企業に滞留し、ベンチャーマーケットに供給されていない。

では、ベンチャー企業の担い手として最も重要な創業者がなぜ十分に供給されないのかというと、ベンチャー企業を創業することに対する創業者にとってのリスクとリターンのバランスが、我が国で適切にとられていないからということになる。新規のビジネスモデルを開発するというプロジェクトは、人的・物的資源の豊富な大企業においてであっても難事業であり、ましてや資金面でも人材面においても資源に乏しいベンチャー企業にあっては、企画者である創業者に求められる能力・資質は大なるものがある。創業者にとって

は、代替的な労務提供先である既存企業における期待収入を上回る期待収入を創業によって得られると合理的に判断することができなければ、ベンチャーマーケットに参入する合理的な理由はないことになる。

創業による期待収入は、事業の成功確率と成功時のリターン、そして事業の失敗時における損失見込みによって決まってくる。ベンチャーキャピタルからの外部資金を導入しているベンチャー企業の創業者にとって、成功時のリターンの大小は、エグジット額の大きさとエグジット時における創業者取り分の大きさによることになる。創業者に言わせると、日本のベンチャーキャピタルは、企業が十分に成長しきらないうちにエグジットを求めがちであるとされ、これによりIPOの小型化が避けられないとされる。また、M&AであれIPOであれ、エグジット金額を大きくするためには、海外など、より大きなマーケットを開拓する必要があるが、日本の多くのベンチャーキャピタルには、そのために必要な数十億単位の資金を提供する規模がなく、またこれを国内外のベンチャーキャピタルによるシンジケートを組成することによって調達する能力も十分ではない。

さらに、事業が期待どおりに成長しなかった場合に創業者が負う可能性があるダウンサイドリスクも見逃せない。ベンチャーキャピタルが提供する資金はリスクマネーであり、一義的にはベンチャー企業に対してエクイティの形で提供される。しかしながら、一定期間内に

投資家に対してエグジット機会を提供することができなかった場合等、一定の条件の下では、投資家は保有するエクイティを償還することができる旨の権利を持つことが通常であり、創業者は投資家に対して、この償還を保証することが求められる。エクイティの償還金額は、取得価額か償還時における時価のうちいずれか高い方の額とされる。かくして我が国で新規事業を開始する創業者は、事業が期待どおりに成長しなかった場合に、投資家に対して元本償還債務を負担するリスクを抱えなければ、資金調達を行うことができないことになる^(注4)。

(3) エグジット政策

なお、日本において既存企業によるベンチャー企業のM&Aが不活発かつ低価格であるのは、企業買収におけるのれんの償却制度に原因があると言われることがある。ベンチャー企業以外のM&Aは一定規模で行われていること、日本の既存企業が海外のベンチャー企業を高額で買収する事例はしばしば見られることなどとの関係で、どのように理解すべきか難しいところではあるが、買収主体である既存企業からそのような指摘がある以上は、同制度が我が国の既存企業によるベンチャー企業買収における投資判断や価格の算定に影響している可能性は否定できないように思われる。

(4) 個人投資家によるシード投資

更に、個人や既存企業によるベンチャー企業に対する直接的なリスクマネーの供給も不

活発であることが指摘されている。日本には個人の金融資産が1,500兆円あるにもかかわらず、個人によるベンチャー企業に対するいわゆるエンジェル投資がほとんど存在しない。特に創業間もないシード期のベンチャー企業は、事業アイデアとせいぜいプロトタイプ程度しかなく、背後に投資家その他の資金提供者を抱えその運用を委託されている立場の金融仲介者にとっても、なかなか資金供給が困難な対象である。シード期を乗り越えられなければ、どれほど有望なビジネスモデルも日の目を見ることはないわけであり、かくして、他者の資金の運用者としての立場を持たない、個人や非上場の既存企業などが、ベンチャー企業に対するリスクマネー供給に果たすべき役割は大きなものがある。

(5) 小 括

以上を要するに、我が国において、ハイリスク・ハイリターン型のスタートアップであるベンチャー企業に対してリスクマネーが提供されないのは、複数の要因が複合的に相互作用する結果、ベンチャー・ファイナンスモデルにおいて想定しているエコシステムが、想定どおりに機能していないことに起因しているといえることができる。

上記で言及を割愛したものを含め、課題の概要をまとめると以下のとおりである。

〈ファンド投資家レベル〉

- ・ベンチャーキャピタルに対するリスクマネー供給の強化

- ・ベンチャーキャピタルに対する適正なガバナンス

〈ベンチャーキャピタルレベル〉

- ・海外を中心とした事業創出力（他企業との協働創出力）
- ・大型資金ニーズに応えるシンジケーション能力
- ・海外を含む事業売却案件創出力
- ・事業リスクを過度に創業者に負担させる実務
- ・早すぎるIPO志向

〈シードマネーレベル〉

- ・個人投資家の不足
- ・エンジェル税制の活用促進

〈エグジット政策レベル〉

- ・IPOルールのさらなる整備
- ・ベンチャー企業のM&A取引の活性化
- ・セカンダリー市場の立上げ

〈創業者レベル〉

- ・正しいベンチャー実務の啓蒙
- ・創業者の自己規律の涵養

■ 3. 近時の経済政策

(1) ファンド投資家レベル

ファンドに対する投資家となりうる銀行等又はその子会社については、国内の一般事業会社の議決権を5%を超えて取得・保有することが原則として禁止されている（5%ルール）。ベンチャーキャピタルファンドに対する有限責任組合員としての出資については、①有限責任組合員が議決権を行使することが

できる場合、②無限責任組合員に対して議決権行使に関する指図を行うことができる場合、③10年を超えて保有する場合を除き、5%ルールの特例とされている。これについては、2013年2月の金融審議会において「金融システム安定等に資する銀行規制等の見直しについて」が報告・承認され、銀行等又はその子会社によるベンチャーキャピタルファンドに対する有限責任組合員としての出資について、5%ルールの特例に該当するために満たすことが必要な10年間の保有制限を廃止する方向性が打ち出された。

また、本稿執筆時点では未だ報道ベースであるが、企業による一定の資格要件を満たしたベンチャーキャピタルファンドに対する出資の一定割合を限度として、損金性のある準備金の積立を許容する方向で検討が進められていると言われている^(注5)。日本企業の内部留保は220兆円にものぼり、なかなか投資に向かっていないとされるが、今般の税改正が実現すればベンチャーキャピタルに対するリスクマネー供給を厚くすることに資する可能性がある。

(2) ベンチャーキャピタルレベル

2013年2月、経済産業省において「新事業創出のための目利き・支援人材育成等事業」を始動している。同事業は、シードステージのビジネスを具体的に支援する活動を通じ、ベンチャーキャピタリストを中心とするベンチャー企業の支援者を育成することを目的とするプロジェクトである。

海外のベンチャーキャピタリストは、起業経験者がその経験を生かしてキャピタリストに転じることが多く、次世代の起業家に対し、ビジネスモデル開発のための助言や人的なネットワークの共有を通じて、ベンチャー企業の価値向上を支援していく。我が国にはまだこのサイクルが完成されておらず、新卒でベンチャーキャピタリストとしてのキャリアを積む者や銀行等の金融機関からの転職者が太宗を占めているのが現状である。今般の政策によりベンチャーキャピタリストの裾野の拡大と能力の向上を図ることができれば、ベンチャーエコシステム上のボトルネックの一つであるベンチャーキャピタリストの人材能力面の課題にとって意味のある政策となりうる。

また、日本産業振興プランには、産業革新機構による効果的なリスクマネー供給を通じてベンチャー支援を強化することが掲げられている。公的資金をベンチャー投資に充てる以上は、ベンチャーファイナンスのエコシステムが正常に機能することをめざしたものである必要があり、我が国のベンチャー投資実務を、投資家と創業者の間のリスク分担のあり方を適正化する方向で改善していくことが期待される。

(3) シードマネーレベル

シードマネーの担い手である個人投資家によるリスクマネー供給については、2013年6月、金融審議会に「新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」(リスクマネー供給WG)が

設置され、現在、いわゆる投資型クラウドファンディングに関する規制緩和・制度設計が精力的に議論されている。投資型クラウドファンディングは、2012年3月に米国議会で通過したJumpstart Our Business Startups Act (JOBS法)が制度化したことを契機に世界各国で検討が進められている、インターネットを通じて創業者や事業計画と多数の投資家とを結びつける小口の投資を言う。我が国においても、前記ワーキング・グループにて、仕組みの担い手となるプラットフォーム事業者に対する規制のあり方と、発行会社に対する情報開示等の規制のあり方の大きく二つに分けて、それぞれ鋭意検討されているところである。

また、日本産業再興プランは、個人投資家によるリスクマネー供給の促進策として、エンジェル税制の運用改善を掲げている。既述のとおり我が国のエンジェル税制はほとんど使われていない。エンジェル税制による税の優遇を考慮することにより、個人投資家のベンチャー企業投資に対する税考慮後の投資効率は高まるはずであるから、同税制の利用の低迷の原因は運用のあり方にある（すなわち手間と時間がかかる）という捉え方は正当である。

英国においては、2012年4月に導入されたスタートアップ企業に対する個人投資の税制優遇措置 (Seed Enterprise Investment Scheme、SEIS) が投資型クラウドファンディング事業を制度的に補完しており、制度の広報を担う民間団体との協働関係を通じ^(注6)、英国の個人投資家によるリスクマネー供給を

促進している。我が国においても、投資型クラウドファンディングとエンジェル税制を個人投資家によるリスクマネー供給政策における車の両輪に据え、個人によるシード段階のスタートアップに対する少額投資を効率的に進めるための制度設計が望まれる。

(4) エグジット政策レベル

リスクマネー供給WGでは、併せて新規上場 (IPO) の推進策として、上場時における最低株主数基準の引下げや、新規上場に伴う事務負担の軽減策が検討されている。後者について、具体的には、新規上場のコストを低減させる観点から、内部統制報告書の提出に係る負担を一定期間軽減することや、有価証券届出書において提供が求められる財務諸表の年数を限定する等の案が提示されている。

我が国は、世界的に見てもベンチャー企業をかなり若い段階で上場させることを認める制度となっており、これが投資家によるベンチャー企業の早期IPO圧力にもつながっているという見解もあるが、多様なエグジット戦略を描けること自体は、もともと流動性の低いベンチャー企業の株式に対するリスクマネー供給を促進するという観点から、プラスに評価されるべきことであるように思われる。

既存企業によるベンチャー企業の買収の促進は、日本再興戦略において政府が強力に押し進めているオープンイノベーション戦略に既存企業がどこまで真剣に取り組めるかにかかっている。税制優遇を契機として、既存企

業によるベンチャーキャピタルファンドを通じたベンチャー企業との接点が増えることにより、業務提携等から始まって、最終的には既存企業の新規事業開発の戦略の一つとして、ベンチャー企業の買収が選択肢として定着することが強く期待される。

(5) 創業者レベル

創業者の資質で最も重要なのは、アントレプレナーシップ（起業家精神）であり、その涵養は経済政策の範疇を超え、ベンチャーコミュニティ全体に対する課題として認識される必要がある。ベンチャービジネスに携わるすべての人々は、他の様々な収益機会を投げ打って、後ろ盾を持たずにビジネスモデル開発に挑戦する創業者がいなければ、自らのビジネスが成り立たないことを肝に銘じ、創業者に対する敬意と共に、創業者の成功に向けて、人的・物的資源の双方を欠く創業間もない時期のベンチャー企業をコミュニティ全体で支えていかなければならない。

ベンチャーコミュニティのメンバーは、ベンチャーエコシステムの成立の前提となるペイ・フォワード(Pay it Forward)の理念を正しく創業者に教育し、創業者と投資家が適切にリターンとリスクを分配する公正なファイナンスや資本政策を啓蒙し、成功した創業者がリスクマネー供給の担い手である個人投資家やベンチャーキャピタリストとして、次世代の創業者を支えていくという循環を実現する使命を負っていることを創業者に伝える必要がある。

これらは、今般の経済政策により、公的資金やその他の様々な恩恵に直接・間接に与ることになるベンチャービジネスに携わるすべての人々が、一丸となって追求していかなければならない価値観であり、そのために行動することが、コミュニティメンバーの政府や国民に対する責務である。

(注1) エコシステム型のベンチャーファイナンスモデルの詳細については、<http://startupinnovators.jp/>を参照されたい。

(注2) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果(速報値)2012」

(注3) 公益社団法人日本ニュービジネス協議会連合会ほか「高付加価値ベンチャー企業の簇業」

(注4) なお、投資家は必ずしも常にこの権利を行使するわけではないこと、仮に行使したとしても創業者の個人資産の範囲でディスカウントを認めることも多いとも言われている。ただし、投資家が創業者に対して投資元本の償還権を持つという事実そのものが、創業者にとってのリスクに他ならず、実務上適切に取り扱っているという実態があるといっても、それが優秀な人材のベンチャーマーケット参入への阻害要因となっているという批判に対する反論にはならないとの指摘もある。

(注5) 日本経済新聞2013年9月17日朝刊

(注6) 例えばSchool for Startups Limitedが展開するSEIS WINDOW (<http://www.seiswindow.org.uk/>)は、SEISの周知によりクラウドファンディングをはじめとする個人投資家のリスクマネー供給、創業者による新規事業開始の促進を図っている。

