

平成 18 年 6 月 27 日

企業会計基準委員会 御中

日本ベンチャーキャピタル協会

「投資事業組合に対する支配力基準及び影響力基準の適用に関する実務上の取扱い（案）」
（実務対応報告公開草案第 24 号）に対する意見

草案には「投資事業組合の場合には、（中略）議決権に代えて、基本的には業務執行権によって、当該投資事業組合に対する支配力又は影響力を判断することが適当である」とあります。“議決権に代えて”とあることから、表面上は本草案が従来基準からの変更を意味するものと推察できますが、一方で、当検討目的を、「近時、投資事業組合に係る不適切な会計処理が指摘されており、その適用に関する取扱いをより明確にする」ためとあります。もし基準の変更であるならば、当該会計処理が不適切であったとなるか疑問に感ぜられます。影響の及ぶ範囲を確認するためにも、まずは、本草案の位置付け（基準の変更なのか確認なのか）を明確にして頂きたいと存じます。

そもそも投資事業組合には、私どもの運営するベンチャーキャピタルファンドの他に、様々な法的形態、投資目的、運営内容等があると考えられます。仮に、株式会社に近い運営方法の投資事業組合であった場合にも、一律的に、株式会社とは支配力基準を別のものにするということでしょうか。また、投資事業組合における業務執行権とは、どのような次元での業務を想定しておられるのか、日常的な組合運営における業務執行まで広く適用するという事なのでしょうか。本来の民法上の組合の趣旨である共同事業性に則った投資事業組合であれば、実質的な議決権を全出資者に担保した上で、日常の業務執行は、専門家としての業務執行者に委ね運営されるものであります。多種多様な投資事業組合が存在する中、一律的な適用基準というのは無理があると思われまます。株式会社に近い運営形態の投資事業組合であれば、株式会社同様に、従来通り議決権で以ってその支配力を判断できるものとして、検討して頂きたいと願います。一方、議決権では判断できず、業務執行権でなければ実質的に支配性を判断できない場合（議決権の認められない場合等々）が、本草案で適用されるべき前提ではないかと考えれば、本草案が従来からの基準を（変更ではなく）明確にするためのものとして、理解し運用し易くなると考えます。

したがいまして、支配力の判断については、会社と同様に投資事業組合に対しても議決

権で判断するものの、議決権で判断し得ない場合には、議決権に代えて業務執行権で判断する、と理解して宜しいものでしょうか。ご教示願います。

最後に、もし議決権ではなく、日常的な業務執行権を基準に連結することは、業務執行権が基本的には業務執行者 1 者程度の判断・実行を可能とするが故に、逆に連結会計を操作する者を招きかねないと想像します。当審議の契機となったような事件が形を変えて繰り返されないように、真摯に業として投資事業組合を営む者として、切に望んでおります。

その他の弊協会の意見につきましても、5月10日に提出致しました本件に関わる要望書を、今回のコメント募集に際して再提出いたします。

何卒ご高覧賜り、改めて本件ご検討の程をお願い申し上げます。

(添付)「投資事業組合に対する支配力及び影響力基準の適用に関する実務上の取扱いについての要望」(平成18年5月10日付)

以上

平成 18 年 5 月 10 日

企業会計基準委員会
委員長 斎藤 静樹 殿

有限責任中間法人
日本ベンチャーキャピタル協会
会長 立岡 登與次

投資事業組合に対する支配力及び影響力基準の適用に関する実務上の取扱いについての要望

昨今の事件を契機にして、本審議が生じていることに対し当協会としましても誠に遺憾に存じます。しかしながら、投資事業組合というスキームを利用して自己株の売買を行い連結からはずすというその事件の行為は、私どもベンチャーキャピタル（VC）業界でいう投資とは全く異質のものです。VC の投資とは全く異なる投資でありながら、投資事業組合という法形式が共通であるという事をもって、同じような取扱いを受けかねない論調に対して困惑を覚えています。本問題は、われわれの事業活動への影響だけでなく、今後のわが国ベンチャー事業の育成に多大な障害を来すことになる重大な問題と捉えております。そこで以下に私どもの見解を述べさせていただきますので、貴委員会でのご検討に際してご高配いただきたくお願い申し上げます。

1. VC および VCF について

ベンチャーキャピタルファンド（VCF）の組成は、ファンド運営管理者（無限責任組合員、GP）である VC と、機関投資家などから成る比較的少人数の出資者（有限責任組合員、LP）との間の合意でファンド毎に組合契約を締結することによりなされており、その運営方針・形態、情報開示の内容・方法等について、双方の合意形成無くしてその事業を成しえないとともに、GP の任を担う VC 自身がその VCF に対して応分の出資を行うことにより、ベンチャー投資というリスクを GP 自らも負うことを明らかにしている。

事実、(財)ベンチャーエンタープライズセンターの調べによると、VC が GP となっている VCF の出資金の 4 分の 1 が VC 自身による出資であり、残りの約半分を機関投資家等いわゆるプロ投資家による出資が占めている。（平成 16 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査）

2. 「業務執行権」について

VCF における運営方針はその全出資者の合意による組合契約に究極の根拠がある。VCF の組合契約においては、組合の目的、組合の存続できる期間、投資の対象、投資の分散、分配、余資の運用、決算の頻度、会計監査人まで通常決められている。そのような組合契約で与えられた裁量範囲の中で、GP は日常業務として投資活動を行うこととなる。ここで、組合連結の判断上最

も重要な「業務執行権」は、「当該組合に対する財務及び営業または事業の方針を決定する権利」と定義されているが、VCFの場合、それは組合契約の内容を決める権限に他ならないと言える。契約当事者、すなわち GP と LP の両者がその権利を有するわけである。もし仮に、日常的な運営業務の決定権にまでその範囲を広げて「業務執行権」を定義付けてしまった場合、ファンド管理運営者（GP）がその「業務執行権」を有することになる。単純に解釈すれば、GP の人数で支配の寡占度が計られ、GP が 1 社または 2 社の場合その組合は GP に完全連結だが 3 社以上であれば非連結、という解釈がなりたつことになってしまうが、このような扱いに合理性があるか多分に疑問である。

3. VCF の議決権について

株式会社のみならず VCF の場合にも、組合契約において重要な事項の決定や契約の変更への承認を LP の議決権により定めることが多く見られる。この場合の議決権の比率は、株式数と同様、ファンドへの出資比率に応じているのが一般である。このように、この議決権の存在を無視してまで GP が有する「業務執行権」のみで支配力を判断するのは如何なものか。

さらに、組合契約は各社各ファンドで当然異なるものだが、投資事業有限責任組合法の制定以来、ベンチャー企業への投資を目的とした VCF における GP の権限はより限定的となりつつあるのが現状の流れである。例えば、同一投資先へ追加の投資をする場合、そのリスク増加から LP の了解をとる内容の組合契約も多い。さらに GP 以外の LP や外部有識者でアドバイザリーボードを構成し、GP の投資判断に制限を設ける組合契約も稀では無い。つまり、「業務執行権」は限定的になりつつある。LP によって VCF の GP が解任されるという事例も起きている。

従って、組合契約上 GP の権限に対して制限が設けられ、かつ、GP にも LP にもその組合に対する出資比率に応じた議決権が存在している場合には、株式会社同様に、まずその議決権の割合により組合支配の程度を計るべき、と考える。

他方、組合契約上（または事実上の問題として）、GP 以外の出資者に議決権を与えていない場合、あるいは出資比率と異なる比率で GP により多くの議決権を付与している場合、更にはそもそも議決権が存在しない投資組合の場合には、「業務執行権」を通じた決定権限を加味してそのファンドの実質支配性を判定することに異議を唱えるものではない。

4. 株式会社との権衡の必要性

財務及び営業または事業の方針を決定する機関（「意思決定機関」）として、株式会社においては（取締役会ではなく）株主総会その他これに準ずる機関とされている。

VCF において GP とは、株式会社における日常的な事業の運営・判断をする権限を有する点で取締役会に類似しており、一方 LP とは、より重要な局面で議決権を行使できる地位にいる点で株主と類似している、とすることができる。株主総会に相当する場面の有無も想定して種々の投資組合における連結を考慮するのが論理的であると考えられる。

実際の VCF では、LP を集めて年に一度の「出資者総会」を義務付けている組合契約が多くみ

られる。さらに、株式会社の機関を定め、取締役・取締役会の権限に制限を定める定款に相当するものは、VCFにおいては、GPの権限に対する制限を定める組合契約であると考えられる。

実態からかけ離れた取扱いに議論が収束しつつあるのは、実務サイドからは違和感を拭えない。貴委員会においても、実務慣行をご理解のうえ議論していただきたいと切に願う次第である。

5. 金融商品としての投資信託との整合性

ファンドに対する支配力を、日常的な業務執行権だけをもって断ずるのであるならば、例えば、投資信託についてはどう対応するのが合理的であろうか。GPの権限に大きな制限を組合契約で規定しているVCFと比較して、投資信託においてはファンドの運営に対してファンドの投資家が意見を提起する余地は極めて限定されているという点で、投資信託のファンドマネージャーの業務執行権は非常に強大である。もし仮にVCFにおいて、GPの業務執行権だけをとりえて連結の判定基準とするのであれば、投資信託においても同様の取扱いとならなければ整合性を欠くといえないだろうか。一般的なVCFも投資信託も、どちらも運用目的であり、法的に金融商品取引法上同じ取扱いを受ける以上、会計面において異なる取扱いをするためには、相応の正当化事由を用意して頂きたいと思う。

6. 連結した場合のVC自身の財務諸表に対する影響

VCのように他人の資本を預かり運用するGPの能力を計るものは、第一に運用成果に比例する成功報酬であり、第二に募集したファンド額に比例する管理報酬である、と自ら認識している。しかし、運営しているVCFをGPに連結してしまうと、それらは連結相殺され、運用能力を高めた結果が反映されない。

現在、通常VCの投資先株式は、営業投資有価証券として流動資産に計上し、上場等により生じる投資先の株式売却損益は、営業投資有価証券売却損益として営業損益で計上している。同様に、成功報酬や管理報酬も営業損益に計上することで、業としてのVCの成果を反映していると考えている。

しかしVCF及びVCFの投資先をVCに連結することになった場合、「営業投資としての会計処理」と「子会社に準ずる会計処理」との間の誤解が生じ、BSおよびPLにおける計上の仕方によっては、見る側において混乱をきたすことにはならないだろうか。つまり、「営業目的で行っている」行為であるにもかかわらず、子会社となったVCFからの成功報酬・管理報酬は、外部からの出資割合に応じて少数株主持分損益で認識し、一方、子会社となった投資先の子会社株式売却損益は、特別損益で認識することになるという理解である。もしそうならば、VC業はその能力をみるために、連結ではなく個別財務諸表に返って判断するよう、投資家に求めざるを得ない。

また、蛇足ではあるが、冒頭述べたように機関投資家等のLPの資金がVCFに既に多く入っている現在、連結上VCの資産となることに対する会計的な違和感も、LP側に生じると推察する。

7. VCFの投資先をVCに連結することになった場合の影響について

いわゆるベンチャーキャピタル条項により、条件的にこれまでは必要の無かった投資先の連結だが、本審議と連動し、もしも万一、連結として取り扱われる事になった場合、ベンチャー投資及びプライベートエクイティ投資というリスクマネーの供給に非常に大きな打撃を与える事態となりうる。この業務に携わってきた者の責務として、予め、警鐘を鳴らして起きたい。

言うまでも無く、ベンチャー企業の設立から数年間は、事業計画段階から赤字が予想され、それを承知で資金（リスクマネー）を供給しているのが我々VCである。当初から黒字のベンチャー企業などは皆無に等しい。が、もしベンチャー企業をVCに連結するという事になれば、VCは自身の業績への影響に鑑み、今までのように、赤字ベンチャー企業や破綻した企業、リストラの必要な企業などへの投資を行えなくなる。

また、ベンチャー企業には、資金だけでなく人材も不足している場合が多いのである。投資先企業において監査済みの決算書を迅速に提出できる会社は非常に少ない。しかし、こうした経理面の体制を整備強化する以前に、未公開ベンチャー企業は、限られた人的資本を本業の技術開発や営業促進に投入すべきである。現実的な問題として、連結作業の前提である個別財務諸表となるこれら投資先企業における決算書が法定期限内に迅速に提出できる可能性は非常に少なく、そうした企業を何十、何百とかかえるVCがそれらの営業投資先企業を連結して、連結財務諸表を作成することは不可能といえる。また、万が一にもこのような連結財務諸表が出来たとしても、連結営業投資先までを対象とした監査手続を実施することも同様である。結果として、特に現在株式公開しているVCは連結財務諸表が開示できない、あるいは監査証明が得られないために、上場廃止に追い込まれる可能性が非常に高いことになる。

以上、ベンチャーキャピタル条項を廃止する（または縮小する）ことは、会計上の一つの変更にと留まらず、ベンチャー支援やプライベートエクイティ投資という産業活性化のための現経済システムに大きな打撃を与えることに繋がりがかねない。

8. 開示に関するVCの対応

最後にVCのVCFに関する開示は、以下の2つに大別される。

一つは、GPからLPへの開示であり、GPはLPに対して、VCFの運用状況を組合決算書や投資先レポートなどによる諸開示を細かく行っている。これは、ファンド内部でのガバナンス確保につながるGPからLPに対する説明責任の一貫としての重要な責務の一つである。仮にGPがLPに対してこれを怠った場合、それは究極的にVCFへの資金枯渇をGP自らが招く自殺行為となるものである。LPに対する開示は、LPが監視監督権を行使し、場合によってはGPを解任することにつながるものであり、LP自身の権利を守り、ファンドの適正な運営を図るために重要なものと考えられる。これは換言すると、GPはVCFの運営はしているがファンドを支配しているものではなく、そこにはLPの存在が大きく介在しているために、LPへの情報開示を当然かつ真摯に行うことが要求されている、と言える。

二つめは、GP から GP の株主や利害関係者に対してなされる情報開示である。VCF を VC に連結するという事は、まさにここに位置付けられる。しかしファンドから見れば、開示により情報を入手できるのがファンドにかかる議決権を行使できる LP ではなく、GP の株主や投資者などの一般の外部の投資者であり、その面で開示の強化が適正なファンドの運営に向けた規律に直接つながるわけではない。また、通常 VCF は組合契約上、借入れを行えないものであるため、VCF が債務超過になることは一般的に考え難い。債務超過のビークルを決算逃れから防止するという連結の一つの意義も、この点から VCF には薄い。一方、VC の資本的な面から述べると、親会社に銀行や証券、商社といった企業が多いことから、親会社へ大きな会計的負担をかけてしまう弊害や VC を子会社として維持する事の再検討といった事態を招きかねない。

こうした点からも、開示強化という点での完全連結のみの対応というのは、VC およびベンチャー企業の実態からはその弊害の方が大きい。各ファンドの組合契約等の実態面も鑑みて、条件的には他の方法による開示強化も検討して頂きたいと考える。

最後に、私どもベンチャーキャピタルは、ベンチャーキャピタルファンドの運営を通して、リスクは伴うが将来性も期待できる有望な未公開ベンチャー企業に対し、投資・育成支援することで、新規産業の創出に寄与し、ひいては日本経済の活性化という社会的・経済的貢献を果たしていると自負しております。

ベンチャーキャピタルが微力ながらも日本経済の新たな発展に一層の貢献を果たしていくためにも、これまで以上の負担を課すことでこの流れが阻害されることのないよう、何卒慎重にご検討いただきたく、以上、会員を代表してお願いいたします。

以上