



Title	ベンチャーキャピタルの新しい軌跡
Author(s)	濱田, 康行
Description	「月間金融ジャーナル 2007年5月号」
Citation	月刊金融ジャーナル, 48(5), 32-35
Issue Date	2007-05-01
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/20583
Type	journal article
File Information	kinyu5.pdf



ベンチャーキャピタルの新しい軌跡

濱田 康行

〈はじめに〉

日本のベンチャーキャピタル投資残高は 2000 年の IT 投資バブルを反映して 01 年 9 月末に 1 兆円を超えたが、その後、減少に転じ 05 年 3 月末には 7,000 億円と低迷した。回復過程に入ったのは 05 年 9 月からで、ベンチャーエンタープライズセンター (VEC) の最新報告 (06 年 12 月発表)¹⁾ では 06 年 3 月現在で 9,887 億円となった。もっとも回答企業が 05 年調査の 105 社から 90 社に減少しているの、全体では 1 兆円への復活は成し遂げたようである。

こうした回復過程は世界的傾向を反映している。アメリカでも投資残高が日本円にして残高で 30 兆円を回復したのは 04 年である (05 年は 2,520 億ドル…NVCA Year Book 2006)。傾向はヨーロッパでも同様で、調達額でみると 04 年から回復し 05 年は 720 億ユーロ (日本円にして 11 兆円) と新記録となった。

このように、ベンチャーキャピタルの世界はようやく 2000 年ショックから立ち直ったのである。しかし、よく観察してみると、同じ軌道を飛んでいるのではないようだ。

〈PE 化〉

ひとつは投資の主流がベンチャーキャピタル (VC) からプライベートエクイティ (PE) に移ったことである。PE とは、広義には未公開株投資のことだが、投資業界では MBO やメザニン*を、純粋なベンチャーキャピタル投資 (文字通りベンチャー企業への投資) と区別して、こう呼ぶことが多い。アメリカでは既に 92 年頃から、VC よりも PE の方が量的に多いのだが 02 年頃からこの傾向は決定的となった。05 年でみると VC は 69 億ドル (新規投資ベース) だが PE は 860 億ドル (同) であり、前年比 75% 増でこの世界の主役なのである。ちなみに、バイアウトファンドとかメザニンファンドとか呼ばれるものが 05 年中に 155 本も設定され、これも 00 年以降のピークである。

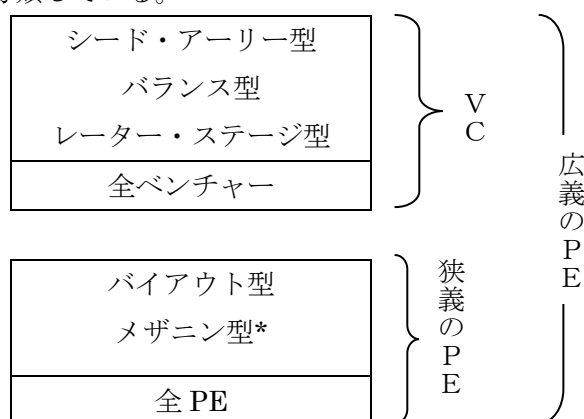
×

×

×

¹⁾ 『平成 18 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査、ベンチャーキャピタル・ファンド等ベンチマーク調査報告書』、2006 年 12 月、財団法人ベンチャーエンタープライズセンター

*NVCA（全米ベンチャーキャピタル協会）は広い意味での PE 投資ファンドを次のように分類している。



*メザニンとは日本語にすれば“中間”とか“つなぎ”ということになるが、それが意味するのは VC のように IPO というゴールまで保有する意図のないエクイティ（株式）投資あるいは融資のことである。A というベンチャー企業に投資あるいは融資をする。それがシード段階であれ、レーターであれ、A の成長に手を貸し共に IPO というゴールを目指すという志向があれば分類上はベンチャーキャピタル、そうでなく A に投資しても何年かで転売する意図があればメザニンと区分される。

× × ×

アメリカでは投資世界の主役が VC から PE に入れ替わってしまったのだが日本ではどうであろうか。VEC は 3 年前から VC の統計とは別に再生・バイアウトファンドの統計を発表している。これによると 05 年 3 月末の約 2,000 億円から 06 年 3 月には 4,500 億円弱と倍増している。残高でみると VC のまだ 40% だが増加率にはかなりの差があり、近いうちに逆転することが予想されている。

日本における PE の増大についてはもうひとつの調査がある。京都大学とスイスの投資会社アドベックは 06 年 7 月に日本の機関投資家を対象に調査を行った²⁾。VEC の調査は VC を標榜する会社を対象にしており、前記の 4,000 億円は VC 会社が行っている PE である。京大-アドベックは日本の機関投資家（生命保険、年金ファンド等）を対象にしている（171 社から回答があった）。

この調査によれば、回答した機関投資家の 25% が PE 投資を既に行っていた。しかし、総資産額に占める割合は 0.4% にすぎない。日本では現時点の PE は限定的だ。しかし、注目すべき事実も明らかになった。それは、今後の 2~5 年後には PE 投資を拡大するという傾向が示されたことだ（2.5~5% への拡大が最も多かった）。言うまでもないが、日本の機関投資家の資金運用規模は小さいものでも 1,000 億円、大きくなると兆の単位だから、こ

²⁾ 『プライベート・エクイティ：国内機関投資の調査』、京都大学・Adveq Management AG

これらの2.5~5%は巨額になる。それがPE投資の待機資金として控えているのだ。

現時点でPE投資に消極的な理由、それを実施するに当たっての障害について聞いてみると、「社内の理解不足」が上位にある。当然ながら、流動性不足や透明性不足なども要因だが、今後これらは解消される方向にある。だから日本でのPE投資の急拡大を見通すのは、さほど無理なことではない。

年金などのベンチャーキャピタルへの参加は日本ではまだ限定的だが、将来的にはこのルートを通じてPE投資が拡大するものと思われる。これは調査結果にも現われているが、機関投資家が直接PE分野に進出する意向は少なく、多くはファンド（場合によってはファンズ・オブ・ファンズ）を通じてのことになるからである。

欧米等の投資の先進国ではもともとPEが先にあった。それは、公開株式（債券）への投資を補完あるいは代替するものとして早くからポートフォリオ構成の対象であった。だからオールタナティブとも呼ばれている。しかし証券制度の整備が遅れた日本では事態は欧米のように進行しなかった。70年代に日本にVCが導入された時は、まだ投資家が育っていない状況であった。VCは土壌のないところにいきなり移植された。だから、それは証券や銀行の子会社として、いわば“鉢植え”の状態ですスタートした。日本はVCがPEに先行した国のひとつである。

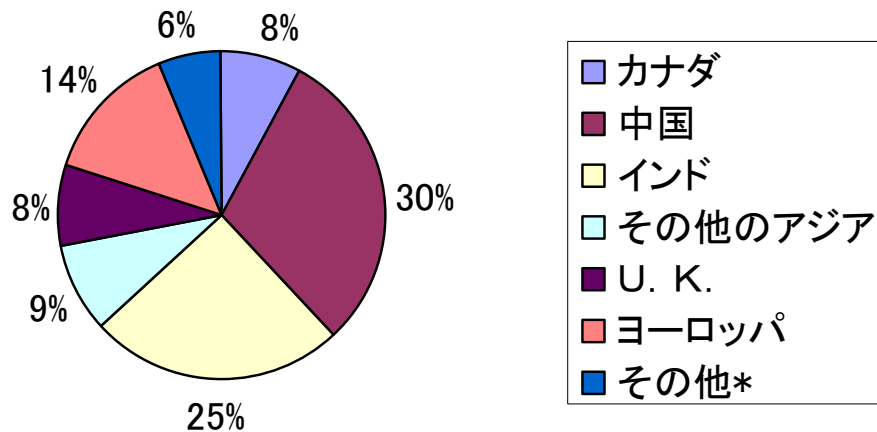
〈グローバル化〉

もうひとつの大きな変化はVC活動のグローバル化である。VCファンドの資金源をみると外国人の比率は02年で1%にすぎなかったが、今回のVEC調査(06年3月末)では2.6%になっている（金額ベース）。

国内で組成されたVCファンドの投資先を地域別にみても、00年以後のバブル崩壊で縮小傾向にあった海外投資がここに来て増大している（05年は15.3%、06年は19%・・・金額ベース）。世界に目を転ずるとこの傾向は一層はっきりする。以下はデロイト・トッシュのレポート（Global Trends in Venture Capital 2006 Survey）による。世界の505のファンドからの回答を集約したものだが、アメリカのファンドでグローバル志向のものは53%、非アメリカ系は58%と高率である。アメリカはVCにとって最も居心地のよい国だが、そのアメリカで世界投資への意向が高まっている。ターゲットにしている国を聞くと図1のようになる。

VCは元来、ドメスティックな傾向を持つと考えられてきた。投資対象がある国のある地域に生成する企業であるから、それをよく知る立場になれば投資はできない（できなかった）からである。しかし、事情は少しずつ変化している。要因のひとつは先進国の金余り圧力である。先進国では（おそらくアメリカを例外として）投資先より資金の方が多い。他の要因は、これらの資金が国境を越える際の障害（規制等）が除去されつつあることだ。そして、国際投資のメソッドが、相手国にパートナーをみつけるとか、現地に詳しい投資専門要員を雇用するとかの制度的なものを含めて、高度化していることによる。

図1:アメリカのVCファンドが投資を拡大したいと思う国・地域



* 日本、南アメリカ、メキシコ、台湾を含む

(出典 : Global Trends in Venture Capital 2006 Survey)

〈日本のVCの諸問題〉

我が国ベンチャーキャピタルの課題は、主に、①公募価格と初値の乖離現象、②利益相反問題、に集約される。このうち利益相反問題には2つの論点がある。第1に、有望な投資案件についてどちらで投資するのか、又は、組み入れ比率をどうするのか等の「ファンドと本体投資間の利益相反」、第2に、複数のファンドを運営しているVCにおいて、有望な投資案件について、どのファンドで投資するのか、又は、組み入れ比率をどうするのか等の「ファンド間の利益相反」である。

濱田、桐畑、片川(2006)は³⁾、この問題について、日本のベンチャーキャピタル会社(VCF)、及びベンチャーキャピタリスト(VCist)を対象に、質問表調査を実施した。

公募価格と初値の乖離現象の重視度について、VCFの重視度は、(1)大変重視しているが22.0%、(2)重視しているが51.2%となった。VCistもVCFとほぼ同様の認識を持っている。しかし、その評価については興味深い違いがみられた。VCFは(1)大変問題が12.2%、(2)問題が61.0%であるのに対し、VCistは、(1)大変問題が22.9%、(2)問題が49.5%となった。大変問題と答えている割合を見ると、VCistはVCFの2倍以上になった。

初値がなぜ高くなるかについて自由記述で聞いたところ、初値の高目の設定が証券会社

³⁾ 『我が国ベンチャーキャピタルの投資実態』濱田康行・桐畑哲也・片川真実、2006年10月、京都大学大学院経済学研究科Working Paper No.J-55

VCFは会社の主に企画・総務部門の担当者が回答し、VCistは現場の投資担当者が答えている。VCFは41社、VCistは105人である。会社の見解と個人のそれが特徴的にズレるところを把握しようとしたことに本調査の特徴のひとつがある。

の営業力の証明と錯覚しているから、毎年、獲得件数のランキングが発表され、上位であることが次の案件獲得を容易にするから等、の回答が多かった。初日に高い値がつき売買高が膨らむことが IPO の引き受けの成功を示すとすれば、高い初値も当然の努力目標である。一方、アンダープライシングの原因として“公募価格に関する一連の方法”と答えたのが VCist は 27% (VCF は 12%) もあった。ここには日本の一線で活躍するキャピタリストの苦悩 (幹事証券会社との考え方の相違) が見えている。

利益相反問題について。ファンドと本体投資の利益相反問題 (例えば、出資者からのクレーム等) に直面したことがあるかどうかについて、「ある」と答えた VCF は 3 社にとどまり、「ない」と答えた企業が大半となった。「ある」と答えた 3 社を対象に、その対処法について質問したところ、3 社とも利害関係者間で納得できる明確な社内基準を策定したと答えている。ファンド間の利益相反問題 (例えば、出資者からのクレーム等) に直面したことがあるかどうかについて、「ある」と答えた VCF は 3 社にとどまり、「ない」と答えた企業が多かった。つまり、今のところ問題は表面化していない。その後背にはベンチャーキャピタル会社の株主とファンドの主な出資者が同一であるケースがまだ多いからである。逆にみればベンチャーキャピタルのファンドがそれ程一般化していないことの証しである。VEC 調査によれば、出資者の個人比率はほとんどゼロの状況から近年ようやく増加し、05 年では 77 人、金額で 14% である。

〈むすびにかえて〉

VC のグローバル化は、VC→PE の流れに乗って展開しそうである。

VC が PE 化するのには、VC の集めている資金が純粋な VC 投資では消化しきれないほどに巨額になってしまったことが一因である。そして、これらの資金を運用してベンチマークをクリアするには、J カーブが存在し、かつ IPO までの期間が長い VC 投資だけでは難しいという事情がある。MBO などの M&A、そして日本で盛んな再生ファンドなどは、一案件の金額が大きく短期間で成果が出る可能性があり運用効率がよく魅力的である。VC のように企業を探し、そして育てるという手間と時間がかからない。

しかし、VC が人々に支持され、それに携わる多くの人々が誇りを持てるのは、新しい企業 (できれば産業) を育て日本経済の再活性化に資するという“志”があるからである。よく言われるハンズオンが VC の存在意義なのだが、PE 化の流れは、それから遠ざかることを意味しないか。IRR (内部収益率) の低さ (06 年 VEC 調査で 5.05%) も、もちろん問題だが精神を失うことはもっと問題だ。