

日米のベンチャー・キャピタル投資の 「法と経済学(law & economics)」的側面からの考察

監修 宍 戸 善 一
(一橋大学大学院
国際企業戦略研究科教授)

執筆 藤 野 洋
(財)商工総合研究所
主任研究員

目 次

はじめに—本稿の目的・方法とアウトライン

1. VB・VCの役割

1.1 VBの役割

1.2 VCの役割

2. 「法と経済学」における「企業」の理論

2.1 「企業」理論の発展

- ①コース：「法と経済学」と「取引費用の経済学」の端緒
- ②ウィリアムソン：取引費用の経済学の体系化
- ③アルチアンとデムセッツ：チーム生産理論
- ④ジェンセンとメックリング：「契約の束(nexus of contracts)」理論
- ⑤ハート：所有権理論
- ⑥岩井克人：法人(株式会社)はヒトでもありモノでもある

2.2 本稿での「企業」のイメージ

- ①分析の枠組み
 - (a) 人的資本の拠出者と物的資本の拠出者
 - (b) 不安とインセンティブ
 - (c) 果実(成果)の分配と支配の分配
- ②企業のイメージ
 - (a) モニタリング・イメージ(エージェンシー・モデル)
 - (b) 調整(ベクトル)イメージ
 - (c) (二チーム間)交渉イメージ
 - (d) 複数の動機付け交渉のパターンが並存する可能性

3. VB・VCとシリコンバレー・システム

3.1 (二チーム間)交渉イメージが当てはまるVBとVC

- ①VBの個人経営・同族会社との相違点
 - (a) 物的資本の拠出者と人的資本の拠出者の分離
 - (b) 物的資本の拠出者内・人的資本の拠出者内の未分離
 - (c) 共通の目標としてのIPO
- ②VB・VC間の双方向のエージェンシー問題

3.2 シリコンバレー・システム

- ①シリコンバレー・システムの全体像
- ②ベンチャー・ハビタットの特性
- ③双方向のエージェンシー問題への投資契約等での対処

4. VCの動向・特徴

4.1 国際比較にみるVCの動向

- ①VC投資の規模
- ②VCファンドへの出資者
- ③エグジットとしてのIPO
- ④VC投資の収益性

4.2 日本のVC投資の現状

- ①VBのステージ
- ②投資先の地域分布
- ③エグジット社数

5. 日本のVC投資の「法と経済学」からみた特徴

5.1 日本のVC投資の法的側面

- ①日本でのVCの法形式・構造
- ②VB・VC間での投資契約締結の意味合い

5.2 日本のVC投資契約の特徴と米国との相違点

①日本のVC投資契約の特徴

- (a) 株式買戻条項
- (b) オブザーバー条項

②米国との相違点

- (a) ハンズ・オフのポートフォリオ投資
- (b) 経営権の安定への起業家の固執
- (c) 種類株式とスウェット・エクイティの未普及
- (d) IPOに偏ったVCのエグジット

5.3 日本のVC投資を規定するその他の要因

①雇用の流動性の低さ

②リスク回避的姿勢と失敗に対する非寛容性

5.4 実務家へのインタビュー

①シリコンバレー・システムの特徴

- (a) 起業家の特徴
- (b) イノベーションを産み出す技術・アイデアの源泉としての大学と大企業
- (c) シリコンバレー・システムのプレーヤーとリスク分担
- (d) VBの会社支配権の移動

②日本のVB・VCの米国との差異

6. まとめと日本のベンチャー・キャピタル投資への提言

はじめに—本稿の目的・方法とアウトライン

リーマンショックを発端とする金融危機後の急激な経済の落ち込みから2年余を経たものの、日本のIPO（Initial Public Offering：新規株式公開）マーケットは低調な推移がなお続いている。この間、2010年6月に政府は新成長戦略を策定・公表し、「リスクの高い投資や研究開発等のためのリスク・マネーの供給…（中略）…を確保することが不可欠である。」（11ページ）としている。こうした観点からは、イノベーションの担い手であるベンチャー企業（以下では、「VB」と略す）に対するファイナンス、すなわち「ベンチャー・ファイナンス」¹の円滑化が不可欠である。

1990年代末期の前回の金融危機当時、ベンチャー・ファイナンスの改善の必要性が指摘さ

れたことと前後して、中小企業投資事業有限責任組合の制度化や、東証マザーズ等、VBが株式を公開しやすい新興市場の創設が実現した。一時、新興市場やJASDAQ等での上場が増加したが、一部の企業等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、冒頭に述べた急激な金融危機後に激減し、低迷が続いている。

こうした状況下、ベンチャー・ファイナンスの中核であるベンチャー・キャピタル（以下では、「VC」と略す）²の投資の現状と課題はどのようなものであろうか。この問題意識について、「法と経済学（law & economics）」的側面から、米国、特にシリコンバレーのVB、VCの状況との比較を基に、日本のベンチャー・キャピタル投資の分析を行う³。「法と経済学」は、経済理論を用いて法律的な行為・現象を分析する手法であり、米国では法学界、あるいは企業

1 VBの資金調達、あるいはVBへの資金供給。日本ではベンチャー・キャピタルによる直接金融に加えて銀行や公的金融機関などによる間接金融が利用されることも多いが、米国ではVBの事業のリスクの高さからベンチャー・キャピタルが主たる供給者となる。

2 「ベンチャー・キャピタル」は厳密には、ベンチャー・キャピタル運用会社、ベンチャー・キャピタル・ファンド、ないし、ベンチャー・キャピタリストのいずれかをさす概念であるが、常に、この3つを明確に区別することは難しく、本稿においては、特に区別して用いる必要がある場合を除いて、これらの総称として、ベンチャー・キャピタルないしVCの語を用いる。

3 ベンチャー・ファイナンスの方法には、銀行等の間接金融や公的機関による公的資金、あるいはビジネス・エンジェルもあるものの、本稿では、中核であるVCに議論の対象を集中する。

統治やコーポレート・ファイナンスを研究する経済学者の間では「法と経済学」のエッセンスを用いる研究が大宗を占めており、日本でも法学者、経済学者への理解が深まりつつある⁴。

本稿は、ベンチャー・キャピタル投資の関連法制、あるいは法律行為（VC・VB間の投資契約等）に関連する各当事者のインセンティブを法と経済学的側面から分析し、今後の日本のベンチャー・ファイナンスへの示唆を得ることを目的とする。

この目的のため、本稿の監修者である宍戸善一（一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授）の以下の2冊の著書・編著書に主に依拠し議論を展開する。

- ①宍戸善一『動機付けの仕組としての企業：インセンティブ・システムの法制度論』有斐閣（2006年）（以下では、宍戸（2006）と記す）。
- ②宍戸善一＝ベンチャー・ロー・フォーラム（VLF）編『ベンチャー企業の法務・財務戦略』商事法務（2010年）（以下では、宍戸＝VLF（2010）⁵と記す）。

両図書とも、VBとVCのそれぞれのインセンティブを分析し、両者がお互いをどのように動機付けするか交渉プロセスを法理論と経済理論の両側面から描写しており、同時に日米の投資契約の特徴や法制度がVB、VCのビヘイビアに与える影響を具体的に示している。また、VB育成のための生態系としてのシリコンバレ

ーの特性についても詳細に論じている。

本稿の構成は以下の通りである。

第1章では、導入としてVB・VCの経済全体における役割を指摘する。第2章では、「企業」に関する主要な理論の発展過程についてレビューした後に、本稿での「企業」のイメージを提示する。第3章は、前章を受けて経済理論的に「企業」としてのVBのイメージを論じるとともに、シリコンバレー・システムと呼ばれる米国でのVBの発展を支える仕組み（法制度や投資契約等を包含する一種の「生態系」）の特徴を示す。第4章で国際比較を交えて日本のVC投資の動向を各種の統計を基に概観した後に、第5章で日本のVC投資契約の特徴と米国との相違点等について、日米両国のベンチャー・ファイナンスに詳しい実務家へのインタビューを交えて論じる。第6章は終章であり、まとめと日本のVC投資活性化のための提言を行う。

1. VB・VCの役割

1.1 VBの役割

経済産業省の「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会」が2008年4月に公表した最終報告書では、「ベンチャー企業」を「新しい技術、新しいビジネスモデルを中核とする新規事業により、急速な成長を目指す新興企業」⁶と定義し、「革新的な技術や独創的なビジネスモデルを生み出す原動力として、日本経済全体のイ

4 日本では、2003年に「法と経済学会」が設立された。「法と経済学」の主な邦書を挙げると（出版年順）、小林秀行＝神田秀樹『法と経済学入門』弘文堂（1986年）、三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編著『会社法の経済学』東京大学出版会（1998年）、宍戸善一＝常木淳『法と経済学：企業関連法のミクロ経済学的考察』有斐閣（2004年）などがある。

5 ベンチャー・ロー・フォーラム（VLF）は、2000年に経済産業省において行われた「プライベートエクイティファイナンス事業環境整備研究会」の委員の有志が集まって2001年に発足したNPO。VBに関心のある、弁護士、公認会計士、ベンチャー・キャピタリスト、証券市場関係者、ジャーナリスト、研究者等が集まり、日本型ベンチャー・ファイナンスのモデルを探る議論を重ねている。同書は、VLFの多数のメンバーによって執筆が分担されているが、本稿で依拠・引用する際には個々の執筆者名ではなく、編著書全体として宍戸＝VLF（2010）と記載する。

6 経済産業省ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会『最終報告書 ～ベンチャー企業の創出・成長で日本経済のイノベーションを～』（2008年4月）10ページ。

ノベーションの重要な源泉の一つ」⁷であり、「雇用創出の源としても重要である」⁸と指摘している。

日本が欧米先進諸国への経済面でのキャッチ・アップを終えたため、独力でイノベーションを起こし経済成長のフロンティアを切り拓かなければならないと言われて久しい。「失われた10年（あるいは、20年）」と言われる日本経済の長期的な停滞傾向からの脱却のためにも、イノベーションの担い手としてのVBの役割は従来以上に高まっていると言える。

1.2 VCの役割

VBは、その性質上特有のリスク⁹を内包しており、そのVBに対してリスク・マネーを供給する主たるプレーヤーがVCである。

宍戸＝VLF（2010）では、VCがVBへの投資を通じて果たすべき役割について、『イノベーション創造』や『雇用機会の創出』という大義名分はありますが、VCが運用するファンド（基金）に資金を提供する投資家にとって、VCが全うすべき任は、投資リスクを抑えながら投資リターンを最大化すること」¹⁰に尽きるとする。

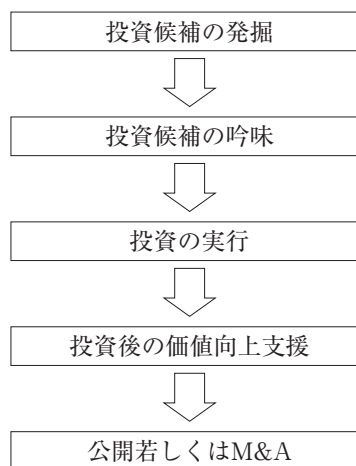
具体的には、VCは、「有望ベンチャー企業を……発掘し、投資候補として厳しく吟味し、投資後に育成し、最終的に株式公開もしくはM&Aをさせる」¹¹ことを目的にしている（図表1）。

なお、VBが活発に活動している米国のシリコンバレーで標準的なVC投資のスキームをみると、機関投資家等から出資を受けて組成されたベンチャー・キャピタル・ファンドが通常20社程度のVBに出資する。ベンチャー・キャピタリストがジェネラル・パートナーとしてファンドを運営し、リミテッド・パートナーである機関投資家等はジェネラル・パートナーに大きな裁量権を委ね、ファンドからの収益の分配を受ける。また、VC会社自身がVBにプライベート・エクイティ投資を行う場合もある。

2. 「法と経済学」における「企業」の理論

標準的な経済理論では、「企業（firm）」は完全合理的に行動するブラックボックスとして仮定されるが、実際の企業の行動はそれほど単純ではない。そこで本章では、次章で「企業」と

（図表1）VCの投資プロセス



（出所）宍戸＝VLF（2010）16ページ

7 前掲注6経済産業省ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会（2008）11ページ。

8 前掲注6経済産業省ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会（2008）11ページ。

9 宍戸＝VLF（2010）では、(1) 技術リスク（VBの商品やサービスの中核となる技術の開発が成功しない、もしくは著しく遅れる）、(2) マーケットリスク（VBの商品やサービスが期待していたほど売れない）、(3) マネジメントリスク（VBの創業者とその経営チームの能力不足とVCと創業チームとの利益相反）、(4) ファイナンスリスク（VBが株式公開もしくはM&Aなどを通してVCがその保有する株式を売却する機会を得る以前に資金がなくなる）の4つのリスクを挙げている（22～30ページ）。

10 宍戸＝VLF（2010）15～16ページ。

11 宍戸＝VLF（2010）16ページ。

してのVBの特徴を論じるのに先立って、法と経済学の範疇で言及される「企業」の理論に関する主要な先行研究をレビューし、然る後に本稿全体での「企業」のイメージを提示する。

2.1 「企業」理論の発展

①コース：「法と経済学」と「取引費用の経済学」の端緒¹²

1991年にノーベル経済学賞を受賞したコースは、全ての取引が市場を通じて行われるのではなく、企業内部でさまざまな取引が行われる理由、すなわち、企業が存在する理由を「取引費用（transaction cost）」の存在に求め、「企業を設立する……主要な理由は、価格メカニズムを利用するための費用¹³が存在する、ということにある……生産を価格メカニズムを通じて『組織する』ことにともなう費用のうち明白なものは、関連する諸価格を見つけたための費用である。……市場で生ずる各々の交換取引の際に、それぞれについて交渉を行ない契約を結ぶための費用も考慮されねばならない」として、こうした契約、例えば雇用契約のような長期継続的な取引の締結については、「もし短期の契約を何度も結ぶかわりに長期にわたる契約を一回結ぶと、契約を結ぶ度ごとに発生するある種の費用を回避することができる」ため、その契約の受け皿として企業が設立されると論じた。

そして、企業の規模の限界については、「企業の拡張が進められるのは、……追加的な取引を自らの企業内に組織化するための費用が、その同じ取引を公開市場で交換という手段で実行するための費用、もしくは他の企業のなかに組織化される際の費用と、等しくなるところまでである」と説明する。

このように、コースは、それまでの経済学では明確に理論化されていなかった市場での取引と企業内での取引が併存する理由について取引費用と契約の役割について分析し、その後の「法と経済学」と取引費用の経済学の発展の端緒を開いた。

②ウィリアムソン：取引費用の経済学の体系化¹⁴

ウィリアムソンは、取引費用の経済学を発展させ、組織の統治に関する理論として体系化し2009年にノーベル経済学賞を受賞した。ウィリアムソンは、取引費用は、限定合理性（bounded rationality）、不確実性（uncertainty）、情報の非対称性（information asymmetry）によって発生すると論じる。反復継続的な少数者間の取引において、取引費用が大きい場合、すべての取引費用についての取引条件は、複雑すぎて契約に書くことができない、あるいは、禁止的な費用がかかる¹⁵。こうした取引を市場で行う、すなわち当事者間の契

12 ロナルド・H・コース著、宮沢 健一・藤垣 芳文・後藤 見訳『企業・市場・法』東洋経済新報社（1992年）（原著：Coase, Ronald, H., The Firm, the Market, and the Law（1988））第2章「企業の本質（The Nature of the Firm）」に依拠している。

13 「価格メカニズムを利用するための費用」が「取引費用」である。

14 以下の文献に依拠している。

①オリバー・E・ウィリアムソン著、浅沼萬里・岩崎見訳『市場と企業組織』日本評論社（1980年）（原著：Williamson, Oliver E., Markets and Hierarchies, Analysis and Antitrust Implications（1975））

②Williamson, Oliver E., The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting（1985）。

③伊藤秀史「オリバー・ウィリアムソン、2009年ノーベル経済学賞受賞の意義 ～『組織の経済学』のフロンティアと現実の企業分析への適用可能性」独立行政法人経済産業研究所BBLセミナー（2009年11月30日）での講演（<http://www.rieti.go.jp/jp/events/bbl/09113001.html>）

15 複雑すぎて全ての条件を織り込むには禁止的（事実上、無限大で実現不可能）な費用がかかるために不完全にならざるをえない契約を「不完備契約（incomplete contract）」という。

約によって行うとすると、「取引特殊的投資 (transaction-specific investment)¹⁶」を行う一方当事者はその取引に「ロックイン (locked-in)」されるため、相手方の「事後的な機会主義的行動 (ex-post opportunistic behavior)¹⁷」によって不利な条件を提示されても拒否することができなくなる。このような状況が予想される場合、その当事者は適正水準までの取引特殊的投資を行うことを躊躇するため、事前的な効率性 (ex-ante efficiency) が阻害される (この一連の状況を「ホールドアップ問題 (hold-up problem)」と言う)。こうした場合には、階層組織 (hierarchies) が取引特殊的投資への「保証」として機能し、市場よりも取引費用の削減に優位性を持つと論じた。このため、株式会社を始めとする各種の統治構造をもつ様々な組織が構築されたとし、企業の垂直的統合や大規模株式会社の事業部制について分析するとともに、株式会社の企業統治について、取締役の選任権は残余請求権者 (residual claimant)¹⁸である株主にのみ付与すべきとした。

③アルチアンとデムセッツ：チーム生産理論¹⁹

アルチアンとデムセッツは、企業の存在理由として、「チーム生産 (team production)²⁰」が生産費用を最小化する財・サービスがあり、

「結合されたインプットの全ての所有者間での多面的な契約の代わりに、二当事者間の契約のセットに対する中核的な共通のグループ (party) がチーム生産の中で結合されたインプットの効率的な組織化を促進する。契約の条件が企業 (firm) と呼ばれる団体 (entity) の基礎を形作る」と論じた。また、チーム生産には、各メンバーの限界生産性を監視するのが困難で個人の賃金とその能力を反映しない場合、「怠慢 (shirking)」を惹起する可能性、すなわち取引費用が発生するというデメリットがあるとし、チーム生産のデメリットがメリットを上回るまで、企業が拡大すると論じた。

そして「企業」²¹のエッセンスを以下のような契約構造として定義した。

「1) 結合されたインプットによる生産；2) 複数のインプットの所有者の存在；3) 結合されたインプットに関する契約の全てに共通して相手方となる一つの当事者；4) その当事者は、他のインプットの所有者の契約とは独立してどのようなインプットの契約についても再交渉する権利を有する；5) その当事者は残余請求権 (residual claim) を持っている；6) その当事者は自身の中核的な契約上の残余請求権者としての地位を売却する権利を持っている。その中核的な代理人 (agent) は企業の所有者あるい

16 取引特殊的投資 (transaction-specific investment) とは、特定の取引でのみ収益を生む資産への投資のことである (例えば、企業の従業員が有する社内独特のノウハウやスキル)。この資産を蓄積した投資者 (例：従業員) は、資産でありながらそれを社外に持ち出すことができない。なお、取引特殊的投資 (資産) は、企業特殊的投資 (firm-specific investment)、関係特殊的投資 (relationship-specific investment)、組織特殊的な人的資産 (organization-specific human asset) とその範囲に異同があるものの、概念的には同じものである。

17 機会主義的行動とは「自分の利益のために約束を破ること」である (前掲注4 八戸＝常木 (2004年) 20ページ)。

18 事業清算時に、すべての確定額請求権者 (労働債権を持つ従業員も含まれる) への支払い後に残った財産を取得できる者が残余請求権者であり、会社法では株主を残余請求権者としている。

19 Alchian, Armen A., and Demsets, Harold, Production, information costs and economic organization. American Economic Review, Vol.62 Issue5 (Dec.,1972) 777-795に依拠している。

20 前掲注19 Alchian and Demsets (1972) では、1人では運ぶことのできない荷物を2人で運ぶ場合、両者がチームとして協力しないと目的が達成されないことを例示している。この場合、2人が投入する労力は「結合されたインプット (joint input)」であり、片方のみでは生産活動を行うことができない。

21 ここでは、個人企業や所有と経営が分離していない株式会社 (例：同族会社) が想定されているが、株式会社は、株主 (所有者) と経営者が分離したケースである。

は雇用主と呼ばれる。」

④ジェンセンとメックリング：「契約の束（nexus of contracts）」理論²²

ジェンセンとメックリングは株式会社を含む企業一般について「契約関係の束として機能する法的擬制の一形態にすぎず²³、組織の資産とキャッシュフローに対する分割可能な残余請求権（一般的には、他の契約当事者である個人の承認を得ることなく売却することができる）によって特徴付けられる」（傍点は筆者による）と論じ、現在、米国の法学界、経済学界で主流となっている「契約の束（nexus of contracts）」としての企業観を基にした理論を構築した。

この理論では、株式会社の株主（プリンシパル＝本人）と経営者（エージェント＝代理人）はエージェンシー関係にあるとする。エージェンシー関係とは、プリンシパルがエージェントに彼らのために特定のサービス（そのサービスはエージェントへの意思決定の権限委譲を含む）に従事させる契約であるが、この関係にはエージェンシー費用が必然的に発生し、経済効

率性を阻害する。エージェンシー費用の代表例が、プリンシパルがエージェントの行動をモニタリングする費用であり、この費用の削減を主眼とする企業統治理論の発展の嚆矢となった。

⑤ハート：所有権理論²⁴

ハートは企業を所有権（property rights）の集合として見なし、非人的資産²⁵の役割に焦点を当てた。ハートの理論の主要点は以下の通りである。すなわち、非人的資産の所有権にはその資産に対する残余支配権（residual rights of control）が付随しているため、その所有者は契約、慣習、あるいは法律に抵触しなければ、どのような方法によってでも資産を利用する権利をもつ。取引費用と不完備契約が存在する場合、残余支配権の所有者は事後的交渉力と事後的余剰の分配に影響を与えることによって、関係特殊的投資を行う関係者のインセンティブに影響を及ぼす。したがって、契約が不完備である場合には、企業の境界の決定、すなわち、ある企業が他の企業を統合するかどうかの決定は、非人的資産への残余支配権の必要性によって左右される²⁶。第一に、高度に補完的な資産

22 Jensen, M., and W. Meckling, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, Issue3 (Dec.,1976) 305-360に依拠している。

23 前掲注22Jensen and Meckling (1976) は、企業のみならず、大学、病院や財団のような非営利機関（non-profit institutions）、相互貯蓄銀行（mutual savings banks）、保険会社や協同組合のような相互組織（mutual organizations）、いくつかの私的クラブと市、州と連邦政府のような政府機関やTVA等の政府系企業も契約関係の束であると論じている。

24 以下の文献に依拠している。

①オリバー・ハート著、鳥居昭夫訳『企業・契約・金融構造』慶應義塾大学出版会（2010年）（原著：Oliver Hart, Firms, Contracts and Financial Structure, Oxford University Press（1995））

②オリバー・E・ウィリアムソン編、飯野春樹監訳『現代組織論とバーナード』文真堂（1997年）（原著：Oliver Williamson, Organization Theory From Chester Bernard to the Present and the Beyond,1990 by Oxford University Press, Inc.）第7章オリバー・ハート「企業理論に対する一経済学者のバースペクティブ」（An Economist's Perspective on the Theory of the Firm, originally written for Columbia Law Review（1989）,Vol.89, No.7 by Oliver Hart）。

25 非人的資産には「機械、在庫品、建物・土地、および現金が含まれる、同様にそこには、加入者リスト、特許権、著作権、および未払い契約に包摂される権利と義務も、これらが所有権とともに譲渡される限りにおいて、含まれる」（前掲注24ウィリアムソン（1997）217ページ）。

26 所有権理論では、「資産の残余支配権の保有の意味での所有権（a）」と、「企業の（検証可能な）利益の流れに対する権利の意味での所有権（b）」を区別し、前者が企業の統合に対して決定的に重要であるとみる。なぜならば、ある企業（A社）が、別の企業（B社）が有する（b）の権利を得ることは、契約に基づく取引によって可能であるが、A社が（a）の権利を得たい場合には、B社を統合しなければならないからである（前掲注24ウィリアムソン（1997）227ページ参照）。

は共有されるべきであり、それは企業の最小規模を決める²⁷。第二に、企業の経営者は非人的資産の支配を通じて労働者の人的資産を間接的に支配する²⁸。なぜならば、その非人的資産の使用に習熟するために労働者が行った関係特殊的投資の蓄積である人的資産は、その企業内でしか収益を産み出さないため、労働者は経営者の目的のために最適な水準での労働をおこなうからである。

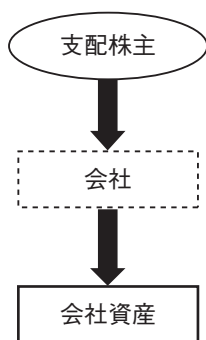
このように、ハートは、企業を所有権の集合とみなしたが、その理論は、所有権と支配の明確な区別をしておらず、公開株式会社（open corporation）にはあてはまらず、概念的には、閉鎖会社のような中小企業やパートナーシップが想定されている。

⑥岩井克人：法人（株式会社）はヒトでもありモノでもある²⁹

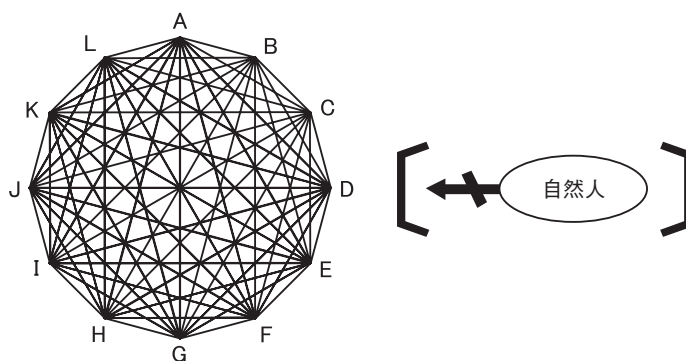
岩井は、法によって人格を与えられた組織、すなわち「法人」が自然人ではないにもかかわらず、法人格を持つがゆえに、あたかも自然人であるかのように、他者と契約を結び、他の会社の株式や各種の資産に対する所有権を持つことができることに着目し、日本の株式会社の戦後の特質を「ヒト（法人）でもありモノ（資産）でもある」両義的な存在であると論じた。会社をモノにする方法は、支配株主となることであり（図表2）、ヒトにする方法は複数の会社間での過半数の株式の持合である³⁰（図表3）。

戦後の日本企業はこのような両義的な存在として、従業員の組織特殊的人的資産の事実上の所有者として支配株主の機会主義的行動から従業員を保護し、日本特有の「すり合わせ型」、あるいは「インテグラル型」の企業構造・産業構造の構築を通じた高度成長に寄与したと論じる。

（図表2）モノにする方法



（図表3）ヒトにする方法



（出所）図表2は岩井（2003）123ページ、図表3は岩井（2003）145ページ。

27 企業規模の拡大に伴い、オーナー経営者にとって資産の関係特殊性が薄れるため、資産の限界収益率が低下する。これにより、企業の拡大は限界に達する。

28 人的資産の直接的支配は「奴隷制」であり、現代の社会では法で禁じられている。

29 岩井克人『会社はこれからどうなるのか』平凡社（2003年）第4章「法人論争と日本型資本主義」113～148ページに依拠している。

30 図表3について補足すると、株式会社の普通決議の議決権は過半数（50％超）であるため、12社が企業グループを作り（AからLの12社）、自社以外の11社の株式をそれぞれ5％持ち合うことにより、50％超の議決権をグループが持つことになり、グループ外の株主からの支配を受けることがなくなる（各社の所有を5％としたのは、独占禁止法第11条1項と銀行法第16条の3第1項により、銀行が原則として他社の議決権を5％を超えて保有できないことを考慮したもの）。なお、会社法には、①会社法上の子会社は原則として親会社の株式を保有できない（第135条第1項）、②自社の株式を25％以上保有している他社の株式を保有していても議決権を行使することはできない（第308条第1項）、といった株式持合による支配権の空洞化を制限する条項がある。

2.2 本稿での「企業」のイメージ³¹

①分析の枠組み

ここまで述べてきた、「企業」理論のうち、経済学や法学での各種の分析の枠組みとして最も一般的なものは、「契約の束」とエージェンシー理論である。ただ、実際の企業は、エージェンシー理論のようにプリンシパル（株主）がエージェント（経営者）をモニタリング（監視監督）するという一方的な関係ばかりではなく、経営者もその企業に対して関係特殊的投資を行っているためロックインされており、株主の機会主義的行動の可能性に不安を感じるという面がある。また、株主と経営者以外にも、企業価値の最大化に不可欠な主要な利害関係者として従業員と債権者がいる。ここでは、日本の現代の典型的株式会社を想定して、本稿での企業概念・イメージを明らかにし、次章でのVB・VCに関する議論の橋渡しとする³²。

(a) 人的資本の拠出者と物的資本の拠出者

企業は、物的資本の拠出者（株主と債権者）と人的資本の拠出者（経営者と従業員）相互における「動機付けの仕組み（incentive mechanism）」として描くことができる。

企業が効率的に運営されるのは、経営者に対するモニタリングが働いているからというよりも（もちろんそれも必要であるが）、経営者および従業員が、「企業価値」を最大化するインセンティブを持っているからである。

物的資本は、予め、契約によって、拠出する

金額・方法を確定することができるが、人的資本は、その性質上、予め契約によって拠出の内容を完全に確定することはできない³³。物的資本の拠出者が、経営者や従業員にどのような動機付けを与えるかによって、彼らが提供する人的資本の質は大きく変わってくる。一方、将来に亘って繰り返し物的資本の提供を受けることを前提とすれば、人的資本の拠出者（経営者と従業員）のチームは、物的資本の拠出者（株主や債権者）に対し、将来も物的資本を拠出し続けるインセンティブを与える必要がある。

(b) 不安とインセンティブ

物的資本の拠出者と人的資本の拠出者が協力して企業活動を行おうとする場合、双方とも相手の出方に対して不安を感じるはずである。

物的資本の拠出者の不安は、彼らが拠出する資金を人的資本の拠出者の運用に委ねなければならないことに由来している。一つには、人的資本の拠出者が自分達の私的利益のために資金を浪費してしまう、あるいは、人的資本の拠出者が競争者になってしまうかも知れないということである³⁴。もう一つには、人的資本の拠出者の能力が必ずしも事前には分からないということがある。これらのため、物的資本の拠出者は、拠出した資金の用いられ方を監視監督する権利、さらには拠出した資金を人的資本の拠出者から取り戻す権利を留保したいと考える。

人的資本の拠出者の不安は、彼らが拠出する人的資本は企業特殊的投資であるため、物的資

31 実戸（2006）に依拠している。

32 後述するように、企業のイメージは複数あり、それらのいずれかは前節でレビューした先行研究の理論と親和性が高いことに留意されたい。

33 不完備契約は、ウィリアムソンやハートの理論の前提条件である。

34 これは、ジェンセンとメックリングのエージェンシー理論に言うエージェンシー費用である。

本の拠出者から解雇されると、物的資本へのアクセスを断たれてしまい、それまでに投下した人的資本への投資が無駄になってしまうことに由来している³⁵。それゆえ、人的資本の拠出者としては、物的資本の運用の仕方について、できるだけ物的資本の拠出者の干渉を排除したい、自分達の企業内における地位を安定化させたいと考える。

こうした不安が一定限度を超えると、各人が相互に資本の拠出を躊躇してしまうことになる。この状態を「双方向のエージェンシー問題 (two-sided agency problem)」という。

(c) 果実（成果）の分配と支配の分配

物的資本の拠出者にとっても、人的資本の拠出者にとっても、自らの不安を軽減して、資本を拠出する前提条件を整えると共に、相手方の不安を軽減して、あるいは、さらにインセンティブを与えて、相手方が資本を提供しやすい環境を整備して双方向のエージェンシー問題を緩和することが、自らの利益のために必要となる。不安を軽減することによってインセンティブを与える方策としては、「支配³⁶の分配 (governance design)」があり、積極的にインセンティブを与える方策としては、「果実（付加価値）の分配 (payoff design)」がある。

人的資本の拠出者と物的資本の拠出者は、両者ともにより多くの支配を求める。ただし、支

配の量は一定であり、お互いに、相手方に資本の拠出を躊躇させないためにある程度の支配の分配を認めなくてはならない³⁷。果実（付加価値）の分配に関してもこれと同様のことが言える。物的資本も人的資本もともに企業活動に不可欠の要素である。それぞれの資本の提供者は、一定量の付加価値の分配をめぐる利害が対立する関係にあるが、将来の付加価値の量を大きくしていくことに共通の利益を有しており、そのためには、自らに有利な分配を求めるだけでなく、相手方に対しても、その有する資源を提供するインセンティブを与えなければならない。

第一に、「果実の分配」をめぐる動機付け交渉では、事業継続中の金銭の分配（配当、報酬）、事業清算時の残余財産の分配、および退出時の投下資本回収が主たる争点となる。

事業継続中の金銭の分配は、配当、報酬等と呼ばれる毎期ごとに支払われる付加価値の分配を指す。物的資本の拠出者の一部は、毎期に一定額の利子を受け取る取決めを行い、それ以外の者は、毎期の利益の状況を見ながら、経営者と配当額の再交渉を行う取決めを結ぶ。人的資本の拠出者に支払われる報酬の決め方（例えば、経営者と従業員に対するストック・オプションなどのインセンティブ報酬の条件設定等）は多様であるが、実質的には、毎期の付加価値の状況、人的な貢献度に応じて、集団的ないし個別

35 これがハートの所有権理論のポイントの一つである。

36 本稿での「支配」は、残余支配権のようなオール・オア・ナッシングの概念ではなく、各資本の拠出者が出資に際して抱く不安を軽減するための相対的交渉力を指す。

37 支配の分配や果実（付加価値）の分配に関する取決めによって、相手の出方に対する不安が完全に払拭されるわけではない。そのギャップを埋める役割を果たし得るものとして、評判（reputation）の機能があげられる。すなわち、仮に、相手方が、機会主義的行動に出て、明示ないし黙示の約束を破ることがあれば、その市場における評判が著しく害され、約束を破ったことによって得た利益よりも、大きな損害を被ることが自明であれば、たとえ支配による牽制がなくとも、相手方が約束を守ると信頼することができる。こうした、機会主義的行動を抑止する「評判の機能」は本稿の主たる分析対象であるVCとVBの関係、特にシリコンバレーでのVCの評判について、よく当てはまる（機会主義的行動の緩和に対して、ウィリアムソンの理論では階層組織が市場よりも優位性を持つと指摘されていることを想起されたい）。

的に、物的資本の拠出者との再交渉にかかる。これらは、毎期の確定したパイの分配をめぐる交渉であるが、分配しないで企業内にどれだけ留保するか³⁸が、さらに争点となる。こうした分配の交渉において、両者とも、相手方に与える分配が少なすぎると、その後の事業活動の局面で、相手方がその有する資源を提供するインセンティブを失ってしまうという問題がある。

事業継続中に退出が可能か、退出時の投下資本の回収はどのようにして行われるかという点は、付加価値の分配をめぐる交渉事項の中でも極めて重要なものであるだけでなく、支配の分配にも大きな影響を与える。一旦拠出された物的資本の引き上げは、人的資本の拠出者にとっては裁量権の縮小に繋がるので、望ましいものではない。これに対して、退出の権利は、物的資本の拠出者にとっては、人的資本の拠出者に対する監視監督の手段にもなる。株主が持分を公開市場で売却することによって退出できる上場株式会社においては、退出の際に得られるキャピタル・ゲインが付加価値の分配を受ける最も重要な手段であるし、同時に、市場価格の低下、敵対的企業買収の脅威と結びついて、人的資本の拠出者に対する牽制にもなる³⁹。

一方、物的資本の拠出者は、拠出先の企業にとって重要な人的資本の拠出者の退出制限の可能性を探ることになる。人的資本の拠出者の退出は、基本的に自由であるが、契約によって、

競合企業への参加を一定期間制限することは可能である。また、人的資本の拠出者の退出のインセンティブを削減するために、退職給与の計算やストック・オプションの段階的確定などを途中退出者に不利に取り決めておくことがある。

事業清算時の残余財産の分配に関する取決めは、事業失敗時の後始末の方法として、また、残余請求権 (residual claim) の議論との関係において重要である⁴⁰。各資本の拠出者間での事業失敗のリスクの分配方法として、有限責任の範囲、経営者の責任が、どの企業形態をとるかによって法律で決められている場合が多い。また、各国の倒産法が予めルールを設定している。あるいは、優先株式などの種類株式の利用によって、契約でリスクを分担する余地もある。

第二の動機付け交渉は、支配の分配に関するものである。物的資本の拠出者は、彼らが提供した物的資本の用い方に関して、経営者と従業員のチームに少なくとも一定の裁量権 (オートノミー) を与えざるを得ない。その裁量権を限定しすぎると、人的資本の拠出者のインセンティブを奪ってしまう。しかし、反対に物的資本の拠出者が、物的資本に対するコントロールをまったく失ってしまうとすれば、物的資本を提供するインセンティブを失ってしまう。

換言すれば、不安の解消と言う意味で、オートノミーは人的資本の拠出者にとってのインセ

38 一般に、経営者および人的資本の拠出者は、物的資本の拠出者である株主よりもリスク回避的であり、物的資本に対する実質的裁量権を維持するため、株主に配当するよりも、できるだけ多く内部留保することを望む。

39 市場を通じた退出がない非公開企業においては、株式買取請求の手続、その際の持分の評価方法が事前の契約における重要な争点となる。さらに、公開企業・非公開企業を通じて、債務超過ないしそれに近い状況になると、債権者が残余請求権者化して、残余支配権を取得する。

40 標準的なコーポレート・ガバナンスの議論では、残余請求権者である株主は企業経営の成功・不成功の結果を引き受けるものであるから、企業価値最大化のインセンティブの観点から、株主に残余支配権を与えるのが効率的であると説く。しかし、①将来における付加価値の拡大を視野に入れた場合には、株主のみならず、その他の資源の拠出者も残余請求権者の要素を持つ。②人的資本の提供者に対するインセンティブ報酬、および、社債権者に対するインセンティブ部分の利用が増えており、形式的にも、残余請求権者か否かという区別があまり意味を持たなくなっている。そして、③物的資本の提供者の中でも、会社の財務状況に応じて、株主と債権者の間で残余請求権者度が変化する、と言う点で問題がある。

ンティブとなり、モニタリングの権限は物的資本の拠出者にとってのインセンティブとなる。ただし、オートノミーとモニタリングは天秤の両端に位置する関係にあるため、付加価値の分配同様、一定の量の支配をいかに分配するかが問題となる。

支配の分配の仕方は、株式会社での原則は資本多数決であって、過半数の株式を所有する者が取締役を独占して自由に経営を行い、少数派は限定された情報開示請求権等を有するに過ぎない、いわば、オール・オア・ナッシングの仕組みである。しかし、多くの非上場株式会社においては、物的資本の拠出者と人的資本の拠出者が未分離であるか、人的資本の拠出者も株主として参加していることを前提として、資本多数決の原則は株主間契約によって修正され、支配が分配されている。

支配の分配に関する取決めの主たるポイントは、第一に、議決権の分配、第二に、取締役の分配、第三に、拒否権の分配、そして、第四に、情報開示請求権である。日本では、VBの経営者は、いわゆる資本政策によって、外部資本を取り入れながら、過半数の議決権をできるだけ長く維持できるように配慮するのが通常であり、また、公開企業の経営者も、株式相互持合等、いわゆる安定株主工作によって、経営権の維持に努めている。しかし、VBでは、議決権上の少数派が経営権をとる、あるいは、重要な決定事項に対する拒否権や情報開示請求権を持つことによって、支配をある程度分配することがある。公開企業においても、物的資本の拠出者の圧力により、社外取締役の割合が増える傾

向にあることも支配の分配に関する交渉の一つである。

②企業のイメージ

上記の分析の枠組みを前提に、公開株式会社を主に想定して動機付け交渉のパターンを以下の3つに分類する。その際、物的資本の拠出者を株主と債権者の二者に、人的資本の拠出者を経営者と従業員の二者に分類する。そして、この四当事者が、それぞれ企業活動に必須の資源を拠出するための条件に関して、自らの利得を最大化するように交渉を行う。その交渉形態は当事者間の連携の仕方や拠出する資本の関係特殊性によって3つのイメージになる。

(a) モニタリング・イメージ（エージェンシー・モデル）

モニタリング・イメージは既述のエージェンシー理論（プリンシパル・エージェント理論）そのものである。株式会社の主権者ないし所有者は株主であり、経営者はその代理人として会社の経営を行う者であるから、株主の利益を最大化するように経営を行う忠実義務を負う。株主は、主権者として、経営者をモニタリングする様々な権限が与えられている。債権者が提供する資金や、従業員が提供する労働力は、市場から調達すればよいものであり、債権者や従業員がコーポレート・ガバナンスに関与することはありません。経営者が、株主以外の利害関係人の利益を考慮した経営を行うことは、その忠実義務に反することになる⁴¹（図表4）。

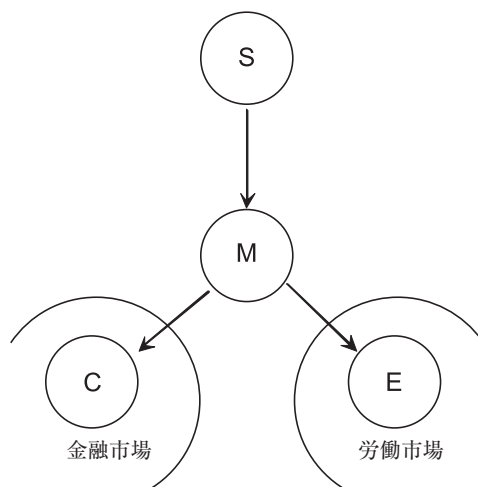
41 エージェンシー理論自体は、価値中立的な分析枠組みであるが、法律家を中心としたコーポレート・ガバナンスの議論の中では、それ自体がある規範的イメージを持っており、議論の出発点となっている。

(b) 調整（ベクトル）イメージ

契約法的な意味での残余請求権者は株主のみであるが、脚注40に記載したとおり、広く解すると、債権者や従業員、さらには取引先なども残余請求権者に含めることができ、コーポレート・ガバナンスに対して発言する正当なインセンティブを持っている。

また、実態論としても、株主以外の利害関係者は不可避免的に会社経営に影響を及ぼす。各利害関係人は、経営者を通じて会社と契約関係に

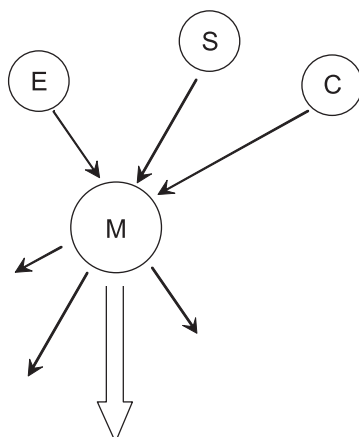
(図表4) モニタリング・イメージ(エージェンシー・モデル)



S=株主、M=経営者、C=債権者、E=従業員

(出所) 実戸 (2006) 171ページ。

(図表5) 調整（ベクトル）イメージ



S=株主、M=経営者、C=債権者、E=従業員

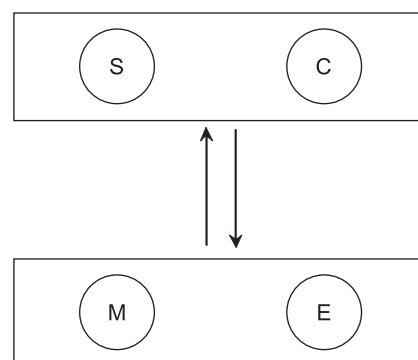
(出所) 実戸 (2006) 173ページ。

入ることになり、経営者に対して、自分達に最も有利な方向に契約を締結し、かつ遂行するよう、圧力をかける。この、各利害関係人が経営者に対してかける圧力を「モニターのベクトル」と呼ぶとすると、各利害関係人が発するベクトルの方向と長さは、それぞれ異なっている。経営者は、複数の利害関係者からの圧力を調整しようとするので、結果的に、モニターのベクトルの和の方向に向かって経営を行うイメージになる。このような動機付け交渉のパターンを「調整（ベクトル）イメージ」と呼ぶ（図表5）。

(c) (二チーム間) 交渉イメージ

交渉イメージとは、経営者と従業員のチーム（人的資本の拠出者）と、株主と債権者のチーム（物的資本の拠出者）との、二チーム間で交渉が行われるイメージを指す。企業活動は、物的資本の拠出者が提供した資金を人的資本の拠出者のチームが運用して付加価値を産み、それを各利害関係者間で分配するものである。両チーム間では、相手方チームが、将来に向かって、その持てる資本を最大限に拠出するインセンティブを与え合う交渉が行われる。VBのコーポ

(図表6) (二チーム間) 交渉イメージ



S=株主、M=経営者、C=債権者、E=従業員

(出所) 実戸 (2006) 175ページ。

レート・ガバナンス（次章に後述）には、この交渉イメージが最もよく当てはまる（図表6）。

交渉イメージでは、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者の両チームの代表が、動機付けゲームの観点から、果実の分配および支配の分配に関して合理的な交渉を行えば、パイを最大化するような最適解に到達するはずである。しかし、交渉イメージが機能する前提は、人的資本の拠出者と物的資本の拠出者が、それぞれ一枚岩になれることである。各チーム内の利害関係者間の交渉コストが過大になった場合に、無理に交渉イメージを用いようとする、コストの方が大きくなってしまう。また、各チームの代表者に交渉能力がないと、合理的な動機付けゲームを行うことはできない。逆に、人的資本の拠出者および物的資本の拠出者の各チーム内の交渉コストが十分に低く、交渉イメージをとることが可能な条件が整えば、公開企業であっても、シリコンバレー的な動機付けゲームを行える可能性がある⁴²。

（d）複数の動機付け交渉のパターンが並存する可能性

本稿のように、コーポレート・ガバナンスの最も重要な部分は四当事者間の動機付けの仕組みであるという考え方をとれば、外生的要因を所与として複数の選択肢がある場合には、実態論として同じ国の中に複数のコーポレート・ガバナンスの仕組みが並存する可能性がある。

動機付けパターンに関しては、業種および企業の成長段階によって、最適な選択が変わって

くる。企業特種的な投資の比重が小さな業種においてはモニタリング・イメージが、その比重が大きな業種においては交渉イメージが適している。また、状態依存的ガバナンス⁴³は、企業が成長段階にある場合には機能するが、成熟期に入った場合には機能しない。さらに、積極的な選択を行わずに、調整イメージに落ち着いている企業が存在する可能性もある。

3. VB・VCとシリコンバレー・システム

本章では、主に宍戸（2006）と宍戸＝VLF（2010）に依拠し、VBとVCの動機付け交渉のパターンをVBと同様に閉鎖会社である個人経営の企業と比較し、本稿でのVB・VCのイメージを提示し、然る後にVBとVCの動機付け交渉が円滑に行われているシリコンバレー・システムの特徴を概括する。

3.1（二チーム間）交渉イメージが当てはまるVBとVC

①VBの個人経営・同族会社との相違点

前章後半で提示した本稿での企業のイメージは、公開株式会社を主に想定したものであった。VBは、事業の成長の過程で通常株式公開を目標にするが、設立当初は当然、非公開企業である。そこで、個人経営・同族会社と比較することによってVB・VCの動機付け交渉の特徴を明らかにする。

非公開企業の多くは、小規模な個人経営あるいは同族会社であり、同一人物が物的資本の拠出者と人的資本の拠出者を兼ねており、両者が

42 すべての利害関係者ないしその代表が、同時に直接交渉を行う「多角的交渉イメージ」も概念的にはありえるが、法形式的に、会社の利害関係人は、経営者を通じて会社と交渉するため、少なくとも公開企業では多角的交渉は非現実的である。

43 企業の状態によってモニタリングの強度を変えるガバナンス。

分離していないのが一般的である。これは、いわゆる「オーナー経営者」が経営する企業である。オーナーは株主として自らの企業に出資し、従業員を雇用し、銀行や仕入先等の債権者との間で資金の借入や運用、あるいは、仕入取引の条件について交渉し、会社を経営する（図表7）。所有と経営が分離していないため、エージェンシー問題は発生しない。こうした状況を維持できるのは通常、企業組織が比較的簡素で経営者（とその一族）が事業を適切に運営できる規模の企業、あるいは、エクイティ・ファイナンスによって企業規模の拡大を志向する必要のない企業である。

一方、VBを非公開企業の一つのタイプと見たとき、以下のような特徴があり、前章で言及した（二チーム間）交渉イメージが当てはまる（前掲図表6）。

(a) 物的資本の拠出者と人的資本の拠出者の分離

VBにおいては、物的資本の拠出者である

VCと人的資本の拠出者である起業家（経営者）⁴⁴を中心とする創業者グループ⁴⁵（このグループが経営する企業がVBである）という明瞭な対比が描ける。

(b) 物的資本の拠出者内・人的資本の拠出者内の未分離

物的資本の拠出者内部および人的資本の拠出者内部における役割が未分離であることも、VBの特色である。VCは機関投資家等から集めた資金を、株式投資（エクイティ）だけではなく、転換社債等（デット）を組み合わせ投入しており、物的資本の拠出者内部で株主と債権者が分離していない⁴⁶。

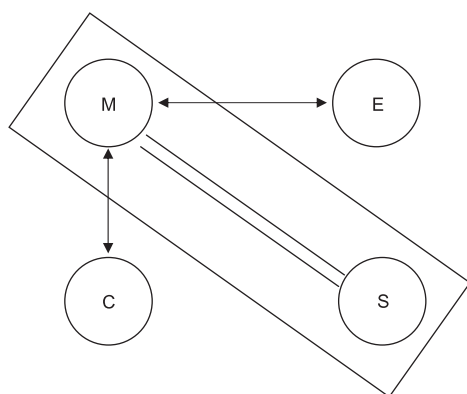
人的資本の拠出者の内部も、とくに、初期の段階では、経営者と従業員が明確には分かれていないケースがある。創業者グループの内、経営者が、従業員である技術者が行う開発に共同して関与すると同時に経営を行っていることも少なからずある⁴⁷。

(c) 共通の目標としてのIPO

VBにおける動機付け交渉の特徴は、両者が、短期間のうちにIPOの達成という共通の目標を有していることである。これは、物的資本の拠出者のみならず人的資本の拠出者も、株式ないしストック・オプションによって、エクイティのインセンティブを有していることによる。

このように、株主（VC）と経営者（起業家）の関係だけを部分的に見ると、VBは非公開企

（図表7）個人経営・同族会社のイメージ



S=株主、M=経営者、C=債権者、E=従業員

（出所）宍戸善一—橋大学大学院教授作成

44 本章以降では、動機付けの交渉パターンの四当事者のうち、「経営者」を「起業家」と呼ぶ場合があり、両者を区別しないで用いる。

45 創業者グループも出資しているケースが多いが、その金額はVCに比べるとごく僅かである。

46 一方、個人経営の企業では株主と債権者は通常明確に分離している。

47 ただし、規模の拡大に伴い、両者の分離が必然的に起こってくる。さらに、シリコンバレーでは、ある一定の段階で、VCが、専門の経営者をヘッドハントしてくるといわれている。

業であるが、個人経営の企業とは大きく異なっており、全体として見ると、機関投資家から物的資本を集めて、いくつもの有望なプロジェクトに投資する仕組みであるという点で、大規模な公開企業の行っていることと共通性が多い⁴⁸。

②VB・VC間の双方向のエージェンシー問題

前章で言及した「双方向のエージェンシー問題」は、VBとVCの間にも存在する。人的資本の拠出者であるVBは、資金の運用の仕方に関してオートノミーを欲し、物的資本の拠出者であるVCは、モニタリングの権限を求める。VCは、複数の企業に出資することによって投資を分散しているが、VBの経営者は、多くの場合、その一つの事業に資源を集中しているため、両者のリスク選好の度合は異なったものになり、リスクテイクの決断や退出のタイミング等に関して利害対立が生じる。このような利害対立の構造を前提として、ベンチャー・キャピタリストと起業家は、お互いに様々な不安を抱き、そのままでは、お互いに資本の拠出を躊躇してしまうことになる。ベンチャー・キャピタリストが起業家に対して抱く第一の不安は、起業家が、資金を効率的に運用する能力を備えているか否かである。もちろん、ベンチャー・キャピタリストは、投資する前に起業家の能力を推し量ろうとするが、実際に経営をさせてみなければ本当の能力は分からない。第二に、起業家が物的資本の拠出者の利益のために資金を運

用するかどうか分からないという、一般的なエージェンシー問題から発する不安がある。具体的には、人的資本の拠出者が、株式価値の向上につながらない、自分たちの楽しみのための技術開発等に資金や時間を使ってしまう、私的利益を優先することである。さらに、VBが成長して、IPOが可能な段階になっても、起業家・経営者は、株式公開に伴う様々なコスト（敵対的企業買収のリスクを含む）を考慮して、IPOを拒むという不安がある。また、起業家等人的資本の拠出者が退出してしまうかもしれないという不安がある。多くのVBの会社の価値は、起業家個人の能力に負っているところが多く、起業家が会社を去ってしまうと、物的資本の拠出が無駄になってしまう可能性が高い⁴⁹。

一方、起業家がベンチャー・キャピタリストに対して抱く不安については、第一に、起業家は、ベンチャー・キャピタリストによって会社から追い出されるのではないかと不安がある。ただ、（特に、シリコンバレーでは）VBの成長に伴って経営者が交代することが投資契約に最初から前提となっていることも多く、起業家がベンチャー・キャピタリストに対して抱く、本来の意味での不安は、その機会主義的行動に対する不安である。起業家は、投資契約でベンチャー・キャピタリストに経営者の地位を奪うことができる権限を与え、かつ、ベスティング（vesting）⁵⁰の条件に同意していると、仮に一年以内に経営者の地位を追われると、経営

48 ただし、VBは、特にシリコンバレーでは、次の二つの点で、公開企業とは異なっている。第一に、公開企業では、一般に、株主には経営能力がないことを前提にしているが、VBではベンチャー・キャピタリストが、経営の専門家として取締役会等に参加する。第二に、前述した、IPOという共通の目標があるために、起業家グループも、ベンチャー・キャピタリストの経営参加、換言すれば、物的資本の拠出者のモニタリング権限の強化を受け入れやすい。

49 このことは、技術者等、他の人的資本の拠出者の退出に関してもある程度当てはまる。

50 ベスティング（vesting）は、起業家が有するストック・オプション等による株主権を一定の期間で段階的に確定させるプロセス（例：4年間に毎年25%ずつと言うケースが多い）。

権のみならず、キャッシュフローに対する持分すら得られずに、自分が育てた会社から追い出されることになり、それまでに拠出した企業特殊的投資が無駄になってしまう。この不安が強いと、起業家はインセンティブを阻害され、人的資本の拠出を躊躇することになる。

また、ベンチャー・キャピタリストは、周到に退出の道を用意しておくので、起業家としては、物的資本の拠出者が退出する不安を抱くはずである。

3.2 シリコンバレー・システム

以上のような、双方向のエージェンシー問題を内包するVB・VCの関係を適切に調整し、経済全体の成長にまで好影響をもたらしていると言われるのが、米国のシリコンバレーのシステムである。ここでは、「シリコンバレー・システム」を、シリコンバレーにおけるVBとVCの関係にその周囲の大学や法律事務所等を含めた一種の生態系（ベンチャー・ハビタット（venture habitat））⁵¹として捉え、VBとVCの関係に対するシリコンバレー・システムの含意を示す。

①シリコンバレー・システムの全体像

シリコンバレー・システムは、機関投資家、ベンチャー・キャピタリスト、起業家によって構成されるベンチャー・キャピタル・ファンドの単なる集合ではない。その他の様々なプレー

ヤーが、各々の役割を果たすことによって、革新的な事業を行うVBを継続的に再生産する生態系、つまり「ベンチャー・ハビタット」（後述）として機能している。

第一に、シリコンバレーの中心に位置するスタンフォード大学やこの地域に隣接するカリフォルニア大学バークレー校などの有力大学が、人材と技術の輩出者として重要な役割を果たしている⁵²。第二に、インテル、シスコ・システムズ、ヤフーといった、元ベンチャーの大企業が、シナジーを生むプロデューサーの役割を果たしている。とりわけ、シスコ・システムズのA & D（acquisition & development）戦略は有名で、技術を持つVBを買収して育てるという戦略で急拡大した。この戦略は、起業家に対してM&Aというエグジットを提供するという意味も持つ。第三に、シリコンバレーにおいては、法律事務所が重要な役割を果たしている。法律事務所は、単なる法律上の助言を提供するだけでなく、起業家とベンチャー・キャピタリストの間にあって、仲介者ないし調停者の役割も担い、レピュテーション・ネットワークの一つの要となっている。そして、何よりも、流動的労働市場と豊富な人材プールの存在が、シリコンバレー・システムを円滑に機能させる鍵となっている。ベンチャー・キャピタリストが創業者に代わる経営者の候補を探す場合にも、人材プールの中から選択でき、経営者や技術者が、能力があるにもかかわらず解雇されたとして

51 安戸＝VLF（2010）第3章第5節に詳しい。また、青木昌彦は、シリコンバレー・モデルについて「起業家的企業のクラスターと、他方でのベンチャー・キャピタリスト、関連ニッチ産業における先導企業、他の専門的なサービス・プロバイダーなどに代表されるさまざまな仲介機関によって構成された創発的なシステムと捉える必要がある」（青木昌彦著、瀧澤弘和＝谷口和弘訳『比較制度分析に向けて 新装版』NTT出版（2003年）（原著：Masahiko Aoki, "TOWARD A COMPARATIVE INSTITUTIONAL ANALYSIS" 2001 Massachusetts Institute of Technology）378ページ）と論じる。

52 これらの大学は、とくに基礎研究を担い、開発した技術を積極的に産業界にライセンスすることによって、多額のロイヤリティー収入を得ている。人材の面でも、学生がVBを起こすほか、教授も起業家となる。また、成功した起業家が大学で教えたり、インターンシップを提供するなど、大学と産業界との人材の相互流動化が行われている。

も、次の就職先を探すのは容易である。

こうした環境の中で、VCは機関投資家から資金を集めて、それを複数の起業家にプライベート・エクイティ投資を行うが、それは単なる分散投資ではなく、ベンチャー・キャピタリストが、取締役として経営に参加すること、すなわちハンズ・オン投資⁵³によって、投資リスクを引き下げようとする⁵⁴。

このように、シリコンバレーにおいては、ベンチャー・キャピタリストのネットワーク、起業家のネットワーク、大学を中心としたネットワーク、大企業を中心としたネットワーク、そして弁護士のネットワークが存在し、さらに、これらの人的ネットワークが相互に接続し、ネットワーク内で評判の機能が働き各プレイヤーの不安を埋めている。シリコンバレー・システムのプレイヤーにとって、自らの評判を高めることが最重要課題とされており、VB間での競争は熾烈であるが、同時に、プレイヤー間の情報の共有も盛んに行われている。これによって、効率的な産業集積が起き、IT産業を始めとする革新的な企業の輩出が継続的に行われている。

換言すると、シリコンバレー・システムは、「シリコンバレーのベンチャー企業に参加する者同士の相互作用によって構築されるものであり、誰もがその協調的なネットワークの一員として、関与している当該ベンチャー企業の株式

を所有することによってリスクを分担し、そのベンチャー企業の成功のために寄与するシステム」⁵⁵であり、「エクイティベース・リスク分担・ネットワーク」⁵⁶を基本的要素とする生態系、すなわち「ベンチャー・ハビタット」なのである。

②ベンチャー・ハビタットの特性

スタンフォード大学の研究⁵⁷によると、シリコンバレーが典型的であるが、最適なベンチャー・ハビタットには以下の10の特性が備わっているとする。

- i) ゲームのルールの有利性（法制度、資本市場のルール等）（Favorable rules of the game）
- ii) 高度な知識の集積（Knowledge Intensity）
- iii) 質が高く、流動性のある労働力（A high-quality and mobile work force）
- iv) 実力主義・結果主義的文化（Results-oriented meritocracy）
- v) リスク・テイクに対する賞賛と失敗に対する寛容性（A climate that rewards risk-taking and tolerates failure）
- vi) オープンなビジネス環境（Open business environment）
- vii) 産業界に対して働きかけを行う大学・研究機関（Universities and research

53 VC投資における、ハンズ・オン投資（Hands-On Investment）とは、投資した後に、VCが役員の派遣、VBへの経営幹部の紹介、取引先などの各種のアドバイス、そして、コンサルティングを積極的に実施してVBの付加価値を高める活動を伴った投資手法のことである。これに対して、投資後に、付加価値を高める活動をほとんどしないものをハンズ・オフ投資（Hands-Off Investment）と呼ぶ。

54 前掲注51 青木（2003）では、ベンチャー・キャピタリストは、ポートフォリオ内のVB同士を競争させて、いわば、トーナメントによるガバナンスを行っているという見解が示されている。しかし、「利益相反の問題があるため、VCが、競争関係にある複数の企業に同時に出資することは少ない」（穴戸（2006）94ページ注3）との見解もある。

55 穴戸＝VLF（2010）91ページ。

56 穴戸＝VLF（2010）91ページ。

57 Chong-Moon Lee, William F. Miller, Marguerite Gong Hancock & Henry S. Rowen, Silicon Valley Edge-A Habitat for Innovation and Entrepreneurship（Stanford University Press, 2000）第1章6ページ「The Features of the Valley's Habitat」（本稿では、穴戸＝VLF（2010）第3章第5節に依拠し、引用・分析を行う）。

- institutes that interact with industry)
- viii) 企業、政府、非営利組織のコラボレーション (Collaborations among business, government, and nonprofit organizations)
- ix) 質の高いコミュニティ (High quality of life)
- x) VBのためのインフラストラクチャー (A specialized business infrastructure)

こうした環境が整えば、投資機会が生まれ、かつ、起業の失敗リスクも軽減することから、付加価値を生むことができるVCや優秀な起業家が集まってくる、または育ってくるということが示されている⁵⁸。

③双方向のエージェンシー問題への投資契約等での対処

前節で述べたVB・VC間の双方向のエージェンシー問題への対処として、シリコンバレーでは、VBとVCがさまざまな形で相手方の不安を軽減し、さらに資本の拠出を円滑化するインセンティブを相手方に付与している。

まず、VCが起業家に対して抱く不安については、第一に起業家の能力不足に対しては、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、あるいは、

後述する段階的投資 (staged financing) によって実質的な支配を握る⁵⁹。一般的なエージェンシー問題 (資金の無駄遣い、私的利益の優先、IPOへの躊躇) から発する不安に対しても、VCは、主に段階的投資によって対処している⁶⁰。すなわち、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する。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得られないので、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ことでこの不安に対処している⁶¹。人的資本の拠出者が退出する不安に対して、VCは、人的資本の拠出者に与えるスウェット・エクイティ (sweat equity)⁶²やストック・オプションのベスティングによって対処している。すなわち、将来の労務の出資を見返りに、株式やストック・オプションを取得した人的資本の拠出者の権利が、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った、段階的確定のプロセスを経なければならない。このようにして、人的資本の拠出者に退出しないインセンティブを与えている。

一方、起業家がVCに対して抱く不安につい

58 ただし、VBの核となる優れたアイデア・技術シーズそれ自体は、ベンチャー・ハビタットから自然に発生するものではない。

59 起業家が、VCに支配権を与えるような投資契約を受け入れること自体が、自らの能力に自信があることを示すものであるとの指摘もある (契約のスクリーニング機能)。

60 起業家がIPOを躊躇することへの対策としては、株式公開請求権 (demand registration right) を投資契約に含める場合がある。

61 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" という) 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。

62 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。両株式の拠出額の差が、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ことになる。なお、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。

ては、第一に、VCによる乗っ取りの不安に対しては、シリコンバレーではVCから出資を受け入れる時点で起業家は支配権を手放すことが少なくない。これは、スウェット・エクイティによって起業家は非常に有利な条件で持分を取得しており、VCとの間でインセンティブが調整されているためである⁶³。ただし、支配権を手放すことを躊躇する起業家もいる。そのような場合には、たとえば、利子および税引き前利益があらかじめ定めておいた水準に達しない場合には、VCが過半数の取締役を獲得するといった条項を投資契約に含めることがある。第二に、VCの機会主義的行動に対する不安については、シリコンバレーの「評判の機能」が抑止力になっていると指摘される。第三に、VCが退出する不安⁶⁴については、VBの事業に成功する可能性が残っている段階ではVCが退出することは考えられない。なぜならば、VCにもエクイティのインセンティブがあるからである。

以上のような、物的資本の拠出者、人的資本の拠出者双方が抱く不安を原因とする双方向のエージェンシー問題とその対処の方法以外にも、両者間において、果実の分配をめぐる交渉および支配の分配をめぐる交渉が行われ、投資契約に織り込まれる。

果実の分配をめぐる交渉においては、既に述べたように、事業継続中の金銭の分配（配当、

報酬）、事業清算時の残余財産の分配、および退出時の投下資本回収が主たる争点となり、支配の分配に関する交渉の具体的内容として重要なものは、第一に、議決権の分配、第二に、取締役の分配、第三に拒否権の分配、第四に、情報開示請求権、そして、第五に、果実の分配と同様に退出権である。

まず、果実の分配をめぐる交渉についてみると、事業継続中の金銭の分配は、VBにおいては、利益はIPOまでは再投資にまわすことが暗黙の前提であるため、株主に配当することはほとんど考えられていない⁶⁵。事業清算時の残余財産の分配に関しては、VCに優先権があり、清算所得に残余があった場合のみ、普通株主である人的資本の拠出者に分配される。つまり、スウェット・エクイティやストック・オプションという形で労務出資を評価して持分を与える反面、事業が成功しなければ、人的資本の拠出者は何も得るところがないことをはっきりさせている。退出時の投下資本の回収については、第一に、VCは、優先株主として償還請求権を確保することが多い。これは、いわゆるリビング・デッド⁶⁶化を防ぐ手段であり、起業家に対する牽制の手段にもなっている。第二に、VCは、人的資本の拠出者の持分確定前の株式の譲渡を禁じ、確定後、IPO前の譲渡にもVCへの先買権（Right of First Refusal）を設定するこ

63 See Thomas Hellmann, The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts, 29 Rand J. Econ. 57 (1998). また、Bernard Black & Ronald Gilson, Venture Capital and the Structure of Capital Market: Bank versus Stock Markets, 47, J. Fin. Econ. 243 (1998) では、VBがIPOを達成するとVCの持つ優先株式は普通株式に転換されるため、投資契約上の支配権は消滅し、VCが株式の売却によりエグジットし、株式の所有構造が分散すると、経営に介入する支配的株主がいなくなる。この結果、経営陣が実質的な支配権を持つことができると論じている（これを、「支配権のコールオプション」と呼んでいる）。

64 VCは償還権や段階的投資の取り止めと言った形で退出権を確保する。

65 VCは、契約上、配当優先権を取得するが、実際に配当収入を求めているのではなく、普通株主である人的資本の拠出者に対する牽制に過ぎない。

66 VCの投資先企業が、倒産はしないが、IPOやM&Aの可能性もなくなった場合には、VCの出資持分は、いわゆる塩漬け状態となり、換価できずに貸借対照表上に残ることになる。このような出資持分をリビング・デッド（原義は「生ける屍」「ゾンビ」）と呼ぶ。また、こうした状態に陥った企業自体をリビング・デッドと呼ぶこともある。

とによって、起業家の株式売却による退出に歯止めをかけることが多い⁶⁷。さらに、創業者が持分を売却する場合には、ベンチャー・キャピタルの優先株式も一緒に売却しなくてはならない共同売却契約（co-sale agreement）を結ぶ。

支配の分配に関する交渉については、第一に、議決権の分配については基本的には株主総会決議事項は、議決権の過半数の賛成で可決される資本多数決が原則であるが、VCの議決権の量を予め定められた経営指標等に関連づける契約が行われることもある⁶⁸、第二に、取締役の分配については、VBにおいては資本多数決の原則が契約によって大きく修正されており、普通株主と優先株主が、それぞれ一定の数の取締役を選任できるクラス・ボートイングによって、取締役のポストは議決権とは無関係に、創業者グループとベンチャー・キャピタルに分配される⁶⁹。一般に、IPOに至るまでに、三回から五回ぐらいの回数で増資が行われると言われており、VCも複数の参入して、シンジケートを形成する過程で各ラウンドの出資者を代表する、少なくとも一人の取締役がボードに参加するのが普通である。また、とりあえず、起業家に取締役会の過半数を与えておくが、経営状態が予め決めておいた基準に達しなかった場合は、VCが過半数を取得するという契約も行われることもある⁷⁰。第三に拒否権の分配について

は、VCが、起業家の暴走を防ぐために、最低限の重要事項の変更（自己株式の取得、新株発行、重要な財産の譲渡や合併などの組織再編、および優先株主の権利の変更等）に関して拒否権を設定することが多い。第四に、情報開示請求権については、VCは、VBの取締役会に出席することによって、また、不断に起業家と連絡をとることによって、情報の収集を行うほか、四半期ごとの計算書類や年次予算などに関する情報開示請求権が別途契約で定められる。そして、第五に、退出権は果実の分配に関しても重要な交渉事項であったが、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⁷¹。しかし、VCによる物的資本の引き上げ、ないし、追加出資の取りやめの可能性、すなわち段階的投資のプロセスを通じた起業家に対するモニタリングがより重視されている。

4. VCの動向・特徴⁷²

以上のようなシリコンバレーに代表される米国のVB・VC間の動機付け交渉の状況を踏まえて、本章前半では、各種の調査・統計を基にVCの動向の国際比較を行い、後半では日本のVC投資の特徴について概観する。

67 VCに対する譲渡制限は付けないのが普通である。

68 Steven Kaplan & Per Stromberg, Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, 70 Rev. Econ. Stud. (2003)は、米国の14社のVCが119社のVBに対して行った213回の投資に関して、VC・VB間の投資契約を調査し、契約後のVBの経営陣のパフォーマンスによってVCの議決権が変化するケースが多いとしている(<http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/kaplanstromberg.pdf>)。

69 起業家が優れたCEOになれることがよく分かっている場合には、ボードの過半数にこだわる必要はなく、拒否権（後述）だけを確保して満足するというベンチャー・キャピタリストもいる。

70 この契約をボートイング・スイッチ（voting switch）と呼ぶ。

71 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。契約に規定されることは少なく、名目的に規定されるとしても主たる目的は起業家に対する威嚇であり、行使されることは殆どない。なお、買戻すのが会社としてのVBである点で、日本の投資契約で用いられる起業家に対する株式買戻条項（後述）と異なる。

72 主に穴戸＝VLF（2010）に依拠する。

4.1 国際比較にみるVCの動向

①VC投資の規模

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。また、日本の投資金額は2006年をピークとして3年連続で減少している（図表8）。

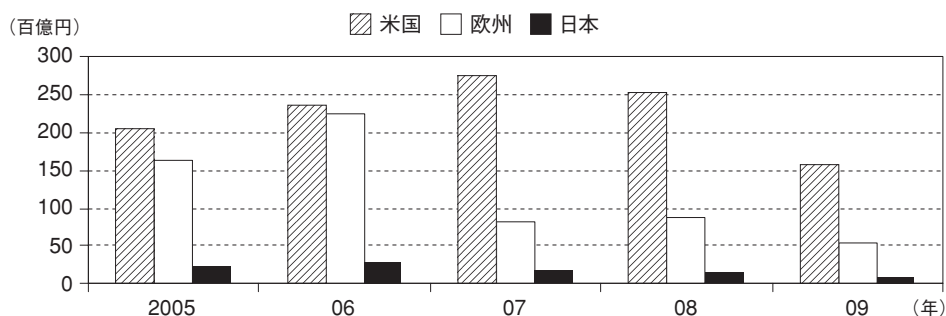
なお、日本ではVCの投資先がサービス業や小売業など、内需型の非製造業の企業が相対的に多く、こうした業種に属するVBでは、世界中への事業展開を早い段階から構想すると言わ

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とが、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と考えられている。

②VCファンドへの出資者

ファンドへの出資者をみると、年金基金の比率が日本では欧米よりも低く、年金資金の拡大の成否が重要性を帯びると思われる⁷³（図表9）。

（図表8）日米欧ベンチャー・キャピタルの年間投資金額



（注）・欧・米は暦年（1月～12月）、日本は4月～翌年3月

・日・米・欧ともVC投資のみであり、再生・パイアウト投資は含まない。日本は融資を含む。米国は米国内への投資であり、日本・欧州は外国への投資も含む。

（資料）米国はNVCA YEARBOOK 2010（1\$=90円換算）、欧州は2010 EVCA Yearbook（1ユーロ=130円換算）、日本はVEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告」各年版

（出所）VEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告」2011年1月

（図表9）ベンチャー・キャピタル・ファンドへの出資者比較

日本		米国		欧州	
事業法人	17.3%	年金基金	40.4%	銀行	11.8%
銀行／信用金庫	25.7%	金融機関・保険会社	16.0%	ファンド・オブ・ファンズ	11.2%
生命保険	15.7%	ファンド・オブ・ファンズ	14.2%	年金基金	18.0%
個人	1.9%	大学基金・財団	10.3%	保険会社	8.3%
証券会社	2.2%	個人・ファミリーオフィス	10.2%	キャピタルゲイン再投資	7.0%
年金基金	5.3%	VC	3.6%	政府機関	5.4%
業務執行組合	17.3%			個人	4.7%
VC	3.0%			事業法人	2.5%
政府・公共団体	2.9%			その他	22.8%

（出所）VEC2008年

（出所）2008年ventureone

（出所）2007年EVCA年報

（注）構成比はファンド残高に占める金額比率。このほかにGP（ジェネラル・パートナー）の出資がある。

（出典）宍戸=VLF（2010）75ページ

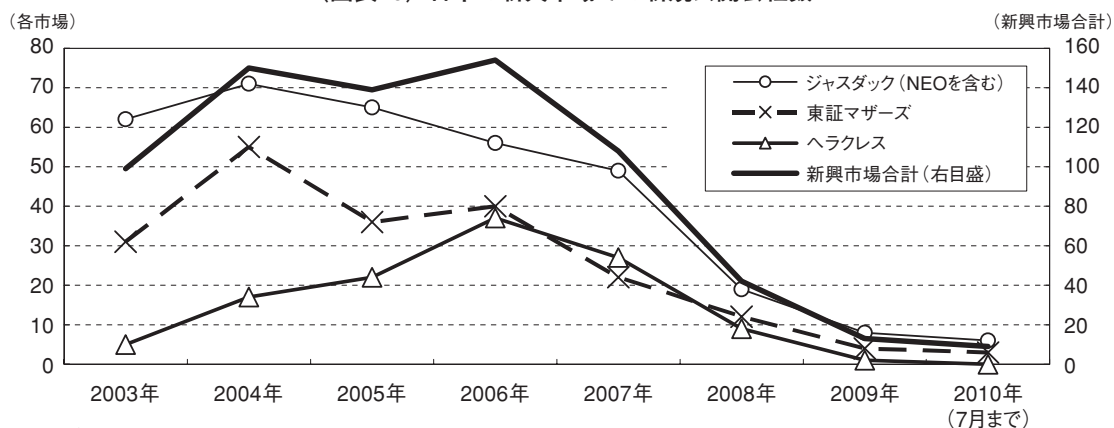
⁷³ 日本経済研究センター金融研究班のレポート「起業社会に向けての金融の課題」（2010年11月）では、公的年金基金への一定割合（例えば0.3%）のVB向け投資の義務付けを提言している。

③エグジットとしてのIPO

日本では、ベンチャー・ファイナンスのための株式市場として、東証マザーズやNASDAQ JAPAN⁷⁴等、VBが株式を公開しやすい新興市場が創設された。一時、これらの新興市場やJASDAQ等での上場が増加したが、ライブド

ア、村上ファンド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新興市場での株式公開はピークアウトし、冒頭に述べた急激な世界的金融危機後は激減しており、2010年は7月までで20社にも達していない（図表10）。

（図表10）日本の新興市場での新規公開会社数

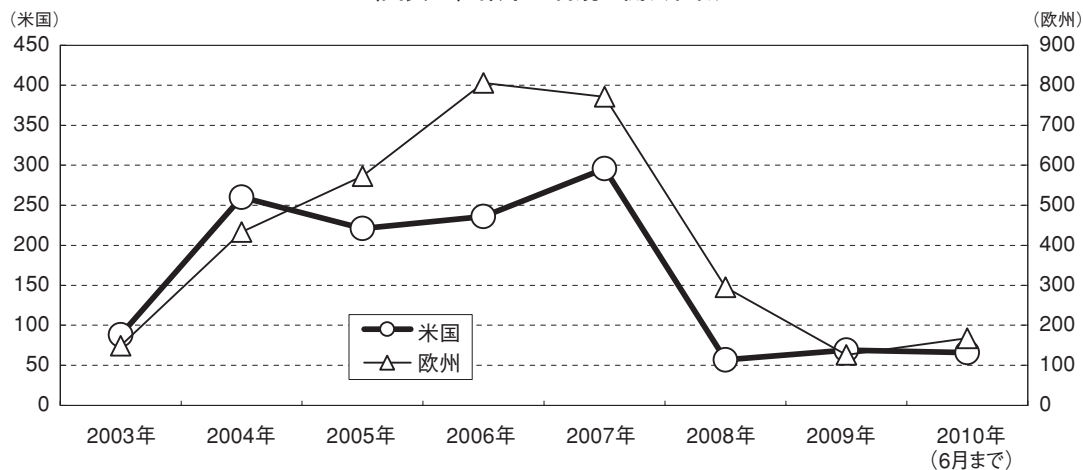


（資料）・各証券取引所のHP。

（注）・新興市場合計はジャスダック、東証マザーズ、ヘラクレス、セントレックス、アンビシャス、Q-Boardの合計。

・テクニカル上場を除く（ジャスダックは新規銘柄概要表、ヘラクレスはIPO情報リストに「公開株数」の記載がないものをテクニカル上場とみなした）。

（図表11）欧米の新規公開会社数



（資料）・米国:PricewaterhouseCoopers: “US IPO watch”. (各年版、及び2010年2Q)

・欧州:PricewaterhouseCoopers: “IPO watch Europe”. (各年版、及び2010年2Q)

（注）・米国はNYSEとNASDAQの合計（2010年1-6月では、NYSEが36、NASDAQが30）。非米国籍企業のIPOを含む（2010年1-6月では、米国籍が49、非米国籍が17）。

・欧州は同一交換所内での市場間移動、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）、greenshoe offerings（グリーンシュー・オプション：オーバー・アロットメント^(※)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）による売出）等を除く。

（※）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し。

⁷⁴ NASDAQ JAPANは、米国NASDAQの撤退により2002年12月に大証ヘラクレスに名称変更され、2010年10月にJASDAQに統合された。なお、報道によると米国のNASDAQは大証に2012年をめどに夜間取引などを手がける新市場の創設を打診したとのことである（2010年12月28日日本経済新聞夕刊）。

欧米の新規公開会社数をみても、やはりリーマンショックのあった2008年に激減している。しかし、その後2009年には下げ止まり、2010年は6月までの半年で、米国では50社、欧州では100社を上回っている⁷⁵ (図表11)。

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と言わざるをえず、新興市場の低迷が際立っている。

④VC投資の収益性

日本と欧米のVC投資の収益性を内部収益率(IRR)でみると、日本のVCのIRRは欧米に比べて概ね低く、特に米国との差が大きい。また、特定の投資期間のVCのパフォーマンスが株式市場の全体的なパフォーマンスをどの程度上回っていたかをみるために、IRRの株式指数に対する超過リターンをみると、米国はどの投資期間をとってもNASDAQを少なくとも10%近く上回っているのに対して、日本の超過リターンは一桁にとどまっている。これは、日本で機関

投資家、特に資金の本源的出し手に対して忠実義務を負う年金基金のVC投資の比率が欧米に比べて低いことが、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 (図表12)。

4.2 日本のVC投資の現状

①VB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、近年はアーリー特化型のファンドは激減している。ファンドの組成そのものも激減しているが、バランス型のファンドが散見されており、VCファンドはアーリー・ステージへの投資を手控えて、バランス型への投資を通じてレーターステージ等の、アーリーよりも段階の進んだ

(図表12) 日米欧のベンチャー・キャピタル・ファンドのパフォーマンス

(2009年3月現在)

(単位)IRR%

	ファンドの種類／経過年数	1年	3年	5年	10年
日本	ベンチャー・キャピタル	-16.2	-10.9	-2.7	1.3
	TOPIX	-21.9	-16.5	-3.8	-4.2
	TOPIXに対する超過	5.7	5.6	1.1	5.5
米国	ベンチャー・キャピタル	-20.9	4.2	6.4	15.5
	NASDAQ	-38.1	-10.3	-4.6	-3.2
	NASDAQに対する超過	17.2	14.5	11.0	18.7
欧州	ベンチャー・キャピタル	-19.6	-0.6	1.8	0.2
	バイアウト	-31.0	3.5	10.8	11.6
	全てのプライベート・エクイティ	-30.5	2.6	8.1	8.0

(資料) 日本: VEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告」(2010年1月)

米国: NVCA, "venture capital performance statistics" (2009年4月)

ヨーロッパ: EVCA, "long term performance of private equity" (2009年6月)

(注) 日本は2009年3月、欧米は2008年12月現在。

75 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。

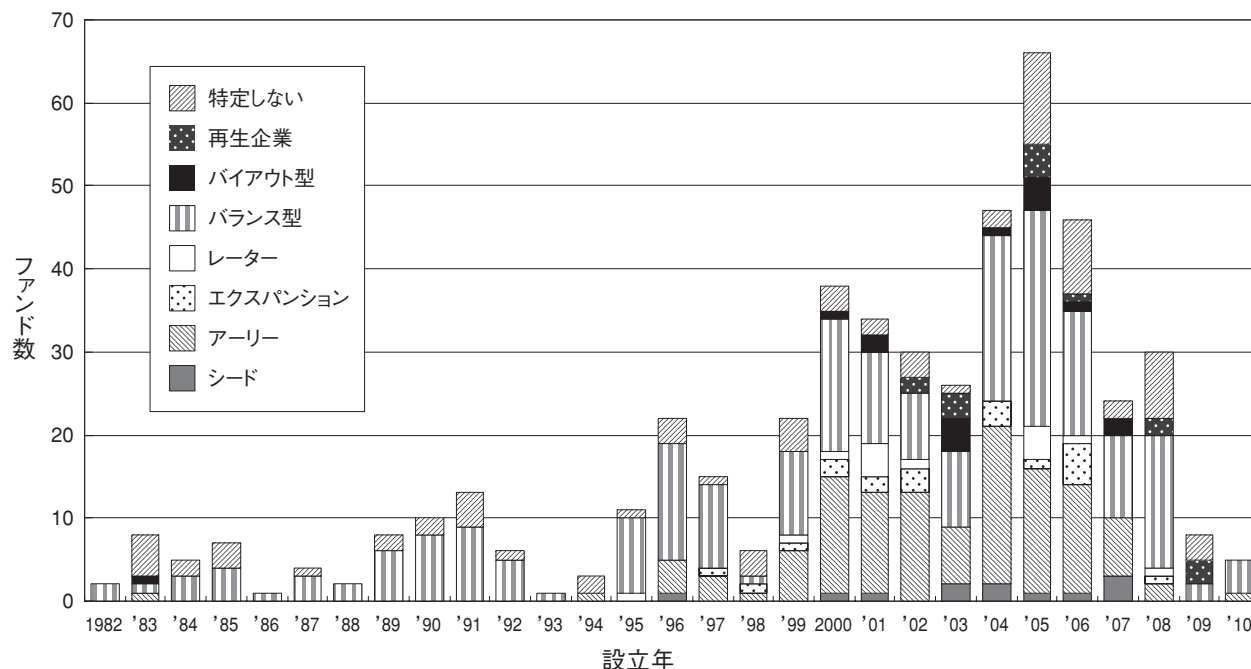
企業への投資にシフトしている模様である（図表13）。

②投資先の地域分布

VC投資の投資先の地域分布をみると、関東

が社数、金額ともに40％近くに達しており、特に東京都が大宗を占めており、今後大学発ベンチャーの成長による地域分散が課題となると思われる。また、近年アジア・太平洋地域への投資の増加傾向も特徴的である（図表14）。

（図表13）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「2010年ファンド・ベンチマーク調査報告」2011年1月。

（図表14）ベンチャー・キャピタル本体及び投資事業組合における投融資先の地域分布

	2009年3月末					2010年3月末				
	社数 (社)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)	1社当たり金額 (百万円)	社数 (社)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)	1社当たり金額 (百万円)
日本国内合計	11,195	91.6	667,350	77.0	59.6	10,014	91.3	609,175	75.9	60.8
内、関東地方	5,211	42.6	341,089	39.4	65.5	4,449	40.6	303,147	37.8	68.1
内、東京都	4,104	33.6	280,506	32.4	68.3	3,484	31.8	250,724	31.2	72.0
海外合計	1,025	8.4	198,873	23.0	194.0	955	8.7	193,433	24.1	202.5
内、アジア・太平洋地域	415	3.4	97,740	11.3	235.5	408	3.7	101,974	12.7	249.9
欧州地域合計	70	0.6	25,921	3.0	370.3	62	0.6	24,678	3.1	398.0
合計	12,220	100.0	866,228	100.0	70.9	10,969	100.0	802,612	100.0	73.2
集計サンプル数						77		75		

(注1) 社数または金額を回答している会社

(注2) 四捨五入や内訳に無回答があるため、内訳計、合計が一致しないことがある

(資料) VEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告」2011年1月。

③エグジット社数

2009年度のVCファンドのエグジットの状況を見ると、株式公開に至ったのは106社と前年(66社)比では増加した。しかし実現損益は前年比で大きく減少し、継続保有分の含み益はマイナス(つまり、含み損を内包している状態)に転じた。エグジットの方法で社数が最も多いのが会社経営者等による買戻しであり、次いで償却・清算の社数が多い状態は前年と変わっていない(図表15)。

5. 日本のVC投資の「法と経済学」からみた特徴⁷⁶

本章では、これまでの議論を基に、日本のVC投資について論じる。第1節で日本のVC投資の法的側面に言及した後に、第2節で日本のVC投資契約の特徴と米国との相違点、第3節で日本のVC投資を規定する諸要因について論じ、第4節で日米双方のVC投資に精通した実務家へのインタビュー調査を記載する。これらについて、VB、VCの動機付け交渉におけるイ

ンセンティブとビヘイビアを経済理論的に、すなわち「法と経済学」的な観点も交えて分析する。

5.1 日本のVC投資の法的側面

①日本でのVCの法形式・構造

現在、日本の投資家を対象とし、日本のベンチャー企業を投資対象とするVCファンドの多くは、投資事業有限責任組合契約に関する法律(平成10年(1998年)法律第90号。以下「有責法」という)に基づく投資事業有限責任組合(しばしばLPS(Limited Partnership)とも呼ばれる。以下「LPS」という)として組成されている⁷⁷。これはVCファンドをどのような法形式で組成するかを考える際に重要なポイントとなる、①投資家の有限責任が法的に担保されるか、②ファンド運営の自由度が確保されるか、および③ファンドに関して構成員課税(パス・スルー課税)が適用され投資家およびファンドに対する二重課税が回避されているか、という点において、LPSが事業範囲の限定や会計

(図表15) EXIT社数の推移

	2008年度(2008年4月～2009年3月)				2009年度(2009年4月～2010年3月)			
	社数 (社)	金額 (百万円)	実現損益額 (百万円)	含み損益 (百万円)	社数 (社)	金額 (百万円)	実現損益額 (百万円)	含み損益 (百万円)
株式公開	66	6,116	4,682	83	106	2,478	1,178	-401
セカンダリーファンドへの売却	26	254	60		13	58	26	
その他第三者への売却	77	2,718	222		149	3,475	-311	
償却・清算	202	4,906	-5,382		197	3,555	-2,957	
会社経営者等による買戻し	220	2,028	-1,485		304	4,641	-1,964	
その他	79	1,893	283		54	1,318	82	

(注)「株式公開」の「含み損益」は、未売却分の年度末時点での時価評価による。

「その他」は、社債の償還や融資の返済等。

(資料)VEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告」2010年1月、2011年1月。

76 主に、矢野＝VLF(2010)に依拠している。

77 日本法に基づく代替的なビークルとして、株式会社等の法人形態、民法上の組合、匿名組合(商法535条)または有限責任事業組合(有限責任事業組合契約に関する法律(平成17年(2005年)法律第40号2条)などが考えられる。

監査義務等の有責法上の制約に服するというデメリットを斟酌してもなお魅力的なビークルであるためである。

LPSは、ファンドの運営者である無限責任組合員（米国における用語に倣って、しばしばジェネラル・パートナー（General Partner）とも呼ばれる。以下「GP」という）と投資家である有限責任組合員（リミテッド・パートナー（Limited Partner）とも呼ばれる。以下「LP」という）によって構成される。LPSのメリットとしては、ファンドの債務に関しては、GPのみが無限責任を負い、LPは実際に出資の価額に責任が限定される（有責法9条2項）。税務上の取扱いに関しては、LPS、民法上の組合および有限責任事業組合においては、構成員課税が適用されるため、ファンドの収益に関してファンド自体に課税されることはなく、二重課税が回避されている。他方で、LPSは有責法においてその事業範囲が限定されており（有責法3条1項）⁷⁸、運営の自由度は必ずしも高くないというデメリットがあるが、事業範囲の限定は問題とならないことが多く、また、LPからみれば財務諸表等の開示や会計監査義務は望ましい規律であるともいえる。このため、VCファンドのビークルとしてLPSが選択されることが多い。

LPSの特徴としては、①法人格がないこと、②その法的性質は契約であること、③組合財産は組合員の共有（合有）であること、④組合員の持分処分や組合からの脱退が制限されている

こと等民法上の組合と同じ基本的性格を有しており、税務上も、かかる民法上の組合としての性格が維持される限り、民法上の組合と同様の構成員課税が認められる⁷⁹。

LPSの基本的な構造をみると、ファンドの資金提供者であるLPと、ファンドの運用者であるGPという異なったインセンティブを有するプレーヤーによって構成されている。LPは自己の資金を運用によって増加させることを目的にLPSに出資を行う投資家であるのに対し、GPは自らも出資を行うとはいえ、その額は名目的なものであることが多く、基本的にはファンドの運用をビジネスとする事業者であり、ファンド運用による報酬（特に成功報酬）の獲得を目的としている。このようにLPとGPでは、ファンドの組合員となる動機が異なるため、LPとGPの利益は時に対立することがある。さらにはLP間においても、出資の思惑に差異があり、ファンドの運用に関して意見が異なることもありえる。

LPSの実務において、各組合員はこのように異なるインセンティブを有する組合員の行動を相互に規律することを望むため、ファンドの組成段階における契約交渉の結果、組合契約には、さまざまな規定が設けられる。出資の方式としては、①各組合員が組合に対して出資を約束した金額（以下「出資約束金額」という）の枠内で投資等のために必要な都度、必要な金額を払い込ませる方式（以下「キャピタル・コール方式」という）と②各組合員がファンドの組成時

78 株式、持分、新株予約権、指定有価証券、金銭債権、工業所有権、著作権または信託の受益権等の取得および保有等、投資先事業者に対する経営または技術の指導、組合持分や外国法人の株式等の取得および保有などに限定されている。さらに、LPSは総組合員の出資の総額の50%を超えて、外国法人の発行する株式等に対する投資を行うことができない（有責法3条1項11号、同法施行令3条）。

79 銀行または保険会社がLPとなる場合については、いわゆる5%ルール、10%ルールの適用除外とされている点も実務的には重要である（独占禁止法11条1項4号）。

に、出資約束金額全額を一括して払い込む方式（以下「一括払込方式」という）がある。キャピタル・コール方式を採用するファンドでは、ファンドの存続期間（組合契約の契約期間）を、新規投資を行うための投資期間と投資期間満了後の投資回収のための期間に二分し、GPは、原則として投資期間中に限り、新規投資を行うのに必要な資金を得るためのキャピタル・コールを行うことができるものとするのが少なくない。GPは、投資期間満了後はIPOまたはM&A等によるエグジットの実現を目指す⁸⁰。

②VB・VC間での投資契約締結の意味合い

まず、投資契約締結の意味合いについて述べると、VBへの投資はリスクが高いことから、VC等の投資家はモニタリングを行う必要がある。しかし、投資家は必ずしも、投資先VBの株式の過半数を取得するものではなく、少数株主の立場にとどまることが通常である。このため、投資後に投資先企業の経営の各場面で一定の関与ができるように、投資先企業ないしはその創業者等の既存株主とあらかじめ合意をしておくことが必要であり、投資契約の締結が必要となる。また、投資契約には、デュー・ディリジェンスの結果に間違いがないことの表明・保証、および何らかの問題点が発見された場合には、一定の解決がなされるべきこと、という投資の前提条件を規定する。つまり、投資契約の機能は、表明保証による情報の非対称性の緩和とモニタリング権限の明確化によるエージェンシー費用の削減を通じてVCのVBへの投資に

対する意思決定を円滑化することである。

5.2 日本のVC投資契約の特徴と米国との相違点

既に第3章第2節でシリコンバレー（米国）での主要な投資契約の条項について論じた。ここからは、日本での投資契約の特徴と米国との相違点について述べる。

①日本のVC投資契約の特徴

(a) 株式買戻条項

日本でも、米国と同様に取締役の選任等に関して契約に規定する場合もあるが、米国にはない特徴として契約条項に違反した場合に適用される株式買戻条項が用いられることが多く、この株式買戻条項はその他の規定に違反した場合にも適用される場合がある。例えば、起業家に対する株式公開の努力義務を規定しておき、起業家がIPOをするという方針を撤回することを規定違反として、起業家は株式を買い戻さなければならないとする場合がある。これにより、起業家がIPOを躊躇することを牽制するのである。さらに、投資後一定期間内にIPOが達成されない場合に株式買戻条項の適用を求めることもある。これについては、株式公開の基準を充足しているのに意図的にIPOを行わない、あるいは投資契約のその他の条項に違反した場合だけでなく、起業家が努力したにもかかわらず結果的にIPOに至らない場合にまで買戻条項が効するのは起業家にとって過酷であるとの批判

⁸⁰ GPとLPの間でも、前者を人的資本の拠出者、後者を物的資本の拠出者とする動機付け交渉が行われ、GP・LP間の利益相反や、GPの報酬の決定方法や、LPSからの脱退等について、さまざまな条項が組合契約に規定されるが、本稿では、VCファンドであるLPSをベンチャー・キャピタリストと一体でVCとして把握するため、組合契約の内容にはこれ以上立ち入らない（組合契約の詳細については、実戸＝VLF（2010）第4章を参照されたい）。

もある。日本で買戻条項が用いられる理由は、VCが普通株式で投資することが多く、経営者の選解任権を持たない場合が多いので、その代償として位置づけられているためと考えられる。

(b) オブザーバー条項

次に、米国では、物的資本の拠出者であるVCが、モニタリングを行うために種類株式等を用いて取締役の選任に関する権限を持ち、取締役をVBに派遣することが少なくない。しかし、日本ではVC会社の従業員が投資先であるVBの取締役の就任するケースはそれほど多くなく、その代わりに、投資契約にオブザーバー条項を規定し、VCがVBの取締役会にオブザーバーを参加させる権限を持つことが多いと言われる。オブザーバー条項活用の背景には、そもそもVC会社にと取締役を派遣するキャパシティが不足していることに加えて、①VC会社が社内の人事政策の維持を重視するという観点から従業員を投資先のVBの取締役とすることに心理的抵抗を感じるという面と、②取締役として派遣した従業員がLPから株主代表訴訟を提起されることと会社法429条に規定される取締役の対第三者責任を問われることに対する懸念、さらには、③派遣した従業員に対する使用者責任（民法715条）をVC会社が負うことに対する懸念もあると思われる。

一方、米国ではしばしば見られる“pay to play provision”や株式公開請求権は日本の投資契約ではほとんど用いられることはないと言

われる。

②米国との相違点

(a) ハンズ・オフのポートフォリオ投資

シリコンバレー・システムでは、VCが段階的投資を行うとともに、取締役を派遣するなどしてハンズ・オン投資を行うことが一般的に用いられることは既に述べた。一方、日本のVC投資の実務では、VBに資金調達のニーズが発生すれば、VCがその時点での追加投資の是非を判断して資金を拠出するケースは少なくないものの、段階的投資によって追加的な資金供給へのインセンティブを起業家に付与するという発想はそれほど一般的ではないようである。むしろ、日本のVC投資では、リスクを回避するために数多くの投資先に資金を分散して投資するとの考え方、いわば「ポートフォリオ投資」としての性格が色濃く見られる。このため、VCのVBに対する投資が1回限りになることもある⁸¹。一部の独立系のVCを除くと、VCが取締役を派遣することは少なく、ハンズ・オフ投資が一般的であることも加わり、VCとVBとの関係がシリコンバレー・システムよりも希薄であるように見受けられる。

(b) 経営権の安定への起業家の固執

また、シリコンバレーではVCの投資を受け入れるのと引き換えに、VBは経営権、すなわち議決権の過半数を放棄することが一般的な慣行であるとすでに述べたが、日本のVBでは、

81 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年7月）では、ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス（ナスダック・ジャパンを含む）で2000～2005年までに公開した企業の中で、VCの投資状況が判明した165企業を対象に、その目論見書から「…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…」（41ページ）との実証分析を行っている。

起業家等が議決権の過半数を維持したままでIPOに至ることが多いようである。この背景として、VCとVBの間の信頼関係がシリコンバレー・システムほど濃密ではないことが指摘される。例えば、一定期間内でのIPOの未達成を株式買戻条項の発動事由とすることや日本のVCの投資のスタイルがハンズ・オフのポートフォリオ投資でありVBの資金需要に積極的にコミットするVCがそれほど多くないことが、両者の信頼関係の醸成に影響している可能性がある。

(c) 種類株式とスウェット・エクイティの未普及
米国では、VCに対して優先株式の発行とベスティングにより、起業家に対してスウェット・エクイティを付与することが一般的である。日本でも、2001年の商法改正により種類株式が大幅に自由化されたことと2005年の会社法制定により種類株式の内容に属人的定めをすることも可能になり、これらを利用することによって会社法上は、スウェット・エクイティを行うことが可能になっているが、VCから起業家への贈与ないし寄付金として課税されるおそれがあるため、実務的には普及していない。

米国では、課税当局がスウェット・エクイティに対してエグジットまでは起業家に課税しないことについて、ハイテク新興企業の成長を促進するための政府支援であると位置づける考え方がある。この政府支援のメリットは、直接の資金の支出を伴わず、支援対象となるVBを選択するのは適切なインセンティブとスキルを持つVCであることと考えられている。

日本でも、スウェット・エクイティの実務が広まらないと、起業家は、会社支配権を明け渡すのに十分なインセンティブとなる果実の分配を受けられず、ベンチャー・キャピタルは物的資本の抛出のリスクを十分に軽減するだけの支配を取得することができないという悪循環、すなわち双方向のエージェンシー問題の解決が困難であると思われる。VBに対する政府支援として、スウェット・エクイティを非課税とすることを明確にすることが望まれる。

(d) IPOに偏ったVCのエグジット⁸²

欧米では、VCの投資回収手段（以下「エグジット」という）として企業合併・買収（以下「M&A」という）が活用されている。これに対して、日本ではVCのエグジットは主にIPOによってなされており、M&Aは普及していない。株式資本の増強により事業の拡大を強く志向するVBにとっては、IPOはエグジットの手段としてのみならず、ファイナンス戦略としても意味があるが、拡大志向の強くないVBにとっては、エグジットあるいはファイナンス戦略としてM&Aも検討に値する。M&Aによって吸収されたVBの新しいオーナーが大手企業の場合、その大手企業の傘下に入り、大手企業の販売力、ブランド力、資金力、研究開発力やマネジメント力を活用することによってVBが提供する商品やサービスのさらなる成長が期待できる。欧米の起業家の多くは、自分の役割を世の中に今までなかった商品やサービス（つまり価値）を創出することにあると考えており、彼らの中には経営権に固執しないタイプ

⁸² ここでは、前掲図表15とは異なり、VCのエグジットの方法に投資の償却・清算とVBの起業家等による買戻しを含めず、IPOとM&Aを主要なエグジットの方法と考えて議論する。

も多い。

IPOに比較した場合のM&Aの長所は、①必要となる時間とコストが少なく、②IPOは市況のボラティリティに影響され、想定していた額の資本がタイムリーに調達できない可能性があるのに対して、M&Aの場合は特別なことがない限り、売却金額が大きく変動することはない、③IPOの場合、起業家等は「ロックアップ」⁸³期間中は自分が所有している株式を売ることができない場合があるが、M&Aではそのような制約はない⁸⁴。

5.3 日本のVC投資を規定するその他の要因

①雇用の流動性の低さ

シリコンバレーでは雇用市場の流動性が高いということは、既に述べたが、これは、失敗を許容・評価する考え方があるため、失敗の経験を持つ優秀な人材が他社で活用されるという循環ができていることによる。

一方、日本では、リビング・デッドの状態のVBに人材が固定されることが少なくなく、優秀な人材の流動性・循環が妨げられていると言われる。これは、日本では失敗に対する寛容性が低く、一度起業に失敗すると、起業家として失格の烙印を押されるとの考えを持つ者が多いためと考えられる。

②リスク回避的姿勢と失敗に対する非寛容性

VBはその字義どおり「危険な事業」であり、本来的にリスクを内包しているが、シリコンバレーではリスク・テイクに対する賞賛と失敗に対する寛容性が当然のこととして受け入れられている。貴重な経験である起業の失敗を糧とすることにより、次の起業では成功の確率が高まると考えられているからである。

一方、日本では、リスク・テイクに対する賞賛も失敗に対する寛容性も低いように思われる。その原因については、日本の金融システムが不動産担保をもとにしたローリスク・ローリターンの間接金融中心で発達してきたことに伴うものか、教育や文化、あるいは国民性に基づく要因によるのかは、一概には言えないものの、こうしたリスク回避的な姿勢はVBとVCの関係に大きな影響を及ぼしている。例えば、シリコンバレーではVBによる銀行借入れは一般的には忌避される。なぜなら、銀行借入れをしたVBは、確定請求権者である銀行への元本と利払いを重視した経営を行わざるを得ず、成長のためのリスク・テイクができなくなり、ハイリスク・ハイリターンを志向するVCと利害が対立するからである。しかし、日本では、リスク回避のために銀行との関係を構築するとの観点から、借入をするVBが後を絶たないと言われており、二チーム間交渉の一方のチームである

83「ロックアップ」は、株式公開から一定の期間を経過するまで、公開した会社の経営者その他のインサイダーは株式を市場で売却してはいけないという証券会社との協定。

84 日本でのM&Aの阻害要因について、実戸＝VLF（2010）は、①売却代金として金銭等買収企業の株式以外の資産の交付を受けた場合には、そのときの価額による譲渡を行ったものとして、譲渡損益の計上を行うこと、②外国企業が日本の企業を買収するときにこの株式交換制度を用いた場合、課税の繰延べが適用されないこと、③個人に対する株式譲渡益の課税において、上場株の売却で発生する譲渡益にかかる税率が未公開株の場合より低いので、VBの創業者にとって会社をIPOさせてから株式を売却した方が公開前に売却するよりも有利であることを挙げている。また、前掲注6経済産業省ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会（2008）では、株式買戻条項で買戻価格が、買戻請求時点での様々な方法による株価評価額のうち最も高い価格（あるいはVCが決定した価格）と規定されている場合、結果的に、VCのエグジットとして他企業への売却、すなわちM&Aをしにくくなる可能性を指摘している（78～81ページ）。

物的資本の拠出者（「株主＝VC」と「債権者＝銀行」）の内部での利害の不一致を招いている⁸⁵。

また、日本では、ベンチャー・キャピタリストについても、金融機関の系列会社のVCでは、親会社の人事政策の一環としてVC会社に出向してVC業務に従事するというケースが少なくない。この場合、ベンチャー・キャピタリストは一定期間経過後にVC業務以外の部署に異動になる。加えて、通常はストック・オプションなどの成功報酬がなく、前述したように取締役就任に就任するケースも少ないため、投資先となるVBを発掘しハンズ・オンで支援することについて強いインセンティブがなく、分散投資でリスクを回避する方向に傾きがちと考えられる。金融機関のみならず日本企業の人事制度は近年多様化しつつあるものの、基本的には年功序列と終身雇用を特徴としている。こうした人事制度が、VC投資に対するリスク回避的なスタンスに影響していると見られる。

5.4 実務家へのインタビュー

ここでは、日米双方のVB、VCに精通している実務家にインタビューを実施することによって、これまでの議論を敷衍する。具体的には、穴戸＝VLF（2010）の共著者⁸⁶である佐々木・ジョン・洋介氏に対してインタビューを実施した⁸⁷。同氏は、1991年に米国カリフォルニア州弁護士、2003年に外国法事務弁護士（東京第一弁護士会）としてそれぞれ登録している。

① シリコンバレー・システムの特徴

（a）起業家の特徴

「シリコンバレーで起業家やベンチャー・キャピタリストのようなプレーヤーのベンチャー・スピリットが旺盛な理由の一つは、歴史的にゴールドラッシュの際に西海岸に移住した人間の子孫が多いことであると思う。そもそも、米国では他人と違うこと、個性的であることが評価される。多くの場合、VBの起業家は利益のためというよりも、むしろ自らの技術・アイデアを世に問うために起業する。こうしたこともあり、起業家は急速な成長で事業を世界全域に展開することを指向する。言わば、ホームランを狙っている。また、歴史的にVB間の関係も競争的な側面よりも協調的な側面が強いように思われる。」

（b）イノベーションを産み出す技術・アイデアの源泉としての大学と大企業

「技術・アイデアの発生源として、大学が重要である。シリコンバレーとその周辺にはスタンフォード大学等の有力な大学があり、起業家が具現化するイノベーションの源泉となっている。もう1つのイノベーションの源泉としては、大企業からのスピンアウトも重要である。知的財産権（以下、「知財」と略す）の重要性に対する認識が高まる前は、従業員が自社にとって中核的ではない（すなわち、周辺的な）知財を社外に持ち出して独立することに対して出

85 ニチーム間交渉イメージは概念的なものであり、（VBに融資を行う銀行の系列に属していないVC）と銀行は相互に「チーム」であると認識していない可能性がある。

86 第3章（ベンチャー・ファイナンスの現状と課題）の第4節（シリコンバレー・モデル）、第8章（種類株式の使い方）の第6節（シリコンバレーにおける優先株式契約の変遷）を執筆。

87 インタビューは2011年2月1日午後東京において実施した。

身母体である大企業も寛大であった。これは、独立した元従業員が周縁的な知財の製品化に成功した場合に、ビジネスパートナーとして取引することに大企業もメリットを感じていたからである。現在は、知財を持ち出してスピニアウトする従業員との間でライセンス契約を結ぶなど、大企業の知財管理が厳しくなっているが、有力なビジネスパートナーの育成と言う観点は維持されている。また、大企業は元従業員が起こした企業ではなくても、優れた技術・アイデアを持つと認めた企業からは製品・サービスの調達をすることが一般的である。」

(c) シリコンバレー・システムのプレーヤーとリスク分担

「大企業に加えて、エンジェル、VC、弁護士等のプレーヤーによる人的ネットワークが発達しており、リスクを分担して起業家を育てる風土がある。例えば、エンジェルはアーリー・ステージまでの、VCはエクспанション・ステージ以降のリスク・マネーの供給でリスクを分担している。また、弁護士も有望なVBからは創業初期の段階では、顧問料の支払い繰り延べといった形でリスクを分担している。有望な技術・アイデアをもつ起業家はこうした人的ネットワークにアクセスすることが可能であり、これらのプレーヤー、特にエンジェルやVCは、単なるポートフォリオ投資ではなく、起業家に対して経営のサポートや助言等を含むハンズ・オン投資を行う。つまり、VBという企業ではなく、起業家という『人』に投資していると言える。起業家自身も事業の成否に関してリスクを負担しているが、事業が失敗することも当然

ありうる。ただ、失敗の責任を起業家に帰せしめることが妥当ではない場合には、さまざまなプレーヤーが就職先の紹介や再度の起業を支援するなど、『失敗』に対して過度のペナルティを与えないようにしている。VBを支援するプレーヤーは『起業家は3回失敗して一人前』といった感覚、つまり『忍耐力 (patience)』を有している。」

(d) VBの会社支配権の移動

「企業経営には会計や販売先開拓、あるいは、より広義には企業統治に関する専門的なスキルが必要である。つまり、プロフェッショナルの経営者が必要とされる。起業家がそのようなスキルを全て持っていることは稀である。そこで、VBが一定の規模に成長すると、エンジェル、VC、あるいは取締役会がプロの経営者を招聘する。こうした場合、起業家はCTO (Chief Technology Officer：最高技術責任者) として、つまり、得意分野の責任者として処遇される。マイクロソフトのビル・ゲイツのような創業者がCEO (Chief Executive Officer：最高経営責任者) として経営を続けていることの方が異例なケースである。」

② 日本のVB・VCの米国との差異

「日本のVBは経営者が代わらないことが少なくない。また、事業を世界に展開して急速な成長を成し遂げようとの志向があまりみられないように思われる。VBというよりも『オーナー企業』にとどまっているようなケースが多くみられる。」

「日本のVC投資は米国のエンジェルが供給

するシード・キャピタル程度の金額しか供給しないように思う。また、日本のVCはレーターステージへの投資が多いように思われる。エクспанション・ステージの資金供給が少ないので、VBが急速な成長ができないのではないか。」

「日本では、一度でも『失敗』すると再起できないような風潮がある。このため、大企業からのスピンアウトも少なく、VCの投資も極度にリスク回避的であるように思う。また、大企業も、系列外の企業からは、部品やサービスの調達を積極的には行っていないようにみえる。」

「戦後、灰燼に帰した国を世界でも有数の先進国に再建する過程では、ソニーやホンダやシマノなど多くの日本企業がベンチャー・スピリットを発揮したことは間違いない。したがって、現在の失敗を許さない風潮やリスク回避的な性向は日本固有の文化によるものではなく、個性を尊重しない教育等の環境の問題であると考えている。個性や失敗を容認する社会的な環境や意識が現在よりも広がらなければ、日本のVB・VCがシリコンバレーのような成功を収めることは難しいだろう。しかし、日本の技術・サービスは依然として世界で一流の水準にあり、自分が接する日本人も優秀である。時間がかかると思うが、環境や意識を変えることによって、日本と日本人の長所を基にVB・VCの活性化を目指すことが重要であると思う。」

6. まとめと日本のベンチャー・キャピタル投資への提言

最後に、本稿の議論のまとめと日本のVC投資への提言を行う。

VBはイノベーションと雇用創出の源泉として日本経済の活性化のために重要な役割を担う。そのVBに対してリスク・マネーを供給するVCは、投資先VBを育成し、最終的にIPOもしくはM&Aによってエグジットし機関投資家に対する投資収益を最大化することが使命である。

企業は、企業経営の裁量権（オートノミー）を求める人的資本の拠出者と、経営者のモニタリングの権限を求める物的資本の拠出者の、相互の不安を軽減し資本の拠出を動機付ける交渉の仕組として描写される。交渉の中で「果実（付加価値）の分配」と「支配の分配」について、交渉が行われる。前者は事業継続中の配当等や事業清算時の残余財産の分配等⁸⁸が、後者は議決権や取締役の分配等が交渉の争点になるが、会社法等の規制が交渉当事者のインセンティブに影響を与える。企業（株式会社）は、交渉のパターンによって、モニタリング・イメージ、ベクトル・イメージ、（二チーム間）交渉イメージの3つに分かれ、それらが並存しうる。「企業」としてのVBは、経営者（すなわち、起業家）が拠出する人的資本の企業特殊性が高いため、物的資本の拠出者であるVCとの関係において（二チーム間）交渉イメージが当てはまる。

シリコンバレーは、革新的な事業を行うVB

88 人的資本の拠出者の内、経営者は物的資本の拠出者と果実の分配について交渉を行うとともに、別の人的資本の拠出者である従業員に対する果実の分配についても交渉を行う。

を継続的に再生産する生態系、つまり「ベンチャー・ハビタット」として機能している（シリコンバレー・システム）。このシステム内では、機関投資家、ベンチャー・キャピタリスト、起業家によって構成されるベンチャー・キャピタル・ファンド、大学、大企業、法律事務所等の様々なプレーヤーの人的ネットワークが相互に接続し、流動的労働市場の下でエクイティのインセンティブをベースにリスクを分担している。リスク分担、すなわち支配の分配と果実の分配の交渉方法として、資本多数決原則を修正した取締役の分配、種類株式を活用した段階的投資によるスウェット・エクイティ等、さまざまな工夫が投資契約に織り込まれている。

日本のVC投資を欧米と比べると、投資金額の規模が小さい。これには日本のVBが内需型の業種が多く、世界展開を目指すシリコンバレーのVBに比べて必要とする資金量が少ないことが一因と指摘されている。また、VCファンドへの年金基金の出資比率が低く、エグジットとしてIPOを実施した社数も少ない。さらに、収益性も低く、年金基金の出資が少ない一因になっている。日本では近年アーリー・ステージ中心に投資するVCファンドが減少している。

日本のVC投資の特徴には、買戻条項が利用されることや人事政策や自社から取締役を派遣した場合の株主代表訴訟、対第三者責任や使用者責任に対する懸念から、VC会社が取締役ではなくオブザーバーをVBに派遣することがある。また、米国との相違点として、日本では、ハンズ・オフのポートフォリオ投資、経営権の

安定への起業家の固執、種類株式とスウェット・エクイティの未普及、IPOに偏ったエグジットといったことが見受けられる。その他に、雇用の流動性の低さとリスク回避的姿勢と失敗に対する非寛容性といった要因がVC投資の慣行に影響を及ぼしている。こうしたことが絡み合っており、VCとVBの間での信頼関係はシリコンバレー・システムのように適切に醸成されているとは言い難い。

以上が本稿の議論のまとめであるが、日本、別けても東京のベンチャー・ハビタットがシリコンバレーと比較して未成熟であることを示している。特に、「質の高い労働力の流動性」と「リスク・テイクに対する賞賛と失敗への寛容性」という特性を欠いている。このため、現状では、日本のVCとVBの間での果実の分配と支配の分配についての動機付け交渉が円滑に行われていない。こうした状況を改善するために、一つの方法として種類株式の積極的活用が提案されている⁸⁹。果実の分配と支配の分配を円滑に行うためには、シリコンバレーのVBとVCの間で行われているような段階的投資とスウェット・エクイティ⁹⁰のベスティングが有効と思われるが、これを行うには種類株式を活用する慣行が定着することが必要と考えられる。この慣行は、同時にVCとVBの間で事業の成功に関するリスクを分担するためのコミュニケーションを促進するインセンティブを双方に付与し、日本のVBとVCの両方にみられるリスク回避的姿勢をリスク中立的な方向に動かす効果

89 以下の提言は、主に穴戸＝VLF（2010）第3章第5節に依拠している。

90 スウェット・エクイティの普及には、税務上の取り扱いを明確にすることが求められる。

もあると見られる。さらに、普通株式による投資では、VBの経営者が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が、種類株式を用いて資本多数決を修正することにより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り、内需型ばかりでなく世界的な事業展開を目指すVBの増加の基盤作りに資することも期待する。種類株式にVBの清算時の残余財産の優先弁済権をVCに付与することにより、成功の見込みを失ったVBを存続させるインセンティブを起業家からなくすことにより、清算を促し雇用の流動性を高める効果もあろう。

実務家へのインタビューでも、日本社会での失敗に対する非寛容性、リスク回避的な姿勢と

VBを育成する人的なネットワークの成熟度の低さが指摘された。しかし、日本の大学・研究機関からいわゆる「大学発ベンチャー」の起業がおこり、特定の大学と強固な連携体制を構築し、研究成果の事業化のために、ハンズ・オン投資を行う独立系のVC⁹¹も現われている。こうしたことを変化の兆しとみることもできよう。さらに、日本は世界最大の都市人口が居住する東京圏を有しており、人的ネットワークの発展の可能性と投資機会も少なくないとみられる。このため、VC投資への種類株式の活用を起点として、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、日本独自の、あるいは東京型のベンチャー・ハビタットを成熟させることが日本経済の活性化にとって重要であると考えられる。

91 東京大学エッジキャピタルが代表例であろう。