



ベンチャー企業の経営環境に関する最新課題

青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科 教授
グローバルベンチャーキャピタル株式会社 会長

長谷川 博和

1. ベンチャー企業を巡る環境は日米とも回復途上

ベンチャー企業を巡る環境は2011年後半から2012年に入って明るくなっている。特に新規公開市場（IPO市場）が回復していることがその主な要因である。

次頁の（図表1）に見られるように、2011

〈目次〉

1. ベンチャー企業を巡る環境は日米とも回復途上
2. 日本：投資育成制度と株式公開制度の改善
3. マザーズ市場の上場制度の改善
4. 一部・二部市場の上場制度改善
5. ストックオプション税制の明文化
6. 米国：経営陣への大幅な議決権を付与する優先株の発行増加

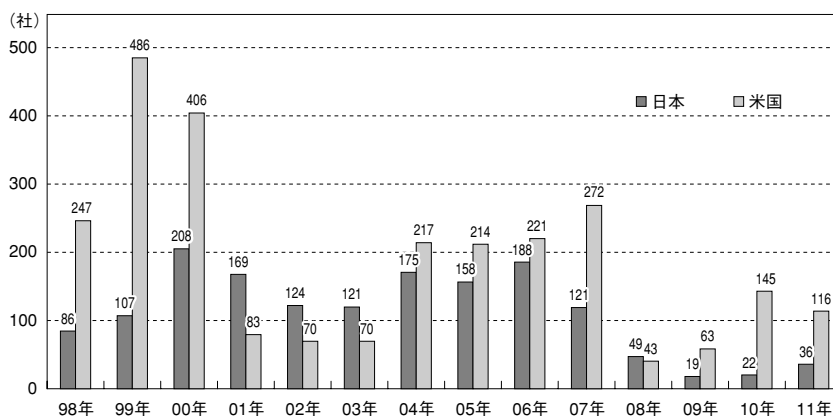
年の新規公開社数は日本で36社、米国で116社となった（注1）。過去のピークである1999年、2000年と比べると、日本が17%水準、米国が24%水準にしかすぎないものの、直近3年で見ると着実に回復している。また、Thomson Reuters（注2）のデータによれば、米国ベンチャーキャピタルの投資額は2011年通期では3,673件、284億ドルの投資となり、2010年の3,277件、218億ドルから金額ベースで30%増加した。

この好調さは2012年に入っても続いており、米国では4月までに57社が上場している。これは米国市場の年初4ヵ月の数字としては2000年以来最大となっている。また、日本でも5月末までに13社が上場を達成しており、非常に高水準である。

最近の新規公開企業の特徴は以下の2点である。

第一は、スマートフォンや高速化した携帯電話に関係する各種サービス会社が増えてい

(図表1) 日本・米国の新規公開社数の推移



(出所) 各種資料

ることである。米国ではGroupon（共同購買サイト運営）、LinkedIn（専門家ネットワーク）、Zynga（ネットゲーム）、土豆（Tudou、中国動画サイト大手）、Yandex NV（ロシアのインターネット検索大手）、日本ではアイスタイル（化粧品口コミサイト）、リブセンス（各種情報メディア運営）、イーブックイニシアティブジャパン（スマートフォン向け電子書籍の販売）、KLab（クラウド&ライセンス）、モルフォ（携帯、スマートフォン画像処理技術）などが代表的である。更に、2012年5月18日に上場した米国Facebookは上場時の時価総額が1,150億ドル（約9兆1,000億円）となった。「10年に一度」のIT（情報技術）企業の大型上場となり、株式市場の期待も非常に高まっている。クラウドコンピューティングの普及で、高価なサーバーを用意しなくても起業できるようになるなど、サービスを中心とするITベンチャーの最低投資規模が低くなって

いることの影響も大きい。

特徴の第二は、社歴の浅い企業の上場が増えていることである（注3）。求人情報サイトを運営するリブセンスは2011年12月、設立後5.8年で上場した。25歳の村上太一社長は上場企業で最年少社長となった。求人広告を無料で掲載し、採用に成功した企業から成功報酬を得る事業モデルが奏功したといえる。また、ライフネット生命保険は設立から5.4年で2012年3月に上場した。ネットでのみ申し込みを受け付け、人件費など固定費を抑え、割安な保険料を強みに成長を続けている。どちらもネットの普及が進んだこともあり、独自の事業モデルがあれば社歴が浅くても急成長できることを証明した。リーマンショック後、株式市場の低迷で新規公開社数が低迷し、ベンチャーキャピタルの投資も控え気味であったが、ここきて上場に伴うキャピタルゲインを早急に得やすいネット関連分野に投資

を積極化させてきている。

■ 2. 日本：投資育成制度と株式公開制度の改善

このような回復途上のベンチャー企業を巡る環境を本格化させるために、日本では投資育成制度と株式公開制度などが改善されている。

政府・民主党はベンチャー育成などのために「日本再生投資基金（仮称）」を創設して、従来よりも幅広く資金供給する方針を打ち出すという（注4）。また、文部科学省も2012年に「大学発新産業創出拠点プロジェクト（事業プロモーター支援型）」を創設した。

大学発ベンチャーなどが創造的破壊を生み出すようなイノベーションの担い手として期待されているにもかかわらず、リスクが高いことから投資が敬遠される傾向にあり、新産業創出を阻害する要因の一つとなっている。

そこで、事業化ノウハウを持った「事業プロモーター」を活用し、起業前段階から政府資金と民間の事業化ノウハウなどを組み合わせることを実施する。2012年の第1回の事業プロモーターユニットとして、早稲田大学のウエルインベストメント株式会社や東京大学の株式会社東京大学エッジキャピタル、筑波地域のつくばテクノロジーシード株式会社など7社が選ばれた（注5）。リスクは高いがポテンシャルの高い技術シーズに関して、事業戦略・知的財産戦略を構築しつつ、市場や出口

を見据えて事業化する「日本型イノベーションモデル」を目指すものとしてその効果が大きいと期待されている。

■ 3. マザーズ市場の上場制度の改善

一方、東京証券取引所は2011年2月に「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた有価証券上場規程等の一部改正について」（注6）、2012年3月に「中堅・中小企業のIPO活性化のための有価証券上場規程等の一部改正について」と立て続けに上場制度の整備を行っている。

マザーズ改革では、マザーズに上場申請をするかどうか、という観点から「事前相談」を実施しているが、そのプロセスを見直している。事前相談内容を東証内部で検討した後の回答において、これまでは「申請に際しての是非」であり、解決のための対応策の提示はボランティアベースとなっていた。今回の見直しで、ネガティブな結論となる場合には、原則として、「どうすれば申請が可能か」といった点を明確に提示するように努めることになった。しかも、回答は相談を受けてから1週間程度を目途に進捗・感触を伝えるようにすることになった。これは東証の担当者も提案を作成するための負荷が増えることと思うが、申請するベンチャー企業側からすれば、上場申請に相当な時間と費用をかけて本申請をした後に拒絶されるよりかは、申請の前の

「事前相談」を十分に活用することで、無駄な費用と時間をかけなくて済み、非常に有用である。

また、「長期的な視点での事業計画の評価」についても考え方を整理している。従来は、月次予算を立てて、その達成具合を半年以上、評価するものといわれていた。仮に月次予算を下回っても上回っても、予算の策定能力や事業の遂行能力に問題があるとして、上場審査では課題となるとベンチャー企業では理解されてきた。ベンチャー企業は不確実性が高く、月次単位で予算通り業績が推移することは極めて少ない。まして予算を超えて業績が伸びていても予算策定能力が低いと見なされてしまい、上場審査が通りにくくなるのを懸念して、ベンチャー企業の業績が伸びないように抑えるという現象は問題であった。これを今回の見直しでは、月次業績の予実差異の有無により当該事業計画の合理性の有無を判断することは行わない。予実差異を適切に把握し適切な見直し、公表（業績予想の修正）が行えるか否かという「企業内容の開示の適正性」及び「内部管理体制の有効性」の観点からの確認であることを明確化する、とされた。これまでの懸念が明確化され、非常に高く評価したい。

■ 4. 一部・二部市場の上場制度改善

更に一部・二部市場への上場基準も緩和さ

れた。直近決算期に経常赤字を出しても新規上場できるようになった。具体的には、「上場日における純資産の額が10億円以上となる見込みのあること」（従来は「上場申請日の直前事業年度の末日に10億円以上であること」）、「最近2年間の利益の総額が5億円以上であること（直接市場第一部に上場する場合には時価総額が250億円以上（従来は500億円以上）となる見込みのあること）」（従来は「最初の1年間は1億円以上、最近の1年間は4億円以上であること」）、「上場日における時価総額が500億円以上（従来は「1,000億円以上」）となる見込みのあること（ただし、最近1年間における売上高が100億円未満である場合を除く）」と変更となった。また、企業の継続性及び収益性についても、「継続的に事業を営み、かつ、安定的な収益基盤を有していること」（従来は「経営成績の見通しが良好なものであること」）と明示され、将来性を大きく見るものとなった。

株式上場のハードルが下がればベンチャー経営者にとっては資金調達の実績が増えることになる。ベンチャーキャピタルなど投資家にとっては投資回収の確率が高まるので投資しやすくなる。結果的に起業とその後の成長を促す波及効果が期待できるので、このような制度緩和は歓迎する。

(図表 2) 新規上場した企業の株式上場までに調達した資金総額 (中央値)

中央値 (単位: 百万円)	個人 投資額	事業会社 投資額	VC 投資額	調達資金額
2008年~2010年	111	111	79	438
2011年	129	194	286	865

(出所) 株式会社ジャパンベンチャーリサーチ

5. ストックオプション税制の明文化

経済産業省と国税庁は2011年秋、新興企業の人材確保に欠かせないストックオプション(株式購入権)に対する優遇税制適用のルールを明確にした。これによって、投資家側と経営者側のリスク分担を公平・明確にする種類株を活用しやすくなる。日本のベンチャー企業に対する年間の投融資額に占める種類株の比率は約10%にすぎない。約8割が種類株投資とされる米国とは対照的である。優先株式を使わない一つの理由が、ストックオプションで税制の優遇措置を受ける基準が曖昧なことにあると指摘されていた。

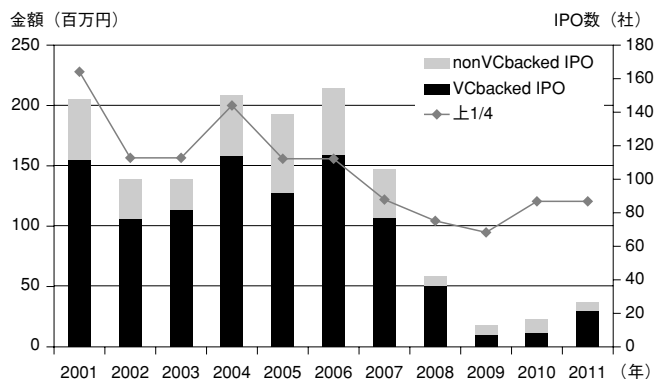
ストックオプションの税制優遇措置は、一定の条件を満たした場合に(注7)、権利行使時の課税を繰り延べ、株式を売却したときにだけ課税する。ストックオプションを付与する際に決める権利行使価額が、その時点の株式価値を上回っていないと対象にならない。優遇対象になるかどうかの基準を普通株の価値にすることを明確にした(注8)。これで未上場のベンチャー企業が種類株を発行しても、ストックオプションのメリットが損なわ

れないことを確認した。

このように、最近の日本においては投資育成制度と株式公開制度の改善がなされている。改善されること自体は良いことであるが、それ以前に、日本と米国ではベンチャー企業が未公開時に調達できる資金量が圧倒的に異なることが深刻な問題である。例えばGoogleは株式公開までに2,497百万ドル、Grouponで1,376百万ドル、Zyngaで974百万ドル、Facebookで3,299百万ドルを調達したといわれている。それに対して日本においては、楽天で約4億円、ディー・エヌ・エーで約30億円、グリーで約5億円、ライフネット生命保険で約132億円である。

2011年に日本で新規上場した企業が、会社設立から株式上場までに調達した資金調達の合計値(中央値)は(図表2)に示したとおり8.6億円であり、そのうちベンチャーキャピタルは2.8億円にすぎない。また、(図表3)に示した未公開企業全体の統計でも、資金調達できた上位25%の未公開企業の2011年平均調達金額は1.3億円程度にすぎない。ベンチャーキャピタルなど未公開投資の歴史の違いやエンジェル投資家の違いなどを加味しても、日米の格差はあまりにも大きい。各種の投資育成制度の改革や株式公開制度の改善を

(図表3) 未公開企業1社当たりの資金調達額(上位25%値)と新規公開社数の推移



(注) データベース所蔵企業のうち、増資情報を持つ4,309社(2012年1月末時点)の集計
(出所) 株式会社ジャパンベンチャーリサーチ

したところで、この投入されているリスクマネーの厚みの格差は当面、埋められそうにない。日本でもグローバルに展開する大型のベンチャー企業の輩出が期待されているが、リスクマネーの投入量とベンチャー企業の資金余裕からくる試行錯誤の容認が今後、更に日本でも議論されることを期待する。

6. 米国：経営陣への大幅な議決権を付与する優先株の発行増加

これに対して、米国のベンチャー企業を巡る話題としては、大幅な議決権を付与する種類株を発行して創業者らが経営権を維持する動きが最近、増加していることである。

ネット検索最大手のGoogleは2004年の上場の際に、共同創業者のラリー・ページ氏(現最高経営責任者=CEO)らだけに議決権が

通常の10倍ある種類株を交付した。それにより新たな株主の経営への影響力を抑えた経緯がある。2011年に上場したクーポン共同購入サイト最大手のGrouponは創業者150倍、交流サイト(SNS)向けゲーム大手のZyngaにおいて創業者は通常の70倍、上場前からの株主は7倍という2種類、Facebookにおいてマーク・ザッカーバーグCEOら創業者は議決権が10倍の種類株を発行している。株数増と経営の主導権確保を両立させる手法で、創業者達は一般株主の意向に左右されず、長期的な視点で経営に当たることを目的とした制度である。

特に2012年4月12日に発表され、6月21日に株主総会で決議される予定であるGoogleの無議決権「Class C」株について、その効果や株式市場に与える影響が注目されている。

現時点で明らかになっている内容は以下の通りである(注9)。

- Class A株は1株で議決権1個、Class B株は1株で議決権10個、Class C株は議決権なしとする。
- Class A株、Class B株それぞれ1株に対してClass C株1株を割り当てる。
- 配当はClass A株、Class B株、Class C株で同じ条件。買収時等にも、Class A株、Class B株、Class C株は経済的にすべて同等に扱われる。
- Class C株は、Class A株と同様、自由に譲渡できる。
- Class C株はNASDAQに上場できる見込み。
- 清算の時にはClass A株とClass B株は同等な分配を受け取ることができる。
- Class A株は他の株式には転換できない。Class B株は、創業者等が売却するとClass A株に自動的に転換されてしまう。Class C株は、清算の時などにClass A株に自動的に転換される。
- 創業者は保有するClass C株の数とClass B株の数を比例して売らないといけないし、買収の時にも各株式を平等に扱わないといけない（創業者平等条項（Founder Equal Treatment Provision））。

議決権が薄まらないように、今後は議決権の無いClass C株をストックオプション（新株予約権）の付与や自社株を利用したM&A（合併・買収）に用いることを計画している。

Googleが競争の激しい業界で生き残るために、スタートアップ企業並みのスピードと長期的な視点が今後も必要で、今回の新しい資本スキームにより、創業者が大きな持株比率を維持できることで、そのメリットを享受できるとされている。株式上場までの過程では

ベンチャーキャピタル、上場後は投資ファンドや企業買収先、ストックオプションによる役員・従業員の各種法的権利がますます大きくなっており、逆に創業者の法的権利が抑えられる傾向が強くなってきていた。それを打開する手法として、従来は買収防衛策的な手法に使われていた無議決権付き株式を活用するベンチャー企業が増えてきているのである。

しかし、無議決権付き株式を使った新しい資本スキームは、従来の人的資本の拠出者と物的資本の拠出者との動機付けの仕組みである、支配の分配と果実の分配を切り離れた取決めのフレームワークを逸脱する懸念がある。支配の分配と果実の分配を法的に区別するために、種類株式の利用が有用であるとされてきたが、今回のように経営陣に大きな支配権を与えることが本当にすべての株主にとってメリットがあるかどうか（ベンチャー企業が急成長するのを期待して、しばらくは創業者達が独裁的に振る舞うことを容認しよう、という一般株主の気持ちの程度）を、十分に、かつ、慎重に検討する必要がある。

Googleの場合には、2010年2月28日に創業者のラリー・ページ氏とセルゲイ・ブリン氏の法律顧問である「Munger, Tolles & Olson LLP」から議決権維持スキームについての提案があつて以降、新しい資本スキームの検討のために特別委員会が組成されて、社外取締役、法律事務所、投資銀行、証券会社などが各種株主の利益相反について長期間にわたっ

て議論がなされてきた。またその議論の経緯をHPや株主総会収集通知で詳しく公表している(注10)。少なくとも創業者が今後もベンチャー企業を好き勝手に支配し続けることができるようにする一方、一般株主の利益が犠牲になるようなことがないように十分に配慮してほしい。日本でも米国でも、新しい資本スキームが開発されると、それを一部の関係者が悪用し、一般株主が犠牲になるケースが多く見られた。いつでも新しいスキームが定着するまでには、いくつもの適用事例が出て、その効果が議論されるような時間の経過が必要である。今回の新しい資本スキームも、ベンチャーキャピタルの立場からすれば創業者達のわがまま的な行動とも思える。ベンチャーキャピタルも創業者の強いリーダーシップに基づく経営のスピード化のメリットについては、十分重要性を認めており、既にストックオプションの発行や増資時の時価評価の中で大きく盛り込んでいることである。真のコーポレート・ガバナンスが働き、適度な活用となることを強く願う。

(注1) この公開社数には、一部、二部市場への直接上場や新興市場からの市場変更をした企業も含まれている。

(注2) PwC/NVCA MoneyTreeTM Report (“MoneyTree Report”)を指す。

(注3) ジャパンベンチャーリサーチ (JVR) の調査によれば、2011年に新規公開したうちの21社を分析したところ、会社設立から株式上場までの期間(中央値)は9年2ヵ月となり、2008年から2010年における上場会社のうちの52社分析の12年8ヵ月

よりも相当、短期間となっている。

(注4) 本稿執筆段階では新聞報道のみで、あくまで民主党の構想段階。民主党は、企業再生支援機構の組織を改変し、「日本再生投資基金(仮称)」を創設し、規模は2~3兆円を予定しているという。

(注5) このほかには、株式会社ジャフコ、DBJキャピタル株式会社、東北イノベーションキャピタル株式会社、バイオ・サイト・キャピタル株式会社が選ばれている。

(注6) 東京証券取引所では、制度要綱「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた上場制度の整備等について」を2010年12月に公表し、一般からの意見を踏まえたパブリック・コメントを2011年2月に発表している。その後、「マザーズの信頼性向上及び活性化に向けた上場制度の整備等に係る実務について」という資料を2011年3月に発行している。

(注7) ストックオプションの優遇措置を受けるための条件の主なものは、1) 付与対象者が自社の取締役、執行役または使用人(その相続人)、発行株式総数の50%超を直接または間接に保有する法人の取締役、執行役または使用人(その相続人)であること、2) 権利行使期間が、付与決議の日後2年を経過した日から10年を経過する日までの間であること、3) 権利行使価額が、契約締結時の1株当たり価格以上であること、4) 権利行使価格が年間1,200万円を超えないこと、などが挙げられる。

(注8) 「1株当たりの価額に関して、未公開会社の株式については、「売買実例」のあるものは最近において売買の行われたもののうち適正と認められる価額とすることとされていますが(所得税基本通達23~35共-9Bイ)、普通株式のほかに種類株式を発行している未公開会社が新たに普通株式を対象とするストックオプションを付与する場合、種類株式の発行は、この「売買実例」には該当しません(国税庁確認済み)」というコメントを明示した。

(注9) 2012年5月4日に米国SECに登録された

Preliminary Proxy Statementに記載の内容。現時点での予定も含まれており、確定なものではない可能性もある。

(注10) Preliminary Proxy Statementの中に Proposal Number3-Approval of the Adoption of Google's Fourth Amended and Restated Certificate of Incorporationとして56頁にわたって記述されている。



長谷川 博和 (はせがわ ひろかず)
学術博士・公認会計士・日本証券アナリスト協会
検定会員

株式会社野村総合研究所、株式会社ジャフコを経て、1996年6月にグローバルベンチャーキャピタル株式会社を設立し、代表取締役社長に就任、現在は会長。スタートアップ段階の企業育成を得意としており、出資だけでなく取締役・監査役就任などベンチャー企業の経営に数多く参画している。青山学院大学大学院教授、早稲田大学大学院客員教授、京都大学大学院講師。早稲田大学大学院アジア太平洋研究科博士後期課程修了。

主な著書には、『ベンチャーマネジメント [事業創造] 入門』(日本経済新聞出版社)、『ベンチャーキャピタリストの実務』(東洋経済新報社)、『日本のイノベーション2 ベンチャー支援ダイナミズム』(白桃書房)、『ベンチャーキャピタルハンドブック』(共著、中央経済社) など多数。



株式相場は久々の活況に沸いた年初来の上昇局面から一転、悲観ムードが支配的になりつつある。最大の懸念要因は欧州債務問題だが、当事者のギリシャと、フランスの民意を反映した選挙結果が混乱に拍車をかけ、先行きは極めて不透明だ。この間、日本では上場企業の3月期決算発表が一巡。事前の想定通りではあるものの、今期は2割台の経常増益見通しと回復基調は鮮明だ。だが相場の下支え効果は限定的との印象が否めない。

こんな地合いを反映して、投資

バーゲンセールは静かに進む？

指標も役割を發揮できずにいる。経済の先行き不安が漂うなかでは、株価収益率(PER)が歴史的な低水準で海外主要市場より低い10倍台前半といわれても反応薄なのはうなずける。しかし過去最高水準に積み上がった手元資金という裏付けがある配当では、予想利回りが東京証券取引所第一部平均で2%を超える。さらに、東証一部平均の株価純資産倍率(PBR、前期基準)は解散価値を下回る1倍割れがほぼ常態化している。

大方の買収ファンドがリーマン・ショックを機に勢いを失ったためか、敵対的買収に対して企業の危機意識、投資家の関心ともに

後退しているが、PBR1倍割れはもう少し真剣に見直す必要がある。今期の黒字化が焦点とされるソニーやパナソニックなどなら、赤字による資本の毀損を織り込むといった説明もつく。ポイントは収益好調組にもバーゲンセール状態にある企業が少なくないことだ。ちょうどこの時期に明らかになるのは、3月末時点の株主名簿。すでに中国系とされるファンドが上位株主に名を連ねる事例は多いが、割安株を静かに買い集める巨大資本の存在などが改めて注目される可能性もありそうだ。