

# リスクマネー供給の起点としてのベンチャー キャピタルについて

～スタートアップ育成と投資拡大期待の狭間で



令和6年12月2日  
株式会社資本市場研究所きずな

## ベンチャーキャピタルに関わる制度概要と 最近の機能強化・投資拡大策について

政府の戦略において、スタートアップ企業を経済成長の重要なドライバーと位置づけており「スタートアップ育成5か年計画」(2022年11月、以下、5か年計画)では、スタートアップ企業への投資額を5年で10倍(2027年度で10兆円規模)にすることが目標として掲げられている。その為の資金調達強化策として、ベンチャーキャピタル(以下、VC)や個人投資家からの資金調達を支援する施策が実行されているが、特にVCはスタートアップ企業へのリスクマネー供給の起点として重要な役割を担っている。

VCは、投資事業有限責任組合(以下、LPS)を組成するが、その根拠法はLPS法で管轄は経済産業省となっている。LPSは有限責任組合員(以下、LP)と無限責任組合員(以下、GP)から構成され、GPが投資事業を執行している。このLPS法については、国際競争力の強化とスタートアップ支援を目的に2024年9月施行で次の様にLPSの業務内容が改正されている。

- ①海外投資比率の見直し: 日系企業が支配する一部の外国法人へ50%超の投資も可能に
- ②暗号資産の取得: 取得可能な資産に暗号資産を追加
- ③合同会社持分の取得: 合同会社の持分を取得・保有することが可能に
- ④監査の意見範囲の変更: 業務報告書を監査の意見範囲から除外

また経済産業省が行う主な政策的VC支援としては中小企業基盤整備機構のLP出資として民間から集めた資金と同等以下の額を機構がマッチングする形でスタートアップ企業への投資を行うマッチングファンド(2024年3月末時点で241ファンド、3,197億円出資約束)や、産業革新投資機構(JIC)によるVCファンドの設立(同、3ファンド、約940億円出資)や、民間VCファンドへのLP出資(同、36ファンドへ1,513億円出資約束)などがある。

一方、VCへの出資は金融商品取引法(以下、金商法)では届出が必要な適格機関投資家特例業務(プロ向けファンド)として規制され、LP出資は基本的にプロ投資家に

限られており、2023年12月末で1,162ファンド(経済産業省資料より)が運用されている。2016年の金商法改正においては、プロ向けファンドにおける適格機関投資家の範囲や要件、情報開示、会計監査について厳格化されたが、ベンチャー・ファンド特例として、出資者の範囲について上場会社の役員、会社の財務等に1年以上直接携わった役員等が追加されている。

スタートアップ企業へのリスクマネー供給の為にVCがインベストメント・チェーンで担う役割の重要性について金融審議会では議論が続けられ、更に「資産運用立国実現プラン」(2023年12月)において、ベンチャー投資の促進に向けた環境整備を図るためVC向けのプリンシプルが求められた。これを受けて「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項」(以下、推奨・期待事項)が、2024年10月に策定されている。

# スタートアップ育成におけるVCへの期待と制度整備

スタートアップ育成5か年計画(2022年11月)

人材・ネットワークの構築

資金供給の強化と出口戦略の多様化

オープンイノベーションの推進

VCへの期待拡大へ

※経済産業省所管

投資事業有限責任組合(LPS)法

改正LPS法  
(2024年9月施行)

海外投資比率の見直し

暗号資産の取得

合同会社持分の取得

※金融庁所管

適格機関投資家特例業務(金商法)

※ベンチャー・ファンド特例で投資家範囲を緩和

ベンチャー投資拡大の為の環境整備

VCにおいて推奨・期待される事項(2024年10月策定)

# 機関投資家からVCに対する投資

※金融審議会資料(2024年4月より作成)

米国(2020年)

- ・財団 20.2%
- ・私的年金基金 13.0%
- ・公的年金基金 12.4%
- ・寄付基金 9.4%
- ・保険会社 7.7%

機関投資家分合計 62.7%

- ・事業法人 9.1%
- ・PEファーム 7.4%
- ・FoFマネジャー 6.3%
- ・政府関係機関 4.2%
- ・その他 10.3%

日本(2022年)

- ・事業法人 31.7%
- ・金融機関等 16.9%
- ・政府・地公体 12.5%
- ・GP等 7.8%
- ・その他 6.5%

機関投資家分合計 24.6%

- ・保険会社 15.2%
- ・年金基金 6.6%
- ・大学等 2.8%

VCの法的構成

## VCが指摘される問題点

VCの基本的な役割は、

- ①事業会社や金融機関、機関投資家等から資金を集める
- ②成長企業を探す
- ③投資した成長企業の成長を支援する
- ④出資した投資家へ情報提供を行う。
- ⑤投資先企業の株式を売却して資金を回収する。

このプロセスにおける平均的資金回収期間は10年程度で、最近では投資先企業の成長を更に後押しするためVCファンドの運用期間が延長されることも増えてきている。

下左図は、VC投資の最近の推移であるが、欧米と比べると上記①の投資額の水準が大きく劣っている。スタートアップへの投資を大きく増加させるためには、先ずVCファンドへの投資を増やすことから始まるが、その為には海外投資家や国内の機関投資家などがVCファンドへ出資しやすい環境を整える必要がある。

機関投資家からVCへの資金の流れ(LP出資)の拡大の為に、

- ④VCが保有する有価証券の評価の透明性を向上させるため公正価値評価を推進
  - ⑤VCのガバナンス等の水準を向上させ長期投資に資するアセットクラスとしてのVCの魅力高めるためプリンシプルを策定、
- といった施策が政策として取り組まれている。

特に⑤については、金融庁より推奨・期待事項として示されたが、制定の際に実施されたパブリックコメントにおいて、外部からは知ることが難しかったVCの実態について、VC関係者などの意見から知ることができるので、いくつか以下に紹介したい。

- ・GPなどキーパーソンがVCファンドから離脱する場合、新規投資や投資に関するコミットメントの再検討に関してGPとLP間の意思疎通が十分でない場合がある。
- ・VC自身のコンプライアンス問題として、GPとLPともに投資先の機密情報管理があり、特に多用されている個人用チャット利用は担当を外れた後も履歴が残っている。また、

VCメンバーによる投資先へのセクハラなどが大きな問題となっている。

- ・投資契約において、投資先企業の経営に関する拒否権や株式の買取請求権、一定期間における上場努力義務等は、過度なスタートアップ企業への制約となる場合がある。

- ・GPが投資先企業から経営支援の対価としてフィーを受領することは、LPとGP間の利益相反事項となり得るため管理を徹底すべき。

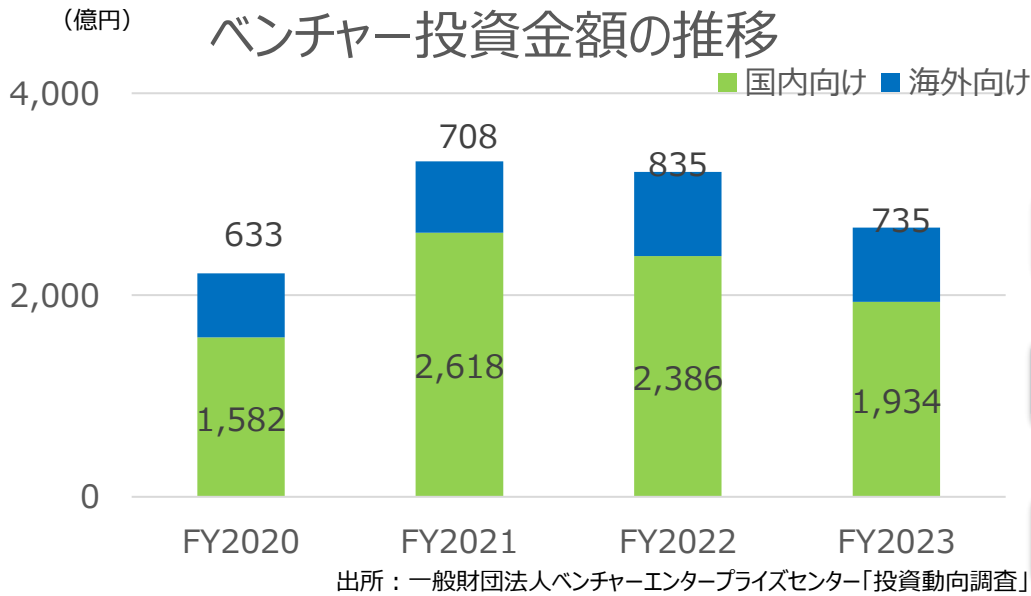
- ・VCが投資先の競合他社に投資を行うことがあるが、VCは投資先企業に取締役を派遣している場合、企業の機密情報に触れていることが想定され、企業側からはVCの競合他社への投資を拒否できないことがある。

- ・VCの運用実績などが外部からみて分かり難く、Cambridge Associates(米国)が公表しているVCファンドのIRR(内部収益率)や資金回収期間、パフォーマンスの変動などのデータ公表等が日本でも必要ではないか。

なお、非上場株式投資を行うLPのために設立された国際的な非営利団体であるILPAでは、LPに必要な情報が提供されることやGPにおける報告負担を軽減するためILPA

Reporting Template Guidance(2016年)を公表しているが、基本的な考え方は推奨・期待事項においても多く反映されている。

# VCに関する主な問題点



欧米に比べてVC投資額が大きく劣っている

VCファンドの投資資産状況が外部から把握しにくい

### VCのガバナンス上の問題

運用体制の継続性

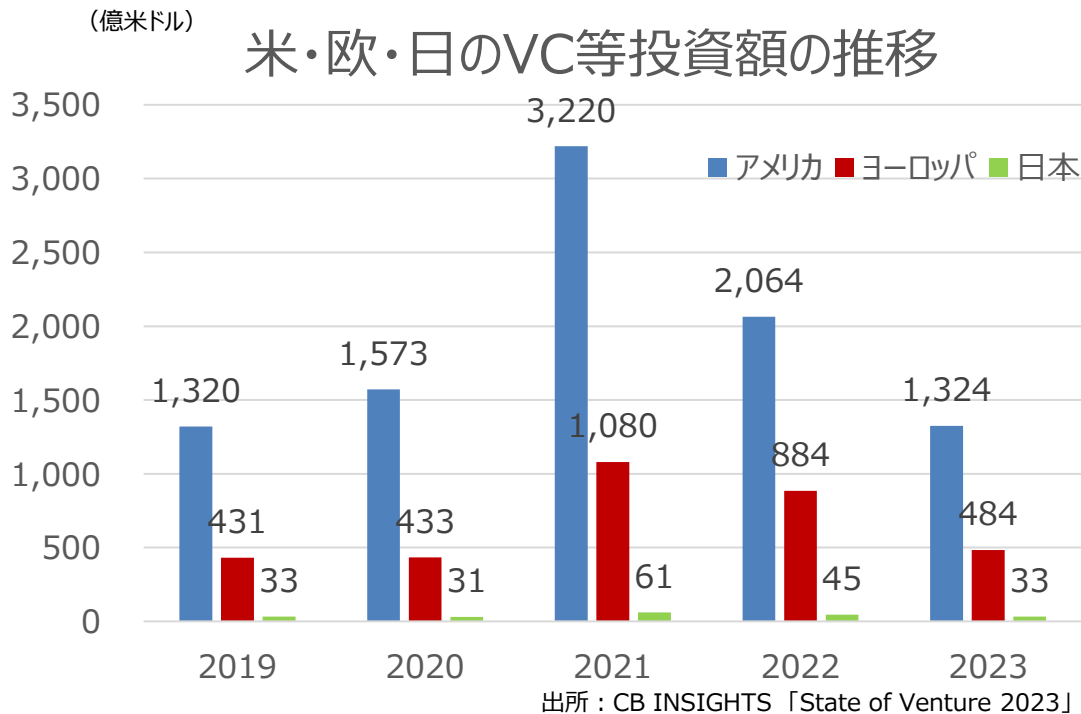
機密情報管理

ハラスメント対策

過度な投資先への制約

GP,LPの利益相反管理

競合他社への投資



## VCの機能強化と期待されること

経済産業省ではスタートアップ企業への資金供給拡大の為にスタートアップ・ファイナンス研究会を設置し、2022年3月に主に大企業からスタートアップ企業への出資や提携については「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」を公表している。同指針においては、VCやCVC(事業会社設立のVC)による出資企業の優先的地位の濫用の恐れがあるような機密情報の扱いや、融資の延長のような出資の条件や研究開発に関する過度な干渉を避けることなどが示されている。

同研究会では、更なる資金供給拡大の為に「スタートアップ・ファイナンス研究会とりまとめ ～ガバナンス向上とファイナンス手法の多様化を通じたスタートアップ・エコシステムの拡大～」が2024年6月に取りまとめられているがVCに関わる部分として以下の点を挙げている。

### ・ガバナンスの重要性:

スタートアップの成長には中長期的な企業価値向上を

目指すガバナンス体制が不可欠で、VCは投資先企業のガバナンス向上を支援する役割を果たすことが求められる。

### ・未上場市場制度の整備:

未上場企業への投資を活性化するため、プライマリー市場とセカンダリー市場の双方を整備することが重要で、これによりVCの投資戦略が多様化し、スタートアップの成長を支える環境が整う。

### ・ファンドエコシステムの拡大:

投資家層の拡大と多様化が求められ、特にミドル・レイター一期以降の大規模資金供給を可能にするためのセカンダリーファンドの拡充が重要。

### ・ファイナンス手法の多様化:

セカンダリー取引やM&Aなど多様な資金調達手法を確立することが、スタートアップの持続的成長に寄与。

また、同研究会においてVCへの機関投資家によるLP出資を増やすための論点として、VCの収益性についてはトラックレコードやパフォーマンスデータの整備、リスクコントロールについては一定以上のファンド規模の必要性や、「IPEVガイドライン」などの公正価値評価の普及、VC内のガバナンスなどが重要とされた。2022年末時点で、公正価値



評価を実施している国内VCファンドの割合については、本数ベースで19%、金額ベースで46%となっている。

なお、ユニコーン企業の輩出を目指して国内ベンチャー・エコシステムの環境整備を図るため、2023年4月には日本取締役協会スタートアップ委員会により以下の提言がなされている。

- 株式の上場を投資の与件とせず、株式の上場を検討する場合でも、最適なタイミングを計画すべき
- GPとしての受託者責任を果たすべく正しい情報開示を行い、保有する投資資産について公正価値評価を行うべき
- 投資価値最大化に向け、他のファンド運営等との兼業を行うべきではない
- 後続の資金調達においてグローバルVCの招聘を念頭にグローバル・スタンダードに準拠した投資契約を利用すべき
- 創業者による会社との連帯責任を負わせる条項を設定しないこと

- 投資家による拒否権の対象事項を合理的範囲に限定する等

VCへのLP出資増加を目的に、金融審議会のベンチャーキャピタルに関する有識者会議で纏められた推奨・期待事項については、下図に概要を示した。

# 「ベンチャーキャピタルにおいて 推奨・期待される事項」の概要

推奨・期待事項  
(2024年10月策定)

対象は広く内外機関投資家から  
資金調達を目指すVC

推奨される事項

期待される事項

受託者責任・  
ガバナンス

- ✓ 受託者責任の認識・LP への説明
- ✓ 持続可能な経営体制（キーパーソン等）の構築
- ✓ コンプライアンス管理体制の確保
- ✓ LP の権利の透明性確保

利益相反  
管理等

- ✓ 利益相反管理体制の整備（LP への諮問等）
- ✓ GP による出資コミットメント等

情報提供

- ✓ 保有資産の公正価値評価
- ✓ 四半期ごとにファンド財務情報等の提供

投資先の企業  
価値向上

- ✓ スタートアップの成長に資する投資契約
- ✓ 投資先の経営支援（人材紹介、ノウハウ提供等）
- ✓ 投資後の継続的な資本政策支援等（フォローオン投資、ファンド期間の延長、M&A 含む最適なEXIT手法・時期の検討）
- ✓ 投資先の上場後の対応（クロスオーバー投資）

その他

- ✓ ESG・ダイバーシティ

## 成長企業への資金供給エコシステム形成の視点から

2023年における国内のスタートアップへの資金供給主体は、VCが37.2%、事業会社が25.0%、金融機関が6.8%、海外法人が3.5%、個人が1.6%となっており、VCは重要な役割を果たしている。

その為、スタートアップ全体への資金供給額を増やすためには、VCへの内外機関投資家のLP出資増加が必須で、推奨・期待事項が策定されているが、スタートアップの成長に合わせた資金供給を可能とするエコシステム形成の視点から、起点となっているVCの投資について、IPOやM&A以外にVCのEXITが多様化される必要がある。

例えば、VCファンドが出資するIPO前の株式を、個人の特定投資家や新興資産運用業者への売却することが増えてVCから見たセカンダリー取引が可能になれば、VCの出口戦略の多様性が確保され、結果としてVCファンド運用の効率性を上げることが出来る。また、推奨・期待事項において示された企業の成長に合わせて追加出資を行うフォローオン投資や、IPO後も経営支援を行いながら更なる成長を支援するクロスオーバー投資など、VCによる投資形態

の多様化も望まれている。

下図は、我が国のスタートアップへの資金供給の現状を示したもので、レイターステージからグロース市場において投資家・資産運用会社が不足している領域となっている。所謂スモールキャップ問題であるが、IPOをするスタートアップは時価総額が数十億円規模の小型のものが多いが、大手機関投資家の投資対象になりにくく証券会社のアナリストによるカバーも不足している。この問題を解消するため、運用資産が小規模で高パフォーマンスを求められる新興資産運用会社への期待がある。

主要なアセットオーナーである生命保険会社や金融グループでは、「資産運用立国実現プラン」を受けて資産運用力強化戦略として、新興資産運用会社の育成やVCへの投資を打ち出している。この流れを促進するキーポイントとしてVC側の公正価値評価対応が重要ではないかと考える。理由としては、アセットオーナー側が委託する運用資産は、受託する資産運用会社において時価評価されることで運用パフォーマンスを測定できるので、オルタナティブ投資としてスタートアップ投資を進めるには企業評価が重要に

なってくる。

一方、証券会社は資金供給エコシステムにおいて、各ステージにおける資金仲介者としての役割がある。

最近では地方証券会社などにおいても自らVCへのLP出資を行うところが増えているが、関係が近いVCへ機関投資家等のLP出資を仲介することや、レイターズステージにおいて機関投資家や特定投資家を対象とするVC保有株式のセカンダリー取引・スタートアップへの追加出資などを仲介することは、エコシステムとして期待されている。

現在、リテール証券会社はビジネスモデルの転換期で、多くは富裕層ビジネスに重心を移しているが、地域のスタートアップに密着し資本政策（資本調達や株式のセカンダリー取引）に関与していけば、収益性の高い新たなビジネス領域が開ける。

現在、大手や中堅証券で行われているIPOコンサルについては、現状では取引所の上場審査を通過するための指導が中心で、スタートアップの資本政策関与については十分とは言い難い状況だが、セカンダリー取引を含めプレIPOマーケットにおける仲介者業務は、リテール証券会社

にとってブルーオーシャンとなる可能性もあることに期待したい。

# スタートアップへの資金供給の現状とエコシステムへのキーポイント

