

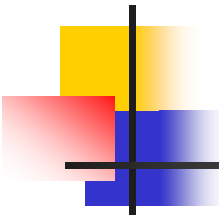


日本のベンチャーキャピタルの現状と課題 — 日米の比較を通して

2006年2月27日

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科

高橋文郎



ベンチャーキャピタルとは

- ベンチャーキャピタル(VC)
 - 設立直後ないし成長初期の企業への投資活動、または、そのような投資を行う会社
 - 成長後期や成熟期の未公開企業への投資活動も広義のベンチャーキャピタル投資に含まれる
(最近はプライベートエクイティ投資と呼ばれる)



VC投資の特徴(1)

- 投資先企業の発掘に時間と労力を要する
→投資先発掘能力が不可欠
- 有望な企業があっても供給される株数が限られる
→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
- 未公開株式は流動性が低く、投資期間は長期間
→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



VC投資の特徴(2)

- 投資先企業の状況を的確に把握するためには、取締役会への参加や定期的な業績開示の要求が必要
- 特にアーリーステージ企業への投資では、投資先企業の経営支援や業績悪化時に事業内容・財務内容の再構成を主導することが必要
(ハンズオン投資)
- 流動性が低く、投資期間が長いため、期限が8～10年程度のファンド形式で行われることが多い



日本のVCの特徴(1)

- ほとんどのVCが証券会社、銀行、保険会社の子会社
 - 証券系VCが業界を主導
 - 投資目標が純投資とは限らない
- 経営へのコミットメントはほとんどなかった
 - かつては独禁法で役員派遣は禁止
- 投資の規模拡大を優先し、甘い投資審査
 - 「ベンチャー企業が、最も有利な条件で投資してくれるVCを選ぶ」力関係

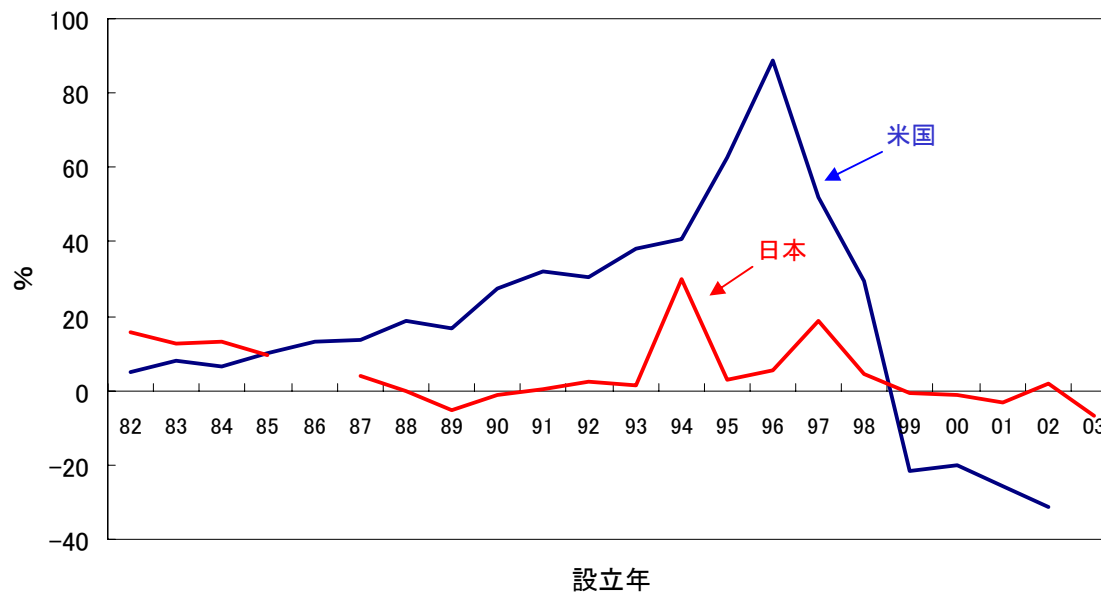


日本のVCの特徴(2)

- 投資回収方法は株式公開が中心
- かつてはレーターステージ投資が中心
 - 株式公開のハードルが高かったことも一因
- 投資対象はハイテク企業よりも、流通・サービス業が多かった
- VCは「企業価値を高める」というより「公開を指導する」会社

日米VCのパフォーマンス

日米VCの設立年別IRR



(出所)「VentureXpert Database / Thomson Venture Economics」
ベンチャーエンタープライズセンター「平成17年度ベンチャーキャピタル・ファンド等
ベンチマーク調査」



日本のVCの低リターンの要因(1)

<VC側の要因>

- 親会社からのローテーション人事で、本格的ベンチャーキャピタリストを養成していない
- 投資規模拡大を優先し、投資審査を十分行わない
- 株価つり上げ競争を行って、期待リターンを下げた
- 投資先企業に対して、十分な経営支援を行っていない



日本のVCの低リターンの要因(2)

＜ベンチャー企業側の要因＞

- ハイリスク、ハイリターンの投資案件（アーリーステージのハイテク企業）が少なく、ローリスク、ローリターンのレターステージ企業が中心
- ベンチャー企業の経営者やビジネスプランが未熟
- ベンチャー企業を運営できる人材不足



日本のVCの低リターンの要因(3)

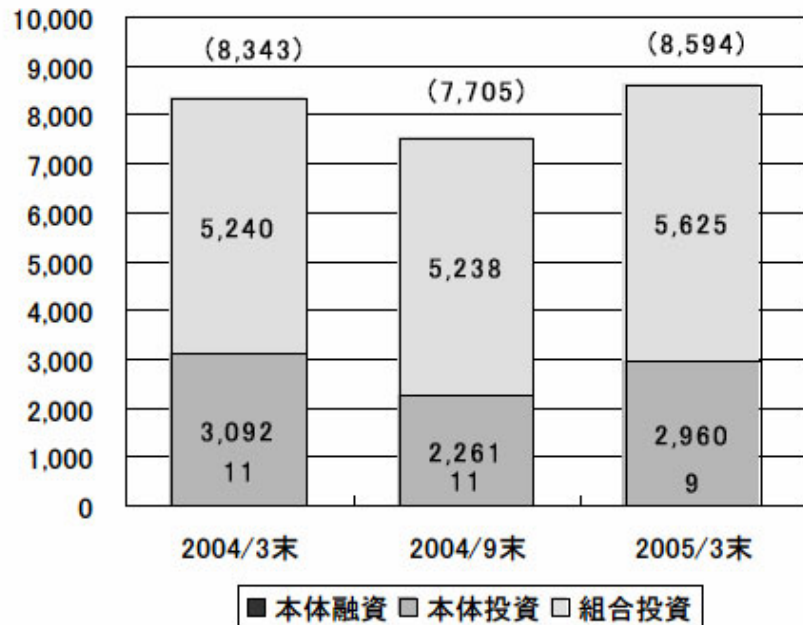
<経済環境や制度面の要因>

- 1980年代後半のバブルの時期にベンチャー企業の増資価格が上昇し、投資パフォーマンス悪化
- 1990年代後半の銀行による貸し渋りのため、倒産したり、事業が停滞するベンチャー企業が続出
- 株式公開基準が厳しかったため、株式公開まで長期間を要し、年率リターンが低下

最近のVC投資額(2005年3月期)

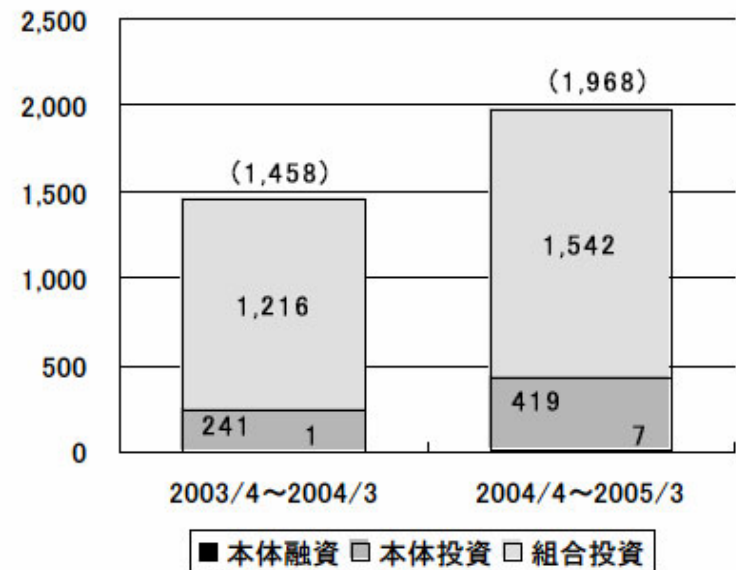
図表 1-1 : VC 投融資残高推移

(億円)



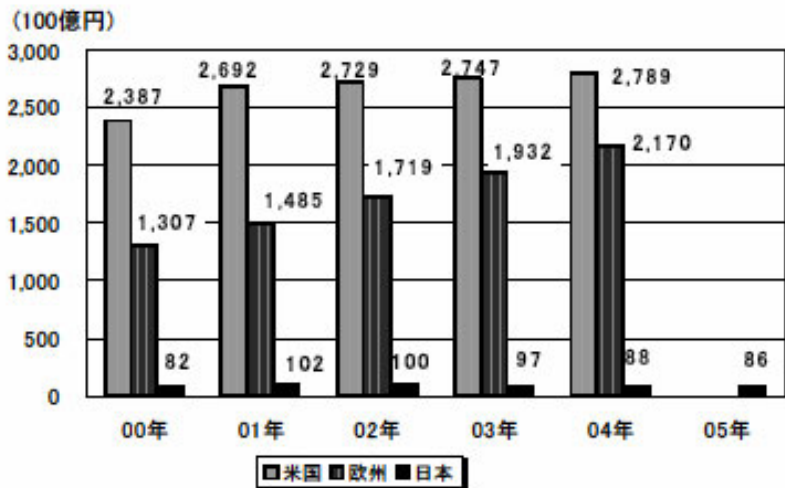
図表 2-1 : VC 年間投融資額推移

(億円)



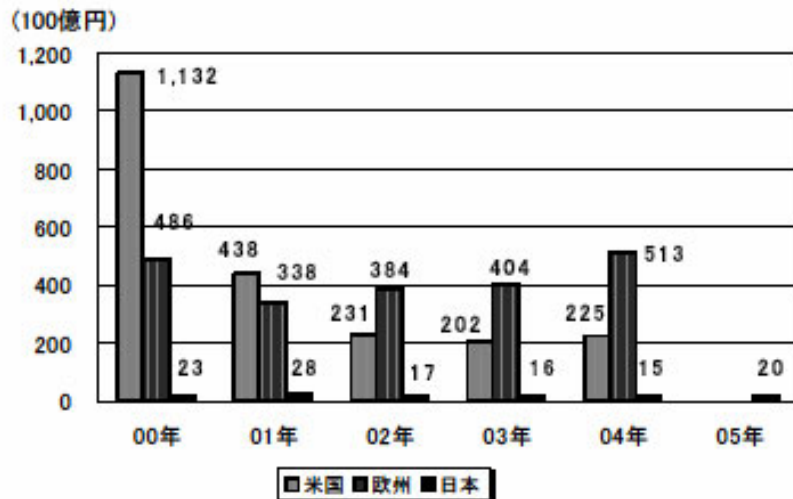
VC投資額の欧米との比較

図表 5-1：日米欧 VC 投資残高の推移



(資料)米国はNVCA 2005 Yearbook(1\$=107円換算)、欧州は2005 EVCA Yearbook(1ユーロ=139円換算)、日本は各年報告書による。

図表 5-2：日米欧 VC 年間投資額の推移



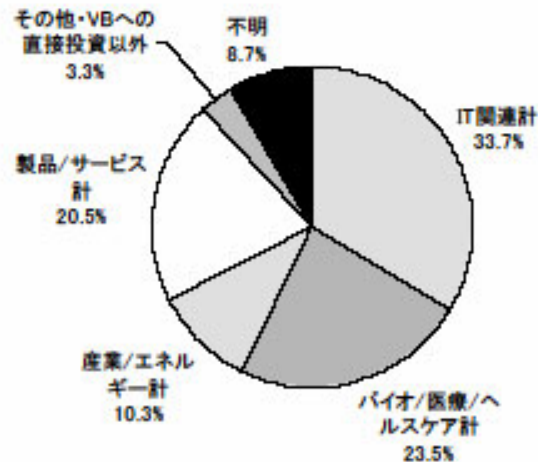
(資料)米国はNVCA 2005 Yearbook(1\$=107円換算)、欧州は2005 EVCA Yearbook(1ユーロ=139円換算)、日本は各年報告書による。

(出所)ベンチャーエンタープライズセンター
「平成17年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告」

新規投資先企業の業種別分布

- 最近はIT関係とバイオで半分以上（2005年3月期）

図表 2-11：新規投資先企業の業種分布（金額比率）

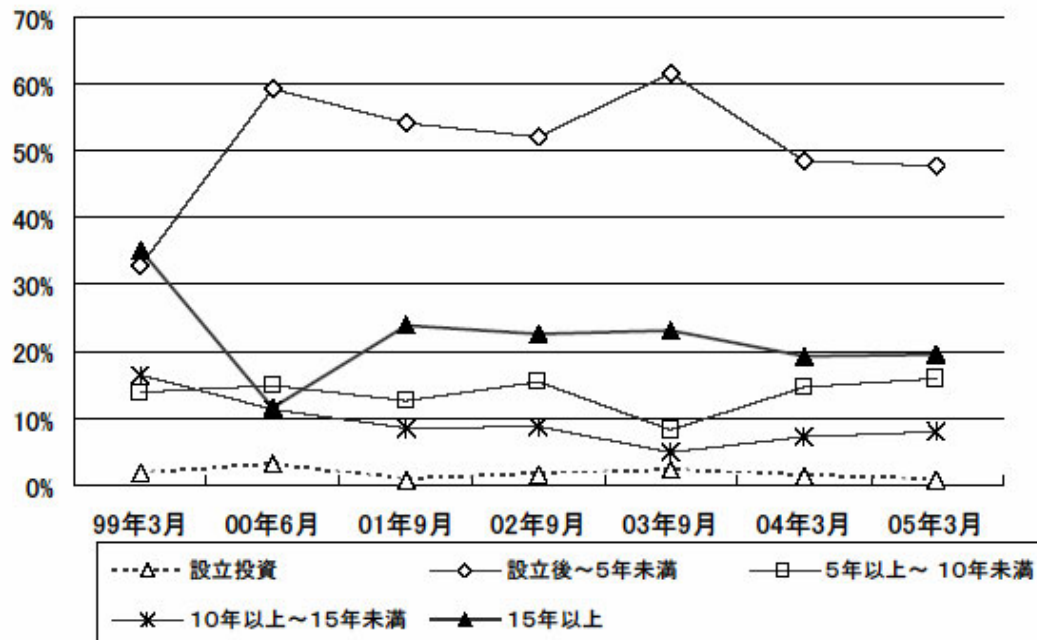


(出所)ベンチャーエンタープライズセンター
「平成17年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告」

投資先企業の設立年数

■ 最近は設立後5年以内の企業が半分程度

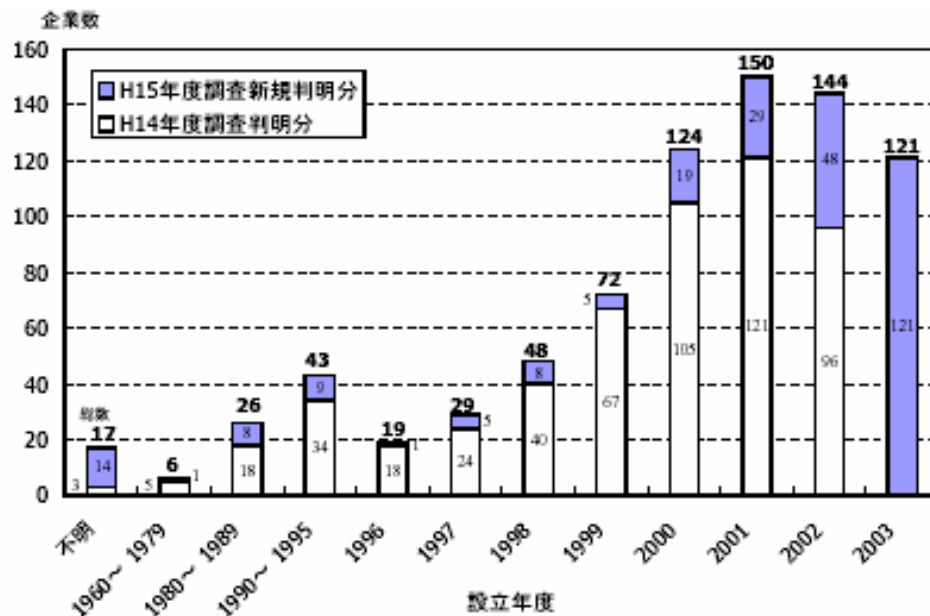
図表 2-10：新規 VC 投資先企業の設立年数別構成比の推移（金額比率）



(出所)ベンチャーエンタープライズセンター
「平成17年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査報告」

大学発ベンチャーの状況

大学発ベンチャーの設立年度別企業数



(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」



日本のVCの最近の動向(1)

- 新規参入の増大
 - 既成VCからの独立
 - 事業家・コンサルタントの参入
 - 成功したベンチャー企業の参入
 - 外資系VCの参入
- VCファンド組成ラッシュ
 - ITバブル当時、アーリーステージ投資の多くはIT関連
 - ITバブル終了後はバイオ等にシフト
 - バイアウト・ファンドも多く生まれる



日本のVCの最近の動向(2)

- 新しい株式公開市場の誕生
 - 店頭市場(ジャスダック)の株式公開基準の緩和
 - 東証マザーズ、ヘラクレス等の開設
 - VCにとって資金回収が容易になる
- ITバブルの発生
 - ネット・ベンチャーの増資価格が上昇
 - VCのトレーダー化(極端な成功報酬制度も原因)



日本のVCの課題(1)

- 企業価値を高めるハンズオン型VCへの脱皮
 - シード／アーリーステージのベンチャー投資はリード・インベスターが中心になって数社のVCがフォロワーとして加わるシンジケートで行われる
 - 最近、フォロワーとしてだけ参加するハンズオフ型VCはVC間のネットワークから徐々にはずれつつある
 - ハンズオン型としてリード・インベスターの役割を果たせることがシード／アーリーステージの投資で成功するための必要条件



日本のVCの課題(2)

- 本格的ベンチャーキャピタリストの養成
- 親会社からの経営面・人材面の自立
- 出資者に対するファンド内容の開示