

# 資金調達・投資制度についての課題

---

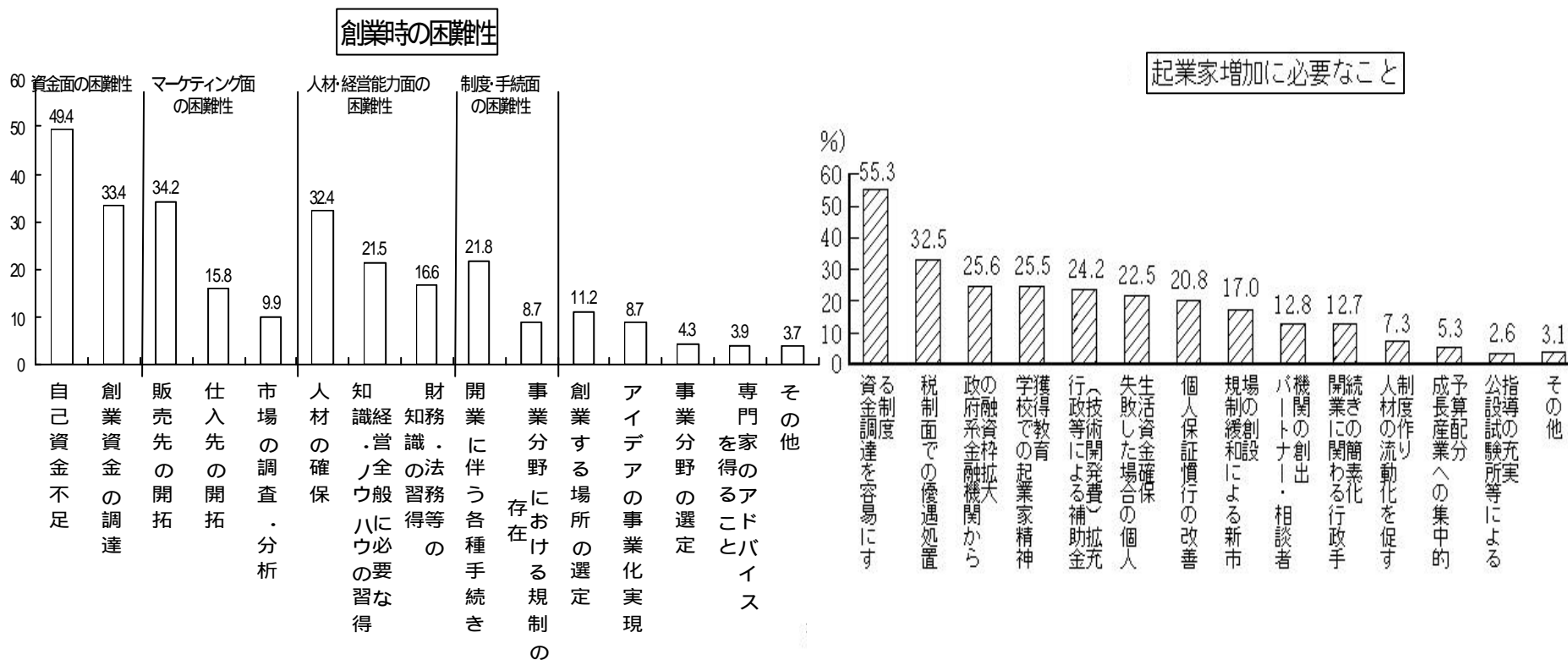
平成 14年 4月 26日  
経済産業省

# 1. 総論

---

# 創業促進に向けた課題

➤ 創業時の困難性として常に第一に指摘されるのが「資金面の困難性」。



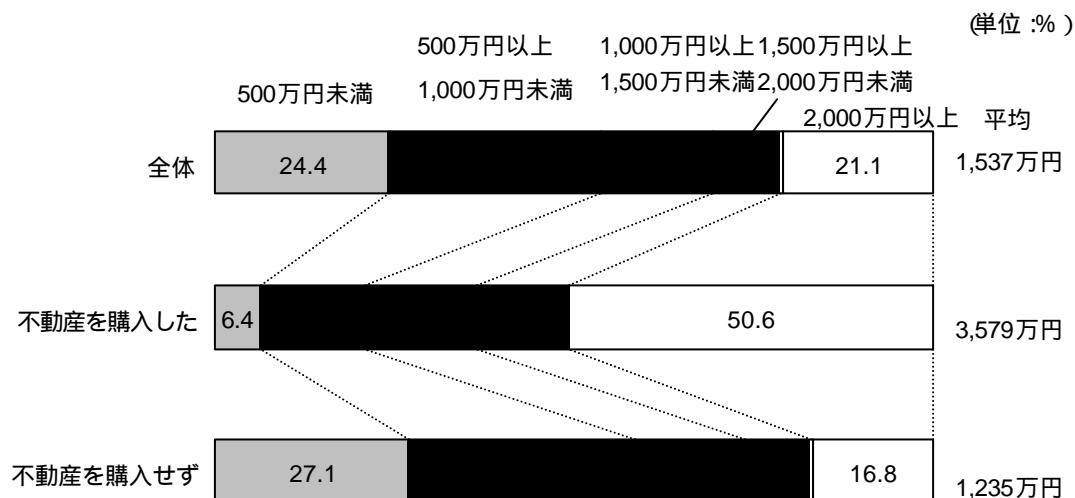
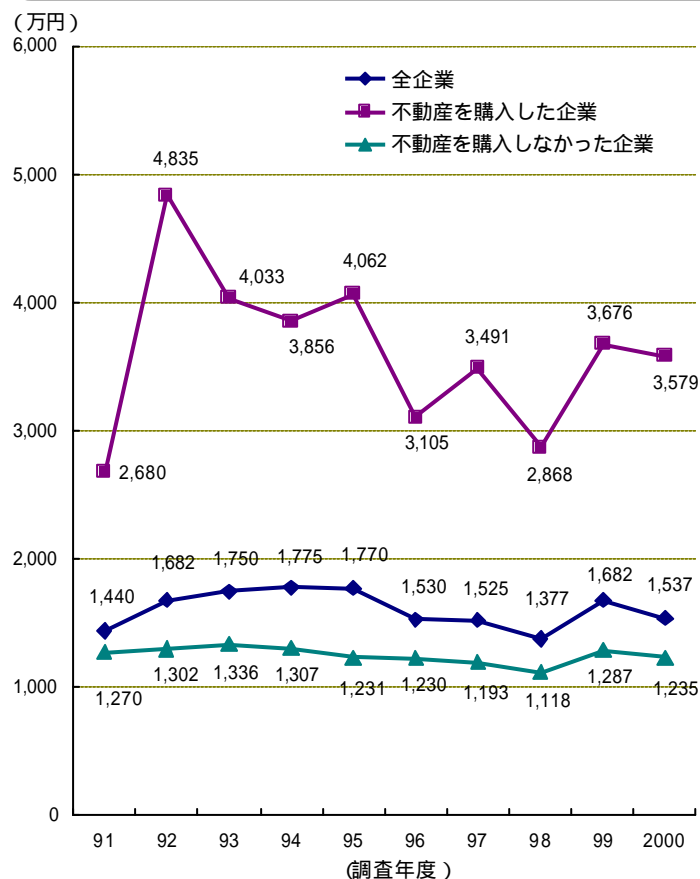
資料：中小企業庁「創業環境に関する実態調査」2001年12月  
 (注) 複数回答のため合計は100を越える。

資料：中小企業庁「中小企業創造的活動実態調査」98年12月  
 (注) 複数回答のため合計は100を越える。

# 創業費用

➤ 創業時にかかった費用は1,000万円未満が約6割を占め、不動産を購入しなかった場合の平均費用は1,235万円。（不動産を購入した場合は3,579万円）

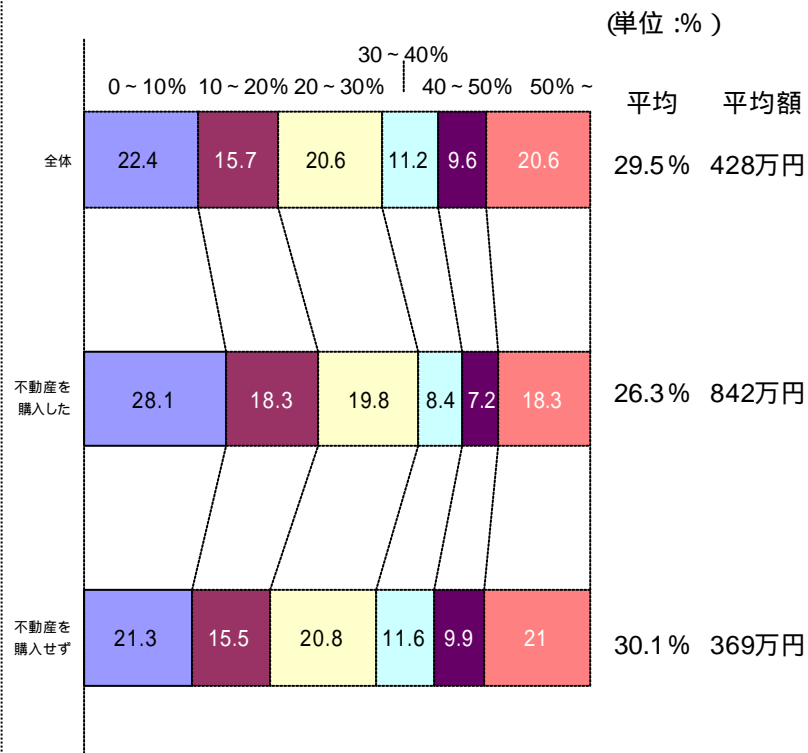
## 創業費用の分布状況（不動産購入の有無）



# 創業費用の内訳

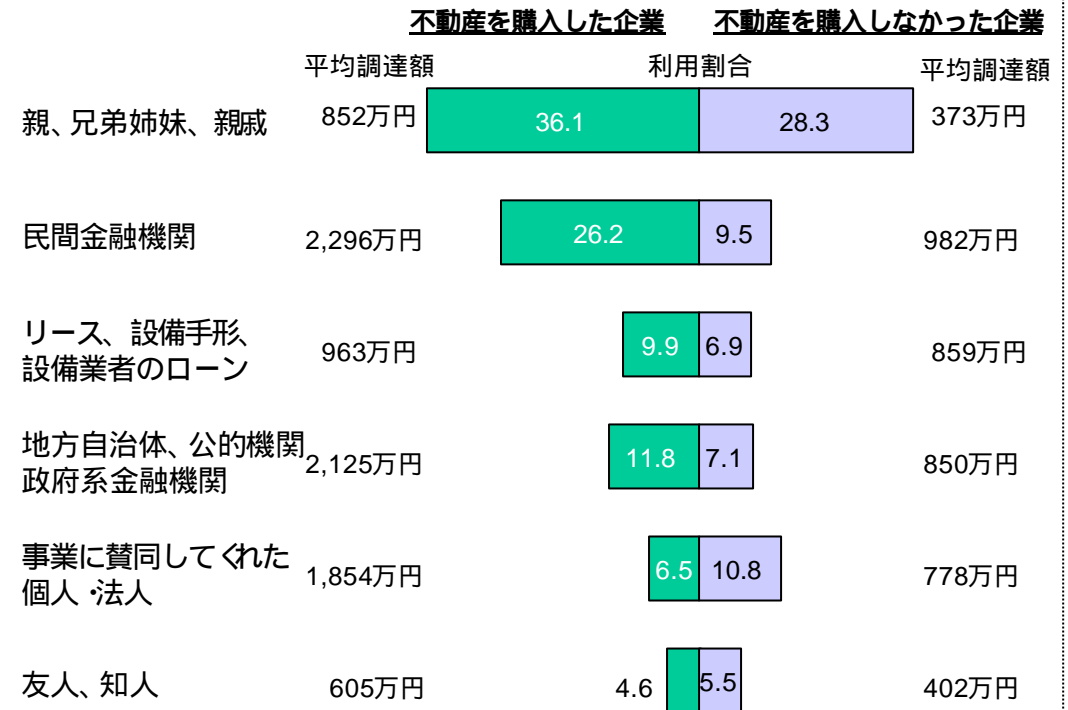
- 創業資金における自己資金の割合は、30%程度であり、残りの70%程度は外部資金に依存している。
- 資金調達先については、親族の割合が高いものの、親族からの平均調達金額は少ない。

### 創業資金に占める自己資金の割合



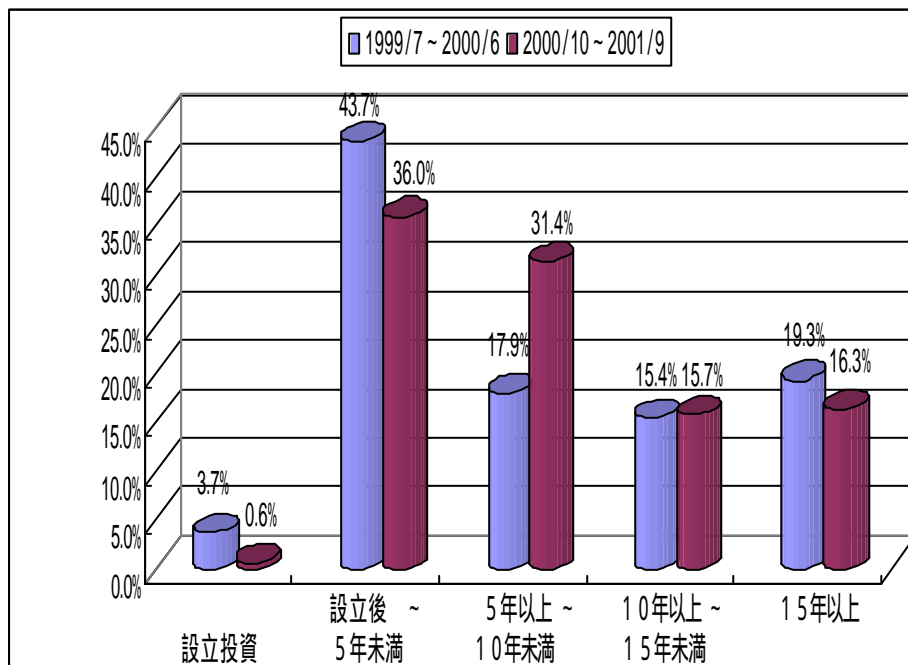
### 開業時に利用した資金調達先と平均調達額

(単位：%)

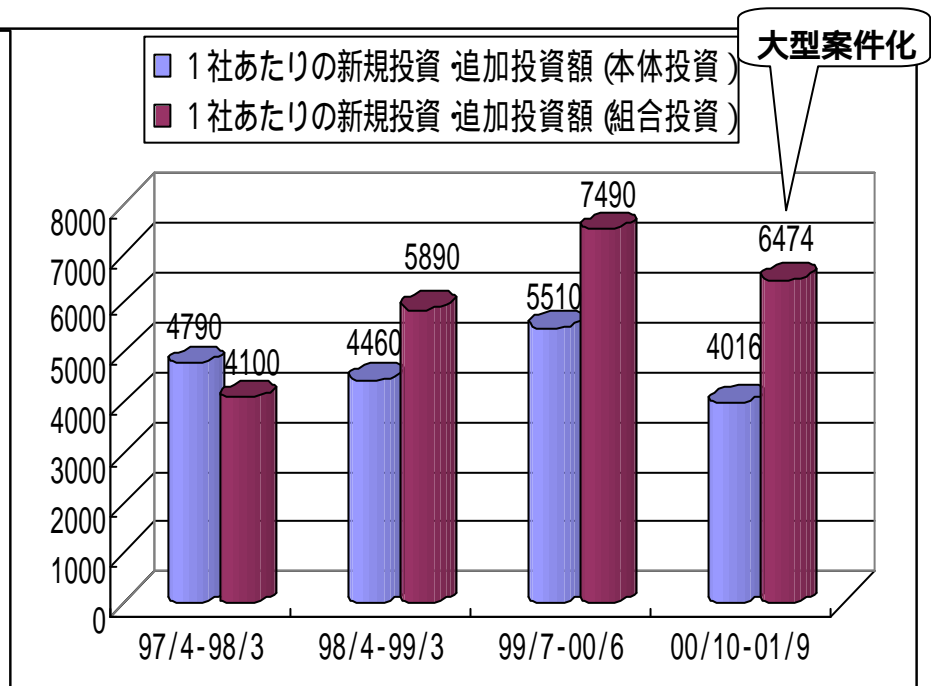


# ファイナンスギャップの存在

- 一般的にベンチャー企業に対する資金供給主体としてベンチャーキャピタルがあげられるが、ベンチャーキャピタルはレーターステージに偏重している。
- ベンチャーキャピタルの投資行動としては、構造的に1企業当たりへの投資額の大型案件化が進まざるを得ず（VC運営に係る管理費等により、ある程度のボリュームがないと投資がペイしない。米国でも同様の現象あり。）、多くの企業が創業時に必要とする資金額では、投資が見合わないことも理由の一つ（いわゆる「ファイナンスギャップ」の存在）。



ベンチャーキャピタル（組合投資と本体投資の合計）によるステージ別新規追加投資先企業社数の割合



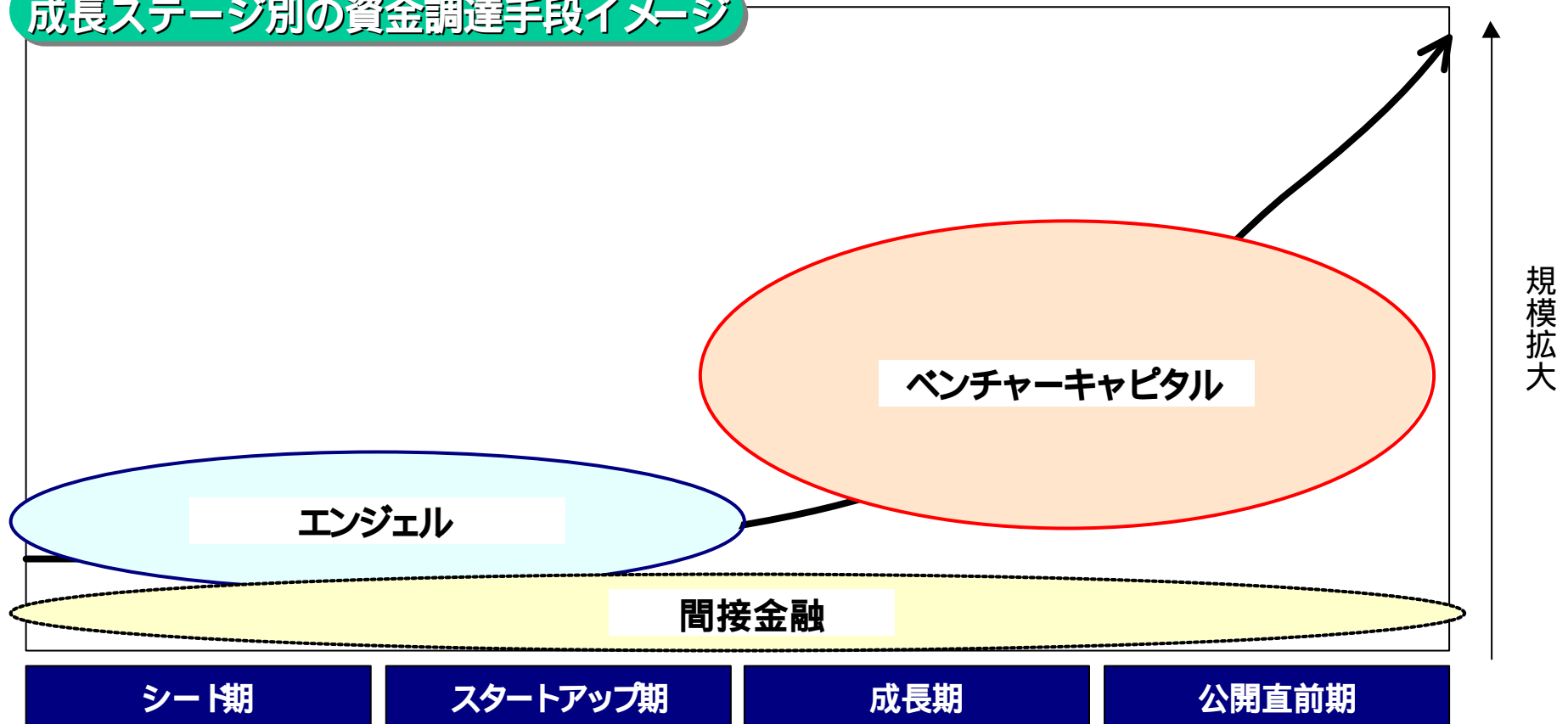
1企業当たりの新規追加投資額の推移（組合投資、本体投資別）

大型案件化

# 資金調達の役割分担

- ファイナンスギャップの存在のため、ベンチャーキャピタルでは対応しきれない創業期～立ち上がり期の資金調達には、個人投資家（エンジェル）の役割が指摘される。

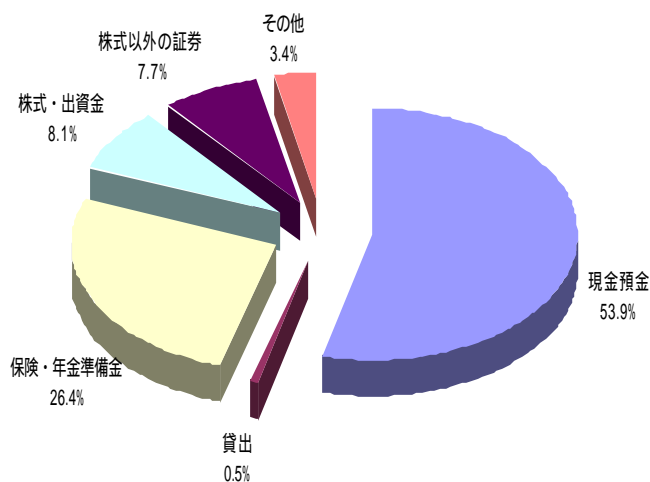
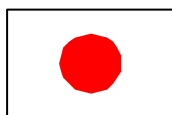
## 成長ステージ別の資金調達手段イメージ



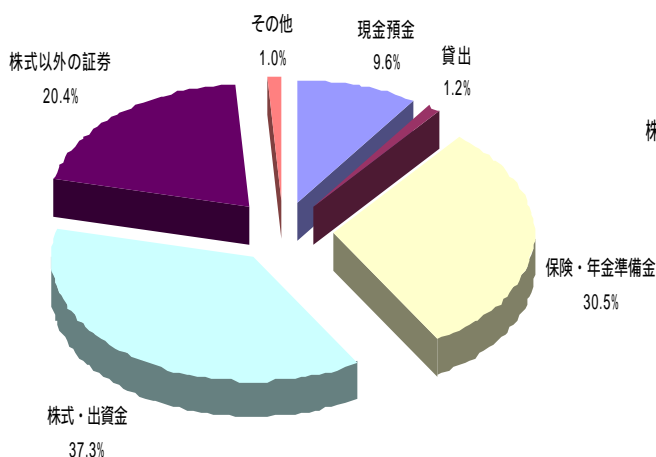
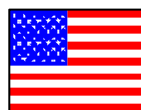
# エンジェル投資の可能性 (家計金融資産残高の国際比較)

▶ただし、我が国の家計金融資産残高の保有割合は、欧米諸国に比べて現金預金に偏重しており、個人の株式・出資金の割合が極めて小さいのが現状である。

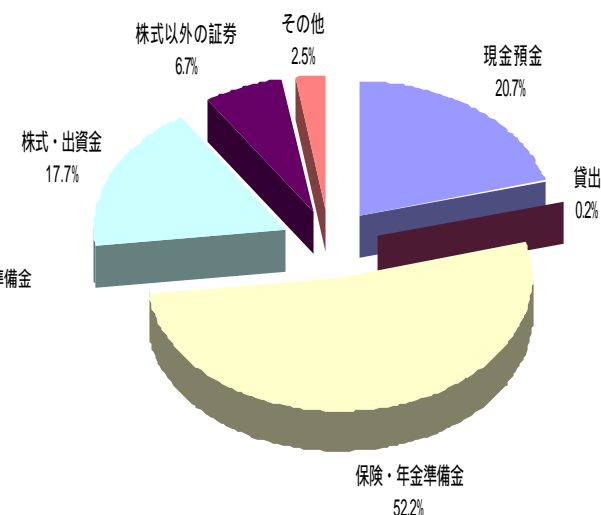
## 家計金融資産残高の国際比較 (1999年末)



金融資産残高：14.4百兆円 (100%)



金融資産残高：41.7百兆円 (100%)



金融資産残高：4.8百兆円 (100%)

資料：日本銀行「金融経済統計月報」、国際比較統計、内閣府「国民経済計算」

## ～ 資金調達・投資制度に関する論点～

- 創業期から成長期までの企業に対して幅広く資金供給していくべき間接金融についてどのように考えるべきか。(☉ 2.)
- 創業期の企業へ資金供給するためには、いわゆるハンズオン型のビジネスエンジェルの拡大もさることながら、小口で投資する一般個人投資家層まで裾野を広げた幅広い意味でのエンジェルの拡大が必要ではないか。
  - エンジェル投資を促進するためには税制面でのインセンティブが有効なのではないか。(☉ 3.)
  - エンジェル投資拡大のためには、エンジェルとベンチャー企業をマッチングしたり、マッチングした企業に対するハンズオン(育業)したりする機能を持ったサブシステムなどが必要ではないか。(☉ 4.)
- セカンドステージの企業への資金供給を促進させるためには、ベンチャーキャピタルが投資額を増加させる仕組みが必要なのではないか。(☉ 5.)
- 横断的な課題として、私募制度の見直しが必要なのではないか。(☉ 6.)

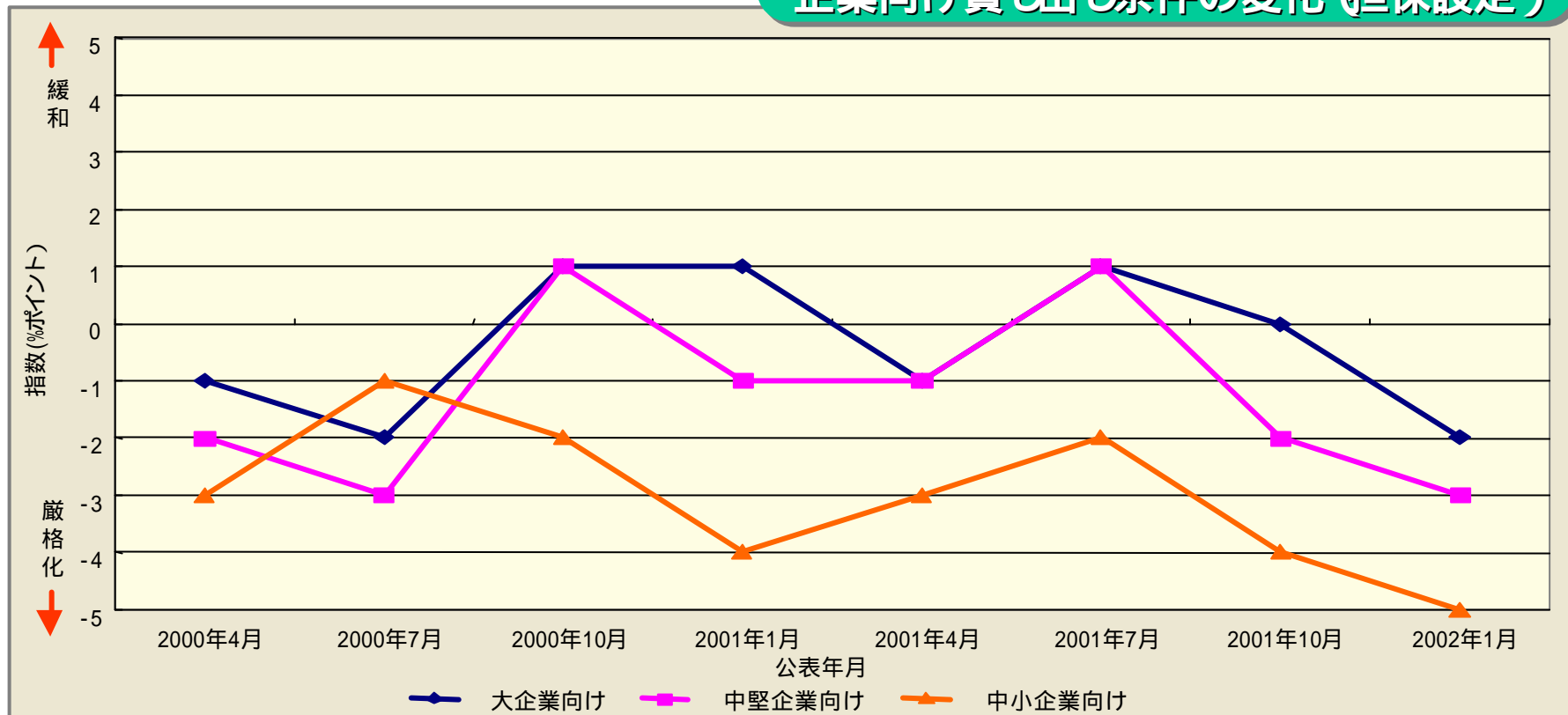
## 2.間接金融にかかる課題

---

# 間接金融からの資金供給

▶ベンチャーへの間接金融からの資金供給は厳しい状況にある。

## 企業向け貸し出し条件の変化 (担保設定)



\*過去3ヶ月間と比べ「横ばい(ほぼ不変)」をゼロとし、「緩和」はプラス、「厳格化」はマイナスで表す

出所：「主要銀行貸出動向アンケート調査」日本銀行

# 間接金融にかかる支援策

➤ 間接金融にかかる支援措置として、開業時には、国民生活金融公庫による新創業融資制度、事業立ち上げ時には、信用保証協会による新事業創出関連保証制度、事業拡張時には、国民生活金融公庫による新規開業資金融資制度が存在する。

## 間接金融にかかる支援措置

### 開業時

新創業融資制度  
(国民生活金融公庫)  
・貸付限度額550万円  
・ビジネスプランを審査の上、  
無担保・無保証(法人代表者の保証も不要)で融資。

### 事業立ち上げ時

新事業創出関連保証制度  
(信用保証協会)  
・保証限度額1,500万円  
・無担保・第三者保証人不要  
(本人保証は必要)

### 事業拡張時

新規開業資金融資制度  
(国民生活金融公庫)  
・貸付限度額  
設備資金 :7,200万円  
運転資金 :4,800万円  
・担保又は第三者保証が必要  
(本人保証も必要)

## ～ 間接金融に関する論点～

- 民間金融機関による間接金融によるベンチャー企業に対する資金供給は現状は厳しいのではないか。
- このような状況において、政府の間接金融にかかる創業支援策をどのように評価するか。

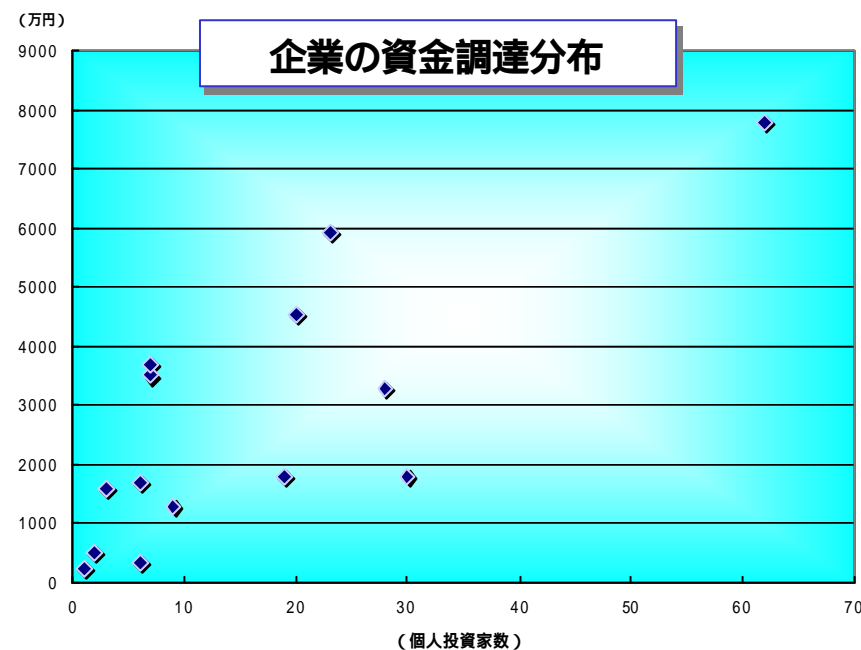
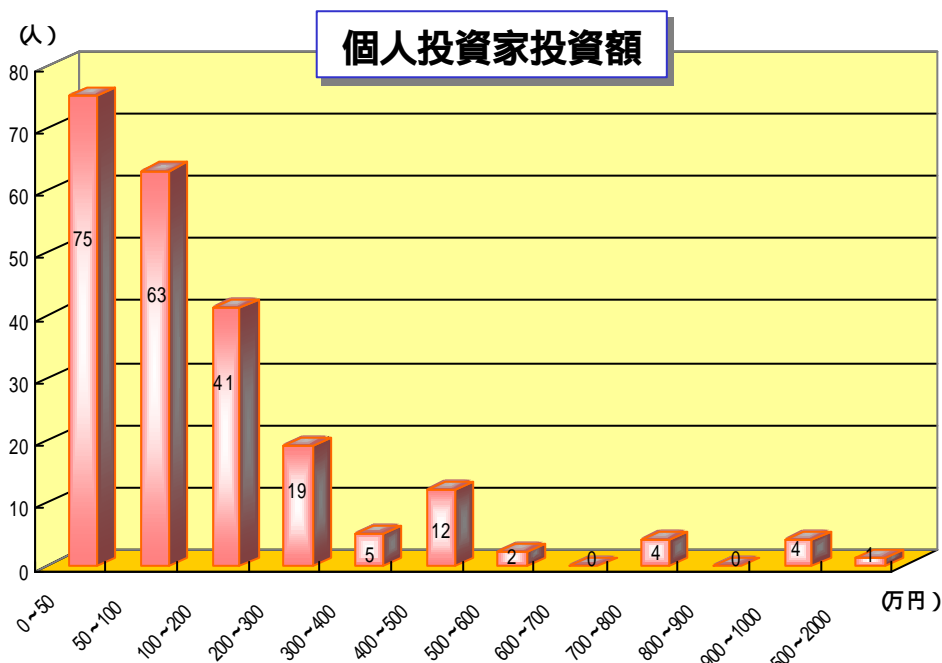
### 3.エンジェルにかかる課題

～ 税制 ～

---

# 現行エンジェル税制の実績

▶ 制度創設から約5年間で、本税制の利用件数は、226件(企業数15社)のみ。



エンジェル税制確認件数 : 226件 (創設 (1997年6月) ~ 2002.4.20現在)

エンジェル一人あたりの平均投資額 : 175万円

エンジェル税制適用ベンチャー企業数 : 15社 (創設 ~ 2002.4.20現在)

ベンチャー企業平均資金調達額 : 2642万円 (エンジェル税制確認分)

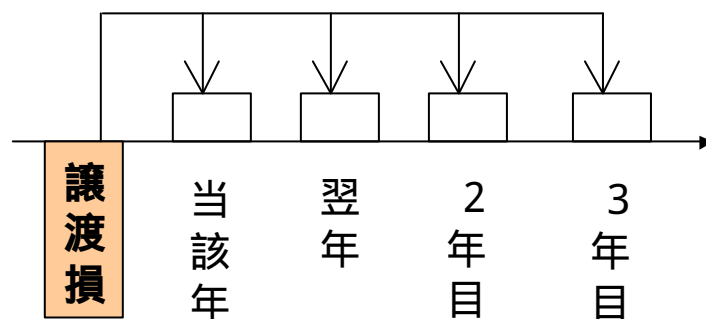
# 現行エンジェル税制の優遇措置の内容

- 現行エンジェル税制の優遇措置の内容は、株式譲渡損の繰り越しと株式譲渡益の圧縮。利用が進まない原因として、これらが投資の結果に対する税制措置であり投資誘発効果が小さいとの指摘あり。

## 株式譲渡損の繰り越し

投資対象企業の株式譲渡による損失が発生した場合には、当該損失を翌年以降3年間繰り越して他の株式譲渡益と通算可能。

1997年6月創設



## 株式譲渡益の圧縮

個人が投資したベンチャー企業の株式について、株式公開後1年以内に売却した場合に譲渡益を1/4に圧縮（譲渡益の3/4が非課税）。

2000年4月拡充

2000年4月から2005年3月までに取得し、公開前3年超保有のものに限る。

# 現行エンジェル税制における投資先企業 投資家の要件

- 現行エンジェル税制は、投資先企業及び投資家の要件が限定され、それぞれについて行政庁による事前確認が必要となっている。利用が進まない原因として、要件が厳しすぎ、確認手続きが煩雑であるとの指摘あり。

エンジェル税制の対象となるためには、投資先企業（特定中小会社）及び個人投資家が以下の要件を満たすことについて、必要な書類を添付した上で、各経済産業局（経済産業省の地方支局）の「確認」を受けることが必要。

## 【特定中小会社】の要件】

- ✓ 創業期（設立10年以内）の中小企業者であること
- ✓ 研究開発や市場開拓などのために相当程度の費用を支出している企業であること（研究開発費の売上高に占める割合が3%以上（設立5年超10年以内の企業にあっては5%以上））
- ✓ 外部からの投資を1/3以上取り入れている企業であること
- ✓ 大規模会社の子会社でないこと
- ✓ 未登録・未上場の株式会社であること

## 【個人投資家の要件】

- ✓ 投資契約を締結していること
- ✓ 金銭の払い込みにより対象となる企業の株式を取得していること
- ✓ 特定中小会社が同族会社である場合には、同族会社の判定の基礎となる株主グループ（その会社の上位3位までの株主グループ）に属していないこと

## 参考)証券関連税制改正(2003.1~)と現行エンジェル税制との関係

### 株式譲渡損の繰り越し部分

- 証券関連税制の改正により上場株式等に係る譲渡損失の繰越措置の一般化(3年)が行われるが、エンジェル税制の効果としては、未上場株式に係る譲渡損失の繰越、価値喪失による損失の繰越の部分が存続。

### 株式譲渡益の圧縮部分

- 証券関連税制の改正により譲渡益課税の税率が引き下げられるが、エンジェル税制の株式譲渡益課税の圧縮部分については、

現行：26% 6.5%  改正後(2003年1月)：20% 5%

長期保有株式に対する税率の暫定引き下げ期間中(2003~2005年)は10% 5%

# 各国のエンジェル税制の概要

為替レートは、2002年4月1日現在。

➤ エンジェル投資優遇税制として、米国、英国、仏国においては、譲渡損が発生した場合の一般所得との損益通算が認められているほか、英国、仏国においては、投資した時点での一定割合の税額控除が可能。



米国

小規模事業者<sup>1</sup>への株式投資に係る損失は、他の一般所得との通算<sup>2</sup>が可能

1 株式発行直後の払込資本額が、100万ドル以下(約1億3千万円以下)等の要件あり

2 通算限度は、夫婦で10万ドル(約1,320万円(夫婦個別申告で5万ドル(約660百万円))で、無期限に繰越可能



英国

他の一般所得との損益通算

適格未公開株式<sup>1</sup>への投資の売却損は、他の一般所得との通算<sup>2</sup>が可能

1 以下のいずれかに該当する株式

株式発行日に適格事業(金融、法律、会計等を除く)のみに従事

株式発行後2年以内に適格事業の準備開始

適格事業のための研究開発を実施

2 当該年度及び前年度の他の一般所得とのみ通算可能

投資額の一定割合の税額控除

**適格未公開株式<sup>1</sup>に投資した場合、投資額の20%を税額控除<sup>2</sup>**

1 未公開株投資信託に関する同様の税額控除措置あり(Venture Capital Trust scheme).

2 上限は、15万ポンド(約2800万円)。但し、5年以内に売却した場合は不可

他の一般所得との損益通算

会社設立から8年以内で倒産等をした企業<sup>1</sup>の株式の損失は、他の一般所得との通算が可能<sup>2</sup>

1 分社化等により設立されたものでなく、他の企業の支配下でない工業・商業のみを営む企業

2 上限は、夫婦で20万フラン(約440万円(夫婦個別申告で10万フラン(約220万円))

投資額の一定割合の税額控除

**適格企業<sup>1</sup>に投資した場合、投資額の25%を税額控除<sup>2</sup>**

1 法人税を適用される非上場中小企業

2 上限は、夫婦で75,000フラン(約165万円(夫婦個別申告で37,500フラン(約83万円))。但し、5年以内に売却した場合は不可



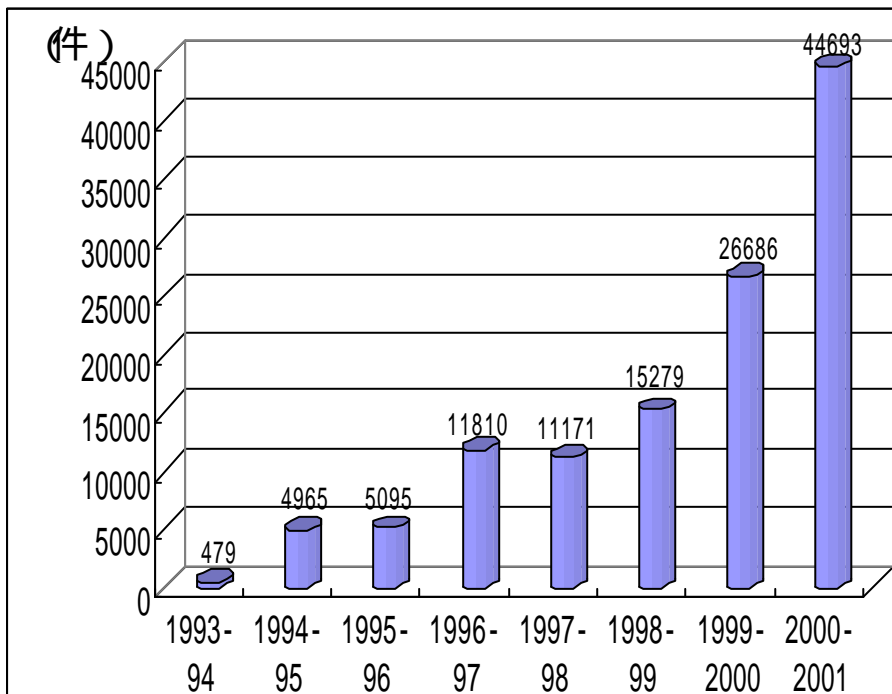
仏国

# 英国エンジェル税制 (EIS) の利用実績

➤ 英国エンジェル税制 (Enterprise Investment Scheme) を利用して投資する個人投資家が近年急増 (年間のべ約45000人)。投資総額も年間660百万ポンド (約1250億円) に増加。



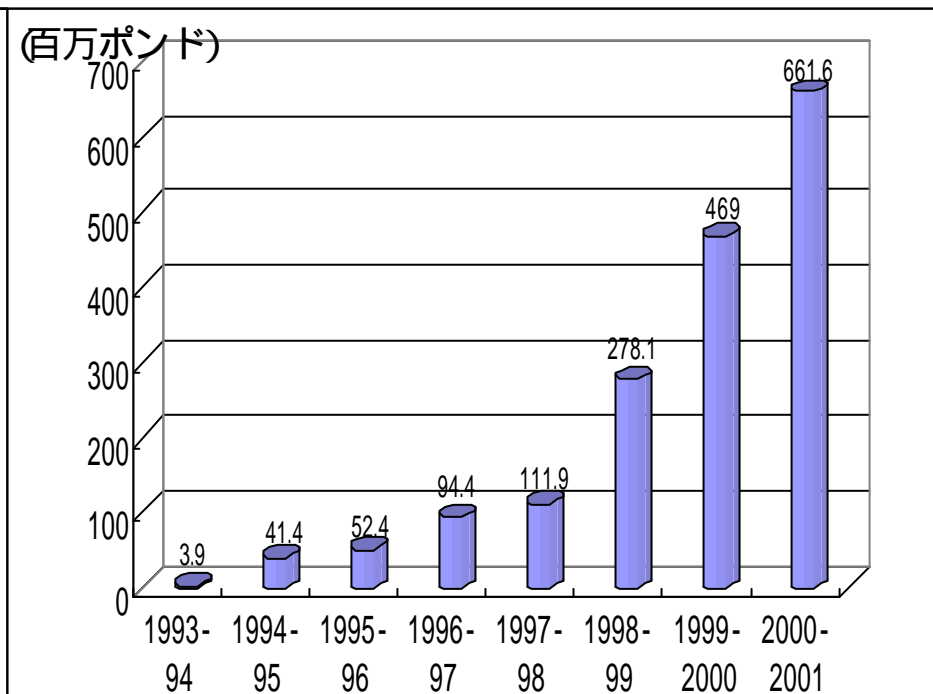
税制措置 (Enterprise Investment Scheme) を利用して投資した件数



英国歳入庁発表資料より経済産業省作成







税制措置 (Enterprise Investment Scheme) を利用して投資した個人の投資額



英国歳入庁発表資料より経済産業省作成

# (参考)各国の株式譲渡益損課税全般の比較

為替レートは、2002年4月1日現在。

	日本 	米国 	仏国 	英国 
<b>株式譲渡益</b>	申告分離課税 (譲渡益の26%) 又は 源泉分離課税 (譲渡代金の1.05%)  2002年12月末で廃止予定	総合課税 (最高税率39.6%(注))  長期保有 (12か月) 株式の譲渡益は20%	申告分離課税 (税率26%)  年間5万フラン (約110万円) まで非課税	総合課税 (最高税率40%)  年間6800ポンド (約128万円) まで非課税
<b>特例措置</b>  <b>エンジェル税制</b>	公開前3年以上保有して公開後1年以内に売却した株式の譲渡益の1/2相当額非課税 エンジェル銘柄については3/4非課税 【2000年税制改正】	5年超保有の適格企業株式の譲渡益の1/2相当額非課税  株式売却代金を適格企業へ再投資する場合、譲渡益の課税を繰延	——	5年超保有の適格株式の譲渡益の非課税  株式売却益を適格株式へ再投資する場合、売却益の課税を繰延
<b>株式譲渡損失</b> 他の一般所得との損益通算 損失繰越	不可  不可  2003年1月から3年間の繰り越しが可能になる予定	年間3000ドル (約40万円) を限度に他の所得と通算可 損失ゼロまで可	不可  5年間可	不可  損失ゼロまで可
<b>特例措置</b> 他の一般所得との損益通算 損失繰越	不可  <b>エンジェル税制</b>  3年間可	適格企業の株式譲渡損失は、夫婦で10万ドル (約1320万円) (夫婦個別申告で5万ドル (約660万円)) まで可  損失ゼロまで可	8年以内の企業倒産等による損失額は、夫婦で20万フラン (440万円) (夫婦個別申告で10万フラン (約220万円)) まで可  5年間可	適格企業の株式譲渡損失は当該年度及び前年度に限り可  不可

(注)米国の最高税率39.6%は国税分で、これに加えて、州、郡、市等の地方所得税。なお、仏国と英国は地方税はない。

仏国、英国は、適格銘柄株式に対する投資に対し、投資時点での一定額の税額控除が認められている。

## ～ エンジェル投資促進のための税制に関する論点～

- 現行エンジェル税制の利用が進まないのは、投資の結果に対する税制措置であり投資誘発効果は大きくないこと、投資対象企業が限定されているなど税制の適用が限られていることが原因ではないか。
- 源泉分離課税の廃止後の影響を見極める必要もあるが、創業期の企業に対して個人（エンジェル）が投資した時点で税制上のインセンティブ（一定額の税制上の控除等）を与えるべきではないか。その際、以下の論点をどのように考えるか。

投資適格対象企業の基準

投資適格対象企業であることについての行政庁による「確認」行為の要否

投資時点でのインセンティブと株式譲渡損益が発生した場合の処理との関係

時限措置としての導入の必要性

- 小口投資を行う裾野の広い個人に対しても投資を促進させる観点から、投資事業組合（ファンド）や未公開株投資信託へ投資した場合も当該措置の対象とすべきではないか。

## 4.エンジェルにかかる課題

～エンジェル投資促進のためのサブシステム～

---

# 我が国におけるエンジェルの特徴

- ▶ 中小企業総合事業団「ビジネスエンジェルの実態調査報告書」によると、エンジェルが初めて投資をした時期は1995年以降が8割、うち2000年以降が3割強であり、直近エンジェル投資が活発になっていることがうかがえる。
- ▶ 我が国のエンジェルの特徴は、「起業経験者・会社社長が中心、投資先は1～2社、1回当たり投資額100～500万円を1～4回程度に分けて投資」

## 【エンジェルの特徴 (概観)】

日本		米英におけるエンジェル像		
		米国	英国	
【年齢】	平均55.7歳	【年齢】	47歳	53歳
【役職】	社長が6割弱、会長が約15%	【家族の年収】	約990万円	約828万円
【起業経験】	起業経験者が約半分、うち3割弱は株式公開経験者	【純資産】	約8,250万円	約5,616万円
【世帯年収】	1,000～1,500万円が約3分の1、平均1,860万円	【投資件数】	3年に2社投資	3年に2社投資
【個人総資産】	1億～5億円が約35%。4割弱が個人総資産の5%未満を投資。	【平均投資額】	約649万円	約180万円
【投資頻度】	平均年に2.4回	【投資情報源】	友人・ビジネス仲間	ビジネス仲間・友人
【投資先企業数】	1社が約20%、2社が約17%	【投資先との距離】	50マイル未満 70%	100マイル未満 67%
【平均投資額】	100～500万円が約43%、平均1,134万円	【投資関連方法】	コンサルタント、パート	取締役会、コンサルタント
【投資回数累計】	2回が約17%、1回と4回が約11%	<p>エンジェルは、投資後の経営支援等の必要性から比較的地元密着の投資を行うと指摘される。</p>		

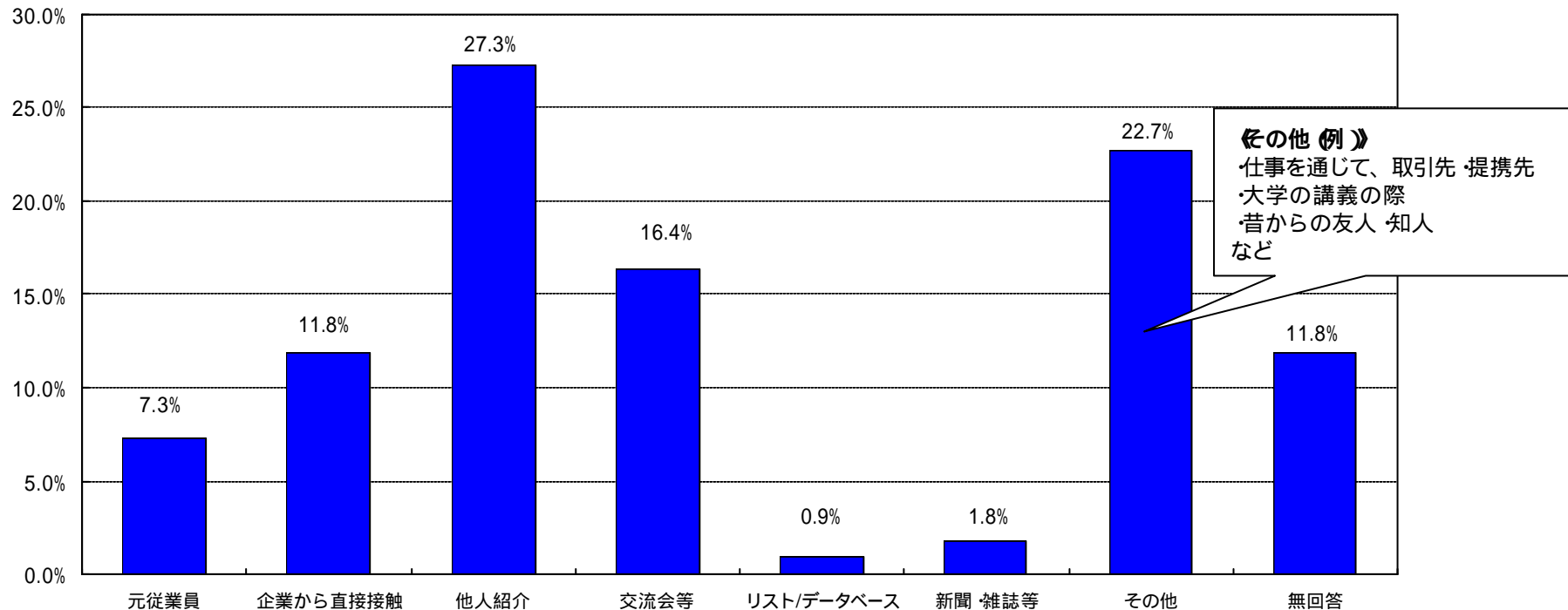
資料：中小企業総合事業団「ビジネスエンジェルの実態調査報告書(2002年)」

“Closing the Regional Equity Capital Gap: the Role of Informal Venture Capital”, Mason, Harrison, Small Business Economics, 1995.1

# エンジェルとベンチャー企業のマッチング

➤ エンジェルとベンチャー企業との最初のマッチングでは、他人紹介など旧来からのつながりが果たす役割が大きいことがうかがえる。（交流会等の出会いを目的とした対応に基づくマッチングは16.4%）

エンジェルとベンチャー企業が最初に知り合ったきっかけ

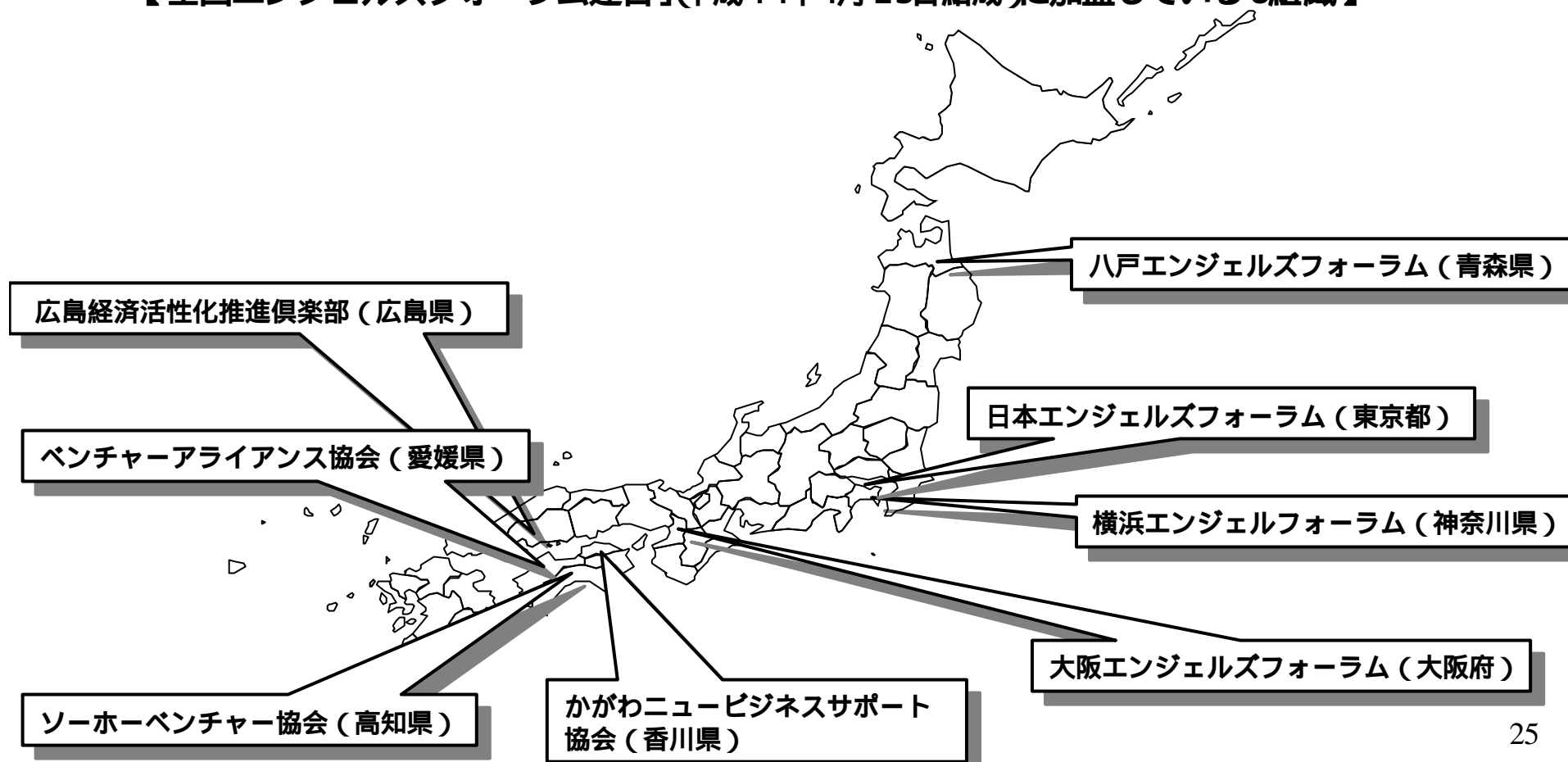


資料: 中小企業総合事業団「ビジネスエンジェルの実態調査報告書(2002年)」より作成

# 地域発エンジェルネットワークの勃興

▶ 米国では、エンジェルとベンチャー企業をマッチングするエンジェルネットワークが勃興しているが、近年、我が国においても、主に地域発で、この動きが活発化している。

【全国エンジェルズフォーラム連合】(平成14年1月23日結成)に加盟している8組織



# 米国におけるネットワークの発展と政府の関与

- ▶ 米国のネットワークは、コンピューターによる投資企業情報提供システムとして大学・公的機関等による資金援助を得てニューイングランド地域を対象にスタート。(VCN)
- ▶ もっとも活動が活発化した1989年の総費用13万ドルに対して、参加料では6割程度しか賄えず、事業を拡大すると人件費が高む労働集約的な運営。
- ▶ VCNは企業理解の促進のための付加的サービス機能を持たなかったため、付加的サービス機能を持つMITエンタープライズに移管されTCNとなる。
- ▶ TCNでは困難な大規模の資金調達(50万~500万ドル程度)を可能とすべく全米規模のネットワーク(ACE-Net)を開始。(各地域ネットワークを基盤とした分散システム)

年	ビジネスエンジェルネットワーク活動	政府(その他公的機関)援助
1980年	ビジネスエンジェルの法制度化	中小企業投資促進法と「自衛力認定投資家」規定の導入。
1984年	ニューハンプシャー大学CVR付属NPOとしてVCN開始。	連邦、州の経済振興機関、法律事務所、監査法人、地方金融機関などが運営資金援助
1984年~1990年	VCNソフトの無償提供。全米19州に20のビジネスエンジェルネットワークが形成。	
1990年	VCNからTCNへの移行。	
1995年		SBAによる全米規模の投資仲介ネットワーク(ACE-Net)の構想。
1996年10月	ACE-Netの実験的オペレーション開始。	
1999年2月	ACE-Netの本格的運用。各地域のエンジェルネットワークを基盤に分散型のシステム運営。	

## マッチングにかかる取り組み

- ▶ 中小企業総合事業団により、ベンチャー企業、経営革新中小企業に対しては、これまでも、各種のプラザ、フェア事業等により投資家、経営パートナー、販売先となりうる者とのマッチングの場を提供。効果が大きいとの評価もある。
- ▶ マッチングを行うコーディネート活動支援事業者に対しては、1事業当たり5,773千円（平成14年度）を上限として全国中小企業団体中央会より補助金支給。

### ベンチャープラザ

平成13年度10回開催。163のベンチャー企業がビジネスプラン、商品・サービス等を発表、5,000名以上の投資家、経営パートナー、販売先となりうる者が来場（ブース展示、個別商談も行った）

アンケート結果： 発表者 効果あり56%、来場者 満足73%

### ベンチャーフェア

平成13年度は東京で2日間開催。297のベンチャー企業が商品・サービスを出展。20,000名以上の投資家等が来場

アンケート結果： 出展者 満足85%、来場者 満足73%

## ～エンジェル投資促進のためのサブシステムに関する論点～

### (1) ネットワークの整備

- 現在勃興している地域発ネットワークのさらなる拡大を支援すべきではないか。具体的施策としては
  - マッチングしたベンチャー企業に対して支援人材を円滑に供給するなどの仕組みを整備すべきではないか。
  - 支援人材については、大企業からスピナウトした人材等を再教育するなどの仕組みを整備すべきではないか。

### (2) 投資事業組合 投資信託

- 富裕層だけでなく、一般の個人まで幅広い投資家にエンジェル投資を促進させる観点から、小口での投資かつリスク分散が可能な投資事業組合や投資信託スキーム等によるベンチャー投資を促進すべきではないか。
- このような裾野の広い個人投資家による出資が中心のファンドに対しては、政府・公的機関からの出資を促進すべきではないか。

### (3) 私募規制（ 私募規制全般については6.参照）

- ネットワークにおける仲介活動と証券取引法との関係で以下の点につき整備が必要ではないか。
  - 当該仲介活動が証券業と見なされないように、「私募の取り扱い」と見なされない活動範囲を明確化すべきではないか。
  - 裾野の広い小口投資を行う個人からのエンジェル投資を促進すべく、幅広くベンチャー企業の投資情報を発信させるために、公募における50名のカウントから一定基準を満たしたエンジェル（例えば、一定の資産・収入基準や特定のエンジェルネットワークに登録された個人等）を除外すべきではないか。

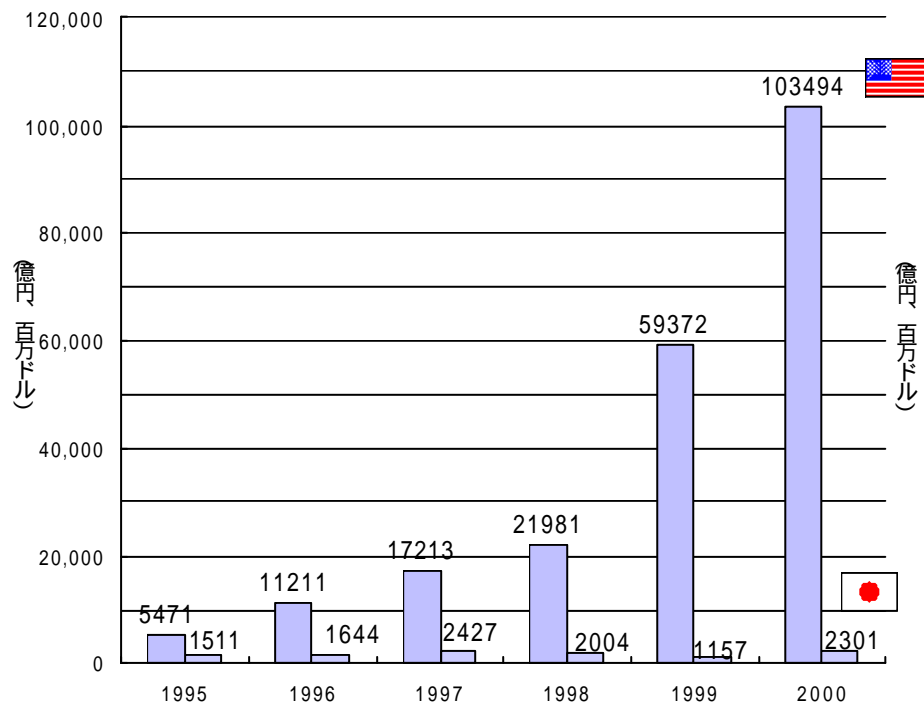
## 5.ベンチャーキャピタルにかかる課題

---

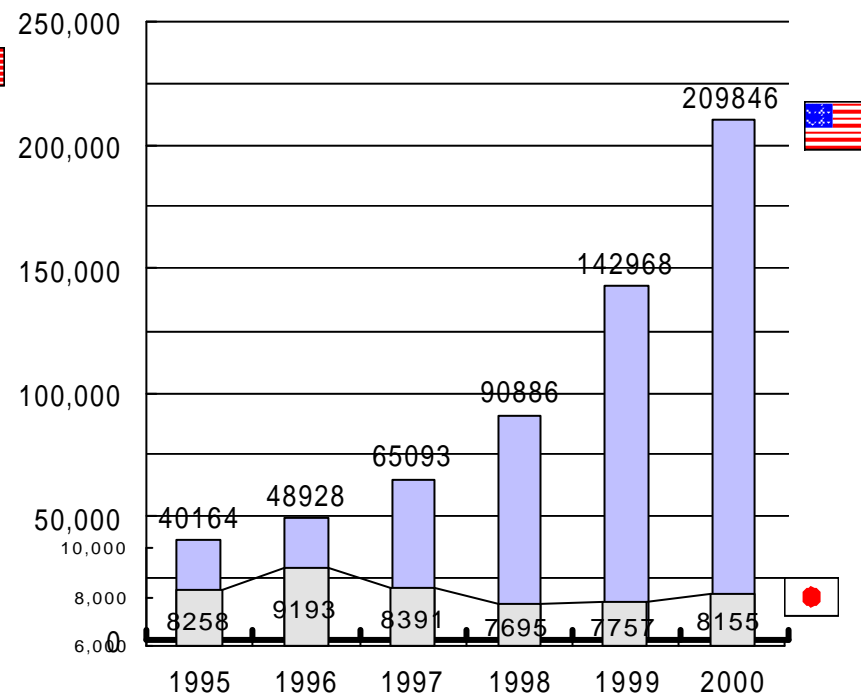
# ベンチャーキャピタル投資の状況

- ▶ 我が国のベンチャーキャピタル投資額（VC企業の本体投資 + VC企業が投資家を募って行う組合投資）の推移を見ると、バブル崩壊後一時的に縮小を見せたものの、93年以降は回復基調。97～99年は減少したものの2000年は若干復調。
- ▶ しかしながら、日本のVC投資は米国に比べ、ストック、フローともに1/20以下の水準。

【日米VC投資額（フロー）推移】



【日米VCの投資残高（ストック）推移】

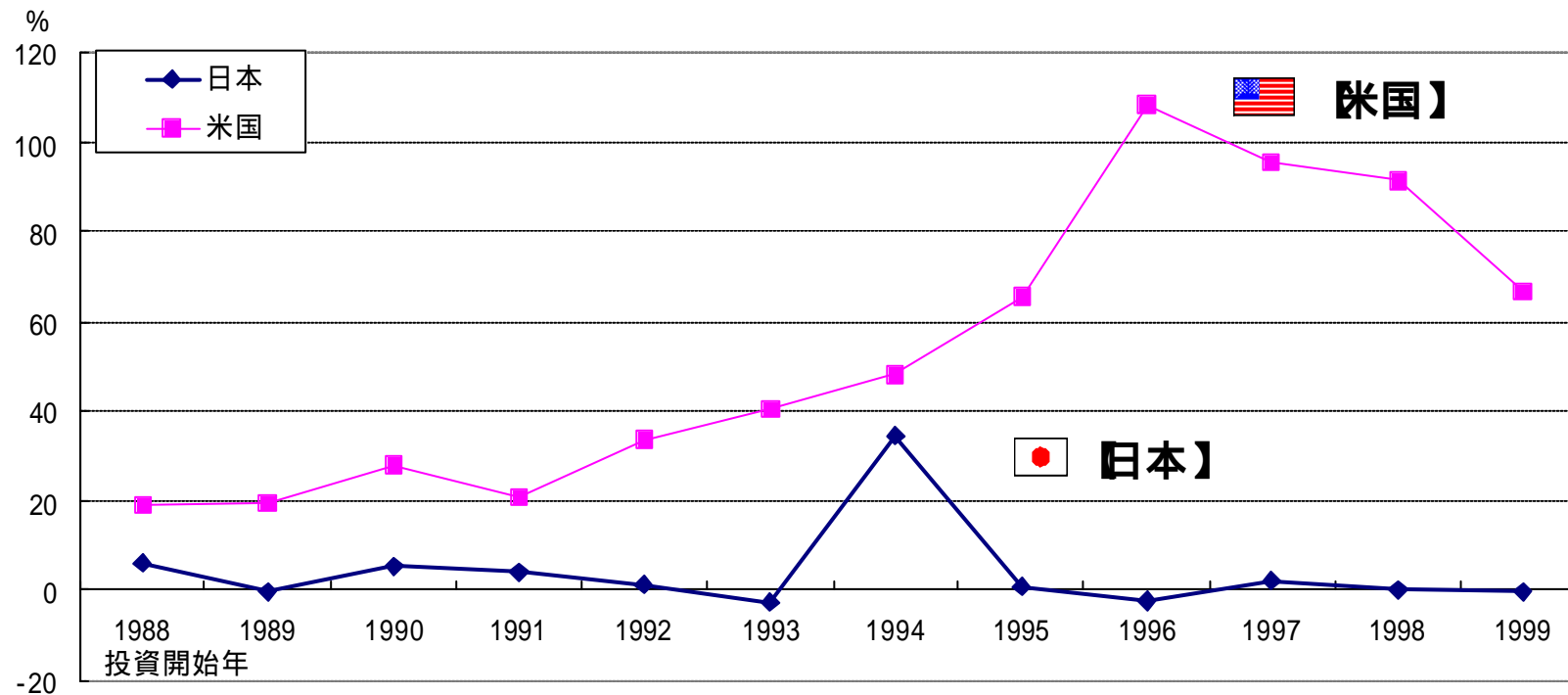


注：米国のVC投資の約8～9割は組合投資によるもの。日本：経済産業省・VEC（ベンチャー・エンタープライズ・センター）調査、米国：Venture Economics資料

# ベンチャーキャピタルファンドのパフォーマンス

▶ 日本のベンチャーキャピタルファンドのパフォーマンスは米国と比較して低いことが指摘される。

## 1999年末における投資開始年別投資収益率日米比較



\* 投資収益率としては、流出入総額IRR (内部収益率) を使用

# ベンチャーキャピタルファンドに対する資金供給主体

▶ 米国では、年金基金等にとってベンチャーキャピタルファンドへの投資は大口の資金運用先として位置付けられているものの、日本では純粋な機関投資家（年金基金等）からのファンドへの資金供給が少ない。

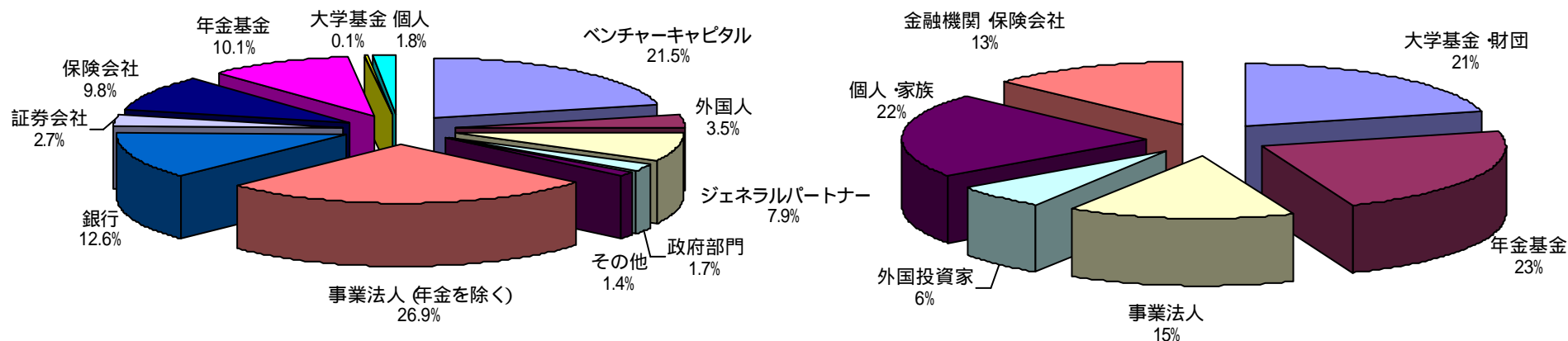
## 日米におけるファンドの出資者比率



日本



米国



資料 米国 2000 National Venture Capital Association Yearbook  
 日本 :中小企業庁「2000年日本のベンチャー キャピタルに関する報告書」

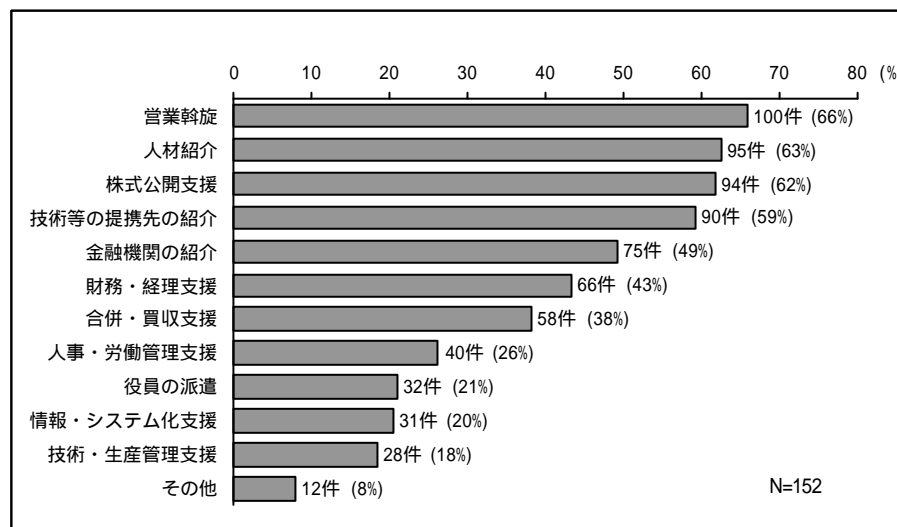
# ベンチャーキャピタルの特徴

- ▶ 日本のベンチャーキャピタルのタイプは金融機関が母体となって設立するケースが多く見られる。
- ▶ 経営支援業務については、「営業斡旋」「人材紹介」「株式公開支援」などが中心であり、「役員の派遣」「技術・生産管理支援」などきめ細かなハンズオン型の支援が行われていないとの指摘がある。

## 一般的な日本のベンチャーキャピタルのタイプ

タイプ	特徴
証券系	投資先の株式公開引受幹事を親会社が取得するための布石として重要な役割 ・大手の多くを占める ・上位の証券系は従業員100名以上と大規模で、業務は専門機能別部門で運営され、海外投資も活発 ・中堅以下の証券系は従業員30～70名程度 ・借入金みの運営は困難なため、投資事業組合により資金調達
大手銀行系	大手銀行の中小企業取引拡大等のため設立 投資残高上位10～30社の準大手、従業員数20～70名程度 資金調達は、親銀行や関連ノンバンクからの借入れが大部分
地銀系	地銀や第二地銀が設立 経営体力やノウハウ上、大手VCや大手証券会社と共同で設立 従業員10名未満と、中堅以下の規模 投資対象は親会社の営業地域に限定
生損保系	多くが90年以降にできた設立後10年未満の会社で中堅クラス 近年、積極的に投資活動を行っている 資金調達は親会社からの借入れが多い
独立系・その他	会社規模は中堅以下のVCが大多数だが、独自性ある戦略・アーリーステージへの投資が多く、一件あたり投資額も大きい 資金調達は投資事業組合方式が多い等 事業会社のVC進出、大手企業の連合型、海外投資家のVC参加、スピンアウト組によるVC設立、企業投資会社からの発展などのタイプがある。

## ベンチャーキャピタルが行っている経営支援業務の内容

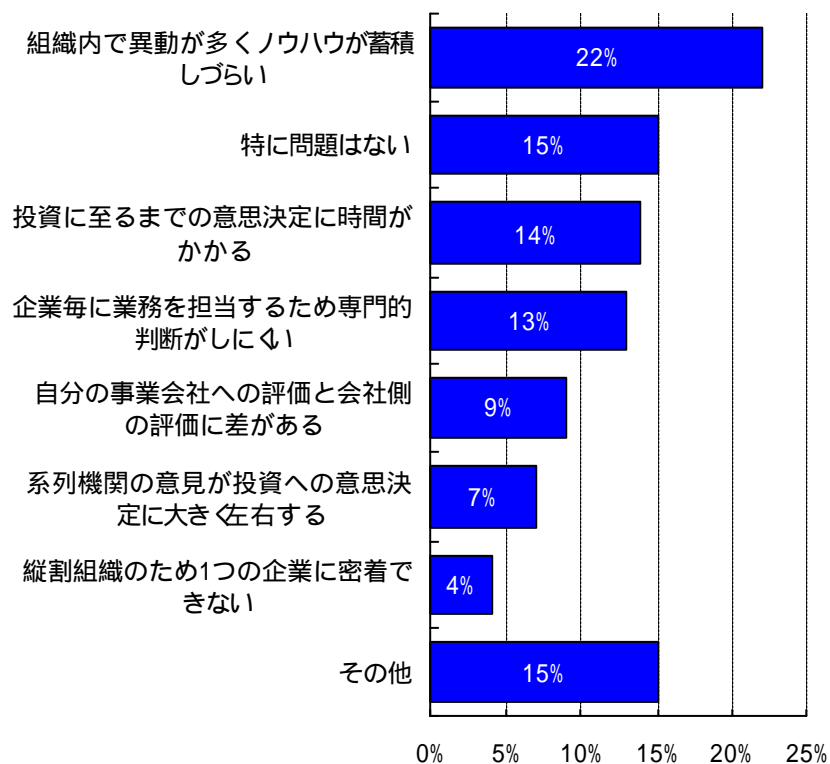


資料：「ベンチャーキャピタリストに関する実態調査 (1999年)」より作成

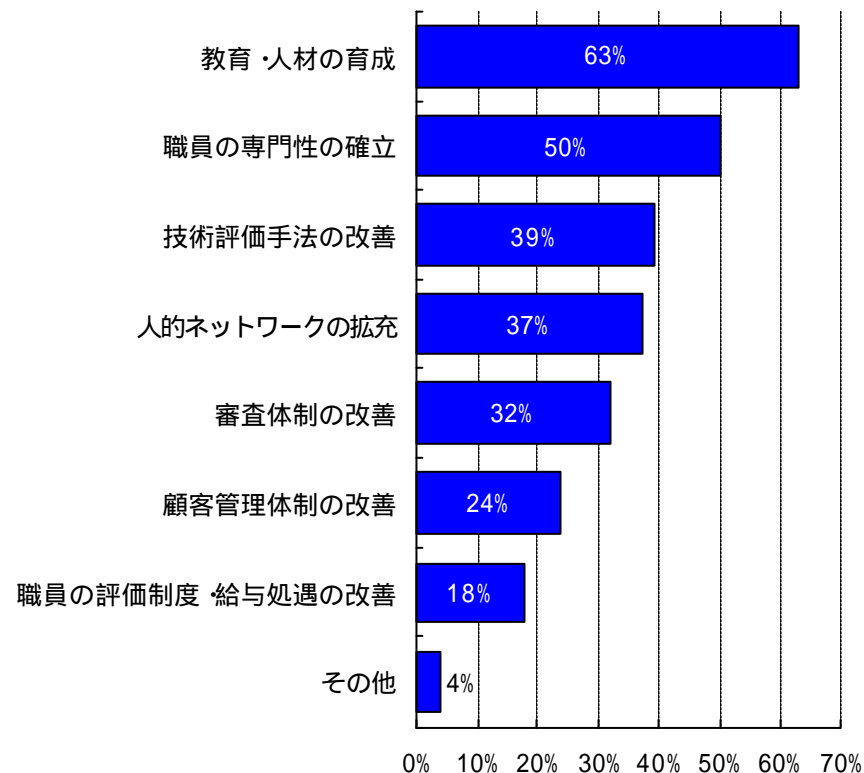
# ベンチャーキャピタルの特徴

- 勤務先ベンチャーキャピタルの社内体制に関する問題として、社内、組織内の異動などによるノウハウ蓄積や効率性の問題など様々な弊害が指摘される。
- また、プロのベンチャーキャピタリストを育てるためには、評価と処遇面での改善についても検討が必要であることも指摘される。

勤務先のベンチャーキャピタルにおける問題点



組織的な課題

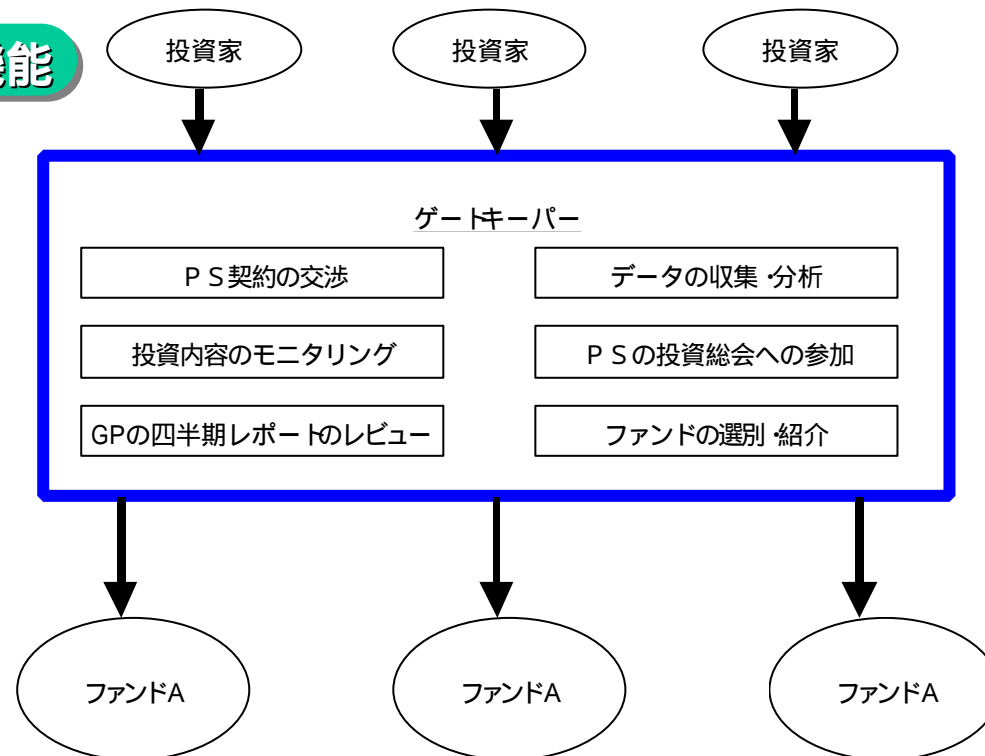


資料：「ベンチャーキャピタリストに関する実態調査(1999年)」より作成

# ベンチャーキャピタルの特徴

- 米国との大きな違いとして、ゲートキーパーなどの資金の出し手に対する資金運用の助言・ファンドのパフォーマンスをウォッチして選別する主体の有無が指摘される。
- また、このようなゲートキーパー的な存在がないため、資金の出し手による資金供給が行われないと指摘される。

## ゲートキーパーの機能



## (参考)日米ベンチャーキャピタルの特徴比較 (総論)

プレイヤー	日本	米国
PE 投資ファンド	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 小規模 分散 (経営参加せず)</li> <li>● 一度に出資</li> <li>● 資金回収は IPO のみ</li> <li>● 普通株 (単なる一株主又は不明確な権利関係)</li> <li>● 運用者はサラリーマン</li> </ul> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業価値の向上が困難</li> <li>● リスクを恐れてレーターステージに集中</li> <li>● リビングデッド多く、ファンド若しくは投資対象株式の転売も困難</li> <li>● 資金運用 資金調達 の両方を行うため、資金供給者の系列ファンド (証券系・銀行系) が多い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 絞り込み少数 (経営参加)</li> <li>● 分割出資 (事業の成長に応じて投資)</li> <li>● 資金回収は IPO と M&amp;A による</li> <li>● 優先株 (他の株主との権利関係が明確)</li> <li>● 運用者は無限責任を負うジェネラルマネージャー</li> </ul> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 企業価値の向上が容易</li> <li>● ファンドにより投資ステージが異なる</li> <li>● リビングデッドが他に転売可能</li> <li>● 独立系も多く、ファンドは投資案件の発掘・育成に専念 (結果としてゲートキーパー等から選別される)</li> </ul>
ゲートキーパー等	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 存在せず (資金供給者に代わりファンドの選別や審査をし、資金運用を助ける機能が未発達)</li> </ul> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● VC の選別は進まず</li> <li>● PE 投資のリスクは高止まり</li> <li>● 個人はリスクを取ってファンド選別を行う。</li> <li>● 事業法人 機関投資家は自らの系列会社でファンドを運営</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● ゲートキーパーが地域別 業種別に企業をウォッチし、ファンドの運用助言を機関投資家等に対して行う</li> <li>● 複数のベンチャーキャピタルファンドに少額で投資することにより、分散投資効果を効率的に得る (自主運用 委託運用)</li> <li>● ファンドマネージャーの審査・選定、ファンドの契約条件の吟味 交渉等を資金供給者の代わりに (委託を受けて) 行う</li> </ul> <p style="text-align: center;">↓</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● VC ファンドの選別が進む</li> <li>● 資金供給者のリスクを軽減</li> </ul>
セカンダリーファンド		<ul style="list-style-type: none"> <li>● 既存ファンドの投資家の持分を買い取る。ファンド投資のリサイクル (出資者の投資資産の早期現金化 投資戦略の途中変更による)</li> <li>● ファンド持分の流動性確保の意味で、その果たす役割は大きい</li> </ul>

## ～ベンチャーキャピタルファンドへの投資促進に関する論点～

- ベンチャーキャピタルファンドの投資額を拡大させるには以下の点が重要ではないか。

優秀なベンチャーキャピタリストの育成

投資すべきベンチャー企業の増加

ベンチャーキャピタルファンドへの資金供給を促進する仕組みの構築

- 優秀なベンチャーキャピタリストの育成のためには、以下の点についてどのように考えるべきか。

能力のあるベンチャーキャピタリストをどのように育てていくべきか。

ベンチャーキャピタリストにインセンティブを持たせるには今の日本型ベンチャーキャピタルで可能か。

- 投資すべき魅力あるベンチャー企業が増加するためには、前述のエンジェルがアリーステージのベンチャー企業における資金調達を支えることが重要なのではないか。

## ～ベンチャーキャピタルファンドへの投資促進に関する論点（続き）～

- ベンチャーキャピタルファンドに資金供給が進まないことについては、以下の点が問題ではないか。

ハンズオン型投資を行っていない及び運用者に専門性・インセンティブが少ないという理由によりファンドのパフォーマンスが低く、資金の出し手にとって投資するインセンティブがないのではないか。

上記の理由に加えて、受託者責任のある年金基金等は、どのベンチャーファンドへ投資すればいいのか判断できないために資金供給が進まないのではないか。

- これらの問題は、ファンドにかかる評価 情報開示基準が比較的明確でないことからパフォーマンスの改善が行われず、また、受託者責任のある年金基金をはじめとする機関投資家の資金供給が進まないのではないか。

- なお、ゲートキーパー的な機能は、前述の課題が整備され、プライベートエクイティ市場が成熟して、ゲートキーパー業務がビジネスとして旨みが出た場合に自然に出現してくるのではないか。

- したがって、ベンチャーキャピタルファンドへの資金供給を促進させるためには、評価基準また情報開示基準を充実させるべく、統一した詳細なガイドラインを作成すべきではないか。

# 《参考》英国におけるVC・ポートフォリオの評価 開示ガイドライン

- ▶ 英国では、英国ベンチャーキャピタル協会（BVCA）により評価と開示のガイドラインが策定され、市場を通さない投資案件の評価用に業界基準を提供している。
- ▶ ガイドラインの使用状況については、BVCAの正会員のうち85%（ただし回答率は96%）が監査報告書用に使用しない場合でも、投資家へのマネジャー報告書や他の報告書を提出するのに使用していると回答している。

## 評価ガイドライン (抜粋)

- ◆ 大原則  
投資家に対して公正な評価を示すこと
- ◆ 初期段階における投資  
費用ベースで評価
- ◆ 発展段階における投資  
費用、第三者評価、収益倍数、純資産ベースで評価
- 費用ベース  
投資から最低 1年間はこの評価を主に使用する。
- 第三者評価ベース  
新規投資家から多大な投資が行われるときに適用される。
- 収益ベース  
投資から 1年たった段階より使用されるべき評価で、類似会社等の株価収益倍率等を使用する。
- 純資産ベース  
事業活動における資本財依存度が高い場合に適用され、評価方法等について十分検討する必要がある。

## 開示ガイドライン (抜粋)

- ◆ 大原則  
投資案件を駄目にしてしまう危険を回避し、現実的な制限の範囲で可能な限り詳細な情報を投資家に与えること
- ◆ 評価原則と手順  
採用する評価原則、評価再検討の手順を明らかにすべき。
- ◆ **ポートフォリオ評価動向要約**  
マネジャーは、現況報告に、評価における変動の分析を含めなくてはならない。
- ◆ **実績詳細**  
総体的な実績報告を開示すべき
- ◆ **特別な投資**  
投資先が分散されていない場合は全て、分散されている場合は総額の5%以上を占める投資勘定または如何なる場合でも上位10社について、下記の詳細情報を開示しなくてはならない。
  - ・会社名と登記された国名
  - ・事業領域の説明
  - ・投資情報として (前年度対比で表示)売上高、利益、特記事項、配当・支払いV予告、純資産、決算期間、保有株式比率、投資費用、投資実行日、評価とその根拠、会計期間中に受領した所得、実績利潤 (前年度対比で表示)

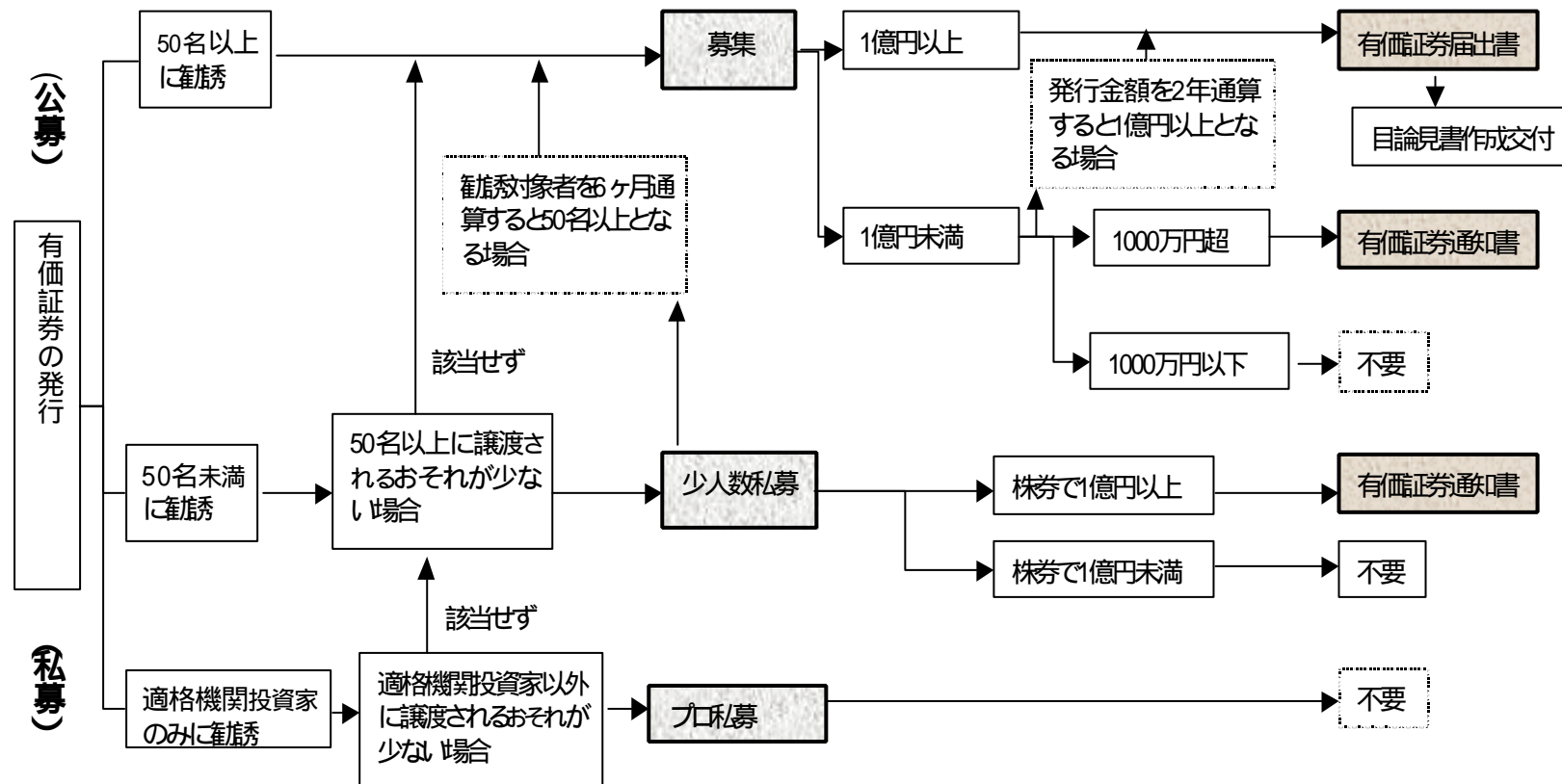
## 6.私募制度にかかる課題

---

# 現行ディスクロージャー制度

▶ベンチャー企業の資金調達については、届出義務のない私募形式による調達が一般的であると想定されるが、現行の公募と私募との境界線の規定により公募と判断されることがあり、このディスクロージャー制度がベンチャー企業の機動的な資金調達を阻害しているとの指摘もある。

## 公募概念フローチャート



# 公募と私募の概念

- ▶ 公募と私募の判断基準については、① 勧誘の対象となる人数（6か月間通算）、② 多数の者への譲渡可能性により定められており、公募に該当する場合は③ 一定の金額以上（2年間通算）であれば届出義務が発生する。
- ▶ なお、投資勧誘の相手方が専門的な知識・経験を有しているプロである場合は、一定の転売規制を講じることを条件に開示義務を課さない所謂「プロ私募」制度が存在する。
- ▶ ただし、現行では株券等エクイティ関連証券に対しては、有効な転売制限が導入できないことを根拠にプロ私募制度から除外されている。また「プロ」の範囲についても、銀行・証券会社・保険会社・相当規模の証券投資を行う事業会社等に限定されている。

## ① 人数基準

- ◆ 証券取引法における公募に該当しないものとして、少数の者に対する証券の取得の勧誘をする行為は開示義務がさせられない。この少数の基準は「50名以上か未満かによって判断される。」
- ◆ 一回当たりの勧誘を50名未満としても過去6ヶ月以内に同一の有価証券が発行され勧誘者が50名以上となる時も公募とされる。

## ② 多数の者への譲渡可能性

- ◆ 少人数私募の要件として「多数の者に譲渡されるおそれが少ないものとして政令で定める場合」とされており、有価証券の種類毎に規定されており、株券の場合は未上場であること等がその要件とされている。

## ③ 金額基準

- ◆ 少額募集を行う場合でも、募集を開始する日前2年以内に行われた同一の種類の有価証券の発行価額の総額を加算したものが1億円を超える場合は届出義務が発生する。

## 公募・私募の概念にかかる論点

### ～50名のカウントの見直し（少人数私募）～

- 人数基準については、法による保護の必要性のないプロ投資家も含めてカウントする必要がある、例えば「49名の一般投資家への勧誘」は私募であるが、「40名のプロ+10名の一般投資家」への勧誘は公募とされるなど、投資家保護という法目的から見て合理的な判定方法となっていないのではないか。
- 転売制限を付した上で、投資家保護を講じる必要性のないプロ投資家については50名にかかる人数カウントから除外すべきではないか。

### ～エクイティ関連商品に関するプロ私募制度の見直し～

- 資金調達の円滑化の観点から、「50名のカウント」の見直しに加えて、エクイティ関連証券に対する現行のプロ私募の適用を解禁するべきではないか。

## ～ プロ投資家の範囲の見直し～

- プロ投資家の範囲を決定する際には、投資家保護を講じる必要性という観点より判断されるべきではないか。
- したがって、下記に示したような投資家についてはプロ投資家とすべきではないか。
- また、個人投資家をプロ投資家とすることには投資家保護の観点から弊害が予想されるが、エンジェルとしての役割が期待されることから、一定の資産・収入基準、又は特定のエンジェルネットワーク等へ登録した個人等についてはプロ投資家と認めるべきではないか。

### 未上場株式投資に知識 経験を有する者⇨一定規模のベンチャー・ファンドを運営するファンド運営者

- ◆ こうした機関は、銀行法等に既に法令上の規定が置かれるなど広く認知されたものであり、証券取引法においてもプロと認められるに適切な一定基準（運用残高等の基準）を設けるなどによりプロとすべきではないか。

### 一定の運用資金を有する等リスク許容度の高い者⇨一定規模の年金基金、一定の資産背景等を有する個人投資家

- ◆ 一定の運用資金を有するものはリスク許容度も高いと判断されるとともに、多様な資金運用ニーズを有しているとみられることからプロと認めるべきではないか。

### 当該会社の情報にアクセス可能な者⇨当該会社の役員、管理職

- ◆ 自社の役員や管理職は、会社情報にアクセスが可能かつ自社の経営状況等を十分に認識できるため一般投資家と同様の投資家保護を設ける必要性はないのではないかと。（ストックオプションにおいては自社の取締役及び一定の使用人については50名のカウントから除外できる措置が既に講じられている。）

## ～ 6ヶ月通算規定の見直し～

- 人数基準については、さらに6ヶ月通算規定が存在しており、資金繰り上の緊急の資金調達を行う場合に、仮に当該規定に該当すれば有価証券届出書の作成が困難なため（公認会計士等の監査証明が必要等の理由）ベンチャー企業の機動的な資金調達を阻害する要因となるのではないか。
- 実質的に異なる調達目的・資金使途の証券については合算ルールを適用しないこととし、勧誘人数の通算規定を、ベンチャー企業の資金サイクルに応じて、現行の6ヶ月から3ヶ月程度まで短縮すべきではないか。

## ～ 届出義務における金額基準の見直し～

- 金額基準においてもベンチャー企業を含む未上場の中堅・中小企業の資金調達の実態や今後の活性化を図る観点からみれば、現行の金額基準では事実上2年間で1億円の調達が上限となり、必要な成長資金を十分に確保することは困難となるのではないか。
- 届出金額基準の引き上げ、もしくは金額通算期間の短縮化（例えば2年間 1年間）をすべきではないか。

## 投資勧誘とみなされる行為の定義

- ▶ そもそも公募・私募判定の基準となる「投資勧誘行為」の範囲に関する明確な基準がないため、萎縮効果（チリング・エケクト）により極めて限定的な解釈にたってこれを行わざるを得ないため、必要資金の調達が可能となるケースが指摘される。

### 現行制度における投資勧誘行為（有価証券の募集又は売出し行為）に関する定義

- ◆ 募集・売出しに関する文書を頒布すること、株主等に対する増資説明会において口頭による説明をすること及び新聞、雑誌、立看板、テレビ、ラジオ等により有価証券の募集又は売出しに係る広告をすること」とされている。（企業内容等の開示に関する留意事項4-1）

### ～投資勧誘とみなされる行為の定義の見直し～

- ▶ 私募による資金調達を行おうとするケースについて、当該企業への興味を有するかについて会社案内などの企業情報を利用して打診するような行為は投資勧誘に該当しないとするなど、「投資勧誘」に該当しない行為を例示するなどセーフハーバールールを設けて判断基準を明確化すべきではないか。

## (参考)米国における私募制度 (Regulation D)

	規則 504	規則 505	規則 506
発行額の上限	12 カ月間で 100 万ドル以下	12 カ月間で 500 万ドル以下	制限なし
投資家の数	制限なし	自衛力ある認定投資家は人数制限なし それ以外は 35 名まで	自衛力ある認定投資家は人数制限なし それ以外は 35 名まで
投資家の属性	制限なし	自衛力ある認定投資家以外については制限なし	自衛力ある認定投資家以外は、金融やビジネスに関する知識と経験を有し投資のメリットとリスクを判断する能力のある専門家に限定
勧誘方法の制限	特別な制限なし	一般的勧誘、一般的広告は禁止される	一般的勧誘、一般的広告は禁止される
転売の制限	制限なし	登録免除規定を援用できない形で転売を行うと登録義務が生じる	登録免除規定を援用できない形で転売を行うと登録義務が生じる
発行体の資格	投資会社以外	投資会社以外	制限なし
SEC への届出	最初の売付け後 15 日以内に発行者の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等を様式 D で通知する。	最初の売付け後 15 日以内に発行者の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等を様式 D で通知する。SEC に要求された場合、自衛力ある認定投資家以外の者に提供した情報を届け出ることが必要。	最初の売付け後 15 日以内に発行者の事業内容、調達金額、投資家数、資金使途等を様式 D で通知する。
情報開示義務	特に規定なし	自衛力ある認定投資家以外に対しては規則 502 に基づく情報提供義務	自衛力ある認定投資家以外に対しては規則 502 に基づく情報提供義務