

Working Paper

米国ベンチャーキャピタルのパフォーマンスと構造変化：
VCは機能しているか

小野 正人 *

2010年11月

Does U.S. Venture Capital Work? : Its investment, return and structure

by

Masato Ono **

November 2010

Preliminary

* 城西大学経営学部講師、オークリサーチアソシエイツ代表。電子メール：ono@oak.name。

** Masato Ono, Lecturer in the Department of Business Administration, Josai University and Representative of Oak Research Associates. Address correspondence to ono@oak.name.

要旨

本稿では、米国のベンチャー投資を、個別の資金調達とVCファンドまで踏み込んで特徴と構造を考察した。米国のVCファンドで一般に言われる高い収益率はネットバブル期に限られたもので、2001年以降は低迷していることが判明した。VCファンドは、高いリターンを上げたファンドがVCファンド全体の収益の大半を占め、ファンド間で偏りが大きい構造にあり、これは高い投資倍率のIPOの有無が主因であることが確認された。また好成績をあげたファンドは一流とされるVCに偏在し、その成績は次回以降も続く傾向がある。特定のVCが持つ競争力は、その実績、評価、ネットワークによって形成されたと考える。ネットバブル以降はVCファンドの収益率し、他方でVC以外からの資金調達で成長するベンチャーも存在感を高めているなど、米国のベンチャー投資は岐路に立っている。

キーワード：

ベンチャーキャピタル、ファンド、ベンチャー投資、ベンチャー、アメリカ

Abstract

This paper examines the structural change of U.S. venture capitals in this decade, from the point of their investment and fund performance. By using data of individual venture capital funds, it is found that high performance of U.S. venture capital funds is limited to the late 1990s and their low performance continues after the Internet bubble. The major findings are: (1) the gap between high performance funds and other funds is historically large; (2) top-performing venture capital firms continue to gain high fund performance; and (3) high performance of the funds is mainly attributed to great successful IPOs of few specific portfolio companies. The recent low performance reflects the IPO crunch in the U.S. stock market, and the venture capitals try to find their opportunity in emerging countries and new industries.

Keywords

venture capital, fund, private equity, venture , America

JEL classification: G24, L22.

【 目 次 】

1. はじめに

2. 米国ベンチャーキャピタル投資の分析

- (1) 減少するも依然巨大な規模
- (2) ネットバブル後の構造変化
- (3) アセットサイズの問題
- (4) 資金調達データによる分析
- (5) 収益性の問題

3. 米国VCファンドのパフォーマンス

- (1) ファンド・パフォーマンスの測定
- (2) VCファンドのパフォーマンス
- (3) 個別ファンド・パフォーマンスの実態

4. VCファンドを動かす要因

- (1) パフォーマンスが偏る要因
- (2) 特定ファンドの競争力
- (3) VCの競争力

5. おわりに：今後の展望と日本への示唆

1. はじめに

アメリカのハイテク企業の発展がシリコンバレーの生態系にあるとの考え方は既に支配的な見方になっており、欧州やアジアの先進国・新興国は、自国の産業振興に向けてアメリカ型システムをモデルとしながら取り組んできた。

21世紀において、アメリカのベンチャーキャピタル（以下VCと略す）は毎年200～300億ドルの投資を行っており、米国の民間研究開発投資の1割を超える規模にまで成長している。その存在感はApple、Yahoo!、Google等の世界に知られるハイテクベンチャーの成功によって確立し、現在も世界最先端のプロジェクトへ投資を続けている。2010年夏にNASDAQに上場した電気自動車のTesla Motors（本社パロアルト）、5億人のユーザーを持つ世界最大のSNS¹サイトであるFacebook（同）、一日に9千万件の投稿²があるTwitter（同サンフランシスコ）、燃料電池で注目されるBloom Energy（同サニーベール）は、いずれもプロジェクトを構想した起業家が他の地域からシリコンバレーに居を移して創業した³ベンチャー企業である。将来性を捉えて資金を供給し育成支援するトップクラスのVCの本拠は事実上シリコンバレーにしか存在せず、現在も昔のハイテクベンチャーと同様にVCと密接に関係を保てる地に事業を立ち上げている。

しかし、過去数十年間に多数のハイテクベンチャーを支援し牽引してきた米国VCは、近年大きな構造調整の壁に直面しているという論調が拡がっている。例えば、Deloitte & Toucheと全米ベンチャーキャピタル協会（NVCA）が2010年7月に発表した調査報告⁴によれば、米国の90%以上のベンチャーキャピタリストは今後5年間に米国内のVCの数は減少すると予想しており、一方で中国、インド、ブラジル等の新興市場におけるベンチャー投資の成長を期待している。

本稿では、米国のベンチャーキャピタルの構造を実証的に考察する。はじめに、21世紀初頭のネットバブル崩壊期から現在までの米国VCの動向を投資、資金調達を軸に検討する。次に、ファンドのパフォーマンス（投資収益率）を個別ファンドと収益分布まで掘り下げて実態を分析する。その上で、ファンド・マネジメントの観点からVCファンドが中長期的にビジネスとして収益性を維持しているか、あるいはどのような課題を抱えているのかを把握する。以上の実証分析の結果を見た上で、VCファンドのパフォーマンスが偏在する要因と特定のVCが高収益を上げる要因を論じ、次いでこの現実を踏まえた上でVCの競争力と能力について検討し仮説を提示する。

言うまでもなく、米国のベンチャーキャピタル産業を探求することは、日本のVC業界の現状と今後を知る上で重要である。数値や情報により裏付けられた調査研究が蓄積され、また最先端を歩む米国のVCは、その潮流が時期を遅らせながらも日本に波及する歴史を繰り返しているからである。また、ともすれば停滞する日本のベンチャー投資、巨大で高収益の米国と対称的に語られることが多いが、米国の実態に入り込むとそれは異なっており、一言で整理できないバラエティ豊かな様相を呈している。本稿ではこうした米国の構造と変化に踏み込んで考察した上で、今後の方向を示唆している。

2. 米国ベンチャーキャピタル投資の分析

(1) 減少するも依然巨大な規模

最初に、最近の米国ベンチャーキャピタルについて全体観を概括する。

2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻を契機に本格化した世界金融不況は、リスクマネーを扱う世界のベンチャーキャピタル活動に大きな悪影響を及ぼした。中でも日本のベンチャーキャピタル産業は深刻な状況にある。新興株式市場の長期低迷とIPOウィンドウの狭隘化の中で、VCの投資額は2007年度から2009年度まで3年連続で減少し、2009年度は直近のピークである2006年度の7割減の875億円と年間千億円を切る水準にまで落ち込んでいる（表1）。

表1 日米アジアのベンチャーキャピタル投資額（円換算）

暦年	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
VC投資額(円換算、億円)								
日本	1,458	1,968	2,438	2,790	2,876	1,933	1,366	875
米国 (同上、百万ドル)	17,934 (21,099)	16,266 (19,137)	18,655 (21,947)	19,500 (22,941)	22,388 (26,339)	25,907 (30,479)	23,755 (27,947)	15,037 (17,691)
EU	33,120	34,920	44,280	56,520	85,440	87,480	64,800	28,080
中国	376	893	1,142	1,056	1,600	2,922	3,789	2,430
韓国	432	441	423	530	513	694	507	607
台湾	322	453	418	297	431	565	373	150
VC投資額(2002年=100)								
日本	100	135	167	191	197	133	94	60
米国	100	91	104	109	125	144	132	84
EU	100	105	134	171	258	264	196	85
中国	100	237	304	281	425	777	1,007	646
韓国	100	102	98	123	119	161	117	140
台湾	100	141	130	92	134	176	116	47

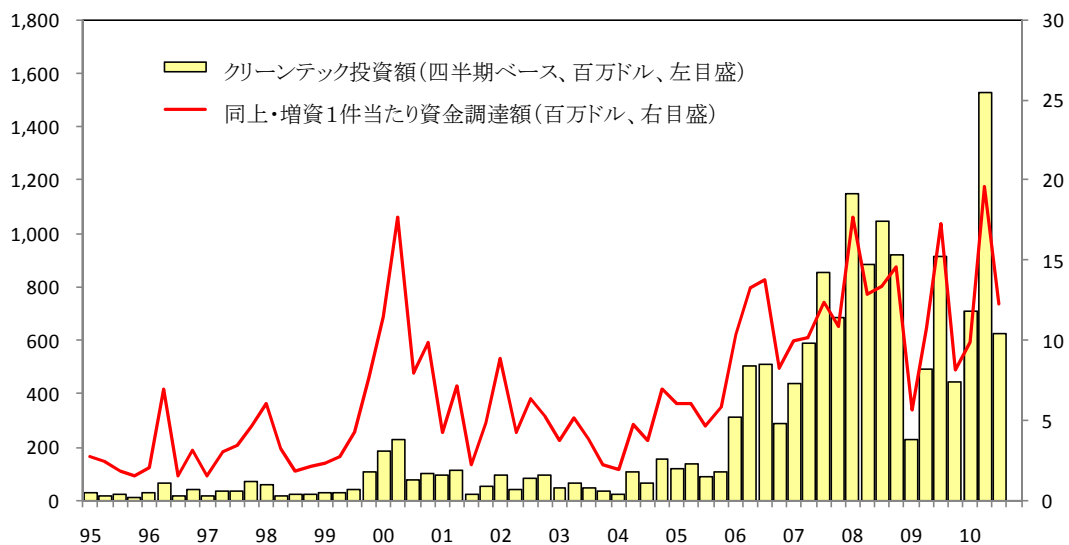
(出所) 米はNVCA、EUはEVCA、日本はVEC、中国はzero2ipo、韓国はKVCA、台湾はTVCA。ただしEUはPE投資額を含んでいる。

(注) 為替レートは、1米ドル=85円、1ユーロ=120円、1ウォン=0.07円、NTドル=2.74円。日本は年度ベース(4-3月)の数値。

一方、米国におけるVCの投資額は、2008年280億ドル（前年比6.5%減）、2009年180億ドル（前年比35.4%減）であったが、2010年1～6月期は114億ドル（前年比48.8%増）と増加に転じている。もちろん、1999年から2000年にかけてのインターネットバブル期⁵の投資水準からは大幅に減少しているものの、2010年上半期においては1646件のディール（調達件数）と半期で1兆円の投資金額が米国内に投じられており、日本のように投資規模が大きく減退した状況ではない。ネットバブル崩壊や世界金融不況による打撃を受けつつも、世界最大の投資資金が米国を中心とするベンチャー企業に投入されている。

最近の米国VC投資は、次なるテーマが短期間に創出され大型の投資活動が行われている点に特徴がある。クリーンテック⁶、ソーシャルメディア⁷関連投資と、グロース・キャピタル⁸の増加である。クリーンテック分野への投資は、原油価格の高騰、地球温暖化問題や新技術の登場を受けて2006年から投資が急増し、2010年上期の半年間に約22億ドル（前年比203%増）と日本の年間VC投資額全体の2倍もの額が投入されている（図1）。一方、ネットバブルの時期には、VC投資額の70%以上がインターネット関連業種とネットベンチャーばかりに巨額の投資資金が流れるという過熱状態が起こったが、最近1、2年はインターネット関連業種の投資比率が全体の40%前後まで低下している。

図1 米国VCのクリーンテック投資額



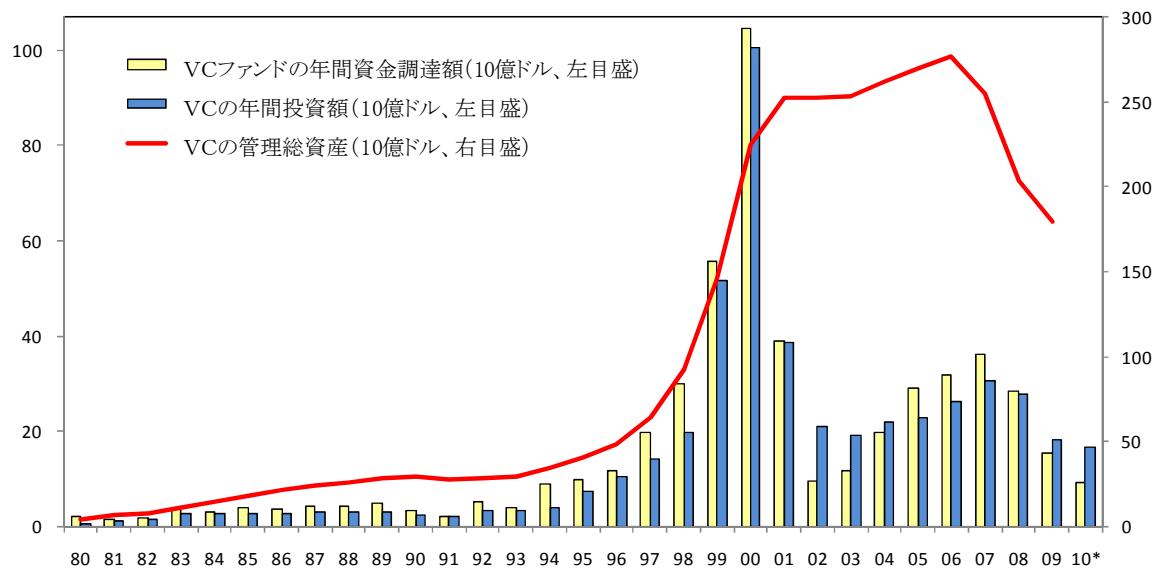
（出所）PricewaterhouseCoopers and NVCA, “The MoneyTree Report”、2010年10月。

(2) ネットバブル後の構造変化

しかしながら、米国のベンチャーキャピタルは、規模が膨張したネットバブル期をばさんで大きく様相を異にしている。

第一に、1990年代後半から巨額の資金がVCに流入し、産業全体が巨大化したことである。株式市場とIPO市場はVC投資に大きな影響を与える。Gompers et al. (2008) ではIPO市場の活況とVC投資額の増加は強い相関があることが示されているが、実際に米国のVC投資が急増した1969~72年、1981~83年、1998~2000年の「ベンチャー投資ブーム」は、株式市場とIPO市場の活況と同じ時期であった。しかし、20世紀末にネットバブル崩壊により三度目の投資ブームが終わった後も、VCファンドの資金調達額⁹は急減したとはいえバブル以前の2倍を上回る資金調達規模で推移しており、2009年末におけるVCの管理資産は1800億ドル前後（円換算で約15兆円強）と、VC全体の規模は過去15年間で8倍にまで拡大し、巨大なアセットサイズの産業に成長している（図2）。

図2 米国ベンチャーキャピタルの投資額、調達額、管理資産



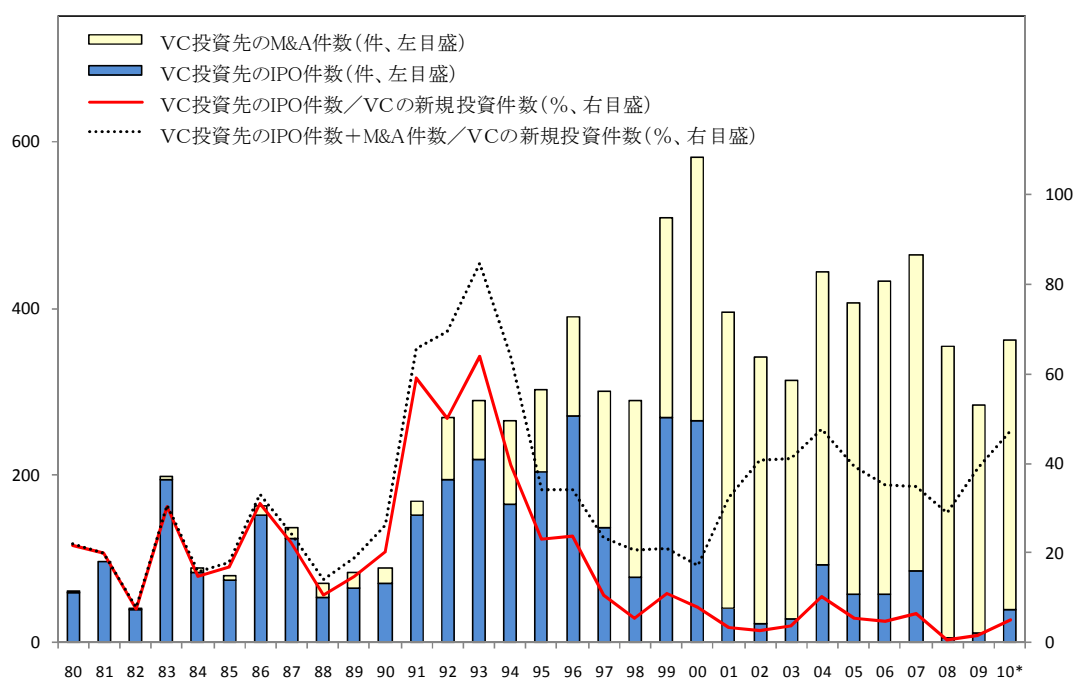
(注) NVCA (2010a) による。ただし2010年の数値は1~9月までの累計。

第二に、1990年代中葉までの米国VCの投資額は年間20~30億ドルのレベルであり、ベンチャー企業の増資1件当たりの調達額は平均で2~300万ドル程度であったものが、2000年には1270万ドルに急増した。現在は年間投資額こそ当時の4分の1に減少しているものの、2009年の1件当たり調達額は630万ドルと1990年代前半の2倍前後にのぼる。

第三に、多額の開発資金が必要なクリーンテック事業や、SNS（ソーシャルネットワーキング・サービス）¹⁰、ソーシャルゲーム¹¹のようなインターネットメディアに関連した投資分野での大型増資が目立ち、それらのディールでは1件当たり1億ドルを越える資金調達が行われている。さらに、レイターステージ等の成長段階には、VCとは異なるカテゴリーのファンドであるプライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）¹²も参加してきており、大型増資が実現しやすい環境になっている。このために、急速に立ちあがったベンチャーではVCやPEファンドから巨額の資金を調達し、IPO前の未公開段階でアジアや欧州への国際事業展開や他社の買収を仕掛けるグロス・キャピタルが増加している。

第四に、1990年代と現在を比較すれば、VCファンドの運営主体において独立系ファームの比重が一段と高まっている。ベンチャーへの投資を担うファンドを運用する主体は専門ファームであるベンチャーキャピタルだけではなく、金融機関の系列VCや事業会社の投資部門であるコーポレート・ベンチャーキャピタル（CVC）も投資資金を運用している。2009年の管理資産によりそのシェアをみると（後掲、表2）、独立系VC：91%、金融機関系VC：5.9%、CVC：2.7%、その他：0.4%であり、VCのシェアは1995年の84%から徐々にそのシェアを上げてきている¹³。専門エージェントとしての独立VCの競争力が一段と高まっていることがうかがわれる。

図3 米国ベンチャーキャピタルの投資先におけるIPO、M&Aの推移



(注) NVCA (2010a) のデータをもとに作成。ただし2010年の数値は1~9月までの累計。

第五に、最も重要なことであるが、VCファンドの投資先でIPOを実現できない状態が長期にわたって続いている。ネットバブルの崩壊以降、米国VCの投資先のIPO（venture-backed IPO）はネットバブル以前の1990年代と比較しても件数が大きく減少している。VCが投資した会社のうちIPOを実現した割合（投資先のIPO比率）を趨勢として捉えるために、VCの年間新規投資社数当たりの年間IPO件数を比較すると（図3）、1980年代から90年代前半はその割合が20%前後であったものが、最近の10年間は数%以下に大きく低下し、断層といえるほどの差が生じている。このIPO件数の長期的停滞は、2002年成立のサーベンス・オクスリー法（SOX法）による公開準備手続の複雑化と株式市場の停滞が影響している。VCは投資先売却をM&Aにシフトせざるを得ず、2000年以降のVC投資先の売却件数の約90%がM&Aによってなされている。このように、VCが投資先を株式公開させて高株価で市場売却して資金回収するという機会が狭隘化したまま長期化しており、結果として後の3章で述べるようにVCファンドのリターンが低下している。

（3）アセットサイズの問題

（2）の構造変化に加えてもう一つ着目すべき変化は、VCがリスクマネーの供給者として機能を十分に発揮しているかという議論である。特に、多額の資金を必要としないインターネット関連のベンチャーでは、VCの投資資金がなくともベンチャーのスタートアップは機能しているという意見も少なくない。2008年頃よりメディアの記事等においてVCの成長性を疑問視する論調が散見されており¹⁴、ファンド巨大化によってVCが得る高額のマネジメントフィーにも批判が寄せられてきた。また研究者もKedrosky（2009）はVC産業が規模を縮小し構造調整することが必要と述べ、Ueda and Hirukawa（2008）はVC投資の増加と米国経済の全要素生産性（TFP）の相関関係は薄く、むしろTFPの上昇に遅れてVC投資が増加することを示している。

かつて1970、80年代には、VCは1000～3000万ドル程度のファンドを投資家に募って設立し、決して大きいとはいえない投資資金を元手にキャピタリストが持つ個人的な経験ノウハウやネットワークを活用して投資先のベンチャーを念入りに指導し、IPOを目指して育成していった。こうした手作りの手法から、VCは「コテージ・インダストリー」（家内工業）と呼ばれたものであった¹⁵。しかし、最近10年の間に多額の資金が流入し、表2のように米国VCファンドの平均規模は2009年に1ファンド当たりで1.5億ドルまで増大し、一つのVC事務所で管理するファンドの資産規模は2009年時点で2.26億ドルと1990年代前

半の4~5倍に拡大した。この結果、2009年においては全米で794のVCファームが1188本のファンド、1794億ドル（円換算で15兆円強）の巨大な資産を運用している¹⁶。

また、これら794のVCファームのうち上位5%の45社が1社当たり10億ドル以上のファンドを管理し、メガファンドと言われる巨大なVCファンドを運用しているが、この事務所とファンドの大型化がベンチャーの資金調達ディール¹⁷の巨大化の主因の一つである。さらには、先に述べたPEファンドのベンチャー投資への進出が投資ディールの巨大化に拍車をかけている。PEファンドは2005年から2008年にかけて毎年1000億ドルを上回る規模のファンド資金を調達し、既に米国VCの数倍以上の資金規模にあるが（表2）、そのベンチャー投資も資金調達市場に相当なインパクトを与えている。

表2 米国ベンチャーキャピタル主要指標の長期的推移

	西暦	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2009	対1995年 (倍)	対2000年 (倍)
VC管理資産	億ドル	41	179	290	404	2,248	2,695	1,794	4.44	0.80
うち独立系VC管理資産	億ドル	21	112	224	338	1,857	2,302	1,632	4.83	0.88
<独立系VCの占率>	%	(50.3)	(62.7)	(77.1)	(83.7)	(82.6)	(85.4)	(91.0)	-	-
うち金融機関系VC管理資産	億ドル	12	41	36	45	240	230	106	2.34	0.44
うちCorporate VC管理資産	億ドル	5	18	23	16	129	143	48	3.00	0.37
VCファンド・コミットメント額	億ドル	20	40	32	99	1,045	290	154	1.56	0.15
VCファンド・新設本数	本	52	120	87	172	663	242	127	0.74	0.19
新設VCファンド、1本当平均規模	百万ドル	32	33	37	57	129	152	151	2.64	1.17
PEファンド・コミットメント額	億ドル	2	30	79	269	766	1,083	431	1.60	0.56
VC投資額	億ドル	5.2	26.3	25.7	73.7	1,005.2	229.4	176.9	2.40	0.18
うちSeed/Early Stage投資額	億ドル	2.8	10.2	10.5	28.6	269.8	48.4	62.7	2.19	0.23
<Seed/Early Stage投資の占率>	%	(52.8)	(38.6)	(41.0)	(38.9)	(26.8)	(21.1)	(35.4)	-	-
うちInternet関連投資額	億ドル	-	-	-	18.2	769.8	100.4	69.7	3.83	0.09
<Internet関連投資の占率>	%	-	-	-	(24.7)	(76.6)	(43.8)	(39.4)	-	-
うちClean Technology投資額	億ドル	-	-	-	0.8	6.1	5.0	21.7	28.29	3.58
<Clean Technology投資の占率>	%	-	-	-	(1.0)	(0.6)	(2.2)	(12.3)	-	-
VC投資会社数	社	379	1,169	1,035	1,538	6,343	2,731	2,372	1.54	0.37
うち新規投資会社数	社	271	449	342	884	3,366	1,033	728	0.82	0.22
VC事務所数	社	117	320	455	613	882	1,023	794	1.30	0.90
VC1社当たり管理資産	百万ドル	35	56	64	66	255	263	226	3.43	0.89
運営中のVCファンド数	本	128	539	729	706	1,738	1,778	1,188	1.68	0.68
VC事務所のPrincipal数の合計	名	1,435	3,641	4,834	5,320	10,684	10,680	6,828	1.28	0.64

(注) NVCA(2010a)、“NVCA Yearbook 2010”のデータをもとに作成。

(4) 資金調達データによる分析

さらに、この動きを個別のベンチャー企業の資金調達ディールまで掘り下げて、米国ベンチャー投資の特徴を明らかにしてみる。

CrunchBase¹⁸がインターネット上で公開している情報データをもとに、2009年における米国未公開ベンチャー企業の資金調達情報を収集し、約3,800件のファイナンス・データベースを作成した。このデータによって増資ラウンド別の情報をまとめたものが表3で

ある。2009年のNVCA加盟のVCが参加したファイナンス件数が2,916件であるから、このCrunchBaseのデータは全米のVCが関係するファイナンスの大半をカバーしているものと思われる。資金調達件数全体の約3,800件のうち、22.8%の589件がシード・ファイナンス（創業時における事業計画が未確立の段階での資金調達）、9.1%の234件がエンジェル・ファイナンス（VCが投資する以前の個人投資家を中心とする資金調達）と、両者で全体件数の約3分の1を占めている¹⁹。つまり、米国ではベンチャーキャピタルが参加するシリーズA以降の前段階での資金調達が相当な存在感を示していることが確認できる。

シードやエンジェル・ファイナンスの1件当たり調達額中央値がそれぞれ18万ドル、50万ドルということは、2～3人でベンチャー企業を立ち上げ半年程度の管理費を賄える程度であるが、決して少額とはいえない。また、シードとエンジェル形態での資金調達額（286億ドル）は円換算で約250億円の市場規模にあたる。米国では、VCが投資する前段階のファイナンスにおいても、幅広い個人等の投資家が年間800件以上の資金提供を行うという、相当厚いマーケットになっていることが確認できる。

表3 米国ベンチャー企業の資金調達形態（2009年）

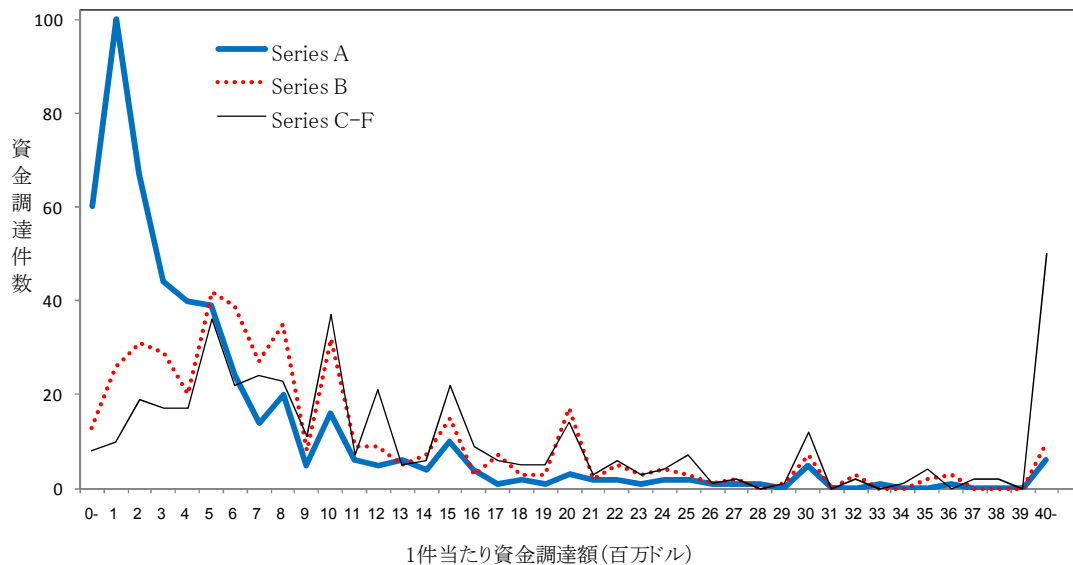
調達形態	調達件数 (件)	占率 (%)	調達額合計 (億ドル)	占率 (%)	1回当調達額 平均値 (百万ドル)	1回当調達額 中央値 (百万ドル)	最大調達額 (百万ドル)
Seed	589	22.8%	1.7	0.8%	0.52	0.18	23.0
Angel	234	9.1%	1.1	0.5%	0.84	0.50	4.5
Series A	596	23.1%	33.6	15.5%	6.8	3.3	377
Series B	465	18.0%	43.5	20.0%	10.2	7.0	79
Series C	255	9.9%	32.1	14.8%	13.6	9.0	180
Series D	117	4.5%	22.7	10.5%	19.6	12.0	200
Series E	45	1.7%	10.6	4.9%	24.2	15.0	100
Series F	27	1.0%	10.8	5.0%	40.1	20.5	286
Debt	180	7.0%	51.5	23.7%	30.1	20.0	920
Grant	71	2.8%	9.4	4.3%	14.9	2.0	249
小計	2,579	100%	217.1	100%	10.6		-
調達形態不明	1,220	-	114.4	-	11.5		443
合計	3,799	-	331.5	-	10.9		-

(注) CrunchBase公表資料より2009年データを収集して作成した。上表の占率は調達形態が判明しているファイナンス全体に占める比率。調達額の数値は3799件の資金調達ラウンドのうち数値が公開されているものから算出した。調達件数の数値には調達金額が不明のファイナンスも含む。

また、同表のように、シリーズA（VCがリードインベスターとして参加する最初の資金調達）の1件当たり平均調達額は680万ドル、シリーズB以降の1件当たり平均調達額は1,000万ドルを超えている。ただし、大型の資金調達によって平均調達額が上振れしており、中央値で見ればシリーズAの1件当たり調達額は330万ドル、シリーズBは700万ドルと

なる。図4のように、VCの参加するシリーズA以降のファイナンスでも依然として100～500万ドル台の資金調達件数が多くを占め、やはりベンチャー企業のファイナンスはこの範囲の調達額が中心になっている。

図4 米国ベンチャー企業のシリーズ別資金調達件数（2009年）



(注) 出所は表3に同じ。Series A、Series B、Series C～Fの3区分に調達ラウンドを分け、1件当たり資金調達額別に資金調達件数の度数分布を示している

(5) 収益性の問題

先のように、米国のVC産業は巨大化した中で、今後更なる発展を実現できるかどうか、あるいはファンド出資者からの期待に足る運用を果たすことができるかを問われている。それには言うまでもなくVCファンドの収益率が重要であり、投資や資産の動きを見る以上に、パフォーマンスを考察することがこの問題を考える判断材料となっていく。

ベンチャーキャピタルを単純に表現すれば、ポートフォリオ企業のリスクと流動化リスク（クローズド・ファンドであるVCファンドが運用を終了するまでの8～10年の長期にわたって資産をVCに委託し続けるリスク）を選択し、そのリスク負担をしたファンド出資者が応分に報われるように高いファンド・パフォーマンスが実現できるビジネスモデルである必要がある。言い換えれば、類似の金融商品（たとえば株式投資信託や不動産投資ファンド）よりも換金性に欠け、またポートフォリオ銘柄の回収リスクが高い分、それらの金融商品で期待される運用利回り（あるいは期間内における投資倍率²⁰）を上回らないと、投資家はVCファンドを選好せず、資金が継続して入ってこない。

したがって、運用方針や企業選定や育成というプロセスがどうあれ、最終的にはファンド・パフォーマンスという結果によって、出資者からVCの優劣が決定される。実際、VC産業が拡大した1990年代後半当時はVCファンドがきわめて高いリターンを上げていた。この期間では運用利回りのファンド平均値は50%を上回っており（後掲、図5）、また一流のVCファームが組成したファンドは出資額の10倍を越える金額を投資家に分配した²¹。20世紀末に巨大な資金が米国VCファンドに流入したのは、その実績の高さが内外に知れ渡り、機関投資家が過去の高いパフォーマンスが続くものとみて、運用資産割合を引き上げつつあったオルタナティブ投資の配分を更にVCファンドに傾斜させたからである。例えば、アメリカの200の大手年金基金における資産配分比率は、1995年にオルタナティブ資産が3.92%（うちプライベート・エクイティ1.24%）だったものが2001年には8.01%（同3.60%）と、PEへの配分比率は6年間で3倍に引き上げられている²²。

VCにネガティブな外部環境が長期化している今日において、巨大化した米国のVCファンドのパフォーマンスがどのような状況であるのか、また将来これらのファンドが高いリターンを実現する可能性があるのかどうか、今後の変化を占う上で重要なポイントとなるのは言うまでもない。

3. 米国VCファンドのパフォーマンス

（1）ファンド・パフォーマンスの測定

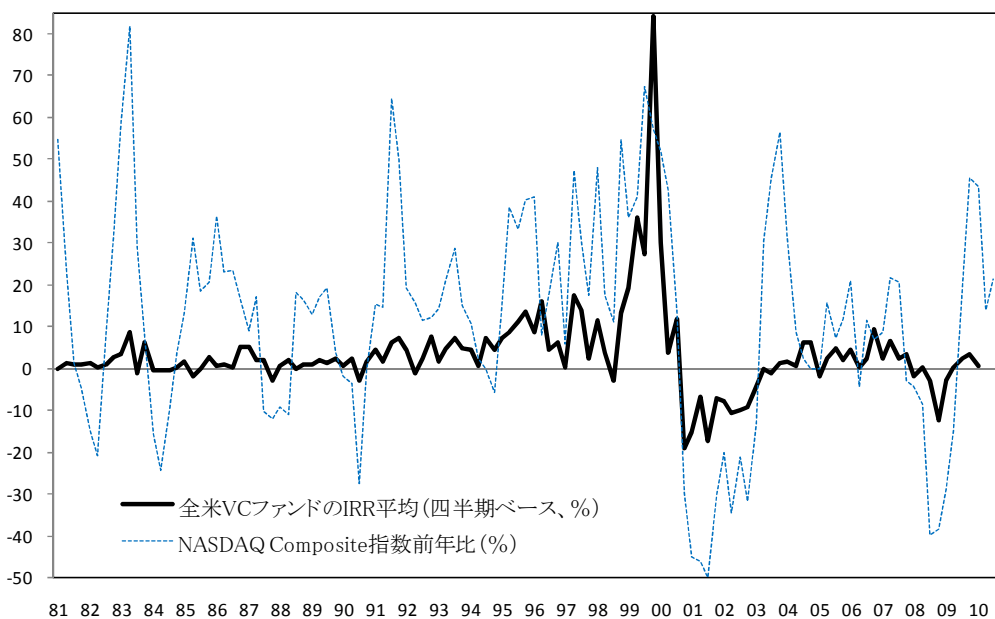
では、実際にVCファンドの収益はどのような状況であるのか。

一般に、私募方式で集めたファンドは、市場に価値が公開されている金融商品（上場株式や投資信託等）と異なり、運用実績はディスクローズされない。投資利回りを知りうるのは、原則として当該商品の投資家のみであり、法的な公開義務はないために投資状況や収益状況を含めてファンドの運営実態が公にされることは少ない。プライベートな金融組織では、非公開の情報を集め活用して収益機会を得ることが重要な経営手法であるから、VCは自らの情報は可能な限り公開しようとしなないためである。これら運用実績について一般が得られる情報は、VCファンドの平均収益率（ベンチマーク）である。その主なものはNVCA²³（米国ベンチャーキャピタル協会）の発行するベンチマークレポートで、加盟するVCが運用中のファンドのパフォーマンス・データを四半期毎に公表しているが、個別ファンドの情報は明らかにされていない²⁴。

ベンチャーキャピタル産業にとって、資本市場、特にEXIT（投資回収の出口）手段であるIPOマーケットとM&Aマーケットが順調に推移することは、リターンを確保するために最も重要である。米国のIPOマーケットはバブル崩壊後に徐々に回復してきたが、2008年のリーマンショックにより世界的に株式市場が急速に冷え込み、現在はIPO件数、IPO調達額ともに低水準の状態が2年以上続いている。したがって、VCは投資先のEXITをM&Aによる他企業への売却にシフトしているにせよ、最も高い投資倍率を実現できるIPOが容易に実現しない環境である以上、パフォーマンスは低下せざるを得ない。

VCファンドは運用期間が8～10年のクローズド・ファンドであり、外部環境の短期的な変動には左右されにくいだが、数年にわたるIPOマーケットの停滞は運用成果に大きな影響を与えているはずである。事実、VCファンドの業績を四半期別の平均IRRで見ると（図5）、IRRは1999年から2000年に歴史的には例外といえるほどの高い数値を上げた後に、2001年から2003年にかけて大幅なマイナスが続き、それ以降も全体としては1980年代や90年代と比べると低い水準で推移していることがわかる。

図5 米国VCファンドにおける四半期別IRRの推移



（出所）National Venture Capital Association and Cambridge Associates[2010c], “U.S. Venture Capital Index and Selected Benchmark Statistics”。

一般的な金融商品の運用パフォーマンス測定には、期間と収益の双方を加味して収益率を測定できるIRRが用いられており、VC産業においてもこれまでファンドのパフォーマンス

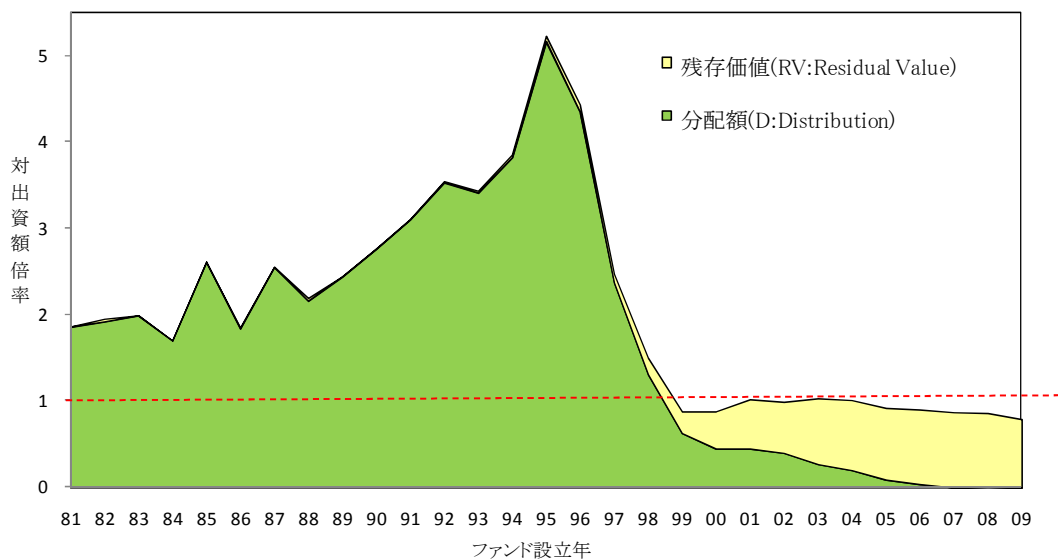
ス分析に必ず用いられてきた。IRRは、実現したキャッシュイン（VCファンドの場合はファンド出資者がファンド運用者から受ける分配金額（略称：D）、測定期間末時点における残存価値（VCファンドの場合は測定期間末においてGPが時価評価した運用資産価値、略称：RV）と、初期資本（LPの払込済出資額、略称：PI）および運用期間によって数値が決まる。しかし上記の残存価値については、VCファンドは価値が流動的な未公開株式がファンド残存価値の大半であり、すべてが納得できる合理的な時価評価が困難であることが多く、現実にはVCがファンド監査を行う会計士と協議の上で基本的な時価評価基準を設けて残存価値を決定している。したがって、VCファンドの投資家（LP）からみれば、残存価値が確定せず流動的である以上、確実性のある尺度が望ましい。これに対応して、近年のVCファンドの調査会社では、分配額対出資倍率（D/PI）、残存価値対出資倍率（RV/PI）という投資倍率をIRRと並行してパフォーマンス測定に用いるようになっている²⁵。

（2）VCファンドのパフォーマンス

（a）マイナスとなったリターン

米国VCファンドのパフォーマンス調査は、先述のNVCAとファンド調査会社Cambridge Associatesが共同で実施しており、四半期毎にデータが公表されている。両社の発表データをもとに、VCファンドのD/PI、RV/PIを設立年別に測定してみた²⁶。

図6 米国VCファンドにおけるD/PI、RV/PIの平均値



(出所) National Venture Capital Association and Cambridge Associates [2010c], “U.S. Venture Capital Index and Selected Benchmark Statistics”. 2010年3月末時点。

(注) 数値は、1294本のVCファンドの加重平均値(Pooled Mean)。

図6のように、1990年代前半設立のファンドがD/PIが3倍以上の業績を上げている一方で、1997年設立以降は業績が急落しているのが明確である。これら1990年代前半設立のファンドは、投資先企業のIPOやM&Aがネットバブル期にあたり、高株価で売却できたために、結果として過去の平均を大きく上回る記録的なパフォーマンスをあげている。

一方で、1999年設立のVCファンドでは(D+RV)/PIが0.90倍(IRRは▲1.98%)、2000年設立ファンドは同じく0.94倍(IRRは▲1.26%)と、LPへの分配額と残存価値がLPの払込済金額に達していない。つまりこれらのVCファンドは現時点では投資家にとっては損失状態であり、この現実の数値から米国VCファンドの不振を実感できる²⁷。その後2001年以降に設立されたファンドの数値をみても、全体として過去の1990年代のような高率の分配はなされておらず、またVCが評価した残存価値もファンド出資者が期待するような価値ではないことが見て取れ、今後のリターンが懸念される状況であることがうかがえる。

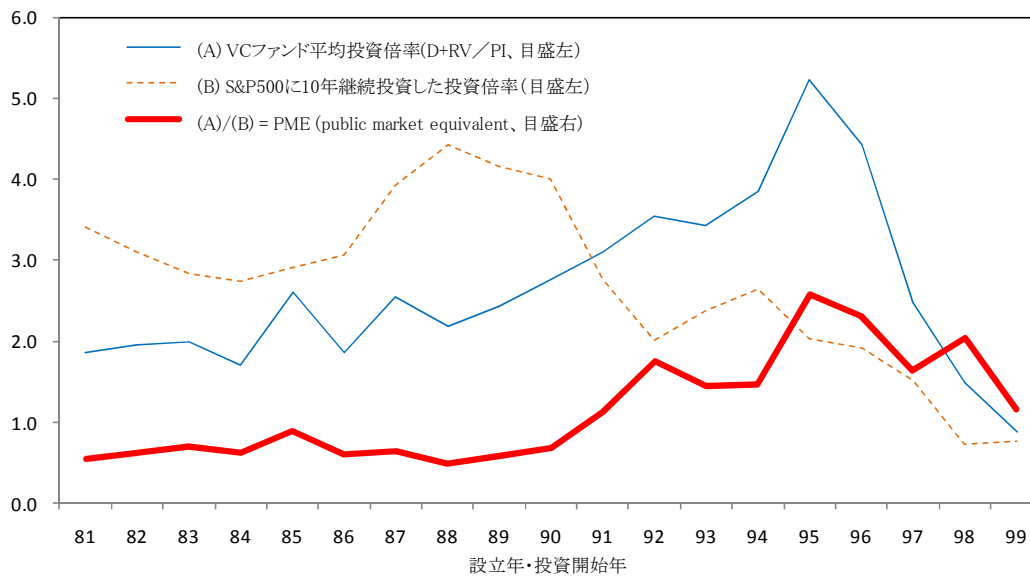
(b) VCファンドの相対パフォーマンス

ただし、配慮すべき点がある。VCファンドは金融商品であり、パフォーマンスの高低は先に分析結果を示したような絶対値だけではなく、他の金融商品との相対比較によっても投資家から判断されている。たとえば、株価が10年間で5倍に上昇した期間にファンドの投資倍率が4倍では、VCが高い評価を得られるわけではない。先行研究では、Kaplan and Schoar (2005) がPublic Market Equivalent (PME) と呼ぶVCファンドの上場株価との相対指標を作成し、1980年設立から1995年設立までのファンドについて測定している。この結果をもとに、Kaplan and Lerner (2010) は1990年代前半に設立されたファンドは1980年代よりもPMEが高いことを示している。

そこで、先のNVCA等が公表しているVCファンドの投資倍率のデータと、スタンダード・アンド・プアーズ社が算出しているアメリカの代表的な株価指数S&P500を使用して、上記の計測方法によってPMEを算出した(図7)。1990年代前半のPMEが1980年代よりも高い結果は先のKaplan and Lerner (2010) の分析と同様であるが、彼らの分析結果の対象外であった1996年から1999年に設立されたファンドのPMEは1980年代に比べても依然優位にある。言い換えれば、1991年設立以降のファンドの平均投資倍率はS&P500指数の銘柄を10年間継続保有した場合の投資倍率よりも高く、つまりVCファンド投資は上場株式投資よりもリターンは高いという構造が続いており、また上記(a)でパフォーマンスの急低下が判明した1998年、1999年設立のファンドでもPMEという相対値は低いとは言えず、上場株式のパフォーマンスと比べて絶対的に劣位という状況ではない。

このように、ネットバブル期前後に設立されたVCファンドは、その後のIPOの長期停滞を主因に平均パフォーマンスは急速に低下し、回収額が出資額を下回る可能性が懸念されるような状況にあると考えられるが、その運用期間と同時期には株価も低迷しており、相対的な収益率で見ればVCファンドが歴史的に低いとまでは言いきれない。

図7 米国VCファンドにおけるPMEの推移



(出所) NVCA and Cambridge Associates [2010c]

(注) 上記のデータとS&P500指数を用いて作成。ただし、(A)のVCファンドはLPが受け取るネット金額の投資倍率で、(B)のS&P500への10年投資投資倍率は手数料・報酬は含まれないグロス金額で、また投資企業からの受取配当を含めずに算出した。

(c) 個別ファンド間の偏り

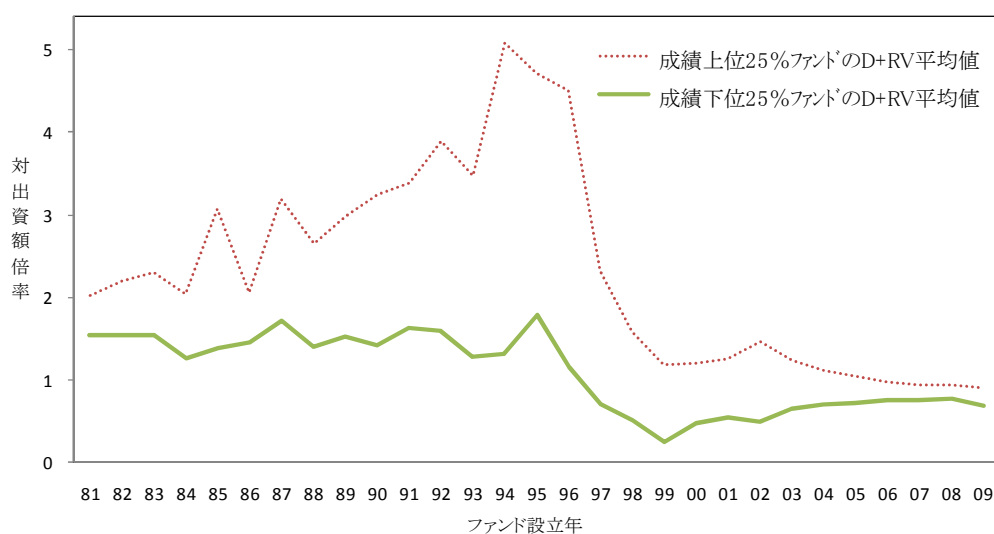
また、先のNVCAのパフォーマンス調査では、設立年毎にIRRの上位1/4のグループと下位1/4に分けて成績別のパフォーマンスを開示している。このデータを用いて分析すると(図8)、成績上位ファンドと下位で大きな差があることが把握できる。歴史的にみると、1990年前半設立のファンドで上位1/4グループの成績が向上している一方、同時期の下位1/4の成績は1.3~1.6倍で1980年代と同様の低い収益水準が続いている。また1999年設立以降のファンドは、上位1/4のグループであっても(D+RV)/PIは1.3倍以下と過去に比べて大きく低下し、また下位1/4グループは0.5倍を下回る年もある。

元来VCファンドは成績のばらつきが大きい金融商品と認識されているが、ファンド収益率の標準偏差を年代別にみていくと、改めて偏りの大きさが確認できる。特に、1990年代前半に設立されたファンドにおけるIRRの標準偏差は50%から100%と高い数値を示して

おり、当時設立されたファンドは成績上位1/4のファンドの平均IRRが60%を越える一方で、下位1/4の平均は一桁のIRRという分布状況である（図9）。

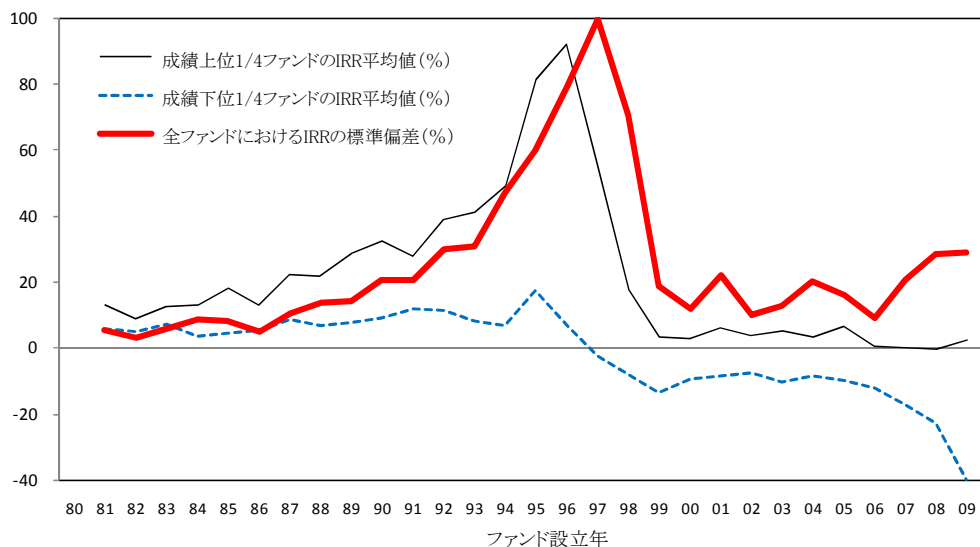
これだけの高い標準偏差は、とりもなおさずファンド出資者にとっては成績変動のリスクを意味している。すなわち、ファンド出資者は、VCに長期資金を委ねるという受け身の姿勢よりも、むしろ高業績を上げられるVCファンドを「積極的に選定」しなければ期待するリターンが得られない訳であり、VCファンドに関する綿密な調査と選別作業の必要性が明確になってくる。

図8 成績上位ファンドと下位ファンドにおける投資倍率



(出所) 図6に同じ。2009年12月末時点。

図9 VCファンドにおけるIRRと標準偏差



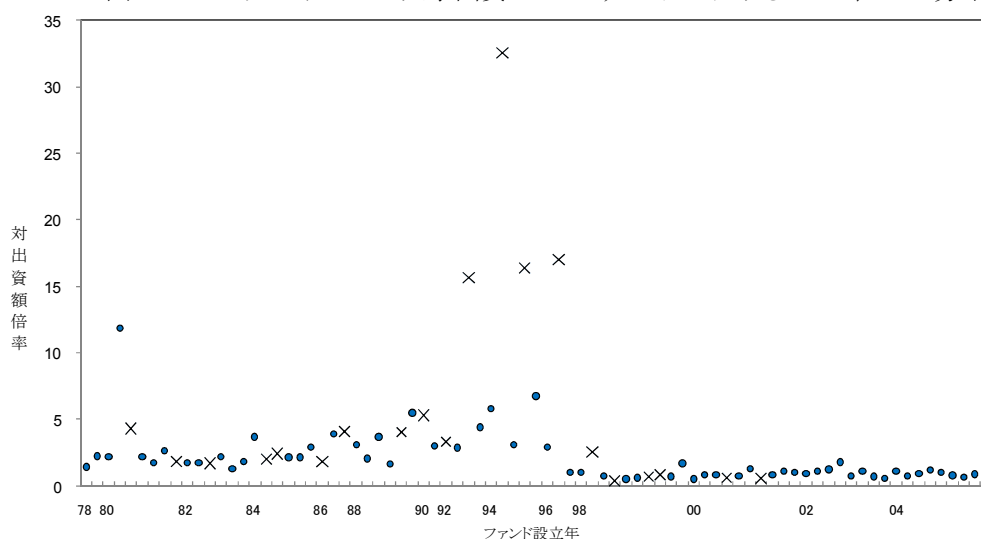
(出所) 図6に同じ。2010年3月末時点。

(3) 個別ファンド・パフォーマンスの実態

NVCAは、先のようにファンド全体とグループ別の平均値のみを発表しているが、別の公表情報をもとにして個別のVCファンドごとのパフォーマンスを測定することも「部分的には」可能である。これは、ファンド出資者の中の公的な機関、例えばカルパース(CalPERS、カリフォルニア州職員退職年金基金、全米最大の年金基金)や州立大学であるカリフォルニア大学が、個別のVCファンドの運用成績を開示しているためである。

公的機関がVCファンドの個別の運用成績を開示している理由は、2002年から2005年にかけて、公的組織として運営されている一部の年金基金や大学に対して、保有するVCファンドの運用成績を開示しない行為は連邦情報公開法に反するとして提訴される事例²⁸が出てきたことが背景にある。これら一連の訴訟は提訴者との間で合意が成立した結果、これ以降は公的年金基金や州立大学の投資した個別ファンドのパフォーマンスが開示され、外部からも情報が入手可能になっている。

図10 カリフォルニア大学出資のVCファンドにおけるD+RV/PIの分布

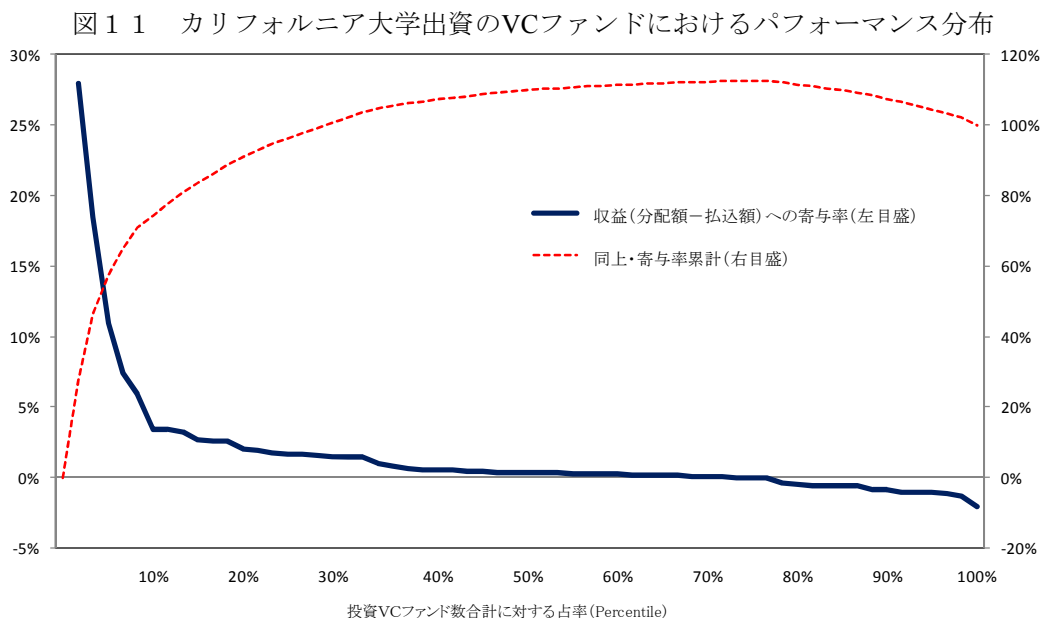


(注) The Regents of the University of California開示資料データ(2010年3月末時点)をもとに作成。図の数値は個別のVCファンドにおけるD+RV/PIであり、×印はKPCBとSequoia Capitalのファンド。丸印は両社以外のVCの運営するファンド。119本のVCファンドのうち、2005年設立以降のファンドは倍率計測の意味が薄いため除外した。

図10は、カリフォルニア大学の保有するVCファンドの業績の分布(2010年3月末時点)である。1980年代以降ネットバブル期までの設立ファンドは(D+RV)/PIが3倍を超えるファンドが多く、全体としては満足できる成績の範囲内であったと推定できるが、その後1999年以降に設立されたファンドのリターンは出資額に到達したファンドが少なく、先

のNVCA調査の平均値分析と同様の結論に至る。

確かに、同大学が出資したVCファンドには投資倍率17倍、期間中のIRRが286%という驚異的な成績を上げた高リターンのファンドも存在する。例えば、同大学は1991～96年の5年間に設立された12本のVCファンドに出資したが、この12本のうち5本は投資倍率が10倍以上の「スーパースター・ファンド²⁹」であり、また10本のファンドが3倍を越えている。投資倍率が10倍以上となった5本のうち4本はKleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB) とSequoia Capitalという高名なVCのファンドであり、この分布だけをみても、winnerとloserの格差の大きさと同時に、評価の高いVCが継続してパフォーマンスを実現している現象がみてとれる。



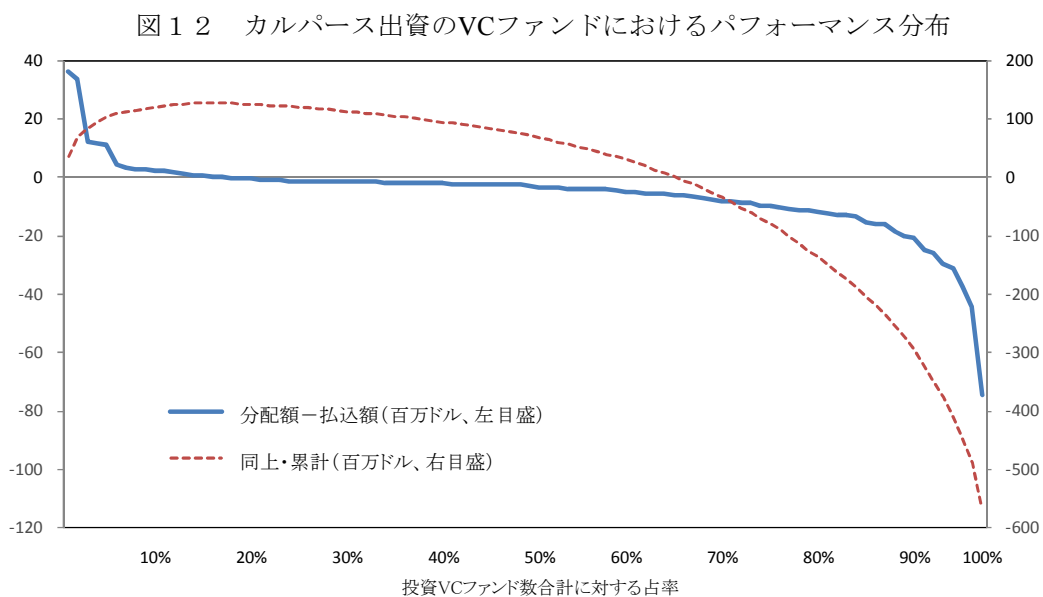
(注) 出所は図10に同じ。寄与率＝個別ファンドの分配額－払込額／ Σ (分配額－払込額)。対象は2000年設立までの同大学出資のVCファンド61本。

VCファンドの大成功も存在するが、運用が不調だったファンドも少なくない。例えば、市場環境が絶好調であったネットバブル期にはどのファンドも高収益であったわけではなく、むしろ標準偏差が拡大している(図9、前掲)。そこで、同大学の保有するVCファンドのうち設立後10年を経過した61本のファンド³⁰について収益(分配額－払込額)の集中度を計測すると、均等分配線から大きく外れ、総数のうちの成績上位30%のファンドがほぼ全体の収益を生み出していることがわかる(図11)。要するに、カリフォルニア大学で投資した61本のVCファンドは、押並べて平均的に利益を生み出しているのではなく、一

部の高業績ファンドが全体に貢献しているのである。同様に、個別パフォーマンスを開示しているカルパースが保有するVCファンドについて収益（分配額－払込額）の集中度を測定すると、ネットバブル期の設立であることから軒並み分配額が払込額に比べて未達の中で、全体の15%のファンドが収益を稼いだ同様の構図が確認できる（図1 2）。

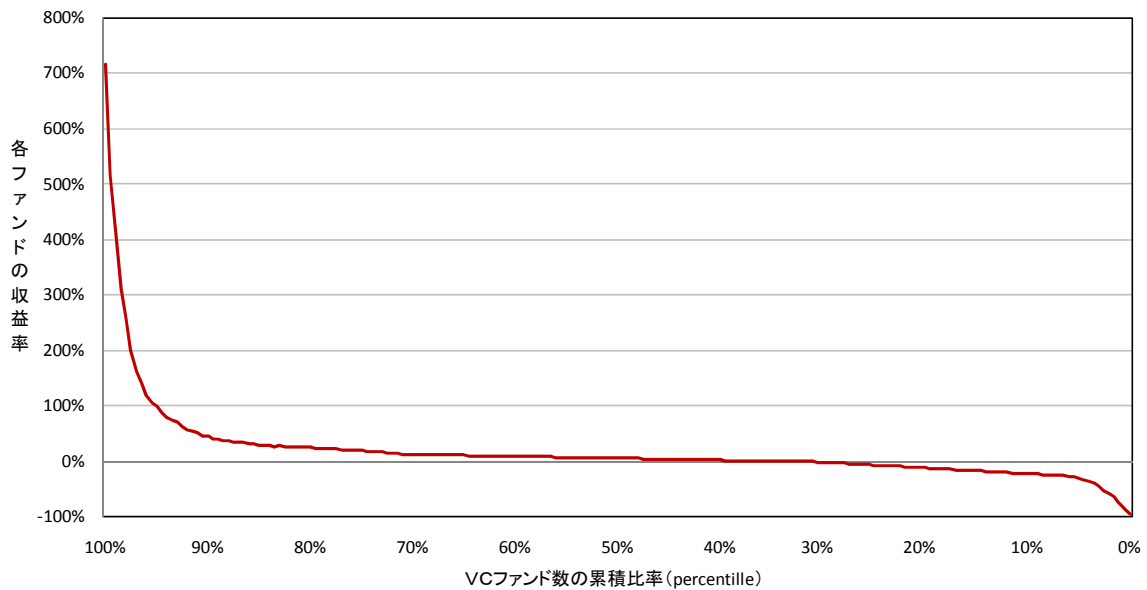
このように、高パフォーマンスが少数のファンドに偏在する事実は先行研究で示されており、2008年までの全米の1927本のVCファンドにおいて成績上位5%のファンドが回収額全体の70%を得たという事実がLerner（2010）により算出されている（図1 3）。

ともすれば、我々は集団の特徴を一つの「平均」という尺度で総べようとしがちであるが、VCファンドは個々のファンドによって偏りの大きな金融商品であり、この結果はVCのパフォーマンスを平均で判断しては間違うことを示唆している。このような特性から、「VCファンドは非民主的な金融商品」³¹と例えるのも、受け止め方はさておき本質を突いた表現である。



(注)カルパースのホームページ開示のデータをもとに作成。データの対象は、同基金のAIM Program保有資産のうちのCalifornia Emerging Ventures I, II, III & IV (VCファンドに投資するファンド)内で保有する188本のVCファンドのうち、1999～2001年に設立されたVCファンド96本を対象に測定した。2002年以降設立のファンドはまだ本格的な分配はなされていないと考えて除外した。

図1.3 全米のVCファンドの収益率分布



(注) Lerner (2010), p.12, “Returns of U.S. venture funds”の原図。IRR Returns from inception to 12/31/09。Source: Authors’ analysis of Thomson/Reuters data。VCファンド数の累積比率 (percentile) は成績下位から順にファンド数をカウントしている。

4. VCファンドを動かす要因

前章でVCファンドのパフォーマンスを考察してきたが、このようなパフォーマンスについてさらに踏み込んで考えてみると、以下のような疑問が起こってくる。

- Q.1** VCファンドのパフォーマンスは、なぜ偏りが生じるのか。運営する時代環境、特にIPOやM&Aの市場環境の差がパフォーマンスに強く反映するであろうが、同時期のファンドにおいても格差があるのはなぜか。(=ファンドの偏り)
- Q.2** 特定のファンドが高いリターンを上げる要因は何か。例えば、ファンドの成果は特定のVCやベンチャーキャピタリストが有する持続的な強みなのか。(=持続性)
- Q.3** 他の投資家とは違って、VCがハイリスクのベンチャー投資を行って高リターンの成果を得られると考え行動するメカニズムは合理的なものか。(=投資の合理性)
- Q.4** いわゆるシリコンバレーの生態系と個々人のネットワークがベンチャーの発展に寄与してきたと広く論じられている。先端的な情報と人脈が重要なVC産業においても、ネットワークが競争力の源泉ではないか。(=ネットワーク、集積の価値)

これらの関心は、テーマが先に検討したパフォーマンスの構造からVCの本質的な機能へと大きく拡がり、本稿で考察できる領域を超えているが、今後に資するために以下で考察すべきポイントと仮説を提示したい。

(1) パフォーマンスが偏る要因

(a) プロダクトの特性

Q.1で問われるVCファンドのパフォーマンスが偏る原因は、投資先ベンチャーの企業価値の偏在モデルと、歴史的な実績という二つのアプローチから考えることができる。

ベンチャー投資が「一か八か」と皮肉を言われるように、我々はその成果が偏在することを知っている。だからこそVCは他の投資運用と同様に投資先を分散させてポートフォリオを組む。経験的に言えば、VCファンドの投資先企業のうちでIPOが実現する企業はごく一部の業績上位企業に限られる。M&Aによる市場外の売却が実現したとしても、ファンドの中で得られる利益の多くは、IPOが実現した企業を市場売却することによる回収額にある。つまり、投資先を公開できるかどうかでファンドの回収額には大きな差が生じる。さらには、IPO企業の企業価値も偏っている。例えば1995年から2009年までのVC投資先のIPO企業について公開時点の企業価値（時価総額）をみると、企業価値の最大企業と平均で26倍もの差があることがわかる（表4）。

したがって、多数の投資先企業の中の一部がIPOを実現し、かつそのIPO企業の中で時価総額が高い成功企業が他の投資先をはるかに上回る回収額を実現するために、VCファンドのリターンが段違いに異なってくる。さらに言えば、わずか1、2社のIPOの成功によってVCファンド1本の成績が大きく変わってくるという図式になる。

表4 VC投資先企業のIPO時における企業価値の分布

年	最大の valuation	上位1/4の valuation平均	平均の valuation	下位1/4の valuation平均	最小の valuation	M&A企業の Valuation平均
1995-2009年 平均値 (百万ドル)	5271.4	425.0	238.5	160.1	47.7	124.1
同上、対IPO 企業平均 (倍)	25.6	1.8	1.0	0.7	0.2	0.5

(出所) NVCA, "NVCA Yearbook 2010". ValuationはIPO直後の企業価値(時価総額)である。M&A企業のValuation平均は、VC投資先企業のM&A時点における企業価値から算出した。

(b) 歴史的事実

このパフォーマンス偏在はVCの歴史からも裏づけられる。American Research and Development (ARD) は1946年にボストンに設立されたVCの嚆矢である。同社は苦難を乗り越えて最終的に成功したと評価されるのは、1957年に出資したDigital Equipment Corporation (DEC) のIPO (1968年) によるところが大きい。Gompers (1994) は、ARDのDECへの出資額7万ドルは売却時には3億5千万ドルと500倍に増加した結果、同社が1972年にTextron社に吸収合併されるまでの26年間で得た利益の半分はDECの売却益であったことを示している。またHsu and Kenney (2005) の研究によると、ARDは合計120社に投資したが、創業から1965年まで10ドル未満であった1株当たり純資産はDECのIPOにより1969年末時点で100ドルにまで上昇しているが、DECを除いた1株当たり純資産は同時点で20ドル弱であった。このように、1社だけの投資成果がARDの長年にわたる事業の成否を決めている。

KPCBはVC産業の初期から活動している名高いベンチャーキャピタルである。同社は創業した1972年に第1号ファンドとしてKleiner Perkins-1号 (出資総額800万ドル) を設立したが、このファンドは時価評価総額が約2億2000万ドル (出資総額の約27倍) にまで増加し、世界初のスーパースター・ファンドとなった。Wilson (1985) はKP-1号の投資先リストを示しているが、投資先17社のうちTandem Computersが全体の時価評価額の69.7%、Genentechが21.5%を占めており、この2社だけでファンドが成功したことを述べている³²。ここで、Wilson (1985) が示したKP-1号の財務諸表から試算すると、投資先17社のうち7社が投資元本を回収できなかった失敗案件、また2社は投資倍率が1~2倍となっており、仮に上記2社の大成功がなければ、KP-1号は投資倍率2.4倍というごく普通のVCファンドのパフォーマンスになっている (表5)。

このような過去の歴史は、その後のベンチャーキャピタリストの行動に強い影響を与えたと考えられる。当然、彼らプロフェッショナル達は過去と現実を熟知しており、高いリターンを追求するためには投資収益を実現できる打率 (投資先の中でIPOやM&Aで資金回収できた企業の割合) もさることながら、IPOによって高い時価総額を実現できる「数少ない大成功案件」を創出するかに注力している。VCは、歴史に残るような高成長企業のIPOを実現することによって多額の投資回収が得られるのはもちろん、彼らの評価が高まり次のファンド資金調達が容易になるからである。

表5 Kleiner Perkins-1号の投資先と企業価値

	Kleiner Perkins 1号の投資先	投資時期 (年)	投資額① (千ドル)	1984年6月の 企業価値② (千ドル)	同左、占率 (%)	投資倍率 (②/①) (倍)	対ファンド 出資総額 (倍)
1	Advanced Recreation Equipment	1973	229	0	0.0%	0.0	
2	Antekna	1973	275	150	0.1%	0.5	
3	Antex Industries	1973	200	3	0.0%	0.0	
4	Applied Materials	1973	318	589	0.3%	1.9	
5	Dynastor	1973	497	2,714	1.2%	5.5	
6	Novacor Medical	1973	219	3,370	1.5%	15.4	
7	Office Communications	1973	430	94	0.0%	0.2	
8	Qume	1974	247	5,663	2.6%	22.9	
9	Speech Technology	1974	41	0	0.0%	0.0	
10	American Athletic Shoe	1975	419	0	0.0%	0.0	
11	Cetus	1975	500	642	0.3%	1.3	
12	Tandem Computers	1975	1,450	152,205	69.7%	105.0	
13	Amdahl	1976	93	607	0.3%	6.6	
14	Genentech	1976	200	47,289	21.7%	236.4	
15	Collagen	1977	655	2,371	1.1%	3.6	
16	Enviro Development	1977	953	0	0.0%	0.0	
17	Andros Analyzers	1980	279	2,677	1.2%	9.6	
	投資額合計 (Tandem、Genentechを除いた場合)		7,005 5,355	218,373 18,879	100.0%	31.2 3.5	27.3 2.4

(注) Wilson(1985)、pp. 70-71をもとに試算した。

(2) 特定ファンドの持つ競争力

次のQ.2の疑問はVCの成功要因についてである。現実の森羅万象を全てモデルに帰納させるのは見果てぬ夢であろうが、以下の事実からある一定の要因、すなわちVCの成功要因の一部分が読み取れそうに考える。

米国の超一流と言われるVCの多くは継続して優れたパフォーマンスを上げており、評価の高いファームは有望なベンチャー企業の投資案件や優れた起業家を獲得する傾向が強いことは経験知となってVC業界に行き渡っている。表6は、カリフォルニア大学が過去3度以上出資したVCファームが運営した各ファンドの投資倍率(D+RV/PI)を、同大学の出資回数順に分析したものである。個々の投資倍率の下段は全米のVCファンドにおける同じ設立年の平均投資倍率との差であり、これにより各ファンド運用成績の優劣が判明する。同大学が出資するVCファンドは一部であり、米国VCの全体像を表すわけではないが、高い評価を受けているVCにおけるファンド・パフォーマンスの特徴を把握できる。

第一に、業界で最上位グループ³³に位置付けられるVCは、長期間にわたり高いパフォーマンスを持続していることである。表6で最上位グループのVCはKPCBとSequoia Capitalであるが、KPCBが1980年以降の17年間に設立した8本のファンドを合計すると、カリフォルニア大学の得た平均投資倍率は8.3倍であり、同様にSequoia Capitalのファンドでも6.8倍にのぼっている。

表6 高評価のVCにおけるファンド・パフォーマンス

設立年	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1998	単純平均
Kleiner Perkins Caufield & Byers	出資回数 (D+RV)/PI		① 4.30	② 1.74		③ 2.01		④ 1.83			⑤ 4.01		⑥ 3.33		⑦ 32.51		⑧ 17.00		8.34
	平均との差		n.a.	-0.04		0.25		-1.06			1.42		0.12		27.17		12.20		5.72
Sequoia Capital	出資回数 (D+RV)/PI		① 1.82		② 2.42			③ 4.03		④ 5.30		⑤ 15.67			⑥ 16.39			⑦ 2.53	6.88
	平均との差		0.06		0.66			1.30		2.71		12.46			10.20			1.07	4.07
Institutional Venture Partners	出資回数 (D+RV)/PI						① 2.15		② 2.05		③ 3.00			④ 5.82		⑤ 6.75	⑥ 1.03		3.47
	平均との差						-0.53		-0.58		-0.08			0.48		1.95	-0.43		0.14
Mayfield Fund	出資回数 (D+RV)/PI		① 2.63		② 1.30				③ 3.93				④ 2.86			⑤ 3.12			2.77
	平均との差		0.87		-0.71				1.20				-0.35			-3.07			-0.41
Technology Venture Investors	出資回数 (D+RV)/PI			① 1.69		② 2.16				③ 3.67									2.51
	平均との差			-0.09		0.40				1.04									0.45
InterWest Partners	出資回数 (D+RV)/PI	① 2.23		② 1.74			③ 2.90				④ 1.65			⑤ 4.41			⑥ 2.90		2.64
	平均との差	n.a.		-0.04			0.22				-0.94			0.40			-1.90		-0.45

(注) The Regents of the University of California 開示資料データ(2010年3月末時点)をもとに作成。カリフォルニア大学の保有するVCファンドのうち、同大学が3度以上出資したVCファーム5社について各ファンドの投資倍率(D+RV)/PIを測定し、その投資倍率と図5で計測したNVCA会員のVCファンドにおける各設立年の投資倍率平均と比較した。網掛けのファンドは投資倍率10倍以上の「スーパースター・ファンド」。

第二に、これら2社は平均を上回るパフォーマンスを「継続して」実現しており、Sequoiaに至っては調査した7本とも平均を上回っている。さらには、両社は業界でスーパースター・ファンドと呼ばれる10倍以上の投資倍率をそれぞれ2本実現しており、これらの大成功によって両社の評価が高まった事実は数値を見るだけで頷けるものであろう。

第三に、両社以外の4社も全米では上位の評価を受けているVCであるが、カリフォルニア大学が継続してファンド出資を続けるだけの収益率を上げており、4社のファンドで投資倍率が1.5倍を下回ったものは1本だけである。最上位だけではなく、これら4社のファンド・パフォーマンスの継続をみても、経験が豊富で高い評価を得ているVCが好成績を上げている事実が確認できる。

高いリターンを上げたVCの成績が継続する傾向があるとの見解は、Kaplan and Schoar (2005) の先行研究で示されている。彼らは全米のファンドのデータを分析し、成績上位のファンドを運営したVCは次回のファンドの成績も上位となる確率が高いことを示している(表7)。もっとも、Q.2の疑問であるVCの競争力の要因まで十分に解明できている訳ではないし、またこれらの検証は過去の歴史的傾向であり、現在と未来を示すものではない。現在のVCに過去のモデルが当てはまるかどうかを証明することは不可能であるし、VCで何らかの構造変化が起こっている可能性もあるからである。

表7 高評価のVCにおける持続的パフォーマンス

		次回ファンドの成績分布		
		上位3分の1	中位3分の1	下位3分の1
現在の ファンドの 成績分布	上位3分の1	49%	31%	20%
	中位3分の1	30%	38%	32%
	下位3分の1	21%	31%	48%

(出所) Kaplan and Schoar (2005)、“Table IX: Transition Probabilities: Fund Performance”。

もう一つは、VCは高いファンド・パフォーマンスの実績によって資金調達力を獲得していると考えられることである。第3章(1)で述べたように、VCファンドの収益率は株式市場やIPO等の環境変化で大きく変動し、ファンド出資者が得る投資成果も時代により格差が大きい。10年にわたって固定資金をVCに委任する出資者は個別の運用を指図できるものでもなく、有限責任の出資者としてGPによる運用の成功と失敗を受け入れるしかない。ファンド出資者自身が能動的にできる意思決定は原則として新設ファンドに出資するか否かである。長期に高いパフォーマンスを上げているVCは、これまでファンド出資者に多くの収益をもたらしており、出資者と強い信頼関係を構築している可能性が高い。過去の高収益により累積的な収益率は他のVCや金融商品に比べ優位であるから、仮に直前のファンドの収益率が低く出資者が不満足であっても、新設ファンドで募集する金額は集まりやすく、VCは過去の高パフォーマンスによってファンド募集活動の労力を軽減することができる³⁴。このようなファンド出資者との長期的関係の濃淡も、VCにとっての重要な競争力と見ることができるだろう。

(3) VCの競争力

Q.3はベンチャーキャピタルへの本質的な問いかけである。VCが「危険な」ベンチャー企業に投資を行う理由は筋が通っているか、VCがなぜ多額の資金を投入するだけの経済合理性をベンチャーに見出しているかという疑問である。VCが他者よりも優れていなければ、長期にわたり継続して高いパフォーマンスを実現することは不可能であろう。さらには、先のファンド・パフォーマンスの偏在が継続しているという事実は、VCファーム（あるいはベンチャーキャピタリスト個人）の実力のうちの何かが一部に集中していると考えるのが本筋である。ギャンブルでも長期間勝てることは、運ではなく何か細工があるに違いないと普通は思うはずだ。

(a) ベンチャーキャピタルの実力と価値

こうしたVCが持つ他との差異（実力）について、以下の5つの仮説で考えてみる。

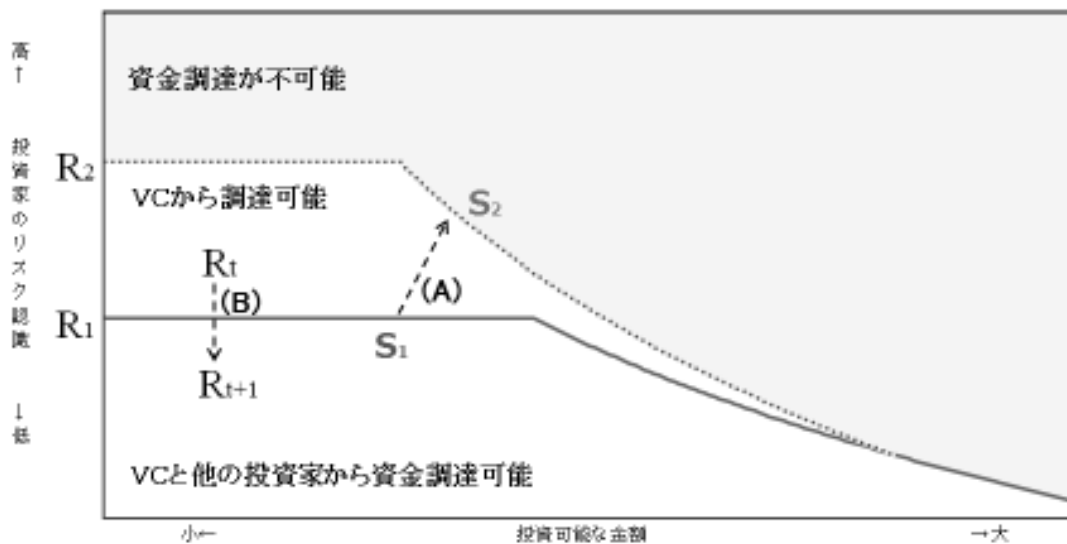
- H.1** VCは、他者が知らない（理解していない）技術、市場、ノウハウ等について情報を把握し理解しており、また他者より技術や業界の経験が豊富であり、関連するベンチャー企業のリスク認識が他者より低い。したがって、他者が投資しない企業に資金を投じることができる。また、他者が知らない投資候補企業や起業家を知っており、他者ができない案件に投資できる。あるいは、投資時点で高度な投資契約、優先株、役員派遣等の他者が活用しない手段を用いてリスクを軽減できる（＝投資前の能力）
- H.2** VCは、資金を集めて多額のVCファンドを組成することができるので、リスクが高く他者が投資しない案件も、ファンド内の他の投資先のリスクと期待リターンを勘案して投資できる場合がある。すなわち、VCはファンドの分散投資によって投資可能な母集団を他者より広げることができる。（＝分散投資）
- H.3** VCは、H.1.にあげた能力、情報力、経験があり、リスクの高いベンチャー企業に投資しても、他者よりも優れた経営指導や外部経営資源の投入が出来るから、成功の確率を引き上げることができる。（＝投資後の能力）
- H.4** VCは、他者がベンチャー投資の実力を認めている（評判が広まっている、評価が高い）ために、高名なVCから出資を得ようとする起業家、あるいは関連する支援の専門家が多数アプローチしてくる可能性が高い³⁵。このために、投資案件や関連情報が他者より増加蓄積させることが可能であり、数ある投資候補や情報から投資を選別することができる。（＝レピュテーションの経済性）
- H.5** VCは、高水準で多岐にわたる経験、情報、人脈と実績が蓄積しており、それらの経営資源を投資先の発展、企業提携、事業転換に活用していく。（＝範囲の経済性）

このうち、H.1からH.3までについて、投資家の限界的な資金供給曲線に単純化させて説明する（図14）。一般に、ベンチャー投資では資金を求める起業家と投資家は情報が非対称である。すなわち、投資家が評価する事業リスクが起業家の考えるものとは異なり、かつ投資家は起業家ほどの情報を保有していないから（情報の非対称性）、投資を行う不確実性は高い。したがって、通常、一般の投資家は自らが認める一定の事業リスク（ R_1 ）を超えるプロジェクトには手を出さない。ここで、VCは、H.1とH.2の理由に基づいて他の投資

家の投資しないリスクの高いベンチャー企業 ($>R_1$) に投資を行い、これによって最大リスクが R_1 までのベンチャー企業でなければ資金を調達できなかったものが、VCの存在により最大リスクが R_2 までのベンチャー企業の資金調達が可能になり、彼らへの限界的な供給曲線は S_1 から S_2 にシフトする。VCは他者が投資しない企業に取り組む以上、応分の収益を求める訳であるけれども、 $(R_2 - R_1)$ 範囲のリスクにあるベンチャー企業においてはVC資金調達の可能性が広がるという意義が生まれる。= (A)

VCは投資前に他者より高リスクを選択すると共に、投資後においては経営指導や経営陣の強化等の育成・支援を行い、投資先のリスクを低下させる働きかけを行うことによって成功確率（資金の回収可能性）を高めようとする。これは、図の R_t から R_{t+1} にリスクを低下させるための行動である。= (B)

図1 4 VC投資におけるリスクと投資額の関係



(注) S_1 は一般の投資家がベンチャー企業に資金供給可能な限界、 S_2 はVCの限界を示す。縦軸は一般の投資家が認める事業リスクとした。

VCの取る行動が、(A)、(B) のいずれにせよ、どちらかの理由に基づく行動であれば経済合理的な行動と言えるが、H.1からH.3の理由がない中で、 R_1 を上回るリスクの企業に投資をした場合、それは「理屈に合わない慎重さに欠けた投資」と認識されるだろう。しかし、通常VCの意思決定は外部者と協議されることはないから真実を知ることは難しい。

(b) ネットワークとベンチャーキャピタル

また、先のH.1からH.5で整理したベンチャーキャピタルの実力のうち、H.2以外に共通しているのは、蓄積された先端的な情報、人脈、経験等の「外からは現認できない、明文化できない知的財産」であり、これらを有効に活用することが、VCが実力を発揮するキーポイントと考えることができる。

しかし、金融やコンサルタントのような専門職種ではよくあることだが、上の知的財産なるものは設備や特許ではなく文書情報も稀であるから、他者がそれらを理解することは難しい。VCは、この知的財産を理解し活用しうる少数の専門プロフェッショナル（同業のVC、インベストバンカー、起業家、弁護士、会計士、コンサルタント、研究者など）以外の人々や組織と幅広く交流しても、自社の経営資源を有効に活用できない可能性が高いといえる。言い換えれば、専門性が特化しその水準が高いVCと、多少関連知識がある人間が仕事をしても、それが効率的である可能性は低い。

この状況下では、類を以て集まり、同気相求むことが合理的（効率的）であり、また業務に関連しない人々との接触は自らのメリットにつながりにくく非効率と見なされるから、VCが多くの人々とコンタクトする、あるいは全方位外交で行動するというインセンティブは乏しい。優秀な人材から先端的で質の高い情報や人脈を発掘することがH.1のように成功確率を高める手段である以上、特定の間人や集団に対して深い関係、いわゆる親密な「ネットワーク」が重要な意味を持つてくる。

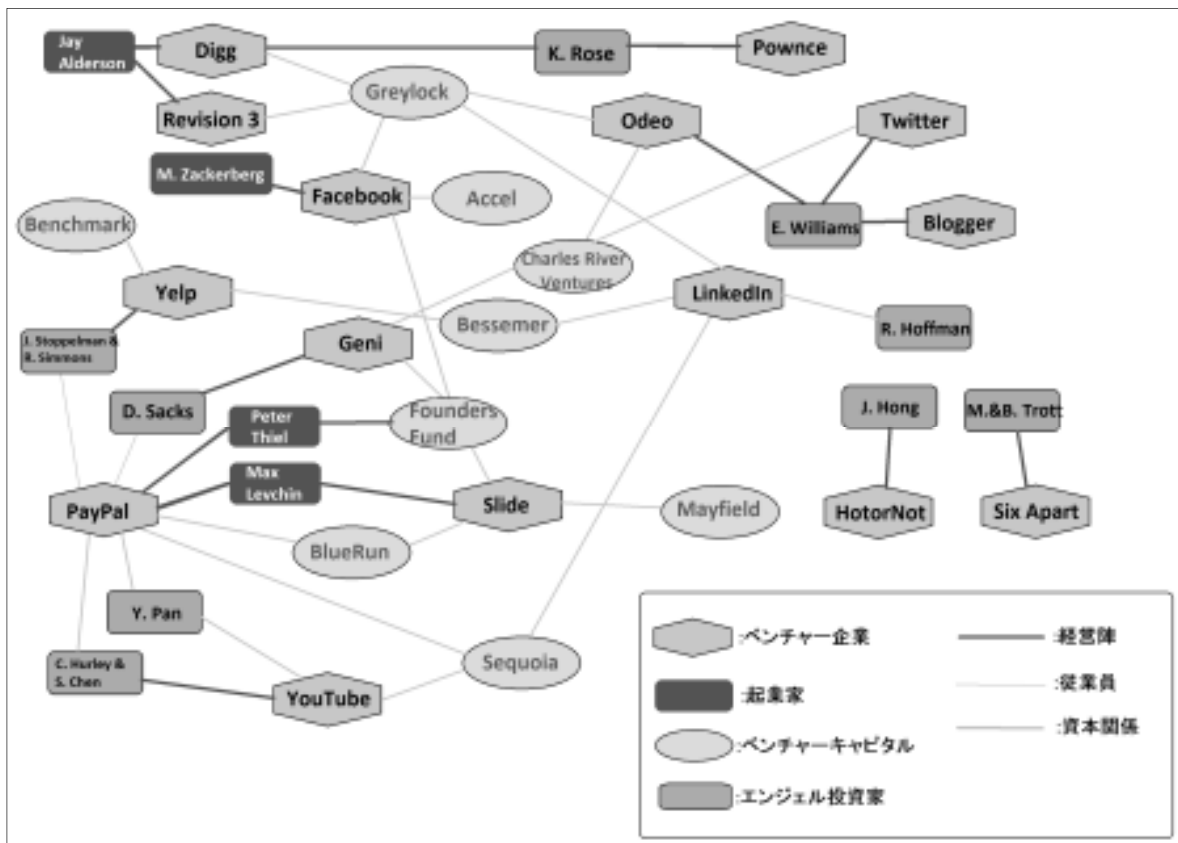
こうしたネットワークの重要性は、ハイテク産業のビジネスの現場で度々語られてきたものである。歴史をみても、1957年にショックレー半導体研究所からスピアウトした集団の企て³⁶がシリコンバレーにおけるベンチャー企業のはじまりであり、またエンジニア達が社外のバーや会合に集まって密に情報交換をするのが日常的というネットワーキングの文化がこの地で広範囲に形成されている³⁷。

VCのネットワーク重視の典型例は、本社オフォスの集積である。投資案件や業界関係者はシリコンバレー一帯に存在するから、利便性からこの地に本拠を置くのは合理的である。しかし、シリコンバレーのVCは大都市のオフィス街から離れた郊外に本拠を置くケースが多い。本来は情報が集まりやすい大都市を避け、あえて他に何もない郊外に集中している事実VCのネットワーク重視を見出すことができる。現在の拠点状況を調査すると、シリコンバレーにあるVCファーム366社のうち162社がメンローパーク、71社がパロアルト、102社が大都市のサンフランシスコであり、メンローパークが拠点の162社のうち67社がサ

ンドヒルロードの1マイル範囲内、さらにその中の28社はサンドヒルロード3000番地の同じオフィスビルに本社がある³⁸。こうした現象は東海岸のボストン、西のサンディエゴでも同様である。

さらに、VCが距離の離れたベンチャー企業にはほとんど投資を行わないことも、ネットワークの経済性からみれば合理的な行動である。現実をみれば、VCは自社の経営資源やネットワークを利用しにくい遠距離の企業に投資することは避けており、VCの本拠から半日以上かかる場所にある企業に投資することは少ない。例えば、先のKPCBの米国内の投資先をみると、2009年に投資した28社の中でシリコンバレー以外の企業は3社にすぎない。

図15 ベンチャー企業のネットワーク (例)



(注) Le Bret, H. (2007) のブログより原図を引用。 <http://www.startup-book.com/tag/web20/>

このようなネットワークは、VC同士やVCとベンチャー企業の関係だけのものではない。シリコンバレーのような一定の地域で活動する多数のVC（キャピタリスト）、ベンチャー企業（起業家）、エンジェル、他業態の投資家などが複層的につながったネットワークであり、それらは密接な関係、薄い関係、投資に関わるもの、研究に関わるもの、あるいは純

絆な友人関係など、多種多様な人間関係であると考えられる。これらの基本関係はどこの世界にもある人間同士のつながりであるものの、ハイテクとベンチャー企業という同じ世界で密接な関係を作り、かつ個人がそれを積極的に活用している点に特徴がある。概念だけでは理解しにくいのが、例えば図15のように、FacebookやTwitterの2社の関係を見ても、VCだけではなく起業家やエンジェル、あるいはDigg、LinkedInといったライバル企業やPayPalのような過去にスタートしたベンチャー企業とのつながりを、個人間のネットワークを介して垣間見ることができる。

5. おわりに：今後の展望と日本への示唆

以上述べてきたように、米国のベンチャーキャピタルは、トップクラスとそれ以外のVCファームとは規模や収益性で大きな差異があり、平均でおしなべては十分に解明できないことを主張してきた。VCファームもキャピタリストも、大半はシリコンバレーを本拠としながらも、それぞれの個性と実力を押し出しながら専門分野を違えて活動している。

ネットバブルの時代は、VCの最盛期であり拡大期であった。しかし、その後の不振を経た後の最近ではプライベート・エクイティやエンジェル投資家の存在感が増している。PEはレイターステージやメザニンステージの大型増資で重要な投資家になり、エンジェルはシードからアーリーステージまでの初期の資金調達において確固たる地位を占めている。

また、VCの中においても形態変化が現れている。エンジェルがグループを組んで出資してベンチャー投資ファンドを作り、彼らのファンドがシードだけでなくシリーズA以降にも投資を行っており、スーパー・エンジェルと呼ばれている。VCにおいても、シードとシリーズA段階での少額投資を専門とするマイクロ・ベンチャーキャピタルあるいはリーン・ベンチャーキャピタル（Lean Venture Capital）と呼ばれる組織が登場し、費用を抑えた低コストのベンチャー企業へ投資しており、第2章（3）で述べた1970年代のVCの姿を彷彿とさせる。Graham（2010）は、こうしたベンチャー投資の現状を「VCとスーパー・エンジェルの競合による混乱期」と述べている。

既に世界企業となって活躍しているFacebookやGroupon、Zyngaのようなベンチャー企業でも、VCファイナンスの前にエンジェルから資金を調達し、また新形態のマイクロVCがシリーズAに参加している。今後は、クリーンテックのような大規模資金の必要なセクターと、低コスト経営が可能なネットベンチャーのそれぞれにおいて、投資家がアドバンテージを活かして住み分かれる現象が拡大していく可能性が考えられる。

米国のベンチャーキャピタルは岐路にある。パフォーマンスが低迷し、投資は競合が増えている。しかし、IPO市場が沈滞していてもM&Aにより乗り越えていこうとし、ネットバブル崩壊後の課題に対しても、クリーンテックとソーシャルサービスを投資側が自ら主導して大規模ベンチャーを組成し育成し、また新興国の成長に対してはアジア投資やグローバル展開のためのグロース・キャピタル投資を拡大してきた。外部環境が不利でも、VC自らが主体となって新産業を創出しようとする活力があるといっても過言ではない。

ひるがえって日本のベンチャーキャピタルをみると、投資の長期低迷やIPO市場の停滞、投資先の不祥事等、明るさを感じる情報は少ない。しかしながら、こうやって日本のVCを総べまとめては事実を見誤るかもしれない。本稿で述べた米国のように、日本も大小各地のベンチャーキャピタルが異なる多様な特徴と持ち味によって活動しているはずであり、総論だけに留まって個別の現実を見落としている可能性もある。

単純性で言い表すのは、踏み込んだ探求が不足しているからでもある。日本のVCは米国と同様に収益性が分散しているのか、VCにより特徴や投資手法が異なるのか、ネットワークを活用した経営手法であるのか、経営支援が具体的にどのようなものであるかなど、考察すべき領域は数多く残されている。かねてより日本のVC産業は情報開示に無関心な傾向があり、また研究者側の取り組みも不十分であったために、十分な考察がなされないまま総花的な論調が続いてきた。こうした中、ともすれば幻想が半ば常識になる傾向があるという太原（2001）の指摘は大筋で首肯できる。

日本でシリコンバレーのシステムを持ち込もうとする運動は十数年にわたって行われてきたが、我々はベンチャーキャピタルを踏み込んで考察し、彼らの行動とそのアドバンテージを十分に理解しているとはいえない。単なる日米比較や漠然とした憧憬よりも、米国の先端的手法とインフラストラクチャーを具体的に探求する行動が必要である。ただし、米国流の導入が日本のVCにとって真に効率的かどうかは、本稿で自信を持って主張することはできない。（了）

〔参考文献〕

- 青木昌彦、安藤晴彦〔2002〕、『モジュール化—新しい産業アーキテクチャの本質』、東洋経済新報社。
- アナリー・サクセニアン〔1995〕、『現代の二都物語』、講談社。
- 今井賢一・監修〔1998〕、『ベンチャーズインフラ—攻めの「セーフティネット」をつくる』、NTT出版。
- 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。
- 仮屋広郷〔2003〕、「ベンチャー・キャピタル・ファンドに関する基礎理論的考察」、『一橋論叢』130(1)、pp. 18-51。
- 忽那憲治〔1997〕、『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス：日・米・英の国際比較』、東洋経済新報社。
- 小門裕幸〔1996〕、『エンジェル・ネットワーク：ベンチャーを育むアメリカ文化』、中央公論社。
- コーポレート・ガバナンス評価研究会〔2004〕、「「モノ申す」株主の光と影—情報公開でカルパース訴えられる—」、2004年10月05日。(http://www.cgi-research.com/articles/04100501.php)
- 神座保彦〔2005〕、『概論 日本のベンチャー・キャピタル』、ファーストプレス。
- 大和ファンド・コンサルティング〔2007〕、「国内外の年金スポンサーによるオルタナティブ投資の現状と展望」、『年金ニューズレター』2007年1月号。
- 太原正裕〔2001〕、「コラム：幻想のベンチャーキャピタル（2）」、『Tech Venture』2001年08月30日。(http://techventure.ldblogger.jp/archives/cat_50046101.html)
- 鶴光太郎〔1992〕、「ハイブリッド型金融システムとしてのベンチャー・キャピタル：アメリカの経験から何を学ぶか」、『Economics Review』No.1、経済産業研究所。
- 中嶋啓浩、浅井重子〔2000〕、「日本のベンチャー・キャピタル・ファンドのパフォーマンス特性」、『証券アナリストジャーナル』2000年4月号、pp.33-48、日本証券アナリスト協会。
- 西澤昭夫〔1998〕、「ベンチャーキャピタルの変質とリミテッドパートナーシップの普及：アメリカにおけるプライベート・エクイティ・マーケットの展開」、『東北大学研究年報経済学』60(3)、pp. 323-340。
- 西澤昭夫〔2000〕、「エンジェル・ネットワークの形成と展開：アメリカにおけるプライベート・エクイティ・マーケットの拡散」、『東北大学研究年報経済学』61(4)、pp. 577-596。
- 西澤昭夫、若林直樹、佐分利応貴、忽那憲治、樋原伸彦、金井一頼〔2010〕、「NTBFs の簇業・成長・集積のためのEco-systemの構築」、『RIETI Discussion Paper Series』01-J-024、経済産業研究所。
- 長谷川博和〔2006〕、「日本ベンチャーキャピタルのIRR向上の研究--IRR向上に寄与する要因分析を中心として」、『ベンチャーズ・レビュー』2006年3月号、pp.23-32、日本ベンチャー学会。
- 秦信行〔2010〕、「ベンチャーコミュニティを巡って：最近の米国VC事情」、『THE INDEPENDENTS』2010年9月号、p. 16。
- 秦信行〔2001〕、「シリコンバレーとベンチャーキャピタル」、『証券アナリストジャーナル』2001年3月号、日本証券アナリスト協会、pp. 65-84。
- 濱田康行〔2009〕、「危機に瀕するベンチャーキャピタル」、『月刊金融ジャーナル』2009年1月号。
- 濱田康行、桐畑哲也、片川真実〔2006〕、「我が国ベンチャーキャピタルの投資実態」、『京都大学大学院経済学研究科Working Paper』No. J-55。
- 濱田康行、澤邊紀生、桐畑哲也、片川真実、宮宇地俊岳〔2007〕、「機関投資家のプライベート・エクイティ投資—日本の実態と国際比較—」、『京都大学大学院経済学研究科Working Paper』No. J-58。

- Aoki, M. [2000] , “Information and Governance in the Silicon Valley Model”, *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2000, pp. 169-195.
- Austin, S. [2009] , “Majority of VCs in Survey Call Industry ‘Broken’”, *Wall Street Journal Blog*, June 29, 2009. (<http://blogs.wsj.com/venturecapital/2009/06/29/majority-of-vcs-in-survey-call-industry-broken/>)
- Bloomberg Businessweek [2009] , “The “Lost Decade” for Venture Capital” , June 10, 2009. (http://www.businessweek.com/the_thread/economicsunbound/archives/2009/06/_venture_capita.html)
- Bygrave, W.D. and J.A. Timmons [1992] , *Venture Capital at the crossroads*, Harvard Business School Press.
- Cambridge Associates [2010] , “U.S. Venture Capital Index and Selected Benchmark Statistics” , May 14, 2010.
- Cochrane, J. [2003] , “The risk and return of venture capital”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, pp.3–52.
- Deloitte & Touche LLP and the National Venture Capital Association [2010] , “The 2010 Global Venture Capital Survey” , July 14, 2010.
- Eberhart, R. [2010] , “Dialog on Japan’s Entrepreneurial Ecosystem”, *Stanford program on regions of innovation and entrepreneurship*, January 21, 2010. (http://sprie.stanford.edu/events/dialogue_on_japans_entrepreneurial_ecosystem/)
- Gompers, P. [1994] , “The Rise and Fall of Venture Capital” , *Business and Economic History*, Vo.23, pp. 1-24.
- Gompers, P., A. Kovnera, J. Lerner, and D. Scharfsteina [2008] , “Venture capital investment cycles: The impact of public markets”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 1-23.
- Graham, P. [2010] , “Want to start a startup? “, *The New Funding Landscape*, October 2010. (<http://paulgraham.com/superangels.html>)
- Hsu, D.H. and M. Kenney [2005] , ”Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973”, *Industrial and Corporate Change*, vol.14, pp.579-616.
- Kaplan, S.N. and A. Schoar [2005] , ”Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows”, *The Journal of Finance*, Vol. 60, Issue 4, pp. 1791–1823.
- Kaplan, S.N. and J. Lerner [2010] , “It Ain’t Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 22, pp. 36–47.
- Kedrosky, P. [2009] , “Right-sizing the U.S. venture capital industry”, Kauffman Foundation, pp.1-8.
- Jeng, L. and P. Wells [2000] , “The determinants of venture capital funding: Evidence across countries”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, pp. 241-289.
- Lawton, K. [2010] , “The New Face of Venture Capital”, March 4, 2010. (http://www.trendcaller.com/2010_03_01_archive.html)
- Lebret, H. [2007] , *Start-Up: What We May Still Learn From Silicon Valley*, Create Space.
- Lerner, J. [2010] , “Private Capital in the Wake of the Crisis”, *Private Capital and Public Impact*,

Brookings Institute, September 30, 2010.

Lerner, J. [1995] , “Venture Capitalists and the oversight of Private Firms,” *Journal of Finance*, Vol.50, pp. 302-318.

Metrick, A. [2006] , *Venture Capital and the Finance Innovation*, Wiley.

National Venture Capital Association [2010a] , “NVCA Yearbook 2010”, March, 2010.

National Venture Capital Association [2010b] , “Venture View 2010: NVCA Predictions Survey Results”, January, 2010.

National Venture Capital Association and Cambridge Associates [2010c] , “U.S. Venture Capital Index and Selected Benchmark Statistics”, July, 2010.

National Venture Capital Association [2009] , “NVCA 4-Pillar Plan to Restore Liquidity in the U.S. Venture Capital Industry”, April 29, 2009.

(<http://www.slideshare.net/NVCA/nvca-4pillar-plan-to-restore-liquidity-in-the-us-venture-capital-industry-1360905>)

Ueda, M. and M. Hirukawa [2008] , “Venture Capital and Industrial ‘Innovation’”, *C.E.P.R. Discussion Papers*, Vol.7089.

Wilson, J.W. [1985] , *The new ventures: Inside the high-stakes world of venture capital*, Addison-Wesley.

Wall Street Journal [2010] , “Venture-Capital Firms Caught in a Shakeout” , March 9, 2010.

(<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703915204575104221092909884.html>)

〔 注 〕

- 1 SNS（ソーシャル・ネットワークキング・サービス）は、インターネット上で人と人とのつながりを促進・サポートするコミュニティ型の社会的ネットワーク事業。
- 2 2010年8月時点の投稿数。
- 3 ここにあげたベンチャーの創業者は全員が他地域からシリコンバレーに移って創業している。Elon Musk（CEO、Tesla Motors）は南アフリカ、Mark Zuckerberg（CEO、Facebook）はハーバード大学、Evan Williams（CEO、Twitter）はネブラスカ州、K. R. Sridhar（CEO、Bloom Energy）はインドの出身。
- 4 Deloitte & Touche LLP and the National Venture Capital Association（2010）, p. 2。
- 5 本稿では1999年初頭から2000年前半までをインターネットバブルの時期とした。この期間においてはIT・インターネット関連の新興企業ブームが起こったが、2000年初頭から企業の優勝劣敗や一部企業の破綻・頓挫が明らかになると2000年秋から株価が暴落しバブルは崩壊した。
- 6 クリーンテック（クリーンテクノロジー）は、ソーラー発電、風力発電、燃料電池の代替エネルギーや、水・空気・土壌の浄化、新素材関連などの分野で、天然資源消費、温暖化ガス排出や廃棄物を減らし再生可能な資源を活用する技術。
- 7 ソーシャルメディアは、インターネットを軸とする情報通信技術を用いて、誰でも参加できる社会的インタラクティブを通じて情報を広げ参加者が交流できるように設計されたメディア。電子掲示板、ブログ、SNS、動画音楽共有、インスタントメッセージ、ウィキ、ポッドキャスト、ソーシャルブックマーク、カスタマーレビューなど多彩な形態のサービスが含まれる。
- 8 グロース・キャピタル投資とは、企業が投資ファンド等から調達したリスクマネーを活用し、M&Aを通じて企業価値の向上、事業拡大を目指す戦略。企業が増資資金調達で手当てした資金で企業買収を実施し、その企業の価値を向上させた後、株式の市場売却等により投資額の回収を行う。
- 9 VCファンドの資金調達額は、ファンドへの出資実行額ではなく、出資約束額（コミットメント）のデータで統計が収集されている。実際のファンド出資実行は、VCファンドの資金入要時期に合わせてVCが出資を約束したファンド投資家に事前通知を行い、投資家は指定期日までに払い込む形式を取っているため、その実態に適応したデータ整備が行われている。
- 10 コミュニティ型の会員制サイト内でブログ、メッセージ、ゲーム、アルバム等のサービスを提供するビジネス。2003年以降に急速に世界中に広まっており、世界市場ではFacebook、MySpace、日本ではミクシィ、グリー、モバゲータウン等が知られる。
- 11 SNSの中で提供されるユーティリティ上で、ユーザー同士がコミュニケーションを取りながら行うオンラインゲーム。アメリカ等の英語圏ではFacebookで人気のゲームアプリケーション「Farmville」（ゲーム開発ベンチャーのZyngaがFacebook等に提供）は6200万人のアクティブユーザー数を持つとされ（2010年9月末、Facebook社データ）、日本ではミクシィの「サンシャイン牧場」やモバゲータウン等の「怪盗ロワイヤル」がある。
- 12 PEファンドは、VCファンドと同じく未公開企業投資を目的とした私募ファンドであるが、未発展段階のベンチャーを対象とするVCファンドとは異なり、MBO、買収、企業再生、あるいはターンアラウンドやディストレスのファイナンスを行うファンドである。他に、バイアウトファンドあるいはメザニンファンドとも呼ばれる。
- 13 ただし、2010年からコーポレート・ベンチャーキャピタルの投資額は増加に転じており、2010年1～9月のCVC投資額は前年同期比62%増である。これは大企業のクリーンテック投資の増加が原因である。
- 14 例えば、Business Week（2009）の記事はVCの成長性を疑問視しており、Wall Street Journal（2010）の記事はVCが今後淘汰する可能性について述べている。
- 15 Bygrave and Timmons（1992）, p.10。
- 16 NVCA（2010a）, pp.9。
- 17 通常、VCやPEファンドによる投資実行案件（増資案件）をディールと表現する。

- 18 CrunchBaseはハイテク情報通信社TechCrunchが運営する情報データベースで、ハイテク企業の企業情報と、VC・エンジェル投資家・事業会社等によるベンチャー投資データが配信されている。
- 19 CrunchBaseのベンチャー企業情報は、実質的に対象がテクノロジーベンチャーに限定されている。したがって、全米におけるエンジェルの規模という観点では、テクノロジー系以外にも含めればさらに件数、金額は大きいと考えられる。
- 20 本稿でいう「ファンドの投資倍率」は、(分配額+残存価値) / 出資額の倍率を指し、「個別企業の投資倍率」は、(投資回収額、またはある時点の投資資産の価値) / 投資額の倍率を指している。以下同じ。
- 21 例えば、Kleiner Perkins Caulfield & Byersが1994年に組成したKPCB-VI号ファンドは最終的に32.2倍の投資倍率(=分配金+残存価値/出資額)、同じくSequoia Capitalが1995年に組成したSequoia Capital-VIIは最終的に15.1倍の投資倍率であった。以上のデータは、カリフォルニア大学監督局の開示資料により筆者が算出した。
- 22 大和ファンド・コンサルティング(2007)、p.3。数値は各年9月末時点に関するアンケート調査結果で、アメリカの運用資産上位200の年金基金の確定給付資産部分が対象。
- 23 NVCAは全米の400社強のVC会員が加盟。VC数で見れば約50%のカバレッジだが大手中堅のVCはほとんどがNVCA会員である。
- 24 NVCAはCambridge Associates社と調査で提携しており、Cambridge社がNVCAに代わりNVCA加盟のVCのデータを集計分析し、両者が合意したメソッドでリターンに関するデータを公表している。データは全VCファンドの平均、標準偏差、リターン上位1/4ファンドの平均、下位1/4ファンドの平均等の平均値に限定したデータであり、個別ファンドのリターンに関するデータは両社によっては公表されていない。
- 25 NVCAとCambridge Associatesは、2009年4月からD/PI、RV/PIという投資倍率をファンド・パフォーマンス測定に採用した。これは、VCファンドでリビングデッド投資先の残存価値がパフォーマンスに少なからず影響を与えているのに対して、IRRによる計測法はそれらが反映されないという指摘に対応したものとされている(NVCAへのヒアリングによる)。
- 26 このファンド・パフォーマンス調査は、2010年3月末調査の場合、1981年から2009年までに設立されたNVCA会員のVCが運営する1294本のファンドを対象にしている。
- 27 1999年から2010年にかけての運用期間においては、NASDAQ Composite指数が1999年12月末4069.31、2000年12月末2470.52、2009年12月末2269.15、ニューヨーク証券取引所のダウ工業株平均指数は同時期にそれぞれ11497.12、10787.99、10428.05であり、この期間では下落ないし停滞している。
- 28 アメリカ連邦政府情報公開法(The Freedom of Information Act, FOIA)は、1966年7月に成立した法律。本文に関する情報公開法に基づく提訴は、以下が代表例である。
- 2002年10月16日、地方新聞社サンノゼ・マーキュリー・ニュースが、カルパースを以下のように年金資産の運用実績について受益者に対して一部の情報を公開していないとして告訴した。①カルパースは従来、同基金の運用資産内容の全てと運用利回りを公表してきたが、2001年4月以降は未公開株式投資について運用実績などの情報公表を行っていない。②カルパースはオルタナティブ投資の比重を高めてきたが、ITバブル崩壊の影響を受けて最近1~2年の運用利回りが相当悪化したと思われるが、この件について情報を公開しなくなった。③同基金の都合により運用実績を公表しないのは、情報公開法違反である。
- 提訴から1ヶ月後、裁判所はカルパースに対して「ベンチャーキャピタル、プライベート・エクイティ投資の運用成績も公表出来ないならば、その合理的理由を3週間以内に証明せよ。」と命じた。2002年12月18日、カルパースはプライベート・エクイティ投資の運用成果についての適切な開示様式を制定することでサンノゼ・マーキュリー・ニュースと合意したと発表した。
- 以上については、コーポレート・ガバナンス評価研究会「モノ申す株主の光と影ー情報公開でカルパース訴えられるー」(2004年10月05日)を筆者が要約した。
- 29 業界では、一般に、出資額に対し5倍以上の分配があったVCファンドを「スター・ファンド」、10倍以上の分配があったVCファンドを「スーパースター・ファンド」と呼んでいる。
- 30 VCファンドは運用期間を10年とすることが多く、設立後10年未満のファンドは今後分配が生じて収益が大きく変動する可能性がある。ここではカリフォルニア大学の保有する115本のVCファンドのうち、通常のVCファンドの満期が到来したものと考えられる2000年設立以前のファンド61本を抽出して計測した。

-
- 3 1 Lerner (2010) , p.11。
- 3 2 Wilson (1985) , pp.69-88。
- 3 3 最上位グループのVCについては、例えばMetrick (2006) では、Accel Partners (Palo Alto, CA)、Benchmark Capital (Menlo Park, CA)、Charles River Ventures (Waltham, MA)、KPCB (Menlo Park, CA)、Matrix Partners (Waltham, MA)、Sequoia Capital (Menlo Park, CA) の6社を最上位グループのVCとしている。
- 3 4 実際、最上位のKPCBやSequoiaが募集するVCファンドは、既存のファンド出資者の応募によってごく短期間に完了すると言われている。
- 3 5 評価が高いベンチャーキャピタルに起業家が多数アプローチする現象はシリコンバレーでは周知の事実である。VCも世間から評判の順にグループ分けされており、トップグループ、準トップグループ、第二グループ、第三グループ、専門分野グループ、その他というようなランク付けがなされている。VCの出資を考える起業家のほとんどは、可能ならばトップや準トップVCへの出資を望み、また上位のVCは良質の紹介者とのネットワークが緊密であるために、双方の効果から良質な投資案件や優秀な起業家が上位VCに集まっている、と語られているのが現実である。
- 3 6 1957年にショックレー半導体研究所をスピニアウトした8名が、フェアチャイルドセミコンダクター(1957年創業)や後のインテル(1968年創業)の中心メンバーになった事実は、シリコンバレー初期の歴史として名高い。
- 3 7 サクセニアン(1995)、pp.68によると、「シリコンバレーの技術者たちがアイデアを交換したりうわさ話を楽しんだりする溜まり場として人気のあったマウンテンビューのバー、ワゴン・ウィールは、「半導体産業の泉」と呼ばれていた」とある。
- 3 8 SVbiz LAW.comのホームページ"Venture Capital Directory - Silicon Valley"のデータを使用して、シリコンバレーのVCについて本社所在地を調査集計したもの。