

日本のベンチャーキャピタル - 進化するビジネスモデル

村瀬 光正（株式会社ジャフコ 代表取締役社長）

話の内容を2つに絞ってお話ししたいと思います。

前半、日本のベンチャー・キャピタルはどういう状況にあるかということについて申し上げたいと思います。今さらということもありますが、ベンチャー・キャピタルというのは、比較的マイナーなインダストリー、あるいはビジネス・フィールドでありますので、ご存じのようで、あまりご存じない方が多いということもありまして、少し、お時間をちょうだいします。



図1の日本のベンチャー・キャピタル小史というところで、過去30年の歴史を申し上げます

日本のベンチャーキャピタル小史

70年代			80年代				90年代						2000年代		
年	72	73	82	82	83	87	94	97	97	98	98	99	99	00	01-02
主要なできごと	日本初のVC誕生 (京都エンタープライゼン・ベロップメント)		日本合同ファイナンス(現ジャフコ) 店頭公開 店頭市場改革 分離型ワラント債の発行 日本初の投資事業組合の組成				VCの役員派遣解禁(独禁法)	東証マザーズ発定 公開前ファイナンス規制の緩和 有限責任組合法施行 大学等技術移転促進法 ストックオプション制度の導入 エンジェル税制						商法改正 ナスダックジャパン発定	
	第1次ベンチャーブーム 		第2次ベンチャーブーム 				第3次ベンチャーブーム 								
主たる出口	東 証						店 頭						東証マザーズ ナスダックジャパン		



図1：村瀬

す。

日本で民間のベンチャー・キャピタルができたのは1972年でございます。この72年から73年にかけてベンチャー・キャピタルの会社が8社ほど相次いで設立されました。私どもの会社ジャフコは、当時、日本合同ファイナンスとして、日本で4番目に設立されました。現在、私どもより先にベンチャー・キャピタルを始められた3社は姿を消しておられますので、現存では私どもが一番古いということになっておりますが、いずれにしても、当時設立されたときは、わずかな自己資本と親会社等の借り入れから、未公開の株式（プライベート・エクイティ）に投資するということをやったわけでありまして、当然、プライベート・エクイティですから、収益化するまで3年、4年かかるわけでありまして、当初は立ち上がりに苦労したという歴史があります。

72年から73年にかけて、相次いでベンチャー・キャピタルが設立されて日本のベンチャー・キャピタルの歴史が始まり、その当時の状況を第1次のベンチャー・キャピタル・ブームというふうに言いあらわしております。

その後、苦難の歴史があって80年代に入ります。82年に日本で初めて投資事業組合が創設されます。これは、もともとアメリカのリミテッド・パートナーシップの組合、ファンドのスキームを日本に持ち込んだものでありますが、準拠法がないということで、民法上の任意組合をうまく利用して、このファンドは創設されました。性格上、組合員、出資者の有限責任という問題が法的に担保されないということが1つの問題点として残りました。もう1つ、ファンド組合に対して非課税というようなことをどうやってするかということで、これは当時、国税と交渉して、その結果、いくつかの条件を前提に非課税団体、非課税組合という資格を与えられているということがありました。

このファンド組合の組成をきっかけに新たな資金導入、資金チャネルができたということで、第2次ベンチャー・ブームがおき、83年から86年にかけてベンチャー・キャピタルが数多く設立されました。この83年から86年の3年間に、六十数社のベンチャー・キャピタルが設立されたという記録があります。

その後、90年代に入りますと、日本経済の停滞の中で、ベンチャー・キャピタル、あるいはベンチャー企業の活動そのものも停滞するという動きがあり、一方で数々の支援政策が打ち出されるというような状況になりました。そして93年から96年にかけて株式公開ブームが起き、ベンチャー・キャピタルがこの時期、再び活発に活動を開始し、ニュー・エントリーも増えたということで、第3次ベンチャー・ブームが起こって現在に至る、こういう歴史であります。

この30年間、3度のベンチャー・ブームがあったわけですが、この主役はベンチャー・キャピタルであり株式公開会社であって、創業ブームが起こったということではありません。

本来ベンチャー・ブームというのは、ベンチャー企業そのものの創業が活発に行われるということであるべきなのでしょうが、実際にはこの間、いわゆる開業率というのは低下する一方でありまして、70年代半ばごろ開業率は6%ぐらいだったのが、90年代の前半には2.7%

まで下がり、現在ちょっと戻って 3.5 %ということですが、いずれにしても、6 %から 3.5 %まで一貫して下がってきたという中で、3 回のベンチャー・ブームが起きているという、多少アイロニカルな現象が起きているわけです。

図 2 をご覧ください。日本のベンチャー・キャピタルは、明確な統計はありませんが、ざっと 250 ぐらいあるというふうに言われております。私どもの調べでは、ここに書いてあるような分野からベンチャー・キャピタルへのエントリーが行われて、概略 260 社という状況であります。ご覧のように、銀行系列、証券系、生損系、それから、特に 90 年代に入って事業会社系、外資系、その他（多くは個人の独立系のベンチャー・キャピタル）の参入が相次ぎました。260 と数は多いの

ですが、日経の VC 調査によりますと、大体上位 20 社ぐらいで投資残高の 8 割、投資高の 7 割をカバーするという状況でありまして、かなり寡占的な色彩を強めているということでもあります。

図 3 の VC 投資額推移のグラフであります。90 年当初、年間 3000 億円ぐらいで、日本の VC 投資はピークを打った後、ご覧のように 10 年ぐらい停滞の時期が続いております。98 年を底にして、99 年、2000 年と再び拡大して、ほぼ 10 年ぶりに 90 年のピークを抜いたのは 2000 年であります。IT ブーム、ネット・ブームのさなかで起きた現象であります。昨

日本のベンチャーキャピタル

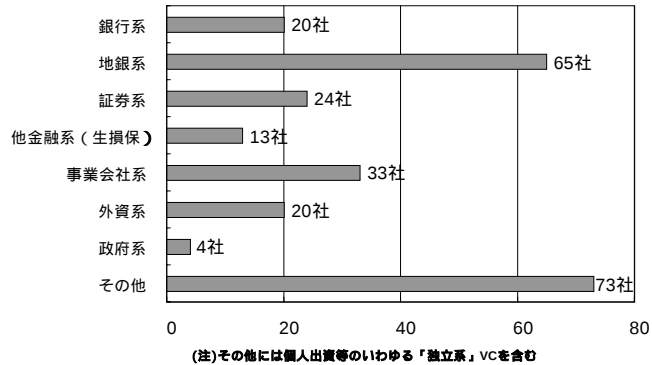


図 2：村瀬

VC 投資額推移（日本）

- ・ 新興企業向けマーケットの開設。公開基準大幅引下げ
- ・ ベンチャー支援政策
- ・アントレプレナーの輩出
- ・ VCの役割の拡大
- ・ 年金等新しい投資家層の出現
- ・ 技術革新・ITブーム

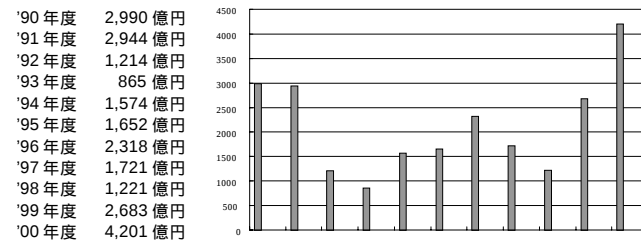


図 3：村瀬

年，2001 年は，統計はありませんが 2500 億円ぐらいまで落ち込んでいるのかな，というのが実感であります。

一方，目をアメリカに転じてみます。図 4 は，VC 投資額のアメリカの状況であります。ご覧のように，90 年代前半は年間 50 億ドル前後で推移した後，96 年から飛躍的に拡大，増大するという動きに入っております。ついに 2000 年には 1000 億ドルを超えという一大ブームが巻き起こりました。まさに，これは IT ブーム，ネット・ブームのさなかでありました。

そして，2001 年，昨年をご覧のように大幅に減少している。いわゆる典型的なバブ

ル・アンド・バーストという現象が起きまして，365 億ドルであります。日本円で換算すると約 4 兆 7000 億円でありますから，昨年の日本の VC 投資額を 2500 億円ぐらいとすると，大体，日本とアメリカの VC 投資額の格差というのは 20 対 1 ぐらいかなということになります。いろいろな産業の中で，これだけ日米間で格差が開いているフィールドは，おそらく他にないんじゃないだろうかというぐらい，日本とアメリカでは，残念ながらベンチャー・キャピタルの投資額に関しては大きな水があいているという状況であります。

次に，ジャフコについて。私のところは，今のところ日本最古で，かつ一番業界で大きい会社であります。その会社について簡単なイメージを持っていただく上で，図 5 を用意しました。これまでに大体 2500 社ぐらいに投資をして，その中から 626（現在 650 を超えています）の株主公開会社が出ております。国内が 500，海外が約 130。投資残高が 2290 億円，内訳はジャフコ本体からの直接出資が 787 億円，ファンドからの出資が 1500 億円，運用中のファンドは，累計で 62 のファンド数，金額で 4629 億円，運用中の数字はご覧のとおりであります。

次にジャフコの簡単なビジネス・モデルを説明いたします。ファンドを設立いたしまして，出資者から未公開会社に投資する資金を集めます。そして，その資金を投資して，流動化回収して，出資者に最終的に分配する。こういう資金の循環があります。ファンドの期間は原

VC 投資額推移（米国）

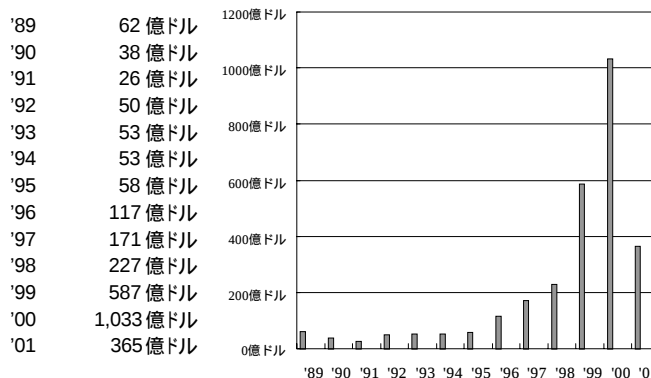


図 4：村瀬

則 10 年ということでございます。ジャフコは、このファンドの運用責任、業務執行組合員ということで無限責任組合員という立場で、このファンド組合の業務執行の責任を負います。その代償として管理報酬、つまりファンド資産の 2.5 から 3 % ぐらいを毎年いただくという管理報酬と、成功した場合、キャピタル・ゲインの 20 % を成功報酬としていただく。そのかわり、このファンドのパフォーマンスに責任を持つ、こういう形になっています。

同時にジャフコは株式会社として、総資産 2157 億円、自己資本が約 1300 億円、借り入れが 600 億円ぐらいございますが、その資金を、組合と並行投資という形で未公開会社に投資をして、その投資の回収に際しては、成功報酬に相当する 2 割分を含めて、発生したキャピタル・ゲインはすべてジャフコの取り分になる。そういう形でジャフコのビジネス・モデルは成立しております。これは大体、日本のベンチャー・キャピタルの、ビジネス・モデルの原形になっているように思います。

以上、日本のベンチャー・キャピタルについてお話し申し上げましたが、次に日本のベンチャー・キャピタルの、ビジネス・モデルの進化という観点で残りの時間、少しお話を申し上げます。

日本のベンチャー・キャピタルについてよく言われることは、公開できそうな会社に Later stage，あるいはメザニン（Mezzanine）という，まさに公開直前のような状況にある企業に，ハンズ・オ

ジャフコの現状

会社設立	1973年4月		
累計投資会社社数	2,489社*		
累計公開会社数	626社*	うち 国内	495社
		海外	131社
投資残高	2,289億円*	うち JAFCO	787億円
		ファンド	1,502億円
第1号ファンド設立	1982年4月		
運用ファンド	累計	62ファンド	4,629億円*
	運用中	32ファンド	2,971億円*

* 01/3未現在



図 5：村瀬

ジャフコのビジネスモデル

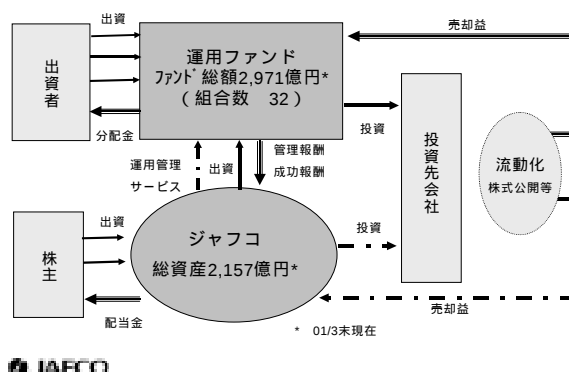


図 6：村瀬

投資決定プロセス／投資チーム主体の一貫体制

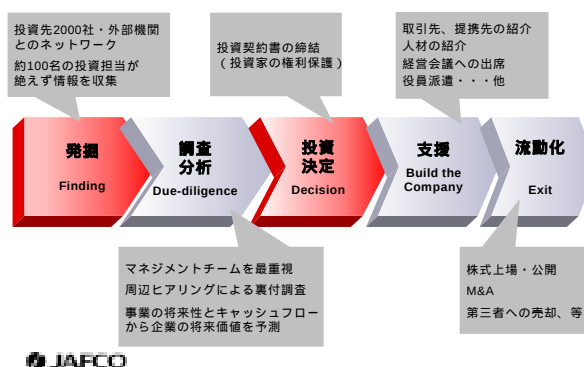


図7：村瀬

フ²で少額の投資をする。しかも、投資の担当者はローテーション人事でしょっちゅうかわるというようなことが、多少皮肉混じりに、揶揄的に言われることが多いように思います。98年以前は、確かにそういう状況もあったかと思います。

これには、いくつか理由があります。理由の1つは、日本でベンチャー・キャピタルの投資先への役員派遣ということは、公取のガイドライン（これは独禁法第9条に関連するガイドラインなのですが）で1962年以降、禁止されておりました。ほぼ20年以上にわたって禁止という状況が続いていましたが、ようやく1994年（平成6年）にこの規制が撤廃されて、ハンズ・オン³、投資先への役員派遣の道が開かれたと、こういう経緯が1つありました。

それから、2つ目には、株式市場の公開基準が、たとえば、アメリカのナスダック等に比べて日本では大変厳しかったという事情があります。大体、会社の設立から株式公開まで、平均すると30年という年数を要するというのが日本の公開会社の状況であります。これが長いこと続いておりました。一方、先ほど申し上げたように、ベンチャー・キャピタルのファンドの資金というのは期間10年でお預かりしているわけありますから、30年かかって公開する会社にEarly stage⁴で投資をしても、投資のファンドの運用期間10年以内に回収するというのは極めて困難、不可能に近いということで、どうしても、ファンド満期を意識する限り、厳しい公開基準のもとでは、Later stage⁵つまり公開スケジュールが見えている会社に投資せざるを得なかったというような事情がありました。Later stageの会社というのは、大体、中堅企業といわれる企業群でありまして、こういった会社に日本のベンチャー・キャピタルは長いこと、重点的に投資をしてきたという歴史がございます。

そういった中堅企業というのは、当時かなりありまして、わざわざハイ・リスク・ハイ・リターンのEarly stageの投資をする必要もなかったというようなこともありました。それから、ローテーション人事については、ベンチャー・キャピタルの多くが証券系、あるいは銀行、生損保系ということで、親会社からの出向人事というのが通常行われておりましたので、ローテーション人事というのは事実としてあったことは紛れもないことであります。

環境の変化 - 戦略策定の背景 -



図8：村瀬

² 投資家が経営の外にあって支援する形態

³ 投資家が経営の中に入って支援する形態

⁴ 一般には、ベンチャー企業の製品を開発し経営が軌道に乗る間での段階

⁵ 一般には、ベンチャー企業の経営が軌道に乗り拡大を始める段階

そういったことが 98 年あたりを境に劇的に変わったということでもあります。まさにパラダイムが変わったというふうに申し上げていいと思いますが、なぜ変わったかという、これもいくつか理由があります。一番大きいのは、言うまでもなく新興企業向けの新しいマーケットができた。それから、従来の店頭市場も公開基準を著しく緩和したということで、極めて容易に公開できるようになったという事実があります。それから、スタートアップする企業を支援する仕組みであるとか、法律、制度、こういったものが経済産業省さん、その他のご努力もありまして随分出そろってきたということがございます。図9をご覧ください。いま申し上げた、90 年代におけるいろいろな支援政策の一覧表であります。

それから図 11 をご覧ください。社歴 10 年未満の株式公開の増加というグラフであります。ご覧のように 99 年以降、劇的に若い企業（社歴 10 年未満）の IPO が増加してきたという動きが出ております。特に 2000 年、2001 年は、公開する会社のほぼ 3 社に 1 社は社歴 10 年未満ということで、今ではもう社歴 10 年未満の若い企業の公開というのは珍しくも何となくなっているという状況があります。数年前は全くちがって、平均 30 年。10 年以内というのはほとんどなかったというような状況がご覧いただけるかと思います。

次に図 13 をご覧いただきたいのですが、これは私どもの Early stage の投資の状況を簡単に見たものでございます。10 年前と、2000 年とで、ご覧のように劇的に変わって

主なベンチャー支援策

'94年 6月 10月	公正取引委員会VCの投資及び役員派遣に関する規制緩和 店頭公開市場の特例給付制度（第二店頭市場）
'95年 4月 10月	中小企業創業活動促進法成立 ベンチャーキャピタル財団（官制VC） 新事業法認定企業対象にストックオプション制度
'97年 6月 10月	エンジェル税制（ベンチャー投資損失の3年間繰延） 商法改正ストックオプション制度自己株取得方式 同 上 新株引受方式
'98年 8月 11月 12月	大学等技術移転促進法施行 中小企業投資事業有限責任組合契約法施行 店頭市場改革（マーケットメーカー制、登録基準緩和） 中小企業技術革新促進制度（日本版SBIR）
'99年 1月 12月	新事業創出促進法 東証マザーズ設立
'00年 6月	NASDAQ JAPAN設立
'01年 1月	会社分割制度施行（商法改正）
'02年 4月	商法大改正



図 9：村瀬

投資事業組合の設立と出資者状況

・ 累計

	組合数	払込金累計額	分配金累計額	純資産
1982年からの累計	62本	3931	4381	1885
うち運用中	38本	2972	2367	*1885
清算完了	24本	990	2014	0

*の内訳 現金等 283億円
総投資残高 1602億円

・ 出資者内訳

（2000年に設立した国内組合の出資者構成）

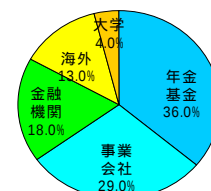


図 10：村瀬

若い企業（社歴10年未満）のIPO増加

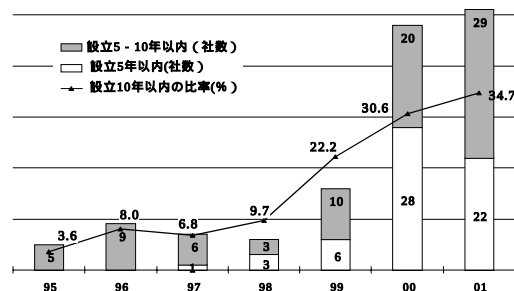


図 11：村瀬

いるという動きがございます。そうしたことで、これまで言われていた Later stage にハンズ・オフで少額投資をするというようなビジネス・モデル、投資のやり方が、98 年以降は劇的に変わりまして、今やベンチャー・キャピタルはハンズ・オフではなくてハンズ・オンで Early stage の会社に、リード・インベスターとしてかなりまとまった金額を投資をするというケースが主流になってきております。それから、制度、組織の面でも、チーム制を採用いたしまして、ベンチャー企業の Finding から出口、Exit までチームが一貫して担当していくというような形でビジネス・モデルが大きく変わってきております。

図 14 をご覧ください。これは VC ビジネス・モデルの日米比較をしたものでありますが、形態は、日本は株式会社、アメリカはパートナーシップ。公開に関しては、ほとんどは、アメリカの VC は非公開だけれども、日本では大手は株式公開している。組織は日本が大きく、アメリカは小さい。投資手法、投資の対象、投資の範囲、報酬の体系、出資者、ご覧のように、日米で非常に対極的な姿、モデルになっていました。これが 98 年以前であります。このうち、下の 5 つ、投資の手法から出資者までに関しては 98 年以降、先ほど申し上げたように、日本のビジネス・モデルはアメリカ型の方向へと大きく変わってきたということでもあります。そういうことで、「日本はベンチャー起業のインキュベーターた

戦略の概要

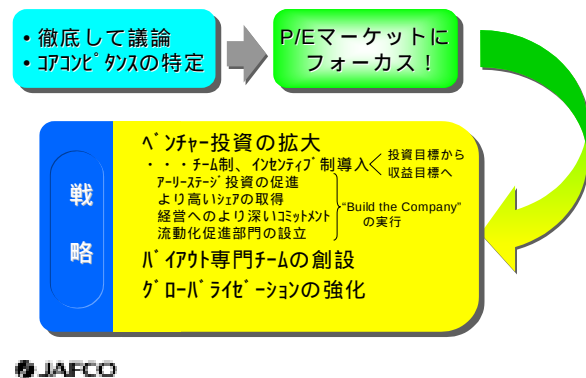


図 12：村瀬

アーリーステージの増加

初回投資時点における設立後経過年数（社数ベース）

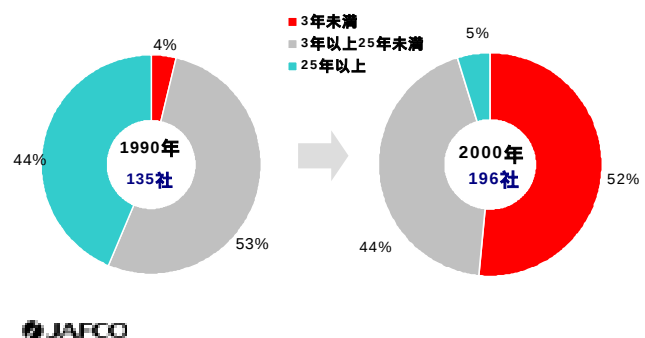


図 13：村瀬

VC ビジネスモデルの日米比較

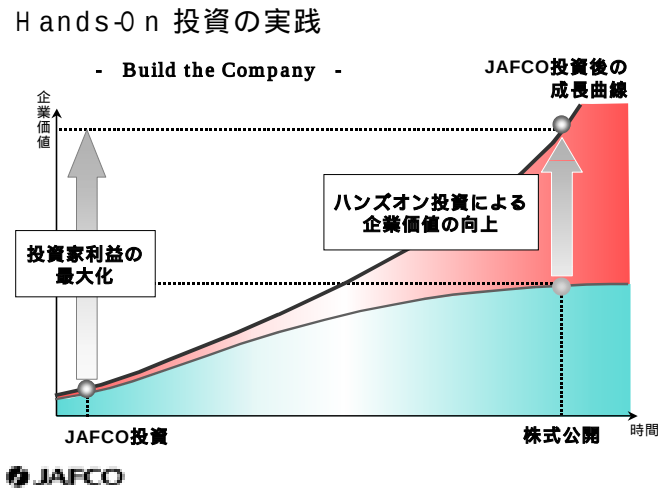
	日本 (98年以前)	アメリカ
形態	株式会社	パートナーシップ
公開	一部株式公開	非公開
組織	大	小
投資手法	ハンズオフ	ハンズオン
投資対象	ミドル・レイター	アーリー
投資範囲（地域・業種）	広	狭
報酬体系	年功型給与	成功報酬型
出資者	事業会社・金融機関中心	年金・財団中心

JAFECO

図 14：村瀬

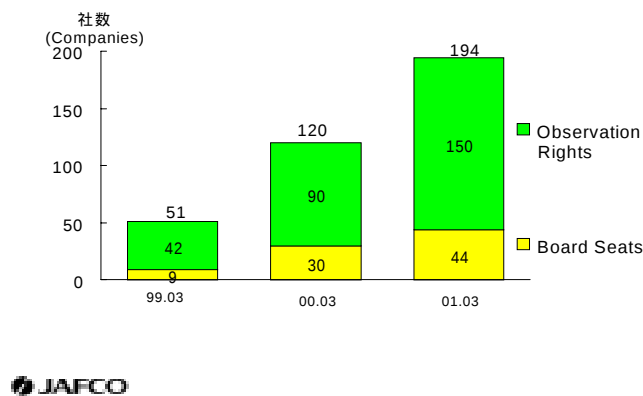
り得るか」という本日のテーマについては、少なくとも VC から見てそういう方向に大きく変わってきているということを申し上げて、私の話を終わりたいと思います。

【以下参考資料】



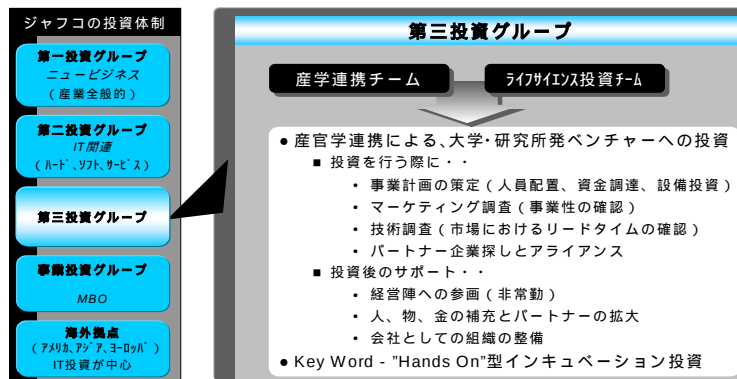
参考資料 1：村瀬

経営へのコミット 取締役派遣、オブザーベーションライト取得社数



参考資料 2：村瀬

JAFCO の産学連携投資活動



2500社の投資先、IPO先とのネットワークを生かしたアライアンス活動

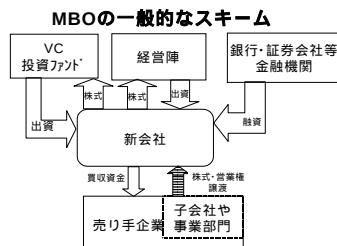


参考資料 3：村瀬

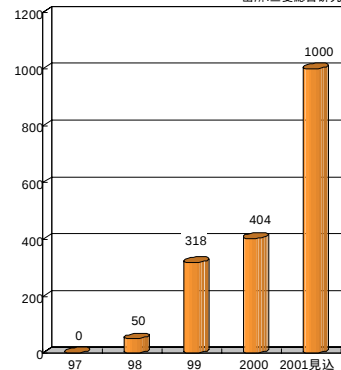
MBO投資

・MBOとは

経営者による企業や事業部門の買収。企業の事業再編の手法として活用される。現経営陣が出資するが、買収額が不足する場合、金融機関やVCなど外部資本と共同で買収するのが一般的になっている。



国内MBO市場の動向
(買収総額：億円) 出所：三菱総合研究所



参考資料 4：村瀬

JAFCO のBuyout投資実績

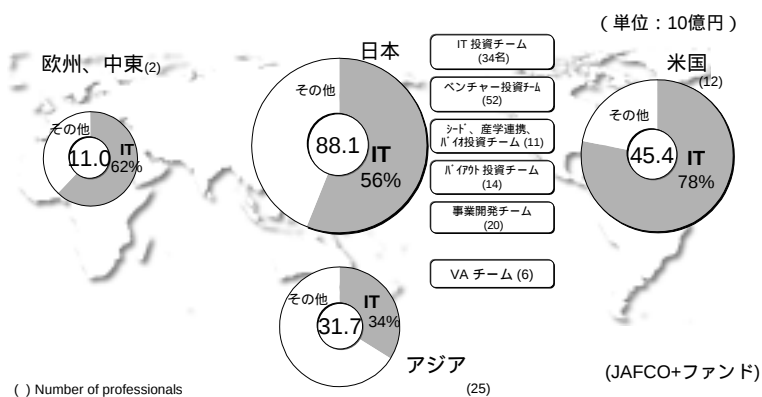
ICS 株式会社アイ・シー・エス -Lead -Debt Partner: 富士銀行 -買収額: 32億円 1998年12月	Amlead 株式会社アムリード -Lead -Debt Partner: Vendor Loan -買収額: 25億円 1999年6月	日本国産コンサルタント 株式会社日本国産コンサルタント -Lead -Debt Partner: 住友銀行 -買収額: NA 1999年12月	マルバベツトフード 株式会社マルバベツトフード -Lead -Debt Partner: 日本興業銀行 -買収額: 90億円 2001年2月
TOTALO トーカロ株式会社 -Lead -Debt Partner: 東海銀行 -買収額: 63億円 2001年3月	SIC 株式会社エス・アイ・シー -Lead -Debt Partner: 富士銀行 -買収額: NA 2001年3月	Victoria 株式会社ヴィクトリア -Lead -Debt Partner: Deutsche Bank -買収額: 275億円 2001年4月	ガソニック 株式会社ガソニック -Lead -Debt Partner: 三井物産・あさぞら銀行 -買収額: NA 2001年9月

Equity 投資残高: 18,180 百万円 8 件
(平均 Equity 投資残高: 2,272 百万円) 2001年9月末現在



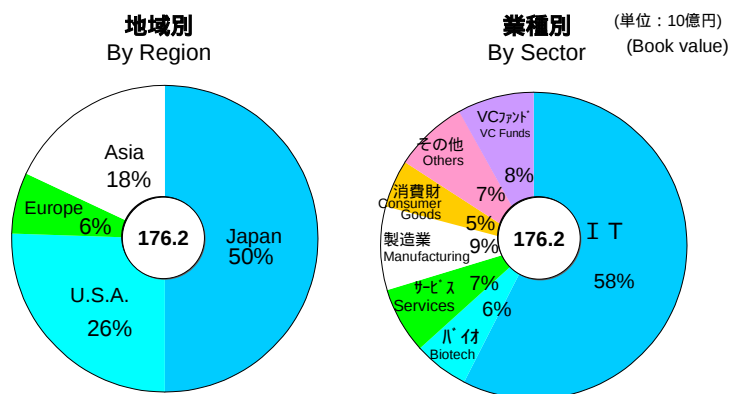
参考資料 5：村瀬

グローバル投資体制（投資残高、2001年9月末）



参考資料 6：村瀬

グローバルポートフォリオ（投資残高、2001年9月末）



参考資料 7：村瀬