

2010年7月27日



ドイツにおけるプライベートエクイティと 日本への教訓

成城大学社会イノベーション学部

内田真人



本稿の目的

1. 2000年以降のドイツプライベートエクイティ投資
 - 1990年代後半(情報技術革新、グローバル化に伴うユーフォリアやベンチャー向け新興市場創設、欧州通貨統合の期待)との比較
 - 欧州他国(イギリス・フランス等)との比較
2. 日本と金融・経済構造が似通ったドイツの分析から日本へのインプリケーションを探る



1-1 ドイツのプライベートエクイティ投資

- 起業の姿(2008年)
 - スタートアップ起業数は2001年以降漸減傾向(80万社)
 - 専業者47万人、兼業者33万人。男性58%、女性42%、外国人14%
 - 地域別には旧西ドイツ83%、旧東ドイツ17%
 - 転職者48%、労働市場外からの参入(学卒、外国人等)、失業者が各々2割程度
 - 個人サービス(30%)、商業サービス(27%)、販売(19%)
革新的な分野に投資する企業の割合15%
 - 輸出企業2%



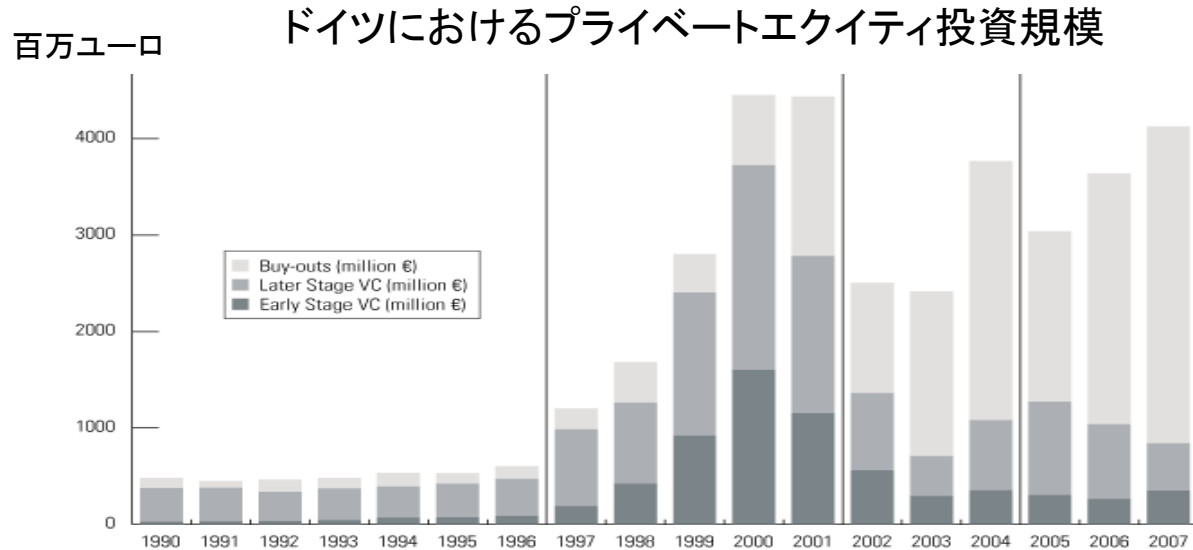
1-2 ドイツのプライベートエクイティ投資

- 起業先の資金調達は控え目
 - 資金調達不要先(29%)、自己資金(47%)
 - 資金調達企業でも 2.5万ユーロ<約300万円>以下の小口18%、2.5万ユーロ以上資金調達を必要としている企業6%
- 研究開発投資は活発
 - 世界第5位(フラウンホーファー研究機構等)
 - 毎年90社程度のスピンオフ企業誕生

1-3 ドイツのプライベートエクイティ投資

■ 中長期的な動向

- 1990年代後半(アーリー・レーター段階、PCソフトウェア、機械製造等)
- 2000年央 バイアウト投資



(出典)ドイツベンチャー協会

1-4 ドイツのプライベートエクイティ投資

■ IPO数の推移

-- ノイアマルクト市場でのIPO数が1990年代末に一時的に急増

(図表2) ドイツにおけるIPO数(1994年~2002年)

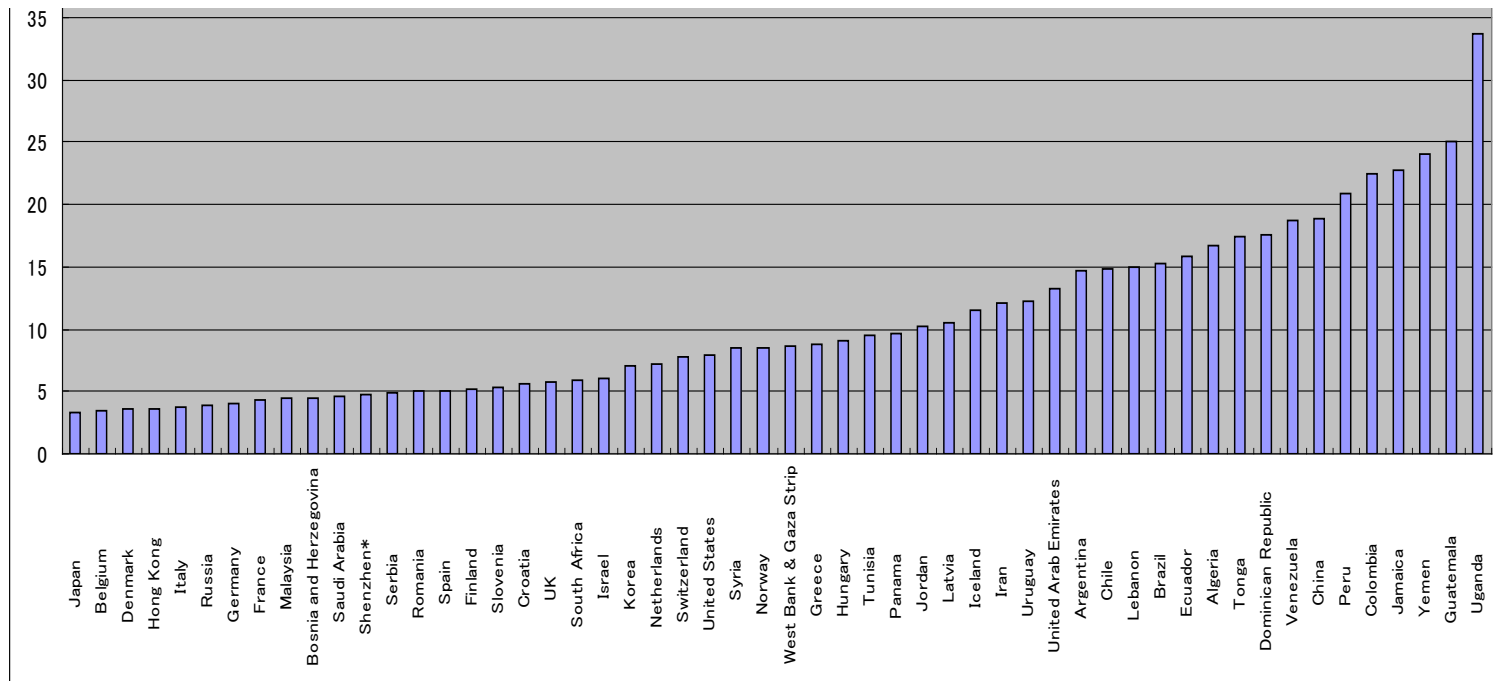
	1983 ~93	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
公定市場	9.2	3	12	6	10	15	30	13	5	1
規制市場	9.5	8	8	6	4	14	10	11	7	3
自由取引	1.4	4	0	2	9	8	22	3	3	2
ノイアマル クト	—	—	—	—	13	42	113	115	11	1
合計	19.2	15	20	14	36	79	175	142	26	7

(出典) ドイツ証券取引所

2-1 欧州他国と比較したドイツの特徴点

- 起業活動率（新しいビジネスに就いている人の割合）
--ドイツはかなり低い（4.10:54か国中47位）

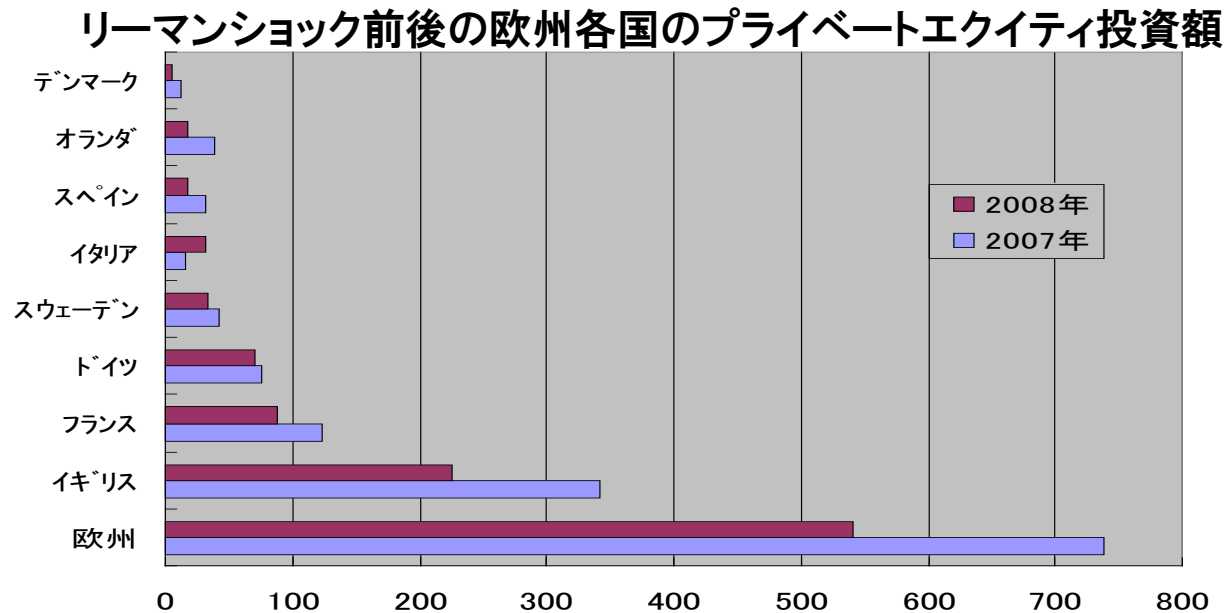
起業率の国際比較（TEA: Total Entrepreneurship Activity）



（出典）GEM

2-2 欧州他国と比較したドイツの特徴点

- 経済規模比較:ドイツ(0.33%)はEU平均(0.35%)以下
-- イギリス(0.65%)、スウェーデン(0.53%)、デンマーク(0.42%)が高い。
- 2008年の落ち込み:比較的小幅

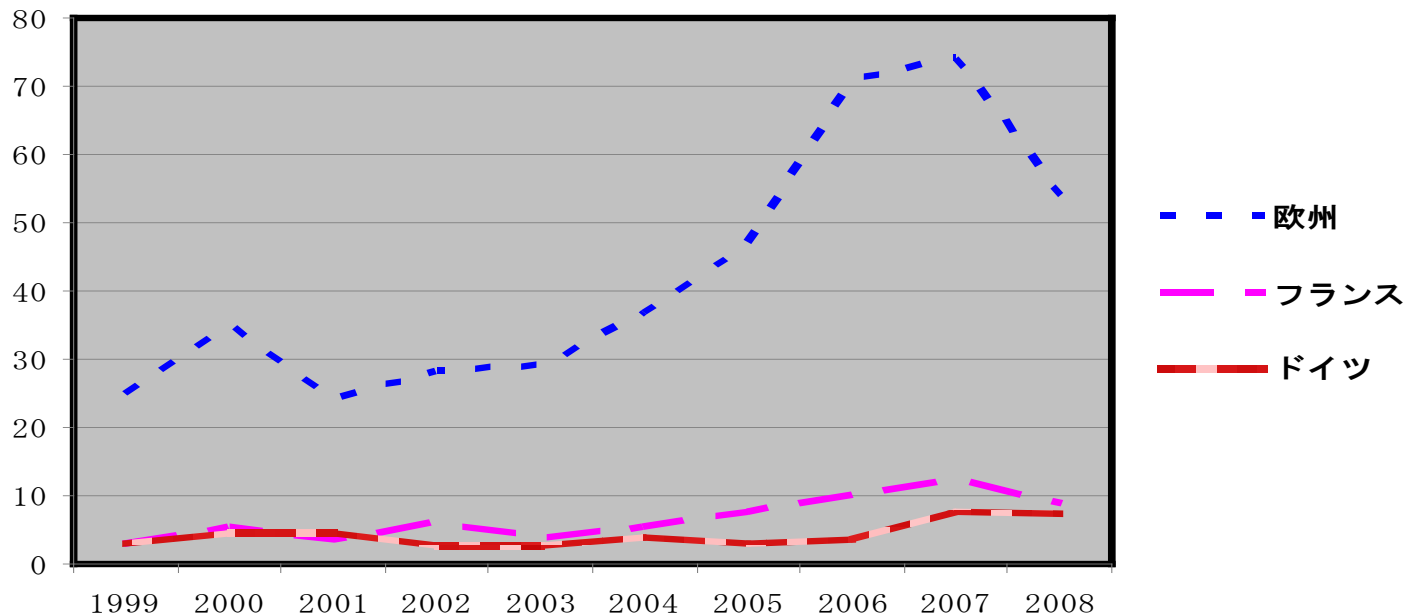


2-3 欧州他国と比較したドイツの特徴点

■ ITバブル崩壊後の回復

-- 欧州他国に比べて3年遅れの2007年に既往ピーク達成

過去10年の欧州におけるプライベートエクイティ投資の推移



(出典)EVCA

2-4 欧州他国と比較したドイツの特徴点

- 2000年まで:アーリー・レーター段階企業への投資が8割。
- 2000年代半:バイアウト急上昇(8割弱)

-- 但し、欧州他国(85%)よりは低い。

欧州における企業段階別投資構成比の比較(2006~2008年平均)

企業段階	欧州平均	フランス	ドイツ
シード	0.3	0.2	1.1
スタートアップ	5.3	4.0	5.3
ミドル・レーター	9.8	15.5	15.9
バイアウト	84.6	80.3	77.7
合計	100.0	100.0	100.0

注) 欧州平均は 2007・2008 年平均

(出典) EVCA

2-5 欧州他国と比較したドイツの特徴点

欧州における産業別構成比の比較(2007・2008年平均) %

	ベンチャー投資			バイアウト投資		
	欧州	フランス	ドイツ	欧州	フランス	ドイツ
農業	0.5	1.1	0.1	0.4	0.4	0.0
製造品	6.4	6.3	6.5	16.4	21.6	22.8
ビジネスサービス	5.3	4.8	3.0	11.7	13.9	6.0
化学及び材料	1.2	0.2	1.2	5.0	1.7	14.2
通信	15.9	17.8	18.1	11.0	13.3	13.7
コンピュータ関連	18.0	21.4	15.4	4.2	5.3	2.5
建設	0.6	1.8	0.6	3.6	6.1	7.0
消費財・小売	5.6	5.4	4.9	13.6	14.9	12.5
消費者サービス	4.2	5.1	2.0	9.6	6.9	6.3
エネルギー環境	12.6	7.8	9.7	6.4	1.1	4.1
金融	4.1	0.7	2.5	4.8	3.0	2.4
ライフサイエンス	21.1	25.8	28.5	8.6	7.7	4.2
不動産	0.7	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0
輸送	1.5	1.0	0.5	3.9	3.9	2.3
その他	2.4	0.9	6.8	0.9	0.2	2.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
(ハイテク関係)	24.3	19.9	31.0	4.1	3.7	5.1

・ベンチャー投資

--ライフサイエンス、通信が多い。
ハイテク関連31%と欧州、フランス比高い。ビジネスサービス等サービス関連は低い。

・バイアウト投資

-- 製造品、化学及び材料、通信、消費財・小売が多い。
サービス関連やライフサイエンスが低い。

市場統計ベース (出典)EVCAより算出

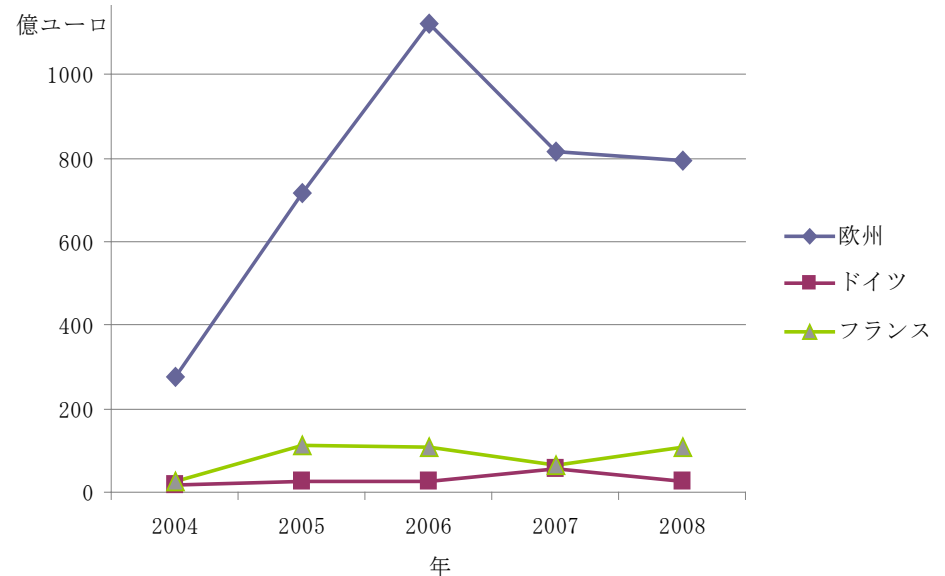
2-6 欧州他国と比較したドイツの特徴点

■ 新規組成額

-- ドイツはピーク比で
1/3程度の低水準
(20億ユーロ/年)

-- 欧州他国は2005年
以降急増

欧州における新規組成額



2-7 欧州他国と比較したドイツの特徴点

- 資金源は金融機関（銀行・保険）、事業法人が多い。
一方、年金基金やファンドオブファンドが少ない

ベンチャーキャピタルの資金源(2007・2008年) %

	欧州	フランス	ドイツ
銀行	9.1	13.5	13.1
事業法人	2.6	1.1	14.7
大学等基金	3.3	0.2	1.3
ファミリーオフィス	2.8	6.0	2.3
ファンドオブファンド*	12.7	9.2	9.5
政府機関	5.1	4.0	4.0
保険会社	7.4	14.9	12.4
年金基金	21.3	11.6	5.3
個人	4.7	5.6	5.6
その他	31.0	33.9	31.8

(出典)EVCA

2-8 欧州他国と比較したドイツの特徴点

■ 投資回収額

- 投資額の4割規模と小さくインセンティブを低める
- 同業他社等への売却が高く、他ファンド転売が低い

投資回収手段の状況(2007・2008年) %

	欧州	フランス	ドイツ
他社等への売却	31.9	26.7	38.9
株式公開	2.9	1.1	1.2
株売却	5.1	9.0	7.6
他ファンドへの転売	29.0	40.4	17.5
貸出	12.4	9.5	13.1
償却・倒産	3.2	1.1	6.1

(出典)EVCA



3-1 ミュンヘンのバイオベンチャー

■ ドイツの地域ベンチャー

- 地方政府が地元の強みを活かした地域産業の発展を後押し
- 欧州イノベーション的地域ランキング上位20地域中ドイツで10地域

ドイツの主なクラスター地域とその産業

地域	主要産業
ベルリン	バイオ、医薬、メディア
ミュンヘン	バイオ、情報通信
スタットガルト	自動車関連
ドレスデン	セミコンダクター
コロン	メディア
ライプティヒ	自動車関連
ハイデルベルグ	バイオ

(出典)ドイツベンチャー協会

3-2 ミュンヘンのバイオベンチャー

■ ミュンヘンの概要

- ドイツ南東、バイエルン州都、人口135万人
- ベルリン、ハンブルグに次ぐ第3の都市。BMW
本社、情報産業関連のベンチャー企業盛ん

■ バイオベンチャー企業

- 1989年最初に設立、1996年30社、現在
150社(20社は外資系)
- 治療用医薬会社売上高で全体の半分
- 雇用者数2,630名

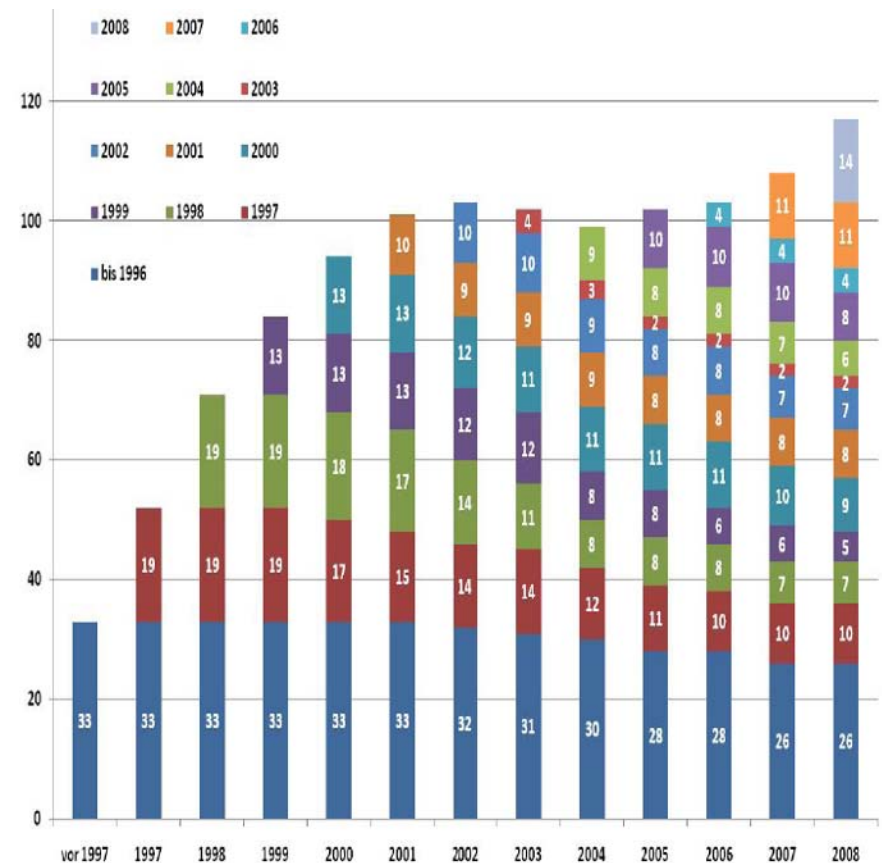


3-3 ミュンヘンのバイオベンチャー

■ バイオクラスター

- 創設時35社、2008年までに169企業が進出。
- 設立年別では1990年代後半が20社/年と多い
- 現在も117社が活動中(存続企業比率は1997年～1999年4割<ITバブル崩壊時倒産>それ以外7～8割)

設立年別バイオベンチャー起業数とその後の遷移



(出典) BioM



3-4 ミュンヘンのバイオベンチャー

- ミュンヘンでバイオベンチャーが成功した理由
 - ① 研究所、大学など学術機関の集積と相互協力
 - ② 良いベンチャーキャピタルの存在
 - ③ バイエルン州政府の支援



3-5 ミュンヘンのバイオベンチャー

- 外部からの資金調達額
 - スタートアップ企業⇒殆ど無し(多くが自己資金)
 - 業務拡大期や医薬品研究開発企業⇒2000年5億ユーロに達したが、2009年は7,000万ユーロ程度に減少
- 具体的な調達方法は、①政府補助金、②ベンチャー・キャピタル投資、③エクイティ調達
 - 期間を通して一番多いのがベンチャーキャピタル投資。エクイティによる資金調達は変動が大きい(2000年2億ユーロ、2001～2003年ストップ状態)。2009年は殆どが補助金
 - 2008年から海外企業と長期的なコミットメントラインを獲得する新しい資金調達がいくつか出ている



3-6 ミュンヘンのバイオベンチャー

■ バイオベンチャーBioM社の活動

--1997年創設。就業者16名(2名財務担当)

--業務は大きく2つ

①ベンチャー企業育成のための支援

- ・ バイオ関連産業のネットワーク形成、コーチング
- ・ 各種イベント開催
- ・ 積極的な広報活動

②資金投資

- ・ ベンチャーキャピタルとして小規模バイオ系企業に投資
- ・ 1997年1,100万ユーロを35社に投資



3-7 ミュンヘンのバイオベンチャー

■ BioM社が投資するベンチャー企業の声

- 企業経営者はPhDを保持する研究者。従業員6名～30名(小規模)。人材は学生の応募が多く支障ない。
- IPOに関心なし(バブル崩壊、公開資料の作成負担が理由)
- 資金は起業当初に自己資金、一部をベンチャーキャピタルや州援助で賄う。規模拡大につれて、キャッシュフローに止めると、事業拡大する先に。
- ベンチャーキャピタルから販路紹介、事業所スペースの使用等で支援受ける。

■ 経営者の挙げる課題

- ① アメリカ、フランスのようなベンチャー企業に対する優遇措置が少ない
- ② 特許申請から権利を得るまでの時間が長い
- ③ 食物遺伝子組み換え等植物バイオについて見方が保守的



4-1 ドイツのプライベートエクイティの特徴点

■ 特徴点

- ① 投資規模が小さい（GDP比率は0.33%とEU平均以下）
サービス関連産業で低迷、大口バイアウト投資も少ない
- ② 投資金額は比較的安定、リーマン・ショック直後の悪影響も比較的小さい（資金の出し手に金融機関が多い）
- ③ 連邦政府の支援＋地方の強みを活かした地方政府独自のイニシアティブがみられる
- ④ グローバル化進展（資金調達、投資面で約3割が海外）



4-2 ドイツのプライベートエクイティの特徴点

- ドイツのベンチャーキャピタル(VC)は他国に比べ発展が遅れている
 - 1960年代後半 初のVC創設
 - 1987年 起業出資法(優遇税制)
 - 1997年 ノイマルク外市場創設(1999年138社)
 - 2001年 ITバブル崩壊後に淘汰・再編
 - 2004年以降 漸増(2009年217社)

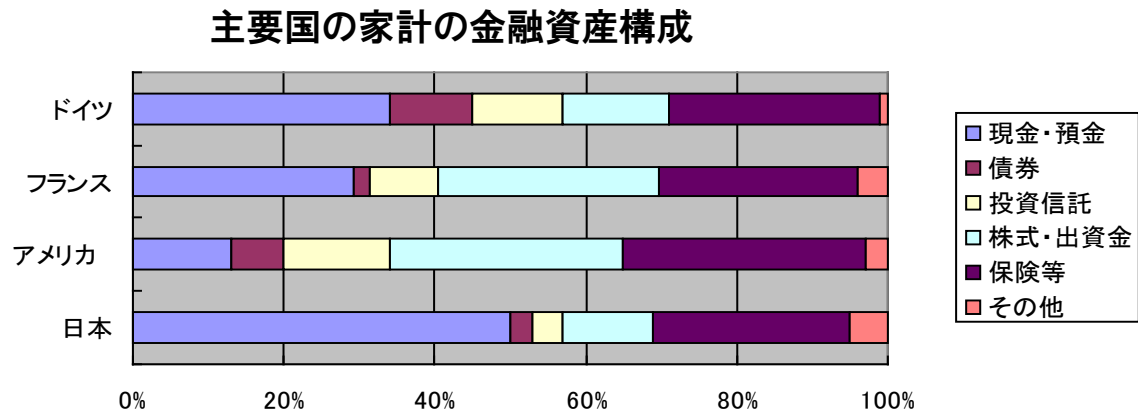


4-3 ドイツのプライベートエクイティの特徴点

- 投資低迷の理由
 - ① 間接金融中心の金融制度
 - ② ベンチャー企業の堅実性
 - ③ 制度面の課題
 - ④ バブル崩壊の影響

4-4 ドイツのプライベートエクイティの特徴点

- リスク回避の国民性(リスク資産の割合)
 - ドイツは26%とアメリカ(40%)などに比べて低い



(出典) 日本銀行調査月報(2004年1月)



5-1 日本へのインプリケーション

■ 日本とドイツの共通点

- 保守的でリスク回避の傾向が強い国民性（ベンチャー企業が誕生しにくい）
- 銀行中心の金融システム（預金・貸出多い、資本市場の発達が遅れる）
- 産業面（研究開発投資が盛んで国際競争力のあるモノ作りを重視、ITを活用したサービス関連は他国に比べて盛り上がりを欠く）



5-2 日本へのインプリケーション

- 日本とドイツのプライベートエクイティ(PE)投資比較
 - ドイツ0.33%、日本0.07%
- 日本がドイツに比べて見劣りする点
 - グローバル化
 - 地方政府のイニシアティブの弱さ



5-3 日本へのインプリケーション

■ グローバル化

- PE出資に占める海外比率は2007年度9.7%、2008年度4.9%とドイツの1/5～1/3程度
- 海外とのビジネスネットワーク力が弱く、海外への販路開拓、海外とのビジネスマッチングなどが少ない(親交程度でビジネス化が出来ていない)。特にサービス系ビジネスの場合、日本人の英語能力が海外進出を妨げている

cf 中国・韓国のプレゼンスの高まり



5-4 日本へのインプリケーション

■ 地域ベンチャー

- わが国は政府への資金援助に依存する傾向が強い。ベンチャーキャピタルも地銀系が多くグローバルな支援が困難。地方公共団体のイニシアティブもグローバルな観点は弱い。
- 公共工事が削減され地方経済の活性化が求められる今こそ地域での産業振興策にアジア中心のグローバル化を踏まえた工夫が求められている。
- ドイツのレギオ政策のように、地域政府がイニシアティブをとり、地域の強みを活かして特定の技術分野に集中し、大学・研究所、ベンチャーキャピタル、地方政府が協力し合う政策手法は、これまで日本でも検討されてきたが成果が出ているとは言いにくい。



主な参考文献

- 三田村智(2007)「ドイツにおけるベンチャー企業と資本市場問題」三田商学研究49巻第6号
- European Commission (2008) “Recent development in the European private equity markets”
- European Venture Capital Association (2009) “Yearbook 2009”
- S. Franzke (2003) “Initial Public Offerings and Venture Capital in Germany” CFS Working Paper No.2003/26
- German Private Equity & Venture Capital Association (2008)“Facts about the German Equity Market”
- KfW Bankengruppe (2009) “Entrepreneurship in Brief: Start-up activity in Germany”
- Tereza Tykvova (2003) “Is the Behavior of German Venture Capitalists Different? Evidence from Neuer Market”