

ベンチャー・キャピタルのシンジケート投資に関する現状

笠置, 宏理
九州大学大学院経済学府博士後期課程単位取得退学

<https://doi.org/10.15017/7325750>

出版情報：経済論究. 179, pp.1-6, 2024-11-28. Kyushu Daigaku Daigakuin Keizaigakukai
バージョン：
権利関係：



ベンチャー・キャピタルのシンジケート投資に関する現状

Venture Capital Syndication: A Review

笠 置 宏 理[†]
Kasagi Hiromichi

目次

1. はじめに
2. スタートアップを取り巻く組織
 1. 大学
 2. アクセラレーター
 3. 事業会社
3. ベンチャー・キャピタル
 1. ベンチャー・ファイナンス
 2. デイール・フロー
4. おわりに

要旨

スタートアップは革新的なプロダクトを生み出すとともに雇用ももたらすことから、スタートアップの成長は経済の発展において重要である。これまで、大学・アクセラレーター・事業会社やベンチャー・キャピタルをはじめとした様々な組織が、スタートアップの育成に関与してきた。そこで本研究では、スタートアップを取り巻く組織とベンチャー・キャピタルとの関係について整理することが目的である。様々な組織がスタートアップの成長に関与しており、これらの組織は相互に協調しながらその役割を果たしている。

1. はじめに

スタートアップは大企業がなしえないイノベーションを起こすことで、それまでには存在していなかったプロダクトを世の中に送り出す。そして、スタートアップが生み出したプロダクトが消費者に受け入れられるにつれて、それを製造する企業は社会に雇用を多くもたらしてきた。この様に、スタートアップは革新的なプロダクトを生み出すとともに雇用も創出することから、スタートアップの成長は経済の発展において重要である。

そのため、スタートアップの成長に影響を与える要因を明らかにすることが求められている。スタートアップの成長に欠かせない要因として、資源へのアクセスが挙げられる。スタートアップは自社の成長に必要な資源の一部しか保有していないため、不足する資源を外部から獲得する必要がある

[†] 九州大学大学院経済学府博士後期課程単位取得退学

からである。このために、大学・アクセラレーター・事業会社やベンチャー・キャピタルをはじめとして、エンジェル投資家・インキュベーター・クラウドファンディング・政府機関・ジャーナリスト・会計事務所や法律事務所といった様々な組織が、スタートアップの育成に関与してきた。

これらの組織は相互に役割を分担するとともに、協調関係にある。例えば、アクセラレーターはシード期のスタートアップに資金を提供しメンタリングを行う一方で、スタートアップが成長するにつれて必要になる資金需要の増加に対応できなくなることから、ベンチャー・キャピタルの関与を必要とする。また、ベンチャー・キャピタルにとっても、アクセラレーターからデモ・デイに招待されることは、新しい投資案件の獲得の機会となる。このような関係は、アクセラレーターとベンチャー・キャピタルの間だけでなく、事業会社とベンチャー・キャピタルの間や、複数のベンチャー・キャピタルによって構築されるシンジケートなど、スタートアップを取り巻く組織と組織の間には様々な局面で相互作用が働いている。

そこで本研究では、スタートアップを取り巻く組織とベンチャー・キャピタルとの関係について検討する。本研究の構成は次の通りである。まず、スタートアップに関与する組織について整理する。次に、ベンチャー・ファイナンスと、ベンチャー・キャピタルのシンジケート投資について整理する。これらを通して、様々な組織がスタートアップの成長に関与しており、これらの組織は相互に協調し合いながらその役割を果たしていることを示す。

2. スタートアップを取り巻く組織

1. 大学

大学の第一の役割は、科学的な新発見を生み出すことにある。大学は公的研究資金や民間との共同研究により資金を獲得し、それを配分された研究者によって新しい知が生み出される。この様にして生まれた科学的知見が起業家によって商業化されることで、新しいスタートアップが誕生する。

第二に、学生に起業を促し、スタートアップに関する教育プログラムを提供するといった役割もある。大学が学生に提供する教育プログラムは学生のリスク回避的な行動を抑制するといった効果があるからである（Guerrero et al., 2020）。

この様にして、大学は起業のもとになる知を生み出すとともに、起業家やスタートアップで働く人を育成することによって、スタートアップの出発点となる。

2. アクセラレーター

シード期にある起業家やスタートアップを育成する場として、アクセラレーター・プログラムがある。アクセラレーターは起業家に対して、少額のシード資金とともに、教育プログラムやメンタリングを提供する。また、アクセラレーターがスタートアップを支援する期間は短期間であり、その終わりにはデモ・デイと呼ばれるイベントが開催される。デモ・デイでは、ベンチャー・キャピタリストをはじめとした聴衆に対して、起業家がプロダクトや事業計画を披露する。起業家はアクセラレーターからの支援を受けている間、シード資金を利用して教育プログラムやメンタリングを受けながら

デモ・デイに向けて準備する。

また、アクセラレーターは多くの起業家に対して同時にプログラムを提供することから、起業家同士の相互作用も期待できる。これにより、起業家は様々なバックグラウンドを持つ人と数多く会うことでネットワークを広げることができる。この様なネットワーキングやメンタリングを通して起業家が学習することにより、アクセラレーターから支援を受けたスタートアップは、アクセラレーターが関与しないスタートアップよりもパフォーマンスが向上することが期待できる (Hallen et al., 2020)。

アクセラレーターやデモ・デイは、スタートアップがベンチャー・キャピタルからの出資を獲得する際に役に立つ。スタートアップが提供しようとするプロダクトは発展途上であり、組織体制は未発達であることから、スタートアップへの投資は不確実性が大きい。そのため、ベンチャー・キャピタルは投資先を決定する際には、どのアクセラレーターに採択されたかや、デモ・デイでの聴衆の評判といった情報も考慮することができる。この様に、アクセラレーターは、ベンチャー・キャピタルからの出資が受けれるまでスタートアップを育成し、プログラムから卒業したスタートアップをベンチャー・キャピタルにつなげるという役割を担っている。

3. 事業会社

スタートアップと同様に、事業会社もイノベーションを起こすことが求められている。イノベーションとは、既に存在する知と別の既に存在する知の新しい組み合わせである。しかし、人の認知には限界があるので、世の中に存在する知の全てを認知しているわけではない。組み合わせのパターンには、認知の範囲内で深耕して組み合わせるするアプローチと、認知の外を探索して組み合わせるアプローチの2つがある (March, 1991)。

事業会社にとって、社外にある新しい事業機会や知へのアクセスは重要である。なぜなら、社内にある知のみを利用しては、短期的には業績が改善されても、長期的にはイノベーションが停滞し、サクセス・トラップに陥るからである (Levinthal & March, 1993)。この問題を解決する方法の1つとして、スタートアップへの投資が挙げられる。スタートアップへ投資することにより、社内には存在しなかった知へアクセスができるようになるからである。

また、不確実性の高い状況下では (Tong & Li, 2011)、社外にある知を完全子会社化によって獲得しようとするのではなく、当初は少数株主として投資をし、その後段階的にリスクを引き受ける選択をすることがある。このように、社外にある知見へのアクセスやその際のリスク低減策として事業会社はスタートアップへ投資することがある。

事業会社からの出資は事業会社自身だけでなく、スタートアップに対しても利益をもたらす。事業会社からの出資を受け入れることは、事業を拡大するために大きな資金を獲得するとともに、優良な顧客や事業会社が保有する技術へのアクセスが可能になるといった利点もある。さらに、事業会社からの出資自体が、投資に値する優れたスタートアップであるという評判や正当性をもたらすようになる。

このように、事業会社からの出資を受けることはスタートアップにとっては大きな利点がある一方で、問題点もある。スタートアップが成長し有望な事業機会の探索に成功すると、事業会社はスター

トアップを自社に取り込もうとしたり直接の競争相手となったりする場合があるからである。このため、特許や秘密保持により事業会社からの影響を抑えることが可能かどうかで、スタートアップは事業会社からの投資を受け入れるかを決めることになる (Katila et al., 2008)。

3. ベンチャー・キャピタル

1. ベンチャー・ファイナンス

ベンチャー・ファイナンスの第一の特徴として、ラウンドごとの資金調達が挙げられる。スタートアップの成長に応じて、シリーズA・シリーズB・シリーズCと複数回の投資ラウンドに分割して資金調達する。この目的は、スタートアップが自社の価値を高めていく中で段階的に資金調達することで、既存株主の持株比率の希薄化を軽減できるからである。また、ベンチャー・キャピタルにとっては、一度に全額を投資しないことにより、投資先のモニタリングコストや投資リスクを低下させることができるといった利点もある (Gompers, 1995; Tian, 2011)。

ベンチャー・ファイナンスの第二の特徴として、シンジケート投資が挙げられる。スタートアップが必要とする資金需要に対して、全額を1社のベンチャー・キャピタルで投資することは少ない (Brander et al., 2002; Jääskeläinen, 2012)。多くの場合には1回の投資ラウンドに複数のベンチャー・キャピタルが参加し、他のベンチャー・キャピタルと分割して投資する。この様な、複数のベンチャー・キャピタルが協調して1社のスタートアップに投資する手法を、シンジケート投資という。先行研究によれば、投資経験の少ない産業に投資する場合には不足している知識を補完するためにシンジケートは構築されやすくなる (Dimov & Milanov, 2010)。シンジケート投資により、単独のベンチャー・キャピタルでは提供できない多様な視点からのメンタリングをスタートアップに提供することができるようになる。

シンジケート投資はスタートアップからも求められることがある。スタートアップはベンチャー・キャピタルに資金や知識といった重要な資源を依存していることから、スタートアップはベンチャー・キャピタルからパワーの行使を受けることになる。このような資源依存に対して、スタートアップは複数のベンチャー・キャピタルから投資を受け入れることで対処しようとする。複数のベンチャー・キャピタルから出資を受けることは、1社のベンチャー・キャピタルからのみ出資を受ける場合と比べて、ベンチャー・キャピタル間の相互の牽制作用を期待することができるからである。

2. ディール・フロー

シンジケートの構築はその後の投資機会の獲得にも役に立つ。いかにして投資機会を見つけるのかというディール・フローは、ベンチャー・キャピタルにとって重要である。ベンチャー・キャピタルは自ら投資案件を発掘するだけでなく、他のベンチャー・キャピタルからの紹介によっても投資案件を獲得する。投資案件は非公開であるために、信頼できるベンチャー・キャピタルにのみに情報が伝えられる。したがって、シンジケートを通して他のベンチャー・キャピタルと信頼を醸成することは、多くの投資機会を獲得することにつながる。この結果、増えた投資先候補の中からより優れた投資先

を選抜できることで、ファンドのパフォーマンスが向上する (Hochberg et al., 2007)。また、シンジケート投資によってファンドサイズを拡大させることで、ベンチャー・キャピタルは投資先の分散を高めることができる。これにより、リターンを損なうことなくリスクを低下させることができる (Lockett & Wright, 2001; Manigart et al., 2006)。

先行研究によれば、過去にシンジケートを構築した経験があるベンチャー・キャピタルとは、信頼が醸成されるために繰り返しシンジケートを構築しやすくなる。また、共同で投資する結果、ベンチャー・キャピタルのファンドパフォーマンスが向上するとともに (Hochberg et al., 2007), その後もよい投資機会に恵まれることが明らかにされてきた (Manigart et al., 2006)。この様に、どのような条件下でシンジケートが構築されるのかという先行要因と、構築されたシンジケートがベンチャー・キャピタルに何をもたらすのかという帰結について、先行研究は様々に明らかにしてきた (Jääskeläinen, 2012)。

4. おわりに

大学・アクセラレーター・事業会社やベンチャー・キャピタルをはじめとして、様々な組織がスタートアップの成長に関与している。また、これらの組織は相互に協力し合いながら、その役割を果たしている。

まず、アクセラレーターはベンチャー・キャピタルに先駆けて投資する一方で、スタートアップが必要とする資金の全てを供給することはできない。そこで、アクセラレーターはデモ・デイを主催することで、ベンチャー・キャピタルからより良い条件での投資を引き出そうとする。また、事業会社はアクセラレーターよりも多額の資金を投資することができるだけでなく、スタートアップに対する事業上の貢献もある。一方でこのことは、事業会社はスタートアップの成長を考慮せずに、スタートアップが生み出した成果へアクセスしようとする可能性があることも意味する。スタートアップと事業会社の間で利害が対立する場合もあることから、特許や秘密保持といった事業会社からの影響力を防ぐメカニズムがない場合には、スタートアップは事業会社からの投資を受け入れないことが考えられる (Katila et al., 2008)。

これに対して、ベンチャー・キャピタルは自らが事業は行わないことから、そのような対立は生じないことが期待できる。また、スタートアップが事業会社からの投資を受け入れる場合において、ベンチャー・キャピタルからも投資を受け入れることで、事業会社に対する牽制効果を期待できる (Hallen et al., 2014)。特に、シンジケート・ネットワーク上において中心に位置するベンチャー・キャピタルには、機会主義的な行動を抑制するパワーを持つために牽制効果もより期待できる。

以上の様に、ベンチャー・キャピタルはアクセラレーターからスタートアップの紹介を受け、アクセラレーターよりも大きな金額を投資する。また、スタートアップが事業会社に対して抱く危惧を牽制する役割も果たす。この様に、スタートアップを取り巻く組織をつないでいるのが、ベンチャー・キャピタルである。

ベンチャー・キャピタルはスタートアップへ投資してシンジケートに参加することで、他のベン

チャー・キャピタルと信頼関係を醸成する。これにより、次の投資案件を獲得するとともに、シンジケート・ネットワークを拡大する。この結果、ベンチャー・キャピタルは評判を高めることができ、他のベンチャー・キャピタルよりも有利な条件で投資を行うことができるようになる (Hsu, 2004)。この様に、ベンチャー・キャピタルはアクセラレーター・事業会社との関係だけでなく、他のベンチャー・キャピタルとの関係を考慮しながら、投資を行っているのである。

ベンチャー・キャピタルがスタートアップに提供できるものとして資金があるが、それだけに留まらない。スタートアップに対してモニタリングやメンタリングなどを提供することで、企業価値向上に貢献することができる。また、ベンチャー・キャピタルがもたらす役割には、スタートアップを取り巻く環境の調整といった意義もあると考える。ベンチャー・キャピタルは、シンジケート・ネットワークを利用してその役割を果たそうとしているのである。

参考文献

- Brander, J. A., Amit, R., & Antweiler, W. (2002). Venture-capital syndication: Improved venture selection vs. the value-added hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 423-452.
- Dimov, D., & Milanov, H. (2010). The interplay of need and opportunity in venture capital investment syndication. *Journal of Business Venturing*, 25(4), 331-348.
- Gompers, P. A. (1995). Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *The Journal of Finance*, 50(5), 1461-1489.
- Guerrero, M., Urbano, D., & Gajón, E. (2020). Entrepreneurial university ecosystems and graduates' career patterns: Do entrepreneurship education programmes and university business incubators matter?. *Journal of Management Development*, 39(5), 753-775.
- Hallen, B. L., Cohen, S. L., & Bingham, C. B. (2020). Do accelerators work? If so, how?. *Organization Science*, 31(2), 378-414.
- Hallen, B. L., Katila, R., & Rosenberger, J. D. (2014). How do social defenses work? A resource-dependence lens on technology ventures, venture capital investors, and corporate relationships. *Academy of Management Journal*, 57(4), 1078-1101.
- Hochberg, Y. V., Ljungqvist, A., & Lu, Y. (2007). Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *The Journal of Finance*, 62(1), 251-301.
- Hsu, D. H. (2004). What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation?. *The Journal of Finance*, 59(4), 1805-1844.
- Jääskeläinen, M. (2012). Venture capital syndication: Synthesis and future directions. *International Journal of Management Reviews*, 14(4), 444-463.
- Katila, R., Rosenberger, J. D., & Eisenhardt, K. M. (2008). Swimming with sharks: Technology ventures, defense mechanisms and corporate relationships. *Administrative Science Quarterly*, 53(2), 295-332.
- Levinthal, D. A., & March, J. G. (1993). The myopia of learning. *Strategic Management Journal*, 14(S2), 95-112.
- Lockett, A., & Wright, M. (2001). The syndication of venture capital investments. *Omega*, 29(5), 375-390.
- Manigart, S., Lockett, A., Meuleman, M., Wright, M., Landström, H., Bruining, H., Desbrières, P. & Hommel, U. (2006). Venture capitalists' decision to syndicate. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(2), 131-153.
- March, J. G. (1991). Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization Science*, 2(1), 71-87.
- Tian, X. (2011). The causes and consequences of venture capital stage financing. *Journal of Financial Economics*, 101(1), 132-159.
- Tong, T. W., & Li, Y. (2011). Real options and investment mode: Evidence from corporate venture capital and acquisition. *Organization Science*, 22(3), 659-674.