

# 富田賢の新規事業&CVCのための 情報 Station

富田 賢  
CVC JAPAN 株式会社  
代表取締役社長

## ベンチャー投資の 投資回収をどうするか？

～未公開株式の特徴とCVC投資のEXIT～

### 1 ベンチャー投資の3つの特徴

ベンチャー投資の特徴を3つ挙げるとしたら、次のようなものになります。

- ① 長期の投資となる。
- ② リスクが高い。
- ③ 流動性が低い。

①については、投資先企業が成長して、成果が出るまでに、時間がかかるため、長期の投資となります。上場株式投資のように、短期での売買はできません。多くの投資事業組合が期間10年で設定されていますが、そのくらいの期間が必要となります。(最低でも5年程度。)

②については、やはり、他の資産への投資よりも、リスクが高いと言えます。投資ステージにもよりますが、10件投資して1～2件、当たればよい…というような感覚で投資することが必要となります。(そのため、分散投資が大切となります。)ただし、マイルストーン原則などの投資手法に則っていけば、リスクは回避していけます。

③については、これが、最大の特徴と言えます。ベンチャー投資は、未公開株式投資となりますので、上場株式のように売買される市場がないため、流動化(換金化)が難しくなります。つまり、上場株式であれば、証券会社に売り注文をすれば、売却・換金ができるわけですが(そのように、株式上場をすると、流動性が出るため、IPOによって株価が跳ね上がる)、未公開株式ではそれができません。流動性(換金性)が低いということが、投資回収において、最大の課題となります。

### 2 3つの投資回収方法

そのような流動性のない未公開株式の投資回収は

どうするのでしょうか。つまり、ベンチャー投資のEXITがどうなるのかということです。

ベンチャー投資における未公開株式の流動化(換金化)としては、次のようなものがあります。

- ①投資先企業が株式上場(IPO)をして、株式市場で株式を売却して投資回収をする。これは、ベンチャー投資で、最も成功したパターンとなります。
- ②第三者の買い取ってくれる相手を見つけてくるか、投資先企業の経営者に紹介してもらい、その先と株価を合意して、譲渡する。つまり、M&Aで第三者に譲渡するパターンです。
- ③投資先企業の経営者(社長)に買い戻してもらおうまくいかなかった案件の投資回収のメインのパターンとなります。

これは、Owner's Buy-Backと呼ばれるもので、ベンチャー投資を手じまう時に、かなり利用される方法です。ただし、投資契約書において、経営者に連帯して、買い取る義務を規定していないと、なかなか交渉がうまく進まないことがあります。

(昨今は、経営者に連帯保証を入れていただくことは、減少しています。また、シンガポールや米国においては、基本的に、経営者が連帯保証を入れることはありません。)

なお、経営が厳しい状態となった投資先企業の投資回収を進めていく際、投資事業組合(ファンド)で保有している株式を、ファンドで保有していないという状態にするには、弁護士に投資回収不可能であるというリーガル・オピニオンを出してもらおうというやり方もありますが、税務上も可能な形にするには、上述③の方法で、経営者に最低額の1円(1ドル)で買い取ってもらおうか、または、法的に破綻したという状態にならないと、特別損失で、帳簿上から外すことはできません。

以上がベンチャー投資の主たる投資回収方法についての解説となります。

### 3 CVC投資のEXIT ~内部化への挑戦

ベンチャー投資（未公開株式投資）には、前述のような投資回収の方法がありますが、CVC（コーポレート・ベンチャーキャピタル）の投資の出口（EXIT）は、どのようになるでしょうか。

もちろん、CVC投資においても、資金的に投資回収することとなれば、前述のような方法を取ることになります。しかし、CVC投資は、フィナンシャルリターンではなく、ストラテジックリターンを求めるものですので、投資の出口も、変わってきます。

CVC投資は、目的から見た場合、大きく分けて、①事業シナジーを求める投資と、②新規事業のシーズの獲得を目指す投資の2つがあります。特に、②のパターンにおいて、どのようにするかが検討課題となります。

CVC投資をして、新しい技術やビジネスモデルを有しているスタートアップ企業との関係を築き、そして、それら投資先企業が成長していった場合には、最初の投資や追加投資でも、マイナー・シェアの投資だったとしても（多くのCVC投資では、10～20%などのマイナー・シェアとなります）、最終的には、投資先企業の経営陣に納得していただいて、50%超～100%の株式の取得をして買収し、内部化（インターナリゼーション）をすることを目指すこととなります。

そのように、子会社として、もしくは、内部の事業部として、投資先のスタートアップ企業を取り込んでしまうことが、新規事業のシーズの獲得を目指すCVC投資の成功した投資のEXITとなります。

そのためには、投資先のスタートアップ企業に成長してもらうことも必要ですが、それに合わせて、投資先スタートアップの経営陣と出資元である大手企業（事業会社）側との信頼関係を円滑で、強固なものにしていくことが必要となります。つまり、投資先スタートアップ企業が、出資元の手企業の下に入ってもいい、む

しろ傘下に入ったほうが、自分達がやりたいと思っていることができると思ってもらえるかどうか、ポイントとなります。大手企業の下に入ると、窮屈な思いをさせられる、自由度がなくなると思われてしまうと、買収して内部化することができなくなります。

次に、投資先スタートアップ企業を内部化できなくとも、独立した形で、株式上場（IPO）を目指してもらうというパターンが、投資先のEXITとして、あります。IPOした際に、保有株式の一部を売却させてもらい、キャピタルゲインを取らせてもらうとともに、残りの株式は、出資元の手企業に移し、長期保有をしていくという形です。事業シナジーを目指したり、協業（提携）による新規事業立ち上げを目指したりするCVC投資の場合、これが成功した投資のEXITとなります。

その他、IPOの実現がなくとも、事業シナジーや提携が進んでいけば、ファンド（投資事業組合）で保有している投資先企業の株式を、出資元の手企業の本体勘定に移し、長期保有をして、良好な維持をしていくことも、投資のEXITとなります。

上記のような投資のEXITができない場合は、前述の2.の②か③の方法で、投資回収をすることとなります。

### 4 おわりに

冒頭で述べたように、ベンチャー投資（未公開株式投資）は、流動性（換金性）が低いという特徴があります。それにどう対処するかが、投資回収や投資の出口（EXIT）における難しさの根源となっています。投資案件の発掘・投資審査・投資実行といったベンチャーキャピタル・サイクルの中で、最後の投資回収・EXITが一番難しいと言えるでしょう。

筆者も、今後とも、実務を通じて、ベンチャー投資の投資回収に関する知識・ノウハウを貯めていきたいと考えています。

今、  
ここにない  
未来を描く。



CVC JAPAN 株式会社

〒107-0062 東京都港区南青山 2-11-13  
南青山ビル7階

Tel : 03-6455-5255

★お問い合わせフォームはこちら！

<https://www.cvcjapan.com/contact/>

★メールは、[info@cvcjapan.com](mailto:info@cvcjapan.com)まで！

