

新規公開市場がベンチャーキャピタル業界へ 及ぼす影響についての考察と提言

鈴木 健嗣
東京理科大学

要旨

近年、市場環境の悪化、制度変更、市場関係者による実質的な審査の厳格化などにより、新規公開市場（IPO 市場）が低迷している。こうした低迷は、ベンチャーキャピタル（VC）業界に対し大きな影響を及ぼすことが考えられる。本稿では、（財）ベンチャー・エンタープライズ・センターのデータを利用し、IPO 市場の低迷が VC に及ぼす影響について考察した。主な考察の結果は次のとおりである。IPO 市場の審査の厳格化や低迷は、（1）VC 業界におけるアリーステージ投資やハイリスク産業への投資の比重を低下させる。（2）特定の有望レーターステージ企業へ VC の投資が集中する。（3）有能なキャピタリストが報われず、有能なキャピタリストの退出やキャピタリストの成長が鈍化する。（4）VC ファンドのパフォーマンスは低下し、VC にファンドに資金が集まらない。結果として、IPO 市場の低迷は VC・ベンチャー市場の縮小をもたらす。VC 投資を促進するためには、IPO 市場の規制の在り方や VC の投資回収手段について再考する必要がある。

1. はじめに

ベンチャーキャピタル（以下 VC）にとって、新規株式公開（以下 IPO）は最もリターンの高い投資回収方法である。2008 年度ベンチャー・エンター・プライズセンター（以下 VEC）のベンチャーキャピタル投資動向調査によると、2007 年 4 月から 2008 年 3 月までに投資回収した案件のうち約 35%は IPO によるものであった。その他の投資回収手段には売戻し、M&A、倒産があるが、国内 VC の収益のうち 9 割以上が IPO による投資回収が占めている¹。

2007、2008 年の IPO 市場は、米国発のサブプライムローン問題の影響による株式市場の低迷、個人投資家の市場離れ、内部統制報告制度（以下 J-SOX 法）の施行などから、IPO 件数の低下が顕著にみられた。さらには、多数の不祥事が生じた反省を生かし、取引所などが上場審査を厳格化したことが、IPO 件数の低下に一層の拍車をかけているとの指摘もある（日本経済新聞 2008 年 4 月 14 日）。

このような IPO 市場の上場審査の厳格化や上場件数の低迷は、ベンチャー企業・ベンチャーキャピタル業界（VC 業界）に対し、どのような影響を及ぼすのであろうか。本稿では、る IPO 市場の低迷が、VC ファンドの投資行動に及ぼす影響、VC ファンドの調達規模に及ぼす影響、VC ファンドのパフォーマンスに及ぼす影響について考察していく。

本稿の結論は以下のとおりである。IPO 市場の厳格化や低迷は、（1）投資回収期間が長期化を避けるために、VC によるアーリーステージへの投資やハイリスク産業への投資の比重が低下することが予想される。（2）特定の有望レーターステージ企業へ VC の投資が集中する。（3）有能なキャピタリストが報われず、有能なキャピタリストの退出やキャピタリストの成長が鈍化する。（4）VC ファンドのパフォーマンスは低下し、VC にファンドに資金が集まらない。結果として、IPO 市場の低迷は VC・ベンチャー市場の縮小をもたらす。VC 投資を促進するためには、IPO 市場の規制の在り方や VC の投資回収手段について再考する必要がある。

本章の構成は以下のとおりである。第 2 節で、IPO 市場の現状について説明し、第 3 節で IPO 市場が VC の投資行動に及ぼす影響について考察する。第 4 節で、IPO 市場と VC の資金調達とファンドパフォーマンスの関係について考察し、第 5 節で本章のまとめ及び提言について説明する。

2. 新規株式公開市場の現状

2.1. 新規公開件数

IPO 市場の公開件数は、おもに 2 つの要因によって左右される。それは、経済の状況と取引所、監査法人、証券会社などによる上場審査である。2007 年は米国発のサブプライムローン問題や原油価格高騰によって、株式市場が低迷した。こうした経済状況の低迷によって、IPO を予定していた企業は適正な価値よりも割安な価格で株式発行を行わざるをえ

¹ 米国では IPO による収益よりも M&A による収益の比率が大きい。

ないことから延期をする傾向にある。経済状況の悪化による IPO の延期は、IPO 企業数を低下させる。IPO の延期期間中に資金繰りや事業が悪化することも予想されるため²、必ずしも現在の延期企業数（IPO 予備軍）は将来 IPO できるとは限らない。

もう一つの要因である上場審査の厳格化について、2007、2008 年はこの傾向が一層顕著みられる。2006 年以降、比較的上場間もない企業の不祥事が相次いだことから取引所による上場審査の強化や主幹事証券会社による審査の強化が行われたといわれている。企業の不祥事による個人投資家の退出を避けることが、取引所や証券会社が厳格化に踏み切った理由の 1 つといえる。また、2008 年 4 月 1 日からは日本版 SOX 法といわれる内部統制報告制度が始まった。この制度は米国の企業改革法（SOX 法）を参考に、情報開示の強化や財務報告の内部統制・手続きの有効性に関する監査法人の内部統制監査を義務付けている。J-SOX 法により、会計数値のみならず内部統制においても不祥事が生じた時には、監査法人が責任を負うことになる。ベンチャー企業などの未熟な企業の場合、こうした内部統制が大企業と比べ機能しておらず、監査法人による監査の忌避や打ち切りが予想される。こうした監査法人の行動も実質的な審査の厳格化といえることができる。このような実質的な審査の厳格化は、IPO 件数を低下させる。

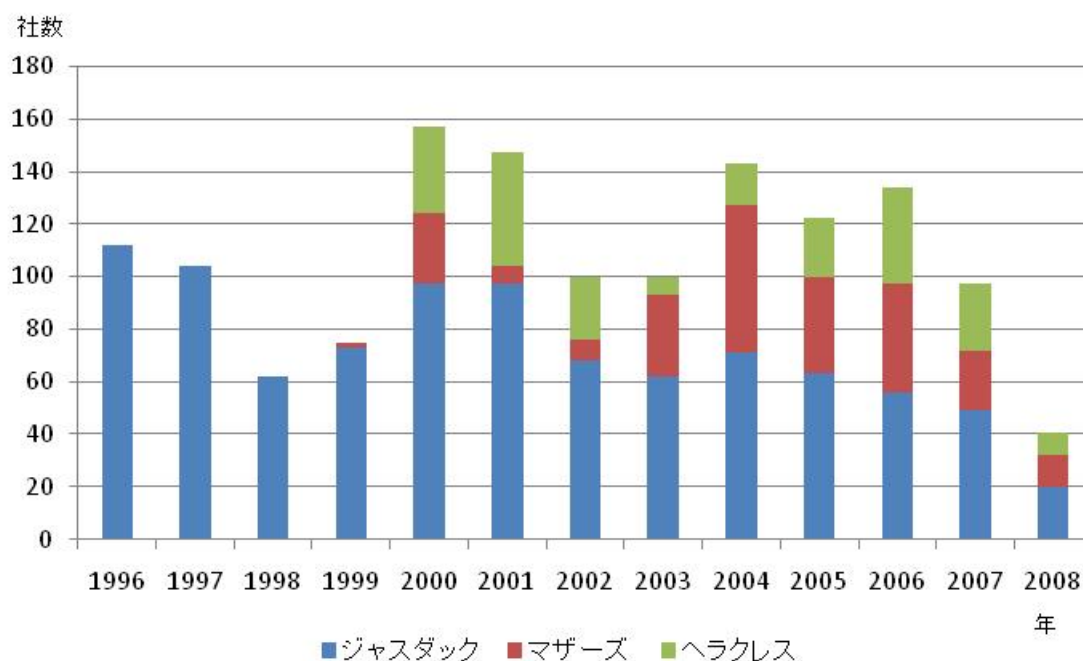
図表 1 は、新興三市場の新規公開件数の推移について示している。2007 年は 2006 年比約 30%減の 97 社の公開にとどまっている。さらに 2008 年には 41 社と 2007 年の半減以下となるなど大幅に減少している。2008 年の件数は、土地バブル崩壊直後の最小 IPO 社数である 1992 年の 26 社に次ぐ低水準となっている。特に、2008 年 4 月 1 日以降は 25 社（月平均 2.78 社、年換算 33 社）と、IPO 市場の停滞が際立っている。

件数のほかに、IPO 市場の調達規模も IPO 市場の状況を判断するには重要な尺度といえる。図表 2 は、IPO 市場における新規発行規模の推移を示している。新規発行規模とは、企業ごとに新規発行株式数に売出株数を加えたものに公開価格を掛け合わせたものを全 IPO 企業の合計したものである。2006 年から 2007 年にかけてほぼ半減し、2008 年に至っては 2006 年の水準の 4 分の 1 にまで落ち込んでいる。

新興三市場の各市場についての市場シェアは、図表 3 に示している。各市場のシェアにおいて、2004 年以降、JASDAQ は約 50%、残りの 50%がマザーズとヘラクレスという状況で推移している。2007、2008 年に生じた市場の混乱などは IPO 件数には影響を及ぼしているが、市場間競争のシェア争いにはさほど大きな影響を及ぼしていないように見える。

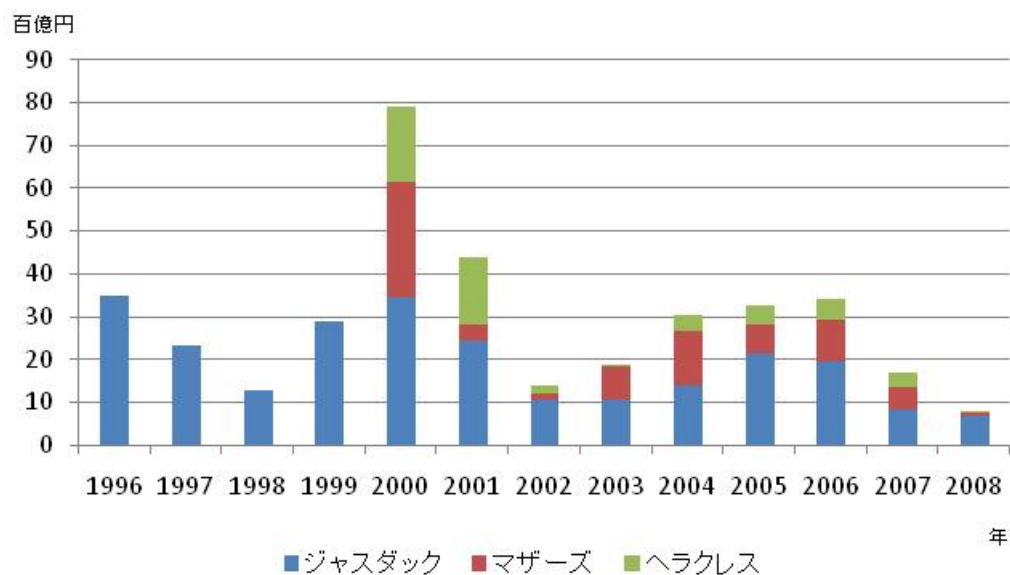
² こうした延期は、ベンチャー企業にとって最適なタイミングでの資金調達を逃すことを意味し、事業機会を失うことになる。

図表 1 新規株式公開企業数*



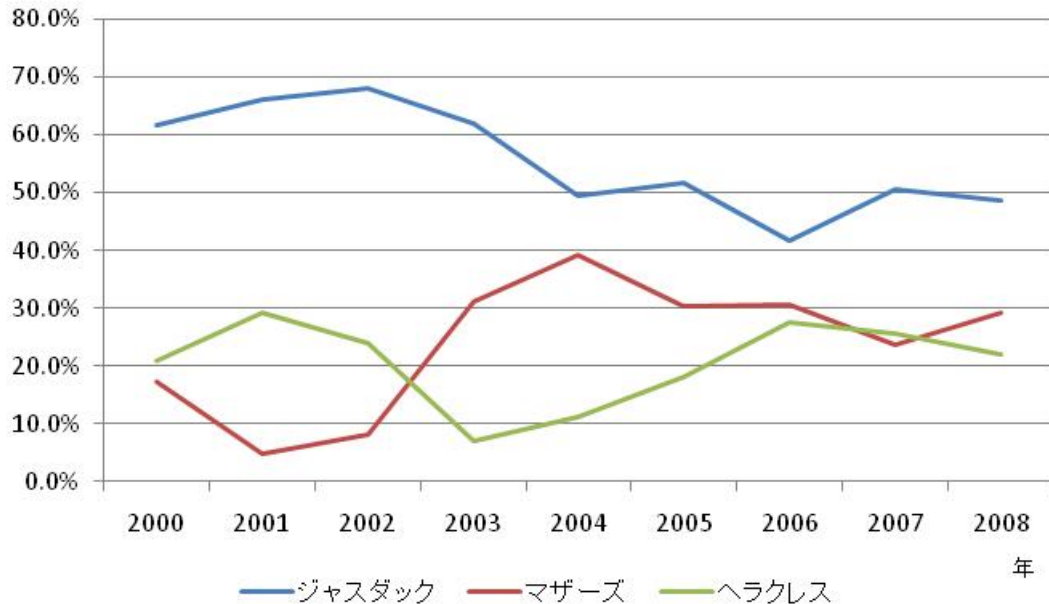
*2000～2002年までのヘラクレスはナスダック・ジャパンの値である

図表 2 新規株式公開に伴う発行規模*



*2000～2002年までのヘラクレスはナスダック・ジャパンの値である

図表 3 新興三市場内の IPO 市場シェア*



*2000～2002年までのヘラクレスはナスダック・ジャパンの値である

2.2. 新規公開時の過小値付け問題と公開後のパフォーマンス

新規株式公開日の株価の上昇は、多くの個人投資家に高い注目を集めている。多くの企業で公開価格より高い初値（市場価格）がつくため、公開価格で株式を購入すれば1日で高い収益率を得ることができるためである。一方、新規公開企業にとっては、市場価格より低い公開価格を設定することは、機会費用ととらえることができる。たとえば、新規発行株数が10万株、公開価格が1万円である企業の新規調達額は10億円となる。このとき、市場が評価する価格（市場価格：初値）が1万5千円だとすれば、企業は本来15億円資金調達できたところ、5億円低く調達することを意味する。この5億円が機会費用と考えられる。このように、市場価格よりも企業の公開価格が低いことを過小値付け問題という。公開初日の株価収益率（ $= (\text{初値} - \text{公開価格}) / \text{公開価格} \times 100$ ）を初期収益率という。

通常、VCが新規株式公開時に株式を保有している場合、主幹事証券会社と公開後6ヶ月間株式売却を禁止するロックアップ契約を結ぶ。しかしながら、ロックアップ契約には初期収益率が特定の水準を上回る場合に限り、6ヶ月以内に売却することができる旨の特約条項が盛り込まれている場合が多い。したがって、初期収益率が高いほど、VCは早期に株式売却を行うことができる。市場価格ではなく、公開初日に公開価格で株式を売却する場合は、ロックアップ契約の適用外である。

2007、2008年は、この初期収益率が異常に低いことがメディアで取り上げられことが報

道されている。はたして、近年の水準は異常に低い水準なのであろうか？図表4は、1996年から2008年までに新興三市場で新規株式公開した企業の初期収益率の推移を示している。2008年次に株式公開した企業の平均初期収益率は24.69%（中央値2.44%）と2005年次の平均初期収益率146.13%（中央値119.06%）の水準と比べ6分の1にまで落ち込んでいる。しかしながら、2004～2006年次の初期収益率の水準（平均値117.04%、中央値92.73%）は、1999年ネットバブルと同様の水準であり、むしろこの時期が異常に高かったといえる。ちなみに、1970年から2001年までの日本の平均初期収益率は28.4%であった（Ritter, 2003参照）。

図表4 年度別初期収益率の記述統計量

| | IPO社数 | 初期収益率 | | | | |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 平均値 | 中央値 | 標準偏差 | 最小値 | 最大値 |
| 1996年 | 110 | 15.50 | 11.75 | 17.59 | -11.60 | 98.50 |
| 1997年 | 102 | 10.85 | 5.00 | 20.21 | 0.00 | 185.70 |
| 1998年 | 62 | 23.79 | 11.25 | 42.27 | -41.40 | 271.40 |
| 1999年 | 73 | 134.13 | 72.50 | 177.68 | -16.70 | 809.10 |
| 2000年 | 157 | 20.78 | 6.20 | 56.02 | -64.30 | 300.00 |
| 2001年 | 147 | 52.97 | 26.30 | 79.88 | -72.50 | 496.80 |
| 2002年 | 100 | 37.42 | 11.72 | 65.94 | -37.04 | 420.31 |
| 2003年 | 100 | 57.88 | 34.85 | 68.94 | -35.14 | 260.00 |
| 2004年 | 143 | 110.56 | 98.89 | 107.39 | -11.11 | 602.50 |
| 2005年 | 122 | 146.13 | 119.06 | 130.23 | -15.38 | 676.92 |
| 2006年 | 134 | 97.48 | 66.67 | 121.73 | -8.00 | 772.73 |
| 2007年 | 97 | 62.02 | 50.00 | 67.65 | -23.33 | 308.57 |
| 2008年 | 40 | 24.69 | 2.44 | 55.22 | -39.00 | 212.50 |
| 1996-2008年合計 | 1387 | 63.71 | 25.00 | 99.55 | -72.50 | 809.10 |

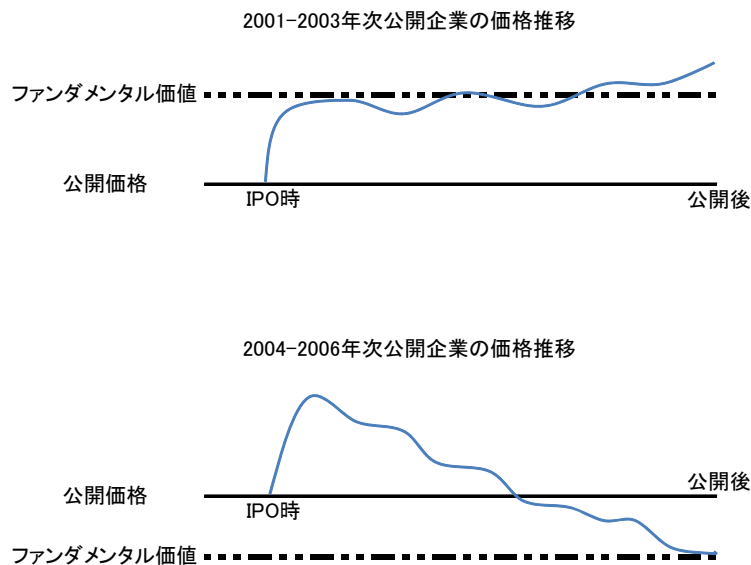
世界的な水準をみても、1960-2003年にアメリカで新規株式公開した企業の平均初期収益率が約20%、1990-2003年のイギリスで約27%、ドイツで約35%、フランス約12%である。比較的初期収益率が高い国は、マレーシア(約90%、1990-2003年)、中国(256.9%、1990-2000年)、ブラジル(78.5%、1979-1990年)、タイ(46.7%、1987-1997年)である(Ljungqvist, 2007 ; Ritter, 2003 参照)。

初期収益率の決定要因については非常に多くの指摘がなされている(詳しくは、Ljungqvist, 2007 ; Ritter, 2003 ; 忽那, 2008; 鈴木, 2009 を参照)。不確実性の問題、情報の非対称性の問題、流動性の問題などがあげられるが、2004年から2006年までに初期収益率が非常に高い理由の一つに、初値が本来の企業価値より過大に付いている(オーバーオプティミズム仮説)可能性がある。これはIPO株ブームによって楽観的な投資家が、IPO市場に多く参入し、ファンダメンタルズな水準より高い価格付けが行われることを意味している。

図表5 長期パフォーマンス

| | | 2001-2003年 | 2004-2006年 | t値, z値 |
|------------------------------|------|------------|------------|-----------|
| <u>初値からの長期パフォーマンス</u> | | | | |
| ABHR _{1year} (%) | 平均 | 15.79 | -40.23 | 9.12 *** |
| | 中央値 | -16.43 | -53.79 | 11.35 *** |
| | 標準偏差 | 108.31 | 53.82 | |
| ABHR _{3year} (%) | 平均 | 21.49 | -96.94 | 11.61 *** |
| | 中央値 | -17.61 | -104.72 | 12.76 *** |
| | 標準偏差 | 155.54 | 40.63 | |
| (2004-2005年) | | | | |
| <u>公開価格からの長期パフォーマンス</u> | | | | |
| ABHR _{1year} (%) | 平均 | 58.40 | 33.79 | 2.40 ** |
| | 中央値 | 11.53 | -3.66 | 2.90 *** |
| | 標準偏差 | 153.91 | 126.09 | |
| ABHR _{3year} (%) | 平均 | 78.06 | -33.37 | -7.38 *** |
| | 中央値 | 11.75 | -59.85 | 11.06 *** |
| | 標準偏差 | 254.12 | 151.41 | |
| (2004-2005年) | | | | |

図表 6 公開後の価格推移



図表 5 は公開後の 2001-2003 年次に新規株式公開した企業と 2004-2005 年次に株式公開した企業の長期パフォーマンスを示している。ABHR とは IPO 企業の公開後のバイアードホルドリターンから、市場の景気動向の影響を排除するために TOPIX のバイアードホルドリターンを除いたものである。初値からの ABHR、公開価格からの ABHR をそれぞれ 1 年間と 3 年間（2006 年次に公開した企業は、現在まで 3 年間が経過しておらず、ABHR が検証できないため、2004-2005 年次のサンプルを用いている）で検証を行った。2001-2003 年次に公開した企業の長期パフォーマンスは、景気の動向を除いても公開後 1 年間の長期パフォーマンスは平均的に初値から 15.79% 高まり（中央値は -16.43%）、公開価格からは 58.4% 高まる（中央値 11.53%）ことがわかった。2001-2003 年次に公開する企業の 3 年間の長期パフォーマンスも 1 年次と同様の推移がみられた。一方、2004-2006 年次に株式公開した企業の長期パフォーマンスは、市場状況の影響を排除しても初値に対し平均で 40.23% ほど低く、中央値では 53.79% ほど低いことがわかった。図表 6 は、図表 5 をもとにファンダメンタル価値と公開時の価格付けを比較したものである。縦軸が株価の水準、横軸が公開後の期間を意味している。2001-2003 年次の公開企業の価格付けは、ファンダメンタル価値と比べ、過小に値が付けられている。初値以降、公開後の株価推移はほぼ横ばいから右上がりに推移する。一方で、2004 年-2006 年の株価推移は公開後右下がりに推移し、平均的に公開価格を割り込むことがわかる。この期間に IPO ブームにより個人投資家などの楽観的な投資家が、IPO 市場に多く参入することで初値水準がファンダメンタルズ価格よりも非常に高い水準になることを意味している。企業や証券会社も楽観的な投資

家の存在を知っているため、ファンダメンタルズよりも高い価格付け（公開価格）を行う³。結果として、楽観的な投資家が大きく損をし、企業が多く資金調達に成功することを意味している。2004-2006年次の価格付けは、結果として今日の投資家のIPO市場離れを促進させた可能性がある。

VCにとって、IPO市場の価格付けはどのような影響を受け、IPO市場に対しどのような影響を及ぼすのであろうか。通常、IPO時にVCが株式を保有している場合、VCは公開時や公開後に保有する株式の売却を行う（株式の分配も行われる場合もある）。公開時に公開価格で売却を行うのであれば、市場が楽観的な時期はファンダメンタルズより高い価格で保有する株式を売却することができる。また、市場が楽観的な時期は、初期収益率がロックアップ期間内での売却を可能にする特定の水準以上の値になれば、ファンダメンタルズより高い価格（初値など）でロックアップ期間内に売却を行うことができる。IPO市場は、株式の分売の時点で約7割を情報劣位な個人投資家が引受けている。市場が楽観的な状況下でVCの株式売却する行動は、情報優位なVCが情報劣位な個人投資家の利益を犠牲にして、自らの利益を得ることを意味している。こうした状況が続くと、情報劣位な投資家は市場から退出していくことが予想される。結果として、市場が落ち着いたのち、退出した個人投資家は再びIPO市場へ参加することは難しい可能性がある。

市場が楽観的ではない時期は、VCは過小評価された公開価格か、企業のファンダメンタルズに近いロックアップ満期後に株価の売却を行う。この時期には、情報劣位な個人投資家の利益を犠牲にした利益を情報優位なVCが受け取ることは少ない。この場合、個人投資家は情報優位な投資家に出し抜かれることが少ないため、個人投資家はより安心してIPO市場へ参加することが予想される。

ロックアップ契約の意図は、IPO後市場が企業についての情報を認識するまでの期間、情報優位な投資家による情報劣位な投資家からの利益移転を防ぐことにある。近年のIPO市場からの投資家離れは、IPO市場を縮小させる。投資回収のほとんどをIPOに占めるVCにとってもIPO市場の縮小は重要な課題といえる。

3. 新規公開市場の停滞がVC投資スタイルおよびパフォーマンスに及ぼす影響

前節では、IPO市場の現状について説明をした。本節では、こうした現状を踏まえ、IPO市場の審査の厳格化や関係者忌避といった実質的な審査の厳格化に注目し、VCの投資行動に及ぼす影響を考察していく。

VCは有望な企業を探索し、投資を行う。場合によっては投資先企業に対し、取引先や人材のリクルートなども行う。もちろん、投資回収の可能性が低い企業に対しては投資を行うことはしないし、投資後でも投資回収の可能性が低くなれば経営に関与することはまずない。すなわち、すべてのVCの投資行動は投資回収の可能性を前提に行われる。VCの最も有望な収益を計算できる投資回収の手段はIPOである。そのため、IPO市場の市場環境

³ Ljungqvist, Nanda, and Singh (2006)が主張する議論と整合的な結果である。

に、VCの投資行動は左右されることが考えられる。

IPO時の上場審査の厳格化とは逆に大幅に緩和された時期がある。それは、2000年前後にベンチャー企業向け市場が次々と設立された時期である。こうした審査が緩和される前後のVCの投資行動を比較することで、審査の厳格化がVCの投資行動へ及ぼす影響について検討していきたい。

3.1. ベンチャー企業向け市場の増加とIPO企業

1999年以前、ベンチャー企業向け市場は株式店頭市場（現ジャスダック証券取引所）であった⁴。1999年後半から2000年前半にかけて次々と上場審査基準の緩いベンチャー企業向け市場が設立された。図表7は、2000年前後に設立されたベンチャー企業向け市場である。1999年に設立されたのは、名古屋証券取引所セントレックスと東京証券取引所のマザーズである。2000年には札幌証券取引所のアンビシャス、福岡証券取引所のQボード、米国NASDAQと大阪証券取引所のナスダック・ジャパン（現ヘラクレス）が開設された。なかでも、東証マザーズとナスダック・ジャパンは既存の株式店頭市場に加え、新興三市場とよばれるようになった。このように新たに設立されたベンチャー企業向け市場は、既存の株式店頭市場より利益基準や規模基準、流動性基準などを大幅に緩和することでベンチャー企業の上場を促していった⁵。

図表7 2000年前後に設立されたベンチャー企業向け新市場

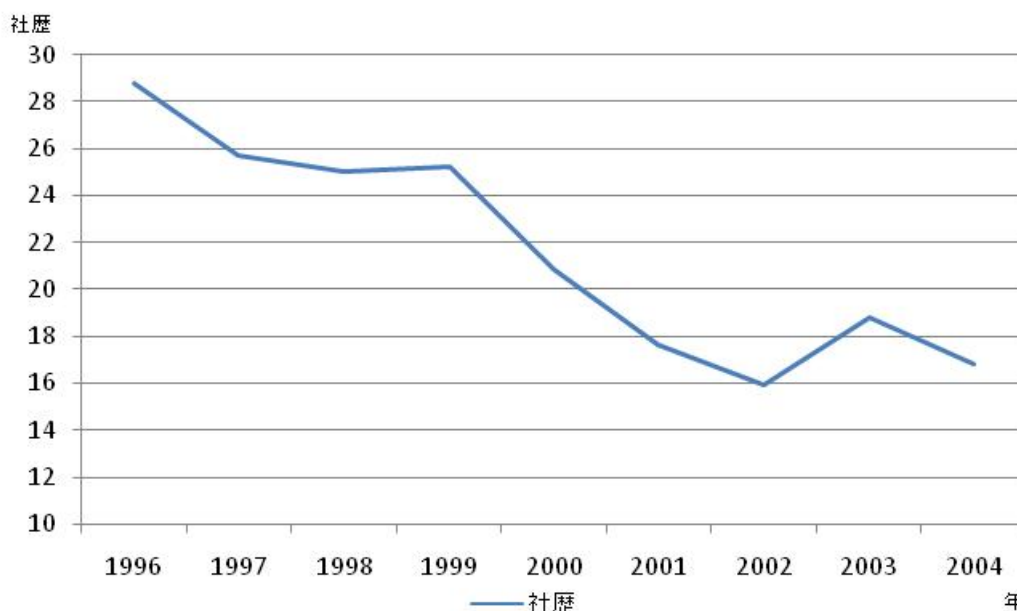
| 年次 | 取引所名 | 新市場名 |
|-----------|----------------|--------------------|
| 1999年 10月 | 名古屋証券取引所 | セントレックス |
| 1999年 12月 | 東京証券取引所 | マザーズ |
| 2000年 4月 | 札幌証券取引所 | アンビシャス |
| 2000年 5月 | 福岡証券取引所 | Qボード |
| 2000年 6月 | 大阪証券取引所・NASDAQ | ナスダック・ジャパン(現ヘラクレス) |

⁴ 株式店頭市場には、本則市場とより上場基準が緩やかな特則市場があった。しかしながら、特則市場へ新規店頭登録する企業数は少数であり機能しているとはいえなかった。

⁵ 株式店頭市場では店頭登録基準が取引所の上場基準にあたる。

図表 8 は新興三市場の平均社歴の推移をあらわしている。1999 年にマザーズが設立されたが、1999 年時にマザーズで公開した企業数は 2 社で、本格的にマザーズの上場企業がみられるようになったのは 2000 年からである。平均社歴は 1996 年から 1999 年まで、25 年を下回ることにはなかったが、2000 年以降上場基準が緩和された新興市場ができることで平均 16~20 年と社歴の短い企業が多く上場するようになっていった⁶。1996 年から 1999 年の間に上場した企業について、社歴 10 年以下の企業の割合は約 10% (351 社中 35 社)、社歴 5 年以下の企業が上場する割合は約 2% (351 社中 8 社) であった。2000 年から 2008 年までに上場した企業について、社歴 10 年以下の割合は約 38% (1035 社中 391 社)、社歴 5 年以下の割合は約 15% (1035 社中 151 社) であった。1999 年以前に比べ 2000 年以降の方が、企業数のみならずその割合において設立間もないベンチャー企業の上場が増加したことがうかがえる。図表 9 は 2006~2008 年までに新興三市場で上場した企業の平均社歴、社歴 10 年未満企業数、社歴 5 年未満企業数をあらわしている。監査法人や証券会社、取引所などの上場審査が厳格化した 2007 年、2008 年をみると、2006 年と比べ平均社歴が 2~3 年ほど上昇していることがうかがえる。社歴 10 年、社歴 5 年未満の企業数は、急成長により短期間で上場できたベンチャー企業数を示している。2006 年時の社歴 10 年未満、5 年未満の企業数は 52 社と 12 社であるのに対し、2007 年時にはその数は 31 社、8 社と低下している。2008 年に至っては 14 社、3 社と 2006 年時の水準のほぼ 4 分の 1 の水準となっている。

図表 8 新興三市場に上場した企業の平均社歴



⁶ 1997 年にはブックビルディング制度の導入と大蔵省による株式店頭市場で上場基準より厳しい実質基準が無いよう指導が行われた。結果として、1996 年より 3 年ほど社歴が短くなった可能性がある。

図表9 2001年以降に新興三市場で上場した企業の平均社歴

| | 2006年 | 2007年 | 2008年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 平均社歴 | 16.76年 | 20.05年 | 19.07年 |
| 社歴10年未満のIPO企業数 | 52社 | 31社 | 14社 |
| 社歴5年未満のIPO企業数 | 12社 | 8社 | 3社 |

3.2. 上場審査がVCファンドの投資ステージに及ぼす影響

前節では、上場審査の緩和が若いベンチャー企業の新規公開を促すことがわかった。それでは、こうしたベンチャー企業の増加はVCの投資行動にどのような影響を及ぼしているのか。鈴木（2008a）では、投資回収環境とVCの投資行動について投資ステージやファンド設立の意思決定に影響していると指摘している。

VCファンドの満期は、たいていの場合5～10年である（2～4年の延長もある）。満期が設定されていなければ、長期的すぎる観点から資金運用を行うことや、評価時期があいまいになることでVCが十分な努力を怠る可能性がある。ファンドによる投資は満期ごとにパフォーマンスに応じて好成績のVCは次ファンドの資金調達額が増加し、低成績のVCは市場から退出が促進されるのである。ファンドの満期を区切ることでVCに対し短期間でより効果的な運用を行うインセンティブを与えることになる。こうした点から近年、ファンドによるVC投資が大幅に増加している⁷。

しかしながら、ファンドに満期が設定されていることによって、投資回収手段であるIPO市場の状況におおきく影響を受けることになる。IPO市場の審査基準が厳格化することで、IPOを目指すベンチャー企業は審査基準を通過する水準までIPOを先延ばしすることになる。結果として、新規株式公開は社歴が長く、より成熟した段階で行われるようになる（前節参照）。VCファンドにとって、ファンドの満期内に投資回収をできるか否かが重要な投資の意思決定となる。ファンドの満期が10年のファンドの場合、社歴30年時にIPOが見込まれる企業に対しては、どんなに若くとも社歴20年時に投資を行わざるをえないことになる⁸。一方で、社歴10年時にIPOが見込まれる企業に対しては、最も早い段階では創業時に投資を行うことができるのである。もちろん、VCファンドは内部収益率（以下IRR）をもっとも評価指標として重要視するため、10年間の投資には相当程度のIRRが見込まれない限り行わない。したがって、新規公開がより成熟した段階で行われるのであれば、VCの投資時期もよりレターステージに投資を強いられることが考えられる。また、IPOの審査基準を通るまで継続的に株式を保有するリスクが高まるため、VCファンドは投資産業

⁷ 二重課税の回避も大きな理由である。

⁸ 二次売買市場（セカンダリーパーチェイス市場）での売却もあるが、大抵は割安での売買を強えられる。

をよりリスクの低い産業へ投資を行うようになる。たとえば、バイオテクノロジーなど比較的長期間の投資期間を要する産業は、上場審査の厳格化に伴い最も投資対象から外れる産業となる。

上場基準が緩和された時期をみることでこのような傾向がみられるか検証していく。図表 10 は、VEC の投資動向調査より調べた上場基準が緩和される 2000 年前後の VC ファンドの投資先ステージを示している（バイアウトファンドは除いている）⁹。1999 年以前のファンドは 1982 年から 1999 年までの期間の設立されたファンドを意味しており、2000 年以降のファンドは 2000 年から 2006 年までに設立されたファンドを意味している。2000 年前後のファンドの大きな特徴の違いは、シード、アーリーステージを重点に投資を行うファンドが急増したことにある。1999 年以前はシード、アーリーステージへ投資したファンドの割合は 13%、2000 年以降は約 40%と 3 倍に増加している。

鈴木（2008a）は、被説明変数をファンドタイプ（シードステージとアーリーステージをアーリー期、レーターステージをレーター期とし、バランスをバランス型）、説明変数を IPO 市場が上場緩和した後（2000 年以降）に設立された企業を 1 それ以外を 0 とした上場緩和ダミー、ファンドを設立した VC がこれまでファンドを設立してきたファンド数（VC のファンド経験）の自然対数、VC の市場シェア（VC の名声）、ファンド規模の自然対数、二人組合である場合を 1 それ以外を 0 としたダミー変数、VC が系列に属していれば 1、属していなければ 0 の系列ダミーとした多項ロジット分析を行っている。図表 11 は、鈴木（2008a）の多項ロジットの結果を示している。

検証結果は、上場審査が緩和されて以降、バランス型に対しアーリー期のファンドの設立が非常に高くなっているが、バランス型に対しレーター期のファンドの設立が上昇していないことがわかる¹⁰。これは上場基準の緩和が VC によるアーリーステージ向け投資を促進させていることを示唆する結果である。

その他のコントロール変数に関しては、ファンドを数多く設立したファンドはアーリー期への投資をあまり行っておらず、VC シェアが高い VC の設立したファンドは比較的レーター期への投資が多い。二人組合のファンドは、アーリー期というよりはむしろレーター期への投資が多いことがわかる。系列に属している VC はレーター期への投資が多いことがわかる。

⁹ VEC は、ファンドが重点的に投資をしている投資ステージをシード、アーリー、エクспанション、レーター、バイアウト、バランス型に分けてアンケート調査している。シードとは商業的に事業がまだ完全に立ち上がっておらず研究および製品開発を継続している企業、アーリーとは製品開発及び初期のマーケティングや製造および販売活動に向けた企業、エクспанションとは生産及び出荷を始めておりその在庫または販売量が増加している企業、レーターは持続的なキャッシュフローがあり IPO 直前の企業、バランス型とはさまざまな発展段階（シード、アーリー、エクспанション、レーター）にある企業への投資を含むファンド投資戦略と定義されている。

¹⁰ 中小企業基盤機構が 1998 年以降アーリーファンド向けの出資を始めた。中小企業基盤機構の出資ファンドを除いても同様の結果が得られている。

図表 10 2000 年前後のファンドの投資ステージ

| | 1999年以前 | | 2000年以降 | |
|-----------|---------|--------|---------|--------|
| | ファンド数 | % | ファンド数 | % |
| シード | 0 | 0.00% | 9 | 5.00% |
| アーリー | 16 | 13.22% | 61 | 33.89% |
| エクспанション | 0 | 0.00% | 3 | 1.67% |
| レーター | 2 | 1.65% | 4 | 2.22% |
| バランス | 103 | 85.12% | 103 | 57.22% |
| ファンド総数 | 121 | | 180 | |

図表 11 多項ロジット分析

| | アーリー期／バランス型 | | レーター期／バランス型 | |
|-----------------------|-------------|-----------|-------------|-----------|
| | Coef. | z-value | Coef. | z-value |
| 上場緩和ダミー | 2.09 | 5.49 *** | 0.36 | 0.41 |
| LN(ファンド数) | -0.53 | -3.07 *** | -0.25 | -0.71 |
| VCシェア | 0.00 | 0.07 | 0.12 | 1.99 ** |
| LN(ファンド規模) | -0.10 | -0.77 | -1.86 | -3.41 *** |
| 二人組合ダミー | -1.02 | -1.99 * | 2.00 | 2.73 *** |
| 系列ダミー | -1.94 | -4.88 ** | -0.30 | -0.26 |
| 定数項 | 0.65 | 0.64 | 7.74 | 3.39 *** |
| Pseudo R ² | | | 0.28 | |
| サンプル数 | | | 301 | |

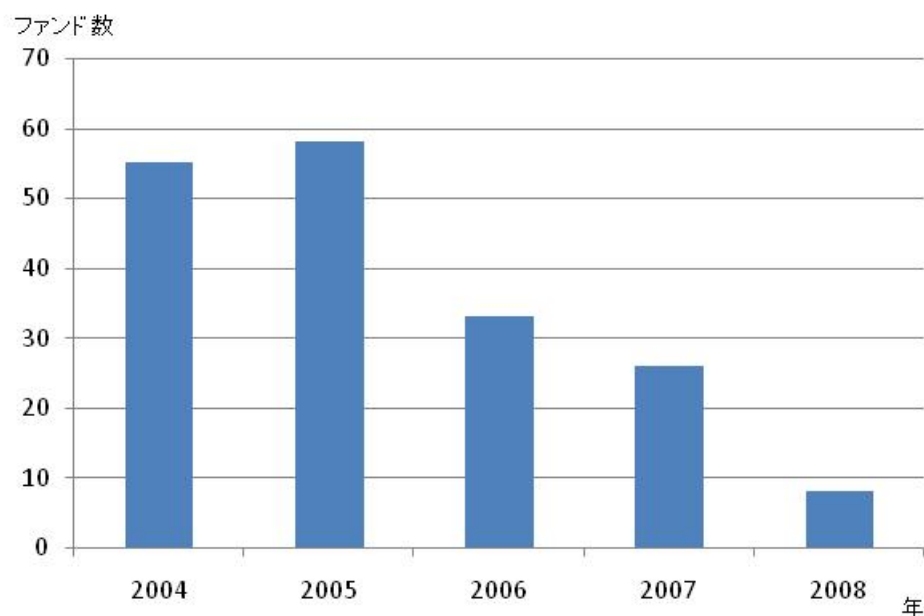
***, **, *はそれぞれ 1, 5, 10%水準で統計的に有意であることを示している。

図表には示していないが、ハイテク企業に投資を行うファンドの割合は、1999年以前では約5%、2000年以降では17%と急増している。こうした結果、上場基準の厳格化は、VCファンドの投資ステージがアーリーからレターステージやバランス型へ、投資産業はハイテク産業からローテク産業と変化することを示唆している。

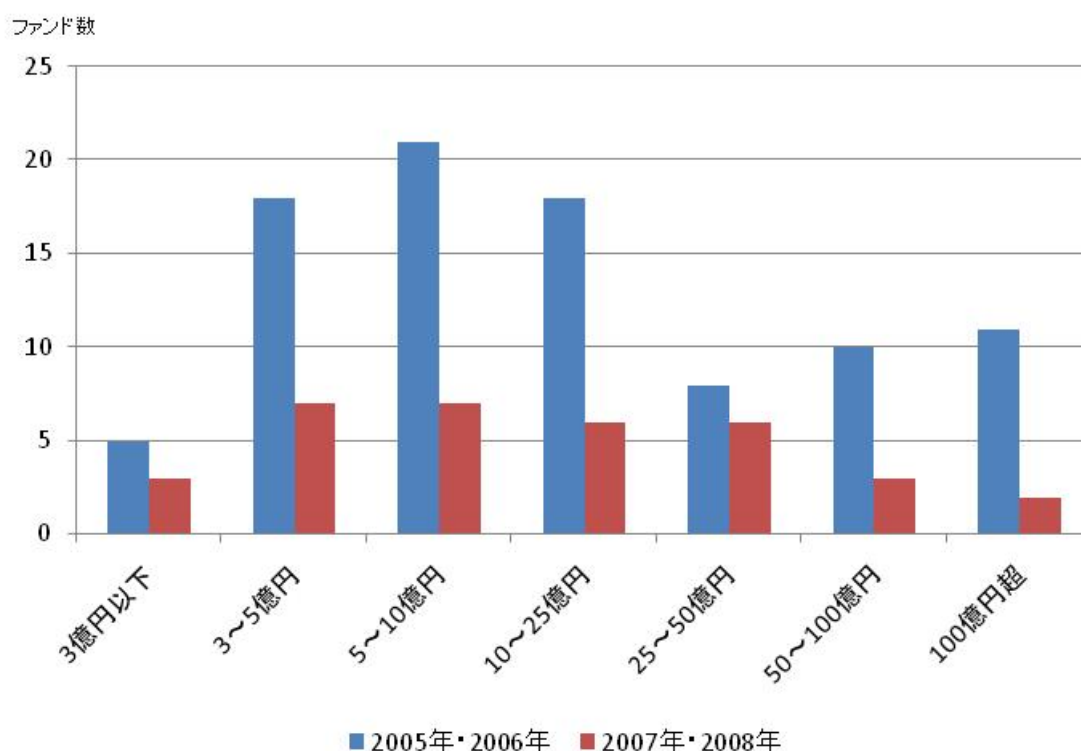
4. 新規公開市場とVCファンド調達規模との関係

2007年・2008年次のVCファンドの資金調達は非常に困難な状況にある。図表12は2004年以降設立したファンドの数を示している。2006年以前は例年30ファンド以上のファンドが設立されていたが、2008年に設立されたファンドは10ファンドにも満たない。また、ファンドの本数のみならず、ファンドの規模も低下している。2005年・2006年次に設立されたファンドの平均規模は約46.4億円で、2007年・2008年次に設立されたファンドの平均規模29.1億円の1.5倍以上である。図表12は、設立されたファンドの数をあらわしている。図表13は2005年・2006年に設立されたファンドと2007年・2008年に設立された規模別ファンドの分布を示している。2007年・2008年に設立されたファンドは、2005年・2006年に設立されたファンドと比べ、50億円以上のファンドが少ないことがわかる。2007年・2008年次のVCファンドの資金調達は非常に困難な状況にあることがうかがえる。

図表12 設立ファンド数



図表 13 2005年から2008年次に設立したファンド規模



このように近年のファンド調達が低迷する理由は、おもに二つある。ひとつは潜在的な出資者の資金を拠出できるリスクの許容範囲や出資者の体力そのものが低下していることにある（資金提供者側の資金制約の問題）。折からの景気悪化は、出資者の資金調達コストを高めるためVCファンドへ資金が流れない可能性がある。

もう一つは、出資者の獲得できるリターンの減少が予想されるためである。上述したように、VCファンドのほとんどの収益はIPOを通じた投資回収によるものである。景気低迷に加え、上場審査の実質的な厳格化は、IPO市場へ新規上場する企業数の低下をもたらす。一時的な景気低迷であれば、長期的なパフォーマンスの低下にはつながらない。しかしながら、長期的な景気低迷や審査の実質的な厳格化は、長期的にVCファンドパフォーマンスの低下をもたらす。このような場合、VCファンドのパフォーマンスが長期にわたり見込めないと潜在的な出資者は認識する。

VCファンドへの出資の低下は、いうまでもなく雇用の創出や技術革新を促進するベンチャー企業への投資額の低下を意味する。さらに、前節で述べたように上場審査が厳格化されていることから、投資対象が比較的レーターステージに集中する。こうしたVCの投資行動をもとに、経済状況が悪化して最もキャピタルクランチの問題が深刻なベンチャー企業に資金が流れない状況にある¹¹。こうした傾向が続くことは、キャピタルクランチにより将

¹¹ IPO市場が低迷することでエンジェルによる出資も、VCファンド同様に投資パフォー

来性の有無にかかわらずベンチャー企業の退出を促し、創業後の資金繰りの困難性を見越し、はじめからベンチャー企業の設立を取りやめる傾向を強くする。

5. 新規公開市場と VC ファンドのパフォーマンス

ファンドパフォーマンスと IPO 市場の関係について、上場審査の厳格化と経済状況の二つの観点から考察する。上場審査の厳格化によって、企業はより成熟した段階で公開することになる。前述したとおり、VC は平均的によりレーターステージへ、また特定の有望ベンチャー企業へ投資を集中させる投資行動をとることを意味する。複数の VC が他の VC の投資先企業へ「のっかり型」の投資を行うことをもたらす。有望ベンチャー企業の数や VC ファンド数が変わらなければ、IPO 直前の有望ベンチャー企業に多くの VC が集中し、投資時の株価の上昇を招き、VC のパフォーマンスは低下する。また、レーターステージやローテク産業の企業の将来性についての理解は比較的容易にできるため、能力のない VC でも投資の意思決定を行うことができる。VC がレーターステージに投資を集中させる必要がある場合は、有望なベンチャー企業を探索する能力を持つ VC が報われなくなる。結果として、有能なキャピタリストの市場からの退出や不参加が促される。VC ファンドにとって有望キャピタリストが退出した分のパフォーマンスの低下は予想される。

有望ベンチャー企業の数が変わらず、VC ファンドの数が著しく低下した場合、上場審査が厳しくとも、経済状況の悪化から出資者の資金制約からファンドが多く集まらない場合、この時期に設立される VC のパフォーマンスは高いことも考えられる。それは、ベンチャー企業へ割安で出資できる可能性があるためである。割安で出資できる可能性として、2つの点があげられる。ひとつは、VC による過当競争が生じないことに起因する。たとえレーターステージの有望ベンチャー企業であっても、VC ファンドへ流れる総規模が少なければ VC 同士の過当競争による株価の上昇が少ないためである。もうひとつは、上場をしている同業他社など参考になる企業の株価が、景気低迷のため割安となっていることである。景気が悪く時期に割安で投資を行い、その後景気が上向きになることで投資先企業の企業価値が投資時と比べ格段に高くなる可能性がある。

図表 14 はファンド流入総額とファンドパフォーマンスの関係を示している¹²。1994 年はファンド数が 1 ファンドのため参考にはならないが、ファンド数や総ファンド規模が高いほどパフォーマンスが良い (VC ファンドへ流れる資金総額とファンドパフォーマンスの間には統計的に有意に負の関係がみられている)。こうした結果は、過当競争の低下などによる割安な株価での投資が高いパフォーマンスをあげているという考えと整合的である。

パフォーマンスの低下から縮小する可能性が高い。

¹² 詳細なファンドパフォーマンスの決定要因については鈴木 (2008b) を参照。

図表 14 解散済みファンドのパフォーマンス

| 年次 | ファンド数 | ファンド総規模 (億円) | IRR |
|------|-------|-----------------|--------|
| 1982 | 2 | 44 | 15.94% |
| 1983 | 8 | 170 | 9.50% |
| 1984 | 5 | 172 | 13.58% |
| 1985 | 7 | 250 | 7.86% |
| 1986 | 1 | 37 | 9.92% |
| 1987 | 4 | 138 | 5.90% |
| 1988 | 2 | 76 | 0.09% |
| 1989 | 8 | 350 | -3.92% |
| 1990 | 11 | 657 | -2.07% |
| 1991 | 13 | 490 | 0.01% |
| 1992 | 8 | 296 | 1.34% |
| 1993 | 2 | 84 | -0.75% |
| 1994 | 1 | 70 | 60.20% |
| 1995 | 9 | 341 | 2.09% |
| 1996 | 13 | 506 | -4.44% |
| 1997 | 3 | 442 | 14.52% |

主に競争相手の減少や景気によってパフォーマンスが左右される状況下では、有能な VC でなくとも同様のパフォーマンスを達成できる。鈴木(2008b)は、1982 年から 1997 年までのファンドパフォーマンスと VC の名声 (VC の市場シェア) との関係を検証している。ファンドに多くの資金が流入する時期において、名声の高い VC は名声の低い VC よりもパフォーマンスが良い。しかしながら、VC 業界へ資金流入が少ない時期には、名声の違いはパフォーマンスに影響しない¹³。この結果は、上場審査が厳しくファンドの流入が少ない時期には、有能なキャピタリストや VC が能力を発揮できないことを示唆している。有能なキャピタリストが能力を発揮できないことは、有能なキャピタリストの退出を促し、能力を高めようと努力するインセンティブが低下することでキャピタリストの成長を妨げることを意味する。

景気が低迷する場合、VC 同士の競争激化は低下するが、それと同時に有望ベンチャー企業の数も低下する可能性があることも注意する必要がある。VC ファンドあたりの有望ベンチャー企業数が、非常に低下するのであれば、競争がなくとも VC ファンドのパフォーマンスは低下する可能性は高い。

6. まとめ及び提言

2007・2008 年次の IPO 市場は、経済状況の悪化や関係主体による上場審査の実質的な

¹³ VC の名声が高いほど有能であるという仮定をおいている。VC ファンド規模が大きな 1989～1992 年および 1995～1997 年次に設立したファンドの IRR と VC の名声(市場シェア) との間には統計的に有意な関係はみられなかった。一方で、1982～1988 年および 1993～1994 年に設立したファンドの IRR と VC の名声との間には統計的に有意 (1%水準) な関係がみられた。

厳格化に伴い、低迷している。こうした低迷は、VCの投資行動、資金調達規模、パフォーマンスに影響を及ぼす。経済状況の悪化と上場審査の厳格化は、それぞれ異なる点でVCに影響を及ぼす。経済状況の悪化は、出資者の資金制約からVCへの資金の流れを減少させ、雇用創出や技術革新を促すベンチャー企業の途中退出や設立回避をもたらす。

上場審査の厳格化は、VCの投資行動をよりレーターステージへと向かわせる。こうしたVCの投資行動は、有望レーターステージ企業へ投資が集中ようになる。この状況は、有望キャピタリストの不参加、退出が予想される。また、アーリーステージの資金調達が困難となることが予想され、IPOを目指すベンチャー企業の途中退出や設立回避をもたらす。

実質的な審査の厳格化は、長期的なIPO企業数の低下をもたらし、ベンチャー・VC業界を縮小させる。IPO市場における実質的な審査の厳格化（取引所、監査法人、証券会社）が行われた背景には、一部の企業が行った不適切な会計処理などによる投資家離れがあげられる。今後は、実質的な審査の厳格化により投資家離れがくい止められたか否かについては検証する必要があるだろう。一部の不正を行う企業のために上場審査が厳格化され、VCの投資ステージがレーターステージに向かうことで、将来性の高いアーリーステージの有望ベンチャー企業の投資機会が奪われている状況が続いている。ベンチャー市場では、不祥事を起こした企業の経営者などへの処罰を重くする代わりに、上場審査を緩和するなど未成熟ではあるが有望な企業の輩出を行わせる努力は必要である。

2004年以降のIPO株ブームは、数多くの情報劣位な投資家のIPO市場への参入をもたらした。楽観的な情報劣位な投資家の参入により、公開価格や初値は企業のファンダメンタル価値よりも高く設定され、結果として市場や同業他社と比べ長期パフォーマンスが低くなった。個人投資家は機関投資家よりもいわゆる損切りができないことは世界的にさまざまな研究で検証されており、IPO株を通じた個人投資家の損失は大きいことが予想される。適切ではない価格付けが個人投資家のIPO市場からの退出をもたらしている可能性がある。日本ではIPO株のほとんどが個人投資家に分売されるが、アメリカでは情報優位な機関投資家に分売される方が多い。ブックビルディングの構造から、日本のように楽観的な個人投資家に分売されるのであれば、公開価格もファンダメンタルズからかい離れた楽観的な価格付けがなされることは十分に予想できる。一方、アメリカのように機関投資家への分売が多くを占めることで、価格付けもファンダメンタル価値により近づくことが予想される。台湾では、公開前に企業内部者の売出株を中心に少数の株式のみでの売買するエマージングマーケットを経過したのちに、IPO市場での公開が認められる。こうした取り組みも情報劣位な投資家保護の観点からは評価できる取り組みといえる。不適切な会計処理以外にも、IPO株ブームによる個人投資家の退出も今後検討する必要があるかもしれない。

2009年春、東京証券取引所はロンドン証券取引所とTOKYO AIMを設立する予定である。TOKYO AIMは、情報劣位な投資家が参加しにくい、プロ向け市場である。TOKYO AIM

は、プロ向け市場なので、過剰な情報開示や上場基準をクリアする必要もない。また、公開価格や初値が楽観的な水準につくことによる、情報劣位な投資家の損失は避けることができる。こうした取り組みが未成熟な有望ベンチャー企業の資金調達の間として機能することを期待したい。

IPO 以外の VC の投資回収方法に M&A がある。しかしながら、日本の VC の投資回収額において、M&A は IPO と比べ非常に低い。上場審査が実質的に厳格化されることに対しては、IPO の代替的な投資回収手段として M&A をより利用する必要があるであろう。特に、IPO までの期間が非常に長期化するバイオテクノロジーなどの産業には VC は M&A を投資回収の第一の手段として考えることが現実的である。M&A がスムーズに行われるためには VC 契約が必要ではあるが、企業側の交渉力が高いレーターステージへの投資ではまず難しい。したがって、VC はある程度交渉力の低い段階の企業への投資が必要となる。こうした意味においては、未熟な段階で有望ベンチャー企業を見出すキャピタリストの能力が必要である。商社系 VC は、その能力を生かし数多く設立され様々な企業とのマッチングなどに成功している。バイオテクノロジーの分野では製薬産業の大企業が系列 VC でファンドを設立し（もしくは大部分を出資し）、技術的なノウハウ活かして企業に必要な分野への投資を促進する必要があるだろう。今後、大企業と VC ファンドの関係が強まることで M&A 市場の拡大を促す可能性がある。M&A を促進させるためには、正しい水準の企業価値算定が欠かせない。ベンチャー企業はより高い価格で、買収側はより低い価格で購入を希望する。両者が納得するような価格付けを行うためには、公的機関や学術関係者のお墨付きも必要になる可能性もある。

<参考文献>

- Ljungqvist, A., Nanda, V., and Singh R. (2006) “Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Underpricing”, *Journal of Business* 79, 1667-1702.
- Ljungqvist, A. (2007) “IPO Underpricing”, Eckbo, B.E. ed. *Handbook of Corporate Finance*, Elsevier, 375-422.
- Ritter, J. (2003) “Investment Banking and Securities Issuance”, Constantinides, G.M., Harris, M. and Stulz, R.M. eds. *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, 255-306.
- 忽那憲治 (2008) 『IPO 市場の価格形成』中央経済社。
- 鈴木健嗣 (2008a) 「投資回収環境がベンチャーキャピタルの投資行動やファンド組成に及ぼす影響」, mimeo.
- 鈴木健嗣 (2008b) 「日本におけるベンチャーキャピタルファンドのパフォーマンスや調達規模の決定要因」, Working Paper.
- 鈴木健嗣 (2009) 「第 4 章エクイティファイナンス」榊原茂樹・花枝英樹『資本調達とペイアウト政策』, 中央経済社, 近刊。