

2012年11月13日 全10頁

# 大企業マネー、ファンド通じ起業支援へ

## iPS細胞ベンチャーも支援する大企業、ファンド活用で成長の起爆剤に

金融調査部  
研究員 奥谷貴彦

### [要約]

- 大企業の中に、ファンド（ベンチャーキャピタル）を設立し、ベンチャー企業に投資するところがある。
- 日米両国において、大企業のファンドは先端技術ベンチャーへ投資し、イノベーション創出に重要な役割を果たしてきた。しかし、米国と比較すると日本では電機業界において大企業のファンド設立が少ない。
- ベンチャー投資を促進するために、大企業のファンド活用を更に促すべきであろう。また民間のファンドが大企業のファンドとベンチャー企業を結びつける役割を担うことも期待される。

## 1 大企業によるベンチャー投資の活性化が課題

日本ではベンチャー企業の資金調達に目詰りが生じている。株式市場での新規公開件数はここ数年、低い水準で推移している。ベンチャー企業に投資するファンド（ベンチャーキャピタル）は出資先ベンチャー企業の株式公開が見通しにくく、ベンチャー投資を縮小している<sup>1</sup>。こうした状況において、注目されるのがキャッシュを豊富に持つ大企業によるベンチャー投資である。その例の1つに最近話題のiPS細胞関連のものもある。京都大学発ベンチャー企業のiPSアカデミアジャパン株式会社という会社は複数の日本の大企業が出資する。同社はiPS細胞に関する知的財産を管理し、企業に貸与する他、iPS細胞を生産し販売する。ベンチャー企業の資金調達において、このように大企業マネーが有効活用されることに期待したい。その切り札として、ファンドの活用がある<sup>2</sup>。

<sup>1</sup>ベンチャー企業を対象に投資するファンドを運営する主体がベンチャーキャピタルである。

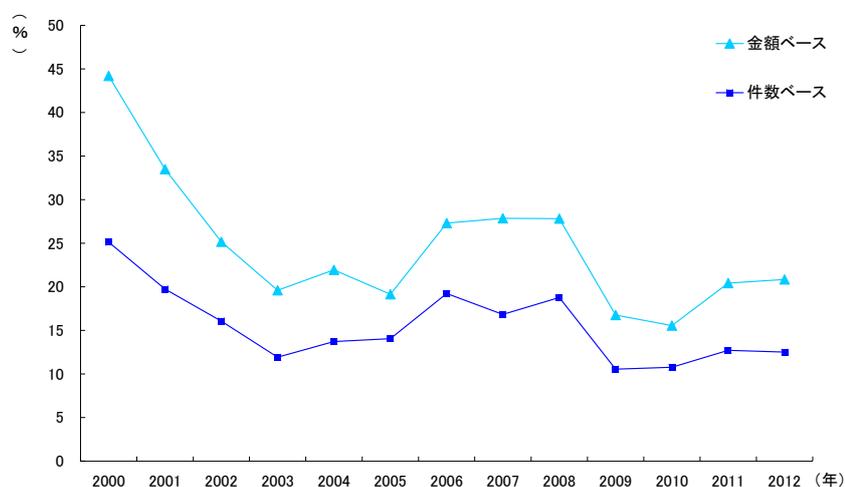
<sup>2</sup>ベンチャーキャピタルの名称に特定の会社の社名が含まれているなど、同ベンチャーキャピタルが実質的に単独の企業の支配下にあると判断できる場合やベンチャーキャピタルに単独の企業が出資する場合に、大企業のファンドと定義した。また同ファンドを運営する主体を大企業のベンチャーキャピタルと定義する。尚、中小企業がベンチャーキャピタルを運営する例を日米において確認できないため、本稿ではこれを扱わない。

## 2 大企業がファンドを設立しベンチャー投資

一般的にファンド（ベンチャーキャピタル）は株式市場への上場を目指すベンチャー企業にとって、重要な資金調達先である。ベンチャーキャピタルは複数の機関投資家（資産運用を主な業務とする企業や団体、組織）から出資を受け入れたファンドを運営することが多いが、中には単独の事業会社が大部分を出資するファンドを運営するベンチャーキャピタルもある。日本における近年の代表的な例を挙げると、2006年にサイバーエージェントがサイバーエージェント・ベンチャーズ、2011年にグリーがグリーベンチャーズを設立し、ファンドを運営している。日本ベンチャーキャピタル協会に加盟するベンチャーキャピタル47社のうち、約15%の7社が大企業のベンチャーキャピタルである。

ベンチャーキャピタル先進国である米国においても大企業は重要な役割を担ってきた。2000年以降に米国で資金調達したベンチャーキャピタル約2400社のうち、約4%の90社が大企業のものである。またベンチャーキャピタルが投資した件数のうち、大企業のファンドが投資した割合（件数ベース）は2000年以降、概ね10～25%の間で推移している（図表1）。金額ベースでは15～45%の間で推移している。ベンチャー投資において、大企業が一定の役割を担っていると言える。

図表1 米国の大企業のファンドによる投資の割合



(注1) トムソン・ロイターのデータベースにおいて、創業から10年以内の米国内企業を対象とした、米国内のベンチャーキャピタルによる投資を対象として試算した。未公表の投資案件は捕捉されていない。

(注2) 各年の大企業のベンチャーキャピタルによる投資件数、並びに投資金額をそれぞれベンチャーキャピタルによる投資件数、並びに投資金額で除した値である。

(注3) 2012年は10月16日までの値。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

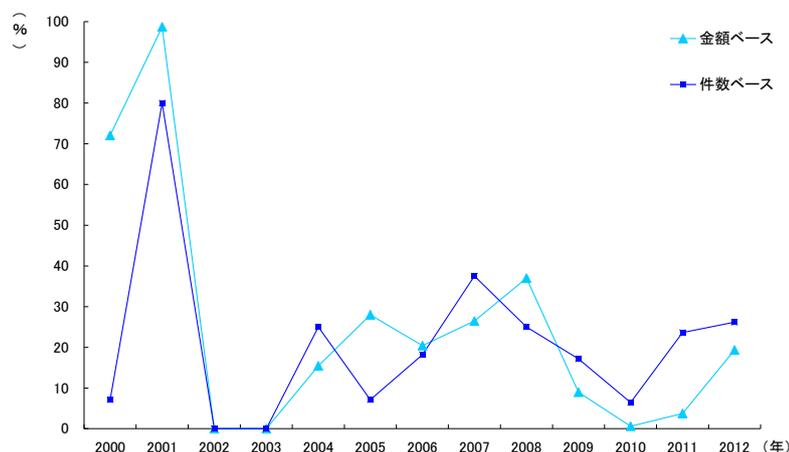
件数ベースと金額ベースで異なる動きが見られる年もあるが、大幅に水準が上昇、または低下した時期は同じである<sup>3</sup>。簡単に言えば景気変動に応じて、その規模が変化している。一般的

<sup>3</sup> 件数ベースではより多くの投資案件が捕捉されているのに対し、金額ベースでは公表値が存在しない投資案件

にベンチャーキャピタルによる投資は景気の拡大期に投資規模が拡大し、景気の後退期に投資規模が縮小することが多いが、大企業のファンドによる投資は、より景気変動の影響が顕著なことを示している。

その要因としては以下のように考えられる。一般的に米国のベンチャーキャピタルは年金基金や大学基金など、長期的な運用リターンを重視する投資家からの出資を受け入れたファンドを運営していることが多い。このような投資家は景気の拡大期においても長期的なリターンを目指して、急には投資を拡大させないと考えられる。しかしながら、大企業のファンドの場合は母体企業の業績に左右されやすくなる。景気拡張期においては、母体企業の業績が向上し、手元流動性が潤沢となり、出資の増額やその投資規模の拡大を選択する可能性が高まるだろう。その結果、景気拡張期において、投資が拡大する傾向があると考えられる。

図表 2 日本の大企業のファンドによる投資の割合



(注 1) トムソン・ロイターのデータベースにおいて、創業から 10 年以内の日本国内の企業を対象とした、日本国内のベンチャーキャピタルによる投資を対象として試算した。未公表の投資案件は捕捉されていない。

(注 2) 各年の大企業のベンチャーキャピタルによる投資件数、並びに投資金額をそれぞれベンチャーキャピタルによる投資件数、並びに投資金額で除した値である。

(注 3) 2012 年は 10 月 16 日までの値。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

一方で、景気後退期に母体企業の業績が低迷すれば、手元資金の確保が優先されるため、ファンドへの出資が手控えられ、投資規模が縮小する可能性が考えられる。しかしながら、通常のベンチャーキャピタルが運営するファンドに出資する年金基金や大学基金は景気後退期においても長期的なリターンを目指して、急には投資を縮小させない可能性が考えられる。そのため、景気後退期においてはベンチャー投資における大企業の役割が相対的に小さくなる傾向が表れると考えられる。

米国と同様に、日本においてもベンチャーキャピタルによる投資に占める大企業ファンドの

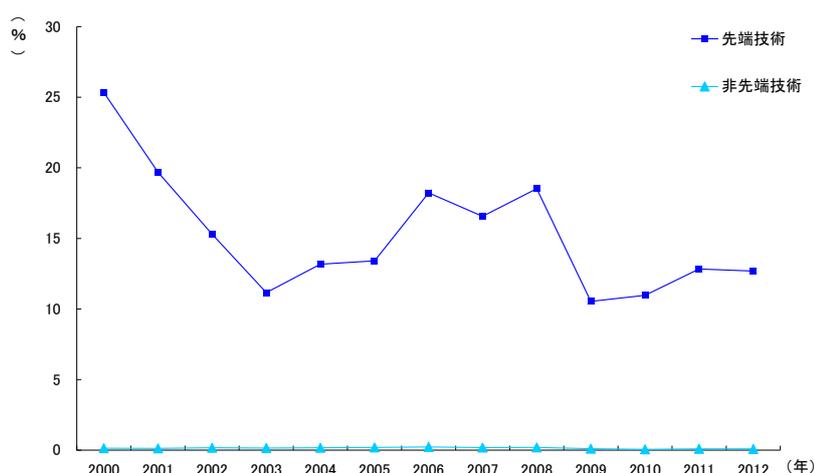
が多く、捕捉されている投資案件が少ない。このような理由で、件数ベースの水準と金額ベースの水準が異なる動きをしている可能性もある。

ものの割合をしてみる（図表 2）。金額ベース、件数ベースの水準は共に 2000 年から 2001 年にかけて大幅に上昇した。しかしながら、2002 年、2003 年は案件が確認できなかった。以降は上昇と低下を繰り返しながら、件数ベースでは 2007 年まで、金額ベースでは 2008 年まで上昇した年が目立った。その後、2010 年まで金額ベース、件数ベース共に低下したが、その後再び上昇に転じている。日本においてもまた、景気の変動に強く影響されていることが確認できる<sup>4</sup>。

### 3 大企業のファンドは先端技術ベンチャーに投資

日米の大企業のファンドによる投資の特色を更に見ていきたい。2000 年以降の日米のベンチャーキャピタルによる投資を先端技術と先端技術以外の業種（非先端技術）への投資に分けて、大企業のものの割合をしてみる（図表 3、4）<sup>5</sup>。すると、先端技術産業におけるその割合は米国において年平均約 15%（10～25%程度で推移）、日本において年平均約 24%（0～90%程度で推移）であった<sup>6</sup>。

図表 3 米国の大企業のファンドによる投資の割合（産業別、件数ベース）



(注 1) トムソン・ロイターのデータベースにおいて、創業から 10 年以内の米国内企業を対象とした、米国内の大企業のファンドによる投資を対象として試算した。未公表の投資案件は捕捉されていない。

(注 2) 先端技術産業はバイオ、メディア・情報通信、コンピュータ関連、医療・ヘルスケア・生命科学分野、半導体・その他電子機器と定義した。

(注 3) 各年の先端技術企業と非先端技術企業を対象とした大企業のベンチャーキャピタルによる投資件数をそれぞれの企業を対象としたベンチャーキャピタルによる投資件数で除した値である。

(注 4) 2012 年は 10 月 16 日までの値。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

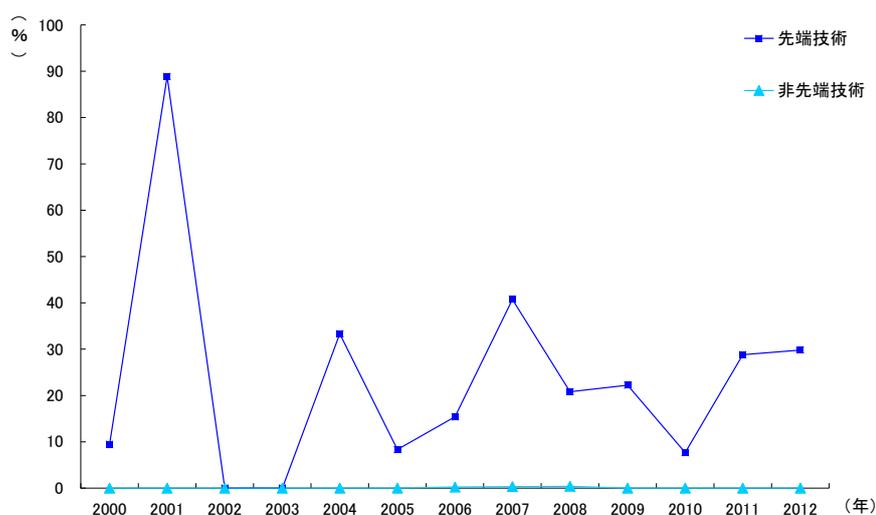
<sup>4</sup> 件数ベース、金額ベースの水準は共に暦年の投資件数、または投資額から算出している。景気の高や谷となった月を含む年の値において、景気拡張期と景気後退期が混合しているため、景気の拡張と後退の相関にずれが生じている可能性が考えられる。

<sup>5</sup> 先端技術産業はバイオ、メディア・情報通信、コンピュータ関連、医療・ヘルスケア・生命科学分野、半導体・その他電子機器と定義した。

<sup>6</sup> 日本の先端技術産業に対するベンチャーキャピタルによる投資額のうち、大企業のファンドによる投資額の割合については、投資額の公表値が少なく、同投資額の割合については分析の対象から除外した。尚、日本の投資件数の割合についても未公表件数が把握されていないため、実態よりも少ない母集団を用いて分析している可能性が高い。これは、日本の同割合に大きく幅がある要因ともなっていると考えられる。

一方、非先端技術産業に対するベンチャーキャピタルによる投資においては日米共に大企業のファンドはほぼゼロである。しかしながら、一般的に先進国において先端技術産業は非先端技術産業と比較すると、より多くのイノベーションを創出し、社会や経済が発展する原動力となっていると考えれば、大企業のファンドがイノベーション創出において果たす役割は無視できないと考えられる。

図表 4 日本の大企業のファンドによる投資の割合（産業別、件数ベース）



(注1) トムソン・ロイターのデータベースにおいて、創業から10年以内の米国内企業を対象とした、日本国内の大企業のファンドによる投資を対象として試算した。未公表の投資案件は捕捉されていない。

(注2) 先端技術産業はバイオ、メディア・情報通信、コンピュータ関連、医療・ヘルスケア・生命科学分野、半導体・その他電子機器と定義した。

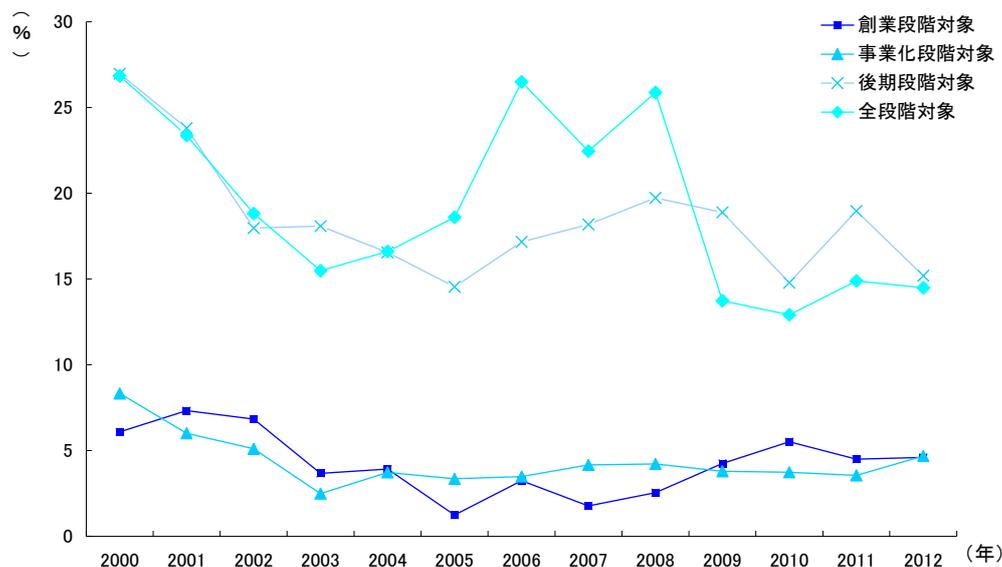
(注3) 各年の先端技術企業と非先端技術企業を対象とした大企業のベンチャーキャピタルによる投資件数をそれぞれ先端技術企業と非先端技術企業を対象としたベンチャーキャピタルによる投資件数で除した値である。

(注4) 2012年は10月16日までの値。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

次に、大企業のファンドがどのようなベンチャー企業に投資しているのか、投資先ベンチャー企業の成長段階に着目してみたい。投資先企業の成長段階別に米国のベンチャーキャピタルによる投資と大企業のものによる投資の割合を件数ベースと金額ベースの水準で見比べてみる（図表5、6）。すると、創業段階と事業化段階のベンチャー企業を対象としたベンチャーキャピタルによる投資のうち、大企業のものの割合は件数ベースにおいて0～10%の間、金額ベースにおいて0～20%の間で推移している。一方、後期段階や全ての成長段階（全段階）のベンチャー企業を対象としたベンチャーキャピタルによる投資のうち、同割合は件数ベース、金額ベース共に15～30%の間で推移している。

図表5 米国の大企業のファンドによる投資の割合（投資先企業の成長段階別、件数ベース）



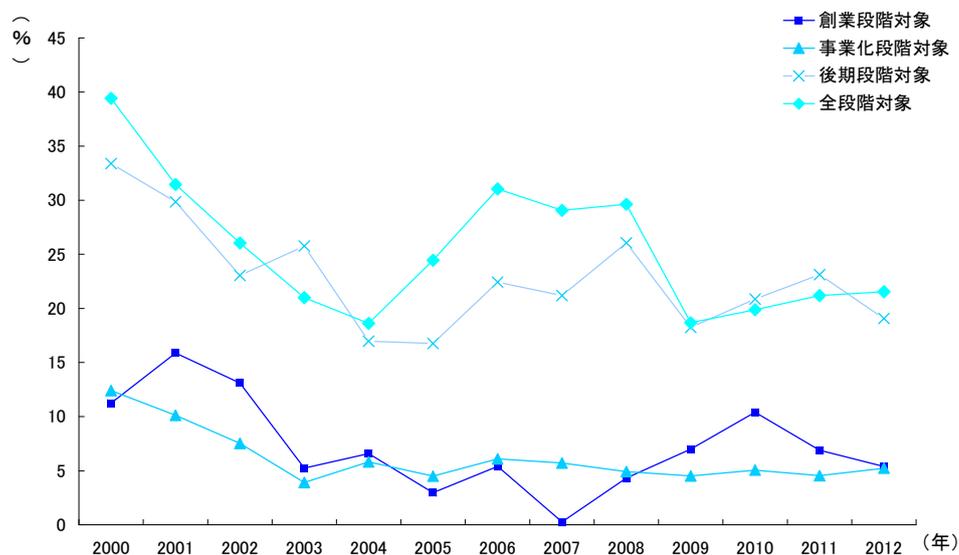
(注1) トムソン・ロイターのデータベースにおいて、創業から10年以内の米国内企業を対象とした、米国内の大企業のファンドによる投資を対象として試算した。未公表の投資案件は捕捉されていない。

(注2) 創業段階と事業化段階、後期段階、全段階それぞれの段階のベンチャー企業を対象とする大企業のファンドによる投資の件数をそれぞれの段階のベンチャー企業を対象とするベンチャーキャピタルによる投資の件数で除した値である。

(注3) 2012年は10月16日までの値。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

図表6 米国の大企業のファンドによる投資の割合（投資先企業の成長段階別、金額ベース）



(注1) トムソン・ロイターのデータベースにおいて、創業から10年以内の米国内企業を対象とした、米国内の大企業のファンドによる投資を対象として試算した。未公表の投資案件は捕捉されていない。

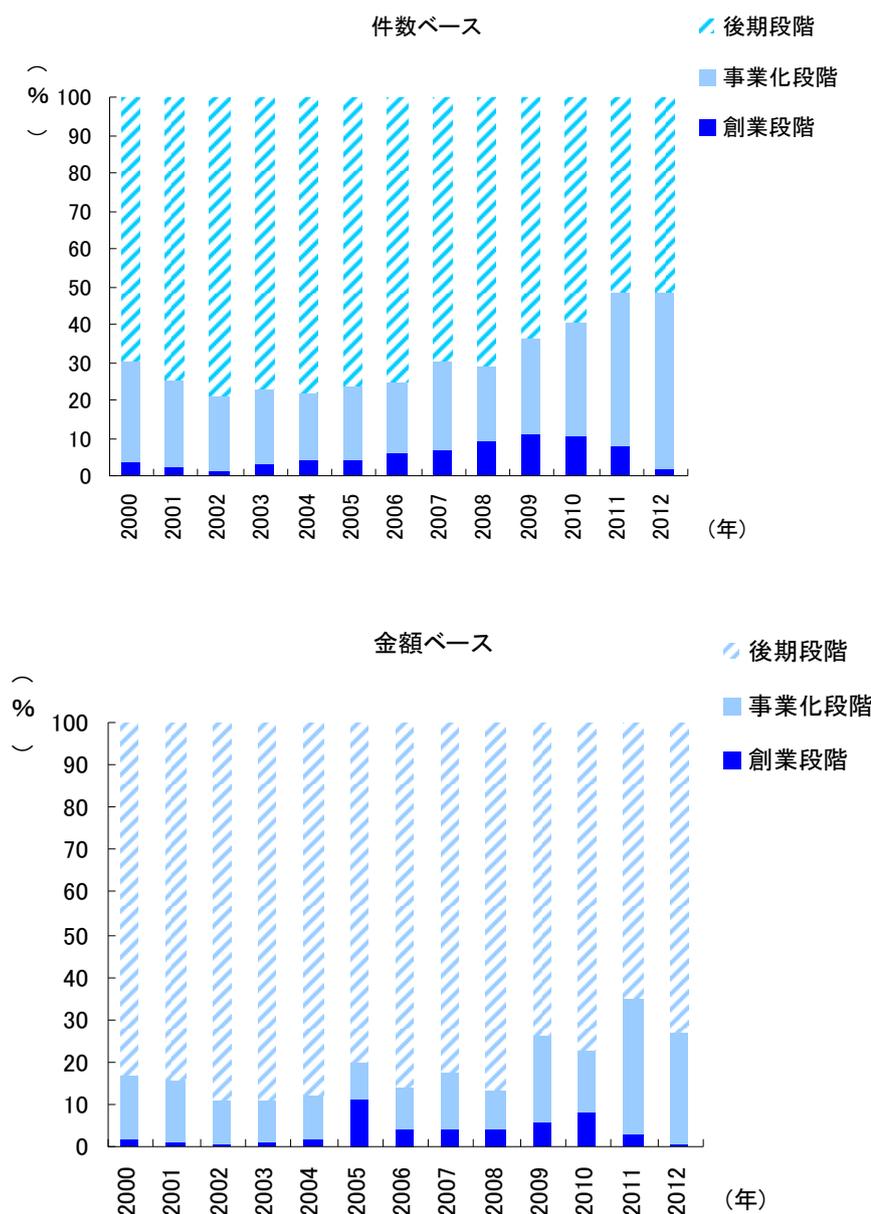
(注2) 創業段階と事業化段階、後期段階、全段階それぞれの段階のベンチャー企業を対象とする大企業のファンドによる投資額をそれぞれの段階のベンチャー企業を対象とするベンチャーキャピタルによる投資額で除した値である。

(注3) 2012年は10月16日までの値。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

特定の成長段階を設定せずに全成長段階の企業を対象として投資する大企業のファンドによる投資内訳を見てみると、後期段階の投資が多く割合を占める（図表7）。特に、後期段階のベンチャー企業を対象とした投資において、大企業のファンドが重要な役割を担っていると言える。

図表7 全成長段階の企業を対象とする大企業のファンドによる投資内訳



(注1) トムソン・ロイターのデータベースにおいて、創業から10年以内の米国内企業を対象とした、米国内の大企業のファンドによる投資を対象として試算した。未公表の投資案件は捕捉されていない。

(注2) 創業段階と事業化段階、後期段階、全段階それぞれの段階のベンチャー企業を対象とする大企業のファンドによる投資件数と投資額をそれぞれの段階のベンチャー企業を対象とするベンチャーキャピタルによる投資件数と投資額で除した値である。

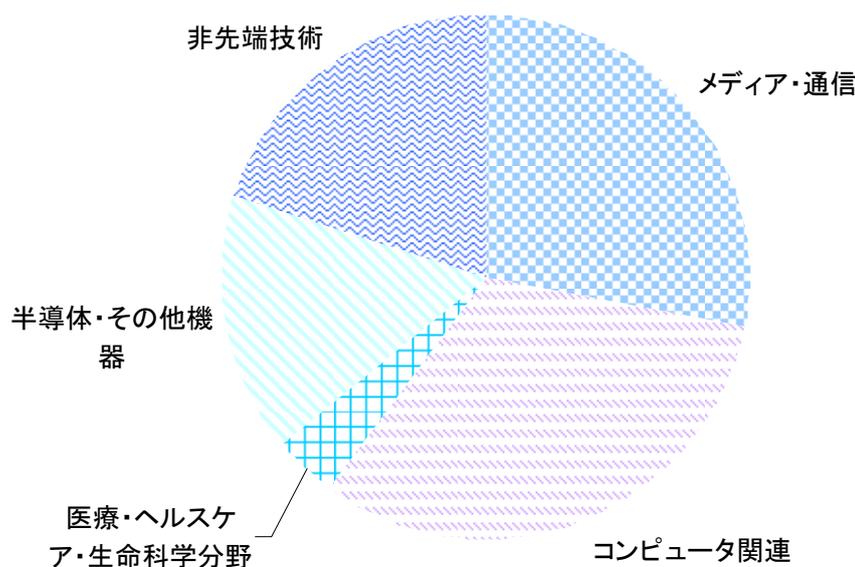
(注3) 2012年は10月16日までの値。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

日本では、株式市場が低迷し、新規株式公開件数が伸び悩んでいる。新規株式公開ができない後期段階のベンチャー企業は更なる成長を目指した資金調達が困難となる。また日本においてはベンチャー企業が大企業からの買収を通じて資金調達に成功する可能性も限定的である。このような状況下で、投資家がベンチャー投資を回収することは難しい。そのため、創業段階や事業化段階のベンチャー企業を対象とした投資も滞り、ベンチャー企業の資金調達全体に悪影響が及んでいる。

仮に大企業がファンドを活用した後期段階のベンチャー投資を促進すれば、この負の循環から脱することが期待できる。更に、先端技術ベンチャーを活性化できれば、イノベーションを誘発することも不可能ではない。ベンチャー投資を促進するために大企業のファンドの投資を促すことが有効と考えられる<sup>7</sup>。

図表 8 米国の大企業のファンド（母体企業の業種）



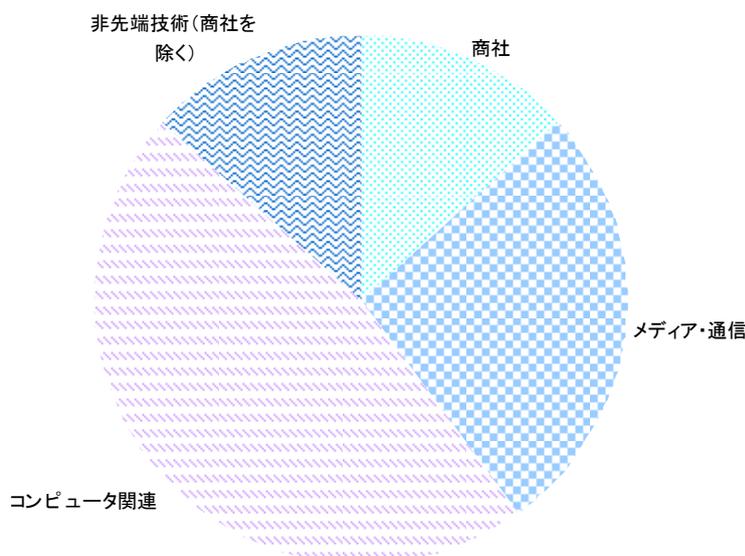
(注 1) トムソン・ロイターのデータベースにおいて、創業から 10 年以内の米国内企業を対象とした、米国内の大企業のファンドによる投資を対象として試算した。未公表の投資案件は捕捉されていない。

(注 2) 2000 年から 2012 年 10 月 16 日までの期間において創業 10 年以内の米国内企業に投資した米国内の大企業のベンチャーキャピタルを投資累計額で順位づけし、上位 25 位までの大企業のベンチャーキャピタルを親会社の業種で分類し、その割合を示している。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

<sup>7</sup>日本の大企業のファンドによる投資について米国と同様に見ると、公表案件が不足しており、データ分析ができなかった。

図表 9 日本の大企業のファンド（母体企業の業種）



(注 1) トムソン・ロイターのデータベースにおいて、創業から 10 年以内の日本国内企業を対象とした、日本国内の大企業のファンドによる投資を対象として試算した。未公表の投資案件は捕捉されていない。

(注 2) 2000 年から 2012 年 10 月 16 日までの期間において創業 10 年以内の日本国内企業に投資した日本国内の大企業のベンチャーキャピタルを親会社の業種で分類し、その割合を示している。

(出所) トムソン・ロイターより大和総研作成

## 4 日本の大企業によるベンチャー投資を支援するには

### 先端技術大手は業界のベンチャーを育成しイノベーションの誘発を

日米の大企業によるファンド活用の状況を産業別に見てみたい。2000 年以降の日米の大企業のファンドによる投資件数を母体企業の業種で分類し、その割合をしてみる（図表 8、9）。日本の特徴は商社のファンドによる投資が活発であることである。米国と比較すると、プライベート・エクイティ投資を専門とするファンドの歴史が浅い日本において、商社は有力なリスクマネーの供給主体である。また近年のインターネット広告の発達など、インターネットを基軸とした製品やサービスの普及を背景に、メディア・通信やコンピュータ関連の分野において、大企業のファンドによる投資の動きが見られる。成功し大企業となったかつてのベンチャー企業が次世代のベンチャー企業に投資するサイクルが生じ、大企業のファンドによる投資を促進している。このようなサイクルにおいては、大企業のファンドから投資を受けたベンチャー企業が成長して大企業となり、更に次の世代のベンチャー企業に投資することも考えられる。今後もこのようなサイクルが活発化すれば、投資が起業を促進し、起業が投資を促進する好循環を引き起こす可能性も考えられなくはない。

一方で、大企業のファンド設立が米国と比較して活発ではないのが半導体・その他機器と医療・ヘルスケア・生命科学分野の分野である。米国と日本では社会構造や経済規模、比較優位のある産業に違いがある。しかしながら、日本において一定の規模を持つ先端技術産業において、仮にベンチャー投資が滞り起業が促進できなければ、イノベーションの創出を阻む要因と

もなりえる。米国ではインテルや GE などの高い競争力を持つ電機メーカーが積極的にファンドを設立し、ベンチャー投資を推進している。米国の大企業のベンチャーキャピタルを 2000 年以降における累計投資額によって順位づけると、インテルと GE のベンチャーキャピタルの順位はそれぞれ上位 1 位と 2 位であった。日本にも世界有数の電機メーカーが群雄割拠しているが、このような企業がファンドを活用しベンチャー投資を推進すれば、日本の先端技術ベンチャーが活性化し、イノベーションが誘発される可能性もある。昨今の経営環境でそれを期待するのは無理があるが、逆に言えば仮にそうした行動を活発に行なっていれば、業界内のイノベーションはまた違った状況になっていたかもしれない。

### 大企業を退職した優秀な人材がベンチャー起業、大企業マネーの誘引を

大企業のファンドによる投資が進まないのは国内に魅力的な投資先が見つからないことにも要因があると考えられる。しかしながら、先端技術の中でも例えばメディア・通信やコンピュータ関連の分野においては起業が活発であり、起業家の裾野が広い。その要因の 1 つとして企業で一定の経験を積んだ後の起業が活発であることが考えられる。このような分野の新興企業においては雇用が流動的であり、企業の淘汰が激しく、起業家精神を勢いづける環境にあるのではないかと推察する。つまり、優秀な人材が大企業を離職し、業界の経験や人脈を持つ優秀な起業家予備軍となる可能性が高いのではないだろうか。最近では半導体分野において大手メーカーの事業不振などを背景に優秀な人材が離職しているが、そのような人材は有望な起業家予備軍である可能性が高い。そうした起業家と関連分野の大企業のファンドによる投資の橋渡しができるれば、ベンチャー投資の促進につながる可能性もある。事業創出を支援するベンチャーキャピタルなどの民間の専門家がこれから投資を始めたい大企業と起業家を結びつける役割を担うことが期待される。

産業の新陳代謝は経済活性化を促進する。航空業界の例においては大手航空会社を離職したパイロットが新規参入の航空会社において活躍し、新規参入企業が躍進するきっかけとなった。そのような局面においては悲観的になるよりも、大企業のベンチャー投資を促進するなどの、イノベーションを促進する前向きな行動が求められている。