

(資産運用)：ベンチャー投資促進に向けた環境整備

日本のベンチャー投資に関する指針の整備は、国内外の機関投資家からの資金流入を促進し、スタートアップエコシステムを強化するために重要である。しかし、これにあたっては、小規模な VC や新興 VC の多様性を妨げないような柔軟な対応が求められる。グローバルスタンダードに準拠しつつ、国内での課題点に対応した指針を構築することが、日本のベンチャー投資の健全な発展に寄与するだろう。

昨年 12 月に公表された「資産運用立国実現プラン」において盛り込まれた「ベンチャー投資の促進に向けた環境整備を図るため、ベンチャーキャピタル（VC）向けのプリンシプルを策定する」という方針に基づいて、その策定が進められている。金融庁と経済産業省により日本でのベンチャーキャピタル規範の具体化に向けて有識者会議が行われたが、業界関係者からは慎重な意見が相次いだ¹。ベンチャー投資では、投資規模、経営支援の内容、投資を行う段階、出口戦略などは投資家によって異なるなど様々な投資手法が用いられており、政府主導の規範の策定によりこうしたベンチャー投資の多様性が損なわれることが懸念されたためだ。このことから、「ベンチャーキャピタルに推奨・期待される事項」に位置付けを変更し、策定主体も金融庁から有識者会議に変更した。

ベンチャーキャピタルに推奨・期待される事項に盛り込むべき内容としては（１）受託者責任・ガバナンス、（２）利益相反管理等、（３）情報提供、（４）投資先企業の価値向上、（５）その他（ESG等）が挙げられている（図表１）。しかし、例えば投資先の上場後の対応において、上場後も投資を継続し上場後の企業成長を促すことが望ましいとされる一方で、上場後は速やかに投資資金を回収し、次の投資サイクルに移ることが効率的と考える投資家もいる。投資スタイルに一律の要求をすることは、新興・小規模のファンドにとって負担となるなどベンチャー投資の広がりを抑制してしまう可能性もある。

図表１ ベンチャーキャピタルに推奨・期待される事項の内容

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	投資先企業の価値向上	スタートアップの成長に資する投資契約
	持続可能な経営体制（キーパーソン等）の構築		投資先の経営支援（人材紹介、ノウハウ提供等）
	コンプライアンス管理体制の確保		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含む最適なエグジット手法・時期の検討）
	LPの権利の透明性確保		投資先の上場後の対応（クロスオーバー投資）
利益相反管理等	利益相反管理体制の整備（LPへの諮問等）	その他	ESG・ダイバーシティ
	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		
	四半期ごとのファンド財務情報等の提供		

（資料）金融庁「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項（案）」

もっとも、現状は国内のベンチャー投資について十分な業界標準が形成されておらず、欧米と比較して日本は投資先企業の公正価値による評価が浸透していないことなどから、投資家がベ

ンチャー投資ファンドの比較・検討を円滑に行うための情報開示の充実や標準の策定が望まれる面もある。

海外での非上場株式投資に関する標準としては、非上場株式投資を行うLPのために設立された非営利団体であるILPA（Institutional Limited Partners Association）によって非上場株式投資におけるベスト・プラクティスとしてPrivate Equity Principlesが2009年に公表された。Private Equity Principlesは（1）透明性、（2）ガバナンス、（3）（GPとLPⁱⁱの）利害の一致に関する項目から構成されており、GPとLPの対話を促すことを目的としている。ベンチャーキャピタル向けの指針の策定にあたって、海外機関投資家からの日本のベンチャー投資ファンドへの投資を促していく上で、こうした国際的な標準を踏まえることが求められる。

また、現状ではスタートアップとの事業連携や出資契約においても成長を阻害する問題が指摘されている。公正取引委員会の実態調査によれば、スタートアップ側の契約・法律に関するリテラシー不足や契約違反が行われたとしても訴訟に耐える資金がないことを認識した上で、営業秘密の開示要求や取引先の制限など独占禁止法上問題がある過度な要求が行われている場合があると指摘されている（図表2）。こうしたことから公正取引委員会は「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」を公表しており、その浸透が望まれる。

政府が目標として掲げるスタートアップの育成やエコシステムの構築には、ここで述べたスタートアップへの資金供給の点以外にも経営ノウハウや人材獲得など様々な課題点が挙げられる。しかし、様々なスタートアップ支援の取組みが続けられてきたこともあり、現在ではメルカリなどの成功事例の蓄積やスタートアップに対するイメージの向上、人材供給の増加につながっている。様々な障壁を取り除き事業成長を支援する環境を整備していくことが、さらなるスタートアップへの投資と成長につながるだろう。スタートアップが事業の成長とイノベーションの実現に集中できる公正な環境を整備していくことが求められる。ベンチャー投資に関する環境整備の動向に引き続き注目したい。

（原田 哲志）

図表2 スタートアップとの事業連携・出資契約で生じる問題の例

	営業秘密 の開示	無償作業	不要な商品等 の購入	取引先の制限	最恵待遇条件
問題の 概要	NDA（秘密保持契約）を締結しないまま、営業秘密の無償での開示を要請された。	契約において定められていない無償での作業を要請された。	他の出資先を含む出資者が指定する事業者からの不要な商品等の購入を要請された。	他の事業者との連携その他の取引を制限されたり、他の出資者からの出資を制限された。	最恵待遇条件（出資者の取引条件を他の出資者の取引条件と同等以上に有利にする条件）を設定された。
独禁法上の 考え方	優越的地位の濫用のおそれ	優越的地位の濫用のおそれ	優越的地位の濫用のおそれ	排他条件付取引又は拘束条件付取引のおそれ	拘束条件付取引のおそれ

（資料）金融庁「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ガイドブック」をもとに筆者作成

ⁱ 日本経済新聞「ベンチャーキャピタル規範策定、有識者会議で異例の反発」、2024年5月11日

ⁱⁱ GP・LPとは、ベンチャー投資で用いられる仕組みである投資事業有限責任組合制度での無限責任組合員（General Partner）と有限責任組合員（Limited Partner）を指す。LPが出資した金額の範囲内での有限責任の投資家であるのに対して、GPは無限責任を負うファンドの管理運営者の役割を持つ。