

日本公認会計士協会(京滋会)会報



ベンチャーキャピタルのおはなし —日本の特徴を中心に—

大阪市立大学大学院創造都市研究科 専任講師 冨田 賢



1. はじめに

本稿では、ベンチャーキャピタルの役割及び日本のベンチャーキャピタルの特徴について、紹介・解説したい。

我が国においても、ベンチャー企業の成長を支えるプレーヤーとしてベンチャーキャピタルの存在が重要であることが注目されている。昨今、急成長を果たして株式公開を達成したベンチャー企業の中には、その成長の早い段階からベンチャーキャピタル等から直接金融、すなわち株式やそれに類する形を通じてリスクマネーを供給され、それらの資金を有効に活用して成長をした企業が多く見られる。

もちろん、創業・起業した場合、株式会社形態であっても、株式公開をするパブリック・カンパニーを目指す道と、株式公開をせずに、未公開でプライベート・カンパニーのまま存続・発展をしていく道の2つがあるが、ベンチャーキャピタルは前者に対して、投資を行い、育成する役割を担っている。資金さえあれば成長できる有望な技術やサービス、経営ノウハウを持った企業の成長を促進するために、成長性を見極めて資金を供給していくという面でベンチャーキャピタルが産業の発展において果たす役割は大きい。

2. ベンチャーキャピタルとは何か

ベンチャーキャピタルとは、未公開段階のベンチャー企業に株式等を通じて、直接金融で資金を供給し、投資先企業を育成して、株式公開させて、その後、保有している株式を売却して株価値上がり益（キャピタル・ゲイン）を獲得する投資・コンサルティング会社のことである。

世界で最初のベンチャーキャピタルは1946年に米国ボストンにて、ハーバード大学とマサチューセッツ工科大学の教授が中心となって設立したアメリカン・リサーチ・デベロップメント社（ARD）である。それに遅れること数十年、1972年に京

都にて、京都エンタープライズ・デベロップメント（KED）が設立されたのが日本におけるベンチャーキャピタルの始まりである。なお、翌1973年に現在のジャフコの前身である日本合同ファイナンスが設立されている。

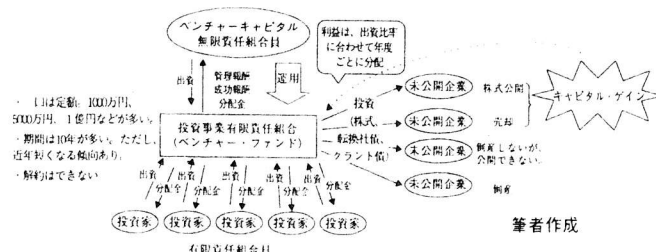
ベンチャーキャピタルは自前の資金を投資するのではなく（ただし、一部の日本のベンチャーキャピタルは、ファンドからではなく自己勘定からの本体投資を行っている）、投資事業組合（ベンチャー・ファンド）を設立して、投資家から募った資金を複数のベンチャー企業に分散投資する。そして、投資先企業の株式公開、あるいは第三者への持ち株の売却などによって得られたキャピタル・ゲインを出資比率に応じてファンドの出資者に分配する。ベンチャーキャピタルは、キャピタル・ゲインの中から20%程度の成功報酬を受領し、また、ファンド総額あるいはファンドの純資産額に対して年率2～3%程度の管理報酬を受領してベンチャーキャピタルの活動費用をまかなう。

ベンチャーキャピタルは成長性及び株式公開の実現可能性を見極めて、無担保、無利子で株式などを通じてエクイティ・ファイナンスによってベンチャー企業に資金を供給する。

なお、日本のベンチャーキャピタルの投資の出口（イグジット）は株式公開に事実上限定されている面があるため、企業が投資を受けるにあたっては、株式公開を将来行うことが前提となる。

図表1 ベンチャーキャピタルのしくみ

ベンチャーキャピタルは、主として投資事業有限責任組合に基づいて、ベンチャー・ファンド（投資事業組合）を募集・設立し、その資金を複数の未公開企業（ベンチャー企業）に分散投資する。そして、投資先企業が株式公開をした後売却して得たキャピタルゲインをファンドの投資家に出資比率に応じて分配する。



3. ベンチャーキャピタルの役割—銀行との比較

ベンチャー企業は一般的に、土地や建物、有価証券などの有形資産を保有していないことが多い。したがって、そういった資産を担保に銀行借入を行うことが難しい。たとえ、将来大きく成長する可能性を有した有望な企業であっても、成長するための資金を銀行借入によって調達することが困難である。銀行は、薄い金利をとって貸し付ける仕組みであるため、貸し倒れリスクを大きくとることができない。ベンチャー企業に銀行が資金を融資しないという批判が聞かれることもあるが、そういった批判は的を得ておらず、銀行はその仕組み上、ハイリスクなベンチャー企業には融資ができないということを理解する必要がある。

さらに、銀行借入をすると、未公開企業の場合、社長は個人連帯保証を入れなければならない。つまり、会社の借入に対して個人の資産ですべて保証しなければならず、もし会社が破綻した場合、社長自身も自己破産に追い込まれる可能性が高い。この銀行借入に対する社長の個人連帯保証の仕組みが日本においていったん会社経営を失敗すると再起ができないと言われる原因の一つとなっている。すなわち、株式会社という有限責任の仕組みを使っているながら、銀行借入に対して個人連帯保証を入れることにより社長は無限責任を負ってしまうことになる。ベンチャー企業はうまくいくかいかないか不確定であり、リスクが高い。それをそういった資金調達の仕組みで行うことはベンチャー起業家自身がとるリスクがあまりに大きすぎると思われる。一方、ベンチャーキャピタルから資金調達においては、担保は必要なく、社長の個人連帯保証もいらぬ。ビジネスがうまくいかなかったときのリスクは出資をしたベンチャーキャピタルがとるのである。株式による資金調達を活用すれば、リスクはベンチャーキャピタルなどの投資家がシェアリングしてくれることになる。これこそが、ハイリスク・ハイリターンベンチャー企業の資金調達としてふさわしいと言えよう。ベンチャー企業は株式などエクイティによって資金調達をすることが重要なわけである。

なお、資金調達するベンチャー企業の balan

ス・シートにおける自己資本比率の観点からも、銀行借入の場合、負債となり、自己資本比率を下げることとなるが、ベンチャーキャピタルからの株式による資金調達の場合、資本となり、自己資本比率を高めることとなる（ただし、新株予約権付社債による調達は負債となり自己資本比率を下げることとなる）。

図表2 銀行とベンチャーキャピタルの比較

	銀行 (融資)	ベンチャーキャピタル (VC) (投資)
主たる役割	短期の運転資金の供給が中心 (間接金融)	長期の成長資金の供給 (直接金融)
収益の取り方	インカム・ゲイン (金利収入) ※利益は最初から確定しており、利幅は小さい。	株式公開等によるキャピタル・ゲイン (株価値上がり益) ※利益は不確定だが、大きなリターンが取れる可能性がある。
審査の視点	貸し倒れリスク (元本返済能力と金利支払能力)、担保、信用力	事業の成長性、株式公開 (IPO) の達成可能性、経営者の資質、マーケットの見通し
企業側からの違い①	B/S上は負債 (Debt)、担保・返済・金利支払いが必要、個人連帯保証により、実質的に社長が無責任を負う。	B/S上は資本 (Equity)、担保・返済・金利支払いの必要なし、リスクはVC (投資家) がとる。
企業側からの違い②	レバレッジ効果、株式公開を目指す必然性なし、経営者の経営権に影響なし。	自己資本比率が高まり、財務が安定。一方、株式公開を目指すことが前提となる。また、VCからの経営に関する助言・指導の尊重及びVCへの情報開示が必要。

筆者作成

4. 日本のベンチャーキャピタルの特徴

日本には約180社のベンチャーキャピタル会社があると言われてている。その中で、活発に活動しているベンチャーキャピタルは約20社であり、下記の新聞から引用の情報の通りである。日本のベンチャーキャピタル業界にはいくつかの特徴がある。それらについて見てみる。

(1) 金融機関系列のベンチャーキャピタルが多い。

日本のベンチャーキャピタルの特徴の一つ目は、金融機関系列のベンチャーキャピタルが多いことである。大手の証券会社や都市銀行、信託銀行、地方銀行、生損保会社、リース会社などの子会社として、設立・運営されており、親会社からベンチャーファンドとして、あるいは自己資本として投資資金が供給され、スタッフも親会社からの出向という形がほとんどである。もともと金融機関系列のベンチャーキャピタルは、たとえば、証券系であれば、主幹事の獲得に向けて出資を行う、銀行系であれば、銀行本

図表3 主なベンチャーキャピタル20社の2004年4～9月の投資実行額
(日本経済新聞2004年12月25日より)

	社名	投資額(億円)	増減率(%)
1	ジャフコ	174	89
2	ソフトバンク・インベストメント	95	228
3	エヌ・アイ・エフベンチャーズ	56	▲14
4	日本アジア投資	53	104
5	日興アントファクトリー	50.5	437
6	UFJキャピタル	40	14
7	SMBCキャピタル	37.5	34
8	みずほキャピタル	36	50
9	りそなキャピタル	28	79
10	オリックス・キャピタル	27.9	▲0
11	日本ベンチャーキャピタル	20	63
12	安田企業投資	19.8	▲8
13	東京中小企業投資育成	17.6	49
14	グロービス・キャピタル・パートナーズ	14.8	8
15	ダイヤモンドキャピタル	12.8	75
16	CSKベンチャーキャピタル	10.7	75
17	あおぞらキャピタル	7	▲30
18	東京海上キャピタル	5.8	▲63
19	フューチャーベンチャーキャピタル	5.1	19
20	バイオフロンティアパートナーズ	3	▲47

(注) 本体投資とファンドによる投資の合計。増減率は前年同期比、▲は減少

体から資金を出せない際に迂回的に資金を供給するなどの役割を持っていた。つまり、主として各金融機関の本業を補完する役割として、投資活動を行っていたのである。しかし、近年、そういった傾向は薄れてきており、本来のベンチャーキャピタル投資業務を行う会社が増えてきている。逆に、地方銀行などでは系列のベンチャーキャピタルを事実上廃止するところも出てきている。

(2)組織型のベンチャーキャピタルである。

日本のベンチャーキャピタルは組織形態が米国のように個人的なパートナーシップの形態ではなく、株式会社の形態による組織型のベンチャーキャピタルとなっている。投資担当者は、独立したベンチャーキャピタリストとしてではなく、ベンチャーキャピタル会社の“サラリーマン”として投資活動を行っている。したがって、投資判断などの決裁権に制限があったり、上役への稟議が必要であったりする。つまり、米国のベンチャーキャピタリストのようにその人自身で投資判断ができるわけではなく、投資担当者が投資を行いたいと思ったとしても、投資委員会での議論など組織の意思決定によって必ずしも投資決定がなされるとは限らない。

また、人事異動によって担当者が変更になるということもあり、ベンチャー企業は投資を受けた後、数年間にわたり株式公開を達成するまで経営のアドバイスを受けていくことになるが、投資を受けた際の担当者から別の担当者へ変わってしまうということもある。なお、近年、米国のように投資担当者が投資判断できるようにするため、大手ベンチャーキャピタルを中心に、一定金額までの投資は現場の投資担当者に投資判断を任せるといった動きが出てきている。

(3)株式公開をしているベンチャーキャピタルがある。

日本のいくつかのベンチャーキャピタルは、ベンチャーキャピタル会社自体が株式公開をしており、日本のベンチャーキャピタル業界の大きな特徴の一つとなっている。現在、株式公開をしているベンチャーキャピタルは、ジャフコ、日本アジア投資、ソフトバンクインベストメント、NIFベンチャーズ、フューチャーベンチャーキャピタルの5社である。これは、パートナーシップで運営されているベンチャーキャピタルが多い米国のベンチャーキャピタリストや研究者にとっては理解がしにくい現象となっている。

このような動きの背景には、日本では小規模な会社のままでは資金が集めにくく、ベンチャーキャピタル会社自体の資本金を大きくし、株式公開をして信用力を高めることが必要であることや、体裁を気にする日本人の職業観から上場会社にならないと優秀な人材を獲得しにくいこと、そして、株式公開を果たすことで自立力を向上させ、もともとの親会社からの独立性を高めることなどがあると考えられる。

一方、ベンチャーキャピタル自体の株式公開は、投資を受けようとするベンチャー企業には直接的な関係・影響は小さいものの、ベンチャーキャピタルの株主とファンドの出資者の間の利益相反の問題を発生させている。株式公開をすると株価を気にして、毎年の会社としての利益を出さなければならないため、ファンドの出資者の利益を損ねるような投資行動をとる可能性がある。また、管理報酬を多く得たいがために、併行して運用する投資事業組合を多く設立する危険性も出てくる。ベンチャーキャピタルが株式公開

をすることによって発生する問題については、今後の興味深い研究課題である。

5. 最後に一今後のベンチャーキャピタル業界の発展に向けて

ベンチャーキャピタルの課題としては、投資事業組合の設立にあたっての一口1千万円～5千万円などで事業法人や個人、銀行などから集めるファンド募集方法の限界が上げられる。親会社からまとまった金額のファンドが供給される金融機関系列のベンチャーキャピタルはよいとしても、独立系のベンチャーキャピタルはまさにファンド募集の面で苦勞しており、経営上の最大のネックとなっている。

これを解決するためには、ベンチャーキャピタルのファンドに年金資金が流入してくることが必要である。年金資金はその資金の性質として、長期の投資資金であり、また巨大なポートフォリオであるため、ハイリスク・ハイリターン^①の長期投資であるベンチャーキャピタル投資に適している。米国では、年金基金や大学などの基金がベンチャーキャピタルの資金源の半分以上を占めている。一方、日本においては、法制度的には年金基金が資金をベンチャーファンドに投資するにあたっての制限はないものの、まだまだ年金資金がベンチャーファンドに投資されていない。その理由としては、日本の年金基金がハイリスクな投資対象を敬遠する傾向にあることや、日本のベンチャーファンドについての理解や情報が足りないこと、そして日本のベンチャーファンドの運用成績（パフォーマンス）が相対的に高いとはいえない状態にあることなどがある。

ベンチャーキャピタルのファンド募集の課題が解決されなければ、日本において真のベンチャーキャピタル投資を行う独立系ベンチャーキャピタルは発展していかず、親会社からの資金に頼る金融機関系列のベンチャーキャピタルしか生存できなくなってしまう。金融機関系列のベンチャーキャピタルも、親会社と2社で設立する^②二人組合以外のファンドを設立するしか安定的な資金調達方法がない状況から脱しきれないため、本来のベンチャーキャピタル業務を行うことが困難なままとなる。

逆に、この年金資金の流入の問題が解決されたとき、ベンチャーキャピタル業界としての最大のネックが解消され、日本のベンチャーキャピタル産業が大きく発展するであろう。また、年金資金の流入によって、独立系のベンチャーキャピタルの新規参入が増えるなどして業界内の勢力図が変わり、業界の激変が起こるのではないかと思われる。年金基金からのベンチャーキャピタルへの資金流入が促進されることを大いに期待したい。

〈参考文献〉

- ・ゴンパース&ラーナー著、吉田和男監訳、富田賢訳者代表『ベンチャーキャピタル・サイクルーファンド設立から投資回収までの本質的理解』（シュプリンガー・フェアラク東京、2002年）
- ・富田賢著「ベンチャーキャピタルから資金を調達する方法」、塩沢由典編著『挑戦 起業家養成への道』（日刊工業新聞社、2004年）に収録
- ・野田健太郎編著「ベンチャー育成論入門」（大学教育出版、2004年）
- ・門脇徹雄（2002）「日本のベンチャーキャピタルの利益相反問題」、ジャパン・ベンチャーズ・レビュー No.3

