

成長マネー活性化に関わる 規制・制度改革要望のご説明

2012年11月

一般社団法人 日本ベンチャーキャピタル協会

アジェンダ

I. はじめに

1. ベンチャー企業の重要性
2. IPO社数が大幅に減少
3. 米国もSOX法で大幅に減少
4. 米国の打開策はJOBS法の導入

II. 日本版JOBS法について

III. ベンチャー企業育成期間は10年以上

IV. 銀行の出資規制緩和について

1. 主な条文
2. 現状

I. はじめに：

I-1. ベンチャー企業の重要性

◆ 従来は存在しなかったこの新たな日本の課題

- ① 復興への挑戦
- ② グローバル化への挑戦
- ③ 世界最速の高齢化への挑戦

◆ 新しい課題を解決するのはベンチャー企業

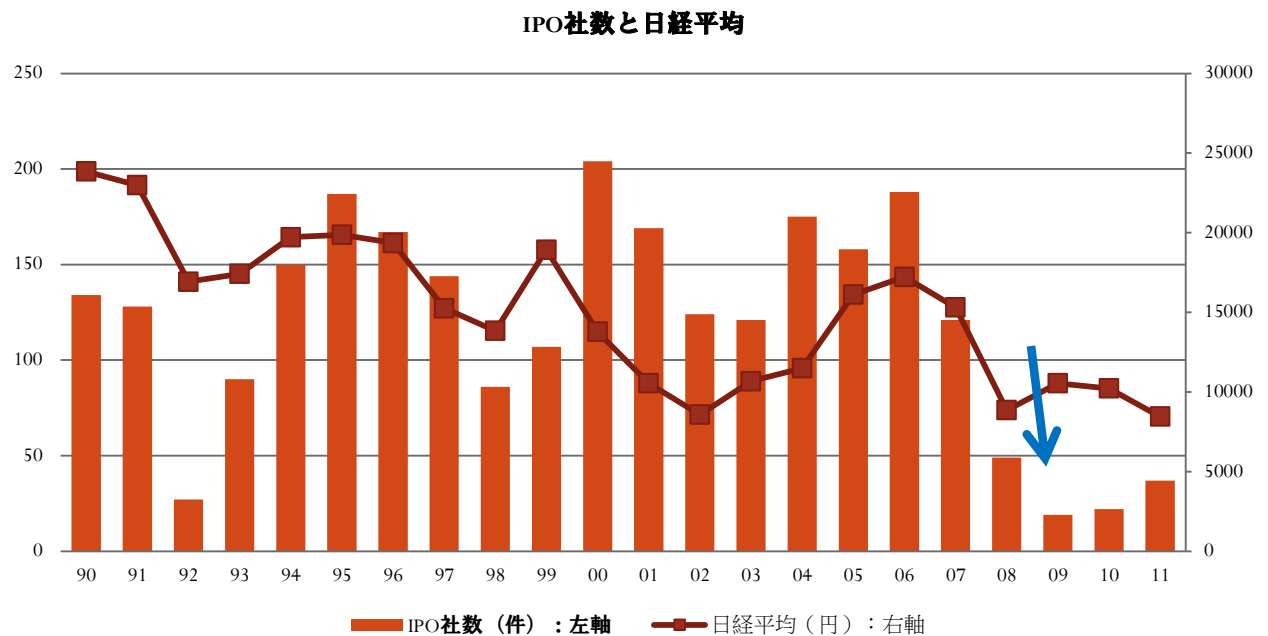
- 既存の大手企業は守るべきビジネスがあり、ビジネスモデルがあるので変革を起こすことは難しい。
- それに対しベンチャー企業は一点突破型。破壊的な“イノベーション”を起こすことが可能である。
- 今の日本にもっとも必要なのは、グローバル級に活躍する日本発のベンチャー企業の台頭であり、そのためには社会全体が総力をあげて、新規産業を育成していく事が重要である。

◆ それをサポートするのはVC業界

- 私共VC業界は積極的な成長資金の提供等により、新規産業の育成と成長を後ろから又は横から支えるのが役割だと理解している。

I-2. IPO社数が大幅に減少

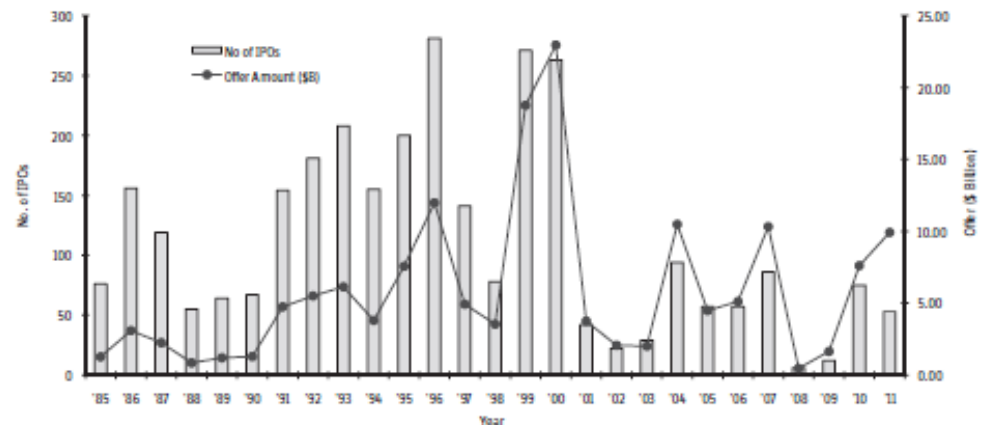
- 日本の株式市場における新規IPO社数は2000年の204社が頂点である。
- その後2006年を最後に2007年には121社とその社数は1990年の134社をも下回った。
- JSOX法が本格的に導入された2009年には19社まで落ち込み、2011年も37社に過ぎず、回復の兆しを未だに感じることができない。



I-3. 米国もSOX法で大幅に減少

- 2002年のSOX法で上場会社の内部統制コストが大幅に上昇、IPOの冷え込みが続いている。
- VCが資金支援するベンチャーの最近のIPO企業数は、1990年代の年間約200社から約10社前後と極端に落ち込んでいる。
- 米国では、IPOと同時にM&A投資の資金回収手段として機能しているが、投資全体の回収機会及び回収金額の減少をカバーできていないと思われる。

Figure 10.0
Venture-Backed IPOs



I -4. 米国の打開策はJOBS法の導入

- そんな折、米国いくつかの手を打った。その目玉とも言えるものが**JOBS法**である。
- 2012年春、米国では「新興成長企業」育成のためにSOX法の規制緩和を目的とするJOBS法を制定した。
- **JOBS法**は、未公開企業による公開資本市場への参入障壁を低くすることで新興成長企業の成長を支援し、雇用創出及び経済成長を促進させようというものである。

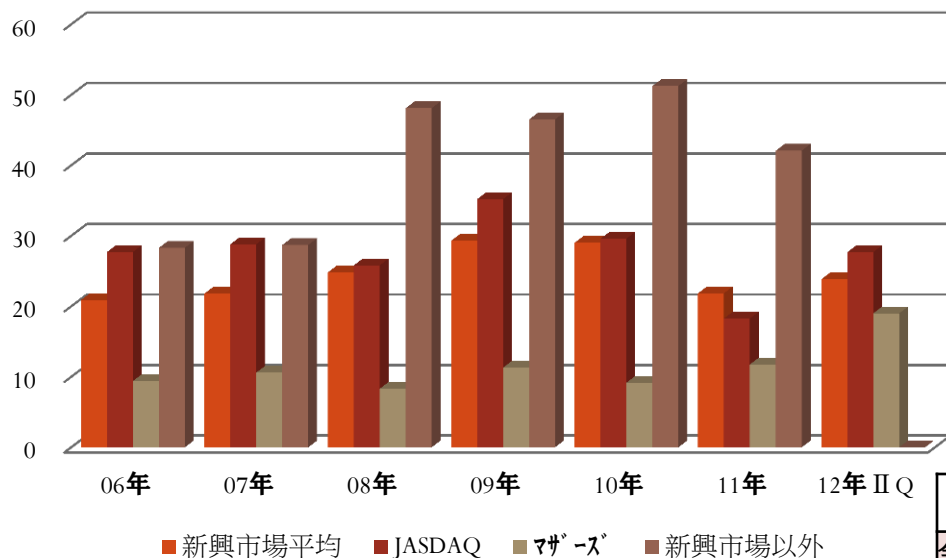
Ⅱ. 日本版JOBS法について

- 米国同様に、いやそれ以上にベンチャー企業の成長による社会経済の活性化を必要としている我が国において、その成長を促進させ、レバレッジ的効果も期待出来る「**日本版JOBS法**」の導入は真に推進すべきプロジェクトであると考えています。
- 成長マネーの活性化に関して重要となる**日本版JOBS法**における重要なポイントをご説明いたします。

(資料1をご参照ください)

Ⅲ. ベンチャー企業育成期間は10年以上

会社設立からIPOまでの年数



【会社設立からIPOまでの平均年数】

(2012年1月～12月)

主な新興市場の平均年数は、マザーズが11年8カ月、JASDAQは18年1カ月であった。

(資料2をご参照ください)

【業種別の傾向】

インターネット関連企業は事業化/製品化までの期間が短く、IPOまでの期間が比較的短い。
製造業、バイオ関連は10年でIPOすることは難しい。

	(年)						
	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年 II Q
全体平均	20.9	21.8	24.8	29.3	29.0	21.8	23.8
JASDAQ	27.7	28.8	25.8	35.2	29.6	18.3	27.7
NEO	—	11.8	5.0	7.8	8.9	—	—
マザーズ	9.4	10.6	8.3	11.3	9.2	11.8	19.0
ハラクレス	12.6	18.6	26.4	4.0	—	—	—
TOKYO PRO	—	—	—	—	—	9.0	37.1
セントレックス	12.4	18.2	35.6	—	—	—	—
Qポート	12.8	27.6	—	—	—	—	—
アンビシャス	5.6	10.8	32.8	—	—	—	10.1
新興市場以外	28.3	28.7	48.1	46.5	51.3	42.1	—

IV. 銀行の出資規制緩和について

いわゆる「5%ルール」の見直し

IV-1【主な条文】

- **銀行法施行規則第1条の3第1項（目的：銀行経営の安定の維持）**
 - 二 投資事業有限責任組合契約に関する法律（平成十年法律第九十号）第二条第二項に規定する投資事業有限責任組合の有限責任組合員となり、組合財産として取得し、又は所有する株式等（有限責任組合員が議決権を行使することができる場合、議決権の行使について有限責任組合員が投資事業有限責任組合の無限責任組合員に指図を行うことができる場合及び当該株式等を所有することとなつた日から十年を超えて当該株式等を所有する場合を除く。）
- **独占禁止法第11条1項（目的：企業支配権の銀行への過度の集中の抑制）**
 - 四 投資事業有限責任組合の有限責任組合員（以下この号において「有限責任組合員」という。）となり、組合財産として株式を取得し、又は所有することにより議決権を取得し、又は保有する場合。ただし、有限責任組合員が議決権を行使することができる場合、議決権の行使について有限責任組合員が投資事業有限責任組合の無限責任組合員に指図を行うことができる場合及び当該議決権を有することとなつた日から政令で定める期間を超えて当該議決権を保有する場合を除く。

IV-2. 銀行の出資規制緩和について いわゆる「5%ルール」の見直し

IV-2【現状と見直しによる期待】

◆ ベンチャー企業育成期間として10年は短い→例外期間を15年以上に延長することが必要

1. 多難な売却

(1) 売却は長期戦

- 銀行がLPとなっているファンドは10年を超えないために7年目頃から売却交渉を行わなければならない。未公開株は流動性が低いため、売却に要する時間が1年を超え複数年に及ぶケースも多いのである。

(2) 10年を超えるリスクと備忘価格

- 売却交渉は相対取引となり、売却相手は経営者であるケースが多い。ベンチャー企業の経営者に資金的余裕は期待出来ず、またそうでない相手はファンドの「売却せねばならない」という足元を見るため、ファンド側は已む無く備忘価格(限りなく1円)で手放す…というのがよくあるパターンである。

(3) 投資契約書における「買取条項」の必要性

- この売却交渉に経営者が応じないなど売却が出来ないというリスクを避けるため、またいたずらに売却価格を下げることを避けるために、ファンドは投資時に投資先と締結する投資契約書等で「買取条項」を定める必要がある。

2. 積極的なベンチャー企業育成支援のために

- 10年を超え、長期にわたり保有することで、技術力を持った企業(e.g. バイオ産業関連)への出資/支援が可能となる。
- 発行会社に対する影響力と責任を全うするためにハンズオンが可能となる。

3. 枯渇する成長マネーの提供者としての期待

- 経営が改善され安定してきた各金融期間は成長マネーの提供者として有力である。

日米証券規制の主な比較 (Jobs法関連)

項目	証券規制(米国)			証券規制(日本)	
	JOBS法	旧	適用対象企業		
			新興	一般	
内部統制	・内部統制監査報告書(監査人の証明書)の提出を免除	・財務統制に関する経営者の証明書の提出、財務統制に関する経営者の評価と監査人の評価に関する証明書の提出を義務付け	○	×	・事業年度ごとに内部統制監査報告書の提出義務あり(法24条の4の4)
発行開示(財務諸表)	・IPO登録届出書において、直近2年間分の監査済み財務諸表の提供 ・直近2年間分を超える主要財務データの提供義務免除	・IPO登録届出書において、直近5年間分の主要財務データの提供 ・直近2年間分を超える主要財務データの提供義務免除	○	×	・届出書の提出会社が継続開示書類を提出していない場合、直近5年間分の監査済み財務諸表を提供(法5条1項「有価証券届出書の様式。企業内容等の開示に関する内閣府令」)
Chinese Wall	・IPOに関する投資銀行・EGCと証券アナリストの接触厳禁	・IPOに関する投資銀行・企業と証券アナリストの接触禁止。	○	×	・証券アナリストが、引受部門又は投資銀行部門の業務に関して行う提案活動に関与する事等を禁止。(日証協「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則」第11条)
私募	・適格投資家・適格期間購入者を探すために一般的勧誘・広告を解禁。	・適格投資家・適格期間購入者を探すために一般的勧誘・広告を禁止。	○	○	・一般的勧誘・広告は「有価証券の募集」に該当しうするため、有価証券届出書提出前は禁止。 但し、以下の場合は「有価証券の募集」に当たらないため、開示規制対象外。 ①適格機関投資家私募(金融機関等) ②特定投資家私募 ③少数人数私募(49名以下の者を相手方として行う取得勧誘)
リサーチ	・IPO前後の引受幹事による調査報告書の公表・配布を解禁	・IPO前後40日間は、引受幹事による調査報告書(アナリストレポート)の公表・配布(口頭を含む)が禁止	○	×	・特段の規定は見当たらない
少額募集	・年間総額\$50M未満の募集の登録免除。 (登録届出書を簡略化した募集書類の提出、毎年の監査済み財務諸表の提出は必要。)	・年間総額\$5M未満の募集の登録免除。 (登録届出書を簡略化した募集書類の提出、毎年の監査済み財務諸表の提出は必要。)	○	○	・発行・売出し価額の総額が5億円未満の場合、簡易な様式による届出が可能。
外形基準	・事業年度末時点において、\$10Mを超える資産保有者について、登録所有者が2000人に至るまで継続開示義務の対象外。	・事業年度末時点において、\$10Mを超える資産保有者について、登録所有者が500人に至るまで継続開示義務の対象外。	○	○	・過去5事業年度のいずれかの末日における登録所有者数が1000人まで継続開示義務なし。

上場までの平均経過年数はJASDAQ18年1ヵ月、マザーズ11年8ヵ月

経過年数	J A S D A Q		マ ザ ー ズ	
	会社数	比率	会社数	比率
年 年未満	社	%	社	%
5年未満	2	12.5	1	9.1
5 ~ 10	3	18.8	7	63.6
10 ~ 20	6	37.5	2	18.2
20 ~ 30	1	6.3	—	—
30 ~ 40	3	18.8	—	—
40年以上	1	6.3	1	9.1
合計	16	100.0	11	100.0
平均	18年1ヵ月		11年8ヵ月	
中位値	11年8ヵ月 (株イーピーメント)		7年6ヵ月 (株ブレインパッド)	

○株式上場までの最短年数2社

No.	J A S D A Q		マ ザ ー ズ	
	会社名	経過年数	会社名	経過年数
1	(株)アイ・アールジャパン	3年4ヵ月	ポルトゥウィン・ピットクルーホールディングス(株)	2年8ヵ月
2	ラクオリア創薬(株)	3年5ヵ月	(株)リブセンス	5年9ヵ月

○株式上場までの最長年数2社

No.	J A S D A Q		マ ザ ー ズ	
	会社名	経過年数	会社名	経過年数
1	SEMITEC(株)	53年3ヵ月	(株)ミサワ	52年9ヵ月
2	(株)サンセイランディック	35年9ヵ月	(株)イーブックイニシアティブジャパン	11年5ヵ月

(以上、出所：株式会社プロネクサス「株式公開白書平成24年版」)

*【重要】株式上場までの最短年数2社に関する概要

【株式会社アイ・アールジャパン】

旧アイ・アール ジャパン（1984年設立）のMBOを目的として、現代表取締役社長の寺下史郎が(株)アイ・アール ジャパンホールディングスを設立（2007年）。

【ラクオリア創薬株式会社】

ラクオリア創薬は、旧ファイザー中央研究所を受け継ぐ形で、2008年7月に事業を開始。

【ポルトゥウィン・ピットクルーホールディングス株式会社】

2011/4 ポルトゥウィン株式会社およびピットクルー株式会社の株式移転により、グループ全体を統括する純粋持株会社として、東京都千代田区にペイサー株式会社を設立（後に、ペイサー株式会社から現社名に社名変更）

【株式会社リブセンス】

2006/2 設立。4月、アルバイト情報サイト「ジョブセンス」を、PC版・モバイル版にてサービス開始