

## 第5回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」議事概要

※未定稿であり、今後、修正される可能性もあります。

### ◎議題「イノベーションとベンチャーファイナンス」

#### ◎開催日時・場所

2019年7月29日（金）午後17時～19時45分

東京大学本郷キャンパス国際学術総合研究棟TAISEIホール

#### ◎出席者（50音順）

有吉 尚哉	西村あさひ法律事務所 弁護士
磯崎 哲也	フェムトパートナーズ株式会社 ゼネラルパートナー (今回報告者)
岩澤 誠一郎	名古屋商科大学経済学部 教授
大崎 貞和	東京大学 客員教授 (野村総合研究所フェロー)
小野 傑	東京大学 客員教授 (西村あさひ法律事務所 弁護士)
金澤 浩志	中央総合法律事務所 弁護士
川井 洋毅	東京証券取引所 執行役員
神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
黒田 真一	みずほ証券 市場情報戦略部 上級研究員
小出 篤	学習院大学法学部法学科 教授
幸田 博人	京都大学経営管理大学院特別教授 (今回報告者)
後藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
柴崎 健	みずほ証券 市場情報戦略部長
保田 隆明	神戸大学大学院経営学研究科 准教授
増島 雅和	森・濱田松本法律事務所 弁護士 (今回報告者)
松本 大	マネックスグループ社長
森本 紀行	HCアセットマネジメント 代表取締役社長
安田 洋祐	大阪大学経済学部 准教授
油布 志行	金融庁企画市場局審議官
湯山 智教	東京大学公共政策大学院 特任教授 (司会)

#### ◎議事次第

1. 全体挨拶 (小野傑 東京大学客員教授、西村あさひ法律事務所)
2. 趣旨説明 (大崎貞和 東京大学客員教授、野村総合研究所)

### 3. 基調報告

#### (1) イノベーションとベンチャーキャピタル

幸田博人氏（京都大学特別教授、フォーラムメンバー）

#### (2) わが国の起業ファイナンスに関する論点と課題」

磯崎哲也氏

（フェムトパートナーズ株式会社 ゼネラルパートナー、公認会計士）

#### (3) ベンチャーファイナンスの法的課題と論点」

増島雅和氏（森・濱田松本法律事務所弁護士）

### 4. 上記報告を受けたディスカッション

司会 湯山智教 東京大学公共政策大学院特任教授

## ◎議事概要

※以下、発言録内においては敬称略。

### 1. 全体挨拶（小野傑 東京大学客員教授、西村あさひ法律事務所）

○小野 本日は、お暑い中、第5回産官学フォーラムにご参加いただきまして、まことにありがとうございます。この産官学フォーラムは、東京大学公共政策大学院に開設されました「資本市場と公共政策」という、みずほ証券の寄付講座の活動の一環でございます。昨年の5月、第3回ではICOについて、また、本年2月の第4回のフォーラムにおきましてはAIについて、いずれも昨今の潮流であるFinTech関連のテーマを取り上げました。今回は少し方向を改めまして、我が国経済・産業界において不足していると長い間言われ続けておりますイノベーション、そして、これを促進すべく必要不可欠な存在であるところのベンチャーファイナンスのあり方につきまして議論いたしたく、まさに「イノベーションとベンチャーファイナンス」という直球のテーマを掲げさせていただきました。

ベンチャーのエコシステムとも言われているシリコンバレーのイノベーションを目指すベンチャー企業の成長サイクルは、イノベーションが必要とされている日本に今こそ必要と言われ続けております。また、そのために必要なベンチャーファイナンスのあり方につきましても、これまで政府の審議会等でも何年も前から取り上げられ、制度面におきまして、金商法の改正、会社法の改正等の対応がなされてきてはおりますが、肌感覚といたしまして、果たして今の状況が十分なのか、制度と実際とのミスマッチはないのかと感ずるところもございます。

本日は、法律、経済という両方の側面から、幸田様、磯崎様、増島様に基調講演いただきます。いずれの方もこの分野の第一線で活躍されている方でありまして、また、フォーラムのメンバーであります皆様も産官学を代表する方々でございまして、本日のテーマは、まさにこのフォーラムにふさわしいテーマではないかと存じます。

自然発生的かつ市場原理が機能するシリコンバレーと異なりまして、これまで以上にソフトローとか法律システムということも含む意味合いでございますけれども、制度的・法

的なアプローチも必要と感じるところもあり、活発で有意義な議論を期待しております。イノベーションを促進するベンチャーファイナンスのあり方につきまして、本日の議論が起爆剤となればと大いに期待するところでございます。本日は、どうぞよろしくお願いたします。

## 2. 趣旨説明（大崎貞和 東京大学客員教授、野村総合研究所）

○大崎 私は、個人的にきょうの議論に期待することを幾つか申し上げさせていただきたいと思います。今、小野先生のお話にもありましたとおり、きょうの報告者の皆様の顔ぶれなどからしましても、やはり制度面、あるいは規制上の問題点というような議論が多くなるのではないかと感じております。もちろん、これは極めて重要であるのですけれども、一方で、先ほど小野先生の話にもありましたとおり、これまで日本では、もう20年、30年、さまざまな手が打たれてきていることも事実でございます。取引所の制度から金商法の制度、会社法の制度、さらにはそれらの制度を有効に機能させるための税制上の手当て等々、さまざまなことが行われてきているのだけれども、もう1つベンチャー企業が活発になっているようには思えないというのが恐らく皆様の実感ではないかと思うわけです。

きょうご出席の方からあまりそういう話はないと思うんですが、私がそういう話をすると時々言われるのが、でも、アメリカでは、例えばGAF Aを育成するとかいう、そんな話は聞いたことがないとか、政府が制度を変えたからベンチャーが育ったという話はないのではないかということをおられるわけで、それにもまた一面の真理もあるわけでございます。その点では、経済学からというふうには押しつけるのもちょっとなんなのでございますが、法律、制度、規制という面とはちょっと違った観点から、こういうポイントが重要なのではないかなんていうご指摘がいただけたら非常にうれしいなと思うわけでございます。

実は私、きのうまでアメリカに行っておりまして、いろんなことを聞いてきたのですが、前に取り上げましたICOの話とか、あるいは今回のベンチャーファイナンス絡みのアメリカの動きなんかも聞いておったのですけれども、やっぱりあちらはあちらで、我々から見るとうまくいっているように思うんですが、いろんな問題意識を持ってやっているということもわかりました。例えば、きょうはちょっと議論できないとは思いますが、いわゆるベンチャー企業が株式を上場して、中小型の株として取引をされるようになったときに、極めて流動性が低く、価格形成が円滑に行われぬ。実は、アメリカではIPOの件数がどんどん減っているわけでございますけれども、もしかしたら、そういうことがIPOの件数の減少につながっているのではないかなどという問題意識を持って、SECがその点にテコ入れをしたいということで検討を始めているという話もございまして、向こうはうまくいってはいても、向こうも日々悩んでいるのだらうなど。日本もいろいろ考えれば状態が変わってくるということは十分あるのではないかと感じておまして、きょうの議論で皆様からさまざまなアイデアや検討課題のご提示をいただければと期待しておる次第でございます。

### 3. 基調報告(1)幸田博人氏（京都大学特別教授、フォーラムメンバー）

○幸田 幸田です。どうぞよろしくお願ひいたします。

本日は「イノベーションとベンチャーキャピタル（VC）」ということで、私の表題を設定しています。私自身は、昨年の6月までみずほ証券（金融機関）におりましたので、20年来、ファンドの設立あるいは運営に、十数社かかわってきております。その関わり合い方は、GPとしての関わり合い方と、LP投資家としての関わり合い方の両面があります。そのあたりの実感も含めて、お話をさせていただければと思います。

最初に、問題意識ということで、2Pに整理しておりますので、簡単に触れたいと思います。日本においては、社会課題の解決に向けて、イノベーションに対する期待というのが、特に最近大きいのですけれども、新しいイノベーションをつくっていかうということと、実際の動きとの間にギャップが相当あるのではないかと認識しております。

これは、例えば、大企業とか金融機関におけるイノベーションを加速させる動きは、必ずしも強くなく、特に、オープンイノベーションの問題につながっています。

ベンチャー・エコシステムの問題として、量と質の両面でまだまだ課題があるという認識です。特に、質の面では、産官学連携やグローバルなリンケージ、あるいはオープンイノベーションなどのベンチャー・エコシステムに係る仕組みの問題も大きいと認識しております。

日本の経済・社会構造は、今後大きく変わっていく時期に入っていて、デジタル社会の進行、あるいは人口減少・地方停滞社会にどう立ち向かうかということがあります。その点では、人材と雇用の流動性の問題がかなり大きな論点になるのではないかと考えています。このあたりも、本日の論点として意識して、整理をさせていただいております。

あわせて、湯山先生のほうから「イノベーションとベンチャーファイナンス」ということで論点を6つ提示いただいております。皆さんのお手元にその紙があると思いますけれども、私の方では、1番、4番、5番、6番をカバーした整理としてお話をさせていただければと思います。

前提としての社会・経済構造変化のところは簡単にさせていただき、スタートアップ企業とVCの関係のところは重点を置きたいと思います。この中では、先ほど大企業の話もしましたが、いわゆるCVC（コーポレート・ベンチャー・キャピタル）の話が、重要な論点になってきていますので、このあたりを整理してお話をしたいと思います。時間が若干あれば、人材のところも触れさせていただきます。

最初に、前提ということで申し上げますが、4ページに日本を取り巻く社会・経済状況の観点として、イノベーションに遅れているとか、日本の企業サイドや金融サイドの構造問題を整理してまとめております。皆さん大体ご認識のとおりということかと思ひます。

そういう中で、プライベートエクイティという観点から見ると、5Pにあるようなバイアウトとベンチャーキャピタル（VC）、グロースの類型に分けて、3つのファンド類型の機能と、それからコーポレート・ベンチャー・キャピタル（CVC）の増加ということで、こうしたPE機能が広がってきています。この中で、左側にあるような社会・経済構造の変化と、右側にある金融面における構造問題が、足元で非常に大きくなっているのではないかと思ひます。これは旧来型金融の限界もありますし、従来型の金融機関が、デッ

トからエクイティへの流れについていけないことで、ファンド関連のニーズも出てきています。金融機能としてのファンド機能の重要性が増している面はあり、今後、もう少し広げていくということが、求められているという認識です。

日本の労働生産性が低いという問題（6 P）、イノベーション・インデックスのランキングが上がらない（7 P）、それから足元、特に上場企業のPBRが1を大きく割っていて（8 P）、諸外国と比較して日本の企業の成長性が大きな問題になっています。8 Pの右側のグラフにあります、中でも銀行業のPBRが0.5ということも認識としては持つておく必要があります。

それから、足元、オープンイノベーションと言いながら、中身が必ずしもついていないのではないかとということで、有識者が集まった会議をベースに内閣府から報告書が出ておりますので、2枚ばかり（9・10 P）つけてあります。オープンイノベーションの重要性の認識は、向上したけれども、実際には、まだまだ方法論だけで、事例には、あまりつながっていないということが出ています。具体的には、この中で、社会からの共感が得られる革新的な価値の創造・提供になかなか至っていないのではないかとということで、オープンイノベーションに着目していても、まだ中身がついていないとの指摘です。このあたりは、いわゆるCVCの問題とも、かなりかかわってきます。前提として皆さんにご提供したいと思います。

ここまでは、前提としての状況認識の話をしました。その上で、次に、スタートアップ企業あるいはベンチャー企業とベンチャーキャピタルとの関係について、どういう論点なのか整理をしております。

まずは、12ページをご覧くださいますと、関係者として、左から、ベンチャーキャピタルにお金を入れる投資家、真ん中に、ベンチャーキャピタル、そして右側に投資先としてのベンチャー企業ということで、どんな課題があるのかを図解してあります。冒頭、申し上げたように、私自身、量と質、両方に課題があると思っております。1つは、いわゆる資金の供給量としての量そのものが十分ではないということです。左の欄にあるように、現状、一般的に総量として、投資家としての広がりがないことと、同時に、従来型の銀行系・証券系的な資金の供給者もそれなりのベースは、やや位置づけが違っていますので、このあたりの質の面の課題もあり、全体として見ると、量と質の問題がある。真ん中にベンチャーキャピタルについては、人材の問題、バリューアップへの貢献の問題、IPO至上主義というものの問題などがあり、VCとしての課題も山積みです。

それから、右側の欄ですが、ベンチャー企業自身の問題として、グローバルに展開する企業が少ないとか、あるいは時価総額が小さい問題、そして、やはりIPOがある程度ゴールだということで認識されているような面などの問題点があります。

一方で、そうは言いながらも、徐々に状況は変わってきており、13 Pを見ると、ベンチャー企業の資金調達の規模は約4000億円の規模になって、増加基調です。

14 Pを見ると、スタートアップ企業の調達額は、セクター別の調達額で見るとかなり幅広い技術に対する調達が行われていることがわかります。左の棒グラフの右側に括弧書きがありますが、これが調達した会社の数です。100社を超えているところは、例えばFinTech、人工知能（AI）、ヘルスケア、ソフトウェア/システムで、相応の会社数が資金調達しています。右側の円グラフが、調達額の業種別累計ですけれども、大きい順番

に、FinTech、ヘルスケア、A I です。スタートアップ企業の広がりには徐々に出てきているのを見てとれます。

一方で、エグジットの問題については15Pの左側の円グラフですが、実際にポジティブにエグジットができたのは、IPOの2割とM&Aの11%ということで、基本的には3分の1がポジティブなエグジットです。それ以外は、売却、買い戻し、あるいは償却・清算せざるを得なかったということです。日本で少なくとも、ポジティブなエグジットで、M&Aのエグジットが少ないことをどのように評価していくかということです。やはりIPOが可能になったら小粒でもIPOをしてしまうという傾向が非常に強いのは否めないところで、このあたりは、ベンチャー企業の成長をかえって阻害している面も強く、資本市場の改革とあわせて考えていく必要はあるだろうと思います。

16ページの左側で、IPO時の時価総額がその後どれだけ増えているかのデータをとってみました。左側の上のグラフを見ると、横軸がIPO時、即ち公開時の時価総額、縦軸が今年の1月末の時価総額ということで、2倍のところに罫線を引いてあります。2倍以上になっている銘柄が非常に少ないということが見てとれます。公開した後、成長していく、即ち時価総額が増えていく企業が、日本企業の場合、非常にすくないです。この要因がどこにあるのかということですが、IPO時点の時価総額を見ると、0から10の範囲に時価総額の8割ぐらいが集まっていて、これは、即ち、100億円以内の時価総額が非常に多くて、その規模の企業がそこから成長していくところは少ないということが見えてきます。右側にあるように、冒頭お話が出たアメリカでは、IPOからM&Aにシフトしてきているということとの比較でも、時価総額の小さい企業がIPOとその後の上場にコストをかけていることがどうかということです。やはり課題は大きいのではないかという感じはいたします。

17Pは、ベンチャーキャピタルの投資の金額、件数、それから海外との比較ということでよく利用されるデータです。皆さん、ご存じのデータも多いと思いますが、アメリカ、中国との比較においては、かなり彼我の差が大きいということでもあります。

しかしながら、日本のVCも少しずつ変わってきているということで、18Pにあるように、多様なVCの広がりが出てきています。幾つかの動きを、例として申し上げますと、CVCが増加をしてきています。これは後ほどもう少し詳しくご説明をします。それから、バリュアアップ型ファンドとかハンズオン型ファンドが増加しているということで、直接的関与をかなり深めていく傾向にあるVCも増えてきています。それから、特化型ファンドをどう見るかということがありますけれども、FinTech、A I・ビッグデータ、エネルギー/環境など、特化型ファンドも出てきています。最近の1つの特色ではないかと思えます。それから、産官学連携のいわゆる大学発のスタートアップ的なファンド、東大エッジキャピタルが代表例でありますけれども、このあたりも定着し始めているということで、少しずつベンチャーキャピタルの広がりパターンが多様になってきているという特徴はあります。

コーポレート・ベンチャー・キャピタルのところだけ少し詳しくご説明をいたします。19Pです。ここにあるように、コーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC)の設立の数が急増しております。カテゴライズして分けてみましたけれども、放送・通信系、IT・システム系、製造業、インフラ・運輸ということで、大企業の業種も様々に、CVC

Cが増えていきます。日本を代表する大企業がこれだけCVCに出てきているというのは、大きな特徴で、かつ、CVCに今まで縁が非常に遠かったJR東日本とか東京電力なども含めて、かなりブームになってきています。これをどのように評価できるかは非常に重要ではないかと思っております。

ご承知のとおり、リーマンショック前の2000年代前半に、いわゆる電子・電機系を中心に、CVCが増えた時代がありました。その時は、失敗を重ねたところも多く、いったん撤退しているところもあります。今回、その次のブームということです。20Pに、アメリカのCVCの活発な動きということでデータをつけておきました。これとの比較で見ると、大きな差はありますが、今後、どのように日本型のCVCが定着するかということが1つのポイントではないかと思えます。

CVCとジェネラルなVCとの違いを21ページにまとめています。簡単に見ていただければと思いますが、CVCの場合は、いわゆる自社事業とのシナジー、戦略的リターンをある程度念頭に置いた形で設立しているということが一般的なパターンで、戦略的リターンと若干の財務的リターンを組み合わせる、このようなことがベースの目的になっています。基本的には、全く財務的リターンを見ないということでスタートしているCVCもありますけれども、大企業としてCVCに何を任せるのかが明確にならずに、中途半端な運用をすると、うまくいかないというのがあります。

では、それをどう見ていくのかということで、1つの見方を、22Pにお示ししています。左側に4象限に分けた戦略的リターンの位置づけを示しています。技術と市場に分けて分類しております。見ていただくと、左の上が、既存市場に新技術を取り込むということ、CVCを通じてイノベーションとして考える。これが一番オーソドックスなパターンです。その右側にある新市場を新技術で行うということについては、新規領域でベンチャー企業と連携して、研究開発費を抑えて何らかの形で模索をするということで、ここは大企業から見ると少しリモートになってくる。左の下がいわゆるディスラプティブなところまで踏み込めるのかどうかという本来的なイノベーションのアプローチです。これは、既存の市場と既存の技術を破壊的な技術で代替するというエリアでありまして、ここに取り組めるかどうかは、ポイントです。上のほうのエリアはCVCの目的として大企業としてもお金を出しやすいのですけれども、下になると途端に難しくなるというのが1つの傾向にあります。

これをもうちょっと絵に直してみると、どういうことかということ、23Pの図をご覧ください。大企業の中でイノベーションをどのようにやるのかということについては、一番右側の全社の戦略目標の中で、自前でやっというものがベースにあるわけですが、事業部門が目標とするものは、事業部門の今やっている技術とか市場に近いものをやっということになります。そのエリアに近いところでCVCを作ってしまうと、なかなかうまくいかない。一方で、先ほど申し上げたような、例えば、特化型のプロVCが全世界にはたくさんあるわけで、こういったものに近いところでCVCの目線を合わせにいくと、さっき申し上げた、イノベーションで戦略的リターンをどう得ていくのかにつながりやすいということがあるわけです。

こういったときに、プロVCの目標に近いところにCVCの目標を置けるかどうかということについては、実際はなかなかハードルが高いと思います。今行われていることは、

24 Pに課題が列挙されています。人材がいないとか、報酬制度の問題がそもそもあるとか、投資チームも既存のメンバーを事業本部から抜いてローテーション人事で入れているとか、あるいは自前主義の研究開発部門が反対をするとか、社内承認プロセスが長くて、1つの案件に1年以上かかるとか、そういうことが、大企業のCVCで、相応にあってなかなか大変というのが実態であります。右側の対応の方向に書いてあるようなことを、ある程度意識しながらやっということではあります、トップが代わると途端にCVCの話が矮小化してしまうとか、そういうことは結構あります。なかなか簡単にはいっていないということがあります。

25 ページに、いわゆる日米比較のVCそのものの状況の違い、先ほど量と質の問題ということで申し上げましたが、このあたりも、比較してみると、かなり大きな差がある。これをどうクリアしていくのか、テーマとしてなかなか大変だと思います。

その基本的な背景として、VCファンドの出資者構成の日米の大きな違いということがあります。26 Pの左側に、日米のVCファンドへの出資者の内訳をでつけておられますけれども、いわゆる機関投資家の運用資金は、日本の場合は今のところ非常に少ないです。こういうことを含めて、どのように裾野を広げていくのかということは、大きなテーマとしてあります。

以上、申し上げたようなことをまとめていくと、27 Pにあるような論点になってきます。量的な問題があるということ、一方で、IPO志向の是正も必要でありますし、M&Aの活用、人材面の問題もあります。この人材面の問題については、特にVC、スタートアップ企業との関係だけではなくて、スタートアップ、ベンチャー企業との関係では、今まで、日本は大企業に人材が集中してきたということについて、今後はかなり変えていく必要があるということですし、変わらざるを得ないということでもあります。リカレント教育とか、ダイバーシティを含む人材面の拡充が問われていると思います。さっき申し上げたオープンイノベーションに取り組む大企業のCVCも。今後、かなり重要な論点ではないかと思えます。

最後に、若干の時間で人材の話について、ご説明したいと思います。

アメリカと日本のベンチャー企業向けの人材供給関連ですが、かなり取り組みの状況にギャップがあります。29 Pをご覧ください。例えば、経営人材は、どういうポストが不足しているかということでアンケートがあります。役員クラスについては、COO、CTO、CFOクラスでありますし、担当ベースでは、事業戦略とか技術、営業販売の人材ニーズがうまくマッチングしていかないという問題がありますので、いわゆる社会・経済構造の変化の中で、人材が流動化していくこととどのようにセットできていくのかということが、今後、更に問われていくのではないかと思います。

アントレプレナーシップの意識については、30 Pですが、OECD調査などは皆さんご存じのとおりです。日本では、「失敗を恐れている」が5割以上あるというのはあまり変わらない状況にありますので、このあたりの問題も、ベンチャー企業が広がらない背景としては、大きいものがあります。

それから、賃金格差としての大企業志向・長期勤続のインセンティブということで言うと、31 Pの右側のグラフを見ていただくと、勤続年数別の賃金格差ということで、典型的ですけれども、企業格差が大きいです。こういったところは、徐々に、変わり始めては



いなくもないですが、新卒一括採用とその後の人材の固定化が、このあたりの構造とも関係しているということかと思えます。

最後に、リカレント教育が今後重要になってくるだろうと思えますので、少し紹介のページを入れてあります。32P、33Pは、各大学で大分リカレント教育が意識されて、そういう講座の仕組みもでき始めている。そういう専門性を受けた人たちが新しいチャンスを求めていくことも広げていく必要があるのではないかということで、紹介をしております。

それから、湯山先生のペーパーの中で、最後に論点6というのが技術の話としてありましたので、私なりに認識しているものだけつけてあります。いわゆる5Gの話については、皆さんご承知のとおり、超高速と、いわゆるレイテンシーとしての遅延がないことと、多数の同時接続という3つが、その技術の特徴になるわけですが、特に下の2つ、レイテンシーの話と多数の同時接続が社会課題の解決とどうリンクしてくるのかということがテーマになってきます。このあたりの技術が日本の今後の社会構造変化との関係ですごくかかわっていきたくらうということと、今回は仕組みとしてローカル5Gが導入されておりますので、1つの大きなポイントではないかと思えます。

そういう意味で、35Pに注目すべき技術ということで1枚つけさせていただいておりますので、参考にさせていただければと思います。どうもありがとうございました。(拍手)

## 基調報告(2)磯崎哲也氏

(フェムトパートナーズ株式会社 ゼネラルパートナー、公認会計士)

○磯崎 ご紹介いただきました磯崎です。本日はよろしくお願いたします。

幸田先生がかなりきちんと全体像をお話ししていただいて、僕は100%アグリーでございますので、私は、現場の感じからいろいろお話を差し上げられればと思います。

どんな人間かさらっとだけご説明しておきますと、新卒で長銀総研というところに入りまして、そこでコンサルタントとかアナリストをやっておりました。最終的に1998年にやめたのですが、インターネットが1995年ぐらいから出てきて、インターネットで何かビジネスができないかなということでリサーチを開始したのですが、とにかく当時インターネットを使っている人なんかほとんどいないということで、何をしようかなと思っていたところに出会ったのが、こちらにいらっしゃる大崎さんの論文を拝見して、当時、FinTechとは言わずに電子金融という言い方をされていたのですが、これはいけるぞと。

あと、決済と証券取引でいくと、決済は1000万人単位でユーザーがいないとちょっときついのではないかなということだったのですが、アメリカを見てみると、松本さんなんかはよくご存じだと思いますが、イー・トレード証券はもう黒字が出ていて、ああ、黒字が出るのかと。手数料率としては以前の10分の1ぐらいになっていたのですが、そうはいってもインターネットとしてはかなり単価が高い取引ができる。これはいけるのではないかということで、リサーチした結果をあっちこちでプレゼンして回っていたら、今のカブドットコム証券の創業メンバーと知り合いまして、それまで中堅企業とか大企業のコンサルティングはしていたのですが、ベンチャー的な活動にかかわったのは初め

で、生まれて初めてファンドレイジングをやってみて、当時いろいろ経験させていただいたということでございます。

僕は証券業を一切やったことがなかったので、一応立ち上がるのを見届けて、今度ネットイヤーグループという会社に移りまして、これも今、上場しておりますけれども、そのCFOをやったり、ここで生まれて初めてファンドの投資をやってみました。当時、14億円ほどのファンドをつくりまして、ネットエイジという会社がプリンシパルでは投資をしていたのですけれども、ファンド形式でインキュベーターみたいなことをやったのは多分日本初ではないかなと思っております。

ということで、当時、投資をした会社も上場したりはしているのですけれども、その後、カブドットコム証券も社外取締役で呼んでもらったり、ミクシィという会社の社外監査役でIPOも経験させていただいて、私は、単に友達ですよというだけではなく、社外取締役か、または契約ベースで、例えばビジネスプランを一番最初につくったり、資本政策を一番最初につくったりした企業の企業価値を合計してみると、1兆数千億円ぐらいになっておりまして、成長の過程は結構時間がかかるものですから、それはいろいろ見させていただいているかなということでございます。

ずっとネットイヤーに勤めていたのですけれども、ネットバブルが崩壊しまして、これは原点に立ち返って——当時、実は39歳で、40歳で不惑になるぞということで、自分として惑わない生き方は何かということ、やっぱりスタートアップが一番キラキラしていて熱い気持ちになれるということで、スタートアップのサポートをする仕事をしようということで、個人で事務所を始めたのですが、2012年ごろに、スタートアップは幾らやってもお金がない。当時のスタートアップはお金がないので、お金もいただけないですし、いいおっさんになって若い人たちからお金をもらっているのもちょっと申しわけないなという気持ちになって、お金を出して、アドバイスもするというのがやっぱりスタートアップとの正しいつき合い方ではないかと。よく考えてみると、それってVCというか、投資ですよという話に遅ればせながら気づきまして、2012年に小さいファンドをつくりまして、2013年、2017年とファンドを組成して、今、トータルで五十数億円ぐらいのアセットを運用させていただいております。

ここにある本も書かせていただいて、日本のエクイティファイナンスは年間2000件とか4000件とか、そのぐらいの規模でしかないのです。なので、CEOとCFOが読んでくれれば8000冊は売れるのではないかなと思っていたのですけれども、おかげさまで、今、両方合わせて7万数千部ぐらいあっておりまして、スタートアップの人だけではなく、政府の方とか、大学の方とか、あとは会計士の方、弁護士の方に読んでいただけているので、ありがたいなと思っております。

昨今どうなってきていますかという話ですが、先ほど詳しいお話もございましたので簡単に申し上げますと、2010年ごろって日本のベンチャーはなくなってしまうのではないかなという感覚で、本当に暗い時代で、このままなくなってしまうのではないかなと。当時、ベンチャーのイベントも1年間に数個ぐらいしかないような時代で、ベンチャーの活動はほとんど見えないような状態だったのですが、ここ数年でさま変わりしたというのが実感でございます。

投資額もぼちぼち伸びているのですが、先ほどもありましたけれども、アメリカは去

年、何と14兆円ぐらいスタートアップに投資が行われており、VCだけでもすごいのに、エンジェル協会の統計によると、エンジェルだけで2兆数千億円ぐらい投資をしているというお話です。日本はというと、VC投資はアメリカの100分の1ぐらいかなという話とか、エンジェル投資に至っては、数としてもものすごく増えている感覚があるのですが、それでも、あれとあれというふうにし合わせて、その何倍かバッファーをとってみても、多分50億円いかないのではないかなというのがベンチャー関係者の実感で、アメリカに比べると何百分の1という量です。

なぜ日本はだめなのか、日本人は農耕民族だからだめなのではないかとか、向いていないのではないかとか、いろんなことを言われるのですけれども、それより、まず金を用意しないと全て始まらないのではないかというお話ではあります。お金があることで人も雇えますし、いろんな活動もできるということです。これは統計上、ソフトバンク・ビジョン・ファンドをどう扱うかという話で、あれが10兆円ということですが、私の聞く限りでは、日本ではまだ投資をされていないのではないかなと。（補注：インド発のOYO Hotels Japan合同会社には投資）何せロットがでかいので、100億円とか細かく投資をしても10兆円使い切れないう話なので、ドンと張れる企業を日本でまだ発見されていないようで、多分ソフトバンク・ビジョン・ファンドもそうだと思うんですけども、日本で組成されたファンドとしては桁が違って、多分アメリカの2018年のスタートアップ投資の統計の中にもソフトバンク・ビジョン・ファンドの投資額は兆円単位に入っているのではないかなと。

それに刺激されて、10兆円という桁はVC業界としても多分世界がびっくりした額で、これはやっぱり孫さんしかできないのではないかなと思っていたら、最近アメリカの記事を読んでいたら、ビジョン・ファンドのクローンが出てきている。大体VC業界って、日本でも米国でも、ベンチャー大好き人間が、ベンチャーをいかに助けるかという観点からやっているパターンが多いのですが、ビジョン・ファンドのクローンは、どっちかというところとヘッジファンドっぽい人とか、もうちょっと金融金融した方がそういうものをつくって、レイターステージにバンと投資したらガンといく可能性があるところがあるのではないかな、アービトラジャー的な感覚で入ってきている人たちがぼちぼち出てきているという動きがあって、ますますアメリカはあの辺のお金がジャブジャブしてくるのかなという感覚でございます。

日米のベンチャー・エコシステムの違いというお話ですが、先ほども若干ございましたけれども、実はアメリカと日本のベンチャーキャピタルの歴史ってあまり変わらないのが不思議です。ご案内のとおり、アメリカで一番有名なKPCB、今、クライナー・パークインズという名前が変わっていますが、クライナーとSequoiaが1972年にできたのですが、旧日本長期信用銀行系のNEDという会社が1972年で、1973年には日本合同ファイナンス（現JAFCO）さんが設立されているということで、両方、歴史的には同じぐらいあるといえはるのですけれども、1つは証券自由化のタイミングが全然違いました。アメリカは1975年から証券自由化が起こって、そこからM&Aブームや、いろんなことが起こっていたのですけれども、日本は1999年にそれが起こって、その後、やっぱりM&Aブームが起こって、ホリエモンがニッポン放送を買収したりして、徐々に生態系が変わっていくという話がずれています。

あと、後でも出ますが、1979年にE R I S A法の運用のPrudent Man ruleのところ、「君らはVCってリスクがめちゃめちゃ高いと思っているかもしれないけれども、全体のポートフォリオの中で、高いハイパフォーマンスが期待できるのだったら、それに投資してもPrudent Man ruleに違反しないのではないか」ということを解釈通達みたいな形で出したということから、投資してもいいんだという話でVC業界にお金が流れ込んできた1つの要因になったと言われていました。

それで、1980年代、1990年代とアメリカのほうはVCが流れ込んできたのですが、日本はというと、1996年にG L O B I Sさんが設立されまして、これが日本の最初期の独立系VCなのかなと考えているのですけれども、このときのファンドサイズが、たしか5.4億円ぐらいで。ファンドの手数料はファンドサイズに対して年間2%から3%ぐらいの間です。5億円だと3%としても1500万円ぐらいなので、オフィス代とかも考えると、大の大人が1人食べるのもちょっと難しい状況で、赤字を出しつつ歯を食いしばってやる、というぐらいから始めているのですが、次のNTVPというのは村口さんののですけれども、これもそんなに大きくない数億円程度で、この辺から歯を食いしばりながら初期の方々が活躍し始めたということでございます。

この差は何なのでしょうかとというと、上（米国）のほうのベンチャーキャピタルたちは、恐らく、もうかったらもうかった分、そのまま比例してパートナーにお金が入ってくるというインセンティブ構造にあった。下（日本）のほうは、普通の日本の企業のノリで、例えば100億円の企業を上場させました、1000億円の企業を上場させましたという話でも、よくやったとは言ってもらえるが、経済的にはボーナス100万円アップにはなるというところは変わらないということではなかったかなというお話ですが、今そこが、独立系ベンチャーキャピタルが徐々に増えてきて、変わろうとしつつあるというところが大きいところかなと思います。

この週刊ダイヤモンドなどでよく出てくる表ですけれども、左が平成元年の世界時価総額ランキング、右が平成30年の世界時価総額ランキングです。G A F Aとかが右（平成30年）の上位にありますという図ですけれども、これもいろんな見方ができると思うんですが、左（平成元年）のほうは、要は100億円もうけてもボーナス100万円というようなインセンティブ構造の日本の会社が相対的に世界の中でシェアを落としていって、そうではなくて、価値をつくり出したら、それに比例してドンとリターンもありますよというインセンティブ構造を採用した米国や中国の企業たちが上に上がっていったというのが、この30年間の歴史ではなかったかなと。私は、これを外して幾ら議論しても本質から外れてしまうのではないかなという気がしております。

あと、うち（フェムトパートナーズ）の宣伝をさせていただきます。日本でも、ミドル、レイターのあたりで、IPOが見えてくると、結構昔からドンとお金は出ていました。利益も出そうとか、出てきましたという話だとお金はついていたのですけれども。シード、アーリーで幾ら出るかということ、最近になってやっと、エンジェルさんとかアクセラレーターさんが、例えば500万円出しましょうとか、1000万円出しましょうとか、合わせて2000万円調達できましたという話は出てきているのですが、シード、アーリーで億円以上のお金を調達できるという話は、いまだ、ゼロではないのですが、非常に少ない。日本でその領域にその金額を出すVCが、5社ぐらいしかいなかった。5社といっても、

5社が競い合うわけではなく、例えば、うちはちょっとバイオ寄り、バイオ中心にやっていますとか、うちはちょっとIT寄りをやっていますとか、うちは今ファンドレイズ中で、お金を出せませんとかいうことだと、候補が1人とか2人ぐらいになってしまうというお話です。僕は、どちらかという、ベンチャー側について事業計画をつくってVC側を回るほうだったのですけれども、これだけいないのだったら自分でやっちゃえというか、できちゃうんじゃないかということもあって、逆にベンチャーキャピタリストとして投資家側に回ることにしました。

日本で大型の1000億円、数千億円以上の時価総額の会社をつくっていくためには、やはり初期のころから大きなお金がないとだめなのではないかなと。実際、5年以上前、10年ぐらい前という世界は、VCから調達というと、3000万円調達しました、わあ、すごいですね、という感じがあったのですが、3000万円調達しても、年収1000万円の人を1人雇って、あとフリンジでいろいろかかったりすると、2人、3人雇える感じではないですという話でした。しかし、最近、急速に状況が変わってきております。

これも全く同じ絵を先ほどプレゼンしていただきましたけれども、変わってきているのは規模感です。全体としては、今、VCだと1500億円ぐらいと申し上げましたけれども、事業会社とかを足すと、ベンチャー全体に流れ込んでくるお金は今4000億円ぐらいまで膨らんできております。それでも数倍ぐらいにしかなくなってはいないではないかという話なのですが、特にイケてる感じの企業、こいつらはすごくでかくなるぞという感じの企業にどれぐらいお金が流れ込んでくるかという話ですが、2012年にファンドを設立しようと思っいろいろ新聞記事をあさったりして、1億円以上のエクイティファイナンスが年間どれぐらい行われているかと数を数えたら、アーリーだけでなくレイターとかまで含めて、1億円以上が5件ぐらいしか見つけられませんでした。2017年に1年間調べてみると、10倍の10億円以上が50件見つかりましたという話なので、その資金量イメージとしては100倍ぐらいの感じになってきている。

これで何が起きているかという、極めて優秀な人が入ってくるようになったというのが、長年やっているおじさんの実感でございます。まさに東大とかが一番熱い感じですが、学生さんで、平たく言うと、ベンチャーに行くやつって大企業に就職できないようなやつが行くよねという偏見も見られたのが10年以上前の世界だと思っんですが、最近、この間、某メガバンクでベンチャー支援みたいなことをされている方がおっしゃっていたのは、学生に君はベンチャーとかに就職しないと聞いたら、ベンチャーというのは、やっぱり学生時代からインターンやプログラマーで活躍するとか、最先端で活躍していたような最高のやつが行く場所で、僕のような普通の学生が行けるところではありませんよというようなことを言ったと。これは一例にすぎませんが、それぐらいやっぱり学生の中では考え方が変わっているのかなと。東大でも起業の授業があって、先輩の起業家が来られて話をしたりするというのも、学生の方は相当刺激を受けているみたいですし、何より人工知能の松尾先生のところを含めて、先輩方が上場して、数百億円という資産を持つのを後輩がいっぱい見ていらっしやるという状況になってきております。

同様に、外資系投資銀行の人なんていうのはベンチャーに来るはずもないという感じだったのですけれども、今、外資系投資銀行の人たちは、いかにベンチャーのCFOになるかという話を考えている時代にもなっているし、最近、お医者さんのスタートアップ

とか、リーガルテックということで弁護士さんが社長の会社とか、会計士の人もどんどん管理部門とかに移っちゃっているというようなお話で、逆に、極めて優秀な人材が既存の業界から流出することによって、もしかすると、今後、弊害も出てくるかなという気すらしております。

一番問題なのは監査の現場でして、ベンチャーの監査をしていると、みんなベンチャーの熱に当てられて、やめていってしまうのです。ベンチャーのCFOをやったほうがいいとか、こんなところで固定給でやってもらちが明かないなという気がするのかどうか、かなりの人が、ミイラ取りがミイラというか、ベンチャーに接するとベンチャーに引きつけられていってしまうということで。監査難民という言葉が数年前から言われていたのですけれども、今、貸しはがしではないですが、監査をしている先まで、もう契約を切らせてくださいと言ったりしているということで、スタートアップが監査してもらえるかどうか、というところは非常にきついことになっております。

あと、これを「嫁ブロック」の終焉と呼んでいるのですが、今まで年収800万円ももらっていたかもしれないけれども、600万で来ない？　うちは熱いよという話をして一生懸命口説く。安いけれども、来てよという口説き方だったのですけれども、1回に集める資金が2000万円とか3000万円のときにはそれでしようがなかったわけですが、20億円、30億円集まってくるようになると、そこを100万円とか200万円ケチる理由があまりなくなってくる。そうすると、すごくキラキラした仕事できて、オフィスも最近のベンチャーは大企業より全然おしゃれですと。非常に熱いやつらと最先端の仕事ができるという話で、給料もキープされて、しかもストックオプションも出てきて、アップサイドもありますという話だと、だんだん転職しない理由がなくなってくるのではないかなというお話でございます。シリコンバレーだと、ご案内のとおり、一番優秀なやつが起業に行って、2番目がVCに行くという時代になっていますけれども、そこまでは言わないまでも、徐々にシフトしているところは感じるということです。

あと、よく言われるのは、リスクマネーとかいうので、日本人はリスクをとらないみたいなことも言われるのですけれども、これはアメリカ人もとらないのではないかなという話でございまして、同じ条件なのにリスクが高いほうへ行くというのは、経済合理性としてはアホなわけです。例えばグーグルとかは上場前から数千億円ぐらいキャッシュがBSに積まれていたわけですが、要は、数千億円持っている会社は、あしたつぶれるという感じは全くしないわけです。今までの日本のベンチャーというのは、今月末で金がなくなるので、何とかお願いしますみたいなのがベンチャーのイメージだったわけですが、メルカリも上場前のBSで五百数十億円持っていましたし、上場の調達でさらに500億円ぐらい積み増したので、そういう会社があしたつぶれるという感じは、たとえ赤字であっても皆さん全くしないので、割と安心して勤められるところになってきたかなということです。お金を追って成功した人を僕は見たことがないのですが、かといって、お金はいろいろ使いではあるというか、キャッシュがドンと積み上がることによって、単にいろんな経費が使えるということ以上に、いろんな副次的ないいことが回り始めているという気がいたします。

そういうことで、ベンチャーには人が回り始めている感じがしますという話なのですが、では、投資家のところはどうかというと、大変申しわけないことに、投資家の層は、

この10年ぐらいを見てもあまり厚くなっていない。さっきCVCが増えているという話がありまして、それはそのとおりでございまして、JVCA（日本ベンチャーキャピタル協会）の会員数も、たしかこの4年ぐらいで2倍ぐらいに膨れ上がったのです。もっとも増えたのはCVCなのですけれども、先ほど申し上げたシードとかアーリーに投資をして、ちゃんとハンズオンして、リードをとって、次のファイナンスとかもまとめていくというような人が増えているかという、あまり増えていないですね。

これも、さっきのお話のように、アーリーステージに億円単位で投資をするVCが日本全体で5社しかなくて、特定の領域とかタイミングだと、候補が2社しかいない、最終的に1社しか関心を示してくれませんでしたという、ベンチャーとしては、理想としてこういう契約がいいと思っても、とにかくそのVCの言うことを聞かないとお金が調達できないという話になっちゃう。これが2社、3社になってくるだけで、いや、そんなことを言うのだったら、もうこっちにしますよという市場メカニズムが効き始めるわけですが、1か3かというのはやっぱり全然違う世界でして、僕の最大の関心事は、投資家の数、層を増やしていくにはどうしたらいいかなというお話でございまして。しかし、これがなかなか難しく、先ほども申し上げたとおり、一番アクティブなやつはベンチャーに行くんですね。ベンチャーのほうが、やったらやっただけドンと来るのですが、VCって一度ファンドをつくと安定はしますが、超成功したスタートアップ経営者ほどのアップサイドはない。例えば100億円のファンドをついたら年間2億円入ってきますということで、2億円ってすごいよねという話かもしれないですけども、1人でももらえるのだったらすごいですが、数人のパートナーがいたり、オフィスを借りたりして、しかも、ファンドって6割ぐらい投資するまで次のファンドをつくってはいけないみたいな規定が入っておりますので、そうすると、やったらやっただけ目先の売り上げが増えていくということでもないし、2億円というのかなり零細企業クラスの売り上げで、あまり思い切ったこともできないし、研究開発的にドンとお金を使えるわけでもない。年間1500億円投資をしているということは、残高がその5倍として、それ掛ける2%と考えると、年商150億円ぐらいの業界という感じですよ。中堅企業1社分ぐらいだから、1000万円で割ったとしても1500人とか、500万円で割ったとしても3000人とか、今そのぐらいしか食わせられない業界なので、もっと人が来て、新しくファンドをドンとつくってやっていただかないとまずいですよという話かと思えます。

あと、去年聞いてびっくりしたのは、日本のベンチャーのバリュエーションって何であんなに高いのですかというのをシリコンバレーの投資家から言われたことです。僕はずっと、ベンチャーが非常に安いバリュエーションで投資を受けて、たくさんの株を放出して、どんどん起業家の持ち分が減っていってしまうのは非常にかわいそうだなという思いがあったので、いかに合理的に高いバリュエーションをつけるかということ、ベンチャーキャピタルを立ち上げてから、やっていたのですけれども。

ある日本のスタートアップの未上場時のファイナンスをシリコンバレーの投資家が検討していたのだけど、同じKPI、例えば、ユーザー数とか売上でアメリカの企業と比較すると、日本のほうが全然高くて、投資をかけようとしたけれども、俎上にも上がらなかったよという話をされました。スタートアップの企業価値が、将来のキャッシュフローの予想をして、そのディスカウントで今の価値が決まっているとすると、将来のキャッシ

ュフローの予想の他に、もう1つはディスカウントレート、その実現可能性をどのぐらいの確度で見るとかというところが重要です。シリコンバレーは、ご案内のとおり、1つの領域に10社ぐらい群がって、何十億円、何百億円を調達して、すごい競争になっているので、誰が勝つかわからないというところがありますけれども、日本のスタートアップって数が少ないだけに、こいつはすげえなというやつが、その市場でビジネスを始めると、かなり確度が高く上場まで行っちゃうということがあります。私のかかわった会社も、日本人の起業家つぶれたというのは1個もなく、結構な確率で上場しているので、日本って非常にいい確実性の高い市場ではないかな、何でもみんなやらないのだろうということでございます。つまり、日本の場合、本当にいい人材がスタートアップを始めたら、米国比でも非常に大きなファイナンスができる可能性があるということです。

あと2分ぐらいだと思いますので、さっと言っておきますと、こちらがアメリカのVCの種類別の資金の構成です。赤いところが独立系VCという話ですけれども、日本は独立系VCの比率がまだ非常に低いです。独立系VCの人は、日本でも、やったらやった分だけドンと入ってきますという話にすでになっています。このため、地殻変動は起こりつつあって、今、若手の飲み会とかで、CVCの人から、いかに自分でファンドをやるかとか、独立系VCにどうやったら移れるかなという話をしているような時代にはなってきました。

あと、日本ってお金がないわけではなくて、機関投資家のところに、兆円単位でとにかくお金は余っております。VCも、実は投資した資金の何倍ものリターンを出しているVCはたくさんあるのです。経済学の原理だと、すごくもうかっている市場があったら、そこにお金流れ込むはずなのですが、不思議なことに今までほとんどこの機関投資家のお金はVCに流れ込んできませんでした。

なぜかという、ファンドサイズ50億円から100億円の間に、「死の谷」というのがありまして。さっきの初期の独立系VCみたいに5億円とか10億円のファンドだと、おまえ、頑張れよということで、エンジェル的な人が2000万円お金を出してくれたりするのを積み上げて、5億円、10億円は集められます。これが10億円以上になると、政府もお金を出してくれたりします。あとは企業のお金もあります。例えばシリコンバレーに投資するファンドであれば、シリコンバレーのことを知りたいので出すよ、最低幾ら？ 1億円、だったら1億円出すよと。例えばドローンを調べたいとか、AIを調べたいということで、テーマ別にファンドにお金を出していくというのは、要は情報料として出しているので、3億円出して、それが3倍に増えてもあまりうれしくありません。そういうお金を50億円以上積み上げるといのはかなりきついです。

一方、日本には、運用に困っていらっしゃる機関投資家には、山ほどお金があるのですけれども、お金は粒の大きさがありまして、10億円以下だと小さ過ぎて投資できません。10億円入れるためには100億円ぐらいのファンドにならないと入れられません。実際100億円を超えたファンドは日本にまだ数えるほどしかないのです、そもそも機関投資家の中にVCを見ている担当者の方がいらっしゃらないです。

なので、ぜひ機会があったらお願いしたいのは、アメリカの1979年のERISA法の解釈指針のように、とにかくベンチャーに目を向けようよという話を機関投資家の人に権威ある方が言っていただくだけで、ふっと見て、ちょっと研究してみようかとか、担当者を



置いてみようかというだけで世の中は全然変わってくるかなど。ここのお金が流れ込み始めると、さっきの話でいくと、日本のスタートアップ投資はアメリカの数十分の1規模しかありませんが、GDP比からしても、多分年間2兆円とか3兆円の投資のポテンシャルが日本はあるはずです。そこまでどうやって増やしていくかというのが問題です。VCの数もなかなか増えにくいですし、ファンドのサイズもなかなか増えにくいということですが、1つの鍵は、この間、GLOBISさんのファンドに初めて年金の方が投資をされたという、いいニュースがあったのですが、そういうお金をどんどん流し込んでいくことが非常に大切なというお話です。

先ほどの幸田先生のお話にもあったとおり、IPOはアメリカでも増えておらず、日本も今後、数は増えないと思います。ベンチャー生態系を豊かにするためには、M&Aを増やさなければいけないのですが、誰がM&Aをするのかというと、これはアメリカでも日本でも、「元スタートアップで、でかい企業になったところ」しかなくて、新日鉄とかイトーヨーカ堂がばんばんベンチャーを買っていくという世界は来ない。

日本の社長は、有価証券報告書に載らないように1億円以下ぐらいの報酬をもらっていて、その会社が、ユーチューブがグーグルに買収された時のように2000億円で買おうかという話になるか。俺の年収の2000年分かと。仮に創業者が半分持っているとしたら、社長の報酬の1000年分を例えば35歳の若造が持つのかという話が、日本の中で稟議が通っていく姿が全然イメージできない。だから、僕は、日本でM&Aを増やすためには、結局、ベンチャーを上場させて、その会社にでかくなっていただくしかM&Aのポテンシャルを上げる手はありません。もちろん、外国に買っていただくという手もあるのですが、例えばグーグルで、創業者も10兆円ずつ株式を持っていますというところだと、2000億円出しても、自分の会社の企業価値がこれでもし倍になるのだったら全然安いじゃんということになると思うんですが。エージェンシー問題というか、社長は、本当は企業価値を高めるのが最も任務のはずなのだけど、例えば1000億円の会社を買えば、自社の1兆円の企業価値が1.5兆円になるかもと思っても、ベンチャーなので、やってみないとわからないときに、自分の給料の500年分1000年分というお金を出さないと思います。

もう1つがIPO市場です。メルカリがグローバルオファリングをしましたが、メルカリではない、別の未上場の会社がグローバルオファリングをしようかとしたのですが、国内の機関投資家や証券会社がつける値段とアメリカの機関投資家や投資銀行がつける値段がやっぱり非常に違う。向こうの機関投資家は、例えばSaaS銘柄という月次課金をするようなビジネスモデルだと、じゃ、4年先の事業計画を見ましょうと。そこからディスカウントして、今の企業価値はこのぐらいあるのではないかという話だし、SaaS銘柄はいっぱい上場しているので、それと比べると、このぐらいの価値はつけられるよねという話になります。アメリカだと機関投資家にしかはめ込まないというのがIPOなのですが、日本だとまだまだ個人投資家に株を買ってもらいますと。そうすると、公募価格より下がったら何でだと言って、証券会社の人が金融庁に呼ばれて説明しなければいけないこともあり、証券会社は公開価格をいかに安くつけるかというインセンティブが強く存在する市場が日本の市場であるということが非常にわかりました。

これも、先ほどもあったように、時価総額100億円以下の上場がほとんどで、今年も年初から100億円以下の企業が何十社と上場して、Sansanで初めて1000億円を超えましたと

いうようなところでは、100億円の一部がオファリングされ、そのさらに一部しか証券会社の手数料にならないわけで、その手数料でもうけるより、ほかで儲けなければいけないという構造は、上場する企業の規模が小さかったら仕方ないは仕方ないです。解決策としては、でかい1000億円単位の企業をどんどん上場させるという話になります。上場する企業の数の上限が決まっていると、でかいほうからしか上場できないという未来になっていって、皆さん徐々に、そちらのいかに高く上場させるかというマインドにもなっていたでしょうし、メルカリ、ラクスルというような会社は、グローバルオファリングとか、旧臨報方式という形で、海外の投資家にオファリングをする。両社、外資系金融機関など出身のCFOですと。海外の投資家とやり合ったことのある人は、やっぱりその辺をうまくやって、バリューをきちんとつけるということが出来るわけですがけれども、そういう人が今どんどんベンチャー界には流入してきているので、明るい話題かなということでございます。

ということで、もう時間が過ぎてしまいましたが、ここに書いてあるようなお話をさせていただきます。ご清聴どうもありがとうございました。（拍手）

### **基調報告(3)増島雅和氏（森・濱田松本法律事務所弁護士）**

○増島 増島でございます。どうぞよろしくお願いたします。

「ベンチャーファイナンスの法的課題と論点」というテーマをいただいたのですが、私は最近、職業が何だかよくわからなくなっているところがあるのですが、全体的に、ここの文脈との関係では、スタートアップの人たちの前線を一緒に戦っているのと、ベンチャーキャピタルの人たちも前線が結構大変なので、ここの人たちの前線を一緒に戦います。あとコミットしているのは、大企業のイノベーションをやる人たちと一緒に前戦を戦います。大企業は大きな組織なので、中でスタートアップのマインドを共有している人たちは、みんなもう七転八倒しているわけですがけれども、この人たちをどうにか救う。要するに、稟議を通さなければいけなくて、この稟議を通すためのナラティブを一生懸命考えたり、稟議に上げる資料をつくったり、場合によっては取締役会に出て、こういうことですという話をやらせていただいたりしている。それを進めるために、政策がそう言っていますと言うと、いろんなものがそうなるというところがあるので、じゃ、政策のほうだということで、政府の心ある方々と、こういうことですよということで研究会などを開催していただいて、そこで研究会報告書を書いていただいて、報告書もこう言っていますと大企業の方を説得するという形で、このエコシステムを大きくするという活動に携わっているということでございます。

本日は法制の部分を含めて少しお話をしますが、全体的にはカナリアを自称しております、かなり早くにいろいろなものを見る傾向があります。これはスタートアップの今みたいな活動なので、どうしてもそうなるのですけれども、クラウドファンディングは2011年から、株式型クラウドファンディングをやってくださいと今の遠藤さんに言いに行ったのも2012年で、アメリカが法律を出したぐらいから言い出しまして、ビットコインは2013年から見ていまして、ブロックチェーンは2014年あたりから見ていっているという状態になっております。きょうのテーマも、多くのエスタブリッシュな方々は、おまえは何を言っ

ているんだという話になるだろうと思いつつ、その意味ではおっかないのですけれども、もしどなたか膝を打っていただける方が一人でもいればいいなという気持ちで参りました。

前線の立場にいますと、やっぱり小粒だというのがすごく問題なので、この小粒を何とかしたい。これはずっと言ってきたわけですが、昨年の未来投資戦略会議ででかいベンチャーをつくるよということを言っていたので、これはKPI的にわかりやすいということでもありますけれども、ユニコーン20社、2023年までということをやっていたので、これを実現するためにということで、レギュラトリー・サンドボックスとか、いろんな活動を政府として総動員していただいているという状況でございます。

火をつけているということもありまして、これを実現するために何をするのかということもいろいろやっています、オープンイノベーションもその一環ではあるのですけれども、最近見えてきているのは、資本市場みたいな部分でもう少しできることがあるのではないかと、もしくは資本市場の前提が変わってきているので、変わってきている部分に対する対応をしなければいけないのではないかとという問題意識を徐々に持ちつつあるということでございます。

でかいスタートアップをつくるためにどうしたらいいかという話で、これは皆様ご案内のとおりだと思いますけれども、必要なお金で見ると、初めはグーッと沈みまして、どこかで売上げが上がりましてブレークイーンになって、稼いで、その後、安定成長という話になっていくわけですが、世界のマーケットで戦うということは、それぞれのマーケットでフットプリントをつくらなければいけないので、そのためにはマーケティングのコストがそれぞれの地域ごとにかかるということでありまして、それが投下できる必要があります。

また、今IoTとか、いろいろやっているものは、物が存在しているということなので、物が存在しているものについては初期のお金が相当かかる。プロダクトをマーケットフィットさせるためにも開発が相当必要なので、ここもやっぱりJカーブが深くなるということでもあります。なので、グローバルベンチャーを目指すでも、Society5.0の中で大きい会社をつくるでも、何でもいいのですけれども、このJカーブを深く掘れる状態の仕組みがどうしても必要ということでありまして、だからこそ、ユニコーンだと言ったり、グローバルベンチャーだと言って、世界のデータの覇権の争いに割って入ろうということを考えているわけですが、この観点から日本の株式市場、未上場はベンチャー市場で、上場はいわゆる株式の上場市場で、先ほど磯崎さんがおっしゃったように、我々はどちらも市場だと見ているわけですが、それぞれの仕組みが、深くJカーブが掘れる形になっているかという観点で見ているということでもあります。

結論からすると、いろんな制度、いろんな仕組み、いろんなものが重なって、小型化、小型化、早く、早くという方向に機能するものがどうも多そうな気がしているということでもあります。ベンチャーキャピタリストも、それぞれ皆様は、過去の経験からだと思いますけれども、とにかく黒にしろということと言われる方がまだ多い状況でありますし、ファンド自身の投資からエグジットまでの想定が3年から5年で置くものですから、投資契約には3年後ぐらいまでに上場しろということが書かれているという感じになっておりまして、そうすると、上場を早くするための事業計画を書かないと、まず投資をしてくれな

いという形になっています。なので、ここがどうしても早まってしまうということです。早く上場できるマーケットが日本にあって、これは幸せなことなのですが、上場すると今度は赤を資本市場が受け入れてくれないという話がありまして、そこからは何とか黒にするぞというふうにする、投資を継続することができないので、上場した後にでかいマーケットに出ればいいではないですかみたいなのは、ロジックとしてなかなか通用しないということになっております。

そうすると、非上場の段階でも上場の段階でも、海外のマーケットを開拓して世界に出ていくという絵がちょっと描けない状態になっているということでもあります。インドとか、いろいろな海外のスタートアップを見ておりますけれども、日本語で勝負をしているということ、また、経営陣が日本人で固まっているとか、いろんな面から海外に出ることのそもそものハードルがちょっと高いという中で、こういう周りからのモメンタムを含めて考えると、小さな会社でも、先ほどありましたとおり、創業者は数十億とか上場益があるものですから、まあいいかという話になるのは仕方がないかなという感じがしております。ここは解決するのがなかなか難しい問いだと思っているということです。なので、構造問題が結構大きいということなのかなと思っています。

とはいえ何とかしないと、結局、ウィナー・テイクス・オールで全部持っていかれてしまいますということと、グローバルな人が日本に入ってきて、ミクシィがフェイスブックにやられてしまうみたいなことが普通に起こるものですから、何とかしなければいけないということで、いろんなことを考えているわけですが、いろんな制度が補完関係にある中で、どこら辺に視点を持ったらいいいのかということ考えたときに、マザーズが存在すること自体は悪くないと思っています。例えば、メルカリさんのように、出た後に頑張っ市場に説明をするということで、僕たちはわかってやっていますから理解してくださいというコミュニケーションを頑張られるスタートアップもいらっしやいますし、最近では、ミクシィの元社長さんですが、早期上場するのは仕方がないけれども、その後、上場ゴールにならないように、さらにそこからのバリューアップにコミットするというファンドが出てきたり、マザーズが存在することを前提とした起業家の動き、もしくはファンドの動きが出てきているので、これはこれでいいのではないかなと思っています。

また、先ほど申し上げたように、VCが早く上がれ、上がれと、みんな言うのですけれども、これはキャピタリストが悪いということでもなくて、結局、後ろにLP投資家がおりますので、LP投資家がそういうものを望んでいるから、インターメディアリーとしてはそうしないといけないということと、ファンドのビジネスモデルとしては、マネフィーを課金していくというモデルになっていて、基本的には5年たつとマネフィーがガクンと落ちるというモデルになっているものですから、どんどんファンドをつくっていかねばいけない。そうすると、次のファンドをつくる時に、トラックレコードがないとファンドをつくれぬいものですから、これだけ上がったということをやっぱり言わないといけません。そうすると、早めでも、とにかく上がってトラックをつくりたいというインセンティブが働くということになっています。

あと、先ほどのキャリドインタレストで20%取っていけるわけですが、これが個人にきれいに入っていくと、キャピタリストのほうも割とお金持ちになって、それなりに満足してしまうというところもあるかなと思っております。本当はその先に世界を変

えるぜということをお願いするのがシリコンバレーのキャピタリストの一応ロールモデルなので、最近はその辺を見て、ずっと目線を高くやられている方もいらっしゃるのですが、必ずしもみんなそうでもないかなというところもあり、全体的には早上がりを志向するファンドがまだ多い状態かなと思っています。

あと、制度補完という観点から結構大事だなと思っているのは、代替的な資金調達手段が、それなりに無視できない形で、いろいろ出てきていますという話になっております。ここにありますとおり、購入型クラウドファンディング、この辺はものづくりに割と強いところとか、研究開発系やSDGs系に強いところとか、いろんなものが出てきておまして、ようやく株式型クラウドファンディングも幾つか目をつけていただいて、始めてもらう人たちも出てきたとか、もしくは上場後の劣後貸し付けをやるというものが出てきたりしているんですね。これは、全て共通はインターネットベースで、ネットワークの効果を使って企業を大きくしていこう、もしくはファンドを大きくしていこうという戦略をとっているプラットフォームであります。

もう1つあるのは、リスクマネーを入れたいねという人たちは、今、拡大していると感じています。エンジェルの人たち、要するに、小粒で上がった若い20代の起業家はみんな投資家になっているわけでありまして、この辺がぼこぼこ入れているのと、地方のお金持ちでスタートアップ投資にアクセスしたいと思っている人たちがどんどん増えているという中で、特にエンジェル税制を使って、もともとやっている株投資とぶつきたいみたいな人たちもどうもいるような気がしますので、いずれにしても、この辺は今どんどん増えていると感じていますし、小さい成功が増えれば増えるほど、この辺は増えてくるだろうと感じています。この辺の人たちが、どうやってこのお金をスタートアップのところに流していくのか、流していけるようなスムーズな仕組みをつくるのかというのは結構大事だと思っています。

いろんな制度を見ているのですけれども、制度的な面では、どうしてもやっぱりアメリカをベンチマークして、いろいろ拝見をしているということでもあります。日本は日本でいろいろ頑張っているということですが、1つ考えたいなと思っているのは、既存の証券会社さんが非上場株式という商品に対してどういうサービス提供ができるかという観点は持てないものかと考えているということでもあります。日本は、ご案内のとおり、法律では何も禁止をしていないのですけれども、日証協の店頭有価証券規則で、原則、非上場株式はさわってはいけないということになっています。もちろん、これは歴史的な経緯があることは十分承知をした上で申し上げているわけですが、現状そうなっているということでありまして、このようになっている国ってそんなに多くないよなと。僕も制度を全部調べているわけではないのですけれども、感覚知としては、香港とかシンガポールとかアメリカとかイギリスとか、いろいろ見っていますが、非上場株のところにはブローカー、ディーラーが出てきてはいけないんだということになっている感じがしないと感じております。

どんなところに役立てるのかという話で申し上げますと、1つ、セカンダリーのアレンジメントができないものかと考えています。大きな会社にするために、非上場で潜っている期間をもうちょっと長くとらないといけないということですが、早めに入れた人は、そろそろもう僕は出たいというふうになるわけです。もしくは自分のポートフォリオ

を調整するとき、やっぱり株を売りたいという話は結構ある。そのときに、売る方法は今何ですかという、投資家の間で回すというのが典型、もしくは起業家に、おまえ、買えという話をするとか、会社を買えと言うとか、そのような話になっているのですけれども、ここをセカンダリーに回すような仕組み、インターメディアリーで入ってもらえるということがあればいい。ここでインターメディアリーと言っているのは、基本的には僕らはインターネットベースで物を考えていますので、インターネットがあって、どんな株が出ていてという状態で、それがマッチングされるというイメージを持っているわけですが、このようなことは、本来はできていいのではないかと感じているということです。

ここら辺をつないでいくものとして、セカンダリーファンドみたいなのが世界にはいろいろあるのですけれども、日本でセカンダリーに特化しているファンドは2つぐらいしかありませんで、これもセカンダリーというのは、ファンドの満期のところに来て、足元を見て買ったたく人というイメージになっているので、非常に印象が悪いということですが、今、フェアネスでこの価格をちゃんとつけて買ってくれる人たちも出てきているということもあるので、セカンダリーファンドも捨ててはいけない選択肢だとは思っているのですが、いずれにせよ、セカンダリーを持っておくことによって、いろんなニーズが解決できるということがあって、ここを証券会社さんなり何なりが取り次ぐ。証券会社さんは富裕層のお客さんがいっぱいいらっしゃるということであるとすると、ここに貢献をしていただくという選択肢は本当はないのだろうかとか夢想したりすることがございます。米国なり、海外では結構そんな方がいまして、日本の会社の株で、セカンダリーで買いたいという人がいるという話が出てきたりするので、海外の仲介業者さんなんかいらっしゃるのですが、当然、日本のライセンスを持っていないかたりするので、日本はそういうサービスにアクセスできないということが起こっています。

セカンダリーの部分では、2018年、2019年なので、ここ最近だと思うんですけども、インターネットベースでマッチングするというものが出てき始めているということです。米国であればATSですけれども、日本で言うところのPTSですが、日本のPTSは、先ほどの店頭有価証券規則を理由としていると理解をしているのですけれども、セカンダリーで、インターネットでマッチングをするPTSビジネスは、ビジネスとして存在が一応許されていないという状態になっていると承知をしております。Nasdaqは子会社にNasdaq Private Marketという名前のATSを持っていまして、ここでマッチングしている会社で、73企業が未上場のままユニコーンになっているという話もありまして、これは鶏と卵なのかもしれないですけども、少なくともそういうことができる状態にあることに一定の意味があるのではないかと感じています。

ATSは、今、アメリカでは、後ほどちょっとお話をしますが、ブロックチェーンベースのセキュリティトークンの取引市場もここで扱うという話になっておりまして、日本の過去のものを見ると、市場分断という議論でちょっとネガティブな受けとめ方があるかもしれないですけども、PTSモデル——PTSのモデルはいろいろあると承知をいたしますので、ここがもう少し使い勝手のいい仕組みになっていくといいのではないかと感じていますということで、スタートアップでもこの辺をやっている人たちもいます。

日本だと、マザーズがあるから別にこんなことをしなくていいんだという説もあるので

すけれども、マザーズがあるのはある。でも、セカンダリーで非上場のまま、もうちょっと引っ張るといふ仕組みがあってもいいのではないかと思っております、この辺ができるとうれしなと思っておりますというのが1つであります。

もう1つ、どちらかという、我々は今こちらのほうが結構大事だと思っておりますけれども、非上場証券の私募を、インターネットを前提に行うということをもう少し真剣に考えたいと思っております。一種業者は、そもそも非上場株式のプライマリー市場の仲介というの原則できなくて、適格機関投資家限定とか、株主コミュニティ制度ぐらいしかないという感じになっているのですけれども、全体の制度を見てみると、ちょっとバランスが悪いと特に思っております。これは非上場なので、当然譲渡禁止がついているわけですけれども、流動性がないエクイティについて、株式だと自動的に一項有価証券になってしまうわけですが、そうすると、日証協ルールが来て、取り扱い禁止が原則ですとなるわけでありまして、同じ流動性がない二項有価証券については、日証協ルールが来ないものですから、二種業者さんがいろいろ取り扱えますという感じになっています。

もともとこれは何で取り扱ってはだめかという、きっと情報非対称性とかで投資家保護だという話だとすると、同じ流動性がないものが、一項、二項でこれだけ違うというのは一体どういうことだろうという感じがしている。特にリスクベースで見たときに、なぜ株はだめで、ファンド持分ならいいのかとか、ちょっと意味がわからんぞという感じもしているということでありまして。今、クラウドファンディングの仕組みを二項有価証券で作りつけて、いろいろやるのがパーッと増えているということですが、これは結局、一項ができないから二項でやっているという意味では、ある意味、レギュラトリーのアービトラージが発生しているということでありまして、二項を厳しくするというロジックもあり得るかもしれないですけれども、世界全体で見ると、一項が厳し過ぎるのではないですかという感じがしています。

これは業のほうですけれども、より問題なのは開示規制のほうだろうと思っております、プライマリーで、インターネットで募集するという行為のパワフルさを、我々は米国のスタートアップを見ていて常々感じている状態でありまして。ご案内のとおり、アメリカはJOBS Actを変えまして、ジェネラルソリシテーションの禁止を結構緩和して、インターネットで幾ら声をかけたって、まともな人が買ってくれるのだったら、別にそれで何も弊害はくないですかというロジックで、アクレディテッドインベスターに売るのであれば、インターネットで声をかけようが何をしようが好きにやってくれという話になったわけですけれども、インターネットをベースに、インターネットでいろいろマッチングをしていく。インターネットを使うと本当に世界中に届くという意味で、やっぱり大きい効果があるわけですけれども、この力をアンロックするということを考えたときに、声かけを50人以下にしてくださいと言うこと、これは多分また投資家保護とか、いろんな理由があるのだと思うんですけれども、これによって得られるベネフィットに比べて、これはインターネットで声をかけてはいかんということの意味しているわけですけれども、これによって発生するデメリットのほうがはるかにでかいという感じがしています。幾ら声をかけても買わなければいいではないですかという話でありまして、日本はアクレディテッドインベスターに相当する、要するに開示の部分での限定の仕組みがなくて、これを入れると

なると結構なハードワークだから嫌だというのが、金融庁さんがよく言われる言いわけですけれども、ここは真剣にやらないと、どんどんネットワーク効果を追求して、ユニコーンをばんばか生んでいるアメリカとの差は開く一方だという感じがやっぱりしているということでございます。

また、先ほど磯崎さんからありましたとおり、今、プレイヤーがどんどん洗練されているという話、もしくはスタートアップの役割が、今までのその辺のキッズがやっているというよりは、ほかの日本の企業がどんどん落ちている中で、もうスタートアップにかけるしかないぐらいの勢いになっていますので、そうすると、それを阻害する仕組みを持つ日本全体に対するマイナスの度合いがどんどん大きくなっているなという感じがしております。この辺を何とか変えていくことはできないだろうかと考えています。

これをわかりやすく言うために、テーマにも書いているとおり、インターネットによる資本アクセスの民主化という言い方をしているわけですが、これはいろんなところで、いろんな形で進んでいるのだと思っています。それが日証協ルールにかからないという理由で、法律上できるということでやっているわけですが、例えば組合ファンド持分というのは、現状、投資性資産を1億円持っている個人であれば、非上場株にアクセスできるということです。これは別に単銘柄ファンドはだめだということになっているわけではないので、1銘柄だけ入れても、ファンドの形にすれば、資産を1億円持っていれば入れていいと言っているということであるとすると、なぜ株式は持つてはいけないのかはやっぱりよくわからないという話があるだろうということです。

クラウドファンディングも、いろんなクラウドファンディングがどんどん出ていまして、ここにどんどんお金が集まっている。もちろん、不動産にお金が入るのが悪いことだとは申し上げていないのですけれども、より成長する会社にお金が入るといって実現することは恐らくできるのではないかと感じしております。

また、セキュリティトークンの世界が、これから来年以降、出てくるわけですが、現状これは集団投資スキーム持分という形になっていて、来年から一項有価証券に扱われるということになり、これが日証協ルールでキャプチャされるのか、されないのかが今よくわかっていない状況になっております。キャプチャされてもされなくてもということですが、一項有価証券に当たった時点で、インターネットで売るなという規律になりますので、そもそもセキュリティトークンってインターネットネイティブじゃんということを考えると、これはどうやって売るのだと。電話と訪問で売るのでかみみたいな話で、こんな変な世界はちょっとないぞという感覚がありまして、この辺は、今までの制度がだめだったというよりは、周りの制度がどんどん変わってきているので、この変わってきているところに応じて古い制度をちょっと変えていかないと時代遅れになっていくということと、それが株という結構大事なエクイティのところできっと起きているというのが問題の大きな部分なのではないかなと感じています。

ここはどうにかならんかなと思って、今年の頭ぐらいからずっと何かうまいナラティブはないだろうかというのをやっていたのですけれども、僕も反省しなければいけないのは、JOBS Actが入ったときに、クラウドファンディングエグゼンプションだけ見たのです。これはすごい、これはやらねばと結構あっちこちで言って、そうしたら政治家もついてきてくれて、一応入れたのですけれども、だまされたというか、僕らの目がなかった



のですが、本質的だったのは、むしろジェネラルソリシテーションの部分の物の考え方を  
変えた、ここにあったのではないかと今ちょっと反省をしているということでもあります。

結局、私募で投資ができる範囲がどんどん拡大しているということは、非上場の会社が  
どんどんでかくなることと関連をしているはずでして、この辺は制度的な連関が一定ある  
のではないかという感じがしているんです。この辺は、研究者の先生方もいらっしゃると  
思うので、そのような研究などがもしあったら教えていただきたいですし、もしなけれ  
ば、ぜひ先生方に研究をしていただけたらと思っているわけですがけれども、この辺がやっ  
ぱり大きいです。

エンジェルリストというのがありました。インターネット上で会社を登録しておく。こ  
れから調達しますとしゃべるのです。そうすると、投資家も登録されていまして、この投  
資家は基本的にアクレディテッドインベスターしか登録されていない状態で、この人たち  
が、僕はそれを買うよと言って、興味がある人たちが集まる。アメリカは昔シリコンバレー  
だけでちまちまやっていたのですけれども、これをやると全米でできまして、全米のお  
金持ちが登録をしている。日本の投資家の人たちも実は登録をしていたりしまして、結  
局、世界にキャピタルの手が届いていくということをやっています。これは結局、Reg S  
を使うということだと思えるのですけれども、いずれにせよ、インターネットに出すとい  
うことだけで、これがジェネラルソリシテーションに当たるとなったら、これ自体ができ  
ないということですが、これができることによって副次の効果はすごく大きいとい  
う感じがしています。

我々は後づけで見ているわけですがけれども、JOBS Actは、インターネット時代に資本へ  
のアクセスをもう少し効率化して、小さい会社をどんどん支援しようぜというのが立法趣  
旨の根本にあるということです。これは、いわゆるトークンの世界はその後に来たのです  
が、このところでも思わぬ形でいい結果を招いているなという感じがしています。トー  
クンは、ご案内のとおり、初めは何だかよくわからなかったのですけれども、SECの人  
が有価証券だとおっしゃいまして、その後は、みんなReg Dでこれをやるという形になり  
まして、試行錯誤が連続して、まだできているという状態になっているということであり  
ます。

また、Reg A+というのをつくって、登録が要らない金額をドンと大きくしたのですけ  
れども、今、セキュリティトークンによる調達はReg A+でやるというのが1つの流れに  
なっています。ここで調達しまして、調達したものをATSに流して、トレード可能な状  
態にする、こういうプライマリーセカンダリーで流れるような絵を描いておりまして、  
我々としてはやられたという感じがしますが、日本では1億円までしかできないですし、PT  
Sがないので、このモデルができないということになってきますと、多分世界の人はず  
アメリカみたいなことに追随するだろうなと思うと、何とか早くここに追いつかなければい  
けないのではないかという感じがしています。

いろいろなお話を申し上げたところではあるのですが、どれか皆様のところにちょっと  
刺さったらいいなと思っているというのが1つです。

最後に、ベンチャーファイナンスの実務はすごくよくなっています。世界標準の状態に  
近づいたと誇っていると思っておりますし、経産省さんがマーケットのプラクティスをま  
とめてくださったということがあって、非常にいいなと現状思っています。

1点、まだ残っていると思っっているのは、発行体と経営株主を一体として見て義務を課して、何か違反をしたら、おまえらは両方責任をとれという、ここは引き続きまだやっているという状態であります。これは銀行系VCの伝統的な日本のベンチャーファイナンスの実務の名残なわけですがけれども、ここがまだちょっと残っておりまして、経営者と会社を切り分けるという発想がもう少しできないものかなと考えているということです。ここはVCの方々とお話をするといろんなご意見があるので、正しいアジェンダ提起なのかどうなのかというのはあるのですけれども、少なくともほかの国ではそういうふうに行っているのに、日本ではそれができないのは、どういうロジックなのかなというのは興味があるということでございます。

長くなってしまいましたが、以上でございます。ありがとうございます。

#### 4. 上記報告を受けたディスカッション

○湯山 ありがとうございます。それでは、残り時間がちょっとありますけれども、ご質問とか、あるいはご意見がございましたら自由にいただけますでしょうか。よろしくお願ひします。

○後藤 ご講演どうもありがとうございました。増島先生と磯崎先生に少しづつお伺ひしたいと思います。まず増島先生へのご質問ですが、全く知らないことだらけで大変勉強になったのですが、日証協の自主規制がネックになっているのではないかというご指摘があり、なるほどと思ったのですが、自主規制に過ぎないのであれば割と変えやすいタイプの規制でもあり、何故それが未だに是正されていないのかでしょうか。これは、こういうところがネックになっているという認識が共有されていないからなのか、それとも、例えば証券会社は、できればこういうものはあまりやりたくないということがどこかにあるのか、または規制当局が、そういうのはやめてくれと言っているのか。どこがボトルネックになっているのかというのがもしあったら教えていただきたいと思います。

また、最後の経営者に対する買取義務も、何でこんな義務を残しているのだろうと私は前から不思議に思っていたところです。銀行系のVCはリスクを減らすためにそんなことを言いそうだなという感じは何となくわかるのですが、独立系のVCも増えている中で、買取義務がないほうが経営者側は当然いいのだとすると、うちはそんなものを要求しませんと言って、独立系のVCが銀行系のVCからシェアを奪い取ってもいいような気がするのですけれども、そういうことは起きているのでしょうか。それとも、独立系のVCも、これはこれで、あったほうが安心だよねということで入れてしまっているのでしょうか。以上の2点お伺ひできればと思います。

あと、磯崎先生へのご質問ですが、ご報告の最後のところで、ネックになっているのは機関投資家のお金がVCに入ってきていないからだというご指摘がありました。これも、なるほどと思ったんですけれども、それでは何を変えればいいのかというところで、例えばERISAの解釈をアメリカで変えたのと同じようなことをやってもいいのではないかというご指摘があったかと思うんです。ただ、既に機関投資家も、十分リスクが高いヘッジファンドとかにもお金をそれなりに入れたりしているのではないかと勝手に思っているんですけれども、これは法的にVCに入れても大丈夫ですよというお墨付きがあればい

いというご指摘なののでしょうか。例えば、保険会社のお話のご紹介があったかと思いますが、機関投資家側のマネジャーの報酬の構造として、わざわざVCにお金に入れるようになっていないということだとすると、そのときにERISAの解釈指針みたいなものを出しても、そこには直接響かないような気もしまして……。

○磯崎 1979年のアメリカも、恐らく年金とかのマネジャーでVC担当という人はいなかった。だから、1979年のアメリカと今の日本の状況は非常に似ているのではないかなという話で、僕が申し上げたのは、要はまず目を向けてくださいという話です。今、ヘッジファンドはリスクが高いという話がありましたけれども、リスクの量で担当者が決まっているわけではなく、全く違うアセットですし、ヘッジファンドのほうは、1兆円運用していて、例えば50億とか100億ぶち込めるので、100億が3倍になるのだったら全体にもリターンがありますが、先ほど申し上げたように、VCってまだ10億円、20億円投資するのが1個のファンドでやっとです。そういうファンドが1個、2個しかないの、よく機関投資家の人に言われるのは、例えば日本のVCで10個100億円以上の投資できるファンドがあって、上から10%入れておこうかと言ってばっと入れられるのだったら非常にやりやすいけれども、まだ機関投資家の人が入られる100億円以上のファンドがそもそも少ないということです。

○後藤 そうすると、VCのサプライが足りないということになるのですか。

○松本 鶏・卵ということですよ。

○後藤 なるほど。

○松本 あと、値段がないものなので。

○大崎 今の点について、GPIFがVCというアセットクラスを正当な投資対象と認めたから、ある意味では、私は、DOL的なゴーサインは出たような気もしているんですよ。だから、もしかすると、さっきのファンドサイズの問題のほうが大きいかもしれないですね。

○磯崎 ファンドサイズの問題が非常に大きいです。

○大崎 だって、GPIFも、結局、VCというのは、実は海外に投資しているんですよ。

○磯崎 はい。そういうことなので、卵と鶏なんですけど、もっと注目していただいて、そもそも担当者がいないとプレゼンもしに行けないという話もあるので、そうなるという話です。

○後藤 そうすると、お墨つきが出て、機関投資家の目がVCに向けばいいというところがメインの話で、投資しても善管注意義務違反に直ちになるわけではありませんというリーガルな話がネックだというわけでは必ずしもないという理解でよろしいでしょうか。

○磯崎 そもそもVCということ考えたことすらない人がまだ機関投資家のほとんどであるという話からすると、まずはちらっとでもこっちを見てよというお話は、非常に寄与するのではないかなということです。

○松本 今だと、どちらにしろ、規模が足りないのではないですか。皆さん言っている話ですけど、仮にそういうふうにしても、IPOの規模が小さ過ぎるので、VCの規模もどうしても小さ過ぎて、GPIFとかが投資するような間尺にも全然合わないですよ。増島先生の話にあったように、何で規模が小さくなっちゃうかというのは、いろんな

理由があると思うんですけども、規模を大きくしないとどうしようもない。だって、マザーズなんて、川井さんがいる前であれですけども、世界的に言ったらシリーズA市場です。磯崎さんは、レイターはあるけれども、その手前がないと言うんですけども、僕が思うのは、日本のレイターなんて、世界で言うと、ほとんどエンジェルみたいなレベルで、その先のもっと大きくする部分が全然ない。だから、規模の問題がすごく大きくて、何で規模が出ないかという、今ある状況の中では、増島先生がおっしゃるのはすごくわかりやすいんですけども、根本的に規模が出ないのは、我が国って規制緩和がないので、FinTechにしたって何にしたって、メガサイズになるような規制緩和されたスペースがあまりないのだと思うんですよ。結局、FinTechも銀行の手のひらの上に乗っかっているようなことしかできないようにつくられているので、大きくなるスペースがないので、規制緩和をもっとやらないといかんとおもいますね。

○油布 ファンドサイズで言うと、銀行系のベンチャーキャピタルは昔からありますけれども、生保会社はベンチャーキャピタルを持っていないんですか。

○松本 持っていますよ。日生とか。

○磯崎 日生キャピタルさんなんかは非常にアクティブに投資されていらっしゃいます。しかも、アーリーステージにもでかい投資をされています。

○松本 生命保険会社さんは、いろいろな動向とかを見るのに、直接絡むと大き過ぎていろいろ問題があるので、VCからマイノリティー出資という形ならば社会的にも向こうもあまりビビらないけれども、いろいろ情報をとれるからというのでやっているのが多いですね。日生さんも第一も大体そんな感じですかね。

○増島 ベンチャーキャピタル協会さんが数年前から、これはずっと悲願だったのですけれども、年金マネーにアクセスするというのがありまして、ベンチャーキャピタル側でできることは何かということ、業界の数字がないということがずっと言われていました。全部隠れていた。そこを出そうということで、みんなで協力して数字を出してデータをつくったんですね。このデータをつくったことによって、少し投資家の人たちに見せられるデータが出てきて、それが今回のGLOBISさんのやつにつながったというふうには理解をしているんです。なので、ベースになるデータをとって、ちゃんと投資判断ができる程度のものにするというところは頑張ったので、次は先ほどおっしゃっているファンドサイズを大きくすることをみんなで頑張るぞというのが、今、ベンチャーキャピタル協会の意気込みという感じです。

○磯崎 この間、日本ベンチャーキャピタル協会の歴史上初めて、機関投資家さんの運用担当者が50人ぐらい出席されるところで、VCとはこういうものがございますという会をやりました。まだその程度ですという話ですし、非常にびっくりしたのは、日本の大手のベンチャーキャピタルでも、僕は、きょうは生まれて初めて機関投資家という人に会いましたという話をしていたりするので、ベンチャーキャピタルのほうも、自分でプレゼンに行って、機関投資家の人に、こうだから我々はもうかるんですということをやったことがある人は、まだ非常に少ない状態ですね。なので、こちらの努力が必要ないという話ではなくて、そっちもやり、こっちもやるという話がいいかなと。

あと規模は、ちょっとフェムトパートナーズの宣伝させていただくと、我々は2013年から大きなファンドで投資をし始めて、今まだ9社ぐらいしか投資をしておりません。それ

は大きめに投資をして、ハンズオンして、一緒に大きなビジョンを描いてやっていくという話で、初めから1000億円以上ぐらいにはなるようなポテンシャルのある企業に投資をして、その実現を目指していくということをやっていたのですが、最近、上場準備で主幹事が決まり始めまして、これは営業さんのおっしゃることなので、リップサービス込みだとは思っているんですが、アナリストが分析して、将来このぐらいのバリュエーションになりますというので、4桁億円のご提案書をいただけるケースが数社出てきたので、僕が確信をしているのは、きちんと大きなお金をやって、あるべき組織をつくり、あるべきことをやっていけば、日本って競争も少ないので、ある意味いい市場なので、必ずでかい——でかいといってもアメリカの何十兆円みたいな会社はまだ見えてこないんですけども、少なくとも、100億円以下という話ではなく、1000億円、2000億円というところを目指す企業は確実につくれるのかなという感触を得ております。

○幸田 機関投資家は、日系のバイアウトファンドにも今それなりに出していますし、年金なんかも含めて増加ははじめています。VCに対して機関投資家や年金が入れない、あるいは入れにくいというのは、さっきの松本さんの話もありましたが、やはりファンドの規模自体の問題がネックになっていると思います。それが、実態だし、実感としてあります。

ファンドレイズをするときに、VCの規模であれば、全体として、300億円から500億円程度は、確保されないと機関投資家は入れにくいというのは、今の機関投資家のネイチャーからすると相当あると思います。バイアウトファンドが後から出てきて、これだけ広がったというのと彼我の差はあります。そこをどう解消するかというのはなかなか難しいですけども、恐らく人材の問題もあるし、さっきのパフォーマンスデータを提供するみたいな話もあるし、そういうところはやっていかなければいけないのだろうという感じはしますね。

○川井 磯崎先生に書いていただいた19ページの日本のIPO市場のところで、初値が跳んでしまうというのは昔からそうでした、以前は公開の入札方式でやっていたけれども、今度ブックビルディング方式にして、手法は変えても、結局、初値が天井になって、その後、下がってしまうということはあまり変わらない状況です。先ほどのご説明で、米国だと機関投資家が4～5年後の状況も見た上でプライシングする。買い手は機関投資家も多くてというお話がありましたが、結局、日本は、ブックビルディングして、一応見通しをもとにブックを積んでやるけれども、買い手が今も昔も個人だけ。どんなにプロに聞いても、上場初日のセカンダリーでの買付けも個人が中心となる。

○松本 プライマリーで買った機関投資家は、もう売っているんですね。

○川井 売っているんですね。なので、その構造が変わらない限りは、これは変わらないし、やっぱり規模というところも非常に大切なのではないかなというふうには思います。

○松本 前から言っているんですけども、もう1個の方法としては、オープンブックはやりましたが、インデックスに最初から入れる。機関投資家はパッシブ投資家が多いので。そのためには、東証は、まずは1000社ぐらい上場を廃止して、その上で、1部からマザーズまで全部入れたインデックスをTOPIXみたいに作る。そうすると、下のほうもパッシブな機関投資家も買わざるを得なくなってくる。そういう設計をしないと、とりあえず買って、上がったから売っちゃうみたいなことがずっと続いちゃう。

○大崎 あと、もう1つは割り当てルールですよ。協会の割り当てルールで、そこに明確に書いてあるものではないんですけども、個人に全く売らないのは基本的にまずいという認識でやっているの、機関投資家にだけIPOを引き受けてもらうというのは、日本ではできないですよ。

○松本 だけど、アメリカだって機関投資家だけじゃなくて、個人が10%ぐらい買っているの、別に日本だってそれでいいので。

○大崎 でも、日本だと個人が8割方という感じですよ。

○松本 だから、個人に割り当てなければいけないということが、機関投資家にいっぱい売ることができなくなっているということではないですよ。だって、8割ではなくて10%でもいいわけですから。ただ、これは、オープンブックのオープンIPOというグループが上場したときに使った方法があって、ハンブレクト&クイストというのがやった。私は、あれを日本に持ち込んだのですが、財務局も日証協もオーケーだったのだけれども、やりたい発行体もいたんですが、結局、最後は主幹事の大手証券さんに断られまして、やっぱり配分である程度コントロールしたいという問題で、最後はあえなく終わっちゃったという感じですかね。

○湯山 この問題ですと、この中で森本さんも投資家ですけども、やっぱり難しい状況ですか。

○森本 いや、そんなことはないんですが、そもそもベンチャーファイナンスとかスタートアップのファイナンスという概念そのものが、ここで何を意味するかがよくわからないんですけども、今どきの金融って、コーポレートファイナンスから、何だかんだいって広義のオブジェクトへ大きく移ってきていると思うんですね。だから、新しく生まれた企業に金融するということではなくて、スタートアップというイベント、事に金融をつけるという発想でないとダメなのだと思うんですね。だから、スタートアップに金融をつけた人は、ネクストステージのグロースのステージでは金融をつけないですよ。そこがひょっとしたら出口かもしれないから。グロースに金融をつけた人って次の金融はつけません。そこが出口だから。ファイナンシャーを取りかえていくことを通じて、ステージごとに出口をつくっているのだと思うんですね。

ですから、スタートアップということを言われると、別に日本だけではないですけども、全世界的に見て、我々のお金を入れろというのは無理ですよ。我々は、エクспанションキャピタルとかグロースキャピタルと言われているところは大胆に入れますけれども、真のスタートアップはやっぱり別なファイナンシャーがいなければいけないでしょうということだと思いますね。それは昔から指摘されていることで、いわゆるエンジェル等ですよ。そういうメカニズムが出てくると、限界領域なんて適当なのだから、我々の業界からでも、ある種のスタートアップに入れますよ。科学的に予測可能ならば。そういうふうにして、もちろん境目は交流化してくるんだけど、原理原則としては、スタートアップってキャッシュフローが読めないの、僕らはフィデューシャリーデューティー上、キャッシュフローの予測可能性ということは投資の判断の究極中の究極ですから、やっぱりできない。エクспанションキャピタルはもちろん全然問題なくできるんですよ。

そのようにステージを切っていったときに、今日的に言ったら、会社としての連続性すらなくてもよくて、コーポレートがそこで終わっちゃって、まさにそれがM&Aだから。

1つのコーポレートがずっと伸びていく間にでもファイナンシャーを取りかえていくでしょうし、これはM&Aによってコーポレートの断絶があったって一向に差し支えないわけだから、そのような全体のチェーンをどうつくるかというのがエコシステムという概念なので、日本の場合、恐らくそういう金融の連続性が一番ないのが、一番最初のスタートアップ金融でしょうね。

これは規模の問題もそうなんだけど、やっぱり需要優先の原則って働くと思うんですね。だから、上のほうに大きなお金を入れれば下に流れていくような傾向があると思うんですね。この辺のエクспанションで大きなものがあれば、当然キャピタルは、下品にドライパウダーとかいいますけれども、こういう案件を探しますから。そして、出口が出る。

もう1個、エンジェルってやっぱりみんな出口した人だと思いますから、それが循環していく。我々のお金だって、出さずにファンドを有期にするかというのと、やっぱり循環させているからで、責任上、やっぱり出口をつくらないといけないからなので、出口は別な人がやってくれるということなので、不動産なんかでもそうですけれども、開発をやる人と、所有する人と、最終的にそれを個人のリテールに持っていってもらわないと出口がないので、僕らはできないんですけれども、エネルギー開発でも飛行機でも全部そのようなチェーンファイナンスになっているわけですから。起業もまたそのような設計をしたときに、僕の直感的な問題は、一番後ろから組み立てていったほうがよろしいのではないのかなど。つまり、最終的にパーマネントで長く持たれるお金から一番難しい水準のエンジェルのところまでつなげると、エンジェルのお金が入りやすくなりますよ。出やすくなるから。

だから、シーエグゼクティブズなんていうのも、ユニコーンなんかでもたくさん流動化しているわけですがけれども、そのようなものができると、それなりの規模感でシーエグゼクティブズのエイクティなんかはトレードされますから、それなりのセカンダリーマーケットがあるわけですよ。逆に言えば、そんなものができちゃうとIPOをする必要性も実はなくなってきていて、加えて、まさに松本さんがおっしゃったように、機関的なお金を入れるのだったら、それをインデックスにすると、実は兆単位でお金が入るんですね。

もう1個は、セカンダリーをつくるためには、ハイから入らないと流動性ってつくれないんですね。なので、我々としたら、別にそういうものを千億オーダーで買ってでもいいんですね。千億オーダーで買ってしまおうと、ミニマム兆でエグジットしなければいけないんですね。だから、実際問題として、ソブリン・ウェルスだとか、ハイネットワークスだとか、そういう人たちの大きなお金で、まずマーケットを千億オーダーで買って、それで社会的認知を数年以内でつくったら、それをちょっと上でエグジットするというようなメカニズムがアメリカには現にありますから、そのような資金フローがあるわけだけど、ここに入れる人がいるというのが永遠の真実なものですから、日本では、そういう大きな構想を立ててこれをやらないと、恐らくそう簡単にはいかんのではないかと思いますね。

○湯山 あと、後藤先生から最初にご質問いただいたことについて、増島先生いかがでしょうか。

○増島 日証協のルールのこと、多分有吉先生のほうが詳しいと思っているんですが、今、3条の2というやつにパブコメが入って、非上場会社について、M&Aで株を取り次

ぐところを証券会社がやっていい例みたいなのがちょろちょろ入ってみたりして、ああ、変わるときは変わるんだなと思ったんですが、我々のジェネラルな物の見方だと、日証協さんというのは金融庁に言われたことを言われたとおりにする人たちというイメージが強いので、金融庁さんを落としにいかないと物が変わりにくいなと感じる人が多いということです。済みません、有吉先生、もし異論があれば教えていただきたい。

○松本 現場にいたので、ちょっとお話しすると、もともとJOBS法みたいなものを日本に持ち込むというのは、金融庁ではなくて財務省が持ってきたんです。それをやろうというときに、でも、こういう未公開株の流通みたいなのをやれとは言えけれども、本当にやったら昔の問題みたいになって、また大騒ぎになって、そのとき、結局、悪いのは証券会社になっちゃうのではないかみたいな議論があって、金額を頭打ちにするとか、当時いろんなことをやったんですよね。そういう流れが一旦できた中で、多分いろいろ決めていったのではないのかなと。それから変えられなくなっちゃった。

○大崎 あともう1つ、法律的な問題もあって、金商法を改正して、日証協規則で投資勧誘が認められているものは取扱有価証券と定義されたので、結局、規則を改正しても不正取引規制がついてきてしまうんですよ。そうすると、適時開示がついてくるので、グリーンシートの二の舞いになるので、あまり効果はないのではないかと思うんですね。取扱有価証券をつくったのは、私は、日本のものすごい失敗だと正直思っているんですね。

○安田 違った視点で発言させていただいてもいいですか。済みません、きょう遅れてきたんですけれども、ちょうど磯崎さんのお話の途中というか、ほぼ最初からだったのかもしれないですが、この本を紹介されていて、私の妻が最近起業しまして、その際に、僕は磯崎さんの増補改訂版の初版のほうを持っていたんですけれども、嫁が愛読しておりました。

そんな話はさておき、ちょっと違った視点でということで、ベンチャーファイナンスやスタートアップに関して、規模の違いは皆さん指摘されていて、もう1個大きい違いがあるのではないかと思うのは、そもそもスタートアップの段階だと、事業がうまくいくかどうかというリスクすらよくわからない。これは経済学だとリスクとアンサーティンティに分けて、リスクはある程度確率分布が描けるといえるか、どれぐらい成功するかしないかが、不確実なのだけれども、ある種ギャンブルのように見えるということですね。アンサーティンティは、それすらわからない。ビジネスモデルができ上がる時点というのは、基本的にリスクの世界でなくてアンサーティンティの世界になってくる。そこを大きく育てていって、ある程度事業のたてつけが見えてくると、そこから先はリスクの世界に行くのではないかと思うんですけれども、アンサーティンティからリスクに切りかえるまでの準備段階を、こういったベンチャーファイナンスが担っているのかなと。もちろん、ベンチャーファイナンスも細かく切ると、エンジェル投資家から始まり、いろんなステップがあるのかもしれないですけれども、その性質が違うものだから、例えば年金ファンドなんかベンチャーファイナンスに直接投資しようとしても、それは説明責任を果たせない。要は、リスクであればある程度コントロールできるんだけど、アンサーティンティはコントロールしにくい。だからこそ、規模の問題とは別の視点として、不確実性の違いが背後にあったりするのではないかなというのを感じましたというのがまず1点。

あと、僕は今まであまり考えていなかったんですけれども、ファイナンスのことを日本



語でよく資金調達と言いますよね。資金調達というのは、お金を借りる側からの視点、企業側からの視点だと思うんですね。とりわけベンチャーファイナンスについて考えていくときには、借りる側ではなくて、貸す側の視点がすごく重要なのではないかなというのは遅ればせながら気づきました。

これはどういうことかという、ベンチャーファイナンスに限らず、エクイティファイナンス全般にそうですけども、貸した人からすれば、企業が大きくなって、もうかってくれればくれるほど出資者も得できる仕組みですよ。一方で、伝統的なデットファイナンスは、リターンが決まっているので、大きくもうける必要はない。きちんと返ってくるのが重要で、ロスを出さなければいい。資金の出し主が非常に保守的になるわけですね。大きく成功しなくてもいいから、小さくてもコンスタントに返してくれる人がいい。結局、そういう構造だと、リスクをとって——さっきアンサーティンティとリスクは違うと言っているのに、リスクという曖昧な言葉を使うのはあれですけども、うまくいくかどうかわからないような投資をどんどんしていくということに関して言うと、エクイティファイナンスのほうが明らかにすぐれている。資金の出し手と実際のビジネスを行う人の単純にインセンティブの問題ですよ。なので、資金調達と言ってしまった瞬間に借りるほうの視点が入ってしまっていて、例えば、同じ1億円借りるのだったら、融資してもらっても株式を発行しても、集める1億円は変わらないんですけども、その後のこととか、どれぐらいの頻度で投資が起こるとか、長期的な試行錯誤の回数であるとか、市場全体での新陳代謝みたいなのを考えると、実はその2つは大きく違う。資金調達と言っていると、その辺の違いがあまり意識されていないというのを、僕自身もあまり意識していなかったもので、ちょっと気づいた。

話がまどろっこしくなっちゃいましたけれども、結局、磯崎さんがいみじくも出されていた、平成の30年間でどれぐらい日本企業が時価総額で見て凋落したかという1つのわかりやすい見方は、ほとんど試行錯誤しなかったということですよ。既存のビジネスモデルにおおむねとどまっていて、新しい挑戦ができなかった。その挑戦ができなかった背景には、ベンチャーファイナンスもそうですけども、恐らくそういった資本市場のエクイティ型の投資構造、出資者から見て、自分たちがお金を出したところが大きくなればなるほどうれしいというものが組み込まれていた国や地域と、そうでなかった日本の違いとして、30年間積み重なると出てしまったという部分があるのだと思います。

そこからちょっと敷衍して、伝統的な日本のファイナンスの方法が、間接金融でデットファイナンス中心の保守的なものであったにもかかわらず、なぜそこまで日本企業、日本経済が成長できたかということですけども、もちろんいろんな幸運な要因もあったとは思いますが、家電メーカーであれ、自動車メーカーであれ、かなり規模が大きくて、個々のプロジェクトで見ると不確実性は大きいかもしれないんですけども、同時並行で規模の大きい大企業が投資をするわけですね。全体として見ると、銀行サイド、出資者から見ると、リスクは少なかったのではないかな。1980年代までであれば、ある程度日本企業の強さ、売れるビジネスモデルがあって、今と比べるとビジネス上の不確実性も少ないという外的要因はありますが、その中でも積極的に投資をして、全てのプロジェクトがうまくいくわけではないんですけども、結局、大数の法則みたいなのが働くので、全体としてのリスクはあまりなかった。そこがデットファイナンスにもはまっていたのではないかなと思

うんです。

それが、日本企業の優位性が1990年以降なくなる。これは日本に限らず、いわゆる先進国のものづくりの優位性は1990年以降に全くなくなっていった、グラフを見るとわかりやすいですけども、G7の世界全体のGDPに占めるシェアが、1990年ぐらいまでは右肩上がりだでガーンと上っていきいんですね。ピーク時は70%ぐらいまでいんですけども、そこから先、奈落の底に落ちるように下がっていて、そのワン・オブ・ゼムが日本でもあるわけですけども、今、40%から50%の間まで落ちている。かわりに中国、インドなんか台頭してくるわけですが、その流れの中で優位性を失って、今までは、本来あまり相性がよくなかったのだけれども、保守的なファイナンスの方法でも、日本企業は研究開発投資をはじめ、できていた。それが、優位性がなくなって、多くのプロジェクトに大金を突っ込んで、お互いに大数の法則を使ってリスクを減らすみたいなのができなくなった瞬間に、伝統的なデットファイナンスが行き詰まったのではないかと思うんです。

また話がまどろっこしくなって恐縮ですけども、今こそ、こういったベンチャーファイナンスみたいなものが日本で新陳代謝を生み出すためにとても必要なのだけれども、さっき松本さんがおっしゃったような鶏と卵の問題があって、まだスケーリングできていない。これを加速できる方法があるのか、先ほど皆さん議論されていましたが、それは今後、ベンチャー界隈だけの話ではなくて、日本全体で経済成長していくために、かなり本質的な議論なのではないかと個人的には感じました。

○松本 ちょっと気になるのは、僕の感覚だと、スタートアップファイナンスは、日本は今十分あるのだと思うんです。アメリカでも機関投資家が投資するのは多分そこではなくて、シリーズCとかです。日本はシリーズAの出口がマザーズになっちゃっているというか、シリーズAはマザーズと。だから、ステージ感が全然違って、一番入り口は、実はお金はあるんですね。小さい金額でも足りるので。だけど、シリーズB・Cが全然ない、もしくはとっととマザーズへ行っちゃって、小金をもらって終わっちゃうみたいなの。そうすると、森本さんとか先生がおっしゃるように、やっぱり出口をもっと大きくしないといけない。そうすると、1部からマザーズを全部含めて、もっと大きくしていかないと、そっちが小さいので縮尺版みたいになっちゃっているという感じがします。

○大崎 それは全くそのとおりだと思うんですけども、だからこそ、増島先生がご指摘になった未上場段階での流通市場——市場という言い方をしたらまずいのかな、流通の仕組みをつくらないと、まさに安田先生がご指摘のとおりで、デットとエクイティの一番の違いは、エクイティは不確実なわけじゃないですか。不確実なもので、しかも返ってこないということがあるので、売らないといかんですよね。売らないといけないものなのに売場がない。今あるのはマザーズなんですね。だから、早くマザーズに出ちゃうということになっているので、未上場の転売を可能にするということと、確立された市場のレベルを上げるというのは表裏一体だと思うんですね。

○松本 アメリカってマーケットがそもそも、昔、大崎さんが書かれた本にも出ていたけれども、ピラミッドがすごく大きくて、下の方へ行くとピンクシートとか、いろいろあって、例えば、ビットコインのETFがないと言うけれども、グレースケールという会社がビットコインの投信はもう出していて、普通に個人投資家でも今既に売買できているわけです。それはSECの承認したETFではないけれども、多分グレースケールのものはピ

ンクで売買されている。そういう奥行きがあるが、日本ってそこがデジタルなのというのが1つと、増島先生の話にもあったように、僕は、アメリカはいろんなことを開示で整理していこうとしているように思えて、日本は違う整理で、例えばICOとSTOも、日本だとICOとSTOは違うものですよという感じなんですけれども、ブロックスタックの今回のReg A+、前やったのはICOで、今度のはSTOというんですが、中身を見ると内容は全く一緒ですよ。ただ、開示がホワイトペーパーか、一応SECの枠組みの中の開示をしたかの違いだけのように僕には見えて、資産があるものとないものと分けるなんて昔の商法の時代の1株当たりの純資産規制をやっているときみたいな話で、すごく古い考え方だと思われて、開示で整理していったほうがいいと僕は思うんですけども、そこも日本はちょっと違うんですよ。それがかなり問題な気がしますね。

○幸田 さっき松本さんから規制改革が全然足りないからという話がありましたよね。それで、私は、最近話題になっているA-FIVEという農林系の官民ファンドの例なんかを見ていると、スタートアップの企業が足りないというか、例えば、アグリ系でスタートアップをしようという企業は、別にA-FIVEに投資をしてもらう必要は必ずしもなくて、お金の出し手としては、政府系の金融機関なんかはスタートアップのほうから結構支援していたり、安い金利で出したりするから、いわゆるデットファイナンスのところでお金はそれなりに潤沢だというのがあるので、エクイティで、本当にファンド系でお金を取って起業して大きくしようという企業がすごく少ないのではないかという感じは印象としてあるんですね。そうすると、規制改革というか、事業のエリアが、さっきのFinTechの例ではないですけども、本当に小さいところで踊っているみたいな……。

○松本 出口が小さいんですね。

○幸田 そうだと思います。だから、ファンドの規模を用意するとか、投資家層が薄いという議論は一方でなければいけないけれども、それだけではなくて日本のそもそもの起業の少なさとか、ベンチャー企業の事業化の取り組みとかが重要であると思います。ベンチャー企業があまりに少な過ぎるから、今、ファンドのお金が増えてきたといっても、投資先がすごく競合するとかそういうベンチャー企業や起業の問題のほうがあまりに大きい気がします。

○森本 全くおっしゃるとおりで、先ほどから規模の話が出ているけれども、僕の直感的な感覚だと、成功確率千三つと言うでしょう。あんなものは日本だってアメリカだって恐らく千三つですよ。だけど、千三つなんですよ。トライが1000なら3つしか出ない。3つから1個を選んで、そこへ巨大なグロースキャピタルを入れろと言われてたって、それは無理です。でも、1000万分の3000なんですよ。1000万分の3000で、上から300選んで、そこに強大なエクспанションキャピタルを入れることは、合理的な金融としては何ら問題なく回っていますよ。問題は、科学を議論するための母数が全然足りていない。おっしゃるとおりなんですよ。千三つは、多分レシオの議論として千三つだけど、絶対値の問題として、トライをもっともっと増やさないと、そもそもとして判断なんて成り立たなくて、極端な偶然性に左右されちゃうでしょう。僕は、それは全くおっしゃるとおりの問題だと思いますよ。逆に、3つしかないのに5000億のファンドを用意したら、めちゃくちゃが起きるじゃないですか。やっぱりそれなりにシステムは合理的に回っているんですよ。でも、起業を増やすなんていうことが、金融政策とか、そういう問題でできるかという話な

んです。こんなところで議論する性格のものかという話なんです。

○松本 起業はまあまあ増えていると思うんですよ。

○森本 まあまあ増えていますよ。

○松本 だけど、アメリカと比べて、その先があまりにも小さくて、それは規制緩和がないから、当たっても取れるものが小さいんですよ。

○幸田 だから、やることがすごく小さくなってしまいう面があると思います。あと、グローバルな発想とのリンクが、タイミングが遅いというのも多分あって、それで企業のエクспанションが成長と全然合わないということもあると思います。

○森本 だって、日本にはラーメン屋がそこら中で毎日開業しているんだから。そういう意味で、マインドにそんなに差があるとは思えないんですよ。だけど、科学的に成長するようなタイプの事業があまりにも少ないから。本当にそうなんです。だから、エコシステムを論じる以前の問題があるというのが私の直感ですね。

○油布 僕も、あまり若い人と接点はないですけども、ものすごく昔と比べれば、ベンチャーのマインドってすごく高まっている。ただ、彼らがやろうとしていることのかなりの部分は、やりがいとか社会的貢献みたいなものがかなり大きい部分を占めているので、それは社会的にはものすごく価値があるんだけども、ややニッチ系。それなりの規模にはなるかもしれないけれども、決してアメリカのG A F Aになるようなものではないんですね。私は、それはそれでいいような気もしている。

○森本 それはそうですね。

○磯崎 話が飛び過ぎで、G A F Aというのは数十兆円、100兆円の話で、今、日本は100億円以下がほとんどという話で、1万倍の開きがある話です。未上場の段階で1000億円を超えないとユニコーンと呼ばれないんですが、日本でも、公開してから1000億円を超えたスタートアップは、数えたらIT系で三十幾つぐらいはあるという話なんです。楽天だって1兆円を超えていますし、でかくなるのはちゃんとでかくなるので、1社も出ていないという話ではないです。

あと、ある政府系ファンドでは、昔は数百億円負けが込んでいて、おまえらはもうベンチャー投資をやめちまえとか言われていたそうなんですけれども、独立系などのパフォーマンスのいいファンドに資金を入れていったところ、この数年で数百億円取り返しまして、今、黒に転じております。こいつらはちゃんと真面目にやっているなというところを選んでやったら、ちゃんとパフォーマンスが出る時代にはなってきていると理解しております。

あと、さっきの安田先生のお話で、アンサーティンティという話がありましたけれども、100兆円投資しているような機関投資家の方々が何を考えているかということ、1億円投資するのであれば、マーケットが下がったら、そこでショートすればいいやという発想ですけども、100兆円規模だとマクロと一緒に動くしかないという話なので。要はベンチャーのところに投資していないと、一番成長する可能性があるマクロの分野を取り損なうよということです。ベンチャー1社1社については、当然ベンチャーファンドでもアンサーティンティがあるわけですが、まとめて投資すると、それなりにリターンが出ている。

これは昔、金融庁の局長さんに、おそらく局長さんは、日本のVCはアホで、アメリカ

のVCはものすごくパフォーマンスがいいと思っていちゃいますよねと。アメリカのVCで上場株のインデックスをアウトパフォームしているのはどれぐらいだと思いますかという話を聞いたら、まあ5割かなと言われて、皆さん多分そういう感覚ではないかと思うんですけども、少し前の統計ですと、アメリカのVCファンドで、マーケットのインデックスをアウトパフォームしているのは1割を切っています。つまり、アメリカのVCでも、ほとんどが上場株インデックスファンドに投資していたほうがよかったという話ですが、たまにドンと出るんですよ。なので、毎年数兆円ずつぐらい投資をされていて、やや損失が出るぐらいの話でも、1社フェイスブックとか、そういう10兆円単位の企業価値のものが出てくると、マクロレベルで一発で取り返せてしまう。だから、VC1個1個というよりも、いいやつからまとめて入れておくと、それはちゃんとアウトパフォームできる形になるという話なので、それはかなり確実性が高まるという構造になります。

○小出 先ほど後藤さんが増島先生に聞かれたもう1つの論点で、買取義務の話について私も興味を持ったので、細かい話で申しわけないんですが、お伺いしたい。増島先生の問題意識のとおり、よりリスクをとっているはずのエクティ投資家が、こんな買取義務、事実上の個人保証を求めているというのもちょっと正当化できないのではないかというお話だと思うんですけども、確かにエクティ投資家は、リスクはとっていると思うんですが、そのとっているリスクは、まさに事業のリスクそのものであって、いわゆる経営者の機会主義的行動というか、例えばサボタージュを働くとか、あるいはまさにここにある契約違反とか、表明保証違反を働くということに対するリスクをとっているわけではないかと思うんですね。

恐らく、このような買取義務、いわゆる経営者保証というものを正当化するのだとすると、経営者の機会主義的行動に対する対処としてとっているというのが1つの説明だと思うんですが、他方で、銀行なんかの場合ですと、通常、経営者による経営に日々コミットしているわけではないので、こういう保証をとって自動的に経営者の行動を規律するというのは理解できるんですが、VCであれば、増島先生あるいは磯崎先生のご指摘にもあったように、本来、株主であり、かつ、状況によってハンズオンで経営に参画できるはずなので、日本でこういう問題が起きているというのは、他方で日本のVCが経営に対するハンズオンをやっていないことのあらわれなのかなという気もしていて、言い方を変えると、アメリカでもこういうリスクの問題って本当はあるはずで、アメリカでこういう保証というか、買取義務をやらなかったとしたら、どういう対応をとっているのかなというのを疑問に思いまして、そのあたりについて教えていただければと思ったんです。

○増島 買取義務はいろいろ複雑でありまして、スタートアップの会社は、恐らく会社の企業価値の結構多くの部分が経営株主の人たちにくっついているという特殊な状態になっています。彼らの意思決定が会社の意思決定ですというところがあるので、その意味では、表明保証違反とか契約違反について、それが会社の義務になっていたものについて、経営株主に、おまえ、何をやっているんだというのはちょっとわかるような気がするんです。なので、ここは仕方がないのかなという感じがしているんですけども、1つ、上場できるのに上場しないというポイントですね。

ここは、VCは何を警戒しているかということ、会社はいい感じにでき上がってきましたとなったときに、上場したら上場したで市場にさらされて結構つらい。もう稼げている

し、このまま配当でももらって、ゆっくり暮らそうかなという中小企業みたいなマインドになることがあるというストーリーですね。そのときに、それはないでしょうというのがVCの方の話で、そのときに、おまえ、これを買収取れと言えるようにしておくというのが一応ストーリーになっていまして、それはそれで、確かにそうですねとなっているんですけども、何で日本だけ買収取れという話でそこを解決するのかということ言うと、米国だと、例えば、S-1、ファイリング義務を課していまして、一定の時価総額以上になったら、投資家の3分の2ぐらいがやれと言ったらファイリングしないといけないという義務を課している。これでおどすという仕組みになっているので、上場できるのに上場しないという状態は、基本的にはそういう形でない形をつくっているという整理になっているんです。

他方で、もう1つ言うと、このファイリング義務というのは、書いてはあるんですけども、基本的に伝家の宝刀で、やっぱり使わないということになっているので、ある意味そこに対応するのが日本のこれかなと思ってはいるんですが、やらないと、経営株主、おまえはこれを全部買収取れという話とちょっと違うような感じがしていて、なので、先ほどから申し上げているとおり、これが本当に悪い実務なのかどうなのかというのがわからない。ある意味、今のファイリング義務との対応での、日本の中での1つの着地点なのかもしれないんですけども、他方で、日本はマザーズというマーケットがあるものですから、上場しようと思えば、ある程度黒字であれば実はできちゃうみたいな話になっていることとの関係で、早く金を手にしたい、エグジットしたいという人たちは、それをこうやってちらつかせて、上場するのか、おまえは買収取れ、でも、これは10億だけど、おまえは買えないよなということを使う、こういうプレーに持ち込むのが果たして公正かどうかみたいな、ここの感覚かなというふうには思っています。

ちなみに、先ほど後藤先生から、独立系は、こんなアホなことを言わなければお客がとれるではないかという話があって、そのとおりだという感じはしたんですが、実は1件、シリコンバレーに本拠がある会社が日本のマーケットに入りまして、その人たちは、こんなアホな条項はないはずだと言って、当初それを入れない形で案件をやっていたんですけども、2~3年たったら日本と同じ条項になっていましたみたいなものもあり、そのほかの海外のファンドで、日本に入ってきている人たちも、この条項は要求しているというのが現状です。キャピタリスト自体が日本でやっている人たちは日本人なので、あるのとないのとは、どっちがポジションがいいかといえば、それはあるほうがいいということなので、オプティマルという意味では、そっちに引っ張られちゃうということなのかなと思います。

○小出 ハンズオンで入っていくほうのVCであっても、やっぱり①とか②みたいなものが必要だと考えているんですかね。

○増島 ハンズオンがどの程度のことを本当にやっているのかという話があるということと、やっぱりそこは大きいなということです。

○湯山 ほかに法的な関係で、もし何かありましたら。

○有吉 3人の先生方に感覚的なところでお伺いしたいのですが、本日のお話を聞いていると、いろんな問題がある中で、結局のところVCにお金が来ないということがそもそもの問題で、誰でもよいから、とにかく金を出せというのが一番の問題意識なのかなと思います。

ました。さはさりながらとして、それでは、特に日本において誰がお金を出す主体と捉えるべきなのかというところを伺いたいと思います。本日のお話の中でも、年金の話題も出てくれば、機関投資家の話も出てくれば、増島先生の株式型のクラウドファンディングは、もう少し個人を対象にしてということだと思いますし、インターネットの勧誘をもう少し柔軟にというのは、外国人とか、ベンチャー企業にアクセスがとりにくいベンチャーキャピタルとか、そういったことも念頭に置かれているのかなとも思ったりしたのです。ただ、別に金融庁の肩を持つわけではないんですけども、全ての規制緩和を一斉にやるというのは現実的ではないような気がするのです。そこで、お金を呼び込むためにルールを変えていくとしても、どういった規制を緩和することが喫緊の課題であり、お金を呼び寄せることにつながっていくのか。

また、別の視点で、ベンチャーに一般の投資家がお金をつぎ込むという形が望ましいのか、それとも、これは多分違うのだと思いますけれども、年金基金からベンチャーの、それもアーリーなステージにお金を大量につぎ込むという形が望ましいのか、すなわち、どういった投資家層がお金を入れていくということがあり得べき望ましい姿だとお考えなのか。感覚的なご質問になって恐縮ですけども教えていただけますでしょうか。

○磯崎 先ほど申し上げたとおり、年金とは申しませんが、とにかくパフォーマンスを追求する、増えれば増えるほど偉いよと言ってくれるお金に入れてもらわないと、どうということになるかという話です。先ほどお話しした通り、現状の日本のVCに投資する資金は、情報のために入れていますよというお金がほとんどなんですね。そうすると、どうということになるかという、本当は1社の企業をいっぱいお金をかけてでかくしようという話が合理的なはずなのに、とにかく社数をたくさん投資をするというインセンティブが働いちゃう。

もう1つは、中の人インセンティブ構造です。上場したら偉いよ、時価総額100億円でも、とにかく上場させろという話で、逆に、つぶれたら怒られるぞというインセンティブ構造になっていると、いかにつぶさないようにするかというところが重要になるわけですね。なので、ここからさらに30億円調達して、30億円赤字を掘ったら1000億円の企業になりますよという話でも、上場のタイムラインに乗ってきちゃうと、証券会社も月次の予算と実績がちゃんと合っているかどうか、その5%以内におさまっているかみたいな話になっていくこともあり、ここで戦略を変えて、ドンと調達して、上場はちょっと延ばそうという話を、アップサイドのない人で、情報をとるということを求められている人は、見ているその選択肢はとらないです。

今、この間のSansanもそうですけれども、独立系のちゃんとそういうインセンティブを持ったVCが入っているところは、割とでかい企業価値になっているところが多いという話です。ハンズオンとは何かというのは、企業価値をいかにでかくするかを考えるということに尽きる話なので、営業の電話を一緒にかけますという話ではないわけですね。なので、そういうお金をどんどん呼び込んでいくというのが僕は一番大事なかと。

○有吉 そのVCにお金を入れるLPはどういう投資家ですか。

○磯崎 今、実際卵と鶏で、大きさの問題もあり、機関投資家の方はなかなか入れないので、事業会社さんとかから入れていらっしゃるケースが非常に多いと思います。先ほど幸田先生のチャートにも日本の投資家の内訳が出ていたけれども、あのおりだと思いま

す。

○有吉 今は状況がそうなってしまっているものの、VCの規模を拡大をしていって大口の機関投資家がお金を入れるようにしていく形が望ましいということでしょうか。

○磯崎 独立系のVCは、間違いなく、ファンドサイズを5倍、10倍にしていって、その分、自分たちも潤うので、でかくするインセンティブはありますし、1件当たりの投資もでかくするインセンティブはすごくあるんです。1億円ずつ100社投資するというのはめっちゃめっちゃ大変ですけども、10億円ずつ10社なら何とか見切れるという話です。なので、そういうインセンティブを持ったやつらは徐々には増えております。

○小野 法律の質問ということで、きょう議論としてはあまり出なかったところで、なおかつ、増島先生から、実務としてはそこそこバランスがとれた体系になっているというお話ではありました。金融規制のほうは本日の議論でいろいろと注文等もあったと思うんですが、そこで会社法ですけども、今の会社法で、契約によって会社法の内容を変えているという趣旨は理解しているし、海外においてもそうだとすることもあるかもしれませんが、日本人のカルチャーとして、きっちり会社法に規定してあるとか、そういうのも重んじる風潮もあって、鶏と卵のどこから始めるかというとき、金融規制もあるかもしれませんが、会社法という視点、特に磯崎先生の本を見ると、会社法の問題も指摘されていたかと思うんですが、その辺は、何とか今までもやっていますということだけではなくて、よりあるべき会社法の規定とかで、こうあってほしいということがあれば教えていただきたいと思います。

○増島 日本のベンチャーファイナンスの世界は、日本はなかなかうまくいかんということで、会社法が悪いというのを昔よくやりまして、会社法のせいにしたんですけども、会社法を変えても全く変わらないというか、多少使い勝手はよくなって、よかった、よかったという感じではあるんです。我々は、そういうところから来ているので、どちらかという、会社法をハッキングして、うまくやるというほうの技ばかりが身についたという感じなんです。

イギリスとか香港とかシンガポールもそうですけれども、イギリス系の人たちは、株主間契約に書く内容がほとんど定款に落ちているという感じに割となっておりまして、僕も、イギリスの会社法は大きく変わったりしているので、どこかの段階でそういう実務になっているんですが、何でこうなっているのかなと考えると、定款に書けば、ちゃんとそのとおりに効果が出るということが結構徹底しているのかなと感じることがあります。

日本だと、まさに定款の記載について、記載してはいけないとはどこにも書いていないので、何でも好きなことを書けばいいと僕らは思っていますし、僕らが1つ実験的にやっているのは、いろんなものを定款に書いた上で、株主間契約に定款に従うと書くという実務をやりまして、全部の株主が定款に従うという合意をしているということにして、絶対的記載事項だとか、有益的記載事項だとか、ああいう議論を全部吹っ飛ばしてやろうという、このぐらいのつもりでやっていたりするんです。定款に書いても無効であるとか、ああいう議論は、実はスタートアップ側からすると意外と厄介というか、どうでもいい話です。大企業というか、上場会社とスタートアップとを同じ会社法という法律でオペレーションしなければいけないので、会社法の議論は、常に上場会社や株主がいっぱいいる前提で考えるものが多いと感じるんですけども、種類株式の実務しかり、何しかり、割と上



場会社の実務に引っ張られた状態での議論がされていて、株主の個性に着目をしたどうのこうのという条項があるんですが、これも使い勝手が悪いとか、いろんな結果、今のところで落ちつかせているのが実際だというのが1つ。

あと、もう1つあるのは、定款に書くとすごくかたくなるという話があって、定款に書かれていることを定款のとおりにはやらないと無効だみたいな議論が結構強いです。そうすると、スタートアップの人たちは、基本的にリソースがないので、オペレーション能力が足りないということになると、定款を一生懸命見ながら注意をして会社運営をするなんていうリソースはないもので、どちらかというところ、株主間契約に寄せておいて、契約に抵触をしている状態だけど、それはオーケーと言ってもらえば、それで問題がないという状態をつくったほうがいいのではないかと考える傾向が強いので、例えば取締役の選任の話とか、拒否権の条項とか、株主間契約側に寄せたほうがいいぞというのが皆さんの認識ですし、投資家の方々も、それで無効とか言われると、上場のときにまた重箱の隅をつつかれて、これは種類株主総会を1個とってないのではないですかとか言われて、それを注しろとか言われると、すごく大変だみたいな話になるので、そういう意味では、投資家の人たちも、株主間契約に書かれていたほうが、むしろオペレーションで不安、不確実性が少なくて、上場のときの妨げにならないと考えているケースが多いみたいな感じに全体になっていて、その辺をいろいろ考えながら、どこに何を書くかを工夫しながらバランスをとっているのが、会社法に書いたら全部有効だという話にして、そのとおりにやらないと無効だというのがついてきてしまうと、それは逆に結構厳しいとか、その辺があるなと思いつつながら日々苦労しているという状態でございます。

○松本 一方で、上場企業なのに株主間契約が我が国は多過ぎて、周りが見えなくて、問題のほうが多いのではないかという気がします。コーポレートガバナンスを完全にないがしろにしちゃっている例はあると思うので。

○油布 ああいう契約って割と頻繁に行われている契約なんですかね。

○松本 それもやっぱり開示の問題で、上場企業だったらそこは開示すべきで、もしかすると、ベンチャー時代にそれに慣れちゃっているのが、何となくそういうふうに行っているのだとすると、それは問題だと思いますね。上場企業は開示をもっとちゃんとやらないと。

○金澤 確かに定款に書き込むという実務はすごくいいかなと。出資者として追加的に入ってこられる方にも透明性があると思いますので、そういう実務が広がるというのは、法律家のあれなのかもしれない。

○磯崎 教えていただきたいのですけれども、デラウェアの会社は、登記した優先株の内容を登記簿で見られないですよ。

○増島 登記簿はないですね。

○磯崎 日本だと定款にバーッと書いて登記簿に載っちゃうと、外から全部丸見えになっちゃうというのが1つあるかなという気がします。それがどのぐらい弊害になるかはあれですが、ああ、あそこのラウンドであれが投資したというニュースが流れたけれども、結局、この金額で、こんな条件がついているのかというのが全部見えちゃうという話ではありません。

○増島 一応登記事項は限定されているんですね。なので、これとこれは登記しなさい

で、それ以外は任意的記載事項なので登記しませんというのは一応許されているんですけども、多分VCの方々からすると、実は登記を見ると出資金額がわかっちゃうというのをみんな嫌がるんですね。残余財産の分配の規定が書いてあって、普通は出資金額をそこに書きますので、その金額が出るのが嫌だと思われる方は多いように思います。

○磯崎 もう1つ、会社法でいくと、日本は、取締役会の権限が閉鎖会社だと非常に小さいのではないかなと。全部臨時取締役会を諮らなければならないという話ですが、デラウェアの会社は、取締役会にかなり権限移譲して、取締役会で決められるという話ではないかなと思うので、そこでガバナンスの構図が変わってきちゃうなという話が1つと、日本だと実務としても、投資家が優先株を持っているのに、上場のはるか前に、わざわざ普通株に転換して、とにかく上場するときと同じ姿でございませうという形で上場申請を出して上場するという話なのが問題です。今回、ある会社で、アメリカみたいに上場の瞬間に優先株に転換することが何とかできないかと検討しました。そうだと投資家のリスクが最小になるわけですから、それができないかということをやったのですけれども、保振がどうのこうのとかなという話で、時間がある程度かかります。米国のスタートアップのほとんどが採用しているデラウェアの法人は、聞くところによると、ネットからプチッとやるだけで上場の瞬間に転換できるという話なので、日本もそうなると、ますます優先株としては使い勝手がよくなるなという話です。

あと取締役会については、普通の優先株とか何とかというのにはちゃんと譲渡制限がかかっているけれども、1株だけ種類株で、要は譲渡自由ですよという株を発行すると、たしかこれは、会社法上は公開会社ということになるはずですよ。1株でも公開だったら公開会社ということになるので、そうすると、今の会社法の枠組みの中でも取締役会に権限移譲して、取締役会でどんどんスピーディーに決めていきましょうよという話ができたりするのかと妄想をしたりもしております。

○湯山 そろそろ制限の時間になってまいりまして、保田先生とか岩澤先生、もし何かありましたら一言。

○保田 すごく膝を打った1日だったと思うのですが、端的には、ICOとSTOを解禁するというのが一番のソリューションではないかなと個人的には思うのと、もう1個はやっぱり英語です。英語ができないからエグジットがだめなんですよ。シリコンバレーへ行っても英語ができない日本人は全然相手にされないですし、英語に尽きると思いますね。2点です。

○岩澤 証券会社が上場するときの時価総額を大きくするというインセンティブを十分に与えられていないのが非常に大きな問題ではないかという感じがしました。もし違っていたら教えていただきたいのですが、あるベンチャー会社の方から聞いたんですが、日本の証券会社は、上場時にストックオプションを、潜在ダイリューションの比率が10%ぐらいにおさまっていないとだめだという指導をする。ものすごく大きくしようと思ったら、ダイリューションなんか幾らあってもいいじゃないですか。

○磯崎 メルカリは25%ぐらいです。

○岩澤 そうですよ。時価総額100億を上場のスタンダードにするとか、個人投資家を保護するための上場になっているとか、いろんな意味で問題があるように思いました。

○湯山 それでは、そろそろ時間になりましたので、本日は終わりにしたいと思います。  
ありがとうございました。

以 上