

クラシックベンチャーキャピタルと マーチャントベンチャーキャピタル

川 本 明 人
唐 珂

(受付 2012年 5 月 30 日)

目 次

はじめに

I ベンチャーキャピタルの投融資額と IPO

II アーリーステージからレターステージへ

III ホッケースティックカーブ成長型ベンチャー企業の出現

IV リスクマネジメントとしてのハンズオン

結びにかえて

は じ め に

2007年からのアメリカのサブプライム問題、2008年のリーマンショックによる世界経済危機、2010年のギリシャ財政危機に端を発した欧州ソブリン危機と、近年の金融資本市場は大きな混乱が続いている。株価低迷とドルやユーロ相場下落によって、膨張した金融資産が新たな行き場を求め、新興国市場に流れたりしている。とりわけリーマンショック以降は、高いリスクをとりながら、借入金をレバレッジを効かせて大きく膨らませて投資をしていく、いわゆるシャドウバンキング・ビジネスが危機に直面した。グローバルな拡大を続けていた国際資金取引や証券取引も縮小し、金融規制や監督が強化されていくなかで、金融投資モデルが改めて問われるようになった。

そうした世界経済危機による株価低迷の中で、次世代産業を支える使命

を担うベンチャー企業への投資はどのような状況にあるのか。本稿では、ベンチャー企業に投資をするベンチャーキャピタルに焦点を当て、ベンチャーキャピタルの資金調達と主要な出口戦略である IPO の現状をみながら、ベンチャーキャピタルがベンチャー企業に対して果たすべき役割について確認していく。株価低迷に苦しむ現状から、ベンチャー企業に対する長期間の経営支援の後、株式売却により資金を回収するというプロセスを描く「クラシックベンチャーキャピタル」のあり方が困難になってきた。そして、短期間で資金をさまざまな方法で回収する、金融取引ビジネスを主体とした「マーチャントベンチャーキャピタル」が主流となりつつある。本稿では、ベンチャーキャピタルのいくつかの事例をみながら、ベンチャーキャピタルの本質と考えられるハンズオンを核としたクラシックベンチャーキャピタルの意義をあらためて強調する。

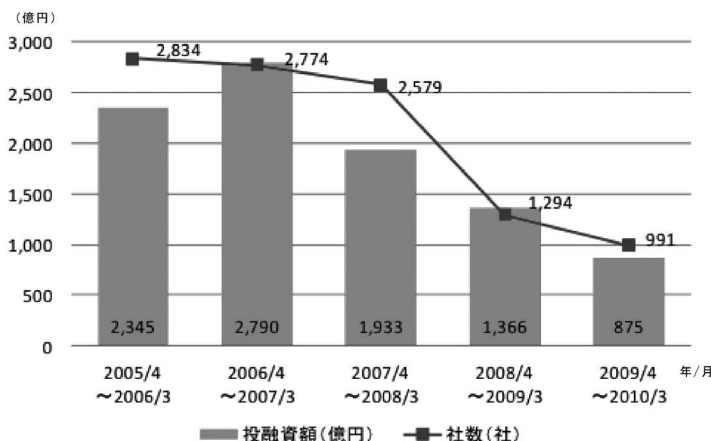
I ベンチャーキャピタルの投融資額と IPO

よく知られているように、ベンチャーキャピタルは第 2 次大戦後のアメリカで誕生し、発展してきた。ベンチャーキャピタルを定義すれば、ベンチャー企業に対して資金投資を行うとともに経営支援を行うことで、最大限の付加価値をつけることによって利益を回収する投資会社であると言えることができる。

ベンチャーキャピタルの投資金額を見てみよう。図表 1 は、日本のベンチャーキャピタル¹⁾の投融資額と社数の推移について、2005 年度から 2009 年度までを見たものである。サブプライム危機、あるいは世界金融危機の発生とともに投融資額が大きく減少し、2009 年度は年間 1,000 億円を下回っ

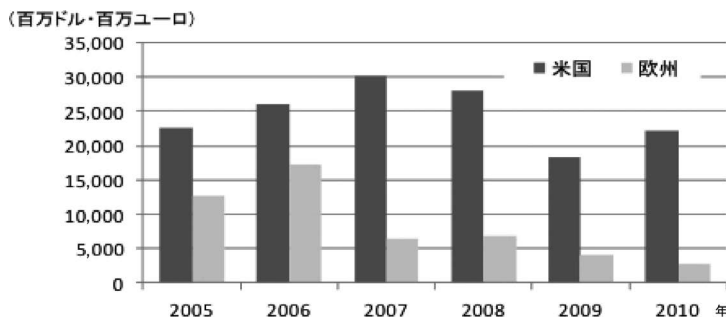
1) 日本のベンチャーキャピタルは、個人事業家よりも銀行、証券会社等金融機関の関連会社や、商社、事業会社、通信等の関連会社等が主体である。1963 年に中小企業投資育成会社法によって設立された、東京中小企業投資育成、大阪中小企業投資育成、名古屋中小企業投資育成の 3 社が初期ベンチャーキャピタルといわれる。

図表 1 日本のベンチャーキャピタルの投融資額



(出所) ベンチャーエンタープライズセンター (2011)。

図表 2 米国・欧州のベンチャーキャピタルの投融資額



※2010年は第3四半期までの投資額を4/3倍したもの

(出所) 図表 1 に同じ。

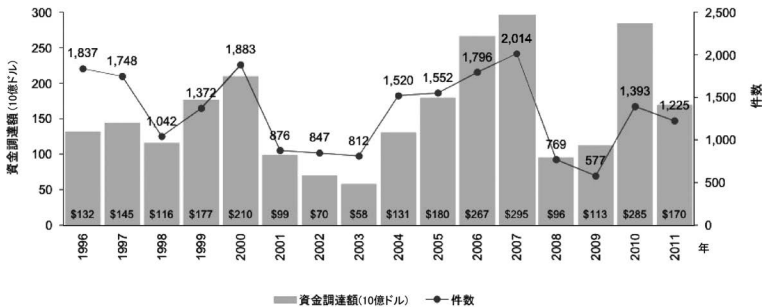
ている²⁾。また、アメリカ、およびヨーロッパの投融資額を見たのが図表 2 である。ヨーロッパは日本と同じように2006年から2010年まで減少傾向に

- 2) 日本のベンチャーキャピタル投資残高は、過去 10 年間 8,000 億円から 1 兆円前後で推移しているが、アメリカ、ユーロ圏と比べるとその規模は非常に小さい。このことから、欧米に比べて、日本のベンチャーキャピタルによるベンチャー企業への資金供給が不十分であることが指摘されてきた。

あるが、アメリカは2009年に減少したもののそれほど大きな後退ではなく、2010年にかけて回復傾向がうかがえる。

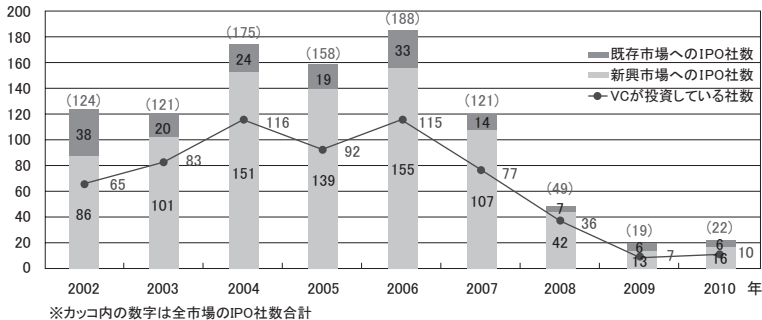
図表 3 は世界の株式公開（IPO）件数および資金調達額の推移である。見られるように IPO の件数は波がある。1990年代末から増加したが2000年代前半に減少し、2004年から2007年まで再び増加したが、世界金融危機の影響で2008年に大きく減らしている。ベンチャー投資もほぼこの波に沿いながらブームと不振が繰り返されてきた。図表 4 は日本の IPO をみたものである。近年日本は IPO 社数が大きく減少し、これによりベンチャーキャピ

図表 3 世界の IPO 件数および資金調達額推移



（出所）ERNST & YOUNG 「2012年第 1 四半期 Global IPO Update（要約版）」
2012年 3 月，より。

図表 4 日本の IPO 社数



（出所）図表 1 に同じ。

川本・唐：クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタル事業も低迷が続いている。

ベンチャーキャピタリストの役割は、成長性が見込まれる未上場のベンチャー企業に資金を供給して、とくに経営支援や助言などのハンズオンを通じて企業価値を向上させながら、IPO によって保有株式を売却して資金を回収することである。ベンチャー企業への経営支援（ハンズオン）は、企業の設立時から成長期に入るまでのリスクな「アーリーステージ」とくに必要となることが多く、クラシックベンチャーキャピタルとよばれる伝統的モデルの本質部分をなす。一方で、ベンチャーキャピタルの収益は、主としてイグジット（出口）における IPO による株式売却を主体とすることから、日本などではこの局面（レーターステージ）が重視されやすい。

IPO は、ベンチャーキャピタル事業のレーターステージにおける投資の回収＝出口として、重要な位置を占める。上で見たように、出口戦略である IPO の低迷は、ベンチャーキャピタルにとって大きな問題であるが、出口だけを目標とする投資では、ベンチャー企業を育てていくというベンチャーキャピタル本来の特性が失われてしまう³⁾。近年では、出口重視のベンチャーキャピタルが目立ち、IPO のみを目標にしたりする投資も行われたりする。そのため、ベンチャー企業への投資と未上場株一般の投資の区別があいまいになったりしている。さらには、金融の証券化、高度化、市場化が進む中で、投資も複数の事業体に分散したり、あるいは金融市場を跳梁する一般のファンドという性格が強まったりしている。PE（プライベートエクイティ）化、すなわち、バイアウト案件、事業承継案件、再生

3) ベンチャーキャピタル投資は新興国では活発であり、IPO も新興国、とりわけアジアのシェアが大きい。すなわちアジア・パシフィックの2012年第1四半期の資金調達額は全体の43%となっている（出所は図表3に同じ）。とくに中国は成長性など様々な面が注目されているが、中国ベンチャーキャピタルにおいても、本来のベンチャーキャピタルの役割としてあった本稿で述べるクラシックベンチャーキャピタルへの認識は重要だと思われる。中国のベンチャーキャピタルについては、唐珂（2011a）（2011b）を参照。

案件，M&A 案件なども増加し，ベンチャーキャピタルはきわめて多様になっている。かくして，ベンチャーキャピタルのマーチャントベンチャーキャピタル化が進みつつある。

Mason=Harrison (2002) は，イギリスのベンチャーキャピタルについて実証研究を行い，クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタルに関して，イギリス国内で地域的差異があることを指摘した。まず，図表 5 で見られるように，アーリーステージへの投資（クラシックベンチャーキャピタル A），およびこれに拡大期を含んだ時期の投資（クラシックベンチャーキャピタル B）は 1998－2000 年で，国内合計がそれ

図表 5 イギリスにおけるクラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタルの地理的分布（1998－2000 年）

	クラシック ベンチャー キャピタル A [アーリー ステージ]		クラシック ベンチャー キャピタル B [アーリー ステージおよび 拡大期]		マーチャント ベンチャー キャピタル [MBOs MBIs*]	
	100万ポンド	%	100万ポンド	%	100万ポンド	%
London	329	22.0	1,063	16.3	2,193	17.0
South East	522	34.9	1,680	25.8	3,802	29.5
South West	67	4.5	272	4.2	526	4.1
East of England	111	7.4	413	6.3	860	6.7
West Midlands	62	4.1	438	6.7	1,351	10.5
East Midlands	45	3.0	300	4.6	1,311	10.1
Yorkshire and the Humber	76	5.1	299	4.6	685	5.3
North West and Merseyside	103	6.9	155	2.4	1,231	9.6
North East	15	1.0	83	1.3	198	1.5
Scotland	129	8.6	526	8.1	415	3.2
Wales	14	0.9	116	1.8	268	2.1
Northern Ireland	24	1.6	59	0.9	37	0.3
合 計	1,497	100	6,504	100	12,877	100

※ MBO は Management buy-out, MBI は Management buy-in。
（出所）Mason = Harrison (2002), p. 443.

川本・唐：クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタル
ぞれ14億9,700万ポンド、および65億400万ポンドに対して、マーチャント
ベンチャーキャピタルの方が128億7,700万ポンドと圧倒的に後者の方が大
きくなっている。これを地域別に分析すると、クラシックベンチャーキャ
ピタルAまたはBの比率がマーチャントベンチャーキャピタルの比率を上
回るのは、ロンドンや南東部、スコットランド等に限られる。別の見方を
すれば、マーチャントベンチャーキャピタルの増加によってベンチャー
キャピタル全体の地域的な広がりが見られるようになったと付け加えてい
る。マーチャントベンチャーキャピタルの役割と影響が大きくなっている
ことが示されている。

次節では、ベンチャーキャピタルがマーチャントベンチャーキャピタル
化していった背景についてみてみよう。

Ⅱ アーリーステージからレーターステージへ

前節でも触れたように、ベンチャーキャピタルの形態はさまざまである
が、近年の特徴の一つとしてあげられるのは、大規模なファンドを運用す
るメガベンチャーキャピタルが登場してきたことである。このようなメガ
ベンチャーキャピタルは、1980年代から徐々に増え、1989年には1億ドル
以上の資金を運用するメガベンチャーキャピタルは、社数は14%であるが、
資金量全体の59%を運用していた⁴⁾。

こうしたメガベンチャーキャピタルが続々と出現したのは、パートナー
シップの普及であった。これはゼネラルパートナー（無限責任組合員
General Partner, 以下 GP）と多数の出資金を提供するリミテッドパート
ナー（有限責任組合員 Limited Partner, 以下 LP）から構成される。GP
は、これまでの豊富な経験と知識を活かし、投資するベンチャー企業を発
掘し、厳密な選別によって投資を行う。その後、投資資金が回収できるま
で、投資先のベンチャー企業に対して資金の調達や経営のモニタリングな

4) バイグレイブ＝ティモンズ（1995）邦訳、p. 60。

どを積極的に行い、ベンチャー企業の価値創造を支援する。一方、LP は通常外部投資家から構成され、経営に直接的には関与しない。資金回収後は、キャピタルゲインの分配に関して、GP は全体の20%～30%程度を報酬として受け取り、LP には全体の70%～80%程度のキャピタルゲインが利益として配当される。このようなファンドを最初に組成したのは、アメリカのシリコンバレーを形成していったベンチャーキャピタリストで、インテルやアップルの育成で知られるアーサー・ロック（Arthur Rock）であった。

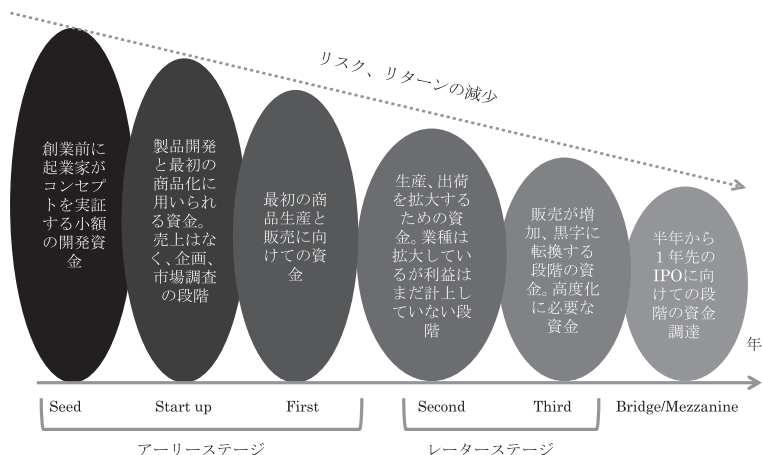
さらに、1980年代には、ベンチャーキャピタルに対して様々な優遇制度が実施され、それによって、スーパーディールを目指したベンチャーキャピタルが続々登場した。そうした状況の中で、大規模に資金を運用する機関投資家が、節税などの理由から、広く受け入れられるようになったパートナーシップを利用して積極的にベンチャーキャピタルへの投資に乗り出した。その結果、これまで、裕福な一族や個人の資金がベンチャーキャピタルの有力な資金源であったが、1990年代以降、機関投資家である年金基金等がベンチャーキャピタルの最も重要な資金源となった。それにより、ベンチャーキャピタルは機関投資家によってコントロールされがちになった。

前述したように、機関投資家に依存するベンチャーキャピタルは、少なくとも5年ないしそれ以上かかるスタートアップ段階への投資から、より早くより多くの配当を得るために、成熟した企業に、すなわち2、3年以内に利益を生む企業に投資を行うようになった。こうしたことによって、クラシックベンチャーキャピタルの本来の特徴としてあった、スタートアップとアーリーステージでのベンチャー企業への投資という主旨が失われていった。

図表6は、ベンチャービジネスの発展過程とリスク・リターンとの関係を図示したものである。レーターステージほどリスクが少ないかわりにリターンも低いことを示している。

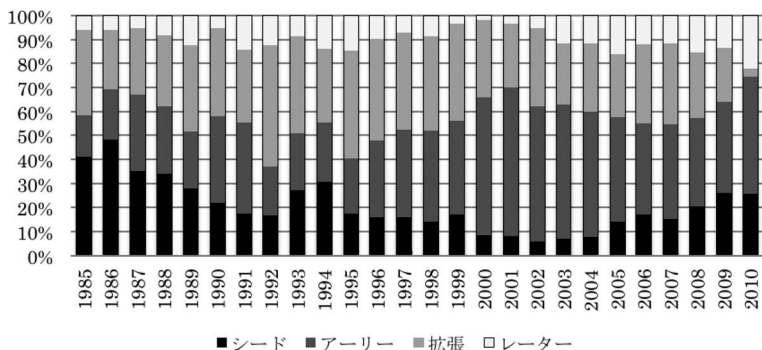
図表7から、アメリカのベンチャーキャピタルは、1980年代および90年

図表 6 ベンチャービジネスの成長段階



（出所）National Venture Capital Association（2011）より筆者作成。

図表 7 アメリカ・ベンチャーキャピタルの成長段階別投資金額比率推移



（出所）National Venture Capital Association（2011）より筆者作成。

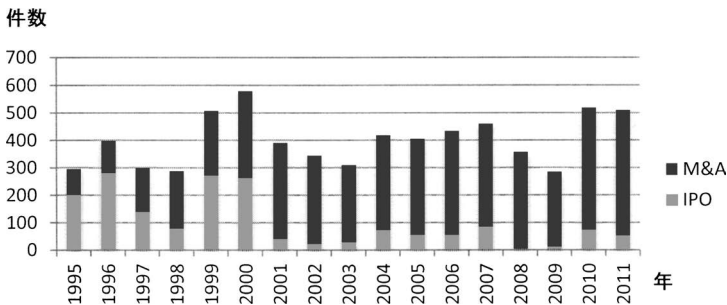
代において、リスクが少ないレーターステージへの投資比率が高くなっていることが見て取れる。2000年前後に、一時的にアーリーステージの投資が増加したように見えるが、これはネットバブル（IT バブル）の影響が大きいと考えられる。そして、バブルの崩壊後は、やはりアーリーステージへの投資は減少した。さらに、2008年の世界金融危機以降は、レータース

テージの増加が見られる一方で、アーリーステージへの投資も増加している。

いずれにしても、機関投資家等から資金を募るベンチャーキャピタリストは、投資の対象、いわゆる投資段階を、アーリーステージからレターステージに移行していく傾向が見られた。そして、出口戦略に関しても、長期間を要する IPO から、M&A, LBO (Leveraged Buyout), MBO (Management Buyout) などの行使により、投資期間を短縮させた。1980年代以降から、ベンチャーキャピタルはすでに多様な戦略を打ち出し始めた。LBO 案件のみを対象とするファンドや、メザニン投資のみ、シード投資のみに特化したファンドも現れ、自らが競争力を持ち得ると思われる業種もしくは技術領域に焦点を絞ったファンドが設立された。図表 8 は、アメリカベンチャーキャピタルの投資先の出口における IPO と M&A の件数を 1995 年から追ったものである。2000 年までは IPO の件数比率が高かったが、2001 年以降は M&A の件数比率が IPO に比べてかなり高いことが示されている。

こうした変化が現れた理由として、まず公開市場の不安定性があげられる。店頭市場の市況にはきわめて敏感で、歴史的に見ても、投資収益は株式発行市場の活況度合に大きく依存している。さらに、予想外の外部環境

図表 8 アメリカベンチャーキャピタル投資先の IPO と M&A



(出所) National Venture Capital Association (2012), 2012 NVCA Yearbook, より筆者作成。

川本・唐：クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタルの変化にもさらされる。例えば、1990年に起きたイラク戦争によって、それまで好調であった IPO 市場が突然閉鎖されたに等しい状況に追い込まれた例もある。こうした状況の中で、ベンチャーキャピタルは新たな出口戦略を見出さなければならなかった。

もう1つ重要なのは、IPO が M&A と比べて時間に加えてコストがかかると考えられることである。例えば、IPO を計画するベンチャーキャピタルには、まず、引受手数料、発行諸費用などの直接的コストがかかる。さらにアンダープライシングによる間接コストなどもある⁵⁾。こうした株式発行に関するさまざまなコストによって、アメリカでは、新株発行による資金調達総額のうち、アンダープライシングが2001年～2008年の平均で12%と見積もられている⁶⁾。

さらに、ベンチャーキャピタルは、通常、IPO やその直後の時点で権利を譲渡することができない。アンダーライターとの間に「ロックアップ(株式売却制限)」の合意があるため、一般的には180日間譲渡が禁止されている。つまり、ベンチャーキャピタリストは、IPO を行ったベンチャー企業に対して、企業価値の維持、あるいは更なる価値を得るため、公開した後も一定期間、保有資産をポートフォリオに加えたままにし、その間は、そのベンチャー企業の継続的なモニタリングを続けなければならない。M&A ならこうした長期的なモニタリングは必要としないし、売却などによって、短期間に大量の流動資金を手に入れることもできる。さらに、ベンチャーキャピタル投資期間の短縮にもつながるのである。こうしたベンチャーキャピタルの出口戦略の多様化とともに、投資ステージも、果実を予想できるようなレーターステージを対象とすることが増えていった。

5) アンダープライシング(初期収益率)は、 $(\text{初値} - \text{公開価格}) / \text{公開価格}$ で示される。つまり、公開価格で購入した投資家が初値で売却した時のリターンである。初値よりも過小に値付けされた公開価格で新規公開することによって被る間接的コストだと考える(忽那憲治編(2006), p. 91)。

6) Liu, X. and J. R. Ritter (2010).

Ⅲ ホッケースティックカーブ成長型ベンチャー企業の出現

一方で、近年、急成長するベンチャー企業も登場している。たとえば、スマートフォンの短期間での普及により、ツイッター（Twitter）、フェイスブック（Facebook）などのソーシャルネットワークサービス（Social Network Service：SNS）が急速に広がった。こうした、インターネット上で社会的ネットワーク・コミュニケーションを提供するサービスは、新たなベンチャーブームとして注目されている。ベンチャーキャピタルもこれらのベンチャー企業に積極的な投資を行い、多大な利益を収めている。これらのベンチャー企業は、従来のベンチャー企業と同じく独自のアイデアを用いて、ベンチャーキャピタルから資金調達を行い商品の実現をはかったが、これまでのベンチャー企業と大きく異なるのは、成長のスピードであった。

なかでも大成功を収めたベンチャー企業インテルは、1968年に創立してから順調に発展してきたが、CPU に8088が採用された1981年からは急成長を遂げた。インテルの場合は、急成長を果たすまで10年以上の蓄積期間があった。しかし、近年のベンチャー企業は、より短期間で急成長を見せることが多くなり、こうした企業はホッケースティックカーブ成長型⁷⁾ベンチャー企業と呼ばれている。

その例として、ツイッター社をみてみよう。ツイッター社の最初の創業資金は創業者自らの資金であったが、その後の成長により、2007年にはユニオン・スクウェア・ベンチャーズ等から、2008年からはデジタルガレージ、スパークキャピタル、ベゾズ・エクスペディションズ（アマゾンの

7) ホッケースティックカーブとは、1998年に気候学者マイケル・マンらが提唱した気候変動の経年変化を説明する図形である。過去1000年程度の地球の気温変化を推測したグラフに、20世紀に入って急激に地球の気温が上昇する様を描いており、ホッケースティックを寝かせたときのように見えることから、ホッケースティックカーブと呼ばれ、後に多くの論争を巻き起こした。本稿では、急成長したベンチャー企業の成長の特徴から、ホッケースティックカーブ成長型と呼ぶ。

川本・唐：クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタル
ジェフ・ベズ CEO のファンド）等ベンチャーキャピタルからの投資により
運営資金等を確保した。そして、2009年度末時点で合計1億ドルを超える
資金を集め、未公開株式の評価額は約10億ドルとなった。2010年12月に、
アメリカベンチャーキャピタルのクライナー・パーキンスなどからさらに
2億ドルの資金調達を果たし、この時点での企業価値は37億ドルと評価さ
れた。2011年2月には、アンドリーセン・ホロウィッツ・ベンチャーキャ
ピタルがツイッター株の取得を通じて8,000万ドル出資し、この時点の企業
価値は約40億ドルであった。同年8月にロシアのベンチャーキャピタリス
ト、ユーリ・ミルナー氏の投資会社 DST グローバル率いる投資グループが
ツイッター社に新たな資金提供を行い、企業価値は70億ドルまで上った。

こうしたベンチャー企業の成長パターンは、ほぼ同じ時期に創業した
フェイスブック（Facebook）にも見られる。2010年、アクティブユーザー
が全世界で5億ユーザーを突破したと発表されたフェイスブックは、2011
年に15億ドルの増資を実施して、企業価値は約500億ドルと評価された。
2012年5月にはアメリカのナスダック市場に上場され、調達金額は約160億
ドルと IT 産業では過去最高の調達額となった。フェイスブックの創業者
ザッカバーク氏は、ベンチャーキャピタルについて、「当時、大勢のベン
チャーキャピタルがわれわれに近づいてきた。しかし僕らは、シリコンバ
レーでみんながやっているゲームには加わりたくなかった。ベンチャー
キャピタルの資金を導入する、プロの経営者を雇う、大急ぎで株式を上場
するか会社を売るか、というやつだ」⁸⁾と感じていた。

一方、ベンチャーキャピタルもベンチャー企業の変化に大きな戸惑いを
感じていた。ベンチャーキャピタリストのジェームズ・ブライヤーは、現
在の投資の現状について、「おそらくインターネットのせいで、若いスター
トアップ起業家は、ロケットでいう『脱出速度』に到達するのに、最小限
しか時間がないのだろう。かつて企業は、商品開発に1年かけ、販売及び

8) カークパトリック（2011）邦訳、p. 150。

マーケティングプランを練るのにもう 1 年費やしていた。万が一過ちを犯しても、修正がきいた。設立して 2, 3 年ほど経ってから、戦略的な企業パートナーについて考えたものだ。今日では 1 日目から、自問し始める一妥当な企業パートナーは誰か。どんな販売, OEM, テクノロジー取引を盛り込むことが適切なのか。」⁹⁾と語っている。

いずれにしても、ベンチャー企業のホッケースティックカーブのような成長ぶりや、パートナーシップの普及によって、機関投資家のベンチャーキャピタルへの進出が増え、巨額の投資資金が市場に流入するようになった。そして、ベンチャーキャピタルは、ベンチャー企業の育成に十分な時間と体力を使うことが困難になった。逆にベンチャーキャピタルは、投資家から委託された資金を満足させるようなリターンを実現するために、ポートフォリオ分散投資¹⁰⁾を進めた。ここには金融投資に注力するベンチャーキャピタルの姿があり、まさにマーチャントベンチャーキャピタルの活動である。加えて、金融業における IT (Information Technology) の高度化とファイナンス・テクノロジーの発展は、新たに多種多様な金融商品を生み出したり、金融取引方法を劇的に変革したりするなどして、金融機関に大きな影響をもたらした¹¹⁾。こうしたことから、ベンチャーキャピタルは投資の入口から出口までを短縮し、容易となった分散投資を進めることで、金融テクニクに頼るマーチャントベンチャーキャピタルとしての活動がますます拡大した。

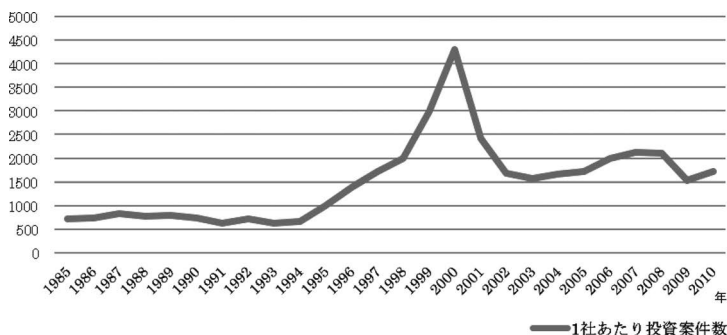
図表 9 を見ると、1985 年から 2010 年にかけてアメリカベンチャーキャピタル 1 社あたりの投資案件数は、2000 年前後のネットバブル期の急激な増加を除いても、増加傾向にあることがわかる。しかし、ベンチャーキャピタルの IRR¹²⁾ に着目すると、図表 10 に見られるように、投資案件数が増加

9) グブタ (2002), 邦訳 p. 465。

10) 分散投資により、個々の企業が持つ個別リスクはほとんど除去されるが、市場全体の不確実性に起因する市場リスク (β) が残ることは、よく知られている。

11) これについては、川本明人 (2003), p. 51。

図表 9 アメリカ・ベンチャーキャピタル 1社あたり投資案件数



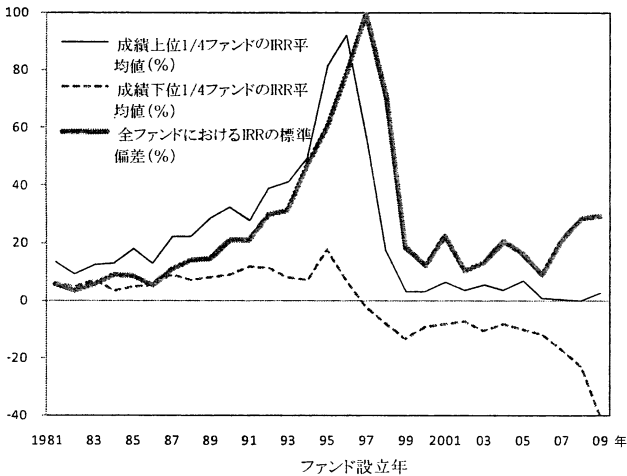
(出所) National Venture Capital Association (2011) より筆者作成。

していくにつれ、IRR が減少していることがわかる。つまり、ベンチャーキャピタルは分散投資の普及の過程で、以前のような利益を上げていない。

実際、前述したベンチャーキャピタルの発展から見ると、成功するベンチャーキャピタルの源泉は分散投資によって上げる利益ではなく、いわゆる「一発勝負」によって決定される利益である。例えば、アメリカ最初のベンチャーキャピタル ARD 社も、DEC への投資の成功によって年率 14.7%に至ったが、DEC を除くと 7.4%しかなかった。そして、ARD が 26 年間で得た利益の半分は DEC の売却益であった¹³⁾。1995 年に発足し

12) ベンチャーキャピタルのパフォーマンスを測定するために、様々な方法が使われている。その中で、最も広く使われているのは IRR (内部収益率) 法である。IRR (internal rate of return) とは、プロジェクトに投下された資本の利益率で、プロジェクトから期待される年々のキャッシュインフローの現在価値と、そのプロジェクトにかかるキャッシュアウトフローの現在価値の和をゼロにする割引率である。投資決定の評価基準として企業財務で広く用いられている。つまり、ベンチャーキャピタルは、まず投資先のベンチャー企業の将来毎年生み出すキャッシュインフローと、そのベンチャー企業にかかるキャッシュアウトフローを求める。それから、それぞれ現在価値に割り引き、正味現在価値が 0 となる割引率 (内部収益率 IRR) を求めてから、出資者である LP は、算出された内部収益率と資本コストを比較して、その内部収益率が期待収益率 (目標利回り) を上回れば投資価値あり、下回れば価値なしと判断することができる。

図表10 VC ファンドにおける IRR の標準偏差



(出所) 小野正人 (2011), p. 48.

た、比較的新しいベンチャーキャピタルであるベンチマークキャピタルも、創業以来分散投資に背を向け、アーリーステージ企業に的を絞っている。そして、積極的に相手企業の取締役会に参加し、発言力の強いパートナーの一人として企業の意思決定役を担うことによって、ベンチャー史上最高の投資伝説 (Ebay に対する500万ドルの初期投資は、後に40億ドルを超えた) を作り上げた。

分散投資は、見込みのない案件から極力早く撤退できるメリットを持つ戦略であるが、前にも述べたように、分散投資を行う場合、リスクを軽減すると同時にリターン率も低下してしまう傾向があり、ベンチャーキャピタルの収益率に影響を与える。少数の案件に集中して投資を行う集中投資戦略、いわゆる一発勝負を狙う投資を行うほうが、利益率を大きく上げることができると言える。しかし、集中して少数の案件に投資するだけでは莫大なリスクを負うことになり、そのリスクを軽減するためには、的確な

13) バイグレイブ=ティモンズ (1995) 邦訳, p. 23.

川本・唐：クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタル
リスクマネジメントと経営支援が必要である。

Ⅳ リスクマネジメントとしてのハンズオン

企業はリスクをとり、収益を上げていく事業体である。ベンチャー企業は倒産のリスクも高く、リスク対策を確実に経営戦略の中に位置づける必要がある¹⁴⁾。リスクマネーを投資するベンチャーキャピタルのハンズオンによる経営支援は、まさに企業経営のリスクマネジメントとしておこなわれる。経営者と一体となったリスクマネジメントの行使を通じて、企業価値を向上させることができ、ベンチャーキャピタルのイグジットも大きな収益を生むと考えられる。こうした点がクラシックベンチャーキャピタルにあった真髄だと考えられる。図表11は、バイグレイブ＝ティモンズ(1995)によるクラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタルの比較である。ここでは、1960年代から1970年代の「栄光の時代」に、クラシックベンチャーキャピタルが守っていたルールが、マーチャントベンチャーキャピタルと対比されている。

結局、マーチャントベンチャーキャピタルは、ベンチャー企業に対して、企業価値向上のための企業育成に注力せず、金額が大きくリスクの小さいベンチャー企業に投資する傾向が生まれる。その後、比較的早い段階でM&A、IPOなどで売却することによって、資金回収を行う。こうした中で、上場したベンチャー企業においては、経営システムの不完全さと事業リスクマネジメントの欠落から、上場後に最大の企業リスクである倒産という事態に直面してしまう。ベンチャー企業倒産の大きな要因の一つとして「経営計画による失敗」があることも看過されるべきではない。

こうしたことから、ベンチャー企業への投資と同時に行うハンズオンが不可欠と言える。ベンチャー企業の経営者の多くは、元々技術者という特徴を持っている。したがって、彼らの技術性は優れているが、経営などに

14) 中小企業のリスクマネジメントとして亀井利明(1997)では、経営戦略型リスクマネジメントが提起されている。

図表11 クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタルの比較

	クラシックベンチャーキャピタル	マーチャントベンチャーキャピタル
条件	経営陣と市場の可能性に投資すること。	経営陣の能力はあまり気にせず（必要なら後で入れ替えればよい）、それよりもリミテッドパートナーの意向を重視する。
目的	企業価値上昇のための企業育成に注力すること。	金額が大きくリスクの小さい、そして投資回収の早いレーターステージの LBO と MBO の案件を探す。
範囲	スタートアップとアーリーステージ企業に専念すること。	過小評価されていると思われる公開株にも投資。
役目	リードインベスターになること。	共同投資に徹し、決してリードインベスターにはならない。
回収	10年、あるいはそれ以上の長期投資とし、適切な時期に成果をもとめること。	早期に、しかも何度も資金回収を行うために、過熱した IPO 市場を利用する。
運営	新規ファンドの募集は、既存ファンドのパフォーマンスが良くなってから行うこと。	必要になった時ではなく、ベンチャー資金が流入しているうちに新しいファンドを募集する。
教訓	案件開発や金融テクニクに走って目的を見誤らないこと。	投資の入口から出口までを短縮化するために金融テクニクに頼る。

（出所）バイグレイブ＝ティモンズ（1995），pp. 194-195 を参考に筆者作成。

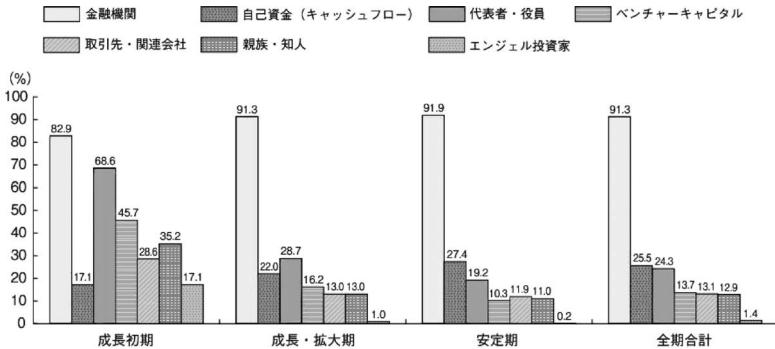
関する知識や経験が少ないのが一般的である。つまり、研究した成果をどうやって商品化するか、マーケティング（販売）戦略をどう立てていくかについて、ノウハウを持たないケースが多い。ここに、ベンチャーキャピタルからのハンズオンが必要とされる理由がある。アメリカではベンチャーキャピタルが投資先企業の役員、取締役として経営に深く関わるのが重要と見られることが多い。これに加えて、シードやスタートアップというアーリーステージでは、資本政策の策定、販売先・業務提携先の紹介、ビジネスプランに関するアドバイス、経営者への励まし等の経営支援が不可欠である¹⁵⁾。ベンチャー企業にとっては、ベンチャーキャピタルのこうし

川本・唐：クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタル
たハンズオンによって、優れた技術を保有しながら、企業を成長させることができる。そして、その間に事業活動に伴うさまざまなリスクを管理し、経営を軌道に乗せるためのチャレンジを共同で担っていく。こうしたことで企業に安定したキャッシュフローが生まれてくる。ベンチャーキャピタルはこうした有望なベンチャー企業を目利きし、投資先数を絞り込み集中する。投資後のモニタリングや経営支援に積極的に関与することによって、いわゆる一発勝負を狙うが、ここには企業経営に伴うリスクへの冷静な対処とマネジメントが併存していなければならない。また、ベンチャー企業の質はベンチャーキャピタルの信用度ともつながる。ベンチャーキャピタルは単なる一時的な投資家、あるいは面倒見ではなく、強い責任感を持つ必要がある。

アメリカではこれまで見たように、事業の成功者などエンジェル投資家が、アーリーステージのベンチャー企業等に対して活発に投資を行い、ベンチャー企業の創出・成長に寄与した例が多い。図表12は、日本の中小企業のうち研究開発に取り組んでいる企業に関して成長ステージ別の資金調達先を調べたものであるが、全般的に金融機関からの調達が顕著に見られる。ただ、成長初期や成長・安定期といったアーリーステージにある企業で、比較的高い割合でベンチャーキャピタルからの資金調達がなされていることも示されている。しかし、日本の場合、ベンチャーキャピタルの投資回収手段は、株式公開（IPO）や会社経営者等への売戻しの割合が高く、M&A など「その他第三者への売却」の割合は低迷しているのが実態である。さらに、日本のベンチャーキャピタルにおける投資の問題として、多

-
- 15) ハンズオンに関して、高橋陽二「役員派遣とハンズオン投資」、忽那憲治・日本証券経済研究所編（2011）所収、ではアメリカ及び日本のハンズオン事例を紹介している。また、神座保彦「社会的視点からのハンズオンサポート」、同上書（2011）所収、では、社会貢献活動や社会的責任投資（SRI）を意識したベンチャーキャピタルによるハンズオンの役割の重要性を述べている。同様の問題意識から、銀行や機関投資家の社会的責任投資の役割に触れたものとして、川本明人（2011）、参照。

図表12 成長ステージ別の資金調達先（研究開発に取り組む中小企業）



資料：（株）東京商工リサーチ「企業活動における資金調達実態調査」（2008年11月）

（注）1. 中小企業のみ集計した。

2. 複数回答であるためそれぞれの合計は100を超える。

（出所）中小企業庁『中小企業白書2009年』。

数のベンチャー企業に対して、1億円以下の小額分散投資を行っているベンチャーキャピタルが多いため、ベンチャー企業が成長するために必要な資金を供給することができていないと指摘されている¹⁶⁾ことを付け加えておこう。

日本は一般にリスク回避傾向が強いと言われ、いわゆるリスクマネーとしてベンチャー投資に向かうのが難しいと言われてきた。確かに、1,400兆円以上の個人資産（家計）や非金融法人の金融資産構造を例にとっても、預貯金割合が高く、株式や債券保有の比率はアメリカ等に比べてかなり低い。ただ、今日のベンチャーキャピタルの問題は、デフレ下の金余り状況にも関わらず、金融機能が円滑に働いていない金融環境そのものにあると言える。現在の日本のように、銀行すらも企業融資を敬遠して国債購入の比率を高めたりしていけば、資金循環は滞ってしまう。ベンチャーキャピタルに関しても、投資した資金の回収と企業育成をどうつなげていくかという、制度的枠組みの工夫が求められている¹⁷⁾。

16) 経済産業省近畿経済産業局（2010），p. 39.

川本・唐：クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタル

日本でもエンジェル投資を活発にすべく、1997年度にエンジェル税制が創設され、2008年度の税制改正で、設立3年以内で一定の要件を満たす企業へのエンジェル投資に対する「所得控除制度」が導入されている。返済義務のない資本調達であるエクイティ・ファイナンス、さらにはエンジェル投資、そして株価の好環境が整備されていけば、ベンチャーキャピタルの活用と機動力ももっと大きくなると思われる。

結 び に か え て

半世紀以上にわたって、盛衰を繰り返しながら発展してきたベンチャーキャピタルは、規模、収益状況、投資戦略など大きく変貌した。本来クラシックベンチャーキャピタルが持っていた投資理念と投資手法は、時とともに金融ノウハウに替えられ、マーチャントベンチャーキャピタルの様相を呈するようになった。そして、ベンチャーキャピタルの利益として、ポートフォリオの分散投資戦略ではなく、「一発勝負」と言われる少数案件に絞り込む集中投資がなされるようになった。しかし、少数の案件への投資は莫大なりリスクを負うことになり、そのリスクを軽減するためにも、クラシックベンチャーキャピタルの本質であるハンズオンが重要であることを本稿では強調した。ベンチャー企業に投資する際に最も利益を左右するのは、やはりハンズオンが活かせる部分、すなわち企業価値の創出部分とリスクマネジメントである。

証券投資信託、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドなど、様々な金融手法が存在している今日、ベンチャーキャピタルはどのような役割を果たすべきか、改めて考え直さなければならない。バブルの恩恵を受けたベンチャーキャピタルは膨大な富を手に入れたが、後に運がよかったと片付けることが多い。しかし、本来のベンチャーキャピタルの

17) 2000年前後にもアーリーステージへのリスクマネーの回帰が予見されるなど、ベンチャー企業への投資行動の変化が言われていた。秦信行・東出浩教（2000）、参照。

投資は「運」を頼りにするものではなく、企業支援をするための投資活動である。

今日、過剰な資金が世界の金融資本市場を動き回ること、世界の株価や通貨を大きく動かし、市場と金融システムを不安定にしている。先進国においても、経済回復への起爆剤が見いだせないでいる。こうしたなかで、ベンチャーキャピタルによって、アイデアとテクノロジーを持つベンチャー企業への経営支援が積極的になされれば、イノベーションが加速されて新産業が創出され、大きな雇用を生み出すこともできる。有効な資本の投資先も見当たらないと言われる状況下で、ベンチャーキャピタルとして新しい時代の産業を担っていく企業を育成していくことは、まさに今日において大きな意義があると思われる。

引用参考文献

- Bygrave, W. D. and J. A. Timmons (1993), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, 日本合同ファイナンス訳 (1995), 『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』東洋経済新報社。
- Gupta, Udayan (2000), *Done Deals: Venture Capitalists Tell Their Stories*, Harvard College, 楡井浩一訳 (2002), 『アメリカを創ったベンチャーキャピタリスト—夢を支えた35人の軌跡』翔泳社。
- Kirkpatrick, David (2010), *The Facebook Effect*, Teri Tobias Agency, LLC., 滑川海彦・高橋信夫訳 (2011), 『フェイスブッカー若き天才の野望』日経 BP 社。
- Liu, X. and J. R. Ritter (2010), The Economic Consequences of IPO Spinning, *Review of Financial Studies*, 23.
- Mason, Colin M. and Richard T. Harrison (2002), The Geography of Venture Capital Investments in the UK, *Transactions of the Institute of British Geographers*, Volume 27, Issue 4.
- National Venture Capital Association (2011), *2011 NVCA Yearbook*.
- National Venture Capital Association (2012), *2012 NVCA Yearbook*.
- 小野正人 (2011), 「米国ベンチャーキャピタルのパフォーマンスの実態」 *VENTURE REVIEW* (日本ベンチャー学会誌), No. 18。
- 亀井利明 (1997), 『危機管理とリスクマネジメント』同文館。
- 川本明人 (2003), 「金融業における IT とリスク管理」『危険と管理』第35号。

- 川本・唐：クラシックベンチャーキャピタルとマーチャントベンチャーキャピタル
- 川本明人（2011），「グローバル・サステイナブル・ファイナンスとエマージング市場—「環境金融」の一断面」『修道商学』第52巻第1号。
- 忽那憲治編（2006），『ベンチャーキャピタルハンドブック』中央経済社。
- 忽那憲治・日本証券経済研究所編（2011），『ベンチャーキャピタルによる新産業創造』中央経済社。
- 経済産業省近畿経済産業局（2010），『平成21年度 これからのベンチャー投資活性化に関する調査』。
- 中小企業庁『中小企業白書2009年』。
- 唐 珂（2011a），「中国ベンチャーキャピタルの発展と問題点」『アジア市場経済学会年報』第14号。
- 唐 珂（2011b），「中国ベンチャーキャピタルと創業板市場」*VENTURE REVIEW*（日本ベンチャー学会誌），No. 18。
- 秦信行・東出浩教（2000），「ベンチャーファイナンスの現状と VC の役割」松田修一監修・早稲田大学アントレプレヌール研究会編『ベンチャー企業の経営と支援（新版）』日本経済新聞社。
- ベンチャーエンタープライズセンター（2011），『2010年ベンチャービジネスの回顧と展望』。