

# ベンチャー・キャピタルの投資資金源泉

岩 下 伸 介

グローバルに展開している今日の資本市場を見たとき、ベンチャー・キャピタル（以下では VC という）の行動を無視しては語れない面が多い。1980年代のバブル経済期は言うに及ばず、1990年代に入っても、その活動は特筆すべき側面を有している。産業界は、従来の重厚長大型の産業構造から、軽薄短小型の産業構造へと変貌してきているといわれるようになって久しい。そうした流れを背景に、ニッチ産業分野を視野に入れた、全く新しい発想のベンチャー・ビジネス（以下では VB という）の台頭を支えてきたのが、VCであったという事実を忘れてはならない。VBの資金調達には、従来型の金融機関から投融資を得ることが困難であり、また、直接に資本市場に働きかけて、市場から資金を調達する力はないという面があることは否めない。したがって、VCの活躍の場面がそれだけ大きくなってきたといえることができるだろう。

本稿では、VBの資金需要に応えることを事業目的としている VC による、VB投資のための資金調達について、主として米国における独立系の VC の活動を中心に考察する。

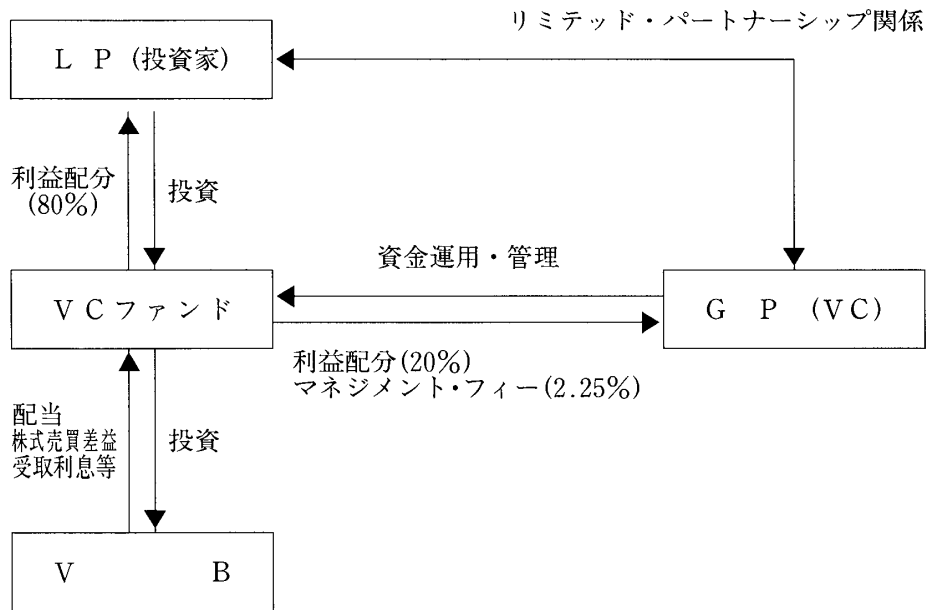
## 1. VC の概要

日本では、VCの多くは証券会社あるいは都市銀行の子会社、関連会社として設立され、大手金融機関のダミー的な存在となっているケースが多い。VBの育成に関わる、独立系の VC は少ないのである。当該分野における先進国である米国とは、その存在意義が大きく異なる。米国では、VC自体がVBの要素を持っている、といっても過言ではなく、VBとしてのVCの設立といってもよいような、小企業形態のVCが多く存在する。VC自体が多額の余剰資金を抱えながら、VBの資金需要を賄っているということではなく、VBから多額の利益還元を期待する投資家を集めることによって、VCのファンドを豊かにして、VCの業績向上を達成していくというリスクな存在といえることができる。通常の証券投資以上の利回り (yield) を投資家に提供することができれば、ファン

ドの人気が高まり、VB投資の資金を潤沢に調達できるということになる。VBの事業性を判定する力がなければ、VCからVBへの投資による利益還元は砂上の楼閣と帰するわけで、VCがVBそのものであるといわれる所以がここにある。VC自体の事業リスクは、VBのそれと性格的には変わるところがないからである。けれども、投資家にとってみれば、多くのVBの中から成長可能な投資対象候補を判定することは困難なことであり、事業性を判定するに足る十分な資質を備えたVCにVBを選択させることによって、投資に対するリスクを少しでも低減することができる、というメリットがある。投資家にしてみれば、VCはかなり利回りのよい投資信託である、というように考えることができるわけである。

こうしたVCのファンドの形態は、リミテッド・パートナーシップといわれるものである。投資家からの資金をプールするために有効な手段として使われている。単に資金をプールする手段として使われるだけであるから、ファンド自体は、課税対象とはならず、ファンドから利益配分を受けた段階で、投資家はその投資利益に対して個別に課税されることになる。

図-1 リミテッド・パートナーシップの構成



- \* VC：ベンチャー・キャピタル
- \* VB：ベンチャー・ビジネス
- \* LP：リミテッド・パートナー
- \* GP：ジェネラル・パートナー

- \* 投資対象のVBは複数可。
- \* 数字は、本文参照のこと。

## (1) リミテッド・パートナーシップ

VC ファンドの典型的な形式、リミテッド・パートナーシップは、図-1に示した形を取る。

リミテッド・パートナー（以下ではLPという）は、ジェネラル・パートナー（以下ではGPという）とともに、リミテッド・パートナーシップを構成する。LPは投資家であり、GPはこのファンドの運営に当るVC、ということになる。GP自体は、ファンドに投資する義務はないが、LPとしての数%の投資を行うことは有り得る。また、GPもLPとともに、リスクを負うことを表明するために、GPの最低投資額（1%程度）を目論見書（Prospectus）に規定することも、よく行われる。

LPは、自らの投資がどのように運用されるかについては、契約（目論見書）に規定されたとおりにGPが運用しているという前提で、運用そのものに関与することはない。したがって、LPは、ファンドに対して、投資額を上限とする有限責任を負うのみである。基本的には、ファンドの利益はLPに配分されることになるが、GPの利益取得分を控除されるため、全額配分されるわけではない。通常、LPに80%、GPには20%の利益配分がなされることになる。配分比率は、GPの事業能力によって異なることになるが、投資家を募集する目論見書の中で明確に規定されている。尚、GPは、ファンドの運用に関わる経費を、マネジメント・フィーとして、毎年一定額をファンドから調達するので、仮りに当初の目標利益が実現されなかったとしても、実害は発生しない。マネジメント・フィーについても、利益に伴うGPの取分比率と同じように、VCの実力に応じて異なる。通常は、ファンドの2～3%というのが相場になっている。（後述のG社ファンドⅢの実例では、2¼%である）

ファンドの募集金額（1,000万ドル～10億ドルが多い）は、GPによるVBに対する投資の上限を示しており、VCが投資家からクレジット・ラインを与えられたものと同じ効果を持つ。VCとしては、いつでも投資に対応する資金を遅滞なく調達することが可能であり、投資家としては、資金を凍結しなければならないリスクを回避できる利便性があることになる。

LPとGPに関わるそれぞれの権利義務に関するこれらの内容は、目論見書に細かく規定されるが、目論見書自体は、VCの顧客に対して厳格に管理されており、一般に入手可能なものではない。すなわち、ファンドの募集は、私募の形を取り、LPとなる可能性のある投資家に送られる目論見書もシリーズ・ナンバーで管理されるのが常である。投資家は、投資の事実に関して、完全に保護される状態になっている。

## (2) VCの資質

VCは、VBの事業性を審査する力量を、投資家によって判定されることになる。LPとなる投資家は、GPとなるVCの資質を判定することによって、自らの投資利益の実現可

能性を判断して、ファンドに対する投資の意思決定を行う。

VCは、それぞれ固有の特性をもっており、投資家の意思決定の基準に合うVCが選択されることになる。俗に、ハイ・リスク、ハイ・リターンと言われるVBに対する投資を行うVCであるから、厳しく判定されて当然ということになる。基本的には、投資基準、投資方針について、投資家が満足するだけのものをVCが示しているか否かということになる。次のような点で、VCがどのような実績を持つかが主たる判断基準となる。

(ア) VCの得意とする産業分野

(イ) 投資地域についてのVCの特性

(ウ) VCのインベストメント・パターン

(ア)については、主としてファンドの運営に当る人間（ファンド・マネジャー）の学歴・職歴等から見て、VCの得意とする事業分野への投資が可能か否かが判定されることになる。VBは、技術、ないしは市場において、全く新しい判断基準を求められることが常であり、その審査に当って、卓越した先見性をVCが示すことができれば、的確な投資を期待することはできない。特に電子関連のVBの持っている技術などについては、相当に専門分化した知験をもって、事業性の審査が行われなければならないわけで、VCの特化した審査能力が期待されることになる。目論見書には、VCのファンド・マネジャーたちの個人情報に記載され、投資家の判断資料として提供されることになる。現実的には、シードの段階で市場や技術について、詳細に吟味するスタッフが足りない状態が生まれており、過去の実績に対する評価を新規案件に援用して意思決定せざるを得ない状況が発生していることもまた事実なのである。現実の産業界の動きがあまりにも速くなり過ぎている、という側面が現れているのである。ファンドによる資金調達にVCの経験年数によって、どのように違ってくるかについては、表-1のような事実が知ら

表-1 経験年数差異による資金調達力比較

G P 経験年数	VC総数に 占める割合	資金調達に 占める割合
10年以上	44	63
5～10年	23	15
3～5年	20	13
3年以下	13	9
計	100	100

\* 出所にある(注)は省略。

\* GP：ジェネラル・パートナー

\* VC：ベンチャー・キャピタル

\* 単位：%

(出所) (社)金融財政事情研究会編『ベンチャー・キャピタル』キンザイ、昭和60年、p. 41。

れている。最近の数字ではないが、経験的にこの域を出ていないといわれる。

(イ)についても、(ア)と同様に、適正な立地条件のVBを選択する能力が、VCに求められていることを示している。例えば、1970年代後半から1980年代にかけては、カリフォルニアを中心とした西海岸の地域と、東北部と南部の一部に電子関連を中心とするVBが広がっていった。そうした状況の中で、地域特性を知り尽くした独立系VCの活躍は目覚ましいものがあった事実があり、地域の特性についてのVCの知験は、VBの将来のマーケットを判定するうえでも重要な要素となってくる。巨大な組織で全世界に展開しているインベストメント・バンクのVC部門であったとしてもこれは同じことであり、担当するファンド・マネジャーがどの程度地域特性を把握しているかということが重要になる。

さらに(ウ)については、VBが必要とする資金の形態と額について、的確な判断を行うVCであるか否かが判定されることになる。VBの成長段階、あるいは業種の特性によって、VBに投資する資金の内容が異なってくる。単純にいうならば、事業の立ち上げのためのシード段階の資本金がいるのか、発展に供するためのメザニン・ファンドなのか、株式公開直前の財務構成の改善なのかという3段階で捉え、なおかつ、業種に伴う特定設備資金調達のための資本構成を考慮しなければならないということになる。投資の形態については、表-2が参考になる。

表-2 ベンチャー・キャピタルの投資形態

投資形態	件数比	資金調達比
バランス・ファンド	70	80
初期段階投資型	21	11
メザニン・ファンド	6	5
特定産業注目型	3	4
計	100	100

\* 出所では、投資形態ではなく、投資様式となっている。

\* 出所にある(注)は省略。

\* 単位：%

(出所) (社)金融財政事情研究会編『ベンチャー・キャピタル』キンザイ、昭和60年、p. 42。

上記のような要因のほかにも、VCがVBに役員を派遣して積極的に、VBのマネジメントにまで係わるような場合には、その資質があるのか否かといった問題から、VB側に人的な移動に伴う抵抗があるか否かまで、VCの資質が問われることになる。

## 2. インフォーマル・インベスター

VBに対して投資家が直接に投資したり融資することは、今日では稀な例となってきた。通常は、適当なVCのファンドに投資することによって、間接的にVBを支えることになる。投資家は、通常の証券投資から得られる利益を超えるものを期待しているわけであって、ハイ・リスクを承知での投資ということになる。リスクを嫌うのであれば、トリプルA格のブルー・チップスへの投資で満足するべきであり、投資不適格、ないしはトリプルCのレッド・チップスに相当するような対象に対する投資はするべきではない。米国のペンション・ファンドの主たる資金運用先の一つがVCファンドであることを見ても明らかなように、ハイ・リスクに耐え得る投資家は、好んでVCを選択する。しかしながら、個人で少額（とは言っても多額であるが）の投資資金をハイ・リスクのVCファンドへ投資してくる投資家には、単に投資利益を目的としているだけではない要素をもったものがあり、VCファンドの資金的背景を知る上で、忘れてはならない存在となっている。こうした個人投資家については、インフォーマル・インベスターとして知られている。

インフォーマル・インベスターは、大量に資金投下してくる機関投資家とは異なり、VCファンドを支える富裕な個人ないしは個人グループである。その特性を知ることは、VB育成の精神的背景を知ることになる。インフォーマル・インベスターは、証券市場における一般個人投資家と同じように、投資行動がまちまちであるために、その特性についての統計資料はない。けれども、VBを育成することに精神的な投資価値を見い出そうとする行動がみられる集団であるということに着目して、その特性を把握しようとした試みが報告されている。VCがファンドの調達に際して、どのような投資家を顧客として考えれば良いかという点について、ニューハンプシャー大学の調査結果が興味深い示唆を提示しているので、我が国に紹介されたものを引用する<sup>2)</sup>。

インフォーマル・インベスターを次の様に分類する。

- (1) 技術志向型のファイナンスを行う投資家。
- (2) スタートアップ及び初期段階の投資を行う。
- (3) 内部留保でカバーできないほど速い成長の企業の資本投資を行う。

こうした分類に該当する者についての調査が行われている。該当するサンプル数は、133名。調査対象のニューハンプシャー州の個人投資家について、100万人について10人のインフォーマル・インベスターを想定しているに等しいとされている。1984年の調査段階では、このサンプル数で、十分に特性を把握できると評価されている。その結果、次の様な特徴の概要が報告されている。

- (1) 平均年齢47才。

- (2) 学歴：大学卒。技術系が多い。
- (3) スタートアップ段階の企業での経営の経験をもっている。
- (4) 2万ドルから5万ドルの投資が典型的である。
- (5) ほぼ2年に1度の割合で投資を行っている。
- (6) 他の個人との共同投資が典型的。
- (7) スタートアップや極めて初期段階の投資を好む。
- (8) 技術や市場に詳しい場合に、技術指向のベンチャー企業に投資することを好む。
- (9) 基礎のできている、ゆっくりとした中小企業の資金調達に関心が限定されている。
- (10) 製造業、特にハイテクノロジー企業を好む。
- (11) 通常50マイル以内の地域、遠くとも300マイル以内の地域に投資する。
- (12) 投資先との関係を積極的に維持し、コンサルタントとしての役割を果たしたり、取締役として関与することが典型的。
- (13) 多様化とか、節税といったことは主たる投資目的ではない。
- (14) 5年ないしは10年での資金回収を期待する。
- (15) 投資収益として、初期段階の企業からは年利率50%プラス・アルファ、基礎のできている企業からは年利率20%から25%を見込む。
- (16) ポートフォリオ収益として、最低20%を期待する。
- (17) 財務的な収益の制限を受け入れることもある。
- (18) 投資機会は、主として交友関係に限られる。
- (19) 現在のインフォーマル・システムで認められる投資機会を超えて投資する機会を求めている。

これらの結果を見ていると、積極的な投資家の姿が見えてくることになる。調査当時は、VBに対する直接投資がVCに対するものよりも多い状況にあったと思われる内容が含まれているが、現在のVCファンドに対する個人投資家についても、同様な姿を見取ることができよう。

### 3. VCの投資戦略

VCがVBに投資するに際しては、ハイ・リスク、ハイ・リターンの戦略を実戦に移していくことになる。実際にどのような戦略を取るかについて、あるVCファンドの目論見書を使って検証してみる。実際の目論見書を使用することによって、VCの投資戦略の典型を知り、VCの投資戦略を考察するのが、ここで主眼とするところである。

目論見書の中には、どのような投資方針を取るかについて、投資家向けに説明する条項が必ず含まれる。投資家は、そうした内容を確認しながら、VCファンドの内容を検討することになる。目論見書は、前述のように、一般に入手することができないものであ

るため、ここでは、仮りにG社ファンドIIIの目論見書と言うことにする<sup>3)</sup>。

実例：G社ファンドIIIの投資戦略の概略（目論見書から、必要箇所を適宜訳出している）

投資に関する基本方針

- (1) 業界のリーダーとしての投資行動 (Leadership Investing)
- (2) 投資機会の直接創造 (Direct Investment Origination)
- (3) 投資対象企業の業績改善に資する新会社の設立や連結可能な企業への投資 (founding companies)
- (4) 投資リスクの分散 (Diversification)

#### (1) リーダーシップ・インベスティング

投資に関しては、常にリーダーシップを取ることを前提とする。VBに対して、2番手3番手の立場のVCでは、大きな利益を上げることが難しくなることを想定している。

長期にわたって、VBの株価を極大化することが可能な資本構成と価格付けを行う。必要に応じて、VBの役員の変更や資産売却を行うことによって、VBの企業業績を緻密に評価する。これは、投資が成功するための基本であり、ひいては、投資家の評判をも向上させることになる。すでに、ファンドIでは、80%以上の利益実現に貢献し、ファンドIIでは、実に94%の利益を実現した。こうした実績は、初期の損失を極力最小限に押さえ、投資利益を確保してきたことの証明である。VBについて、株式取得に関する戦略上の位置付け・分析・交渉、どこに経営の弱点があるかの識別、質の高い経営管理者の採用、追加資本の調達、大口顧客に対する販売支援、経営戦略の策定等について、常に、投資家に情報を公開して、了解を得てきた。

要するに、VBの経営について、徹底した責任管理を行うことによって、投資対象であるVBからの利益を確実なものにしていき、他のVCを凌ぐ業績を上げていくということをまず表明していることになる。

#### (2) ダイレクト・インベストメント・オリジネーション

徹底した企業調査と包括的な市場の把握とによって、投資機会を作り出していく。徹底した調査を行うことによって、対象とするVBとの人的関係を豊かにし、かつて認識されていなかった、更なる成長の機会を知ることができる。そうすることによって、必然的に投資機会は増大していくことになる。

こうした行動は、調査を積極的に進めることを可能にすると同時に、特定の投資機会に対応することを可能にする。投資機会のある企業の産業分野についても、更なる調査を行って行く。場合によっては、数年にわたって、専門家を擁しながら、検討を重ねて



いくことになる。

通常、すでに利益を上げている企業についての企業調査は、利益を減じてでもリスクを低減できるか否かを吟味することに多くの時間をかけることになる。多くの場合は、企業内部の人的資源を有効に活用することによって、リスク低減が可能であることを経験的に知っている。

投資機会を直接に作り出すように、投資対象の企業に接触していくことによって、他の投資グループが接触するよりも早く、投資をセッティングすることが可能になる。例えば、投資対象企業が、インベストメント・バンカーに接触して資金調達を相談する以前に、投資の決定を行うことさえ可能なことである。これまでの投資の半分以上については、投資対象として特定の企業を見出す前に、特定の産業分野を絞り込むことによって成功してきているのである。

得意とする分野は、サービス産業であって、製造業ではない。この傾向は、経済全体の流れであり、従来の非上場会社ともまた異なっている。サービス産業部門の企業を設立することは時間のかかることではあるが、長く継続する成長を期待することができる。また、競合他社との競争を考慮しても、製造業よりも防御が容易であり、利益率も高いという利点を経験的に知っている。

ここで、主として2つのことが述べられている。次のように要約されるであろう。

(ア) 投資対象に直接に接触して、人的関係を密にすることによって、投資機会を他の誰よりも早く知ることができる。徹底したシードの検索を意図している。

(イ) 接触の対象とするものは、製造業よりも、サービス産業の分野の企業である。

すなわち、VBは、ソフト産業の分野にニッチを見出している個人事業家の側面が強く、G社は、投資対象として、そういった分野に注力してシード段階からVBを育成し、同時に投資利益を確実なものにしていくという戦略を明確にしているということが言えよう。

### (3) ファウンディング・カンパニーズ

それぞれの投資対象は、財務状況が異なっており、場合によっては、救済投資によって、利益を得ることを考慮することも必要となる。他の企業の資本参加を得て、合併を想定しないまでも、連結対象子会社、ないしは関連会社として、連結処理した方がよい場合や、VBとして事業機会がすでに成熟してしまっていて、自力では次の展開を思うに任せない場合などもある。そうした場合も投資対象となり得る。まず、しっかりとした管理能力をもって成長している企業を捜すことを行う。これを企業連結投資 (“industry consolidation” investment) という。それができない場合には、自ら会社を設立し、投資対象企業を再建する管理者を雇い入れることを行う。これを自社設立投資 (“G founded” investment) という。これについては、ウォール・ストリート・ジャーナル紙で評価を

受けている。

新会社を設立するという事は、既存投資対象企業についての十分な調査ののちに、新会社の設立、管理者の採用、株式取得、すなわち買収機会の検討、資金調達のアレンジ等の検討を行ったのちの手段ということになる。この検討に十分な時間を割かなければ、一定のリスク上限を限定した条件の下で、好ましい利益を生み出すことはできない。

かつて、13社の企業連結と自社設立の実績をもっている。分野は、電子関連、医療関連、食品関連など、幅広い。かつてのファンドIでは、投資の約33%が、そしてファンドIIでは、54%以上がこの分野に投資されており、ファンドIIIでもこの方針を継続する。

ここで言われていることは、そもそも環境条件がよくないために経営困難に陥っている企業を対象として再建するための投資を行うとか、投資を開始した企業が予測できなかった経営難に陥った場合、再建をどうするかということについて、その対処のための投資戦略が述べられていることになる。要は、状況の良い他の企業に投資することによって、そこに連結させることを考えるか、再建のための新社を自ら設立することによって、ターゲットに対する投資利益を確保する戦略をもっていることが表明されている。VBは、特殊な技術特性をもっているなどの強みをもっていることは初期投資の段階で明らかであるが、経営管理上の弱みがあることもまた明らかであろう。VCの活動の場は、まさにここにあるということになる。資金調達できないVBは、リスクな経営上の課題を持っていて当然であり、ハイ・リスク、ハイ・リターンへの投資は、この経営問題を解決してやることによって、リスクから解放し、ハイ・リターンを実現することになる。したがって、このG社の場合には、積極的に財務上の困難を解決することを得意とした投資戦略を展開しているということになる。

投資家にとっては、投資対象がデフォルトを起こすというような財務上の問題を、実際に起こした場合にはどうするのか、という疑問に対する答えとなる。言うなれば、積極的にリスクを抱え込むような投資ということもできるわけで、こうした投資形態を好まず、財務上のリスクが表面化したなら即座に資金を引き上げたほうがよいと判断する投資家は、ハイ・リターンの魅力を捨て、ファンドに投資しなければよい。

VCファンドの平均像からすると、このG社の戦略は、財務上の救済再建措置という領域に対する投資比率が高い。このことによって、投資家には、ハイ・リスクの概念をいくらか低減させることにもなっているという視点も忘れてはならない。この対象となるVBは、創業後に問題に直面しているわけで、市場環境とか、経営管理上の問題がどこにあるのかということが、シードの段階よりも明確になってきているといえる。したがって、業績の改善ということについては、市場で評価される以前よりは、リスク要件が少ないという投資上の利点を有している。G社は、経験的に、この戦略が総投資利益に対して良い影響を与えている、ということを知っているのである。ターゲットの経営に積極的に関与していくという戦略であるといえる。

#### (4) ディバーシフィケーション

これは、他のファンドとの差別化を進める戦略概念と言える。投資の多様化が進んでいる。投資の多様化は、次の要因を考慮して行われる。

- (ア) 産業分野 (industry)
- (イ) 企業の成熟度 (maturity of company)
- (ウ) 資金調達手段 (financing)
- (エ) 立地条件 (geographic area)
- (オ) 投資期間 (time period)

これによる投資の多様化は、これまでうまくいってきたし、今後も利益を上げていくことになる。特に産業分野別の多様化は、一産業分野に投資が片寄ると、経済変動によってファンドの業績が大きく影響を受けることを避けている。

投資の多様化によって、技術開発や産業の傾向について、常に研究している。初期段階の投資と、その後の段階の投資とを組み合わせることによって、潜在的な利益を見出し、全体的なリスクを低減することができる。一定地域への投資でないことも同様にリスクを低減する。投資期間を経済変動や株式市場のサイクルにうまく合わせることによって、利益の安定に貢献している。(このファンドでは、投資期間4年とされている。)

ここでは、ファンドの資金を分散投資することによって、リスク分散が起これ、利益を安定させる戦略を取っているという基本方針が述べられていることになる。VCファンドの調達資金規模が大きくなればなるほど、リスク分散の要請が高まるのは当然であり、VCの投資戦略としては、最も基本的なものと言えよう。因みにこのファンドの募集金額は、2億ドルを上限としている。

G社の目論見書から、VCの投資戦略の実際を見てみた。一般投資家の証券投資についてのポートフォリオ戦略と大きく異なる点はないと言える。VBという限定された投資対象を持つことによって、投資対象の育成という側面が投資行動を左右するという面が出てくることは、VCの投資戦略を決定する重要な点になる。それによって、一般投資案件とは異なる様相を呈し、企業買収に伴う企業評価と同じような背景をもった投資戦略の策定を必要としていることになる。

## 4. VCファンド投資の利点とリスク

VBへの投資を行うために調達される、VCファンドへの投資を行う投資家にとっての、利点とリスクについて考察を加えておく。

投資家にとっての利点とリスクについても、目論見書に規定される。基本的には、投資額を上限とする有限責任であるLPとして行為することによって、リスクは限定され

ることになる。前述と同様に、G社ファンドⅢの目論見書を使用して、実際例を見ていく。(適宜訳出している)

G社ファンドⅢの目論見書にある投資家にとっての利点とリスク(Benefits and Risk)の条項には、概略次の様に述べられている。

まず、VCファンド投資を行う投資家の利点の部分から見ていくことにする。

これまでのファンドⅠ、Ⅱ、およびインベストメント・バンクのファースト・シカゴ(First Chicago)は、LBO(Leveraged Buyouts)、新会社の設立、成長のための資本投資、初期段階の投資等について、成功裏に投資家に対する利益を実現してきた。4人のファンド・マネジャーは、未上場会社に対する投資について、平均12年以上の経験を持ち、経験豊富で、卓越した管理能力を持つチームを構成している。この4人のファンド・マネジャーは、過去11年にわたって、行動を共にしている。

4つの投資哲学(前節参照)は、リスクを低減し、高い利益(return)を生み出すことに貢献してきた。ファンドの規模は適正であり、タイミング良く投資することを可能にし、その結果、利益を生み出している。投資家は、ファンドを通じて、私募による株式投資に参加していることになる。投資戦略の正しさによって、期待利益以上の一定の利益を作り出している。投資家は、特に、医療やコミュニケーション産業分野等から利益を得ることになる。

上記のような概略になるが、具体的な利益を表示しているというよりも、投資の安全性について保証する、という主張が表明されていることになる。すなわち、

- (ア) 過去の投資については、利益を上げてきたという実績がある。
- (イ) ファンド・マネジャーの資質は、信頼に足るものである。
- (ウ) 投資戦略は卓越している。

ということを踏まえて言うならば、このファンドへの投資はリスクではない、という主張である。具体的にどれ程の利益ないしは利益率を保証するかということは、目論見書のどこにも規定されていない。過去のファンドからの利益の事実から推定した利益は、実現可能性が高いということを暗に感じさせるだけで、利益保証は全くない。同じ目論見書にある、過去の投資実績一覧表から、過去の利益を計算すると、ファンドⅠは、総投資額に対する投資残高の評価額が、214.26%、ファンドⅡは131.96%という結果となっており、それぞれ、投資額の114.26%、31.96%という利益を累積してきていることになる。ファンドⅠの平均的な投資期間実績は約4年であり、ファンドⅡについては約1年の投資結果であることを考慮すると、単純に各年均等に利益を実現していると仮定したとしても、年率約30%の利益を実現しているということが出来る。いかにハイ・リターンであるかを知ることが出来る。これらの利益の実現は、上記のような投資の安全性を保障するような表現に示されている内容によるものであるということを、投資家に説得している条項ということが出来る。

当該目論見書は、レターサイズ36ページという冊子であり、上記の内容は、それぞれ詳細に述べられている部分があることはいうまでもない。ファンド・マネジャーについては、学歴、職歴をはじめ、結婚歴、子供の数等の個人情報公表されている。その上で、ここで改めて、ファンドの運用について問題のないことを表明し、資金運用については、プロ集団が責任をもっているということによって、ハイ・リスクのイメージを低減しようとしているということができよう。

投資家に発生する潜在的なリスクについては、概略、次の様に規定されている。

ポートフォリオを組む企業には、財務上のリスクと事業運営上のリスクが付帯することは、十分に認識していなければならない。ファンド I, II, で実現されてきた利益がそれ以上の利益を保証するものは何もない。それどころか、元本を失う可能性もある。利益が実現されるタイミングは全く不確定であって、損失は早く見出すことができるが、利益は遙か先にならないと発生しないものかもしれない。

ファンドの投資は流動的であり、投資家は、ファンドによる利益配分によってのみ、利益を実現することになる。ファンドは、ファンド・マネジャーの経験によって運用されているので、ファンドの全額を使って、利益を上げるのに十分な投資が行われるという保証もない。

ここでは、ファンドの運用には限界があり、十分な投資利益を得るという保証は何もないことが表明されている。投資家に対する警告であるとともに、GP として行為する VC にとっては、ファンドが失敗した場合を想定してのリスク・ヘッジとなっている。すなわち、

(ア) 利益の発生は保証しない。

(イ) 発生する利益に関しては、極大利益を保証するものではない。

(ウ) 利益配分がなされないかぎり、現実の利益を確定することはできない。

ということを明記していることになる。

VC と投資家とのこれらの関係を考慮すると、VC ファンドは、前述のように、まさに投資信託の様相を呈しているということが出来る。

## 5. 若干の結語

VC 自体 VB の側面を有しており、必ずしも潤沢な資金を有しているとは言えない。特に、独立系の VC についてはそう言えよう。VC の業務は、本来インベストメント・バンクが行ってきたものであり、投資対象を VB に限定するところから、VC の存在意味が現れてきたということが出来る。けれども現状では、VC の活動分野がインベストメント・バンクの活動領域と重なってきており、VC の活発な活動が、大量の資金を背景として、インベストメント・バンクの活動領域を侵犯してきているというのが実情であろう。

最近のインベストメント・バンクの利益の大きな柱は、M&Aの仲介業務やM&Aにからむ資金調達の枠組を提供することになってきており、一方VCは、前述のG社ファンドⅢの目論見書の中にもあるように、LBOなどを手掛ける力を十分に有しており、まさに競合するようになってきている。また、VBにしてみれば、ハイ・リスクであるという認識から解放されつつあり、VCに頼らずとも資金調達ができる状況も生まれてきている。経済情勢の変動によって、企業の資金調達の様式も、市場における金融機関の行動様式も、どちらも変化してきているという事実を反映しているものといえる。

こうした背景から、ハイ・リスクを負うことを前提としたハイ・リターンをセールスポイントとしてきた、VCの投資効果が薄れてきていることも事実である。世界的なバブル崩壊現象のもとで、VCの存在意義が問われている状況と言ってもよいであろう。VCが本格的にインベストメント・バンクと競合するならば、組織力と資金力の両面において、不利な状況に追い込まれることは必至であり、VBにとって小回りの利くVCである、という点に生き残りの道を見い出していくことしかない。その場合、VCの本来の発生段階の行動様式に立ち戻り、十分にVBの事業を審査できる能力を保持することが課題となるであろう。巨大組織のインベストメント・バンクでは、一般論で終始してしまうようなVB案件でも、十分に技術とマーケットを熟知した、狭い領域に特化した専門能力をもった情報分析力が期待される。

VCは、VBの育成という視点に立脚しないかぎり、その存在意義が薄れるのは当然であろう。ニッチの分野を活動拠点とするところにVBの意味があるのと同じように、VCは、巨大組織のインベストメント・バンクとは競合しない、金融分野のニッチに特化した業務内容を持ち続けなければ、競合大手に市場を取られることは必至である。それどころか、VC自体が立ち行かない状況に追い込まれることになろう。VCは、VBの事業性を見抜く卓越した先見性を身につけたマネジャーの存在によって支えられているわけで、そうした人的資源を有効に活用する場面を作り出していかなければならない。そのためには、専門能力を生かして、ニッチのVBと共存することが最も望ましいことになろう。

VCファンドは、VCが資金調達する手段としては好ましい形態と考えられている。VBが資金調達できずにVCに頼る行為と同じであって、そのVCに当たる部分が、VCにとっての投資家ということになる。ハイ・リターンであるという実績を残すことによって、VCファンドの利益率に魅力を感じる投資家がいるわけであり、名立たるインベストメント・バンクですら信用力を得られない分野であれば、VCファンドによって資金調達することは、VBがあるかぎり可能なはずである。リミテッド・パートナーシップによるVCファンドは、VCの投資戦略と相まって、比較的少額の投資を行おうとする個人投資家を中心として、評価が残ると考えられる。

## 注

- 1) ベンチャー・キャピタル・ファンドの投資家として、最も大きな機関投資家は、米国のペンション・ファンドであるが、機関投資家ばかりでなく、富裕な個人投資家や個人投資家グループもファンドの投資家となっている。ファンドは、ベンチャー・ビジネスに投資することを目的としたものであり、私募となる。したがって、投資家が誰であるか、どのような条件であるかについては、一般に公表されることはない。目論見書 (prospectus) の配布自体、結果的にパートナーとならない投資家から情報が漏洩することを嫌い、配布先が厳しく管理され、極秘 (confidential) と印刷された目論見書 1 冊づつが番号で管理されているのが普通である。
- 2) 当該調査報告は、1984年に米国 SBA (Small Business Administration : 中小企業監督庁) の助成を受けて行われたものである。ここでの引用は、次によっている。  
財金融財政事情研究会編『ベンチャー・キャピタル』キンザイ, 昭和60年 pp. 85-87。
- 3) 目論見書の取扱いに関しては、上記 1) に言うように、極めて厳しく管理されている。現実には、投資家から情報が流失することがあるが、原則、情報の漏洩はないことになっている。したがって、ここで取り上げている目論見書についても、どこのものであるかを明確に注記することは差し控える。しかしながら、本稿の執筆に当っては、VC の Golder, Thoma, Cressey 社とそのファンドの私募包括エイジェントである Continental Illinois Limited 社の協力を得たことを付記し、謝意を表す。

## 参考文献

- 1) Merrill, R.E. & H.D. Sedgwick, "The New Venture Handbook," American Management Association, 1993.
- 2) Venture Capital Journal, 適宜関連箇所
- 3) 小野崎恒夫著『M&A 成長へのシナリオ』同友館, 1989年