

アーリーステージのベンチャーキャピタルの 発達条件に関する試論

木谷 哲夫*, 桂 信太郎**

(受領日: 2010年5月6日)

* 京都大学産官学連携センター教授
〒 606-8501 京都府京都市左京区吉田本町

** 高知工科大学マネジメント学部
〒 782-8502 高知県香美市土佐山田町宮ノ口 185

E-mail: *tetsuo.kitani@gmail.com, **katsura.shintaro@kochi-tech.ac.jp

要約: 日本のベンチャーキャピタル (VC) においてマーチャント・キャピタルが主体であるとの正確なデータは存在しないが、日本の VC の投資収益率が、欧米に比べて低い水準にとどまっている。低い投資収益率の原因としては、ベンチャーキャピタルが投資収益を上げる手段が新興株式市場への上場に限定されていること、リスク選好度が低くリスクの高いアーリーステージの投資が不活発であること、が指摘されている。本稿では、①日本に特に特徴的なアーリーステージの投資の未発達である理由を考察すること、および、②日本において生じつつあるアーリーステージに投資するという新しいタイプの VC の事例研究から、その発達条件について試論を示す。

1. はじめに

日本のベンチャーキャピタル (VC) 投資は、残高ベースでおよそ 1 兆円規模となっているが、米国が 28 兆円、欧州における投資規模が 33 兆円であることに照らすと、依然格差は大きい。対 GDP 比で見ても、0.02% と、OECD 平均の 0.2%、米国やカナダの 0.4% に対して 10 分の 1 以下の水準である。ドイツやフランスといった欧州大陸系の国も 0.1% を超え、対 GDP 比で日本の 5 倍あることを勘案すると、先進国の中で圧倒的に低いレベルにあり、今後、さらに投資を拡大する余地があると考えられている。(こうした VC の未発達という事象の背景にある、産業構造、金融慣行、政策面での失敗、等については多くの研究がなされている。)

VC は一般的に、クラシック・ベンチャーキャピタルと、起業してある程度時間がたってから IPO などの転売目的で投資するマーチャント・キャピタルの 2 種類に分類される。前者はアーリーステージへの投資をハンズオンの経営関与を伴いつつ行うものであり、後者はベンチャー企業

だけではなく未上場株一般に投資することも多く、厳密には純粋な VC とされないのが通常である。金井(2005)は、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という分類により、日本では前者が未発達であり、ほとんどが後者であるとする。

マーチャント・キャピタルでは、複数の VC で分担して出資することが一般的である。ハンズオンで無い代わりに、分散して投資するので、失敗した場合の一件当たりの損失額は低くなるが、成功時のリターンも少ない。リスクが小さい代わりに投資収益率も低い、ローリスク・ローリターン型の投資となる。

日本の VC においてマーチャント・キャピタルが主体であるとの正確なデータは存在しないが、日本の VC の投資収益率が、欧米のそれに比べると一般的には低い水準にとどまっている。低い投資収益率の原因として、ベンチャーキャピタルが投資収益を上げる手段が新興株式市場への上場に限定されていることと並び、リスク選好度が低くリスクの高いアーリーステージの投資が不活発であ

ることが指摘されている。

本稿は、①日本に特に特徴的なアーリーステージの投資の未発達という事象に焦点をあて、その理由を考察すること、および②日本において生じつつある、アーリーステージに投資する、新しいタイプの VC の事例研究から、その発達条件について試論を行うことを目的としている。

2. アーリーステージの投資の不活発な理由

日本におけるアーリーステージ投資の未発達を説明するものとして、これまでにいくつかの説明がなされてきている。代表的な議論では以下の2点が重要である。

(1)ベンチャーキャピタリスト個人の能力

アーリーステージに投資する VC の育たない原因の一つとして、日本のベンチャーキャピタルには、証券会社、銀行等の金融機関や事業会社の子会社が多いことが挙げられている。

日米の VC の属性別構成比を見てみると、日本では金融機関系が 60.2%、事業会社系が 18.5% となっており大企業の系列関連会社・子会社が約 8 割を占めているが独立系は 12.9% にすぎない。一方、米国では個人のキャピタリストがパートナーシップで経営する独立系ベンチャーキャピタルが 83.9%、一方金融機関系と事業会社系を合わせても 15.2% にすぎず、正反対の傾向が明らかである。

「我が国のベンチャーキャピタルの多くが金融機関等の子会社として設立されていることから、ベンチャーキャピタリストも親会社からの出向・転籍者が多く、必ずしも十分なベンチャーキャピタリスト教育がなされていないからとの見方もある」とされているなど、VC の属性がベンチャーキャピタリストのスキル問題の源泉であるとの見方が存在する。

銀行および証券系のキャピタリストは、親会社からの出向者の場合も多く、財務戦略の構築、市場準備などの着眼点には優れるものの、技術を見る目、マネジメント能力が不足しているため、アーリーステージのベンチャー企業にハンズオンで関わるだけのスキルが不足しているというものである。

(2)ベンチャーキャピタリスト個人のインセンティブの構造

VC は投資してからエグジット（出口、IPO や M&A による株式持分の売却）によるリターンを得るまでに 5 年から 7 年、物によっては 10 年と

長期間を要するのが通常である。

その間、VC の収益はマネジメントフィー（投資家から預かって運用している金額に一定のパーセンテージをかけたもの）しか収入が無い。これが短期間に収益を上げることのできるヘッジファンドなどとの大きな違いとなっている。

米国では資金規模 2000 億円を超える大手のベンチャーキャピタルも、パートナーシップを採用し個人の集合体となっている。個人としてのパートナーが自己資金を一定割合投入するのが通常であり、マネジメントフィーよりも、自己の資金の一部をファンドに投入した結果の長期のリターンの方が圧倒的に大きいとされている。

対して、日本の VC の多くがベンチャーキャピタリスト個人の自己資金の投入が少なく、キャピタリスト個人に対するインセンティブは非常に間接的なものにとまっている。投資の成功、不成功自体よりも、投資判断ミスの場合の組織人としての責任をミニマイズする方向にインセンティブ構造が働くことが指摘されている。

会社員としての日本のキャピタリストは、個人としての投資家とインセンティブ構造が異なり、自己資金を投入しないため無難な投資判断に帰結するとされている。

3. アーリーステージの VC の事例研究

日本においてもアーリーステージにハンズオンで投資する VC が少数ではあるが出現しつつある。技術系、金融サービス系それぞれにおいてアーリーステージに投資する 2 社の事例研究を行った。

3.1 ルネッサンス・エナジー・インベストメント

3.1.1 業務内容

ルネッサンス・エナジー・インベストメントは萌芽段階の技術シーズを発掘して投資する、独自の投資哲学で成功している VC である。ルネッサンス・エナジーインベストメントを率いる一本松氏は、1977 年に東大理学部化学科卒、79 年に同大から修士号を取得して大阪ガス株式会社に入社した。大阪ガスでは総合研究所、基盤研究所（共に現エネルギー技術研究所）センサー、燃料電池研究グループリーダー、エネルギー事業部エネルギー開発部コージェネ技術チームマネジャーおよび部長を歴任、その間 1988 年には東大工学部から博士号を取得している。ルネッサンス・エナジー・インベストメントは有望と判断した萌芽段

階の独創技術に対して、自己資金を投資し研究開発を自らの手で行う。また、萌芽段階の研究開発が成功した場合は、研究開発ごとの特別目的会社を設立し投資家の資金を受け入れて IPO あるいは事業売却可能な段階までの開発を自ら行う。

萌芽段階から着目して独創技術を実用化するために必要な業務、すなわち独創技術の評価、独創技術実用化の為のコンサルティング、独創技術の実用化最初期段階での投資 (< 1 億円)、独創技術実用化の為の資金調達 (5~30 億円程度)、独創技術実用化プロジェクトのマネジメントなどを行っている。

投資先の一つ創光科学では、紫外線発光ダイオードの発明者と、大阪ガスからの開発エンジニア、自らは CEO をつとめる体制で、30 億円を調達、現在は事業売却による成功裏の EXIT (出口戦略) も視野に入ってきている段階にある。

3.1.2 投資の特色

通常、萌芽段階の技術の開発資金には公的資金が充てられることが多い。その場合、研究者を中心とする審議会などに審査が委託されることが多いが、多くの人の合議による決定となる。学者が主体となって選定することにより、社会的インパクトよりも学術的観点が重視される傾向にある。

公的な開発資金のもう一つの特色は、失敗しても損切りが遅れ、開発投資を継続する傾向があることだ。公金を投入した以上、失敗は許されないため、論文数などで成果を担保する傾向にある。

ルネッサンス・エナジー・インベストメントの最大の特徴は、このような通常の技術の評価方法と異なり、独自の「目利き」による自己資金・自己責任の投資を実践していることである。

二番目の特色は、発明者はあくまで独創技術のコンセプトを発明者と位置づけ、技術開発やマネジメントを期待していない点である。発明者がそのまま社長をしていることが日本の大学発ベンチャーの不振理由の一つとされているが、ルネッサンス・エナジー・インベストメントは、はじめから発明者にはマネジメント力を期待せず、開発力を外部から調達し、マネジメントをハンズオンで VC が提供する方式をとっている。

第三の特色は、萌芽段階の技術への投資では、IPO では時間がかかりすぎることを理解していることだ。製品化まで開発が進んだ段階、市場投入寸前の段階で M&A により会社を売却することの方が確実である。このため、IPO しか念頭にない通常の VC とは異なり、事業会社への M&A によ

る EXIT を中心に考えている。事業会社は国内に限定せず、海外も対象にする。これにはいうまでもないが、専門化された業界内部でのグローバルなネットワークが必要になる。

3.1.3 まとめ

①アーリーステージの技術に投資する場合に重要なのは、技術を見る目のある個人が、自己資金を投入して投資できることである。独創技術に投資することが可能になる。

②技術開発には発明者と、開発者、マネジメント (社長) の役割分担が必要である。発明家が優れていても、優秀な開発者が揃わなければ投資しない。必要な人材リソースを組み合わせることも、VC の重要な役割である。

③事業化まで時間がかかる萌芽段階の独創技術は、事業化まで超長期を要してしまうことは珍しくない。売り上げを上げ、利益を上げることが前提となる IPO では長すぎ、製品化に成功した段階での売却が現実的である。独創技術への投資では事業会社への M&A による出口戦略が重要になる。

3.2 あすかアセットマネジメント

3.2.1 事業内容

あすかアセットマネジメントはアーリーステージへの投資を専門とする独立系 VC である。投資会社のあすか DBJ パートナースは、あすかアセットマネジメントリミテッドと日本政策投資銀行の折半出資により 2005 年 10 月に設立されている。谷家衛氏は 86 年に東大法学部を卒業後ソロモン・ブラザーズに入社、投資銀行の世界で成功し現在はあすかアセットマネジメントを率いている。谷家氏はマクロな意味での事業の「正しい」方向性と、優秀な経営チームがいればベンチャーは成功するという投資哲学を持っている。あすか DBJ パートナースは、オンライン生保であるライフネット生命保険の設立時に、20 億円の投資を行っている。設立時というアーリーステージに多額の投資を行うことは、日本の VC の平均投資額が数千万円であることを考えると、異例であると言える。

ライフネット生命保険会社は 2008 年 5 月に営業開始した、シンプルな掛け捨ての「定期死亡保険」と「終身医療保険」に商品を絞り込み、ネットで販売する会社である。保険業界ではじめて、生命保険料の手数料部分「付加保険料」と原価部分「純保険料」の比率を全面開示している。

3.2.2 投資の特色

あすかアセットマネジメントの投資の特色は、以下のとおりである。

第一に、マクロな事業の方向性をベンチャーキャピタリストである谷家氏が腹案として長年温めていたことである。

オンライン証券、オンライン銀行のあとはオンライン生保というマクロなビジョンを氏は持っていた。谷家氏はかつてソロモン・スミス・バーニーがトラベラーズに買収された経験から、トラベラーズの本業である保険業界がきわめて収益性の高いビジネスであるということに目をつけていたという。

氏の仕事であった証券のトレーディングでは、1ペイシスポイント（100分の1パーセント）単位の利幅を巡って大きな裁定取引が行われるが、保険業界では3ケタのペイシスポイントの利幅は珍しくなかった。保険はそれほど収益性の高いビジネスであるということであり、谷家氏はそれに深い印象を受けていたという。第二に、起業人材を谷家氏自身が声をかけ、組織化することである。ライフネット生命の投資においては、生命保険業界の問題を誰よりも深く理解し、新しい生命保険についてのアイデアを持つ出口氏（日本生命出身、創業当時60歳、ライフネット生命社長）を探し出し、新しいタイプのマネジメントのプロフェッショナルである岩瀬氏（創業当時30歳、ハーバード・ビジネススクールMBA、ライフネット生命副社長）とを引き合わせ、ライフネット生命の創業チームを作り上げたのは谷家氏である。

岩瀬氏は斬新な発想ができて、生命保険業界は素人であり、業界での人脈や、監督官庁との交渉の経験も無い。一方、出口氏は業界のインサイダーである。このような業界インサイダーの人材と、新しいMBAタイプの人材の組み合わせ、ベテランと若者の組み合わせは、自然発生的にはできない。ハンズオンのVCはそうした起業人材の組み合わせをサポートすることになる。

3.2.3 まとめ

①アーリーステージに投資するベンチャーキャピタリストは、自分なりに、今後の可能性の高い成長分野について、ビジョンを持っている。長年、その将来の事業領域について情報収集し、人的ネットワークを構築することもVCの役割の一人である。

②投資先企業の設立時には、創業チームに必要な要素を特定し、創業チーム自体の組成を主導する

積極的な役割を果たす。

4. アーリーステージのVCの発達のための前提条件についての考察

事例研究からは、アーリーステージの投資のためには、キャピタリスト個人の主観的な判断と、主体的な事業構築のための関与が重要であることが読み取れる。事例研究から浮かび上がったのは、独創的な技術の将来性の判断とは極めて主観的なものであり、稟議などの意思決定プロセスにはなじまないという仮説である。

萌芽段階の技術に関しては、玉石混交の技術シーズの中から、ビジネスとしての可能性の高いものを抽出する必要がある。この段階の技術の「目利き」で重要なのは、投資理由が客観的には説明しにくいものである点である。「ある技術に投資する理由を、多くの関係者に説明する必要がある」状況では、萌芽段階の技術への投資は成功しない。なぜなら、説明する必要のある関係者が多ければ多いほど、奇抜な技術には投資し難くなる。コンセンサスの得やすいものは、「誰が見ても良く」、「万人受けするもの」になりがちであり、そうした技術は、既にどこかで着手され、ベンチャーのシーズとしては不適であることが多い。正しい萌芽段階への投資とは、「誰に説明する必要もない」投資家の存在が前提になる。

技術を見る目を有する人が、「主観的にいいと判断して」（＝投資家自身のセンスで）投資できることが萌芽段階の技術への投資に関して最重要となるだろう。

そして、アーリーステージではキャピタリスト個人の今後のビジネスチャンスについての主観的ビジョンが重要であり、キャピタリスト個人の果たす人材リソースの獲得などの役割が極めて大きい。ビジョンの具現化に必要な人材を自ら発掘して組み合わせるといふ、新しい事業機会を現実のものとする極めて主体的な役割をVCが担っている。

VCが大組織の一部門や子会社であれば、個人としてのベンチャーキャピタリストの動きには限界がある。今回見たいずれの事例も、キャピタリスト個人の資金の投入割合が大きい。ベンチャーキャピタリスト個人のインセンティブと投資判断が整合していることが重要であると考えられる。

今後のアーリーステージのVCの発達条件として、①アーリーステージ投資はその性格上、キャピタリスト個人の主観的な判断の占める割合が大

きく、組織的な意思決定過程になじまない、ということが重要である。そして、②アーリーステージ投資の活発化のためには、VCの組織を欧米に見られるようなパートナーシップとし、キャピタリスト個人のインセンティブとの整合を図ることや、銀行・証券経験者に偏っていたキャピタリスト人材から、多様な人材のVCへの参入を実現していく必要があると考えられる。

文献

- (1) 金井一頼『ベンチャー企業経営論』, 有斐閣, 2002.
- (2) ジェフリー・A・ティモンズ(原著), 千本倅生、金井信次(翻訳)『ベンチャー創造の理論

と戦略一起業機会探索から資金調達までの実践的方法論』, ダイヤモンド社, 1997.

- (3) Jeffery A. Timmons, et al, *Business Plans that Work*, McGraw-Hill, 2004.
- (4) 真田哲弥『なぜ、ベンチャーは失敗するのか』, インデックスコミュニケーションズ, 2007.
- (5) トム・ケリー&ジョナサン・リットマン『イノベーションの達人』, 早川書房, 2006.
- (6) スコット・A・シェーン『プロフェッショナル・アントレプレナー』, 英治出版, 2005.
- (7) William A. Sahlman, *Note on the Financial Perspective: What should Entrepreneurs Know?* Harvard College, 1992.

A study on venture capital development condition at early stage of investment

Tetsuo Kitani*, **Shintaro Katsura****

(Received : May 6th, 2010)

* Endowed Research Chair Innovation Management Science,
Innovative Collaboration Center, Professor, Kyoto-University
Yoshida, Sakyo-ku, Kyoto 656-8501

**School of Management, Kochi University of Technology
185 Miyanokuchi, Tosayamada, Kami city, Kochi 782-8502

E-mail: *tetsuo.kitani@gmail.com, **katsura.shintaro@kochi-tech.ac.jp

Abstract: Return on investment of Japanese venture capital is at a lower level than in Europe or America. The following observations have been made on this reality. Firstly, the means by which venture capital raises return on investment have been limited (listing of stock in an emerging equity market). Also, investment in the early stage where the risk is high is not active. In this paper, we consider a less well examined reason for investment of the early stage in Japan. In addition, we use a case study to analyze the development condition of venture capital.