

## 2008年ベンチャービジネスの回顧と展望 <要旨>

2009年1月

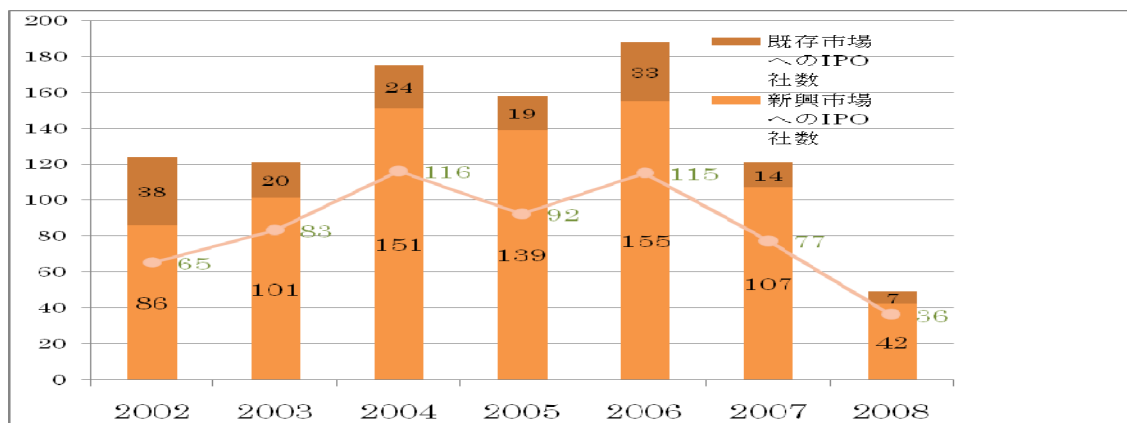
VEC

### 1. 激変したビジネス環境

#### (1) 急減速したIPO社数

2008年に国内で新規上場（IPO）した企業数は49社。前年比6割減少。

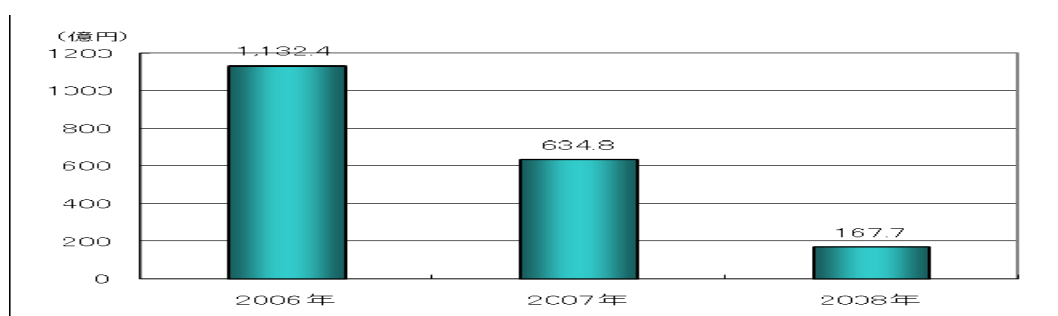
< IPO社数の推移 > 折線グラフはVCの出資社数（出所：JV R調査）



#### (2) 乏しくなった上場メリット

その結果、2008年に新規公開企業が市場から調達した金額は168億円と前年比で7割以上減少。1社当たりの平均調達額も36%減少。更に相場低迷で公募価格ですら解散価値を割り込むケースもあり、ベンチャー企業にとって公開メリットより公開費用や上場維持コストのほうが高い状況が現出。

< IPOによる調達金額の推移 > （出所：JV R調査）



#### (3) 上場計画を見送るベンチャー企業が続出

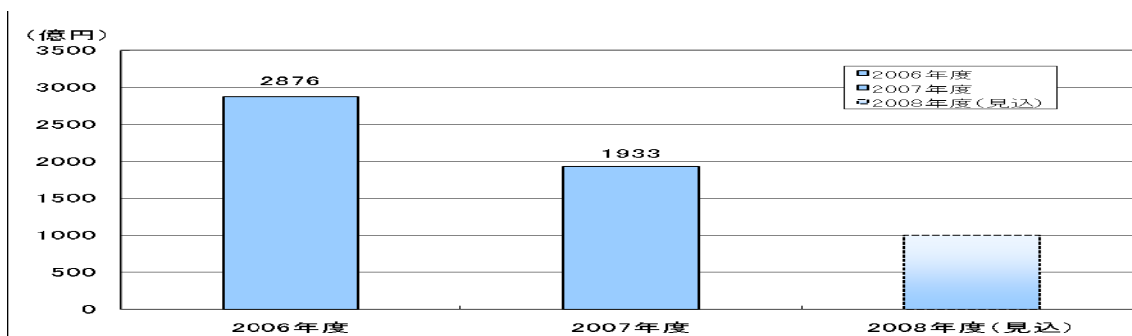
このため証券取引所から承認を取り付けながらも上場を見送った企業が3社、アンケート調査では一昨年時点では「IPOを検討」と回答していた企業の半数が計画凍結の意向を示している。現下の経済情勢が我が国ベンチャー企業の成長戦略の大きなゴールであったIPO環境に強く影響を与えている。

#### (4) 細るリスクマネーの供給

公開に際してのものはや投資回収の見込みが立ちにくいことからベンチャーキャピタル（以下「VC」と記す）の新規投資額、投資社数ともに約50%減少。ベンチャー企業からみるとVCからの投資は減少、銀行融資は縮小するなど資金供給が細っている。

＜VC年間投融資額推移＞

（出所：投資動向調査（VEC））



（注）再生・バイアウト投資額は含まない。2008年度は見込値。

#### (5) IPO中心のビジネスモデルの限界

我が国のVCは投資回収手段（出口）として投資先ベンチャー企業のIPOに依存する割合が極めて高く、米国VCが収益の中心に置いている他企業への売却やM&Aなど、所謂バイアウト的な手法は大きなウエイトを占めていない。

2007年度の上場VCの決算は概ね黒字は維持したものの、投資リターンが得られない状況が続き2008年度通期決算は大幅低下の見込みで、株式を公開していないVCも同様の状況と推測される。また将来の収益源たる新規ファンド組成の見送りやVCやファンドの整理統合の動きさえ出始めている。

「100年に1度」と形容される金融危機は、我が国VCのこれまでのビジネスモデル自体の再構築を迫る形となっている。

＜VCファンドによる投資回収手段（出口）の状況＞

（出所：VEC調査）

【日本】	損益 (百万円)	社数(※)	全体に占める 割合	1社あたり損益 (百万円)
株式公開	11,983	249	35.1%	48.1
倒産・解散・償却	-2,783	166	23.4%	-16.8
会社経営者等への売戻し	-1,317	135	19.0%	-9.8
セカンダリーファンド等への売却	1	11	1.6%	0.1
その他第3者への売却	222	124	17.5%	1.8
その他	136	24	3.4%	5.7

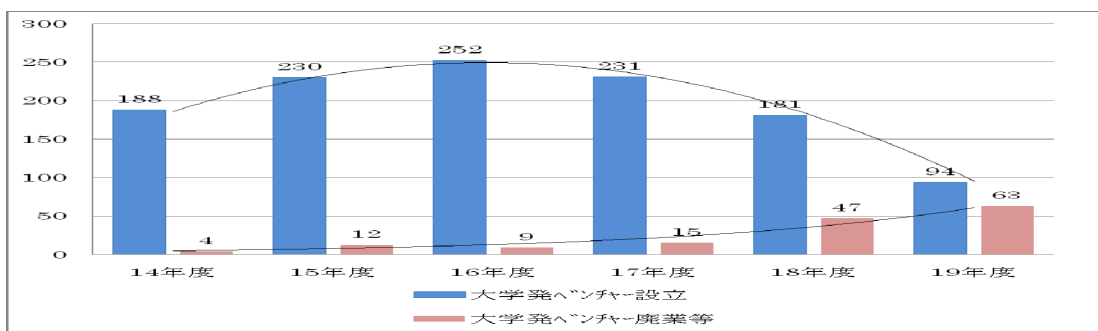
## (6) 転機を迎えた大学発ベンチャー

2001年の「1000社計画」以来、順調に増加してきた大学発ベンチャーだが、廃業に追い込まれる企業数が近時倍増ペースで増加傾向にあり、新規設立数にブレーキがかかっていることもあり2008年の実績はまだ出ていないもののいずれ廃業数が新規設立数を上回る可能性がある。

大学発ベンチャーの中心はバイオ分野であるが、数年前までのバイオ投資ブームも一巡、またVCの投資余力が減退する中で資金不足で事業停止に追い込まれるケースが相次いでいる。経営ノウハウや販売チャネルの欠如などの問題に加え、こうした投資減少の渦の中に巻き込まれている面が大きい。

大学発ベンチャーも量から質への転換の時代を迎えている。

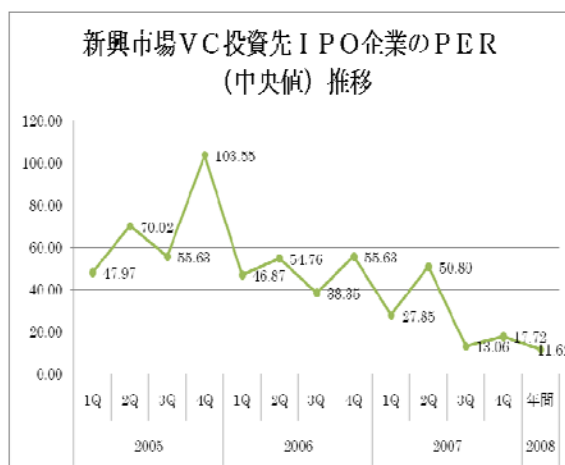
### <大学発ベンチャーの設立・廃業等の推移> (出所：経済産業省大学連携推進課調査)



## 2. リーマン破綻以前から顕在化

### (1) 2007年から下落に転じていたIPO市場

新興株式市場の低迷は既に2007年から始まっており、PER（株価収益率）は2005年の103.55をピークに下落し、特に2007年後半からは20を切る水準にまで低迷していた。今回の世界的な金融危機はそうした問題を拡大したに過ぎない。

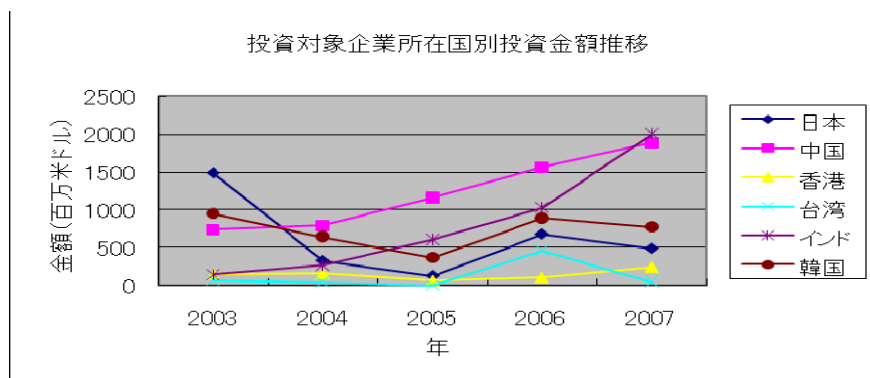


(出所：JV R調査)

## (2) 海外からの投資

我が国VCの投資受入総額中、海外からの出資は3%程度に止まっており、欧米の投資は近年日本を素通りして中国やインドなどの新興国に向かっていく。

<米国VCの対外投資先の推移> (出所：トムソン・ロイター調査)



## (3) 背景

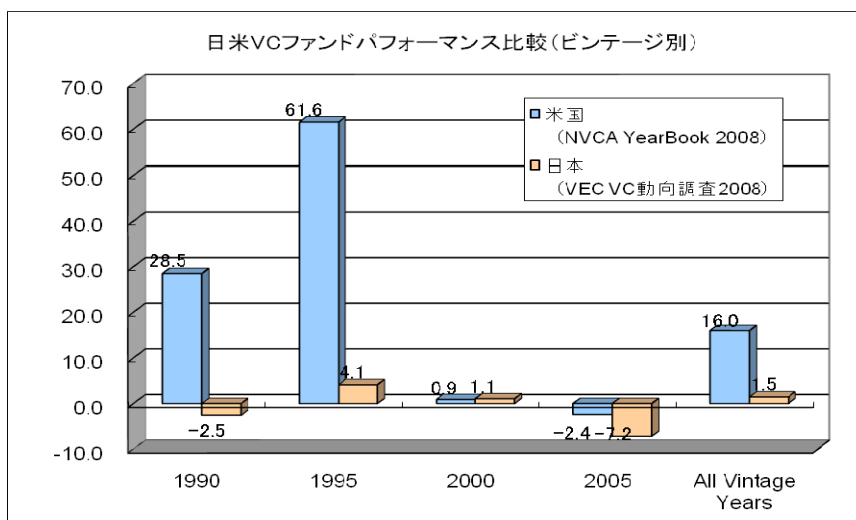
### ①新興市場の信頼性

新興株式市場の主役であった個人投資家の市場離れは深刻。ジャスダックでは2006年1月のライブドアショック以降、8割占めていた個人のシェアは2008年11月には5割を割りこんだ。

これまで様々な規制措置の導入や審査の厳格化などが図られてきたが、昨年IPOを行った49社のうち10社超が上場1年以内に業績見通しを下方修正。こうしたことがIPO銘柄ひいては新興市場全体への信頼の回復を妨げている。

### ②投資対象としての魅力

投資商品としてリスクに見合ったリターンを提供し魅力を持たせることが不可欠だが、我が国VCの投資収益率は欧米のそれに比べると一般的には低い。これはVCが投資収益を上げる手段がIPOに限られていることも原因の一つ。



### 3. 新たな対応の動き

IPOが急落するとスパイラル的にベンチャー関係のビジネス全体が悪循環に陥り、投資商品としての魅力も乏しい事態を転換するべく、新しいビジネスモデル構築の動きが広がっている。

#### (1) ベンチャー企業 ー新たな成長戦略への取り組み

①ベンチャー企業の中でもバイオベンチャーの状況はとりわけ厳しい。しかし自社の成長ステージや市場動向を見極めて内外の大手製薬企業とのアライアンス戦略で大きな成果を挙げた事例が出てきている。2008年はバイオベンチャーにとってその経営判断の適否により明暗がくっきり分かれた1年だった

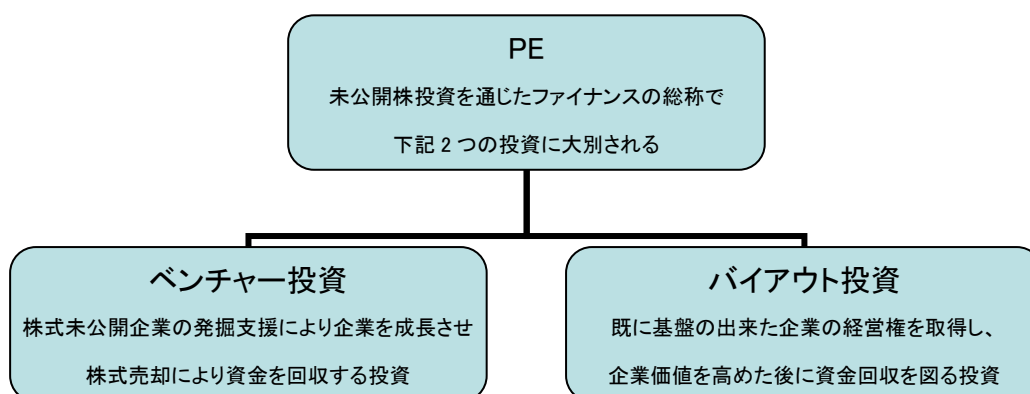
②日本のベンチャー企業は他国に比して海外市場へ進出するケースは少ないとされているが、近時に至りベンチャー企業も成長の機会を求めて海外進出する事例が相次いでいる。

#### (2) VC ービジネスモデルの多様化の動き

VCもビジネスモデルの多様化の動きが顕在化している。今回実施した国内VC7社に対するヒアリング結果にも示される通り、再生・バイアウト投資へのシフト、M&Aの強化等、出口を多様化しIPOマーケットに極端に左右されないEXIT手段を各社模索中。投資スタイル、手法も変化しつつある。

#### ①レーターステージへの投資シフト

##### ○バイアウト投資へのシフト



## ②インキュベーター型VCの活発化

アーリーステージのベンチャー或いは創業前の起業家に対する出資をして新事業を起業家とともに作り込んでいくVC。

## ③海外投資の強化

中国を中心にアジアでは今後も高い成長が見込まれるため多くのVCが投資を検討。国内市場の低迷が続く中、海外投資を強化する動きが目立つ。

## (3) エンジェル ー萌芽の兆し

若いベンチャー企業OB達を中心とした新しいビジネスエンジェル層の活躍に期待が高まっている。米国では90年代にVCのビジネスモデルが変化し他企業への売却が投資回収手段の主流となり、ビジネスエンジェルが登場し発展することとなった。

日本のVCもビジネスモデルの転換期にあるとすれば、昨年度の税制改正による支援措置強化とも相俟って日本のビジネスエンジェル発展にとっては好機到来と考えられる。

## (4) コーポレート（事業会社） ー積極的なベンチャー投資

ベンチャー企業の資金調達において事業会社はVCに次ぐ大きな役割を担っており、VCファンドからの資金供給が縮む中でベンチャー向けの投資について積極的に取り組む事例がみられる。

事業会社はベンチャーなど外部リソースを取り込む「オープンイノベーション戦略」にシフトしてきており、グローバル競争を勝ち抜くためベンチャー向け投資はこれから益々存在感を増していくものと期待される。

## (5) 外資 ー我が国有望シーズの発掘

外資系企業のオープンイノベーションへの取り組みは更に強化されてきている。日本に優位性ある技術（例えば環境関連技術（クリーンテック））に着目して対日投資を強化したり、知財確保を目的に日本のベンチャー、大学へアプローチ、更には日本のVCと新たな提携関係を構築する動きに出ている。

日本のVCについて今回のインタビューに答えた米国系VCは、米国流経営が可能な相手をパートナーとして、種類株の一層の活用やM&Aなどグローバルな視点で戦略的かつ柔軟なビジネスを展開できるば高いIRRも実現できる、としている。

#### 4. 強靱な体質への転換のために

我が国ベンチャービジネスがIPO市場の動向に左右されることのない強靱な体質に転換していくためには、将来のビジネスモデルを先取りするような上記の動きを今後加速化・定着化させていくための構造的な取り組みの強化と支援措置が必要である。構造的な対応なくしては仮に世界的な金融危機が去ったとしても我が国ベンチャービジネスの活性化はおぼつかない。

##### (1) 当面の資金対策

現在の情勢下ではまず「細っているベンチャー企業に対する資金供給対策」がしっかり講じられることが必要。特にスタートアップ時の脆弱な体力しか有さないベンチャー企業の特質を踏まえた強力な支援措置や弾力的な運用が重要。

##### (2) IPO市場の活性化

###### (市場の信頼性回復)

信頼性確保には一定程度の規制や情報開示が必要とされるが、規制措置による負担を考慮し、最も有効かつ効率的な措置や弾力的な対応が求められる。

###### (プロ向け新市場への期待)

東京証券取引所が近々創設を予定している新市場は、プロの目線で安定した市場形成を図っていくことで内外の投資家の信頼を回復させる契機となりうるもの。この新市場の成功が新興市場全体の活性化につながっていくことを期待。

##### (3) ビジネス環境の整備

技術や市場の変化・発展は日進月歩。様々な制度が陳腐化して新たな事業分野の展開が阻害されるケースは多い。従って不断に各事業分野を精査し、必要な規制緩和や制度構築を通じたベンチャービジネス環境の整備が必要。

##### (4) 公的なリスクマネー等の供給

政府が検討している「イノベーション創造機構（仮称）」は、国策的観点から「強いものをより強くしていくための手段」として、埋もれた状態の先端的革新技術を結集して事業化を後押しする役割が期待される。有望な技術を持っているバイオベンチャーなどに集中的に事業化支援を行っていくことが重要。

##### (5) 人材育成への取り組み

起業家人材の不足が言われて久しく、ベンチャービジネス自体の魅力を高めると共に人材育成を中期的な課題として多面的に取り組んでいくことが必要。