

# 検証・ベンチャーキャピタル

企業の中長期的な収益性・生産性を向上させ、産業の新陳代謝を促し、持続的な成長を実現していくには、成長取込型の事業革新やベンチャー投資・創業等の分野に対して、長期にわたる民間資金の供給を促進する必要がある。その際に重要な役割を担うのがベンチャーキャピタル(VC)だ。金融機関系VCだけでなく、事業会社系VC、独立系VCが台頭し、その担い手も多様化するなか、VCの真価が問われている。

## ベンチャーキャピタル業界の変遷と課題 リスクマネー供給の担い手としての期待に込めているか

政府は成長戦略の第三の矢として、将来の経済成長を担う新技術の開発やベンチャー事業を興す企業に対するリスクマネーの供給の必要性を唱えている。その際に重要な役割を担うのがベンチャーキャピタル(VC)業界だが、その様相は国内外の経済動向をふまえて変遷をたどっている。本稿では、VC業界の全体像とそのおもな動きを紹介し、今後の課題を示したい。

エス・アイ・ピー 社長 齋藤 茂樹  
日本ベンチャーキャピタル協会 事務局長  
企画部長 山本 千秋

### 金融機関系VCの時代

日本におけるベンチャーキャピタル(VC)の草分け的存在であるジャフコが、野村グループの出資を受けて設立されたのが1973年のこと。ちなみに、VCとは、高成長が見込まれる未上場(ベンチャー)企業など

に対して、エクイティ(株式)投資を通じてリスクマネーを供給する投資会社(ファンド)をいう。ジャフコ設立以降、70年代から90年代にかけて、大手証券会社や銀行、生損保等の金融機関等がVCを次々と誕生させた。この時代には、まだVC自体の認知度が低く、既存の組織

に依存しない個人などが独力で資金を集めることは困難であった。また、証券取引所における新興企業向けのマーケット環境も未整備であり、EXIT(創業者やVCが投資資金を回収すること)のハードルも高かった。(政府系を除き)VCは、金融機関系、事業会社系、独立系の

三つに大きく分けられるが、この時期は、親会社たる金融機関や事業会社等の信用によりファンドを集めて投資する、金融機関系VCや事業会社系VC、いわゆるコーポレート・ベンチャー・キャピタル(CVC)がVCの主役を担っていた。また、いまほびインターネットが発達

・普及していなかった時代において、投資先も創業したばかり(シードステージ)の(IT・通信事業者などの)企業を相手とするスタート・アップ・ベンチャーというよりは、もう少しあとのステージ、つまり、創業してから本格的に事業を展開する時期(アリーステージ)を迎えた(製造業者などの)企業が多かったため、現在イメージするようなベンチャーキャピタルや、(草創(孵化)段階の新興企業に投資する)インキュベーターとはかなり違う投資内容になっていったと思われる。

場合、金融機関の人事異動のなかで、VC人事も組み込まれるので、必ずしも同じ人間が最後まで投資案件に携わるわけではなく、創業者との関係や投資対象事業への関与も深まりにくい面もあった。

### 事業会社系、独立系へ主役が交代

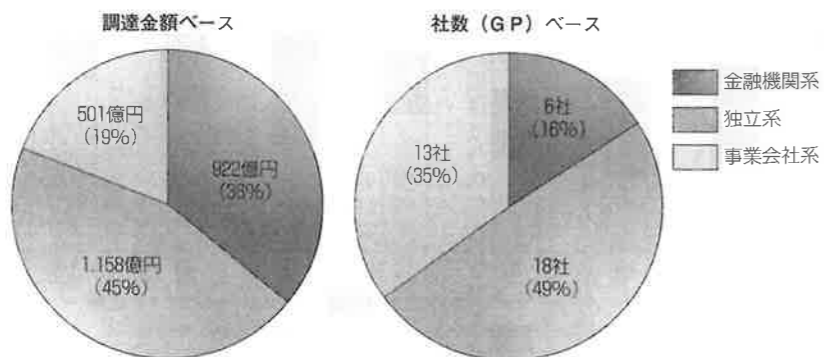
90年代からバブル崩壊やアジア危機、そして2008年のリーマンショックに至るまで、いくたびの大波を超え、多くの企業等がVC業界に参入・撤退を繰り返した。VCの面々も、その時々々の経済動向を反映して様変わりしていった。ただし、おおむね00年代前半までは、CVCのなかでも、とくに証券会社や銀行等の信用に基づく資金調達力を生かした金融機関系VCがこの業界の主流を占めていたといえるだろう。金融機関VCの

潮目が変わってきたのは、やはりインターネットの発達と普及、そして、新興企業向けマーケット(東証マザーズなど)が整備されてからだ。こうした環境のもとで、それまでの既成概念を覆すような、斬新なビジネスモデルを提供するインターネット関連企業が多数出現、上場を果たしたことで、いわゆる「金融ムラ」の住人である証券・銀行等の金融機関系VCばかりではなく、新興企業に注目して支援しようとするさまざまなバックグラウンドをもった人々や企業がこの業界に参入し、VCを設立するようになった。インキュベイトファンドの村田祐介代表パートナーの調査によれば、現在のVCの担い手は次の

ようになっている(図表1)。当該調査によれば、13年から14年10月までの間に設立されたファンドのうち、調達金額ベースで45%、ファンドの管理運営社数(GP)ベースで49%を独立系VCが占める。前述の「伝統的」金融機関系VC等からスピニングアウトして独立した人々に加え、自ら起業した経験を持ち、今度はベンチャー企業に投資・支援する側に回って活躍する人々も増えてきたことが、独立系VC躍進の原動力といえる。

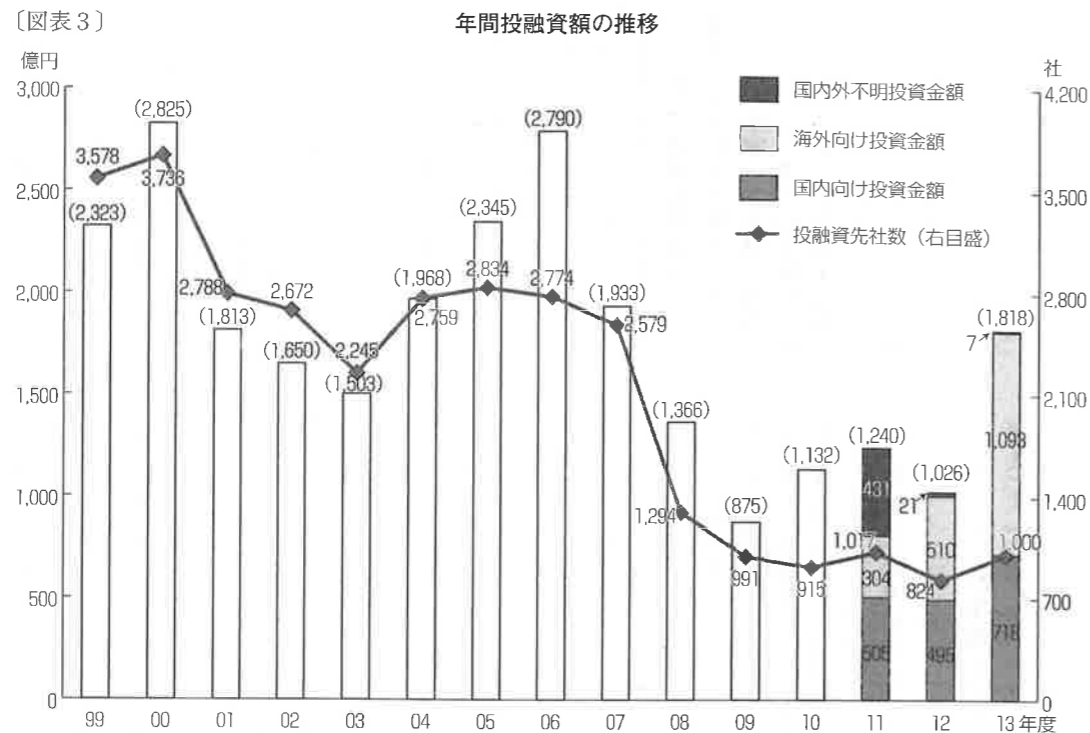
加えて、独立系VCや事業会社系VCの取組み方——とくに通信・インターネット関連分野が顕著だが、——の特徴をあげると、従来のように有望なベン

直近の新規ファンド設立状況 (2013～14年10月)



(注) 金融機関系VCは、中小企業再生や地域振興を目的としたファンドを除く。  
(出所) 各社発表等をもとにインキュベイトファンドが作成。

〔図表3〕



(注) カッコ内は国内外合算投資金額。  
(出所) VEC各年投資動向調査

動も冷え込み、調達額が全体的に大きく減少したが、現在はふたたび増加に転じている。しかも、前述のようなVCの担い手の変遷に伴い、投資先である個々のベンチャー企業の資金調達の状況にも大きな変化が起きている。

従来、1ケタ規模の資金を調達するベンチャー企業が大半だったが、近年、10億円を超える資金を調達するベンチャー企業が続出し、なかには100億円を超える資金を調達する企業すら出現してきている。その動きは、とくに通信・インターネット関連分野の企業で顕著だ。ただし、この動きをもって、すべてのVCが通信・インターネット関連分野の企業に重点的に注目しているとは早計なのは早計だろう。現状、あらゆる産業が通信・インターネット技術と切り離せないため、両者が融合した企業は、通信・インターネット関連分野の企業に区分けされるという、分類のしかたの影響もあることに留意する必要がある。なお、通信・インターネット関連企業のほかに、バイオ

EXIT戦略でM&Aが増加

ヘルスケアやエネルギー関連分野の企業に対する関心は依然として高く、13年には当該分野を対象としたファンドの設立が増加し、投資の活発化が期待されたが、現時点では数値に反映されておらず、減少傾向にある(図表2)。

一方、エリアという観点からは、13年においてはとくに国内投資以上に海外投資が増加している(図表3)。海外投資は一般的に海外に広範囲なネットワークを張り巡らしている金融機関系VCの独壇場と思われがちだが、事業会社系VCや独立系VCも積極的に海外に投資している。14年においては、おもに通信・インターネット関連企業による大型調達が続出しているため、国内投資が伸びているようだが、今後、ベンチャー企業は創業当初から世界マーケットを視野に入れた事業展開を試みることを求められるだろう。

海外投資の活発化

ヘルスケアやエネルギー関連分野の企業に対する関心は依然として高く、13年には当該分野を対象としたファンドの設立が増加し、投資の活発化が期待されたが、現時点では数値に反映されておらず、減少傾向にある(図表2)。

投資先の規模拡大

「創り出していく」傾向が強まっている。優秀な起業家と一緒に事業を創り出すことで、投資を決定するまでの期間、そして、事業展開やEXITまでの期間が短くなり、全体的なスピード感も加速している。このほかに特筆すべきは、従来、ベンチャーキャピタルの評価は「組織」に依存していたが、現在は、「だれがどのような投資をしているか」というキャピタリスト「個人」の功績が目されるようになってきたという点である。アメリカでは、「組織型」VCではなく、「ベンチャーキャピタリストが集まってパートナーシップを組み、「個人」を基軸にしているVCが多いが、日本もだんだんとそういう流れになってきていることを示す動きといえよう。つまり、VCのベンチャー企業への関わり方が、組織のビジネス力よりも、より裾野を広げた個人のビジネス力に依存するようになってきている。

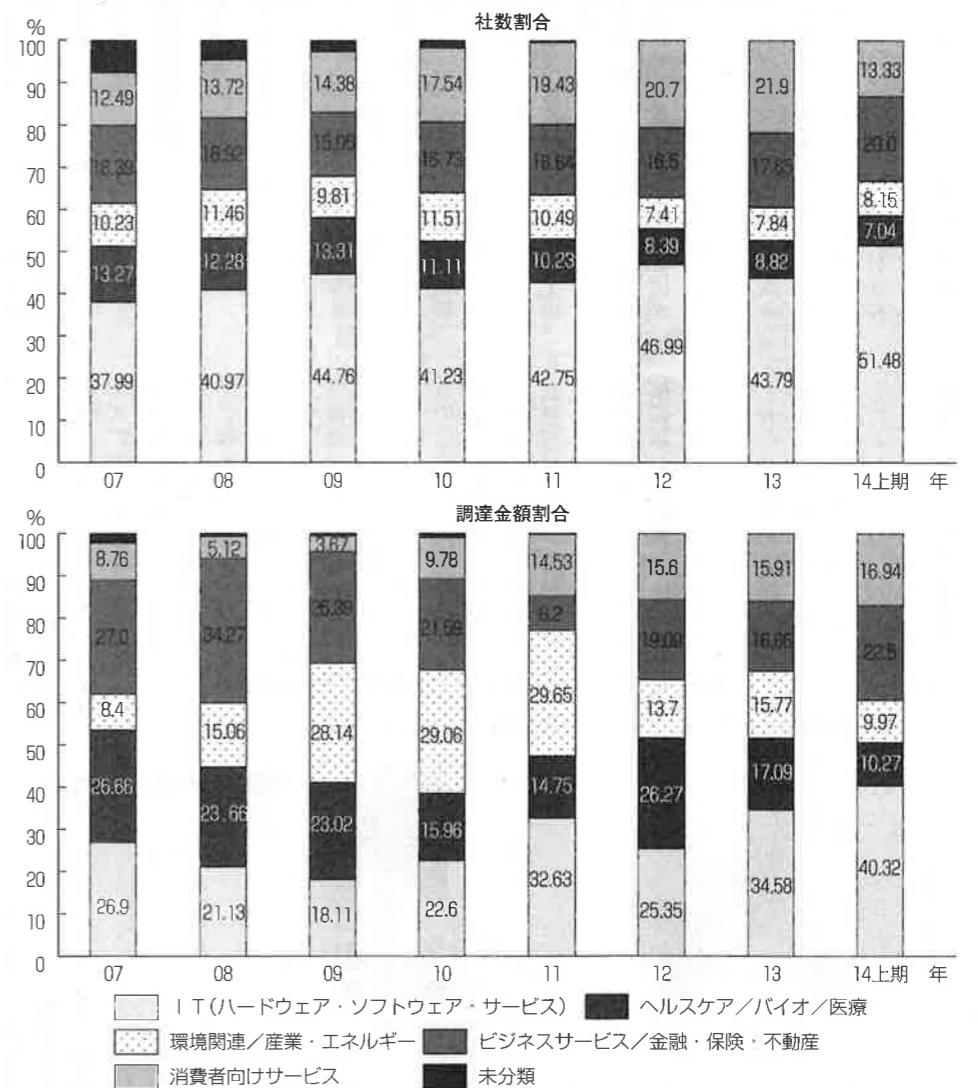
00年代前半に一時ITバブルがはじけたが、世界的な需要・マーケット拡大の可能性に鑑み、

VCを通じたバイオヘルスケアやエネルギー関連分野の企業の調達額が増えた。

リーマンショック以降、世界的に資金の供給が激減したため、VCや事業会社等による投資活

〔図表2〕

資金調達を行った企業の業種内訳 (社数・金額の割合)



(出所) ジャパンベンチャーリサーチ「2014年末公開ベンチャー企業資金調達の状況 (2014年上半期)」

EX-ITに関しては、従来のIPOへの一本調子から、インターネット業界を中心にM&AをEX-IT手段とする傾向が徐々に増加している。インターネット企業のみならず、アクセラレーター(注)の活動を事業の軸に据えている会社は、技術力がある若い人材を確保するという観点からも、スタートアップの早い段階から、CVCを通じてベンチャー企業に投資し、そのベンチャービジネスがうまくいかなくても、M&Aを通じて新規の有望な人材を社内リソースに組み込み、他社に対抗するということがよく行われている。アプリ・ゲームの開発など、大手企業間で競争が激化している業界でとくにその動きが目立つ。また、ベンチャー企業の創業者のなかには、IPO実施前の段階であっても、IPO実施後の事業展望が立てにくいことを予想し、大手インターネット企業の買収を受け入れ、その後は、買収した企業のもとで働き続けるというケースもみられる。ただし、通信・インターネット業界以外では、M&Aによる

EX-ITは未発達と思われる。通信・インターネット分野では、現在大企業であるところも、その多くは創業から比較的短期間のうちに大規模化を図っているため、社内の人事登用制度などはベンチャー企業と大企業の間でそれほど大きな溝はなく、ほぼ同化している。これに対し、製造業のような伝統的な業界では、大企業が人事システムの内製主義にこだわり、人事面での被買収企業との融合が進まないことが、M&AによるEX-ITが進まない一つの要因と思われる。しかし今後は、既存の大企業も、成長を持続させていくにはベンチャービジネスの力をグループ内のリソースに組み込みつつ、自社の体質を強化していかなければならないはずだ。裏を返せば、大企業がそのような戦略をどれだけ打ち出せるかが、インターネット業界で起こっている潮流を全産業的に広げうるかどうかともなる。

**アメリカと比較して物足りなさも**

これまでみてきたように、日

産業革新機構のように、民間VCファンドにファンド・オブ・ファンズ投資を行うなど、VCに直接資金供給を行うケースも出始めている。しかし、これまでのところ、主幹省庁の政策意図による制限があるうえ、ファンド会社がすべて新設で、その多くは、(民間VCとのパッチングも懸念されるが)直接ベンチャー企業に投資しており、どこまでVCに直接的にプラスの影響を与えているのかは定かではない。今後、VCがリスクマネーの供給の担い手として中心的な役割を果たし、本格的な金融システムに発展するには、民間ファンドと官製ファンドとの連携のあり方も検討されなければならない。

(注) スタート・アップ・ベンチャー企業の成長を加速させる仕掛けを提供する組織の総称。当該組織の選考に通った有望な起業チームまたはベンチャー企業に対して、数カ月の支援プログラムを提供し、ビジネスモデルを確立するための支援を行い、次の資金調達につなげるためのピ

ッチイベントやデモイベントを開催する。多くの場合、アクセラレーターは、少額のシード資金を提供する代わりに数%程度の株式シェアを取得する仕組みになっている。

さいとうしげき  
東京大学経済学部卒業後、85年に民間化一期生としてNNTに入社。97年、米国マサチューセッツ工科大学(MIT)スローンスクールにてMBA取得後、米国ネットワーク・コミュニケーション・デジタルガレージを経て、07年エス・アイ・ピー代表取締役に就任。日本ベンチャーキャピタル協会理事、日本ベンチャー学会会員、日本ベンチャー学協会会員、やまもとちあき

89年日本アジア投資(JAIC)入社。03年経営企画チームリーダー、10年管理本部副本部長、11年執行役員を歴任。ファンドの管理およびJAICのバックオフィス業務全般を指揮。13年日本ベンチャーキャピタル協会企画部長に就任。現在はWMパートナーズ管理部長、WMFund Associates代表取締役として活動。

本でも、VCの担い手が、当初業界をリードしてきた金融機関系VCから、事業会社系VCや独立系VCに移行するという新たな流れが起こっている。しかしながら、アメリカのVC業界の発展の動きと比較すると物足りなさも感じる。

アメリカの場合、独立系VCは事業会社や金融機関と一体となっており、投資先の育成に努める有機的なVCシステムを作り上げている。しかも、年金や大学の運用資金が独立系VCに流れ、VCの投資先から通信・インターネット分野のベンチャー企業が次々と台頭した結果、独立系VC自体がIPOやM&Aといった多彩なEX-IT手段を駆使する金融機関としての強固な地位を確立している。

これに対して、日本の場合、あくまでも通信・インターネット業界が自らの利益を源泉にCVCを設立し、投資戦略を立てており、独立系VCの投資資金も事業会社からの資金が中心になっている。金融機関系VCも過去のパフォーマンスの低さから活動を停止してしまつたとこ

ろがあり、銀行などは5%ルール(国内の一般事業会社の総株主の議決権の5%を超えて保有することを禁じている制度)の制約がかかるなか、VC投資をどのように戦略的に位置付けるか、明確な整理ができていないことも少なくない。今後、産業と金融の一体化がなされ、CVCや独立系VCの動きが金融機関の資金と結びつくとVC業界のパワーは拡大すると思われるが、それまでVC業界の力は限定的なものにとどまらざるをえないだろう。おそらく、このような日米の違いが、VCの投資額の差(アメリカ約20兆円、日本1000億〜2000億円程度)にも表われているといえるのではないか。

また、各省庁が主導する官製ファンド(産業革新機構・地域経済活性化支援機構・農林漁業成長産業化支援機構・クールジャパン機構など)が、民間からのベンチャーマネーを補完するものとして、ベンチャーおよびニュービジネスのための資金供給源となることが期待されている。官製ファンドのなかには、

日銀の国債買入額を年間50兆円から80兆円に拡大する追加緩和策(QE2)を決めた、10月31日の政策決定会合の議事録が11月25日に公表された。内容もさることながら、5対4という採決結果もサプライズであっただけに、今後の金融政策を確認するうえで、どのような議論があつたのかが注目されていた。黒田議長提案に賛成したのは、総裁以下執行部の3人と学者出身の白井さゆり審議委員(前慶應大学教授)、宮尾龍蔵委員(前神戸大学教授)の合計5人。反対は、銀行出身者、企業経営者、そして2人のエコノミストとくさりが出身母体で意見が分かれた。



**「日銀の信託」とは何か**

見通しはおろか、2%の実現性自体も成り立ちえなくなるからです」と日銀への信託を優先して判断したと発言した。この信託という言葉だが、文字どおり日銀の信託が失われると恐怖しているということ、もう一つは自分が賛成しなければ議案は否決され、日銀の信託が失われるというニュアンスを含んでいたからだ。1人の審議委員の判断が採決の否決につながる、ひいては日銀の信託失墜にもつながりかねないという大きなリスクを執行部は犯していたことになる。議案が否決されれば、即総裁の辞任につながるギャンブルである。決定会合では当然のことながら事前にある程度の票読みが行われる。根回しが行われる。そのプロセスが公表されるわけもないが、はからずもその痕跡が露呈したといえるだろう。もし、あなたが否決するようであれば、議案は否決されまふ。それでいいのですか——とだれかがささやく。むろん、藪の中である。