

〈論文〉

米国起業家経済におけるビジネス・エンジェルの役割

汪 志 平

1. 起業家経済時代の到来
2. アーリーステージ投資の主役交代
3. エンジェル投資の特徴
4. エンジェルの諸類型
5. 起業家のエンジェル探し方法
6. エンジェルの個人的特性
——ベンチャーキャピタリストとの比較

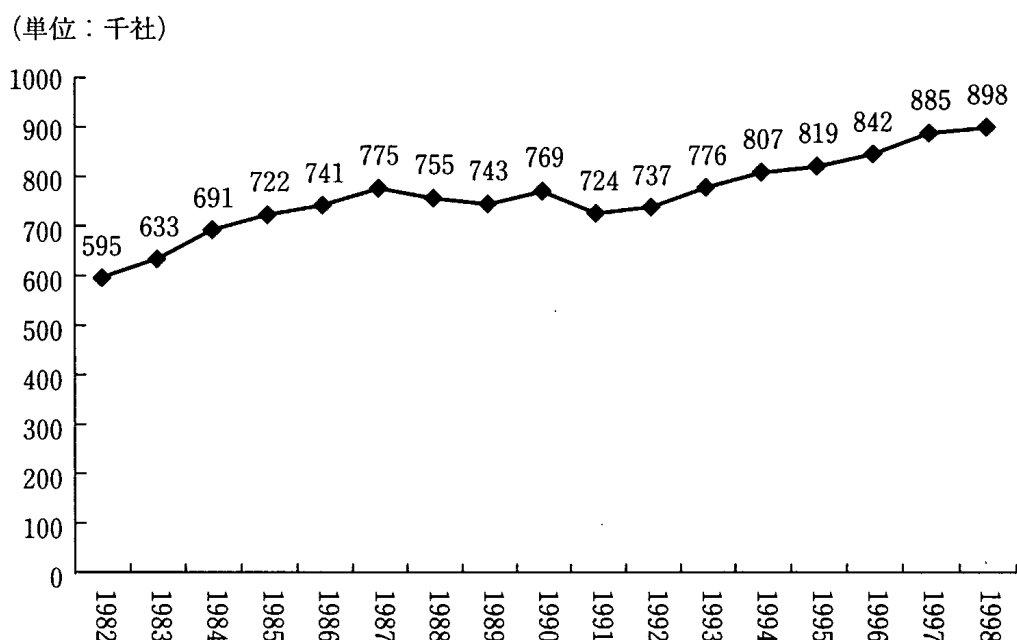
1. 起業家経済時代の到来

1980年代に入って、アメリカ経済が新しい時代に突入し、それまでの大企業経済 (corporate economy) から起業家経済 (entrepreneurial economy) へ移行しはじめた。大企業部門の代表であるフォーチュン 500 社の生産高の GNP に占める比率は、1954 年の 37% から 1979 年の 58% まで上昇した。そのため、大企業が支配する「新しい産業国家」(a new industrial state) の出現を予言する政治経済学者が少なくなかった。しかし現実はそのような予言と反対方向に動いたのである。実際に、フォーチュン 500 社の GNP に占めるウェイトは 1979 年をピークとして、その後減少の一途をたどった。代わりに、

企業家精神旺盛なベンチャー企業が新技術と新製品を次々と開発し、多くの仕事の機会を作り出してきた。1970年頃、労働力の4分の1がフォーチュン500に雇われていたが、その比率が1980年に5分の1となり、1999年にはなんと14分の1まで減っている。

30年ほど前に、従業員を持つ新規開業 (new firm start-ups with employees) 数は年間20万前後にすぎなかったが、80年代に60~77万に上り、90年代半ば以降は90万近くに達している (図1)。

図1 年間新規開業数



(資料) U.S. SBA, *The Annual Report on Small Business and Competition* 1997. および *The Facts about Small Business* 1999 より整理作成。

現在、非農業労働人口の17%に相当する約2千100万人が、フルタイムないしパートタイムで起業活動に関わっている¹。高校生に対して将来の理想を問うアンケート調査の結果、70%に上る生徒が自分の企業をもつと回答し

1 U.S. SBA, *The Facts about Small Business* 1999.

た。30年前に企業家を夢見ているのはわずか10%であった。また、1999年度ハーバード・ビジネススクールの卒業生880人のうち、343人が自分の企業を設立したり、ハイテク・ベンチャーないしベンチャーキャピタル会社に就職したりすることを選んだ。わずか4年前この道に行く卒業生は100人程度で、大多数はウォール街や経営コンサルタント会社に入ったのである。アメリカ国民の人生の夢は、昔の「自分の家を持つ」(to own one's own home)ことから、まさに「自分の企業をもつ」(to own one's own business)ことへ、と変わっているといいだろう。

2. アーリーステージ投資の主役交代

起業家経済が現在の米国経済を牽引しているエンジンであれば、このエンジンを力強く回転させる燃料は、豊富に供給しているリスク・キャピタルである。特に新技術に基づくベンチャー企業(new technology-based ventures)の場合、新発明や新発見を実験室から一日も早く商品化して市場に供給することが必要であるから、単に創業者の自己資金や親族・知人等の資金援助だけに頼ると、展開が遅すぎる。しかし、まだシード段階あるいはスタートアップ段階にある企業が必要な資金を第三者から広く集めることも当然難しい。

1970年代末までに多くのハイテク・ベンチャーの成功物語に、ベンチャーキャピタリストがかなり早い段階にしばしば登場していた。その後著名な大企業となったIntel, Microsoft, 3Com, Apple Computer, Cisco Systems, Digital Equipment Corporation, Federal Express, Genetech, Lotus, Oracle等は、かなり早い段階にVCからの投資を得たのである。しかし、1980年代半ば以降のベンチャーキャピタリストは、だんだんその登場の時期が遅くなってきた。すなわち、ベンチャー企業のシード段階やスタートアップ段階よりも、拡張段階や株式公開前の段階の方をより好むようになったのである(ベンチャーの発展段階区分は表1を参照)。

表1 米国のベンチャーの発展段階区分

成長段階	社齢(年)		特徴
シード (Seed)	< 0		創業前に起業家がコンセプトを実証するための開発。
スタートアップ (Start-up)	0	アーリーステージ (Early Stage)	会社設立直後の製品開発と商品化。起業・市場調査の段階。
ファーストステージ (First stage)	< 2		最初の商品生産と販売。
セカンドステージ (Second stage)	< 3 ~ 4	レイターステージ (Later Stage or Expansion)	生産・出荷の拡大。利益はまだ計上していない。
サードステージ /メザニン (Third stage or Mezzanine)	< 6		期間損益が黒字に転換。マーケティング、製品高度化のための設備投資。
ブリッジファイナンス (Bridge finance)	> 6		半年から1年先のIPOに向けて。

(資料) Bygrave, W. D. (1997) より整理作成。

発展初期のアメリカのベンチャーキャピタルは、ベンチャーキャピタリスト自身やVCとつながりの深い個人が出資するインフォーマルな投資グループに似た組織であったが、1980年代以降出資者の中に、機関投資家の割合が高まった。つまり、年金基金が最大の資金供給者になるという「ベンチャーキャピタル・ファンドの機関化現象」が進行したのである(表2)。

表2 米国VCファンドの資金調達源泉の変化(1978~1997年,%)

	1978年	1990年	1997年
年金基金(Pension funds)	15	53	40
財団・基金(Endowments)	9	13	9
保険・銀行(Insurance companies & banks)	16	9	1
事業会社(Corporations)	10	7	10
個人(Individuals)	32	11	13
海外その他(Foreign investors & other)	18	7	7

(資料) Gompers, P. and Lerner, J. (1999). 原資料は *Venture Economics* と *Venture Capital Journal*.

その結果、年金基金のファンド・マネジャーが次第にVCファンドの運用姿勢に大きな発言力を持つようになる。しかし、年金基金のファンド・マネジャー自身の業績と能力が2~3年の期間に評価されることが多い。このた

め、年金基金は出資した VC ファンドに対して、ファンドが満了するまでの 10 年間の総合収益評価ではなく、3 年程度の短期間でも一定以上の収益率を要求するようになる。その結果、VC では、アーリーステージの企業に投資し、数年間育成していくという伝統的な投資スタイルを維持することが困難になり、レイターステージやバイアウト・LBO の対象企業への投資を増やす VC が増えていった。

現在では、スタートアップ段階の起業家が、外部から株式資本の導入を決心したあと、もしベンチャーキャピタル会社の場所と電話番号などを収録した書物を開いて、その中から気に入ったものを選び出し、それらの会社のドアを叩こうと思ったら、ほとんどの場合は無駄の努力だろう。「アーリーステージの投資を探し求める際に、ベンチャーキャピタル・ファンドは行くべきところでない」(Venture capital funds are not the place to look for early-stage financing)²、と専門家が忠告するほどである。

多くの研究によって確認されている事実は、アーリーステージ企業への投資主体のうち、最も重要なものは、多数の中流階級以上(upper-middle class)の個人投資家、通称「ビジネス・エンジェル」(business angels)によって構成されている「インフォーマルなベンチャーキャピタル」(informal venture capital)市場である。エンジェルたちが自分の資産の一部をハイリスク・ハイリターンのある有望なベンチャー企業に投資しているのである。

ただし、ビジネス・エンジェルについては、彼らが投資しているベンチャー企業と同じように、電話帳のようなものも公開した取引記録も存在していないのが特徴である。数字を正確に把握できないためか、今まで米国のベンチャーキャピタルに関する研究のほとんどは、フォーマルな VC 会社の活動に集中していた。反してインフォーマルな VC であるビジネス・エンジェルに関する論述は、印象的・抽象的な論述が多かった。とくに日本においては筆者の知る限り、現時点でエンジェルの具体像の解明に努める書物が皆無に

2 Freear, J., Sohl J.E. and Wetzal, W. E. Jr (1995).

近い³。

全米 VC 協会 (NVCA) の統計によると、1998 年に VC 会社は 1,122 社のアーリーステージ企業に投資したが、ビジネス・エンジェルたちが 6 万社のアーリーステージに投資したと推定されている。さらに、エンジェルたちがその倍以上の企業（ほとんどがアーリーステージのとき投資したもの）に拡張資金をも提供した⁴。より詳しい分析結果にたいへん驚いたのは、上述の VC 会社が年間に投資したアーリーステージ企業 1000 社前後の中に、真の「スタートアップ段階」にある企業は僅か 300 社未満であった⁵。

アーリーステージへの年間投資総額をみると、VC 会社は 30～40 億ドルであるのに対して、エンジェルは 300～500 億ドルと試算されている。つまり、エンジェルの年間投資金額は VC 会社の約 10 倍前後の規模である（表 3）。

表 3 エンジェルと VC の投資活動の相対規模比較

	エンジェル vs. ベンチャーキャピタル	
アーリーステージ投資先の企業数 (社)	60000 : 1100	(50 倍)
アーリーステージ投資の総金額 (億ドル)	300～500 : 30～40	(10 倍)
投資ポートフォリオ残高 (億ドル)	3000 : 500	(6 倍)

(資料) Osnabrugge, M. V. and Robinson, R. J. (2000) より作成。

1990 年代はじめ頃、米国に活動していたビジネス・エンジェルが約 200 万人いて、大多数は 100 万ドル（約 1 億円）以上純資産を持っている（住居を除く）。年間約 30 万人のエンジェルが 2～6 万社の小企業へ、100～300 億ドルを投資していた⁶。

3 唯一の例外は、小野正人『ベンチャー起業と投資の実際知識』の中で、「エンジェルと呼ばれる個人投資家群」(115～119 ページ) という項目の中で、Mason & Harison, Freear & Wetzel の研究結果を簡単に紹介している。

4 NVCA (1999).

5 Sohl, J. E. (1999).

6 Freear, J., Sohl J.E. and Wetzel, W. E. Jr (1995).

90年代半ばになると、エンジェルの年間投資総額は500～600億ドルに達しており、うちの約150億ドルは6万社前後のアーリーステージ企業に投下されている⁷。最近になって、エンジェルの年間投資総額が1000億ドル近くに達した、と全米VC協会が推定している。

3. エンジェル投資の特徴

一口ビジネス・エンジェルといっても、人生背景がそれぞれみな異なるため、言うまでもなく全員が同じパターンで行動しているような一般化が不適當である。しかし、他の投資主体、特にVC会社と比較した場合、やはりユニークな特徴を見出すことができる。

- ①エンジェルの投資規模はVC会社のそれより小さい。起業家がエンジェルに求めている出資金額は大体10～50万ドル（1～5千万円）である。こんな規模の投資に、機関化しつつあるVC会社がふつう興味を持たない。彼らは通常100万ドル以上の投資案件を探している。
- ②エンジェルはアーリーステージのベンチャーを中心に投資する。起業家にとってこの段階の外部資本調達がもっとも困難な時期である。研究によれば、売上高300万ドル以下のベンチャー企業に提供する外部資本に、エンジェルが44%を占めており、最大の資金源泉となっている。しかし、売上高300～1000万ドルになると、エンジェルのウェイトが26%に下がり、売上高1000万ドル以上の場合、エンジェルのウェイトがわずか4%まで減る。したがって、ベンチャーが成長していくにつれて、エンジェル資金の重要性が急速に減っていく。
- ③エンジェルの投資対象があらゆる産業の高成長企業である。エンジェルの投資ポートフォリオには、浴槽やボートのプロトタイプを作る段階に

7 Benjamin and Margulis (1996).

ある企業、ホッケー場の建設プロジェクトなどさえ入っている。大多数のエンジェル投資を左右する最重要なものはやはり成長の潜在力であり、具体的にいえば、年成長率50%以上、5年後の売上が5000万ドルに達する見通しのある high-potential firms である。

- ④エンジェルの投資判断基準は VC 会社より柔軟性をもっている。彼らがより長い投資スパン、短い審査プロセス、低い目標収益率、そして画一でない投資基準を持っている。彼らはしばしば金銭的なイニシヤアティブの他に、心理的な満足などをも考慮に入れる。約5割のエンジェルは、社会的に有用な技術（たとえば、医療・環境・エネルギー節約の技術）の商品化や、住んでいる地域に大きな雇用創出効果を期待できるプロジェクト、あるいは女性起業家・少数民族出身の起業家のベンチャーであれば、ちょっと低い期待収益率でも受け入れると考えている。
- ⑤ほとんどのエンジェルはバリューアッド投資家である。彼らは投資先企業の社外（ときには社内）役員として、その企業の経営に直接関与する。個人のビジネス経験を貢献するため、エンジェルは自宅に近いベンチャーを好む。投資先との距離を見ると、70%は50マイル(約80キロ)の範囲にある。このため、成功した起業家としてのエンジェルの所在地域には、特定分野の関連企業が次々と生まれてくることがある。シリコンバレーやルート 128 周辺はその典型といえよう。
- ⑥地理的にはエンジェルが VC 会社より分散している。主要な VC 会社はシリコンバレーのサンドヒルロード、サンフランシスコ、ボストン、ニューヨーク、バルチモア、ミネアポリスに集中している。これに対して、エンジェルは至る所に住んでいる。投資の地域性を重視する行動特徴から、地域開発においてエンジェルは重要な存在である。
- ⑦エンジェルは投資とともにローンの信用保証をもよく提供する。エンジェルは自分の金で投資するだけでなく、投資先企業に対してローンの信用保証を与えることがある。最も知られている例はアップルコン

ピュータのことだろう。1977年、34才の若さで早々と引退生活に入った元インテル役員のマイク・マークラが、アップルに自ら9万1千ドルを出資した上、25万ドルのクレジット・ラインの保証をした。

- ⑧大多数のエンジェルはハイテク・ベンチャーを選好する。ある調査では、64%のエンジェルがハイテク投資を好み、21%がハイテクに無差別と答え、ハイテク・ベンチャーを避けたいのは15%にとどまっていた。事実上、100万ドル以下のハイテク・ベンチャー開業資金 (start-up funds) のうち、60%がエンジェルによって供給されている。シリコンバレーだけで、1998年に786のハイテク・スタートアップ企業が、45.5億ドルのエンジェル資金を得た⁸。

ところが、エンジェルの中に非常に少数であるが、天使からハゲタカ (vulture) や悪魔 (devils) に変身してしまうことがある。彼らは投資先企業の成長よりも、自分だけのための動機をもって投資し、最終的にそれを乗っ取ってしまう。

また、一部のエンジェルは悪魔でないが、投資先企業の分野にあまり知識をもっていないのに、頻繁に経営を干渉する。その結果、彼らの活動はバリューアッド的ではないばかりか、ベンチャーの迷惑となってしまう。

さらに、エンジェルの資金量限度が低いため、同じ企業に続けて投資することがめったにない。これに対して、VC会社の投資金額の3分の2は、すでにポートフォリオにある企業の拡張資金として提供されている。彼らはよく投資先企業の第2や第3ラウンドの増資に応ずる。

しかし全体的に見れば、エンジェルという活発なインフォーマルなVC市場は、アメリカの活力ある起業家経済にとって欠くことのできない条件の1つであるという認識が、すでに一般的な見方となっている。

8 Osnabrugge, M. V. and Robinson, R. J. (2000).

4. エンジェルの諸類型

ビジネス・エンジェルは、一般に上述したような共通の特徴を持っていると言えるが、投資家の人生経験・投資規模・投資先との関係などにおいてやはり多くの差異が観察されるので、ここでは、いくつかの分類を紹介したい。しかし、エンジェルの分類について、研究者によって非常に異なっており、まだ共通の認識に至っていないのが現状である。最も簡単な2分類から、3分類、5分類、6分類、9分類、そして10分類まで存在している。したがって、以下で紹介する分類はあくまでエンジェルの多様性を理解することに資するサンプルにすぎず、確定不変なものでないことを予め断っておく。

① Evanson (1998) の5分類

大企業経営者エンジェル (Corporate angels)	フォーチュン 500 社の役員(あるいは退職した役員)。資金源は給料や退職金など、投資金額は 20 万ドル以下。一定期間内に 1 社だけ投資し投資先企業の役員となる。
起業家エンジェル (Entrepreneurial angels)	成功した起業家。主要な投資動機は資産ポートフォリオの分散と現在従事しているビジネスの拡大。20~50 万ドルと投資規模が大きい。最も活発なエンジェル。
情熱家エンジェル (Enthusiast angels)	企業経営の専門家でない。高齢者が多く、趣味として数社に同時投資し中の 1 社が株式公開に漕げると期待する。1 社に数万ドル程度、経営に積極的に関与しない。
マイクロ経営エンジェル (Micromanagement Angels)	投資先企業に多くの支配権を求める。取締役などのポストを占め、日常的な経営活動に積極的に参加する。同時に 4 社まで投資する。
専門職業エンジェル (Professional angels)	医者・弁護士・会計士などの専門職業者。本職と関連する企業に投資する。1 社に 2~20 万ドルを数社に同時投資する。同業者と一緒に投資することを好む。日常経営にはあまり積極的に関与しない。

(資料) Evanson, D. R. (1998). *Where to Go When the Bank Says No: Alternatives for Financing Your Business*, Bloomberg Press.

② Benjamin and Margulis (1996) の9分類

バリューアッド投資家 (Value-added investors)	前職が銀行家かベンチャーキャピタリストで投資経験が豊富、以前経験した産業に投資し、複数の企業経営に積極的に関与、一回の投資は 5~25 万ドル。
---------------------------------------	--

大金持ち投資家 (Deep-pocket investors)	しばしば自分の事業を売却した起業家で、投資先に対して高度な支配権を求める。毎年1～3社に投資して、一回5～25万ドル。
個人投資家連合 (Consortium of individual investors)	3～6人の個人投資家からなるルーズなグループ、メンバーがかなりの起業経験者で、投資は各自の判断で行うため、いつも全員参加とは限らない。毎回投資5～50万ドル。経営に積極的に関与しない。
パートナー投資家 (Partner investors)	強い支配欲を持ち、将来に投資先を乗っ取る意図をもってアーリーステージに投資集中。これが自分の企業を持つ目的のために最も効率的な手段と考える。25～100万ドル投資可能。
家族ぐるみ投資家 (Family of investors)	家族のメンバーが資金を出し合わせて、最も信頼できるビジネス経験豊富な1人にその運用を任せる。アジア出身の投資家によくみられるタイプ。10～100万ドル投資。
現物出資投資家 (Barter investors)	積極的に経営に関わり、資金と共に特定種類のインフラ（倉庫など）を提供して、株式を取得する。投資規模25万ドル以下。
社会的責任投資家 (Social responsible investors)	高い倫理感のある起業家や社会問題の解決を目指すベンチャーに投資。企業経験が豊富でないが、精神的なサポートを提供できる。富が自分で稼いだよりも相続したもの。
初心者投資家 (Unaccredited investors)	投資経験が浅く、他のタイプに比べ裕福でない。3～5年と早く回収可能な投資を好む。自宅に近い数社に投資し、1社1～2.5万ドルと小規模。
経営者投資家 (Manager investors)	元起業家ないし上級役員。人生最後の投資を求めて、これから長期間にわたって積極的に貢献できる企業を好む。投資家としての経験が少ないため審査に極めて慎重。リスク嫌いなためある程度形の整った企業を好む。10～20万ドル投資。

(資料) Benjamin, G. A. and Margulis, J. (1996), *Finding Your Wings: How to Locate Private Investors to Fund Your Ventures*. Wiley.

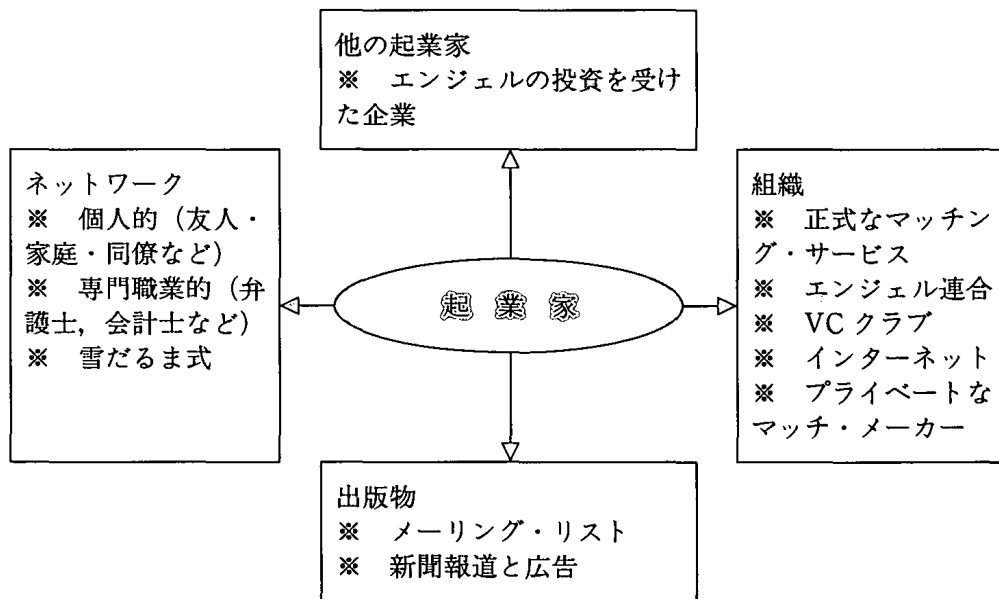
明らかに上に例として挙げている類型と呼び名は、現実には存在する多様なエンジェルを把握する際に、大雑把なガイドとしての役割を果たせる。それぞれのタイプの特徴を理解しておけば、起業家は自分の期待に最も適合するようなエンジェルを、より早く見つけることができるだろう。

5. 起業家のエンジェル探し方法

ビジネス・エンジェルは投資要請の洪水に溺れることを避けたいので、匿名性を好んでいる。エンジェルの所在を明記するような刊行物がないし、彼らが以前どのような投資を行ったかについて、公式な公開記録もないため、

起業家は自分の期待に合うようなエンジェルを見つけることが簡単ではない。アメリカで使われる様々なエンジェル探しの方法を以下のように整理してみた (図 2)。

図 2 エンジェル探しの道案内



(資料) Osnabrugge, M. V. and Robinson, R. J. (2000), *Angel Investing*, p. 78.

- ① 個人的なネットワーク——起業家の友人や前の職場同僚の中には、投資案件を探しているエンジェルを知っている人がいるかもしれないので、自分のビジネス機会を教えるべきである。彼らは自分の素質と潜在力をよく知っているので、積極的に売り込む必要がほとんどない。例えば、ある起業家が必要な 25 万ドル開業資金を、大学時代の教授たちと以前の同僚から調達できた。
- ② 専門職業的ネットワーク——起業家は自分の弁護士、会計士、証券ブローカーなどの専門職業者と連絡を取り、彼らの顧客の中に自分のビジネスに興味を示してくれるエンジェルがいるかどうかを知るべきである。たとえば、ある起業家の弁護士が、そのビジネス・アイデアに大変興味をもち自分の父を説得して、10 万ドルを投資させた。さらに弁護士の父は

友人数人を誘って30万ドルの投資を注ぎ込んだ。より正式な専門組織、たとえば、地方の商工会議所、同業者商会 (boards of trade) などのビジネス協会も、エンジェルの所在を確定するための手伝いをしてくれる。

- ③雪だるま式——エンジェルたちは自分のネットワークを持っているから、1人のエンジェルを見つければ、彼を通じてさらに多数のエンジェルを見つける機会が非常に大きい。最初のエンジェルが起業家の事業に強い興味を持てば、投資リスクの分散のため、あるいはその事業に関する専門知識と経験を増やすため、エンジェル・ネットワークから適者を連れてくるはずである。
- ④正式なマッチング・サービス——会費を払って正式なマッチング・サービス組織のメンバーになれば、その紹介サービスに登録しているエンジェルと接触することができる。また彼らの開催するベンチャー・フォーラムに参加することによって、エンジェルと直接に会うことができる。このような組織の58%は非営利組織か大学の付属機関である。推定によると、10~15%の起業家がこのサービスを利用している。70%のマッチング・サービスがベンチャー・フォーラムを組織して起業家とエンジェルに会う場を作っている。35%がニューズレターを発行してビジネス機会を公表している。30%がインターネットをマッチング・ツールの1つとして利用している(1998年現在)。全国的なマッチング・サービスとして現在、ACE-Net (Angel Capital Electronic Network) と MIT Enterprise Forum, Inc. の2つが存在している。その他に70以上の地域的なものがある。たとえば、ニューイングランド地方には、Technology Capital Network at MIT, Startup Group, Maine Investment Exchange, New Hampshire Business Development, Vermont Venture Network など13のマッチング・サービス組織が活動している。
- ⑤エンジェル連合——過去の数年間に、エンジェルたちが緩やかな連合体を作り出してきた。そのメンバーの多くは成功したハイテク起業家であ

り、平均的なエンジェルよりはるかに多くの資金を持っている。エンジェル連合はより大規模な投資を行われるばかりでなく、個人エンジェルより投資プロ的に行動する。つまり、エンジェル連合はエンジェルと VC 会社の間にあるものといってよい。エンジェル連合の会合は、新しい投資機会を選択するよりも、すでにあるベンチャーに投資しようとしたメンバーが、その案件の投資価値を紹介して、仲間の参加を呼びかける場となっている。エンジェル連合には、投資家数人の小規模なものから、数百人を擁する大規模なものまで様々ある。

- ⑥ VC クラブ——VC クラブあるいはフォーラムは、メンバー向けのサービスとして、定期的に会合を開き、投資家と起業家との出会いの場を設ける。一部の VC クラブには共同投資をしているエンジェルが含まれる。フォーラムにおいて、通常は起業家にビジネスプランの発表を行わせ、それを聞いてから投資を判断する。
- ⑦ インターネット——インターネットの上に現在、30 以上の電子的マッチング・ネットワークが、起業家の開業資金探しと個人投資家および小規模な VC 会社の投資機会探しのために運営されている。もちろん、正式なマッチング・サービス組織の多くもウェブ・リンクをもっている。代表的なものとして、Garage. com, Money Hunter, Finance Hub, Capital Matchmaker, Capital Connection, American Venture Capital Exchange, そして ACE-Net が挙げられる。しかし現在のところ、インターネットによるマッチングはあまり成功していないようである。これはエンジェル投資におけるフェイス・ツー・フェイスの性質による結果であろう。しかし、将来にはネット上のマッチング技術進化に伴って、無視できないほど大きく発展する可能性を秘めている。
- ⑧ マッチ・メーカー——ウォール・ストリート・ジャーナルを開けば、必ず起業家とエンジェルとを互いに紹介することを専門とする会社の広告が目に入ってくる。しかし、彼らを利用するに当たって、彼らの実績記録

(track record) を調べ、彼らの紹介サービスを受けた起業家の話を聞くこと、さらに資金が実際に入ってくるまで絶対に仲介料（通常調達できた資金の5～10%）を払わないこと、などの注意事項を銘記すべきである。

- ⑨メーリング・リストと刊行物——高所得者のメーリング・リストなどを購入して、その中にエンジェル投資をしている人がいる確率が高い。
- ⑩エンジェルの投資先企業——すでにエンジェルから投資している企業は紹介の仲介役を務めることができる。もちろん、その前にエンジェル資金を受け入れた企業を見つけ、しかもその企業が自分に投資したエンジェルに連絡することに同意しなければならない。

6. エンジェルの個人的特性——ベンチャーキャピタリストとの比較

エンジェルとベンチャーキャピタリストの投資行動の差異を理解するために、ここでは、彼らの個人特質の差を検討してみよう。

①教育水準

大部分のエンジェルは40代後半にあり、ベンチャーキャピタリストより年上である。エンジェルの平均年齢は48～50才であり、97%が男性である。これに対して、ベンチャーキャピタリストが自分の財産で投資するわけではないし、大部分は大学（院）を出てからすぐこの業界に就職してきたため、年齢は平均的に40代前半である。

全体的にみれば、エンジェルたちはよい教育を受けた。サンプルの地域によって変わるが、いくつかの研究によれば、80～94%のエンジェルは大学卒であり、うち42～56%は大学院卒者である。予想できることだが、ベンチャーキャピタリストに高学歴者が多い。大部分は一流大学のMBAないし他の大学院学位を持っている。

②ビジネス経験

エンジェルの多くは起業家であるために、ベンチャーキャピタリストに比べてはるかに豊富なビジネス経験をもっている。一般に思われることに反して、弁護士や医者などの専門職業者のうち、エンジェルとして活動する人が非常に少ない。

これに対して、ベンチャーキャピタリストの中にはビジネス経験を持つ人が少ない。投資先企業に月1～2回訪れる程度で、スタートアップ企業の経営神髄を理解することが不足だろう。

③ 起業経験

75～83%のエンジェルが自分で起業した経験者であることに對し、ベンチャーキャピタリストの中に起業経験者が非常に少ない。多くのエンジェルが何回も起業したため、スタートアップの経営に豊富な経験を持っている。従って、彼らはアーリーステージにあるベンチャーへの投資リスクを他の投資家より小さく見ているかもしれない。

④ 投資経験

ベンチャーキャピタリストが未公開株への投資を職業としているので、エンジェルよりはるかに多くの企業に投資してきた。エンジェルの投資頻度が相対的に低い。55%のエンジェルは投資3回以下である。ニューイングランド地方のエンジェルに関する研究によれば、過去5年間に行った平均投資回数は2.45であった。また西海岸に関する研究で

表4 エンジェルとベンチャーキャピタリストの主な違い

主な違い	エンジェル	ベンチャーキャピタリスト
個人的	起業家	投資家
投資先企業	小規模, アーリーステージ	大規模, 成熟
審査	最小限度	広範囲にわたる
投資先の場所	重視	重要ではない
投資後の監視	積極的, ハンズオン	戦略的
投資先からの退出	関心度が相対的に低い	非常に重要
期待収益率	相対的に低い	高い

(資料) Osnabrugge, M. V. and Robinson, R. J. (2000), *Angel Investing*, p. 111.

は、典型的なエンジェルは3年間に2回投資したと報告されている。これに対して、ベンチャーキャピタリストは大体6～11年に、20回以上の投資を行っている。

従って、全体的にみれば、エンジェルは起業家経営者タイプ (entrepreneurial-manager types) であることに対し、ベンチャーキャピタリストが金融投資家タイプ (financial-investor types) である。資金を探し求めている起業家は、エンジェルまたはベンチャーキャピタリストに会う前に、この点を理解しておく必要があるだろう。この違いは両者の投資プロセスの差異を検討する上にも重要な要素である。

紙幅のことを考えて、エンジェルの投資プロセスについて稿を改めて検討したい。

(付記：本稿は平成11年度札幌大学海外留学研修制度による成果の一部である)

参考文献

- Bygrave, W. D. (1997), *The Portable MBA in Entrepreneurship* (second edition), John Wiley & Sons, Inc.
- Bygrave, W. D. and Timmons, J. A. (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press. 日本合同ファイナンス (株) 訳『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』東洋経済新報社, 1995年。
- Freear, J., Sohl J.E. and Wetzel, W. E. Jr (1995), *Angels: personal investors in the venture capital market*, Entrepreneurship & Regional Development, 7: 85-94.
- Gompers, P. and Lerner, J. (1999), *The Venture Capital Cycle*, The MIT Press.
- Harrison, R. and Mason, C. (1996), *Informal Venture Capital*, Prentice Hall.
- Coveney, P. and Moore, K. (1998), *Business Angels—Securing Start Up Finance*, John Wiley & Sons, Inc.
- NVCA (1999), *National Venture Capital Association Yearbook*, Venture Economics Information Services.

Osnabrugge, M. V. and Robinson, R. J. (2000), *Angel Investing*, Jossey-Bass Inc.

Sohl, J. E. (1999), *The Early-Stage Equity Market in the USA*, Venture Capital, 1 (2):
1-20

U.S. SBA, *The Annual Report on Small Business and Competition* 1997.

U.S. SBA, *The Facts about Small Business* 1999

Wetzel, W. E. Jr (1983), *Angels and informal risk capital*, Sloan Management Review, 24: 23-34.

小野正人 『ベンチャー企業と投資の実際知識』 東洋経済新報社, 1997 年。