

イノベーションとベンチャーファイナンス の現状と課題

～年金基金等の機関投資家参入、規模拡大、非上場株式市場
のビジネスモデル多様化などが望まれる～



東京大学大学院法学政治学研究科 教授

東京大学 客員教授（野村総合研究所）

東京大学 客員教授（西村あさひ法律事務所）

東京大学公共政策大学院 特任教授

神作 裕之
大崎 貞和
小野 傑
湯山 智教

イノベーション創出を掲げる日本にとって、ベンチャー企業の成長サイクルであるベンチャー・エコシステムが今こそ必要である。

〈目次〉

1. ベンチャー・エコシステムにおける質と量、人材の問題（幸田氏報告）
2. 年金基金等の機関投資家資金がVCに向かうようにすべき（磯崎氏報告）
3. インターネット時代における非上場株式市場のビジネスモデル多様化（増島氏報告）
4. ベンチャー投資における規模の重要性
5. アンサーティンティ（不確実性）・リスクと受託者責任
6. 非上場株式はなぜ証券会社を取り扱えないのか
7. その他の法的論点

そのために必要なベンチャーファイナンスは、果たして十分に機能しているのか、制度と実際のミスマッチはないのか。本稿では、「イノベーションとベンチャーファイナンス」をテーマとした東京大学「産官学フォーラム」（出席者は図表1）における議論の模様（3名の基調報告とそれを踏まえたディスカッション）を紹介する。詳しくは、当フォーラムウェブサイトに掲載の議事概要等を参照されたい（注1）。

■ 1. ベンチャー・エコシステムにおける質と量、人材の問題（幸田氏報告）

我が国のベンチャー・エコシステムは、質

(図表1) 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」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 セネラルパートナー (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)

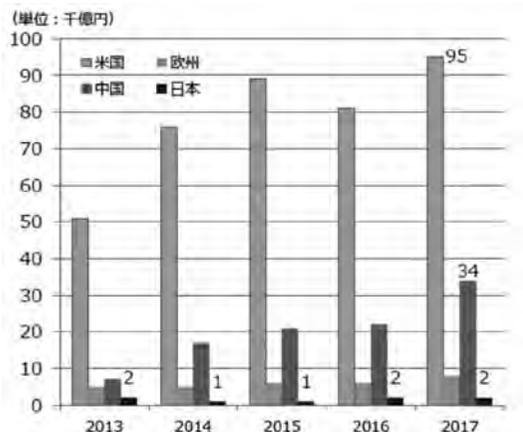
・量の両面で金融面を含めて様々な課題を抱え、今後、デジタル社会の進行・人口減少社会に立ち向かうためには、特に人材・雇用の問題が大きな論点だと幸田博人氏(京都大学特別教授)は指摘する。

2018年のベンチャー企業資金調達規模としては約4,000億円と格段に増え、FinTech、ヘルスケア、AIなどのエリアに投資は広がっている。ただ、投資金額・件数を米国、中国と比較すると依然として日本はかなり少ない(図表2)。また、ベンチャーキャピタル(VC)への出資者構成をみると、米国では半数以上が機関投資家で海外投資家も3割程度いる

が、日本では国内・金融機関中心で年金基金・運用ファンド等の機関投資家が少ないので、どのように裾野を広げていくかも課題だ(図表3)。エグジットについては、米国ではM&Aが多くなってきた一方で、日本では小粒でもIPOするという傾向が強く(IPOが2割、M&Aが1割で、約3割がポジティブなエグジット)、VCやベンチャー企業の過度なIPO志向を是正する必要があるだろう。

ただ、コーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC)や、バリュエアップ型ファンド、ハンズオン型ファンドなど直接的関与を深めるVCも増え、AIなどの特化型ファンド、東

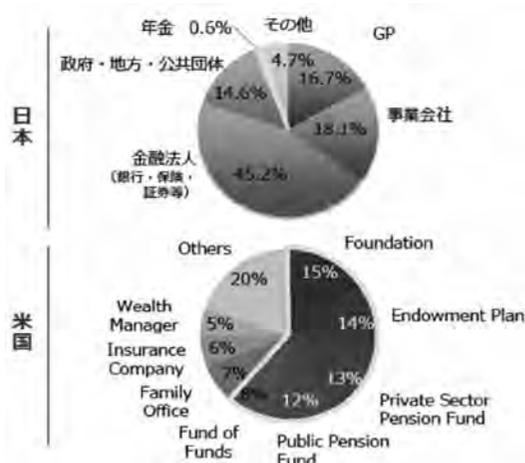
(図表2) VC投資の国際比較



(注1) 欧州は、欧州内のPE投資家（VC含む）による投資（欧州外への投資含む）
 (注2) 日本のみ年度ベース
 (出所) ベンチャー白書2018（幸田氏報告資料より）

大エッジキャピタルに代表されるような産官学連携の大学発スタートアップ企業に投資するファンドも増えるなど、VCの多様化が進んできた。足元では、日本を代表する大企業がCVCを設立し、今回は2000年代前半以来のブームといえる。一般的なVCと比較すると、CVCの場合は、財務的リターンだけでなく、自社事業とのシナジーである戦略的リターンを念頭に置くのが一般的だ。しかし、CVCが一般的なVCと同じフィールドで競争することのハードルは高い。例えば、大企業CVCでは、VC運営できる人材がない、VC並みの報酬設計が困難、自前主義の研究開発部門との連携が良くない、社内承認プロセスが長い、といった課題をどうクリアしていくかがポイントだろう。

(図表3) 日米VCファンドの出資者構成



(出所) 官民ファンドの活用推進に関する関係閣僚会議幹事会（第9回）、一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会資料（2017年12月6日）より抜粋（幸田氏報告資料より）

また、VCに関する人材面の課題への中期的な取組みは不可欠であり、起業家として成功（失敗）した人材が、ベンチャーキャピタリストやアクセラレーターを経て、再度起業家として取組む人的な循環が図れていくことが望ましい。

2. 年金基金等の機関投資家資金がVCに向かうようにすべき（磯崎氏報告）

ベンチャーキャピタルで、起業ファイナンスや企業経営のアドバイスをしている磯崎哲也氏（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）は、年金基金等の機関投資家の目をVCに向けることが重

要だと指摘する。

これまで年金基金の資金はほとんどVCに流れてこなかった。そもそも年金基金にはVC担当者すらいないことも多い。米国では1979年のERISA法の解釈指針改正により、年金基金の運用対象にVCを含めたリスク投資が容認されたことで、ベンチャーキャピタルファンドに資金が流れるようになってきた。我が国もこれに習うことも一案だ。

もっとも、課題はVCファンドの規模だ。年金基金等の巨大機関投資家にとって1件10億円以下の投資だと小さ過ぎ、10億円単位で投資できる100億円超のファンドは日本には数えるほどしかない。鶏と卵の議論になるが、規模が小さいためにVC投資が小さくなるわけだ。ファンド手数料は2～3%なので、5億円のファンドならば毎年の収益で1,500万円程度だが、これでは1人雇うので精一杯だ。米国では昨年14兆円のスタートアップ投資があったが、日本では4,000億円、エンジェル投資に至っては数千分の1といった肌感覚だ。いまソフトバンク・ビジョン・ファンドが10兆円規模で有名だが、この投資対象のほとんどは日本ではなく海外である。10兆円規模のファンドにとって、1件100億円以下の投資は小さ過ぎるので、当面、日本は投資対象にならないのではないかと。

数年前の日本のベンチャーは、数千万円の調達ですごいと言われる状況だったが、これでは2～3人を1年間しか雇えない。しかし、最近では状況が変わりつつある。2012年には1

億円以上の資金調達は5件だったが、2017年には10億円以上が50件はあった。トップの企業群の資金量は100倍になった感覚だ。この効果で、今、最先端での活躍を求めて優秀な人材がベンチャーにくるようになった。まさに東大が一番熱いが、工学系を中心に、先輩が上場して数百億円の資産を持つのを見て、相当刺激を受けている。外資系金融や医者、弁護士からの転入も多い。昔は、給料は安いのが熱いよとって人材を勧誘していたが、今は資金調達金額が大きくなったので給与面で渋る必要がなく、熱い人間と最先端の仕事ができ、給料もキープされ、しかもストックオプションやアップサイドもあるという話だと、転職しない理由がなくなってくるわけだ。こうした好循環もあらわれてきている。

■ 3. インターネット時代における非上場株式市場のビジネスモデル多様化（増島氏報告）

早くからスタートアップを支援してきた増島雅和弁護士（森・濱田法律事務所パートナー）は、「インターネットによる資本アクセスの民主化」をスローガンとする制度改革を提言する。

大きく成長するスタートアップを作るには、初期段階での多額の投資が必要だ。特に、収益を生むまでの資金投下額が大きくなる研究開発型ベンチャー（Society5.0型）は、いわゆるJカーブが深くならざるを得ない。で

は、日本の未上場・上場の資本市場は、スタートアップが世界を狙ってJカーブを深くすることを許容する制度になっているかという点、現状は、小型化、早期上場を促す仕組みになっている。例えば、VCファンドのエグジット期間の想定が3～5年で、これがVCの早期上場プレッシャーになっているのではないか。そして、上場後には、赤字下での巨額資金投下を許容しない株式市場がある。

もっとも、この問題はなかなか難しい構造問題だ。今でも創業者は数十億円といった上場益があるのもう十分と考えるのも仕方がない。マザーズ市場の存在自体は悪くないし、上場後に大きな成長を目指して粘り強く市場に「将来のための意志ある赤字」への理解を求めるベンチャー企業がいるのも確かだ。早期上場を志向するVCファンドの行動は、その後ろにいるLP投資家の期待を反映したものに過ぎない。VCとしてもエグジットで実績を残さないと、後続ファンドを立ち上げることができない。こうした中で、シード・アーリーステージを支える代替的な資金調達手段が出てきたのは注目し得る。例えば、購入型・寄付型・投資型のクラウドファンディングなどだ。

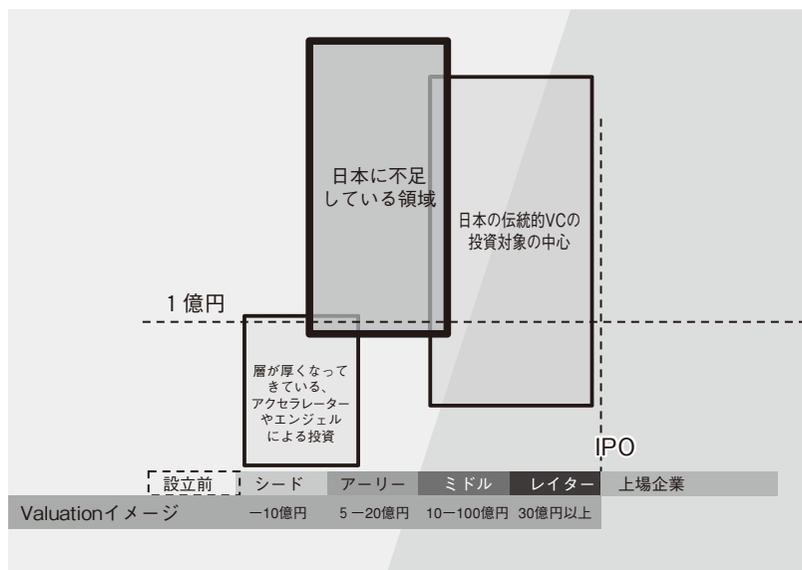
こうした背景の下、増島氏は、法的な観点からの2つの検討課題があると指摘する。一つは、第一種金融商品取引業者による非上場会社の株式取扱いの解禁（又は緩和）を通じて、非上場株式市場のビジネスモデルの多様化を図ることだ。現状、金融商品取引法等で

は禁止されていないが、日証協の店頭有価証券規則で、証券会社は原則として非上場株式の投資勧誘ができない。非上場株式のセカンダリー市場を活性化できれば、IPOまでの非上場期間を長期化できるかもしれないし、同時に初期投資家にエグジット機会を提供できる。スタートアップの非上場期間を長くすることでJカーブを緩やかにすることも可能だ。世界では、非上場株式への流動性提供はインターネットを用いたマッチング方式（PTS、ATS方式）を採用しつつあり、日本は遅れているのだ。

もう一つは、非上場証券の私募規制の緩和だ。まず業規制に関して、第一種金融商品取引業者による非上場株式のプライマリー市場での仲介は原則禁止で、流動性がないエクイティについて、形式的に一項有価証券（株式等）に当たると取扱い禁止が原則となり、二項有価証券（ファンド等）として組成すれば取扱いが許容されるというのは不合理ではないか。さらに、開示規制も問題で、現行の「声掛けベースの募集規制^(注2)」は、投資家保護の観点から、インターネットで販売勧誘をしてはならないことを意味し、インターネットによる情報流通の劇的な低価格化の恩恵を阻害するものだ。来年以降、暗号資産であるセキュリティ・トークンが一項有価証券とされるが、日証協ルールで規制されるのか否か現時点では不明だ。

米国では、JOBS法（2012年）により、非上場会社株式による資金調達アクセスが大幅

(図表4) 億円単位をアーリーに投資するVCが不足 (イメージ)



(出所) 磯崎氏報告資料より抜粋

に改善した。日本ではクラウドファンディング部分のみが注目されたが、より本質的だったのはインターネット時代になって株式公募規制（特に開示規制）の考え方を大転換したことだったのではないか。トークンが証券と解釈される中、インターネットを通じたトークンによる資金調達を私募ルールであるレギュレーションDに依拠して実施できたのは、JOBS法により一般勧誘規制が改正されたためだ。これらは、もちろん、歴史的な経緯のある規制であるのだが、ぜひとも考えていただきたい点だ。

4. ベンチャー投資における規模の重要性

以上3件の基調報告後に、主として以下の論点について議論した。最大の論点は、年金基金に代表される機関投資家資金がなぜVC投資に向かわなかったのかという点だ。仮に、ERISA法のような解釈指針改正を行っても、日本の年金基金等は既にヘッジファンドのようなリスクの高い投資は行っており、GPIFも既にVC投資をアセットクラスとして認めたのだから法的問題はクリアできているのではないかとの指摘もあった。しかし、年金基金等にVCに目を向けてもらう必要があるこ

と、そして注目してもらうには何よりも規模が必要とのことだ。いまVCの規模で300～500億ぐらい確保されないと機関投資家は資金を入れにくいというのは事実だ。そして、日本のIPOの規模は、年金基金等の機関投資家の投資サイズからしたら小さ過ぎ、結果として、小規模なIPOが続く、といった鶏と卵の議論だ。日本のマザーズ上場時の公募での調達規模が、米国のシリーズA^(注3)の調達規模でしかない。米国とはステージ感が違って、一番の入り口であるシード段階には実はお金はあるのだが、シリーズB・Cに全然ない、もしくはすぐにマザーズへ行って小金をもらって終わってしまい、大きな成長につながりにくい。また、スタートアップへの投資家は、次のグロースのステージでは投資をしない。なぜならば、それがゴールだからだ。

これらを打開するには、増島氏の提案のほか、例えば、年金基金等の機関投資家はインデックスによるパッシブ運用が多いので、①上場後すぐにインデックスに組み込まれる規模のもののみを上場対象とする、②協会の割り当てルールなどを見直してIPOが個人投資家中心となっている現状を改める、③機関投資家のニーズに沿えるようなマクロのVC統計の地道な整備、といった対応が考えられるとの指摘があった。

■ 5. アンサーティンティ（不確実性）・リスクと受託者責任

そもそも原理原則としては、キャッシュフローが読めないスタートアップは、受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）の観点から年金基金等の機関投資家にとっては対象外だ、という指摘もある。投資にリスクはつきものだが、リスクとはその確率分布が描けるような状態だが、スタートアップの段階では、リスクがどの程度あるのかも分からないという、経済学でいうアンサーティンティ（不確実性）のある状態だ。リスクはある程度コントロールできるが、アンサーティンティはコントロールしにくい。このため、例えば年金ファンドが投資しようとしても説明責任を果たせない。

しかし、米国でもベンチャー投資は個々でみればアンサーティンティかもしれない。実は、米国VCで、マーケットのインデックスをアウトパフォームしたのは1割もないが、たまに巨大なリターンがドンと出る。このため、毎年数兆円ずつぐらいの投資で、だいたいトントン弱ぐらい状態が続いても、ひとつ10兆円単位の大成功が出ると、マクロでは取り返せるわけだ。だから、全体でアウトパフォームし、かなり確実性が高まるという構造になる。この点からも、やはり規模が重要なことが示唆される。

■ 6. 非上場株式はなぜ証券会社が取り扱えないのか

スタートアップのエグジットを支援する観点から、非上場株式のビジネスを多様化するための論点も議論となった。日本で、米国のJOBS法に倣いクラウドファンディング規制を導入した際に、未上場株式の流通については、昔のような詐欺事件の横行も踏まえて、投資家保護の観点から金融庁や証券会社の方でも慎重であったという。また、金融商品取引法では、日証協規則で投資勧誘が認められるものは取扱有価証券と定義され、不正取引規制が適用され、あわせて適時開示が要求されることになるので、かつてのグリーンシートへの舞になるのではないかと指摘もあった。時価総額1,000億円以上のユニコーンを増やすためには、投資家保護を備えつつ、非上場株式段階におけるエグジットを可能とするような妙案が求められるわけだ。

■ 7. その他の法的論点

その他の論点として、経営者による買取義務が残されている点（増島氏指摘）もまた議論になった。すなわち、払込価額と時価のうち高い方の額で、経営株主に買取義務、つまり事実上の経営者の個人保証を課しているのだ。なぜこのような規定が日本のVC契約で一般的なのかというと、最大の要因は、上場

できるのに上場しない場合などに、経営者に対するけん制的な意味合いが強い。VCにとっては、上場せずに投資が回収できなくなるのを警戒するわけだ。金融系VCの伝統的実務の名残なのだが、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だろうか。また、会社法の視点から、日本では閉鎖会社における取締役会の権限が小さく株主総会の権限が広範であるため、臨時株主総会に諮ることが多いという課題なども指摘された。

我が国のイノベーションを促進するためのベンチャーファイナンスには、多くの課題が残されているが、近年の再度のベンチャー・ブームにより、改善方向に向かっているのもまた事実のようだ。この動きを更に後押し、イノベーションに繋がることを望まれる。

(注1) 本稿は、東京大学公共政策大学院みずほ証券寄付講座「資本市場と公共政策」のもとで開催された第5回「金融資本市場のあり方に関する産官学フォーラム」(2019年7月29日)の議論を取り纏めたものであり、詳細はウェブサイト (<http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMPP/forum/2019-07-29/>) を参照されたい。

(注2) 適格機関投資家等を除いた勧誘対象を50人未満とすることなどで一定の開示規制が緩和されること。

(注3) スタートアップの資金調達段階で、シード、シリーズA、シリーズB、シリーズCと続く。

