

ベンチャーキャピタルの所有形態と事後的パフォーマンス

2019年2月26日

ESRI 経済政策フォーラム

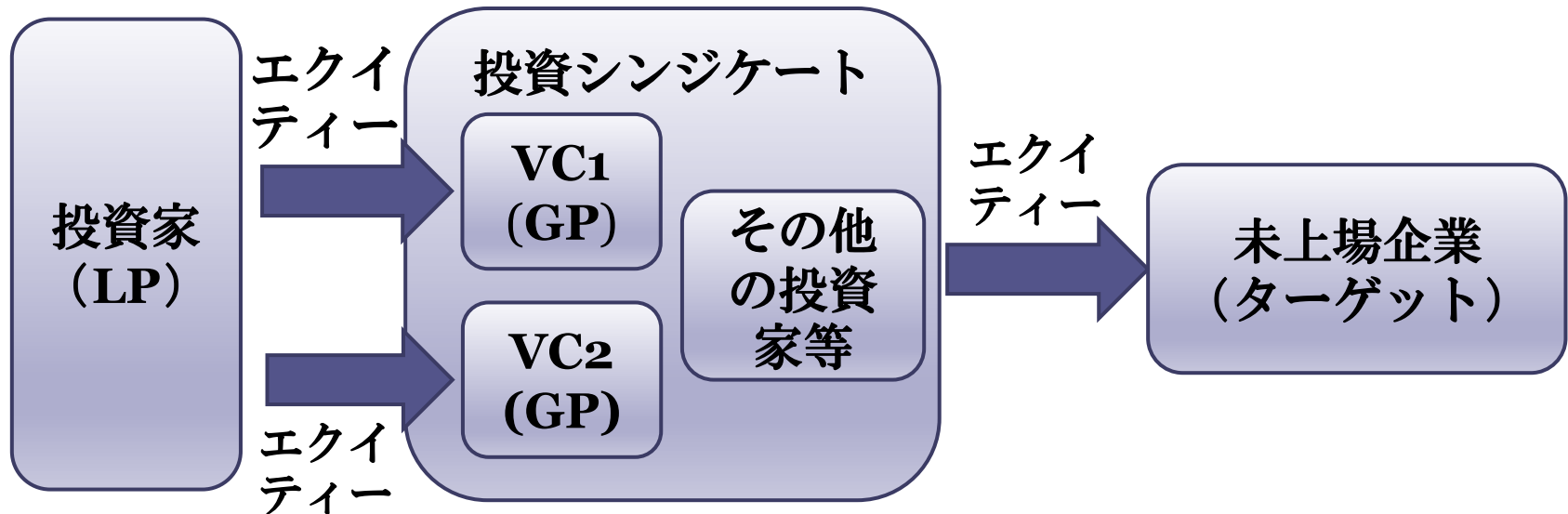
－企業が直面する不確実性と設備投資・企業行動－

経済社会総合研究所（ESRI） 渡部和孝

ベンチャーキャピタル（VC）とは

- 創業期対象の**プライベートエクイティ**（**PE**）
- PEの特徴（Metric & Yasuda, 2011, EFM）
 - ✓ 投資家の**資本**を受入れ、ポートフォリオの企業に**直接投資する金融仲介機関**。
 - ✓ 投資対象は**未上場企業**のみ。
 - ✓ ポートフォリオ内の企業を**積極的にモニタリング**して支援。
 - ✓ エクイティの**売却**、または、**IPO**を通じて投資から退出（exit）することでの**リターンの最大化**を目的とする。

VC投資の構造



投資対象についての情報生産能力があり、**投資家と未上場企業の間**の**情報の非対称性の問題**を解決。

VC投資と所有形態

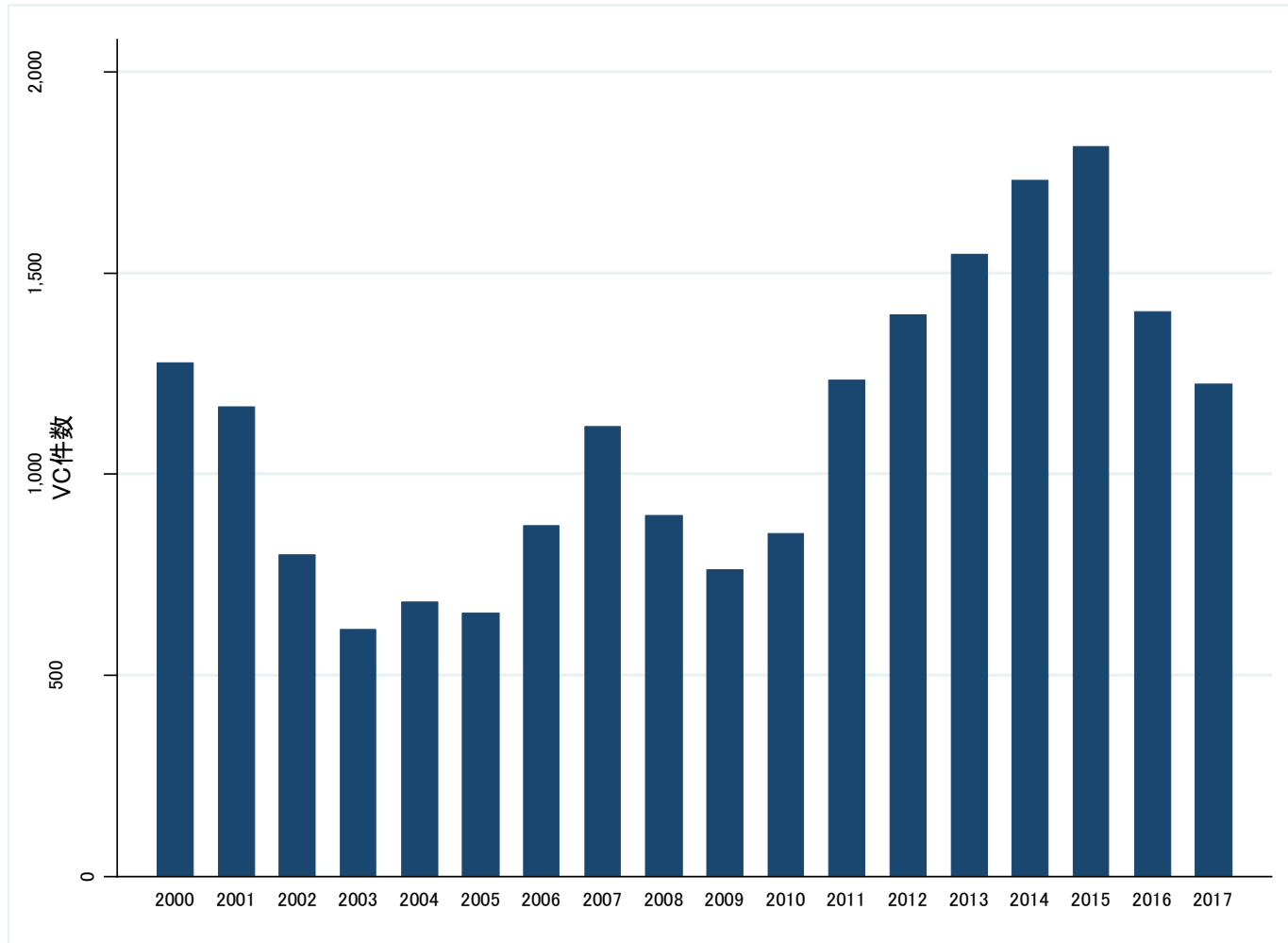
- **VCの所有形態**は大きく、**政府系**、**金融系**、**事業会社系**、**独立系**に分かれる。
 - ✓ **政府系**：非効率、政府の資源へのアクセス
 - ✓ **金融系**：親会社の金融機関、（特に）銀行にはVC投資後に融資対象にできるというメリット
 - ✓ **事業会社系**：純粋な金融リターンだけでなく親会社の戦略的目標を考慮
 - ✓ **独立系**：純粋に金融リターンのみ追及

データ

- Bureau Van Dyck社の**VCディールと企業のグローバルデータベース**を利用
- **1997年から2017年**までの**13,000社**程度のVCターゲット。
- VCディールの定義：ディールの投資主体のすくなくとも一つの事業内容に“venture capital”の用語を含む。
- 各ターゲットにとって**最初**のディール、かつ、**設立前後2年以内**のディール。

VC市場の動向

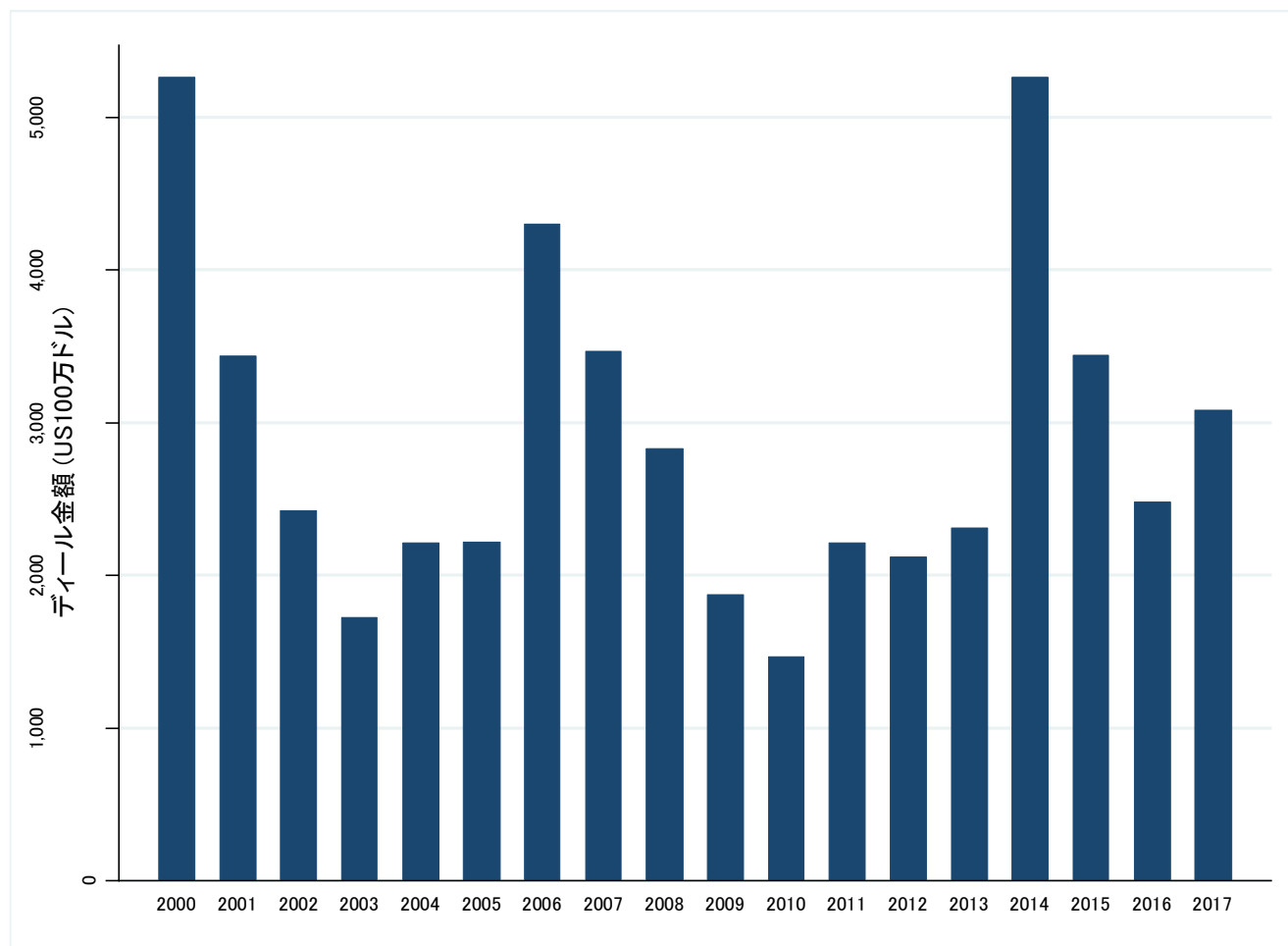
投資VC件数（延べ）、00～17年



VC市場はグローバル金融危機以降、回復している。

VC市場の動向

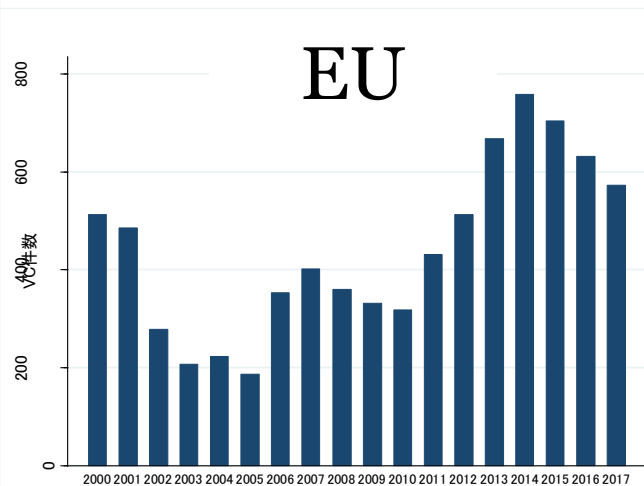
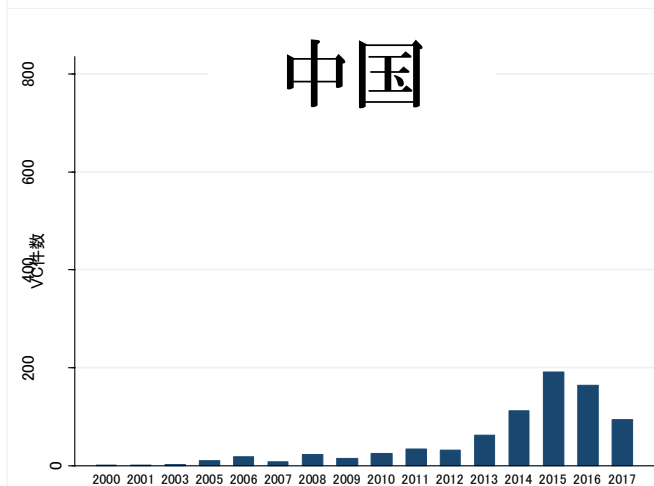
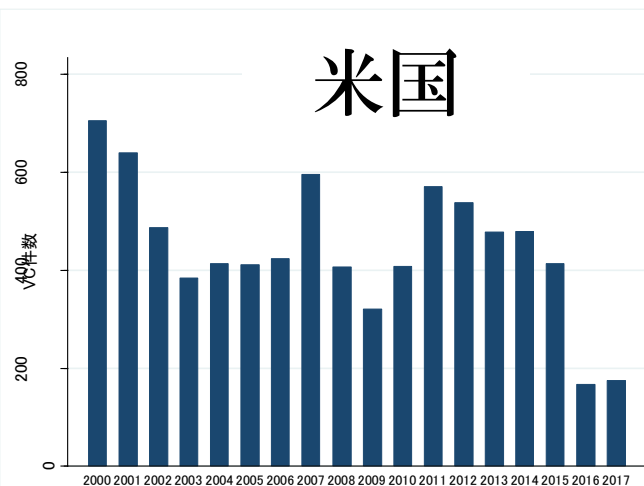
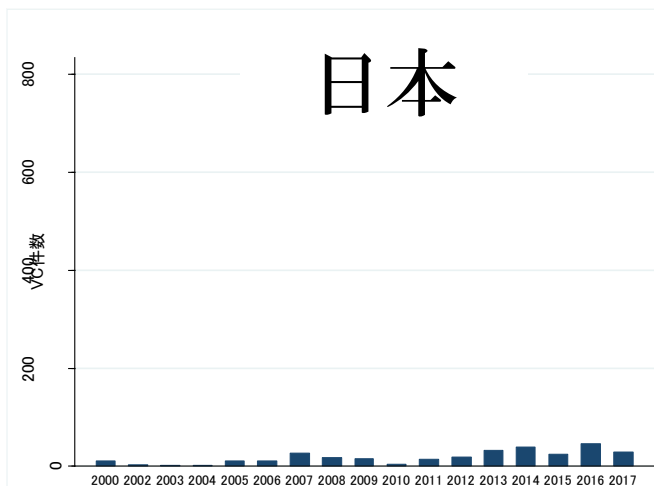
投資額合計、00～17年



VC市場はグローバル金融危機以降、回復している。

VC市場の動向

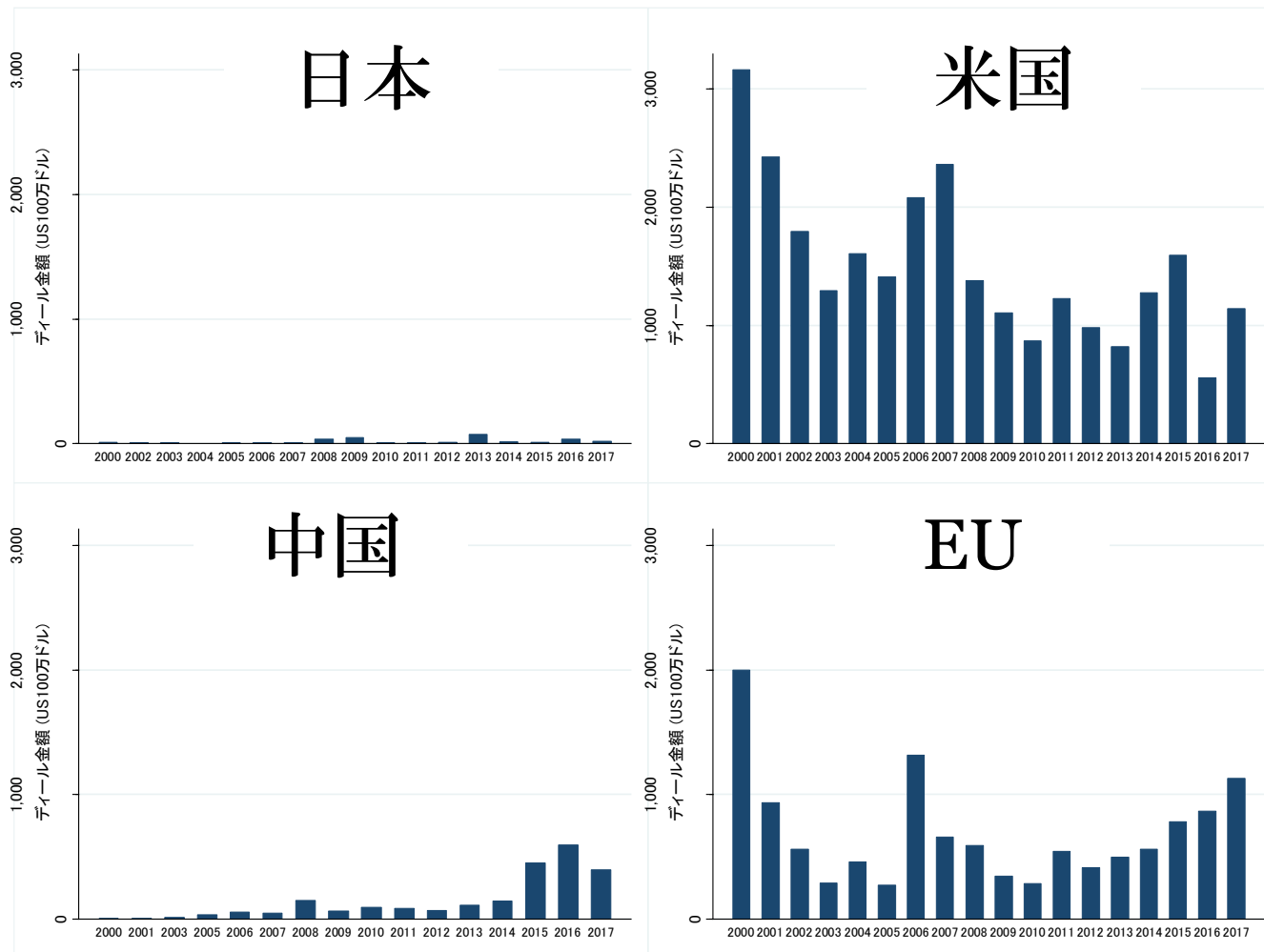
投資件数（VCベース延べ）、00～17年



日本のVC市場は非常に小さい。中国のVC市場は急拡大し、日本をはるかに越えている。

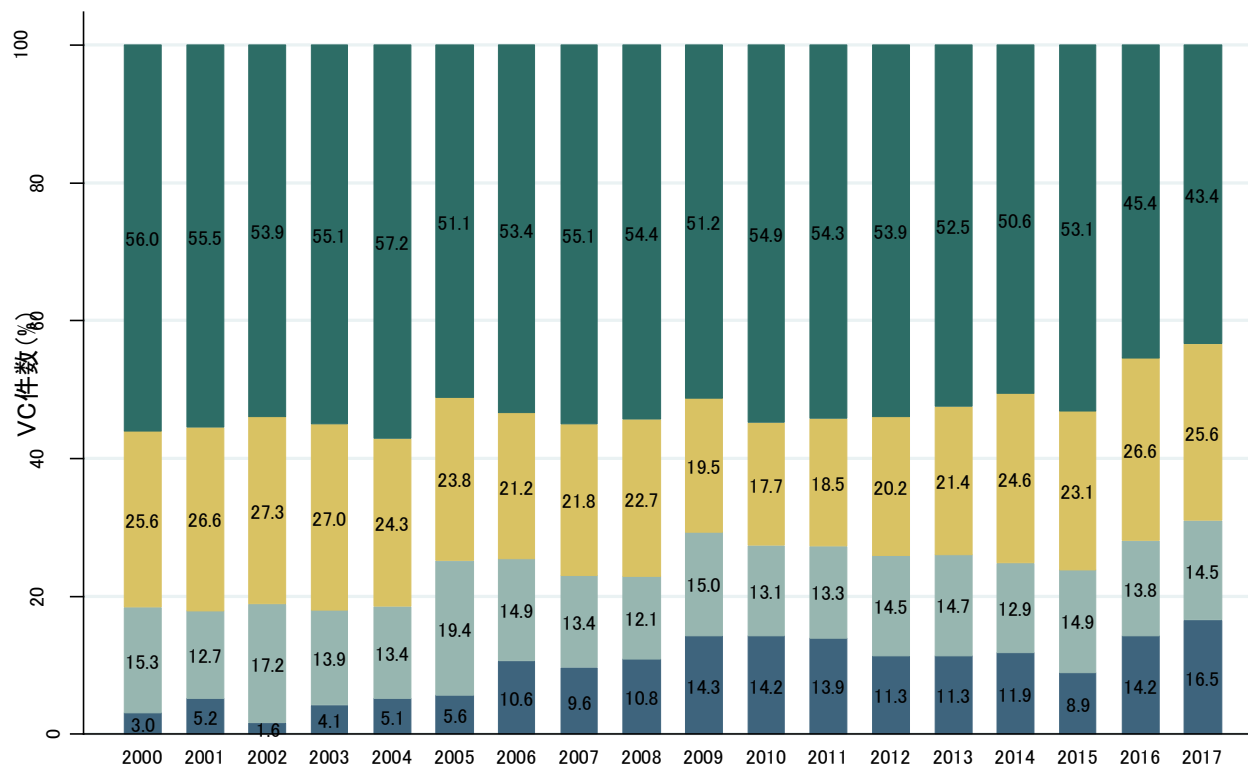
VC市場の動向

投資額合計、00～17年



投資額ベースで比較すると、米国が最大、日本の市場規模は無視できるほど小さい。

VC の所有形態（件数、00～17年）



グローバルでは独立系4～6割、事業会社系2～3割、金融系1～2割で**独立系**の割合が最大。



政府系



金融系

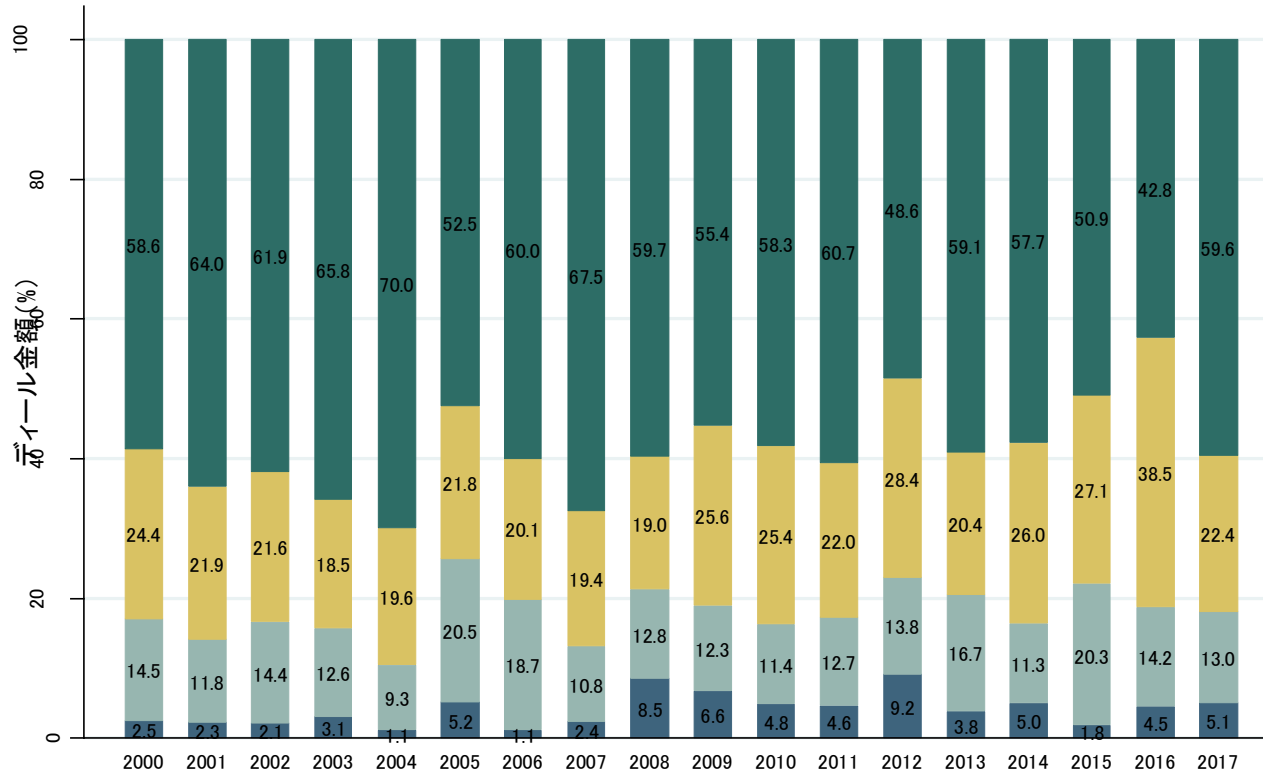


事業会社系



独立系

VC の所有形態（投資額、00～17年）



グローバル
では独立系5
～6割、事業
会社系2～3
割、金融系1
～2割で独立
系の割合が
最大。



政府系



金融系

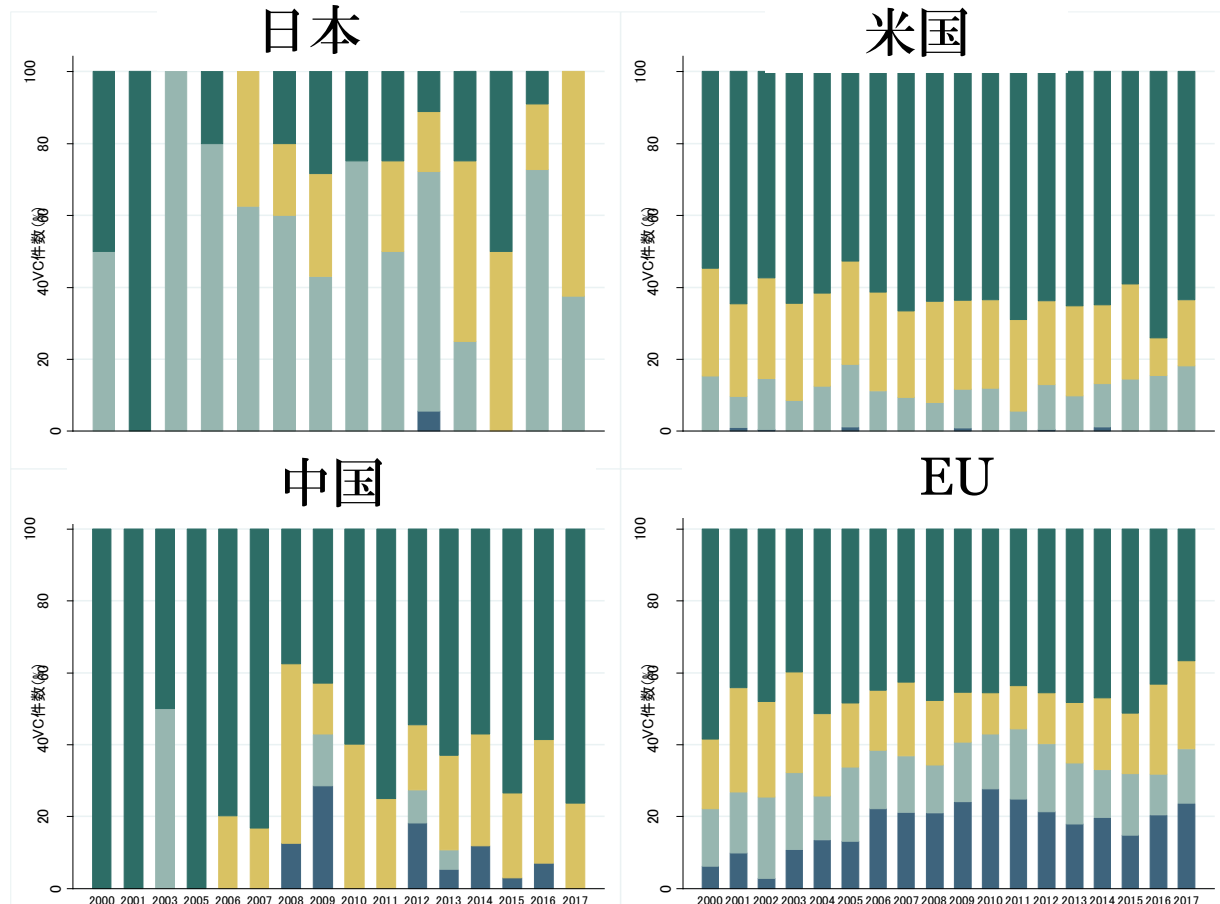


事業会社系



独立系

VC の所有形態（件数、00～17年）



- 日本のVCは企業の子会社、とりわけ金融系の割合が大きく、米中EUに比べ独立系の割合が小さい。
- EUは政府系の比率が比較的高い。



政府系



金融系

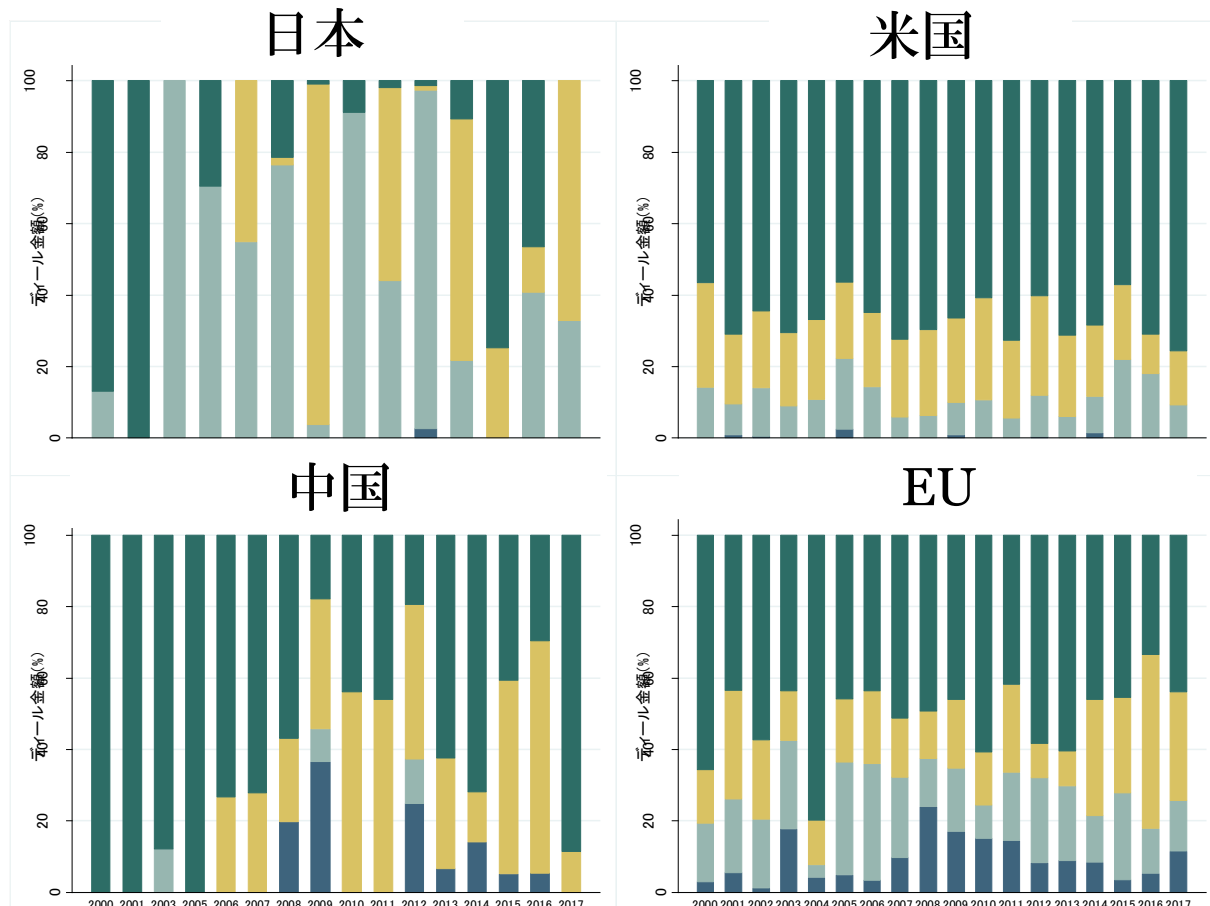


事業会社系



独立系

VC の所有形態（投資額、00～17年）



日本のVCは企業の子会社、とりわけ金融系の割合が大きく、米中EUに比べ独立系の割合が小さい。



政府系



金融系



事業会社系



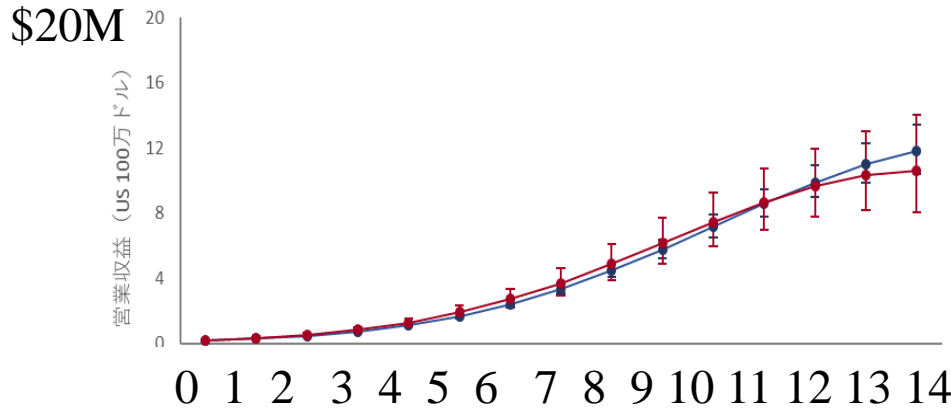
独立系

VC 投資以降のパフォーマンス

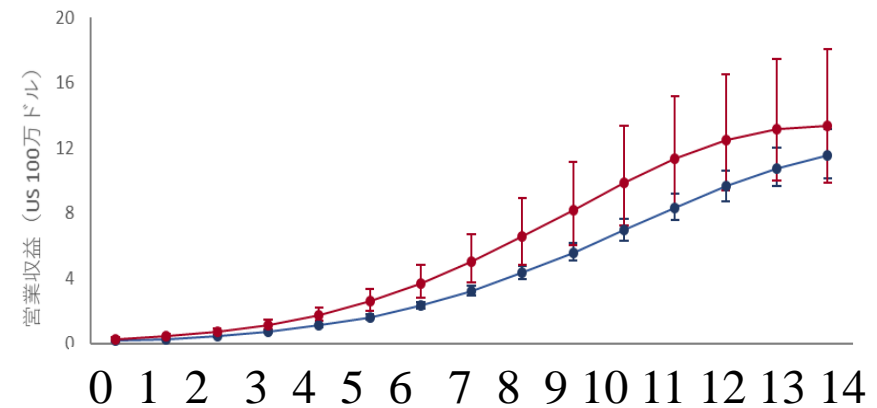
- 初回のVCディール総額、時間効果、産業、地域をコントロールした上で、VC投資を受けてからの経過年数と、売上、総資産、雇用の推移を各所有形態毎に比較。
- 特定の所有形態のVCが一社でもディールに参加している場合 V S その所有形態のVCがディールにまったく参加していない場合の比較。
- ✓ VCディールは複数のVCがシンジケートを組むことが多いので、すべてのVCディールを相互排他的な4形態に分類できない。

VC 投資以降のパフォーマンス：売上

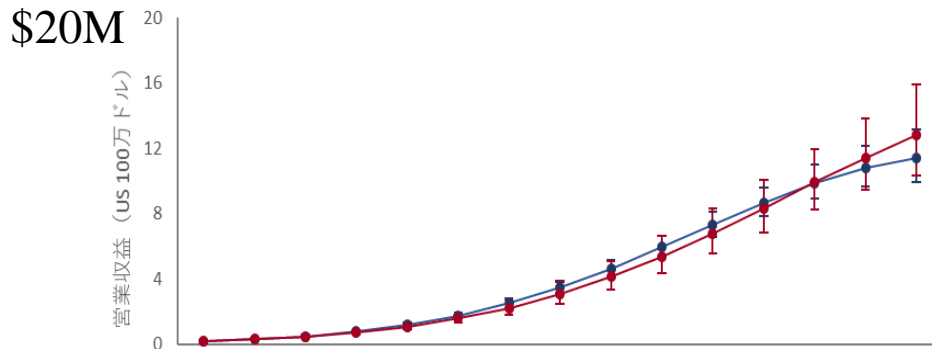
政府系 VS 非政府系



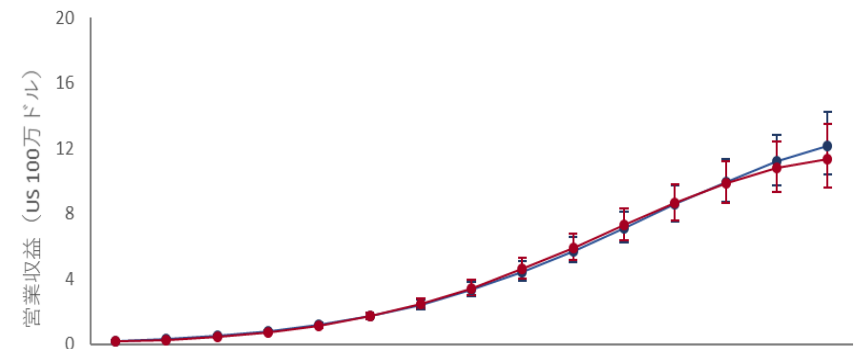
金融系 VS 非金融系



事業会社系 VS 非事業会社系



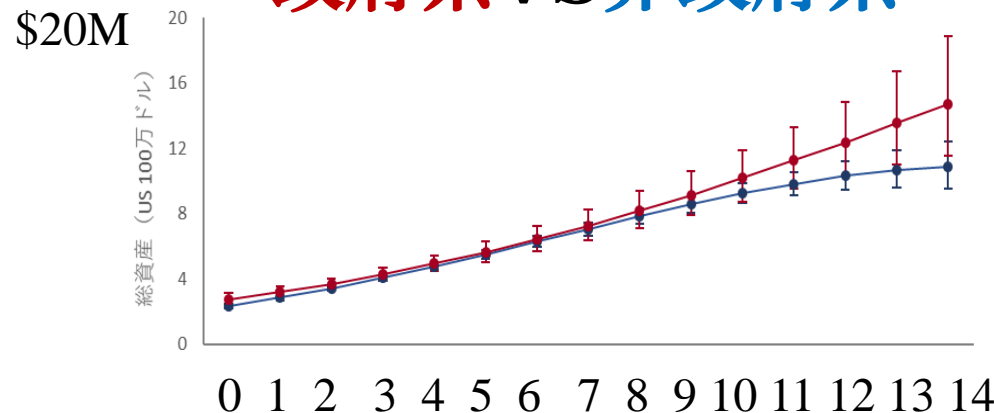
独立系 VS 非独立系



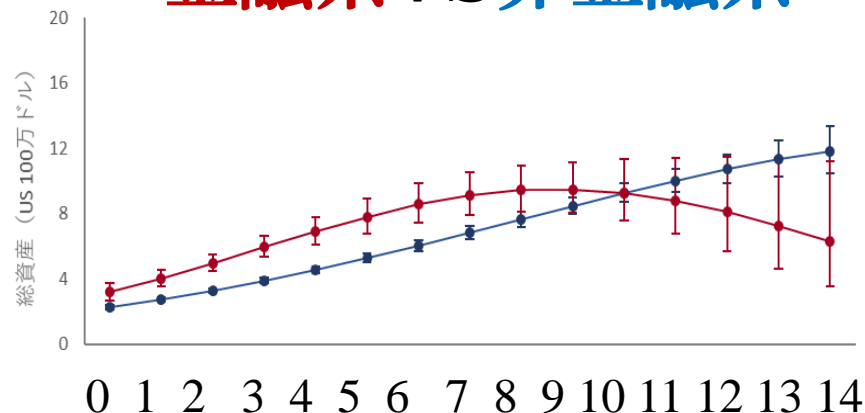
VC投資を受けてからの経過年数

VC 投資以降のパフォーマンス：総資産

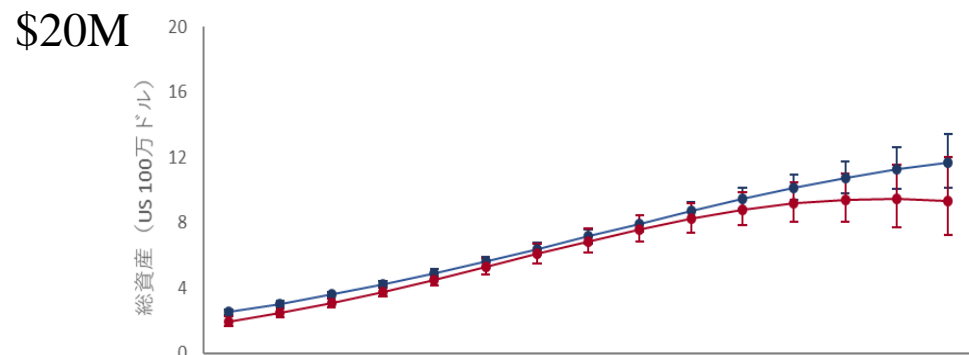
政府系 VS 非政府系



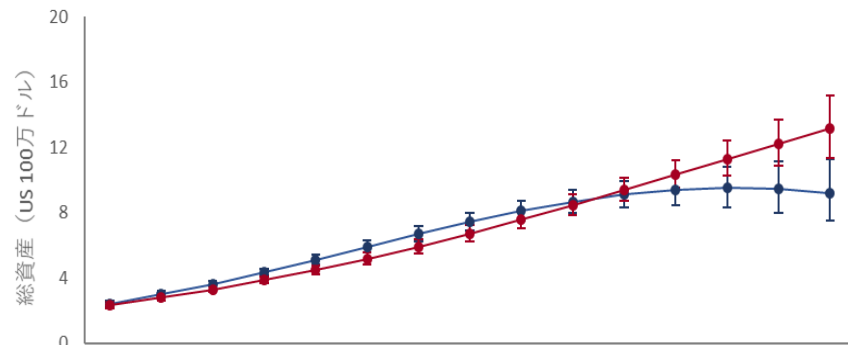
金融系 VS 非金融系



事業会社系 VS 非事業会社系



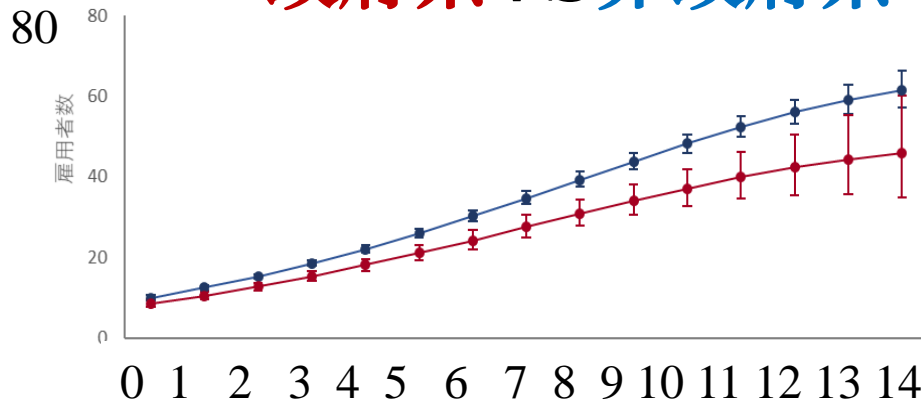
独立系 VS 非独立系



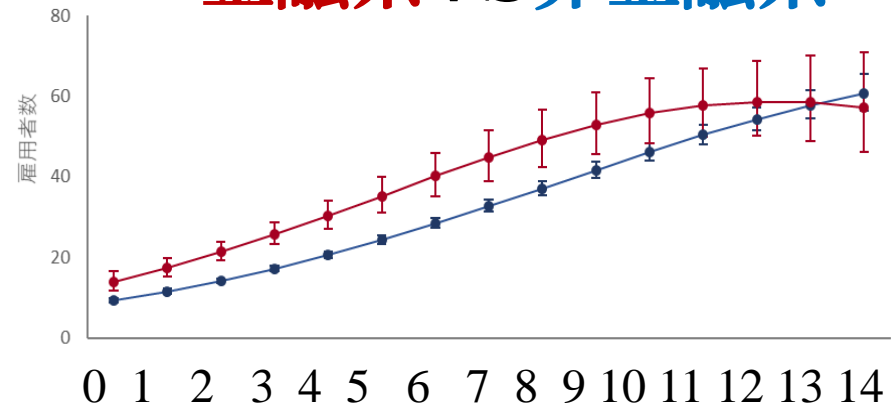
VC投資を受けてからの経過年数

VC 投資以降のパフォーマンス：雇用

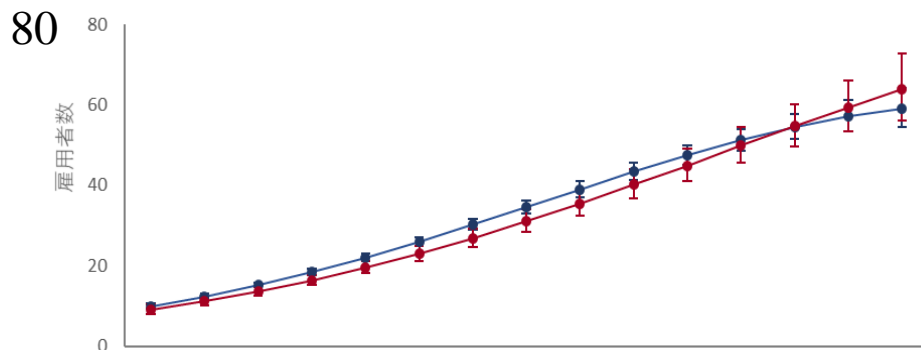
政府系 VS 非政府系



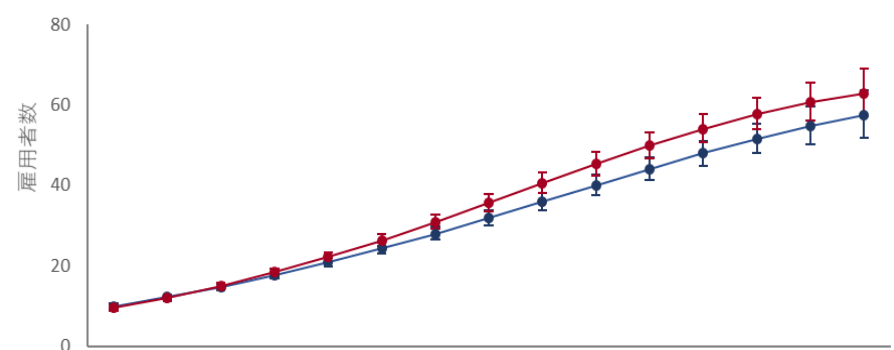
金融系 VS 非金融系



事業会社系 VS 非事業会社系



独立系 VS 非独立系



VC投資を受けてからの経過年数

VC 投資以降のパフォーマンス

- 金融系は当初大規模な企業（総資産、雇用）に投資するものの、成長が遅く、中長期的には非金融系に追い抜かされる。
- 政府系は小規模（雇用）な企業に投資する傾向がある。また事後的な投資先の成長も遅い傾向にある。

推論とインプリケーション

- 日本の銀行の子会社のVCは保守的でリスクの小さい企業を選ぶのではないか？（Hellmann, Lindsay and Puri, 2008, RFS, Sun, Uchida and Matsumoto, 2013, PBFJ）
- 日本では銀行系VCの歴史が古く市場を支配しているので、独立系VCが競争上不利。（Sun et al., 2013）

推論とインプリケーション

- **銀行出身者がGPの政府系VCは成功しづらい？**
 - ✓ 親会社だけでなくGPのバックグラウンドもVCのパフォーマンスに影響する（業界関係者談）。
- **パフォーマンスの劣らない事業会社系VCに期待。**
 - ✓ 分析データに収録された事業会社系VCには、本体でVC投資を実行する事業会社も含まれている。
 - ✓ 近年、日本企業は海外直接投資に積極的、国内直接投資、設備投資に消極的。（企業活動基本調査）