

忽那憲治・長谷川博和・山本一彦編著

## 『ベンチャーキャピタルハンドブック』

岡村 秀夫 (Hideo OKAMURA)

関西学院大学商学部

ジャスダック、マザーズ、ヘラクレスの新興企業向け3市場で近年IPO（新規公開）を行った企業の約8割にベンチャーキャピタル（以下、VC）が出資しているという事実は、わが国においてもベンチャー企業の創出・成長にあたってVCが重要な役割を果たしていることの証左といえよう。1972年に日本初の民間VCが設立されてから35年が経過し、VCはベンチャー企業に資金供給を行う専門金融機関として一つの産業を形成するようになった。だが、VCに焦点をあてたテキストや研究書は未だわずかにとどまっている。

本書は、はしがきで述べられているように、「実践、研究、教育の3つの領域における、VC産業の理解に対するニーズの高まりに応えることを目的として」、研究者とベンチャーキャピタリストの共編著により出版された意欲作である。編者は、忽那憲治神戸大学教授、長谷川博和グローバルベンチャーキャピタル代表取締役、山本一彦クラシックキャピタルコーポレーション代表取締役であり、執筆者は若手研究者、大学院生、社会人大学院生、実務家で構成されている。

ところで、VCが用いる投資手法は伝統的な金融取引とは異なる特徴を持つため、ケーススタディによる分析は読者がVC投資をイメージする上で有用である。だが、個々の投資案件はオーダーメイドであり、用いられる投資手法も様々であるため、ケーススタディのみではVC投資の全体像の把握や経済的機能の理解は容易

ではない。そこで、本書では全16章を3部に分け、第1部でVCに関する基本的事項と先行研究の整理、第2部で主要VC各社のケーススタディ、第3部でVC投資に関連する重要テーマの分析、というスタイルを用いている。以下では、本書の概要を紹介する。

第1部はVC投資と研究の現状を扱っている。第1章ではVC投資の仕組み、VCの組織形態、VCの分類などの基本的事項を解説した上で、日米英3カ国のVC投資の現状を紹介している。3カ国共通の傾向として、VC投資が国内の一部地域に偏っている点が指摘されている。異なる特徴としては、成長初期段階へのVC投資が日英では拡大している一方で、米では減少傾向にある点が挙げられている。また、VCファンドへの出資者について、日本では機関投資家の比率が極めて低いが、米英では大半を占める点が挙げられている。

第2章では、海外の主要学術雑誌に発表された実証研究論文を中心にサーベイを行っている。テーマは、技術革新の推進及びベンチャー企業の輩出に対するVCの寄与、VCファンドの資金調達、審査・価値評価、投資の契約と実行、モニタリングと価値の付与、投資回収、VC投資のパフォーマンス、など多岐にわたる。先行研究では、VCの役割について肯定的な実証結果が多い。また、経営者の経験・能力など人的資本を重視してVCが投資を判断しているとの結果も興味深い。なお、ハンズオン投資の有効性については、調査方法や対象国によっては支

持されないことも指摘されている。

第2部は、主要VC9社を取り上げ、主にケーススタディによる企業別分析を行っている。

第3章は、第2部の中でも特に紙幅を割き、日本のVC産業発展とともに歩んできたリーディングカンパニーのジャフコを取り上げている。1973年に野村証券主導で設立されたジャフコは、投資残高、累積投資社数などで群を抜いているだけでなく、日本初の投資事業組合を設立してVCファンドを通じた投資を始めるなど、VC業界の先導者としての役割を果たしてきた。

第4章は、ソフトバンクグループに属するSBIホールディングスを扱っている。同社は持株会社として、VC部門が育成したベンチャー企業を他部門の顧客とし、グループが提供する金融サービスを拡大するというユニークな戦略を採っている。

第5章は、業界3位の大和証券グループ系VCであるエヌアイエフベンチャーズを扱っている。なお、引受手数料及び初期収益率に関する実証分析から、同社と大和証券との連携で、投資先企業に関する保証効果を与えているとの興味深い結果が報告されている。

第6章は、1981年に当初半官半民のVCとして設立され、現在は独立（非系列）系VCとして最大規模の日本アジア投資を扱っている。同社はアセアン、アジア地域への投資に特化していたが、1991年以降、日本国内へ投資対象を拡大している。

第7章は、銀行系VCで最大規模のみずほキャピタルを取り上げている。同社は、投資先企業の探索やIPOに際して、みずほフィナンシャルグループとの連携を重視していることが特徴である。

第8章は、政府系VCである中小企業投資育成（東京、名古屋、大阪の3社）を取り上げている。同社は、株式公開にこだわらない長期保有の投資スタイル、地方企業への投資などの特徴を有している。

第9章は、1983年に事業会社系としては早期に設立された、オリックスの100%子会社であ

るオリックスキャピタルを扱っている。

第10章は、関西を地盤に活動する独立系VCであるフューチャーベンチャーキャピタルを取り上げている。レイターステージでの投資による上場実績の構築、大手VCの手が届かない地域・業種への重点的な投資、などの戦略が同社の特徴として描かれている。

第11章は、ハンズオン投資を特徴とする独立系VCのグローバルベンチャーキャピタルを取り上げている。ハンズオン投資の一端をうかがい知ることができる、同社投資先企業の経営者へのインタビューが興味深い。

第3部は、ベンチャーキャピタルのテーマ別分析を扱っており、第12章から第16章までの5章から成る。

第12章はVCの歴史と仕組みを日米の比較を通して整理している。その上で、日本のVCに関する利益相反問題として、株式を公開しているVCが存在する点、及びVCが本体での直接投資とファンドを通じた投資の双方を行っている点（併行投資）を指摘している。

第13章は、今後の普及が期待される投資手法として、ハンズオン投資と段階的投資を取り上げている。段階的投資は撤退オプションを用いた投資手法と見なせるが、経営に深く関与するハンズオン投資を実施することで有効性を高められると述べている。

第14章は、複数のVCが共同で投資する手法として普及しているシンジケーションを扱っている。1997年9月から2003年12月までの間に新興企業向け3市場にIPOを実施した企業のうち、全体の8割の529社がVCからの投資を受けており、さらにその80%がシンジケート投資を受けている。日本ではシンジケートへの平均参加社数は4.7社であり、3社程度が一般的な米、英、独、カナダより多い。リスクが高いと考えられる企業（若い企業年齢、低ROE）ほどシンジケート参加社数が多い傾向が示されている。

第15章は、算定が困難なベンチャー企業のバリュエーションを扱っている。バリュエーショ

ンに関しては、算定方式の選択そのものも重要であるが、経営者と外部投資家の間のコンフリクト、経営者の持分比率維持の問題などが指摘されている。

第16章は、ロックアップ契約を扱っている。ロックアップ契約は、経営者やVC等の大株主がIPO後の一定期間保有株式を売却しない旨をアンダーライター（引受証券会社）に対して確約する契約であり、ロックアップ解除時におけるマイナスの超過リターンの発生が明らかにされている。また、米国と異なり、日本ではロックアップ契約に同意するVCは少ないことが示されている。さらに、ロックアップに同意するVCが比較的少ない要因として、公開前規制の存在を指摘している点も興味深い。

以上が本書の概要である。本書の特色としては、まず森を見て、木を見て、再び森を見る、という構成となっていることが挙げられる。すなわち、VCに関する現状整理とVC研究のサーベイによってVC産業を理解する上でのポイントを示した上で、主要VC各社のケーススタディにつなげ、VC産業における重要テーマの分析を行うという流れになっている。このような構成により、個別VCの特殊性にとらわれて、VC産業全体としての特徴を見失う恐れが小さくなっている。また、VC投資の具体例、数値例が多く取り入れられているだけでなく、ベンチャーキャピタリストやVC投資先企業の経営者へのインタビュー、VC投資を描いたコラムなど、読者がVC投資の実際を容易にイメージするための工夫も随所にみられる。さらに、第2章では大変充実した先行研究のサーベイが行われており、VC研究の最前線への展望を得る上で大きな貢献がなされている。そして、本書全体を通じて、VCに関する知識を整理するだ

けではなく、VCの経済的機能・意義を実証的に読者に伝えようとする努力が見られる点も評価されるべきであろう。

このように、日本のVC産業の体系的分析を試みた本書であるが、若干議論の整理が不十分と思われる点が見受けられた。例えば第12章では、日本のVCに関する重要な問題として指摘されている併行投資について、数値例による解説に紙幅が割かれてしまっている。出資者とファンド運用者の間に一般的に存在し得るエージェンシー問題と、VC株主とVC経営者との間のエージェンシー問題を区別・整理した上で、バランス良く論点が提示されれば、読者にとっても理解が容易になったのではないだろうか。また、公開情報に基づいて分析を行うという本書の方針上やむを得ないことではあるが、第2部及び第3部各章の分析スタイルや考察の深さに多少のばらつきが見られた。加えて、VCの投資プロセスにおけるExitとして重要になりつつあるM&Aを扱う章が設けられていない点が、評者としては残念であった。

もちろん、これらの課題は本書の価値を大きく損なうものではない。本書は、日本のVC産業に関する総合的な理解を目指し、最新の学術研究の成果をふまえた上で、主要VCのケーススタディを取り入れた先駆的なテキストである。本書を手にとることで、読者はVCに対する関心を整理し、次のステップにつなげることができるであろう。また、各執筆者のこれまでの研究や実務経験に基づく分析がなされていることに加え、巻末の参考文献リストも充実していることから、VC研究への手引書として高い価値を持っている。VCに関する知的好奇心を持つすべての人に一読をお勧めしたい。

(中央経済社、2006年、549頁、6,300円)