

山口省蔵が訊く

## 金融業界の課題を読み解く 熱い!! 金融対談

### 第18回 ベンチャーキャピタルの苦悩と 地域金融機関との連携

松本直人 (ゲスト) × 山口省蔵 (聞き手)



#### 🎯 テーマと概要

本連載は、金融業界における課題をテーマに、「熱い金融マシオン協会」を主催する山口省蔵氏による識者との対談をお伝えするものである。

今回は、フューチャーベンチャーキャピタル(以下、FVC)という社長の松本直人氏と、地域金融機関と連携したベンチャーキャピタルのビジネスモデルについての対談をお伝えする。

#### ● 設立3年での上場と入社

**山口** 松本さんは、FVCに新卒で入ったのですよね。その時、FVCはもう上場していたのですか？

**松本** FVCの設立は1998年で、2001年10月には上場していました。私が入社したのは2002年です。

**山口** 設立3年で上場って、す

ごいですよ。FVCがそれだけ早期に上場できたのは、なぜでしょうか？

**松本** 創業者の川分<sup>かわけ</sup>さんは、設立当初から最短で上場させようとしていました。当時、まだベンチャーキャピタルの事業自体が世の中に知られていませんでしたので、公的な信用を得るためにも、自社を上場させることに強い思いを持っていました。

当時のベンチャーキャピタルは、ファンドからの管理報酬のほかに、投資先から投資手数料を取っていました(現在はない)。また、当時は、ストックオプションの制度が整っていませんでした。ワラント債を発行して、そのワラント部分をストックオプションとして使っていました。ファンドは、投資先が発行するワラント債の引受に關する手数料も得ることができました。このように、当時は、ファンドを作って投資をするのと、自動的に収益が上がるビジネスモデルでした。さらにちょうど、FVCのファンドの投資先の1社がIPOを実現すると

いった幸運もありました。

**山口** 松本さんがFVCを志望した理由は何だったのですか？

**松本** 最初は、ベンチャー企業の経営者を相手にコンサルティングをする会社だと思って入ったのです。起業を考えている友人がいた影響から、自分は経営者タイプではないのだけれど、経営者をサポートする能力を身につけたいと思っていました。特に、ベンチャーキャピタルは、成功確率が非常に低い投資と聞いていたので、失敗事例をたくさん学べると思いました。しかし、FVCに入ってから最初の仕事は、ファンドの資金集めでした。その時、「ここは金融の会社なんだ」と気がつきました(笑)。

**山口** 資金集めはうまくいったのですか？

**松本** FVC設立後の最初のほうのファンドは、川分さんのネットワークを中心にまとめた金額で資金を募集していました。私が最初に担当した資金集



●出資者への恩返しが原動力となったと語る松本社長

めの仕事は、FVCでは、5本目くらいになるファンドで、初めて個人投資家から1口100万円での小口の出資を募るといったものでした。募集できたのはせいぜい8千万円くらいだったと思います。上司や先輩のネットワークで作ったリストを基に、電話でアポを取ってお願いに行く、といったものです。自分が貢献できた部分はほとんどないです。

自分が中心的に資金集めをした最初の案件は、2003年頃に、すでにFVCがGP（ジェネラルパートナー・ファンドの運用主体）出資してきた部分を小口化してファンドにする、と

いったものです。FVCは、ファンドの運営を始めてまだ数年しか経ってなかったもので、トラッキングレコード（投資を回収したうえでの成果の実績）がありませんでした。そうした中、「こういった先に投資しています」というのをお見せしたほうが、実感としてわかってもらいやすい、と考えました。投資対象先も、バラエティに富んでいて、当時としては珍しいロボットベンチャーなどが含まれていました。これは、けっこううまくいった、2〜3億円は集まりました。

### ●ベンチャーキャピタルの苦悩

**山口** 松本さんが資金を集めたファンドのパフォーマンスはどうだったのですか？

**松本** すべて元本を割ってしまいました。2000年初めに始めたファンドの期限は2010年過ぎになります。どれもリーマンショックの影響を受け、IPOの機会が失われ、投資した株式の評価額も大幅に落ち込んでいました。

その頃にファンドの期限がきたわけです。

**山口** 資金を募った投資家から、相当、苦言があったのではないですか？

**松本** リーマンショックによる株式投資での大幅な損失は世界中で生じていたので、ファンドの投資家から、「FVCの投資の仕方が悪い」という文句はありませんでした。しかし、私自身は辛かったです。出資してくれた方々がどういう想いで資金を出してくれたかを知っていましたから。「ベンチャー企業を応援したい」と出資した方もいましたし、私自身を応援してくれていた方もいましたし、長年勤めた会社の退職金を出していただいた方もいました。

**山口** FVCは、2020年度（2021年3月期）に当期利益が黒字に転換するまで、ずっと赤字ですよ。

**松本** ベンチャーキャピタルに関しては、2000年の頃にはあった投資手数料やワラント債

の引受手数料といった収益源がなくなりました。また、会計処理についても、2002年にファンドに時価会計が導入されたこと、2007年にライブドア事件に伴う会計基準の変更があった（ファンドへの投資についての連結範囲が問題にされたことから、ベンチャーキャピタルが運営するファンドの多くが連結されることになった）ことにより、大きく変わりました。

ベンチャーファンドについては、投資が行われている期間には、投資先の収益がまだ上がっていないので、時価が下がっていき、IPOを実現する先が出てくると、一気に時価が上がる「Jカーブ効果」という特徴があります。時価会計の導入と連結範囲の拡大によって、時価が減価したファンドが連結されることになるので、ベンチャーキャピタルでは、損失が出ているようにみえました。ファンドからベンチャーキャピタルが受け取る報酬も、連結されると相殺されてしまうので、売上もほとんど認識できなくなってしまいました。そして、その後にリーマン

ショックがきて、IPO案件はほとんどなくなり、ファンドは、実質的にも収益を上げられなくなりました。そんな中、1998年から募集・運営していた当社のファンドの期限(10年)が次々と到来することになりました。期限がきたファンドについては、投資先に株式を買い取ってもらって、回収を図らねばなりませんでした。リーマンショック後ですから、どこも経営が厳しい状態です。そうした状況において、それまで我々は、投資先に寄り添う形で支援をしてきたにもかかわらず、「自社の株式を買い取って、資金を返してくれ」と頼んで回らねばなりませんでした。とても辛かったです。しかし、出資者に対して、我々は、資金を回収して渡す責任がありましたから、やらざるを得ませんでした。

実は、リーマンショック前までは、ファンドの組成はできていたのです。その段階では、期限が到来しているファンドがなく、投資家に示せるトラックレコードがなかったので、将来への期待だけでファンドが組成できました。しかし、リーマン

ショック後に次々とボロボロのトラックレコードが出てくると、新たな出資者を見つけることが困難になりました。当社は、2008年から2012年までの4年間、ファンドの組成がまったくできなくなりました。この時期のベンチャーキャピタルの苦境は、他も同じで、多くのベンチャーキャピタルが廃業しました。

さらに、当社は、GPとしての投資資金を金融機関借入で調達してしまいました。これの返済ができなくなりました。短期の切替で継続していましたが、切替時期ごとに金利を上げられていました。私自身もFVCに意味が見いだせず、苦しかった時期でした。

### ●復活へとつながった地域金融機関との連携

**山口** 松本さんは、なぜ辞めずにFVCに残ったのですか？

**松本** ファンドに出資していた方々とは、ずっと年賀状のやり取りをしているのですが、ちょうどその頃、いただいた年賀状の1枚に「FVCさんが存続してくれていることが私の希望です」と書かれていたのを読みました。こんな時でも期待してくれている人がいる、というところが、とても嬉しかったです。それと同時に、ファンドのリターンとしては返せなかったけれど、会社が継続して世の中に役立つようになれば、「あの時、出資してよかった」と思ってくれる方もいるんだ、ということに気がつきました。それに気がついた時、FVCを世の中に役に立つ会社にして、出資してくれた人達に恩返しがい、と思いました。

**山口** しかし、その時は、ファンドも組成できなくなり、八方

ふさがりだったのですよね。

**松本** 私は、その頃、いかにIPOは経済環境の大きな打撃に左右されやすく、自分たちで制御できない要素を包括しているベンチャー投資だけでは経営は成り立たない、と思うようになりました。また、地域企業は、かならずしもIPOを目指しておらず、地域経済を支える中堅企業を目指している企業も多いと感じていました。そこで、そのような企業に投資し、投資先の企業に利益が蓄積されてきたら、自社株買いをしようというスキームにすればいいのではないかと考えました。

そんな時に、東日本大震災(2011年3月)が発生し、盛岡信用金庫の浅沼さん(理事長。当時、専務理事)から、震災復興のために企業支援のファンドを作りたいとの相談をいただきました。私が温めていたプランを当時FVCの東北の責任者であった小川さん(現FVC T ohoku社長)と提案してみたところ、ご了解いただき、2012年にファンドを立ち上げ

金融業界の課題を読み解く  
熱い!! 金融対談



●ベンチャーキャピタルの苦悩と可能性について熱い対談が行われた

松本 そうです。投資先の企業には、取得請求権付株式といった種類株を発行してもらい、一定程度の利益が蓄積されたところで、その株式を買い戻してもらうようになっていきます。また、このファンドは、個別の地域金

融機関とFVCの2者だけで作っていますので、仮に10年の期限が来ても、金融機関側がファンドに残っている企業の成長支援を諦めていないのであれば、期限を延長することができず。さらに、1件あたりの投資額はせいぜい1千万円前後の少額にしています。この額であれば返せないということにはなりにくいのです。

信用金庫のような、地域のひとと人のつながりをベースに置いた組織と創業支援は相性がいいと思います。しかし、新しいビジネスモデルに対するリスクマネーは、融資よりも、うまくいった時に回収する投資のほうにマッチしています。地域金融機関との創業ファンドは、地域金融機関の課題に我々の提供するノウハウがフィットしているということなんです。

こうしたファンドを、盛岡に続き、大阪、神戸などで組成するようになった時、私も、「このやり方であれば、FVCを世の中に役に立てられる」との自信が持てるようになり、FVCの社長を引き継ぎました。現在、このような地方創生の

ための創業ファンドを30本近く運営しています。

山口 FVCが黒字になったのは、それらのファンドの収益が上がってきたからですか？

松本 これらのファンドにおけるFVCの出資比率はかなり低く、出資額のほとんどが連携している金融機関さんによるものです。このため、FVCの収益は、ファンドの成果に頼っている部分は少なく、個々のファンドの管理報酬の積み重ねがかなりの部分を占めています。また、ほとんどのファンドは、支配権を金融機関さんが持っていますので、FVCに連結されていません。

山口 それらが積み重なって、やっと継続して収益を上げられる構造が作れた、ということですね。

松本 そうですね。長かったです。こうした創業支援のファンドの他にも、最近では、金融機関と一緒に保証協会さんが出資する事業承継のためのファンドの運営もしています。種類株を使

うことによつて後継者が親族でなくとも事業を承継できるようになるとか、後継者が企業の借入に対し経営者保証を必要としないので済む取組みを進めています。

山口 松本さんは、危機時に心に誓った恩返しができるようになったのですか。入社以来20年の苦勞が最後は結果につながったお話を聞いて良かったです。ありがとうございます。

プロフィール  
(ゲスト)

まつもと・なおと ●フューチャーベンチャーキャピタル代表取締役社長。2002年神戸大学経済学部卒業後、同年フューチャーベンチャーキャピタル入社。ファンド企画・募集からベンチャー企業への投資実行・育成融資までベンチャーキャピタル業務全般を経験。11年に取締役就任、16年より代表取締役社長に就任し、現在に至る。  
(聞き手)

やまぐち・しょうぞう ●1987年日本銀行入行後、金融機関の調査・モニタリング部署を中心に担当し、金融高度化センター副センター長を経て、2018年に株式会社金融経営研究所を設立。金融を通じた社会の発展を目的に「熱い金融マン協会」を運営。