

# 事業育成サービス業としてのベンチャー・キャピタル

シリコンバレーのベンチャー・キャピタリストの経歴を通しての分析

## Venture Capital as a Startup Service Provider

- Analysis through the Profile of Silicon Valley Venture Capitalists -

早稲田大学 長谷川克也

### 要旨

新規産業育成においてベンチャー・キャピタルが果たす役割では、いわゆるハンズオン支援によるベンチャー企業への経営参画、経営指導が重要である。ベンチャー・キャピタルがハンズオン経営支援を行うのは、投資先に対して資金だけでなく、他の付加価値も積極的に提供して投資先の企業価値を向上させる必要があるからだとされる。これは産業としてのベンチャー・キャピタルを資金運用業と見る視点に立った議論である。本論文では視点を換え、ベンチャー・キャピタルの本質は事業育成サービス業であるとの立場からベンチャー・キャピタルの役割を考察する。特に、シリコンバレーのベンチャー・キャピタリストのプロファイルの分析を通して、ベンチャー・キャピタルの資金運用家としての役割と事業育成家としての役割の二面性を解析して、産業としてのベンチャー・キャピタル業の本質は、資金運用業よりも事業育成サービス業であることを明らかにし、日本におけるベンチャー・キャピタルの社会的位置付けについても考察する。

キーワード：ベンチャー・キャピタル産業、ベンチャー・キャピタリスト、シリコンバレー、資金運用、事業支援

### Abstract

Hands-on management support by the venture capital firms plays important role in creating new businesses by the start-up companies. Venture capital firms provide hand-on management support since it is thought to be necessary for the venture capital firms in order to increase the value of the portfolio companies by not only providing the capital, but also providing other value-added supports to the portfolio companies.

This is, however, based on the view point that the nature of the venture capital as an industry is one form of fund management business. In this paper, we will discuss the economical role of the venture capital industry based on the view point that the venture capital industry is basically one form of service provider to the entrepreneurs. We will analyze the profile of Silicon Valley venture capitalists and discuss about the two essential aspects of venture capital industry; fund management and business creation. We will conclude that the business creation role of venture capital is more fundamental than the fund management role. We will also discuss about the venture capital industry in Japan from this view point.

Key words : Venture capital industry, Venture capitalist, Silicon Valley, Fund management, Start-up support

### 1 はじめに

ベンチャー企業による新規産業創生に果たすベンチャー・キャピタルの重要性に関しては、各所で論じられている (Bygrave and Timmons 1992 他)。Price Waterhouse Coopers (PWC) / Venture Economics / National Venture Capital Association (NVCA) の調査データ (PWC, 2005) によれば、2004 年 1 年間に全米で 2876 件のベンチャー・キャピタル投資が行われ、その総額は \$20.9B (約 2.3 兆円) に達する。NVCA のレポート (NVCA and Global Insight, 2004) によると、ベンチャー・キャピタルの出資を受けた企業は全米の雇用の 9.4% を提供し、売上高でも全米の 9.6% を占める。大企業での研究開発からイノベーションが生まれる、いわゆるリニアモデルが崩壊し、新規産業創生の担い手が大企業か

らベンチャー企業に移行した 1980 年代以降のアメリカ経済において、新規産業の創生にベンチャー・キャピタルの果たした役割は大きい。

その重要性にもかかわらず、産業としてのベンチャー・キャピタルの本質的な役割が十分に論議されているとは言い難い。本論文では、ベンチャー・キャピタル産業は事業育成サービス業者であるとの観点から、ベンチャー・キャピタルが新規産業の創生を担うメカニズムの解析を試みる。

本論文の構成は以下のとおりである。第 2 章ではベンチャー・キャピタル産業の社会的位置付けとベンチャー・キャピタルの仕組みや行動原理を、その本質を資金運用業と見る従来の立場と、事業育成サービス業と見る本論文の主張する立場から、それぞれ分析する。第 3 章ではシリコンバレーのベンチャー・キャピタリストのプロファイルを分析し、その本質は事業育成サービス業者であることを論ずる。第 4 章では日本のベンチャー・キャピタル産業についての考察を加え、以上を総括した結論を第 5 章にまとめ、さらに今後の研究課題を第 6 章で論及する。

## 2 ベンチャー・キャピタル産業の社会的 位置付けと行動原理

ビジネスとしてのベンチャー・キャピタルは本質的に二つの側面を持っている。ひとつは、第三者から集めた投資資金を運用する「資金運用業者」の面であり、今ひとつは起業家をサポートし、共に新しいビジネスを創造する「事業育成業者」の面である。

この二つの側面の相互関係についての従来の一般的な考え方は次のようなものである。すなわち、ベンチャー・キャピタルは資金運用業の一形態であり、ベンチャー・キャピタルが行う各種の事業支援は、資金運用業者が投資益最大化のために取る手段だとの立場である。

本論文の主張は、ベンチャー・キャピタル産業の本質は事業の創造そのものにあり、資金運用はそのための一手段であるとの立場である。

本章では、ベンチャー・キャピタルの本質が資金運用業であるとする従来の立場と、その本質が事業育成サービス業であるとする本論文の立場とにそれぞれ立った時、産業としてのベンチャー・キャピタルの仕組みや行動原理が、それぞれどのように構築されるかを分析する。なお、本章での分析はア

メリカのベンチャー・キャピタルを前提にしており、日本の状況については第 4 章で改めて考察する。

### 2.1 資金運用業としてのベンチャー・キャピタル

ベンチャー・キャピタルは、年金基金、大学のエンダウメントなどの機関投資家からの資金を中心に、\$数十 M から\$数百 M (数十億円～数百億円)の資金を調達し、通常 10 年程度の長期にわたって運用する。例えば、全米で最も規模の大きい機関投資家の一つである CalPERS (California Public Employees' Retirement System、カリフォルニア州公務員退職年金基金)は、\$183B (約 20 兆円、2004 年 12 月時点)の資金を運用しているが、そのうち約 2.7% がベンチャー・キャピタルへの投資である (CalPERS, 2005)。機関投資家にとってベンチャー・キャピタルは、株式投資、投資信託、各種債券などの様々な運用形態の一選択肢として、ハイリスク、ハイリターンを期待する資金運用委託先である。アメリカでは、個人のベンチャー・キャピタルへの出資は、資産\$1M (約 1.1 億円)以上の accredited investor に限られることが証券法に規定されているが<sup>1)</sup>、これもベンチャー・キャピタルが一般投資家には適さないリスクの高い特殊な資金運用手段であることを、社会的法的に認知するものである。

#### (1) 資金運用業としての使命

従って資金運用業者としてのベンチャー・キャピタルは、投資信託などの他のファンドマネージャーと同様、法的および倫理的に適正な手段を取る範囲において、投資リターンを最大化することが唯一最大の使命である。

#### (2) 資金運用業者が経営支援をする動機

ベンチャー・キャピタルの投資は未公開株の購入の形をとるので、投資リターンを実現するためには、未公開株式の流動化達成および投資先の会社価値の増大が必要となる。一般に未公開株の流動化は株式上場または上場企業による買収により実現されるので、ベンチャー・キャピタルは投資先が上場企業として、もしくは上場企業の一部門として、一般株主の厳しい目に耐えられるまで育成する必要がある。また大きな投資リターンを得るためには、単に資金を供給するだけでなく、積極的に資金以外の付加価値をも提供し、会社価値の向上を図る必要がある。すなわち、ベンチャー・キャピタルは、投資信託などのファンドマネージャーのように投資先の企業価値向上を受動的に待つとは異なり、能動的に投資

先の価値を向上させなくてはならない。そのためにベンチャー・キャピタルは通常、投資先の社外取締役に就任して、様々な形の経営支援を行う。その内容は、経営陣の採用、事業戦略の策定、資金調達の援助、顧客の紹介、人脈の構築など多岐にわたる。(エム・ヴィー・シー, 1997; Timmons, 2004)

すなわち「資金運用家」たるベンチャー・キャピタリストは、投資リターン最大化という使命達成の手段として、「事業育成家」の顔も持つ必要が生じる。

### (3) ベンチャー・キャピタリストの報酬体系

投資リターンの最大化という使命はベンチャー・キャピタリスト個人の報酬体系にも反映される。通常ベンチャー・キャピタリストは、ファンド運用が成功した場合には、キャピタル・ゲインの20~30%をキャリア(Carry)と呼ばれる成功報酬として受け取る(Gompers and Lerner, 1999)。この成功報酬は、資金運用に成功したことに対してファンドへの出資者から与えられる報酬であり、このような大きなインセンティブにより、ベンチャー・キャピタリストが投資リターンの最大化という利害を、ファンドへの出資者と共有するように仕向けるのである。

## 2.2 事業育成サービス業としてのベンチャー・キャピタル

以上、従来一般的に考えられているように、産業としてのベンチャー・キャピタルが資金運用業者であるとの前提に立った時に、ベンチャー・キャピタルの仕組みや行動原理の必然性がどのように論理的に説明されているかを論じた。以下では、ベンチャー・キャピタル業の本質が事業育成サービス業者だと考えた場合の、ベンチャー・キャピタルの行動原理や仕組みの論理的根拠を考察する。

### (1) 事業育成サービス業としての使命

ベンチャー企業の使命は、新事業の創造を通して世の中に新しい価値、新たな富を生み、新たな雇用を生み出すことにある。その過程でのベンチャー・キャピタルの役割は、新技術やアイデアを提供する創業者のパートナーとして、資金と共に経営力を提供することにある。通常、シリコンバレー・ベンチャーの場合には、法律事務所のビジネス弁護士、会計事務所の公認会計士、ヘッドハンティング会社のリクルーターなど様々なサービス業者が、事業立ち上げ支援者として重要な役割を果たすが、中でもベンチャー・キャピタルの存在は大きい。その意味ではベンチャー・キャピタルは、新規事業の立上げサ

ポートを専門とするサービス業者であり、経営コンサルタントなど同様の業種と位置付けられる<sup>2)</sup>。

経営の監督と執行の分離が明確なシリコンバレー・ベンチャーでは、取締役会による経営の管理、監督はあくまでもCEOを通して行われる。従ってCEOに対する助言やアドバイスが機能しないと判断した場合には、取締役会はCEOを入れ替える。CEOの選任はベンチャー・キャピタルの最も重要な機能であり、その意味でベンチャー・キャピタルは、CEOに対する経営支援サービス提供者であると同時に、CEOの上位に位置する取締役としてベンチャー企業経営の最終的な責任者であるとも言える。

### (2) 事業育成サービス業者が資金運用をする動機

ベンチャー・キャピタルが投資先に提供するのには経営支援サービスだけでなく、資金提供も言うまでもなく重要な支援機能である。しかし、ベンチャー・キャピタル業の本質が事業育成サービス業だとの立場に立つと、ベンチャー・キャピタルの資金提供機能は、新事業創造という使命を達成するための様々な支援のなかの一手段と位置付けられる。資金提供にはその原資を調達する必要があるが、第三者から資金調達をすれば必然的にベンチャー・キャピタルは資金運用家としてリターンを出す必要が生じる。

すなわち、「事業育成家」たるベンチャー・キャピタルは、新事業創生という使命達成の手段として、「資金運用家」の顔も持たざるを得ないことになる。

通常ベンチャー・キャピタリストはファンドの1%程度の資金を個人的に出資するが、このような仕組みも事業育成家たるベンチャー・キャピタリスト個人の利害を、リターンを要求するファンド出資者の利害と一致させるための保障処置と理解できる。

### (3) ベンチャー・キャピタリストの報酬の位置付け

また、ベンチャー・キャピタリスト個人が成功報酬として得るキャピタル・ゲインに関しても、第一義的には事業立上げというサービス提供に対する成功時の対価であるが、より広い意味では、新しい価値、富、雇用を社会に創造したことに対して、社会から与えられる報酬と位置付けられるべきである。

前述したようにベンチャー・キャピタルの投資資金の主要部分は、年金基金などの機関投資家の資金であり、その出所は社会全体で共有する余剰資金である。その一部を有効活用して社会に新たな産業、すなわち新たな富や新たな雇用を創出したことに対する報酬として、ベンチャー・キャピタリストはキャピタル・ゲインの一部を受け取っていると言える。

#### (4) ファンド資金の社会的位置付け

ファンド資金は、運用益を追及する出資者から集められるが、その本質は新しい価値を生み出すために社会全体から預かったリスク・マネーである。年金基金など公共性の極めて高い資金が供給されるのも、公共性の高い資金だからこそ、その一部が新規産業創生に回されていると解釈すべきである。

また、このような新規産業育成資金が公的機関や篤志家からではなく<sup>3)</sup>、リターンを厳しく追及される市場から調達されることにより、事業育成を目的とするベンチャー・キャピタルという産業に、厳格な市場原理に基づく企業選別のプロセスが構造的に組み込まれることになる。

以上、ベンチャー・キャピタル業が事業育成サービス業と考えた場合のベンチャー・キャピタルの仕組みや行動原理の根拠を明らかにした。この場合、資金運用は事業創生のための手段であり、これは産業としてのベンチャー・キャピタルを金融システムの一部と見た場合とは、目的と手段が逆の関係になっていることに注目すべきである。本章で議論した内容を表1にまとめた。

表1．ベンチャー・キャピタル産業の社会的  
位置付けに関する二つの考え方の比較

VCの本質	事業育成 サービス業	資金運用業
VCの 存在目的	新規事業の創生	投資によるキャ ピタルゲイン
資金調達の 動機	事業資金の調達	投資原資の調達
資金提供の 動機	事業創生のため の手段	存在目的 そのもの
経営支援の 動機	存在目的 そのもの	会社価値の最大 化のための手段
成功報酬の 意味	新産業創生に対 する報償	投資運用益創出 に対する報償
成功報酬の 提供者	社会全体	ファンド出資者
VC産業の 社会的位置 付け	新規産業育成に 特化したサービ ス産業	資金運用を司る 金融産業の一部 門
ファンドの 社会的位置 付け	余剰資金の新規 産業振興への有 効利用	余剰資金のハイ リスク、ハイリタ ーン運用

#### 2.3 ベンチャー・キャピタルに対する従来の考え方 と本論文の主張

本章の冒頭で述べたようにベンチャー・キャピタルは本質的に資金運用と事業育成という二つの側面を持っているが、従来はその本質を資金運用業とし、投資リターン最大化のための手段として事業育成が行われると考えられてきた。ベンチャー・キャピタルの仕組みの分析も、ハイリスク・ハイリターンの資金運用メカニズムとして説明される(Bygrave and Timmons, 1992; 小野 1997 他)。

本論文の主張は、ベンチャー・キャピタル産業の本質は事業の創造そのものにあり、資金運用はそのための一手段であるとの立場である。次章では、シリコンバレーのベンチャー・キャピタルの分析を通して、この主張を裏付けることを試みる。

### 3 シリコンバレーのベンチャー・ キャピタリストのプロファイルの分析

周知のようにシリコンバレーは、世界中で最も起業が盛んであり、またベンチャー・キャピタルが集中する土地としても知られている。全米のベンチャー・キャピタル投資のうちに占めるシリコンバレー企業への投資比率は一貫して30～40%であり(PWC, 2005)、またベンチャー・キャピタルの代名詞ともなったSand Hill Roadに代表されるように、シリコンバレーのごく狭い地域に、全米のベンチャー・キャピタルのかなりの割合が集中している。

ベンチャー・キャピタルの成否は、投資案件の発掘、選別及び投資先の育成を行うベンチャー・キャピタリスト個人の資質に依存するところが大きい。そこで本章では、シリコンバレーのベンチャー・キャピタリストの経歴を分析することで、ベンチャー・キャピタル産業の本質を解析する。

#### 3.1 分析方法

ベンチャー・キャピタルに関しては、種々のデータが公表されることが少ないので、本論文では下記のような方法によってシリコンバレーのベンチャー・キャピタリストのプロファイルを分析した。

まずPWC / Venture Economics / NVCA が四半期毎にまとめているMoney Tree Survey (PWC, 2005)において、2004年1年間を通して投資件数の最も多かったベンチャー・キャピタル20社のうち、

シリコンバレーにオフィスを持たない6社と事業会社系ベンチャー・キャピタル1社を除いた13社を抽出した<sup>4)</sup>。

分析対象は13社に所属する General Partner 以上のベンチャー・キャピタリスト133人である<sup>5)</sup>。なお、13社のうちシリコンバレーと東海岸の両方に活動拠点を持つ4社については、シリコンバレー・オフィスのメンバーのみを取り上げた。経歴は基本的にはWEBや会社案内等で公表されたものを用い、一部は直接、間接のインタビューにより補った。

ちなみにこの13社で2004年の全米ベンチャー投資の約5%を占めるので、シリコンバレーのベンチャー・キャピタルに限れば15%程度の投資件数をカバーすると推定される。13社の大部分は70年代から活動し、現在のベンチャー・キャピタルのスタイルを構築してきた中核的存在であることを考慮すると、このデータによりシリコンバレーのベンチャー・キャピタルの全体傾向を推測するに十分な有意性があると考えられる。

また、アメリカ国内におけるシリコンバレーの地域的な特性を把握するために、上記20社のベンチャー・キャピタルの内、シリコンバレー以外の地域を拠点とする9社<sup>6)</sup>のベンチャー・キャピタリスト64人についても同様の分析を行った。

### 3.2 分析結果

表2は、分析したベンチャー・キャピタリストの職歴である。複数の職種経験者が多いので総計は人数より多いが、表から明らかなようにシリコンバレーのベンチャー・キャピタリストは基本的には投資先となる業界の出身者である。Apple, SUN, Oracle, Intel, Affimetrix などの新興企業その他、HP、IBM、AT&T、Johnson & Johnson などの伝統的ハイテク企業に籍を置いていた人も多い。しかも多くは自らベンチャー企業を興した経験を持つ起業家、もしくは既存企業でVP以上の経営経験を持つ人達である。

表2を見ると経営コンサルタントの経験者も15%居るが、これはベンチャー・キャピタルが経営支援サービス業の色彩を強く持つことを反映した結果と考えることができる。一方で、投資銀行在籍のバックグラウンドを持つベンチャー・キャピタリストは9%とあまり多くないことも特徴的である。これらのデータから、シリコンバレーのベンチャー・キャピタリストは金融機関系の出身者よりも事業経験者、起業経験者の方が圧倒的に多いことがわかる。

表2. シリコンバレーのベンチャー・キャピタリストの職歴

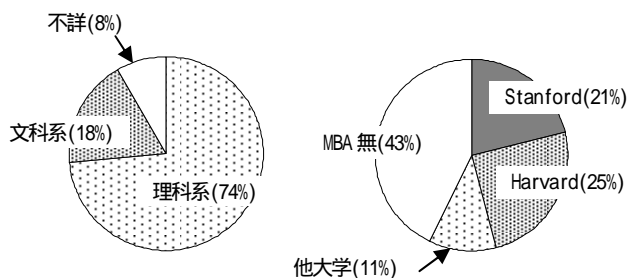
IT関連企業	86 (65%)
ライフサイエンス関連企業	16 (12%)
経営コンサルティング	20 (15%)
投資銀行	12 (9%)
その他	17 (13%)
起業経験者、経営経験者	57 (42%)
他のVCでの勤務経験	21 (16%)

図1は分析したベンチャー・キャピタリストの学歴である。74%が理科系(医薬系を含む)の学部出身で、31%が理科系の修士号、14%が博士号を持つ。ここで注意しなければならないのは、日本の教育や雇用システムと異なり、理科系の学士号や修士号を取得した人物が必ずしも技術者もしくは研究開発の専門職とは限らない点である。分析対象の半数強がMBA(経営学修士号)を持つ(図1)ことからわかるように、技術的バックグラウンドの上に経営の素養や経験を積んだ者が多い。

図1. シリコンバレーのベンチャー・キャピタリストの学歴

(a) 出身学部の分布

(b) MBAの取得状況



MBAの取得大学はHarvardとStanfordに集中し、これは学部での出身校が分散しているのとは対照的である。一般にシリコンバレーのベンチャー・キャピタリストは“Old Boys Club”と呼ばれる狭い閉じた人的ネットワークを形成していると言われるが、有名ビジネス・スクールがそのようなネットワークの一つの核になっていることが確認できる。

### 3.3 分析結果に対する考察

これらのデータを見ると、次のようなシリコンバレーのベンチャー・キャピタリストの最大公約数が浮かび上がる。理科系の学部を卒業し、技術者とし

て数年働いた後、Harvard か Stanford で MBA を取得。再びハイテク企業に就職して、開発、マーケティング、事業開発等を担当しながら一定規模の事業経営を任されるか、自ら起業する。実際に開発、経営、起業を経験し、ある程度の成功した人が、今度は同じ業界の次世代の起業家を育成する側に回る。

近年は投資先ベンチャーの創業者、経営者が、出資を受けたベンチャー・キャピタルのパートナーに転身するケースも多い。この場合ベンチャー・キャピタルは、その人物の経営能力や考え方を長期にわたり観察した上で採用できるというメリットがある。

無論、実務経験の乏しいままベンチャー・キャピタリストのキャリアを歩む例もあり、起業家が投資側に回って失敗する例も多いが、上記データからはシリコンバレーのベンチャー・キャピタリストは事業家、起業家の経験者が多いことは明らかである。

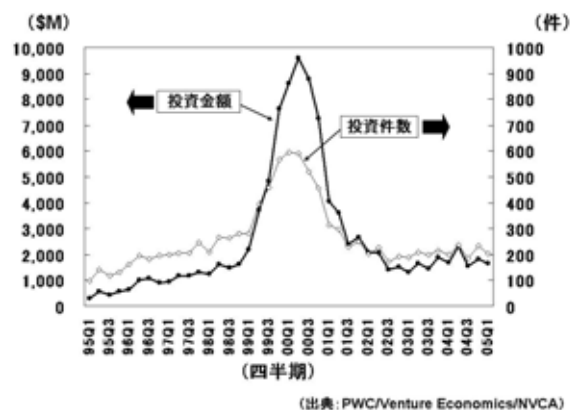
冒頭で述べたように、ベンチャー・キャピタルは本質的に資金運用家と事業育成家の二つの側面を持っており、シリコンバレーのベンチャー・キャピタリストとして例外ではない。しかしその経歴を分析すると、彼らは自らのベンチャー・キャピタリスト像の軸足を、投資益追及を使命とする資金運用家ではなく、新規事業創造を使命とする事業育成家に置いてきたことが明らかである。一時期を除き長年に渡りシリコンバレーのベンチャー・キャピタルが成功してきたのも、このような基本スタンスに立脚してきたことが大きな要因であると考えられる。

起業家とベンチャー・キャピタリストとの関係については様々な研究が成されている。例えば Cable & Shane は両者の関係を「囚人のジレンマ (Prisoner's Dilemma)」モデルと捉えた理論的考察を行っている。(Cable & Shane, 1997) 短期的な自己利益の最大化を優先させるよりも、協力関係を持った方が長期的に全体の利益が最適化されるとの「囚人のジレンマ」モデルの視点から起業家とベンチャー・キャピタルの行動を分析したものであるが、協力関係を強める要素の一つとして、起業家とベンチャー・キャピタリストの人格的な相似性の重要性を指摘している。仕事に対する価値観の一致や、社会経済的な地位などの類似性が協力関係を強め、全体の利益すなわちベンチャーの成功確率を高めるとの理論的な分析は、多くのベンチャー・キャピタリストが投資先業界の出身者であること、技術系のバックグラウンドを持つこと、起業経験者が多いこと等、本論文で明らかにした実態と良く一致している。

### 3.4 シリコンバレーのバブルに関する考察

周知のように 1990 年代後半シリコンバレーには膨大な過剰資金が流れ込みバブルが起きた。図 2 はシリコンバレーでのベンチャー投資額および件数の推移であるが (PWC, 2005)、1998 年までは四半期毎に \$1B ~ 2B (約 1000 ~ 2000 億円) であった投資額が、1999 年から 2000 年にかけては 5 ~ 10 倍に膨れ上がり、\$10B (1 兆円) に達するほどになった。

図 2 . シリコンバレーのベンチャー・キャピタル投資の推移



この異常なまでのベンチャー投資の急増の原因には様々な要素が絡んでいるが、NADAQ を中心とする株式市場の高騰、それに連動した IPO 市場の過熱によるところが大きい。ベンチャー投資の資金運用実績が大きく上昇したため金融市場から巨額の資金が流入し、過剰な投資が急激に増加したものである。

しかしこのようなバブルは長続きせず、2000 年初頭をピークにシリコンバレーでのベンチャー投資は急減し 1998 年以前の水準に戻る。このバブル崩壊の直接のきっかけは 2000 年春の NASDAQ 市場の急落であるが、本質的には需要を極端に上回る資金供給により、ベンチャー投資資金の需給バランスが大きく崩れたものである。1999 ~ 2000 年のベンチャー投資は、ほとんどのファンドで大きな損失を出している。この時期、ベンチャー・キャピタル資金の急激な増加と共に、多くの新規参加者がベンチャー・キャピタル業界に参入し、バブル崩壊と共に退出したが、その中には金融業界の出身者が多かったと言われている<sup>7)</sup>。シリコンバレーのバブルとその崩壊は、新規参加者のみならず VC 業界全体が、過剰な資金流入により、本来の事業育成の軸足を踏み外し、資金運用の側面に大きくバランスを崩した結果招いた失敗と解釈すべきである。

バブル期のベンチャー・キャピタリストの行動に関しては理論的解析も行われている。(Valliere & Peterson, 2005) “Prospect theory”, “Signaling theory”, “Regret theory”などの各種理論により、この時期のベンチャー・キャピタリストの行動に一定の理論付けはできるものの、それだけでは説明できず、バブルの主因はむしろ多くのベンチャー・キャピタルにおいて、バブル期以前の投資慣行や統治に関する経験が乏しく、適切なガバナンスを欠いていたことに起因するとの分析である。さらに、投資益追及を動機とする投資家の方が、永続する企業の創造を動機とする投資家よりも、“Hype(過剰な注目)”に踊らされる傾向が強かったとの分析を展開しており、本節の考察とも一致するものである。

### 3.5 シリコンバレー以外のベンチャー・キャピタルとの比較

表3および図3は、シリコンバレー以外に拠点を持つベンチャー・キャピタリストの経歴についての3.2節と同様のデータである。

表3. 他地域のベンチャー・キャピタリストの職歴

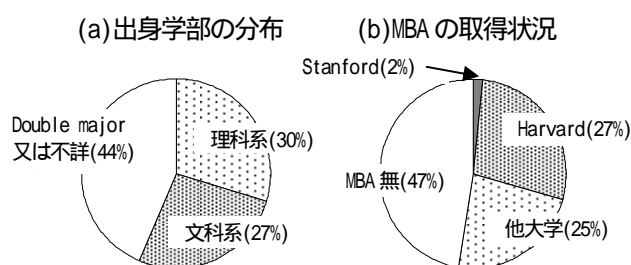
IT関連企業	25 (38%)
ライフサイエンス関連企業	5 (8%)
経営コンサルティング	11 (17%)
投資銀行、商業銀行	20 (31%)
その他	13 (20%)
起業経験者、経営経験者	25 (39%)
他のVCでの勤務経験	22 (34%)

表3からは、銀行系の職歴を持つ人の割合が31%と、シリコンバレーでの9%に比べて多いことがわかる。「その他」に分類された中には会計事務所出身者も居り、他ベンチャー・キャピタルでの勤務経験者の多さと合わせて、シリコンバレー以外の地域(主に東海岸)のベンチャー・キャピタリストには金融系バックグラウンドを持つ者が多いことが確認できる。このことから、東海岸のベンチャー・キャピタルは、シリコンバレーとは異なり、資金運用業者としての色彩が強いことがわかる。

このような傾向はベンチャー・キャピタリストの学歴分布にも反映されている。理科系の学部卒業を明示する人の割合は30%しかなく、シリコンバレー

とは大きく異なる。Double major (例えば工学と経済学等)を含めて、BA または BS としか記載がなく理科系か文科系かが不明確な割合が4割以上あるものの、シリコンバレーと他地域(主に東海岸)とで、求められる資質が異なることがわかる。

図3. シリコンバレー以外の地域のベンチャー・キャピタリストの学歴



MBA の取得率には大きな地域差はないものの、取得大学はStanford が少なく、その分 Wharton 等の東海岸の有名 MBA 校が多いのは、地理的な位置関係の反映と考えられる。

## 4 日本のベンチャー・キャピタル産業についての考察

前章では、シリコンバレーにおけるベンチャー・キャピタルに関して分析したが、本章では日本のベンチャー・キャピタル業界について考察する。

### 4.1 経済に占めるベンチャー・キャピタルの規模

図4は、ハイテク分野へのベンチャー・キャピタル投資額がGDPに占める比率の国際比較である。(OECD, 2003) この比率は、一国の経済のアウトプットの内、どれだけの割合がリスク・マネーとして新規産業の育成に還流しているかの指標を与え、アメリカはイスラエルに次いで高い値(0.4%)である。

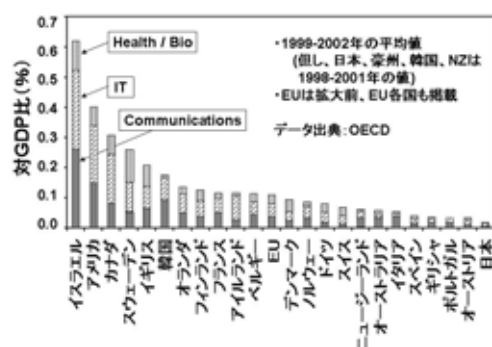
伝統的に間接金融が主流で直接金融の基盤が弱い日本は右端に位置して調査国中最低である。経済規模に応じたベンチャーへのリスク・マネーの供給機能が、アメリカのみならず他の先進国に比べても極端に低い日本の経済構造が、改めて確認できる。

### 4.2 日本のベンチャー・キャピタリストのバックグラウンド

日本のベンチャー・キャピタルは、最近でこそ独立系と称されるシリコンバレー型に近いベンチャ

ー・キャピタルが増えつつあるものの、多くは銀行や証券会社の系列会社として生まれたものである(小野, 1997; 浜田, 1999; 秦・東出, 2000)。

図4. ハイテク分野へのベンチャー・キャピタル投資(対GDP比の国際比較)



このような金融機関系ベンチャー・キャピタルでの投資担当者のプロフィールは、シリコンバレーとは大きく異なる。日本のベンチャー・キャピタルに関する資料は十分でないが、例えば中小事業総合事業団の調査レポート(中小事業総合事業団 2003, 2004)には、一部ベンチャー・キャピタルの経営幹部の経歴が記載されている。金融機関系ベンチャー・キャピタルでは親元金融機関からの出向者がほとんどであり、理科系、文科系のキャリアのオーバーラップが稀な日本では、技術バックグラウンドを持つ人は少ない。また大手ベンチャー・キャピタルの場合には新卒社員をベンチャー・キャピタリストとして育成するが、これも実際の事業経験、起業経験を持った人材を迎え入れることが多いシリコンバレーのベンチャー・キャピタルとは大きく異なる。

旧来の日本型ベンチャー・キャピタルは、投資をしても投資先に大きな支配権を持たず、経営に対する影響力も行使しない出資者であった。これは公開株式や投資信託への投資などと同様のスタンスであり、資金運用の側面が非常に強い形で発生してきたその成り立ちから考えると当然の傾向とも言える。

一方、近年増加しつつある独立系ベンチャー・キャピタルの場合は、ハンズオン支援を標榜して事業育成にも力を入れることが多い。しかしながら、前掲の調査レポート(中小事業総合事業団 2003, 2004)に独立系ベンチャー・キャピタルとしてリストアップされた43社60人のベンチャー・キャピタリストの経歴を見ると、半数は証券、銀行または大

手ベンチャー・キャピタルの出身者であり、その経歴はシリコンバレーにおけるものとは大きく異なる。ベンチャー・キャピタリストのプロファイルを追う限りでは、銀行、証券会社系のみならず、独立系ベンチャー・キャピタルにおいても、日本の場合には資金運業者の性格が根強いと言える。

#### 4.3 日本のベンチャー・キャピタルの変化

その日本型ベンチャー・キャピタルでも近年、投資先の企業価値を高める必要性が認識され、事業育成面の強化に積極的に取り組んでいる。しかし、その動機は、あくまでも資金運用業として投資リターンを最大化する手段としての事業育成力の強化である。本論文の主張は、ベンチャー・キャピタルの存在目的は新規事業の創造そのものであり、そのような使命感と経験をもったベンチャー・キャピタリストの存在が、シリコンバレーで新規産業を次々と創造してきた活力の根源だとの点にある。従って、日本でもハイテク・ベンチャー企業による新規産業の創生が一国の経済の主要な構成要素となるためには、新事業の育成は、単に投資益を上げるための手段ではなく、ベンチャー・キャピタルの存在目的そのものであるとの認識が、ベンチャー・キャピタル業界のみならず、社会全体に定着する必要がある。

#### 4.4 ベンチャー・キャピタルへの資金供給源の課題

アメリカでは1979年のERISA(Employee Retirement Income Security Act)法の改正をきっかけに年金基金からのベンチャー・キャピタル・ファンドへの出資が活発化したが、我が国では年金基金等の公共性の高い機関投資家のベンチャー・キャピタルでの資金運用は非常に少ない。公共性の高い資金ゆえにリスクの高い運用は避けるべきとの考え方は、ベンチャー・キャピタルを資金運用の一手段と見る立場からは、一定の説得力を持つ議論である。しかしながら、本論文で明らかにしたようにベンチャー・キャピタルという産業の本質は、社会に新しい事業を生み出すことにある。ベンチャー・キャピタルへの資金供給源の問題についても、経済システム全体におけるベンチャー・キャピタル産業の位置付けとの視点からの議論が必要と考えられる。

#### 4.5 ベンチャー・キャピタリスト育成の課題

しかし、資金運用に基盤を置く日本のベンチャー・キャピタル産業にいたずらに資金が流入すれば、

むしろベンチャー・バブル発生の危険性が高いことは、シリコンバレーのバブルを見れば明らかである。

ベンチャー・キャピタル産業が新規産業の創生に繋がるためには、事業や起業の経験や素養を持ち、その上で投資家として行動できるベンチャー・キャピタリストの存在が不可欠だが、シリコンバレーに比べて我が国にこのような人材が決定的に不足していることは既に各所で指摘されているところである。

第3章で見たように、理工（医薬）系教育とビジネス系教育の両方を受けるキャリアパスや、事業経験者や起業家からベンチャー・キャピタリストへの転身の促進等が重要と考えられる。しかしシリコンバレーにおいても、成功した起業家や事業家がベンチャー・キャピタリストとして次世代の起業家を育てるサイクルが最初から存在していたわけではない。黎明期のベンチャー・キャピタルは東海岸の金融機関出身者がシリコンバレーに異動して形成されたものも多く、初期の成功した起業家達がベンチャー・キャピタル業界に進みつつ次第に現在のようなシステムに至っていることを考えると、我が国でもベンチャー・キャピタリストの育成はあくまで起業家の輩出と表裏一体の課題であると考えべきであろう。

以上の様々な課題の解決には、教育や雇用など社会システムや社会常識の変革も必要であり、一朝一夕に実現できるものではないが、旧来の日本型経済システムが急速に行き詰る中で、必要な変化である。

## 5 結論

本論文では、まずベンチャー・キャピタルの本質を資金運用業と見る立場ではベンチャー・キャピタルの仕組みや行動原理がどのように論理付けられているかの通説を述べた後、ベンチャー・キャピタルの本質を事業育成サービス業と見る立場からは、ベンチャー・キャピタル産業の様々な仕組みや行動原理がどのように論理付けられるかを示した。次にシリコンバレーのベンチャー・キャピタリストの経歴の分析を行い、シリコンバレーのベンチャー・キャピタルは、投資益追及を使命とする資金運用業者ではなく、新規事業創造を使命とする事業育成サービス業者としてのバックグラウンドを色濃く持つことを、東海岸のベンチャー・キャピタルとの対比も含めて明らかにした。シリコンバレーのベンチャー・キャピタリストは金融機関の出身者よりも事業経験者や起業家であること、多くは理工系の高等教育を

受けている点などは、従来一般傾向として語られることはあったが、定量的な裏付けは筆者の知る範囲では本論文が初めてである。また 1999～2000 年にかけてのシリコンバレーのバブルおよびその崩壊はベンチャー・キャピタルの資金運用面への過度の傾斜にあったことを分析した。さらに日本のベンチャー・キャピタル経営者との対比を通して、日本のベンチャー・キャピタルは資金運用業の色彩が色濃いことを分析し、我が国においてもベンチャー・キャピタル産業の本質は資金運用業ではなく新規産業の育成業であるとの認識を社会全体に定着させる必要があることを議論した。

## 6 今後の課題

本論文ではベンチャー・キャピタルの本質は、少なくともシリコンバレーにおいては、事業育成サービス業者であるとの主張を展開したが、さらに詳細な地域比較や、現在のようなスタイルが確立される以前のシリコンバレーとの比較など、幅広い視点からの定量的裏付けも重要と考えられる。

シリコンバレーのベンチャー・キャピタルも組織化が進んでおり、事業育成はベンチャー・キャピタリスト1人だけでなく、その背後の多くの人々によって支えられている。従ってその事業育成力の源泉をさらに詳細に裏付ける研究が必要と考えられる。

また本論文では定量的分析はアメリカのベンチャー・キャピタルに関してのみ行ったが、同様の分析を日本を含めて国際比較することで、シリコンバレーの地域特殊性とベンチャー・キャピタル産業の普遍性を分離することも、特に日本におけるベンチャー振興の方向を誤らないためには重要と考えられる。

## 謝辞

本論文は、シリコンバレーでの数多くの起業家およびベンチャー・キャピタリストとのビジネス現場における意見交換の中から生まれたものである。特に様々な情報と貴重な意見を頂いた二人のベンチャー・キャピタリスト：Mr. Charles C. Wu（元 Panasonic Ventures, 現 UC Berkeley）および Mr. Michio Fujimura（ATA Ventures）に感謝する。

本研究は文部科学省科学技術振興調整費「先端科学・健康医療融合研究拠点の形成」プロジェクトの補助により行われた。

## 【注釈】

- 1) 個人投資家に対する Accredited Investor の定義は, Rule 501 of Regulation D of the Securities Act of 1933 に定められ, 正確には下記3条件のいずれかを満たすことである。純資産\$1M以上。過去2年以上にわたって年収 \$200,000(約2,200万円)以上で、引き続き同等の年収が期待されること。過去2年以上にわたり配偶者と合わせた年収が \$300,000(約3,300万円)以上で、引き続き同等の年収が期待されること。
- 2) シリコンバレーの老舗ベンチャー・キャピタル Kleiner, Perkins, Caufield & Byers が自らを "an innovator in providing venture and relationship capital services to entrepreneurs" と定義しているのは象徴的である。
- 3) SBIC(Small Business Investment Companies) 制度やエンジェル投資家の重要性を否定するものではないが、本論文の主題から外れるので、ここでは触れない。
- 4) 抽出した13社は具体的には以下のとおりである。Kleiner, Perkins, Caufield & Byers, Sequoia Capital, New Enterprise Associates, US Venture Partners, Mayfield, Oak Investment Partners, Venrock Associates, Morgenthaler Ventures, Canaan Partners, Draper Fisher Jurvetson, Alta Partners, Menlo Ventures, Mobius Venture Capital
- 5) ベンチャー・キャピタリストの肩書きは General Partner や Managing Director の呼称以外の場合もあるが、パートナーのみを対象とし、Principal 以下のメンバーは除外した。また Venture Partner は原則として除外したが、ファンドの創業者などが名乗っている場合などは対象とした。
- 6) 抽出した9社は下記の通りである。New Enterprise Associates, Polaris Venture Partners, Austin Ventures, Venrock Associates, Village Ventures, Canaan Partners, Highland Capital Partners, MPM Capital, Oak Investment Partners。物理的な所在地は、大部分は東海岸である。また、これらの9社の内シリコンバレーにも活動拠点を持つ4社については、シリコンバレー・オフィス以外のメンバーのみをカウントした。
- 7) バブル崩壊後のシリコンバレーのベンチャー・キャピタルのトレンドを表して、"B to B"という表現が用いられることがあった。これはネット事業のビジネス・モデルを表現するのに一時期流行った Business to Business (B to B) をもじった表現であるが、バブル崩壊と共にベンチャー・キャピタリストは Back to Basic (基本に戻った) と共に、Back to Bank (投資銀行に戻った)と言われる。

## 【参考文献】

1. Timmons, Jeffrey A. (2004) New Venture Creation,

McGrawHill/Irwin

2. Bygrave, William D. and Timmons, Jeffrey A. (1992) Venture Capital at the Crossroads, Harvard Business School Press
3. Gompers, Paul and Lerner, Josh (1999) The Venture Capital Cycle, MIT Press
4. エム・ヴィー・シー/三井物産業務部(編)(1997)『ベンチャー投資の実務』日本経済新聞社
5. 小野正人(1997)『ベンチャー起業と投資の実際知識』東洋経済新報社
6. 濱田康行(1999)『日本のベンチャー・キャピタル』, 日本経済新聞社
7. 秦信行、東出浩教(2000)『ベンチャー企業の経営と支援(松田修一監修)』第4章(ベンチャーファイナンスの現状とベンチャー・キャピタルの役割), 日本経済新聞社
8. Lee, Chong-Moon et al. (2000) The Silicon Valley Edge: Stanford University Press (中川勝弘監訳『シリコンバレー: なぜ変わり続けるか(上、下)』日本経済新聞社, 2001)
9. PWC (2005) "Money Tree Survey 2004 Q4" by Price Waterhouse Coopers / Venture Economics / National Venture Capital Association;  
<http://www.pwcmoneytree.com/moneytree>
10. NVCA and Global Insight (2004) "Venture Impact 2004: Venture Capital Benefits to the U.S. Economy"
11. CalPERS (2005)  
<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/facts/investme.pdf>  
<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/investments/assets/equities/aim/private-equity-review/qtrly-perf-review.pdf>
12. OECD (2003) Venture Capital: Trend Policy Recommendations  
<http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf>
13. Venture Economics and NVCA (2005)  
<http://www.nvca.org/pdf/q105performancefinal.pdf>
14. Udayan Gupta 著、濱田康行解説、楡井幸一訳(2002)『アメリカを創ったベンチャー・キャピタリスト』, 翔泳社
15. 中小企業総合事業団(2003)『主要ベンチャー・キャピタルの投資重点分野と支援の実際』
16. 中小企業総合事業団(2004)『主要ベンチャー・キャピタルの投資重点分野と支援の実際』
17. Valliere, Dave and Peterson, Rein (2005) "Venture Capitalist Behaviours: Frameworks for Future Research" *Venture Capital*, Vol. 7, No.2, p. 167-183
18. Cable, Daniel M. and Shane, Scott (1997) "A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationship" *Acad. Management Rev.* Vol. 22, No.1, pp.142-176