

# 基礎研 レター

## ベンチャー企業の「ガバナンス」 ～「急成長」と「ガバナンス」の両立を～

総合政策研究部 主任研究員 中村 洋介  
(03)3512-1864 y-nakamura@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

6月と言えば、上場会社の株主総会シーズン。不祥事で揺れた企業のコーポレートガバナンスや企業風土を問う指摘が相次いでいる。非上場のベンチャーとて無関係ではなく、仮想通貨交換業のベンチャーが業務改善命令を受ける事態となって世間を騒がせている。成長戦略の1つの柱として、ベンチャー支援・育成が注目される中で、改めてベンチャー投資における「ガバナンス」や「リスク統制」の重要性を認識させられる一件でもあった。

### 2—非上場ベンチャーの「ガバナンス」

ガバナンス、不祥事抑止と聞いて、「社外取締役」による牽制機能が頭に浮かぶかもしれない。非上場企業の場合は、社外取締役複数名の導入を求めるコーポレートガバナンス・コードの適用を受けるわけではない。創業間もない場合は、取締役会を設置せずに、取締役は社長一人ということも多い。成長のアクセルを踏むために、ベンチャーキャピタル(以下、VC)や個人の有力エンジェル投資家等の外部から資金調達をする場合に、社外取締役が入るケースが見られるようになる。この際、社外取締役になるのは、外部の有識者というより、資金調達を主導したVCのベンチャーキャピタリストやエンジェル投資家だ。社外取締役とならずとも、オブザーバーとして取締役会等に参画するケースもある。彼らは、株主の代表として、企業価値向上に向けた様々な支援をしつつ、経営のモニタリングを行う。上場会社と違って、そうした投資家と経営者の距離は近く、いわば「モノ言う株主」と経営陣が頻繁にコミュニケーションをとっていることが多い。経験豊かで実績あるキャピタリストやエンジェル投資家が参画していれば、ベンチャー業界において一目置かれる存在にもなる。更に成長して企業が大きくなると、上場を見据えて有識者や著名経営者等を社外取締役に迎えたり、監査役会を設置して社外監査役を迎えたりするようなケースも出てくる。著名な大物経営者等が参画して、「あの人が認めた会社・経営者」というような形で、結果として信用獲得や広告宣伝に繋がることもある。

ベンチャーの社外取締役やオブザーバーを務めるキャピタリストやエンジェル投資家は、ファイナンスや経営、事業戦略立案のプロフェッショナルとして、企業価値向上に向けたサポート・モニタリングを行う中で、牽制機能を発揮し、ガバナンスやリスク統制を利かせている。ヒト・モノ・カネが足りないベンチャー企業にとって、高い報酬を払ってコンプライアンスの専門家だけで社外取締役に固めるのもあまり現実的ではないという事

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

情もある。上場企業で社外取締役の人材獲得競争も進んでいる中で、最新の技術やビジネスモデルに精通し、急成長過程にあるベンチャーの特性をよく理解して、経営者のメンターとしての役割を果たせる有識者を見つけるのは容易ではない。そして何よりも、有識者を社外取締役に招いたからといって、実効性のある体制が作れなければ機能しない。やはり、経営者に「モノ言える」キャピタリストやエンジェル投資家が、「目利き力」を活かして良き企業風土を作れる起業家や企業を見極めて投資し、成長を強力にサポートすべく経営に参画する中で、「ガバナンス」や「リスク統制」を利かせていくことが重要であり、そこにベンチャー投資ならではの難しさがある。ガバナンスというと「ブレーキ」というイメージがあるかもしれないが、「アクセル」全開で成長出来るようにサポート・牽制するのもベンチャーにとって重要であり、その「ハンドリング」がキャピタリストの腕の見せ所だろう。

とは言え、キャピタリストやエンジェル投資家が、必ずしも不祥事の未然防止やコンプライアンスに関するスペシャリストというわけではない。そして、全てのベンチャー企業に、キャピタリストが深くコミット出来ているわけでもない。新しいリスクマネーを獲得し、社会にインパクトを与えて経済を活性化させるようなベンチャーを創出・育成するという政府の成長戦略、その大きな目標を実行・達成する上では、「目利き」や「経営支援」、「ガバナンス」が高いレベルで出来るキャピタリストがまだまだ足りない。キャピタリストの育成が求められているのだ。更には、ベンチャー支援に詳しい弁護士等のスペシャリストが、これまで以上にベンチャー・エコシステムの輪に加わって、その厚みが増していくことにも期待したい。

### 3——上場ベンチャーの「ガバナンス」

成長して晴れて上場に至ったベンチャーの場合はどうだろう。上場時に、今までサポートしてくれた投資家がEXIT（株式売却）するケースも多く、ガバナンスの様相は変わってくる。ガバナンスに目を光らせる株主も、今まで近い距離で顔の見ていたVC等の投資家から、上場株式を手掛ける機関投資家や、多くの個人投資家に入れ替わる。

上場会社になるとコーポレートガバナンス・コードの適用を受ける。2015年に取りまとめられたコードでは、上場会社は経営陣や支配株主から独立した立場の独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべき、と打ち出された。2018年6月に改訂されたコードでは、原則は2名以上としながらも、会社が必要と考える場合は3分の1以上の独立社外取締役を選任すべきという内容になっている（図表1）。

（図表1）

#### コーポレートガバナンス・コード 社外取締役にに関する記載

##### 原則4-7. 独立社外取締役の役割・責務

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。  
 (i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中長期的な企業価値の向上を図る、との観点からの助言を行うこと  
 (ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと  
 (iii) 会社と経営陣・支配株主等との間の利益相反を監督すること  
 (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させること

##### 【原則4-8. 独立社外取締役の有効な活用】

独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、十分な人数の独立社外取締役を選任すべきである。

##### 【原則4-9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】

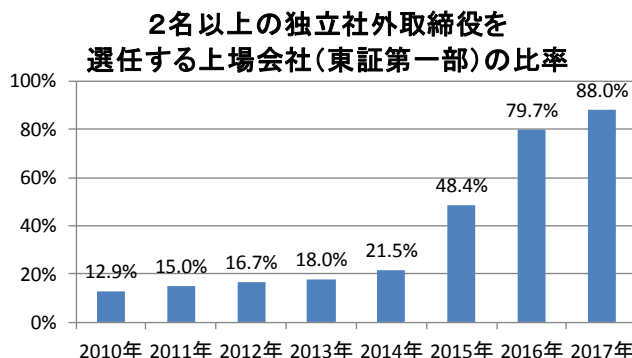
取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。

（資料）コーポレートガバナンス・コード（2018年6月1日）よりニッセイ基礎研究所作成

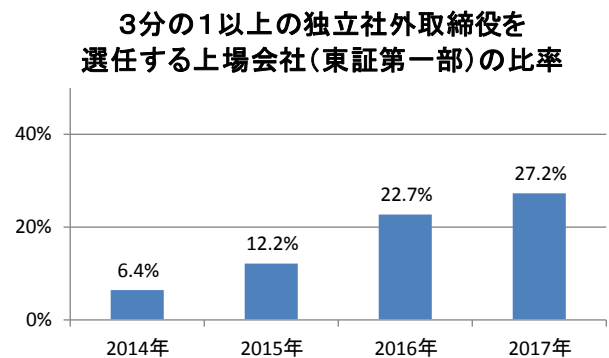
（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

上場会社は、コード記載の原則について、実施するか、実施しない場合はその理由を説明する「コンプライ・オア・エクスプレイン」が求められる。同コードの導入以降、とりわけ東証1部上場企業では、複数名の独立社外取締役選任がかなり進んでいる（図表2）（図表3）。

（図表2）



（図表3）

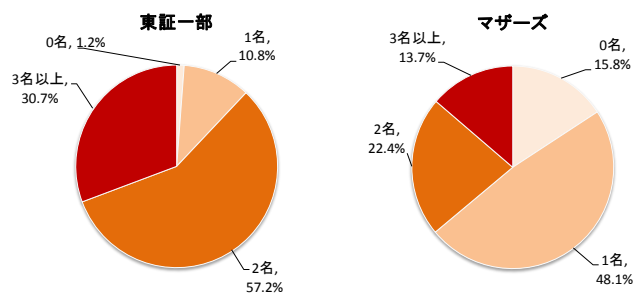


※2017年についての数値は、2017年7月14日時点のコーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載をもとに集計  
（資料）2017年7月26日 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び委員会の設置状況」よりニッセイ基礎研究所作成

ちなみに、東証一部、二部上場企業はコードの「基本原則」、「原則」、「補充原則」全てにコンプライ・オア・エクスプレインが求められるが、マザーズとJASDAQ上場企業は、「基本原則」についてのみコンプライ・オア・エクスプレインが求められている（複数名の独立社外取締役選任を求めているのは「原則」ということもあってか、上場ベンチャー等で構成される新興市場のマザーズは、東証一部と比べると独立社外取締役を複数選任する動きは進んでいない（図表4）。

（図表4）

東証一部及びマザーズ上場企業における独立社外取締役の人数（2017年7月14日時点）



※2017年7月14日時点のコーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載をもとに集計  
（資料）2017年7月26日 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び委員会の設置状況」よりニッセイ基礎研究所作成

上場株式の投資家側の動向も見ておきたい。外国人投資家中心に活用されている議決権行使助言会社ISSの助言基準<sup>1</sup>では、社外取締役に関する基準が設けられている（図表5）。これがクリア出来ない場合は、原則として投資家に対して議案への反対が推奨される。国内の機関投資家についても、水準の差はあれ同様の基準を設けているところが多い。こうした議決権行使会社や機関投資家のスタンスも、上場会社の社外取締役導入動向に大きく影響を与えている。また、生命保険協会の調査によれば、上場会社の社外取締役に対して「不祥事の未然防止に向けた体制の監督」を求める投資家が多いことが見てとれる（図表6）。ガバナンスの点では、上場ベンチャー企業側と投資家側の考えに開きがある。

（図表5）

**議決権行使助言会社ISSの助言基準  
【監査役設置会社における取締役選任議案の例】**

- 過去5期平均のROEが5%を下回り、かつ改善傾向にない場合
- 取締役会に最低2名の社外取締役がいない場合
- 親会社や支配株主を持つ会社において、株主総会後の取締役会にISSの独立性基準を満たす社外取締役が最低2名いない場合
- 取締役会の出席率が75%未満の社外取締役
- 少数株主にとって望ましいと判断される株主提案が過半数の支持を得たにもかかわらず、その提案内容を実行しない、あるいは類似の内容を翌年の株主総会で会社側提案として提案しない場合

（資料）ISS 日本向け議決権行使助言基準より  
ニッセイ基礎研究所作成

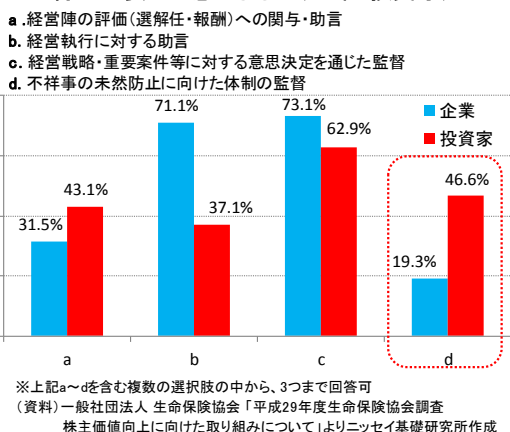
<sup>1</sup> ISS 2018 年版 日本向け議決権行使助言基準

<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Voting-Guidelines-Japanese.pdf>

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

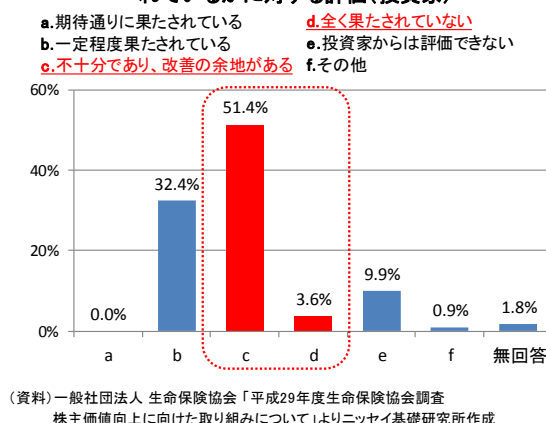
(図表6)

### 社外取締役期待している役割の中で特に重要だと感じるもの(企業・投資家)



(図表7)

### 社外取締役に期待している役割が現状果たされているかに対する評価(投資家)



また、同調査では、社外取締役に期待している役割が現状果たされているかについて、投資家の 51.4%が「不十分であり、改善の余地がある」、3.6%が「全く果たされていない」と回答しており(図表7)、投資家の求めるハードルはより高いところにあるようだ。上場ベンチャーのガバナンス体制に対しても、今後投資家から厳しいチェックが向けられそうだ。まだまだ個人投資家が多い新興市場であるが、機関投資家の層を厚くして、更なる成長のための資金調達しやすい環境を作る意味でも、機関投資家の目線に適うようなガバナンス体制の構築が求められる。

## 4—ベンチャー投資家の層を厚くする上で

日本のベンチャーを取り巻く環境の課題について、起業する人の少なさ(低い開業率)等と並んで、リスクマネー供給の少なさが指摘されてきた(図表8)。リスクマネー供給拡大の点から、「ガバナンス」の問題がより意識されるようになるかもしれない。

年金基金等の機関投資家がベンチャー投資に入ってくれば、リスクマネーに厚みを増す。昨今、機関投資家の間ではESG投資への注目が高まっている。

環境(Environment)、社会(Social)、ガバナンス(Governance)の観点から、企業の長期的な成長に必要なという考えだ。世界最大規模の機関投資家、公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人(以下、GPIF)も、投資原則<sup>2</sup>にESGを組み込んでいる(図表9)。世界の機関投資家の間では、ESGを投資プロセスに組み入れた、国連の「責任投資原則」(Principles for Responsible Investment、以下PRI)への署名が広がっており(資料10)、日本でもGPIFや生保、運用会社で署

(図表8)

### ベンチャー投資の現状と課題

- 日本のVC投資額は順調に成長しているが、米国と比較すると1/80に留まり大きな差。
- VCのファンドに、年金基金等大型機関投資家が出資していない。(米国は年金基金等大型機関投資家が牽引)
- 海外のリスクマネー獲得が進んでいない

(資料)2017年12月9日 経済産業省「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会 中間取りまとめ」よりニッセイ基礎研究所作成

(図表9)

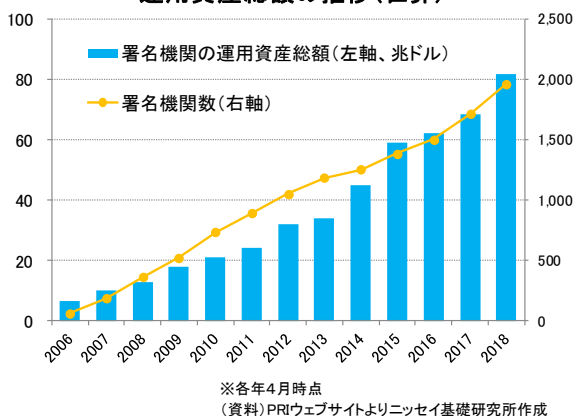
### GPIF 投資原則(抜粋)

[4] スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動(ESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮した取り組みを含む。)を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。

(資料)GPIFウェブサイトよりニッセイ基礎研究所作成

(資料10)

### PRIの署名機関数と運用資産総額の推移(世界)



<sup>2</sup> GPIF 投資原則 <http://www.gpif.go.jp/about/philosophy.html>

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

名が進んでいる。環境(E)、社会(S)の課題解決に取り組むベンチャーも多いが、今後ベンチャー企業やVCが年金基金等機関投資家からのリスクマネーを獲得する上では、ガバナンス(G)の視点が一層必要になる。

リスクマネー供給で存在感を増す官民ファンドもその例外ではない。ジャパンディスプレイや、ルネサスエレクトロニクスへの支援で知られる産業革新機構は、非上場のベンチャー投資を積極的に行っている(資料1

1)。とりわけ、研究開発や事業展開が一定進んだミドル・レ

(資料11)

イターステージのベンチャー企業や、資金と時間のかかる研究開発型ベンチャーに対して、民間 VC だけでは出せない

大きな金額を出資することで、非上場ベンチャー企業の更

なる成長をサポートしている。経済産業省のベンチャー育成

プログラム「J-Startup」の「特待生」企業として選ばれたベン

チャー企業 92 社の中でも、産業革新機構の支援先が 10 社

以上含まれている。産業革新機構は、今や日本のベンチャ

ー・エコシステムの中で重要な存在となったと言える。そのよ

うな中、「政府出資」を受けている官民ファンドの投資先で、

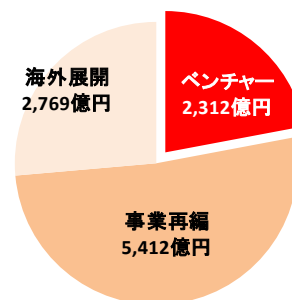
社会を騒がすガバナンス上の問題が頻発するような事態になれば、公的資金を活用したリスクマネー供給に厳しい目が向けられ、厚みを持ちつつあった日本のベンチャー・エコシステムにとっては、マイナスのインパクトを与えるだろう。

また、ベンチャー投資に積極的になりつつある大企業も、自らがコーポレートガバナンス改革、ESG 投資の興隆に直面する中、資本提携先ベンチャーのガバナンスに対しても、今まで以上に高いレベルを求めて来よう。

## 5—おわりに

仮想通貨に限らず、人口知能や自動運転、シェアリングエコノミー、Fintech といった新しい技術やビジネスモデルで、ベンチャー企業であっても社会に大きなインパクトを与えることが、これからどんどん増えてくるだろう。ユニコーンと呼ばれる大きな資金調達を行うベンチャーが登場して、しっかりとコストをかけてガバナンスやコンプライアンス対策を充実させる事例が出てくるかもしれない。政府の成長戦略でも、ベンチャー支援・育成が大きく掲げられ、社会の注目が一段と高くなっている。社会に大きなインパクトを与えるようになれば、事業が急成長する中でガバナンスが追いつかないとばかりも言っていられないし、ベンチャー業界で盛り上がってきた良い機運を潰すわけにもいかない。ベンチャー企業には、今まで以上に「急成長」と「ガバナンス」の両立という、難しくも大事な舵取りが求められそうだ。その舵取りをサポートする、実力あるベンチャーキャピタリストが一層増えていくことに期待したい。

産業革新機構 支援決定金額  
(累計,2018年3月末時点)



(資料)産業革新機構ウェブサイトよりニッセイ基礎研究所作成

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。