

# 起業を妨げる規制

- 外資系ベンチャーキャピタルの視点 -

ウォーバーグ・ピンカス 深川 哲也

2003年2月12日

# ウォーバーグ・ピンカスはどのような企業か？

- プライベート・エクイティ提供の最大手の一社
- 30年前に最古のベンチャーキャピタルの1社としてスタート
- 30年間累計で450社の企業への投資経験
- 巨大な資本ベース  
投資残高 110億ドル、投資可能資金 50億ドル  
1件あたりの投資額は1,000万～5億ドル
- 産業セクター、企業の発展段階など幅広い投資機会を対象とする100名の専門家の集合体
- 卓越した運用成績
- ニューヨーク、シリコンバレー、ロンドン、ミュンヘン、香港、東京、シンガポール、ソウル、北京
- 日本では1999年4月から本格的な投資活動を開始

# ウォーバーグ・ピンカスの プライベート・エクイティ投資の特徴

- 投資先を厳選し企業価値を創出
- 投資対象企業への積極的関与  
取締役会への参加、戦略的インプット  
20～80%資本参加
- 長期的投資 5年以上の投資期間
- 資産の取得ではなく企業への投資
- 株式 利子や配当ではなく値上がり益を求める
- 投資家 日常業務のマネージャーではない
- 公開・未公開、経営権取得・少数株主いずれも可
- 社内、投資先経営陣、ファンドの投資家の利害の一致

# 日本での投資が難しい理由

1. 株主資本主義ではなく ステークホルダーによる共同体的経営
2. コーポレートガバナンスの欠如
3. 情報の開示の度合いの低さ
4. 原則自由ではない 法体系
5. 税務上の取り扱いの不透明さ

# コーポレートガバナンス・情報開示の欠如

- 米国：
- 株主総会での議決権の行使はERISA法で義務付け
  - 60日前くらいに詳細な議案を送付され、投資家が検討する時間があり、株主からの提案を議案とすることもある
- 日本：
- 議決権の行使は年金等運用委託者ではなく、信託、生保、投資顧問等で行う
  - 議案は6月総会の2週間前に送付され、詳細のディスクロージャーはない
  - 取締役は元従業員で外部取締役はほとんどいない
  - 取締役の報酬、役員の退職慰労金の内容が開示されないことが社長の人事権の源泉

# 商法改正により改善した分野

- 種類株式の発行の柔軟性の向上
  - 議決権制限株式の発行
  - 種類株主総会決議要項を定款で定める・・・(拒否権の設定)
  - 利益配当種類株・・・配当額ではなく計算式の記載
  - 強制転換付株式の発行(投資家ではなく発行体による強制転換権)
- スtockオプションの付与対象者制限の撤廃
- 1株あたりの資産規制の撤廃
- 授權枠上限の撤廃
- 公開前ファイナンス規制の撤廃

# 引き続き制度面の変更が必要な分野

- 最低資本金制度（株式会社は10百万円）
- 事後設立規制：現物出資による新規企業の設立が困難 設立2年以内1/20以上の資産の取得には裁判所が委任する検査役検査が必要
- 現物配当 PIK証券（現物支給により利息や配当が支払われる証券）の取り扱い
- 会社分割 合併における議決権株式以外の交付
  - 子会社株式、転換社債、優先株
  - キャッシュアウトマージャー（吸収合併で存続会社の株式ではなく現金を交付）
- 会社分割の際の包括承継の例外規定が第三者に対抗できるか
- 銀行取引約定書の金融機関による担保設定権が債券市場の発達を阻害