

日本のベンチャー・キャピタルにおける 埋め込みと再構成のダイナミクス －ネットワーク・組織能力・相互作用－

中 園 宏 幸

〈抄 録〉

本論文は、日本のベンチャー・キャピタルの研究蓄積と歴史の変遷を整理することにより、経営学における新たな研究可能性の提示を目的とする。日本のVCは導入期の機能的不在、形成期の制度的適応、分化期の多様化を経て発展しており、制度的環境との相互作用によって形づくられてきた。本論文ではVCを制度的に埋め込まれた組織プロセスとして捉え直すことにより、個人のネットワーク、組織能力の形成、CVCとの相互作用という三層の分析視角から研究アジェンダを示す。

1. はじめに

ベンチャー・キャピタル (Venture Capital: VC) とは、どのような組織であろうか。日本では1963年に中小企業投資育成株式会社が設立されて以来、既に60年あまりの歴史がある。それにもかかわらず、VCの役割は十分に理解されていないのではないだろうか。

一般的にVCは「ベンチャー企業に投資を行う専門組織」と理解されている。ベンチャー企業という和製英語は、清成ほか(1971)が定義した「研究開発集約的、またはデザイン開発集約的な能力発揮型の創造的新規開業企業」(清成ほか, 1971, 10頁)から広まったものである。アメリカにおいてVCは、科学技術や技術革新とともに発展し、そのなかでも情報通信技術やバイオ技術領域に集中していた(Florida & Kenney, 1988; Janeway et al., 2021)。シリコンバレーの発展にもVCは不可分なものであり(Nicholas, 2019)、この意味で「ベンチャー企業に投資を行う専門組織」と理解することには一

定の妥当性があるように思われる。しかしながら、それはかつてイノベーションを技術革新と訳したことと同様に、VCの理解を狭めてしまうことにつながりかねない。

金井(2002)はイノベーションとそれを担うアントレプレナーの重要性を強調したうえで、ベンチャー企業を「起業家によって率いられた革新的な中小企業」(金井, 2002, 4頁)と再定義した。革新性を内包する定義は、ベンチャー企業をイノベーションの担い手として位置づけたが、同時に革新性をどのように評価するかという課題をもたらした。また、中小企業という規模による定義は「創業20年の上場済みメガベンチャー」という表現を生むことにもつながった。VCを理解するにあたって、「ベンチャー企業に投資を行う専門組織」では十分に説明ができない可能性がある。

近年の日本では、ベンチャー企業に代わりスタートアップ企業という用語が普及している(加藤, 2022, 2024)。一般的にスタートアップ

企業とは、「創業あるいは設立間もない企業」(加藤, 2022, 3頁)を指す。この用語の変化を踏まえると、VCは「スタートアップ企業に投資を行う専門組織」とも表現できる。しかし実際には、VCはあらゆる創業間もない企業を投資対象としているわけではない。

国際的なVCの定義を確認すると、VCは創業初期の革新的かつ高成長を見込めるスタートアップ企業への投資を行い、利息や配当ではなくキャピタルゲインの獲得を目的とするものである(Cumming, 2012, pp.1-2)。この定義には、投資対象に加えてキャピタルゲインの獲得というVCの出口戦略(exit strategy)¹⁾が示されている。しかしながら、日本の制度的環境ではこの定義をそのまま適用できない局面があった。そこで本論文は、国内のVCにかかわる研究蓄積を整理したうえで、日本のVCがどのように制度適応しながら変遷してきたのかを明らかにする。そして、VCを構造的埋め込みの観点から捉え直し、新たな分析視角を提示する。

2. 日本のVC研究の動向

国際的なVC研究については既に多数のレビュー論文が刊行されている(cf. Wright & Robbie, 1998; Gompers & Lerner, 2001; Da Rin et al., 2013; Drover et al., 2017; Cancino et al., 2018; Cumming et al., 2023)。この分野ではJournal of Business Venturingが最も影響力を持ち、Journal of FinanceやStrategic Management Journalも重要な論文を掲載している(Cancino et al., 2018)。

VCはイノベーションとファイナンスの両側面を持つため、領域を横断する研究が求められるのである。

本論文では、国内のVC研究の動向を把握するために、主要な学術誌が掲載されているJ-STAGEにおいて論文検索を実施する。検索対象期間は1960年から2025年までとし、以下の手順でスクリーニングを行った。

まず、タイトルに「ベンチャーキャピタル」または「ベンチャー・キャピタル」が含まれる論文をOR検索したところ、33件の論文がヒットした。このうち「査読あり」に絞り込むと20件となる。さらに、書評や2頁以下の紹介記事、社会科学領域以外の論文、そしてコーポレート・ベンチャー・キャピタル(Corporate Venture Capital: CVC)を主題とする論文を除外した結果、10件が残った。そのうえで、日本のVCを直接の研究対象としていない論文を除外したところ、5件が抽出された。

次に、「査読なし」として除外された13件のなかから、経営学の主要学術誌が含まれていないか確認を行い、『Venture Review』に掲載された2本を追加して、7本の論文となった。

続けて、タイトルに「VC」が含まれる論文を検索したところ、93件の論文がヒットした。このうち「査読あり」に絞り込むと38件となり、そのなかから社会科学系の学術誌に掲載された4本を抽出した。さらに、「査読なし」として除外した55件のなかから、経営学の主要学術誌が含まれていないか確認を行い、『Venture Review』

1) 通常、出口戦略はIPOやM&Aの選択・設計を指すが、その意味はVCと企業家とで異なる。VCは出口戦略として株式を売却することによって投資資金を回収する。文字通り投資先企業から退出(exit)するのである。その一方で企業家は出口戦略のタイミングで株式を現金化することはあっても、必ずしも企業から退出するわけではない。企業家が企業から退出することは、企業家的退出(entrepreneurial exit)(DeTienne, 2010)として区別して理解する必要がある。

表 1 日本の学術誌における VC 研究（1960-2025 年）

| | タイトル | 雑誌名 | タイプ |
|--------------|--|----------------|-----|
| 門脇 (2002) | 日本のベンチャーキャピタルの利益相反問題 | Venture Review | 総説 |
| 玉井 (2007) | 地域ベンチャーキャピタルの形成と機能 | Venture Review | 混合 |
| 名取 (2007) | 中小・ベンチャー企業における知財創出と知財管理 | Venture Review | 実証 |
| 秦 (2007) | 日本のベンチャーキャピタル会社の組織形態と雇用システム、雇用管理体制 | Venture Review | 総説 |
| 秦 (2011) | 新たなイノベーションへの挑戦 | Venture Review | 総説 |
| 幸田 (2013) | VC のシンジケート投資がアンダープライシングに与える影響 | Venture Review | 実証 |
| 森岡 (2016) | ベンチャーキャピタルの投資効果に係る実証分析 | Venture Review | 実証 |
| 小林 (2019) | 産学連携とベンチャーキャピタル | 高等教育研究 | 総説 |
| 秦 (2019) | 日本のベンチャーキャピタルの発展と残された問題 | Venture Review | 総説 |
| 吉田 (2020) | VC と事業会社が出資先ベンチャー企業に与える影響 | 日本経営学会誌 | 実証 |
| 吉田 (2022) | IPO 以前の起業家の選択による長期的な影響 | Venture Review | 実証 |
| 酒匂・内平 (2023) | 概念実証の観点から見たスタートアップ企業の設立のためのアカデミアとベンチャーキャピタル間の知識共有の分析 | 産学連携学 | 事例 |

出所：J-STAGE より得られた情報から筆者作成

に掲載された 1 本を追加した。

以上のプロセスを経て、合計 12 本の論文が得られた（表 1）。その結果から、次の 2 点が指摘できる。第一に、VC を主題とする研究は依然少なく、12 件のうち 9 件が『Venture Review』であり、国際的に Journal of Business Venturing が主要な場であると同様に、専門誌中心の傾向がある。第二に、『組織科学』や『日本経営学会誌』といった国内総合誌での成果は 1 件のみであり²⁾、総合誌での研究成果は極めて限定的である。

日本では 1971 年に、清成ほかが次のように

VC を紹介している。VC とは、「大企業、大学研究機関ですぐれた新技術新製品を開発し、その企業化を目指しながら、資金やマネジメント能力の不足に悩む個人あるいは小企業に対して援助を行う企業であり、出資、株式取得による資金援助と経営技術コンサルタント機能によって、創業者利潤の資本還元によるキャピタルゲインの取得を目的とする企業」（清成ほか、1971、156 頁）である。さらに清成（1972）はアメリカの VC を紹介する文脈にて、VC を「リスクの大きい新事業をはじめようとする企業家あるいは業歴の浅い企業に出資し、当該企業が成長した後に株式を売却しキャピタルゲインを

2) 『組織科学』には、下川（1984）によるアメリカのベンチャー・ビジネスおよび VC を紹介する論考があるが、日本の VC 研究ではないために表 1 からは除外されている。

得ることを目的とする企業」(清成, 1972, 134 頁)として再定義している。

しかしながら、清成が提示した VC の概念は、ベンチャー企業概念ほどには浸透しなかった。1985 年に、「VC に対する一般的認識が十分ではないため、制度や役割の紹介に終始していることが多い現状」(後藤, 1985, 136-137 頁)と指摘されているが、表 1 で示された総説論文の多くも VC そのものについて紹介する性格が強く、ほかの経営学研究でみられたような実証研究の蓄積に十分には進まなかった³⁾。VC 当事者もまた、VC に対する一般的理解を広めるために、実務的な解説書を継続的に出版してきた (cf. 後藤・秋野, 1988; 齋藤, 2002; 神座, 2005; 福島, 2022)。

日本で VC の理解が十分に進まず、「創業初期の革新的かつ高成長を見込めるスタートアップ企業への投資」(Cumming, 2012, p.1) という説明だけでは実態を捉えきれなかったのは、VC が日本の制度的環境に適応する過程で独自の形をとってきたためである。本論文では、この適応の過程と変容を歴史の変遷とともに検討する。

3. 日本の VC の歴史の変遷と制度的適応

本節は、主に書籍や論文の記録、各種データに基づいて記述される。VC についての主要なデータソースのひとつは、ベンチャーエンタープライズセンター (Venture Enterprise Center : VEC) が発行する『ベンチャー白書』に収録されている「ベンチャーキャピタル投資動向調

査」である。同調査は、過去に「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」や「ベンチャー投資環境に係る動向調査」などの名称で実施されていた。国立国会図書館において利用可能なデータは 2001 年まで遡ることができ、それ以前のものについては出所を明示したうえで二次引用を行っている。

なお、本節におけるベンチャー企業とは厳密に定義されたものではない。各種資料でも明確な定義が与えられていない場合が多いため、本節では便宜的に「株式を公開していない革新的な中小企業」として扱う。そのため一定の曖昧さが残ることに留意されたい⁴⁾。

(1) 導入期：中小企業投資育成と初期民間 VC の模索

1963 年の中小企業投資育成株式会社法に基づき、東京・大阪・名古屋に中小企業投資育成株式会社がそれぞれ設立された。この法律は、中小企業の自己資本による成長の支援を目的とし、間接金融ではなく直接金融による資金調達手段を提供するものであった。そのため、中小企業投資育成は日本初の VC と位置付けられることが多い。当初は中小企業金融公庫の資金が投入されていたため政府系組織であったが、1986 年の法改正にともない民間法人化されている。中小企業投資育成の投資方針は、①投資先企業の自主性を尊重して経営に干渉しない、②安定株主として株式を長期保有する、③安定的な配当を期待する、というものであり設立か

3) VC の研究においては、データの入手困難性が高いために実証研究だけでなく、経験的な事例研究も十分に進んでいない。先駆的研究として忽那 (1999) は、VC が関与する企業の上場前後のパフォーマンスを分析している。なお、経済学の研究まで射程を広げれば、岡室博之や宮川大介による一連の研究成果を確認できる (cf. 岡室・比佐, 2007; Okamuro & Zhang, 2010; 滝澤・宮川, 2015; Koujaku & Miyakawa, 2017)。

4) このようなベンチャー企業やスタートアップ企業に対する曖昧な定義は、とくに政策上の問題として既に指摘されている (加藤, 2022; 加藤, 2024)。

ら現在に至るまで変わっていない⁵⁾。

民間 VC の設立は 1970 年代初頭に始まった。1972 年には京都エンタープライズ・ディベロップメント、日本エンタープライズ・ディベロップメント、日本ベンチャーキャピタル⁶⁾ の 3 社が、1973 年には日本合同ファイナンスがそれぞれ設立された。

京都エンタープライズ・ディベロップメントは、京都経済同友会を中心に立石電機やワコールなどの京都メーカー、京都銀行や京都信用金庫、京都証券取引所が出資して設立され、当初は創業間もない企業に投資していたが、やがて上場の見込みがある企業に重点を移した。日本エンタープライズ・ディベロップメントは、日本ベンチャー・ビジネス協会が VC の必要性を主張しており、それに呼応する日本長期信用銀行、富士銀行、第一勧業銀行、大和証券、伊藤忠商事などが出資して設立された。日本ベンチャーキャピタルは、住友銀行や住友商事をはじめとする住友グループの出資により設立された。この 2 社は、ベンチャー企業に対する投融資と経営支援を業務としていた。日本合同ファイナンスは、野村証券を中心に、三和銀行、日本生命などが出資し、上場の見込みがある企業への投融資や経営支援に加えて、リースや債権買取など多様な業務を想定していた（清成ほか、1973；小野、1997）。

初期の民間 VC 各社は、それぞれに異なる業務方針を掲げながら、VC としての活動を模索していた。しかし、当初想定していた投融資は

円滑に進まなかった。1970 年代の日本では、VC の役割や機能がほとんど知られておらず、消費者金融と混同されることすらあった⁷⁾ という（後藤・秋野、1988、146 頁）。そのため、中小企業の多くは VC から投資を受けることに強い抵抗感を示した（今原、1995）。

さらに、公正取引委員会が 1972 年に公表した「ベンチャー・キャピタルに対する独占禁止法上の取扱について」というガイドラインによって、持株会社を禁止する観点から投資先企業への役員派遣や兼任が制限されていた。そのため、企業成長を促進するための経営支援は、外部からの助言程度にとどまらざるを得なかった。しかも、当時の VC には企業成長を促すための経営支援にかかわる知見や経験が乏しく、実効性のある助言を行うことが難しかった（清成、1987）。

VC としての投資や経営支援が十分にできないにもかかわらず、事業体としては生存を目指さなければならない。それゆえに、融資や債権買取といった非 VC 的業務を拡大させていかにざるを得なかった。非 VC 的業務で収益をあげつつ、上場を目前に控えた企業に投資することによりキャピタルゲインを狙うという VC としてのアイデンティティを確保しようとした。その結果として、VC は「中小企業向けの金融業」としての性格を強めていったのである（小野、1997、169-170 頁）。

以上のように、1963 年から 1980 年にかけての日本では、「創業初期の革新的かつ高成長を見込めるスタートアップ企業への投資」(Cumming,

5) 3 社の Web ページおよび大阪中小企業投資育成株式会社提供の資料による。

6) 日本ベンチャーキャピタルは、1978 年に総合ファイナンスと社名変更を行い VC から実質的に撤退している。総合ファイナンスはその後の SMBC ファイナンスサービスであり、現在の三井住友カードに繋がっている。したがって、1996 年に設立されて現在も VC を行っている日本ベンチャーキャピタルとは異なるものである。

7) VC と消費者金融は明らかに異なるものであるが、VC が消費者金融に投融資をすることにより VC と消費者金融がともに成長を遂げたという事例は存在していた（今原、1995）。

2012, p.1) を行う VC は、実質的に存在していなかったといえる。中小企業投資育成は安定的な企業への長期投資を行う組織にとどまり、キャピタルゲインを狙う投資企業ではなかった。民間 VC は、VC であるにもかかわらず融資業務を中心としつつ、上場前の企業に対する投資によるキャピタルゲインを狙う投融資戦略によって事業体の存続を模索する状況だったのである。

(2) 形成期：金融系 VC の制度的適応

VC 機能を後退させざるを得なかった日本の VC は、日本独自の経営スタイルによって市場適合を実現させていく。

1983 年、日本証券業協会による店頭登録制度がベンチャー企業向けの店頭市場として再整備された。店頭市場は証券取引所と比べて審査基準が緩いものとなっており、ベンチャー企業の資金調達機会を整備するものとして期待された。1991 年にはアメリカの NASDAQ をモデルとした電子取引システムである JASDAQ が稼働し、2004 年に店頭市場は JASDAQ 証券取引所となった（松尾，2023）。

VC はこの時期に急増している。1981 年には 8 社にとどまっていた VC が、1982 年に 18 社、1983 年に 32 社、1990 年までには 109 社と設立が相次いだ（秦・上條，1996）。この時期に設立された VC の多くは、銀行や証券会社、地方銀行など既存の金融機関における事業ポートフォリオの一部として位置付けられていた。銀行系 VC は、通常の融資基準に満たない中小企業に投融資を行い、将来の銀行による融資先候補とする狙いがあった。証券系 VC は、投資先企業が将来に株式公開する際の引受幹事を確保することが目的であった（小野，1997）。

このような既存の金融機関における事業ポ-

ートフォリオの一部として設立された金融系 VC は、投資よりも融資を主要な業務としていた。その背景には、①親会社から出向した担当者が融資業務の経験を豊富に有していたこと、②投資先企業も投資より融資を望む傾向が強かったこと、③融資による利息収入が安定した事業収益をもたらすこと、という 3 点があった。通常の VC のビジネスモデルは、株式公開によるキャピタルゲインを得ることである。しかしながら、株式公開が難しくキャピタルゲインを得る機会があまりない環境では、VC に安定的な事業収益がない。このとき、融資にともなう利息の安定収益は VC を経営するうえで欠かせないものであった（秦・上條，1996；小野，1997）。

さらに金融系 VC の投融資対象は、既に成長段階に入り株式公開を視野に入れた企業が中心であった。そのため経営支援の必要性は相対的に低く、金融系 VC が提供できる付加価値は、株式公開に向けた資本政策にかかわるアドバイスに限られた。この段階での投融資はリスクが比較的に低く、株式公開を実現しても VC が得られるキャピタルゲインは限定的であった。その結果として、VC 自体が積極的にリスクを取らない事業構造が成立していた（秦・上條，1996；小野，1997）。「金融系 VCこそが創業期にリスクを吸収して投資を行う」という理論仮説は、日本の文脈においては棄却されたのである（Mayer et al., 2005）。

金融系 VC は、株式公開を目指す中小企業への投融資を、出向者を含めて安定的に遂行するため、分業制を採用していた。調査部・企画部・投融資部・審査部・経営支援部・コンサルティング部といった機能別の部門を設置し、投融資プロセスの各段階に応じた専門的な組織体制を構築していたのである（秦・上條，1996）。

金融系 VC が日本的な投融資機能を強化する一方で、日本合同ファイナンスは独自にアメリカ的な VC モデルを目指すことになる。

日本合同ファイナンスも、金融系 VC として日本的な投融資を行いながら成長を遂げてきた。ところが、1979年に社長に就任した今原禎治は、アメリカの VC を視察・調査したことにより、独自の改革をはじめた。今原が着目したのは、VC が投資資金を調達するための「パートナーシップ制度」である（今原, 1995）。当時の日本には「パートナーシップ制度」は存在せず、類似した制度を応用しなければならなかった。そこで選択されたのが民法上の任意組合制度である。任意組合は労働組合やマンション管理組合などでも用いられる制度であり、共通の目的を達成するために参加者が出資を行うことで組成されるものである。任意組合は法人格を持たないため課税対象とならず⁸⁾、比較的大規模な資金調達が可能になる（田中・保田, 2006）。これは、自己資金に依拠してきた日本の VC の構造を変革する試みであった。

そして日本合同ファイナンスは、1982年に投資事業に特化した任意組合である投資事業組合 JAFCO1 号を設立した。投資事業組合は一般にファンド⁹⁾と呼ばれるものであり、①複数の出資者が参加することでリスクを分散できる、②多額の資金を集めて幅広い企業への投資が可能となる、③ VC が管理手数料を安定収益として得られる、という特徴がある（伊藤, 1986, 204 頁）。

1998年には、「中小企業等投資事業有限責任

組合契約に関する法律」が成立し、投資事業有限責任組合制度（Limited Partnership）が導入された。この制度は中小企業に対する投資を目的とし、無限責任組合員（General Partner: GP）と有限責任組合員（Limited Partner: LP）の出資によってファンドを組成するものである。一般的に VC は GP として位置付けられ、業務執行権限と無限責任を負う。これに対して、LP は業務執行に関与せずに出資額を限度とする有限責任に限定される（仮屋, 2003）。ファンドは通常10年を期限として組成されており、その期間に GP は管理報酬を安定収益として確保するとともに、ファンド運用の最終的な成果を LP と分配する仕組みとなっている（図1）。

投資事業有限責任組合制度の成立により、日本でもアメリカ的なファンドを活用した VC 経営が可能となった。しかし、表2に示すように、この仕組みが直ちに普及したわけではなく、依然として全体的な傾向は融資が主要業務であった。

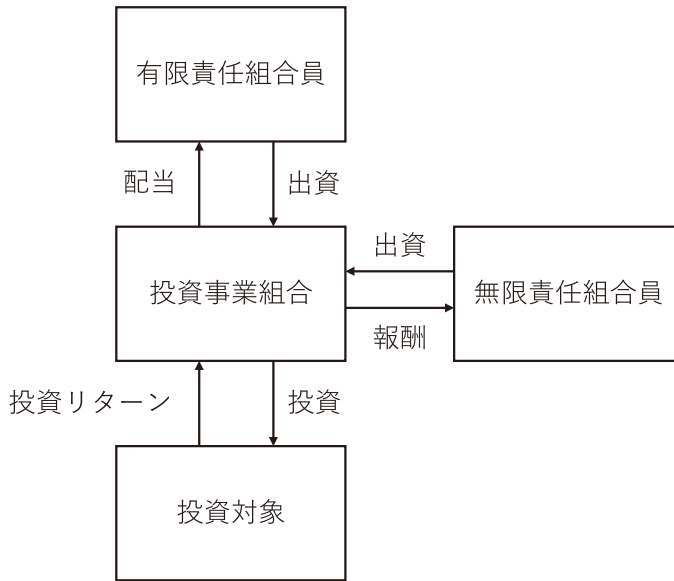
1994年には投資先企業への役員派遣を禁じていた公正取引委員会による規制が緩和され、投資先企業に深く関与して経営支援を行う「ハンズオン支援」が制度的に可能となった。さらに1995年には「中小企業の創造的事業活動の促進に関する臨時措置法」に基づく創造的中小企業創出支援事業が開始され、都道府県の支援を受けて VC が創業初期のベンチャー企業に対する投資を行うことが促進された（山田ほか, 2001）。

このような制度改革の流れにおいて、日本合

8) このような税務上のメリットは「パススルー課税」として説明されるものであり、詳細については田中・保田（2006, 57-62頁）を参照されたい。

9) ファンドそれ自体は、投資信託や不動産ファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、ヘッジ・ファンドなど多様な仕組みを含む包括的な概念であることに注意されたい。

図1 投資事業有限責任組合における資金の流れ



出所：筆者作成

同ファイナンスは1997年に社名をジャフコと改め、1998年には融資事業から撤退した。また、投資担当者が投資先企業の発掘から投資回収までを一貫して担うチーム制を導入するなど、投資体制を刷新した。さらに、野村証券による保有株式比率を徐々に低下させ、ジャフコは金融系VCから独立系VCへと移行¹⁰⁾しつつあった(船岡ほか, 2006)。2001年時点でジャフコは累計62のファンドを運用しており、その投資先も図2に示すように変化を遂げていた。ジャフコは、株式公開前の中小企業に投融資を行う金融系VCから、スタートアップに投資を行う独立系VCへと変革を遂げたのである。

1983年から1990年代の後半にかけては、日本のVC産業は2つの特徴のもとで形成された。

第一に、日本の特徴を持つ金融系VCは、株式公開を控えた中小企業を主な投融資対象としていた。第二に、ジャフコを象徴的事例とするように、「創業初期の革新的かつ高成長を見込めるスタートアップ企業への投資」(Cumming, 2012, p.1)を行うVCが登場した。日本のVC産業全体を見ると依然として金融系VCの存在感が大きく、日本にはVCが根付く兆しがないとの指摘もあったが(Megginson, 2004)、VC産業は確実に変化の兆しを見せていたのである。

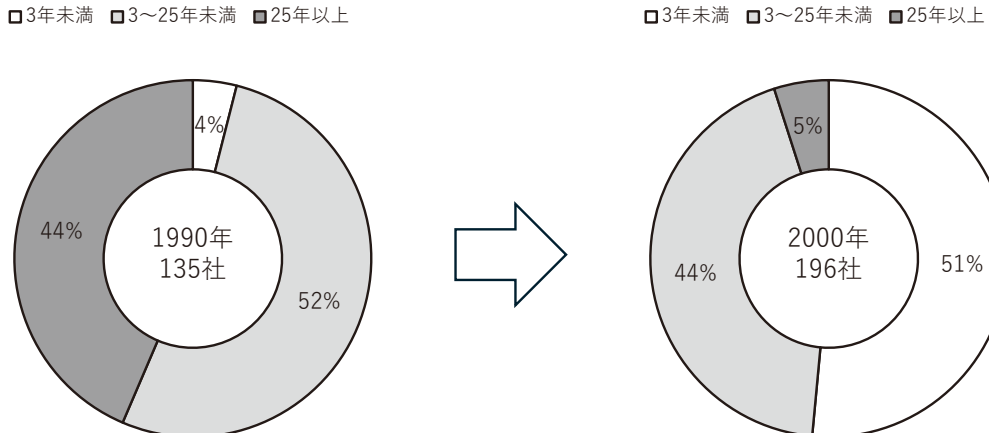
10) 2017年には野村証券をはじめとした野村グループから資本的に独立することになる。

表2 形成期におけるVCの投融資残高（億円）

| | 自己資金投資 | 組合資金投資 | 自己資金融資 |
|------|--------|--------|--------|
| 1982 | 154 | 18 | 749 |
| 1983 | 336 | 127 | 1,185 |
| 1984 | 719 | 327 | 1,570 |
| 1985 | 1,004 | 524 | 1,535 |
| 1986 | 1,182 | 625 | 2,046 |
| 1987 | 1,414 | 825 | 3,065 |
| 1988 | 1,754 | 822 | 5,649 |
| 1989 | 2,331 | 967 | 6,201 |
| 1990 | 3,850 | 1,419 | 10,066 |
| 1991 | 5,114 | 1,876 | 10,459 |
| 1992 | 5,328 | 2,167 | 9,589 |
| 1993 | 4,963 | 1,978 | 9,636 |
| 1994 | 5,876 | 2,655 | 10,079 |

出所：山川（1996）が通商産業省およびVEC資料から作成した図表2-3（74頁）をもとに筆者作成

図2 ジャフコの投資先企業における設立年数の変化（件数割合）



出所：村瀬（2002）180頁の図13を修正して筆者作成

(3) 分化期：独立系 VC と CVC の台頭

1990年代中盤からのインターネット・バブルは、安定的な資金調達需要をもたらすことによって VC の定着を促した。金融系 VC が得意としてきた融資事業は、急速に縮小していき(図3)、投資資金の供給源も変化しており、2001年以降は組合投資が本体投資を上回るようになった(図4)。

この時期に台頭してきたのが独立系 VC である。1996年にはグロービスがファンドを組成して VC 事業に参入した。グロービスのファンドは、スタートアップに対する経営支援をとまなう投資を目的としていた¹¹⁾。グロービスは VC 企業でないにもかかわらず、投資事業組合制度を用いて VC 事業を開始させた。その後、VC 企業として 1999年にエイパックス・グロービス・パートナーズを設立し、2006年にはグロービス・キャピタル・パートナーズへと発展させた。

同時期の 1996年には長谷川博和によるグローバルベンチャーキャピタル、1998年に村口和孝による日本テクノロジーベンチャーパートナーズ、1999年に赤浦徹によるインキュベイトファンドといった独立系 VC が相次いで設立された。これら3社の創業者は、いずれもジャフコ出身であり個人の専門知識に基づいて独立した VC が設立されたのである。

独立系 VC がファンドを組成するにあたって、LP に事業会社が参加することがある。日本では年金基金や財団などの機関投資家の参入が限定的であるため、事業会社からの資金調達は不可欠であった(中園, 2024)。事業会社は配当収益の獲得に加えて、VC を介したスタートアップにかかわる情報収集を目的として出資してい

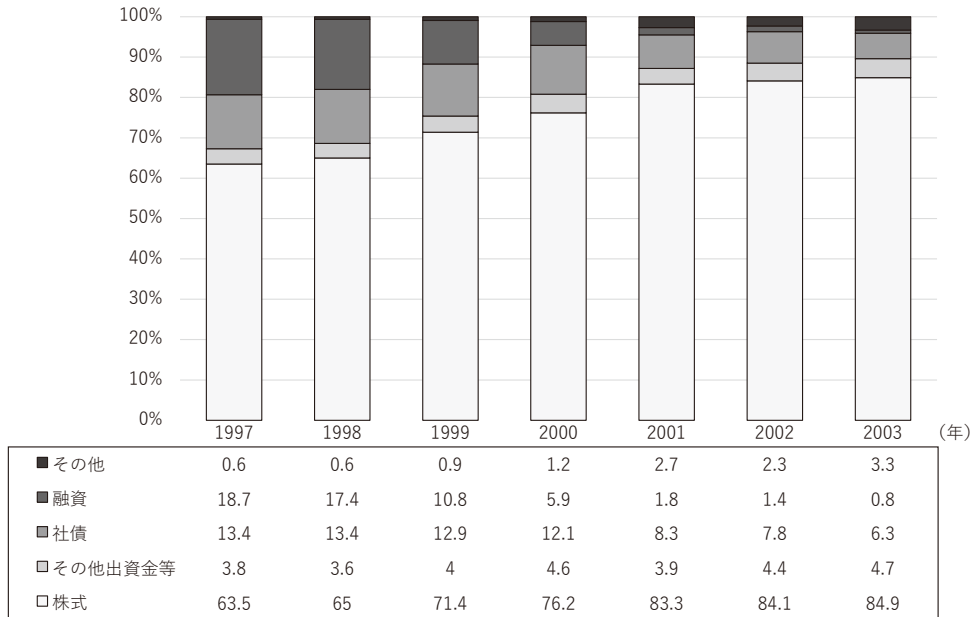
る。このため VC は、LP に対して投資先の動向レポートや研修サービスを提供するなど、いわゆる「LP サービス」を展開している(倉林, 2017)。独立系 VC はファンドを通じて資金を投資するだけでなく、スタートアップとその経営にかかわる専門家として経営支援を行い、同時に LP への情報提供も担う知識集約的な専門職組織として機能しているのである。

独立系 VC の成長に続き、2000年代中ごろからは CVC が台頭してくる。CVC は、一般的に「事業会社 (established firms) による企業家的スタートアップに対する株式投資」を指す(Jeon & Maula, 2022)。CVC は、事業会社の自己資金による直接投資に加え、CVC 企業を GP とするファンドや、VC を GP として事業会社や CVC 企業が LP として出資参加するファンドの形態を取ることもある。そのために、統計データ上非常に扱いにくいものとなる。たとえば、日本では VC を GP として、事業会社を LP とする「二人組合」が多くみられる。ファンドの運用を担うのは VC であるが、出資する事業会社の意向を無視することはできず、戦略的リターンが投資目的として重視される。これを CVC と見做すのか VC と見做すのか、データの収集法によって異なる可能性がある。

実際に投資動向データについても、データベースによって差異がみられる。ユーザベース社の提供する Speeda によれば、2023年時点で事業会社および CVC による投資額は国内 VC を上回っている(ベンチャーエンタープライズセンター, 2024)。一方で、フォースタートアップ社の StartupDB によれば、CVC は独立系 VC、金融系 VC に次ぐ第3位の位置づけにとどま

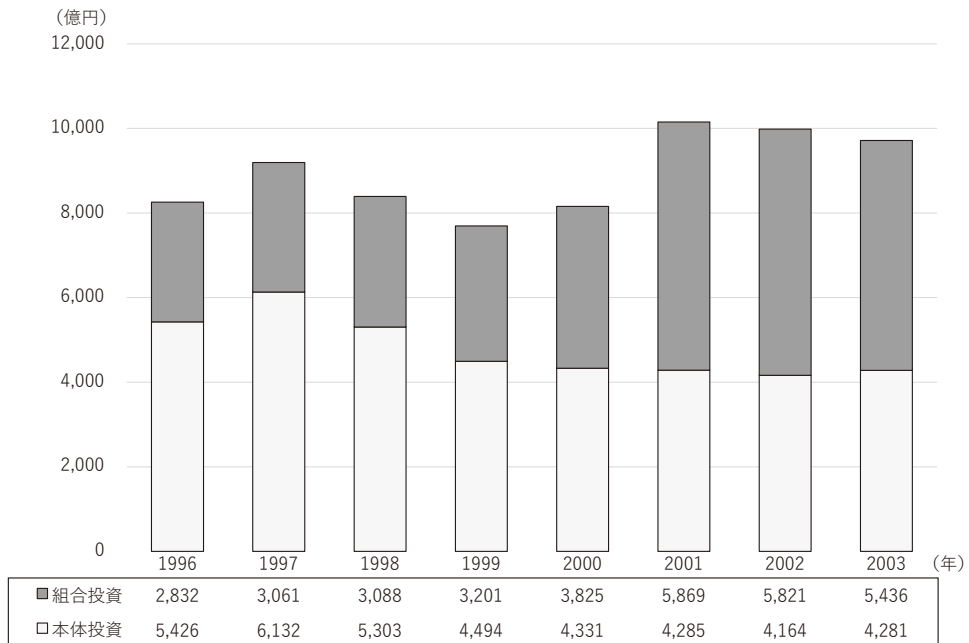
11) Globis Capital Partners Web ページ History (<https://www.globiscapital.co.jp/ja/about/history>)

図3 VCの投融資割合の推移



出所：忽那（2006）がVEC資料から作成した図1-7（26頁）をもとに筆者作成

図4 VCの投資残高



出所：忽那（2006）がVEC資料から作成した図1-6（25頁）をもとに筆者作成

ている (Yamada, 2024)。このように統計の扱いには注意が必要であるが、いずれにしても CVC が日本の VC 産業において大きなウェイトを占めるようになってきていることは確かである。

2000 年代以降の日本の VC は、金融系 VC を中心とした金融機関依存の保守的モデル (Kuroki et al., 2000) から脱却する過程そのものであった。金融系 VC は融資事業を縮小させて、ファンドを併用しながら株式公開を控えた中小企業に対して投資を行っている。独立系 VC は、スタートアップに対して経営支援をともなう投資を行っている。さらに CVC は、事業会社の戦略的リターンを追求する手段として、スタートアップや VC への投資を拡大した。独立系 VC と CVC は相互依存的な関係を築きながら、日本の VC 産業の新しい姿を形づくっていったのである。

4. 日本の VC を対象とした経営学的研究に向けて

日本の VC は、導入期の機能的不在、形成期の制度的適応、そして分化期の多様化を経て発展してきた。その過程は単なる産業の拡大ではなく、制度的制約や政策対応、金融慣行、さらには組織内部の実践が相互作用しあう動的なプロセスであった。その結果として、日本の VC は、創業期から成長期にある未公開企業に対して、エクイティ性資本による投資と経営資源の提供を組み合わせた経営支援を通じて企業成長と企業価値の向上を促す機能を果たしてきた。

本節では、こうした歴史の変遷を踏まえて、VC を単なる投資組織としてではなく、制度的環境と組織実践の相互作用を通じて自己変革を遂げる動的な組織現象として捉える視角を提示する。そのうえで、個人・組織・産業という

三層のレベルから機能的側面と組織的側面を統合的に整理して、今後の研究課題を導出する。

まず個人レベルでは、VC の創業者や投資担当者の社会的ネットワークに着目する。VC 産業では、投資担当者のキャリア転換や独立が新たな VC 設立につながり、その過程で形成されるネットワークが投資機会の探索や資源動員に大きな影響を及ぼす。

理論的には、社会的埋め込み (embeddedness) が基盤となる。経済行為は匿名的な市場メカニズムだけではなく、社会的関係のなかに埋め込まれており、それによって方向づけられたり、意味づけられたりすることが強調されている (Portes, 2010)。実証的にも、VC の投資パターンは社会的ネットワークに制約され (Sorenson & Stuart, 2001)、著名な投資家との関与が資金調達条件に影響を与えることが示されている (Hsu, 2004)。また、投資担当者の人的資本や専門性が VC の成果を規定するという研究もある (Dimov & Shepherd, 2005; Arteaga-Fonseca et al., 2025)。

日本の文脈では、VC 産業の規模や人的ネットワークの重層性ゆえに、VC の立ち上げや投資機会の探索において個人レベルの信頼関係や評判が資金調達や投資判断に強い影響力をもたらす可能性がある。したがって、VC の行動とパフォーマンスを説明するうえで、個人のネットワーク形成とその影響を分析することが求められる。

つぎに組織レベルでは、VC が投資先企業との関与によって蓄積する能力に着目する。VC には、企業家と投資家とをつなぐ金融仲介機能に加えて、経営支援として行われる採用支援、顧客紹介、ガバナンス設計など VC が価値創造の主体として企業経営に影響力をもたらす側面がある。VC はこのような組織能力をいかにし

て蓄積するのか、いまだ残された課題である。

理論的には、RBVが基盤となる。とくにVCでは、資源の活用・統合・再構成を可能にするダイナミック・ケイパビリティが重視される(Arthurs & Busenitz, 2006)。先行研究では、VCがより良い投資先企業を選定するためのスカウティング能力と、投資先企業に対する経営支援によって企業成長を促すコーチング能力に分けて分析されてきた(cf. Gupta & Sapienza, 1992; Elango et al., 1995; Meglio et al., 2017)。

日本の文脈では、独立系VC、金融系VC、CVCといった多様な主体が、投資先企業の成長段階に応じてどのような経営支援能力を発揮しているのかに注目することによって新たな研究成果につながる可能性がある。これは知識集約的な専門職組織としてのVCが経営コンサルタントとどのように異なるのか、また企業成長における経営者サービスがどのように蓄積されるのかを明らかにするにあたって有用な分析視角となりえる。

最後に産業レベルでは、独立系VCとCVCの相互依存的関係がもたらす構造的特徴に着目する。両者は協力と競争によってVC産業の構造を変革してきた。独立系VCのファンド組成には事業会社やCVCがLPとして関与しており、CVCの運営や投資先探索には独立系VCのノウハウやネットワークが活用される。事業会社はVCのLPとして高いシェアを占めており、投資基準や経営支援の方針にLPの意向が反映される構造になっている。さらに、IPOやM&Aに向けた出口設計は、独立系VCによる株式公開の準備やガバナンス設計と、CVCによる事業連携・買収オプション確保を相互補完的に結びつけている。このように独立系VCとCVCの相互依存的関係を分析単位とすることにより、単

なる資金の流れではなく、知識やルーティンの移転を通じた能力形成と産業成長のメカニズムを明らかにできる。

理論的には、ネットワーク論と制度論の両視点からの分析が有効である。ネットワーク論の観点からは、投資行動は匿名的な取引ではなく、VCの評判や共同投資の実績、投資によって構築される関係性に影響を受ける。Powell et al. (1996)が示した科学技術領域でのネットワーク関係や、Hochberg et al. (2007)が明らかにしたVCネットワークの中心性とパフォーマンスの関係は、VC産業がネットワーク構造によって規定されることを示している。制度論の観点からは、規制枠組みや政策支援、専門職規範といった制度的要因が、VCの協働関係や投資行動を方向づける。制度的環境は、VC間の同型化圧力によって組織能力の移転や模倣を促す契機にもなりうる(DiMaggio & Powell, 1983; Argote & Ingram, 2000)。このような相互依存関係のネットワーク的・制度的ダイナミクスの分析は、VC研究を超えて、事業会社が専門的能力を構築するプロセスであったり専門職組織とどのように取引を進めるかを明らかにする手掛かりになるだろう。

本論文では、日本のVCを歴史的変遷のうえに位置づけ、個人・組織・産業という三層の視角から捉え直した。制度変化が個人や組織の行動を方向づける一方で、個人のネットワークや組織能力は産業構造の変化を促した。その成果が再び個人や組織に作用するという相互作用が確認できる。このように、VCの発展は制度・実践・能力が重層的に絡み合うプロセスとして理解できる。つまり、日本のVCは制度と実践の相互作用のなかで変容し続ける動的な組織現象そのものなのである。

参考文献

- 福島智史 (編著) (2022). 『ベンチャーキャピタルの実務』 東洋経済新報社.
- 船岡健太・小山陽平・ユリアヴィオレタアギツォアイエ (2006). 「ジャフコ」 忽那憲治・長谷川博和・山本一彦 (編著) 『ベンチャーキャピタルハンドブック』 (pp.118-162) 中央経済社.
- 後藤光男・秋野正司 (1988). 『株式公開会社倍増時代－日本のベンチャーキャピタル活用方法－』 産能大学出版部.
- 後藤幸男 (1985). 「ベンチャー・キャピタルについて」 『経営學論集』 55, 136-143.
- 秦信行・上條正夫 (1996). 「日本のベンチャーキャピタルの構造と課題」 秦信行・上條正夫 (編著) 『ベンチャーファイナンスの多様化』 (pp.111-159) 日本経済新聞社.
- 今原禎治 (1995). 『荒海に独り行く－私の出会った経営者たち－』 東洋経済新報社.
- 伊藤邦雄 (1986). 「ベンチャーキャピタルの役割とイノベーション」 日本合同ファイナンス (編) 『[ベンチャー版] 社長の時代』 (pp.183-237) かんき出版.
- 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.
- 金井一頼 (2002). 「ベンチャー企業とは」 金井一頼・角田隆太郎 (編) 『ベンチャー企業経営論』 (pp.1-26) 有斐閣.
- 飯屋広郷 (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), 18-51.
- 加藤雅俊 (2022). 『スタートアップの経済学－新しい企業の誕生と成長プロセスを学ぶ－』 有斐閣.
- 加藤雅俊 (2024). 『スタートアップとは何か－経済活性化への処方箋－』 岩波書店.
- 清成忠男 (1972). 『ベンチャーキャピタル』 新時代社.
- 清成忠男 (1987). 「株式市場の改革とベンチャーキャピタル」 『経営志林』 24(3), 81-90.
- 清成忠男・中村秀一郎・平尾光司 (1971). 『ベンチャー・ビジネス－頭脳を売る小さな大企業－』 日本経済新聞社.
- 清成忠男・中村秀一郎・平尾光司 (1973). 『ベンチャー・ビジネス－頭脳を売る小さな大企業－ [新版]』 日本経済新聞社.
- 倉林陽 (2017). 『コーポレートベンチャーキャピタルの実務』 中央経済社.
- 忽那憲治 (1999). 「ベンチャー・ファイナンスと直接金融システム－新規店頭公開市場とベンチャー・キャピタル投資の現状と課題－」 『調査季報／国民生活金融公庫総合研究所』 49, 24-51.
- 忽那憲治 (2006). 「ベンチャーキャピタル投資の現状」 忽那憲治・長谷川博和・山本一彦 (編著) 『ベンチャーキャピタルハンドブック』 (pp.2-54) 中央経済社.
- 松尾順介 (2023). 「[「新店頭市場」とジャスダック証券取引所－非上場株式市場の歴史的考察－]」 『証券レポート』 1741, 1-35.
- 村瀬光正 (2002). 「日本のベンチャーキャピタル－進化するビジネスモデル－」 21世紀政策研究所 (編) 『持続可能な新産業創生のシナリオ』 (pp.173-183) 21世紀政策研究所.
- 中園宏幸 (2024). 「スタートアップとデジタル・トランスフォーメーション－日本の SaaS 業界におけるベンチャー・ファイナンスの効果－」 『日本経営学会誌』 55, 80-90.
- 岡室博之・比佐優子 (2007). 「ベンチャーキャピタルの関与と IPO 前後の企業成長率」 『日本証券アナリストジャーナル』 45(9), 68-78.

- 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.
- 齋藤篤 (2002). 『産業としてのベンチャーキャピタル』 白桃書房.
- 下川浩一 (1984). 「アメリカにおけるベンチャー・ビジネスとベンチャー・キャピタルの新展開」『組織科学』 17(4), 14-31.
- 滝澤美帆・宮川大介 (2015). 「共同投資メンバーの構成パターンとその含意－ベンチャーキャピタルによる投資ラウンド明細を用いた分析－」『RIETI Discussion Paper Series』 15-J-009.
- 田中慎一・保田隆明 (2006). 『投資事業組合とは何か－その成り立ち・利益配分・法的位置づけから活用方法まで－』 ダイアモンド社.
- ベンチャーエンタープライズセンター (2024). 『ベンチャー白書 2024－ベンチャービジネスに関する年次報告－』 ベンチャーエンタープライズセンター.
- 山田幸三・江島由裕・忽那憲治 (2001). 「創造的中小企業創出支援事業の役割と課題」『Venture Review』 2, 17-27.
- 山川晃治 (1996). 「日本のベンチャーキャピタルの現状」 秦信行・上條正夫 (編著) 『ベンチャーファイナンスの多様化』 (pp.69-110) 日本経済新聞社.
- Argote, L., & Ingram, P. (2000). Knowledge transfer: A basis for competitive advantage in firms. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 82(1), 150-169.
- Arteaga-Fonseca, J., Rutherford, M. W., Moore, C. B., & Pollack, J. M. (2025). Human capital theory and venture capital firms: Exploring “home runs” and “strike outs”—A replication and extension of Dimov and Shepherd (2005). *Entrepreneurship Theory and Practice*, 49(5), 1470-1495.
- Arthurs, J. D., & Busenitz, L. W. (2006). Dynamic capabilities and venture performance: The effects of venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 21(2), 195-215.
- Cancino, C. A., Merigó, J. M., Torres, J. P., & Díaz, D. (2018). A bibliometric analysis of venture capital research. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 23(45), 182-195.
- Cumming, D. (2012). Introduction. In D. Cumming (Ed.), *The Oxford handbook of venture capital* (pp.1-12), Oxford University Press.
- Cumming, D., Kumar, S., Lim, W. M., & Pandey, N. (2023). Mapping the venture capital and private equity research: A bibliometric review and future research agenda. *Small Business Economics*, 61(1), 173-221.
- Da Rin, M., Hellmann, T., & Puri, M. (2013). A survey of venture capital research. In G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (Vol.2, pp.573-648). Elsevier.
- DeTienne, D. R. (2010). Entrepreneurial exit as a critical component of the entrepreneurial process: Theoretical development. *Journal of Business Venturing*, 25(2), 203-215.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160.
- Dimov, D. P., & Shepherd, D. A. (2005). Human capital theory and venture capital firms: Exploring “home runs” and “strike outs”. *Journal*

- of *Business Venturing*, 20(1), 1–21.
- Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. *Journal of Management*, 43(6), 1820–1853.
- Elango, B., Fried, V. H., Hisrich, R. D., & Polonchek, A. (1995). How venture capital firms differ. *Journal of Business Venturing*, 10(2), 157–179.
- Florida, R. L., & Kenney, M. (1988). Venture capital-financed innovation and technological change in the USA. *Research Policy*, 17(3), 119–137.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168.
- Gupta, A. K., & Sapienza, H. J. (1992). Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. *Journal of Business Venturing*, 7(5), 347–362.
- 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.
- Jeon, E., & Maula, M. (2022). Progress toward understanding tensions in corporate venture capital: A systematic review. *Journal of Business Venturing*, 37(4), 106226.
- Janeway, W. H., Nanda, R., & Rhodes-Kropf, M. (2021). Venture capital booms and start-up financing. *Annual Review of Financial Economics*, 13(1), 111–127.
- Koujaku, S., & Miyakawa, D. (2017). Venture capital networks: An analysis using the exponential random graph model. *RIETI Discussion Paper Series*, 17-E-084.
- Kuroki, M., Rice, M. P., & Abetti, P. A. (2000). Emerging trends in the Japanese venture capital industry. *The Journal of Private Equity*, 39–49.
- Mayer, C., Schoors, K., & Yafeh, Y. (2005). Sources of funds and investment activities of venture capital funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom. *Journal of Corporate Finance*, 11(3), 586–608.
- Meggison, W. L. (2004). Toward a global model of venture capital? *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(1), 89–107.
- Meglio, O., Destri, A. M. L., & Capasso, A. (2017). Fostering dynamic growth in new ventures through venture capital: Conceptualizing venture capital capabilities. *Long Range Planning*, 50(4), 518–530.
- Nicholas, T. (2019). *VC: An American history*. Harvard University Press.
- Okamuro, H., & Zhang, J. X. (2010). Shareholding by venture capitalists and R&D investment of start-up firms. *Corporate Ownership & Control*, 7(4), 142–149.
- Portes, A. (2010). *Economic sociology: A systematic inquiry*. Princeton University Press.
- Powell, W. W., Koput, K. W., & Smith-Doerr, L. (1996). Interorganizational collaboration and the locus of innovation: Networks of learning in biotechnology. *Administrative Science Quarterly*,

41(1), 116-145.

Sorenson, O., & Stuart, T. E. (2001). Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. *American Journal of Sociology*, 106(6), 1546-1588.

Wright, M., & Robbie, K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5-6), 521-570.

Yamada, K. (2024). An overview of venture capital investments in Japan. *Available at SSRN* 5063785.