

JVCAコラム～「疾風に勁草を知る」～

國學院大學経済学部 教授 秦 信行 氏

第3回「日本のVCの課題」

氷河期の日本のVC

現状日本のVCは、かつてない程の窮状にある。

JVCAの投資動向調査をみると、2009年の投資額は262億円と直近のピークである2007年の約30%水準まで落ち込んだ。新規ファンド組成も極めて低調で、2009年の新規VCファンド組成数は前年の14本から5本に減少、金額は前年の233億円から85%減少し36億円に留まった。もっとも、2010年の第一四半期をみると、ファンド組成数は7本、金額は264億円と盛り返しているが、投資額は2010年第一四半期でも前年同期比11%減の61億円と依然減少が続いている。

VC投資の成果を実現していく上で重要な新興株式市場の状況も、ご承知の通りここ数年非常に悪い。

東証マザーズ市場の株価は、市場全体の指数でみて、2006年の年初をピークに下落傾向にある。2010年8月時点で見るとピークの20%以下の水準でしかない。

IPO企業数をみても、日本の株式市場全体で直近のピークの2006年の188社から2009年には19社に激減、JASDAQを含む新興市場では、154社から13社へと10分の1以下に落ち込んでいる（野村リサーチ・アンド・アドバイザリー（株）調査）。

株式市場の低迷は、経済全体の停滞に伴う新興ベンチャー企業の業績悪化なども一因と言えようが、それ以上に、IPOしたベンチャーの不祥事が相次ぎ、新興企業に対する投資家の信頼が失われたことが大きな原因と考えられる。

信頼失墜の最初の事件は、やはり2006年はじめのライブドア事件であったといえよう。しかし問題はそれに留まらず、上場した新興企業の不祥事は継続的に発生した。中でも、2008年新潟長岡の工作機械メーカー・プロデュース、それとごく最近の半導体製造装置メーカー・エフオーアイの粉飾は大きなダメージを市場に与えたことは想像に難くない。

いずれにしても、日本のVCのみならずベンチャーコミュニティ全体が非常に冷え込んでいる。こうした状況の真の原因は何なのか、どうしたらこの状況から抜け出せるのか。浅学の筆者には勿論、確たる解答は残念ながら用意できないが、ベンチャーファイナンス及びVCの観点から検討すべき点を幾つか指摘してみたい。

新興市場の再活性化

まず第1は、新興市場の回復を図ることである。

そもそもVC投資は、VCファームあるいはキャピタリストとベンチャー企業家との関係性に依存する関係依存型金融と考えられる。同時に、その機能は市場型金融システムに大き

く依存している（鶴光太郎「ハイブリッド型金融システムとしてのベンチャー・キャピタル：アメリカの経験から何を学ぶか」参照）。つまり、VC投資はベンチャーの未公開段階の金融であり、一見株式市場とは切り離されたものに見えるが、実はそうではなく、VC投資の成否は株式市場の状況がかなりの部分握っているといっても過言ではない。それは、先にも少し触れたように、VC投資の資金回収プロセスを考えて見れば理解されよう。その意味で、株式市場、なかんずく新興市場の再活性化を逸早く実現する必要がある。

先述したように現状の新興市場の不振の大きな原因は、投資家の信頼喪失にあると考えられる。ではどうしたら失った信頼を回復できるのか。

即効性のある解決策など見当たりそうにないが、少なくとも言えることは、新規上場企業の不祥事に対して、取引所、会計士、幹事証券、そしてVCや金融機関も含めて、市場関係者が責任のなすりつけ合いを止め、それぞれが応分の責任を認識したうえで、不祥事防止に向けて知恵を出し合うことであろう。

ただその際、上場基準の厳格化など、安易に規制強化に走らないで欲しい。言うまでもなく資本市場の基本原則は、投資家の自己責任と適時情報開示にある。この基本原則を歪めるような自己規制は、市場本来の機能を殺してしまうことになりかねない。

先般のエフオーアイの粉飾については、確かに一番の責任は企業家、経営陣にあり、彼らの犯罪行為ではある。とはいえ、例えばVCはただの被害者なのであろうか。VCに大きな責任は勿論問えないとしても、全くの被害者として済ませる訳にはいかないように思う。筆者はVCにも責任の一端を感じてもらおうと同時に、企業家、経営陣を指導できる立場の株主であることを特に意識してほしい。

米国のIPO企業について、有力なVCに支援された企業は、そうでない企業に比べて公開後の株価が相対的に高く堅調であることが確かめられている。この現象は、有力VCの一種の「お墨付き効果」と考えられ、「VCプレミアム」とも呼ばれるようだが、日本でもそうした「VCプレミアム」が着くようなIPO企業の出現を望みたい。

エージェンシー問題の緩和

先ほど述べたように、VC投資はVCファームとベンチャー企業家、2者間の相対型・関係依存型金融の1つである。従って、そこにはエージェンシー問題が発生する危険性が高い。その処理を誤ると、折角有望な事業を開発しようとしているベンチャーであっても、VCが投資したことで事業開発が不首尾に終わる可能性もある。VC投資を成功裡に進めるためには、エージェンシー問題の緩和・解決が重要となる。

歴史の長い米国のVC投資においては、優先株式や転換株式・社債の活用、マイルストーン投資（段階的投資）、シンジケート投資など、エージェンシー問題の緩和に向けて様々な手法が開発され、VCとベンチャー企業家のwin-winの関係構築が図られてきた

しかし、残念ながら日本では、歴史が浅いこともあってまだこの問題についてのVC、ベンチャー企業家双方の認識が十分でなく、余り工夫がされていないように思う。

特に気になるのが優先株式の活用である。VEC 調査（VEC『2009年度ベンチャービジネスに関する年次報告』）によると、最近でも15%位の投資案件にしか優先株式は利用されていない。この比率を上げていく必要がある。

周知のように、優先株式を活用すると、普通株式に比べて株価を高くできるため、創業者＝企業家の持株比率（＝経営コントロール権）を高く維持することができる。その一方、様々な条件を織り込むことで投資家であるVCの投資収益（＝キャッシュフロー権）の確保を図ることが可能となる。米国では、VCがM&Aで投資先ベンチャーを売却する場合、「みなし清算」とすることが出来るため、様々な条件の中で「残余財産請求権」の優先性が最も重要だといわれている。

要は、優先株式の利用によって、利害が相違する投資家であるVCと企業家間の利害調整を普通株式を使う場合より、行ない易くすることが出来、その結果としてVCと企業家間のエージェンシー問題を緩和することが出来るわけである。

優先株式の利用にあたっては、法律家を交えて個々の条件を細かくお互いで詰めていく必要があり、手続きはかなり面倒になる。しかし、それによってVCと企業家の利害得失及びお互いの立場が明確になる利点は大きい。繰り返しになるが、VC投資の要諦は、利害の異なるVCと企業家が、共同して新しい事業の立ち上げと社会への定着を計っていくことにある。その共同事業性に関して、従前以上に両者の理解が深まることを期待したい。

事業・産業が分かるキャピタリスト人材の確保

通常、エージェンシー問題の主因は、「情報の非対称性」にある。つまり、プリンシパル（通常投資家＝株主）とエージェント（企業家＝経営者）とでは保有する情報に格差があるために種々の問題が発生することになる。特にベンチャーの場合は、今まで世の中になかったような革新的な事業を開発しようとしているが故に、「情報の非対称性」は殊更大きいといえる。

VCという投資家とベンチャー企業家との「情報の非対称性」を小さくし、エージェンシー問題の発生を抑えるための第一の方策は、VC側が投資先のベンチャーへの理解を深めることである。そのためには、ベンチャーキャピタリストが、ベンチャーの事業や技術、あるいはそのベンチャーが属する産業についての知識や知見を十分に持つ必要がある。

残念ながら日本では、VCファームの多くが歴史的に金融機関や証券会社の系列会社として誕生したこともあって、親会社からの出向者や、そうでなくとも金融や証券分野に専門性や経験をもつ人材が多いと思われる。勿論キャピタリストには金融分野の経験や専門性も必要ではあるが、それ以上に科学技術についての素養や様々な産業知識、そこでの就業経験、さらには経営経験が必要といえる。欧米、なかでも米国のシニアのキャピタリストをみると、多くが自身で起業した経験者であり、大企業での経営経験者である。

日本でも、ようやく大手VCでキャピタリストとして10年以上の経験を持ち、投資対象先ベンチャーの技術や事業を深く理解できる人材が育ってはきている。しかし、今後、よ

り多くの優秀な、「情報の非対称性」を小さく出来るようなキャピタリストを育成していくためには、経済的なインセンティブを大きくするなど、各VCファームの雇用システム、人事制度を工夫することで、他業界からの中途採用の形での人材確保を図っていく必要がある（秦信行「日本のベンチャーキャピタル会社の組織形態と雇用システム、雇用管理体制」(日本ベンチャー学会誌 No. 10) 参照)。

グローバル化の推進

2008年秋のリーマンショック以降米国のVCも苦境にある。日本同様VCファンドに出資される資金は減少し、つれて投資額も減少している（ただし、2010年の前半は前年同期比で50%近い増加に転じているが）。2002年のSOX法以降ナスダックへのIPO企業も大幅に減少し、それが今も続いている。一部には、投資先ベンチャーの資金需要に比較してVCの資金量が過剰であり、VCファンドのダウンサイジング化が必要なのだとか、従来のクラシカルなVCのビジネスモデルはもはや終焉したのだ、といった意見も出始めている。

とはいえ一方で、新しい動きも始まっている。その一つが米国VCのグローバル化である。数年前から米国の有力VCは、海外、特に中国のベンチャーへの投資を拡大し始めている。

つい先頃まで米国VCは、米国内での地域投資が専らであった。シリコンバレーのVCについても、クライナーパーキンスやセコイアといった有力VCのほとんどは、シリコンバレー以外の地域のベンチャーに投資することはなかったと言ってよい。VCの所在地から時間距離で精々1時間以内のベンチャーに投資を行う、そしてボードシートを取得し、取締役として頻繁に会社に出向き経営に関与する、それが先述したエージェンシー問題を緩和する方策の一つと考えられ、そうしたモデルが当てはまるのがシリコンバレーの有力VCであった。つまりそれだけ、域内に有望な投資先ベンチャーが存在したということでもあろうが、それが数年前から変化してきている。

こうした米国VCのグローバル化が上手くいくのかどうか、まだ予断を許さないところがあるが、少なくとも彼らにとってニュー・フロンティアであることは確かであろう。

翻って日本のVCの場合、米国とは少し意味は異なるようにも思うが、今後グローバル化を一段と進める必要があるだろう。

日本の場合、従来VCのみならずベンチャーも含めたベンチャーコミュニティ全体がドメスティックであり、グローバル化は進んでいなかった。それには言葉の問題もあったであろうが、日本の場合、米国のベンチャーと異なり、創業段階から世界市場を視野に入れているようなベンチャーは残念ながら数少なかった。その結果として、IPOしたとしても成長の限界が早く来てしまうといったことになっていたのではないか。これからは、世界、特に少なくとも近隣であるアジア市場を視野に入れた事業展開が求められる。

連れて日本のVCも、世界ないしはアジア展開を支援する力を持つ必要があるだろう。そのためには、今まで余り行われてこなかった世界ないしはアジアのVCとの連携強化も望まれる。同時に、投資出口の拡大という意味では、特に距離的に近いアジアの証券市場、株式市場

との連携も進めていく必要がある。

このことは、今まで日本の中だけでの競争で済んでいた VC 間の競争が、世界あるいはアジアに拡大することを意味する。そうした競争のグローバル化の中で、日本の VC は、うかうかしているとアジアの VC にも足元を掬われかねない。そのためにも、日本の VC は投資力強化を図っていかなければならない。

新たな発展を目指して

先に米国では従来型の VC 投資モデルの終焉を主張する人も出始めたことを述べた。確かに米国 VC の世界では、グローバル投資など今までになかった変化が起こり始めている。

グローバル投資と並んで、Facebook や Twitter といった SNS 分野への 100 億円を上回るような大型 VC 投資も今までになかった変化といえよう。そうした大型投資に伴い、従来型の IPO を目指してステージ毎に投資を行う「段階的な VC 投資」モデルは、今後は、構想から市場投入までのステージと市場投入以降のステージの 2 段階モデル＝「非段階的な VC 投資」モデルに変わっていき、ベンチャー成功のためには、従前以上にスピーディな成長と、そのための大規模な資金供給が求められるといった指摘もされている。SNS 分野のベンチャーは、確かにそれを裏付けており、例えば Twitter の普及スピードは凄まじいものがある。

とはいえ、従来型の VC 投資モデルは通用しなくなるのであろうか。SNS は、技術特性やサービスの普遍性の故に、爆発的に世界市場にまで拡大したが、一方で研究開発や市場開拓に時間のかかる従来型のベンチャーがなくなるわけではなかろう。

こうした状況からすると、VC 投資は今後 2 分化していくことが予想される。現に既に米国の大手有力 VC においては、大型のグローバル投資というニュー・フロンティアを開拓しつつも、従来型のクラシカルな VC 投資も継続している。

従来 VC 投資は、半導体、バイオテクノロジー、インターネットといった新しい技術、サービス、アイデアの事業化、産業化に伴い、拡大と停滞を繰り返しながら発展してきた。このあり方は、今後も基本的には変わらないのではないか。現状は厳しいものの、次の新しい事業化・産業化の領域が出てくると、次の VC 投資の盛り上がりも期待されよう。

米国の VC 投資の産業・業種別内訳をみると、インターネット関連分野への投資は全投資額の 40%程度で微減状態、バイオテクノロジー分野は 20%弱で横ばい状態であるが、クリーンテック分野は 2005 年以降確実に比率が上昇し、10%以上になってきている。

日本での次の主要 VC 投資分野がクリーンテック分野になるかどうかは分からないが、日本政府が国家戦略として推進しようとしている 2 大イノベーションがグリーン・イノベーションとライフ・イノベーションであることからみると、その周辺分野が次の成長領域であり、そこに VC 投資の対象となるベンチャーも数多く生まれる可能性が高い。

数多くのベンチャーの輩出を通じたイノベーションの推進と、それに伴う VC 投資の次の発展を期待したい。