

わが国におけるエンジェル投資の課題

米国のベンチャー企業向け金融における、エンジェル投資家からの投資は、公認ベンチャー・キャピタルの出資額の数倍に上るといわれている。資金提供者としての側面だけでなく、経験豊富な経営者としての支援も得られることもあり、特に創業時の基盤作りに大きな影響を及ぼしている。わが国においてもベンチャー企業の創業支援策として「中小企業創業活動促進法」が施行され、エンジェル税制による個人投資家の参加も期待されたが、十分に機能しているとは言い難く、米国の制度も参考にしながら、課題を抽出し改善策を検討してみる。

1. わが国における創業の実態

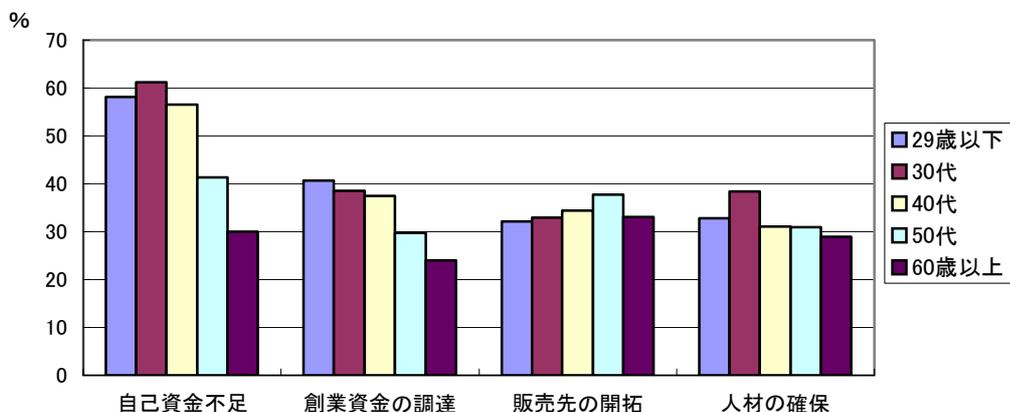
1) わが国の創業期金融の現状

わが国の企業創業時の費用は全企業平均で 1537 万円¹となっており、自己資金で賄えた金額は約 3 割で、残りは外部資金に頼る形となっている。その外部資金調達先は金融機関等からの借入れが最も多く、リスクキャピタルによる資金調達は限られたものとなっている。

金融機関借入れにおける審査が、担保の有無や経営経験等に偏っていることから、創業時のハードルとして資金調達を挙げる傾向が、若年層ほど高くなってきている。

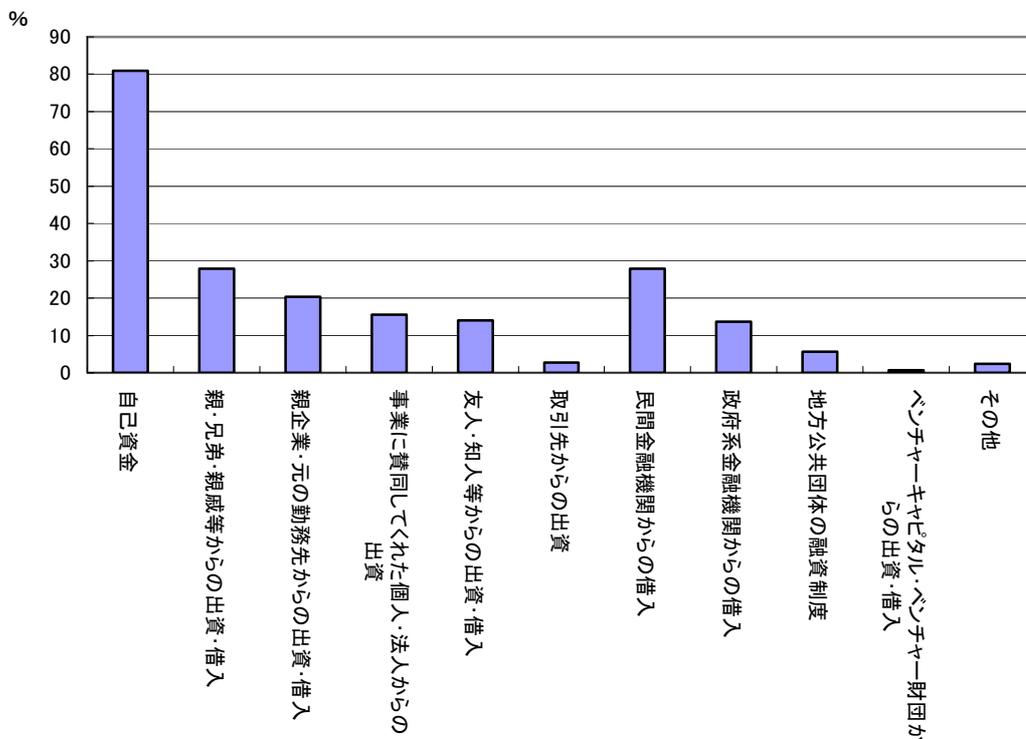
¹ 国民生活金融公庫総合研究所 2000 年度「新規開業実態調査」

図表1 創業環境に関する実態



(出所) 中小企業庁「創業環境に関する実態調査」2001年12月より野村総合研究所作成

図表2 創業時の資金調達先



(注) 複数回答のため合計は100を超える

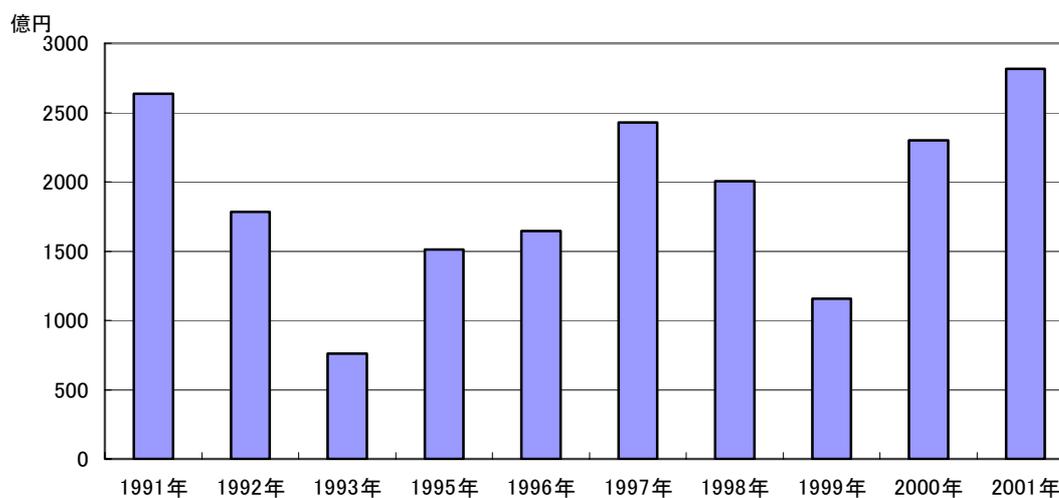
(出所) 中小企業庁「創業環境に関する実態調査」2001年12月より野村総合研究所作成

2) ベンチャー・キャピタルの動向

わが国のベンチャー・キャピタルの年間投融資額推移（図表3）を見ると、かなりのばらつきがあることがわかる。これはベンチャー・キャピタルの投資目的が、主として株式公開による直接的な利益の追求にあり、ベンチャー・キャピタルへの出資資金は株式相場に影響を受けやすいことに起因していると考えられる。

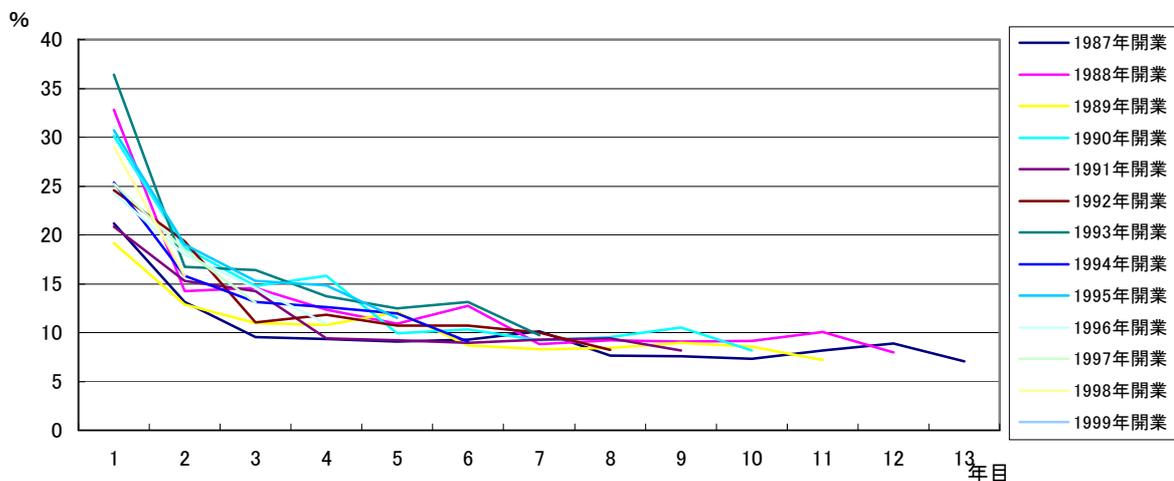
また企業の創業後の状況を検証すると、創業後1年未満で3割近くの企業が廃業を余儀なくされてきている。図表4からもわかるように、この傾向の景気の好不況による影響は小さく、資金調達手段の未整備や経営環境の変化を乗り越えるノウハウに乏しいことが、創業直後の存廃を決める要因として考えられる。しかし、リスクキャピタル提供の担い手ともいべきベンチャー・キャピタルの投資先企業への出資時期は、レーターステージの投資が大半を占め、創業段階における投資は1%未満と限られたものとなっており、創業時に十分な機能を果たしているとはいえない状態である。

図表3 ベンチャー・キャピタルによる年間投融資額推移



(出所) 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター資料より野村総合研究所作成

図表 4 開業年次別事業所の開業後の経過年数別退出率（製造業）



（出所）中小企業白書 2002 年版より野村総合研究所作成

このような問題意識の中から、創業時の資金調達と共に経営的アドバイスによる支援も行なう、欧米のエンジェル投資家のような存在が、わが国でも求められることとなった。

2. 米国のエンジェル投資家

1) エンジェル投資家とは

米国中小企業白書によると、エンジェル投資家とは、認可を得て運営されているベンチャー・キャピタル、株式投資型中小企業向け融資業者、機関投資家以外のリスク資本提供者とされている。その属性は事業主として投資や経営の経験のある金融事情に長けた資産家である場合が多い。また、投資を行なう場合のテリトリーは細分化されており、投資家の事務所や自宅から、50 マイル以内に集中しているといった特徴がある。

更に、エンジェル投資家はベンチャー・キャピタルに比べて、より企業の立ち上がりの時期に投資を行なう傾向が強く、創業時に資金提供と共に経営的アドバイスも行なう投資家として認識されている。

2) 起業家とエンジェル投資家を結ぶネットワーク

米国政府は起業家とエンジェル投資家を結ぶネットワークとして、1996 年に ACE-Net (The Angel Capital Network) を開設させている。SBA (米国中小企業庁) がスポンサーと

なり、38 の地域ネットワークのオペレーターによりシステムは管理されている。オペレーターは各地域の大学や州立の起業家支援センターなどに委ねられている。このシステムはインターネットをベースとして投資案件を提示し、創業過程にある起業家と投資家を繋ぎ、迅速かつ低コストで互いの金融ニーズをマッチングさせる目的で設置されている。

起業家に提供される資金の規模は、多くのベンチャー・キャピタルで投資されている 1000 万ドルより少額の 25 万ドルから 500 万ドルの範疇となっている。また投資家は、SEC が定義する「自衛力ある認定投資家」²の要素を満たした者であり、個人の場合、純資産 100 万ドル以上若しくは、年収 20 万ドル以上の者とされている。

登録時には事業計画等の多くの情報を盛り込む必要があり、手続きに時間と費用が掛かってしまうことから、ACE-Net 設立当初の想定に比べ登録企業数が伸び悩むこととなった。その後、登録手続きを簡略化し、100 万ドルまでの資金調達においては略式フォームのみでの登録とする旨の変更を行なった。

投資家は企業選択において、業種、取引規模、発展段階等から検索し、基準に合致した企業があれば照会ができ、企業情報がデータベースから抽出される仕組みとなっている。このように ACE-Net が提供するサービスは、あくまでも投資家が企業検索できるデータベースの蓄積であり、投資起業家と投資家のニーズを積極的に照合していくといったものではなく、受け身的なシステムといえる。

他方で、米国には多数の民間のエンジェル・ネットワークも存在している。民間のネットワークの起こりは、インキュベーターという概念と、自らの生活地域への再投資を活発化させていこうという考えに端を発している。インキュベーターは元々、起業家育成プログラムの中から生じたもので、企業の初期段階の成長を支援し、援助を求めてくる起業家には、その地域の支援者に対し資金提供の働きかけをしてきていた。更にこの仕組みに、大学や非営利団体等が参画し始め、起業家と資金提供者を引き合わせる場として、フォーラムやコンファレンスが催されることとなった。これらの催しが活発に行なわれるのに合わせて、ベンチャー企業投資クラブが設立された。このクラブは形式に拘らないネットワークとして機能し、クラブ内の参加者のプライバシーは守られていたが、活動内容は公開されていて、外部との情報交換などが容易であったことから、クラブ同士の接触も増え、その結果、大きな民間ネットワークへと拡大していくこととなった。

公的なネットワークである ACE-Net と民間のネットワークを比較してみると、ACE-Net の 1999 年初時点での登録投資家数は約 800 人となっており、民間ネットワークである Technology Capital Network at MIT(TCN)に常時登録されている投資家数の 100~200 人よりも多くなっている。ACE-Net の登録投資家数が、MIT にあるネットワークといった好立地で、かつ 1984 年設立と歴史も有している TCN の規模を上回っていることは、公的ネットワーク設置の政策の効果を支持するものとなる。

しかし一方で、ACE-Net の投資家の多くが機関投資家でもあることや、いわゆるネット

² Regulation D の規則 501(a)により定義されている。

バブルが崩壊して株式公開が不活発となった 2000 年以降の活動が停滞しているともいわれていることから、この公的ネットワークがエンジェル投資家の求めているような、個人的繋がりの中なかで、積極的に起業家との接触機会を提供できる能動的なシステムにまで至っていないというマイナス面も指摘できよう。

3) エンジェル投資に対する税制優遇措置

米国では一定条件の小規模法人に投資した場合の税務的優遇を認めている。S-Corporation³制度と呼ばれ、小規模法人より生ずる所得に法人税を掛けない代わりに、出資比率に応じて当該法人の損益を個人株主に配分し、個人所得税として課税していく。つまり出資した法人が黒字の場合には株主の課税所得は増加し、赤字の場合には減少する。出資先法人に損失が生じた場合には、自らの所得との損益通算により節税のメリットを享受できることとなる。創業期には赤字となりがちな中小企業への個人出資において、税負担を軽減させ、リスクを取りやすくする効果があるといえる。

また、一定規模以下の中小企業⁴に対しては、売却時の損失を個人所得と通算できる措置も採られている。当該法人の設立時または増資時に株式を取得した個人が、株式売却時に損失を被った額の 5 万ドルまで⁵の通常所得との通算が認められている。

このように、個人投資家の中小企業への投資において、当該企業の保有時、売却時に税制上の優遇がなされており、創業段階でのリスクの高い投資に対して、個人所得と損益通算できるようにすることで、一定限度の救済を行なっているといえる。

3. わが国の創業支援策

1) 中小企業創業活動促進法の沿革

中小企業創業活動促進法（中小企業の創造的事業活動の促進に関する臨時措置）は、平成 7 年に中小企業の創業及び技術に関する研究開発等を支援するための措置として講じられた。中小企業の創造的事業活動の促進を通じて、新たな分野の開拓を図ることによってわが国の産業構造の円滑化と国民経済の健全な発展に寄与することを目的として設けられた法律である。

創造的事業活動とは、創業や研究開発・事業化を通じて新製品、サービス等の価値を生

³ S-Corporation の適用要件は株主の属性が米国居住の個人、又は個人のみが所有する信託等に限られ、株主数は 35 人以下とされている。

⁴ 対象となる企業の要件は、発行直後の資本金と余剰金の額が 100 万ドル以下の内国企業で、かつロイヤリティー、賃貸料、配当、利子、及び有価証券売却益の額の総収入に占める割合が、当該企業株式の売却損発生直前 5 年度中の 50% 未満である企業とされている。

⁵ 夫婦合算申告の場合は 10 万ドルまで認められている。

みだそうとする取り組みを指している。このような中小企業の創造的事業活動を支援するために、中小企業庁では都道府県との連携の下に、中小企業創業活動促進法による税制、金融を始めとした幅広い施策で対処できる体制を構築している。

平成 9 年の法改正においては、株式投資による企業創業期への資金供給の一層の強化を図るため、エンジェル税制の創設が盛り込まれた。更に平成 12 年には、その対象範囲を拡大することと、ストックオプションの特例を設けることで、研究開発等の事業計画の実施に必要な資金の調達や、人材の確保の円滑化を進めていくことも押し進められた。

2) 中小企業創業活動促進法の適用要件

中小企業創業活動促進法が適用となる特定中小企業者とは、①事業開始後 5 年未満の製造業、印刷業、ソフトウェア業又は情報処理サービス業に属する事業を営んでいる中小企業者、②売上高に対して 3% 超の試験研究費を計上している中小企業者③売上高に対し 3% 超の試験研究費等（新たな技術若しくは経営組織の採用、市場の開拓又は新たな事業の開始のための特別に支出される費用を含む）を計上している創業 5 年未満、又は 5% を超える試験研究費等を計上している創業 10 年未満の中小企業者等である。

①が「創業支援」、②及び③が「積極的に研究開発及び事業化を行う中小企業者に対する支援」と位置付けられており、①及び②に対して設備投資減税や中小企業投資育成株式会社法の特例⁶、③に対してエンジェル税制による支援措置を講じるものである。

3) わが国のエンジェル税制の概要

個人投資家が前述の③の要件⁷を満たす特定中小企業への株式投資に対し、譲渡により発生した利益並びに損失に税制上の優遇が受けられる措置である。制度の対象となる個人投資家の要件は当該中小企業と投資契約を締結していること、並びに払込により株式を取得していることとされている。当該株式投資日の翌日から 3 年を超えて保有し、上場等の日より 1 年以内に売却し、利益が生じた場合には、当該利益を 4 分の 1 に圧縮でき、また損失が生じた場合には、当該損失を 3 年間繰越できるものとする特例である。

また、これまでは個人投資家の特定中小企業への直接的な投資にのみ適用されていたものが、一定の要件を満たす投資事業組合⁸を通じた株式投資についても、平成 14 年度 4 月 1 日以降に払込により取得された株式を対象としてエンジェル税制が適用されることとなった。

⁶ 中小企業投資育成株式会社が行う中小企業設立段階での株式の引受による資金調達の支援であるが、中小企業創造活動促進法に基づき都道府県知事の認定を受けた場合には、「資本金 3 億円以下の株式会社」とする規定に特例が設けられている。

⁷ 更に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こと、未登録、未上場の株式会社であることの要件もある。

⁸ 任意組合及び投資事業有限責任組合であることとされ、匿名組合、人格なき社団等は対象外とされる。

4. わが国の制度における課題

わが国のエンジェル税制発足後 5 年間の適用件数は、約 220 件⁹とほとんど利用されていない状況である。

低調な要因として、特定中小企業の認定制度に関する点と、優遇税制の適用範囲に関する点が考えられる。更に今後の課題として「私募」に関する制度の見直しも指摘できよう。

中小企業創業活動促進法におけるエンジェル税制の投資対象先の要件には、試験研究費等の売上高比率が盛り込まれている。しかし米国の制度を確認してみると、こうした基準を設ける認定制度自体の必要性に疑問が生じてくる。前述のように、米国での被投資企業の資格は S-Corporation 等の企業規模や企業形態のみの要件となっており、投資対象となる企業の範疇を広げることで、エンジェル投資制度の拡充が図られているといえる。

その一方で、ACE-Net 等への個人投資家の参加資格に制限を設けることで、リスクの取れる経験及び、資産力豊富な投資家中心による企業選択を促している。つまり被投資企業の適用要件に成長型企业に類する基準を設けなくとも、投資家行動が利潤動機によるものであれば、自ずと成長企業へ資金が向かうこととなり、企業へのモニタリングも経験豊富な投資家の目線で行われることで、入り口で基準を設けなくとも十分にチェックできる機能を有しているといえるのである。このことは、わが国の特定中小企業認定制度の存在自体を見直すことへの示唆とも受け止められる。

また、創業間もないベンチャー企業への投資における税制優遇は、高いリスクに見合う救済措置として有効であるが、わが国のエンジェル投資に対する税制優遇措置が投資先企業株式の譲渡時のみとなっており、投資の結果に対して行われる措置では、投資誘発効果に限界があるといえよう。米国ではベンチャー企業への平均投資期間が 8 年と言われている中で、同様の制度が譲渡時のみではなく継続保有時においても、個人所得との損益通算を認めており、この点において、わが国の税制優遇措置は十分とはいえない。

更に、今後の課題として、ベンチャー企業の資金調達において一般的な「私募」による証券発行の枠組みの見直しを図ることで、多様な投資選好を有する多数の投資家への勧誘を促進させていくことが挙げられる。

通常、ベンチャー企業による証券発行は、有価証券報告書や目論見書の届け出義務のない「私募」の形式となっているが、「少人数私募」¹⁰以外に、債券のみに限定されている「プロ私募」¹¹の制度をベンチャー企業株式についても認めていくべきとする旨の指摘¹²もでて

⁹ 投資金額では約 4 億円である。

¹⁰ 「少人数私募」とは人数基準により、50 人未満の者を勧誘する場合で、かつ多数の者に譲渡される虞が少ない場合の発行形態を指す。

¹¹ 「プロ私募」とは属性基準により、適格機関投資家を勧誘する場合で、かつ適格機関投資家以外に譲渡される虞が少ない場合の発行形態を指す。

きている。即ち、ベンチャー企業の資金調達に焦点を当てた望ましい「私募」制度の構築を目指すためには、投資家の属性を加味したものとすべきであり、特に「プロの投資家」である適格機関投資家においては、リスク許容度も高く自己責任原則が徹底されており、投資家保護の観点からの開示義務を課すことの必要性は乏しく、相対による自由な取引を解禁すべきであるという趣旨のものである。

一方、「少人数私募」についても勧誘人数に期間通算規定¹³があることで、緊急の資金調達に対して機動的な対処ができなくなるとの懸念もでてきており、成長段階で頻度の高いファイナンス活動に支障をきたす可能性も指摘されている。

また、仲介活動の側面からも「私募」の勧誘に関する整備が課題となってくる。エンジェル・ネットワーク運営者の仲介活動が「私募」の取り扱いと認定されれば、証券業登録が必要となることから、参入が阻害される可能性もでてくる。仲介活動が証券の売買を成立させるためのシステムやサービスを提供しないことが明らかな場合には、民間のエンジェル・ネットワークの活動が、証券業とみなされないことを明確化する制度運営が不可欠となろう。

このように、不確実性は高いが豊富な経験を有した投資家が参加し、また産業の活性化にも不可欠であるベンチャー企業の創業時への投資という事情を鑑み、制度の硬直性が障害とならないような対応が求められよう。

(杉岡 登志夫)

¹² 経済産業省 産業構造審議会産業金融部会中間報告で提言されている。(平成14年7月3日)

¹³ 「少人数私募」の人数基準は6ヶ月間の通算でカウントされる。つまり勧誘対象者が6ヶ月通算で50人以上となれば募集とみなされる。