

ベンチャー・キャピタル・ファンドに関する基礎理論的考察

仮 屋 広 郷

1 はじめに

長引く不況の中、日本経済は閉塞状況を脱しきれないでいる。このような中、企業経営全体としての傾向は減量経営に傾いている。企業の競争力を高めるための合理化は、企業として必要な努力であろうが、企業が一斉に減量経営を行えば次のようなシナリオが予想される。減量経営により失業が増加する。個人は失業の恐怖から消費を抑えて貯蓄に走り、景気はますます悪くなる。企業は今後の需要増が見込めないから一層の合理化を推進する。それにより、さらに失業が増える、という悪循環である。そこで、ベンチャー企業の創出に期待がかけられることになる。すなわち、革新的な技術・サービスを提供するベンチャー企業に

新しい雇用を生み出してもらい、上述の悪循環を断ち切ろうというわけである。さらに、ベンチャー企業には、我が国経済のダイナミズムの源泉として活躍することが期待されている。⁽¹⁾

以上のようなところから、ベンチャー企業支援は重要な国策と位置づけられ、多くの制度的インフラが整備されてきているところであるが、その一環として、一九九八年に中小企業等投資事業有限責任組合に関する法律(以下、投資事業有限責任組合法という)が成立している。本稿は、この法律に基づいて組成されるベンチャー・キャピタル・ファンドに関連する基礎理論的な検討を行い、ファンド形態を利用したベンチャー・キャピタル・ファイナンスの活性化のための、ささやかな政策提言を試みるものである。⁽²⁾

なお、投資事業有限責任組合法は、アメリカの Limited Partnership を参考にしていると思われるので、本稿もアメリカの状況を視野に入れながら議論を行うことにしたい。

はじめに本稿の基本的な枠組みを示しておこう。IIでは、アメリカのベンチャー・キャピタル・ファイナンスが二段階構造をしていることに着目し、その構造の有用性について述べる。IIIでは、そのような二段階構造を仕組むのに特定の事業組織形態が選択される理由を検討し、ベンチャー・キャピタル・ファンドが活用されるためには何が必要かについて述べる。以上を踏まえて、IVでは、我が国において同様の投資形態が活性化するためにはどのような改善が必要と考えられるかについて述べる。Vで、簡単なまとめを行った後、若干の補足的なことを述べて、論文を終える。

II ベンチャー・キャピタル・ファイナンスの二段階構造

1 アメリカにおけるベンチャー・キャピタル・ファイナンスの構造

アメリカにおけるベンチャー・キャピタル・ファイナ

スは、以下のような二段階構造をしている。すなわち、まず、投資家が Limited Partnership として組成されるベンチャー・キャピタル・ファンドに Limited Partner (経営に関与せず、出資額を限度として責任を負う) として投資を行う。そして、ベンチャー・キャピタリストが General Partner (事業の経営を行い、その債務について無限責任を負う) としてファンドの資金をベンチャー企業に投資し、運用を行う、というものである。まずは、どうしてこのような二段階の投資構造が有用なのかについて述べることにしたい。

2 ベンチャー企業の資金調達とエージェンシー問題

はじめに、ベンチャー企業に対して直接投資を行う投資家について考えてみよう。ベンチャー企業に投資を行う投資家は、資金を受取る起業家との間の情報格差ゆえに、二つの問題に直面することになる。⁽³⁾

第一は、投資家が資金を投入する前の段階の問題であり、ある種の情報については、起業家のみが観察可能であることから生じる問題である。たとえば、起業家自身の能力や、立ち上げようとしている事業における技術の将来性・経済

的価値に関しては、起業家の方が情報を有していると考えられるが、これらの情報の中には、起業家にしか観察できないような情報が含まれていると考えられる。また、そのような情報には、信頼できる形で投資家に対して伝達することが困難であるという特徴がある。⁽⁴⁾ それゆえ、投資家は、見込みのあるベンチャー企業とそうでないものをうまく識別することができないことになる。要するに、投資家は、見込みのないベンチャー企業に資金を投入してしまうリスクを認識することになる。そうなると、資本コストの増大を引き起こし、その結果、質の良い起業家は、割の合わない資金調達を忌避し、市場から退出してしまうことになりかねない——アドバース・セレクション (adverse selection)。

第二は、投資家が資金投入を行った後の問題である。たとえば、投資家の利益に反して、起業家が、当初の計画より危険な事業の展開を図ること、事業活動に対する適切な努力の配分を行わないこと、不必要に事業の拡大を図ることなどが考えられる。これらの問題は、投資家の利益を害しつつ私的な利益を追求する起業家の行動を、投資家が完全に把握することができないか、把握することができたか

しても、その事実を検証できるような形で第三者(たとえば裁判所)に示すことが困難であるということから生じている問題である。⁽⁵⁾ 要するに、投資家としては、起業家が投資家の利益に沿った行動をしないリスクを認識することになる——モラル・ハザード (moral hazard)。このような事後的 (ex post) リスクを削減するためのコストも事前 (ex ante) コストに反映されることになるから、資本コストの増大を引き起こすことになり、場合によっては投資家からの資金の供給が得られなくなることも考えられる。⁽⁶⁾ もちろん、以上のような問題は、投資家の利益が起業家の行動に依存しており、両者の間に情報格差があることに起因しているわけである。⁽⁷⁾ したがって、投資家が、ベンチャー企業ではない企業に投資する際にも本来的に生じるものであるが、創業間もないベンチャー企業においては、起業家に関する情報も乏しく、その経営能力に対する評価が定まっていないため、問題がより大きいと考えられる。⁽⁸⁾

3 金融仲介者としてのベンチャー・キャピタリスト

1で述べた、Limited Partnership を利用したベンチャー・キャピタル・ファンドの積極的な活用を背景とし

て、ベンチャー・キャピタリストを金融仲介者として位置づける見方がある。⁽⁹⁾ 金融仲介者は、一般に2で述べたような情報格差に起因する問題を小さくする役割を果たしていると考えられており、⁽¹⁰⁾ それが可能なる理由としては、以下のようなことがいわれている。質の良い投資対象と質の悪い投資対象をうまくふるい分けるのに必要な技能を有しており、アドバース・セレクションにうまく対応できていること。投資対象に対するモニタリングについての専門能力を有しているため、⁽¹¹⁾ モラル・ハザードに適切に対処できていることなどである。要するに、金融仲介者は、事前のモニタリングと事後のモニタリングを適切に行うことによつて二つの問題に対応できているという議論である。そこで、ベンチャー・キャピタリストがベンチャー企業への投資に際して、事前・事後のモニタリングを有効に行いうるとすれば、それはなぜかについて考えてみよう。⁽¹²⁾

事前・事後のモニタリングを適切に行うには、特定の分野における専門的技術者能力が必要とされると考えられる。この点、ベンチャー・キャピタリストはこのようなニーズに対応するため、特定の産業に特化する傾向があると指摘されていることを踏まえると、⁽¹³⁾ ベンチャー企業をモニタリ

ングするのに必要な能力を形成しているのではないかと考えられる。

また、ベンチャー・キャピタリストが投資を行う場合、単なるポートフォリオ投資を行うのではなく、投資先の経営に深く関与するハンズオン型の投資を行うといわれる。そして、その際、重要事項についての拒否権を付与された種類株式や、起業家が保有する普通株式とベンチャー・キャピタルが保有する優先株式にそれぞれ取締役の選任・解任権を分配する種類投票などが活用され、ベンチャー・キャピタリストのモニタリング権限の確保が図られている。⁽¹⁴⁾ このように、ベンチャー・キャピタリストは、モニタリングを行う前提となる情報を収集する手段、さらには収集した情報の解析に基づいて投資利益の確保を実現する手段を有している(つまり、モニタリングを行うために形成された能力を発揮しようと思えばできる状況にある)といえるのである。

以上から、ベンチャー・キャピタリストは、先の情報格差に起因する問題を相当程度軽減することが可能であると考えられる。そうすると、問題は、ベンチャー・キャピタリストが、最終的な投資家のために、ベンチャー企業のモ

ニタリングを行うための能力を形成し、それを発揮するインセンティブを持ちうるかどうかということになる。

4 投資家とベンチャー・キャピタリスト間のエージェンシー問題の解決

投資家とベンチャー・キャピタリストとの間にも、ベンチャー・キャピタリストと企業家の間に見られるようなエージェンシー問題が存在することは容易に予想される。なぜなら、ここでも、投資家の利益がベンチャー・キャピタリストの行動に依存しており、両者の間に情報格差が存在することは本質的にかわらないからである。

そこで、ファンドが組成される際には、ベンチャー・キャピタリストの機会主義的な行動を抑制し、投資家とベンチャー・キャピタリストの利害を一致させるという観点から、様々な契約上のアレンジメントが行われる。たとえば、GPであるベンチャー・キャピタリストは、ファンドが実現した投資利益の二〇%を受け取るという成功報酬の定めが置かれる⁽¹⁵⁾。また、ファンドには一〇年程度の存続期間が定められる⁽¹⁶⁾。このため、投資先から生み出されたフリー・キャッシュ (free cash) が、非効率な投資に再投

資される可能性が小さくなる⁽¹⁷⁾。また、投資期間が限定されていることから、ベンチャー・キャピタリストは、成功する確率の高いベンチャー企業を探し出し、早期に成功させて投資収益をLPである投資家に分配するインセンティブを持つことにもなる⁽¹⁸⁾。さらに、ファンドが組成される場合、GPは、ファンドに対して拠出確約投資額 (committed capital) の最低1%を拠出することを確約する。もともと、これは、パートナーシップ課税を適用されるために、内国歳入庁 (IRS: Internal Revenue Service) が設定した規則に起因するものであった。今ではその必要がないにもかかわらず、依然として、GPからの1%の資金拠出が行われているようである。これは、GPとLPの利害の一致の観点から有意義であると考えられているからである⁽¹⁹⁾。もちろん契約上のアレンジメント⁽²⁰⁾を行うには、コストがかかる。しかしながら、もし、適切なアレンジメントがなされ、ベンチャー・キャピタリストが、投資家のために、ベンチャー企業のモニタリングを行うための能力を形成し、それを発揮するインセンティブを持ちうるるとすれば、投資家としては、直接ベンチャー企業に投資を行うよりもコストの削減が見込める範囲内で、ベンチャー・キャピタリス

トに投資を委託することが、合理的であると考えられることとなる。

5 小括

ベンチャー企業への投資は、エージェンシー問題が非常に大きいため、円滑に行うことが困難であると考えられるが、ベンチャー・キャピタリストの金融仲介機能により、ベンチャー企業への投資が促進されると考えられる。⁽²¹⁾

III Limited Partnership 形態のファンド

1 Limited Partnership 形態選択の理由

ファンドに投資を行おうという投資家は、法人レベルで課税される形態をとったファンドには興味を示さないもので、ファンドは投資者に分配される分配金について二重課税を回避する形態となっている必要があると指摘されている。⁽²²⁾ アメリカのベンチャー・キャピタル・ファンドの組成に長年 Limited Partnership 形態が採用されてきた理由は、この税効果を考慮しているからだといわれている。⁽²³⁾ この目的は、General Partnership 形態を選択することで確実に達成されるが、そうになると、投資家が、有限責任のメリッ

トを享受できないこととなる（有限責任のメリットについては III 2）。

さらに、多くのベンチャー・キャピタル・ファンドが事業組織形態として Limited Partnership を用いる理由は、税法上の有利性だけでなく、投資家の観点からも、ベンチャー・キャピタリストの観点からも、果実の分配および支配の分配を巡る交渉を行いやすいからであるという指摘も見られる。⁽²⁴⁾

2 LP が有限責任であることの意義

ファンドに投資を呼び込むには、有限責任が、以下のような意味において重要である。第一は、投資家の負うリスクが出資した額に限定されるので、無限責任を負う場合に比して、投資家が、経営者のモニタリングに腐心する必要がなくなることである。言い換えれば、有限責任は、投資家が事業の運営についてパッシブでいることを可能にするのである。つまり、企業の経営をモニターする能力、時間のない者による投資も、有限責任が前提とされることにより、促進されることになるのである。第二は、有限責任が前提とされれば、投資家が分散したポートフォリオを組む

ことにより、投資リスクの低減を図ることができることである。無限責任が前提とされた場合は、投資対象を追加すること、投資家の資産を消去しかねないリスクを追加することになってしまう。有限責任は、この意味においても投資の促進に寄与すると考えられる。⁽²⁵⁾

また、ベンチャー・キャピタリストが金融仲介者として専門能力を発揮し、投資価値を高めるためには、ベンチャー・キャピタリストにかなりの裁量を認める必要がある。その観点からも、投資家がパッシブでいられるということには意味があると考えられる。⁽²⁶⁾

もっとも、有限責任には、以上のようなメリットがあるが、逆にこれがLPとGPの間のエージェンシー・コストのもとになっている面があることには注意が必要である。⁽²⁷⁾

3 GPが無限責任であることの意義

業務執行を行うGPが無限責任を負担していることは、事業の運営次第では、自分の個人資産を失うことを意味する。この脅威が、ファンドの利益増大のためにGPが懸命に働くインセンティブとなる。また、同じ脅威は、GPが、ファンドが損失を被ることがないように、業務執行者であ

る他のGPを入念にモニターするよう作用することになる。投資家とベンチャー・キャピタリストの間にも、情報の非対称性に起因する問題が存在していることは先に指摘した通りである。要するに、GPの無限責任は、ベンチャー・キャピタリストが投資家に対して忠実に行動することを保証するメカニズム(＝情報の非対称性に起因する問題への対応)として機能していると考えられる。⁽²⁸⁾

ただし、GPの無限責任も、LPとGPの利害の一致の観点からコストを伴わないわけではない。たとえば、GPは無限責任を負うために、投資に関して、LPが望むようなリスク・テイクを行わない可能性が考えられる。⁽²⁹⁾

4 GPとしてのLLC (Limited Liability Company)

(1) GPの二重構造

ベンチャー・キャピタリストが個人としてGPとなり、ファンドを組成する場合、運営責任も成功報酬も個人に帰属する。そして、個人として無限責任を負担することになる。このように、GPがベンチャー・キャピタリスト個人であれば、Limited Partnership形態の選択により、投資

のリスクとリターンが直接GP個人に帰属するような仕組みが作り上げられ、ベンチャー・キャピタリストにファンダ利益増大のための強力なインセンティブを与え、投資家とベンチャー・キャピタリストの利害を一致させることが可能になる。

しかしながら、Limited Partnershipとしてベンチャー・キャピタル・ファンドが組成される場合、ベンチャー・キャピタリストも過大なリスクを負うことを恐れ、GPになることに伴う無限責任を回避することが試みられる。そして、最近では、GPがLLC形態をとるのが一般的であるようである。⁽³⁰⁾ いわば、GPは二重構造をしているわけである。

LLCには、原則としてのパートナーシップ課税⁽³¹⁾、私法上の法主体性、内部関係の任意法規性、構成員の有限責任といった特徴がある。⁽³²⁾ これらの特徴が、GPがLLC形態で組成される理由となっている。

(2) GP構成員の有限責任とインセンティブの変化
LLC形態を選択すれば、構成員が有限責任となるので、当初の目的である無限責任の回避が達成されることになる。もっとも、これにより、GPが無責任を負うことから生

じる、上述したインセンティブ上のメリットが事実上——LLCが無責任を負担し、ベンチャー・キャピタリストはLLCに対して金銭出資を行っていること、LLCが破産してしまつと、ベンチャー・キャピタリストがLLCに對して行つた企業特殊的人的資本を喪失してしまうことを考え合わせると完全にとりわけではないが——取り除かれてしまうことになる。しかしながら、GPであるLLCの構成員となつたベンチャー・キャピタリストは、金銭出資に関しては分散投資が可能になつたわけであり、その意味では、LPとGP間に存在していたリスク・テイクに関する選好の差が幾分解消されることになるメリットも考えられる。⁽³³⁾

もちろん、GP構成員の有限責任化は、GPを株式会社とすることによつても達成することができ、パートナーシップ課税の適用を受けられないという問題がある。

(3) パートナーシップ課税の必要性

パートナーシップ課税が適用され、税法上の取り扱いがパス・スルーとなることは以下のようなメリットを持つ。第一は、GP段階での課税を回避できること。第二は、GPの構成員として働くベンチャー・キャピタリストその

他の個人が、GPを通じてファンドからのキャピタル・ゲインの配分を受け取る際に、低率のキャピタル・ゲイン税率を享受できることである。特に、ベンチャー・キャピタル・ファンドでは、GPが取得する対価の主要部分が譲渡益として課税されるため、第二の点は、多額のキャピタル・ゲインの獲得を目指すベンチャー・キャピタル・ファンドにとって、特に重要なものであると指摘されている。⁽³⁵⁾

(4)ベンチャー・キャピタリストのニーズと任意法規性
LLCの内部関係に関する法規規定が原則的に任意法規であり、業務契約によって変更が可能であることは、以下のようなベンチャー・キャピタリストのニーズを満たす上で重要である。

GPの中心となるベンチャー・キャピタリスト(Senior Principalと呼ばれる)は、投資案件の探索・評価、投資先のモニター、投資回収戦略策定・実行のため、投資のプロ(Junior Principalと呼ばれる)を採用しようとするが、優秀なJPの獲得競争は非常に激しい。特にプライベート・エクイティ・ファームの場合、一般的な名声や安定性の面で銀行その他の伝統的な金融機関に対抗することは困難である。唯一有利な条件は、成功報酬を得ることに

よる富の形成の可能性である。これは、優秀な人材を引きつける重要なインセンティブとなりうる。そこで、SPは、優秀なJPを獲得するために、成功報酬の分配について柔軟性を有する法形態を持つ組織を選択すべきことになる。この意味で、LLCは望ましいと指摘されている。たとえば、特定の投資について特に貢献したJPへの成功報酬の分配を成果に応じて増やすことができるように、SPが、JPへの成功報酬の分配を個別の投資案件ごとに変えることができるようにしておくようなことが行われるようである。⁽³⁶⁾

また、SPは、成功報酬をJPその他の構成員に分配することについてはそれほど抵抗を示さないが、GPの支配権を分与することには大きな抵抗を示すといわれる。つまり、SPは、支配権を経済的な持分と切り離すことが可能な組織形態を望むのである。株式会社株主に相当するLLCの構成員は、メンバー(Member)と呼ばれるが、LLCの経営については、メンバーによって経営されるLLCの経営については、メンバーによって経営されるLLC(member-managed company)と経営者によって経営されるLLC(manager-managed company)の選択が許されている。⁽³⁷⁾そして、いかなる事項をメンバーの

決定に委ね、いかなる事項を経営者の決定に委ねるか、多数決の際の定足数・多数割合をどうするか、頭数多数決か資本多数決か、といったルールの選択は、当事者自治に委ねられている。また、いま述べたことから当然であるが、メンバーシップを複数の種類に分類し、利益分配、議決権の内容について、種類間で差をつけることもできる。³⁹⁾ 以上のように、LLCは、SPが望む経営体制を実現する柔軟さを兼ね備えている組織形態なのである。

5 小括

アメリカでポピュラーな Limited Partnership 形態によるベンチャー・キャピタル・ファンドを観察してみると、ベンチャー・キャピタル・ファンドが活用されるためには何が必要かが見えてくる。まず、投資家の観点から必要なのは、税制面でのパス・スルーというメリットと、有限責任である。これらは投資家をファンドと呼び込むために有用である。さらに、H4で述べたように、投資家とGPであるベンチャー・キャピタリストの利害を一致させることが必要であり、そのためにはファンドの利益拡大がGPの利益拡大に結びつくような契約上のアレンジメントをなす

必要があることも分かる。そこでのポイントは、ファンドのパフォーマンスがGPの経済的利益とリンクしていることである。

また、ベンチャー・キャピタリストの観点からは、ベンチャー・キャピタリストも過大なリスクを回避するために有限責任を求めていることが見て取れる。加えて、有限責任を実現するための道具としてLLCが用いられていることは、GPの無限責任から構成員を切り離すべく用いられる法主体のあるべき姿についての示唆を与えてくれる。それは、税制面でのパス・スルーというメリットを享受でき、GPがファンドから受ける経済的效果を、そのまま該法主体の構成員に対する経済效果に反映することができるよ、うな、自由な契約上のアレンジメントを行ういう法形態であるということである。これによって、GPの構成員個人の報酬とファンドのパフォーマンスをうまくリンクさせた成功報酬の利用が可能になる。Limited Partnership 形態でベンチャー・キャピタル・ファンドが組成される場合、ベンチャー・キャピタリスト個人の投資行動と、個人のリスク、リターンがうまくリンクされ、個人としてのGPに強力なインセンティブを与えることになることは既に述べ

たが、このような経済効果は、GPとしてLLCという別の法主体が介在することになったとしても、変わることがないこと、この点がLLCがGP組成のために用いられるポイントであると考えられる。LLCは、構成員の有限责任を確保しながら、ファンドのリスクとリターンを最終的に個人に帰属させることにより、適切なインセンティブを付与することができる法形態としての性格を備えているといえよう。また、自由な契約上のアレンジメントを許す法的形態は、ベンチャー・キャピタリストが、GPとしてのチームを組む際に、GPへの支配権を失うことなく協力者を募ることができるというメリットを有している。

IV 投資事業有限責任組合を利用したベンチャー・キャピタル・ファイナンスの活性化

1 はじめに

従来我が国のベンチャー・キャピタル・ファンドは、民法上の組合契約に基づく投資事業組合として組成されてきた。⁽⁴⁰⁾ 民法上の組合契約に基づいて投資事業組合が組成されてきた理由としては、次のようなことが指摘されている。⁽⁴¹⁾

第一に、民法上の組合は、法人格が無く、組合自身に課税

されないことや、組合の事業で得たキャピタル・ゲインは、組合員にとっても同時にキャピタル・ゲインとして認識されることなどの税制面でのメリットがあったこと。第二に、その共同事業的品格からくる組合持分の流動性の低さが長期的視野が求められる未公開企業への投資に向いていたこと⁽⁴²⁾、などである。

アメリカにおいては、ベンチャー・キャピタル・ファンドの形態として Limited Partnership が用いられ、ベンチャー投資の発展に大きな貢献をしてきたわけであるが、投資家の側から見た場合、その法的なメリットは、既に見たように、①法人課税の対象とならないことと、②投資者はLPとして有限責任が担保されていることであった。このメリットに照らして日本の投資事業組合を見ると、①は満たされているものの、②が満たされていない。民法上の組合においては、⁽⁴³⁾ 組合員全員が無限責任を負うことになるからである。以上のような問題認識から、一九九八年に投資事業有限責任組合法が制定された。⁽⁴⁴⁾

2 投資事業有限責任組合

投資事業有限責任組合は、投資事業有限責任組合契約に

よって成立する無限責任組合員および有限責任組合員から成る組合である（投資事業有限責任組合法二条二項）。投資事業有限責任組合契約は、各当事者が出資を行い、共同で中小企業等の発行する株式等への投資を約することによりその効力を生ずる（同法三条一項）⁽⁴⁵⁾。無限責任組合員は、組合の業務執行を行う（同法七条一項）。無限責任組合員が数人ある時は、各無限責任組合員は、組合の債務について連帯責任を負う（同法九条一項）⁽⁴⁶⁾。有限責任組合員が負う責任の範囲は、その出資の価額に限定される（同法九条二項）。要するに、無限責任組合員がGPに該当し、有限責任組合員がLPに該当することになる。以上のように、我が国でもLimited Partnership形態のベンチャー・キャピタル・ファンドを組成することが可能となったわけである。

我が国のベンチャー・キャピタル・ファイナンスは、⁽⁴⁷⁾VC自ら（あるいは親会社）の資金で投資する場合と、ファンドを組成して投資する場合があるが、近年では、⁽⁴⁸⁾ファンド形態での投資が増大しているといわれている。これには、アメリカのLimited Partnershipと同様のファンド形態の利用が可能になったことが追い風になっている

と思われる。

とりあえず、日本のベンチャー・キャピタル・ファイナンスは、相当活発になってきているが、国際的に比較してみると、経済活動に見合った水準の規模にまで拡大しているとはいえないといわれている。ちなみに、年間投資額の対GDP比率で見ると、アメリカ水準の二〇分の一、ヨーロッパ水準の一〇分の一、アジア水準の二分の一程度にすぎない⁽⁴⁹⁾。したがって、我が国のベンチャー・キャピタル・ファイナンスは、まだまだ活性化の余地が残されており、制度改善の余地もあるのではないかと考えられる。このような問題意識から、日米のベンチャー・キャピタル・ファンドの相違点に目を向けてみることにしよう。

3 日米のベンチャー・キャピタル・ファンドの相違点
日本でファンドが組成される場合、VCが無責任組合員となり、機関投資家その他の投資者が有限責任組合員となる⁽⁵⁰⁾。VCが無責任組合員になっているということは、株式会社が無責任組合員になっているということである⁽⁵¹⁾。もっとも、独立系のVCの場合、個人が無責任組合員となっているようなファンドもある⁽⁵²⁾。後者のように、個人が

無限責任組合員になっている場合は、ファンドの経済効果が無責任組合員である個人に跳ね返ってくる仕組みが構築されるのであり、日米のベンチャー・キャピタリストが置かれている立場にそれほど大きな差はないと考えられる。しかしながら、株式会社であるVCが無責任組合員となっている場合には、GPと無限責任組合員が同じように二重構造をなしているとはいっても、インセンティブの面で違いが生じることになる。さらに、日本のVCの人事・報酬制度、その多くが系列会社の支配下に置かれた事業展開をしていることなどが関係して、日米のベンチャー・キャピタル・ファンドの根本的な差を生んでいるのではないかと考えられる。以下、この点について述べることにする。

言うまでもなく、VCが株式会社であることから、無限責任組合員であるVCの構成員となっているベンチャー・キャピタリストその他の個人が有限責任となる点は、アメリカにおいてGPであるLLCの構成員となっているベンチャー・キャピタリストその他の個人が有限責任となるのと同様である。しかしながら、VCは株式会社形態であるため、法人課税を免れない。つまり、無限責任組合員であ

るVC段階での課税を回避することができないし、VCの構成員として働くベンチャー・キャピタリストその他の個人が、VCを通じてファンドからのキャピタル・ゲインの配分を受け取る際に、低率のキャピタル・ゲイン税率を享受できるようなこともない。この点、多額のキャピタル・ゲインの獲得を目指すベンチャー・キャピタル・ファンドを運営する者に適切なインセンティブを与える術が欠けていることになる。

また、我が国のVCにおいては、明確な成功報酬体系ができていないといわれる⁽⁵³⁾。この問題は、投資が実行されるからIPO等の投資の回収にはいるまでのタイムラグが存在し、その間に人事異動が行われたりするため、誰の投資成果と評価して良いのかが明らかにできないという問題と関わっていることが指摘されている。もちろんこの問題は、VCが人事面、報酬面での工夫をなすことにより改善が可能であるように見える。ところが、我が国のVCの多くが系列会社の支配下に置かれた事業展開をしており、VCのキャピタリストの多くが、親会社から出向、転籍の形でキャピタリストとなっていること、さらに、VCによって、数年で出向元に戻っていくというローテーションの一

部署にすぎないような場合もあることなどを考え合わせる
と、状況の改善はそう簡単には見込めないように思われる。⁽⁵⁴⁾

詰まるところ、日米のベンチャー・キャピタル・ファン
ドの決定的な違いは、アメリカにおいては、G PがL L C
を間に置く二重構造をしていながらも、ファンドのリスク
とリターンを個人に直接リンクさせ、ファンドのパフォー
マンスを高める強力なインセンティブが個人に付与されて
いるのに対し、日本においては、無限責任組合員がV Cと
いう株式会社を間に置く二重構造となることにより、ファ
ンドのリスクとリターンが個人レベルに還元されておらず、
キャピタリストがファンドのパフォーマンスを高める適切
なインセンティブを与えられることのない、毎月決まった
月給を受け取るサラリーマンになってしまっていることで
ある。

4 政策提言

これまで述べたことから、投資事業有限責任組合法が整
備され、アメリカ型の Limited Partnership 形態のファ
ンドの組成が可能となっただけでは、ファンド形態のベン
チャー・キャピタル・ファイナンスはうまく機能しないと

いうことが理解されよう。繰り返しをいとわず、重ねて述
べると、ベンチャー・キャピタル・ファンドがうまく機能
するためには、個人であるベンチャー・キャピタリスト等
の投資行動が、直接その個人のリスクとリターンに結びつ
けられ、当該個人に強力なインセンティブを与えうるよう
な仕組みを作り出せるような環境が整えられていなければ
ならないのである。

では、我が国において、ベンチャー・キャピタル・ファ
ンドをうまく機能させることの障害になっていることは何
か。先に述べたことから既に明らかであると思うが、まず、
L L Cのような事業組織形態の選択を行おうにも、このよ
うな法的インフラが整備されていないことがあげられる。
もう一つは、系列企業の影響から切り離されない、V Cの
人事、報酬制度である。

したがって、第一の障害を取り除くには、政策措置とし
て、日本版L L Cのような新しい事業組織形態を整備する
必要があるといえるだろう。⁽⁵⁵⁾ また、以下に述べるようなと
ころから、日本版L L Cの導入は、第二の障害を取り除く
ことにも一定程度寄与するのではないかと考えられる。

近年、日本のV Cにおいて明確な報酬体系が整備されて

いないような状況を嫌い、独立するキャピタリストが少なくないといわれる。⁽⁸⁾このようにして独立系のVCが増加するということは、系列企業下に置かれることのないVCの増加を意味し、先の問題状況からすると、望ましい傾向であるということになる。そして、こうした動きを加速するためには、独立系のVCがチームを形成するために優秀な人材を獲得できなければならないが、そのためにLLC形態が有用であることは、アメリカの状況に関連して既に述べたところである。また、独立志向の日本のキャピタリストの場合も、VCチームを形成して、その中心となる者は、VCに対する支配権を失うことがないようにしたいというニーズを持っているのではないかと予想するが、仮にそうであるならば、LLC形態はこの意味でも望ましいということになる。

さらに、法制度等の環境の相違から、思うような投資ができていないといわれてきた外資系VCなどは、ベンチャー・キャピタル・ファンドの組成に当たってのLLCの利用法について精通していると思われるが、LLCが利用可能となれば、外資系VCの実務はこれを取り込むことが予想され、このことが、系列企業下にあるVCの人事、

報酬制度の見直しを迫るようなことも考えられないではない。

以上のように、投資事業有限責任組合を利用したベンチャー・キャピタル・ファイナンスの活性化のため、制度改善の余地がある一つのポイントとして、日本版LLCの導入があげられる。

V おわりに

1 まとめ

本稿が述べてきたことを簡単にまとめると以下のようである。

- ①ベンチャー企業への投資は情報の非対称性に起因する問題が大きいが、ベンチャー・キャピタリストがベンチャー・キャピタル・ファンドを組成して、金融仲介機能を担うことにより、問題が緩和され、ベンチャー企業への投資が促進されると考えられることを確認した。つまり、ベンチャー・キャピタル・ファイナンスにおける、二段階の投資の仕組みには意味がある(Ⅱベンチャー企業への資金供給活性化のためには必要である)。

- ②アメリカにおいて、二段階の投資の仕組みを作るため、

ベンチャー・キャピタル・ファンドの組成に Limited Partnership 形態が用いられる理由は、投資家の有限责任と税制上のメリットが確保されること、さらに、GP にファンド利益を増大させるインセンティブを与えることが契約で柔軟に行われうることである。そして、このインセンティブ構造は、たとえ GP が個人ではなかったとしても、GP が LLC という事業組織形態を用いて組成されることにより、必ず個人レベルに還元され、歪められることがない。

③日本においても、ベンチャー・キャピタル・ファイナンスは、二段階で、投資事業有限責任組合という Limited Partnership 同様の事業組織形態を用いて行われている。しかしながら、GP に当たる無限責任組合員となるべき VC がアメリカの LLC のような事業組織形態で組成されないため、VC の構成員に適切なインセンティブが与えられない状況が生じている。

④ファンド形態を利用したベンチャー・キャピタル・ファイナンスの活性化のためには、ベンチャー・キャピタリスト等に適切なインセンティブを与えるという観点から、日本版 LLC のような新しい事業組織形態を導入する必

要がある。

2 日本版 LLC 導入に関連しての注意

本稿においては、アメリカにおいて、LLC が Limited Partnership の GP の組成に用いられていることとの対比から、我が国における投資事業有限責任組合の無限責任組合員も LLC 同様の法形態を用いて組成することが可能となるような法制度としてのインフラを整備すべきであると述べた。しかし、このことは、日本版 LLC 導入のための法律が整備されるに当たっては、投資事業有限責任組合の無限責任組合員を組成する道具として利用されるという目的によって縛りかけられるような立法がなされるべきである、との主張を、本稿が含んでいることを意味するものではない。あえてこのような注意をしておく理由は、日本版 LLC 導入のための法律が整備されるに当たり、融通性に乏しい事業組織形態がもう一つ追加されるような立法がなされることを危惧するからである。⁽⁵⁷⁾

今述べたような危惧を意識させるのが、まさに本稿が検討の対象としてきた、投資事業有限責任組合を導入するために制定された、投資事業有限責任組合法である。この法

律は、中小企業等に対する投資事業を行うための組合契約に関する制度を確立することにより、円滑な資金供給を通じて中小企業等の自己資本の充実等を促進し、その成長発展を図ることを直接的な目的としている旨規定している(同法⁽⁸⁸⁾条)。つまり、我が国においては、アメリカの Limited Partnership 同様の事業組織形態の利用が、同条に規定されている目的、理念の範囲内で認められているわけである。このような縛りがかけられているため、投資事業有限責任組合を、プライベート・エクイティ・ファンド一般に利用するには、支障があるといわれている。⁽⁸⁹⁾これに対して、上述のような縛りをかけられていないアメリカにおいては、ベンチャー・キャピタル・ファンド以外のプライベート・エクイティ・ファンドの組成にも Limited Partnership が利用されるのが一般的なようである。⁽⁹⁰⁾

本稿が導入を提言した LLC についていうと、実際、アメリカにおいて LLC は、不動産投資、資源採掘、農業、映画制作、専門職業サービス、その他の様々な用途に用いられている。⁽⁹¹⁾ LLC は GP 組成に利用されているが、目的がそれに限られているわけではないのである。さらに、本稿との関連でいうと、最近では、LLC が、ベンチャー・

キャピタル・ファンドそれ自体の組成形態としても活用されつつあるようである。先に述べた LLC の特性を考慮すれば、ベンチャー・キャピタル・ファンドの組成形態として、Limited Partnership にかわってこの形態が用いられるのも当然であると考えられるし、LLC はプライベート・エクイティ・ファンド一般の組成形態として最適であるという指摘も見られるところである。⁽⁹²⁾

要するに、法的インフラを整備するに当たっては、現在のベンチャー・キャピタル・ファイナンスにおいて何が問題であり、どのような課題が課せられているかというところから出発し、いかなる措置を講じれば問題解決に至るかというアプローチを基本としつつも、これと同時に、そのコンテクストにとらわれず、より一般的見地からの検討も行われる必要があるということである。目的、理念による制約がなければ、むしろ、当事者がビジネス・ニーズに応じて、⁽⁹³⁾経済活動を行うためのコストを最小化するような形で制度を利用することが可能になる、というベネフィットがもたらされるかもしれないのである。

3 制度的補完性 (institutional complementarity)

本稿は、ベンチャー・キャピタリストの金融仲介機能が十分に発揮されるには、どのような仕組みが必要か、ということを検討し、日本版LTCの導入を提言した。その意味で、我が国の制度をもう一步アメリカ化の方向へと進めるものである。最後に、この点に関連して若干述べておきたい。

Black & Gilson は、株式市場を中心とする資本市場 (stock market-centered capital market) の存在が、ベンチャー・キャピタル産業の発展の前提であり、ベンチャー・キャピタル・ファイナンスにおける活発なIPO市場の存在の重要性を指摘している。彼らが特に注目しているのは、以下のようなアメリカのベンチャー実務である。すなわち、ファンドが、ベンチャー企業への投資を行う場合、取締役会の支配権を確保したり、重要な業務執行に関する拒否権を確保するなど、優先株式契約を用いて、ベンチャー企業に対するかなりのコントロール権を確保するアレレンジメントを行うと同時に、IPOが行われる時には、優先株式が普通株式に転換され、右のコントロール権が消滅するようなアレレンジメントが施されるといふ実務である。

以上のような実務により、ファンドが有する特別のコントロール権は、IPOの時に消滅し、ファンドにはそれが有している株式相当の(当初からすれば薄められた)コントロール権が残されるにすぎなくなる。そして、このコントロール権もファンドが所有している株式を手放すに伴い小さくなっていくのである。このことから、IPOは、事業が成功した場合に、起業家にコントロール権を獲得する機会を提供するものであると捉えることが可能となる。要するに、Black & Gilson は、IPOの可能性が起業家に、ベンチャー企業の成功を条件とする、いわば、コントロール権に対するコール・オプション (a call option on control) を付与しており、これが起業家にとって事業成功への強力なインセンティブを与えている——さらに、将来コントロール権を取り戻せるが故に、はじめにコントロール権を手放して資金調達を行い、起業がなされる——と考えているのである。結局、彼らの議論のポイントは、起業家とファンドの間に存在しているコントロール権の返還についての黙示の契約とでもいふべきものがIPOを通じて働いているというメカニズム、これこそが、ベンチャー・キャピタル・ファイナンスを機能させる核の部分であり、

このようなメカニズムの構築は、銀行中心の資本市場 (bank-centered capital market) においては、容易に複製することができないということにある。

Black & Gilson の議論によれば、日本でベンチャー・キャピタル産業が発展できていないのは、日本が銀行中心の資本市場システムを有する国であるからだということになる。つまり、日米のベンチャー・キャピタル産業の発展の違いは、経路依存性 (path dependency) の結果としてもたらされているものであるという議論である。そして、彼らが、銀行中心の資本市場システムにおいて上記のようなメカニズムを機能させることが困難であることの理由としてあげていることは、活発な株式市場の不存在ばかりではない。ベンチャー・キャピタリストや、ベンチャー企業の IPO に習熟した投資銀行といった補完的な制度の不存在も強調されているのである。つまり、彼らは、制度的補完性を強調した議論を行っているのである。⁶⁶⁾

制度的補完性という視点は、他の制度要素から独立して、ある制度要素を変更しようとしても有効性が限られていることを示唆している。単なる制度の移植ではうまく機能しないということである。結局、制度は、全体としてどう動

いているかという観点から考えなければならぬわけである。⁶⁷⁾したがって、ベンチャー・キャピタル・ファイナンスを活性化させるために、新制度を導入するのであれば、関連する複数の制度をできるだけ同時に創設しないしは変更し、かつ、それらが機能するようにしなければならぬということになる。

これまでの日本のインフラ整備の経過を、ベンチャー・キャピタル・ファイナンスに関連づけて眺めてみると、制度を全体としてアメリカ化しようとしている傾向が顕著である。たとえば、Limited Partnership というファンド組成のための道具の整備 (投資事業有限責任組合法)、VC によるハンズオン型投資のための道具の整備 (種類株式に関する商法改正)、IPO の出口確保として機能しうるマザーズ等の新興企業向け市場創設などをあげることができる。また、そもそも、ベンチャー・キャピタル・ファイナンスが行われるためには、起業家が現れなければならないが、そのためには、アメリカのように敗者復活戦を許すような仕組みの構築が必要であるといわれ、民事再生法は、そのような起業家のためのセーフティネットとして位置づけることができる。この民事再生法もアメリカの連邦

倒産法を念頭に置いて作られたものである。⁽⁶⁸⁾さらに、ハンズオン型の投資という点に関連して付け足しておくとして、新事業創出促進法は、このようなアメリカ型のベンチャー実務を我が国に根付かせることを企図し、特定投資事業組合に対する支援策を設けている。⁽⁶⁹⁾

以上のようなこれまでの経緯と、理論的一貫性という観点からは、本稿の提言もそれほどはすれななものではないように思う。ただし、ベンチャー・キャピタル・ファイナンス活性化のためには、アメリカ的な市場中心のシステムが前提となるというBack & Gisonの仮説を正しいものと受け入れたかのような格好で、全体的な制度変革がなされてきたことが正しかったのかについては、自信を持って答えることはできない。⁽⁷⁰⁾

* 本稿は、一橋大学大学院法学研究科附属総合法政策実務提携センター平成一四年度提携プロジェクト「プライベート・エクイティと経済活性化」の研究成果の一部です。本稿の作成に当たっては、研究会（二〇〇三年一月三十一日、於一橋大学大学院国際企業戦略科）で報告する機会をいただき、多くの有益なアドバイス、コメントを頂戴致しました。研究会の参加者である、小野覚さん（大和証券

、S M B C）、川村正幸教授（一橋大学大学院法学研究科）、吉川純先生（弁護士）、永石一郎先生（一橋大学大学院法学研究科附属総合法政策実務提携センター客員教授・弁護士）、林康史さん（大和投資信託・一橋大学大学院国際企業戦略科非常勤講師）、三隅隆司助教授（一橋大学大学院商学研究科）、山田正勝さん（BNPパリバ証券）に厚くお礼申し上げます。また、野田博教授（一橋大学大学院法学研究科）、渡部克弘さん（国際投信投資顧問株式会社）からも個別に貴重なご意見をいただきました。ここに記して感謝致します。もちろん、文責はすべて筆者のみに帰すべきものです。

* * 脱稿後、経済産業省が、二〇〇六年度からの実施を目指すし、L L Cの検討に入ったとの新聞報道に接した（日本経済新聞二〇〇三年三月一七日期刊一面参照）。

(1) 石黒憲彦編著『ベンチャー支援政策ガイド…詳解・新事業創出促進法改正』（日経BP、二〇〇〇年）一〇頁、二〇頁（石黒憲彦担当）参照。

(2) ベンチャー・キャピタル・ファイナンスの活性化について論じるからには、そもそも、我が国のベンチャー企業に資金ニーズがなければ意味がないが、資金ニーズは高い。この点については、拙稿「アメリカのベンチャー・キャピタル契約のメカニズム——ベンチャー・キャピタル・ファ

イナンスにおける交渉の力学把握のために——」一橋大学

法学部創立五十周年記念論文集『変動期における法と国際関係』所収四五五以下、四五六頁(有斐閣、二〇〇一年)を参照されたい。また、ベンチャー企業の資金調達ニーズとベンチャー企業の成長環境整備を行った平成一三年・一四年の商法改正との関わりにつき、拙稿「ベンチャー企業のニーズと商法改正」法時九二三号三九頁以下(二〇〇一年)を参照していただければ幸いである。

(3) 以下の論述には、西沢昭夫「金融仲介機関としてのベンチャーキャピタルの成立と展開——アメリカにおけるプライベート・エクイティ・マーケットの形成——」東北大学研究年報『経済学』Vol.60 No.2、一頁以下、五頁〜六頁(一九九八年)；拙稿・前掲注(2)四六四頁；Triantis, REVIEW: Financial Contract Design in the World of Venture Capital, 68 U. Chi. L. Rev. 305, 307-308 (2001)を参照した。

(4) ある情報を有している者が、他者に対して、その情報を伝達する直接的方法を持ち得ない場合、情報が立証不可能(nonverifiable)である場合、Baird, Gertner & Picker, Game Theory and the Law 311 (1994)、起業家の能力などは、立証不可能な情報の典型である。

(5) これも、情報が立証不可能であるという前述と同様の

問題である。

(6) 保険契約においてもモラル・ハザードとアドバース・セレクションが問題となり、これらの問題への対応として保険料が引き上げられ、場合によっては保険が成立しなくなってしまうことがいわれる(たとえば、Baird, Gertner & Picker, supra note 4 at 153を参照)が、ここで述べたことは、これと同じことである。

(7) つまり、投資家をプリンシパル(仕事を委託した者)、起業家をエージェント(仕事を委託された者)とした場合に生じる、隠れた情報(hidden information)の問題が第一の問題であり、隠れた行動(hidden action)の問題が第二の問題である。

(8) 日本銀行金融研究所「『デットとエクイティに関する法原理についての研究会』報告書」一〇頁注19(二〇〇一年)参照。経営能力に対する評価が定まっていなくても、経営能力自体が定まっていなくてもある。

(9) たとえば、西沢・前掲注(3)参照。

(10) Mishkin & Eakins, Financial Markets and Institutions 3rd ed. 20-24 (2000).

(11) Id. at 24.

(12) 青木昌彦教授は、ベンチャー・キャピタル・ファイナンスのモニタリングを事前のモニタリング(ex ante mon-

- itoring) 中間的モニタリング (ad interim monitoring) 事後的モニタリング (ex post monitoring) の三つに分類されている。青木昌彦(瀧澤弘和/谷口和弘訳)『比較制度分析に向けて』(NTT出版、二〇〇一年) 三三九頁、三四〇頁参照。このような分類は、関係的ファイナンス (relational financing) ——ベンチャー・キャピタル・ファイナンスはその代表的タイプ——における、モニタリングを行う際の情報コスト、ファイナンスの型などを、情報構造的な側面から精緻に分析を行う場合には非常に有用であると考えられる。しかしながら、現実には、中間的モニタリングと事後的モニタリングを截然と区別することは非常に困難であることを考えると、本稿の議論には、さしあたり事前・事後のモニタリングという概念的区別で十分であろう。なお、本稿では、事前のモニタリングをアドバース・セレクションへ対処するものとして論述しているが、事前のモニタリングの機能はこの問題への対処に限られるわけではない。この点に関しては、青木・前掲書三三九頁参照。
- (13) 佐々木スミス三根子『インターネットの経済学』(東洋経済新報社、二〇〇〇年) 二二二頁(青木昌彦教授のコメント)参照。
- (14) 六戸善一「ベンチャー企業育成の仕組みと法的課題」

ジュリー二一八号六頁以下、八頁・九頁(二〇〇二年)参照。我が国においても、平成一三年・一四年の商法改正により、以上のようなアメリカにおけるベンチャー実務と同様のアレンジメントが可能となった。

- (15) キャリード・インタレスト (carried interest) と呼ばれる報酬である。ジェームズ・M・シエル(前田俊一訳)『実務者のためのプライベート・エクイティ・ファンドのすべて』三六頁(東洋経済新報社、二〇〇一年)によれば、成功報酬率が二〇%を下回るケースはまれであるようである。

(16) アメリカのナスダックでは、会社設立から株式公開までの平均年数は、六年程度であるといわれている。秦信行「東出浩教「ベンチャーファイナンスの現状とVCの役割」松田修「監修早稲田大学アントレプレナーズ研究會編『ベンチャー企業の経営と支援』(日本経済新聞社、新版、二〇〇〇年) 一三五頁以下、一四三頁参照。同書一六七頁注5によると、従来、日本の店頭市場に株式公開した企業の設立からの期間は、平均三〇年前後だったとされている。もっとも、最近では、マザーズ等の新興企業向市場が整備されたことに伴い、会社設立から株式公開までの期間は相当地に短縮されていると思われる。

なお、本文記載のアレンジメントについて、西沢・前掲

注(3)九頁:穴戸善一「動機付けの仕組みとしての企業(一)」成蹊法學第五三九二頁以下、一六四頁(二〇〇一年):Gompers & Lerner, *The Venture Capital Cycle* 8-10 (1999) など参照。

(17) Gilson, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, 49 *Am. J. Comp. L.* 329, 347-348 (2001). フリー・キャッシュの浪費は、株式会社にも共通の問題である。 Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 *Am. Econ. Rev.* 323 (1986). 流動性に乏しいベンチャー・キャピタル・ファンドへの投資については、株式会社と働く規律(たとえば、株価を前提とする市場の規律)が欠けることになるので、別の規律のためのメカニズムが用意されているわけである。

(18) ただし、このインセンティブが強すぎることは投資家にとって望ましくない可能性もある。そもそも、ベンチャー・キャピタリストには、未だ株式を公開するほどには成熟していない投資対象企業を、自己の投資レコードをよく見せるために、株式公開もついでにこうとするインセンティブがあると指摘されている。いわゆる *grandstanding problem* といわれる問題である。参照、拙稿・前掲注(2) 四七〇頁~四七一頁。

(19) Sahlman, *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*, 27 *J. Fin. Econ.* 473, 490 (1990): ジェームズ・M・シェル・前掲注(15) 一三三頁~一三四頁。結局GPは、先のキャリード・インタレストと合計して、少なくともファンドが実現した投資利益の二〇・八%($(110\% + 180\% \times 1\%)$)を手にするようになる。

(20) なお、GPの機会主義的行動を抑制するため、そのほかどのような制約が課されるかについて、たとえば、Gompers & Lerner, *supra* note 19, at 37-42を参照。

(21) 大橋和彦||中野誠||蜂谷豊彦「経済の活性化と金融市場◆プライベート・エクイティ・ファンド(PEF)と年金の役割」一橋ビジネスレビュー 四八巻四号八〇頁以下、八二頁(二〇〇一年)は、「供給制約の多いこれらの企業〔潜在的成長力を持った未公開企業・・・筆者〕群に資金と経営資源が供給されるには、リスクおよび情報の非対称性の問題が緩和されなければならない。そのためには、潜在成長力を持つベンチャーや既存企業を発掘し評価する能力と、企業経営を支援する能力を備えた仲介機関が必要である。」と述べている。

(22) ジェームズ・M・シェル・前掲注(15) 一〇四頁。

(23) 今井賢一監修秋山喜久KSベンチャーフォーラム十朝

- 日監査法人編著『エンチャーズインフラ』(NIT出版、一九九八年)第一章(小野正人執筆)一五頁。ただし、Limited Partnershipであれば一義的にパートナーシップ課税となるわけではない。持分が公に取引されている場合は、法人課税となる。そうでなければ、パートナーシップ課税と法人課税のいずれをも任意に選択できる。チェック・ザ・ボックス(check-the-box)規制といわれている。以前は、会社を持つ四つの特性(中央集権的な経営、存在の継続性、持分の自由譲渡性、有限責任)のうちの一つ以上を欠くものはパートナーシップ課税を受けることになっていた。キントナー(Kinher)規制といわれる。以上のことは、後で述べるLLCにも当てはまる。参照、大杉謙一「米国内におけるリミテッド・ライアビリティー・カンパニー(LLC)およびリミテッド・ライアビリティー・パートナーシップ(LLP)について——閉鎖会社立法への一提言——」金融研究二〇巻一号一六三頁以下、一八五頁(二〇〇一年)。
- (24) 大戸・前掲注(16)一六五頁。
- (25) 以上の点に關し、Milgrom & Roberts, *Economics, Organization & Management* 522 (1992); Ribstein, *Applied Theory of Limited Partnership*, 37 *Emory L. J.* 835, 842-843 (1988); Butler, *The Contractual Theory of the Corporation*, 1989-1990 *Corp. Prac. Comm.* 556, 564-565, originally published in volume 11 of *George Mason University Law Review* (1989) を参照。もっとも、理論的には、無限責任が前提とされた場合でも、負うべき責任の額が有限である限りにおいて、ポートフォリオを組むことにより、リスクの削減を行いうるものと考えられるが、現実的に考えると、投資家は、複数の投資を行うことを躊躇するのではないかと思われる。
- (26) Ribstein, *Limited Partnership Revisited*, 67 *U. Cin. L. Rev.* 953, 958 (1999) によれば、Limited Partnershipの主要な特徴は、強力なオーナー・マネージャーとしてのGPとパッシブな投資者の結合にあり、このような特徴がパッシブな投資者によって組成されたファンドに対するかなりの裁量を付与されたマネージャーが活躍するベンチャー・キャピタル・ファンドのような企業形態にとって Limited Partnership を有用なものにしていると考えられている。
- (27) ここでの議論は株式会社そのままではまる。Butler, *supra* note 25, at 564-565.
- (28) Milgrom & Roberts, *supra* note 25, at 522-523.
- (29) Ribstein, *supra* note 25, at 869.
- (30) ショームス・M・シニール・前掲注(15)三五頁、一〇

七頁～一〇八頁、一三九頁。なお、西沢・前掲注(3)八頁注11では、L・C形態を取るG・Pが増えてきている理由としてファンドの大規模化が指摘されている。これに関連して、若干述べておく。

アメリカにおいて、ベンチャー・キャピタル・ファンドにL・Pとして投資を行っているものほとんどが機関投資家であり、ベンチャー・キャピタル・ファンドへの資金源として一番大きなシェアを占めているのは、年金基金である(四〇%)。中小企業総合事業団創設的中小企業支援部「平成一三年度ベンチャー関連情報収集・提供・調査事業」ベンチャー企業に関する国内外の直接金融(投資)環境状況調査報告書」七頁(平成一四年)参照<http://www.jasmeq.go.jp/venture/report_h13/index2.html>。ちなみに、個人投資家の割合は一二%である。

年金基金のベンチャー・キャピタル・ファンドへの投資に拍車をかけた要因の一つには、一九七九年にアメリカ労働省がレギュレーション(29 CFR 2850.404a-1)を制定して、従業員退職年金法におけるERISA (Employee Retirement Income Securities Act) の四〇四条に規定されるブルーデント・マン・ルール(prudent man rule)についてのセーフ・ハーバーを示したことがあげられよう。そのレギュレーションによると、投資の適否が、ポート

フォリオ全体のリスクとリターンの特性に照らして判断されること明らかにされている。つまり、このレギュレーションは、モダン・ポートフォリオ理論(modern portfolio theory)を是認するものであり(Weiss & Sgaralino, Prudent Risks for Anxious Workers, 1996 Wis. L. Rev. 1175, 1198-1199)そこには、一定レベルのリスクのある投資を禁じる伝統的なブルーデント・マン・ルール(Gd. at 1185. なお、伝統的なブルーデント・マン・ルール、それへの批判、その後の展開については、樋口範雄『フィデュシヤリー「信認」の時代』(有斐閣、一九九九年)一八八頁以下参照。)からの変容を見ることができ。こうしたことを背景として、八〇年代から年金基金のファンドへの資金流入が加速した。ファンド規模が格段に大きくなり、九〇年代に至っては、ファンド規模が一〇億ドルを超えるようなメガ・ファンド(一億ドルを超えるファンドがこのように呼ばれる)が数多く生まれているに至っている。泰信行「シリコンバレーとベンチャー・キャピタル」証券アナリストジャーナル三九巻三号六五頁以下、七七頁(二〇〇一年)参照。

ところで、ベンチャー・キャピタル・ファンド組成に際して、G・Pがファンドに対して拠出確約投資額の最低一%を拠出することについては前述した。ところが、最近では、

上述のファンドの規模拡大に伴い、ベンチャー・キャピタリストが個人としてGPとなり、ファンドに対して1%の資金拠出を行うことが困難になってきている。先の西沢教授の御指摘は、このことを、LLC形態をとるGPが増えてきている理由の一つと考えておられるわけである。しかし、右の理由は、GPが共同事業として組織されること、理由にはなりえても、特定の事業形態が選択されること、理由にはなりえないように思われる。

ベンチャー・キャピタル・ファンドが、規模拡大に伴い、IPO直前の成長後期(このステージをメザニン (mezzanine) という)の企業へ投資をシフトさせ、さらにはLBO投資へと業務を拡大していった現象を、ベンチャー・キャピタルのマーチャント・キャピタル (merchant capital) 化と呼ぶようである。西沢昭夫「ベンチャーキャピタルの変質とリミテッドパートナーシップの普及——アメリカにおけるプライベート・エクイティ・マーケットの展開——」東北大学研究年報『経済学』Vol. 80 No. 3, 一七頁以下(一九九八年)参照。

なお、日本経済新聞二〇〇三年二月一日朝刊一面によれば、二〇〇二年のアメリカのベンチャー投資は、ピーク時(二〇〇〇年)の二〇六六億ドルから二二二億ドルに落ち込み、一九九八年の水準になっているとのことである。

(31) 前掲注(23)参照。なお、LLCは一人のメンバーから組成することができるが、税務上パートナーシップ課税を適用されるには、二人以上メンバーがいる必要がある。石綿学「バイアウト・ファンドの組成(II)」——米国における実務とその日本への導入——」商事法務一六三二号二頁以下、二九頁注55(二〇〇二年)参照。

(32) 大杉謙一「新しい事業組織形態(日本版LLC)の構想(I)」——国際競争力を持つ企業法制度の模索として——」商事法務一六四八号四頁以下、八頁(二〇〇二年)参照。LLCに関して詳しくは、大杉・前掲注(23)参照。

(33) Ribstein, supra note 25, at 868-869.

(34) 個人の通常所得に対する最高の連邦所得税率は三九・六%であるが、長期キャピタルゲインに対する最高税率は二〇%である。ジェームズ・M・シエル・前掲注(15)一九八頁注9参照。

(35) ジェームズ・M・シエル・前掲注(15)一三二頁、一九八頁参照。

(36) ジェームズ・M・シエル・前掲注(15)一三三頁〜一三三頁、一五一頁参照。

(37) ジェームズ・M・シエル・前掲注(15)一三三頁、一四八頁参照。

(38) 大杉・前掲注(23)一七一頁参照。

(39) 大杉・前掲注(23)一七四頁参照。

(40) 我が国初の投資事業組合は、一九八二年に現在のジャフコによって組成された。鈴木英夫「投資事業有限責任組合法について」通産ジャーナル一九九八年一〇月号三八頁以下、三八頁参照。

(41) 以下の指摘に関して、郷治友孝「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」法令解説資料総覧二〇七号三八頁以下、三八頁〜三九頁(一九九九年)参照。

(42) アメリカのベンチャー・キャピタル・ファンドの投資家は、一般的にはファンドの持分をGPの同意なしに譲渡することを禁じられているようである。もっとも、同意を得られたとしても、投資家がファンドを通じて保有する投資先の間接的な持分を評価することは非常に困難であるから、譲渡はまれであるといわれている。ジェームズ・M・シエル・前掲注(15)三八頁参照。

(43) 投資事業組合の実務においては、民法の組合契約において、業務執行組合員による金銭の借入を一切禁じることにより、実質的に組合員の責任を出資額の範囲に限定しようとしてきたようである。しかし、業務執行組合員の不法行為により、組合に出資した投資家が、出資額の範囲を超えて債務を負う可能性があった。郷治・前掲注(41)三九頁参照。

(44) 有限責任の問題だけでなく、組合員に対する情報開示が法的に担保されていない——民法上、各組合委員には、組合の業務・財産の検査権があるが(民法六七三条)、このような検査権を行使するにしても、業務執行組合員が会計帳簿を作成し、それが公正なものでなければ意味がないにもかかわらず、民法上このようなことは担保されていない——ことも年金基金等の投資家が投資事業組合への投資を躊躇している原因であると認識されていた。郷治・前掲注(41)三九頁参照。投資事業有限責任組合法においては、この問題に対する対応もはかられている。同法八条参照。

(45) 投資事業有限責任組合法は、中小中堅・ベンチャー企業への資金供給円滑化を目的とした政策立法であることから、三条一項に規定されている組合の事業の種類は限定列举であると解されている。また、組合による投資対象となる企業の範囲も「中小企業等」として二条一項に定義されている。ただし、同項で規定されている中小企業等の範囲はかなり広いので、この範囲を超える企業がベンチャー投資の対象となることはないと考えられている。以上について、郷治・前掲注(41)三九頁〜四〇頁参照。なお、大杉・前掲注(32)一二頁は、同法が、二条一項や三条一項を通じて、組合の活動を厳格に制限していると解されるのであれば、そのような制約は問題があり、このような制約

を撤廃することにより経済の活性化が見込まれる旨主張している。

(46) 民法上の組合員が分割無限責任を負担するのと異なる。(47) ベンチャー・キャピタル (venture capital) という

言葉の本来の定義としては、エクイティないしはそれに準ずる形態でベンチャー企業に投入される資金 (Gompers & Lerner, supra note 16, at 349; 浜田康行『日本のベンチャーキャピタル——未来への戦略投資——』(日本経済新聞社、新版、一九九八年) 二九〇頁) ということになるだろう。しかし、我が国においては、ベンチャー・キャピタルが、ベンチャー企業にリスク・キャピタルを供給することを主たる業務とするファイナンス企業と定義される (松田修一『ベンチャー企業』(日経文庫、一九九八年) 一三三頁〜一三四頁)、VCと呼ばれている。

我が国のVCは、設立趣旨や生い立ちの相違により、以下のように分類される。以下の整理は、中小企業総合事業団創造的中小企業支援部・前掲注(30)七〇頁に負う。

①証券系…投資先の株式公開引受幹事を親会社が取得するための布石として重要な役割を担うといわれる。資金調達にはファンド形態。

②大手銀行系…大手銀行の中小企業取引拡大のため、中小企業向けファイナンス会社機能を持つVCとして設立され

たが、現在はVC業務に専念しているといわれる。資金調達は、親銀行等からの借入が大部分。

③地銀系…大手銀行系列のVC設立に触発され、地銀が第二次ベンチャー・ブームに設立した。ちなみに、第一次ブームは、高度成長期の一九七二年から一九七三年の第一次オイル・ショックまで。第二次ブームは、日本初の投資事業組合が設立された一九八二年から一九八六年の円高不況まで。第三次ブームは、中小企業の創造的事業活動の促進に関する臨時措置法が施行され、地方自治体のベンチャー支援が活発化した一九九五年から一九九七年の山一証券、北海道拓殖銀行の経営破綻によるショックで沈静化するまで。一九九九年の後半からは第四次ブームが始まったといわれる。ベンチャー・ブームの経緯につき、『ベンチャークラブ(一〇月号)』(東洋経済、二〇〇〇年) 八頁〜九頁参照。

④生損保系…多くが一九九〇年以降に設立され、資金調達は親会社からの借入が多いといわれる。

⑤事業会社系…ITやバイオ系の事業会社、商社等によるVC。資金調達はファンド形態が多い。

⑥外資系…欧米の大手VCまたは事業会社系VC。欧米の投資方式を持ち込もうとするが、法制度等の環境の相違から、思うような投資ができていないといわれる。

⑦独立系・大手VCスピンアウト組によるVC。ハンズオン型の戦略をとり、資金調達はファンド形態によるといわれる。

⑧投育：中小企業投資育成株式会社法に基づき昭和三八年に設立された政府系の投資機関。

(48) 中小企業総合事業団創造的中小企業支援部・前掲注

(30) 一〇〇頁参照。投資事業有限責任組合は、二〇〇二年八月末現在で二三二組成されている。井上究二岡田俊郎「中小企業挑戦支援法の概要」商事法務一六四八号一六頁以下、一九頁～二〇頁(二〇〇二年)参照。

(49) 中小企業総合事業団創造的中小企業支援部・前掲注

(30) 五六頁参照。なお、同報告書が用いている統計は二〇〇〇年のものであるので、その点注意が必要である。アメリカにおけるその後のベンチャー投資額の落ち込みにつき、前掲注(30)最後段参照。

(50) 日本のベンチャー・キャピタルの資金源としては、事業法人、保険会社、銀行がほとんどを占め、年金基金は四％、個人は二％とわずかである。中小企業総合事業団創造的中小企業支援部・前掲注(30)二三頁参照。この点、アメリカの事情と大きく異なる。

(51) 会社は民法上の組合員になれるにもかかわらず、他の会社の無限責任社員になることは禁止されている(会社法

五五五条)。これは、明らかにバランスがとれていない。龍田節『会社法』(有斐閣、第八版、二〇〇一年)四九頁参照。会社法五五五条は削除されるべきであるとの意見が有力である。たとえば、江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』

(有斐閣、第二版、二〇〇二年)二四頁～二五頁参照。

(52) たとえば、日本テクノロジーベンチャーパートナーズのホームページ<http://www.ntvp.com/>を参照。

(53) これは、VCに限った問題ではなく、日本企業について一般的にいえることであろう。

(54) 中小企業総合事業団創造的中小企業支援部・前掲注

(30) 九三頁参照。今井賢一監修・前掲注(23)(小野正人執筆)四一頁は、「VC会社の多くが金融機関の関連会社であり、意思決定は親会社の経営政策に影響される部分が大い」と述べる。

(55) 現在、より一般的な観点から、私法上の事業組織形態の見直しは、我が国における優先度の高い政策課題であると認識されているようである。大杉・前掲注(32)四頁参照。

(56) 中小企業総合事業団創造的中小企業支援部・前掲注(30)九三頁参照。

(57) 大杉・前掲注(32)一三頁は、我が国の企業法制的特徴は、融通性に乏しい多数の企業形態の乱立にあり、これ

も縦割り行政体制の弊害の一つであることを指摘する。

(58) 昨年一月一五日に成立した「中小企業が行う新たな事業活動の促進のための中小企業等協同組合法等の一部を改正する法律(平成一四年法律第一一〇号)〔中小企業挑戦支援法〕により、投資事業有限責任組合の投資対象および投資手法が拡大されている。これまでは、投資対象が株式会社に限定されていたが、今般の改正により、合名会社、合資会社、有限会社、個人、企業組合、協業組合を含めた中小企業全般にまで拡大されることとなった(投資事業有限責任組合法二条一項二号三号)。また、投資事業有限責任組合が、事業資金を提供する見返りに事業収益の分配を受けることができる契約を締結して当該契約に基づいて投資を行うことや、事業収益の分配を受け取ることのできる権利たる信託受益権を取得することにより事業資金を提供することなど、これまでの株式投資に限られない投資手法を利用することが可能となった(同法三条一項四号の二)。このため、同法一条についても、「自己資本の充実」という文言が「自己資本の充実等」と改められている。参照、井上Ⅱ岡田・前掲注(48)二〇頁〜二二頁。以上のように、投資事業有限責任組合の投資事業範囲は拡大されてきているが、依然として同法の目的が、中小企業等の円滑な資金調達を促進することにあることにはかわりがない。

(59) 菊池伸Ⅱ桑原聡子「過剰債務企業の切離しと再生——上——プライベート・エクイティ・ファンドの活用——」商事法務一六一七号九七頁以下、九八頁(二〇〇二年)では、プライベート・エクイティ・ファンドを、非公開株式の投資を行うためのファンドであると定義し、ベンチャー・キャピタル・ファンドが、一般にベンチャー企業への資金支援・上場支援等を行うのに対し、プライベート・エクイティ・ファンドは、既に事業基盤のある企業の経営権を掌握できるような買収を行い、経営に参画して企業価値を高め、数年後に上場、売却を行って投資資金の回収を目指すことが多いとする。西村総合法律事務所編『M & A 法大全』(大岸聡執筆)九〇七頁注8は、広義のプライベート・エクイティ・ファンドという用語法にはベンチャー・キャピタル・ファンドが含まれることを認めつつ、ベンチャー・キャピタル・ファンドと狭義のプライベート・エクイティ・ファンドの違いについて、右と同様のことを指摘している。

もっとも、菊池伸Ⅱ桑原聡子論文一〇〇頁注5では、プライベート・エクイティ・ファンドかベンチャー・キャピタル・ファンドかは、一義的に線引きされるものではないことが述べられている(同様の指摘は、Gompers & Lerner, supra note 16, at 3 n2でもなされている)。そし

て、同住では、プライベート・エクイティ・ファンドによる買収事例の中には、公開会社を買収後に非公開会社化する例も見られることが指摘されている。なお、石綿宇「パイアウト・ファンドの組成(一)」——米国における実務とその日本への導入——(商事法務一六三二号二頁以下、一三頁、一五頁注5(二〇〇二年))では、このような買収後非公開化したものも含めて「未公開株式」という用語が用いられている。また、ジュームズ・M・シエル・前掲注(15)では、ベンチャー・キャピタル・ファンド、LBOファンド/マーチャント・バンキング・ファンド、ヘッジ・ファンド、ファンド・オブ・ファンズをプライベート・エクイティ・ファンドとして扱っているが、たとえば、ヘッジ・ファンドなどは、上場株式はもとより、あらゆる金融商品に投資を行っているファンドである。さらに、Gompers & Lerner, *supra* note 16, at 349は、アメリカの外では、ベンチャー・キャピタルという言葉がプライベート・エクイティという言葉と同義に用いられているとしている。以上のようなことは、プライベート・エクイティ・ファンドないしはプライベート・エクイティが非常に曖昧に用いられていることを示している。

(60) 菊池伸||桑原聡子・前掲注(59)一〇〇頁注9(二〇〇二年)は、投資事業有限責任組合は、投資対象が中小企

業等に限定されるため、ファンドレイジングに当たつての支障となりにかねないと指摘している。石綿・前掲注(31)二七頁は、投資事業有限責任組合が、破綻した金融機関等大規模な企業(中小企業等に当たらない可能性のある企業)の買収には向かないことを指摘し、日本においても、事業範囲の制限のない投資事業有限責任組合が認められるべきことを述べる。実務では、スキームを工夫することにより、投資範囲を拡張しようと試みられているようである。大杉・前掲注(32)一二頁、一五頁注34参照。以上に関連して、前掲注(45)参照。なお、現在、大企業にも投資する企業再生ファンドへの税制優遇等が検討されているようである。日本経済新聞二〇〇三年一月二二日朝刊一面参照。また、事業の再生局面におけるプライベート・エクイティ・ファンドの活用につき、永石一郎「事業再生における法的倒産手続の活用とプライベート・エクイティ・ファンド」一橋論叢一三〇巻第一号五二頁以下(二〇〇三年)参照。

(61) ジュームズ・M・シエル・前掲注(15)五四頁〜五五頁参照。

(62) 大杉・前掲注(23)一七〇頁参照。

(63) ジュームズ・M・シエル・前掲注(15)一三九頁参照。もっとも、同頁は、プライベート・エクイティ・ファンド

の組成には、今後とも Limited Partnership 形態が利用されるだろうと述べている。同頁では、その理由については述べられていないが、ファンド本体には Limited Partnership を用いつつ、GP には LLC を用いる傾向が続く理由として、たとえば、以下のことがあげられる。ファンド本体に Limited Partnership を用いた方が投資家になじみがあるため、マーケティング費用が安くすむこと。LLC が新しい事業形態であるため、判例等の蓄積がなく、法的安定性に欠けることなどである。石綿・前掲注(31)二四頁、二五頁参照。ファンド本体組成の適性としては、LLC の方が Limited Partnership より優れているにもかかわらず、今後とも後者が用いられ続ける可能性があることについての理論的な分析には、Kahan & Klausner, Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Behavior and Cognitive Biases, 74 Wash. U. L. Q. 347 (1996) の議論が参考になるだろう。ところで、我が国の最近のアンケート調査によると、LLC に比較的精通していると考えられる外資系 VC や、個人で無限責任組合員となり、過大なリスクを負担することが多い独立系 VC は、LLC 形態のファンドの活用意向が高いようである。一方、金融機関系 VC はそれほどでもないようである。中小企業総合事業団創造的中小企業支援部・前掲注

(30) 一〇〇頁〜一〇二頁参照。

(64) 我が国において、LLC に対してどのようなビジネス・ニーズがあり得るかについて、大杉謙一「新しい事業組織形態(日本版 LLC)の構想(Ⅱ)——国際競争力を持つ企業法制的模索として——」商事法務一六四九号一四頁以下、一四頁〜一五頁(二〇〇二年)参照。

(65) Black & Gilson, Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets, 47 J. Fin. Econ. 243 (1998)。以下の論述には、同論文の「二五七頁〜二六四頁、特に二六一頁を参照した。

(69) Id. at 272-273。本文で紹介した Black & Gilson の議論は、次のような意味において、最近の比較コーポレート・ガバナンス (comparative corporate governance) の議論と関係している。なお、ここではコーポレート・ガバナンスという言葉は、株式の所有構造(分散した所有形態かプロック保有か)、企業経営の指針(株主中心主義か否か)、投資者保護のためのメカニズムなどの一連の要素をワンセットにまとめた広い概念として用いられることが多いように思う。

最近の比較コーポレート・ガバナンスにおける研究者の大きな関心事の一つに、「コーポレート・ガバナンスは収斂するか?」という問題意識がある。一方の極には、市場

の競争を通じてガバナンスも収斂していくという見方(＝結局効率性がガバナンス形態を決めるという見方)があり、もう一方の極には、経路依存性を強調し、収斂を強調する考え方に疑問を呈示する見方(＝効率性に基づく経済の進化には制約があるとの見方)がある。ただし、経路依存性を強調する見方の中にも、形式的な意味での収斂(＝法改正を通じたガバナンスの型自体の収斂: formal convergence)が起こりにくくにしても、機能的な意味での収斂(functional convergence)はあり得るシナリオである。主張する者もある。以上の整理については、Coffee, The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, 98 Nw. U. L. Rev. 631 (1999) を参照した。収斂説の代表的な業績として、Hansmann & Kraakman, The End of History for Corporate Law, 89 Geo. L. J. 439 (2001) がある。経路依存性を強調する立場の代表的な業績として、Bechtuk & Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, 52 Stan. L. Rev. 127 (1999) がある。なお、後者については、井村進哉「企業ガバナンスの多様性について——非収斂説としての経路依存性仮説の検討を中心に——」渋谷博史＝首藤恵＝井村進哉編『アメリカ型企業ガバナンス: 構造と国際的イ

ンパクト』所収一五五頁以下(東京大学出版会、二〇〇二年)で詳しく紹介されている。

右の議論との関連でいうと、Black & Gilsonの議論は、機能的な意味での収斂が起こりにくいことを示すものである。Gilson, *supra* note 17, at 342-345.

(67) 青木昌彦「経済システムの進化と多元性——比較制度分析序説——」九二頁～九二頁(東洋経済、一九九五年)参照。このように、制度は、制度的補完性によって条件付けられ、保守的慣性によって支配される傾向がある。このような傾向が経路依存性である。

筆者は、以前に経路依存性の議論のアメリカ会社法学会の影響につき論じたことがある。拙稿「アメリカ会社法学会に見る経済学的思考」一橋大学研究年報法学研究三〇号一二二頁以下、一四〇頁～一四七頁(一九九七年)参照。

(68) 以上の論述には、石黒編著・前掲注(一)二二頁～三五頁を参考にした。

(69) 特定投資事業組合とは、投資事業有限責任組合である。新事業創出促進法二条五項による経済産業大臣の確認を受けたものである。経済産業大臣の確認は、当該投資事業有限責任組合がその株式を保有する中小企業等に対して、積極的な指導を行うことが確実であると見込まれるかどうかという点について行われることになる。具体的な要件に

つについては、新事業創出促進法施行規則三条に定められているが、簡略化して述べると、以下の五つの要件を満たす必要がある。

- ①有限責任組合契約により、無限責任組合員（もしくは組合の委任を受けた者）が投資対象企業の取締役に就任するなどして、積極的な指導を行う旨を定めていること。
 - ②有限責任組合契約により、半期ごとの財務諸表の監査を受けることを定めていること。
 - ③無限責任組合員が法人である場合には、有限責任組合契約で、投資担当者の氏名、その変更にかかる手続きを定めていること。このような定めは、キーマン条項といわれる。
 - ④無限責任組合員が、総出資額の一％以上を出資していること。
 - ⑤有限責任組合員としての外部投資家の出資が、出資総額の三分の一以上であること。
- 要するに、以上のような要件を満たすファンドは、ハンズオン型の投資を行っているのではないかということが期待でき、そのようなファンドが特定投資事業組合とされているわけである。
- 特定投資事業組合からの要望がある場合には、一定の審査の後、産業基盤整備基金が出資を行っている公的VCである新規事業投資株式会社からの出資を受けることができ

る。ハンズオン型の投資を行っているファンドへの、新規事業投資株式会社からの出資が呼び水となり、機関投資家等からの資金がこうしたファンドへ流入してくることが期待されているわけである。これは、新事業創出促進法三二条三号に基づく支援である。

以上のような支援策が講じられるに至ったのは、ベンチャー・キャピタル・ファイナンス活性化のためには、ベンチャー企業に対する目利きを育成することで、機関投資家や個人投資家等の民間資金が自立的に供給される環境を作ることが必要である、との問題意識からである。石黒編著・前掲注（一）二一九頁参照。これは、ベンチャー・キャピタリストの金融仲介機能に着目した問題意識であるといえる。

(70) Milhaupt, *The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Comparative Corporate Governance Debate*, 91 *Nw. U. L. Rev.* 865, 896 (1997) は、日本には、経路依存的で銀行中心の、しかし、機能するベンチャー・キャピタル市場を創造するという選択肢もありうることを指摘していた。

「橋大学大学院法学研究科
附属総合法政策実務提携センター助教」