

総合科学技術・イノベーション会議  
第4回 イノベーション・エコシステム専門調査会

1. 日時 令和4年4月25日(月) 14:59~17:08
2. 場所 オンライン開催  
サブ会場：中央合同庁舎第8号館6階623会議室
3. 出席者 (イノベーション・エコシステム専門調査会 委員)  
上山隆大会長、菅裕明委員、富山和彦委員、佐藤久恵委員、  
有吉尚哉委員、南場智子委員、綱川明美委員、米良はるか委員、  
宍戸善一委員  
(ヒアリング)  
Yigal Erlich氏、Steve Penfold氏、諸永裕一経済産業省経済産業政策局産業創造課長  
(内閣府)  
松尾泰樹事務局長、米田建三統括官、井上諭一事務局長補、覺道崇文審議官、合田哲雄審議官、大月光康参事官(イノベーション推進担当)、當間重光参事官(大学改革・ファンド担当)
4. 議題 (1) 世界に伍するスタートアップ・エコシステム形成に向けた論点(GP, LP関係)  
(2) スタートアップ・エコシステムの強化~GP, LPからの視点~ 【海外VCからのヒアリング】  
・Yigal Erlich, Yozma Founder,  
Chairman & Managing Partner  
(3) スタートアップ・エコシステムの強化~税制~ 【海外弁護士からのヒアリング】  
・Steve Penfold, Tapestry Managing Associate  
(4) スタートアップ支援について~資金供給面での経済産業省の取組~ 【経済産業省からのヒアリング】  
(5) 世界に伍するスタートアップ・エコシステムの形成につ

いて（素案）  
（6）その他

【配布資料一覧】

- 資料 1 世界に伍するスタートアップ・エコシステム形成に向けた主な論  
点（案）（事務局提出資料）
- 資料 2 スタートアップ・エコシステムの現状と課題（事務局提出資料）
- 資料 3 VC and Successful Eco-System in Israel (Yigal Erlich提出資料)
- 資料 4 UK tax incentives for start-ups (Steve Penfold氏提出資料)
- 資料 5 スタートアップ支援について～資金供給面での経済産業省の取組  
～（経済産業省提出資料）
- 資料 6 世界に伍するスタートアップ・エコシステムの形成について（素  
案）
- 資料 7 宍戸委員提出資料
- 資料 8 伊藤委員提出資料
- 資料 9 今後のスケジュール

## 開 会

### 【上山会長】

皆さん、お忙しい中御出席を賜りまして、誠にありがとうございます。ただいまから第4回のイノベーション・エコシステム専門調査会を開催いたします。

まずは、事務局から本日の出席者と資料について説明をお願いします。

### 【當間参事官】

本日は委員の皆様のほか、有識者及び役所からの説明者といたしまして、イスラエルより Yozma Founder, Chairman & Managing Partner の Yigal Erlich さん、英国より Tapestry Managing Associate, Steve Penfold 弁護士、経済産業省経済産業政策局産業創造課長の諸永裕一課長にも御参加を頂いてございます。

イギリスでは朝7時、イスラエルでは朝8時という早い時間にもかかわらず御参加いただきまして誠にありがとうございました。

続きまして、資料の確認でございます。

事前に資料1から9までをお送りさせていただいております。不備などございましたら、お知らせいただければと思います。

事務局からは以上です。

### 【上山会長】

ありがとうございました。

それでは早速ですが、本日の議題に入ります。

議題1、世界に伍するスタートアップ・エコシステム形成に向けた論点（GP、LP関係）でございます。

事務局から資料1と2に基づいて、説明をお願いします。

### 【當間参事官】

資料2を御覧ください。

20ページ目を御覧ください。

今回、成長資金の出し手ということで、LP出資者の構成ということでございまして、こち

らはもう出させていただいています資料でございますけれども、米国では長期資金ということで、大学・財団、年金がLP出資者の65%を占めると。

他方、日本では事業会社、金融機関が9割を占めており、米国のような機関投資家の割合はごく僅かということでございます。

次の21ページ目ということでございまして、我が国の機関投資家の投資状況の比較でございます。

諸外国では、分散投資のリスク低減等の観点から未上場株式投資を積極的に推進しているということでございますけれども、我が国では債券・株式の投資が中心ということで、諸外国と比較すると分散投資を企図いたしましたオルタナティブ投資への割合というのが相対的に少なくなっているという状況でございます。

24ページ目でございますけれども、機関投資家からの国内VC投資については種々の課題があるということで、我々国内有識者等、十数名以上のヒアリングということでまとめてございますので、御参考に頂ければというふうに思っています。

25ページ目でございますけれども、その中の一つの御意見の中で公正価値評価についての御指摘がございました。ここの中につきましては、グローバル標準のガイドラインについては市場価格がない場合でも公正価値評価を求めていると。我が国では、市場価値のない株式等については、取得原価の適用も妨げないということとしているということでございます。

26ページ目でございますけれども、スタートアップがIPOした後ということで、我が国の場合は、成長し続けるスタートアップは限定的との指摘がございました。

スタートアップ成長のためには、マザーズ上場をゴールとしないクロスオーバー投資家——具体的には機関投資家等の更なる参入が必須ということで考えてございます。

27ページ目以降は、いわゆるVC、GPの論点でございまして、基本的に成長スタートアップの量産につきましては、このVCの質・量の充実というのは、かなり大きいとの指摘があるところでございます。

三つ目のポツでございますけれども、我が国VCは質・量ともに向上してはいるものの、グローバル市場で活躍するスタートアップを輩出した経験ということが少ないということに加えて、分野の専門性が不十分との指摘もございます。

こちら、27ページ目の日米比較を見ていただければと思いますけれども、ファンドのサイズにつきましては、特にレイターとか、その辺の段階を含めてファンドのサイズの桁が一つ、日本の場合少ないといったような状況でございます。

28ページ目でございますけれども、VC投資額というのをステージごとにどのような投資がなされているのかということと比較したものでございます。米国等につきましては、レイター投資額の割合が大きいものに対しまして、日本はシードあるいはシリーズAといったような比重が大きいというようなデータでございます。

29ページ目でございますけれども、経団連が5年後に10兆円という投資額にすべきであるということで、その場合の試算ということでございますけれども、日本のVC投資額を10兆円に拡大する際は、当然全てのステージでの投資額を増加させる必要があると。他方、世界のステージごとの投資額割合と比較をすれば、プレシード、シードといった段階に加えて、ミドル、レイターなどスタートアップを大規模に成長させる段階での投資の拡大が必須なのではないかというふうに考えてございます。

次のページでございますけれども、こうしたVCのマーケットを拡大させる観点からも、公的資金のリスクマネーということについては一定の意味があるということで、現在もこういうものが存在をしているということでございます。

31ページ目以降は、VCマーケットの拡大においては、現在の日本のVCの状況を踏まえれば、海外VCの呼び込みというのが非常に重要ということでございますけれども、現時点においては拠点というのが日本にはない状態でございますし、32ページ目、Yozma、韓国などで行われているような、政策としてのVC呼び込み施策ということも日本では未実施ということでございます。

33ページ目、34ページ目はイスラエル、韓国の事例ということを付けさせていただきます。

最後に、49ページ目でございますけれども、最近のエコノミストの記事で、世界のスタートアップ都市についての記事がございましたので、そちらも要約をする形で付けさせていただきます。

本日はこのような成長資金をどうやって出すか、あるいはVCをどう質・量を上げるか。それと、前々回、Paidyの杉江さんから、ストックオプションについてはまだ十分なインセンティブになっていないというお話がございましたので、その辺でヒアリングも予定してございますので、そうした点を中心に議論いただければと思っています。

すみません、以上です。

#### 【上山会長】

ありがとうございました。

本日のLP、GP出資の問題と、それから税の問題はとても本質的な論点になると考えております。

それでは、続きまして議題2のスタートアップ・エコシステムの強化～GP、LPからの視点～海外VCからのヒアリングについてでございます。

この議題については、Yozma Founder, Chairman&Managing Partner, Yigal Erlichさんから御説明を頂きます。

Yigal Erlichさんは、イスラエル産業貿易省の主任科学者を務められた後、1993年にYozmaの設立に関わり、その後、イスラエル・ベンチャー協会会頭、イスラエル国立研究開発評議会副会長、ロシア・ベンチャーキャピタル社の取締役等を歴任され、現在もYozmaのChairman&Managing Partnerを務められております。

それでは、資料3を用いてYigal Erlichさんから御報告をお願いいたします。

それでは、20分間のプレゼンテーションをお願いいたします。Erlichさん、お願いします。

#### 【Yigal Erlich氏】

ありがとうございます。それでは、私の方からイスラエルの成功ということで、エコシステムをどのように創ってきたか、イスラエルは960万人しか人口がありません。

しかし、1人当たりのGDPというのは高くなっております。43万ドルという、まあ、3,000ドルということになります。

そして、R&Dの投資ですけれども、4.9%、GDPの4.9%ということで、世界で一番高いということになります。

現在、1万1,000のテクノロジー分野の企業がイスラエルにはあります。100社以上がIPOを行っております。ナスダックで取引されております。

イスラエルでは、400近くの国際的な企業が現在あります。これについては、後ほどお話ししたいと思います。

ではVC、またエコシステムをどう構築してきたかでございますけれども、メインエンジンですが、70年代、チーフ・サイエンティスト・オフィスで始まったております。特に小企業、スタートアップ企業向けのもの、それから技術を開発するような、そういった種類の企業に対してです。

この濃い青の部分ですけれども、もともと70年代当時の計画でありますけれども、50%まで各社内のR&Dのプロジェクトに補助金を出すというようなプランでした。このプロジェクト

の目的といたしましては、コアの新しい技術をイスラエルにおいて開発をしようというものでした。今では、より多くのプランができ、また現在ではInnovation Authorityというような機関の名前になっておりますけれども、4億ドルにまで拡大をしております。年間当たりの予算です。

ポリシーですけれども、政府の方で明確なポリシーを持って、そして投資また起業家精神を支援しております。

それからまた90年代以降、税金面での優遇策、あるいはまた税金免除といったものを外国投資家に対しても提供しています。

また、インキュベーターのプログラムを始めております。それから、Yozmaのプログラムを始めました。これはこの後、お話をさせていただきます。

インキュベーターですけれども、我々が最初の15年間で学んできた教訓ですけれども、まず最初に24のインキュベーター、全国的に始めました。これは政府が開始をしたわけです。そして、これはパブリック、プライベートの共同というような形で始めました。そして、予算の85%までプロジェクトに対しまして補助金を出しました。これによってスタートアップの数は新しいイノベーションを目指して増えたわけです。

こちらに示しておりますように、その当時、15年の間に1,000以上のプロジェクトがインキュベーターから成熟をいたしました。そして、プロジェクトの60%は資金調達をほかの資金源からも行っております。そして、失敗したところもあり、40%はまだ存続をしています。

政府がYozmaを開始した当時ですけれども、幾つかキーファクターとして、ベンチャーキャピタルの業界を育てていくためには有用になると考えました。それまでは全くこれは存在しなかったわけですが、やはり起業家精神の環境、それからチーフ・サイエンティスト・オフィスということで政府が支援をするということ。それから、プロフェッショナルなマネジメントを求めました。また、プロフェッショナルな投資家も必要であると。

考え方といたしましては、ファンドを作りまして、そしてそれがうまくいくというようなことが示せば、それでこのサクセスストーリーができてくる。そして、それによってベンチャーキャピタルが産業全体として育っていくだろうと。これはもちろん常に運ということも伴いますけれども。

イスラエルの考え方といたしまして、このベンチャーキャピタルを育成を始めた頃でありますけれども、まずはやはり起業家精神が必要である。そして、十分な技術的な専門性がそれぞれの分野で必要であると考えました。

そこで政府は、まず介入をした上です。ベンチャーキャピタルというのはリスクのあるビジネスです。誰も投資をした資金を全部失いたくはない。ですので、マーケットとして政府がアクションを取りまして、カタリストとして、リスクのある産業、これを育成しようとしたわけです。

それから、また一方で政府は直接的には関与はしないということで、Yozmaという、これは政府の100%、政府所有の企業を立ち上げました。そして、そこを通じてファンドを確立する。これはファンド・オブ・ファンズという形で、この企業が機能したわけです。

そして、まず最初に間接的な投資をこのファンドを通じて企業に対して投資をしました。それから、またその場合、政府がビジネスからバイアウトする際の条件について、イグジットの条件も事前に決定されました。それから、またそのファンドに関しましては資金は出すんですけども、政府はコントロールしないということも決まりました。

一方でベンチャーキャピタルの方ですけども、資金を調達をする。これは民間部門で調達能力があるということ。それから、投資を的確に選択をする。また、その投資のマネジメントを行って、そしてイグジットのための価値を構築していくということで役割をそれぞれ持ちまして、このYozmaのベンチャーキャピタルが始まりました。

これは当時、我々専門性がありませんでした。ですので、外国からの投資家を呼び込みました。1億ドルが政府からアロケーションされまして、そしてその投資家、10個のファンドで我々政府の方は800万ドル持ちまして、そして我々はコントロールはしない。しかし、ファンドに対してオプションとして5年という期間で明確なフォーミュラに基づいてイグジットをするというようなことを取り決めたわけです。

5年後、民営化されます。といいますのも、この設立された資金というのは、これによってもう政府の持分の株式を買い上げるというわけです。ですので、この期間たちました後はプライベートのファンドになりました。

こちらがサイクルを示しております。Yozma、あるいは政府の行ったものですけども、マーケットでうまくいかないということを確認した上で、そこでこの1億ドルで介入します。そして、政府が設立する企業というものを作りました。それから、このビジネスのイグジットというのはコンディションをきちんと決めたわけです。1億ドルで投資をいたしまして、政府へのペイバックというのは1億ドルを上回りました。ですので、政府は当初の目的を果たしたのみならず利益も上げたということになります。国として利益もあったわけです。

このような動きの影響ですけども、もちろん運が必要です。ちょうどそのタイミングとい



うことがあるわけです。90年代の初めというのはマーケット、その当時は非常に新しい企業に対して投資を始めるということでは良い時期だったわけです。90年代、そのマーケットというのはかなり強力だった。ですので、我々はある意味運があって、非常に短期間に幾つかの優れた企業の成功例というのを出すことができました。

しかしながら、マーケット、経済全体で見ますと、私ども94、95年頃、Yozmaが参画をし始めたわけですが、マーケット、その後かなり大きくなっています。そして、クリティカル・マスベンチャーキャピタルのマーケットということでは形成する必要があったわけです。

このファンドが始まった後、10年後でありますけれども、トータルの投資金額ですが、これはYozmaのみならず、ほかのファンドも合わせまして160億ドルでした。また、イスラエルではM&Aの動きが非常に活発に90年代行われました。ですので、230億ドルがこの企業をIPO、あるいは外国に売却するというような形で利益がありました。

それから、またIPOでは60億の資金調達があり、合計で10年間で450億ドル、Yozmaのスタート後、資金が調達されたわけです。

それから、ライフサイエンスですが、イスラエルは余り強力ではありませんでした。このように小さな割合のみが投資をされてきたわけです。やはり政府がアクションを取って2,000のディールを行い、また特別なファンドをライフサイエンス分野ということで創設をしました。

それから、その当時、別の現象といたしまして、多くの国際企業がイスラエルへと入ってきました。70年代、80年代は非常に少なかったわけです。基本的には安い労働力を求めて、また多様性であるとか、あるいはまた教育の水準というようなことで来たわけですが、90年代に入りますと、優れた小さな企業が随分増えてきました。そこでマーケットは大きな企業にとっては魅力が増してきたわけです。小さなイスラエルの企業を買って、そしてそこで社員も確保し、そして知的レベルの高い労働力を生かしてビジネスをしたと。

そして、今日は400ぐらいの国際的な企業というのがイスラエルにずっといて、そしてR&Dをイスラエルで行う、そして製造をイスラエルで行うと。ほとんどのこういった企業というのは、より小さなイスラエルの会社を買収するという形で入ってきたわけです。

現在のマーケットの状況ですが、非常に強い形になっています。去年ですけれども、ファンドとしては256億ドルをイスラエルの企業に投資しています。

このファンドですけれども、資金というのは主に国外から来ています。大体イスラエルで投資される額の、このぐらいの率が海外からの資金だということが分かります。

それから、イグジットというのも非常に堅調でした。御覧のとおりでして、全部で7年で1,000億ドル以上がこういったバイアウト、M&A、NPOという形で行っています。1,000社ぐらいがこういったことをやっているということが分かります。

では次に、私の方に特に力を入れて話をしてほしいと言われた点についてお話ししたいと思います。

これは、このビジネスのどういったところがお役所主義的な、ビューロクラシーであったかということです。そして、政府のプログラムとして、Yozmaの前はこれはいまうまくいかなかったInbalですけれども、これについて話したいと思います。

Inbalのプロジェクトというのは、政府がギャランティーするというプロジェクトでした。なぜ失敗してしまったかということですが、主に投資家に対して保護を提供する、つまりダウンサイドの保護を提供するということになると、投資家に対してロスが出た場合には保証しますよというふうに言うわけです。ロスの70%、80%ということになると、余り良い投資家が集まらないというのが一つ目。それから二つ目として、投資家自身がちゃんと真剣にやらないということです。つまり、保護される、守られるということが分かっているわけですから、そういったリスクを取らないということになってしまいます。こういった理由から、このプログラムは失敗しました。

そのほかにも、こういったプライベートなマーケットのエクスポージャーがある。特にファンドで投資をする。例えばスタートアップとかに投資をするということになると、最初は利益が出ないわけですから、ロスしかないということで、そういったところに株式市場でまず最初に入るというのはなかなか考えにくいわけです。ですから、忍耐力がない人たちは数年でもうやめてしまうということで、これは会社にとって健全ではないということでした。

また、メカニズムとしてこういった適切なマネジャーを選ぶとか、又はその経験のある投資家というのがいなかったということもありました。ですから、クリティカル・マスが集まらなかったわけです。そして、数年たったところで政府はこのプログラムをやめようということになりました。

当時、私はこのプログラムに関与をしていたんですけれども、最も重要な理由として、このプログラムを政府がやめたかという、余りにもこういった官僚主義的であるということを知ったわけです。特にこれは財務省がやっていたんですけれども、民間の人たちに対して保証する際には、たくさんのそういった官僚主義のようなことがあると適さないということで、このファンドを作るためには非常に時間が掛かり、そしてその後政府は余りにもコントロールを

しようとしたということで、うまく機能しなかったわけです。

なぜ、こういったビューロクラシー、官僚主義が問題かということですが、まず最初に公的資金というのはもっと慎重にやらなければいけない。また、余りにもたくさんの意思決定者がいて、なかなか決定ができない。それから、時には政治的な観点も考えなければいけない。そして、政府は常にコントロールしたいというふうに考えてしまう。そして、政府の場合には実行のためのインセンティブがないということ。それから、失敗したくないという恐怖心が恐らく民間部門よりも強いということが挙げられます。

では、なぜYozmaが成功したかということですが、これは今の一つのコインの別の側と申しますか、ということになります。この成功にとって重要な要素というのは、このYozmaのミッションというのがありました。ベンチャーキャピタルマーケットを作るというのが使命であったわけです。起業家というのが優れた環境で、そこでクリティカル・マスを作っていく。そして、アイデアとか、又はスマートキャピタルということで賢明な資本を集めていく。そして、十分な形にして、そしてもっとベンチャーキャピタルを誘致するということがあったわけです。

ベンチャーキャピタルを誘致するという考え方ですが、ベンチャーキャピタルのサイクルというのは経済にとって重要であるということで、ここを見ていただきますと、ベンチャーキャピタルには三つのタイプのアベイラビリティがあります。

まず一つ目として、資金を調達するということ。

二つ目として、どこに投資をするかということを考えるということ。これはつまり、十分な会社がないといけない。つまり、ベンチャーファンドがそこから選べなければいけないということ。

それから三つ目というのは、その会社というのをお金をちゃんとリターンを上げられるようにする。つまり、イグジットができるようにするということです。投資家が投資からイグジットして利益を上げられるようにするということになります。利益をするために投資をするわけですから、こういったファンドで、こういったサイクルがなければいけないということでした。

なぜYozmaが成功したかという、短期的に私たちとしては、このサイクルというのを作ることができたわけです。クリティカル・マスを最初に作れたということなんです。

ベンチャーキャピタルは、よりゆっくりとした形でスタートするということではいけなかった。政府がより短期的に触媒のような役割を果たして、そしてうまくいくことができたということなんです。

政府の政策というのは、早く実行するということでした。そして、最低限の官僚主義だった

ということ。Yozmaとそのほかのパートナーが、まあ、アメリカから選ばれたところが多かったわけですが、エキスパートなパートナー。そういったところが拒否権を持って、もちろんファンドとしてはイスラエルの会社、イスラエルの技術に投資をすることでした。そして、協力というのがあったと。グローバルなプレーヤーの協力というのが私たちにとって非常にプラスであったということです。

グローバルなプレーヤーというのはお金を入れるだけでなく、専門知識もありますから、あとネットワークがあるということで、これはスタートアップにとってはプラスだったわけです。

では、日本について少しだけ付け加えておきたいと思います。私自身、世界銀行が行ったエコシステムについての資料を読みました。日本・東京について話をしていましたが、幾つかのレポートの中の現状がありましたけれども、全てについて日本というのは、まだ十分国際的になっていないということが書いてあります。ベンチャーキャピタルにとってのグローバルマーケットではないということです。もう既に皆さんは御存じだと思いますけれども。

ですから、まずは日本というのは非常に強く、そして技術も進んだ国であると。しかし、リスク投資というのが、やはり失敗を嫌ってしまうということで、やはり失敗を受け入れるということ。それからコミュニケーションというのが非常に重要になります。特に言語という意味です。グローバルになるためには、これが重要になります。

あと文化的な点もあります。国によっては、ほかの国に参加をするというのをためらってしまうといったことがあると思います。ですからグローバルであるためには、最初からグローバルになるということが重要だと思います。それができれば、日本というのは恐らく投資に関しても、ベンチャーキャピタルに関してもリーダーになれると思います。グローバルなこういった姿勢が身に付けばできると思います。

ありがとうございました。

#### 【上山会長】

どうもありがとうございました。

このセクションに、あと少しだけ時間がありますから、質問等をまず頂きます。それに基づいて、次のトピックにいきまして、最後終わった後に、もう一度全体の討議をいたします。

同時通訳が入っておりますので、日本語でも結構です。どなたでも結構ですから、お手をお挙げください。今最初に挙げた宍戸委員、どうぞよろしくをお願いします。

**【宍戸委員】**

ありがとうございます。

Erlichさん、Yozmaの成功のキーポイントについて教えていただき、ありがとうございます。  
二つ質問がございます。

まず最初の質問ですが、Yozmaが公的な資金を投入する先のベンチャーキャピタルはどこを選ぶのでしょうか。チーフ・サイエンティスト・オフィスというお話が出ましたが、誰が、またどのようにして、公的な資金の投入を受ける先として、どこが良いかを判断するのでしょうか。

二つ目の質問ですが、イスラエルは失敗の経験がInbalでおありになって、それは官僚主義的な側面があったのが要因だというお話がありました。なぜ、またどのようにしてこの官僚主義的な問題をYozmaでは排除できたのでしょうか。ほとんどの国でそれはなかなか大変だと思うのですが、イスラエルでできたのはなぜでしょうか。

**【Yigal Erlich氏】**

まず最初の御質問ですけれども、このファンドの投資先、どこを選ぶのかですが、これは申し上げましたように政府が企業を作ったわけです。この政府の企業ですけれども、これは政府とは違います。といいますのは、企業体ということで、やはり利益志向型の組織なわけです。Yozmaは政府によって作られましたが、しかし、やはり損失を出すのではなく、利益を出すということ、これが求められました。もちろん、政府のミッションもあったわけですが。

その当時、ベンチャーキャピタルは全くなかった。ローカルの企業、あるいは投資家でファンドを始めたいというようなところはなかったわけです。ですので、企業が資金を得られるのは、このチーフ・サイエンティスト・オフィスのところだけでした。そして、これは政府の方から研究開発に対して出している唯一のファンドでした。ですので、そこで専門家を見つける。これは世界中のファンドで、イスラエルに来て仕事をしたい、我々と新しいファンドを確立していきたいというところを求めて、外へ出て、そういったところを我々は探しました。

私自身もアメリカ・ボストンへ行きました。そして、Adventという会社と話をしました。その当時はプライベートエクイティの企業で、20億ドルの資金を持っていました。そして、彼らに対してイスラエルに来てほしいという説得をしたわけです。そういう希望はなかなかなかったんですけれども、しかし、資金を投資するという際に、やはり選びたいわけです。ただ、我々の場合は、我々の方から出て行って、そして話をして、何とか説得をする。これは我々が

資金を出しますということだけではなく、これはトータルの40%を持つわけですが、それだけではなくて、利益がありますよと。すなわち、我々成功、よりアップサイドがあった場合に、それは取ってもらえる、あるいはまた損失に関しましてはある程度の保護措置を講じたわけです。

そして、ベンチャーキャピタルということで、政府が一部入ることによって成功は我々、政府持分の株式を買うということで、もちろん投資をする、その金額のリターンもあるんですが、それプラス、そういった部分も率として付いてきますというような話をしたわけです。

そして、そこで我々、簡単ではありませんでしたけれども、しかし、優れたパートナーを探しました。本当のビジネスということでは、最初のファンドで我々、このAdventと一緒に作ったファンドはYozma、Advent、プラス、ローカルのパートナー企業が入った。これは投資の会社ですけども、そういうところが入ったファンドでした。そして、それをマーケットが認識をし始めると、今度は我々これを拡大していった。需要も増えてきたわけです。我々は少なくとも最初の、一番先に選んだ、そのレベルにある、そういった相手先を探しました。結果として、その後10ファンドを作ったわけです。

そして、そうなりますと、もう政府だけで続けていくということではできません。最初から我々、このプランというのは1年はオープンで、そしてこれは2年目は延長し得るけれどもということでは最初から言っていました。

これでお答えになったかと思いますが、御理解いただきたいのは、その当時の環境というのは、我々は相手先の企業に、是非イスラエルに来てやってほしいという、そういう説得をするというようなことが必要だったということです。

それから、2点目の御質問ですけども、官僚主義をどのようにして排したのかという御質問ですが、これはもちろんなくすことはできません。特に政府であればです。しかしながら、努力はできます。なるべく官僚主義を少なくすると。公的な資金を使うわけですから、官僚は必要なわけです。慎重に使う、そして適切な場所、適切な先に資金を使っていくという必要があります。しかしながら、ビジネスに対して、そのビジネスというのは迅速に動く必要があります。リスクも取る必要があります。そこに官僚主義が入るのは困ります。ですので、そこを理解する必要があります。Yozmaもそれを理解していました。それが現実であると。

そこで、パートナーに対しましても、まず我々、中のビジネスには我々は介入しませんと。日々の日常のどのぐらいのサラリーを払うとか、そういったことには介入しませんと。しかし、ある一定金額のマネジメントのフィーのみ我々出しますと。

そして、それからマネジメントの選択に入りました。このファンドのマネジメントに当たっては我々の同意なしにはその人を選ぶということはできないという取決めでした。

それから、またその投資に関しましては、ほかの人たちも併せて投票権がある。しかし、同時にまた拒否権も我々は持っていました。企業に対して、やはりイノベーションを技術で示す必要がある、イスラエルで。そして、またその技術の分野でないような、いろいろな技術がありますけれども、やはり技術の分野に限るということで、それ以外の分野には投資はできない。例えば不動産のような投資はできないということは明確にしていました。

それで我々、私たちと、それからパートナーとの間でこれを始めたわけです。

ケースとしては、私たちがこのパートナーの企業への投資のアイデアに対して、それに異議を唱えなくてはならないようなケースはほとんどなかったというふうに記憶しています。すなわち、我々のポリシーにそぐわないから、合わないからここは駄目だというふうなケースは非常に少なかった。というのは、もちろん、我々がコントロールできないからというようなことでは拒否はしません。

それから、またその財務を確認し、資金の使い方も確認しています。これファイナンスのコミッティーがありまして、その委員会がチェックをしていました。ですので、日々その支出についてはフォローアップをしていました。

そして意思決定に関して、それほど介入しないようにするという一方で、ある程度の自由を与えていました。民間の企業と同じような形でということです。

これで大体お答えになりましたでしょうか。

#### 【上山会長】

ありがとうございました。一つ質問が富山さんからErlichさんに出ています。

富山さん、どうぞ。

#### 【富山委員】

実は私も20年前に政府系のファンド、10兆円のファンドを同じようにやっけていて、ビューロクラシーと戦うために2回辞表を書きました。結果的に介入は排除できたんで、そのファンドは成功したんですが、3年前に同じようなことをやって、それは残念ながら失敗しました。

そのときにすごく問題になったのは、Yozma自身のインセンティブ。要は、中で働いている人の報酬をどうするのか。成功報酬をどうするのか。あるいは、それが民営化することによっ

て、中で働いている人が利益を得ることをどうするのかというところで、すごくもめました。

政府のお答えがノーだったので、私たちは辞めました。なんですけれども、Yozma自身のそういうインセンティブ体系なり何なりはどうなっているのか。

それからもう一つは、Yozmaと組んだ相手方の、さっきおっしゃったマネジャーです。ファンドマネジャーのインセンティブ体系について、普通の民間と同じようなインセンティブを認めていたのか、認めていないのか。当時日本で行われた議論は、公的資金を使うんだから、そんなアップサイドインセンティブは出すなという政治的世論が強くて駄目でした。その辺はどうなっているのでしょうか。よろしくお願いします。

#### 【Yigal Erlich氏】

Yozmaに関しては、Yozmaで働いている人たち、まず最初は政府の会社でしたから、そうすると政府ということになるので、そういったサラリー、又は補償、又は条件というのは政府よりも良かったわけです。政府から政府の会社ということになると条件は良くなったわけです。ただ、インセンティブとして、ベンチャーキャピタルのファンドに関しては特にインセンティブはありませんでした。例えばパーセントとかオプションとか、そういったものはありませんでした。会社に関してとか、ファンドに関してですね。

ただ、ボーナスはありました。政府の会社の場合、例えば実行がうまくいった。そして、Yozmaの場合にはそういったエグゼキューションといったところをやったわけですが、ほかの組織であれば、そのエグゼキューションがよかったか、悪かったか分からなかったかもしれないんですけども、そういった意味で補償、コンペンセーションですけれども、グラントですとか幾つかのサラリーというのがあって、Yozmaが民営化されたときは、5年たったところで民営化されたわけですが、最初は政府の会社でしたので、公的な会社でしたので、それぞれ私たちは四つのサラリーをもらいました。四つの毎月のサラリーをもらったんです。これがコンペンセーション、補償だったわけです。これは十分だったかどうかというふうに聞かれますと、インセンティブとしてベンチャーファンドにとって十分だったかという、そうではありません。長い間そこにいることはできないので、そういった意味で政府というのはベンチャーキャピタルのオペレーションを長くやることはできなかったわけです。というのは、マネジャーをキープできなかったからです。

ですから、そこで働いてきた、例えば5年たったところで民間のファンドに行きました。事



実、私がこれを民営化したとき、私はプライベートなベンチャーキャピタルになったんです。私自身で資金調達をして、そしてYozmaにいたという実績を出すことはできたけれども、私はもちろん、Yozmaにいたからお金持ちになったということはありません。私は別にお金持ちになるためにそれをやったのではないので、最初からちゃんと仕事をうまくやり、そして成功してハッピーになることができれば、別の方向というか、別のチャンスが訪れるわけです。

イスラエルの場合には、やはり仕事を替わるのが一般的に好きなんです。恒久的に同じ仕事というのは珍しいわけです。

ちょっと強い言い方になるかもしれませんが、例えばキャリア。より良い仕事の条件とか、そういったものを人々は常に求めています。ですから、政府のそういった、政府で働いていて、そこから政府が運営している会社に行ったということであれば、プライベートなマーケットで、例えばその後働くということが出来る、また政府に戻るということもできます。そういった動きがあると、経済にとってもプラスになるんじゃないかというふうに見ています。

これでお答えになっているのでしょうか。何かほかにも御質問はなかったのでしょうか。

#### 【富山委員】

1点だけ。今の脈絡で、やっぱり時限できっちり5年で民営化するという点はすごく大きな意味を持っていたと思うんですけども、その辺はいかがでしょうか。

#### 【Yigal Erlich氏】

事実、政府が会社に関して、設立されたときに、これは最初は7年だけだということを決めていました。つまり、その寿命というか。政府が会社に対してローンを提供するんですけども、7年たったところで政府はそれを、ローンをYozmaから取り戻すということでした。ですから、成功したかどうか、それをもう。そこで閉鎖する。

なぜ5年でできたかという、そこにオプションがあったからです。ファンドに対して5年やると。そして、5年たったところで、また政府の分をバイアウトしてもいいという条件でした。ですから、10のファンドがバイアウトしたわけです。5年たったところでYozmaはこういった金利がありましたので、Yozmaとして政府に対してペイバックすることができた。最初の資金というのを、1億ドルを払うことができた。そして、更にそれプラスアルファでもらえたわけです。ですから、Yozmaはそれで成功したというふうに言われているわけです。

それがなぜ5年間でできたかということですが、これは私たちの運だったと思います。タイ

ミングがとてもよかったということです。先ほども言いましたけれども、最初に、94年、95年ぐらいからスタートしたわけですが、そして98、99ぐらい、2000年前にイグジットしたわけです。ですからファンド、会社に投資をしたファンドは会社がいいと、そしてバイアウトした方が価値があるということで、10のうち8がまだ所得はなかったわけですが、政府に対して、例えば800万ドルではなく1,000万ドルを払うということでバイアウトしたわけです。

#### 【上山会長】

ありがとうございました。大分クリアになりましたね。

一応Q & Aはこれで終わりたいと思います。

それから、Yigalさんはこのまま最後までお付き合いいただけると聞いておりますので、後の全体討議のところでも、もし質問があれば御質問いただければと思います。

では続きまして、議題3のスタートアップ・エコシステムの強化、これは税制の問題です。これもなかなかハードなトピックですが、海外の弁護士さんからのヒアリングを考えております。

この議題につきましては、Tapestry Managing Associate, Steve Penfold弁護士から御説明を頂けると聞いております。

Steve Penfoldさんは、イギリスの法律事務所であるTapestryの弁護士を務められており、企業・従業員向けの税制の専門家であり、日本の企業も含めて複数国での税関係の業務を行っておられます。

それでは、資料4を用いてSteve Penfoldさんからよろしく願いをいたします。

#### 【Steve Penfold氏】

ありがとうございます。

まず最初に、少し私について、それから会社の紹介をしておきたいと思います。

Tapestryですけれども、イギリスの弁護士事務所でありまして、特にグローバル企業向けに社員に対してのインセンティブプランなどでお手伝いをしております。インセンティブ分野の弁護士というのがイギリスにはたくさんおりまして、グローバルな企業に対してサービスを提供しています。

Tapestryでは日本でも活動しております。私たちは日本企業が、例えばストックオプションですとか、又はグローバルな社員に対しての様々な税制についてのサービスを提供しています。

日本企業に対して日産ですとかソニーですとかTDKですとか楽天ですとか、そういったところも私たちのサービスを使っております。

私自身に関してですけれども、Steve Penfoldと申します。私は、Tapestryのマネージング・アソシエイトです。75%、私の仕事は日本の企業をお手伝いするというような業務をしております。そして、私、この株式インセンティブの業務を行っています。

私は、税金のアドバンテージプランの投資家に関しての専門性があるわけではありません。ただ、実際の業務的にはかなり重なる部分がございます。ですので、今日この二つのトピックをカバーしてお話することにはなります。

今日のお話の内容ですけれども、二つ主にトピックとしてはお話をさせていただきます。

まず英国の政府のアプローチとして、税制優遇のインセンティブプランに関して。これは中小企業支援のためのものについてお話をしたいと思います。

そして、インセンティブ、二つお話をいたします。一つは、投資家のインセンティブです。それからもう一つは、社員、従業員向けのインセンティブです。

投資家向けのインセンティブといたしましては、Seed Enterprise Investment Scheme、それからEnterprise Investment Scheme、そしてVenture Capital Trustsがございます。それから、従業員向けのインセンティブといたしましては、Enterprise Management Incentive planというのがございます。

まず最初に、なぜ英国の政府はこのような税制優遇プランを提供しているのかでありますけれども、中小企業、例えばスタートアップであるとか、あるいはまだ収益を上げる前の企業はなかなか、より大きな確立をした企業との競争に苦戦をいたします。そして、マーケットにおきましても不利な立場に置かれています。

二つ、大きな不利益が中小企業にはあります。

まず、労働市場における不利益、不利な立場です。すなわち、非常にスキルの高い人材を勝ち取るということができない。それからまた、社外からの投資を呼び込むということも難しい。それによって会社の成長を阻害するということになります。

英国政府は、経済的な正当性といたしまして、ある一定の中小企業に対しては税制優遇措置を取ると。そうすると、イギリス経済全体としてネットのプラスの効果が期待できると考えたわけです。それを根拠といたしまして税制優遇計画が実施をされています。

それから従業員向けのインセンティブプランでありますけれども、政府はこの従業員向けの株式のインセンティブプランのベネフィットを理解しております。特に包括的な税制優遇策を、

多分世界の中でも最も包括的なものを持っております。そして、このEMIというのは2000年から行われておりますので、20年の歴史があります。

そして、もうこれはかなり確立された税制優遇プランになります。また、イギリスの場合には最もベネフィットがある、政府として行っているものになります。

まずは従業員のシェア・オプションのプランです。従業員に対して株式を将来的に取得するオプションを提供します。それによって全体の、親会社の株式も取得ができる。そして、これは税制面では優遇策が従業員に対してあります。また、しばしばこういったオプションというのはストラクチャーとしてイグジットオンリーのものになっています。すなわち、従業員はこの親会社のものを売却する形でイグジットをする。そして、その売却の際に従業員が参加をするということで、ほかの投資家と一緒に従業員も利益を得るというものです。

それから、従業員のオプションとしては、通常、所得税と社会保障費ですけれども、これはそこから得られたゲインに対しましては42%の税率となっています。EMIの下では、通常この利益ですけれども、キャピタル・ゲイン・タックス、CGTのみが課せられます。これは通常20%です。あるいは、場合によりまして追加のビジネス・アセット・ディスポーザルのリリーフ、事業資産処分の救済軽減措置が適用になるという場合は10%になります。それから、またオプション付与時の時価で行使価格が設定されます。ですので、小さな企業が大きく成長するというので、この行使価格というのは低くなります。それからまたオプション付与時でありますけれども、オプションが付与される際には、かなり大きなプラスになるということになります。そして、投資のリスクは従業員側にはないということになります。

それから親会社が、これ売却するときにより高い額になっている。で、オプションが行使される。そうすると、利益を得ることができる。しかし、これは通常の所得税は掛からず、キャピタルゲイン税ということになります。

実質的にEMIのオプションというのは従業員を投資家と同じポジションに置くということになります。しかし、投資のリスクは取る必要がないということになります。

また、従業員はそうなりますと、より成長の高い企業に、サラリーが低くても、あるいはまたprestigiousな仕事ではなくても仕事をしたいと思うようになる可能性があります。といいますのも、将来的に会社が成長すると、その株式が利益を得られるという可能性があるわけです。そして、中小企業にとどまるというようなことを好むということも出てくるかもしれません。

といいますのも、オプションはその会社を離れば失ってしまうということになりますと、

これはそこでの企業にとどまるという安定性にもつながります。そして、またさらに従業員は、モチベーションといたしまして、その会社を成長させようと、そして、また将来に投資しようという気が出てきます。

企業の側からいいますと、EMIのプランというのは、従業員にとっては、かなり税制優遇策になります。ですので、企業のタイプとして、このオプションをEMIのプランとして提供できるところはかなり制約があります。すなわち、会社の資産が3,000万ポンド以下のところのみ、また250名のフルタイムの従業員未満の数のところであるということ、それから別の企業のコントロール下ではないということ、それから英国でのパーマネントな設立をされている企業であるということ。

そして、また企業が取引できないようなものが、ここに五つリストを挙げておりますけれども、銀行であるとか農業、不動産開発や法律的なサービスの提供、造船を挙げておりますけれども、それ以外にも幅広く、この企業がこういったことはできないというようリストがございます。

また、EMIというのは非常に幅広く実施されております。といたしますのは、実施する上で企業に非常にアドバンテージがあるわけです。すなわち、まず最初、EMIを設定する際のコストは掛かりません。オプション付与、EMIの付与というのは全くコストが掛からない。そして、企業側にとりましては、このオプションを付与するという自体は全く無料でできるわけです。そして、通常、この従業員のオプションが行使をされるというのは、ここでは従業員は社会保障費13.8%、これは何らかのゲインがあれば行使されると、これがあるわけですが、しかし、EMIのオプション自体、これは従業員が社会保障費を払うということはありません。ですので、これは行使されるまでは掛からないということがあります。

それから、EMIのオプションというのは非常にフレキシブルです。ですので、特定の従業員だけ付与するということもできます。あるいはパフォーマンスの条件を付けることもできる。あるいはまた、退職すると失効するというようなことも可能です。

それから、また、よりサラリーが高い従業員に対して事実的これを付与するということもできます。ですので、中小企業でリクルート、ある意味ではリテン、モチベーションにも効果があるということです。

それから、また中小企業に対してイギリスの政府が提供しているベンチャー・キャピタル・トラストでありますけれども、これは英国ベースの企業で投資を行いたいというところです。

それから、このプランへのアクセスでありますけれども、これはタイプが限られております。

3種類あるわけですが、これはイギリス在住の個人であって、ほかの法人ではないということです。投資ができないというわけではないんですけれども、しかしながら、それが税制優遇の目的ではないということで、ベンチャー・キャピタル・トラストというのは、最初に95年に導入されました、そしてイギリスのビジネスへの投資を促進するために設立されました。そして、これはトラスト・カンパニーが、プロフェッショナルなマネージャーが運営をし、そしてその投資が行われているものです。そして、まだ未上場の小さな企業の株式に対して投資をするというものです。

また、イギリスではこういったベンチャー・キャピタル・トラストというのがたくさんありまして、こういったところが株をトラストから買うということができるようになっています。ですから、このやり方というのは、こういった株というのを小さな会社のものを手に入れることができるということになります。

では、投資家にとってこういったことなのかということですが、まずベンチャー・キャピタル・トラストというのは様々な企業に投資をすることができます。個人投資家は、したがって、分散投資ができるということです。

投資家というのはフロントエンドで、その所得税に関して30%のリリーフを得ることができますので、こういった税の控除というのを得ることができるわけです、自分たちの所得税から控除されるということになります。そうすることで、20万ポンドまでこれを行うことができます。

また、個人個人が配当に関しても所得税から控除されるということになります。また、個人投資家はキャピタル・ゲイン・タックスに関しても、その株というのを売却したときにも控除される、免除されるということで、個人にとって、それをトラストに入れることができるわけです。

信託会社の方ですが、VCTというのは、上場して、承認された取引所で上場されていなければいけないということで、また、どの会社に投資できるかという規制がありますので、小さな、又はアーリーフェーズのビジネスでなければいけない。フルタイムの社員が250人未満ということになります。

また、幾つかの条件をそこに出していますけれども、例えば資本の率として、一つの会社に投資をする場合には、その率に制限があります。また、このVCTのシェアに関しても、インカムがどれぐらい来るのか、それから少なくとも70%に関しては適格企業でなければいけない。そして、所得の15%以上をリテインすることはできないということで、もともとの投資家

に対して、これはリターンされなければいけないということになります。

次にお話しいたしますのは、二つのタイプの、投資家にとっての税の優遇措置ということになります。ベンチャー・キャピタル・トラストと違いまして、SEISからEISですけれども、こちらは会社自体が作らなければいけないということになります。つまり、会社、スタートアップ側がこういったプランというのを自分たちで作ることが必要になります。

これによって直接投資家に対して株を提供することができるわけです。投資家がファンドマネジャーを使ってベンチャーキャピタルに投資をするというのとは違ってきます。

SEISですけれども、小企業、中小企業が最初の一、二年の段階で使うものということになります。これに関してはSEISというのは起業家精神というのを刺激するためにスタートしたわけです。ですから、これが提供されているのは10年間だけということになります。これによって会社が資金調達ができるように、最初にビジネスを始めたときにそれができるようにするというものです。スタートアップ、グロースアセットが20万ポンドまでとなっています。また、2年未満でのビジネスをやっているということで、この場合のクオリファイングトレードというのは先ほどのEMIの場合と非常に似ています。ある特定のセクターではないというような条件というのがここに付いています。また、会社自体では20万ポンドまでの資産ということで、そして25人未満のフルタイムの社員ということになります。また、新規の普通株に対して、これを完全にキャッシュで支払うということ、また調達される資金に関しては3年以内で特定の事業ですとか、又はR&Dに従事することが必要になります。

投資家にとってこういったメリットがあるかですけれども、投資家はフロントエンドの控除を得ることができます。今回は投資の50%までということで、ただ最初の10万ポンドだけということになります。ある1年でということですが、しかし、個人の投資家はCGTは控除、免除となります。通常はこの株というのは少なくとも3年持った場合にはキャピタルゲイン税を払わなければいけないわけですが、もしも損失が出たと、会社が倒産したと、そして株を失ったといった場合には、そのロスに関しては所得税と相殺することができます。その年、又は前年度に関してです。ですから、このスキームというのは税制面の優遇の条件があるということになります。スタートアップに投資する場合の優遇策であるということになります。

それからEISですけれども、これはより大きな会社用ということになります。SEISよりもより規模が大きなところですが、成長サイクルに入ったところということになります。

EISというのは94年に導入されたもので、既存の投資を置き換えるものということで、EISはかなり昔からあるということになります。これは成長の段階にある会社の資金調達を助

けるということで、最大限500万ポンドを調達することができます。そして、トータルで1,200万ポンドまでということになります。必ずこの投資というのを最初のコマーシャルセールスの7年以内に受けなければいけないということになります。最初の7年間、実際の事業を始めてからということですが。

この条件としては、会社として1,500万ポンド以上をグロスアセットとして持つことはできないということになります。また、1,600万ポンド、その後、1,600万ポンド以上あってはいけないということですが。

また、250人未満のフルタイムの社員でなければいけない。

そして、これは先ほどと同じ条件でありますけれども、ある特定の事業を行っておかなければいけないということ。

また、新しい株式の発行によって資金を調達するという。これをキャッシュで払うということ。

そして、調達した資金というのは成長のため、また開発のため、そして投資家の資本というのはアット・リスクでなければいけないということになります。

投資家の観点からいうと、個人投資家としてはフロントエンドで、今回は30%、所得税の控除を得ることができる。しかし、100万ポンドまで投資することができます。

また、個人投資家はCGTも控除されるということになります。3年間株を持った場合。

また、ロスが出た場合には、この所得税から相殺される。その年、又は前年度のものと相殺されます。

では、日本に対してのレコメンデーションということでありましてけれども、まず社員に対してのストックオプションなどに関してであります。日本政府としては、より詳細にイギリスの経済的なケースについて検討していただき、これが日本にとっても合うかどうかというのを、税制面の優遇として意味があるかどうか検討していただきたいと思っております。

また、日本のシェアインセンティブ、それから雇用の特性についても考えなければいけません。というのは、日本の働く人たちというのは、やはりイギリスと文化が違うということですので、どのようにして働く人たちの動機付けをするのか、また社員の人たちがこういったメリットを理解できるのかということを考えなければいけません、EMIと同様で。

また、非常に法的な専門知識があるかどうかというのが重要になります。ですから、十分なそういった知識があつて、そしてこういったプランができるかどうか。これは会社にとって最初、ロールアウトするのがちょっと負担になります。



それから、最後に投資家の観点からですが、これは先ほどのレコメンデーションと非常に似ています。こういった投資家にとっての優遇策を提供する際には、果たしてこういった経済的なケースというのが日本に合っているかどうかというのを考えていただきたいと思います。

日本の場合は投資についても特性が違うということで、会社としてイギリスと同じようにこういった投資を求めているかどうか。また個人投資家の方がこういった投資をしたいというふうに思うかどうか。やはり、ある特定のそういった、法的な専門知識というのが重要になりますので、それが十分あるかどうかということを考える必要があると思います。

以上です。

では、何か御質問があれば、お答えしたいと思います。

#### 【上山会長】

どうもありがとうございました。

この問題についての御質問、まずお伺いしたいと思いますけれども、どなたでも結構でございます。日本語で結構でございますので。

特にちょっと法律関係のこともかなり入っていますし、なかなか難しい税制、税の問題です。どなたでも結構ですが、お手をお挙げいただければと思います。

このSteveさんの説明だと、たしかイギリスのケース、かなりもうちょっと我々の方でもレビューしないといけないということと、日本のカルチャー、文化、エートスとの問題の違いもありますけれども、この問題に関して御質問等、御意見ありませんか。

#### 【菅委員】

とても明確にこの税免除によりまして投資が加速をされた、また従業員も優遇策を受け、そしてスタートアップが促進されたというお話でありました。

ストックオプションについて、イグジットオプションということで、このお話の中で御説明が明確にあったわけですが、セカンダリー・マーケットの議論があります。ストックオプションについてはセカンダリー・マーケットでの売却はできない。そして、結果、税金の免除、あるいは優遇措置を、そういった形で受けることはできないというふうに理解しているんですが、イギリスにおきまして、英国におきましてはセカンダリー・マーケットのオプションというのはあるのでしょうか。

**【Steve Penfold氏】**

ありがとうございます。EMIのオプションは、このイグジット関連で非常に多く選ばれています。それはその企業がこういったものを持ちたいというのに非常によく合っているからです。企業としてイグジット、これを最終目標として目指しているわけですが、その際にそのオプションをイグジットのみにリンクしたような形で持たせて付与するというのは非常に合理性があるということです。

ただ、多くの企業がイグジット関連ではないオプションも選んでいます。通常のイグジット関連のオプションと両方あるわけです。

問題といたしましては、企業が例えば株式取引所に上場していない。そうすると、やはり株式はこのオプションを行使しても、従業員の方といたしましても、必ずしもこれが売却ができない。そうすると、そのゲイン、利益も実現することができないことがあります。

セカンダリー・マーケットに関しましては、これはオプション自体の取引のことをおっしゃっていますか。

**【菅委員】**

はい、そうです。

**【Steve Penfold氏】**

分かりました。

そうなりますと、基本的にはノーです。といいますのも、まずEMIのオプションでは要件として、これは取引できないというオプションになっています。それからまた、従業員の株式のインセンティブに関しましては全ての株式のオプションは、これは税優遇策なるものであっても、あるいはそうでないものであっても、これもやはり取引はできません。通常、例えば社会保障であるとか、あるいはまた財務サービスというような形で売却用に株式のオプションをオファーするということはあるんですけども、しかしながら従業員にこのようにオプションとして提供される株式というのは取引ができません。

そして、これは証券取引法の問題が出ます。あるいはまた財務の推進法のルールからも、投資家を守るという意味から、そこは取引ができないということになっています。ですので、これも全く従業員のインセンティブというものにおきましては、これは取引ができないということになっています。

**【菅委員】**

非常にクリアです。ありがとうございます。

**【上山会長】**

ほかに御質問ないですか。

なければ、私の方からもちょっとだけ。

例えばポリシー、方針として、英国ではこのような税控除、優遇策のスキームを持っている。これは非常に問題解決としては日本では難題で、それぞれ政府の部門でも議論が行われているところなんです。例えばEMIはこのスキーム、いつ政府の方では始められたんでしょうか。そして、その前後でいかがでしょうか。政策の環境によって政府の方で税免除の政策をある年は変更するというようなことがあるかと思うんですが、政府としてこれは有用なスキームだと、これによってベンチャーキャピタルの投資、あるいはスタートアップの推進ができると考えたのはなぜなのでしょう。英国ではこういった動きはいつ始まったのか。それから、またその前にはどういった議論があったんでしょうか。そして、その政策が取られる前と後とでどう違いますでしょうか。

**【Steve Penfold氏】**

ありがとうございます。EMIのスキーム、最初に導入されたのは2000年です。ですので、今22年になります。その当時、2000年に私は弁護士ではありませんでした。ですので、個人的にはその歴史をよく知っているわけではありません。英国の政府がどういうふうに意見形成をしたのか、よく直接的には知りませんが、しかしながら、いろいろな条件がベンチャーキャピタルの投資スキームには付いております。EMIもそうです。それは非常に似通った条件です。これは恐らく似たような原則をベースにしていると思います。

英国政府はE I Sのスキームを92年に導入しました。90年代、英国政府は投資促進策というのを図ったわけですが、その当時、それを実際にスタートアップの企業にも拡大して、また従業員にも、またテクニカルな人たち、個人で——まあ、ほかではなかなかこういったことに参画しようがないという人たちに対して、それを拡大したんだと思います。スタートアップはもちろん最初、資金がありません。そうすると、何か提供して、キーエンプロイ、主な従業員を維持していくというような、そういう必要があります。でなければ、ほかのところへ

行ってしまいます。ですので、いろいろな条件付の形でこれを始めた。

90年代、経過としてEMIのプランができたわけですが、このインセンティブ、また税優遇策、これは今世界中で見られます。会社が、これはグローバルなレベルでも実施できるように支援しているからです。グローバルにこのEMIが刺激になっています。

しかしながら、EMIほど他国で行われているものというのはフレキシブルかといいますと、そうではないと思います。かなりそういう意味では英国政府が行っているものというのは非常に独自のものである。今20年以上続けていますけれども、政府はやはり非常にベネフィットのある形で小さな企業の成長を助けようとしたということがあると思います。

残念ながら、この歴史の部分について政府がどういった議論をした上でこういった設立に至ったのかというところは、ちょっと個人的に存じ上げず、お話ができませんが。

#### 【上山会長】

どうもありがとうございました。もう少し調べないといけないというか、特に日本への導入に関して、なかなか難しいところもあると思いますが、特にEMIはすごく面白いなと思いました。

ここで一応Steveさんへの質疑応答の時間を終了いたします。Steveさんは本日、ありがたいことに7時の朝早くから参加をさせていただいて、本当に感謝をしております。

Steveさんは、本会合の最後まで御参加いただけるということですので、最後、全体的な自由討議のときにも、また何か御参加いただけたり、あるいは御質問を受け付けたりすることができればと思います。

では、続きまして議題4、スタートアップ支援について～資金供給面での経済産業省の取組～でございます。

資料5を用いて、経済産業省経済産業政策局産業創造課諸永課長から御説明を頂くと聞いております。

それでは諸永課長、よろしく願いいたします。

#### 【諸永産業創造課長】

御紹介ありがとうございました。経済産業省、諸永でございます。 よろしく申し上げます。

1枚おめくりください。

本日でございますけれども、資金供給面の方から我々の課題認識といったところを前半話さ

せていただいて、そして後半で経産省の今現状の取組を御紹介したいと思います。

まず1枚目でございますけれども、これは経産省というよりも、国全体で見ますと2013年から昨年まで資金調達状況を見てみますと、かなり伸びてきているように数字上は見えます。ただ、我々これに喜んでというよりも、まだまだ他国と比較するとといったところで次のページでございますけれども、アメリカなんかと比較すると、もう33倍というふうな違いがございます。何とかこれを少しでも、やっぱり国内のGDPの規模なんかを見ても、もう少し伸ばしていきたいといったところで、かつてに比べれば少しは良くなってきていても、まだまだ足りないといった認識でございます。

こちら何が足りないかといったところで考えますと、まずファンド自体の大きさ、ファンドのサイズが小さいといったところ、そして更に加えて1件当たりの投資額、こちらの方が米国と比べても劣後しているというふうな認識でございます。

そして、こちらは各ラウンドごとの、フェーズごとの調達の割合でございますけれども、日本で見ると、プレシード・シードといったところが、もうこれ過去等、まだまだ少ないところを感じています。

アメリカの方を見てみますと、半分弱ぐらいがプレシード・シードといったところで、ピラミッドのような形になっているなと思います。

そして、先ほど事務局の方からもあった資料とか、ちょっと数字違うかなといったところもありますけれども、そのところというのはこちらの方はラウンドごとで分布の方を見ています。

金額ごとで見るとといったところで、これ金額が安いほどラウンドが速いといったところでございますけれども、日本は残念ながら物すごく小さいところにいっています。世銀のデータなんかで見ますと、日本はシードの投資がかなり潤沢にあるというふうに見えますが、これ他国であればアーリー、若しくはレイトの前半ぐらいに入るようなものに関してもシードというふうな分類がされてしまっている。

他方で北米なんかを見てみると、先ほど40%強、シード・プレシードといったところではあったんですが、こちらの数字を見るとシード6%といったところになっていますので、逆に言うと、シード・プレシードから大きなお金が入っているというふうなことだと思いますので、こんなところが日本で見ると1件当たりの投資の金額が物すごく小さいといったところ、こちらの方、我々の問題意識でございます。

そしてもう一つの問題意識が投資期間といったところが、やはり日本、10年以下のファンドといったのがすごく多くございまして、ようやく大学系ファンドとかで15年とか出てきていま

すけれども、もう少し長期でディープテックなんか投資できるような環境を創っていきたいと思います。

そして、投資の規模を増やしていくためにといったところで、やはり海外からの投資を呼び込みたいといったところでは、先ほどYozmaの例もございましたけれども、イスラエルといったところはYozmaの仕組みがうまくいっていて、海外からの投資が半分以上あってというところがございますけれども、日本を見ても、残念ながら10%以下。そして昨年の例が、これが今後続く傾向なのかといったところはちょっと微妙なんですけれども、38%といったものになります。ちょっと下に注意書きを入れてはございますけれども、昨年の状況はPaidy、PayPalの資金調達、買収がございましたので、その分が入っていますので、この傾向がどっちにいくのかといったところは引き続き見ていきたいと思っています。

そして、先ほど事務局の資料にも入れていただきましたけれども、日本で海外の投資家の拠点といったところを見ても、ないといったところで、この辺も何とかして呼び込んでいきたいというのが我々の問題意識でございます。

そして何をしているかといったところで、産業革新投資機構でございますけれども、J I Cといったところが、よく御存じなのは、V G I といってファンドサイズで1,200億規模で今投資の方を行っていますが、加えてといったところで、L P 出資という形で、事務局の資料だと100億ちょっと、140億、150億となっていますけれども、どんどん順調に今L P の投資の方を増やしております、V C、L P 投資の方でベンチャー向けも含めて10件に至ってまして、今600億円ぐらいの規模のL P 出資をしているところでございます。

なので、少しずつこの辺のL P の方もディープテック分野であるとかに振り向けていきたいといったところで進めているところでございます。

もう一つの取組として、正にYozmaと似たような事例でございますけれども、呼び込みスキームといったところで、中小機構の方で投資してくれる企業、ファンドに対して、V C に対してL P 出資をしていくといったところで、2分の1上限ではございますけれども、この辺の投資も行っています。

事務局の資料においては2,600億円、中小機構がコミットしている、約束をしているといったところでございましたけれども、トータルで今8,300億円ぐらいの規模に呼び水効果も含めてなっているところでございます。V C として213件、そして実際のスタートアップへの投資が5,100社程度というふうになっております。

そしてもう一つの取組としてN E D O の S T S、こちらの方も掲げていただいておりますが、

これは他国には珍しい例でございますが、ちょっとスキームの方を御紹介すると、認定VCの方が特定のスタートアップに投資をする。1投資すると、それに対して研究開発の助成金が2を上限に入るといったところで、1対2の割合で、特にスタートアップの中でもプレシード・シードで研究開発型のものに対してはVCからお金を1引っ張ってくると、2助成金に入るといったところになっています。このような特徴です。

そして、最後でございますけれども、もう一つ、企業からのお金の呼び込みといったところで、オープンイノベーション促進税制といったものもございます。こちらの方は企業が出資した場合において、その投資額の25%を課税所得から控除するといったものもございますので、こんなところを実際の企業、そしてCVCからも含めて実施しているところでございます。

私からは以上でございます。

#### 【上山会長】

ありがとうございました。

今の説明に関する質疑につきましては後にまとめて時間を取りますので、次の議題に移ります。ありがとうございます。

続きまして議題5、世界に伍するスタートアップ・エコシステムの形成について（素案）でございます。我々の方で作りました素案ですが、事務局から資料6を用いて説明をお願いします。

#### 【當間参事官】

資料6を見ていただければと思います。

1ページをおめくりいただくと目次ということで、今まで議論している内容を立てさせていただきます。

2ページ目、「はじめに」というところでございまして、その三つ目の丸のところ、先ほど諸永課長からもございましたけれども、過去10年間、国内VC、堅調に増加ということでございますけれども、その次の丸でございまして、諸外国のスタートアップ・エコシステムは、我が国をはるかに超えるスピードで成長しており、その差は拡大していると。国内については、国内VCについて、スタートアップについては、国内市場、あるいはIT系、あるいは小規模なものにとどまっているということで、今後の方向性ということでございますけれども、その次のページの3ページ目ということで、三つのVCマーケット、発展に必要な要素ということ

で、資金成長、VCの質・量、そして起業家の育成に加えまして、都市・大学の機能強化、そして政府調達、この五つの要素について、これまでの延長線ではない大胆かつ効果的な政策を打っていく必要があるというふうに書いてございます。

成長資金のところでございますけれども、4ページ目ということで、機関投資家からということで、それぞれの目的の下、VCファンドを含むプライベート・エクイティ投資が推進されるよう必要な環境整備を不断に進めるでございますとか、あとはその次ですけれども、公正価値評価の導入等について書かせていただいております。

呼び水のところは飛ばしまして、四つ目のエンジェル投資家等の個人からの投資の促進ということでございますけれども、6ページ目、今後の方向性を見ていただければと思いますけれども、スタートアップへの投資を促すエンジェル税制の更なる利用の促進でございますとか、あるいは先ほどイギリスからもプレゼンございましたけれども、適切な投資家保護の枠組みの下、特定投資家等も含めた多様な者から国内VCファンドへの投資を促す方策を検討するというふうにさせていただきます。

二つ目のVCの機能の強化ということでございますけれども、こちらは7ページ目ということで、イスラエルからプレゼンもございましたけれども、我が国のVCの質・量の飛躍的充実という観点から、国内機関からの海外VCへのLP投資を実施する枠組みを創設してはどうかということで、二つ目の公的機関、官民ファンドでございますけれども、7ページ目の一番下、プレシード、シード段階などのリスクの高い投資に加えまして、ミドル、レイターなどのスタートアップが大規模に成長する段階を中心として、呼び水としての公的資金によるリスクマネーを抜本強化してはどうかという論点。

次の起業家のところでございますけれども、8ページ目ということで、専門調査会でも議論されましたけれども、リスクを取って挑戦する起業家の生活の安定化等を後押しする観点から、必要な仕組みの在り方を検討してはどうか。

そして、先ほどストックオプションございましたけれども、こちらについても、正に国内外の優れた人材を確保するという観点から調査・検討を行って、必要な見直しを行ってはどうか。

次の未上場市場創出に向けた環境整備ということで、こちらはセカンダリー・マーケットの創設に向けて環境整備をしてはどうかという論点。

次の3ポツでございますけれども、初中段階からの起業家育成、あるいはSTEAM・STEM教育などの抜本強化をしてはどうかという論点。

ちょっと飛ばしまして、12ページ目の都市・大学等の機能の強化ということでございまして、



今日もエコノミストの記事を御紹介させていただきましたけれども、都市間で非常に激しいスタートアップ競争が行われているということも踏まえて我が国、13ページ目の今後の方向性の二つ目でございますけれども、エコシステム拠点都市において、機能を強化するための取組を推進してはどうかということ。

そして大学、これは極めて重要でございます。イノベーションの源泉の観点から重要ということで、今後の方向性でございますけれども、14ページ目の一つ目の丸、希望するすべての学生について、質の高いアントレプレナーシップ教育等を提供してはどうか。

そして最後の丸でございますけれども、世界に比肩するようなスタートアップ・キャンパスを整備すべきではないかという論点。

最後の15ページ目、政府調達を通じた市場創出の促進ということで、SBIRの抜本強化、15ページ目の一つ目の丸でございますとか、あと16ページ目ですけれども、SBIR制度の抜本的な「使いやすさ」の観点からの見直し、そして政府調達を促進するという観点から、国、自治体の取組を加速する等々の記述をしているところでございます。

以上でございます。

#### 【上山会長】

ありがとうございました。

それでは、これから全体的な討議、質疑も含めてですが討議に入りたいと思います。

本日は宍戸委員から資料7の意見書、伊藤委員から資料8の意見書を御提出いただいております。その資料を御覧いただきながらお話しいただいても結構でございます。

なお、今日のトピックは経済産業省との関わりが非常に重要でございます、我々としても経済産業政策局の方々とも濃密なコミュニケーションを交わしていくということで、一応話を進めてございます。是非ともその意味では経産省との関わりも含めて御議論できればいいかと思っております。

どなたでも結構ですが、まずは宍戸委員の方から何かペーパーが上がっておりますよね。それでお話ししていただいてもいいと思いますが、あるいは、もちろんほかの全般的な質問、あるいは論点の提示でも結構でございます。どうぞよろしく申し上げます。

#### 【宍戸委員】

ありがとうございます。途中で退席せざるを得ないので、ペーパーを出させていただきます

た。簡単に趣旨を申し上げます。

第1点目は公的機関が投資判断に極力介入しないことが重要であるということです。冒頭のErlichさんのお話と、私の質問に対するお答えの中で、イスラエルでも公的機関の介入の問題で大きな失敗をしたことの反省からYozmaのような成功例が生まれたということが明らかになりました。この点をもう一度強調させていただきたく、できれば「世界に伍するスタートアップ・エコシステムの形成について」の報告書の中でこの点を明記していただきたいと思います。

2点目、3点目は、海外VCを日本に誘致することを考えた場合に、法的な問題というより、むしろ制度的な問題として、海外VC参入の障壁になるとと思われる二つのポイントを、一般にはあまり認識されていない点だと思しますので、皆さんに御紹介したいと思います。

一つはベンチャー・キャピタリスト個人が有限責任とパススルー課税の両方の恩恵を同時に受けられることがVCマーケットの発展にとって必要不可欠であります。我が国では主として登記実務の観点から、ベンチャー・キャピタリスト個人がパススルー課税と有限責任を享受できる法的に安定した制度が確立していません。これは早急に確立する必要があります。

もう一つは、コンバーティブル・プリファード・ストック（転換条項付優先株式）はアメリカではIPOと同時に普通株式に転換されるのですが、日本の上場審査の実務ではIPO時より前に、上場審査の段階で事前に転換しておかなくてはならないとされています。これはVCにとっては大きなリスクで、実際に、優先株式を普通株式に転換したもののIPOが中止されてしまい、PE投資に必須の拒否権等のプロテクションがなくなり、言わば丸裸の状態になってしまったというケースも結構あります。これは海外VCが日本でプラクティスをする場合には大きなリスクだと考えるところだと思います。

以上2つの問題点は特に法改正が必要ではなく、実務の改善によって早急に解決できることですので、これらの点も報告書に記載していただければありがたく存じます。

以上です。

#### 【上山会長】

ありがとうございました。頂いていた意見書の内容も、我々の方でも御提言を受け止めてまいりたいと思っております。

ほかの方々はいかがですか。今日、なかなか少し込み入ったテーマなのですけれども。あとは制度の問題ですので、監督省庁との関係も難しいものがあるかもしれませんが、いかがでいらっしゃいますか。

菅委員、佐藤委員、有吉委員といきます。それから綱川委員ですね。  
では、菅さん、どうぞよろしく申し上げます。

**【菅委員】**

ありがとうございます。

Yozmaグループに対しての質問です。Erlichさん——ちょっと発音が間違っているかもしれません。すみません。Erlichさんに御質問です。

課税免除、イギリスでの状況を聞いておきますと、ファンディングを確立して投資を始めましても、社会のマインド、その人々がスタートアップに参加をしたいという場合に、そういったマインドはなかなかそんなに急速に成長はしなかったのだらうと思うのですが、Yozmaグループはどのようにそれを奨励して、会社を始めたいという人、小さな企業から始めて成長させていきたいという、そういった——まあ、もちろん成長し始めますと、それはまたそれを目にして奨励されると思うんですが、何かインセンティブがあってスタートアップを起こそうというような、そういったことを奨励されたんでしょうか。ファンディングの確立と同時に並行して行われたことはありますか。

**【Yigal Erlich氏】**

ファンディング以外に、また税金以外にということですね。

**【菅委員】**

はい。ほかに何かなさったんでしょうか。税金はもちろん英国と似たような状況があったかと思いますが。

**【Yigal Erlich氏】**

はい。税金のプラン、これは英国に似たようなものが当時ありました。そして、これはイグジットの投資であったり、あるいはまた従業員用のオプション、非常に明確に従業員はスタートアップで仕事をしていると、かなりバーゲンでより多くのオプションを、これはポジションによってですけれども、得ることができるということを認識していました。

イグジットしたときにも、そういったセカンダリー・マーケットがイスラエルの場合にはありますので、イグジットした場合には25%、キャピタルゲインを払うということが必要になる

わけですが。

インセンティブということだと、イスラエルは全般的に起業家精神の非常に強い文化があります。ですから、人々は自分たちのアイデアをスタートすると、したいと。それをプッシュしなくても向こうからやってくるわけです。私たち、私の考え方としてどうやって説得するか。もっとやってもらおうかというのは、私たちが、主にアメリカの投資家が入ってくるということだと思っんです。なぜかという、イスラエルというのは小さな国です。そして、起業家とかビジネスの人たちというのは常に大きな市場というのを見ているわけです。そしてアメリカというのが非常に文化的に近いわけです。ですから、そういったものを見せることができれば、つまり自分の会社をスタートして投資をもらって、そしてファンドのパートナーが例えばアメリカに行って、そして著名であると、アメリカの市場をよく知っている。そうすると、アメリカ市場に入るドアが開くということです。そうしないとなかなか難しいと思ってしまうわけです。どうやって自分の製品を売ることとか、どうやってマーケットに入るかということは考えるんですが、スタートアップとしてはこういったことは非常に重要だと思います。そういったことを考えて市場に入って、適切なタイミングで入っていくということです。

ネットワークができれば、コネクションを作ることができます。イスラエルで競合他社とか、又は税金とか、そのほかの財務的なアドバイスをもらうとか、そういったものをアメリカの企業から受けることができるわけです。その橋渡しをしてくれるということです。

ですから、重要なのはこういったグローバル投資家というのはお金だけではない、専門知識だけではなくて、ネットワークも持ってきてくれるわけです。これが重要です。

やはりアメリカに行きたい。アメリカのパートナーがやはり欲しいと。ファンドの中にです。もちろん、こういった起業家にとって税制面も重要であるわけですが、それが重要だと思います。

#### 【上山会長】

ありがとうございました。

次は

佐藤委員、どうぞよろしく願いいたします。

#### 【佐藤委員】

どうもありがとうございます。

まず、今日のお話の中でとても印象的だったのは、やはりYozmaグループのプレゼンで、失敗があったとしても、それを受け入れて——アクセプトフェイリャーですね。そこから学んで成功例を導き出したということです。これは本当に運用にとっても大事なお話なのではないかと思いました。

少しLPの観点から、本日資料2のスライドの24、それから資料6のところでも御指摘がありましたように、まずLP側の一つの大きな問題点としては、海外の投資家とのリターン目線の違いにあります。これは第1回の会合でも申し上げたのですが、したがって、VC投資への取組の蓋然性、必要性が高いのはリターン目線が相対的に高く、そして投資ホライズンも長い大学ファンドや公的年金なのだと思います。

資料2のスライド24にも御紹介がありましたように、公的年金につきましてはGPIF以外の公的年金においても体制整備途上ではありますが、それなりにオルタナティブ投資への取組は進んでいるものと思われます。しかし、運用主体によっては濃淡があると思われるので、ここはまだ、オポチュニティが非常に大きいと思います。

VC投資は種をまいて育てて、果実を収穫するのに非常に長い時間が掛かりますので、今はまだこれを促進する好機と言えるかと思います。

ただ、運用においてもイノベーションというのは、危機感というのがドライバーとなっておりまして、ここもとはコロナとか短期的なイベント、いろいろありましたが、結果的には良好な運用環境というものが続いておりますので、こういったドライバーが働きにくい状況になっているところではちょっと悩ましい状況かなと思います。

それから、同じくスライドの24のところに課題、LP、それからゲートキーパー、ファンド側の課題指摘ということでいろいろ並んでいるのですが、特にゲートキーパーやファンド側から挙げられた課題というのは、投資家の市場参入が進んで厚みを増すにつれて解決する問題も多々あるのではないかと思います。実際のところ、20年前ぐらいを振り返ると、アメリカのPEや不動産だって最初から完全無欠だったわけではなくて、いろいろな課題があって、投資家が厚くなるにつれていろいろ解決されてきた問題も多いと思いますし、それから日本におけるサービス体制というのも非常に限られていたかと思うのですが、公的年金や大手の企業年金の市場参入に伴って格段に進化した感があるかと思います。

最初から完全無欠なものというのはないので、どうしてもアクセプトできないことは何かということに的を絞って、実際に投資をしながら、走りながら問題解決をしていくというスタンスも大切なのではないかと思います。実際に日本の不動産市場というのはそうやってかなり整

備が進んだという認識を持っております。

それから、スライド左側の投資家の課題として運用体制の問題が挙げられていますけれども、これはとても重要な問題だと思います。過去のG P I Fの改革でもあったように、運用体制を整備をするために、これはそれぞれの運用主体だけでは解決できない問題もあるかと思しますので、報酬体系の見直しとか手当とか、そういうところ、必要なところを巻き込んで、具体的な支援策も必要になるのではないかということがあるかと思えます。

以上です。

#### 【上山会長】

ありがとうございました。

今の論点も我々の方でもう一度精査させていただきたいと思えます。

次は有吉委員よろしくお願ひします。

#### 【有吉委員】

有吉でございます。私からは、今日のプレゼンテーションと直接関連しないところもあろうかと思えますが、成長資金の供給に関連して3点ほどコメントを申し上げさせていただきたいと思えます。

1点目は、今の佐藤委員のお話若干関連するところもございすが、公的な機関投資家や、年金基金を中心とした巨大な機関投資家からの成長資金の供給ということが重要だと思えますところ、一方で年金基金などのお金を運用する側は、受益者に対する受託者責任を負っている面があり、成長資金の供給だから何でもお金を出してよいということにはならない状況にあるわけでございます。

特に公的な基金については、若干の部分でも成長資金、スタートアップへの資金供給にお金を振り分けるということを決めてもよいのではないかと個人的には思っておりますが、そこまでは難しいにしても、スタートアップへの資金供給や、V C投資を促進する観点から、こういった投資活動が仮に結果としてうまくいかないことがあったとしても、それが直ちによろしくないということではなくて、十分に合理性がある、収益にもつながり得るもので、受託者責任に反するものではないということ積極的に伝えていくことが、公的基金を中心とした大口の機関投資家の後押しになるのではないかと思っています。

1点目は以上でございます。

2点目は、資料6の取りまとめの素案の中では5ページに「エンジェル投資家等の個人からの投資の促進」という項目が掲げられており、幾つかの課題と提言の案が述べられています。この見出しに少々違和感があるのは、「エンジェル投資家等の個人」と言っても、いわゆるエンジェル投資家からの資金供給ということと、一般の個人からの資金供給ということでは、課題であったり取り組むべき施策は全く違うと思う点です。

エンジェル投資家からは、そういった経験・能力のある、それから財産もある程度ある投資家からいかにVCへの資金を流していくか、といったことが課題の中心になると思います。一方で、一般の個人から直接VC、あるいはスタートアップ企業にお金を流すという発想はなかなかうまくいかないはずでございまして、資料8の伊藤先生のコメントに記載されていることも若干関連するかと思いますが、例えば投資信託などを通じてお金をまとめて、また分散の効く形でスタートアップ、あるいはVCに投資をしていくといった発想が中心になるべきだと思います。そのため、書きぶりの問題かもしれませんが、エンジェル投資家からの投資という観点と、一般投資家、あるいは家計からのVCないしスタートアップへの投資という観点は切り分けて、整理してまとめる方がよろしいのではないかと考えております。

それから、3点目のコメントでございしますが、この専門調査会での主たる課題は、スタートアップを育成してユニコーンであったり巨大な企業を創っていくということが一番の主要な課題であると承知しております。一方で、例えば地方における産業であるとか、あるいは環境とか農業とか、こういった分野においてはユニコーンというか、巨大な企業になる可能性はそれほど高くないとしても、社会課題であるとか、地方の雇用の問題とか、こういったことの解決に資するような事業を行って行って、かつ巨大ではないものの上場企業として独り立ちできるくらいの収益性は見込まれるであろう、こういうスタートアップも十分あり得るのではないかと思います。

そういったスタートアップの育成ということも重要なテーマなのではないのかと思いますが、このようなタイプのスタートアップと、それからユニコーンになってほしいというタイプのスタートアップとでは、エコシステムにおける支援の在り方も若干違うのではないかと感じるところです。

一応の独り立ちができるぐらいのタイプのスタートアップ企業支援という意味では、公的な支援、SBI Rなどを含めた公共からの支援や、大学による支援などがより重要性の高いものとしてピックアップされるのではないのかと思うわけでございます。今回の専門調査会の取りまとめにそういった項目を載せるのは、ずれてしまうのかもしれませんが、ユニコーンを目指

すというものとは違った意味でのスタートアップの支援ということにも触れるとよいのではないかと感じております。

私からは以上でございます。

#### 【上山会長】

ありがとうございます。

2番目のエンジェル投資家と一般投資家のある種の切り分けというか、記載の仕方についてはちょっと考えさせていただきたいと思います。

それから3番目の、我々は別にユニコーンを輩出するというところだけを政策の目標としているわけではございませんで、実際C S T Iの方では地域の中のローカルなスタートアップエコシステムというような拠点も四つ選んで、地域の中におけるスタートアップのタイプというのも考えてはおります。その意味では、どちらかというところ、社会的な課題を背負っていくようなということはあるんですけども、それにしても、それを二つを全く切り分けていいのかというよりは、むしろ全体としてスタートアップエコシステムの中で解いていきたいというふうに思っております。そこは決して捨て去っているわけでもなく、むしろC S T Iとすると、それは非常に大きな、とても大きな政策ターゲットだというふうに考えておりますので、それはまた我々の方でも全体のトータルの中で記述させていただきたいと思います。ありがとうございます。

最後は綱川さんどうぞよろしく申し上げます。

#### 【綱川委員】

私の方から最後、手短かにコメントさせていただきます。

私からは2点申し上げます。ストックオプションと政府調達への要望になります。

まず、ストックオプションについてです。

ストックオプションは、国内外問わず、入社する人がほぼ毎回全員、もらえるかどうか聞いてくるところになりまして、ストックオプションもらえるイコール、うまくいけばリターンがたくさん出ると思って入社してくるわけなんです。

そんな中で、SOのストックオプションの制度やUSのQSBSのような起業家への税制優遇など、海外から後れている部分はもちろんキャッチアップしないと駄目だなと思うんですけども、ただ、海外との人材獲得競争の土台というところに乗るためにキャッチアップしな



いといけないなと思っておりまして、全く同じ制度、若しくは似たような制度を導入するだけでは競争力は上がらないのではないのかなと考えています。

現状維持のままでは、海外でスタートアップで成功して知見を持っているプロフェッショナルを連れてくるのは、とても難しいと感じています。連れてこられたとしても、日本マニアのような限定された層になってしまいます。実際、弊社のアメリカ人の副社長も、今年、日本への引っ越しを検討しているくらい日本マニアではあるんですけども、やはりストックオプションへの課税が大きなネックになっています。税制適格オプションは、そうした課税に対して設計されているところですが、年間行使上限が1,200万円で、ほとんど使い物にならないというのが正直なところなんです。なので、この上限額の撤廃、それからSteveさんがUKの事例説明でおっしゃってくださったように、権利行使時の所得を全てキャピタルゲインとする等の対応をお願いできれば、とてもうれしいと思っています。

2点目は、自治体を含む政府調達に参加資格の見直しについてです。

まず、私がこの件を繰り返し発言するのはスタートアップ、それからベンチャーにとって政府案件というのは非常に影響力が大きいからです。

弊社の例を簡単に説明すると、2020年にウィーン国際空港のチャットボット案件をスタートしたときに、当時の内閣副大臣の平さんが現地でのイベントに合わせて日本からビデオメッセージを送ってくれました。日本政府の支援が見えたことで、ITのおもちゃ案件だったはずが先方の社長案件になりました。現地のテレビでも発表イベントが紹介されたりと盛り上がり、その後、スターアライアンスのグローバル案件の獲得にもつながりました。メイドインジャパンブランド、やはりまだ強く、日本の政府案件に関わっていることから生まれる信用は、国内だけではなく、海外でも聞きます。

J-Startupでは既に中央省庁の入札資格は免除されていますが、自治体はそうではありません。自治体の入札がどれくらい大変かという、月1回しか審査期間が、審査のタイミングがない場合、公募開始後に期限内に資格を取ることがほぼできません。資格が取れないと、結果的には既に参加資格を持っている会社と入札することになります。

弊社でも最近同じことをやりました。アカウントだけ貸してもらっただけで20%も取られるということになりますので、これではスタートアップに利益は残りません。これを自治体の数だけやらなければならないというのがとても大変なところになっているのもありまして、自治体への入札資格も、是非J-Startupについては免除にするなど、参加資格の見直しのところをお願いできればとてもうれしいです。

以上です。

#### 【上山会長】

ありがとうございました。非常に本質的な御質問、御指摘ということで、これも我々の方でもほとんど同じような意識を持っております。どこまでこれを貫徹できるかというのはまだまだ予断は許しませんけれども、ストックオプションへの課税、それから政府調達への門戸を広げるといふ、この方向性はずっと議論してまいりましたし、今後も追求したいと思っております。どうもありがとうございました。

米良さん、どうぞよろしく申し上げます。

#### 【米良委員】

よろしく申し上げます。

事務局が出していただいている案ですけれども、拝見させていただいておまして、その中で最初の「はじめに」のところの世界をリードするようなスタートアップというところでユニコーンを目指していけるようなところということと、あとローカルの課題を解決するローカルスタートアップというふうな書かれ方をしていました。

私も新しい資本主義の実現会議の方でも申し上げておまして、ユニコーン、デカコーンを創るといふところは非常に重要な点だと思っておりますけれども、同時に社会課題を解決するような地域課題であったりとかソーシャルの領域、ここについての支援というところも同時に考えていく必要があるかなと思っております。

というのも、社会課題解決というところは初期の段階では蓋然性の高いマーケットじゃないようなこともあります。民間のVCはどうしてもマーケットが大きいようなところに入るというようなところがありますので、やはりローカルスタートアップやソーシャルスタートアップというところを同時に支援していくということが重要じゃないかなと思っております。なので、記載もローカルとソーシャルというふうに書いていただけたらなというふうに思っているのが1点です。

もう一点は先ほどからある公共調達のところですが、公共調達のところにこそ、こういうソーシャルとかローカルというところはすごく関係性が高いなというふうに思っております。自治体の業務をどんどん減らしていくというふうなところに関しても、社会課題解決のソーシャルスタートアップ、非常に貢献できるような分野だと思っておりますけれども、先ほど綱

川さん等からあったとおり、やっぱりスタートアップやベンチャーは人が少なく、なかなか自治体のプロポーザル全部に入札していくというのはかなり難しい。逆に自治体側もスタートアップを選んでいきたいんだけど、正直どこにそういう人たちがいるのかというのは各自自治体からすると全然分からないというようなことがあると思っておりますので、そういう社会課題解決のスタートアップというところを例えば経産省さんとかで認証していただいて、そこに対しては例えばひとり親の課題解決、地域の課題解決とか、そういうところに即するスタートアップを並べていただいて、そことマッチングしていく。そういうところから自治体を買った場合に関しては加点して、例えばデジタル田園都市の交付金なんかと併せて、スタートアップが自治体に使われる理由を作っていくというところまで踏み込んでやっていただければというふうに思っております。

以上です。

#### 【上山会長】

ありがとうございます。今の御質問は、先ほどの有吉さんの話ともちょっと重なるところがありますけれども、もちろんユニコーンだけを目指しているわけではなくて、先ほどもお答えしましたけれども、ローカルな社会課題の問題をソーシャルイノベーションで解いていくということも、当然ながら考えております。

問題は、共通するような——まあ、税の問題であったり、あるいは資金の問題であったり、制度的な問題を解決するということを目指しております、同じような御指摘のところはきちんと書いていきたいと思っております。

ありがとうございます。

それでは、ほぼ全員の方の御意見を頂いたと思います。時間もちょっと過ぎております。大変申し訳ございません。

それでは、この辺りで本日の議論を終了させていただきますけれども、最後にErlichさんとPenfoldさんに最後に一言ずつ頂けますでしょうか。今日はこのミーティングに初めて参加なさいましたので、一言、二言でお願いいたします。

Erlichさん、お願いします。

#### 【Yigal Erlich氏】

はい、分かりました。ディスカッションをお聞きして、とても面白かったです。たくさん

内容があったと思います。なかなか、今日本で何をやろうとなさっているか全てフォローしたわけではありませんが、プレゼンテーションで申し上げたとおり、日本の能力というのは私は知っておりますし、非常に魅力的な投資家にとっての市場になると考えております。また調整をして、今おっしゃったような問題をこれから解決できるのではないかと、政府の良い政策で投資を促進し、グローバルなファンドが日本に来るようにできると思います。

**【上山会長】**

ありがとうございました。

それでは、Penfoldさんどうですか。

**【Steve Penfold氏】**

このようなチャンスを頂きまして、ありがとうございます。私にとりまして、本当に光栄でした。こういった話ができてよかったと思います。

イギリスのシステムについて。特にエンプロイ・シェア・インセンティブということについてお話しできてうれしく思います。私自身が非常に興味を持っていて、日本にも是非こういったインセンティブを創ってほしいと考えているわけです。ありがとうございました。

**【上山会長】**

ありがとうございました。

それでは、議題6、そのほかです。事務局から資料9を用いて今後のスケジュールについてだけ説明をお願いします。

**【當間参事官】**

資料9でございます。

本日、第4回ということございまして、次回、そろそろ予算とか税とかいろいろ始まってくるというタイミングもございまして、一度ここで素案を基にまとめていただくということで、5月18日に開催を予定してございます。

以上です。

**【上山会長】**

どうもありがとうございました。本日もまた活発な御議論を頂きまして、お礼を申し上げます。

次回は最後になります。まず、我々の方の専門調査会としてまとめ直した、成案としてまとめました案というものを議論させていただいて、この専門調査会を終えたいと思います。

今日は御参加いただきまして、本当にどうもありがとうございました。イギリスとイスラエル、遠くから朝早くから御参加いただいたこと、本当に心からお礼を申し上げます。ありがとうございました。

では、これでクロージングとさせていただきます。

—了—