

# 日本のイノベーション・エコシステムに対する ベンチャー・ファイナンスの課題 (概要)(下)

藤 野 洋  
(商工総合研究所)  
主任 研究員

本稿は、平成26年度に筆者が実施した調査研究「日本のイノベーション・エコシステムに対するベンチャー・ファイナンスの課題」の概要であり、先月号と今月号の2回に分けて掲載している。なお、本調査研究の全容は当研究所のホームページに掲載している。

## 目 次

### 緒言—本稿の問題意識と特色

### 第Ⅰ部 国際比較からみた日本の「起業」の 停滞

- [1] 起業家精神に関する調査
- [2] 日本人の「起業」観とベンチャー・ビジネスの役割

### 第Ⅱ部 「イノベーション・エコシステム」構 築の必要性

- [1] イノベーション・エコシステムによるオープン・イノベーション
- [2] 本稿における「イノベーション・エコシステム」の理解

### 第Ⅲ部 イノベーション・エコシステムに関 連する有識者・実務家の見解

- [1] ベンチャーキャピタリスト経験者からみた日本的VC投資と起業家の育成
- [2] 日米のVBエコシステムとVC投資の現状と課題
- [3] 産学連携による技術移転を通じた大学発VBの創出とエコシステムの発展の課題

- [4] 有識者・実務家の見解からのイノベーション・エコシステム発展への含意

(以上、先月号に掲載)

### 第Ⅳ部 VC投資の動向

- [1] 国際比較にみる日本のVC投資の動向
- [2] 日本のVCとVBのグローバル化

### 第Ⅴ部 段階的投資とそのツールとしての種 類株式

- [1] ベンチャー・ファイナンスにおける段階的投資の重要性
- [2] 段階的投資の国際比較
- [3] 段階的投資のツールとしての種類株式
- [4] 種類株式による段階的投資が惹起する法的問題点についての米国判例の分析

### 結語—日本のイノベーション・エコシステム 発展に向けた対応

- [1] イノベーション・エコシステムの環境整備
- [2] ベンチャー・ファイナンスの方向性
- [3] 今後の研究課題

## 第IV部 VC投資の動向

### 〔1〕 国際比較にみる日本のVC投資の動向

#### 1. VC投資の規模

2013年までの、日米欧のVC投資をみると、米国・欧州ともに日本を大きく上回っている。

なお、日本ではVCの投資先が内需型の非製造業の企業が相対的に多く、こうした業種に属するVBでは、世界中への事業展開を早い段階から構想すると言われるシリコンバレーのハイテクVBなどと比べると、必要とする資金の量が少ない。これが、欧米とのVC投資の規模の格差の一因となっている可能性がある。従来は考えられてきたが、有識者・実務家へのインタビューからは、潜在的には大きな資金需要を持つVBも少なくない模様である。

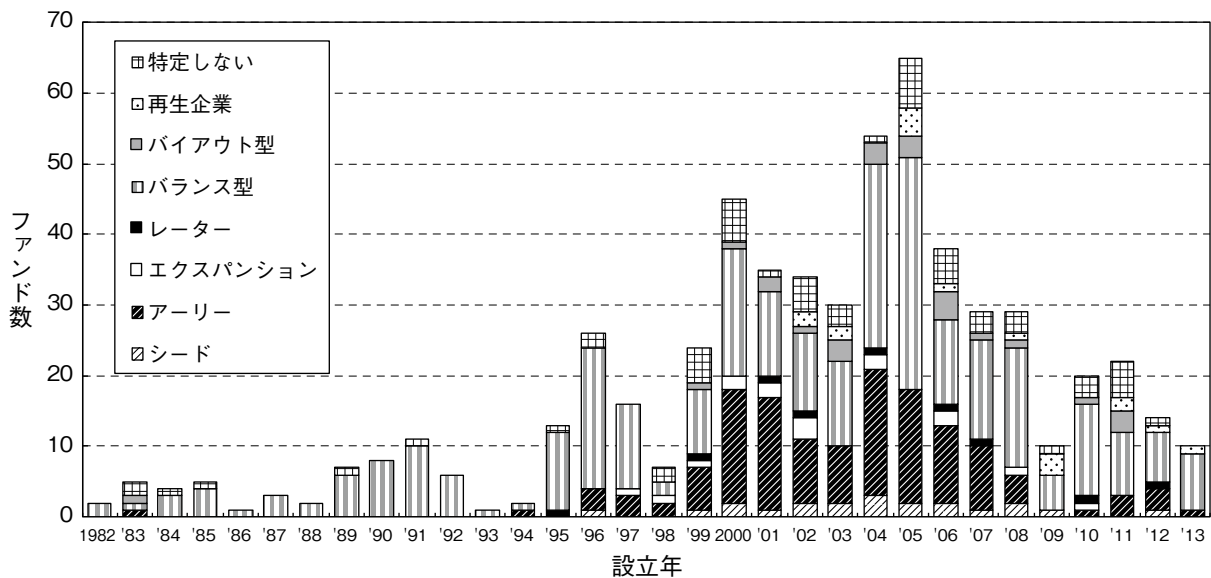
#### 2. VCファンドへの出資者

国内外のファンドへの出資者を比較すると、日本では年金基金の比率が低く、今後年金基金の拡大の成否が重要性を帯びるとと思われる。この状況も今のところ大きな変化はない。

#### 3. 投資先VBのステージ

開始年別のVCファンドの投資先企業の重点ステージをみると、2000年以降、アーリー・ステージに特化したVCファンドが増加傾向を示したが、2006年のライブドア、村上ファンド等による新興市場や市場外取引を利用した不透明な行為の表面化等を契機にIPOが低迷し、リーマンショックが追い討ちをかけたこともあり、アーリー特化型のファンドは激減している。近年は、バランス型のファンドが散見されている

(図表IV-1) 重点ステージ別ファンド数



(注) シード：商業的事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続している企業  
 アーリー：製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動に向けた企業  
 エクспанション：生産及び出荷を始めており、その在庫または販売量が増加しつつある企業  
 レーター：持続的なキャッシュ・フローがあり、IPO直前の企業等  
 バランス型：様々な発展段階（シードからレーターまで）にある企業への投資を含むファンドの投資戦略  
 バイアウト型：バイアウトなどのベンチャー企業以外（再生企業投資を除く）  
 再生企業：法的再生企業等  
 [資料] VEC「2013年ファンド・ベンチマーク調査報告」2014年1月。

(図表Ⅳ-1)。

なお、別の統計によると、近年VC投資の件数はアーリー・ステージ以前が比率を高めている模様である(後述)。ここから、バランス型の中にアーリー・ステージ以前が含まれている可能性があるものと思われる。

一方、米国のVBのステージ別投資件数をみると、シード・ステージとアーリー・ステージの合計はITバブルの崩壊後に約1千件にまで減少した後に持ち直し、2013年には2千件を超えた(図表Ⅳ-2)。

シードとアーリー・ステージの合計の構成比をみると、2013年には50%台半ばに達している。特に、アーリー・ステージだけでも2013年には約5割に達しており、米国のVCがスタートアップ段階、あるいはスタートアップからそれほど時間の経過していないVBに対しても積極的に投資を行っていることが分かる。

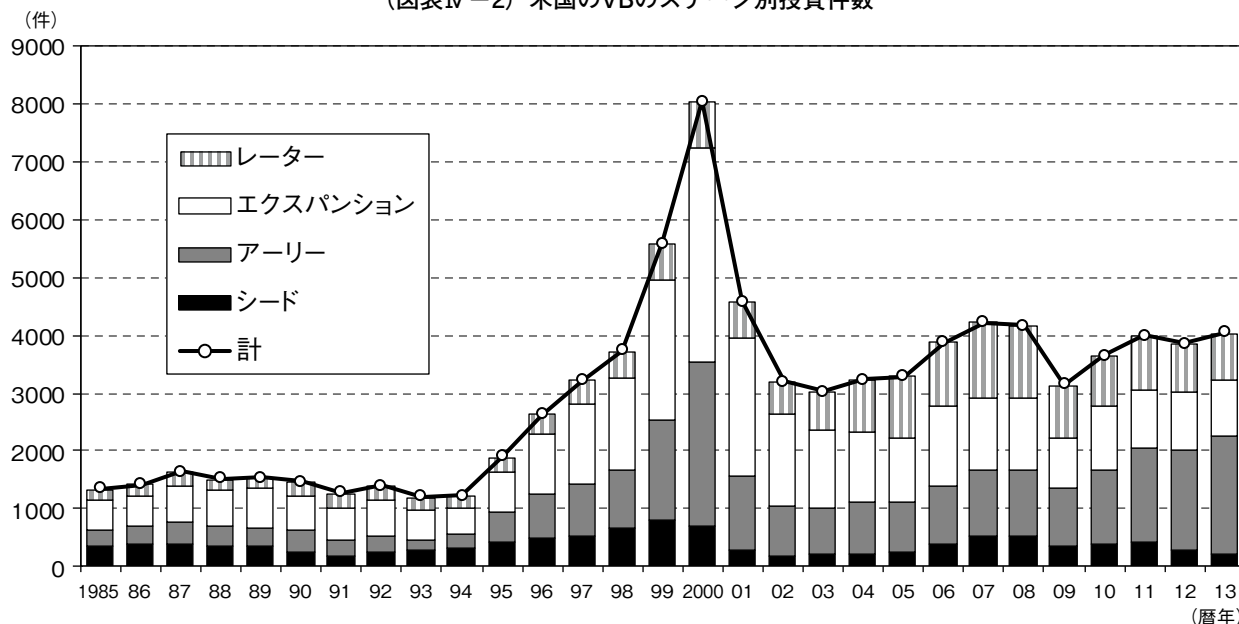
## 4. エグジット

### 4.1 IPO市場

日本では、VBが株式を公開しやすい市場が創設され、一時これらの市場やJASDAQ等の新興市場での上場が増加したが、ライブドアによる不透明な行為の表面化等を契機に新興市場での株式公開はピークアウトし、2008年の世界的金融危機の影響も加わり激減した。その後、IPO社数は緩やかに回復し、新興市場合計でみると、2013年によく2008年並みの水準を回復したが、ピークである2006年の約4分の1となっている(図表Ⅳ-3)。

欧米の新規公開会社数をみても、やはり2008年に激減している。しかし、欧米では2009年までには下げ止まった。米国では総じて回復傾向が続き、300社を超え、2013年には2004～2006年並みの社数を回復した(2007年の約8割)。一方、欧州では2013年には300社を下回った<sup>57</sup>(図表Ⅳ-4)。

(図表Ⅳ-2) 米国のVBのステージ別投資件数



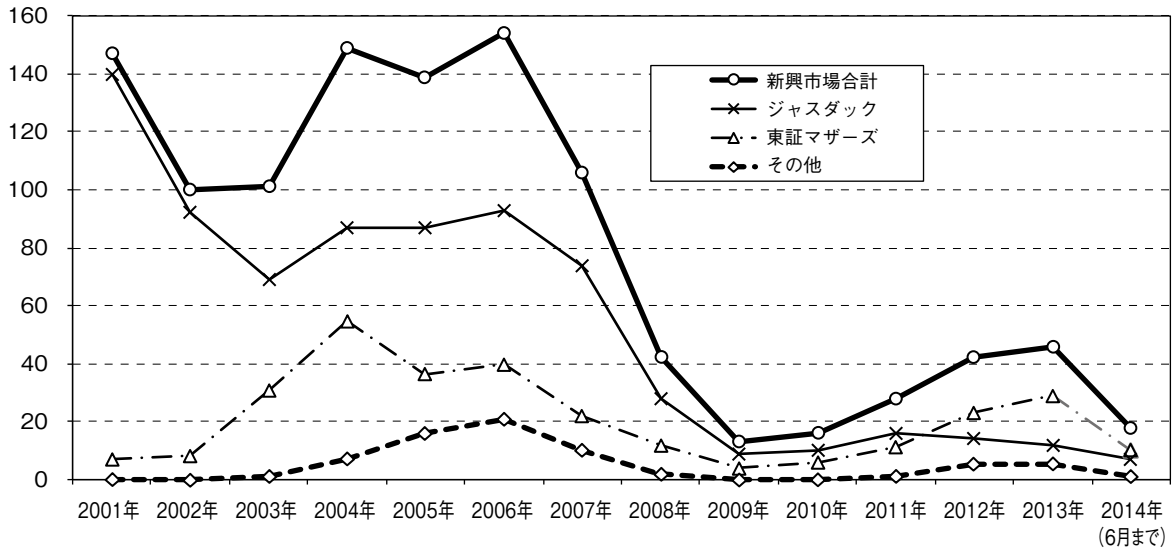
(資料) NVCA, YEAR BOOK 2014

57 資料の制約から欧米は新興市場だけではないことは割り引いて考える必要がある。

ただ、投資金額と同様に、日本のIPOの社数は欧米に比べて少ない状態は歴然としており、リーマンショック前のピークと比べた相対的な

件数をみても、日本（2013年：約8分の2）は、米国（同：8分の6超）、欧州（同：約8分の3）よりも少なく、回復力の鈍さが窺われている。

(図表Ⅳ-3) 日本の新興市場での新規公開会社数



(資料)・各証券取引所Web。

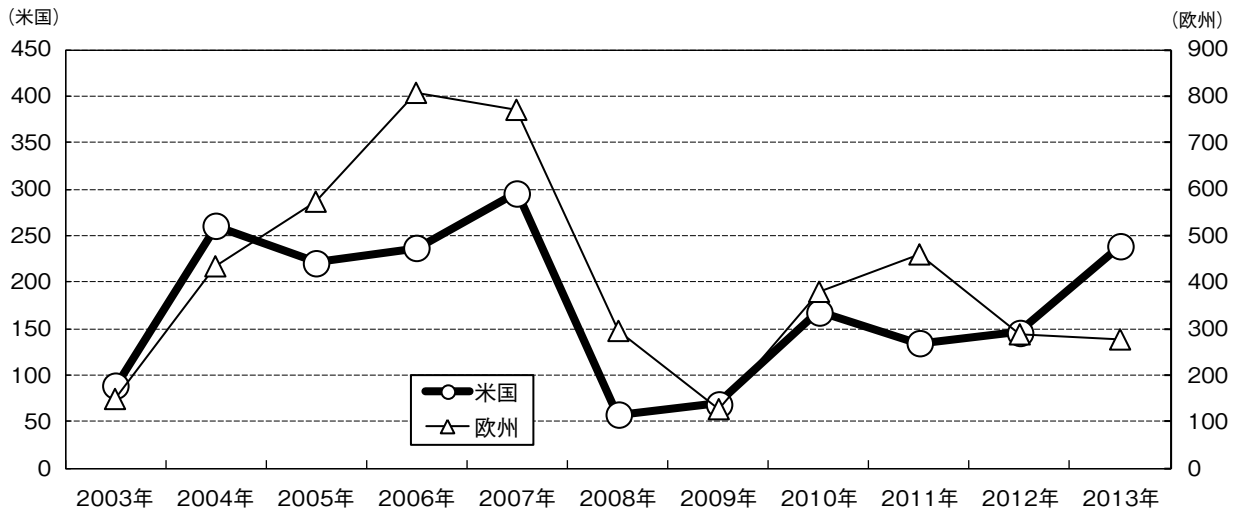
・NJI新興市場最新情報（新興市場専門の株式投資情報サイト）Web。

(注)・新興市場合計はジャスダック、東証マザーズ、その他の合計。

・ジャスダックには、旧NEOと旧ヘラクレスを含む（NEOとヘラクレスは2010年10月2日以降、ジャスダックに統合されている）。

・その他は、①セントレックス、②アンビシャス、③Q-Board、④TOKYO PRO Market（2012年7月1日以降。それ以前は旧AIMを含む）の合計。

(図表Ⅳ-4) 欧米の新規公開会社数



(資料)・米国：PricewaterhouseCoopers: "US IPO watch"

・欧州：PricewaterhouseCoopers: "IPO watch Europe"

(注)・米国はNYSEとNASDAQの合計。非米国籍企業のIPOを含む。

・欧州は①同一交換所内での市場間移動、②リバース・テックオーバー（未上場会社による上場会社の買収）、③greenshoe offerings(※1)等を除く。

(※1) greenshoe offerings：グリーンシュー・オプション(※2)による売出

(※2) グリーンシュー・オプション：オーバー・アロットメント(※3)の実施に際して、引受会社が発行会社等から、追加必要分を予め設定した行使価格で買い受ける権利

(※3) オーバー・アロットメント：需要量が当初予定の売出数を超過する場合の株式の追加売出

## 4.2 エグジットの日米比較

2012年度の日本のVCファンドのエグジットの状況をみると、株式公開に至ったのは138件147.2億円と2008年度（66件、61.2億円）に比べると、件数・金額ともに2倍以上増加している。実現損益も、約131億円で2008年度（約47億円）に比べて大幅に増加している。継続保有分の含み益は83百万円から5,264百万円に増加しており、景気回復を受けて、エグジットの環境が改善した模様である。また、2012年度には、「その他第三者への売却」の金額が147.0億円で株式公開に肉迫し、実現損益も22.4億円のプラスであり、VCにとってはM&Aによるエグジットでも利益を上げたとみることもできる。ただ、エグジット件数が最多の方法が「会社経営者等による買戻し」であることは2008年度以降変わっていない。

一方、米国のVBのIPOとM&Aの件数をみると、1999年までは概ねIPOがM&Aを上回って

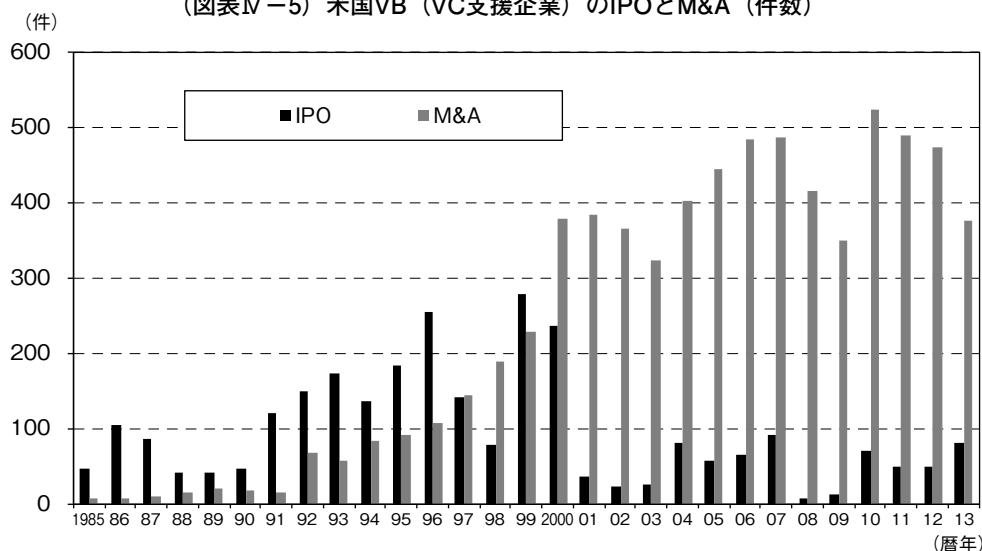
いたが、2000年以降はM&AがIPOを圧倒的に上回っている（図表Ⅳ-5）。

これは、米国ではCVCやシード・アクセラレータとなる大企業がM&Aに際して、VCとVBの起業家の両方にとって納得のいく適正な価格を提示していることが一因であろう。このため、VCは目標とする収益率を達成する目途を立てやすくなり、起業家は、大企業の当該事業のCTOに就任するケースや、エグジットによって得た資金を元手としてシリアル・アントレプレナーとなるケースが少なくない。

## 5. IPOまでの年数

2006年から2013年までの日本のVBのIPOまでの年数をみると、概ね10年前後で推移している。同期間中のIPO時の社長の年齢をみると、40歳代後半から50歳代前半である。起業時の社長の年齢を逆算すると、全期間で35歳以上である（図表Ⅳ-6）。

（図表Ⅳ-5）米国VB（VC支援企業）のIPOとM&A（件数）



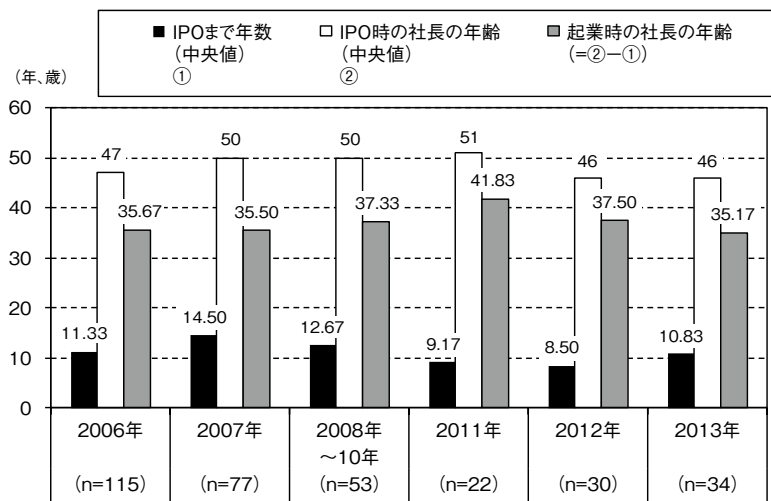
（資料）NVCA, YEAR BOOK 2014

例えば、35歳でVBを起業して10年近く経過した後に経営が破たんすると、基本的には終身雇用を前提とする日本の雇用慣行の下では、40歳代後半以降の生活費の確保に苦慮することになるだろう。このような状況では、一部を除く国民一般の起業に対するリスクへの忌避感が高いのも当然である<sup>58</sup>。

一方、米国のVBのIPO時点での社齢をみると、2000年代初頭までは概ね3～5年であり、起業家はVBの経営が上手くいかないときには迅速に撤退の決断を下すことができた。この背景には、米国の雇用の流動性が高く、シリコンバレーを代表としてイノベーション・エコシス

テム内のレピュテーションのネットワークが機能しているため、事業に失敗した起業家も、その失敗が起業家個人の怠慢や致命的な過失によるものでなければ、才能や技術を活かしてエコシステム内の他の企業等に再就職することがそれほど難しくないとされていることがある。その後、米国のIPO時点での社齢は上昇傾向を辿り、2012,13年はともに中央値で7年、平均値で8年となっているが、起業家はM&Aによるエグジットという代替的な経路も選択肢として視野に入れて行動しているものと思われる(図表IV-7)。

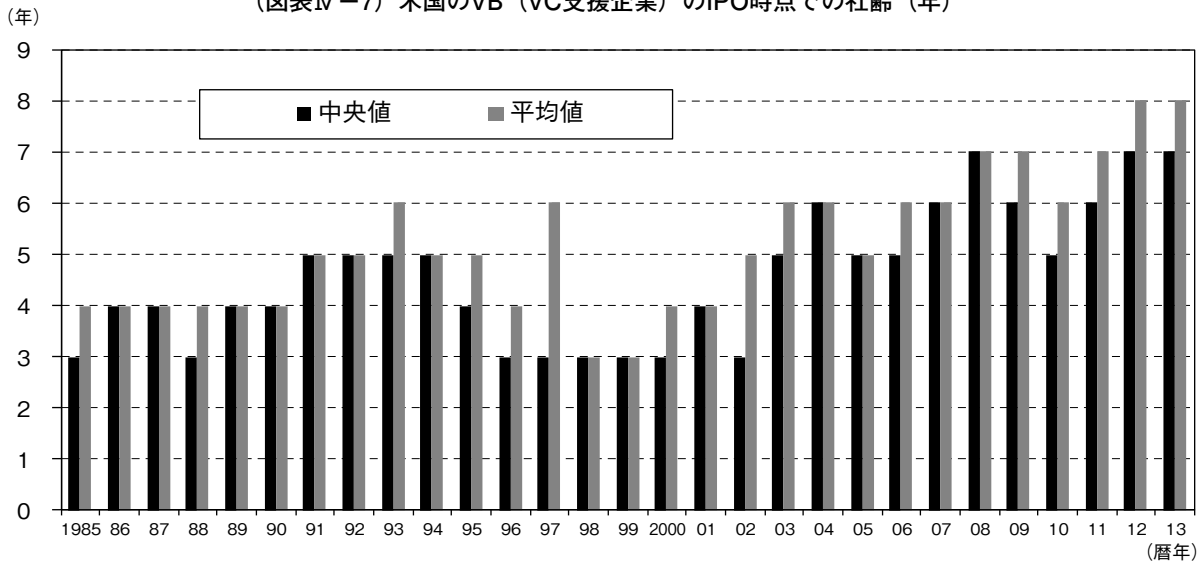
(図表IV-6) IPOまでの年数と社長の年齢 (日本)



(資料) ジャパンベンチャーリサーチ「ジャパンベンチャーリサーチ レポート<IPO企業分析>」(各年版)  
 (注) 調査対象企業は、各期間に新興市場にIPOし、かつVCが株主となっている企業。

58 ただし、JVRの北村社長によると、シード・アクセラレータの支援を受ける起業家の平均年齢は30歳であり、VBの起業家(及びその候補)がやや若返っている可能性がある。

(図表Ⅳ-7) 米国のVB (VC支援企業) のIPO時点での社齢 (年)



(資料) NVCA, YEAR BOOK 2014

## 6. VC投資の収益率

日本のVC投資の収益性をVCファンドの内部収益率 (IRR) でみると、2002年開始のファンド (平均運用期間: 10年)、2008年開始のファンド (同: 5.1年)、2010年開始のファンド (同: 3年)、2012年開始のファンド (同: 1.1年) のいずれにおいてもマイナスになっている (図表Ⅳ-8)。

通常、VCファンドはVBに投資を開始して5年から10年以内に投資を回収する。VBの黒字計上やIPOにはある程度の時間がかかる。このため、運用期間が1年や3年のファンドのIRR

がマイナスになるのはやむを得ないとも考えるが、運用期間が5年や10年のファンドでもマイナスということは、VC投資が全般的には収益性が低いことを示している。これは、日本で機関投資家、特に年金基金のVC投資の比率が世界的にみると低いことが、リスクとの兼合いで合理的な行動であることを示唆している。

一方、米国のVCファンドと株式市場 (S&P500) のIRRをみると、インターネットの黎明期である1990年代の初頭から普及期の90年代後半にかけて組成されたVCファンドはS&P500を大幅

(図表Ⅳ-8) 日本のベンチャー・キャピタル・ファンドの内部収益率 (IRR)

開始年	2002		2008		2010		2012	
	IRR (%)	ファンド本数	IRR (%)	ファンド本数	IRR (%)	ファンド本数	IRR (%)	ファンド本数
合計 (%)	-8.63	26	-6.73	17	-8.88	9	-18.02	9
終了 (%)	-12.16	12	NA	0	NA	0	NA	0
存続 (%)	-6.2	14	-6.73	17	-8.88	9	-18.02	9
平均運用年数	10		5.1		3		1.1	

(資料) VEC「2013年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」(2014年1月)

(注)・IRRは出資額加重平均ベース。

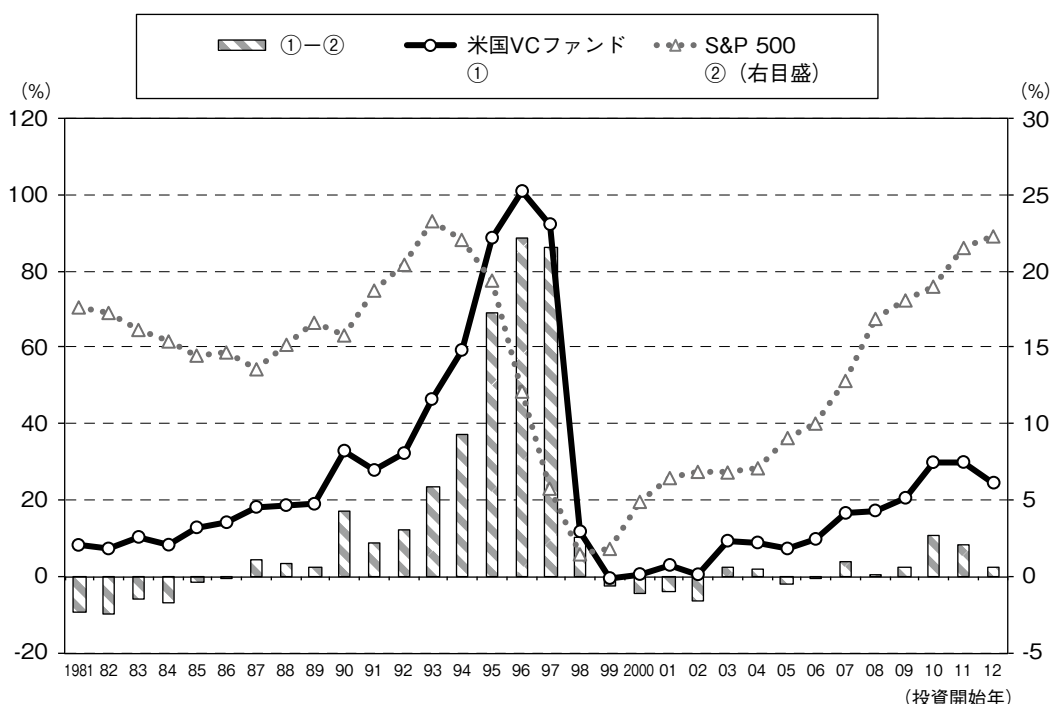
・運用期間は、開始から解散日付または2013年6月末の早い方まで。

に上回っている。ITバブルの崩壊期に組成されたファンドはS&P500を下回ったが、近年は再びVCファンドがS&P500を上回っている（図表Ⅳ-9）。

米国の機関投資家（年金基金、大学等）は

多様な投資対象に資産を分散して投資することによってリスクをヘッジしている。このため、上場株式のような伝統的な資産への投資とともに、VCファンドへの投資はオルタナティブ投資の対象として有力な候補になっている。

（図表Ⅳ-9）米国のVCファンドとS&P500の内部収益率（投資開始年別）



（資料）Cambridge Associates LLC, U.S. Venture Capital Index and Selected Benchmark Statistics -Data as of June 30, 2014（2014年10月）  
Official Performance Benchmark of the NVCA

[http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=59&Itemid=317](http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=59&Itemid=317)

（注）S&P500の内部収益率は、各年とも同じ年に開始されたVCファンドと同じベースで投資を実施した場合の仮想的な収益率

## 〔2〕日本のVCとVBのグローバル化

### 1. VCの投資先の地域分布

日本のVC投資の投資先の地域分布をみると、関東の社数の構成比が40%近辺で推移している。金額の構成比についても2012年3月末までは40%弱で推移していたが、2013年3月末には31.2%に低下した。関東の中では、特に東京都が大宗を占めている。

一方、海外への投資の金額の構成比をみると、2009年3月末には23.0%であったが、2013年3月末には30.5%に上昇した。特に、アジア・太平洋地域が11.3%から19.2%に上昇している。これは、海外での1社当たりの投資金額が急増していることによる。具体的には、2009年3月末には1940百万円だったが、2013年3月末には2746百万円に増加している（アジア・太平



洋地域：235.5百万円→297.9百万円)。つまり、日本のVCは急速にアジアを含む海外へのシフトを進めているのである。

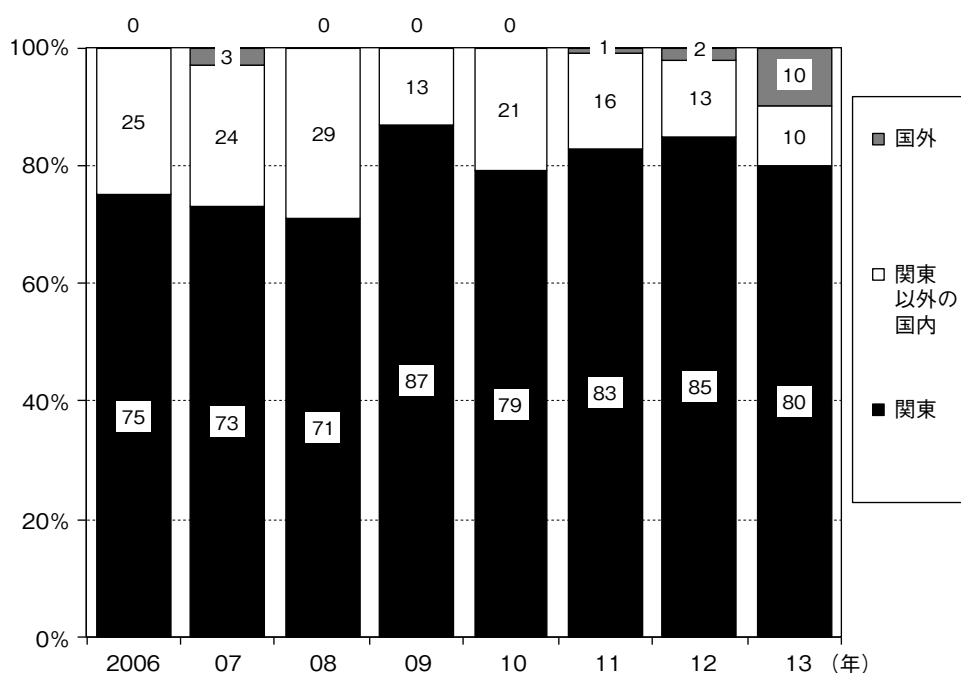
## 2. 資金調達を行った日本発VB

VCからの資金調達を行った日本のVBについて、拠点の地域別に調達金額の割合をみると、国外に本店を登記しているVBが2013年に1割を占めた。2006年から12年までは、0%ないしは3%未満であったため、日本のVBのグローバル化が進みつつあることが分かる

(図表Ⅳ－10)。

以上から、日本のVCとVBの両方がグローバル化を進めつつあることが分かる。これを梃子として、日本のイノベーション・エコシステムを一層高度化するには、より多くの日本のVC、特に金融機関系列のVCが、VBとの信頼関係を適切に構築してハンズ・オン投資を行うことが理に適っている。そのための手段とツールが、次に述べる米国で一般的な「段階的投資とそのツールとしての種類株式」である。

(図表Ⅳ－10) 日本のVBの本店所在地別のVCからの資金調達金額 (構成比)



(資料) ジャパンベンチャーリサーチ「2013年 未公開ベンチャー企業資金調達の状況」(2013年総括) (2014年3月)

## 第V部 段階的投資とそのツールとしての種類株式

### 〔1〕ベンチャー・ファイナンスにおける段階的投資の重要性

#### 1. 段階的投資の概要

米国ではVBに投資する際、VCは、例えば取締役の過半数を取得して、経営者を解任できるようにしておくと同時に、「段階的投資 (staged financing)」によって実質的な支配を握る。具体的には、ベンチャー・キャピタリストは、起業家が当面必要な資金だけを小出しに出資し、あらかじめ定められた目標をクリアできないと次の投資を行わない。このため、起業家は、怠けたり無駄遣いをしている余裕はない。また、VCは取締役会に参加して起業家の仕事振りを監視し、最終的には、経営者を解任できる権限を握っておく。起業家が退出する不安に対して、VCは、ストック・オプション等のベスティングによって対処している（「ベスティング」は、将来の労務の出資を見返りに、ストック・オプション等の権利が、一年間在籍することで全体の25パーセントずつ確定していくという段階的な権利確定のプロセスのことである）。

段階的投資に関する契約条項での特色として、希薄化防止条項 (anti-dilution protect) がある。これは、先行して投資したVCが、将来予想される増資において、自分たちの引受価額よりも低い価額で新株が発行されても損害を受けないように、予め歯止めをかけておくものである。さらに、将来の増資における先買権 (right of first refusal) を定めておくことも多い。逆に、

新規の資金調達に際して、新株引受権を行使しないとペナルティとして既存投資家としての優先権を喪失させる条項 (pay to play provision) が用いられることもあり、これはVBへの資金供給を促進する効果がある。

VCの退出権はVBとの重要な交渉事項である。実際に行使されることはほとんどないが、VB・VC間の契約においては、償還権 (redemption right) が名目的に規定される場合がある。これは、VC等の優先株主がVBに発行価額 (の一定倍) で優先株式の買戻しを要求する権利である。なお、VCにとっての究極の退出権は「追加投資の取り止め」である (このため、投資する時には、金額を絞って「小出し」にすることが意味を持つ)。

このように、段階的投資はVBとVCの間での支配や成果に対する権利を分配するために、ベンチャー・ファイナンスにおいて重要な意味を持っているのである。

#### 2. 段階的投資の先行研究

##### 2.1 米国

段階的投資の先駆的かつ代表的な研究がGompers (1995) である<sup>59</sup>。

Gompersは、投資先VBがVCの意向に沿わない、あるいは利益を損なう経営を行うという意味での潜在的なエージェンシー費用を削減するために、VCが投資の金額を小出しにし、段階的に投資することと、情報の非対称性が高いためにエージェンシー問題 (エージェンシー費用が発生するような状況) が発生するリスクを削減するために、リスクの高い業種 (例: バイオ等、

59 Paul A. Gompers, *Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital*, J. OF FINANCE, Vol. 50 No. 5 at 1461-1489 (1995).

先端技術を必要とするなど、保有する資産の特殊性が高い産業) に対しては、ある回の投資から次の回の投資までのインターバルを短くすることを実証分析によって示した。つまり、段階的投資とそのインターバルの調節によって、VCは投資先VBごとにモニタリングの頻度を調節していることを明らかにしたのである。

米国を始めとして海外では段階的投資に関する研究が断続的に実施されており、その蓄積は相当数に上る。

## 2.2 日本

筆者が調べた範囲においては、2001年3月に公表された宍戸善一教授（現在は、一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授）の論考<sup>60</sup>が、日本で最も早い段階で、VC投資における段階的投資の重要性を論じた学術論文であると思われる。その中には「『取締役会の構成などの形式的な支配はほとんど問題にならず、ベンチャー・キャピタリストによる実質的な支配は段階的投資によってもたらされる。』というベンチャー・キャピタリストもいる」<sup>61</sup>ことが指摘されており、米国のVC投資において段階的投資の意義がいかに高いかということを示唆している。

日本でのその他の学術的な先行研究として以下の2点の実証研究についてレビューする。

### ①長谷川博和<sup>62</sup>

(主たる結果)

VC投資のIRRに対する説明変数の内、段階的投資の代理変数である追加増資回数はIRRに正の相関を有する。一方、シンジケーション（協調投資）を示す同時期VC数には逆相関がみられた。また、VCの系列別にIRRをみると、生損保系が最も低く、政府系が最も高いことから、「VCのパフォーマンスに公的関与が寄与していることが示唆されていることは興味深い」（30頁）と指摘している<sup>63</sup>。

### ②船岡健太<sup>64</sup>

(主たる結果)

設立からあまり年数が経過しておらず、規模が小さい企業等、不確実性が高いと思われる企業に対して段階的投資が行われている。

全体的にみると、段階的投資に関する日本の研究は極めて少ない。また、実証研究はIPOを実施したVBに関するものが中心である。これには、段階的投資に関する収集可能なデータが少ないことが大きな制約要因となっていること等が背景にあるものと思われる<sup>65</sup>。

以下では、近年日本で整備が進んできたIPO実施前のVBがVCから受け入れた投資に関するデータも利用して、段階的投資の実態について、日本と米国を中心として国内外の比較を行うこととする。

60 宍戸善一「動機付けの仕組みとしての企業（二）」成蹊法学53巻（2001）91-174頁。これは、宍戸・前掲注1、すなわち宍戸（2006）の第Ⅱ編第4、5章の初出論文である。

61 宍戸・前掲注1、119頁注82。Interview with Steve Domenik, Patner, Sevin Rosen Funds, in Tokyo (Nov. 7, 2000)。

62 長谷川博和「日本ベンチャーキャピタルのIRR向上の研究—IRR向上に寄与する要因分析を中心として—」Japan Venture Review, No.7, (2006) 23-32頁。

63 公的VCが効果を発揮しイノベーション・エコシステムが有効に機能している代表例がイスラエルである。イスラエルのエコシステムについては本論では立ち入らないが、結語で若干言及する。

64 船岡健太「新規公開時のベンチャーキャピタルの役割」中央経済社（2007）「第1章ベンチャーキャピタルの段階的投資とシンジケーション」（27-57頁）。

65 なお、米国では「段階的投資」とともに、「シンジケーション」がVCの情報生産能力の向上を促し投資の効率性に好影響を及ぼす可能性があることについての研究も少なくないが、本稿では、「段階的投資」に議論を集中し、「シンジケーション」については立ち入らない。

## 〔2〕 段階的投資の国際比較

### 1. 海外

#### 1.1 VCからの新規投資と追加投資（米国）

まず、米国での段階的投資の状況を概観する。

段階的投資は、当然のことながら初回は新規投資として行われ、その後に追加投資として複数回に分けて行われる。それぞれの投資の段階は「ラウンド (round)」、ないしは「シリーズ (series)」と呼ばれ、回号の順序はそれぞれ序数（第1, 2, …ラウンド）ないしはアルファベット（シリーズA, B, …）で表される（なお、エンジェル投資を含むシード・ラウンド、エクспанション・ステージ以降を別個にラウンドとして分類している調査もある）。

米国での一般的なケースでは、IPOまでに段階的投資は概ね3回から5回のラウンドに分けて行われる。この間に、順調なVBはシード・ステージからアーリー、エクспанション、レーターの各ステージに成長していき、各時点で

の事業規模に応じた増資を各ラウンドで行い、資金を調達する（なお、ラウンドの回号とVBの成長ステージは必ずしも一対一で対応しているわけではないことに留意されたい）。

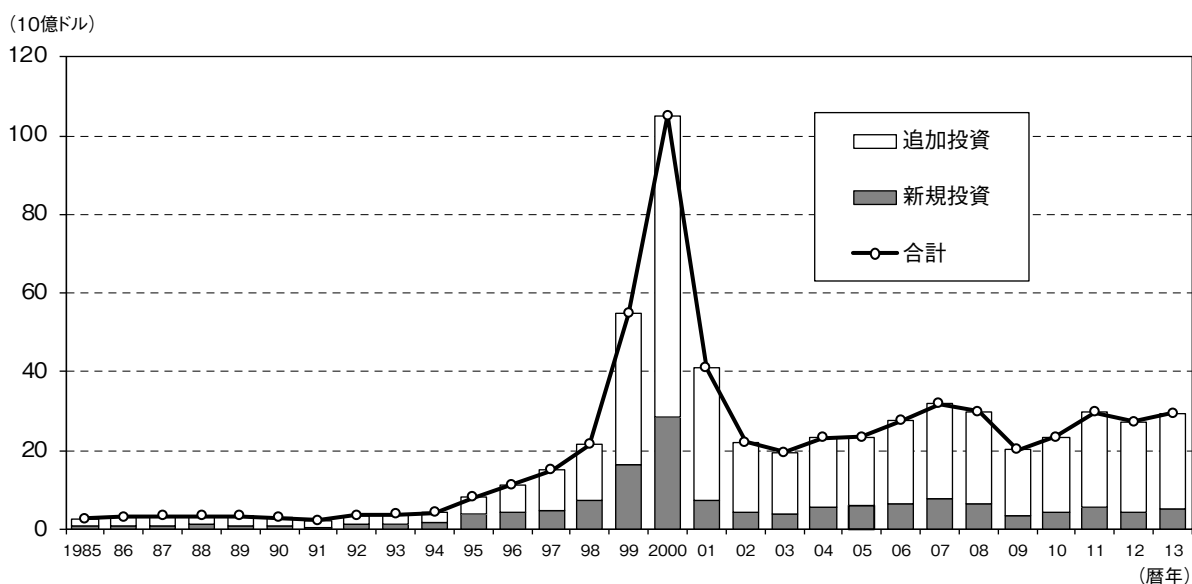
#### 1.1.1 金額

まず、VC投資の金額をみると、2001年以降は、概ね200億ドルから400億ドルの範囲で推移しているが、各年とも追加投資が新規投資を大きく上回っている（図表V-1）。

#### 1.1.2 投資を受け入れたVBの社数

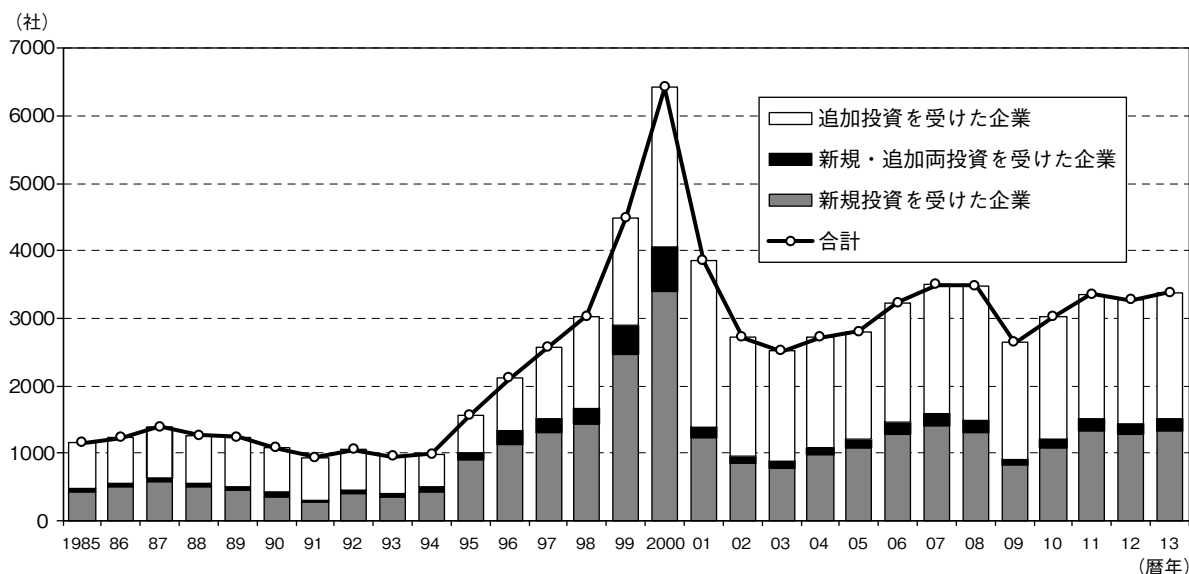
一方、投資を受けたVBの社数を「新規投資を受けた企業」、同じ年に「新規・追加両投資を受けた企業」、過去に新規投資を受け当該年には「追加投資を受けた企業」の3つの類型に分けてみると以下のようなことが見てとれる（図表V-2）。

（図表V-1）米国VCの新規投資と追加投資（金額）



（資料）NVCA, YEAR BOOK 2014

(図表V-2) 米国VCから新規投資と追加投資を受けたVB (社数)



(資料) NVCA, YEAR BOOK 2014

- ① 1990年代半ばから2000年までは、「新規投資を受けた企業」の社数が3類型の中で最も多い。
- ② 「新規・追加両投資を受けた企業」は、ITバブルの絶頂期であった1999, 2000年に、その前年と比べて増加幅が大きい。
- ③ 2001年以降は、「追加投資を受けた企業」が3類型の中で最も多くなっている。

①は、ITバブルの膨張過程で、IT関連を中心にVBが多数設立され、VCが新規投資に傾斜していたことを示していると思われる。

②は、新規投資と追加投資が同じ年に行われたことを意味しており、VCが新規に投資したばかりのVBに対して、短いインターバルで追加投資を行ったことを示している。先行研究のいくつかが示しているように、段階的投資のラウンド間に設定するインターバルは、VBの成長が順調か否かをモニタリングする頻度を意味しており、VCはリスクの高い業種ではイン

ターバルを短くする。しかし、同一年に新規・追加の両投資が実施され、その後ITバブルの崩壊が起きたということは、結果的にみるとITバブルの絶頂期にVCがVBをモニターする際の規律がやや弛緩していた可能性があったとみることもできよう。

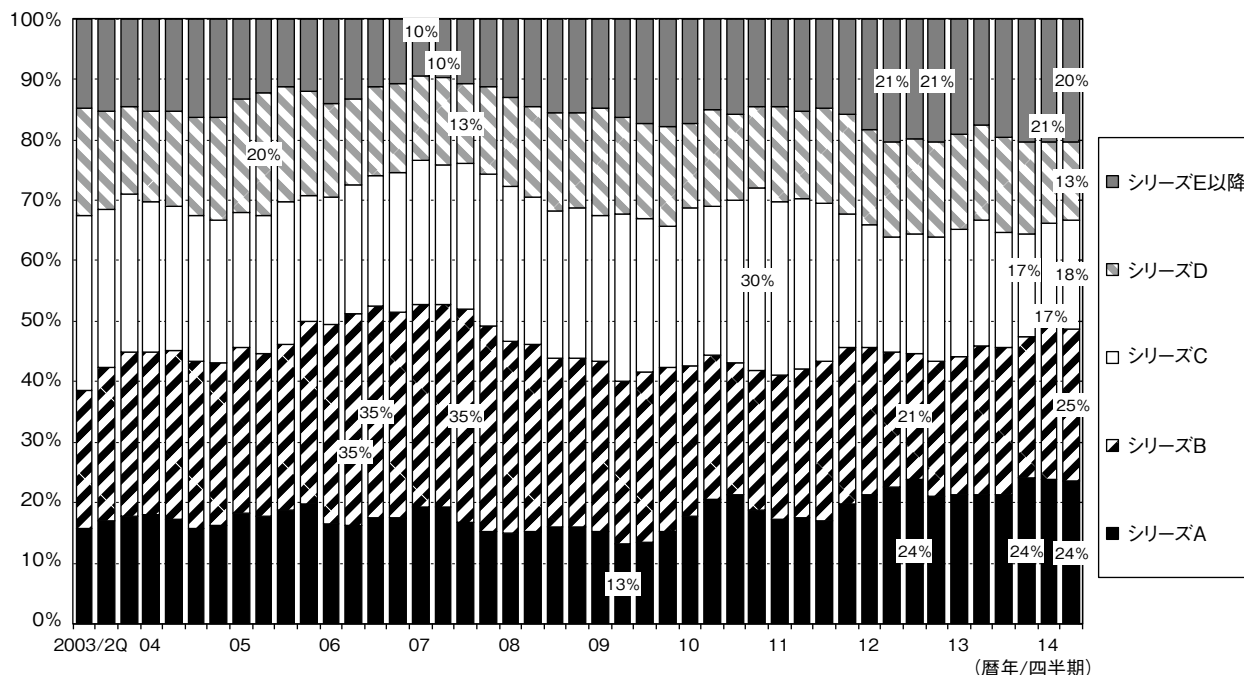
③は、①, ②の状況がITバブルの崩壊によって見直され、適切なインターバルで追加投資を行うという投資慣行にVCが復帰していることを示唆している。

## 1.2 シリーズ (ラウンド) 別の投資件数

次に、シリコンバレー (周辺) に本社のあるVBを対象として、投資シリーズ (ラウンド) 別にVCとの投資契約の件数の構成比をみると以下のようなことが分かる (図表V-3)。

- ① 「シリーズA」は、2011年までは概ね2割を下回っていたが、2012年以降コンスタントに2割に達している。

(図表V-3) シリコンバレー（周辺）に本社のあるVBのVC投資契約件数の構成比（シリーズ別）（後方4四半期移動平均）



(資料) Fenwick & West LLP, trends in terms of venture financings in the San Francisco Bay Area, trends in terms of venture financings in silicon valley (<http://www.fenwick.com/Topics/pages/topicsdetail.aspx?topicname=VC Survey>)

(注) 以下について、出所担当者に電子メールで確認（2014年11月11日）。

- ・シリーズAにはシード・キャピタルとVCと協調するエンジェル投資を含む（未公開のエンジェル投資を含まない）。
- ・シリーズE以降は5回目以降のラウンドである。概念的にはエクспанション・ステージに対応するケースが多いが、レターステージも一部を含む

- ②また、「シリーズA」と「シリーズB」の合計は2005年末から2007年には概ね5割前後で推移していたが、リーマンショック後の2009年には約4割に低下した。以降徐々に比率が上昇し、2014年第2四半期には49%にまで回復した。
- ③一方、「シリーズE以降」も2012年以降概ね2割前後で推移している（2003年第2四半期から2011年までは2割に達したことはなかった）。
- ④「シリーズC」は2010年後半に3割に達していたが直近では2割をやや下回っている。また、「シリーズD」も2005年には2割に達した局面もあったが、2014年4-6月期では13%にとどまっている。

以上からは、近年の段階的投資について次のようなことを指摘でき、戦略的に投資を行っていることが分かる。

- ①米国のVCが主に、シード、あるいはアーリー・ステージのVBへの新規投資に対するスタンスをやや積極化している。
- ②シリーズBにもアーリー・ステージのVBが含まれるため、比較的若い段階のVBに対するVCの投資意欲がリーマンショックの前のピーク近くまで回復している。
- ③米国の経済全般やIPOとM&Aの市場の回復を受けて、エグジットが近い段階である「シリーズE以降」に対する投資が持ち直していることを示唆している。
- ④段階的投資の一環として、アーリー・ステージの後期やエクспанション・ステージに達

したVBが含まれるとみられる「シリーズC」や「シリーズD」に対しても一定の比率で投資を行っている。

### 1.3 投資ラウンド別の平均取引金額（世界全体）

次に、2008年以降の世界全体の投資ラウンド別の平均取引金額をみると（図表V-4）、各年ともVC投資の平均の投資金額は、「エンジェル/シード」（2014年1-9月：120万ドル）、「第1ラウンド（シリーズA）」（同：860万ドル）、「第2ラウンド（シリーズB）」（同：1,700万ドル）、「第3ラウンド（シリーズC）」（同：2,990万ドル）、「第4ラウンド以降（シリーズD）」（同：5,860万ドル）とラウンドが進むほど、金額が多くなっている。

時系列でみると、順調に成長しているVBが多く含まれると思われる「第3ラウンド（シリ

ーズC）」と「第4ラウンド以降（シリーズD）」の平均取引金額が上昇傾向で推移していることが特徴的である。これは、世界全体でみると、VBにとっての資金調達環境が改善していることを意味している。

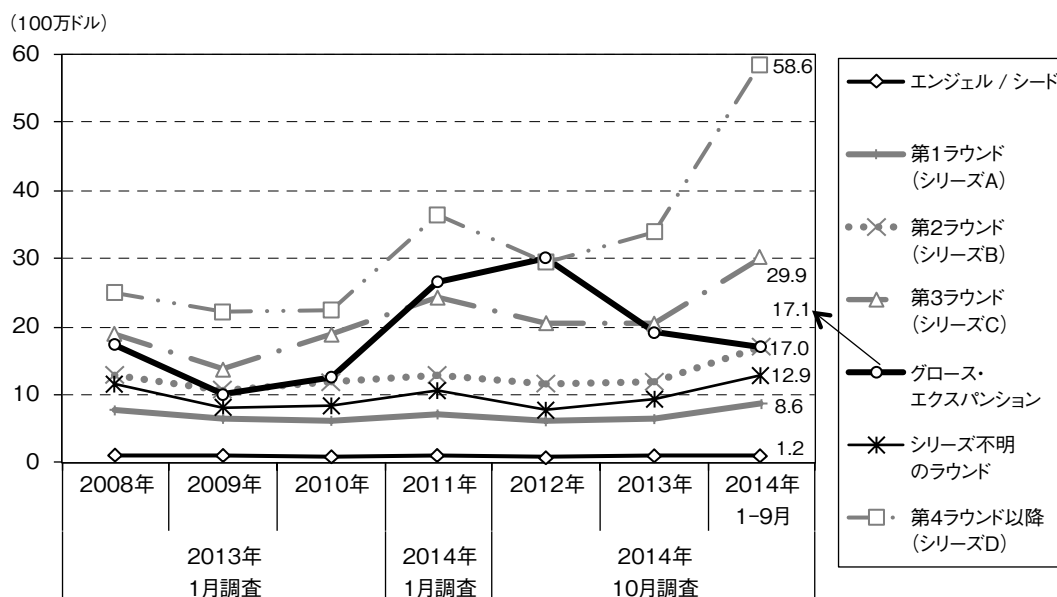
## 2. 日本

### 2.1 IPOまでのラウンド数とVC数

2006年から2013年の間で日本の新興市場でIPOを行ったVBを対象として、IPOまでのラウンド数（中央値）をみると（図表V-5）、殆どの年で2回であり2007年に至っては1回である。これは、米国での段階的投資が3～5回に分けて行われるのと比べて少ない。

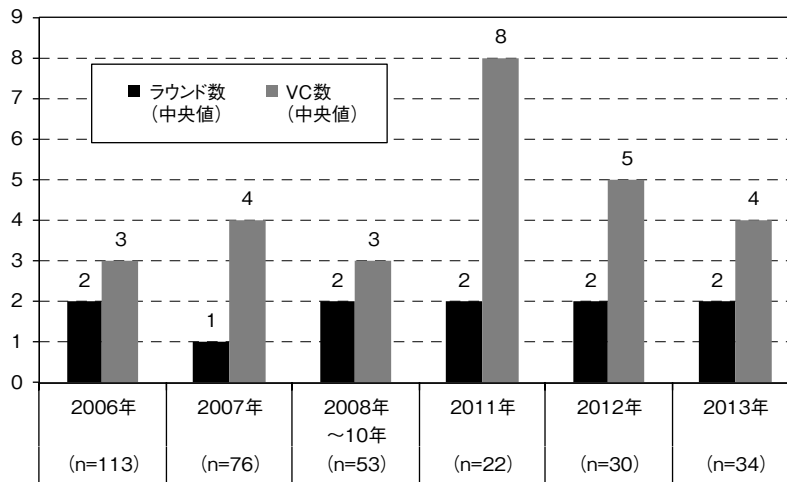
米国ではIPO時点での社齢（中央値）が2013年に8年であったので（前掲図表IV-7）、平均的なラウンド間のインターバルは概ね2年であ

（図表V-4）投資ラウンド別のVC投資の平均取引金額（世界全体）



（資料）preqin, Private Equity-Backed Venture Capital Deals, Venture Capital Deals Fact Sheet. (<https://www.preqin.com/listResearch.aspx>)

(図表V-5) IPOまでのラウンド数と投資したVC数



(資料) ジャパンベンチャーリサーチ「ジャパンベンチャーリサーチ レポート<IPO企業分析>」(各年版)  
 (注) 調査対象企業は、各期間に新興市場にIPOし、かつVCが株主となっている企業(ただし、不明点の多い企業、外国企業を除いている年が一部ある)。

る<sup>66</sup>。その間に、投資先のVBに対して、経営のモニタリングや助言を行う。なお、Gompers (1995) によると、研究開発型企业のようなリスクの高いVBに対しては、頻繁にモニタリングとコミュニケーションを行う必要があるため、VCはラウンド間のインターバルを短くする。

一方、日本ではIPOまでの年数は2013年に10.83年であったので(前掲図表IV-6)、インターバルは約5年である。2007年にIPOを実施したVBに至っては、IPOまでの年数が14.50年であり、ラウンド数が1回である。これらからみて、過去においては、緊密なコミュニケーションがなされていたとは考えにくく、多くのVCが「ハンズ・オフ」、「無関与」の投資スタイルを採っていたことが示唆される<sup>67</sup>。

ちなみに、IPOに至ったVBに投資したVC数

(中央値)は2011年を除くと、3から5である<sup>68</sup>。

## 2.2 日本の未公開VBへのラウンド別の投資状況

次に、インタビューを実施した北村彰氏が代表取締役を務めるジャパンベンチャーリサーチ(JVR)の調査に依拠して、株式公開をしていないVBへのラウンド別の投資状況を見ていく。

### 2.2.1 VC投資のラウンド別の金額と件数

#### ①金額

未公開のVBが受け入れた投資金額をラウンド別にみると(図表V-6)、2013年には「第1ラウンド」が約120億円で最も多く、これに「第2ラウンド」、「コーポレート(筆者注:CVC)」等が続いている。これに対して、「シード」(ラ

66 VBがIPOを行った後に、VCが追加出資する可能性を捨象した試算である(後述する、日本も同様)。

67 船岡(2007)によると、2000年から2005年までに新興3市場(ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス(含、ナスダック・ジャパン))で株式を公開した「165企業のうち119企業は1回のラウンドのみ(非段階的投資)でベンチャーキャピタル投資が完結している」(船岡・前掲注64、41頁)。

68 VC数は、シンジケート数(=シンジケートに参加するVCの数)の近似値と考えることができる。



ウンド)は20億円に達しなかった。

2014年上半期についても「第1ラウンド」が最も多く、「シード」ラウンドが最も少なかった。2014年上半期は、「第1」、「第2」、「第4」の各ラウンドと「コーポレート」は2013年通年の5割超に達しており、「第3ラウンド」は2013年を上回っている。

ここから、金額については、2014年は上半期の状況から見て、2013年よりもVBの資金調達環境が良かったとみることができる。ただ、「シード」は2013年の半分に達しておらず、調達環境は厳しさを残したものと思われる。

っており、これに「シード」が約40件で続いている。2014年上半期も「第1ラウンド」、「コーポレート」、「シード」が上位を占めている。また、「その他のアーリー（引受先が不明のラウンド）」以外のすべてのラウンドで2014年上半期は2013年の5割超に達している。

2013年、2014年上半期ともに、「第1ラウンド」から「第2」、「第3」、「第4」ラウンドに進むほど件数が少なくなっている。投資先VBが順調に成長していないことによるものか、あるいはVCが段階的投資に消極的な姿勢を取っていることによるものかは、一概には判断しにくい。

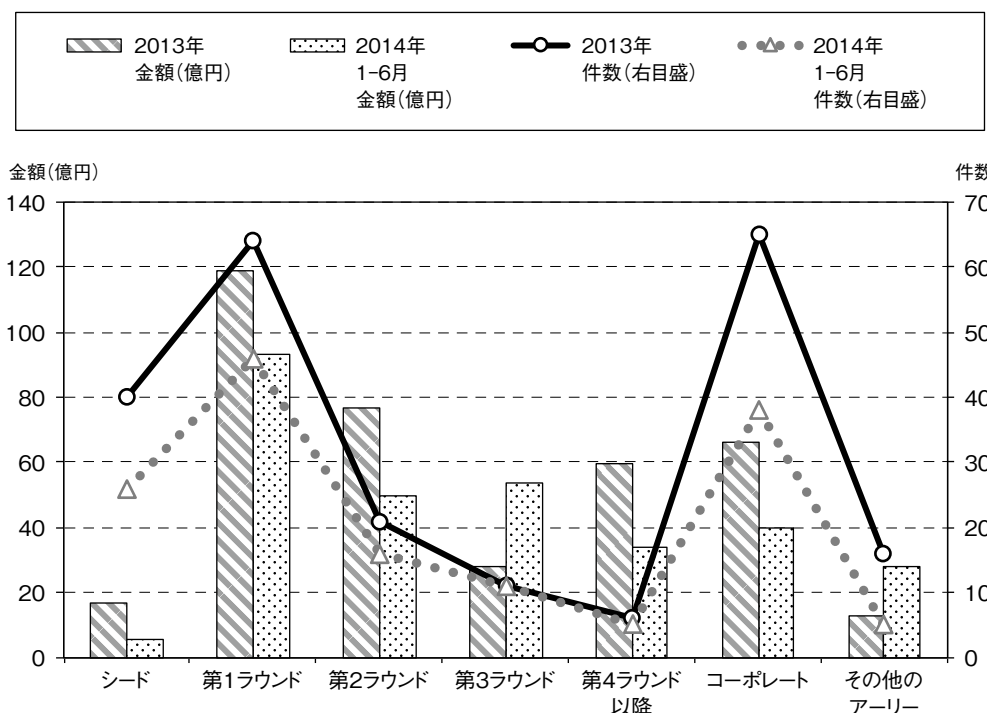
## ②件数

件数をみると(図表V-6)、2013年には「コーポレート」と「第1ラウンド」が60件を上回

## ③平均調達額

次に、ラウンド別の平均調達額をみると(図表V-7)、2013年(通年)、2014年上半期ともに、

(図表V-6) ラウンド別の金額と件数



(資料) ジャパンベンチャーリサーチ「2014年 未公開ベンチャー企業資金調達の状況(2014年上半期)」(2014年8月)

(注) 「コーポレート」は、事業会社との資本提携等、VC参加がないラウンド、「その他のアーリー」は、引受先が不明なラウンドを指す。

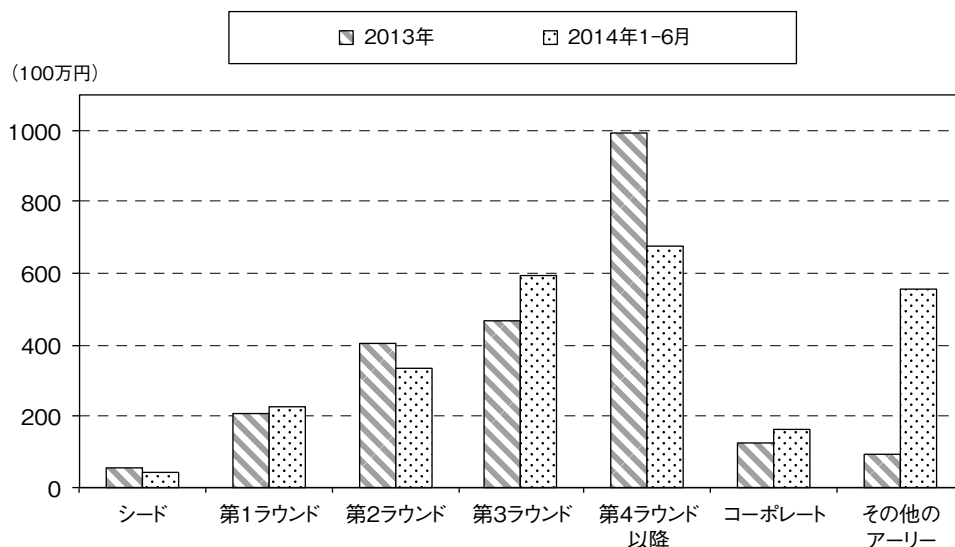
「シード」から「第1ラウンド」～「第4ラウンド以降」とラウンドが進むほど、平均調達金額が多くなっており、近年VCが未公開のVBに対して行う投資は、段階的投資として行われているものと思われる。しかし、詳細は後述するが、その平均金額は、どのラウンドにおいても世界との比較で見ると圧倒的に少なく、資金を調達するVBのニーズを充足しているかどうかは不明である。しかも、「シード」では2014年上半期は2013年に比べて僅かではあるものの平均調達金額が低下している。ここからは、シード・ステージのVBに対するVCの投資スタンスはなお慎重であり、「段階的投資は緒についたところ」とみるべきであると思われる。

一方、同じ時期に「コーポレート」の平均調達金額は上昇している。なお、「コーポレート」からの平均金額は2013年、2014年上半期ともに、「シード」とアーリー・ステージのVBが多

いと思われる「第1ラウンド」の中間にある。JVRの北村社長の見解を考慮すると、CVCがシード・アクセラレータ的な役割を担ってシード、あるいはアーリー・ステージの中でもさらに初期段階のVBに投資を行っていることが示唆される。つまり、シード・ステージとアーリー・ステージのVBに対するVCの慎重なスタンスをCVCの積極的姿勢がある程度補完しているとみることができる。もっとも、CVCの動機が戦略的投資と財務的投資のどちらを主としているかについては不明である。有識者・実務家へのインタビューからは、日本のCVCの戦略性に対して疑義が表明されており、イノベーション・エコシステムの発展のためには、なお改善の余地があることが示唆されている。

また、CVCだけでなく、専門のVC、特に金融機関系列のVCについても、段階的投資を戦略的に実施するという姿勢を明確にすべきと考

(図表V-7) 日本のラウンド別の平均調達額



(資料) ジャパンベンチャーリサーチ「2014年 未公開ベンチャー企業資金調達状況 (2014年上半期)」(2014年8月)

(注) 「コーポレート」は、事業会社との資本提携等、VC参加がないラウンド、「その他のアーリー」は、引受先が不明なラウンドを指す。

えられる。次にこの点について、段階的投資の状況を時系列でみることによって検討する（以下では、CVC以外のVCを「専門のVC」と表現する場合がある）。

## 2.2.2 ラウンド別投資の推移

### ①件数（図表V-8）

2007年から2014年上半期にかけてのVC投資の件数の構成比をラウンド別にみると、以下のようなことが見受けられる。

(a)「シード」の構成比は、2011年以降継続的に15%を超えており、2011、2012年には25%を上回っていた。

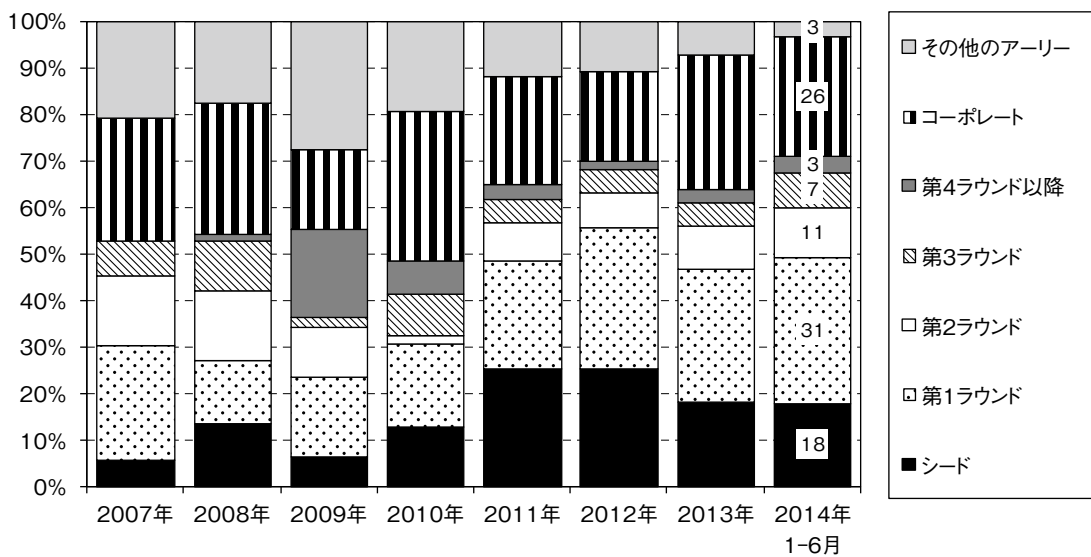
(b)「シード」と「第1ラウンド」（アーリー・ステージが多いと思われる）の構成比の合計が2010年までは3割前後で推移していたが、2011年以降は5割前後で推移している。

(c)「コーポレート」、すなわちCVCの件数は概ね2割を占めている。

以上からは、①全体として日本のVCが、シード、あるいはアーリー・ステージのVBに、投資の「件数」の比重を高めていること、及び、②未公開VBに対する投資件数において、戦略的投資と財務的投資のどちらに軸足を置いているのかについて客観的に評価することは難しいが、CVCが一定の地位を占めている様子が窺われる。

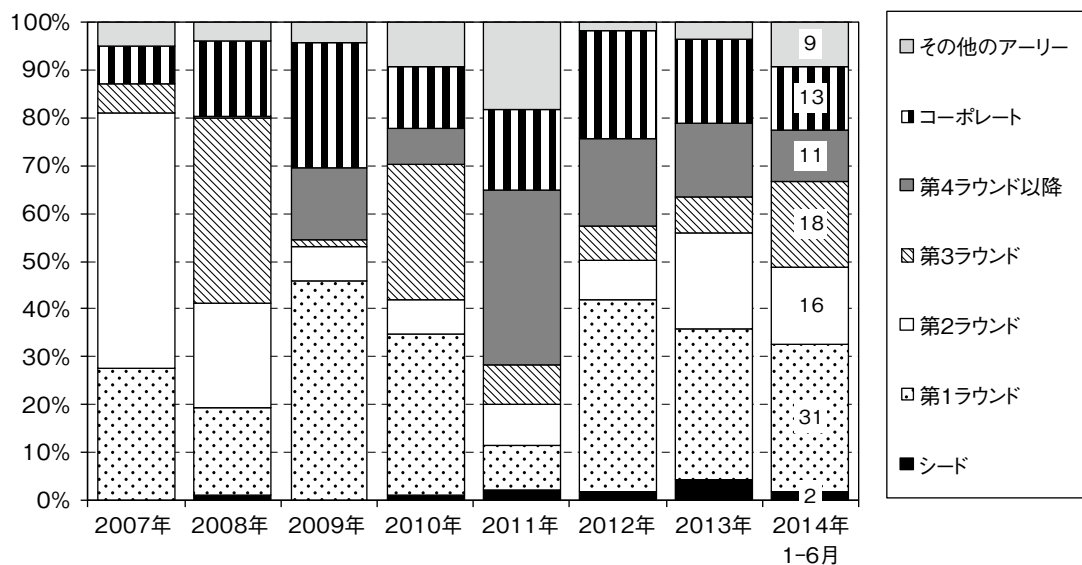
①については、有識者・実務家が指摘している日本のVCがシード、あるいはアーリー・ステージのVBへの投資よりもレター・ステージのVBを重視しているという見解との関係でどのように評価すべきであろうか？これを検討するために、次にVC投資の「金額」の構成比をラウンド別にみしてみる。

(図表V-8) 日本のラウンド別のVC投資の件数（構成比）



(資料) ジャパンベンチャーリサーチ「2014年 未公開ベンチャー企業資金調達状況 (2014年上半期)」(2014年8月)  
 (注) ・「コーポレート」は、事業会社との資本提携等、VC参加がないラウンド、「その他のアーリー」は、引受先が不明なラウンドを指す。  
 ・四捨五入の関係上、構成比の積算は100にならない。

(図表V-9) 日本のラウンド別のVC投資の金額 (構成比)



(資料) ジャパンベンチャーリサーチ「2014年 未公開ベンチャー企業資金調達状況 (2014年上半期)」(2014年8月)  
 (注) ・「コーポレート」は、事業会社との資本提携等、VC参加がないラウンド、「その他のアーリー」は、引受先が不明なラウンドを指す。

②金額 (図表V-9)

2007年から2014年上半期にかけてのVC投資の金額の構成比をラウンド別にみると、以下のようなことが見受けられる。

(a) 「シード」の構成比は5%未満で推移しており、上記① (a) の件数の構成比に比べて極端に低い。

(b) 『第1ラウンド以前』 (= 「シード」 + 「第1ラウンド」) の構成比が2009年と2012年は4割を超えたものの、2008年には2割を割り込み、2011年には1割強にまで低下するなど、変動が大きい。

(c) 『第3ラウンド以降』 (= 「第3ラウンド」 + 「第4ラウンド以降」) は2007, 2009年を除くと、2割を超えており、特に、2011年には4割を上回った。

(d) 2013年を除くと、2008年以降、『第1ラウンド以前』の構成比が前年よりも低下 (上昇) する年には、第3ラウンド以降の構成比が上昇

(低下) している。

(e) 「コーポレート」、すなわちCVCの構成比は2008年以降10%を超えている。

件数に関する特徴である①(a)から(c)と、以上の②(a)から(e)の金額に関する特徴を併せると、以下のようなことが推察される。

(i) 「シード」で個々のVBがVCから調達する平均金額が極めて少額にとどまっている。また、『第1ラウンド以前』の平均調達金額も極めて少ない。つまり、日本のVCは、アーリー・ステージを中心として、多数のVBに少額の投資を『第1ラウンド以前』に実施している。

これは、日本のVCのシード・ステージ、あるいはアーリー・ステージのVBに対する平均投資金額が少額にとどまるため、VBが目指す成長を実現するために必要とする総額の調達が困難になっていることを示唆している。このため、『第1ラウンド以前』の投資の件数の

構成比は近年5割前後に達しているにも拘わらず、有識者・実務家はシード、あるいはアーリー・ステージのVBに対するVCの投資スタンスが消極的と考えている可能性がある。

(ii)『第3ラウンド以降』の平均調達金額は『第1ラウンド以前』のそれに比べて大きい。また、資金を調達したVBはそれまでに順調に成長した企業に限られるため、その数は少ない。

これは、有識者・実務家の見解の通り、日本のVCは、より若いステージのVBに比べてレター・ステージまで順調に成長したVBへの資金供給を相対的に重視していることを示唆している。

(iii)日本のVCは『第1ラウンド以前』（シードあるいは、アーリー・ステージのVBが中心）に対する投資と、『第3ラウンド以降』（レター・ステージのVBが中心）に対する投資を概ね代替的に扱っている。

これは、日本のVCが、『第1ラウンド以前』のVBへの投資のリスクの低下（上昇）、あるいは期待収益率の上昇（低下）に伴い、全体のポートフォリオを睨んでそのラウンドへの投資のシェアの引き上げ（引き下げ）を行っている可能性があることを示唆している（『第3ラウンド以降』のシェアは『第1ラウンド以前』と逆方向に動く）。ただ、そのようなスタンスは、投資受け入れを希望するVBの資金調達に対するニーズと合致しているとは限らない。

(iv)「コーポレート」の平均的な投資金額は「シード」と「第1ラウンド」の間にある。

これは、専門のVC<sup>69</sup>が消極的なスタンス

を取っているシード・ステージ、あるいはアーリー・ステージのVBの資金調達ニーズをCVCがある程度補完している可能性を示唆している。

### 3. 投資ラウンド別のVC投資の平均金額の国際比較

世界と日本の投資ラウンド別のVC投資のVB1社当たりの平均金額をみると（**図表V-10**）、2013年、2014年（世界は1-9月、日本は上半期）ともに、「①シード」から、「⑤第4ラウンド以降」まで、世界も日本もラウンドが進むほど金額が増えており、VBの成長段階に応じて増加する資金需要に対してVCが段階的投資を行っている様子が窺われている。

しかし、同じ年の各ラウンド別に世界と日本を比較すると、日本の平均金額はいずれのラウンドにおいても世界を下回っている。特に、世界は2014年に「②第1ラウンド」から「⑤第4ラウンド以降」までの平均金額が2013年よりも増加しているのに対して、日本では2014年の「④第3ラウンド」までの各ラウンドの平均金額は2013年と大差がなく、「⑤第4ラウンド以降」の平均金額は2013年を下回っている。

もとより、個々のVBの事業内容によって調達する金額が異なることは当然であるが、既に述べた日米欧のVC投資の総額において、日本は圧倒的に少ないことも踏まえると、日本のVC投資においても段階的投資が実施されつつあるが、シードあるいはアーリー・ステージだけでなく、多様なステージのVBに対するリスク・マネーの供給がなお不足していると考え

69 有識者・実務家の見解によると、金融機関系列のVC。

方が自然である。投資金額の上限が3,000万円～5,000万円にとどまっている金融機関系列のVCが残存しており、なおかつ、それらのVCではハンズ・オフ投資が主流であることを、有識者・実務家は指摘している。

段階的投資は、イノベーション・エコシステムの起点であるVBへのハンズ・オン投資を促進するツールとしてシリコンバレーでは当然のこととされているため、日本でも、特に金融機関系列のVCの投資慣行を見直す必要があるものと思われ、この点は結語で再論する。

以降では、段階的投資のツールとしての種類株式について、その概要と日米での使用状況、及び米国内で注目を集めた、種類株式によるVC投資に関連した訴訟とその日本への含意について論じる。

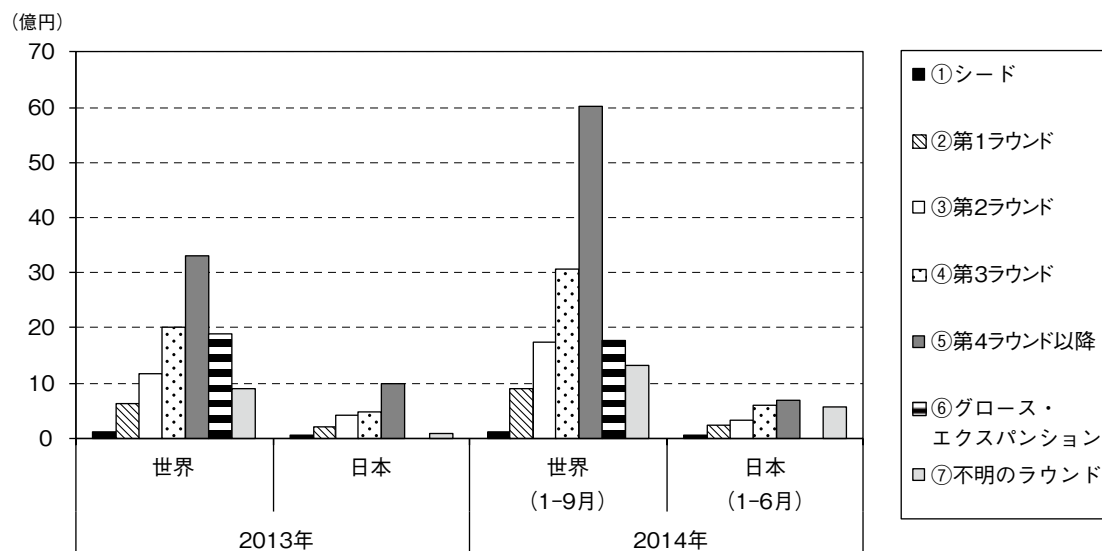
### 〔3〕 段階的投資のツールとしての種類株式

#### 1. 種類株式の条項とその理論的意義

##### 1.1 投資契約に基づいて種類株式に規定される条項

段階的投資をVCが行う際には、VBの経営者、すなわち起業家との間で適切な「成果の分配」の権限と「モニタリング・支配」の権限の調整がなされる必要がある。しかし、VCが普通株式を引き受けるのでは、そのような権限の調整をすることが難しい<sup>70</sup>。「成果の分配」の方法としては「スウェット・エクイティ」が用いられる。これは、「将来の人的資本の拠出に対して起業家グループに普通株式を与える一方、VC等の投資家が起業家の普通株式よりも相対的に高い単価で議決権付優先株式を引き受ける取引慣行のことである。両株式の拠出額の差

（図表V-10） 投資ラウンド別VC投資のVB1社当たりの平均金額（世界と日本の比較）



（資料）日本：ジャパンベンチャーリサーチ「2014年 未公開ベンチャー企業資金調達状況（2014年上半期）」（2014年8月）

世界：preqin, Venture Capital Deals Fact Sheet. (<https://www.preqin.com/listResearch.aspx>)

（注）・「世界」の①はエンジェル含む。

・世界の平均取引金額は、東京市場 ドル・円 スポット 中心相場/月中平均（2013年：97.627円/ドル、2014年1-9月：102.950円/ドル）によって円に換算。

70 この点についての詳細は、藤野・前掲注1を参照されたい。

が、起業家が将来拠出する人的資本の現在価値に相当するため、スウェット・エクイティ（汗の取り分）と呼ばれる。この優先株式には、①非累積的優先配当権、②発行価額と同額の残余財産優先分配権、③償還請求権、④普通株式と同等の議決権、⑤普通株式1株への転換権、⑥希釈化防止条項、⑦一定数の取締役選任権、⑧一定の重要事項に対する拒否権、および⑨一定以上の条件を満たすIPO時における普通株式1株への強制転換条項、などの条項が付されているため、起業家に対するVCのモニタリングを可能にするとともに、IPOが達成された時にはVCの各種の権限が消滅し、起業家への支配の分配が増加する」<sup>71</sup>（傍点筆者）。

この「議決権付優先株式」は種類株式であり、段階的投資の実効性を担保するためにVCに付与される適切な「モニタリング・支配」の権限（④、⑦、⑧）を規定する投資契約を具体化する法的なツールとして利用される。普通株式による投資ではVBの経営者が会社の経営権を保持するために過半数の議決権を維持しようとする企業価値の半分以下の資金調達しかできない。しかし、種類株式を用いて資本多数決を修正すれば、VBは経営権を維持する一方、VCは投資先であるVBの企業価値の半分以上を超える大きな金額を供給しやすくなる。これが種類株式による投資の利点である。

以下では、議決権と取締役の支配権とその

他の条項の理論的意義について先行研究を基に述べる。

## 1.2 先行研究にみる種類株式の意義

VC投資に用いられる種類株式に含まれる契約条項の代表的な先行研究がKaplan & Strömberg (2002) である<sup>72</sup>。Kaplan & Strömberg (2002) は、米国の14のVC投資ファンドによって1986年12月から1999年4月までに実行された119社のVBに対する213件の投資契約とその契約条項を基にした種類株式の実証分析を行い、以下のような結果を得た<sup>73</sup>。

①投資契約は、VCに（筆者注：残余）キャッシュフローに対する権利、取締役会への取締役の派遣の権利、議決権、清算権（liquidation rights）、及びその他の支配権を個々の契約に応じて付与する<sup>74</sup>。

②略

③上記の権利は、もしも会社（筆者注：VB）の業績が悪ければVCが完全な支配権を得るように配分されている。VBの業績が改善する時、起業家はより多くのキャッシュフローに対する権利を回復あるいは獲得する。もしもVBの業績が非常に良ければ、VCは殆どの支配権と清算権を放棄する。

④起業家と投資家の間での潜在的なホールドアップ問題（hold-up problem）<sup>75</sup>を緩和するこ

71 藤野・前掲注1、40頁、注62。広義には、ストック・オプションを含めてスウェット・エクイティとする論者もいる。

72 Steven N. Kaplan & Per Strömberg, *Financial Contracting Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, 70 Rev. Econ. Studs. 281, 313 (2002)

73 Kaplan & Strömberg, *supra* note 72 at 15.

74 残余キャッシュフローに対する権利（前項「1.1」では「非累積的優先配当権」が概ね該当する）はVBが順調な場合の起業家とVCの間でのキャッシュフローの配分に関する権利を規定するのに対し、清算権（前項「1.1」では、「残余財産優先分配権」が概ね該当する）は事業が不調で会社を清算する場合の配分を規定する。

75 この場合のホールドアップ問題は、VBの起業家がVCから投資を受けた後に、投資家の利益に反する形で退社したり経営を怠けたりすることを、投資家であるVCが事前に恐れて最適な金額を投資しなくなることである（何らかの方策を事前に講じておかなければ、出資者は「お手上げ（hold-up）」になる）。

とを目的として競業禁止条項 (non-compete provisions) とベスティング条項を含めることは、VCにとって普通のことである。アーリー・ステージの投資において、ベスティング条項がより一般的である。

- ⑤キャッシュフローに対する権利、支配権、及び追加投資 (future financing) は、財務面と非財務面の実績について観測可能な方法に依存して頻繁に執行される。VCの初回投資とアーリー・ステージのVBへの投資において、これらの状態依存的な権利はより一般的である。

ただし実際には、第1ラウンドの時点でその後のラウンドでの資金供給の条件を事前に定める投資契約においてさえも、規定される条件が必ず行使されるとは限らず、VCとVBの間で「再交渉」が行われることも指摘している。こうした動的な変化があるとしても、段階的投資の実施を前提として詳細な条件を当初の投資契約で規定することは、将来のラウンドにわたる「再交渉」において交渉の出発点として当初の契約になかったオプションとなる契約条件を決定するために重要である蓋然性が高いと論じた<sup>76</sup>。

以上のように、Kaplan & Strömberg (2002) は段階的投資を機能させるために、投資契約の条項を盛り込んだ種類株式を利用することが重要であると論じた。

## 2. 米国での種類株式の実態

### 2.1 種類株式の使用状況

米国ではVCがVBに投資を行う際、種類株式、

<sup>76</sup> Kaplan & Strömberg, *supra* note 72 at 33.

<sup>77</sup> Del.Ch.2013, *infra* note 82 at 54, note 22.

なお、正確には、期間は1986年12月から1999年4月までである。

<sup>78</sup> このような場合における今回のラウンドを「ダウンラウンド」という。

すなわち優先株式 (preferred stock) を発行することが通例である。このことは実務家ばかりでなく、裁判所にも認識されている。具体的には、後述する米国で下された判決文の中で、Kaplan & Strömberg (2002) を引用して「1987年から1999年までのVC投資件数の94%が優先株式を利用している」<sup>77</sup>と言及している。

以下では、シリコンバレー地域での種類株式の利用状況を、その中に含まれる主要な条項の時系列の推移とともに確認する。

## 2.2 種類株式に規定される投資契約の主要な条項

### 2.2.1 希薄化防止条項

希薄化防止条項 (anti-dilution protect) は、段階的投資を行う際に、今回のラウンドの株価が以前に実施されたラウンドの株価よりも低い場合<sup>78</sup>に、既存の株主の出資金額対比でみた持株比率が今回のラウンドで投資する株主に比べて不利にならないように調整する条項である。調整の方法にはラチェット方式と加重平均方式がある。

ラチェット方式は、既存の種類株式の株主 (種類株主) の株価を今回のラウンドの株価に置き換えて、主にIPO時に行われる普通株式への転換の際の交換比率を調整する条項であり、加重平均方式に比較して既存の種類株主にとって有利である。一方、加重平均方式は、既存の株主の株式総額 (=株価×持株数) を今回のラウンドの分に含めて合計し、その全株式の加重平均価格に既存株主の株価を引き下げて、普



通株式への転換比率を調整する方式である。一般的には、ラチェット方式よりも加重平均方式が利用される。その理由は、既存の株主と今回のラウンドで新しく参加する種類株主の間での公平感・納得感を得やすいためである。

2003年以降のシリコンバレー地域での利用状況をみると（図表V-11）、加重平均方式とラチェット方式の合計が95%を超えている。ここから、殆どのVC投資に種類株式が利用されている状況を確認することができる。また、2003年にはラチェット方式が1割程度利用されていたが、その後利用率は低下傾向で推移し、近年は加重平均方式がほとんどを占めている。これには、JVRの北村社長の見解の通り、金融が緩和されていたため、VBに有利な条件で種類株式が発行されていることが背景にあると思われる。つまり、新規参加のVCにとって、加重平均方式の方がラチェット方式よりも既存の種

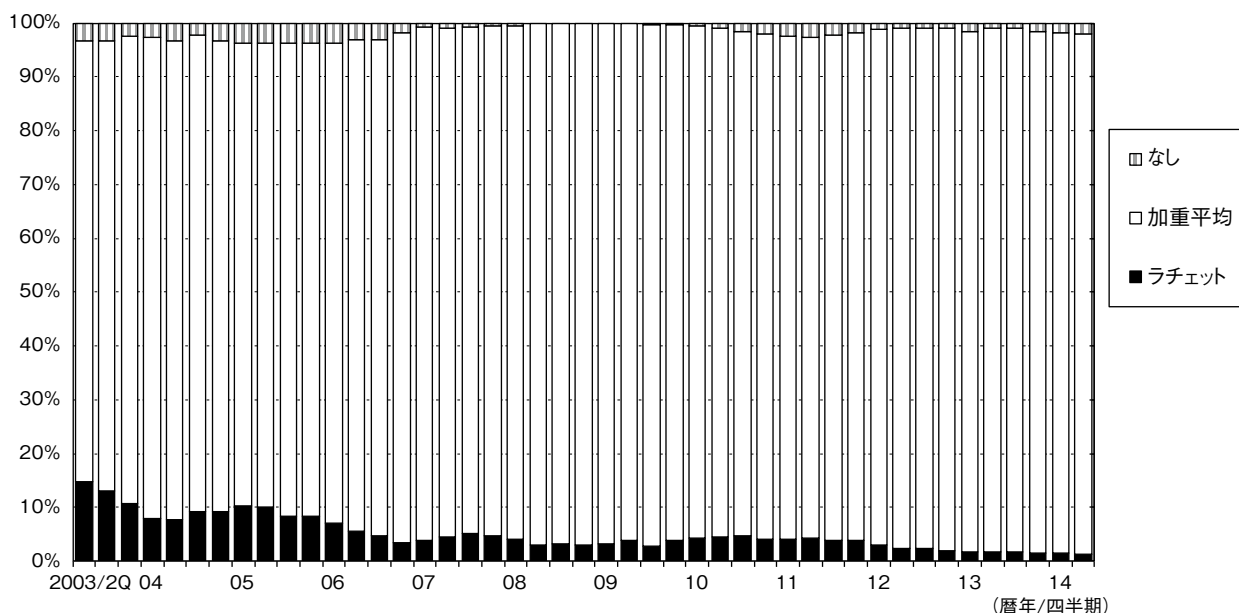
類株主との関係で公平感が高いため、新規参加のVCとの条件交渉をVBが有利に進めたいとの意向が反映されているものと思われる。

## 2.2.2 残余財産優先分配条項 (Senior liquidation preferences)

これは、VBが事業を清算する際には、種類株主が普通株主（VBの起業家等は普通株式を保有する）に優先して、清算後に残った財産から配当を受けることができるという条項である。この条項は2003年には6割程度の利用率であったが、2014年央には3割を下回っている（図表V-12）

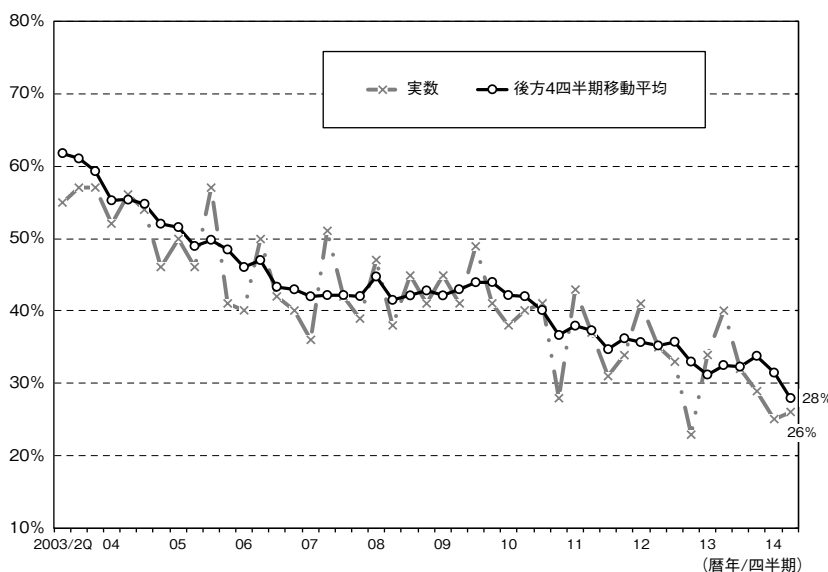
なお、段階的投資との関連で言及すると、既にみたようにラウンドが進むほどVCが特定のVBに投資する金額が大きくなるため、一般に、初期のラウンドよりも後期のラウンドで発行される種類株式の方が、この条項の利用率が高

（図表V-11）シリコンバレーでのVC投資契約における希薄化防止条項の利用状況（後方4四半期移動平均）



（資料） Fenwick & West LLP, trends in terms of venture financings in the San Francisco Bay Area, trends in terms of venture financings in silicon valley (<http://www.fenwick.com/Topics/pages/topicsdetail.aspx?topicname=VC Survey>)

(図表V-12) シリコンバレーでのVC投資契約における残余財産優先分配条項の利用状況



(資料) Fenwick & West LLP, trends in terms of venture financings in the San Francisco Bay Area, trends in terms of venture financings in silicon valley (<http://www.fenwick.com/Topics/pages/topicsdetail.aspx?topicname=VC Survey>)

という傾向がある（この条項は次章【4】で分析する判例に大きく関係している）。

景として、VBの資金調達環境が良いため、Pay-to-Play 条項を必要とするケースが少なくなっていることが背景にあるものと思われる。

### 2.2.3 Pay-to-Play条項

Pay-to-Play 条項は、新規の資金調達に際して、新株引受権を行使しないとペナルティとして既存投資家としての各種の優先権を喪失させる条項であり、特に、ダウンラウンド（以前のラウンドよりも引受ける株式の単価が低いラウンド）の際に、少額投資しかしていない既存のVCがVBに追加資金を投資するように促進する効果がある。これは、2000年代初頭のITバブルの崩壊後、利用率が高まった。

シリコンバレー地域での利用率をみると（図表V-13）、リーマンショック直前までは低下傾向で推移し、その後一時上昇したが、株価が回復したこともあり、再び利用率は低下傾向に転じ、2014年央には5%を下回っている。おそらく、米国の金融が緩和傾向で推移していることを背

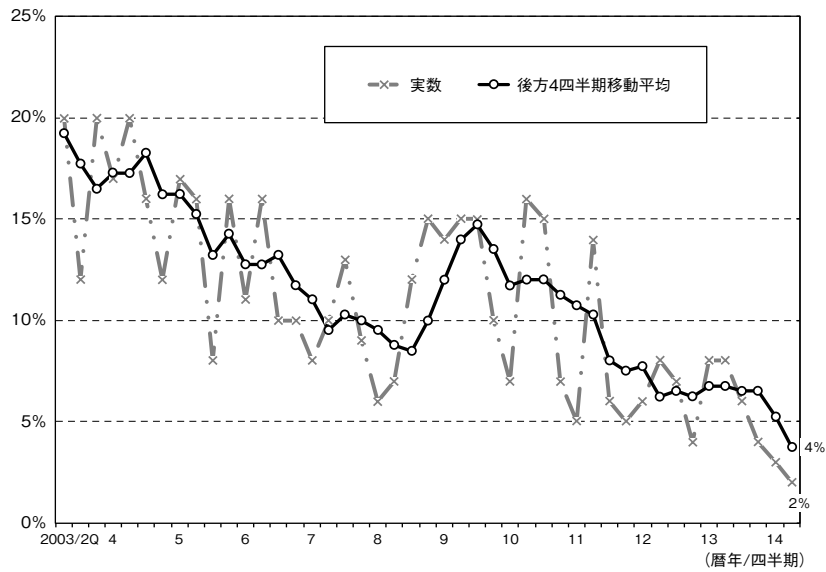
### 2.2.4 償還権

#### (Redemption right)

これは、VC等の優先株主が、起業家個人ではなく会社としてのVBに対して発行価額（の一定倍）で優先株式の買戻しを要求する権利である。名目的に規定されとしても行使されることは殆どなく、投資契約での利用率も低下傾向で推移している（図表V-14）。

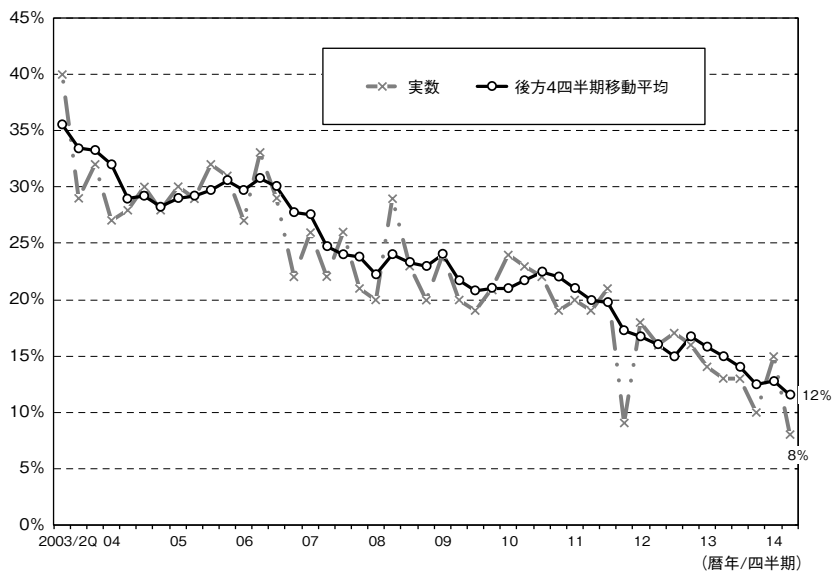
以上に見てきたように、米国では希薄化防止条項を中心として投資契約の様々な条項を具体化する種類株式が発行されており、段階的投資の各局面に応じて、VBとVCの間での成果と支配の権利を調整している。投資契約条件の当初の設定や再交渉のための情報収集には、緊密なコミュニケーションが必要である。このた

(図表V-13) シリコンバレーでのVC投資契約におけるPay-to-Play条項の利用状況



(資料) Fenwick & West LLP, trends in terms of venture financings in the San Francisco Bay Area, trends in terms of venture financings in silicon valley (<http://www.fenwick.com/Topics/pages/topicsdetail.aspx?topicname=VC Survey>)

(図表V-14) シリコンバレーでのVC投資契約における償還権の利用状況



(資料) Fenwick & West LLP, trends in terms of venture financings in the San Francisco Bay Area, trends in terms of venture financings in silicon valley (<http://www.fenwick.com/Topics/pages/topicsdetail.aspx?topicname=VC Survey>)

(注) 「強制的償還あるいはVCによるオプション」による償還。

め、投資収益率の引き上げを至上命題とするVCにとってハンズ・オンが合理的な投資スタイルになり、そのスタイルに種類株式による段階的投資がフィットするのである。

### 3. 日本での種類株式の普及状況

次に、日本での種類株式の普及状況を概観する。

まず、ベンチャーエンタープライズセンター(VEC)が毎年VC等を対象として実施している調査を基にして、2008年度から2012年度にかけてVCが行った投資の金額に占める種類株式の構成比を試算する(ただし、形態別の投融資の状況が無回答のVCを除外して行った試算であることに留意されたい)。

新規投資については、2008～2010年度までは概ね15%前後で推移していた。その後、2011年度に22%前後、2012年度には30%弱にま

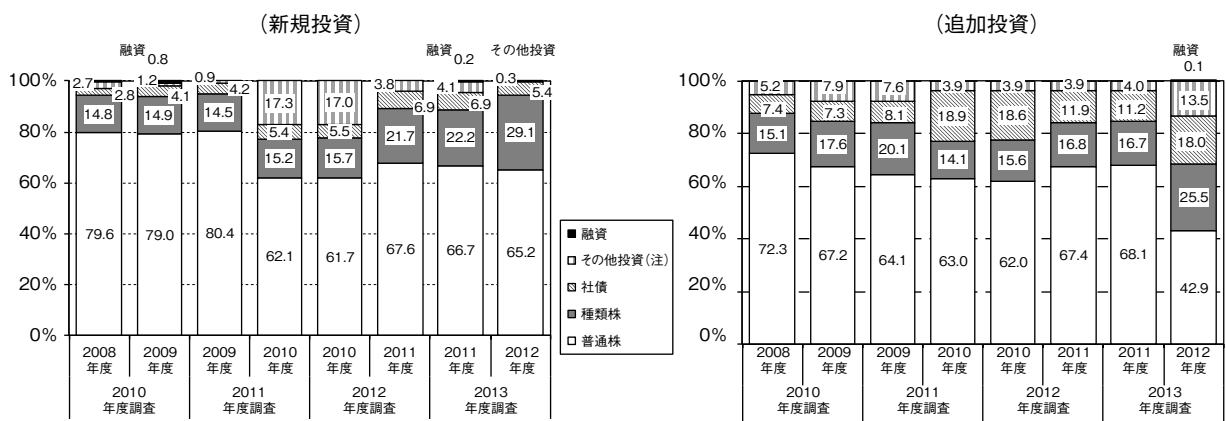
で比率が上昇している。また、追加投資についても、2012年度には25%に達している(図表V-15)。

このように、日本でも種類株式が徐々に普及しつつある<sup>79</sup>。

また、日本ベンチャーキャピタル協会の会長は、2013年12月12日の「金融審議会 新規・成長企業へのリスクマネーの供給のあり方等に関するワーキング・グループ」の第10回会合において、種類株式である「優先株の使用頻度が高まってきました。…私の肌感覚ではもう既に50%以上、過半を超えていると思います」と発言している<sup>80</sup>。ここから、種類株式の利用が一層増加しているとみられる。種類株式は、ハンズ・オン投資にフィットし、VBとVCの間のコミュニケーションと信頼関係の構築にも資するものである。

ただ、日本においてはVC投資への種類株式

(図表V-15) ベンチャーキャピタル本体及び投資事業組合による年間投融資状況(構成比)



(資料) VEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」(各年版)

(注)・「その他投資」は他ファンドへの出資、メザニン融資等。

・分母は、「普通株+種類株+社債+その他投資+融資」(投資形態無回答のVCがあるため、VEC調査の合計を使用しなかった)。

<sup>79</sup> この背景には、2011年秋に経済産業省と国税庁がストックオプションの税制ルールを明確化したこと等があると思われる。

<sup>80</sup> 金融庁Web (www.fsa.go.jp/singi/singi\_kinyu/risk\_money/.../20131212.html)。

の普及が緒についた段階であり、歴史と経験の豊富な米国に学ぶべき点はなお残存していると思われる。その一例として、次章では、種類株式を用いたVCの投資が惹起した法的問題点について、米国の判例を分析する。

#### [4] 種類株式による段階的投資が惹起する法的問題点についての米国判例の分析

ここでは、種類株式によるVC投資の法的問題点について、米国で注目された判例のレビューを通じて明らかにする。また、米国の裁判所がシリコンバレー・モデルを代表とするイノベーション・エコシステムをどのように評価しているかについて述べ、さらに日本のVC投資に対する含意についても論じる。

##### 1. 判例

ここで検討の素材とする判例は、2013年8月にデラウェア州衡平法裁判所 (THE COURT OF CHANCERY OF THE STATE OF DELAWARE)<sup>81</sup>が下した判決である<sup>82</sup>。この判決を検索エンジンで検索すると、アメリカ法律家協会 (American Bar Association : ABA) のシンポジウムの資料や多数の法律事務所のWebにVC投資に対する含意が論評されており、反響が大きかった様子が窺われる。

## 1.1 事件の概要

### 1.1.1 当事者

①被告 (単純化のために一部を省略している)

A社 : 1984年設立の翻訳ソフトウェアを主力製品とするVB。2005年に取締役会の承認と株主の投票により訴外C社に売却される。

A1 : Aの創業者、CTO。後に取締役会から社長代行 (Acting President) に任命される。

A2 : Aの取締役。投資銀行出身。Aの売却の戦略を策定するべく、取締役兼CEOに任命される。

VC1 : VCファンド $\alpha$ のパートナー

VC2 : VCファンド $\beta$ のパートナー。Aの取締役に兼務

VC3 : VCファンド $\gamma$ の非常勤の顧問。Aの取締役に兼務

(※) VCファンド ( $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\gamma$ ) は全て残余財産優先分配条項付きの種類株式 (以下では、「優先株式」と言う) によってA社に投資していた。

②原告

B : A社の普通株主 (普通株式の5%を保有)

81 米国では、会社法は州ごとに制定されている。会社運営に対するフレンドリーさもあり、殆どの大規模公開株式会社はデラウェア州を登記上の本社所在地としている。また、「衡平法 (equity)」は英米法特有の法的概念であり、契約関係の違反の有無に還元しきれない、高度に道徳的・倫理的な事件を判断するために、通常の裁判所 (※1) とは別に設置されている衡平法裁判所 (Court of Chancery) において、裁判官であるChancellor (※2) が下した判決を基にして集積される判例法の体系である。衡平法においては、当事者間の「衡平 (equity)」と正義を実現するために裁判官が広範な裁量に基づいて、表面的に合法的な行為についても証拠・証言を慎重に審査した上で、しばしば外形的な合法性を超える判断を下す。

(※1) コモンローの裁判所。主に外形的な基準で契約違反、損害賠償や刑法犯を陪審制で裁く。

(※2) 「大法官」と和訳される。米国では衡平法裁判所長も意味する。本事件の担当裁判官は副裁判所長 (Vice Chancellor) だった。

82 In re Trados Inc. Shareholder Litigation, Consol. C.A. No. 1512-VCL, mem. op. (Del. Ch. Aug. 16, 2013) at <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=193520>. 宍戸善一「ベンチャー企業とベンチャー・キャピタル」江頭憲治郎編『株式会社法体系』有斐閣 (2013)、123頁において本判決が言及されているものの、2015年3月20日にGoogleとGoogle Scholarでこの判例を検索したところ、日本語で言及しているwebはなかった。また、本章でWebを出所としている判例・先行研究は全て2015年1月15日から1月23日までに閲覧した。

### 1.1.2 経緯

- ①A社は1984年設立の翻訳ソフトウェアを主力製品とするVBであった。当初は、マイクロソフト等を主要な販売先とし順調に成長していた。その時に、複数のVCから投資を受けた。VCは米国では一般的な優先株式で投資をし、ファンドのパートナーや非常勤の顧問等のVCと何らかの関係がある複数の人物がA社の取締役役に就任していた。
- ②その後、A社は市場環境の変化等から成長スピードが鈍化した。先行きのIPOの見通しを厳しく見たVCは目標としていたIRRの確保が難しくなりつつあったため、A社に対する追加投資を拒絶した。A社の取締役会は今後の展望を描けなくなったため、他社への売却による事業の存続を検討し、もともとCTOであったA1を社長代行に任命し、交渉を促した<sup>83</sup>（他社への売却が迅速であるほど、エグジットが早まるため、VCはIRRの低下幅を小さくすることができる）。
- ③しかし、売却交渉が順調に進まなかったため、投資銀行出身のA2を取締役兼CEOとして2004年8月に採用し、売却の体制を強化した。A2を採用するために、交渉の成功報酬であるMIP（Management Incentive Plan）を付与した（売却金額の13%。他の付与対象者も含む）。なお、MIPは前四半期の売上高の伸び率が予算上の伸び率を上回った場合にも当該四半期に支給される条件も含まれており、他の取締役とA1に対しては2004年7月

に既に付与されていた。

- ④A2がCEOに就任して以降、販売先と製品の見直しによって業績が回復し始め、2005年第1四半期（1-3月）の売上高はA社として最高を記録し、利益を計上した。2005年上半期（1-6月）の業績は順調に推移した。ただし、VCが追加投資を許容できるほどではなかった。
- ⑤A社は訴外C社と2005年4月5日に大筋で売却に合意し、2005年6月11日にA社取締役会は6,000万ドルでの売却を承認した。その後、2005年6月17日に種類株主と普通株主も投票の結果、賛成多数で売却を承認した<sup>84</sup>。ただし、大株主（普通株式の約2割を保有）の一人であるマイクロソフトは棄権した。売却代金は最初の780万ドル（=6,000万ドル×13%）がMIPとして取締役とA1に配分され、残りの5,220万ドルが優先株主であるVCに配分されたが、VCの株式の優先権の合計金額である5,790万ドルには達しなかった。この結果、普通株主への配分はされなかった<sup>85</sup>。

### 1.1.3 原告の主張

- ①原告Bは普通株主に対する売却代金の配分がなかったため、当初売却代金の妥当性に疑問を持ち、自らの保有する普通株式の価値の算定方法の開示を求めて訴訟を提起した。
- ②その後、取締役会がA社をC社に売却することを承認したことは、以下の理由から普通株

83 米国では、株式会社の機関としての取締役会は経営者（CEOや社長）の監督を担い、実際の事業活動は経営者が行う（日本の委員会設置会社（2014年の会社法改正で「指名委員会等設置会社」と改称される）とほぼ同じ構造である）。

84 承認に必要な賛成率は①種類株式では61.0%、②普通株式を含む全体では50.0%であったが投票結果は①が79.9%、②が55.4%であった（Del.Ch.2013, *supra* note 82 at 29）。

85 マイクロソフトが棄権した理由は、普通株主への配分がゼロであることが議案から明らかであったためである（Del.Ch.2013, *supra* note 82 at 88）。

主に対する信任義務 (fiduciary duty) (後述) に違反するとして、株主代表訴訟を提起した。

(a)A社の経営は上向いており、普通株主の利益のためにA社の事業は継続されるべきであったが、エグジットを急いでいたVCは普通株主を犠牲にして、C社への売却を取締役会に促した。

(b)取締役会は、MIPによって個人的な利益を得た取締役とA社の売却によって種類株式に対する配分を受けたVCと関係のある取締役で構成されており、会社から独立していない (米国における取締役の独立性の通常の基準は取締役を務める会社 (本件の場合、A社) と過去に雇用関係がないことや、過去あるいは現在、取引関係がないことである。したがって、原告の主張は通常解釈とは異なるものである)。

(c)このため、「完全公正基準 (entire fairness standard)」 (後述) によって取締役の経営判断を裁判所が審査すべきである (すなわち、経営判断原則 (後述) を適用できない)。

## 1.2 原告の主張にみる法的問題点

### 1.2.1 信任義務の法理

信任義務は、米国と日本の通説では忠実義務 (duty of loyalty) と注意義務 (duty of care) を併せたものと考えられている<sup>86</sup>。より本質的と考えられている忠実義務は、会社の取締役と経営者は「会社」に対して忠実に行動する義務を負うというものであり、多数説では「会社」は「株主」を指すと考えられている。換言すると、取

締役と経営者は株主の利益に反する行為をすることは許されないということである。株主は取締役と経営者の行為の一挙手一投足を契約によって「事前に」指定することはできず、裁量権を付与しなければならず、情報面で取締役・経営者に対して劣位に置かれ、株主と取締役・経営者間での経営の取り決めは必然的に不完備契約 (incomplete contract) になる。このため、取締役と経営者の暴走による株主の利益の毀損を裁判によって「事後的に」回復するために、中世以降、英国と米国で衡平法の一部として発展した「信任義務の法理 (principle of fiduciary duty)」が受益者 (beneficiary) である「会社」 (= 株主) と受任者 (fiduciary) である取締役・経営者の間の関係にも適用されている。

しかし、会社の経営はさまざまな環境変化に伴うリスクに晒されるため、経営者の判断が常に正しい結果をもたらすとは限らない。妥当なプロセスを経て、「善意で (in good faith)」、「会社の最善の利益に (in the best interests of the company)」合致すると判断したにも関わらず事業が上手くいかず株主が損失を被る場合においても、事後的に、あるいは裁判所による「後講釈」で経営判断の誤りの責任を追及されるとすれば取締役と経営者にとって過酷であり、取締役と経営者はリスク回避的になるか、極論すると、取締役・経営者のなり手がなくなってしまいかねない。株式会社に期待される本質的な機能が「小口多数の資金を糾合して、リスクを伴う事業を行うための仕組み」であることに鑑みると、リスク回避の蔓延や取締役・経営者

<sup>86</sup> 英国では、特別な場合を除き注意義務は信任義務ではないと考えられている。

のプールの枯渇は経済発展の見地からは望ましくない。このため、英米法では、取締役・経営者がリスク中立的に行動することができるように、「経営判断原則 (business judgment rule)」という株主による責任追及の法的ルールが確立している<sup>87</sup>。これは、突き詰めると、以下の2つを満たしている場合には、損失を被った株主は取締役・経営者の責任を追及することはできないというものである。

(a)取締役・経営者が会社に対して利益相反 (conflict of interests) の立場にいない (忠実義務への違反がない)。

(b)取締役・経営者が善良なる管理者としての注意を払い、善意で会社の最善の利益に合致すると信じる方法で個々に独立した経営判断を行う (注意義務への違反がない)。

これらによって、取締役会が妥当なプロセスを経て決定した事項、あるいは経営者に委任した行為の結果、株主が損失を被ったとしても、取締役と経営者は信任義務違反を理由として責任を追及されることはない。もしも、株主が原告として経営判断原則の成立条件を満たしていないと主張するならば、その立証責任は株主が負うことになる。

このように、英米法では信任義務の法理を通じて、不完備契約による株主の情報劣位を補いつつ、経済発展のエンジンたるべき「会社」を経営する経営者と、経営者を監督する取締役の行動をリスク中立的にするようにバランスを

取っているのである<sup>88</sup>。

## 1.2.2 普通株主と種類株主が併存する ケースでの信任義務

日本では、2005年に制定された会社法によって種類株式の制度整備が格段に進んだが、種類株式活用の歴史が長く経験が深い米国では、会社の中に、普通株主と種類株主が併存する場合には、種類株式は規定が明確であり契約的側面が強いため、取締役は規定の範囲内の行為については普通株主よりも種類株主を優先的に扱うことができると考えられている。一方、規定されていない事項に関して取締役が裁量を行使する場合には、情報劣位の普通株主が種類株主よりも優先されるべきとも考えられている。

既に述べたように、米国ではVCがVBに投資する際には、種類株式を用いることが殆どであり、VCが取締役をVBに派遣することが少なくない。また、シリコンバレー・モデルを代表とするイノベーション・エコシステムにおいては、取締役や経営者が相対的に狭い範囲の人的ネットワークからVCの推薦によって選出されることが多い。このため、VB (あるいはVC) との直接的な雇用関係の有無に拘わらず、取締役の経営判断が普通株主を含む「会社」全体の最善の利益のためになると善意で信じていると主張するために必要な「独立性」に疑義が生じやすくなる。すなわち、VCからVBに派遣された、あるいは紹介された取締役は、普通株主との利

87 米国では取締役・経営者が迅速にリスク中立的な意思決定を行えるように定款自治が重視され、会社法は授権的 (enabling) であるべきと考えられている。また、標準的なファイナンス理論とそれを基にした「法と経済学 (law & economics)」を分析ツールとして用いる研究者は、取締役・経営者がリスク中立的な経営判断を行う時に、企業価値が最大化すると考えている。

88 信任義務の法理、経営判断原則はともに衡平法裁判所での判例の蓄積を基に体系化されてきた。



益相反の問題を内包するのである。

### 1.3 裁判所の判断

#### 1.3.1 経営判断原則の否定と立証責任の転換

被告は、取締役の判断は独立したものであり経営判断原則が成立すると主張したが、裁判所は、「シリコンバレーのVBコミュニティを特徴づける相互関係のネットワーク」<sup>89</sup>、すなわち「シリコンバレー・モデル」の特徴からみて、種類株主であるVCからの推薦・派遣で選任されたVBの取締役等は、内在的に普通株主との間で利益が相反するためVCから独立しないと判示し、A社の売却が利益相反取引であることについて原告が立証したと認定した。この認定に基づいて、経営判断原則の成立を否定し、取引の妥当性について「完全公正基準」で立証する責任を被告に課した。

#### 1.3.2 完全公正基準での審査結果

「完全公正基準」は、経営判断原則が成立しない局面での会社売却（M&A）等のような、会社が行う取引に対する取締役会の判断の妥当性を裁判で審査する基準である。これまでは、少数株主の締め出し（スクイズアウト）を目的として行われる株式の取引を承認した取締役、あるいは取締役会を裁判所が審査する基準として使用されることが多かった。既に述べたように米国では2000年以降2013年まで連続して、エグジットの方法としてM&AがIPOを

大幅に上回っていることもあり、原告の立証に基づいて完全公正基準が本事件でのVBの取締役の行為の審査に適用されたものと思われる。

具体的には、会社の取引にあたって、プロセスの公正性（fair dealing）と実現した価格の公正性（fair price）の2つの構成要素について総合的に審査する<sup>90</sup>。

裁判所はプロセスの公正性について、①MIPは会社の売却代金以外に財源を求めるべきであったということと、②独立した第三者委員会で売却の決定を判断すべきであったこと等から、不完全であると認定した。しかも、普通株主が優先株主に優先することにまで言及していた。

しかし、価格の公正性については、VCのファンド・マネジャーが一定期間内にVBに対する投資から収益を上げ、ファンドに出資した投資家に収益を還元するという通常のビジネスモデルに照らして、売却を決定した時点において割引現在価値法によって算出された価格に不公正な点はなかったと判断した（本件の場合、結果的に原告等の普通株主に配分できる余剰はなかった）。その理由は、VCが追加投資を拒絶していたため、会社をいち早く売却することが必要であったと取締役会が判断したことにある。

結論として、裁判所は「プロセスの公正性」と「価格の公正性」は個々に審査され、ともに「不公正」であるとは判断されないため、総合的にみると本件取引にかかる取締役の判断は

89 Del.Ch.2013, *supra* note 81 at 67.

90 大塚章男「スクイズアウトにおける『事業目的基準』の有用性」筑波ロー・ジャーナル2号（2007）、32頁の脚注65によると、「この2つの構成要素は別個に考察されるのではなく、事案は全体として『完全公正』を判断するものとして見なければならぬ」（審査の基準を完全公正基準に一本化した1983年のWeinberger判決からの引用）と考えられている。本事件の判決でも、上記の部分を用いているが、その直後に、裁判所はWeinberger判決の脚注を引用して「しかし、-完全性は可能ではない、あるいは期待しがたい（But-perfection is not possible, or expected...）」と論じている（Del.Ch.2013, *supra* note 81 at 70.）。

「完全に公正 (entire fair)」であると認定し、原告敗訴とした。

## 2. 評価<sup>91</sup>

### 2.1 実務への影響

本章の冒頭で述べたように、本事件は米国法曹界やVC関係者の注目を集めた。その理由は、2000年代以降、M&AがVCのエグジットの主流となっていることを背景として、表面的には独立した取締役であったとしても優先株主であるVCに任命された取締役等が行った会社の売却取引の承認について経営判断原則の成立を否定し、普通株主に対する信任義務違反に該当する可能性が示されたことにあった（普通株主の主張は、売却ではなく事業の継続が普通株主にとって利益になる可能性があったということにあった）。

結果としては、プロセスの公正性を欠いているにも拘わらず、価格が公正であることを主たる理由として「完全公正」が認定された初の判決<sup>92</sup>となり、原告敗訴とされた（傍点筆者）。しかし、実務家の間では、普通株主が利益を毀損されたと主張することに対抗できるように、①VCに利害関係のない取締役による判断、②第三者による価格算定を踏まえた判断、あるいは③NVCA（全米ベンチャーキャピタル協会）

のモデル投資契約の改訂、等のプロセスを構築する対策が必要であるとの議論が高まった。

### 2.2 裁判所のイノベーション・エコシステムに対する理解<sup>93</sup>

イノベーション・エコシステムに関係する実務家の視点からは、上述のように種類株式によって投資したVCが投資先企業に取締役を派遣した場合などに、M&Aによるエグジットの局面で普通株主から信任義務違反によって攻撃されるリスクを削減するための対策の強化の必要性が明らかになったことが重要であった。

しかし、本稿の関心事からは、完全公正基準で審査し、プロセスの公正性には瑕疵があると判示したにもかかわらず、価格の公正性は満たされているとして、本件取引を「完全公正」であると結論付けた裁判所の判断の背景に注目すべきである。少数株主の締め出しを完全公正基準で審査する際には、プロセスと価格を総合的に検討することが求められていることとのアナロジーからは、普通株式の少数株主の利益が優先株主に比べて軽視されたように見えなくもない。

裁判所は、完全公正基準を確立したWeinberger判決においても、プロセスの公正性と価格の公正性について「完全性は可能で

91 以下の文献を参考にしている。

①Noam Noked, *Delaware Court of Chancery Upholds Trados Transaction as Entirely Fair*, 2013, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation Web (<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/09/03/delaware-court-of-chancery-upholds-trados-transaction-as-entirely-fair/>)

②Gary V. Mauney, *Director's Duties to Common versus Preferred Shareholders - The Aftermath of the Delaware Chancery Court's Decision on the In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, 2013 at <http://www.lewis-roberts.com/Published-Works/Directors-Duties-to-Common-versus-Preferred-Shareholders-The-Aftermath-of-the-Delaware-Chancery-Court-s-Decision-on-the-In-re-Trados-Inc-Shareholder-Litigation-By-Gary-V-Mauney.shtml>

③Jacob Wimberly, *Venture Capital and Private Equity and the "Entire Fairness" Test: In re Trados*, 33 REV. BANKING & FIN. L. Issue 2, 418 (2014) at [http://www.bu.edu/rbfl/files/2014/03/RBFL-Vol-33.2\\_Markey.pdf](http://www.bu.edu/rbfl/files/2014/03/RBFL-Vol-33.2_Markey.pdf).

92 Wimberly, *supra* note 91 at 424.

93 2013年12月4日に一橋大学大学院国際企業戦略研究科が主催した公開セミナー「ICS Global Business & Law Seminar」における、カリフォルニア大学ヘイスティング校のAbraham Cable教授の講演「Venture Capitalists on the Board: Recent Delaware Case」に部分的に依拠している。

はない、あるいは期待しがたい」と評価されていたことに言及しており、取締役の判断が完全無欠ではありえないことを前提として被告に有利な判決を下した。その背景には、米国では、リスクをとって事業を行い経済を発展させることへの希求あるいは尊重が、企業の経営者だけでなく国民全体（当然、裁判官も含まれる）に社会的な規範として根付いていることがあると思われる。VCがVBに対して行う投資についてもイノベーションを通じた経済発展に寄与するため、完全公正基準を厳格に適用して取締役や経営者をリスク回避に追い込むことよりも、VBを育成するイノベーション・エコシステム（代表的なものが、シリコンバレー・モデルである）の機能を著しく低下させないことが重要であると判断したものと思われる<sup>94</sup>。

実際、判決中には、シリコンバレーでのVCのビジネスモデルを詳細に分析し、その通常の慣行について肯定的な見解を示している。このため、VC投資の実務としての種類株式による段階的投資への理解を示していると推察される<sup>95 96</sup>。

### 3. 日本への含意

日本の会社法でも、株式会社と役員等（取締役、執行役、会計監査人、監査役）との関係は委任の規定に従う（330条）ため、民法644条で定められた委任を受けた者が負う「善良なる管理者の注意義務」が取締役・経営者に課される。また、会社法355条は取締役にか

社に対する忠実義務を課しているが、これは米国の会社法をモデルとして、昭和25年に部分的に旧商法（会社法編）に導入されたものを引き継いだものである。日本の忠実義務・注意義務は英米のような「衡平法」、あるいは「信任義務の法理」の法的な伝統・歴史に基づいたものではないが、M&Aに関連する訴訟において米国の経営判断原則に類似した判断を裁判所が下すケースが少なくない。

一方、既に述べたようにVCが段階的投資を行うツールとして、近年、日本でも種類株式が活用されつつある。したがって、本事件のような紛争が今後日本で生じる可能性を否定することはできないように思われる。日本の忠実義務と注意義務は、米国の衡平法の中の信任義務の法理の伝統を欠いているため、裁判所が、本件と類似したケースにおいて、米国のように表面的な合法性を乗り越えて「衡平」に基づく判断をすることができるかどうかは現時点では不透明である。

具体的に言うと、日本の会社法109条（株主の平等）は、株主平等原則が種類の異なる株式ごとに貫徹されれば足りるとする規定を置いているからである。つまり、異なる種類の株式を保有する株主間の平等は議決権を割合的に扱うことを許容しているため、本件のケースを日本に当てはめると、主たる判断根拠が議決権比率になるため多数派の種類株主が必然的に優先される。また、会社法356条（競業及び利益相反取引の制限）にも抵触しないように思わ

94 同様の見解を前掲注93のセミナーの際に講師のCable教授も示唆していた。

95 Del.Ch.2013, *supra* note 81 at 67.

96 この背景には、米国では学界だけでなく、裁判所においても「法と経済学」が分析のツールとして重視されていることがある。本判決においても、VC投資の実務において種類株式が重要な地位を占めていることを、Kaplan & Strömberg, *supra* note 92等の先行研究に依拠して論じている（Del.Ch.2013, *supra* note 82 at 54 note 22）。

れる。

しかし、優先株主を兼ねる取締役に対抗するために、例えば公序良俗（民法第90条）に反するとして普通株主が「差止」や「取消」を求める訴訟を提起する可能性が将来的には「なきにしも非ず」と思われる。近年種類株式を用いた段階的投資が普及しつつあるところ、シリコンバレー型のイノベーション・エコシステムを成熟させるための次のステップとしては、金融機関系列のVCからVBへの取締役の派遣が課題になるものと思われる。現状では独立系のVCは取締役を派遣するケースが珍しくないが、金融機関系列のVCは取締役の派遣に消極的である。しかし、金融機関系列のVCがIRRを引き上げるためには、VBを適切にモニタリングする必要があり、従来以上に取締役の派遣の重要性が増すものと思われる。これが実現した場合、取締役会のマジョリティはVCが派遣した取締役が占めることになるだろう。VBの創業者や創業当初からの従業員は普通株式しか保有しない一方で、VCは資本多数決の修正を目的として種類株式を使用するため、本事件と類似した状況が生じる可能性がある。仮に、VC派遣の取締役がマジョリティを占める取締役会が普通株主である創業者・従業員に全く配分を行うことなく、会社の売却代金を種類株主間で配分することを決定するとしたら、何が起こりうるであろうか？ 社会の風土は裁判官の判断にも何がしかの影響を及ぼす可能性があると思われるが、このような風土や日本人の精神的土壌・気質<sup>97</sup>からみて「公序良俗」<sup>98</sup>の適否が外形的

97 端的にいうと「判官最良」が想定される。

98 「公序良俗」、「信義則」は、価値・規範を内在している継続的取引等の「関係的契約（relational contract）」を実定法化したものであると解釈される（内田貴『契約の再生』（弘文堂、1990）238-243頁）。関係的契約の理論では、継続的取引を徒に終了に導くよりも、継続することが有益である、あるいは規範的に正しいと判断する法的根拠をもたらす。内田（1990）は米国の法社会学者マクニールを援用して上記の理論を展開している。

な法的要件だけで判断されるかどうかは、現状においては不透明であるように思われる。これは、日本ではシリコンバレー型の投資慣行やイノベーション・エコシステムが社会の中で十分に成熟しているとは言い難いためである。

仮に、このような訴訟が長期化する、あるいは類似した事件ごとに裁判所の判断が異なるようなことがあれば、取引の法的安定性に対する予見可能性が低下し、当事者がリスク回避的になり、イノベーション・エコシステムと経済全般の発展を阻害しかねないように思われる。したがって、VC投資に関連する本事件のような状況に関して、裁判における審査基準として、例えば完全公正基準のような基準を米国よりも明確な形で導入することの是非に関してあらかじめ議論をすることに意味があるように思われる。

## 結語—日本のイノベーション・エコシステム発展に向けた対応

ここでは、これまでの議論から日本のイノベーション・エコシステムの発展に向けた課題への対応の方向性について論じる。具体的には、〔1〕で本稿の第1の課題であるイノベーション・エコシステムの環境整備について、然る後に、〔2〕で第2の課題であるベンチャー・ファイナンスの方向性について論じる。これは、緒言で言及したように、イノベーション・エコシステムとベンチャー・ファイナンスは相互に関連しているが、その円滑な稼働・推進には、同時並行的な取り組みが必要となるからである。最後

に〔3〕で今後の研究課題を提示する。

## 〔1〕イノベーション・エコシステムの環境整備

### 1. 起業家の教育とメンタリング

現在、日本の起業に関する意識は国際的にみて最低水準にある。しかし、日本経済の発展のためには、イノベティブな起業家が当初中小企業として創業するVBが連続的に再生産され、イノベーション・エコシステムの起点となることが不可欠である（第Ⅰ部）。以下では起業家育成に必要な教育とメンタリングについて述べる。

#### 1.1 高等教育機関の重要性

先ず、起業家を育成する機関として、大学、あるいは大学院（以下では、「大学院等」と言う）の高等教育機関の機能を向上させることが重要であると思われる。東京工業大学AGLの松木教授へのインタビューからは、初等・中等教育の段階では、「ビジネス」に関する初歩的・基本的な知識について学ぶことはできるが、世界的に活躍する「グローバルリーダー」（VBの起業家も含まれる）に求められるリーダーシップやコミュニケーション能力は、例えばVBやVCのようなビジネス等の実務の経験者を教員とする大学院等でなければ説得的に教授することが困難であることが示唆される<sup>99</sup>（第Ⅲ部〔1〕）。

したがって、産学連携の拠点としての大学院等において、実務家教員、あるいは実務経験のある教員（以下では、「実務家教員等」と言う）、及びその候補者が、専任の教員と日常的に交流する環境を拡充するとともに、産学連携のシナジーを起業家の「卵」である大学生・大学院生

に伝播する体制を構築・拡充することが必要である。

### 1.2 起業家の「卵」をメンタリングする「大人」

ただ、大学院等で産学連携に直接的に関与している実務家教員等だけでは、人員数に限界があると考えられる。このため、東京大学TLOの山本社長がインタビューの際に言及した「SVIT」のような、大企業のOBや社員も参加するような（任意の）フォーラムが東京だけでなく各地に立ち上がり、現地の起業家の卵がVBとして孵化するように、ビジネスモデルに対するメンタリング、すなわち指導・助言等を行うことが、地域でのVBの成長を通じて地方創生にも寄与するものと思われる（第Ⅲ部〔3〕）。

シリコンバレーでは、VBの規模の拡大に伴い、一定の段階でVCが専門の経営者をヘッドハントしてくることが多い。VBの経営に求められる適性は、創業期、拡張期、あるいはIPO直前の時期で異なるかもしれない、シリコンバレーのような多様性に富む「人材のプール」を拡充する必要性も高い。これらのフォーラムの参加者はVBの幹部経営者としての資質を備えている可能性がある。「起業」に関する意識の低調さを改善し、VBの経営者、あるいはベンチャー・キャピタリストを志向する人材を連続的に輩出するためには、このようなロールモデルが求められていると思われる（第Ⅲ部〔3〕）。

加えて、特にIPOを果たした新興企業がシード・アクセラレータとして、マイクロサイズのスタートアップVBの起業家を支援することも

<sup>99</sup> ただし、JVRの北村社長は大学にも実務の裏打ちを得た起業家教育を実施可能な教員は少ないとの見解を示している（第Ⅲ部〔2〕）。

重要であろう（第Ⅲ部〔2〕）。

これらのメンター的な存在が相互にネットワーク化され、アイデア段階から実際のVBのスタートアップへ、さらにその後の事業の展開へと切れ目なく起業家を支援することが望ましいように思われる。

## 2. VBの販売先としての大企業が克服すべきNIH問題

NIH問題は、終身雇用を前提とする限り多数の技術者・研究者を抱えている日本の大企業にとって根の深い問題である。ただ、オープン・イノベーションの潮流は否応なく日本にも及んでおり、対応の巧拙が業績に及んでいることは、日本の一部の家電製造業者の不振をみると明白であるように思われる。一方、米国では、オープン・イノベーションに迅速に対応するために、イノベーション・エコシステムの中でVBからの製品・サービス、技術の購入を大企業が積極的に行っている（第Ⅱ部、第Ⅲ部〔2〕、〔3〕）。

2014年の改訂日本再興戦略に基づいて、2014年9月に「ベンチャー創造協議会」が設立された。これは、「ベンチャー企業と大企業との連携や大企業発ベンチャーを創出するため、大企業内に眠る起業希望者の一時的な受皿となることも視野に入れつつ、ベンチャー企業と大企業のマッチングやビジネスシーズの事業化を支援するプラットフォーム」であり、大企業がVBから製品・サービスを購入しないという課題の解決に資することが期待できるだけでなく、大企業へのM&AによるVBとVCのエグジット戦略の拡大にも寄与するものと思われる。

しかし、結局は大企業のトップ・マネジメン

ト層が能動的かつ迅速に判断できる体制を構築することが重要である。そのためには、技術担当役員に広範な権限を付与するほか、VBと接触するセクション（購買部門等）やR&D部門の人事・報酬体系を、例えば社外の技術の導入や新しい技術分野への挑戦に報いる形態に改革することが必要になるものと思われる。あるいは、大企業の経営者がトップダウンで決定するか、一定のVBとの取引枠を社内で制度化する等の環境整備が必要になる可能性があろう（第Ⅲ部）。

## 3. 産学連携のマネジメント・モデルへの転換

産学連携の一方の当事者である日本の大学院等には、未利用の有望なシード技術が多数ある（第Ⅲ部〔3〕）。しかし、学内の研究者にビジネスに対する忌避感が残存しているとすれば、改善し「マネジメント・モデル」への転換を進めることが重要であることが、東京大学TLOの山本社長へのインタビューから示唆されている。そのためには、産学連携の評価方法を改善すべきであることも、山本社長は指摘している（第Ⅲ部〔3〕）。必然的に、連携に関与する研究者の評価も改善すべきということになるが、これらは、オープン・イノベーションへの対応としても重要であると考えられる。

### 〔2〕ベンチャー・ファイナンスの方向性

次に、ベンチャー・ファイナンスの方向性について論じる。日本でも、独立系のVCを中心に段階的投資の導入が進みつつあるものと思われるが、日本のVC全体としてはなお、緒についたところというのが実情である（第Ⅴ部〔1〕、

(2)。特に、金融機関系列のVCで、単発的で少額かつ、ハンズ・オフという投資慣行が一部を除いて根付いており、イノベーション・エコシステムの構築と発展にとって合理的でないことが実務家・有識者の見解から示唆されている(第Ⅲ部〔2])。そこで、以下では金融機関系列のVCのベンチャー・ファイナンスの改革の方向性について論じる。

## 1. 金融機関系列のVCに求められるハンズ・オン投資

### 1.1 ベンチャー・キャピタリストの育成

日本では預金金融機関は融資業務、特に中小企業向け融資の利鞘を確保しにくい状態が続いている。このため、系列のVCがベンチャー・ファイナンスを行うことには意義があるが、これまではあまり成功していなかったように思われる。その一因は、「出資」(equity)を基本とするVBへの投資に、「融資」(debt)での与信というマインドセットから脱しきれない職員を数年間のインターバルでベンチャー・キャピタリストとして出向させ、ハンズ・オフ投資を行ってきたことであると思われる。JVRの北村社長は、金融機関系列のVCもハンズ・オン投資を行うことが有益であり、そのためには、成功報酬を部分的に組み込んだ賃金体系と長期にわたってVC投資を担当する人事制度への変更が必要と論じている(第Ⅲ部〔2])。

### 1.2 ハンズ・オン投資のためのVBへの取締役の派遣

また、米国では、ハンズ・オン投資を行うためにVBに取締役を派遣することがVCの基本的な慣行となっている(第Ⅴ部〔1])。日本でも独立系のVCはVBに取締役を派遣しており、一部では投資の成果が出始めている。したがって、ハンズ・オン投資の有効性は、日本にも当てはまるものと思われる。しかし、上記の人事・賃金制度の変更とセットにしなければ、リスクの高いVBの取締役に就任するなどのハンズ・オン投資をすることについて、金融機関系列のVCのキャピタリストは抑制的に対応するであろう。したがって、この点については、金融機関本体のトップ・マネジメント層の決断が必要になる(第Ⅲ部〔2])。

なお、VCファンドのマネジャーは「社長を成功させること」を基本的な役割として行動することが、日本的なベンチャー・ファイナンスにとって重要であるとAGLの松木教授は指摘している。VCが「社長の成功」よりも短期的な利益に過度に拘泥すると、日本企業の特徴であるミドル・マネジメント層のモチベーションに悪影響を与え、投資先VBの経営にも何某か悪影響が及ぶ可能性がある(第Ⅲ部〔1])。この意味でVCファンドの存続期間に柔軟性をもたせる権限をファンド・マネジャーに付与することも検討に値するかもしれない(第Ⅲ部〔3])。ただしこの場合、IRRの一時的な低下を惹起する可能性があるため、機関投資家等の出資者に対するファンド・マネジャーのスチュワードシップ<sup>100</sup>を加重すべきである。

100「スチュワードシップ」は、受益者である出資者から資金運用を委託された者が、受益者に対して運用の方針や結果の適切な説明をしながら、資金を運用する責任である。2010年に制定された英国の「スチュワードシップ・コード」(2012年に改正)の理念に基づくと、①機関投資家は本源的出資者に、②ファンド・マネジャーは機関投資家に対して責任を負う。

### 1.3 VBのグローバル化への対応

現在、日本のVBが事業の拠点を海外に据える動きが出始めている。したがって、金融機関(本体)は、有望なVBのグローバル展開に付随する投資機会を失わないようにするためにも、系列VCの体制をハンズ・オン投資に適したものに変更する必要性が高いと思われる(第Ⅲ部〔2〕、第Ⅳ部〔2〕)。

このような体制を整備し、VBと金融機関系列のVCが相互の信頼関係を基礎として、緊密にコミュニケーションしながらハンズ・オン投資を行うことによって、日本のVC投資の問題点を緩和・解消すべきである。例えば、少額・単発の投資やソフトな予算制約問題は、ハンズ・オンで段階的投資を行うことによってVBに必要な時期に必要な額が投資されるため、解消に向かうことが期待される。また、エグジットについても、VBとVCの両者にとって最適なタイミングと方法が検討されるはずであり、IPOに偏重したエグジットからM&Aも検討の俎上に乗ることが期待される。あるいはIPO後のVBのビジネスモデルを踏まえた投資期間の設定にもつながりうると思われる(第Ⅲ部〔2〕、〔3〕、第Ⅳ部〔1〕)。

## 2. CVCとしての大企業に求められる戦略的投資

一部の通信・放送等の企業を除くと、日本の大企業、特に伝統的な製造業の大企業はシード・アクセラレータとしてのスタートアップ段階のVBへの投資を含む支援に対して、及び腰であると指摘されている。また、現在のCVC投資は企業の長期的な戦略に立脚しておらず、「財務

的投資」としての色彩が濃いとも指摘されている。この背景には、やはりNIH問題の原因となっている技術者・研究者の雇用問題とトップ・マネジメント層の意思決定方法がある(第Ⅲ部〔2〕、〔3〕)。

しかし、オープン・イノベーションを推進する重要なエンジンであるため(第Ⅱ部〔2〕、第Ⅲ部〔2〕)、CVC投資の戦略的な実施には、意思決定の迅速化や投資の立案部署へのインセンティブの付与を検討すべきである。オープン・イノベーションに的確に対応しなければ海外の大企業に伍していけず、より厳しい段階に追い込まれてから、より大きな痛みを伴う対応を余儀なくされる可能性が高いだろう。

## 3. 種類株式による段階的投資の法的問題点への対応

2014年の改訂日本再興戦略では、ベンチャー支援の施策として、種類株式活用促進策の検討が表明された(33頁)。日本でも、VBに対して種類株式を用いた段階的投資が緒についている(第Ⅴ部〔2〕、〔3〕)。これを起点として、VC投資に関わるプレーヤーのインセンティブ・メカニズムを変えることによって、独自のイノベーション・エコシステムを成熟させることが経済の活性化にとって重要であろう。

ただ、米国では、近年、段階的投資のツールとして種類株式を利用したVC等が普通株主から訴訟を提起され、注目を集めた。日本でも、米国と類似した法的紛争が起きる可能性を排除できないように思われる。このような紛争の解決に長い時間を要したり、事件ごとに異なる司法判断が下されたりするならば、種類株式によ



るVC投資の法的安定性が予見しがたくなり、イノベーション・エコシステムの高度化にいくばくか影響しないとも限らない。したがって、米国の司法判断を参照するなどして、類似した紛争が生じた場合に予め備えることには意味があると思われる（第V部〔3〕、〔4〕）。

以上のような点について対応することによって、イノベーション・エコシステムを高度化・拡充し、VB、VCの成長をエンジンとして経済の活力の維持・向上を目指すことが、人口減少が不可避的に進行している日本にとって重要であると思われる。

### 〔3〕 今後の研究課題

筆者が今後の研究課題として特に重要と考えているのが、イスラエルのイノベーション・エコシステムの考察である。米国のイノベーション・エコシステムは、基本的にはその所在地の「民間の」プレーヤーによって構築されてきたと言われ、政府は税制等による環境整備を主とし、側面的な支援を担ってきた。

世界的にみると、シリコンバレーを有する米国に次いで、イノベーション・エコシステムの構築に成功していると評価されている国がイスラエルであり、公的なVCや補助金等によるVBに対する直接的な支援に国が力を入れている。つまり、公的部門の支援がイノベーション・エ

コシステムの構築に寄与していると考えられているのである。ただし、イスラエルのVBの技術、サービスを事業化し、世界に展開することができる大企業が自国内には殆どないため、先進国や新興国の大企業との提携が必要不可欠である。

日本では、大企業にNIH問題が残存しており、技術、資金、人材の循環を従来以上に促すためには、イノベーション・エコシステムの要素として、公的部門が果たす役割を明らかにすることが必要であろう。したがって、イスラエルについて研究することには意義があるように思われる。

加えて、世界展開を目指すVBにとって、IPOは発展の第一歩に過ぎない。つまり、IPO後の成長こそがより重要なのである。しかし、日本のVCが自らのエグジットを優先して、条件を満たすとすぐにVBにIPOを促すという問題はエコシステムの発展・拡大にとって足枷となる可能性があるものと思われる。したがって、IPO後のVBの発展の状況について考察し、必要な改善策を提言することにも意義があろう。

最後に本研究の実施に当たって、ご多忙の中にも拘わらずインタビューとその報告書の校閲へのご協力を賜った有識者・実務家の皆様に衷心から感謝の意を表して筆を置くこととする。