

最近のベンチャーキャピタル投資の動向

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科教授 高橋文郎

目次

- 1 ベンチャーキャピタル投資の特徴
- 2 わが国のベンチャーキャピタル投資のパフォーマンス
- 3 最近のベンチャーキャピタル投資の動向
- 4 今後のベンチャーキャピタル投資の課題

要約

わが国のベンチャーキャピタル（VC）投資は IT バブル崩壊後の低迷を抜け出して、拡大基調に戻りつつある。アーリーステージ企業や大学発ベンチャー企業への投資が増えていることが最近の特徴である。わが国の VC には、これらの企業の経営に積極的に関与して経営支援を行うハンズオン VC への脱皮が要求される。また、年金基金による VC 投資を拡大させるためには、利益相反問題を解決し、受託者責任を果たせる企業体質への改善も必要である。

1 ベンチャーキャピタル投資の特徴

ベンチャーキャピタル (VC) とは、設立直後 (スタートアップ) ないし成長初期 (アーリーステージ) の未公開企業への投資、またはそのような投資を行う会社を意味する言葉である。近年は成長後期 (レーターステージ) や成熟期の未公開企業への投資活動も拡大しつつあり、これらも含めた未公開株式投資全般を意味する言葉としては、プライベートエクイティ投資という言葉が使われるようになってきている。

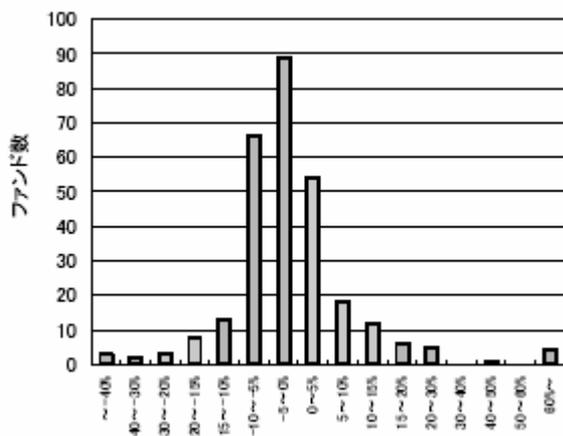
未公開株式に対する投資の特徴を公開株投資と対比する形でまとめると、以下のような点が挙げられる。

- ①未公開株式に対する投資は、投資先企業の発掘に時間と労力を要する。未公開投資を成功させるためには投資先発掘能力が欠かせない。
- ②未公開株投資は、たとえ有望な企業があっても供給される株数が限られる。未公開株投資は多くの場合、増資に応じるという形で行われるため、投資株数を増やすためには増資の際にリードインベスターになる努力が必要である。
- ③未公開株式は流動性が低く、希望する時期に、希望する価格で売却することは困難である。投資期間は長期間であり、株式公開や企業買収など投資回収 (Exit) の方法を探求することが必要になる。
- ④特に、わが国では未公開企業は業績開示が劣ることが多い。投資先企業の状況を的確に把握するためには、取締役会に取締役あるいはオブザーバーとして参加したり、定期的な業績開示を要求することが重要である。くに、このことは
- ⑤未公開株式 (特にアーリーステージ企業) の投資を成功するためには、VC は、投資先企業の経営支援を行うとともに、業績が悪化した場合には投資先企業の事業内容や財務内容の再編成を進めることが必要である。
- ⑥未公開株式の投資は流動性が低く、売却先を見つけるのが困難であり、リターンを実現するまでには時間がかかる。このため、未公開株式への投資は、期限が 8~10 年程度のファンド形式 (アメリカではパートナーシップ・ファンド、日本では有限責任組合または民法上の任意組合) で行われることが多い。ただし、日本では VC 会社本体の資金を用いての投資もかなり行われている。

2 わが国のベンチャーキャピタル投資のパフォーマンス

ベンチャーエンタープライズセンター (VEC) による「平成 15 年度ベンチャーキャピタル・ファンド・ベンチマーク調査報告」によれば、1982 年から 2003 年までの間にわが国で設立された 284 ファンドの 2003 年末までの内部収益率 (IRR) の分布は図 1 のように示される。全ファンドの IRR の単純平均値は-1.02%、加重平均値は 0.83%となっている。また、ファンドの IRR の最大値は 124.42%、最小値は-73.22%、上方四分位の値は 2.52%、標準偏差は 15.01%となっている。

図1 日本のVCファンドのIRRの分布



(注) 1982～2003年に設立された284ファンドのIRRの分布

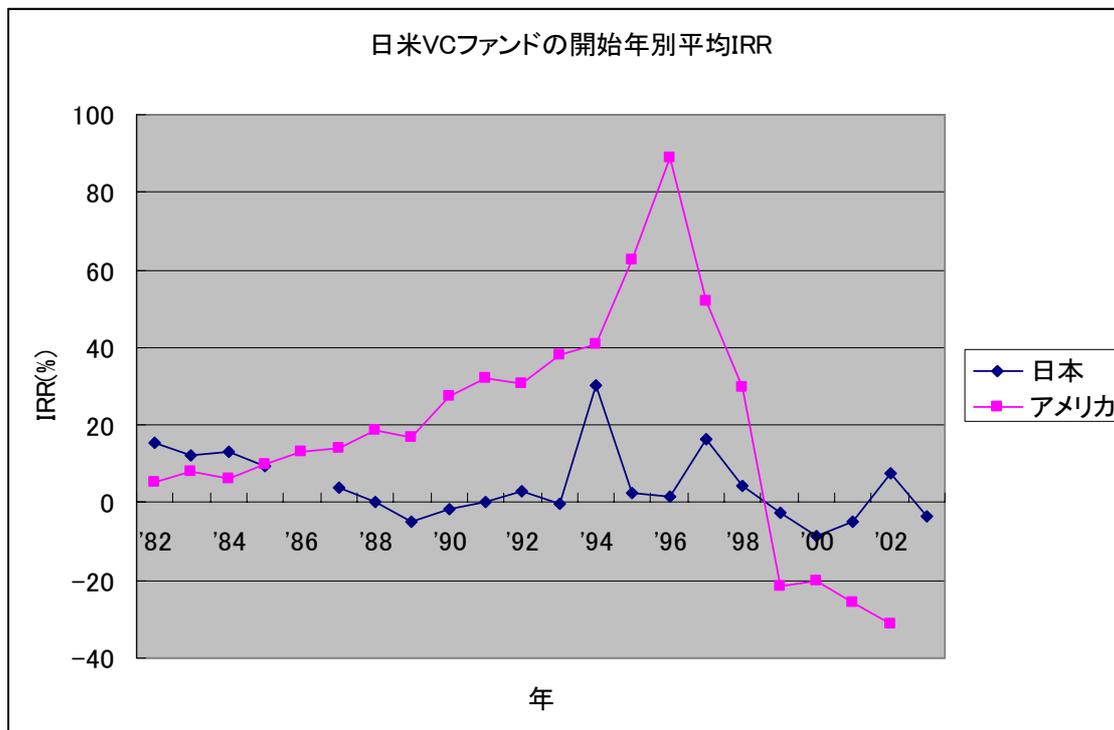
(出所) ベンチャーエンタープライズセンター「平成15年度ベンチャーキャピタル・ファンド・ベンチマーク調査報告」

また、日米のVCファンドの開始年度別のパフォーマンスを示したのが図2である。日本の場合、出資額加重平均IRRは1982年から84年まで開始されたファンドについては10%台であったが、その後低下し、88年から93年までに開始されたファンドの出資額加重平均IRRはほとんどゼロないしマイナスであった。その後、94年(開始ファンド数3)は30.32%、97年(開始ファンド数15)は16.27%という高水準の加重平均IRRを記録したが、これは63.15%(94年)、64.27%(97年)という高IRRを記録したファンドが現れた影響である。90年代の94年、97年以外の年の出資額加重平均IRRは一桁かマイナスとなっている。

ただし、以上のパフォーマンス調査の調査対象となったVCファンドの中には、国内ベンチャー企業だけでなく海外ベンチャー企業にも投資しているファンドもあるので、以上の投資パフォーマンスは、日本国内でのベンチャー投資の実績を表すものではないことに注意する必要がある。

これに対して、アメリカのVCファンドの平均IRRをみると、82年から84年までは1桁台で日本を下回っていたが、85年から98年までは日本を大きく上回っている。特に、95年から97年に設立されたVCファンドの平均IRRは50%を超える極めて高い水準になっているが、これは1999年から2000年にかけて発生したITバブルの時期に株式上場した投資先企業が高いリターンをもたらした結果である。反面、ITバブルの崩壊によって、株式上場企業の数が増減し、公開時の株価も低下したことにより、1999年以降に設立されたファンドの平均IRRはマイナスとなっている。

図 2



(注) 1986年に設立された日本のVCファンドは1ファンドであったため、加重平均IRRは公表されていない。

(出所) 日本は、ベンチャーエンタープライズセンター「平成15年度ベンチャーキャピタル・ファンド・ベンチマーク調査報告」、アメリカは、「VentureXpert Database / Thomson Venture Economics」

以上の調査結果が示すように、総じて日本のVCのパフォーマンスはアメリカよりも大きく劣っている。この要因としては、以下のようなものが考えられる。

<VC側の要因>

- ①わが国の多くのVCは証券・銀行・保険会社の子会社であり、多くの場合、経営陣やスタッフは親会社からのローテーション人事であり、企業評価や経営支援のできる本格的ベンチャーキャピタリストがほとんどいなかった。
- ②VCが投資規模拡大を優先し、投資審査を十分行っていない。
- ③1995年前後のマルチメディア・ブーム、2000年前後のITバブルの時期に、VCが投資先獲得のために株価つり上げ競争を行って、期待リターンを下げた。
- ④VCが投資先企業に対して、十分な経営支援を行っていない。

<投資先企業側の要因>

- ①日本では、これまではハイリスク、ハイリターンの投資案件（例えばアーリーステージ

のハイテク企業)が少なく、ローリスク、ローリターンのレーターステージ企業への投資が中心であった。

②ベンチャー企業の経営者やビジネスプランが未熟で、期待された業績の伸びを達成できなかった。

<経済環境や制度面の要因>

①1980年代後半のバブル期にはベンチャー企業の増資時の株価も跳ね上がり、期待リターンが低下してしまった。

②1990年代後半に銀行による貸し渋り傾向が強まり。ベンチャー企業の倒産が増えた。

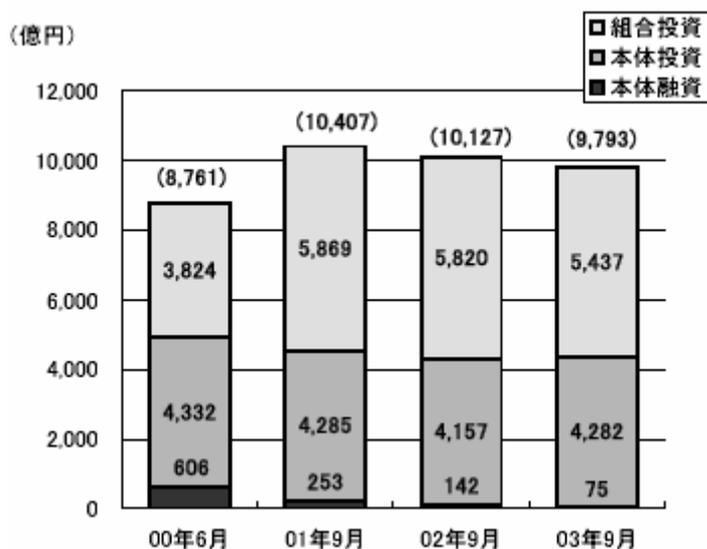
③かつてはわが国の株式公開基準が厳しかったため、株式公開による投資回収が難しかった、また、株式公開まで長期間を要するため、年率リターンが低下した。

3 最近のベンチャーキャピタル投資の動向

(1)投資残高と投資額

図3に示すようにVECによる「平成15年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」によれば、2003年9月末現在の日本のVC投融資残高は9,793億円、投融資件数は16,852件で、それぞれ前年比3.3%減少、11.8%減少となっている。2003年9月までの1年間の投融資額は1,650億円、投資件数は2,672件で、それぞれ前年比9.0%減少、4.2%減少となっている。ただし、投資の形態を組合投資(VCファンドによる投資)、本体投資(VC会社本体による投資)に分けてみると、2003年9月期の組合投資は1,217億円で、前年の1,219億円からはわずかの低下であり、もっぱら本体投資の減少が大きい。

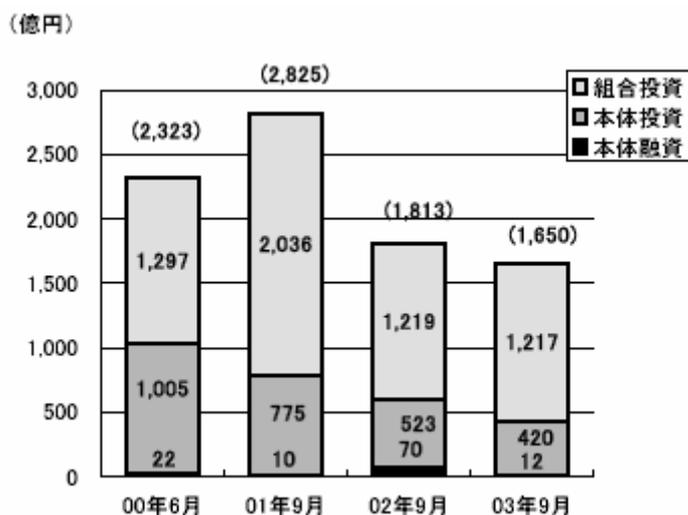
図3 VC投融資残高の推移



(出所) ベンチャーエンタープライズセンター「平成15年度ベンチャーキャピタル等投資

動向調査」

図4 VC 投融資額の推移

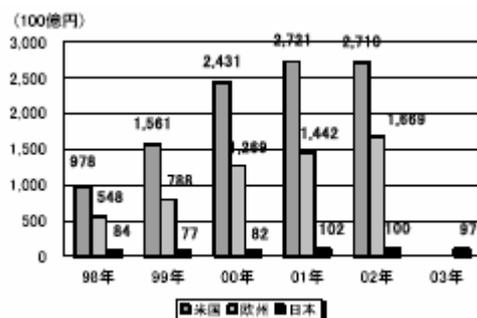


(出所) ベンチャーエンタープライズセンター「平成 15 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」

また、2004 年 6 月に発表された日本経済新聞社による 2003 年度 VC 調査によれば、2003 年度の VC 投資額は 1686 億円で前年比 12% 増となっている。2003 年半ばからの新規公開市場の好調がこの背景にある。同調査によれば、2004 年に入って、VC 各社は今後の投資額を拡大する姿勢をみせており、わが国の VC 投資は IT バブル崩壊後の低迷を抜け出して、拡大基調に戻ったといえるであろう。

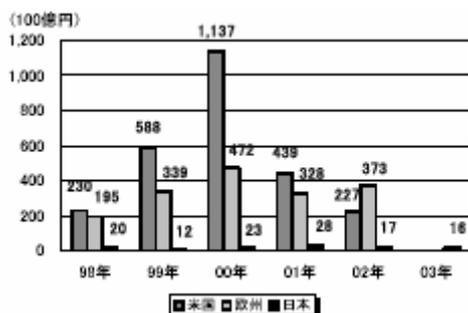
VEC によれば、日本の VC 投資残高と年間投資額をアメリカ、ヨーロッパと比較すると図 5、図 6 のようになる。これらの図が示すように、日本の VC 投資の規模はまだアメリカ、ヨーロッパの 10 分の 1 以下の水準であり、今後、長期的には拡大の余地が大きいと考えられる。

図5 日米欧 VC 投資残高の推移



(出所) アメリカは NVCA (全米 VC 協会) 2003 Yearbook (1 ドル=107 円換算)、ヨーロッパは 2003 EVCA (ヨーロッパ VC 協会) Yearbook (1 ユーロ=135 円換算)、日本はベンチャーエンタープライズセンター「平成 15 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」。

図 6 日米欧 VC 年間投資額の推移



(出所) アメリカは NVCA 2003 Yearbook (1 ドル=107 円換算)、ヨーロッパは 2003 EVCA Yearbook (1 ユーロ=135 円換算)、日本はベンチャーエンタープライズセンター「平成 15 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」。

(2)投資先企業の特徴

2003 年 9 月期の VC による新規投資先企業を業種別にみると、図 7 が示すように、IT 関連が金額ベースで 44.0%を占め、前年比 0.6%ポイント増となっている。また、VEC の前年度調査で「VC が今後注力して投資する業種」のトップとして挙げられた「バイオ/医療/ヘルスケア」も前年比 2%ポイント増加して 14.1%となっている。バイオ等は、後述する大学発ベンチャーでも中心的な分野となっており、今後、増加が期待できる分野である。

図 7 新規投資先企業の業種分布 (金額比率)



(出所) ベンチャーエンタープライズセンター「平成 15 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」

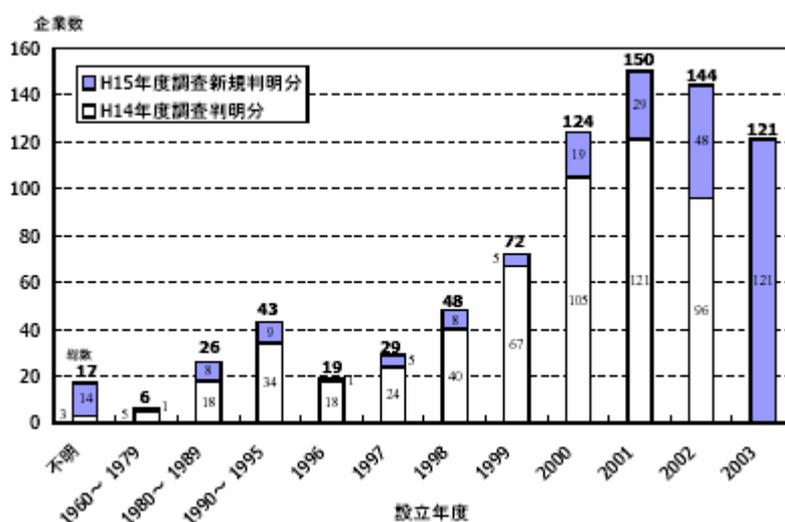
また、近年の VC 投資の動向として、アーリーステージ企業への投資が増えていることが挙げられる。VEC の調査によれば、VC の新規投資先企業のうち、設立後 5 年以内の企業が占める割合は、2003 年 9 月期は金額ベースで 63.8% となっており、前年の 53.5% から大きく増大している。

大学発ベンチャーへの投資が増えているのも最近の特徴である。2001 年 5 月に経済産業省は「大学発ベンチャー1000 社計画」を発表し、2004 年度末までに大学発ベンチャーを 1000 社設立することを目標にして、大学発ベンチャー企業への支援する姿勢を打ち出した。これを受けて、多くの大学は、大学から生まれた知的財産を管理し、事業化に役立てる TLO (Technology Licensing Organization) を設立して、大学の技術の事業化に積極的な姿勢をとっている。また、いくつかの大学は大学発の事業に投資するためのベンチャーキャピタルを設立している。

このような動きの結果、図 8 に示すように 2000 年以降、毎年 100 社以上の大学発ベンチャーが設立されており、2003 年度末までに設立された大学発ベンチャーの数は 799 社になっている。

大学発ベンチャーの事業分野をみると、2003 年度においては設立企業 121 社のうち 64 社 (52.9%) がバイオ分野であり、これまでの累計でも 799 社中 293 社 (36.7%) をバイオ分野が占めている。この結果、2003 年までに、大学発バイオベンチャー企業としては、アンジェスエムジー、トランスジェニック、メディネット、総合医科学研究所、オンコセラピーサイエンスが株式上場を果たしている。

図 8 大学発ベンチャーの設立年度別起業数



(出所) 経済産業省「平成 15 年度大学発ベンチャーに関する基礎調査について」

(3)VC ファンドの出資者

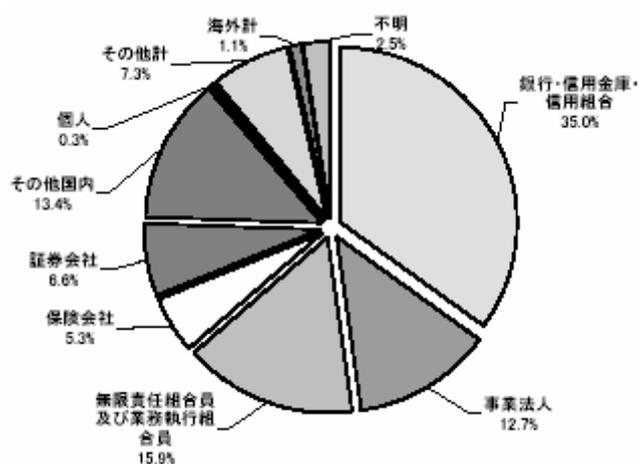
わが国の VC ファンド（投資事業組合）に対する出資者の割合を示したのが図 9 である。図に示すように、わが国の VC ファンドの出資額の半分近くは、銀行・信用金庫・信用組合と（35.0%）と事業法人（12.7%）が拠出している。なお、図 9 では無限責任組合員及び業務執行組合員が 15.9%を占めているが、これは投資事業組合の運営を行う VC 会社のことである。

これに対して、アメリカの VC ファンドは、年金基金が 3 分の 1 以上の出資者となっており、これが日米の出資者の大きな違いとなっている。このため、近年、わが国では VC 投資に年金基金の資金を呼び込むことが大きな課題であると指摘されてきた。

経済産業省の「ベンチャーキャピタル投資環境動向調査」によれば、2003 年前半の段階で、プライベートエクイティ投資を行っているのは、同調査に回答した 724 基金のうち 5 基金であった。商品別にみると、これら 5 基金のうち国内 VC ファンドに投資しているのは 2 基金、海外 VC ファンドに投資しているのは 5 基金、海外バイアウトファンドに投資しているのが 3 基金となっている。（いずれも実験的な投資を含む。）また、これ以外に、19 基金がプライベートエクイティ投資を検討中である。

また、同調査によれば、年金基金が新たにベンチャー投資を行うための条件としては、「時価評価がきっちりなされる」、「ベンチャーキャピタル、ファンド・オブ・ファンズ運用者の受託者責任（善管注意義務・忠実義務）が明確になる」、「流通市場が整備されて流動性が高まる」という回答が多かった。

図 9 事業投資組合の出資者の構成比率



（出所）ベンチャーエンタープライズセンター「平成 15 年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」

4 今後のベンチャーキャピタル投資の課題

(1)ハンズオン VC への脱皮

以上述べたように、わが国の VC の投資先としてアーリーステージ企業の割合が着実に高まってきていることを考えると、今後、VC が投資パフォーマンスを高めるには、投資先企業の経営に積極的に関与するハンズオン VC への脱皮が欠かせないと考えられる。

これまでのようにレーターステージ企業に対する投資の場合、VC は持株比率も少なかったため、経営に関与することはまずなかった。また、かなりレーターステージ企業の場合には事業基盤も整っていたため、投資のリスクもあまり大きくなく、経営に関与する必要もあまりなかった。VC の役割はこれらの企業の成長を促進するための資金供給と株式公開の指導であったといえよう。

しかし、まだ事業基盤が整っていないアーリーステージ企業の場合、事業計画通りに業績が推移することはまれであり、事業環境が少しでも悪化すると倒産する可能性が大きい。そのため、アーリーステージ企業への投資は超ハイリスク、超ハイリターン投資である。このようなベンチャー投資のリスクをコントロールするためには、VC が取締役会に参加して、経営の状況を常に監視し、的確なアドバイスを行うしかない。アーリーステージ企業への投資のリスクをコントロールし、リターンを高めるためには、本格的なハンズオン VC に脱皮することが必要とされるのである。

特に、大学発ベンチャーの場合、大学から生まれた技術をもとに事業を組み立てるには、大学関係者だけの努力だけではまず不可能であり、VC の協力が欠かせない。この場合、ベンチャーキャピタリストに必要な能力としては、技術評価や事業計画・資金計画策定だけでなく、提携先（例えばバイオベンチャーの場合、製品化や販売を担当する製薬会社）との事業提携スキームの策定や交渉能力なども必要とされるであろう。大学発ベンチャーのようにスタートアップ（設立直後）企業の場合には、VC には単なる経営の監視だけでなく、経営の中心になることも要求されるのである。

近年、既成の VC からベンチャーキャピタリストが独立する動きがいくつかみられるが、おそらく、わが国では本格的なハンズオン VC は、このような独立系 VC から生まれてくるものと思われる。

わが国では、既成 VC の多くは、銀行・証券・保険会社の子会社であり、これまで経営面や人事面で親会社から完全に独立しているものは少なかった。このように金融関連事業の子会社を設立しても、親会社からの役員の下りやスタッフのローテーションによって、子会社の本格的発展を阻害してしまうのは、わが国の銀行・証券・保険業界（あるいは日本企業一般）にみられる本質的な経営上の欠陥であり、VC も例外ではなかったのである。

このため、既成 VC のなかから、本格的なハンズオン VC に脱皮できる企業は少ないと思われる。ただ、これは、決して既成 VC の役割を全面的に否定するものではない。既成 VC は今後も資金提供やネットワークを生かした取引先・提携先の提供などの役割は果たせるであろうし、投資を受けるベンチャー企業としては、VC 各社の特質を理解して、VC を有効に使い分けることが重要になると考えられる。

(2)利益相反の解消

経済産業省の調査によれば、今後、年金基金がベンチャー投資を開始するための条件としては「ベンチャーキャピタル運用者の受託者責任（善管注意義務・忠実義務）が明確になる」点が挙げられていたが、それと関連して今後解決が要求される課題として、利益相反の問題が挙げられる。現在、わが国の VC では次の 3 つの点で利益相反が起こる可能性がある。

その第 1 は、組合投資と本体投資との利益相反である。冒頭に述べたように、ベンチャー投資の特徴として、上場株式と違って、株主の供給量が限られることが挙げられる。したがって、有望な投資案件があった場合、ファンドと本体資金のどちらで投資すべきかという利益相反の問題が起こる可能性がある。このため、多くのファンドを運営している大手ベンチャーキャピタルのなかには本体投資をやめて組合投資に一本化する動きが出てきている。

第 2 は、VC ファンド間の利益相反である。わが国の大手 VC は同時に複数のファンドの運営を行っていることが多い。この場合にはファンドの性格（投資対象企業の地域・業種・成長ステージなど）が明確に区別されていないと、有望な投資案件があった場合、どのファンドに組み入れるかという利益相反の問題が起こる可能性がある。これに対して、アメリカの VC は、1 つのファンドの投資がほぼ終わった段階で次のファンドを募集する活動スタイルをとり、同時に複数のファンドの投資を行わないことが多いので、ファンド間の利益相反の問題はまず生まれない。

第 3 は、株式上場している VC の場合、組合員（ファンドの出資者）と株主との間で利益相反が起こる可能性がある。例えば、VC ファンドを組成すると VC 会社は管理報酬として年間にファンドの出資総額ないし純資産の 1.5～3%を受けとるので、より大規模なファンドを何本も組成すれば、経営が安定し、株主の利益になる。しかし、自らの投資先発掘能力を超える規模のファンドを組成すれば、投資先企業が見つからず、集めた資金が現金のまま残ってしまうことになり、ファンドの投資パフォーマンスが低下し、組合員の利益を損なうことになる。はたして VC 会社の株式を上場することがよいことなのか否かは議論の余地があろう。

参考文献

堀井慎一監修、エヌ・アイ・エフ ベンチャーズ編「イワシが鯨を呑む日」財界研究所、2003 年

門脇徹雄「投資ファンドとベンチャーキャピタルに騙されるな」半蔵門出版、2003 年

経済産業省「ベンチャーキャピタル投資環境動向調査」2003 年

経済産業省「平成 15 年大学発ベンチャーに関する基礎調査結果について」2004 年

中村明「ベンチャーの創造なくして日本の再生はない」SS コミュニケーションズ、2003

年

高橋文郎「日本のベンチャーキャピタルの現状と課題」（高橋文郎ホームページ www.e-takahashi.net/opinion.html に掲載）

高橋文郎「ベンチャーキャピタルの現状と課題」証券アナリストジャーナル 2001年3月号
ベンチャーエンタープライズセンター「平成15年度ベンチャーキャピタル・ファンド・ベンチマーク調査報告」2004年

ベンチャーエンタープライズセンター「平成15年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」
2004年

（証券アナリストジャーナル 2004年8月号所収）