

近未来金融システム創造プログラム第4回講義レポート

第4回目となる本日は、ソラリス・マネージメント株式会社代表取締役の戸矢博明様と株式会社東京大学エッジキャピタルパートナーズ代表取締役 COO、マネージングパートナーの坂本教晃様から「投資ファンドは何を目指すか」という題目で講義が行われた。戸矢博明様には、投資ファンド概論と役割をご説明いただき、坂本教晃様には日本のベンチャーキャピタルや実際にどのような観点で投資先のスタートアップを見るかについてお話しいただいた。

戸矢博明様 ファンド概論

ファンドとは集団投資スキームであり、銀行が自分の名前で預金を集め貸し出すのに対し、ファンドも同様に資金を集めるが、重要な違いがある。ファンド自体は単なる「箱」であり、実際の運用は別の主体（ジェネラルパートナー等）が行っている。この構造により、ファンドは柔軟性を持っており、例えば、アメリカの投資家向けの税制対応や日本の投資家向けの税制対応など、多様な投資家のニーズに応じた設計が可能となる。ファンドの管理機能は外部委託されることが多く、カストディアンと呼ばれる投資家の代わりに有価証券の保管や管理を行う金融機関がファンドの資産管理を行っている。取引の仲介はプライムブローカーという証券取引の執行や資金調達などを行う金融機関が行い、会計士が監査をそれぞれ担当している。

ファンドの投資対象は多岐にわたり、伝統的な上場株式、債券、不動産のみならず、より特殊な投資対象として美術品、ワイン、船舶、アニメなどもある。さらに現在では、社会的課題解決を目指したインパクト投資ファンドなど新しい形態も登場している。

規制の観点では、投資家は「機関投資家」と「一般投資家」に区分され、規制の在り方が異なる。一般投資家向けの商品は保護の観点から標準化され透明性の高いものに限定されており、例えば不動産投資信託（リート）は厳格な基準を満たした不動産のみを対象とするため安全性は高いが、その分リターンも限定される。一方、機関投資家向けには柔軟性のある商品設計が許容され、より高いリターンを追求できるという特徴がある。

代表的なファンドの形態としては、プライベート・エクイティ（企業買収・経営改善）、ベンチャーキャピタル（将来性ある新興企業への投資）、ヘッジファンド（市場での取引を中心とした多様な戦略）などがある。ベンチャーキャピタルは特に、まだ収益が出ていない企業に投資することが多く、経営者の人間性を重視した「人への投資」という側面が強い。

ファンドの役割

ファンドの社会的役割を理解するうえで、渋沢栄一という言葉である「銀行に集まってこな

いお金は雫がポタポタ垂れている状態と変わらず力を持たない。銀行により集まりそれが流れていけば川になり、合流して大きな大河になれば強い原動力となる」という原則はファンドにも当てはまっており、資金を集約し、効率的に配分することで社会全体の発展に貢献することが必要である。

近年、銀行だけでは対応できない資金需要が増加している。背景には二つの大きな要因がある。一つ目は銀行危機（1997年から2003年の日本の金融危機、2008年のリーマンショック）を経て、銀行に対する規制が強化されたことである。バーゼル規制などにより、銀行はリスクの高い融資を制限されるようになった。二つ目は事業環境の変化である。銀行は実績のある事業には融資しやすいが、新しい分野には消極的になりがちである。このような状況において、ファンドは銀行が対応できない分野を補完する役割を担っている。中でも特に重要なのが、プライベート・エクイティ、ベンチャーキャピタル、ヘッジファンドといった形態である。

プライベート・エクイティは企業の全体や大部分を買収し、経営改善や成長支援を行う。さらに事業再生や産業再編といった大きな変革にも関与する。ベンチャーキャピタルは新興企業に投資し、上場や売却までサポートするのが特徴である。この際、まだ赤字でキャッシュフローがマイナスの段階から投資するため、通常の融資とは異なるアプローチが必要となる。ヘッジファンドは市場での取引を中心に、様々な戦略で投資を行い、市場の非効率性を見つけて利益を上げることを目指す。

ファンドが投資判断をする際には、キャッシュフローの予測と適切な割引率の設定が重要となる。しかし、これは単純な作業ではなく、情報の非対称性（企業が公開している情報が全てではない）や予測の不確実性を考慮する必要がある。また、買い手によって同じ企業の価値が異なることもある。例えば、かつての高格付けを持つGEが保険会社を買収する場合、GEの低い資金調達コストを活かせるため、他の保険会社よりも高い価格を提示できた例がある。

ファンドの今後については、銀行がカバーできない分野やリスクの高い領域で、ファンドの資金仲介機能の重要性は増していくため、社会的役割がさらに拡大すると予想されている。また、機関投資家向けだった商品が標準化されることで、一般投資家へのアクセスも向上していくだろう。

コーポレートガバナンスについて

コーポレートガバナンス分野では、日本独自の「ローカルルール」からの脱却が進んでいる。従来の日本企業と株主の関係は、株主を近づけたくないという雰囲気があったが、これが日本企業の株式市場での過小評価につながっていた。「コーポレートガバナンス・コード」や「スチュワードシップ・コード」の導入により、企業の統治の透明性向上や株主との対話促進が進み、外部取締役の導入など一定の成果が出ている。

しかし課題も残っており、外部（社外）取締役の数は増えたものの、その役割について

の認識に違いがある。日本企業は「経営陣にないスキル」として法律や会計の専門家を選ぶ傾向があるが、投資家側は実際のビジネス経験を持つ人材を求めている。また、株主から推薦された人物を取締役に迎えることへの抵抗感も残っている。

こうした状況を改善するには、業界関係者が積極的にルール形成に関与することが重要である。東京証券取引所が推進する資本コストや株価を意識した経営の実現など、様々な取り組みがなされており、「海外ではこうだが、日本流にアレンジするにしてもこの原則は守るべき」といった形で建設的な対話を続けることで、日本の金融・資本市場の発展に貢献できる。これは次世代の金融業界を担う人材にとっても重要な課題である。

以上のように、ファンドは単なる投資の手段ではなく、資金の効率的な配分を通じて社会全体の発展に貢献する役割を担っている。今後も技術革新や規制変化に対応しながら、その役割はさらに拡大していくと考えられる。

坂本教晃様 岐路に立つ日本の VC

日本のベンチャーキャピタル（VC）業界は過去 10 年間で大きな変革を遂げたと言える。まずファンドのパフォーマンスを見ると、2012-2014 年ビンテージの日本の VC ファンドは DPI（投資家への分配金総額÷投資元本総額の比率）において北米やヨーロッパの同業他社を上回る成績を残している。業界規模も拡大し、日本ベンチャーキャピタル協会の会員数は 2014 年頃の約 50 社から現在は 300 社程度に増加した。日本の特徴としては大企業が社内に CVC（コーポレートベンチャーキャピタル）を持つケースが多い点が挙げられる。さらに、スタートアップへの投資金額も 2014 年の 1,400 億円から現在は 1 兆円弱へと約 10 倍に成長している。

度々日本は企業価値 1,000 億円以上の非上場企業であるユニコーン企業が少ないと批判されることがあるが、これは日本が世界で最も上場しやすいマーケットであるという事情によるものである。上場後に時価総額 1,000 億円を超える企業も含めると、日本には 55 社ものユニコーン相当の企業があり、ヨーロッパ諸国やイスラエル、シンガポールなどを上回っている。

また、スタートアップの給与水準も大きく向上し、2020 年には上場企業の平均給与を超え、その差は拡大傾向にある。1,000 万円以上の高所得者の割合もスタートアップの方が多い状況となっている。また人材の流動性も高まっており、大手コンサルティングファームからスタートアップへの転職も増加している。

しかし 2024 年には業界にも変化の兆しが見られた。右肩上がりだった VC のファンドレイズ額が前年比 60%減と大幅に減少した。これは日本のスタートアップに対して「十分なターンが出ていない」という批判が強まっていることが影響している。さらに東証はグロース市場の基準を見直し、時価総額 100 億円未満の企業はグロース市場への新規上場ができなくなる方針を示した。これにより「上場ゴール」と呼ばれる小規模 IPO 中心の日

本特有の慣行が見直される可能性がある。

坂本様は今後5年間でこれまでのVCビジネスモデルは大きく変わると考えている。これまでの少額の資金を調達して小さくプロダクトを作り、うまくいったらそれを拡大していくリーンスタートアップの手法はAIの発展により完全に崩壊した。最近は「ハリウッド型」と言われるような、最初から数億から10億円の資金を集めるようになってきている。大企業については、過去10年間に見られた「CVCを使って1%~2%の株式を取得し、数千万から1億円を投資する」というモデルから変化し、今後はスタートアップを買収するかどうか重要なポイントになってくると考えている。しかし、この10年間、日本のマーケットが10倍になったにもかかわらず、日本の大企業による日本のスタートアップの買収件数は減っているという現状である。

UTECの概要とスタートアップを見るポイント

UTECはグローバルでも高評価を受けているディープテック系VC（研究開発型スタートアップへの投資に特化したVC）である。そのファンドパフォーマンスはグローバルランキングでも高い位置を占めており、アジアからグローバルランキングに入っているのはUTECのみであることから、日本のVCが世界的に見ても競争力があることが分かる。VCは早期段階の投資に特化し、多くの場合、まだ収益が出ていない段階から投資を行う。一般的に「これには勇気や特別な才能が必要だ」と思われがちだが、実際にはリスクを取り切る仕組みが体系化されている。

VCの投資リターンの構造は、例えば15社に各1億円ほど投資し、そのうちの1社が15億円のリターンを出せばいくつかの会社で全損していようとファンド全体としては成功となる。このような一般事業会社では考えられないモデルが成り立つのがVCの特徴である。また、機会損失を損失と捉える考え方を浸透させている。人間には損失回避バイアスがあり、失敗を過度に恐れる傾向がある。VCでは投資しなかった案件が大成功した場合、それを実際の損失として認識する文化がある。大型成功企業への投資機会を逃したことを「何百億円の損失」として捉える。

実際に坂本様がスタートアップを評価する際の主なポイントは3つあり、経営陣の交渉の手ごわさ、マーケットの解像度、リスクの明確化が出来ているかどうかがある。

経営陣の交渉の手ごわさに関しては、投資交渉で徹底的に交渉してくる創業者ほど成功する傾向がある。なぜなら、そういう人は取引先とも適切に交渉できるからである。「信頼しているのだから」と簡単に契約を結ぶ経営者は、他者との交渉でも同様の甘さを見せる可能性が高い。また、年若くても年上の人に好かれる人物は人間関係構築能力が高く、適切な距離感を保ちながらも自分の意見を押し通せる能力があると考えている。次にマーケットの解像度について、市場規模の数値は参考程度にしか見ない。また、スタートアップが失敗する主要因は競合ではなく、内部要因であることが多いため、競合の存在も過度に気

にしない。重要なのは創業者がなぜそのマーケットを選んだのかという「ファウンダーズ・マーケット・フィット」である。最後にリスクの明確化については経済学の「100円札は落ちていない」という原則を信じている。もし明らかな事業機会があるのに誰も取り組んでいないとしたら、何か理由があるはずである。その障壁を自分が克服できる特別な理由がある場合のみ、そのチャンスに投資する価値がある。

Q&A

Q1. 三菱UFJ銀行がウェルスナビを完全子会社化されたが、ウェルスナビは事業として成り立たなくなるという見通しがあったのか。

A1.坂本様

質問にはM&AとIPOについての誤解がある。事業としてうまく進んでいる会社がIPOして、そうでない会社がM&Aされるというのは勘違いである。実は世界ではほとんどのスタートアップがM&Aされており、日本のような状況が珍しい。企業の価値は将来生み出すお金の量であるフリーキャッシュの量で決まるという定説があり、M&Aをされたからといって事業が成立しなくなったことを意味するわけではない。

Q2.日本では株主と経営陣の対立が多く、海外では株主と経営陣が同じ方向を向いていることが多いと考えられるが、こういった理由からなのか。また、海外だと経営陣が2、3年で入れ替わるケースも多いがこれについて日本と海外の文化の違いについて教えていただきたい。

A2.戸矢様

内部者かどうかということとはあまり関係ないと思われる。アメリカでも内部者中心でうまくやっている企業は結構ある。重要なのは株主と会社の経営陣が目線を同じにすることである。そのために一番すぐにできることは経営者報酬を株価に連動させることである。ただし、短期的に株価が上がればよいという意識にならないよう、長期的な視点も必要である。この点については投資家によっても意見が分かれ、株式報酬に反対する人もいる。私個人は、投資家は会社にブレーキをかける存在ではなく、どんどん伸ばすためにアドバイスをする存在だと考えている。

Q3.テキストマイニングによるあるごトレードに改善の余地があるとお話されていたが、どういう実験があり、どう改善していく見込みがあるのか

A3.戸矢様

株式市場には様々な人がいるが、現在先物などは機械で動いている部分も多くなっている。そうするとテキストマイニングの先の分析ができずとも、モメンタムでプログラムができてきたり、個人投資家が売ることがあったりするのでAIがディープな思考をできれ

ば利益を上げられるかどうかはわからない。ただ、中長期的な投資をするのであれば、AIがよりディープな思考をできるようになる必要はあると考えている。

Q4. UTEC が投資の検討をする際には投資先の企業の競合については気にしないとの発言があったが、この発言にはどのような意図があるのか

A4.坂本様

競合は確かに気になりがちだが、企業は競合を気にしすぎる傾向がある。私はバランスを取るために「競合は気にしなくていい」という強いメッセージを常に発している。実際のところ、特にシード段階のスタートアップで競合が原因でうまくいかなかったケースは非常に少なく、そう思われているケースでも、実際には製品が作れなかったとか、従業員が離反したなど内部要因がほとんどである。私の経験では、「競合に本当に潰された」というケースはごく稀だと思う。

Q5.事業を選ぶ際にエクイティストーリーを聞いてどのようなサポートをするのか

A5.坂本様

我々の場合、事業サポートはほぼ人材採用面での支援をしている。UTEC では 300 人程度の紹介可能な人材コミュニティを持っており、日本の大企業、プロフェッショナルファーム、外資系 IT 企業などで働く、将来 CFO や COO になりたいと考える人材を囲い込んでいる。VC の難しさは、良いシーズ（事業の種）が出てくるタイミングと良い人材が出てくるタイミングが予測できないことにあり、これを我々がコントロールすることはできないので、これらを見つけて獲得する仕組みが重要だと考えている。

Q6.VC は投資の失敗をどこまで許容できるのか？

A6 坂本様

失敗の許容については、VC 投資家として 2、3 回の失敗を許容します。1 回目、2 回目の投資で 3 億、4 億円失って全損をしたとしても、VC の特性上仕方ないと思う。ただ 3 回連続で失敗すると今後の戦略を問題視する必要がある。

Q7. 起業家と VC にとって理想的な関係はどのような形か？

A7.坂本様

我々は「良いパートナー」であるべきだと思っている。良いパートナーは時に厳しいことも言わなければならない。株主という立場は最後には社長を解任する権限も持つ存在であるため、最大の支援者でもあり、場合によっては最大の敵にもなりうる存在になる。VC は社長個人に投資しているわけではなく、事業に対して投資をしている。そこでは「批判的な信頼関係」が重要で、「全部任せます」というようなことはない。株式を渡すというのはそれだけ重大なことであり、対等な関係であることが重要で、どちらが善でど

ちらが悪いということはないと考えている。

Q8.コーポレートガバナンスコードの影響でアクティビストの活動が活発になったと思うが、それについてどう考えているか

A8.坂本様

アクティビストの活動が増えたことで企業側は「脅かされる」と感じている面がある。こうした対立関係に対しては、投資家側が「短期的な利得だけを求めているわけではなく、会社の長期的な発展を応援している」ということを信じてもらえるように努力することが大切だと考えている。結局は中身が大事で、アクティビストであっても正論を言っていれば支持されるはずです。ただし、業界がまだ発展途上なので、「みんな見ている」ということを意識する必要がある。

Q9.銀行が新しい事業にお金を貸さないのは規制の問題か日本の組織文化の影響か？

A9.戸谷様

これは規制というより経済的な理由が大きい。長期間続く低金利環境では、1%程度の利ざやしかない中で、失敗するかもしれないビジネスにお金を貸すことはできない。重要なのは銀行が使っているお金の性質である。銀行は皆さんの預金を使っているのに対し、VCは投資家からのお金を預かっているという違いがある。銀行法という厳しい法律で規制されているのは、社会的な役割として預金者保護が最重要だからである。