

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、ソラリスマネジメント株式会社代表取締役の戸矢博明様と、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。前半では戸矢様より、ファンドの基本構造や既存金融を補完する役割、投資判断、コーポレートガバナンスの実務についてご説明いただいた。後半では坂本様より、日本の VC とスタートアップ・エコシステムの現状、UTEC の概要、投資先を見る際の観点、生成 AI 時代の投資機会と VC の役割についてお話しいただいた。

戸矢博明様：ファンド概論

ファンドは、基本的には「集団投資スキーム」であり、銀行が預金と貸出を通じてリスクを仲介する間接金融とは異なり、投資家が投資リスクを直接負担する仕組みである。投資家から集めた資金を一つのプールとしてまとめ、ファンドマネージャーが投資先を選定し、運用する。ファンド自体に法人税が課されると、投資家段階での課税と合わせて二重課税になってしまう。そのため、ケイマン諸島など、一般にタックスヘイブンと呼ばれる租税中立性の高い地域に設立されることが多い。ファンドはあくまで資金のプールであり、投資家はリターンを受け取った後、それぞれの居住地で税を支払う。

こうした仕組みは、運用者だけで成り立つものではない。ファンドの運営には、プライムブローカー、カストディアン、法律事務所、トレーディングシステム、データプロバイダーなど、多数の周辺プレイヤーが関わる。表舞台に立つのは投資判断を行うマネージャーであるが、実際にはこうした周辺サービスを担う人材も多く、金融のキャリアとして重要な領域を形成している。

また、ファンドは個人向けとプロ向けで規制のあり方が大きく異なる。個人向けには複雑な商品を直接提供することは難しく、REIT（不動産投資信託）のように標準化され、開示要件を満たした商品が中心となる。ヘッジファンドのような商品を個人に販売する場合には、証券会社や信託銀行のようなゲートキーパーが入り、投資対象を審査・監視したうえで販売する必要がある。その分、手数料が高くなる面はあるが、投資家保護のための仕組みとして機能している。一方、プロ投資家を対象とする場合には、より柔軟性を許容できるため、プライベートエクイティの多くもその領域に位置づけられる。

ファンドの役割

ファンドが存在する理由は、銀行などの既存金融が十分に資金を供給しにくい領域があるためである。成熟企業は利益や資産を積み上げている一方、新しい会社や事業再生途上の会社は、まだ収益化していない先行投資フェーズにあたり、財務力が弱いため銀行融

資を受けにくい。こうした領域にリスクマネーが届くことは、新しい産業が伸びていくうえで重要になる。渋沢栄一が、人々の手元に散在する資金を集めて有意な用途に流す必要性を説き、銀行を作ったように、現代ではその役割の一部をファンドが担っている。

世界金融危機以降、銀行への規制は強まり、預金を集めて貸し出すという伝統的な銀行業務以外の領域、とりわけエクイティ・リスクを取らなければならない領域は銀行にとって扱いにくくなった。プライベートクレジットのように、貸出に近い領域でもファンドが銀行を補完する場面が生まれている。日本では家計の金融資産の多くが現金・預金にとどまり、事業会社の資金も十分にリスクマネーへ回っているとは言い難い。銀行が引き受けにくい領域に、ファンドがどのように資金を届けるかが重要な論点となる。

ファンドといっても、その性格は一樣ではなく、投資対象や時間軸、リスクの取り方によって役割は大きく異なる。たとえば、バイアウトファンドは既存企業や事業部門を買収し、経営改善や再編、ロールアップを通じて価値を高めることを目指す。ヘッジファンドは、マーケットの価格形成や根源的価値とのずれに着目し、収益機会を探す。これに対して、ベンチャーキャピタルは、まだ事業が十分に立ち上がっていない企業にリスクマネーを供給し、将来の成長を見込む投資を行う。

投資判断の基本は、将来キャッシュフローの現在価値よりも安い価格で資産を買えるかどうかにある。ただし、実際のバリュエーションは単純な計算では終わらない。投資では、期待リターンの大きさだけでなく、リスク対比でのリターンが重要になる。たとえば同じ 25% のリターンでも、リスクが 5% の場合と 30% の場合では評価は大きく異なる。どのリスク・リターンの組み合わせを望ましいと見るかは、投資家の選好や資金の性質によって変わる。

将来キャッシュフロー、ターミナルバリュー、割引率はいずれも不確実であり、類似会社の株式市場での評価や、近時の M&A 市場での取引価格も踏まえた総合判断が必要になる。そのため、M&A の現場では「バリュエーションはアート」と言われることもある。売り手と買い手の情報の非対称性、財務諸表の信頼性、政策や地政学による価値変動、買い手ごとのシナジーや資金調達力の違いによって、同じ対象会社であっても支払える価格は異なるため、適正価格も、買い手と売り手の組み合わせごとに異なることもある。

流動性とリターンの関係も重要である。銀行預金や国債、上場株式のようにすぐ換金しやすい資産は流動性が高い一方、プライベートエクイティやベンチャーキャピタルのように成果が出るまで時間がかかる投資は資金を長く固定する必要がある。その分、高いリターンが期待されることになる。米国の大学（例えばイエール大学）のエンダウメントのように、長期資金を前提にオルタナティブ投資を厚く組み入れる運用モデルも存在する。ちなみに東京大学の資金運用も類似のモデルを近年採用している。

近年は、AI による投資調査・投資判断の高度化も進んでいる。職業投資家にとって、同じ時間でできるリサーチ量は大きく増えており、予測市場などで価格の歪みを見つけて自動取引を行う動きも出ている。ただし、投資判断が技術的に高度化しても、根源的価値が

ら離れた価格がいずれ価値に戻るという前提が崩れれば、投資家自身も損失を被る。投機的だとの批判を受けることもあるが、ファンドは市場を壊すことを目的とするものではなく、価格と根源的価値のずれに対して、根拠を持って投資している。

コーポレートガバナンス

ファンド業界には経済合理性と社会的規範のあいだの緊張関係が生ずる場合がある。社会との共存可能性を見失えば、業界全体に反発が生じることもある。そのため、市場参加者が望ましい規範を形成していくことが重要であり、その代表的な論点がコーポレートガバナンスである。日本のコーポレートガバナンス改革は、かつて投資家と企業経営者の対話が成立しにくい状況から始まった。企業収益性の低さ、投資不足、法人税収の伸び悩みなどを背景に、政府の各省庁や証券取引所を中心として改革が進められ、コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードが整備された。これらは、企業に対して株主との対話や情報開示を求め、投資家に対しても投資先企業と責任ある対話を行うことを求めるものである。

ただし、制度を作るだけでは十分ではない。独立社外取締役の数が増えても、実質的な議論や監督が伴わなければ実効性は限られる。誰が取締役になり、どのような経験を持ち、どのような議論を行うのが重要である。米国企業では経営経験を持つ人材が社外取締役に入ることが多いのに対し、日本では弁護士、会計士、大学教授、裁判官など、外部アドバイザーとして依頼できる専門家がボードに入る例が多く課題である。社外取締役には、助言にとどまらず、企業価値の向上につながる実効的な監督も期待される。こうした実効性を市場全体で高める取り組みとして、東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営」の実現に向けた要請がある。いわゆる PBR 一倍割れ対応として知られるが、実際には PBR 一倍割れ企業に限らず全上場会社に経営方針の開示を求めるものであり、良い開示例を示すことで、ROE や PBR の改善を意識する動きも出ている。この取り組みは韓国など他国にも影響を与えており、台湾・マレーシアなど各国でこれに続くとする動きがある。中国でも同様に、例えば国有企業 CEO の業績評価に株価を取り入れる動きがある。

一方で、まだ課題が残る分野の一つに上場会社の完全買収や MBO がある。業績下方修正後に株価が下がったタイミングで買収が行われる事例や、親会社・グループ会社との関係が十分に整理されないまま少数株主が不利な条件を受け入れさせられる事例があり、市場の信頼を損ないかねない。経済産業省の「企業買収における行動指針」や東京証券取引所の情報開示要請などを通じて、特別委員会が買収者側ではなく、買収される会社の少数株主側に立つべきであることが明確化されつつあるが、実効性の確保はなお課題である。こうした市場規範の確立は、海外投資家による日本市場の評価にも直結する。日本株については、海外投資家を買っているという報道はあるものの、世界株式ベンチマークにおける日本の比率は約 5%にとどまり、多くのグローバル投資家は日本をベンチマーク以下に

しか保有しておらず、まだ増やす余地が明確にある。日本企業が企業価値を着実に高め、市場規範を確立できれば、海外投資家が日本市場をより高く評価し、日本経済にとっても望ましい循環が生まれる。

坂本教晃様：岐路に立つ日本の VC

日本の VC を取り巻く環境には、近年、政策面や産業面で追い風が見られる。スタートアップを日本の成長エンジンと位置づける動きが強まり、安全保障や宇宙、防衛装備調達などの領域にも期待が広がっている。一方で、日本には 21 世紀以降に創業され、時価総額 1 兆円を超えるスタートアップがまだ存在しない。米国では同時期に創業されたデカコーンが多数生まれており、その時価総額の合計は、東証プライム市場全体に匹敵する規模にある。スペース X や OpenAI も、約 2 兆ドル、約 1 兆ドル規模の時価総額が見込まれる企業として、日本の上位企業の合計と比較されるほどの規模感を持つ。日本でも新しい大企業をより速く生み出すことを諦めないという問題意識のもと、そのために VC がどのような役割を果たすべきかが問われている。

日本が強みを持つ領域としては、科学技術の蓄積がある。21 世紀以降の自然科学分野のノーベル賞受賞者数や、東京・神奈川地域に集中する PCT（特許協力条約）出願件数を見ると、日本には依然として強い研究基盤がある。この技術基盤を新しい大企業につなげるには、大学発・ディープテック領域の研究成果を事業化し、グローバルな成長企業へ育てていくことが重要になる。その過程で、資金と経営支援を通じて成長を後押しする VC の役割が大きくなる。

そのため、日本の VC にとっては、創業者に対して資金を出すだけでなく、必要な局面で経営に関与し、企業を大きく育てる支えになれるかが課題となる。米国 VC は、単なる資金提供者にとどまらず、創業者の意思決定や組織づくりにも深く関与する存在として機能してきた。日本でも、大学や研究機関に眠る技術を世界規模の会社へ育てるには、VC 自身の質と関与のあり方が重要になる。

UTEC の概要とスタートアップを見るポイント

UTEC は、大学発・ディープテック領域を中心に投資を行う VC である。20 年以上にわたり投資活動を行い、累計 AUM（運用資産残高）は 1,300 億円程度、直近ファンドを含めると 1,400 億円弱に達する。シード期にリード投資家として入り、最大株主となることも多い。こうした事業の不確実性が高い段階から資金を供給し、企業の成長を支える点に VC の役割がある。

投資先を見る際には、技術や市場規模だけでなく、創業者や組織が事業に向き合う姿勢も重要な評価対象となる。特にシード期では、事業の数字がまだ十分に出ていないため、創業者が現実を直視し、課題を絞り込み、学習し続けられるかどうか大きな意味を持つ。具体的には、まずミッションやビジョンの語りと、実際の課題解決との接続が問われ

る。理念を持つこと自体は重要であるが、特定の顧客課題への集中が弱く、事業の方向性が定まりにくい場合には、検証と実行が進みにくい。KPI を設定し、良い結果だけでなく課題も早く共有し、現実に基づいて意思決定できるかが確認される。

次に、重要な契約や事業計画を創業者自身がどこまで理解しているかも重要である。投資契約書や事業計画を専門家に任せることは必要な場面もあるが、最終的に会社の責任を負うのは創業者である。投資前の交渉で細部まで確認し、丁寧に議論する創業者は、投資後にも顧客、採用候補者、共同研究先、事業パートナーとの契約に同じ姿勢で向き合う可能性が高い。さらに、対外的な発信やネットワークづくりは、認知獲得や関係構築に役立つ一方、事業運営とのバランスも重要になる。外向きの活動に重心が寄りすぎる場合には、事業そのものへの集中とのバランスが問われる。また、研究開発型のスタートアップでは、自社の技術への自信を持ちながらも、顧客となる大企業の事情や意思決定の構造を丁寧に理解する姿勢が求められる。こうしたバランスが崩れると、一定規模までは成長しても、その後の組織拡大や人事面で課題が生じる可能性がある。

加えて、ガバナンスの捉え方も重要である。スタートアップ初期には、過度に重い管理体制を避ける必要があるが、ガバナンスの本質は企業価値の向上にある。投資家への情報共有、取締役会での論点整理、資本政策、利益相反の管理など、将来の成長に関わる最低限の仕組みは早い段階から意識する必要がある。最後に、会社資金と個人の支出を明確に分ける姿勢も問われる。外部資金調達によって得た資金は、創業者個人の資金ではなく、会社の成長のために株式と引き換えに預かった資金である。大きな資金調達の後でも、資金を慎重に管理し、事業成長に結びつく領域へ配分できるかが重要である。調達額が大きくなるほど、資金使途と組織運営の設計が重要になる。

生成 AI の投資機会と VC の役割

生成 AI の進化は、ベンチャー投資家にとって大きな投資機会として位置づけられる。2024 年から 2026 年にかけて、AI は東大入試の問題を解ける段階から、ほぼ全科類で首席級の成績を短時間で出す段階へ進んだ。これは、人間が理解しやすい知性の尺度を AI が超えたことを意味し、将棋や囲碁で AI が人間の尺度を超えた後に、その強さを人間が直感的に測れなくなった状況に近い。AI の影響は労働市場にも現れている。倉庫管理や医療・介護など AI に代替されにくい職種では需要が続く一方、ソフトウェアエンジニアやカスタマーサービスのような領域では、特にアーリーキャリア層の採用に変化が見られ始めている。コンサルティングファームでも若手人材の必要性が見直されつつあり、社会全体の価値観が大きく変わりうる局面にある。

日本が生成 AI 領域で強みを持ちうる領域は三つある。第一に、大学における研究、ロボティクス、コンテンツ産業など、日本がすでに持つアセットと AI を組み合わせる領域である。第二に、少子高齢化、人材不足といった日本特有の社会課題と AI を結びつける領域である。第三に、安全保障、マテリアル、資源など、地理的・地政学的な状況を活かす

領域である。基盤モデルそのものよりも、既存のアセット、社会課題、地理的状況をレバレッジすることが、日本と生成 AI の関係を考えるうえで重要なテーマとなる。

投資機会は、AI そのものを開発する企業だけに限られない。大規模な設備投資、電力、データ、安全保障など、AI の普及と産業構造の変化に伴って必要となる周辺領域にも広がっている。日本企業が AI そのものを開発する企業を生み出すかどうかだけでなく、AI の社会実装に不可欠な周辺領域でどのような企業を育てられるかも重要な論点となる。1853 年の黒船来航時にも、当時の人々は変化の大きさを十分には実感していなかったが、その後十数年で日本は大きく変わった。生成 AI の時代も同様に、渦中にいる人ほど変化の大きさに気づきにくい。こうした大きな変化の局面では、既存の安定した選択肢だけでなく、新しい時代を作る側に回ることも重要な選択肢となる。

Q&A

Q1. 中国に関係する資金が LP (Limited Partner、ファンドへの出資者) として入ってくる可能性を、ファンド運営上どのように考えるべきか。

A1.

坂本(敬称略)：ディープテックや安全保障に関わる投資先を扱う以上、LP に中国に関係する資金が入ることについては慎重に確認する必要がある。この 2、3 年で米中対立を背景に基準は厳しくなり、米国 VC では米中で体制を分ける動きも出ている。一方で、中国市場や中国との関係を一律に切り離すことは現実的ではなく、LP として受け入れることは難しくても、投資先や事業上の市場として一律に排除するわけではない。

Q2. 日本企業のガバナンス向上に向けて、経営経験者を含め、どのような人材やプレイヤーが社外取締役として関与する必要があるか。

A2.

戸矢(敬称略)：日本では、社外取締役の人材プールが不足している。特に、経営経験を持つ人材や女性人材が不足しており、経営を経験した人がより早い段階で社外取締役に回ることや、現役の企業人材が担うことも考えられる。ただし、現役人材を起用する場合でも、メインバンクなど会社との関係が近すぎる立場では、独立性の面で難しさが残る。企業の部長クラスなども含め、社外取締役に担える人材の層を広げる工夫が必要である。

坂本：社外取締役については、人数や形式だけを整えても実効性は乏しい。不祥事が起きた企業にも社外取締役が置かれていた例はあり、社外取締役が存在すること自体が企業価値向上につながるとは限らない。実効性を持つためには、社長から実質的に任命されるだけの立場ではないこと、会社の時価総額や企業価値向上と自身の利害が一定程度結びついていることが重要である。そうでなければ、経営に対して本質的な規律を働かせることは難しい。

戸矢：坂本先生の指摘は、まさにガバナンスの実効性の問題である。優れた人物が社外取

締役に入っている、企業がうまくいかない例は多い。独立社外取締役についても、会社の価値向上と利害が一致していることは重要である一方、パッシブ投資家の中には、社外取締役にはブレーキ役を期待するため、エクイティ報酬には否定的な立場もある。社外取締役の役割やインセンティブ設計については、マーケットプラクティスがまだ十分に定まっておらず、多様な立場の参加者が議論しながら望ましい方向を探る必要がある。

赤井厚雄（ナウキャスト取締役会長、敬称略）：社外取締役は、単なる助言者ではなく、問題が起きたときに実際に行動できる存在であることが求められる。必要な場合には、創業者や経営陣の退陣、訴訟、資産保全、第三者委員会の組成、弁護士の動員などを通じて、経営体制の見直しに関わることも求められる。いざというときに必要な対応を取れなければ、社外取締役として株主から責任を問われる可能性もある。日本では、社外取締役がアドバイザーのように扱われることが多いが、助言だけであれば業務委託で足りる。社外取締役には、重要な局面で会社の規律づけに関与できる実行力が求められる。

Q3. 日本のコーポレートガバナンス改革は、現時点でどの程度まで進んだと評価できるか。また、安全保障関連のディープテック・スタートアップにはどのような課題があるか。

A3.

戸矢：日本のガバナンス改革は、感覚的には6割程度まで進んだという見方である。制度整備は進んだが、実効性にはまだ課題がある。特に大規模企業グループの再編で少数株主に不利と見られるM&Aが行われると、日本市場全体への信頼に影響する。海外のソブリン系投資家からも、同様の事例が続けば日本への投資姿勢に影響するという見方があり、大企業ほど実効性ある形で市場と向き合うことが求められる。

坂本：安全保障関連スタートアップの課題は、政府調達との接続にある。政府はスタートアップを調達に入れようとしているが、実質的な事例は宇宙領域の一部などに限られている。防衛装備のプライム企業とスタートアップが一緒に提案・開発する経験はまだ十分に蓄積されておらず、双方の相互理解を深める必要がある。成功事例を積み上げ、プライム企業とスタートアップが実質的に連携していくことが重要である。

Q4. OpenAI やスペース X のような企業になぜ高いバリュエーションがつくのか。日本から同じような企業が生まれない理由は何か。

A4.

戸矢：ヘッジファンドの視点から見ると、OpenAI のような企業のバリュエーションは、通常のバリュエーション手法ではついていきにくい面がある。ただし、AI そのものだけでなく、その周辺で起きる構造変化には投資機会がある。大規模な設備投資、電力、データ、防衛・安全保障など、AI の普及に伴って必要となる領域には日本企業が関われる余地がある。実際に生成 AI を使うと、継続的に利用したいと思うほどの価値を感じる場面が

あり、収益化の可能性が見えることで投資判断にも影響する。これは、単に PER が低いから買うというようなバリューストック投資とは異なり、産業構造の変化を見据えた投資である。

坂本：日本から OpenAI のような企業が生まれない理由は単一ではなく、複合的な要因による。ただし、あえて一つ挙げるなら、VC の役割や関与のあり方も大きい。米国の VC は「キングメーカー」として、創業者の意思決定や経営に深く関与する存在である。一方、日本では、創業者の意思決定を尊重することが良い VC だとされてきた面があり、VC の質や関与のあり方に違いがある。米国の VC には、金融の厳しさを伴う実践的な関与があり、その違いがスタートアップの成長力にも影響している。AI 企業のバリュエーションについては、マーケットでついた価格を出発点として考える必要がある。AI にバブル的な側面があることは米国の投資家も理解しているが、それでも投資が行われている。米国では、バブル的な側面を認識しながらも大規模な資金を投じ、技術開発を進めてきた面がある。したがって、「バブルだから」と距離を置くだけでは、この市場の変化を捉えにくい。大きな変化が起きている局面では、そのゲームの中でどう行動するかが問われる。

Q5. 新 NISA のインデックス投資が進むにつれて、パッシブ投資の割合がさらに拡大し、日本においてコーポレートガバナンスが定着しないのではないか。

A5.

戸矢：パッシブ投資家の比率が世界的に高まるなかで、議決権行使が実際の投資行動と結びつきにくくなるという懸念は理解できる。インデックス投資では、最終的な資金の出し手である個人投資家が個別企業を選んで売買するわけではなく、資金を預かる運用会社や機関投資家が議決権行使を担う。そのため、議決権行使が企業価値向上にどこまで結びつくのかは重要な論点となる。その意味で、アクティブ投資家の役割はより重要になる。一方で、パッシブ投資家の中には、自分たちは売ることができないからこそガバナンスに取り組まなければならないと考える人々もいる。重要なのは、議決権行使や ESG だけを専門化させすぎず、企業価値・株主価値の観点から議論に貢献することである。