

光通信は沈没、ソフトバンクは迷走、
ジャフコ独立組は明暗くつきり

ITバブルに踊った

ベンチャー 投資 宴の後

ITブームとマザーズ、ナスダックの新市場の誕生で、日本のベンチャー投資は一時熱気に包まれた。ソフトバンクや光通信は巨大なファンドをつくる一方、VC業界最大手のジャフコからは有力幹部らの独立が相次いだ。だが、ブームは短命に終わり、市場は混沌の極に。乱立VC業界は生き残りの正念場を迎えている。

ジャーナリスト

菊池雅志=文

text by Masashi Kikuchi

ジャフコから独立した 海外投資のプロ集団

今から五年前の一九九六年四月、国内最大手のベンチャーキャピタル、ジャフコ（当時・日本合同ファイナンス）から、取締役海外事業部長だった田中邁が、五人の社員を引き連れて会社を後にした。

海外投資部門のトップに立つ経営幹部が、現地のキャピタリストとともに突如退任したことは、社内に大きな波紋を投げかけた。

「当時の社内の反応は、「違反」といった程度の受け止め方でした。しかし、田中チームがジャフコで築いたファンドは巨額のキャピタルゲインを生み始めており、その後の会社の収益を支え続けたのです。ところが、社内には意外なほど危機意識は低かったのです」（ジャフコのOB）

もちろん田中のチームは、誰かを裏切ったわけでも何かに反旗を翻したわけでもない。それは、アメリカのビジネス社会では、日常的に見られるスピンアウトに過ぎなかった。

ただ一つ、平凡なスピンアウトと違ったのは、その後田中たちが設立したワールドビニータクノロジーベンチャーキャピタルが、圧倒的なパフォーマンスを生み出す巨大ファンドに急成長したことだった。田中自身は、独立の理由をこう語る。

「ジャフコは非常に居心地が良かった。私自身は野村グループ出身でもないのに役員にいらしてくれました。（独立したのは）非常に大きなビジネスチャンスがあったから。（投資を）やっている我々は、そう実感したのです」

VCとは名ばかりの 日本のレベルの低さ

日本の世紀末は、わずか一年の間にマザーズ、ナスダック・ジャパンが相次いで創設され、「ベンチャー投資」に熱狂した。ベンチャービジネス（VC）は、株式公開で巨額の創業者利益を得るためのマネーゲームと化し、資本を送り込むベンチャーキャピタル（VC）も乱立した。

東京情報大学経営情報学部の堂下浩助教授は、「これまで何度かベンチャーチームと呼ばれた時期がありますが、ベンチャー支援ブーム」が起こるだけで、結局、本質的な意味でVCが育ったとはいえなかった」と解説する。

この浮かんでは消える日本のベンチャーブームの中で、トップ走者として歴史を築いたのが、七三年に誕生した野村証券系のジャフコである。

VCというビジネスを簡単に説明すると、「将来性のある未上場企業の株式を取得して、株式公開（IPO）や大企業への売却（M&A）などによってキャピタルゲインを稼ぐ」というもの。しかし、ジャフコをはじめ、七〇



日本の世紀末は新市場の誕生や旧市場の衣替えが相次いだ。99年12月に東証マザーズの取引が始まり、2000年6月には東京証券取引所が東証グロースに、また、ナスダック・ジャパンの取引が始まった。だが……。

PANA・読売新聞

年代に設立されたVCのほとんどは、ベンチャー投資とは名ばかりで、ノンバンクと化していった。

七九年、ジャフコの再建に乗り出したのが、野村証券の常務から社長になった今原慎治である。

「あの頃、会社は手形割引やリースも手がけていたんです。社員も二〇名ほどで、採用も女性が多かった。というのは、男子社員が誰も来てくれなかったから。そして、VCの言葉の定義もよくわからず、素人集団だったので、皆が暗中模索の時代でした」

今原は、みずからアメリカに飛び、VCの実情を一から学んだ。

一般にアメリカのVCでは、年金基金や保険会社などの機関投資家から資金を募り、投資ファンドを組成する。

このファンドを管理運営、つまりVBへ投資する人間こそが、ベンチャーキャピタリストというプロフェッショナルとなる。出資者とキャピタリストはパートナーシップを結び、出資者はキャピタルゲインを得、キャピタリストは、年間数%のファンドの管理報酬（マネジメントフィー）とキャピタルゲインの一部を成功報酬として手にする仕組みだ。

八二年、今原は、アメリカのパートナーシップをヒントに日本初の投資事業組合を設立する。これ以降、ジャフコは日本のVCの代名詞となる。

人を超えるが、銀行系はせいぜい一〇人から二〇人程度と差は歴然です。一部のVCはジャフコの後追いで出資を決めていたほどです」（安井慎二・住銀インベストメント業務第二部長兼経営企画室長）

一昨年、安井は、投資家説明会の司会をしたときに、ある中小証券系のVCから、「OEM（相手先ブランド販売）とは何でしょうか」という質問が飛び出して愕然としたという。このレベルの低さが国内VCの実情だった。

しかし、ジャフコですら米国のVCと比較すると、多くの矛盾を孕んでいた。アメリカのVC、ジェネラル・アトランティック・パートナーズの日本担当・本荘修二の指摘。

「日本のVCがジャフコしかないというのはいり得て妙ですね。ジャフコは、マネジメントフィーや金利収入がけっこう大きいので、メンタリティーとしては金貸し業です。一方、米国のVCは、基本的にキャピタルゲインで食っています。もう一つは、（ジャフコは）営業マンが二〇〇人もいます。アメリカのVCには営業マンはいません。さらに、最近まで個人保証を求めた。米国の場合は、個人保証を取りません。基本的には、（ジャフコも）間接金融の延長上ではなかったのでしょうか」

九八年、この彼我の差を知り、ジャフコを去って、日本テクノロジープベンチャーパートナーズ（NTVP）を設



田中 透

ワールドビューテクノロジーベンチャーキャピタル社長。都市銀行を経て、ジャフコに移り、同社の海外投資部門で高い投資実績を残す。取締役国際営業部長を経て、95年に独立し、現在の会社を設立した。

撮影・内藤陽介

立した村口和孝も、こう言う。
「ジャフコにおけるファイナンディング（投資先の発掘）とは、営業マンが帝国データバンクの中小企業一覧などを見て、『出資のご案内です』などと電話をすることです。そして、投資の最終判断は、審査部と委員会が決める。これは、銀行や証券会社の発想です。また、社員の投資実績が報酬に反映されません。つまりジャフコの営業マンは、純粋な意味でのキャピタリストとは言いにくいでしょう」

サラリーマン・キャピタリストでは、異動や転職があるので投資先企業の十分な支援はできない。また、組織の一員であるがゆえに、横並びの発想による投資をしがちだ。村口は、北海道支社時代に、「投資から株式公開までバックアップし、約10社の店頭公開を手がけた。この成績は、社内でも突出していました」と言う。
だが、その村口でも、九八年に組成したファンドは、わずか三億二〇〇〇万円。店頭市場が低迷する環境下で、苦しい挑戦を余儀なくされた。

ベンチャービジネスは探し回るものじゃない

村口が退社する二年前、グローバルベンチャーキャピタルを設立した長谷川博和も、苦しい市場環境下で独立の道を選んだ。長谷川が語る。

「周りからは反対されました。『本当にいい案件はみんな大手VCのところに行くんだから、個人参入でやってもいい投資案件の、ファイナンディングなんかできないよ』とかね」

長谷川は、野村総合研究所からの出向でジャフコの投資調査部の課長だった。大学三年のときに公認会計士の資格を取得した秀才で、もとをただせば自動車業界のアナリストである。だが、自ら手を挙げて出向した長谷川は、頻りにアメリカに出張するうちに17時代の到来を感じ、キャピタリストにな

ることを決断した。

しかし、ジャフコ時代の長谷川の投資経験は皆無。設立メンバーも、弁護士のマイケル・コーバーや興銀出身のコンサルタントの米田隆など「学者肌」の人間である。苦勞して集めた一号ファンドも六億五〇〇〇万円と、必ずしも大きい金額ではなかった。

この頃、ジャフコからスピニアウトした田中たちのチーム、ワールドビューは、すでに一億八〇〇〇万もの巨額ファンドを組成していた。新興VCとしては驚異的な金額だろう。

「アメリカは仕組みができていて、どこが出資しているかも公知です。我々は、出資者である年金などのプライベートルートエクイティ投資の担当者と面接し、今後の投資について考え方を述べる。二、三時間のインタビュで、彼らが『興味がある』となれば、五〇〇万円から一〇〇〇万円という単位で、話がスタートするのです」（ワールドビニュー・田中）

九七年一月に組成した一号ファンドは、約一年一〇カ月で投資を終了させ、二号ファンドは一億六七〇〇万円、昨年一月に組成した三号ファンドは四億七七〇〇万円と、規模はさらに拡大した。ワールドビニューがこれだけの資金を集めることができた理由は明白だ。ファンドの利回りを示すIRR（内部収益率）は、一号ファンドは一五〇％を超え、二号ファンドは二〇〇％を超

えている。つまり、高いパフォーマンスで人気を得たのだ。

そして、一号ファンドの投資先二三件中、九件がIPO済みで、八件がM&Aなどで売却が終わり、四件は事実上IPOが決まっている。日本の大手VCでも、投資先の三〜四割程度のIPOで、多くのリピングデッド（IPOも調達もしない投資先）を抱えていることを考えると、きわめて高い打率と言えるだろう。

「VBは探し回るものじゃない。自分たちでつくるんです。だから、VCの本質はファイナンディングじゃない。 Deal（政策）そのものをつくるということなんです。あるいは会社そのものをつくる。だからVBは、VCと起業家のジョイントベンチャーと考えたほうがいいですね。そんなところ（二割のIPO）と比較してはほしくない。だから私は始めたんです。チャンスがあったから」（ワールドビニュー・田中）

ジャフコの若手社員が大量に光通信グループへ

九九年、田中、長谷川、村口らの独立とは、まったく違う文脈で、ジャフコの社員が「大量脱出」した。その数は総勢一〇人以上。二代から三十代前半の若手社員を中心に次々と会社を去り、その約半分の行き先が、光通信と系列のVC、光通信キャピタルだった。この大量退社は、同時に「ネット



松木伸男

シュローダー・ベンチャー代表取締役。トヨタ自動車販売で経営コンサルティングの業務等に従事した後、外資系投資会社の役員に、82年米国系VCの創設に参画。85年に英国のシュローダー・グループと合併会社を設立し、現在に至る。



村口和孝

日本テクノロジーベンチャーパートナーズ代表。ジャフコの北海道時代に松本建工などを担当、投資部ではバルティックなどの企業を公開に導いた。98年に独立し、日本初の投資事業有限責任組合を設立した。

撮影・内藤陽介



長谷川博和

グローバルベンチャーキャピタル社長。野村総合研究所の自動車業界の証券アナリストからジャフコ投資調査部に出向、投資先や投資候補先企業に経営のアドバイスをした。96年に退社後、現在の会社を設立。

撮影・内藤陽介

バブルの到来を暗示していた。

この年から日本のVC業界は、次々と常識を覆す事件に直面する。その一番手は、六月にソフトバンクの係止義社長がぶち上げた「ナスダック・ジャパン構想」だった。

「これまでは、ベンチャー企業の出口は店頭市場だけでした。それが突然、やり方によっては、大きなリターンが期待できる市場ができて、状況が一変しました」(前出・住銀インベストメント・安井)

ナスダック・ジャパン構想の発表直後から、新たなVCが次々と設立される。それは粗製乱造に近かった。この背景には、アメリカ、特にシリコンバレーの「成功神話」があった。

「七六年にアップル社に一〇万円を出資したVCは、一〇年後に五〇〇万円

ものキャピタルゲインを得た」

「創業間もないヤフーへの出資が、一年後の株式公開では八〇倍もの価格で戻ってきた」

多くの投資家は、ナスダック・ジャパンの開設で、シリコンバレーのゴールドラッシュが輸入され、東京・渋谷の「ピットパレー」に集まる学生企業までが「金鉱脈」であるかのような錯覚に陥った。

しかし、米国のVCの伝説を築いた「セイコイア・キャピタル」のドナルド・バレンタインは、フェアチャイルド幹部からナショナル・セミコンダクターを創業した経営者で、セコイアがヤフーに出資する際、経営トップも同時に送り込んでサポートした事実が省かれ、神話だけが一人歩きした。VC設立で先陣を切ったのが、ソフト

トバンクと光通信の二社。七月に「光通信キャピタル」

「ソフトバンク・インベストメント」を競い合うように設立すると、両社は「IT事業会社系VC」として疾走する。

光通信キャピタルは国内最大規模(当時)の三三二億円のファンドを八月に組成。ジャフコの若手社員たちが雪崩のように独立していったのは、この真只中だった。ジャフコのゼネラルマネジャーだった石部将生も、九九年一月にジャフコから光通信に移った一人である。

「私は、専業会社でITに関する投資をやりたかった。光通信は、これから力を入れて立ち上げようというタイミングで、重田(康光)さんから直接誘われました。しかし、当時の光通信は、一つ一つの事業にコミットするより投

資を拡大していた時期で、とにかくダアーツと張っていた。意思決定は早かったですが、私の目指しているものとは若干迷いました」(石部)

石部は半年後に光通信を退社し、現在は独立系VCのアイシービーを立ち上げている。

光通信キャピタルのトップはどう答えるか

石部が退社した後、光通信は明らかに、ベンチャーバブルへと突き進み、さらに投資を急拡大する。

「まあ不謹慎ですが、お祭りみたいで面白かったですよ。ベンチャーキャピタリストのごっこです。もっとも昨年六月以降の投資は二件ほど。むしろ、光通信キャピタルのほうが、元野村証券の若い営業マンを使って派手な投資をしていた。あちらのほうが心配だと思えますね」(光通信の元投資担当者)

光通信キャピタルの投資営業には、いくつかの逸話が残っている。「社長、出資のご案内でお電話しました。一億円ならすぐに出します」

昨年、都内のある会社社長は、光通信キャピタルの営業マンからの電話に耳を疑った。社長は、光通信のHIIT SIIOPをフランチャイズ展開する代理店を運営していた。

「このとき、光通信と携帯電話販売のインセンティブの支払い問題でもめていたのです。我々が倒産の危機にある

のに、光通信キャピタルが一億円も出資するなんてありえない。調べもせず電話したんだと思います。業務内容をやんと調査してからにしろ」と言っていました。(会社社長)

その電話から目を置かず、この代理店は倒産した……。

これは、ほんの一例だ。「投資ノルマがあつて一億円までは素通り」や、「平気で他の二、三倍の株価で出資した」というものまで、そのエピソードはVC業界に知れ渡っている。

光通信キャピタルの社長は、野村証券出身の蒲谷良司。また二十代だった蒲谷をスカウトしたのは、やはり重田本人だ。蒲谷が設立の経緯を語る。

「(九八年の)大晦日に重田と二人で居酒屋で飲んでいたら、理想のベンチャーキャピタルって日本にないよね。蒲谷、おまえどう思う？」と言われたんです。他の取締役は全員反対したんですけど、「僕が集めます」ということで、人や資金を集めることをやり出したのです」

光通信キャピタルには、野村アセツトマネジメント出身の副社長や、野村証券出身者が次々と入社した。ところが、「光通信批判」が噴出した昨年春、役員を含む多くの幹部社員が辞表を叩きつけるという異常事態となった。その理由は、「新たな投資が難しくなった」「約束どおりの報酬が得られなかった」など、さまざまに伝えられた。

「いいときは、群れのようによつてきますが、悪くなると、さつと離れる。この一、二年で人の本質がわかりました。我々のことをいろいろ言う他のVCの方もいるようですが、それはステレオタイプな大企業の論理であつて、もっと大きな視点で見たい。重要なのは、プライベートエクイティ市場の発展であつて、ひいては日本のIT市場の発展です。そのためには独自のスタイルを持ったプレーヤーが数多く参加しているほうがいい」(蒲谷)

現在、ほとんどのジャブコ出身者が

激しい罅迫り合いを演じた ソフトバンクと光通信

光通信グループを去っている。

ソフトバンク 投資急拡大の「歪み」

ソフトバンクグループの投資戦略の要であるソフトバンク・インベストメントと光通信とは、投資の現場ではライバル関係にあった。

「ソフトバンクさんとはよく投資先でバッティングしました。なぜか彼らは、投資先に「光よりも出資は多く」とか、「光を入れるなら出資しない」ということを言っていました」

(光通信関係者)

ソフトバンク・ファイナンス社長の北尾吉孝によると、早い段階から「光が出資している会社には、一切入れるな」と指示していたという。

「光は金にあかせて高く買います。もし光と一緒に買って、同じ会社にボンボン同じ値段を入れていて、ならん。まず、今や「光モノ」という公間でできないでしょう。僕はそういうふうになる可能性がある、デジタルクラブなどの苦情で知っていた。だからこれはもうストップせいかんと決断

したんですね」(北尾)

投資現場の最前線では、新興の巨額ファンド同士が激しい罅迫り合いを演じていた。

しかしソフトバンク・インベストメントの投資手法もベンチャー企業から不評を買った。問題となったのは、同社の年会費一〇〇〇万円の「プレミアム会員」なる制度である。

会員企業には、株式公開への支援をするという華い文句だが、入会しても、「具体的な支援など期待できない」という声が上がったのだ。

昨年九月末現在で、ソフトバンク・インベストメントの配下にある投資ファンドは約三五〇〇億円。投資先企業は延べ四〇〇社にも上る。連結子会社の全従業員を含めても一〇〇名あまりしかいないソフトバンク・インベストメントに、一〇〇〇万円に見合う支援ができるのか疑問が残る。

「今はプレミアム会員はやめて、ビジネスサポートの会員と、A会員、B会員と影を変えています。批判は、出資を受けられなかったところが言っていることです。我々はつねに顧客の声を聞いている。サービスが十分その対価に合わなければ、いつでもやめてください」とも。入金と出資とは無関係です。また、分科会も、非常に効率的に運用されていますし、個別にファイナンスの提案もしています。さらにグループ会社で「ソフィア・コンソーシアム」というのをつくり、大企業とメンバーとの橋渡しもやっています。何もかも全部自分でやるのではなく、信頼できるパートナーを募ってアウトソーシングしていく。そうやって自分自身では足らない部分を補っているわけです」(ソフトバンク・ファイナンス・北尾)

急拡大したベンチャーファンドには、「歪み」が生じているように思えてならない。

「昨年からの過熱した「ベンチャー投資」を、国内の独立系VCとして一



北尾吉幸

ソフトバンク・ファイナンス社長、野村証券第二事業法人部次長、事業法人第三部長などを経て、95年にソフトバンクに移る。現在グループ企業のソフトバンク・インベストメントなどの代表取締役を兼務する。

撮影・菅川智彦



蒲谷良司

光通信キャピタル社長、野村証券に在籍中、光通信の重田康光社長から入社の特典を受け、98年8月に光通信入社。情報通信事業本部の事業開発本部長、取締役を経て、99年12月から現職。

撮影・内藤陽介

八年の投資実績があるシニア・ベンチャーの松木伸男は、醒めた目で眺めていた。

「本来なら一〇億円の価値しかない会社が一〇〇億円のバリュエーションで投資するのですから大変です。しかし、経営能力がなくても、いいアイデアがあれば、それだけでお金が集まる時代は昔もありました。私はまったくクールにしていようと思っていました。」

経営陣と本当のパートナーシップができない限り、我々は投資しない。だから一八年間で、五二・五三社しかやってない。それしかできないのです。ちやんとコミットして、お金もたくさん出すし、時間も使ってください。」

一方、ワールドビニーの田中は、日本の「ネットベンチャー」へは、一切の投資をしなかった。「我々の言うITとは、コミュニケーション、通信、ソフトウェアなどです。ところが日本ではeコマースをITと勘違いしている。アメリカのVBでは、

従業員数の六〇〜八〇％はエンジニアで、全従業員のうち五〇％が博士号を持っている。日本では、そういう人材は大企業にいます。日本でVBが根づいていくには、結局、大企業がVB的にならないとダメなんです。」(ワールドビニー・田中)

松木や田中の言葉からは、九九年度の投資額(日経新聞調べ)でトップに躍り出たソフトバンク・インベストメントや、日本のVBを取りたく一部の投資家は一線を画しているという思いが伝わってくる。

いずれ消滅する投資ファンドも

IT産業系会社の光通信、ソフトバンクの巨額ファンドが猛威を振るったVC投資は、一年足らずで踊り場に立ちどまってしまった。外資系VCの巨額ファンドも、日本では投資先が見つからずに宙に浮いているものさえある。さらに、一部の新興VCは、アジアの

ネットベンチャー投資で一〇〇億円の単位の損失を出したとも伝えられる。彼らは、ネットバブル崩壊後、どのように生き抜くのか。

「バブルであったのかもしれないし、なかったのかもしれない。インターネットという道具ができて、次の産業革命が動いていることだけは確実ですが、投資先の中にはいい会社もあったし、悪くなったものもあった。一番大切なのは、六〇〇億円近い規模で二二〇社を超える企業に投資し、さまざまな失敗や教訓を実験として持っているのはわれわれだけだということ。七年のファンドです。七年の中で結論を出したいです。」(光通信キャピタル・蒲谷)

一方、ソフトバンクの北尾は、相変わらず鼻息が荒い。「まあ、みんな羨ましくしてしまっているんだと思います。お金集めするといっても、一五〇〇億円も集められる人は誰もいない。大概の投資は、うらがリードしてわけてしまう。いろいろなことを言いますよ、世間は。株価が下がったと言っているけど、額面と比べれば、平均三〇倍です。我々はほとんど額面を入れてます。今は、絶好の投資チャンスと見えています。」

そして、ベンチャー投資ブームが転換期を迎えた今、ジャスコを去った人々はどうしているのか。田中が率いるワールドビニーは、昨年末、一〇億円の第四号ファンドを組

成。このファンドでは、日本で初めて日本の年金の運用資金からの出資を獲得した。いまだサクセスストーリーは現在進行形だ。

グローバルの長谷川は、一号ファンドからインターネット総合研究所やスカイマークエアラインズが公開し、三〇〇％を超えるIRRを誇るVCになり注目を集めた。今では、二五億円のファンドを運用している。

光通信を退職後、独立系VCのアンジービーを設立した石部は、投資先企業数社と同じフロアにオフィスを構え、三五億円のファンドを集めてキャピタリストとして再挑戦をしている。

そして、現在五六億円のファンドを運営するまでになったNTVPの村口。一五社の投資先は、シード(創業時)、アーリー(創業直後)が一四社で、このうち一三社はNTVPがリードインベスターとなっている。一社が公開したが、「厳密には、私が一から育てた会社ではありません。本格的なIPOはこれからです」と言い切る村口は、

昨年、事業内容を転換した投資先のネットベンチャーに、自ら社長として乗り込み、経営戦略の陣頭指揮を執っている。

彼らの勝敗は、数年後に投資実績の数字によって明確に結論を下される。そして、投資パフォーマンスが上がらないVCは、資金が集まらず、いずれ「消滅」の道を迎えることになる。