



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	危機に瀕するベンチャーキャピタル
Author(s)	濱田, 康行
Citation	月刊金融ジャーナル, 50(4), 74-77
Issue Date	2009-04-01
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/38646
Type	journal article
File Information	hamada-1.pdf



2008 年秋から本格化した世界不況は日本のベンチャーキャピタルも直撃したようだ。しかしベンチャー企業の振興は“国策”であり簡単にあきらめてしまえる課題ではない。

ベンチャーキャピタルは応援団のリーダー格。普段、投資先企業に投げているエールを自らに向け、この不況・苦境を乗り切ってこそ時代の旗手たりうる。最新の VEC 調査をもとに日本のベンチャーキャピタルの現状と将来への問題点を探ってみよう。

危機に瀕するベンチャーキャピタル

濱田 康行

1. VEC 調査 2008

ベンチャーエンタープライズセンター¹の調査は各年の 3 月末時点のものである。つまり、2008 年の調査といっても同年 9 月からの経済不況は反映していない。

投資残高は一兆円を回復した。これには再生・バイアウト投資は含まれていないから 3 月時点で日本のベンチャーキャピタル(以下 VC と略す)の活動はまだ拡大していた。組合、本体²別でみると増加したのは組合である。2007 年に組成され 2008 年から本格的に活動し始めた大型ファンドの影響とみられる。

上位 10 社の比率は 76.2%で寡占構造に変化はない。2007 年と比べた際の大きな変化は、地域別投資残高に現れている。特に海外比率が 17.6%から 22.7%へと 5%も上昇している。国内投資は既に低下局面に入り、それを海外でカバーしたのだが、これは今後に残すかもしれない。特に伸びたのは、アジア地区(インドを含む)であるが、最も株価が下がったのは上海、インドだし、投資の大半がドル建てであるからだ。

フローの投資額は 2008 年 3 月時点の集計で既に減少に転じている(2876 億円→1933 億円)。ベンチャー投資の全般的不振に加えて、後に述べる PE(プライベートエクイティ)へのシフトが背景にある。上位 10 社のシェアは 83.5%から 79.8%と低下している。

投資ステージ別にみると設立後～5 年未満が半数を占め(金額)、この時点では後にみるレーター化は生じていない。むしろアーリー化である。事態は 2008 年秋を境に変化したようだ。

業種分野でみると、これは予想された事態だが、バイオ系が伸び悩んだ分、IT とエネルギー系が伸びている。不振の大学発ベンチャーの多くがバイオ系であること、サミットのテーマと原油高がエネルギー系への関心を引き上げたものと推測される。

国内の地域別投資をみると東京の比率が件数では横ばいながら金額で比率を落としている。しかし地方分散が進んだかという北海道や四国といった不況地域は比率を落とし、金額でみて 1%以下に低迷している。また大阪府の比率が 7.9%から 4.2%と大きく下がっているのが目を引く。ベンチャー投資の地方化は国の政策(地方経済振興策のひとつ)でもあり、業界の志向³するところでもあったが、それは実現していない。

〈IPO〉

2008年3月までの5年間をみるとEXITの数は毎年減少している。IPOは2007年末までの4年間に345とやや増加したが2008年末までの4年間では249に減少した。他方、倒産や償却は179件→166件と高い水準にある。

〈バイアウト〉

バイアウトファンドは既に6000億円に迫っている。この分野の特徴は一社当りの投資がベンチャーキャピタル投資の10倍近くになること、そして上位5社の寡占率が94%と高率になることである。M&A情報は企業世界にネットワークを持たねば得られない。また既存の企業を買収するのだから相当な金額が当初から必要となる。この二条件だけでも大手のVC会社に限定される。だから、後にVCのPE（プライベートエクイティ）化について述べるが、その対象となるのは上位のみなのである。バイアウトは一件当りの投資額が50億以上のものがある。

〈ファンドについて〉

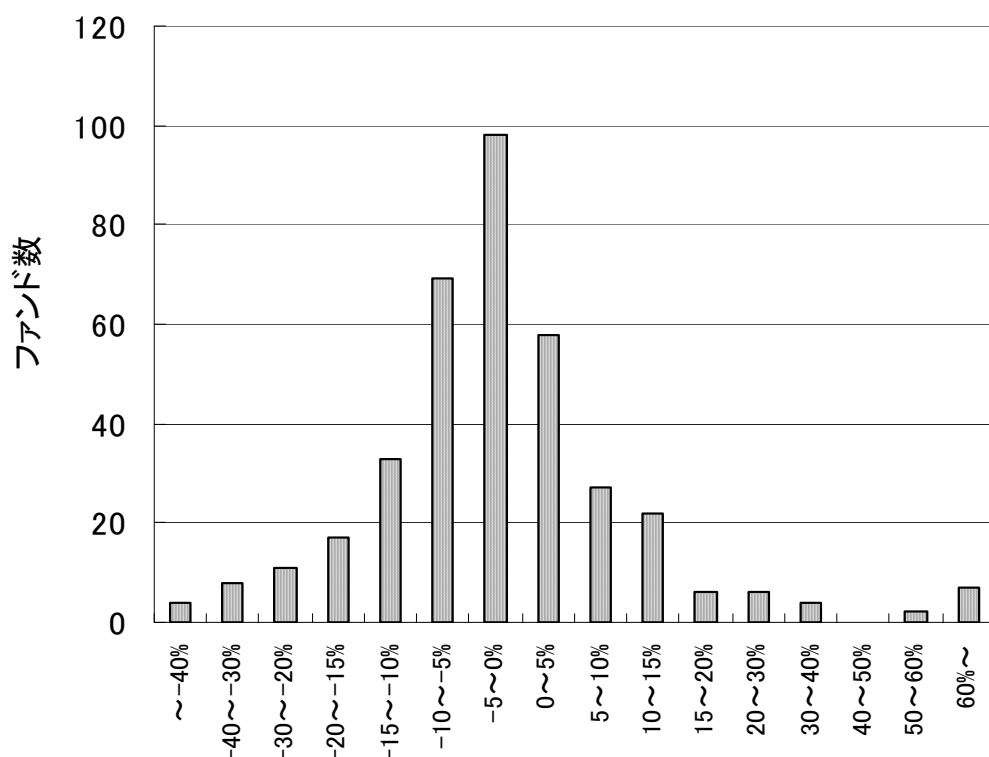
昨年と比べると出資者構成が大きく変化している。GP（ジェネラルパートナー）の出資比率が14.6%から36.6%へと急増し、逆に個人が減少している。ひとつの目標であった個人エンジェル拡大はやはり達成されていない。前向きの傾向としてみることはできるのは年金の比率がわずかながら上昇していることだ。

以上はストックベースだが、新規に設立されたファンドの出資者をみると、最大出資者は海外（53.7%）、次に年金基金（25.9%）、が大きく増加し、逆に個人は統計上は0%である。調査時点でエンジェルは、一時的かもしれないが、消滅している。

ファンドのパフォーマンスをみてみよう。調査時点で426本の存在が確認されている。うち、通称、有責法下⁴のものが311、任意組合が89などの構成である。現在、存続していて統計のとれるものは333本である。重点業種でみるとIT系が37本、バイオ・ヘルスケア系が21本。国内投資のみのファンドは全体の58.1%とやや比重を下げている。規模でみると10-25億円が最多の103本、120億円以上が29本である。

全部のファンドを一本としてIRR⁵を計算すると4.41%で、前年（2007年3月）よりわずかに低下している（4.55%）。また、VEC調査では各年に組成されたファンドを一本とみて各年のIRRを計算している（ビンテージ）。1982年から2007年までの26年間の統計がある。このうちTOPIXの年間増加率を上回っているのは、1982~98年の間で、その後の9年間では3勝6敗である。特に2005~2007年では、TOPIXに10%以上の差をつけられている。ここ数年のベンチャーキャピタルの不振が露呈している形だ。ビンテージでみたIRRの計測結果については図1に示した。平均がなんとか4%台になっているのは60%以上の超高収益ファンドが引き上げているからだ。図1にみるように-5~0%の間が最も多いのは、スタート間もないファンドがこのゾーンに入ることもあるが、諸外国との比較では見劣りするのも事実である。

図1：IRRの分布



(出典：『ベンチャーキャピタル・ファンド等ベンチマーク調査』VEC、2009年1月)

2. 諸問題

〈IPO 激減〉

2008年3月以降、ベンチャーキャピタルを取り巻く情勢は一段と悪化している。それは株式を公開しているVC各社の株価をみればわかる。これらは業界のリーダー格だが、株価でみる限りかなりの窮状である。また、国内オフィスの撤退は数社で既に現実のものとなっているし、希望を持って入社した若い人々が退社している。

VC不振の直接的原因はIPOの不振である。2008年(1月~12月)のIPOは49社にとどまった。このままの情勢だと2009年も30社程という予想だ。最近のピークは2000年の157社だから、そこからみれば1/3に、また100社以下は1999年以来だ。市場別にみるとJASDAQに19社、マザーズに12社(NEOを含む)、ヘラクレス9社、あとは1社かゼロである。もっともIPOの不振は世界的現象でもある。本家のアメリカはわずか8社(NVCA)。2007年は86社だった。2000年は264社、ピークは1999年で270社だったから激減である。

日本の場合、IPOブームが去ったという世界的傾向に加えて、固有の構造問題もある。それは新興市場の株価の不振である。これについては、『ダイヤモンド』誌が特集で紹介しているので多くを語る必要はない⁶。ホリエモン・村上ファンド事件から、新興市場をみる

投資家の眼は厳しくなった。不幸なことに、厳しい視線に耐える改革が市場側で進んでいない。2008年に生じた唯一の前向きのニュースは大阪証券取引所とJASDAQの統合だが、それも曲折を経ての事であった。地方市場についてはとうの昔に役割が終わったと言われているにもかかわらず、地方経済とのしがらみでただ存在しているだけにみえる。

〈グローバル化とPE化〉

以前、本誌で解説した⁷二つの傾向は続いている。しかしそれは前向きというよりは国内でのベンチャー投資の行き詰まりの結果とみれなくもない。アジア、特に中国でのオフィス開設、ベトナム、ロシアなどへの進出は続いているが、他方で国内の地方のオフィスは閉店である。しかし、この二つの展開も平安の王道ではなさそうだ。ベンチャー投資は被投資先をよく知らねばならず、回収の場である証券市場も当該国に整備されているのがベストである。つまり情報収集から、慣習、規制、税制まで“現地化”の必要なビジネスだ。またPE化にも、金融危機によるアメリカ投資銀行の崩壊が影を落とすだろう。

投資ステージのレイター化も進みそうだ。言葉を変えれば、それは非ベンチャー化でもある。2004年以降に組成された1000億円を超えるファンドはおしなべてこの傾向にある。年金基金などへの誘いという戦略を考えれば、レイター化は仕方がないのかもしれない。しかし、それではベンチャーキャピタルの夢はどこへいってしまうのだろう。

むすびにかえて

ベンチャー企業は日本の夢を背負っていた。それらに投資するベンチャーキャピタルは背中を押す助っ人だった。ベンチャー育成は国策だったから行政もこの運動の支援にまわった。この流れに乗って1999年には中小企業基本法まで改正した。他にも創造法、新規事業法、有責法、大学等技術移転法、一円起業（挑戦支援法）と多くの支援法ができた。大学までもがこの運動に参加した（大学発ベンチャー、平沼プラン）しかしすべては“死にかけている”ようにも見える。

エンジェル税制の改正（2008年）⁸や産業革新機構⁹の創設による新型のベンチャーキャピタル構想など、沈滞の現状を何とかしようという試みもある。しかし、やはり問題の核心はベンチャーキャピタルそのものの中にある。日本のベンチャーキャピタルは独自の収益モデルを考えた事があつたのだろうか。多くの場合、資金も人材も親会社頼み、幹部もいずれ親銀行に、親証券会社に帰還する。設立当初は、貸金業で、ベンチャーがブームになると国策に乗って、収益至上主義に走る。行動原理が借りものだから簡単に捨てることもできる。PE化、グローバル化、レイター化、専門化、いずれもアメリカの追従ではないのか。しかし今回の世界不況はアメリカに追従することの危険を示してくれた。

ベンチャーキャピタルは創造的なビジネスである。他方、それを失った途端に寄生的な傾向を示す。寄生性とは、自らは創造性を捨て他の創造的な主体に寄生して生きていく様である。創造性と寄生性は資本主義経済が持つ双子の魂であるが、ベンチャーキャピタルというものが進化したもの、フロントラインにあるものだけにこの二つの対照が際立って

くる。

不況こそ日本の VC の真価が問われる。普段、投資先企業に投げかけている言葉を自分に向ける時が来た。ここを生き抜いて、創造性を復活させてこそ、VC は日本経済の将来を託せる存在になりうるのだろう。

¹ 1975 年に研究開発型企業育成センターとして設立。現在は VEC（財）となり毎年、日本のベンチャーキャピタルの状況をレポートしている。

² ベンチャーキャピタル投資にはファンドによるものと、ベンチャーキャピタル会社が自らの資金を使ってするものの二種類あり、後者を本体投資と呼んでいる。

³ 1980 年代に地方銀行が地方版のベンチャーキャピタルを立ち上げた。また 2003 年以来、中小企業基盤整備機構がリードして全国に多くのファンドを設立した（2007 年現在で 76 ファンド、1229 億円）。これには地方銀行、信用金庫などが参加した。資金だけでなく、支援センターでの経営相談、インキュベーション事情などを展開した。詳しくは以下。

『ベンチャーファンド事業に係る評価・検討中間とりまとめ』中小企業基盤整備機構、2007 年 7 月

⁴ 中小企業等投資事業有限責任組合法のこと。1998 年に制定され、2004 年に投資事業有限責任組合法（LPS 法）に改正された。

⁵ 期待内部収益率のこと。ベンチャーキャピタルの成績を評価する尺度のひとつ。

⁶ 『ダイヤモンド』2009 年 1 月〇日号

⁷ 濱田康行「ベンチャーキャピタルの新しい軌跡」『金融ジャーナル』2007 年 5 月号

⁸ 従来は投資して損が出た場合の措置が中心だったが 2008 年度からは所得からの投資額の控除ができるようになった。実績が注目される。

⁹ 2009 年度予算で計上されている新しい官営ベンチャーキャピタル構想。産業活力再生特別措置法の一部改正で実施される予定である。