

みずほりポート

2002年4月25日発行 02-6M

ベンチャー企業に係わる
諸制度の整備状況について

みずほ総合研究所

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所株式会社 調査本部 電話（03）3596-3111 まで。

要旨

1. ベンチャー企業に係わる諸制度が急速に整備されている。これは、経済の低迷が続く中、成長性の高いベンチャー企業を育成することが経済を活性化することにつながると期待されているからである。ベンチャー企業に係わる諸制度は、会社法制、資金調達、人材確保、技術移転に大別される。
2. まず、会社法制面では、第 1 に種類株式の多様化が図られ、ベンチャーキャピタルが議決権の一部についての拒否権や取締役の選任・解任権が付与された種類株式の株主になることでベンチャー企業の経営を監視する仕組みが整備され、ベンチャー企業へのベンチャーキャピタル出資を促進することになる。第 2 に、授權枠規制や株式分割制限の撤廃によって、創業後間もないベンチャー企業でも、取引所が要求する株式の流動性を確保しやすくなる。第 3 に、社外取締役の経営責任の明確化により、ベンチャー企業は、社外の人材に取締役として経営参画する形での支援を受けやすくなる。第 4 に、現物出資等の財産価格証明制度の拡充により、現物出資等によって創業する場合、従来の検査役の調査に代えて弁護士や公認会計士、監査法人等の価格証明が認められることから、従来よりも創業がしやすくなる。
3. 資金調達面では、米国のベンチャーキャピタルの一般的な投資形態であるリミテッド・パートナーシップと同様の仕組みを持つ投資事業有限責任組合制度が導入された。また、マザーズやナスダック・ジャパンなどベンチャー企業向けの株式市場も整備されている。さらに、いわゆるエンジェルが投資を行った際の優遇税制が見直された。
4. 安定的な収益をあげられないベンチャー企業にとって優秀な人材を確保するために非常に有効な報酬制度となるのがストックオプションである。従来の制度は硬直的であったことからあまり活用されていなかったが、ストックオプションの付与対象者や付与株式数の制限廃止などの規制緩和が行われ、従来よりも活用しやすくなった。
5. 事業のシーズ（種）としての技術を企業に移転して、事業化させることによってベンチャー企業を誕生させるための施策も打ち出されている。大学の技術革新成果を企業に移転する技術移転機関（TLO）の設立を支援したり、国立大学の教員がベンチャー企業の役員を兼務できる制度が整備されている。
6. ベンチャー企業育成のための制度はここ数年で大幅に進歩しているが、ベンチャーキャピタルの投資資金回収手段の確保や私募市場の整備といった課題も残されている。今後はこうした制度上の課題をクリアするとともに、制度を活用して、いかに技術を事業化し、資金を投入して事業を軌道に乗せていくかが問題となる。このためには、ベンチャー企業の経営を強力にサポートするネットワークの構築が求められよう。

（2002年4月12日 産業・経営調査部 植村武志）

目次

1. はじめに	1
2. 会社法制	1
(1) 種類株式の多様化	1
(2) 株式流動性の確保	3
(3) 社外取締役の経営責任明確化	4
(4) 現物出資等の財産価格証明制度の拡充	4
3. 資金調達	5
(1) 投資事業組合制度の整備	5
(2) ベンチャーファンド市場の創設	7
(3) 株式公開市場の整備	9
(4) 未公開市場の整備	12
(5) エンジェル税制の拡充	13
(6) ディスクロージャー制度見直しの動き	14
4. 人材確保	15
(1) ストックオプション制度の大幅な見直し	16
(2) ストックオプション税制改正の検討	17
5. 技術移転	18
(1) TLO 推進施策	19
(2) TLO の事業内容	20
6. 今後の課題	21
(1) 会社法制	21
(2) 資金調達	21
(3) 人材確保	23
(4) 技術移転	23
7. おわりに	24

1. はじめに

- ・ 日本経済が活性化するためには、企業が構造改革を進めるだけでなく、ベンチャー企業が産業の一翼を担うようになることが不可欠である。ベンチャー企業は、優れた技術などを持っていても、経営ノウハウや情報、資金などの経営資源不足から様々な課題を抱えていることも多い。従来の日本の会社制度等はベンチャー企業を特に意識して設計されておらず、日本でベンチャー企業が育たない原因の1つと指摘されていた。
- ・ こうしたことから、ベンチャー企業に係わる制度が順次整備されてきており、その経営環境は急速に変わりつつある。本稿では、ベンチャー企業に係る諸制度を、会社法制、資金調達、人材確保、技術移転の4つに整理し、それぞれ最近の動きを中心に解説する。

2. 会社法制

- ・ まず、ベンチャー企業に係わる会社法制の整備状況を見てみる。具体的には次の4つである。第1は、ベンチャー企業が多様な種類株式を発行できるようになったことである。これは、ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業の経営監視が可能となることを通じて、ベンチャーキャピタルの投資の促進につながるものである。第2は、授権枠規制・株式分割制限の撤廃である。株式公開においては、適正な価格形成のために一定水準以上の流通する株数を確保しなければならないという流動性に関する規定がある。授権枠規制・株式分割制限の撤廃は、ベンチャー企業が株式公開する際に問題となる流動性の確保に資するものとなる。第3は、社外取締役の経営責任の明確化である。これによって、ベンチャー企業は、社外の人材に取締役として経営参画する形での支援を受けやすくなる。第4は、現物出資等に伴う財産の価格証明制度の拡充である。これは、従来裁判所が選任した検査役によって行われてきた調査に代わるもので、金銭以外の財産を基にしてベンチャー企業を創業することが、従来よりも容易に行えるようになる。

(1) 種類株式の多様化

- ・ 種類株式とは権利内容の異なる株式の総称で、従来から定款に定めることを要件に発行することが認められていた。しかし、その発行は限定的であったことから、種類株式の多様化を図るため商法見直しが進められている。

a. 商法改正の内容

- ・ 以下では、種類株式の多様化に関する商法改正の内容を見ていく。なお(a)~(c)は平成13年商法改正で実現した事項(平成14年4月施行)、(d)は、今後改正が予定されている事項である。

¹ ベンチャー企業の定義は定まったものがない。例えば、「成長意欲の高い起業家に率いられたリスクを恐れない若い企業で、製品や商品の独創性、事業の独立性、社会性、さらに国際性をもった、なんらかの新規性のある企業」(松田修一「ベンチャー企業」)や「極めて高い成長を達成する可能性を有するものの、その実現には不確実な要素が多く、事業に失敗する可能性も高い企業」(通産省「経済白書(1999年度版)」)という具合である。本稿ではベンチャー企業を、外部資本を調達し、将来に株式新規公開を目指す発展段階初期の企業とし、こうした企業を中心に、関連する諸制度について見ていく。

(a) 議決権制限株式の導入

- ・ 従来、利益優先株式に限り、その株主に議決権がないものとするのが認められていた。ただし、議決権を与えるか与えないかという二者択一であり、決議事項の一部についてのみ議決権を与え、その他の決議事項には議決権を与えないなどといった株式を発行することは認められていなかった。
- ・ 平成 13 年商法改正では、議決権のない株式のみならず、決議事項の一部に議決権を与え、それ以外には与えないとする株式や利益配当優先株式だけでなく、普通株式でも議決権のない株式を認めた（商法 222 条 1 項）。そして、を併せて「議決権制限株式」と呼び、この議決権制限株式を種類株式として取り扱うこととした。

(b) 種類株主総会の開催要件の弾力化

- ・ 平成 13 年商法改正により、種類株式を発行するときは、定款をもって株主総会または取締役会において決議すべき事項の全部または一部につき、その決議のほか、種類株式の株主総会の普通決議を要すること（加重要件とすること）を定めることができることになった（商法 222 条 7 項）。
- ・ 従来の種類株主総会は、商法によって定款の変更が、ある種類の株主に損害を及ぼす場合、新株の引受等につき株式の種類に従い格別の定めをするとき、及び合併等によってある種類の株主に損害を及ぼす場合だけに、その開催が限定されており、その決議要件としてはすべて特別決議が要求されていた。これが改正により、種類株主総会の開催できるケースが、のほかに、会社が定款に規定すれば認められることになった。

(c) 強制転換条項付株式の導入

- ・ 平成 13 年商法改正で会社が種類株式を発行する場合、一定の事由が発生したときは、会社が自ら発行した種類株式を他の種類の株式に転換できる旨を定款に記載できることになった（商法 222 条ノ 8）。このような株式を強制転換条項付株式という。

(d) 種類株主の取締役選解任権の付与

- ・ 2002 年 3 月 18 日に国会に提出された「商法等の一部を改正する法律案」に、取締役または監査役の選任に関する事項について内容の異なる種類株式の発行を可能にすることが盛り込まれている。すなわち、株式譲渡に取締役会の承認を必要とするとの制限を設けている会社が種類株式を発行している場合、定款に規定することにより、特定の種類株主総会で 1 人または数人の取締役を選任することができるようになる²。

b. 種類株式の活用によるハンズオン型投資の促進

- ・ 以上のような種類株式の多様化は、ベンチャーキャピタルによるベンチャー企業の経営監視が可能となることを通じて、ベンチャーキャピタルの投資の促進につながる。こうしたベンチャーキャピタルがベンチャー企業の経営に関与して事業の運営を適正化することによって投資のリスクを軽減するような投資手法を「ハンズオン型」という。べ

² 例えば「当社の取締役の数は 7 人以内とし、4 人は普通株主が、3 人は種類株主が選出する。」などと規定する。

ンチャー企業も、ベンチャーキャピタルの持つ経営ノウハウや事業遂行上のアドバイスなどを求めるケースも増えており、種類株式の多様化によりハンズオン型投資は今後増加することが見込まれる。種類株式を活用したハンズオン型投資は具体的には次のようなことが考えられる。

(a) 議決権制限株式

- ・ 普通株式による資金調達では、外部投資家の保有比率が高まると、完全に経営権を握られることもある。それは、商法に規定されている様々な株主権の権利行使が持株比率を要件として定められているためである（資料1）。これに対して、議決権制限株式を活用すれば、必要な権限だけ保有し、それ以外の権限は制限した株式を発行できるなど、より柔軟な株式発行が可能となる。このため、ベンチャー企業はベンチャーキャピタルなど外部投資家の投資を受け入れやすくなると考えられる。

(b) 種類株主総会の開催要件の弾力化

- ・ 会社の定款に定めることで種類株主総会の開催が認められたことによって、種類株主に拒否権を付与することができるようになった。例えば、ベンチャーキャピタルが合併や営業譲渡について拒否権を望む場合、ベンチャーキャピタルはベンチャー企業に対して種類株式の発行を求め、合併や営業譲渡については種類株式の株主総会の決議が必要である旨定款に規定すれば、ベンチャーキャピタルが合併や営業譲渡の決定権を有することになる。

(c) 強制転換条項株式

- ・ 強制転換条項付株式によって、株式公開を達成した際にベンチャーキャピタルが有する種類株式を強制的に普通株式に転換し、種類株式に付与していた権限を消滅させることができる。つまり、ベンチャー企業はベンチャーキャピタルに一旦支配権を手渡しても、公開時にそれを解消することができる。こうした仕組みは、従来、実務上行われてきたものを明文化したものである。

(d) 種類株主の取締役選解任権の付与

- ・ ベンチャーキャピタルは取締役選解任権を付与された種類株主となることで、株式を過半数保有していなくても投資先企業の取締役を選出することができる。これによりベンチャーキャピタルは、自らの意向を反映する取締役をベンチャー企業に送り込み、投資先企業をコントロールすることができる。こうしたことは、従来、株主間契約などによって行われてきたが、拘束力の面で十分ではないとの指摘があったもので、今回の改正法案はそれを法的に保証しようとするものである。

(2) 株式流動性の確保

- ・ 株式公開（IPO）はベンチャー企業の大きな目標のひとつであるが、この際の課題として株式の流動性の確保がある。しかし、創業間もないベンチャー企業は株式数が相対的に少ないのが普通であり、これがしばしば上場の際のネックとなっていた。平成13年

商法改正において次の2つの法改正が行われ、ベンチャー企業が容易に株式数を増加させることができるようになった。

a. 授権枠規制の撤廃

- ・ 株式譲渡に取締役会の承認を必要とするとの制限を設けている会社については、授権枠規制が廃止された。授権枠規制とは、会社設立に際して発行する株式数が、会社の発行する株式（授権枠または授権株式数）の4分の1を下回ってはならないという制限、及び会社の発行する株式総数が発行済み株式の4倍を超えてはならないという制度で、取締役会が株主総会に諮ることなく発行できる株式数を制限し、既存株主の持株比率の低下に一定の制限を設けることを目的としている。
- ・ 譲渡制限会社については、株主の新株引受権が保証されており、株主の持分比率が低下するような株主以外の者への新株発行には株主総会の特別決議が必要である。このため、譲渡制限会社においては既存株主の持株比率が低下して株主の利益を害する懸念はない。そこで、商法改正によって譲渡制限会社については授権枠規制を撤廃することとしたもので、これによりベンチャー企業などの譲渡制限会社が株式の流動性を確保するのがより容易になる。

b. 株式分割制限の撤廃

- ・ 額面株式制度が廃止となったことに伴い、額面株式1株の額に、株式分割後の発行済株式数を乗じた額は資本の額を超えることはできない、株式分割後の1株あたり純資産額は5万円を下回ってはならない、という規制が廃止された。これによって、純資産の乏しいベンチャー企業などでも株式の流動性確保のために株式分割を行うことが容易になった。

(3) 社外取締役の経営責任明確化

- ・ 社外取締役とは、その会社の業務を執行しない取締役である。平成13年商法改正によって、社外取締役が職務を行う際に会社に損害を与えた場合でも、その損害発生の原因などの事情を承知しておらず、かつその職務を執行するにあたり重大な落ち度がないときは、定款によって会社に対する損害賠償責任を限定することが可能となった。
- ・ こうした措置によって、ベンチャー企業は社外の人材に取締役として経営参画する形で支援を受けることが容易になるとともに、ベンチャーキャピタルにとっても、自らが社外取締役として、ベンチャー企業の経営者が恣意的な経営に走らないように、外部の立場から経営を監視することができるようになる。

(4) 現物出資等の財産価格証明制度の拡充

- ・ ベンチャー企業の起業に際して、金銭以外の財産を利用する際には、それを現物出資によって会社の財産とすることが必要である。この際、商法では会社債権者の保護の考え方から、裁判所が選任する検査役がその出資した財産の価値を算定しなければならない。

しかし、この検査役調査は多額の費用がかかる上に時間もかかるため、企業を起こす際のネックのひとつとなっている。

- ・ 2002年3月に国会に提出された「商法等の一部を改正する法律案」に、この現物出資等に伴う財産証明として従来の検査役調査のほかに、弁護士や公認会計士、監査法人の価格証明も認められることが盛り込まれている。これによって、創業を目指す者は出資しようとする財産あるいは、今後展開しようとしている事業内容に精通した専門家を指名することができるため、従来よりも現物出資による創業がしやすくなる。

3. 資金調達

- ・ ベンチャー企業にとって資金の確保は最大の課題といってよい。事業拡大のための資金ニーズの旺盛なベンチャー企業などは、外部からの資金調達が不可欠である一方で、ベンチャー企業、特に創業後間もない企業は一般に信用力が乏しく、資金調達が難しいためである。ここでは、ベンチャー企業の資金調達円滑化のための制度整備の動きを中心に見ていく。

(1) 投資事業組合制度の整備

- ・ ベンチャーキャピタルが投資をする場合、調達の源泉の異なる2種類の投資資金を用いる。ひとつは、プロパー資金と呼ばれるベンチャーキャピタル自身の資金によるものであり、もうひとつはファンド形式である。投資事業組合制度とはファンド形式でのベンチャーキャピタルによる投資の代表的なものである。

a. 米国のベンチャーキャピタル

- ・ 米国のベンチャーキャピタルは、通常、「リミティッド・パートナーシップ」というファンド形態によって投資を行う。リミティッド・パートナーシップとは、2人以上の投資家が営利を目的に共同所有者として事業を行う団体であり、事業活動の無限責任を負うゼネラル・パートナーと責任が限定されるリミティッド・パートナーで構成される。ゼネラル・パートナーは、通常、ベンチャーキャピタルから派遣されるベンチャーキャピタリストが個人で就任し、ファンドの運営、投資運用に関する全責任を負う。一方、リミティッド・パートナーは、ファンドに対する投資家によって構成されるが、ファンドの運営はもとより投資先企業の業務運営に関与することはなく、その責任は、自らが投資した金額に限定される。事業によってもたらされる収益は、あらかじめ取り決めた契約に基づき、ゼネラル・パートナーとリミティッド・パートナーに分配される。

b. 投資事業有限責任組合

- ・ この米国のリミティッド・パートナーシップに対応するものとして、投資事業有限責任組合がある。そもそも、投資事業組合が日本で初めて組成されたのは1982年である。当時の投資事業組合は民法上の組合として組成された。これは、主に民法組合が法人格を持たないため、組合自身には課税されないなどの税制上のメリットがあったからである。しかし、次のような問題も指摘されていた。第1には、組合員の責任範囲の問題で

ある。民法上の組合の場合、組合に対する債権者が組合員の債務分担比率を知らなかった場合には、その比率に係わらず組合員全員に対して均一割合で債務の弁済を請求できる。組合員の損失分担比率は組合の定款に規定されているが、外部の者がそれを知っている可能性は低く、実質的に民法上の組合員は均一割合で責任を負うことになる。第2の問題は、民法上の組合員には組合の業務・財産を検査する権利が与えられているが、この検査権も、適切な会計帳簿が作成され、それが公正なものであることが確保されて初めて意味をなすものである。しかし、民法にはそれを担保する規定がない。

- ・ こうした問題点を解決すべく、1998年11月に「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」が施行された。この法律に基づき組成される投資事業組合は、民法上の組合と区別するために「投資事業有限責任組合」と呼ばれ、無限責任組合員と有限責任組合員とで構成される。無限責任組合員は、組合の業務を執行するとともに、組合の業務についての財務諸表の作成とその外部監査を受ける義務が課される。また、組合の責任については、民法上の組合員が均一割合において責任を負うのに対し、投資事業有限責任組合の無限責任組合員は連帯して組合の債務全体を負う。一方、有限責任組合員は、組合の業務は執行せず、組合の債務については出資額を限度として弁済の責務を負えばよい。

図表 1 投資事業有限責任組合の実績（2002年2月現在）

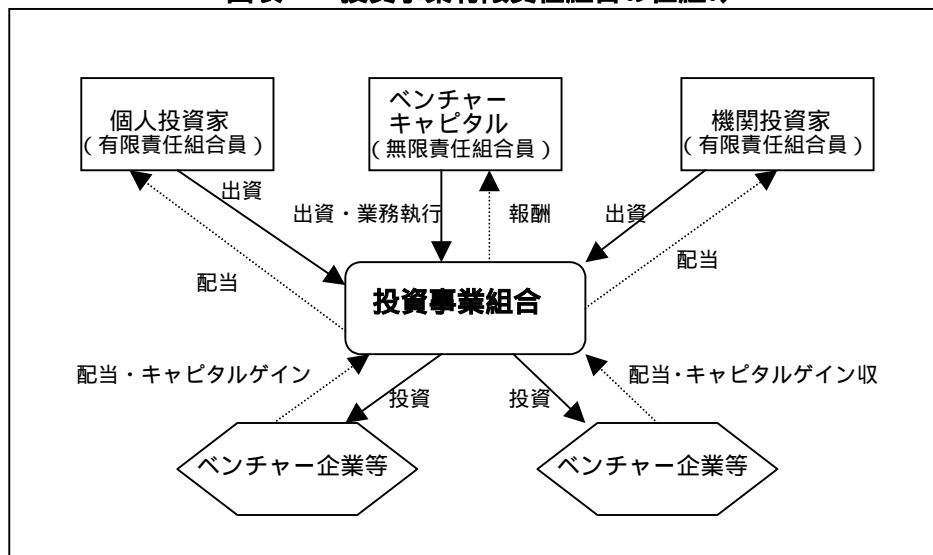
投資事業有限責任組合名	出資金総額	出資年月日
投資育成1号投資事業有限責任組合	20億円	1999.3.29
フューチャー二号投資事業有限責任組合	10億円	1999.12.28
ジャイク・インキュベーション一号投資事業有限責任組合	25億円	2000.1.31
シーエスケイブイシー三号投資事業有限責任組合	25億円	2000.3.31
ヴィシー・クラブ・エス・エス・エム投資事業有限責任組合	10億円	2000.6.30
東京中小企業投資事業有限責任組合	30億円	2000.9.1
大阪投資育成第2号投資事業有限責任組合	6億円	2000.9.29
投資事業有限責任組合 KF-インキュベーションファンド	20億円	2000.11.21
ホワイトスノー第一号投資事業有限責任組合	8.6億円	2000.12.27
ジャイク・バイオ壱号投資事業有限責任組合	15億円	2001.5.18
石川県ベンチャー育成投資事業有限責任組合	15億円	2001.6.29
ティ・エイチ・シー・フェニックス・ジャパン投資事業有限責任組合	24億円	2001.6.29

（出所）中小企業総合事業団ホームページ

- ・ 投資事業有限責任組合の仕組みは、リミテッド・パートナーシップと基本的に同じである（図表2）。ベンチャーキャピタルなど投資事業有限組合の無限責任組合員は、個人投資家や機関投資家などの出資者から預かった資金を将来有望と判断されるベンチ

ャー企業などへの投資を行うとともに、投資先企業の経営や技術に関して指導を行い、管理手数料及び運用益の一部を報酬として得る。一方、有限責任組合員たる機関投資家や個人投資家は、投資先企業の選定やその企業への経営関与など投資事業有限責任組合の業務執行には関知せず、出資に対する配当のみを受け取る。

図表 2 投資事業有限責任組合の仕組み



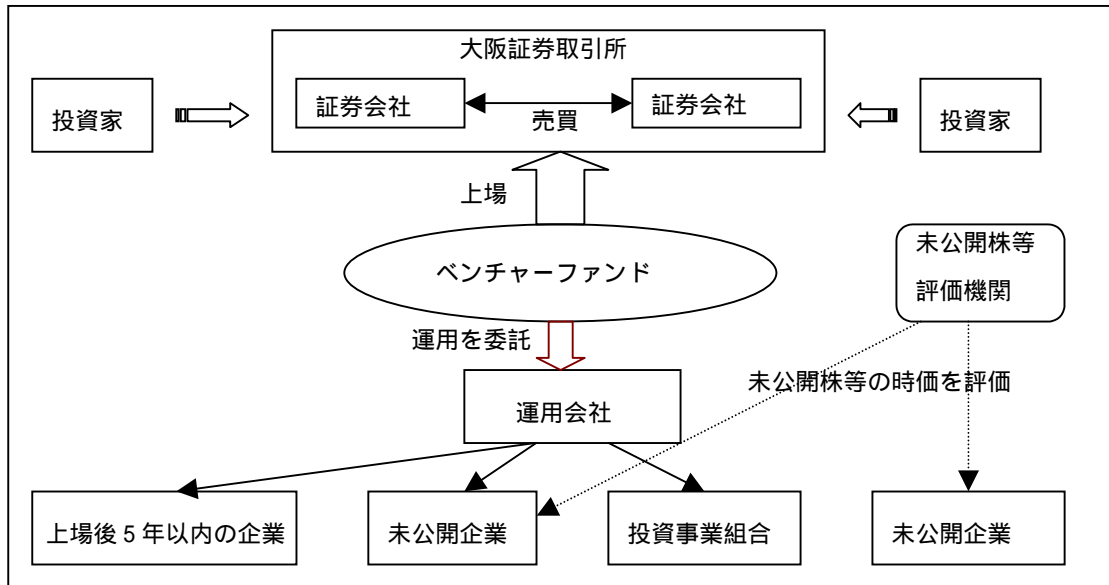
(資料) 中小企業庁編「中小企業施策総覧(平成13年度版)」を基に作成

(2) ベンチャーファンド市場の創設

a. 概要

- ・ 大阪証券取引所は、2001年12月、流動性の乏しい未公開株等を主な投資対象とするベンチャーファンドを取引するためのベンチャーファンド市場を創設した(図表3)。これは投資信託法上に規定される投資法人、いわゆる会社型投信を利用した新しいベンチャー株投資のスキームであり、ベンチャー企業への資金供給の多様化を図るとともに、投資者にベンチャー投資に参加する機会を提供することを目的としている。前述した投資事業組合によるスキームは、組合員数の制限により組合員1人あたりの出資額が大きくなることや、原則として、途中で解約を行うことができないため、契約期間が終了するまで換金ができないなどの問題があった。このため、一般の個人投資家が未公開株企業に投資する機会ほとんどなかった。
- ・ ベンチャーファンド市場創設により、少額の資金で未公開株への投資を行うことが可能となるとともに、換金の場も確保される。これによって、一般の個人投資家にもベンチャー企業などの未公開企業株式への投資機会が提供されることになる。また、未公開株が上場した後も上場株として保有し、値上がり益を追及できる。この点が未公開株式専用のスキームである投資事業組合と大きく異なる点である。
- ・ ベンチャーファンドの上場対象は、投資信託法2条19項に規定する投資法人で、未公開株等に対する投資運用を目的として設立したものである。2002年1月15日には、上場第1号として「ベンチャービジネス証券投資法人」が上場されている。

図表 3 ベンチャーファンドの仕組み



(出所) 橋本迪哲「大証ベンチャーファンド市場の創設」

b. 上場及び運用規定

- ・ 上場ベンチャーファンドには、上場時及びファンドの運用において次のような規定が設けられている。

(a) ファンドの運用対象及び運用方法

- ・ ベンチャーファンドの上場時には、下記の要件を満たすか、または、上場後6ヶ月以内に満たす見込みであることが必要である。

図表 4 ベンチャーファンドの運用対象及び運用方法

運用対象	未公開株や投資事業組合、上場後5年以内の企業
運用方法	<p>国内の未公開株等及び上場後5年以内の株券額の合計がファンドの純資産の70%以上で、かつ未公開株等への投資額が株券等投資額の50%以上となる見込みがあること。</p> <p>未公開株及び上場後5年以内の株券以外の資産は現金等に限定されていること。</p> <p>純資産額が上場の時まで30億円以上になる見込みがあること。</p>

(b) 未公開株の評価

- ・ ベンチャーファンドの運用状況を正確に把握するためには、適正な評価に基づいて未公開株の時価を開示しなければならない。そこで、ベンチャーファンドが投資する未公開株の評価を、大阪証券取引所が適格と認める外部の未公開株等評価機関(未公開株等の評価を業とする者)に委託することが求められている。

(c) ディスクロージャー

- ・ 未公開株への投資においては、情報の開示をいかに確保するかが肝要である。このため、ベンチャーファンドは次の事項の情報を開示し、投資判断材料として投資家に提供しな

ければならない。

ファンドの内容変更：純資産額の 5%以上の運用資産を譲渡または取得した場合、運用資産中の未公開株の上場・公開、上場株式の上場廃止・登録抹消、投資先の未公開企業の破産等については、その都度その旨を開示する。

1口当たり純資産額：週1回の頻度で、未公開株、上場後5年以内の株式に分けて時価ベースで開示する。

運用資産の概要：月に1回の頻度で、上場株券等の一覧表や未公開企業の概要、また直近の運用状況や短期的な運用方針を開示する。

(3) 株式公開市場の整備

- ベンチャー企業にとって株式公開はもっとも大きな目標である。また、ベンチャー企業に投資したベンチャーキャピタルやエンジェル(株式公開前のベンチャー企業などに投資する個人投資家)などにとっても、ベンチャー企業の新規株式公開は投資資金回収の場として重要な意味を持つ。以下では、ベンチャー企業向け株式市場³の整備状況について見ていく。

a. 経緯

- 従来、日本においてはベンチャー企業のために整備された株式市場はなく、日本証券業協会が運営する店頭市場がその役割の一部を担っていた。しかし、店頭市場の公開基準がベンチャー企業にとっては厳しすぎる面があることや、また、店頭市場が取引所市場の補完として位置付けられていたことから、ベンチャー企業の新規株式公開の場として十分に機能しなかった。こうした中、ベンチャー企業向けの株式市場の創設が求められるようになり、1995年、日本証券業協会は店頭市場の下に公開基準の緩い「店頭特則市場」を創設した。しかし、結局この試みは失敗に終わった(店頭特則市場での公開企業は僅か3社にとどまった)。
- この原因は、店頭特則市場の位置付けが不明確であったことから、ベンチャー企業向け株式市場として十分に認知されるに至らなかったことが挙げられる。こうしたことを踏まえ、1998年に証券取引法の改正によって店頭市場を取引所市場と同等の株式市場として明確に位置付け、これまでの店頭市場とは別に、ベンチャー企業のための店頭市場を創設した。また、取引所市場でも1999年から2000年にかけて、東京証券取引所がマザーズ、大阪証券取引所がナスダック・ジャパンといったベンチャー企業向けの市場が創設された。

³ これを「新興企業向け株式市場」ということも多い。

b. ベンチャー企業向け株式市場の概要

- ・ 以下では、ベンチャー企業向け株式市場の概要を見ていく。

(a) ジャスダック（2号基準）

- ・ ジャスダックとは日本証券業協会が運営する店頭売買市場である。ジャスダックでは、登録基準を 規則45条第1項1号、規則5条第1項2号(1)、規則5条第1項2号(2)の3つに区分している。それぞれの基準が想定する企業のイメージは、 が利益の額および純資産額が一定水準以上の企業、 は業暦は浅いが研究開発費の比率および時価総額が一定水準以上の企業、 は今後、事業の成長により将来 の基準を満たす見込みがある企業である。このうち と が1998年に創設されたベンチャー企業向けの株式市場で、ジャスダック（2号基準）と呼ばれている。

(b) マザーズ

- ・ マザーズは、1999年、東京証券取引所のベンチャー企業向けの市場として新たに創設された。マザーズは従来の一部市場、二部市場とは異なり、企業の継続性や収益性に関する審査は一切行わない。
- ・ マザーズの上場審査基準の特徴としては次のようなものがある。

低い上場審査基準

従来の二部市場上場時に求められていたような設立経過年数の制限はなく、創業したばかりの企業でも上場できる。また、株主資本や利益基準についての制限もない。このため、赤字企業や債務超過企業でも上場可能である。

上場後の流動性の確保

ベンチャー企業のような小規模企業にとって上場後の流動性を確保することは大きな課題である。マザーズでは、上場時1000単位⁵以上の公募を行い、新たに株主数300人以上を確保し、さらに、時価総額が5億円以上となることを要求している。

(c) ナスダック・ジャパン⁶

- ・ ナスダック・ジャパンは、全米証券業協会（NASD）、ソフトバンク、大阪証券取引所が提携して、2000年に創設した株式市場である。米国のナスダック市場を範として、そのノウハウなどを活用しつつベンチャー企業などに資金調達の機会を提供するとともに、ボーダレス化が進む資産運用に対応した投資機会を投資家に提供することを目的としている。ナスダック・ジャパンの上場基準は、スタンダード基準（第1号～第3号）とグロース基準の4つに区分されている。各基準が想定する基本的な企業のイメージは次のとおりである（図表5）⁷。

⁴ 「店頭売買有価証券の登録等に関する規則」

⁵ 単元株を採用している企業は1000単元、採用していない企業は1000株。

⁶ ナスダック・ジャパンはジャスダックと2003年3月末の統合に向けた協議に入ったとの報道がなされている。（日本経済新聞社2002年2月27日朝刊）

⁷ これらの各基準は米国のナスダック市場の基準を参考に設定されている。これは、将来日米同時上場を想定しているためとされている。

図表 5 ナスダック・ジャパンの上場区分

スタンダード基準第1号	収益性があり、株式の流動性が見込める企業
スタンダード基準第2号	資本が充実しており、株式の流動性が見込める企業
スタンダード基準第3号	売上高や資産などの企業規模が一定以上あり、株式の流動性が見込める企業
グロース基準	潜在的な成長があり、株式の流動性が見込める、いわゆるベンチャー型の企業

(資料) ナスダック・ジャパンのホームページ

c. 市場間比較

- ・ 3つのベンチャー企業向け株式市場の特徴は、概ね次の3点に集約できる(図表6)。

図表 6 ベンチャー企業向け株式市場の比較

	ジャスダック (2号基準)	マザーズ	ナスダック・ジャパン (グロース)
市場運営者	日本証券業協会	東京証券取引所	大阪証券取引所
開設時期	1998年	1999年	2000年
上場企業数	926社	36社	82社
上場基準	利益基準はなく、赤字企業や債務超過企業でも公開可能。	利益基準はなく、赤字企業や債務超過企業でも上場可能。	利益基準は必須事項ではなく、株主資本の額や時価総額条件を満たしていれば上場可能。
流動性	株式の公開時に500単元以上の公募増資等を行い、一定以上の株主を確保すること。 6ヶ月間の月平均売買高が10単元未満の場合および月平均値付き率が20%未満の場合等には登録が廃止される。	上場時に1000単元以上の公募増資等を行うこと。 1年間の月平均売買高が10単元未満または3ヶ月間売買不成立の場合等には上場が廃止される。	上場時に500単元以上の公募増資等を行い、一定水準以上の浮動株および株主数を確保すること。 公開株式数が500単元未満となった場合等、流動性が確保できなくなった場合には上場が廃止される。
ディスクロージャー	四半期毎の業績概況の開示が義務付けられている。	四半期毎の業績概況の開示や投資家向け説明会の開催を義務付けている。	四半期毎の業績概要の開示が義務付けられている。

(資料) 各市場のホームページ

(注) 上場企業数は2001年12月末時点

- ・ 第1は、上場基準が緩やかなことである。ジャスダック(2号基準)は利益額や純資産額に関する基準はなく、総合的に判断して将来において事業の成長が見込める企業であれば公開可能である。マザーズも利益額、純資産額に関する基準はなく、赤字会社や債務超過会社でも上場できる。ナスダック・ジャパンは、スタンダード基準はやや厳しいが、グロース基準は、利益額に関する基準はあるものの必須ではなく、その他の株主資本の額や時価総額の基準を満たしていれば上場可能である。
- ・ 第2は、株式の流動性を重視していることである。ジャスダック(2号基準)は、公開日における株式数(単元数)と株主数についての基準を設けている。また、マザーズやナスダック・ジャパンでは、上場時に一定数以上の株式を売り出すことを要求している。
- ・ 第3は、情報開示の強化である。ベンチャー企業は一般に業績が不安定である。このため、各市場とも四半期ベースでの開示を要求している。

(4) 未公開市場の整備

- ・ 株式公開前の企業の株式を取引する市場として「グリーンシート市場」がある。
 - a. 概要
 - ・ グリーンシート市場とは、日本証券業協会が一部の銘柄について店頭取扱有価証券と規定し、証券会社の投資勧誘を認めたもので、従来極めて流動性に乏しかった未公開銘柄に流動性を付与し、ベンチャー型企業に資金調達の間を提供する目的で1997年に導入された。
 - ・ 株券などの有価証券のうち、証券取引所に上場されていないものを「店頭有価証券」という。このうち、いわゆる店頭市場の登録銘柄である「店頭売買有価証券」以外の銘柄で、公開企業と同等の情報開示を行っている企業の有価証券は「店頭取扱有価証券」としてグリーンシート市場で取扱うことができる。具体的には次の2つの要件のうちいずれかを満たすことである。
 - 有価証券報告書の継続提出企業であること
 - 公認会計士または監査法人による証券取引法監査または商法監査で適正ないし適法とされた財務諸表等が投資勧誘上の会社内容説明書⁸として利用できる企業
 - ・ グリーンシート市場では、取扱銘柄を、その企業の特徴や属性によって、次のように区分する。
 - エマージング市場(ベンチャー・新興企業向け銘柄区分)
 - フェニックス銘柄(上場・店頭登録廃止企業向け銘柄区分)
 - リージョナル銘柄(上記以外の企業向け銘柄区分)

⁸ 会社内容説明書には、有価証券届出書の第一部「証券情報」の「事業概況等に関する特別記載事項」および第二部「企業情報」の記載事項に準拠して作成されており、その財務諸表は財務諸表規則に準拠して記載されていることと定められていることから、有価証券報告書とほぼ同等の内容を持つものとなっている。

b. 登録状況

- ・ 当初はベンチャー企業への資金調達の間を提供する目的で導入されたグリーンシート市場ではあるが、現状はそのままくろみどおりにはなっていない。2002年2月現在、グリーンシートの登録数は、エマージング市場が21銘柄、フェニックス市場が4銘柄、リージョナル市場が18銘柄の合計43銘柄で、決して活況を呈しているとは言えない。
- ・ この原因は、将来有望な企業の絶対数が少ないこともあるが、制度面では、上記要件の会社内容説明書が直前2事業年度分必要であることがネックとなっていた。このため、2002年1月にこの要件を直前の1事業年度に緩和し、ベンチャー企業にとっては、登録しやすくなった。2002年3月1日には7ヶ月ぶりに3社が登録し、規制緩和の効果が出た格好になっている。

(5) エンジェル税制の拡充

- ・ エンジェルとは、株式公開前のベンチャー企業に出資する個人投資家のことである。一般的には、ベンチャーキャピタルが出資する前の段階でベンチャー企業に資金を提供するとともに、弁護士や会計士、税理士、経営コンサルタントといった専門家間のネットワークを駆使して、事業を軌道に乗せるためのアドバイスを行う。欧米では、ベンチャー企業が資金を調達するにあたってエンジェルが重要な役割を果たしているが、日本では、最近になってようやく大企業の事業経験者や株式公開を果たしたオーナー経営者を中心にエンジェルとしての活動が広がりつつある。

a. エンジェル税制の改正

- ・ エンジェルによるベンチャー企業への投資をさらに活発化するには、投資インセンティブを高めるような魅力的な優遇税制が有効であり、2000年4月に「新エンジェル税制」が施行されている⁹。この税制によって、一定の要件を満たす会社の株式に投資した個人投資家がそれによって利益を得た場合、譲渡利益を4分の1に圧縮し、また、損失を被った場合には、その損失を翌年以降3年間にわたって繰越控除することができる。ただし、利益が発生した時の特例については、株式を取得した日の翌日から3年超保有し、公開の日から1年以内に売却することが条件となる。

b. エンジェル税制の要件

- ・ エンジェル税制の要件は下表のとおりである。

⁹ 1997年6月に最初のエンジェル税制が施行されたが、適用要件が厳しいことから、あまり活用されなかった。

図表 7 エンジェル税制の要件

	要 件
対象となる個人 投資家の要件	<ul style="list-style-type: none"> ・ 発行会社と投資契約を締結していること ・ 金銭の払込みにより発行会社の株式を取得していること 等
対象となる株式 発行会社の要件	<ul style="list-style-type: none"> ・ 設立後 10 年以内の中小企業で、未登録、未公開の株式会社であること ・ 研究開発や市場開拓のために相当程度の費用を支出していること ・ 大規模会社の子会社でないこと ・ 外部からの投資を 3 分の 1 以上取り入れている企業であること 等

(注 1) 「大規模会社の子会社ではない」とは、発行済株式数の過半数が 1 つの大規模会社に所有されておらず、かつ発行済株式の 3 分の 2 以上が複数の大規模会社に所有されていないことを指す。ここで、大規模会社とは資本金が 1 億円以上（資本金がない場合は従業員数が 1,000 人以上）の会社。

(注 2) 「研究開発や市場開拓のために相当程度の費用を支出していること」とは、研究開発費や市場開拓のための宣伝費・マーケティング調査費など新たな事業を実施するために特に必要な費用が売上高の 3% 以上（設立 5 年超 10 年以内の企業にあっては 5% 以上）を占めることである。設立 1 年未満の企業の場合、常勤の研究者数の常勤社員総数に占める割合が 10% 以上であることが必要。

(注 3) 「外部からの投資を 3 分の 1 以上取り入れている企業であること」とは、発行済株式数の 2 分の 1 超を保有する株主がある場合はその株主の保有割合が発行済株式数の 3 分の 2 を超えていないことであり、発行済株式数の 2 分の 1 超を保有する株主がいなない場合には、発行済株式数の 10 分の 3 以上を保有する株主の株数を合計したものが発行済株式数の 3 分の 2 を超えていないことである。

(出所) 中小企業庁（編）「中小企業施策総覧（平成 13 年度版）」

(6) ディスクロージャー制度見直しの動き

- ・ これまで見てきたとおり、ベンチャー企業の資金調達を巡る環境は、近年、特に直接金融市場の環境において急速に変化し、その多様性を増している。しかし、こうした直接金融市場において不可欠となるディスクロージャー制度は、必ずしもベンチャー企業を想定したものではない。このため投資家がベンチャー企業へ投資を行う際の判断材料として有益な情報を提供できないことから、ベンチャー企業の資金調達に支障が生じる可能性も指摘されるところである。
- ・ こうしたことから、経済産業省が設置した「ベンチャー企業のディスクロージャー機能のあり方に関する研究会」（座長=穴戸善一成蹊大教授）は、2001 年 12 月、ベンチャー企業の資金調達を円滑に行うため、ベンチャー企業の情報開示ルールについての提言を取りまとめた。以下では、この提言に沿ってベンチャー企業のディスクロージャーの課題をとりあげる。

a. 目論見書の記載事項の見直し

- ・ 提言では、ベンチャー企業が作成する目論見書¹⁰の記載事項として、新たに「将来に関する情報」を選択的に開示可能とすることを提言している。これは、ベンチャー企業へ投資を行う際に重要な情報は、現状の業況に関するものとともに、将来の成長性に関する情報だからである。
- ・ ただし、ここで問題となるのは、開示段階で不確定な要素を含んでいると考えられる「将来に関する情報」を開示することで、企業や証券会社等が目論見書の使用者責任規定との関係で、投資家から責任を問われる余地が広がることになり、情報開示のインセンティブが阻害される懸念があることである。こうした弊害を取り除くためには、目論見書に記載された情報について、目論見書使用者責任が回避される範囲を明確にすることが必要である。
- ・ この点、米国では、既に将来情報の開示として年次報告書や目論見書などにおいて「経営者による説明と分析」(Management Discussion and Analysis)が記載事項として設けられており、キャッシュフロー予測や、事業概況、リスク情報などについての経営者自身の分析・説明を開示することができる。さらに、将来情報の開示にあたっての免責事項(セーフ・ハーバー・ルール：安全港規則)も整備されつつある。
- ・ 提言では、上記の「経営者による説明と分析」の記載事項に加え、収入、収益、1株当たり利益、資本構造等の財務構造の予測、発行者の製品・サービス提供に関する計画や目標を含んだ将来の事業に関する経営陣の目標、上記に関する前提、将来予測に関する外部の報告書、などを免責の対象とすることを提案している。

b. 将来情報の開示促進に必要な制度整備

- ・ 将来情報の開示を促進するために、次の措置を行うよう提言している。
 - 適切な投資判断と情報開示を確保するために、証券アナリストの機能強化及び適切な市場規制と事後監視機能の強化を行うべきである。
 - 将来情報の進捗状況や変動状況について開示するなど、経営者による事後的な分析を促進すべきである。

4. 人材確保

- ・ 安定的な収益をあげられないベンチャー企業が優秀な人材を確保するために非常に有効な報酬制度となるのがストックオプションである。
- ・ スtockオプションとは、会社の取締役や従業員が一定の権利行使期間内に、所定数の株式をあらかじめ定めた価額で買い取り、または新株発行を受ける権利のことで、現時点で利益が出ていなくとも、将来の業績向上によって報酬を受けられる業績連動型インセンティブプランである。

¹⁰目論見書とは、有価証券の募集・売出を行う場合に発行者が作成する文書のことで、募集・売出要項や発行会社の企業概要などが記載されている。

- ・ 従来の日本のストックオプションは、付与対象者や付与株式数に制限を加えるなど硬直的な内容であったことから、あまり活用されていなかった。このため、平成 13 年商法改正によってその制度内容が大幅に見直された。

(1) ストックオプション制度の大幅な見直し

- ・ 平成 13 年商法改正では、従来のストックオプション制度を大幅に緩和した(図表 8)。特に、付与対象者、付与株式数の制限が撤廃されたことにより、今後ストックオプションが更に普及することが見込まれる。

a. 付与対象者

- ・ 従来の制度では、ストックオプション付与対象者は会社の取締役または従業員に限定されていたが、この制限が撤廃された。これにより、付与対象者が、パートタイマー・出向社員・派遣社員等や外部コンサルタント、取引先、監査役、子会社・関連会社の役員等にまで拡がることになり、ストックオプションを外部の支援者に付与することによって、その協力を仰ぐことが可能となった。

b. 付与株式数

- ・ 従来の制度では、ストックオプションとして付与できる株式数の上限は、発行済株式数の 10% を超えることができなかったが、この制限が撤廃された。これにより、ストックオプションの付与がより柔軟に行えるようになった。

c. 権利行使期間

- ・ 従来の制度では、ストックオプションの権利行使期間は、当該ストックオプション付与を決議した株主総会の時から最長 10 年以内という制限があったが、この制限が撤廃された。これにより、長期的な成長が見込まれる業種においてもストックオプションを導入することが可能になった。

d. 株主総会での決議内容

- ・ 従来の制度では、ストックオプション付与対象者の氏名・付与株式の種類・株式数をすべて特定した上で、株主総会の特別決議で承認する必要があったが、改正により、個別の付与対象者を株主総会で承認する必要がなくなった。
- ・ これにより、ベンチャー企業が優秀な人材を獲得する際にストックオプションをインセンティブ報酬として明示的に提示できるようになった。

e. 新規発行株式と自己株式との選択時期

- ・ 従来の制度では、ストックオプションを設計し、株主総会でストックオプションの付与決議を行う段階で、付与対象の株式を新規発行株式とするか自己株式にするかにつき決定しておく必要があった。このため、自己株式にする場合には、ストックオプション用に事前に自己株式を取得しておく必要から、取得後に株価が下落して会社を含み損が発生するリスクもあった。

- これに対して、改正により、新株予約権¹¹の行使の際に、新株を発行するか、あるいはその時点で保有している自己株式を譲渡するか、いずれかを選択できるようになった。これにより、ストックオプションのために事前に自己株式を取得する必要がなくなった。

図表 8 ストックオプションの規制緩和

	改正法	現行法
付与対象者	制限なし	会社の取締役、従業員に限定
付与株式数	制限なし	発行済株式総数の10分の1まで
権利行使期間	制限なし	10年以内
株主総会での決議内容	付与対象者の個別氏名等の決議不要	付与対象者の個別氏名、株式の種類まで決議が必要
新規発行と自己株式との選択時期	新株予約権の行使時	株主総会決議の際に決定する必要あり

(資料) 各種資料より作成

(2) ストックオプション税制改正の検討

- ストックオプションの税制を考える場合、何に課税するかについて2つの考え方がある。ひとつは、権利行使をした時点において、行使時の時価と権利行使価格との差額について課税するという考え方、もうひとつは、権利行使して取得した株式を市場で実際に売却した時点で、株式の売却価額と取得価額(権利行使価額)との差額に対して課税するという考え方である。
- 現行の税制では、一定の要件を満たすストックオプションは適格として、後者の考え方、つまり権利行使時の課税は繰り延べられ、株式の売却時に売却時時価と権利行使価格との差額に対して課税される。適格でないストックオプションについては、前者の考え方によって、権利行使時に課税される。この税制適格要件は、平成14年度税制改正で下表のとおり見直された。

¹¹新株予約権とは、あらかじめ定められた価額を払い込むことにより発行会社の株式を取得できる権利のことで、平成13年商法改正によって新たに導入された。

図表 9 ストックオプションの税制適格要件

	平成 14 年度税制改正前	平成 14 年度税制改正後
対象者	株式会社の取締役、または従業員。ただし、付与決議時に次に該当する者を除く。 <ul style="list-style-type: none"> ・ 上場または店頭登録株式の場合、発行済株式数の 10 分の 1 超を保有する者およびその親族等一定の特別関係者。 ・ 上記以外の株式の場合、発行済株式数の 3 分の 1 超を保有する者およびその親族等一定の特別関係者。 	改正前の対象者に加えて、子会社や一定の関連会社の取締役・使用人が対象者となる。
権利行使期間	付与決議の日から 2 年後以降	付与決議の日から 2 年後以降 10 年以内
権利付与上限	1,000 万円	1,200 万円
権利行使価格	権利行使価格が権利付与時の株式価格（時価）以上であること	
株式の保管の委託等	ストックオプションによって取得した株式が証券会社等の営業所等に保管の委託または管理信託がされていること。また、証券会社等は保管委託等に関する調書を毎年 1 月 31 日までに税務署に提出すること	
ストックオプションに関する調書の提出	ストックオプションに関する調書を付与日の翌年 1 月 31 日までに税務署に提出すること	

（資料）各種資料より作成

5. 技術移転

- ・ ベンチャー企業にとっては、新しい技術は事業のシーズ（種）となるものであり、利益の源泉となる。こうした技術を効率的に事業に結びつけるのが技術移転機関（TLO）である。TLO とは、大学で開発された新たな技術から特許等を取得し、その技術を有償で民間に移転するための機関である。その機能は、基本的に、研究成果の発掘・評価・選択、特許権等の取得・維持・保全、技術情報の提供、特許権等の企業への移転、収入の分配等の事業を行うことである。
- ・ 米国では、すでに、大学で生まれた研究成果を技術移転し事業化する一連の産学連携システムが形成されている。こうした動きの発端は、1970 年代末頃、米国産業の地位低下を受けて検討された経済復興策にある。そこで、基礎研究からの事業化実績が極めて少ないことが判明した。その最大の原因は、政府の資金提供で実施された研究の成果は

政府に帰属し、その特許の独占的実施権の許諾が禁じられていることにあった。こうしたことを受け、1980年にバイ・ドール法が施行され、大学の研究成果を大学、非営利研究機関および中小企業に帰属させることができるようになり、多くの大学においてTLOが創設された。こうしてバイオや情報技術といった新規産業が生まれ、これが1990年代における米国経済回復の大きな要因となったと言われる。AUTM（大学技術管理者協会）の調査によると、1999年度には、大学からの技術移転による経済効果が410億ドル、約27万人の雇用を創出している¹²。

(1) TLO 推進施策

a. 技術移転機関の整備促進

- ・ 米国における技術移転の成功を受け、1998年8月、TLOの整備を促進することを目的とした「大学等技術移転促進法」が施行された。TLOの事業は、同法で「特定大学技術移転事業」と規定されており、大学等の研究成果の技術移転を行う事業のうち、国有特許以外のもの、すなわち国立大学の教員が個人で所有する特許や公私立大学の特許を使い、そのライセンス料収入等について、研究者のみならず当該研究者の所属する大学等にも一定割合を還元することとされている。同法により承認を受けたTLOは、産業基盤整備基金から助成金の交付を受けることができる。この法律の施行を受け、2002年2月現在、同法に基づく承認TLOが全国で26機関設立されている（資料2「承認TLO一覧」参照）。

b. 国立大学の教員によるベンチャー企業の役員等の兼務

- ・ 2000年4月には、国立大学等の教員がTLOの役員等を兼務したり、国立大学等の教員自らの研究成果を活用して企業を立ち上げる場合、研究公務員の身分を持ちながら、ベンチャー企業の役員や監査役に就任することが可能になった。

図表 10 技術移転機関（TLO）関連の法律の整備状況

日時	法律	目的
1998年8月	大学等技術移転促進法	大学等から生じた研究成果の産業界への移転を促進し、産業技術の向上および新規産業の創出を図るとともに、大学等における研究活動の活性化を図るため、TLOの整備を促進。
1999年10月	産業活力再生特別措置法	大学等技術移転促進法に基づき承認を受けたTLOについて特許料等を軽減。
2000年4月	産業技術力強化法	TLOが国立大学等の施設を無償使用することが可能。
2000年4月	人事院規則 14-17 (国家公務員法第103条)	国立大学等の教員がTLOの役員等を兼業することが可能。

¹² 「中小企業白書（2001年度版）」

2000年4月	人事院規則 14-18、19 (国家公務員法第 103 条)	国立大学等の教員等が研究成果を活用する企業の役員に就任すること(14-18)や、株式会社等の監査役に就任すること(14-19)が可能。
---------	-----------------------------------	---

(出所) 中小企業庁「中小企業白書(2001年度版)」

(2) TLO の事業内容

- ・ TLO の事業内容を「東工大 TLO」を事例として紹介する。東工大 TLO は、その目的として、大学技術を移転、実用化し、そこからロイヤルティを大学等に還元することによって、研究の活性化を図り、さらに研究成果へとつなげるというサイクルの確立、研究シーズ(種)提供による産学共同研究等の活性化、の 2 つを掲げている。こうした目的を踏まえて、東工大 TLO は次の 2 つの事業を行っている。

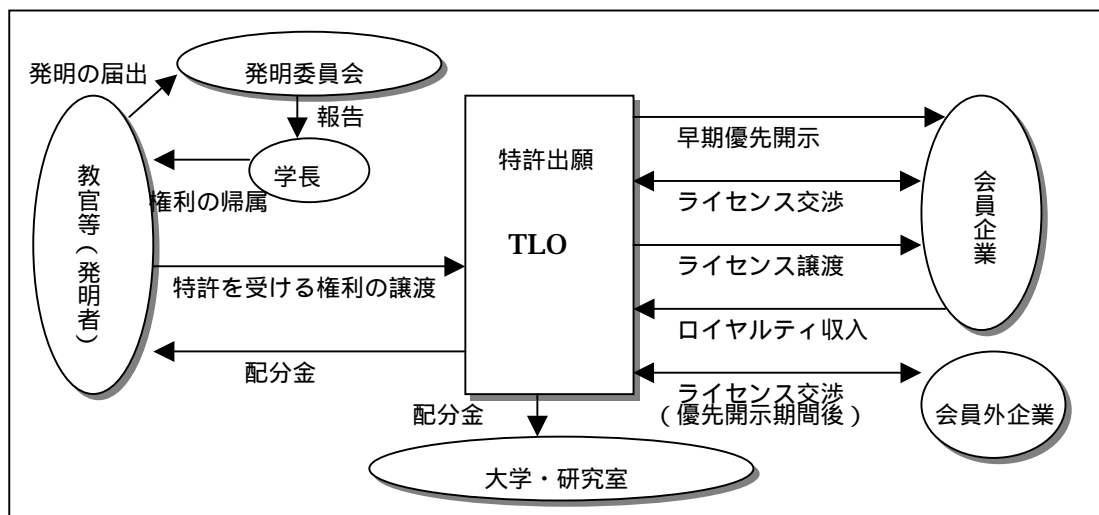
大学技術移転事業

- ・ 大学で生じた発明を譲り受けて特許出願し、ライセンス交渉やライセンス譲渡を行う。
- ・ 会員企業は、出願発明の早期優先開示(6ヶ月を限度)を受けることで有利にライセンス交渉を行うことができる。
- ・ ライセンス譲渡によるロイヤルティ収入は、大学や教官に配分金として分配する。

研究情報提供・交流事業

- ・ 大学の研究シーズ情報を会員企業に提供するとともに、会員企業のニーズを踏まえた共同研究活動等を行う。
- ・ セミナー活動を通じて最新の研究情報の提供を随時行うとともに、会員に対する大学の窓口として研究活動に関する様々な相談を受け付ける。

図表 11 TLO の事業内容のイメージ(東工大 TLO の例)



(出所) 久保孝雄他「知識経済とサイエンスパーク」

6. 今後の課題

- ・ 以上見てきたとおり、ベンチャー企業育成のための制度はここ数年で大幅に進歩している。ここでは、今後の課題として、これまで整備されてきた制度に関連する課題やその他の課題を検討する。

(1) 会社法制

a. 株式投資回収手段の確保

- ・ ベンチャーキャピタルが投資した企業で、株式公開の望みはなくなったが、倒産することもない状態をリビング・デッドという。リビング・デッドの状態に陥った場合、現状の日本の制度においては、確実に投資資金を回収する手段がなく、こうした企業への投資資金の回収手段を確保することが課題である。
- ・ ベンチャーキャピタルが交付を受けた株式に償還条項を付けることができれば、ベンチャーキャピタルは投資先企業がリビング・デッドに陥った場合に、償還条項を行使して資金回収を図ることができる。しかし、現行商法では、償還株式の発行自体は認められているものの、償還の原資が配当可能利益に限られており、投下資金回収の手段としては利用しにくい。この点、米国の会社法でも償還株式の原資は配当可能利益に限られているが、配当規制が日本よりも緩やかであるため、ほとんど問題とならない。このため、米国のベンチャーキャピタルによる投資には多くの場合、償還条項が付けられており、ベンチャーキャピタルの資金回収手段として活用されている。償還権の行使などの条件は、様々であるが、会社に何らかの不履行が発生した場合に償還を求める旨規定されているケースが多い¹³。ただ、あまりにベンチャー企業にとって不利な償還条件を付けてしまうと、安易にベンチャーキャピタルに償還権を行使されてしまい、ベンチャー企業の経営が不安定になってしまう懸念もあろう。

b. 最低資本金制度の緩和

- ・ 商法では株式会社の資本の額は最低 1,000 万円とする最低資本金制度を設けている。この制度は会社の資本の充実を目的としているが、一方で、起業する際の資本金の大部分が自己資金で賄われている現状を考えると、この最低資本金制度が起業の際の大きなハードルとなっているとも考えられる。この点、例えば最低資本金をクリアする時期として会社設立後 5 年程度の猶予期間を設けてはどうかとの提言もなされている¹⁴。

(2) 資金調達

a. エンジェル税制の優遇拡充

- ・ 2000 年に新しいエンジェル税制が導入されたが、この制度ではエンジェルが投資した企業が株式公開をして株式を売却できるようになって初めて税制優遇を受けられる。しかし実際に短期間で株式公開にこぎつけられる企業は少なく、現行のエンジェル税制の

¹³ 大杉謙一、樋原伸彦「ベンチャー企業における種類株式の活用と法制について」

¹⁴ 大阪商工会議所「平成 14 年度中小企業対策に関する要望」（平成 13 年 5 月）

優遇制度は、エンジェルの投資を促進し、また、潜在的なエンジェルを掘り起こすのには不十分であるとの意見も否定できないと思われる。

- ・ こうしたことから、ベンチャー企業振興のための提言などを行う「ニュービジネス協議会」は平成 14 年度税制改正に関する要望項目として「エンジェル投資額の所得控除」を掲げている。これは、資本金 1 億円未満かつ創業 10 年以内の企業に対し、直接またはファンドを通じて株式投資を行った場合、1 人につき 2000 万円を限度として出資金額の 90%を当該個人所得から控除するというものである。

b. 私募市場の整備

- ・ 資金調達面でのその他の課題として、私募市場の整備が挙げられる。公募とは不特定多数の者に対して有価証券の募集を行うことであるのに対して、私募とは、少数の者、もしくは一定の専門家的投資家に対して有価証券の取得の勧誘を行うことで、この場合情報開示義務が免除される。私募市場は、株式公開前のベンチャー企業が資金調達する場として位置付けられる。
- ・ 現行の制度で私募の取扱いが認められるのは、人数基準または属性基準を満たす場合に限られる。人数基準とは、勧誘対象が 50 人未満であることであり、属性基準とは投資業務に精通したプロを勧誘する場合であって、プロ以外に譲渡されるおそれが少ない場合である。
- ・ ベンチャー企業にとって問題となるのは、第 1 に株式などのエクイティ商品はすべて属性基準から外れてしまうことである。これは、社債などであれば券面にプロ以外の者に譲渡を制限する旨を記載することができるが、エクイティ商品ではこのようなことができないため、プロ以外に譲渡される恐れがあると考えられるためである。この点、「ベンチャー企業のディスクロージャー機能のあり方に関する研究会」の提言では、転売規制は発行市場において完全な規定を設けるのではなく、流通市場での規制と併せて規制すればよいとして、資金調達円滑化の観点から、一定の制限のもとでプロが取り扱う株式などのエクイティ商品についても私募の取扱いを認めるべきとしている。
- ・ 第 2 に、「プロ」が機関投資家に限定されていることである。これについても、「ベンチャー企業のディスクロージャー機能のあり方に関する研究会」の提言では、ベンチャー企業へのリスクマネー供給主体を多様化させるという観点から、「プロ」の範囲を、未上場株式投資の知識・経験を有する者、一定の運用資金を有するなどリスク許容度の高い者、有価証券発行会社の情報にアクセス可能な者に拡大すべきとしている。

c. 証券会社の上場審査機能の強化

- ・ 企業が取引所に上場する場合、証券会社による引受審査、取引所による上場審査、国（財務局）による審査の 3 つの審査を受けることになっている。しかし、現状、こうした審査がベンチャー企業にとって過重であるとともに、それぞれの審査においてどの範囲までの審査がなされるかについての責任関係が不明確であるという問題がある。すなわち、国（財務局）の審査は、上場のための書類（有価証券届出書）に基づき、そ

の記載内容等について審査をし、必要に応じて訂正届出書の提出を求めたり、効力停止命令を発することができる。この審査基準が「有価証券届出書の記載内容が適切か」などといったあいまいなものであるため、必要以上の行政指導を誘発しているとの指摘もある。

- ・ 「ベンチャー企業のディスクロージャー機能のあり方に関する研究会」は、上場審査を上場する企業の株式が株式市場において、適正な引き受け手があるかという審査と、その企業の株式が市場に上場されることによって、市場の秩序が損なわれないか、投資家の利益が損なわれないかという適格性の審査に分け、このうち は証券会社が担い、 は取引所と国（財務局）が担うべきものとしている。そして、国（財務局）による審査をより客観的なものとするとともに、証券会社は引受・審査機能をさらに多様化・高度化すべきと提言している。

(3) 人材確保

- ・ ベンチャー企業では、そもそも必要な人材が見つげにくいという問題もある。このため、ベンチャー企業が求める人材を既存の企業の従業員から探し出してマッチングさせるような仕組みも必要である。最近の報道によると、厚生労働省が 2001 年 12 月に導入した再就職支援特別給付金制度を活用して、金融機関の離職者などを対象として IR(投資家向け広報) や確定拠出年金（日本版 401k）のアドバイザーなどの専門家を教育育成し、ベンチャー企業に紹介する事業を始める機関も見られる¹⁵。こうした民間の再就職支援サービスが充実すれば、人材の流動化を促し、ベンチャー企業の人材確保に寄与することが期待される。

(4) 技術移転

a. TLO 税制

- ・ TLO の所得については、税制上その所得に課税されるが、米国では非課税扱いであり、英国でも大学の子会社であるため実質上の非課税となっている。また、大学の外部に設けられた TLO の場合、現行の税法では特許出願に係わる経費を損金処理することが認められておらず資産として計上しなければならないといった問題もある。

b. 技術シーズと企業ニーズのコーディネート

- ・ 2001 年度中小企業白書は、TLO の課題として、大学全体にどのような研究成果があるか、また、企業がどのような案件を求めているかを TLO が詳細に把握していないことから、技術シーズと企業ニーズがマッチングしにくいという点を挙げている。TLO が大学の技術シーズと企業のニーズとをマッチングさせるためには、技術移転活動だけではなく、大学と企業の間で共同研究や企業から大学への委託研究をコーディネートした

¹⁵ 日経産業新聞 2002 年 3 月 13 日

り、技術移転後の企業における事業化を支援したりする活動を併せて実施することが求められる。

- ・ 特許庁は技術移転を促進するには技術移転を仲介する人材が必要不可欠であるとの認識から、こうした人材を全国の経済産業局特許室及び知的所有権センターや大学等技術移転促進法承認 TLO に派遣している。

7. おわりに

- ・ ベンチャー企業に係わる制度は大幅に前進しているとはいえ、日本のベンチャー企業を巡る経営環境は、まだ黎明期に過ぎない。今後はこうした制度上の課題をクリアするとともに、制度を活用して、いかに技術を事業化し、資金を投入して事業を軌道に乗せていくかが問題となる。このためには、ベンチャー企業の経営を強力にサポートするネットワークを構築することが肝要であろう。この点、米国ではベンチャーキャピタルやエンジェルがそのネットワークを活用して、経営に深く関与することで、ベンチャービジネスの成功率を高めている。ただ、日本ではこうしたベンチャーキャピタルやエンジェルの活動規模は小さく、ベンチャー企業の経営サポートをこうした外部の投資家が担う状況にはない。日本型のベンチャー育成ネットワーク構築に向け、産学官一体となった取り組みが求められよう。

以上

【参考文献】

- ・ 中小企業庁（編）「中小企業白書(2001年版)」ぎょうせい、2001
- ・ 中小企業庁（編）「中小企業施策総覧（平成13年度版）」中小企業総合研究機構、2001
- ・ 石黒憲彦（編著）「ベンチャー支援政策ガイド」日経BP社、2000
- ・ 松田修一「ベンチャー企業」日本経済新聞社、1998
- ・ 松田修一（監修）「ベンチャー企業の経営と支援（新版）」日本経済新聞社、2000
- ・ 日本公認会計士協会「ベンチャー企業等創業支援マニュアル」日本公認会計士協会、2001
- ・ 鳥飼重和（監修）「株式制度・株主総会 改正商法の実務Q&A」中央経済社、2002
- ・ 前田博（編）「商法改正 実務のすべて」日本経済新聞社、2002
- ・ 宍戸善一「ベンチャー企業育成の仕組と法的課題」『ジュリスト』No.1218
- ・ 棚橋元「ベンチャー企業と投資契約 - ベンチャー・キャピタルと起業家間の合意」『ジュリスト』No.1218
- ・ 信金中金レポート「米国ベンチャーキャピタルの企業育成機能」2001.12
- ・ 大杉謙一・樋原伸彦「ベンチャー企業における種類株式の活用と法制」商事法務 No.1559
- ・ 通商産業省・中小企業庁振興課「投資事業有限責任組合法」通商産業調査会出版部、1998
- ・ 浜田康行「日本のベンチャーキャピタル（新版）」日本経済新聞社、1998
- ・ 橋本迪哲「大証ベンチャーファンド市場の創設」商事法務 No.1616、2001
- ・ 塩見哲「銀行に頼らない資金調達」かんき出版、2001
- ・ 川村雄介「入門 現代証券市場」財経詳報社、2001
- ・ 新家寛「ストックオプション制度の改正点と実務への影響」『経理情報』2002.2.10
- ・ 山田啓之「税制改正要綱で示された改正点の検討と今後の課題」『経理情報』2002.2.10
- ・ 松尾順介「グリーンシート銘柄について」『証研レポート』No.1584
- ・ 企業財務制度研究会「詳説証券取引法におけるディスクロージャー制度」税務研究会出版局、1997
- ・ 日本銀行金融市場局「中堅・中小企業ファイナンス市場の現状と課題」、2000
- ・ 久保孝雄他「知識経済とサイエンスパーク」日本評論社、2001
- ・ 塚本芳昭「TLOの現状と課題」東京工業大学フロンティア創造共同研究センターホームページ（http://www.fcrc.titech.ac.jp/top_page.htm）
- ・ 上野裕子「技術移転ビジネス最前線」工業調査会、2001

資料1 商法における株主の権利に係る諸規定

持株比率	内 容
2 / 3 (株主総会において特別決議が可能)	<ul style="list-style-type: none"> 《役員の変更》 ・ 取締役・監査役の解任 《持株比率を変化させる事項》 ・ 譲渡制限株式発行会社の第三者割当増資等 ・ 有利発行における第三者割当増資等 《会社の内容を変化させる事項》 ・ 営業譲渡、定款変更、資本の減少、解散、合併
1 / 2 (株主総会において普通決議が可能)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主総会成立要件 ・ 取締役・監査役の選任 ・ 計算書類の承認 ・ 会計監査人の選任
1 / 3 (株主総会において特別決議を阻止)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 取締役・監査役選任のための定足数 ・ 解散請求 ・ 業務財産調査のための検査役選任請求
1 / 4 超	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株式の持ち合いによる議決権の制限
3 / 100	<ul style="list-style-type: none"> ・ 少数株主の株主総会招集請求権 ・ 取締役・監査役の解任請求権 ・ 整理申立 ・ 少数株主の帳簿閲覧権
1 / 100	<ul style="list-style-type: none"> ・ 少数株主の総会決議提案権
1 株以上	<ul style="list-style-type: none"> ・ 定款・株主名簿の閲覧権 ・ 株主総会議事録の閲覧権 ・ 決算書類、附属明細書の閲覧権 ・ 取締役会の議事録の閲覧権、謄写権 ・ 代表訴訟提起権等(6カ月継続保有株主)

(資料) 日本公認会計士協会「ベンチャー企業等創業支援マニュアル」

資料2 承認 TLO 一覧 (2002 年 2 月現在)

TLO名	関連大学等	承認日	設立日	設立形態
先端科学技術インキュベーションセンター	東京大学	1998.12.4	1998.8.3	株式会社
関西ティー・エル・オー	京都大・立命館等		1998.10.30	株式会社
東北テクノアーチ	東北大学等		1998.11.5	株式会社
日本大学国際産業技術・ビジネス育成センター	日本大学		1998.11.15	学内組織
筑波リエゾン研究所	筑波大学	1999.11.4	1997.5.20	株式会社
早稲田大学知的財産センター	早稲田大学		1996.6.1	学内組織
理工学振興会	東京工業大学	1999.8.26	1946.9.6	財団法人
慶應義塾大学知的資産センター	慶應義塾大学		1998.11.1	学内組織
山口ティー・エル・オー	山口大学	1999.12.9	1999.11.1	有限会社
北海道ティー・エル・オー	北海道大学等	1999.12.24	1999.12.6	株式会社
北九州テクノセンター	九州工業大等	2000.4.19	1990.4.20	株式会社
新産業創造研究機構 TLO ひょうご	神戸大・関西学院大等		1997.3.18	財団法人
名古屋産業科学研究所	名古屋大・名古屋工業大等		1943.7.1	財団法人
産学連携機構九州	九州大学		2000.1.17	株式会社
東京電機大学	東京電機大学	2000.6.14	1997.4.1	学内組織
山梨ティー・エル・オー	山梨大学・山梨医科大学	2000.9.21	2000.8.22	株式会社
タマティーエルオー	工学院大学、東洋大学等	2000.12.4	2000.7.12	株式会社
明治大学知的資産センター	明治大学	2001.4.25	2000.10.17	学内組織
よこはまティーエルオー	横浜国立大学等		2000.12.20	株式会社
テクノネットワーク四国	徳島大・香川大・愛媛大等		2001.2.15	株式会社
生産技術研究奨励会	東京大学生産技術研究所		1953.12.25	財団法人
大阪産業振興機構 (大阪 TLO)	大阪大学等	2001.8.30	1984.7.10	財団法人
くまもとテクノ産業財団 (熊本 TLO)	熊本大学等		1946.7.2	財団法人
農工大ティー・エル・オー	東京農工大	2001.12.10	2001.10.1	株式会社
新潟ティーエルオー	新潟大学等	2001.12.25	2001.11.16	株式会社
浜松科学技術研究振興会	静岡大学等	2002.1.17	1999.5.10	財団法人

(出所) 特許庁ホームページ