

日本再生に向けた起業 活性化の再考 ～規制緩和の検討を～

奥谷 貴彦

要 約

本稿では日本再生に向けて、起業活性化策を検討する。

先進国の中でも日本のように労働力人口が伸び悩む国において、イノベーションは経済成長の源泉である。イノベーションを促す、起業の促進が求められている。

ベンチャー企業の資金調達手法はその成長段階と資金調達規模に合わせて、鎖のようにつながり、上場するまでの成長を支えている。しかしながら、事業化・成長初期段階のベンチャー企業への資金供給不足がベンチャーファイナンス全体の機能不全を引き起こしている可能性も考えられる。エンジェル投資や制度金融、事業会社の出資・買収の促進を図る必要がある。

起業を活性化するには、クラウド・ファンディングの活用やシニア起業の促進、オープン・イノベーションの推進、種類株の活用などの施策が考えられる。

目 次

- 1章 日本再生に向けて必要な起業の促進
- 2章 日本のベンチャーファイナンス
- 3章 今後のベンチャーファイナンス
- 4章 ベンチャー企業の活性化策

1章 日本再生に向けて必要な起業の促進

先進国の中でも日本のように労働力人口が伸び悩む国において、イノベーションは経済成長の源泉である。一般的に労働力人口が減少すると、労働投入量を増加させることで製品やサービスの生産を長期的に拡大することが難しくなると考えられる。1人当たりの労働時間の増加や労働の質の向上を試みることはできるが、その改善には限界がある。加えて、新興国経済の発展やグローバル化の進行を背景に、日本企業の国内設備投資の活性化が期待できないとすれば、資本の増加を望むことも困難である。

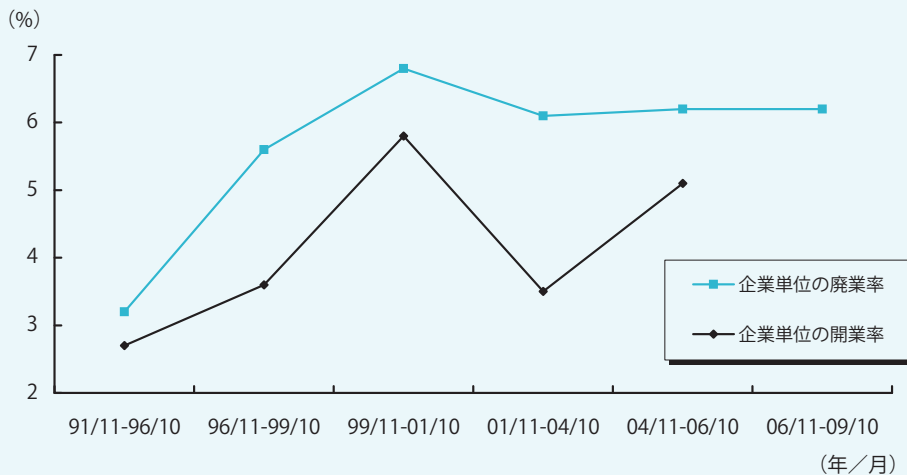
労働投入量を増加させるために女性や高齢者の活用を促進する必要もあるが、限られた生産要素

で経済成長を実現する、生産性の向上が課題である。生産性を向上させる、イノベーションの促進が求められている。

経済成長に関する議論において、イノベーションは新結合と訳される場合がある。つまり、既存の技術やサービス、人の新しい組み合わせによって付加価値が生まれ、経済や社会の発展が実現するという考えである¹。このようにイノベーションを誘発する新しい組み合わせは、組み合わせについて考える経営者やその要素となる技術者、ならびに資本などが生産性の低い企業から生産性の高い企業へ再配置されることで促進される。

日本において、企業の生産性は創業から8年程度を天井に低下するとされている²。そのため、廃業によって、生産性が低い企業が保有する生産要素が解放され、生産性の上昇が期待できる新し

図表1 開廃業率の推移



(注1) 2006年までは「事業所・企業統計調査」、2006年から2009年は「経済センサス—基礎調査」に基づく

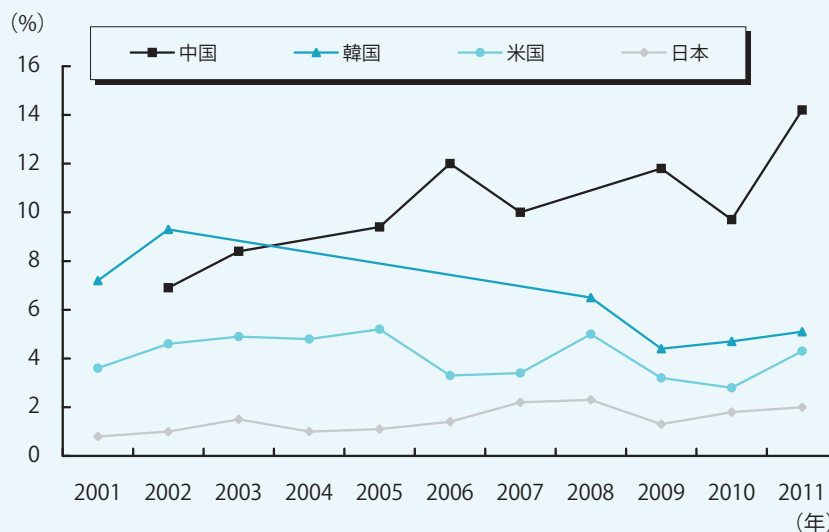
(注2) 1999年および2004年に簡易調査が実施された

(出所) 総務省統計局「事業所・企業統計調査」、総務省統計局「経済センサス—基礎調査」、中小企業庁「中小企業白書 2011」

1) イノベーションを経済用語として一般に広めたノーベル経済学賞受賞者のジョセフ・シュンペーターによれば、「郵便馬車を何台連ねても列車にはならない。」とし、既存技術の進化だけでは新しい製品やサービスを創造できないとした。郵便馬車の例においては、蒸気機関と貨車の新しい組み合わせによって、早く郵便を届けるといった新しい付加価値が生み出されたと解釈できる。

2) 大和総研レポート「生産性の向上をもたらす創業の促進」奥谷貴彦、2012年1月24日

図表2 労働人口に占める起業家の割合



(注1) 国内労働人口のうち、企業のオーナー経営者であり、3カ月以上42カ月未満の報酬受取実績を保有する者の割合
 (注2) 中国では2001年と2004年、2008年に、韓国では2003～2007年に調査が実施されなかった
 (出所) Global Entrepreneurship Research Association, "Global Entrepreneurship Monitor"

く開業された企業（ベンチャー企業）へと再配置されることで、イノベーションの誘発が期待できる。

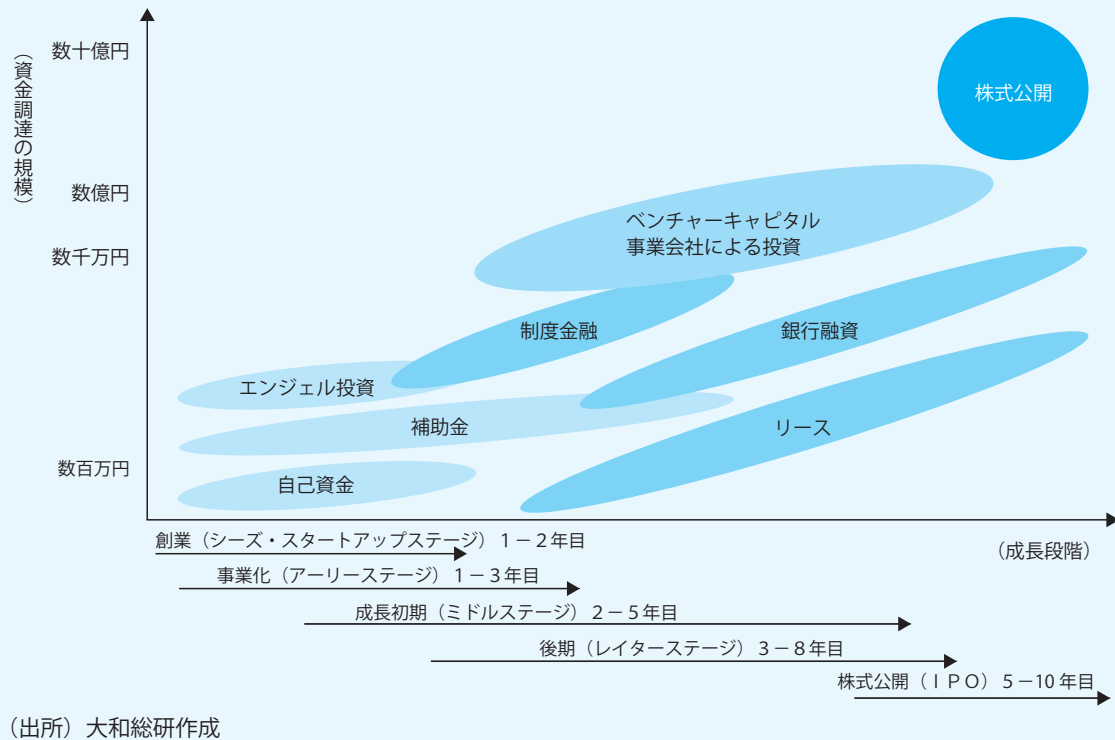
しかしながら、過去20年の日本の開廃業率を振り返ると、日本の開業率の水準は廃業率よりも低く推移している（図表1）。また米国や中国、韓国と比較すると、国際的にも労働人口に占める起業家の割合が少ないと考えられる（図表2）。イノベーション形成の場となるベンチャー企業が不足しており、国民が将来の経済成長を描きにくい中で、日本の成長戦略への期待が高まっている。政府は2012年7月に「日本再生戦略」について閣議決定し、成長戦略を提示した。その成長戦略においてもベンチャー企業の育成を促進する旨、言及されている。今、改めてベンチャー企業の活性化が渴望されていると言える。

2章 日本のベンチャーファイナンス

1. ベンチャー企業の成長段階に応じた様々な資金調達手法

ベンチャー企業の資金調達は成長段階によって様々な手法が考えられる。その成長段階はおおむね以下のように分けられることが多い。第1段階は創業（シーズステージ・スタートアップステージ）。第2段階は事業化（アーリーステージ）。第3段階は成長初期（ミドルステージ）。第4段階は後期（レイターステージ）。第5段階は株式公開（IPO）である。図表3は横軸にベンチャー企業の成長段階、縦軸に資金調達の規模を取り、各資金調達方法を示した図表である。数十万円から数百万円規模の資金調達が必要とされる創業段階においては3つの資金調達手法が用いられる。

図表3 ベンチャー企業の成長段階に応じた資金調達手法



自己資金と個人からの出資（エンジェル投資）、加えて国や地方自治体の補助金である。エンジェル投資とは、個人からの創業段階の企業に対する投資である。数百万円以上の資金調達が必要とされる事業化段階ではこれらに加えてベンチャーキャピタルや事業会社による投資、政府系金融機関などによる制度金融、信用保証協会による信用保証、リースなどが用いられる。数千万円規模の資金調達が必要とされる成長初期の段階になると、自己資金やエンジェル投資に代わって銀行融資が新たに用いられる。数億円規模の資金調達が必要となる後期や株式公開の段階になると制度金融や信用保証が用いられることが少なくなる。ベンチャー企業成長段階の最後に位置づけられる株式公開も重要な資金調達手法である。

2. 自己資金

自己資金は3F（Founder, Family, Friends）と呼ばれる、創業者や配偶者、親族、知人からの借入金や出資金である。創業段階においては、金融機関などと比較するとリターンに関する要求が厳しくない自己資金をできるだけ多く確保することが求められる。しかしながら、コンテンツ作成を事業領域とするベンチャー企業などの中には数百万円とされる創業資金を必要としない事例も見られる。

3. エンジェル投資

エンジェル投資がエンジェルと呼ばれるのは資金調達に奔走する起業家にとって天使のような存

在であることに由来する。米国のシリコンバレーなどでは、成功した起業家がエンジェル投資家となって次世代の起業家に投資する仕組みが形成されている。エンジェル投資家が投資したベンチャー企業がその後急成長し、半導体産業やIT産業を形成した。日本におけるエンジェル投資の状況を見ると、2008年度のエンジェル投資家の数は約1万人であり、米国の約23万人のわずか4%程度である。またエンジェル投資における投資案件1件当たりの平均投資受入額（年間）は、日本が100万～300万円と米国の同5,000万円程度の2～6%にすぎない³。一般的に、事業化段階のベンチャー企業は100万～300万円では不十分であり、数千万円の資金が必要である。日本のエンジェル投資の年間投資総額を見ると、200億円と米国のエンジェル投資の同2.5兆円のわずか0.8%程度にとどまっている⁴。

4. 補助金

創業や事業化の段階では政府や公的機関による補助金も重要な資金調達方法である。補助金は返済しなくてもよいため、起業家にとっては非常に魅力的な資金調達手法である。東京都においては公益財団法人東京都中小企業振興公社が都内の創業予定者を対象とした補助金を交付している。「新製品・新技術開発助成事業」においては実用化の見込みのある新製品や新技術開発、研究開発、新サービス創出のための技術開発に要する経費の一部について補助金を交付している（上限は1,500万円）。「地域資源活用イノベーション創出助成事業」にお

いては東京の魅力向上や課題解決に向け、中小企業者等が取り組む試作品・新サービス開発・販路開拓・市場化に要する経費の一部について補助金を交付している（上限は800万円）。このような補助金は起業家にとっては非常に魅力的な資金調達手法であろう。しかしながら、補助金の使途は限定されており、資金調達額にも上限がある。そのため、補助金だけで後期段階のベンチャー企業が数億円の資金ニーズを満たすことは困難である。

5. 制度金融

公的機関等による制度金融や信用保証は事業化・成長初期段階において有効な手法である。日本では主に日本政策金融公庫や地方自治体が制度金融を担っている。日本政策金融公庫による新企業育成を目的とした新規融資（以下、同公庫融資）実績の過去3年の推移を見ると、リーマン・ショック後の2009年度以降も800億円を超える水準で貸付されている（2008年度1,295億円、09年度884億円、10年度924億円）⁵。同公庫融資の代表的な融資制度は新規開業資金という制度である。新規開業資金は事業開始後おおむね5年以内の起業家に対して融資される。新規融資額は7,200万円以内、融資期間は設備投資については15年以内、運転資金については最大7年と設定されている。また、特に事業の新規性や成長性が認められた場合などにおいて、低利の貸付を提供している。加えて、創業に伴う雇用の創出など一定の条件を満たす場合に無担保・無保証人融資も提供している。2007年度までは商工中金が同公

3) 複数のエンジェル投資家が同一の投資案件に投資する場合もある。

平成20年度経済産業省委託調査報告書「平成20年度エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」（2009年3月）、株式会社テクノリサーチ研究所

4) 平成20年度経済産業省委託調査報告書「平成20年度エンジェルネットワークの形成促進に関する調査報告書」（2009年3月）、株式会社テクノリサーチ研究所

5) 日本政策金融公庫「ディスクロージャー誌」

庫融資と同様の融資を管轄しており、2005～07年度の新規融資1件当たりの平均貸付金額は約4,500万～5,500万円であった。2010年度の新規融資額は924億円であったが、仮に2010年度の平均貸付金額が2005～07年度と同様の水準であったと仮定すると、2010年度には事業化・成長初期段階の企業に対して、約1,700～2,100件の新規融資が実行されたと考えられる⁶⁾。

一方で、地方自治体も制度金融を運営している。東京都は東京信用保証協会や金融機関と連携し、東京都制度融資を運営している。同制度には以下4種類の融資対象が定められている。①自己資金がない創業前の起業家、②自己資金がある創業前の起業家、③創業5年未満の中小企業、④特定の公的なベンチャーキャピタルから出資を受けた創業5年未満の中小企業——である。融資限度額は①については1,000万円、②は1,000万～2,500万円、③と④は2,500万円。融資期間は設備投資については10年以内、運転資金については7年以内である。融資利率は変動金利を選択した場合、短期プライムレートに0.9%ポイントを上乗せした水準を上限とし、比較的 low 利である。ただし、融資には東京信用保証協会の信用保証が必要である。①と②は連帯保証人が不要であるが、③と④は法人の代表者が連帯保証人となる。また、全ての融資対象について物的担保は不要である。

このように日本政策金融公庫や地方自治体の制度金融が整備されており、仮に企業が制度金融による融資を受けることができれば、事業化・成長初期段階における必要資金を獲得できると考える。しかしながら、やはり後期段階においては数億円の資金が必要であり、制度金融の活用だけでは限界があるだろう。

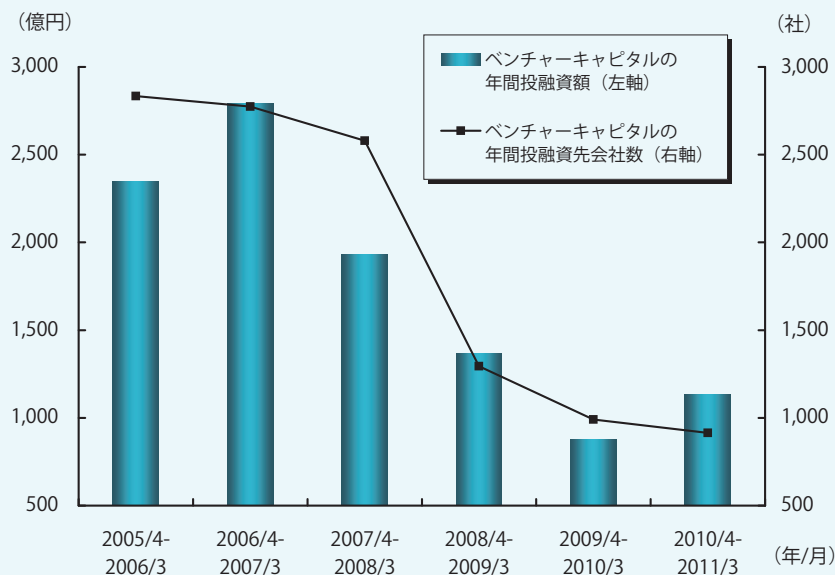
6. ベンチャーキャピタル・事業会社による投資

ベンチャーキャピタルによる出資は事業化や成長初期、後期において有効な資金調達手法である。ベンチャーキャピタルは出資の回収のために出資先企業の株式上場を最終目標とする場合が多い。そのため、将来上場を視野に入れるほどの成長が見込まれるベンチャー企業でなければ、ベンチャーキャピタルからの資金調達は困難である。ベンチャーエンタープライズセンターによる調査「2008年ベンチャービジネスの回顧と展望」（以下、2008年調査）によると、上場したベンチャー企業34社の上場までの資本調達額のうち、その半分以上がベンチャーキャピタルによる出資である。上場が実現可能な急成長するベンチャー企業の資金調達には、ベンチャーキャピタルの出資が重要であると言える。

近年はベンチャー企業が上場する新興株式市場（東証マザーズ、JASDAQなど）の株価が低迷しており、売買高が少なく、新規公開件数も回復の途上である。そのため、ベンチャーキャピタルが投資した資金の回収は困難な状況が続いており、ベンチャーキャピタル投資の収益性が低下している。図表4は国内ベンチャーキャピタルの投融資額と投融資先会社数の推移である。2006年度以降、投融資額と投融資先会社数は減少し低い水準にある。近年、ベンチャーキャピタルは収益性向上のため、将来的に上場もしくは事業会社に売却できる可能性が高い後期段階以降のベンチャー企業に出資する、バイアウト投資が多くなってきている。そのため、事業化や成長初期段階のベンチャー企業はベンチャーキャピタルからの資金調

6) 日本政策金融公庫「ディスクロージャー誌」

図表4 ベンチャーキャピタルによる投融資額の推移



(出所) 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2011年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査結果(速報値)」

達が容易ではない状況であると考えられる。

事業会社はベンチャーキャピタルの次に重要な資本調達先である。2008年調査によると、上場に至った34社の資本調達総額の3割弱が事業会社からの投資である。近年、一部の事業会社が魅力的な技術を研究開発するベンチャー企業に対して出資、もしくは買収する事例もある。

ベンチャーキャピタルが運営するファンドが投資を回収した件数のうち、株式公開件数の割合と売却件数の割合を見ると、売却には事業会社への売却(M&A)やセカンダリーファンド等への売却(他のベンチャーキャピタルのセカンダリー投資)、会社経営者への売り戻しが含まれる⁷⁾。2006年度までは好調な株式市況を背景に株式公開の割合が増加し、売却の割合が減少した。しか

しながら、07年度以降は株式市況の低迷を背景に、売却の割合が増加し、株式公開の割合が減少した。ベンチャーキャピタルの投資回収手段の内訳詳細が公開されている07年度のデータを見ると、売却の半分程度が事業会社への売却(M&A)、残りの半分程度が経営者への売り戻しである。事業会社の出資・買収はベンチャー企業の資金調達手法としての重要性を増してきていると言える。

7. リース

リースは設備投資資金の確保に有効な手法である。工場設備導入などについてリース契約することで、将来得られるであろう利益を用いて設備費用を支払うことができる。主に、情報通信機器や自動車、工作機械などの設備投資にリースは活用

7) 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「2010年ベンチャービジネスの回顧と展望(要約版)」(2011年1月)、「平成17年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告/ファンド・ベンチマーク調査報告」(2005年12月)

される。ただし、リースは人件費などの運転資金の確保に関しては有効な資金調達手法ではない。事業化に成功し、売上が確保できるまでは自己資金などの他の資金調達手法と併用しなければならない。ただし、銀行融資の担保となる資産が限られているベンチャー企業にとっては、リースの活用は銀行の融資枠の温存に有効であると考えられる。依然としてリースは中小企業の設備投資にあたり、重要な資金調達手法である。創業からの年数が浅いベンチャー企業にとっても同様に重要な資金調達手法であろう。

8. 銀行融資

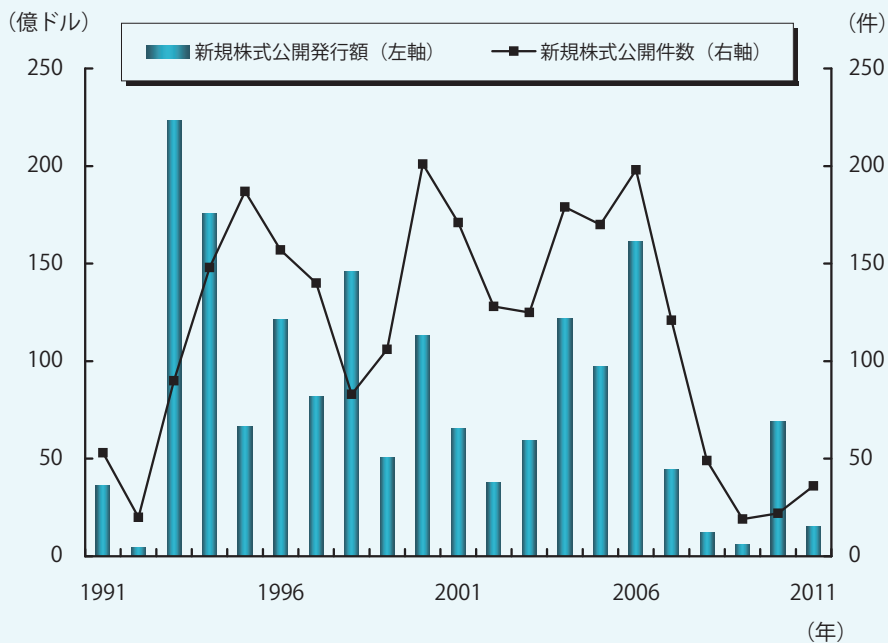
銀行の融資は事業化に成功し、成長段階に入った企業にとっては一般的な資金調達手法である。出資と比較すると、融資の場合は、経営権への関与は少なく、自由度の高い経営が可能である。政

策的支援もあるが、多くの場合に融資には土地・建物等の担保や保証人を必要とする場合が多く、また担保の設定に伴い融資額には上限がある。融資の担保となる不動産保有額が少ない創業前後のベンチャー企業にとって、多額の銀行融資枠を確保することは簡単ではないだろう。また融資の実行は金融機関の貸出態度に左右される。ベンチャー企業が銀行融資だけに頼ることは困難であると考えられる。

9. 株式公開

ベンチャー企業のうち、さらなる事業規模の拡大を目指し、大規模な資金調達を行う企業は新規株式公開による資金調達を目指すことが多い。しかしながら、日本では国内新規株式公開件数は伸び悩んでいる（図表5）。資本市場の活性化が求められている。

図表5 日本のIPO（件数・発行額）



(出所) トムソン・ロイター

10. ベンチャーファイナンスの課題

ベンチャー企業の資金調達手法はその成長段階と資金調達規模に合わせて、鎖のようにつながり、上場するまでの成長を支えている。この鎖がどこかで切れると、成長段階に応じた資金調達が困難になり、ベンチャー企業は成長の計画を立てることが容易ではなくなる。成長の計画が不十分なものであれば資金の回収にも不安が生じ、金融機関や投資家にとって融資や投資の継続が難しくなる。各成長段階の資金調達手法のうち、十分に供給されていないものがあると、それはベンチャーファイナンス全体が機能しなくなる可能性を意味する。

特に事業化・成長初期の段階の資金調達においては必ずしも資金供給が十分であるとは言えない。ベンチャーキャピタルによる投資が減少し、後期段階のベンチャー企業に投資するバイアウト投資へ移行している。他の資金調達手法によって補完できればよいが、自己資金の調達には限界がある。補助金や制度金融、銀行融資、リースは資金の用途や担保、債務保証の面で制限がある。

事業化・成長初期段階のベンチャー企業への資金供給不足がベンチャーファイナンス全体の機能不全を引き起こしている可能性も考えられるだろう。事業化・成長初期段階の投資を促進するにはエンジェル投資や事業会社の出資・買収の促進を図る必要がある。

エンジェル投資を促進するには国内のエンジェル投資家を増加させる必要がある。社会的責任投資や消費者金融においては、ウェブサイト上で個人投資家を集め、資金調達に成功している事例がある（詳細は後述）。このような仕組みをベンチャー企業への投資に活用することも、エンジェル投資家（創業時の企業へ投資する個人投資家）

の裾野を広げる一つの策となり得る。

ベンチャー企業への投資を促進するエンジェル税制（ベンチャー企業投資促進税制）を拡充することも考えられる。エンジェル税制とはベンチャー企業へ投資を行った個人投資家に対して税制上の優遇措置を行う制度である。一定の条件を満たしたベンチャー企業に対して、個人投資家が投資を行った場合、投資時点と、売却時点のいずれの時点でも税制上の優遇措置を受けることができる。

投資時点においては、以下の措置のどちらかを選択することができる。設立3年未満のベンチャー企業への投資額から2,000円を差し引いた金額をその年の総所得金額から控除する。もしくは、設立から10年未満のベンチャー企業への投資額全額を、その年の他の株式譲渡益から控除できる。

売却時点においては、ベンチャー企業の株式売却により生じた損失を、その年の他の株式譲渡益と相殺できる。さらにその年に相殺しきれなかった損失を3年にわたり、順次株式譲渡益と相殺できる。

利用にあたっては、ベンチャー企業がエンジェル税制の対象として経済産業大臣の確認書を交付されなければならない。しかし、税制の対象としての要件を満たすベンチャー企業ばかりではないことに加えて、その申請手続きの煩雑さや認知度不足から、エンジェル税制の活用は一部の企業にとどまっている。

そこで、さらにベンチャー企業への投資を誘引することを目的として、資金調達前にベンチャー企業がエンジェル税制の対象か否かについて確認を受けることができる、事前確認制度が設けられている。しかしながら、2012年9月時点において、数社が利用するにとどまっている。エンジェル税制の活用をさらに促進する施策を講じる必要があ

ると考える。

これまでも、2008年度の税制改正において、総所得金額からの控除など、優遇措置の拡充が行われてきた。今後は優遇措置の拡充に加えて、優遇措置が適用されるベンチャー企業に求められる条件の緩和、さらには申請の電子化など、様々な活性化策の実行を検討する必要があるだろう。

制度金融は担保や信用保証を必要とする場合がある。低利の融資が制度金融の目的である以上、貸し倒れリスクを低く抑える必要がある。そのため多くの場合、担保や信用保証が必要とされる。しかしながら、多くの創業前後のベンチャー企業は資産が少なく、必要な資金規模に見合う十分な担保の用意が難しい。また創業前後で信用力が無い場合には、信用保証を受けることも容易ではない。このため制度金融は他の資金調達手法と合わせて、補完的に利用することが有効であろう。

エンジェル投資の促進に加えて、事業会社による事業化・成長初期段階の企業への出資・買収を活性化させることも必要である。米国では事業会社による買収・合併はベンチャー企業にとって、上場と並ぶ重要な資金調達手法となっている。国内の一部企業においても自社開発のみに依存しないオープン・イノベーションの取り組みが実行され、自社の事業に係るベンチャー企業に出資する事例もある。今後はこのような取り組みをさらに強めていく必要がある。

3章 今後のベンチャーファイナンス

1. 米国で活発化するクラウド・ファンディング

米国で活発化しているクラウド・ファンディン

グとは、数百円から数万円の小口資金を活用した資金調達手法である。“クラウド・ファンディング・ウェブサイト”と称される民間企業が運営する、投資家とベンチャー企業の交流サイトが活用され、起業家は事業化に必要な資金を調達することができる。

クラウド・ファンディングにおいて、出資者は物品やサービス購入の対価として資金供与することが多い。企業やブランドのロゴ入りのTシャツやマグカップ、または完成後の製品やサービスなどに応じて、数百円から数万円の資金供与を行う事例がほとんどである。

クラウド・ファンディングは実質的に寄付の手段として用いられてきた。具体的な例を挙げて説明すると、映画を作成するというプロジェクトに対して出資を求め、その対価として監督からの感謝のメールや完成後の映画作品が出資者に送られたり、レセプションに招待されたりするというものである。

これまではベンチャー企業が創業資金を調達する際には、資金を創業者や家族、知り合いから調達する事例が多かった。翻って言えば、良い事業アイデアがあるが創業者や家族に資金面での余裕がない場合、起業することは困難であった。

一部のベンチャー企業は創業資金をエンジェル投資家グループから調達する。しかし、エンジェル投資家からの資金調達も簡単ではない。

資金調達は以下のように行われるのが典型的である。起業家がエンジェル投資家のグループへ事業計画を送付し、審査通過の後、ディナーパーティーなどで事業計画の発表が行われ、その中から厳選されたベンチャー企業に数百万円から数千万円の出資が実行される。創業資金の調達は一部の有望なベンチャー企業が一部の富裕層投資家

から出資を受け、初めて成立するものであった。

しかし、クラウド・ファンディングの手法では小口資金が活用される。そのため、投資家は従来の富裕層に限定されない。加えてウェブサイトを用いるため、より多くの投資家がウェブサイトを通じてエンジェル投資に参加できるようになる。エンジェル投資への参加者が増えれば、ベンチャー企業へのリスクマネー供給が促進されるだろう。

リスクマネーの需要を促進する効果もある。少額出資が可能であるため、投資家の裾野が拡大し、ベンチャー企業はより多くの投資家にアプローチすることができるようになる。さらに、ウェブサイトを用いれば全世界の個人投資家を対象に事業計画の発表を試みることも可能である。

以上のように、クラウド・ファンディングをベンチャー企業の株式による資金調達に活用することにより、リスクマネーの需要と供給の双方を促進することが期待される。その副次的な効果として投資家と投資先のミスマッチも改善される可能性がある。

2. 米国はクラウド・ファンディングを促進するJOBS法を制定

クラウド・ファンディングでの資金調達額は小規模の場合が多く、これまでは十分に活用されているとは言えなかった。その背景として、クラウド・ファンディングが金融犯罪に悪用される恐れがあり、投資家保護を目的に投資への活用が禁止されていた経緯がある。

しかしながら、2012年4月5日、米国におい

て創業の促進を狙いとしたJOBS法（Jumpstart Our Business Startups Act）が成立し、クラウド・ファンディング・ウェブサイトを活用する株式投資が解禁された。

JOBS法では出資額などを制限することで投資家保護に取り組んでいる。具体的には①各企業のクラウド・ファンディングによる株式の調達額を制限する、②財務や事業の状況をクラウド・ファンディング・ウェブサイトや出資者に情報公開する、③個々の出資者によるクラウド・ファンディングを用いた年間株式投資額を制限する、④クラウド・ファンディングを用いた株式による資金調達は米証券取引委員会（SEC）が規制監督し、SECに届け出されていないクラウド・ファンディング・ウェブサイトは株式の発行に携わってはならない。

さらに、JOBS法ではクラウド・ファンディング・ウェブサイトによって資金調達した中小型ベンチャー企業を念頭に、中小型の新規公開を促進する規制緩和措置も盛り込んでいる。新たに新興成長企業として認定されるベンチャー企業が新規発行額5,000万ドル以下のIPOを行う際の情報開示などの減免措置である⁸。これまでも500万ドル以下の資金調達を行う企業に対して、情報開示の減免措置などを行ってきたが、その資金調達の規模を5,000万ドル以下に緩和する。減免措置ではIPOの際に通常3年分の監査済み財務諸表が必要なところを2年分としている。これまでは新規発行額が500万ドル以下のIPO数が少なく、減免措置の効果が疑問視されていた。さらに、新興成長企業は米国企業改革法（SOX法）

8) JOBS法における新興成長企業としての取り扱いは以下のうち、最も早い日まで有効である。i) IPOから5年後の日を含む事業年度の最終日、ii) 年間総収益が10億ドルを超えた事業年度の最終日、iii) 事業年度末に時価総額が7億ドルを超過した当該事業年度末の最終日、もしくはiv) 非転換社債の発行額が過去3年間を合計して10億ドルを超過した日。

第 404 条で定められた内部監査報告や監査法人のローテーション義務が免除される。内部監査報告への対応は特に上場して間もないベンチャー企業にとって重い負担となっていたが、その負担が減免される。また一般的にハイテク・バイオ企業などの監査業務は特殊な知識を必要とするため、簡単ではないとされている。監査人の担当企業が頻繁に代われば監査業務に支障をきたし、監査体制の脆弱化を招くのではないかと危惧されていた。

さらに、クラウド・ファンディングを活用した資本調達を行うベンチャー企業を念頭に、SEC への登録を減免する措置が JOBS 法に盛り込まれている。JOBS 法成立までは企業が 1,000 万ドル相当の資産を保有するか、もしくは株主が 500 名を超える場合に SEC への登録義務が生じたが、同じく保有資産 1,000 万ドル相当であり、

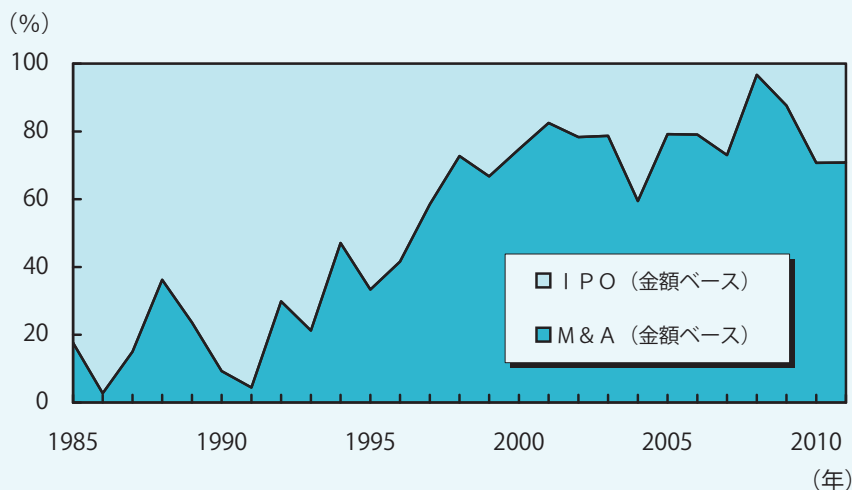
かつ、株式保有者が 2,000 名を超えるか、もしくは適格投資家（一定の資産を保有する投資家や機関投資家など、プロの投資家として定義される投資家）以外の投資家が 500 名を超える場合に変更された。

3. 大型化する米国の新規公開

特に新規発行額 5,000 万ドル以下の IPO（以下、中小型 IPO）に関して規制緩和されたのは、米国において新規発行額 5,000 万ドル以下の中小型 IPO が際立って減少しているからである。

中小型 IPO が減少した要因の一つとして、規制強化に伴う上場コストの増加が企業に懸念されていることが考えられる。企業は上場することにより、経理部門の人員拡充や監査会社や弁護士事務所に支払う事務処理費用など様々なコストが発生する。その費用は上場時に平均 250 万ドル、

図表 6 米ベンチャーキャピタルの投資回収手段



(注) 全米ベンチャーキャピタル協会に加盟するベンチャー・キャピタルが投資した在米ベンチャー企業が IPO を行った件数・金額と同ベンチャー企業を対象とした M & A の金額を比較している

(出所) National Venture Capital Association, "YEARBOOK 2012"

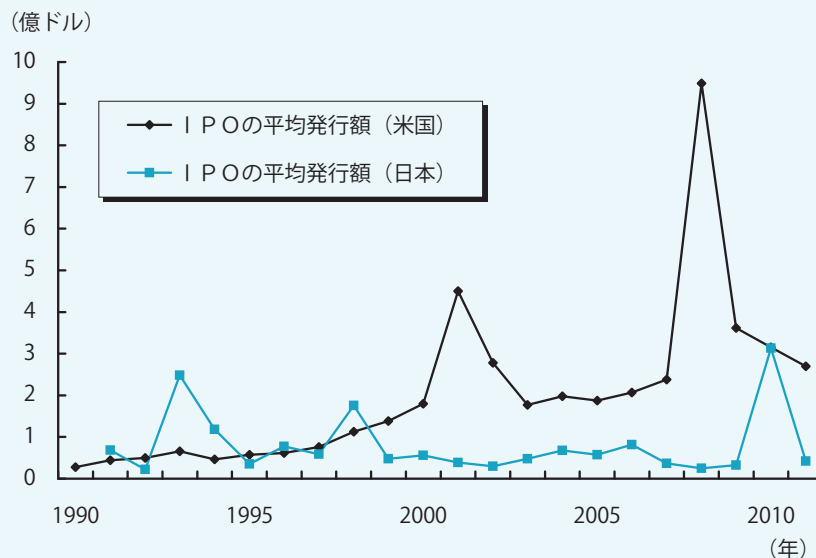
上場維持費用は平均して毎年 150 万ドルという調査もある⁹⁾。上場後 10 年でその維持費用は累計で 1,750 万ドルに及ぶことになる。ただし J O B S 法による規制緩和によって、今後上場コストは軽減されるだろう。

もう一つの要因は中小型ベンチャー企業の M & A が活発化したことである（図表 6）。グーグルやアップルなどハイテク大企業はベンチャー企業買収の専門部署やコーポレート・ベンチャー・キャピタルと言われる自前のベンチャーキャピタルを設置し、新しい技術やビジネスモデルを獲得している。このように企業がベンチャー企業を買収し技術を獲得する経営戦略はオープン・イノベー

ションと言われる。企業は内部の研究所で全ての研究開発をせず、有望なベンチャー企業の技術や製品を取り込み、企業成長の原動力としている。

また、ベンチャーキャピタルからの潤沢な出資を得ることができた中小型ベンチャー企業は他の中小型ベンチャー企業を買収を繰り返すことで大型 IPO を目指すという循環が働いている。このように中小型ベンチャー企業を対象とした M & A の増加が IPO の大型化を促進した。米国 IPO の 1 件当たり発行額は 1990 年代後半以降、増加傾向にある（図表 7）。日本においても中小型ベンチャー企業の M & A を活性化すると、大型 IPO が促進される可能性がある。

図表 7 日米 IPO の平均発行額



(注1) 日米の国内企業の国内での IPO における平均発行額。米国は1990年、日本は1991年からのデータ

(注2) 米国では2008年に V I S A が新規公開し、平均発行額が上振れした。日本では2010年に第一生命保険や大塚ホールディングスなど老舗企業が新規公開し、平均発行額が上振れした

(出所) トムソン・ロイター

9) “Rebuilding the IPO On-Ramp: Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth”, IPO Task Force, 2011 年 10 月 20 日、米証券取引委員会ウェブサイト http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf

4章 ベンチャー企業の活性化策

1. クラウド・ファンディングで事業化段階の資金供給を活性化

日本においてベンチャー企業を育成するには、目詰まりしているベンチャーファイナンスを促進する必要があり、特に事業化段階の資金供給を促進する必要があることが分かった。そこで、日本におけるクラウド・ファンディングの活用推進策を考えてみたい。

日本においては匿名組合というスキームを利用してクラウド・ファンディングに近いことが行われている事例がある。匿名組合とは当事者の一方（匿名組合員）が相手方（営業者）の営業行為のために出資し、そこから生じる利益の分配を受ける契約形態である。そのため、特定のプロジェクトに対する出資という形態で利用されている。株式の発行業務については証券会社のみが携わることができるように規制されている。

仮に日本においてクラウド・ファンディング・ウェブサイトによる株式の発行を条件付きで認めることが可能であれば、ベンチャー企業の資金調達環境が改善される可能性は大いにある。日本の株式投資におけるクラウド・ファンディングの活用に向けて、J O B S法を参考に制度整備を検討する価値は十分あるだろう。

2. 民間の創業支援体制を活用し、シニア起業を促進

また、高齢化が進展する日本において起業の促進を考える際に、シニア層による起業の促進

は重要な課題である。ベンチャー大国の米国の年齢層別の起業率（全産業の起業家数を人口で割った割合）を見ると、過去15年にわたって45歳以上の起業率が高く、25～34歳の起業率を一貫して上回っている。特に55～64歳の起業率は他の年齢層と比較して高い水準で推移している。起業家数を年齢層別に見ると、55～64歳の割合が3～4割と年齢層別で最も高い¹⁰。25～34歳の倍程度で推移している。米国では過去15年にわたり、50歳前後のシニア層が起業文化の中心にいると言える。

米国はITやバイオの分野で数々のイノベーションを生み出したが、ハイテク産業においてもシニア起業家が活躍しているのであろうか。インターネット関連産業ではマイクロソフト創業者のビル・ゲイツ氏やアップル創業者の故スティーブ・ジョブズ氏、フェイスブック創業者のマーク・ザッカーバーグ氏の活躍が目立つ。その全員が20代前半でハイテクベンチャー企業を創業している。しかしながら、1995～2005年に設立された米国のハイテクベンチャー企業の起業に携わった起業家（ハイテク起業家）の年齢層別割合を見ると、35～44歳のハイテク起業家の割合が最も大きく半分弱を占める。25～34歳、また45歳以上のハイテク起業家も多く、4分の1程度を占める¹¹。ハイテク産業の中でもインターネット関連のベンチャー企業では20代のハイテク起業家が多く、全産業と比較するとハイテク産業は比較的年齢が若い起業家の割合が多いと考えられる。しかし、それでもシニア起業家が果たす役割は小さくないと言える。

10) "Kauffman Index of entrepreneurial activity 1996-2011", Robert W. Fairlie, the Ewing Marion Kauffman Foundation, 2012年3月発行

11) "Education and Tech Entrepreneurship", Vivek Wadhwa 他, The Ewing Marion Kauffman Foundation, 2008年5月発行

シニア層の起業家が多い要因はシニアの人脈や経験にあると考える。米国のハイテク起業家は業界での人脈や経験が起業の成功にとっての重要な要素であると考えている。創業には常に良きパートナーが必要であるとされるが、シニア層は必要とされる人脈や経験を多く持ち合わせている可能性が高い。ベンチャー企業の創業メンバーとしての活躍が期待されるだろう。

シニア層の起業家が多い米国であるが日本の状況はどうであろうか。近年、50歳以上の起業家は増加している。起業家の年齢層別割合を見ると、50歳以上の起業家の割合は1979年の2割弱から2007年には4割強とその割合はほぼ倍増している¹²⁾。

その背景に起業家の予備軍である専門的・技術的職業従事者の増加とその高齢化がある。日本の起業家の前職についての調査によると、起業家の前職として多いのは、給与労働者としての専門的・技術的職業や販売職である。日本の労働者に占める専門的・技術的職業従事者の割合を見ると、過去50年にわたり上昇し、倍になっている。また特に1990年以降は45歳以上の専門的・技術的職業従事者の割合が上昇しており、高齢化が進んでいる。

日本では今後も経済の成熟化に伴い、単純労働から知識や技術、創造性を必要とする労働への移行が進み、労働者に占める専門職・技術職の割合が高まるだろう。また高齢化も進行すると考えられる。従って、シニア層の専門的・技術的職業従事者による起業は今後増加すると考える。シニア起業の一層の活性化に向けた環境整備が求められる。

起業には投資家以外にも様々な分野で起業家を支援する専門家が必要である。そのために、企業退職者が起業家を支援する団体、シニア・ベンチャー・クラブなどの取り組みの促進も必要と考える。京都のシニア・ベンチャー・クラブでは各シニア・ベンチャー・クラブの連携を深めるためにNPO法人の京都シニアベンチャークラブ連合会が運営されている。2012年7月時点で9団体395名が加盟しており、それぞれの団体は主に地元のハイテク企業を退職したシニア層で構成されている。各団体ではハイテク産業出身のシニアの専門知識や専門技術を生かし、ベンチャー企業の経営や人材教育を支援している。

このようなシニア・ベンチャー・クラブは特にシニア起業家に対し、シニアの立場からの助言が行えるであろう。また人生経験が豊富なシニア起業家が助言を求める際に、助言者が年長者であると意見を求めやすく感じるという効果もあるだろう。今後は京都での取り組みを参考として、全国的にシニア・ベンチャー・クラブによるシニア創業の支援体制が整備されることが期待される。

3. オープン・イノベーションを推進し、大企業のベンチャー企業への投資を促進

日本では企業によるオープン・イノベーションの取り組みは未熟な段階であり、ベンチャー企業を対象としたM&Aは米国のように活発化していない。従って、後期やIPO段階の資金調達においてIPO以外の選択肢が少なく、資金供給も活発ではない。そのため株価が下がり、IPOが困難になると、ベンチャー企業の各成長段階に応じ

12) 中小企業庁「平成22年度中小企業の動向」(2011年7月)

たベンチャーファイナンス全体が支障をきたし、成長資金の調達が困難になる。

ベンチャー企業を対象としたM&Aを活発化させるには、ハイテク企業がさらにオープン・イノベーションを推進する必要がある。そのためには例えば以下のような規制緩和を考えるべきだろう。

ベンチャー企業を買収する企業に対しては労働規制を緩和する特例措置を設け、買収したベンチャー企業出身の技術者を様々な雇用条件で雇用できるようにする。また大企業が保有する技術者がベンチャー企業へ転職することを条件に、人員整理の規制緩和も考えられる。

4. 種類株を活用し、資金調達を活性化

日本においてもベンチャー企業を対象としたM&Aが増加すれば、今後種類株の活用が活発化する可能性がある。

ある種類株に残余財産優先分配権が設定されていれば、会社清算の際に、残余財産のうちの一定額を優先的に受け取ることができる。そのため、ベンチャー投資の高いリスクを一定程度軽減することができる。株式市場が低迷し、IPOが減少する環境の中で、M&Aによる売却を目標とするベンチャー企業も多い。今後、M&Aが増加すれば、ベンチャーキャピタルは残余財産優先分配権の行使によって、最低限のリターンを確保することを求めるようになる可能性がある。

日本では2000年前後に上場したベンチャー企業が上場から10年程度経過し、新たな成長機会を外部に求めて、後発のベンチャー企業に投資、または買収を行う例がある。現在、日本のベン

チャーキャピタルが新規投資するベンチャー企業の株式における種類株の割合は金額・件数共に1割程度にとどまっているとされる¹³。しかし、今後ベンチャー企業を対象としたM&Aが活発化するならば、特に残余財産優先分配権付きの種類株の活用は増加するだろう。種類株の活用を阻害しないよう、税制や株式市場を整備すべきである。

日本においてはイー・アクセスが、種類株が残存した状態で新規株式公開した事例がある。しかし、種類株のIPOは一般的ではない。株主全体の権利の尊重が図られているかどうかという上場審査基準に対応するため、上場前後に種類株を廃止し、普通株式1種類のみに変換する事例が多い。

議決権数が異なる種類株のうち、東証で上場が認められているのは2つ、①議決権付種類株式1種類と無議決権種類株式を発行する場合の両種類株、②議決権あたりの配当などが他の種類よりも多い種類株——である。上場審査の際に熟慮される種類株は2つ、①拒否権付種類株、②買収防衛策としての種類株——である。特に②買収防衛策としての種類株の発行により、普通株主の議決権や財産権が制限される可能性がある場合は、普通株主の権利が保護されているかどうか審査される。このように種類株を活用した東証への新規株式公開は制限されている。今後、種類株の活用が活発化すれば上場基準の再考が必要であると考ええる。

税制上の課題もあった。ストック・オプションは税制適格であるか非適格であるかにより、課税上の扱いが大きく異なり、税制非適格のストック・オプションは税制上不利に扱われる。

適格ストック・オプションとして認定される要

13) 投資額のうち、7割程度が種類株である国内ベンチャーキャピタルも存在する。経済産業省「平成23年度ベンチャー企業における発行種類株の価値算定モデルに関する調査報告書」平成23年10月31日

件の一つとして、ストック・オプションを付与する価格は、「過去の株式売買価格以上」でなければならないというものがある。しかし、ストック・オプションの発行会社が種類株を発行している場合、「過去の株式売買価格」というのがいずれの種類株の価格を参照するものであるのか、明確でなかった時期があった。

投資家に有利な権利を持つ種類株は普通株よりも比較的高い価格で取引されることが多い。ここで、普通株より高い価格で取引されている種類株を発行している会社（A社）があるとすると、このA社が、従業員に普通株のストック・オプションを付与することを考える。この場合、税制適格要件の「過去の株式売買価格」というのが、普通株の価格を指すのか、種類株の価格を指すのか明確でないため、A社は税制非適格とされるリスクを避けるために、普通株のストック・オプションの権利行使価額を、種類株の価格以上に設定することが考えられる¹⁴。

ストック・オプションは従業員へのインセンティブとしてベンチャー企業に活用されている。従業員のインセンティブを高めようとする、ストック・オプションの付与価格は低いほうがよい。しかし、有利な権利が付与された種類株を発行してしまうと、ストック・オプションの行使価額を種類株の価格以上にしなければならないことが考えられる。このデメリットを避けるために、ベンチャー企業は種類株の利用を控えてきた可能性も考えられる。

しかし、2011年10月に経済産業省が国税庁に確認し、同様の事例の場合、普通株のストック・オプションの付与価格は最近の普通株の取引価格

を下回らなければよいということが経済産業省のウェブサイトで公表された。今後は国税庁による法令解釈通達や国税庁ウェブサイトでの公表などによって、周知徹底されることが望まれる。種類株を発行した場合であっても普通株のストック・オプション発行におけるデメリットがなければ、種類株の利用が促進されるだろう。種類株の活用を妨げないよう、税制や会社法、株式市場の整備を検討する必要がある。

5. ベンチャー企業の活性化に向けて

1章では日本のような先進国の中でも労働力人口が伸び悩む国において、イノベーションが経済成長の源泉であることを述べた。またイノベーションを生み出すには、イノベーションを生み出す場となるベンチャー企業の育成が必要であることを論じた。

2章ではベンチャー企業の成長段階に応じた様々な資金調達手法について述べた。その中で、特に事業化・成長初期の段階において、資金供給が不足しており、エンジェル投資や事業会社の出資・買収の促進を図る必要があることを論じた。そのためには、エンジェル税制のさらなる拡充や大企業が自社開発に依存せず、ベンチャー企業の技術を活用する、オープン・イノベーションの取り組みが求められることに言及した。

3章では米国で利用が活発化するクラウド・ファンディングが新しいエンジェル投資の取り組みであることに触れ、米国におけるクラウド・ファンディングに関する規制緩和措置についても述べた。またオープン・イノベーションに取り組む米大企業によるベンチャー企業の買収や中小型ベン

14) 大和総研レポート「種類株を活用した新規公開」奥谷貴彦・是枝俊悟、2012年5月28日

チャー企業間のM&Aが活発化しており、IPOを申請するベンチャー企業が大型化していることに言及した。また、日本におけるオープン・イノベーション活性化を通じた大型IPOの実現可能性を論じた。

4章ではこれまでの議論で明らかとなった課題を解決するベンチャー企業の活性化策を論じた。クラウド・ファンディングの活用に関する規制緩和の検討や民間の創業支援体制を活用したシニア起業の促進、大企業のオープン・イノベーションの推進とベンチャー企業への投資の活発化、種類株の活用による資金調達の活性化について提言した。

日本の生産性を向上させ、失われた30年を迎えないようにするにはベンチャー企業を活性化すべきである。そのためにはベンチャー企業の担い手となる起業家や技術者・労働者の確保、ならびにベンチャー企業の事業を側面支援する資金調達の活性化が求められている。

[著者]

奥谷 貴彦（おくたに たかひこ）



金融調査部
研究員
担当は、金融・資本市場、
ベンチャーファイナンス