



楠美 公 (くすみ こう)

1966年東京都生まれ。1989年慶應義塾大学卒。株式会社三井住友 銀行にて主として投資銀行業務(流動化、社債業務等)に従事。また SMBC ベンチャーキャピタル株式会社にてバイアウト投資を担当し、上場企業を含む投資先企業の取締役として企業価値向上に向けた各種ハンズオンを実践。2013年より京都大学にて、国立大学による出資事業に制度設計段階から取り組み、2016年1月から京都大学イノベーションキャピタル株式会社執行役員。

楠美 公氏 | 株式会社 京都 iCAP

1 京都大学が作る 新しい「お金」と「知」の流れ

interviewed by tada yuki

停

滞を続ける日本経済。
バブルの崩壊、そして「失われた二十年」と呼ばれる長いデフレ

の期間は日本全体にデフレマインドを植え付け、国民の行動は未だこのマインドに縛られたままだ。どんなに優れた枠組み、経済理論があつても、最終的には実際に行動する人々のマインドが変わらなければ、機能することはない。

デフレマインド¹を打破するためには、「成長」が必要だと筆者は考える。では、成長をもたらすものは何か。経済学者シュンペーターの言葉を借りれば、それは「イノベーション」である。

二〇一三年に閣議決定された「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を受け、東北大学、東京大学、京都大学、そして大阪大学の四大学に合計一千億円が国から出資され、国立大学が自らの研究成果の事業化に向けた官民共同の研究開発を推進する事業が打ち出された。

京都大学はこの出資金を利用して京都大学イノベーションキャピタル株式会社(以下、京都 iCAP)を設立し、京大発ベンチャー企業等への出資を計画している。京大が自身の「知」を社会に還元するべく作り出した新しいお金の流れ。京大が果たすべき役割とイノベーションの可能性について、京都 iCAP の楠美公氏にお話を伺った。

京都iCAPが設立されるに至った経緯を教えてください。

日本の大学の基礎研究は、レベルが非常に高い水準にあると言われています。しかし、基礎研究から開発・応用研究、そして事業化に進んでいく流れを見ていくと、日本では基礎研究段階で止まり、事業化に至らないものが多いという指摘もあります。この原因の一つとして、日本は基礎研究に対して事業化を見据えた資金を出す投資家層が手薄であることが挙げられます。アメリカはベンチャーキャピタル（以下VC）の裾野が日本よりも広く、スタートアップ直後からファイナンスを行うVCの数が日本よりも多いです。また、エンジェル投資家³の層も日本より厚い。この状況に対して、国から出資された一千億円を利用して、基礎研究から事業化への橋渡しをしていくというのが当初の政策主旨と理解しております。

東北大、東大、京大、阪大にこの一千億円が出資されましたが、研究者の人数等により出資金額には差があります。⁴

この出資金を基礎から応用・開発研究、そして事業化へ進んでいこうとするベンチャー企業へ振り向け、さらに我々の投資が民間のリスクマネーを誘引するための呼び水となって企業の成長を支えていくために京都iCAPは生まれました。

当初からVCを作ることが必須というわけではありませんでした。平成二五年四月一日以降、四大学の産官学連携部門等が文科省と協議をしていく中では、京都大学がベンチャー企業に直接投資をするという案もありましたが、事業の選定者を誰にするのかという問題がありました。大学が投資の意思決定をする以上、大学の教職員が選定者となる可能性があり、投資決定に際して大学の影響力が過大になる恐れがありました。また、ベンチャー投資である以上、どうしても失敗する投資が出てくる可能性は否定できません。ここで京大自身が意思決定を行なうと、投資の成否の責任を大学が全て負うことになってしまいますので、投資家ではなく、研究・教育機関である京大が投資責任を負うことの妥当性につ

いても協議してきました。その結果、大学の意向や影響をできるだけ排除し、公平中立に投資決定するために、そして投資がうまくいかなかった時に京大に責任が及ばないようにするため、一〇〇%出資の子会社である京都iCAPを設立し、同社が運営するファンド⁵に対して京大が資金を入れるという形になります。

ファンドには現在のところ（取材時）、京大、三井住友銀行（以下、SMBC）、京都iCAPが出資しますが、投資決定を行うのは京大やSMBCではなく、この二者のために京都iCAPが無責任組合員（General Partners）として、投資先の決定権を全て担うという仕組みになっています。京大とSMBCは有限責任組合員（Limited Partners）という立場にあります。公平中立な投資決定を行うと、VCのスタッフだけで京大の研究分野を網羅的にカバーすることは困難ですので、投資候補先と利害関係の無い研究者・専門家の方々の意見も聞いて投資判断の材料、あるいは私たちが知っておくべき知識として活用していきます。

設立意図からすると、意思決定プロセスに京大は立ち入らないということになりますが、京都iCAPへの資本拠出は京大が行っています。通常の株式会社とは異なる経営形態ということになるのででしょうか。

形態としては通常の株式会社と全く変わりません。全社の最高意思決定機関は取締役会ということになります。ただし、一般的に取締役会はそれほど頻繁に開くことができないので、多くのVCでは会社組織とは別に、ファンド契約の中で「投資委員会」という組織を作っています。投資委員会が取締役会から権限を委譲され、投資決定は委員会が行うという場合がほとんどです。会社法の観点から見ると、投資決定権はもともと取締役会にあり、その構成員である取締役は株主総会で決定されることから、取締役の任命権は京大にあることとなります。しかし、日常的な決定は投資委員会が行っており、株主としての権限は委員会にまで及びません。

また、子会社を設立することは京大にとっては初の試みとなります。形式上は京大が株主として、営利活動を行う会社の運営・経営の適切さをチェックしなければなりません。そうした経験がない京大が適切な判断を下すことができるように、「外部評価委員会」

「研究成果を事業化することを目的としたベンチャー企業」

という、学外者だけで組織した委員会を設けています。これは大学の諮問機関という位置付けで、京都 iCAP の経営が国立大学法人の子会社として適切な運営ができていくかを、大学から評価委員会に諮問する形となっています。評価委員会は京都 iCAP の活動

事後的に評価し、その結果を大学に報告します。委員会によって問題があると評価された場合には、京大は株主として子会社の運営が適切になされるよう、株主権の行使を検討することができます。

京都 iCAP 設立の根拠法は「産業競争力強化法」という経済産業省管轄の法律と、文部科学省管轄の「国立大学法人法」です。したがって、我々の事業の監督官庁は経産省と文科省です。出資の際には、監督官庁の認定を受けなければなりません。

監督官庁から受けている指導では、取締役会の構成員、投資委員会の構成員については、学外かつ社外の人間を過半にしなければなりません。京都 iCAP の取締役会の構成については、常勤の取締役が一名、非常勤が五名

で、非常勤は全て学外、民間企業の経営を担ってきた方々に就いていただいています。常勤の取締役である樋口は、四〇年ほど民間企業に勤務したのち、一〇年ほど前から京大で産学連携活動をしてきた経験を有しています。

四大学で期待される役割等に違いはあるのでしょうか。

国の資金を活用して一〇〇%出資の子会社を作り、研究に対して資金供給をするというモデルは四大学で共通しています。しかし、投資の方針についてはそれぞれの大学の固有の事情があるので、少しずつ異なっています。例えば、我々のファンドであれば、期間は一五年、最大二〇年で作っています。阪大と東北大では期間一〇年、延長を含めて最長一五年となっています。これは、それぞれの大学の特徴を反映している格好になっていると思います。私の印象に過ぎませんが、京大については基礎研究系の研究者が多いように感じます。一方で、他の三大学については、京大と比べると基礎研究もやりつつ、どちらかというとより川

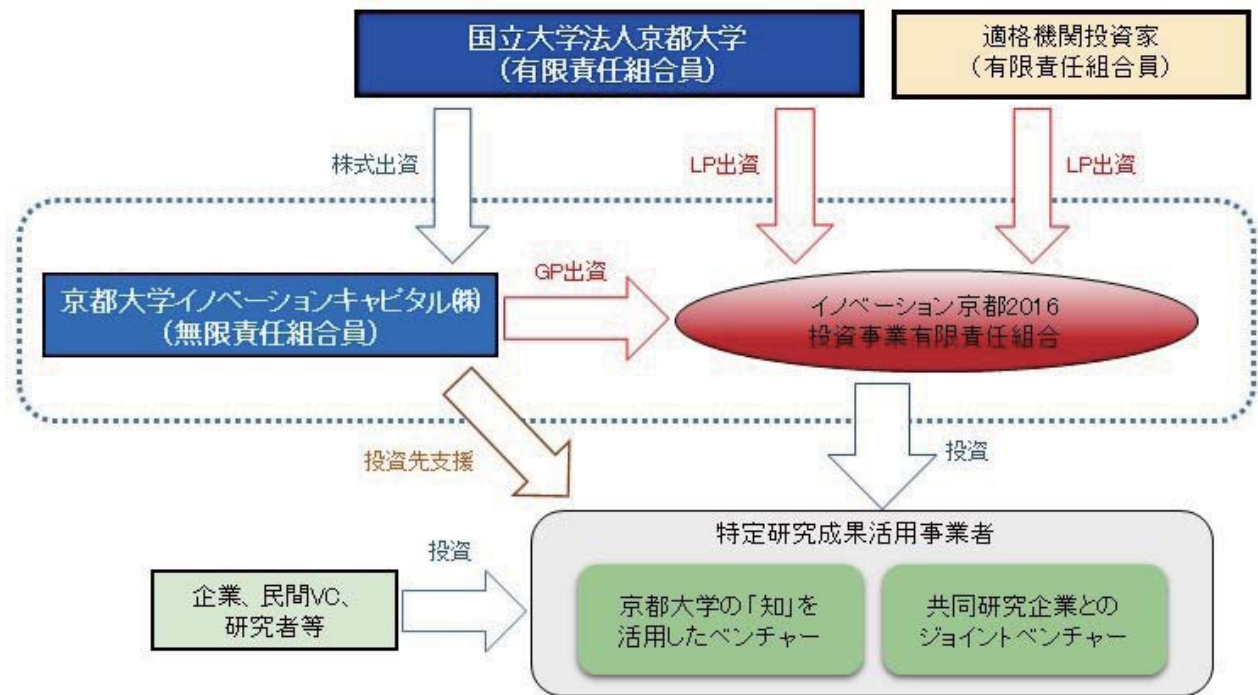
下、実業に近いような研究をしている研究者も多いように感じます。

基礎研究に力のある京大の場合は、そこから事業化を実現するためにはいくつもの「死の谷」があり、その都度ファイナンスしなければ乗り越えられないというのが、私たちの考えです。基礎研究からの事業化には長い時間が必要とされるので、京都 iCAP ではファンド満期までの期間を長くしました。

京大には二千五百人を超える研究者が在籍しています。これは国立大学で東大に次ぐ規模で、予算的にも東大に次ぐ規模の運営費交付金等が国から出ています。一方で、大学発ベンチャー企業の件数では、東大に大きく差をつけられています。平成二六年度の経済産業省による調査では、東大発ベンチャー企業は約二〇〇件で、それに次ぐ京大は、七〇〜八〇件という水準にとどまっており、年によっては相対的な規模が京大より小さい阪大の後塵を拝することもありません。大学の規模を考えると、京大発のベンチャー企業の数はまだ少なく、これは逆に言うと潜在力があると言えるでしょう。

先生方にはどのように説明をされているのですか。

VC のお金の出し方は原則株式投資に限られます。したがって、我々が投資するためには先生方、あるいは先生の研究成果を事業化することを目的としたベンチャー企業を立ち上げてもらわなければなりません。中には会社設立に消極的な先生もいらっしゃいますし、運営費交付金や科研費、競争的資金のほか、JST、NEDO 等の資金を活用して研究を継続するご意向であれば無理強いせず、ベンチャー企業の資本調達という手段（選択肢）が一つ増えたという説明をしています。先生方には、京大の兼業規定等で許されている範囲で会社設立に伴う出費のほか、なんらかの形で企業には関わってもらうことになりましたし、もちろん当該企業の経営がうまくいかない可能性もあります。しかし、その会社が先生の考えを体現するようなものであれば、自由裁量の余地が増えるかもしれないという点、その会社が成功して将来 M&A で大手の業に買収してもらう、あるいは株式市場に上場するに至れ



ば、最初に拠出した資金が何十倍にもなる可能性があるということはお伝えしています。逆にうまくいかなかった場合は、拠出した資金がゼロになってしまう可能性もありますが、当該企業の株主として先生が得たキャピタルゲインについては、研究費だけでなく、後進育成など先生ご自身が自由に使えるものです。ベンチャー企業を作って出資を行えば、そういうメリットが得られる可能性も出てくるので、そこを先生ご自身にメリット・デメリットを天秤にかけてもらって、ご判断いただくこととなります。

国の予算の出所は国民から徴収された税金です。このようなお金の扱い方として、意識をしていることはありませんか。

お金の出所が税金である以上、やはり極力毀損することは避けなければなりませんという意識はあります。ベンチャー投資の性格上、案件によっては失敗する可能性も当然あるので、失敗があってもそれをカバーできるだけの成功を生み、トータルでプラスにすることで、税金の毀損を避けることを念頭に置いています。とはいえ、やはり一番望ましいのはすべての投資がうまくいくことです。投資決定をするまでに事業、知財、法務、会計など様々

な角度から十分な時間をかけてデューデリジェンス(事前調査)を行い、投資決定後も金融面でのサポートのほか、研究費の調達や経営の仕方についてのアドバイスを行い、側面的支援をしていきます。組織内の個々人の姿勢を見ても、キャピタリストとして、自分の投資案件が失敗しても誰かが成功してカバーしてくればそれでいい、と考えている人はまずいません。むしろ、自身の案件を成功させることが自分の付加価値を高めることにもなるので、そういう意味では税金の毀損を回避しようとする姿勢は強いと言えるでしょう。

国からのお金のいい所は、短期間で成果を求められているわけではないということです。多くのファンドの出資者は、例えばメガバンクや生損保といった民間の機関投資家などになりますが、これらの投資家は株主に対するアカウンタビリティがあります。投資家としては、一五年間のファンドに出資した場合、結果が出るまでに相応の時間がかかり、自身の株主等への説明に労力を要することが予想されます。そのため、一〇年を超える長期間のファンドは出資しにくいゾーンになり、多くのベンチャーファンドは、ファンド存续期間が一〇年以内に設定されています。一方、私たちは資金の大部

分を国からの出資で賄っていて、この資金は産業競争力強化法で、一五年間（最大二〇年間）の運用が認められたものです。ほかのファンドと比べ

て、時間的な猶予が与えられているとも言えるでしょう。長期間の運用が認められているメリットとしては、投資先の事業が「あと数年で花開く」という状態になった際に、通常のファンドでは償還を考えなければならぬが、我々のファンドでは花開くまで待つという選択肢を持てるのが考えられます。その意味では、長めの期間が取れるということがリスクヘッジにもなります。

今ある京大の研究の中で、事業化できそうなものにはどんなものがありますか。

二〇一五年一二月に大学として記者発表した時のデータで言えば、投資の可能性がある投資候補としては二〇〇件ありました。この二〇〇件を大きな括りで見ると、バイオ系が約四〇%、ノンバイオ系が約六〇%ほどとなっています。バイオ系といっても、iPSや再生医療、抗がん剤のようなものから、検査機器などの装置も入っています。

ノンバイオの分野には、文系の研究も含まれています。二九二億円は京大に対して分配されたものですから、特定の研究科等に制限せず、すべての研究科・研究所に所属する先生に対して開かれたものにしていただいています。

今後、どのような形で日本経済に貢献していきたいとお考えでしょうか。

京都iCAPは小さな組織ですし、二九二億円はファンドの額として大きくとも日本総体で考えるとできることは限られてしまいます。しかしながら、例えば京都地域でベンチャー投資活動を活性化していけば、小さくても会社が増えて雇用を増やすことができますし、そこで利益が出れば、税金という形で京都市や京都府に還元できる形になります。また、新しい産業が一つでも創出できれば、その影響は川上分野にも川下分野にも及ぶと考えられます。このような会社が京都地域に幾つもできれば、地域の活性化に繋がってくるでしょう。私たちが投資の対象とするのは、「京都大学の研究成果」のための組織であり、少なくとも研究開発拠点は京都に置くのが効率的となるはずです。そうなれば、地域に対して

多少なりとも経済的な貢献ができると考えます。与えられたリソースの中で多少なりとも経済的な貢献ができると雇用・産業の創出をしていくのも使命だと考えています。

京都には『ベンチャーの風土』が根付いており、現在も京都に本社、研究開発拠点を置いているかつてのベンチャー企業が数多くあります。近年は成長したベンチャーが出てきていますが、ベンチャーが育ちやすい風土だと思います。その風土に乗っかる形で、ここしばらく停滞していた「京都発」の、あるいは「京大発」のベンチャーを支援して、この地域の活性化に貢献していきたいと考えています。

追記

京都iCAPを無限責任組合員とするイノベーション京都二〇一六投資事業有限責任組合は、京大の研究成果を活用したベンチャー企業に対する投資第一弾として、株式会社「TEクノロジー」に対する実行をするとともに、株式会社京都創薬研究所および株式会社幹細胞&デバイス研究所に対する投資を決定したと、五月十九日に報道発表しました。

（取材：三月十八日多田祐生）

- 1 将来にわたって景気が低迷し物価や賃金が下がり続けるという予想が経済に定着すること。
- 2 シュンペーターの定義によれば、「経済活動の中で生産手段や資源、労働力などをそれまでとは異なる仕方でも新結合すること」。日本語では「技術革新」と訳される場合が多い。
- 3 創業間もない企業に対し資金を供給する富裕な個人のこと。
- 4 大学別の国からの出資額は東大 417 億円、京大 292 億円、阪大 166 億円、東北大 125 億円となっている。
- 5 投資家となる者から資金を集めて一つの財団的まとまりとすることで、その資金を投資した場合の規模のメリットや、影響力の強化を図るもの。日本法上における投資ファンドは、一般に投資事業有限責任組合などの形式をとって組織する場合と投資信託を用いる場合があるが、ここでは前者のことを指す。
- 6 投資事業有限責任組合における業務執行組合員のこと、組合の債務について、出資額にとどまらず弁済の義務を負う。GPとも呼ばれる。一方、有限責任組合員は出資のみを行い、出資した金額以上の責任は負わない。
- 7 平成 28 年 6 月 30 日をもって樋口修司氏は退任され、現在は室田浩司氏が代表取締役となっている。