

ベンチャーファイナンスにおける政府系機関の役割¹

一橋大学 国際・公共政策大学院
公共経済プログラム 修士2年

石原 稚佳

2009年9月

¹本稿は、一橋大学政策大学院・公共経済プログラムにおけるコンサルティング・プロジェクトの最終報告書として、受入機関である一橋大学経済学研究科の植杉威一郎先生に提出したものです。本稿の内容は、すべて筆者の個人的見解であり、受入機関の見解を示すものではありません。植杉威一郎先生には、資料収集や報告書作成に関して貴重なアドバイスを数多く頂きました。心より感謝いたします。

要約

近年、我が国では新たな産業を切り拓くベンチャー企業の登場が期待され、ベンチャー企業の創業・育成支援は国を挙げての取り組みとなっている。しかしながら、ベンチャー支援インフラが整備されてきたにも関わらず、資金調達（ベンチャーファイナンス）はベンチャー企業にとって未だに大きな問題である。本稿は、一橋大学経済学研究科の植杉威一郎先生のリサーチアシスタントを務めながら、ベンチャーファイナンスにおける政府系機関が果たすべき役割を研究したものである。

コンサルティングプロジェクトの受け入れ先である植杉威一郎先生は、中小企業基盤整備機構から調査研究を受け、中小企業基盤整備機構の出資するファンドのパフォーマンスを調べ、「企業レベルデータ、ファンド動向調査データで把握するベンチャーファイナンスの現状」というレポートを作成した。その内容を踏襲し、解釈した結果、中小企業基盤整備機構はベンチャー企業支援事業の目的通り、創業間もない企業への投資を行っていることは明らかになった。また、同じ政府系機関として挙げられる中小企業投資育会社の投資がベンチャー企業の成長に貢献していることが示唆された。

本研究によって、両機関ともベンチャーファイナンスにおいて、重要な役割を果たしている事が示された。

目次

1. はじめに	4
1.1. 研究の目的	4
1.2. 本論文の流れ	5
2.ベンチャーファイナンスとは	6
2.1. ベンチャー企業（ベンチャービジネス）の意義	6
2.2. ベンチャーファイナンスの担い手ベンチャーキャピタル	6
2.2.1. ベンチャーキャピタルの意義	6
2.2.2. ベンチャーキャピタルの歴史	7
2.2.3. ベンチャーファイナンスにおける投資活動のプロセス	11
3.ベンチャーファイナンスにおける政府系金融機関の役割	14
3.1. 中小企業基盤整備機構 14	
3.1.1. 中小企業基盤整備機構におけるファンド事業の目的	14
3.1.2. 中小企業・ベンチャー企業支援策としてのベンチャーファンド事業の位置付け ..	15
3.2. 中小企業投資育成	16
3.2.1. 投資の仕組み	16
3.2.2. 株式公開にこだわらない長期保有の投資スタイル	17
3.3. 日本政策投資銀行（新規事業投資）	17
3.4. 産業革新機構	18
4. リサーチアシスタントとして携わった研究の考察	19
5. 今後の課題と解決策	21
6. おわりに	21
付属資料	22
参考文献	24

1. はじめに

1.1. 研究の目的

近年、我が国産業を取巻く競争環境は激しさを増している。コストパフォーマンスを武器にアジア諸国が台頭する中、国際競争力を有する新たな産業の創出が求められている。かつてのソニーやホンダのように、新たな産業を切り拓くベンチャー企業の登場が期待されている。

このような背景から、ベンチャー企業の創業・育成支援は国を挙げての取り組みとなっている。1995年には、創業や研究開発・事業化を促進することを目的とした「中小企業創造活動促進法」が施行され、1998年には、出資者が投資額の範囲内で責任を負う仕組みを確立することでベンチャーファイナンスの促進を図る「投資事業有限責任組合法」が施行された。また、中小企業総合事業団（現中小企業基盤整備機構）においても、1998年度にベンチャーファンド事業が創設された。その他、ストックオプションの全面解禁、エンジェル税制の創設、TLO法、会社法施行による1円企業の恒久化や合同会社（LLC）の導入など。各種施策が矢継ぎ早に打ち出されている。

また、未上場企業に投資を行うベンチャーキャピタルやエンジェルといった投資家の資金回収の場となる証券市場も、新興企業向けに整備が進み、全国に「東証マザーズ」「名証セントレックス」、「大証ヘラクレス」、「札幌証券取引所のアンビシャス」「福岡証券取引所のQ-Board」「ジャスダック証券取引所」が相次いで創設された。

こうした取り組みの結果、日本におけるベンチャーファイナンスは増加を続け、ベンチャーキャピタルの投資残高はおよそ1兆円に達し、ベンチャーキャピタル投資先の中からソフトバンク、楽天などの有名株式公開企業も現れるに至った。

しかし、ベンチャー支援インフラが整備されてきたにも関わらず、資金調達（ベンチャーファイナンス）はベンチャー企業にとって未だに大きな問題である。経済産業省（2005）によると、大学発ベンチャーの現在直面している課題として61.7%の企業が「資金調達が難しい」ことを挙げている。また、菊本・新谷（2005）のベンチャー企業683社を対象にした調査においても、設立時の問題点として「資金調達」が第1位にランキングされている。殊に2008年9月のリーマンショック前後においては、銀行の貸しはがしと貸し渋り、明治キャピタル、HPEといったベンチャーキャピタルの廃業や、東証1部上場の日本アジア投資が債務の私的整理を余儀なくされるなど、民間によるベンチャーファイナンスは機能不全の一步手前ともいえる状況である。

こうした状況下において、政府は中小・ベンチャー企業向けの緊急保証制度を創設し、2009年7月末までの利用件数は累計で65万4千件に達した（日経新聞、2009）。信用保証に加えて、日本政策金融公庫の低利融資「セーフティネット貸付」や小規模企業向けの「マル経融資」、商工組合中央金庫の危機対応融資の拡充などの直接貸付に関する取り組みも進んでおり、デットを通じた資金供給は一定の成果を挙げている。一方で、エクイティを通じた資金供給については、積極的な施策は限られている。

本論文では、政府系機関が、ベンチャー企業に対するファイナンス特にエクイティファイナンスの分野で過去に果たした役割を整理するとともに、ベンチャーファイナンスに係る今後の政策課題について議論の素地を提供することを目的とする。特に、政府系機関の中でも、コンサルティング

プロジェクト受入れ先機関の研究対象であった中小企業基盤整備機構と、ヒアリングを実施した中小企業投資育成会社に焦点を絞ることとする。

1.2. 本論文の流れ

まず、2章でベンチャーファイナンスの意義と、ベンチャーファイナンスで重要な役割を担うベンチャーキャピタルについて整理する。その後、3章で、政府系機関の類型を整理し、4章で中小企業基盤整備機構の果たしてきた役割について、コンサルティングプロジェクトでの実証研究の成果を記述。5章で結論と今後の課題について述べる。なお、本論文はコンサルティングプロジェクト先の研究成果をまとめた引用論文である。

2. ベンチャーファイナンスとは

2.1. ベンチャー企業（ベンチャービジネス）の意義

まず、ベンチャーファイナンスのベンチャーの意義について、整理する。

1999 年度版の「経済白書」では、ベンチャー企業は「きわめて高い成長を達成する可能性を有するものの、その実現には不確実な要素が大きく、事業に失敗する可能性も高い企業」と定義されている。また、長谷川（2006）によれば、独自の技術や製品、ビジネス・アイデアを持っており、イノベティブであること。高い成長が期待できると同時に、大きなリスクを伴う企業であることとしている。よって、ベンチャー企業という用語は、会社設立後のすべての若い企業を意味するのではないし、すでに事業基盤を確立している既存企業が新技術や新製品を開発して成長してもベンチャー企業とは言わないのが通例であるという。本論文においては、以上 2 つの定義を踏襲することとする。

2.2. ベンチャーファイナンスの担い手ベンチャーキャピタル

2.2.1. ベンチャーキャピタルの意義

ベンチャーファイナンスにおいて、重要な役割を果たすのが、ベンチャーキャピタルである。本論文で取り上げる、政府系のベンチャーキャピタルの他、証券系、独立系、銀行系等、多数存在するが、なじみが薄いため、以下で、長谷川（2006）のベンチャーキャピタルハンドブックから引用し、その意義を整理する。

ベンチャーキャピタルとは、その定義は数多く存在するが、神座（2005）によれば、ベンチャーキャピタルは「株式を公開していない段階にある有望なベンチャービジネス、または起業家を発掘し、事業成長のための資金を供給し、投資先ベンチャー企業の経営支援を行って株式公開を促進し、公開後に市場で株式を売却して資金回収を図る投資会社」と定義されている。また、中小企業総合事業団によると、ベンチャーキャピタルは「ベンチャービジネス向けの投資事業を実行することで、直接金融の形態を通じてベンチャーファイナンスを担う機関（会社、個人）」としている。

さらに、銀行との比較を行う。安藤（2006）によるとベンチャー企業が資金調達を行う場合、主として、①「自己資金」による調達（資本金やキャッシュフローによる内部留保など）、②「外部資金」からの調達の 2 つの方法が考えられる。しかし、多くの場合、ベンチャー企業は十分な自己資金を持っていないので、外部からの資金調達に頼ることになる。外部からの資金調達は「融資」と「増資」に大別される。融資による調達は銀行などの金融機関からの借入、取引先企業との企業間金融などであり、「間接金融」と定義されている。一方、「増資」による調達は個人投資家（エンジェル）やベンチャーキャピタル、取引先企業などからの出資や株式公募などであり、「直接金融」と定義されている。ベンチャーキャピタルと銀行はベンチャー企業に対して資金を提供しているという観点では同じである。しかし、前者は直接金融における資金拠出者、後者は間接金融における資金拠出者であり、ベンチャー企業との関わり方は両者の間で大きく異なっている。間接金融において、資金拠出者である銀行は債権者となり、ベンチャー企業は債務者となる。ゆえに、企業経営が苦しくなったとき、資金回収を進めたい銀行と返済の猶予を希望するベンチャー企業の間で利害が

対立することが予想される。これに対して、直接金融において、ベンチャーキャピタルとベンチャー企業の関係は株主と経営者の関係となり、両者の利害は一致している。また、日本では未公開企業の株式を市場で売ることが不可能であるため、ベンチャーキャピタルは企業経営が苦しいときも出来る限りベンチャー企業を支援しようとする。このように、銀行融資では返済の金額や時期が事前に約束されているのに対し、ベンチャーキャピタルによる出資は多額のキャピタルゲインを獲得する可能性と高いリスクの両方を有している。したがって、資金回収の不確実性を軽減するために、ベンチャーキャピタルはベンチャー企業に対して銀行よりも積極的に経営支援を行うと考えられているのである。図表 1 にベンチャーキャピタルと銀行の比較をまとめる。

表 1 ベンチャーキャピタルと銀行の比較

	ベンチャーキャピタル	銀行
資金調達の形態	直接金融	間接金融
資金調達方法	増資	融資
ベンチャー企業との関係	株主⇄経営者	債権者⇄債務者
収益	キャピタルゲイン	利子
リスク	高い	低い
経営支援の程度	強い	弱い

また、ベンチャーキャピタルの社会的な意義は、銀行などの金融機関から融資を受けることが比較的困難なベンチャー企業、特に成長軌道に乗る前の経営状況が芳しくないアーリーステージのベンチャー企業に対する資金提供を可能にするところにある。もちろん、ベンチャーキャピタルの最終的な目標はキャピタルゲインを獲得することにある。しかし、キャピタルゲインの獲得に至るまでの間、ベンチャーキャピタルは投資先ベンチャー企業を選別して成長資金を提供し、投資後はリスクを減らしてリターンを最大化するために、企業価値を高めるための経営支援を行う。このように、ベンチャーキャピタルは自己の利益を追求しながらも、結果的に、新興企業の成長を促進する触媒的な役割を果たし、日本経済の活性化に貢献していると考えられるのである。

2.2.2. ベンチャーキャピタルの歴史

1972年、日本初の民間ベンチャーキャピタルである京都エンタープライズデベロップメント(KED)が京都で設立された。その後、数社の民間ベンチャーキャピタルが設立されたが、その多くは姿を消し、現存する最も古い民間ベンチャーキャピタルは、野村証券、旧三和銀行、日本生命などが共同して出資し、73年に日本で4番目の民間ベンチャーキャピタルとして設立された日本合同ファイナンス(現在のJAFCO)である。

政府系ベンチャーキャピタルである東京中小企業投資育成、大阪中小企業投資育成、名古屋中小企業投資育成は、「中小企業投資育成株式会社法」に基づき、すでに63年、政府出資により設立されていた。日本のベンチャーキャピタルの歴史は、民間ベンチャーキャピタルに先立ち政府系ベンチャーキャピタルから始まっている。

初期の日本のベンチャーキャピタルは、政府資金を銀行借入で調達して投資業務を行っていたが、融資やリース業務に比重が置かれていたため、事業形態としては中小企業向けノンバンクに近いものだった。また、借入に依存する資金調達構造は、投資を実行してから効果を得るまで時間がかか

るうえ、投資先選定の成功や失敗により回収状況が極端に変化するベンチャー投資の運用構造に対して、リスク／リターン特性的には合っていなかった。そのため、経済環境が急速に悪化するような局面では、このようなビジネスモデルの脆弱製が表面化し、投資資産の劣化、投資収益の低迷、資金繰りの逼迫といった事態に直面し、撤退の決断を下さざるを得ないケースが想定された。

一方、日本に先行して発達していたアメリカのベンチャーキャピタルは、リミテッド・パートナーシップの形態をとっていた。税法上、パートナーシップの段階では課税されないというメリットがあり、長年この方式が採用されてきた。リミテッド・パートナーシップ形態のベンチャー投資の枠組みでは、通常、ベンチャー・キャピタリストがファンドの1%を出資してゼネラル・パートナーと成り、外部の投資家が残りの99%を出資する事でリミテッド・パートナーとなる。ゼネラル・パートナーは、法的には業務遂行責任とパートナーシップ運営上発生する債務の無限責任を負う。

その代価として、ゼネラル・パートナーはファンド残高の特定割合の管理報酬を受け取るとともに、ファンド運営中に獲得したキャピタルゲインの15~25%の成功報酬を得る。一方、リミテッド・パートナーの義務は出資範囲内における有限責任だが、ゼネラル・パートナーにファンドの管理報酬を支払わなければならない。

日本の投資事業組合は、このリミテッド・パートナーシップを模してつくられたものであり、1982年、JAFCOが日本初の投資事業組合を立ち上げた。これによりベンチャーキャピタルは業務執行組合員として、投資事業組合の資金でベンチャー投資を実行することが可能となり、初期のベンチャーキャピタルに見られた借入金を原資とした投資から解放された。同時に、ファンド・マネジメントに対する報酬を組合から得られるようになった。

前述したように、投資事業組合は、民法上の組合規定を援用してアメリカのリミテッド・パートナーシップ制を模倣したものだが、法的には民法上の任意組合として構成されていることから、以下のような特徴を持っている。

- ・ 組合財産は、組合員全員の共有とする。
- ・ 組合の債務は、組合員が直接債権者に対して分割して無限責任を負う。
- ・ 共同活動を推敲するための組合員の複合体であり、法人格はない。
- ・ 契約で業務執行組合員を定め、全組合員のための法律行為を行う。
- ・ 課税対象は組合ではなく、組合員である。

この投資事業組合は、アメリカのリミテッド・パートナーシップを模倣したとはいえ、無限責任制度であるため限界がある。この限界に対処すべく「投資事業有限責任組合法」が施行されたのは、前述のとおり1998年のことである。この法律については、後述する。

投資事業組合が出現するまでは、日本のベンチャーキャピタルは前述のように資金の借入で調達し、ベンチャー企業向けの融資中心で運用を行っていた。そのため、リスクが非常に高いわりにはリターンが低い構造となり赤字経営を強いられる側面があったが、投資事業組合の出現で状況が一変し、ベンチャーキャピタルのビジネスモデルは旧来のものから大きく変化した。

投資事業組合の設立が可能になった事に加え、現存から見れば不十分ながら、新規公開市場制度の整備促進という環境が与えられ、日本のベンチャーキャピタルは、それまでのノンバンク色彩の濃いビジネスモデルを、株式投資主体でファンド・マネジメント色の強いビジネスモデルへと軸足

を移行させた。

株式公開関係の規制緩和の流れが緒についたとはいえ、発展途上下でのベンチャーキャピタルの投資は、公開を数年後に控えた中堅企業を発掘しては「浅く広く」投資すると言ったスタイルが中心だった。とりわけ、すでに公開できる事がわかっている中堅企業から声がかかり、公開前の株主構成の調整に協力するかたちでの投資は、特に有力金融機関を親会社に持つ系列ベンチャーキャピタルには、少なからずあった話である。

これはすでに出来上がった企業への投資なので、現在行われているようなハンズオン（積極的な経営への関与）の世界とは無縁である。また、倒産のリスクも軽減されているため、現在のハイリスク・ハイリターンベンチャー投資から見れば、ベンチャー投資とは呼びがたく、単なる未公開株投資とでも言うべきものであった。

当時は会社設立以降、株式公開まで 20 年以上の歳月を要するのは当たり前であり、償還まで 10 年と言った運用機関が定められたファンドで、シード・アーリー段階の起業に投資できる状況ではなかった。資金回収より先にファンドの償還期限が到来する構造下では、公開目前の企業にしか投資できなかったというのが実態である。

また、広く浅く、しかも公開直前に投資しているので、当然、ハンズオンの発想は弱かった。スタートアップ期に投資して強力なハンズオンを前提とするアメリカのベンチャーキャピタルとはまったくの別物ということになるが、株式市場などの制度面が未整備の状況ではやむをえない点があったものと思われる。

1998 年 11 月、「投資事業有限責任組合法」（正式名称は「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」）が施行された。この法律は、旧来の民法上の投資事業組合では、組合業務の執行に携わらない組合員までもが出資額を超えて責任を負わされるリスク（無限責任）が存在していたため、投資事業組合に資金が集まりにくいという弱点があったことを踏まえている。

新しい法律では、無限責任を組合参加者に課す点を改め、業務を執行しない組合員が負う責任を出資額にとどめること（有限責任）を法的に担保する「投資事業有限責任組合」制だが設けられた。

投資事業有限責任組合の位置づけは、民法上の組合の特例法ということになる。つまり、税制上の取り扱いや共同事業性という、これまでの民法上の組合のメリットは保持しつつ、無限責任制度から生じる実務上の問題や、情報開示（ディスクロージャー）が不十分であった問題点を解決することを意図したものである。また、機関投資家をはじめ、幅広い投資家層によるベンチャー企業への資金供給を促進するメリットを認められて順調に数を増やし、2004 年 2 月時点で 390 ファンドを数える。

【投資事業有限責任組合法の内容】

① 組合の組成

民法上の投資事業組合は、本来、アメリカのリミテッド・パートナーシップを民法の枠組みのなかで実現しようとしたものであり、私募的な正確をもつものであったことから、証券取引法上の私募概念に合わせるかたちで出資者は 49 人以下としていた。投資事業有限責任組合でも、これを踏襲して法定当初は組合員数を 49 人以下に制限していたが、2001 年に 100 人以下に改正された。

② 事業範囲

組合の事業は、未公開の中小企業の株式、新株予約権、新株予約券付き社債等の取得、および、投資先企業への経営アドバイスなどとされるが、2003 年から産業再生法対象企業や経営危機にある企業の株式まで投資対象が拡大された。旧来のベンチャー投資に加え、バイアウト（事業買収）投資などにも投資対象を拡大しつつある最近のベンチャーキャピタルのニーズに応えたものである。

③ 責任の限定と出資保護

無限責任組合がファンド・マネジメントを行うベンチャーキャピタルとし、出資者である組合員については有限責任組合員とするかたちで責任を限定している。また、責任財産充実のために債務超過の際の財産分与を禁止したり、組合契約の登記制度を導入することで出資者の保護を考えている。これにより、出資者の裾野を広げる効果が期待できる。

④ 開示制度

組合ファンドの運用状況について、貸借対照表、損益計算表などの財務諸表を作成し、それを事務所に備置させることで組合員が財務諸表を閲覧できるようにしている。また、財務諸表などについては、公認会計士による外部監査の実施を義務づけている。

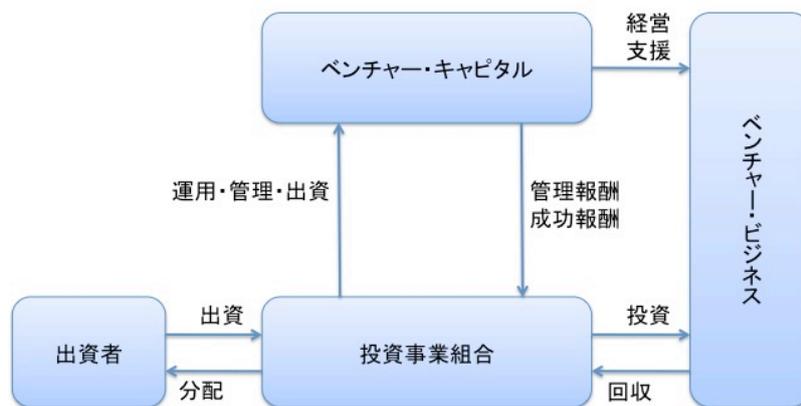
⑤ 金融機関を対象とする規制緩和

銀行法等による銀行に関する法規制、および、保険業法等による保険会社に関する法規制による金融機関の株式保有制限（銀行 5%、保険会社 10%）の適用は除外された。

⑥ 民法上の組合の構造を継承

組合自体には法人格を持たせず、組合財産については全組合員による共有とし、組合段階での法人税については非課税（パススルー）とする構造を継承している。

投資事業組合を用いたベンチャーキャピタルのビジネスモデルは図 1 の通りである。



(出所) 神座 (2005)

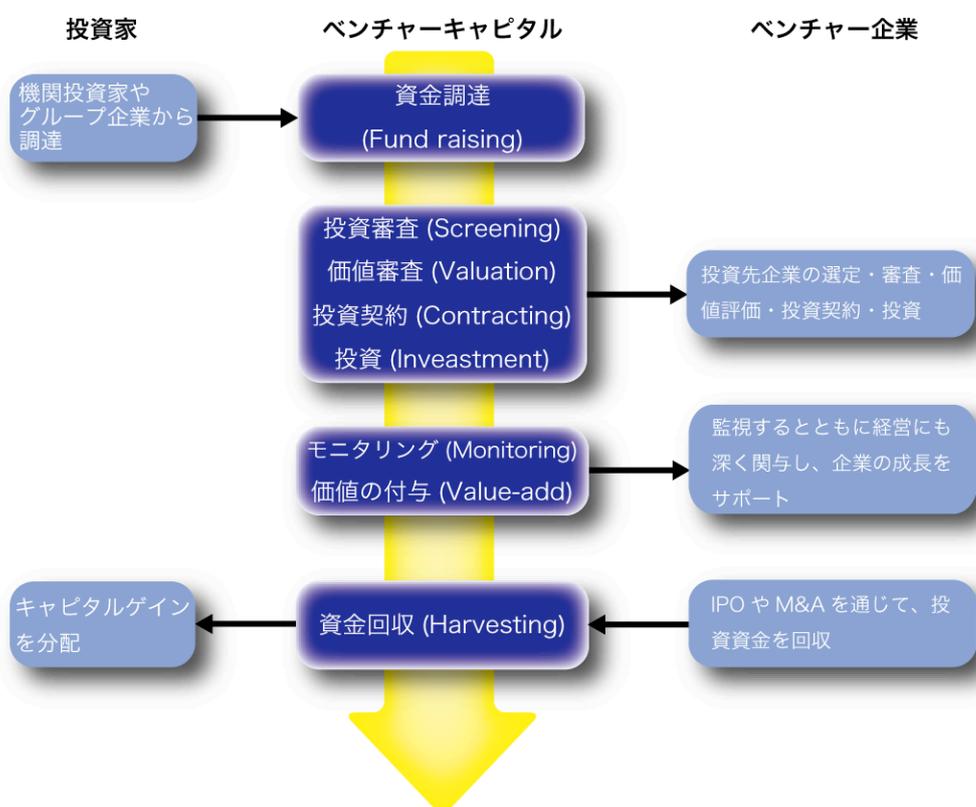
図 1 ベンチャーキャピタルのビジネスモデル

2.2.3.ベンチャーファイナンスにおける投資活動のプロセス

本節では、具体的にベンチャーファイナンスにおける投資活動のプロセスを、明らかにする。

ベンチャーキャピタルの投資活動には一連のプロセスがあり、どの部分に重きを置いて活動するかについては各ベンチャーキャピタルの戦略によって異なるが、プロセスそのものはほぼ共通している。このプロセスはベンチャー企業の視点から見れば、投資候補としてスクリーニングされてきた多くのベンチャー企業が実際の投資先として絞り込まれ、その後は生き残り競争にさらされ、最後の一握りの成功者が残るといふ、一連の生存競争のプロセスである。

ベンチャーキャピタルの投資活動プロセスは、投資案件ごとに資金調達ごとに資金調達する例は少ないので、これを別格とすれば、投資案件発掘→投資・価値審査といったデューディリジェンスから投資決定→モニタリング、価値を付与する経営支援→資金回収の4段階に大きく分かれる。このプロセスが一巡するまでには、かなり長い年月を要するのが特徴といえる。各プロセスと投資家、ベンチャーキャピタル、ベンチャー企業の関係性を示したものが図2である。以下、各プロセスについて説明していく。



(出所) 忽那・長谷川・山本 (2006)

図 2 ベンチャーキャピタルの投資活動のプロセス

○資金調達

ベンチャーキャピタルの投資資金調達は、資金の出所によって「プロパー投資」(自己資金による投資)と「組合投資」(ファンドによる投資)に大別される。

どちらに比重を置くかについては、ベンチャーキャピタル各社の経営戦略による。ただし、ベンチャーキャピタルの歴史でも述べているように借入で調達した資金をベンチャー投資に充当することは、回収までの期間が不確定で、しかも、高いリスクで運用している資金にも関わらず、

将来の金利支払いと元本返済をあらかじめ約定しているということであるから、調達と運用の整合性の面から困難さが伴う。

もちろん、個別の投資案件を取り出してみれば、リスクは高く、予想されるキャッシュフローも当てにならないが、資金規模が大きければ、複数の投資案件を組み合わせることにより、ある程度リスク・マネジメントは可能である。実際、初期のベンチャーキャピタルは借入で資金調達してベンチャー投資を行ってきたが、現在では銀行系ベンチャーキャピタルが一部このスタイルを継承しているにすぎない。

他方、投資事業組合のファンドを組成してベンチャー投資用の資金を調達する場合、数多くの出資者から資金を募るケースから、極端な場合は、1人の外部投資家（企業）とベンチャーキャピタルの二者だけで組合を組成するケースまで、数多くのパターンがある。特に銀行系のキャピタルでは、銀行とベンチャーキャピタルだけの二人組合を組成することがある。

また、ベンチャーキャピタルはファンド投資と並行してプロパー投資を行うことがあり、これを「並行投資」と呼ぶ。この場合、どの投資案件を、どの投資資金で行うかといった点で利益相反の問題が生じる可能性がある。事後的に両者の間で極端な収益性のアンバランスが発生した時は、問題化する恐れがある。そのため、最近では、投資事業組合を運営しているベンチャーキャピタルは、無用の混乱を避けるため、並行投資を廃止して組合ファンドからの投資のみを行う傾向にある。

○投資案件発掘から経営支援に至るプロセス

ベンチャーキャピタルは、多くの投資案件のなかから成功確率が高いと思われるベンチャー企業を選定する。ベンチャーキャピタルにはベンチャー企業からの出資要請が多く寄せられ、また、ベンチャーキャピタル自体が様々なルートを通じて有望と思われるベンチャー企業を探し出す。この案件発掘でベンチャーキャピタルの投資パフォーマンスが決まってくるため、ベンチャーキャピタルは常に情報ルートの拡充に努めなければならない。

投資対象の選定に際して、さまざまな観点からベンチャー企業の成長可能性を厳しくデューデリジエンスする。ベンチャーキャピタルはそれぞれの投資戦略や投資基準に合致するベンチャー企業を選別して、投資候補先の絞り込みを行う。

その際、案件ごとに、どのようなリスク／リターン・プロファイルを有しているか、資金回収までの期間はどれくらいか、株式公開の確率はどの程度かなどを検討する。その後、どれくらいの株価水準であれば、どれくらいまで資金投下が可能かといった点につき、投資候補と条件交渉を行う。また、出資に際して、最低調達金額の基準を満たす事を投資実行の条件とするケースも少なくない。

投資に前向きな方針を持っているベンチャーキャピタルであっても、株価に交渉の余地がない、あるいは、一定額以上の資金調達が可能な事を条件とした場合、その条件を満たす事が出来なかったときは、最終段階で出資を断念することもある。

ベンチャーキャピタルが投資の意思決定を下し、ファイナンス要請に応じてベンチャー企業に資金を提供した後、技術面でのアライアンス先や販売チャネルを紹介したり、経営のアドバイスを提供することで投資先ベンチャー企業の成長を促し、最終的には株式公開の達成を目標とした支援が始まる。もちろん、投資先ベンチャー企業の経営内容やベンチャーキャピタルの出資割合などによ

って、その程度は異なってくる。特に強力な大株主が他に存在する場合や、株式公開間近のレイター段階で出資した場合には、経営支援を必要としないこともある。

資金の提供形態はベンチャー企業の増資に応じ、株式による出資が中心だが、場合によっては転換社債なども利用する。かつてはワラント債なども用いられ、ワラント権と債券を分離し、ワラントの一部を経営者に売り戻すなどして、ベンチャー企業経営者の株式保有比率のコントロールに協力したこともあった。しかし、最近ではストックオプションの利用が可能となり、このような複雑な手法は見られなくなった。

ベンチャー企業のファイナンスには、複数のベンチャーキャピタルが関係してくるのが普通である。そのなかで全体をリードし、会社との均衡などの窓口を務め、ファイナンス全体を形作る役割を果たすベンチャーキャピタルを「リード・インベスター」、あるいは、慣用的に「リード・ベンチャー」と呼ぶ。リード・インベスターは、取締役を送り込んだり、取締役を送り込まないまでも取締役会をモニターするなどして、投資先ベンチャー企業に対する経営支援とガバナンスを実践する役割を他の参加ベンチャーキャピタルから期待されている。

○資金回収

投資先ベンチャー企業が成長を遂げて株式公開を実現したとき、ベンチャーキャピタルはしばらくの間、市場で保有株を売却し、キャピタルゲインを獲得して資金を回収する事ができる。

株式公開まで通常は数年を要するのが普通なので、ベンチャー投資は投資から回収までの期間が一般的に長くなる。特に日本のベンチャーキャピタルの資金回収は株式公開後の売却例が多いが、アメリカではM&Aに応じ、公開前に企業を売却して資金を回収するのが一般的である。アメリカにおけるこの傾向は、株式市場が不振で公開起業が減少傾向にある状態の時に顕著になる。たとえば、2000年から2001年にかけては、資金回収の7～8割がM&Aによるものと言われている。

市場での株式売却は全株を売却するケースが多いが、ベンチャーキャピタルの戦略によっては公開後に全株を即時売却せず、含み益として持ち越す事もある。また、株式取得が公開直前だったときは、「ロックアップ条項」に基づいて公開後6ヶ月余り売却が制約される。この場合、ベンチャーキャピタルは公開後の株価変動リスクにさらされる事になる。

株式公開が資金回収の主な手段なので、ベンチャー企業が株式公開可能となるようベンチャーキャピタルはさまざまな経営支援を行う。場合によっては、株式公開が無理な状況も出てくるため、公開株式以外の資金回収を考えなければならない。その場合、会社の第三者への売却や清算、あるいは、オーナーによる買い取り請求などが検討される。さらには、買い取り業者に複数銘柄をまとめて売却することもある。これが「バルクセール」である。買い取り業者は複数銘柄を塊として買い取るが、買い取った中から一部でも回収できれば十分採算が取れるような価格を設定する。

3. ベンチャーファイナンスにおける政府系金融機関の役割

3.1. 中小企業基盤整備機構

前述のとおりベンチャーキャピタルによる出資はベンチャー企業・中小企業の成長資金の供給手段として重要な役割をはたすが、日本においては未発達な状況である。当該現状を補完する役割として、中小企業基盤整備機構（以下、中小機構）は、ベンチャーファンド事業を実施している。

3.1.1. 中小企業基盤整備機構におけるファンド事業の目的

中小機構のファンド出資事業は、創業ベンチャー、既存中小企業の新事業展開の促進、中小企業の事業再生等の中小企業・ベンチャー企業政策の目的を達成するための施策として位置付けられている。

ファンド出資事業は、民間ベンチャーキャピタル・投資会社の運営するファンド(投資事業有限責任組合)に対して出資するという方法をとっており、補助金や制度融資といった他のツールと異なる性格を有する。投資事業有限責任組合はファンド運営のための業務執行権限を有する無限責任組合員(GP:General Partner)とファンドの出資者で運営に関してガバナンス権限を有する有限責任組合員(LP:Limited Partner)から構成されるが、中小機構は政策性の高いファンドについてLPとして出資し、政策目的に沿った運営がなされるようガバナンスを効かせることとなる。

実際の中小企業・ベンチャー企業への投資とその後の成長・経営革新のための人的支援(ハンズオン支援)は民間のベンチャーキャピタル・投資会社によるGPが実施することとなる。このため、行政が主体となって補助金の交付決定や融資要件の設定をする補助金制度・融資制度とは異なり、民間のビジネスセンスが政策目的で活かされることとなる。また、民間LPからも投資先の成長に伴うキャピタルゲイン等を要請するモニタリングが入ることからファンドのガバナンスにおいても民間のセンスが活かされる。

このようなファンド出資事業の特性に鑑み、その実施にあたっては以下の3点を重視されている。

○政策的な効果

ファンド出資事業を実施することによって中小企業・ベンチャー企業支援政策上の効果が上がることを目指す。政策的な効果としては、ファンドの投資によりもたらされる投資先中小企業・ベンチャー企業の成長、経営革新、事業再生などの直接的な効果(狭義の政策的効果)とともに、機構ファンドの組成によりもたらされるエクイティ・ファイナンスの拡大、中小企業のエクイティ・ファイナンスの活用促進、市場や投資家の活性化などの間接的な効果(広義の政策的効果)も重視すること。

○基本的な収益性

独立行政法人の事業として継続的に事業を実施できるように、基本的な収益性を維持する投資リターンを確保すること。

○総合的なバランス

政策的な効果、基本的な収益性の総合的なバランスに配慮する。政策的な効果と収益性が双方達成される win-win の関係の実現が望ましいが、双方がトレードオフとなる場合もあることも認識し、必要に応じ制度の内容、審査・運営の方針を調整する。またその際に、民間の投資会社や投資家の参加可能なバランスになっているかどうかにも配慮すること。

3.1.2. 中小企業・ベンチャー企業支援策としてのベンチャーファンド事業の位置付け

中小企業基盤整備機構の中期目標、中期計画においては、ベンチャーファンド事業に係る支援は以下のように位置付けられている。

○投資先中小企業の成長促進

ファンドからの投資により、企業の成長に必要なエクイティ資金を供給し、また、同時に人的経営資源を補完するマネジメント支援を実施することにより、売上、従業員数などの投資先中小企業の成長促進を図る。

○民間資金の「呼び水」効果

中小機構が政策的な意義の高いファンドの総額の2分の1まで出資することによって、民間の資金の「呼び水」となり、日本では未発達な中小企業・ベンチャー企業へのエクイティ・ファイナンスの量的な拡大への貢献を目指す。

○政策的な意義が高い分野へのリスクマネーの誘導

民間企業のみでの投資ビジネスでは資金供給が満たされない分野として、シード、アーリーステージへの投資、大学発ベンチャーなど産学連携への投資、ライフサイエンスなど今後の成長業種への投資、地域に密着した比較的小規模な中小企業への投資などがある。これらの期待リターンに対する投資リスクが高いが、政策的意義が高い分野に対して、中小機構がマッチングで出資することにより民間資金の誘導を図っている。

○ハンズオン支援に重点を置くベンチャーキャピタル、独立系キャピタルの育成

投資先の経営に深く関与し、企業価値の向上を図るハンズオン支援を重視し、プロフェッショナルによる成長支援が期待できるベンチャーキャピタルのファンドへの積極的な出資を図っている。また、大手企業の系列に属さない独立系ベンチャーキャピタルや投資実績の少ない新進のベンチャーキャピタルのうち、企業育成の能力の高いと認められるもののファンドへの積極的な出資を図っている。

○ファンドのガバナンス、中立性、社会的信用の向上

中小機構がファンドに出資し、ガバナンスを効かせることでファンドの中立性、社会的信用を向上させる効果を目指す。これにより、ファンドに対して警戒感を もっている企業のエクイティ投資

受け入れの検討機会を増やし、適時適切な成長資金のファイナンスによる事業拡大の可能性の増大を図る。

○中小機構のソフト支援機能との連携による投資先支援

ファンド出資事業を中小機構が実施することで、中小機構の専門家派遣事業、インキュベーション事業、中小企業総合展・ベンチャーフェアなどのマッチング事業、情報提供事業などの支援策 20 と連携しやすくなる。これにより、ベンチャーキャピタルのハンズオン支援を補完し、より高い付加価値を投資先企業に提供することで、成長支援の効果を上げることを目指す。

中小機構では、全国各ブロックに中小企業・ベンチャー総合支援センターを配置し、2,000 人以上の民間専門家、企業OB人材を確保して、企業からの要請に応じて派遣している。インキュベーション事業では、全国 24 箇所にインキュベーション施設を整備し、新規開業企業に提供している。また、ベンチャーフェア、ベンチャープラザなどのマッチングイベントも各地で開催し、その動員数は 12 万人に達する。

3.2. 中小企業投資育成

次に、ベンチャーキャピタルの草分け的な存在の中小企業投資育成会社について整理する。なお、中小企業投資育成会社に対しては、コンサルティングプロジェクトにおいて、ヒアリングを実施した。

3.2.1. 投資の仕組み

中小企業投資育成における投資の仕組みを説明する。中小企業投資育成の投資は、自己資金による本体投資と、中小機構等から集めた資金を投資する組合投資の 2 つに分けられる。本体投資は、原則設立後 7 年が経過した「中小企業」を対象としたものである。一方、組合投資は、設立後 7 年を経過していない中小企業に原則限定されている。

東京中小企業投資育成では、1988 年 11 月 1 日に施行された「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」（平成 10 年法律第 90 号）に基づき、旧通産省・中小企業庁が新設した官民共同のベンチャー支援ファンド制度を初めて利用して、1999 年 3 月に投資育成 1 号投資事業有限責任組合を設立している。同ファンドは、無限責任組合として、東京（5 億円）、大阪（3.5 億円）、名古屋（1.5 億円）の中小企業投資育成 3 社と、有限責任組合として、中小企業総合事業団（10 億円、現在の中小企業基盤整備機構）から構成されている。投資先の業種は農林業および金融業以外の全業種を対象としている。また、投資対象は、新事業創出促進法（平成 10 年法律 152 号）で規定する設立後 7 年を超えない中小企業者で資本金 1 億円以下の株式会社と定めているが、当時の熊野社長は、「開業 5 年以内のベンチャーに特化」と述べている。さらに「創業前から起業家を支援し、将来性が見込めればファンドからも積極投資」とも述べている。

東京中小企業投資事業有限責任組合は、2000 年 9 月に、無限責任組合として東京中小企業投資育

成（20億円）、有限責任組合として東京都（7.5億円）、中小企業総合事業団（10億円、現在の中小企業基盤整備機構）によって組成された官民共同のベンチャー支援ファンドである。投資対象企業の範囲は、原則資本金3億円以下の株式会社とされている。

2003年10月には、中小企業総合事業団（現在の中小企業基盤整備機構）と折半出資による総額20億円のベンチャー企業向けファンドとして、東京投資育成4号投資事業有限責任組合を設立している。全業種を対象に、原則として成長初期段階にある企業を投資対象とする。2005年6月には、神奈川中小企業センターと中小企業基盤整備機構を組合員として、東京投資育成5号かながわ投資事業有限責任組合を総額10億円で設立している。

大阪中小企業投資育成では、西日本地域の創業期企業の成長を支援するため、2000年9月に、大阪投資育成第2号投資事業有限責任組合を中小企業総合事業団（現在の中小企業基盤整備機構）と組成している。出資金の総額は6億円で、折半出資している。同ファンドは「情報通信やバイオに関連したベンチャーの成長を支援する」（当時の有岡社長）ことを目的としている。2004年3月時点で、新規投資、再投資等を含め3.3億円の投資を実行している。

投資育成近畿産学連携1号投資事業有限責任組合は、2004年1月に産学連携特化型ファンドとして組成され、大阪中小企業投資育成が無限責任組合員（2億円）となっている。有限責任組合員は中有小企業基盤整備機構（5億円）、池田銀行、京都銀行、みなと銀行（各1億円）である。近畿地区を中心とした西日本地域に所在する大学および研究機関開発のベンチャー企業への投資を行う。連携大学・研究機関は大阪市立大学、大阪府立大学、姫路工業大学、神戸大学、立命館大学、産業技術総合研究所、理化学研究所などである。これらの投資事業組合から、2004年3月末時点で9社が株式公開を果たしている。また、2005年2月には、大阪投資育成第4号投資事業有限責任組合（10億円）組成されている。

3.2.2. 株式公開にこだわらない長期保有の投資スタイル

中小企業投資育成は、投資スタイルとして、「成長性のある企業かどうかを見分けること」が重要であり、「株式公開にこだわらず」、「継続的に成長していける企業」に投資する方針を明言している。しかしながら、この株式公開にこだわらない投資スタイルも、歴史的変遷の中で、必ずしも一貫したスタンスというわけではない。とりわけ、初めて投資事業組合を組成した1999年3月前後では、投資先企業の特徴は大きく変化している。

投資育成の特徴として、IPO実現後も長期間に渡り株式を保有し続け、特に、投資先企業の意向をかなり重視し、売却にこだわらないことも挙げられる。

3.3. 日本政策投資銀行（新規事業投資）

完全民営化が決定していたが、JALやエルピーダメモリへの融資等、政策の一翼を担い続けている。1990年には、民間企業と共同でベンチャーキャピタル機能の新規事業投資を設立しているが、事業規模は限定的であり、新規事業投資自体は政府系機関ではないため、本論ではとりあげない、

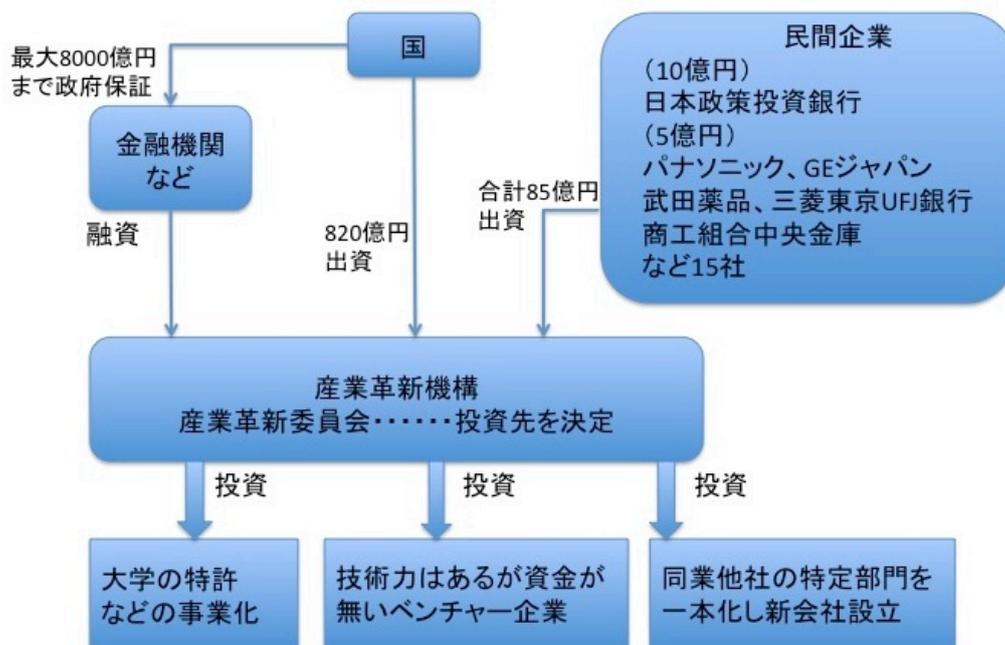
3.4. 産業革新機構

産業革新機構は、「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」に基づいて発足し、2009年7月27日より15年間の期間限定で営業を開始した。

政府出資820億円と、パナソニックやGEジャパン、武田薬品工業など民間企業16社が合計85億円により、資本金905億円の規模である。また融資に最大8,000億円の政府保証がつくため、最大で1兆円弱の資金が供給されることとなる。

産業革新機構は官民が資金を出し合い、大学などに埋もれている特許を事業化したり、技術力はあるものの財務基盤が弱いベンチャー企業に出資する。企業が同業他社の特定部門を統合して新会社を作り、競争力を高めるような場合にも資金を出す。医療や環境などの分野が投資先として想定されているという。

最大の課題は投資先の選定とみられている。安易な企業救済につながりかねないほか、投資先の事業が次々と失敗に終われば、損失が膨らむリスクもある。機構は投資の是非を決める際は、産業革新委員会を開き、収益性や事業の公共性などを精査する。同委員会は科学技術新興機構の吉川弘之研究開発センター長が委員長を務めるほか、新日本製鉄の三村明夫会長らが委員となる予定である。



(出所) 日本経済新聞 7月25日

図 3 産業革新機構の概要 (発足時)

4. リサーチアシスタントとして携わった研究の考察

4章では、リサーチアシスタントとして携わった「企業レベルデータ、ファンド動向調査データで把握するベンチャーファイナンスの現状」の研究レポートの分析内容と結果から、解釈出来ることを述べる。

同レポートでは、経済産業研究所が蓄積している企業情報データベースと、中小機構が関与するファンドからの出資先企業に関する情報を蓄積する中小機構投資先データベースを使用して、ベンチャーキャピタルの出資に係る情報を含む約2万社の企業レベルのデータセットを作成している。ベンチャーキャピタルが大株主として出資している企業とそうでない企業を比較できること、ベンチャーキャピタルの中でも、政府系ベンチャーキャピタルである中小企業投資育成、民間ベンチャーキャピタル、中小機構が関与するファンドを区分した比較を行えることなどが特長である。

まず、クロスセクションデータ、プールデータでの分析結果（付属資料1）に基づき、中小機構が出資しているファンドの投資先企業を見ると、機構が出資していないファンドの投資先と比べて、社歴が短く、売上高が小さく、総資産が小規模で、従業員数が少ないという、一般的なシード・アーリーステージの企業の特徴を持つことが分かる。

このことは、中小機構の出資により、民間出資のみからなるベンチャーキャピタルが出資しないようなリスクの高いシード・アーリーステージ企業に対しても資金供給が行われ、円滑な資金調達の呼び水となっている可能性を示唆する。ただし、当該研究では、投資後の追跡調査がサンプルサイズが小さく有意な結果が得られないために実施できていない。中小機構による関与が投資先企業の成長に寄与しているかは今後検証が必要であろう。

また、中小機構が出資しているファンドの投資先企業の、もう一つの際立った特徴として、総資産に占める有形固定資産の比率が極端に低い事が挙げられる。

その理由として、以下の3つの可能性が考えられる。

- ①投資先企業が、有形固定資産に頼らない業種もしくは生産形態であること
- ②BtoB企業が多いこと（売掛債権が大きくなり、相対的に有形固定資産比率が低くなる）
- ③小規模な企業が投資を受けた事によって現預金を豊富に保有していること

①について、機構が出資しているファンドの投資先業種は、4割弱がそれぞれ製造業とITサービス業で占められ、残る3割が情報サービス業、建設業、小売業等とされている。この結果だけを見ると、他の民間ファンドなどと比べても、有形固定資産を多く必要とする製造業の比率は高い。しかしながら、企業規模や企業年齢が小さいために、投資先が製造業企業であっても自前の生産設備を持たずファブレス形態で操業している可能性がある。この場合には、製造業であっても有形固定資産比率は低くなる。

②は、あくまで仮説であるが、BtoB企業はBtoC企業に比べて、相対的に現金決済が少ないことから、BtoB企業の割合が大きければ、有形固定資産比率は低くなる。

③については、創業間もないシード・アーリーステージの（上述したとおり機構出資先ファンドの特徴である）総資産の小さい企業が、投資を受ける事によって、相対的に多額の現預金を一時的に保有する事になり、投資後直近決算を集計した当該研究においては、有形固定資産比率が、低く表れてくる可能性がある。

中小機構関与ファンドの投資先企業については、その事業内容が必ずしも明らかではないために、有形固定資産比率の低さのみに基づいて中小機構による非効率な投資が行われていると言うことはできない。投資された資金が企業成長に資する使途に用いられているかについては、一層の検証が必要であろう。

次に、パネルデータを用いた分析結果（付属資料2、パネルデータを用いることで、その後の投資を受入れた企業がどのように属性を変化させたのかを追跡した）を示す。プールデータを用いる場合と異なり、サンプルサイズが小さいために、中小機構関与ファンドの投資先企業のみを取り出して分析することができず、民間のみのファンドと合わせての分析となっていることには留意が必要である。これらの結果について、中小投資育成株式会社へのヒアリングを踏まえた上での解釈を述べる。

ここでの比較の対象は、中小投資育成株式会社の投資先企業と、中小機構関与ファンドを含めたファンドの投資先企業である。同レポートに記述があるとおり、投資育成による投資対象企業が企業規模を拡大し、収益性を改善する傾向があるのにたいして、投資育成以外のVCによる投資対象企業では、企業規模が一定かむしろ縮小傾向にあること、短期借入金依存度もそれほど低下していない事が分かる。これは、当該研究が、投資育成やファンドが大株主となっている場合を分析対象にしている事が一番の理由であると考えられる。

投資育成へのヒアリングによると、投資育成は資金需要での投資ではなく、事業承継や安定株主としての利用が多いため、事業承継の場合は投資対象企業が低い株価での投資を望むため、投資育成の持ち株比率が高まり、大株主として抽出される可能性が高い。また安定株主ニーズの場合も、投資育成が大きな議決権比率を確保し、経営の安定化に寄与するため、この場合も大株主として抽出される可能性が高い。

一方、投資育成以外のVCは、資金ニーズでの投資のみとなるため、資金調達をする企業サイドでは安い株価でファイナンスを行う動機はなく、オーナー（既存株主）の持ち分を維持するために可能な限り高い株価での調達を考えるであろう。株価は交渉によって決まるため、成長性や事業性が高く評価される企業の場合は、企業価値が高く評価されるため、オーナーは持ち分の極一部分をベンチャーキャピタルに手放すだけで、資金調達を実現するだろう。反対に、投資育成以外のVCが大株主となるようなケースでは、企業は持ち分（持ち株比率）の相当部分と引き換えとして、安い株価で資金調達を実施せざるを得なかった企業であると考えられる。

そもそも、投資育成は成長性の高い企業に厳選して投資を行っており、上記の理由により企業サイドには株価を引き下げる動機が存在するため、投資育成が大株主として抽出されるケースでは優良企業がピックアップされているが、投資育成以外のVCが大株主として抽出される場合は、企業の価値を高く評価されなかった企業がピックアップされている可能性がある。

以上の事より、投資育成が成長性の高い企業に投資（もしくは投資後の育成）している可能性は捨てきれないが、サンプルセレクションバイアスが原因である可能性もあり、大株主として抽出されないような少額での出資企業を対象とした同様の研究が必要であろう。

5. 今後の課題と解決策

本論文ではベンチャーファイナンスにおける政府系機関の役割を検討した「企業レベルデータ、ファンド動向調査データで把握するベンチャーファイナンスの現状」を踏襲し、その解釈を述べてきた。その結論としては、中小企業基盤整備機構が創業間もない企業への投資を行っていることは明らかになったが、追跡調査が行えない点で課題が残る。中小企業基盤整備機構が投資した資金が企業の成長に役立っているかの検証する必要がある。中小企業基盤整備機構はファンドへの出資を通じて、ファンドから継続して投資先の状況レポートを入手していることから、追跡調査を行う事は可能であろう。

また、中小企業投資育会社の投資が企業成長に貢献しているかどうかについても、投資育成以外のベンチャーキャピタルと投資目的が異なるため、大株主となる経緯が異なり、そのため抽出したデータにバイアスがかかっている恐れが除けない。出資比率と無関係にデータを抽出する必要があるが、一般的に民間ファンドの出資先は非公開であるため、このような研究を行なう事は難しい。よって、VC協会やVECといった業界団体による中立的なデータ収集機関を整備することが求められる。

6. おわりに

ベンチャー企業に対して、積極的な施策が打ち出されていなかった政府のエクイティを通じた資金供給の取り組みも、2009年7月には官民ファンドの産業革新機構が9,000億円の事業規模で業務を開始し、年内には投資実績として成果が出てくると思われる。産業革新機構が単なるベンチャーキャピタルとは異なるため単純な比較はできないものの、国内最大手ベンチャーキャピタルのジャフコが運用するスーパーV3ファンドが1,400億円である事と比べると、圧倒的なボリュームである事が分かる。

それだけに投資資金を消化できる対象企業が日本に存在するのか、民業圧迫につながらないか等の懸念もあるが、ベンチャーファイナンスの新しい流れとして注目していきたい。

最後に、コンサルティングプロジェクトの受け入れ機関を探して下さった山重慎二先生、コンサルティングプロジェクトの受け入れ機関となって下さった一橋大学経経済学研究科の植杉威一郎先生、東京理科大学の講師鈴木健嗣先生にこの場を借りて感謝の意を表したい。

付属資料

資料1 集計統計量の比較 (①と②、⑦と⑥、③と⑥、③と⑦)

		VC投資①	非VC投資②	t-value, z-value	投資育成以外VC⑦	投資育成⑥	t-value, z-value	全機構VC③	投資育成⑥	t-value, z-value	全機構VC③	投資育成以外VC⑦	t-value, z-value
LN(社歴+1)	Obs	1960	63524		704	1256		223	1256		223	704	
	Mean	3.565	3.555	0.79	3.179	3.782	-24.71 ***	2.545	3.782	-5.59 ***	2.545	3.179	-13.83 ***
	Median	3.800	3.700	3.83 ***	3.200	3.900	-18.70 ***	2.500	3.900	-7.09 ***	2.500	3.200	-12.59 ***
	Std. Dev	0.594	0.554		0.710	0.370		0.480	0.370		0.480	0.710	
LN(従業員数)	Obs	1955	63389		700	1255		222	1255		222	700	
	Mean	4.605	3.893	20.54 ***	4.615	4.600	0.31	3.872	4.600	-10.68 ***	3.872	4.615	-8.48 ***
	Median	4.663	3.738	24.61 ***	4.673	4.663	0.34	3.860	4.663	-9.58 ***	3.860	4.673	-8.59 ***
	Std. Dev	1.073	1.522		1.290	0.931		1.244	0.931		1.244	1.290	
LN(売上高)	Obs	1960	63549		704	1256		223	1256		223	704	
	Mean	14.989	14.162	21.69 ***	14.762	15.117	-5.66 ***	14.237	15.117	-11.06 ***	14.237	14.762	-4.80 ***
	Median	15.088	14.137	24.42 ***	15.042	15.097	-2.65 ***	14.276	15.097	-8.86 ***	14.276	15.042	-5.76 ***
	Std. Dev	1.343	1.672		1.741	1.035		1.601	1.035		1.601	1.741	
LN(資産)	Obs	1960	63559		704	1256		223	1256		223	704	
	Mean	14.940	13.927	25.89 ***	14.808	15.014	-3.43 ***	14.112	15.014	-11.88 ***	14.112	14.808	-6.56 ***
	Median	15.040	13.902	28.25 ***	15.005	15.048	-1.16	14.158	15.048	-9.53 ***	14.158	15.005	-7.05 ***
	Std. Dev	1.278	1.719		1.665	0.991		1.532	0.991		1.532	1.665	
ROA	Obs	1907	62303		657	1250		189	1250		189	657	
	Mean	0.033	0.027	5.20 ***	0.029	0.036	-2.81 ***	0.031	0.036	-1.20	0.031	0.029	0.15
	Median	0.032	0.023	8.90 ***	0.031	0.033	-1.39	0.041	0.033	1.31	0.041	0.031	1.51
	Std. Dev	0.052	0.051		0.067	0.041		0.079	0.041		0.079	0.067	
負債比率	Obs	1946	62918		692	1254		212	1254		212	692	
	Mean	0.639	0.696	-9.91 ***	0.664	0.626	3.44 ***	0.706	0.626	4.83 ***	0.706	0.664	2.39 **
	Median	0.673	0.738	-10.81 ***	0.712	0.656	3.97 ***	0.802	0.656	6.07 ***	0.802	0.712	3.03 ***
	Std. Dev	0.234	0.250		0.252	0.222		0.273	0.222		0.273	0.252	
短期借入金比率	Obs	1943	62921		690	1253		215	1253		215	690	
	Mean	0.147	0.137	2.71 ***	0.171	0.133	6.10 ***	0.199	0.133	7.15 ***	0.199	0.171	2.50 **
	Median	0.122	0.091	7.40 ***	0.141	0.111	4.72 ***	0.189	0.111	5.80 ***	0.189	0.141	2.67 ***
	Std. Dev	0.134	0.151		0.152	0.120		0.157	0.120		0.157	0.152	
長期借入金比率	Obs	1951	62913		700	1251		220	1251		220	700	
	Mean	0.199	0.212	-2.67 ***	0.209	0.194	1.81 *	0.240	0.194	3.95 ***	0.240	0.209	2.72 ***
	Median	0.166	0.163	0.62	0.179	0.160	0.54	0.197	0.160	3.36 ***	0.197	0.179	2.96 ***
	Std. Dev	0.172	0.203		0.186	0.163		0.186	0.163		0.186	0.186	
有形固定資産比率	Obs	1955	62909		700	1255		223	1255		223	700	
	Mean	0.288	0.286	3.52 ***	0.247	0.311	-7.42 ***	0.147	0.311	-14.26 ***	0.147	0.247	-6.68 ***
	Median	0.278	0.204	2.27 ***	0.216	0.161	-8.97 ***	0.170	0.161	-13.76 ***	0.170	0.216	-6.69 ***
	Std. Dev	0.185	0.204		0.216	0.161		0.170	0.161		0.170	0.216	
金利	Obs	1825	56572		643	1182		207	1182		207	643	
	Mean	0.024	0.041	0.45	0.032	0.020	3.30 ***	0.025	0.020	5.74 ***	0.025	0.032	-0.83
	Median	0.019	0.021	-1.98 **	0.021	0.018	6.18 ***	0.023	0.018	7.16 ***	0.023	0.021	2.27 **
	Std. Dev	0.076	1.931		0.126	0.012		0.015	0.012		0.015	0.126	
企業間信用比率	Obs	1952	62912		700	1252		221	1252		221	700	
	Mean	0.156	0.172	-0.38	0.120	0.176	-9.51 ***	0.124	0.176	-5.59 ***	0.124	0.120	0.15
	Median	0.124	0.130	-7.32 ***	0.087	0.150	-10.78 ***	0.082	0.150	-7.09 ***	0.082	0.087	-0.92
	Std. Dev	0.129	0.165		0.117	0.131		0.133	0.131		0.133	0.117	
研究開発比率	Obs	1960	63559		704	1256		223	1256		223	704	
	Mean	0.003	0.001	4.19 ***	0.008	0.001	6.94 ***	0.007	0.001	7.37 ***	0.007	0.008	-0.32
	Median	0.000	0.000	0.43	0.000	0.000	8.67 ***	0.000	0.000	4.65 ***	0.000	0.000	-1.10
	Std. Dev	0.021	0.007		0.034	0.006		0.023	0.006		0.023	0.034	

(出所) 植杉・鈴木 (2009)

【データの区分】

- ①ベンチャーキャピタルが大株主となっている企業
- ②ベンチャーキャピタルが大株主となっていない企業 (全体サンプル = ① + ②)
- ③中小機構関与ファンド投資先企業
- ④中小機構関与ファンドを組成するベンチャーキャピタルが大株主となっている企業
- ⑤④以外のベンチャーキャピタルが大株主となっている企業 (① = ④ + ⑤)
- ⑥投資育成株式会社が株主となっている企業
- ⑦⑥以外のベンチャーキャピタルが大株主となっている企業 (① = ⑥ + ⑦)
- ⑧⑥以外の中小機構関与ファンド投資先企業

付属資料

資料2 新たに VC が大株主になった企業における事後パフォーマンスの推移

		VC投資トータル				投資育成のみ				投資育成以外VC			
		t-1	t	t+1	t+2	t-1	t	t+1	t+2	t-1	t	t+1	t+2
LN(社歴+1)	Obs	158	158	107	76	50	50	39	36	108	108	68	40
	Mean	3.306	3.394	3.455	3.598	3.468	3.556	3.588	3.662	3.230	3.319	3.379	3.540
	Median	3.509	3.600	3.660	3.736	3.595	3.700	3.662	3.735	3.399	3.450	3.622	3.760
	Std. Dev.	0.711	0.664	0.619	0.534	0.557	0.525	0.442	0.390	0.762	0.709	0.693	0.635
LN(従業員数)	Obs	158	158	106	76	50	50	39	36	108	108	67	40
	Mean	4.487	4.497	4.352	4.377	3.896	4.006	4.026	4.176	4.760	4.724	4.542	4.557
	Median	4.284	4.407	4.256	4.396	3.818	3.942	4.007	4.016	4.745	4.766	4.673	4.864
	Std. Dev.	1.270	1.292	1.186	1.184	1.137	1.105	1.005	0.860	1.240	1.313	1.248	1.400
LN(売上高)	Obs	158	158	107	76	50	50	39	36	108	108	68	40
	Mean	14.792	14.785	14.750	14.871	14.680	14.798	14.857	14.996	14.844	14.779	14.689	14.759
	Median	14.870	14.908	14.807	15.026	14.434	14.689	14.662	14.834	15.255	15.115	15.111	15.432
	Std. Dev.	1.684	1.654	1.523	1.540	1.174	1.227	0.883	0.887	1.876	1.824	1.794	1.956
LN(資産)	Obs	158	158	107	76	50	50	39	36	108	108	68	40
	Mean	14.770	14.823	14.863	14.997	14.508	14.672	14.802	14.886	14.891	14.893	14.898	15.096
	Median	14.791	14.877	14.937	14.994	14.308	14.467	14.597	14.685	15.241	15.256	15.224	15.428
	Std. Dev.	1.663	1.634	1.541	1.423	1.325	1.266	0.944	0.900	1.791	1.780	1.802	1.774
ROA	Obs	158	148	107	76	50	48	39	36	108	100	68	40
	Mean	0.040	0.027	0.028	0.038	0.053	0.045	0.046	0.051	0.033	0.018	0.017	0.026
	Median	0.041	0.033	0.028	0.039	0.049	0.049	0.048	0.047	0.034	0.027	0.022	0.023
	Std. Dev.	0.052	0.063	0.061	0.052	0.047	0.036	0.036	0.045	0.053	0.071	0.069	0.055
負債比率	Obs	158	157	107	76	50	49	39	36	108	108	68	40
	Mean	0.660	0.641	0.619	0.631	0.646	0.633	0.651	0.640	0.667	0.644	0.600	0.623
	Median	0.696	0.704	0.711	0.669	0.689	0.641	0.711	0.651	0.699	0.719	0.648	0.695
	Std. Dev.	0.261	0.275	0.300	0.261	0.230	0.226	0.239	0.221	0.275	0.296	0.331	0.295
短期借入金比率	Obs	158	155	107	76	50	49	39	36	108	106	68	40
	Mean	0.163	0.145	0.154	0.130	0.126	0.096	0.089	0.079	0.180	0.168	0.191	0.175
	Median	0.112	0.085	0.110	0.087	0.089	0.056	0.064	0.052	0.127	0.121	0.147	0.137
	Std. Dev.	0.169	0.148	0.167	0.144	0.146	0.115	0.087	0.081	0.176	0.156	0.189	0.171
長期借入金比率	Obs	158	157	107	76	50	49	39	36	108	108	68	40
	Mean	0.197	0.201	0.215	0.207	0.201	0.222	0.262	0.234	0.196	0.191	0.189	0.182
	Median	0.175	0.164	0.203	0.178	0.193	0.209	0.271	0.200	0.161	0.141	0.182	0.165
	Std. Dev.	0.178	0.187	0.189	0.168	0.153	0.178	0.195	0.181	0.189	0.190	0.182	0.153
有形固定資産比率	Obs	158	157	107	76	50	49	39	36	108	108	68	40
	Mean	0.246	0.236	0.244	0.249	0.304	0.289	0.323	0.322	0.220	0.212	0.200	0.183
	Median	0.199	0.193	0.188	0.186	0.176	0.162	0.172	0.183	0.203	0.201	0.183	0.164
	Std. Dev.	0.199	0.193	0.188	0.186	0.176	0.162	0.172	0.183	0.203	0.201	0.183	0.164
金利	Obs	158	143	107	76	50	47	39	36	108	96	68	40
	Mean	0.047	0.043	0.024	0.020	0.022	0.023	0.029	0.019	0.059	0.053	0.021	0.021
	Median	0.021	0.022	0.018	0.015	0.021	0.019	0.017	0.015	0.021	0.023	0.019	0.020
	Std. Dev.	0.295	0.208	0.035	0.020	0.011	0.016	0.053	0.023	0.357	0.254	0.017	0.016
企業間信用比率	Obs	158	157	107	76	50	49	39	36	108	108	68	40
	Mean	0.137	0.135	0.129	0.143	0.188	0.180	0.175	0.178	0.113	0.115	0.103	0.110
	Median	0.096	0.087	0.091	0.108	0.181	0.156	0.121	0.141	0.079	0.077	0.067	0.085
	Std. Dev.	0.139	0.144	0.142	0.149	0.163	0.163	0.179	0.173	0.119	0.130	0.110	0.116
研究開発比率	Obs	158	158	107	76	50	50	39	36	108	108	68	40
	Mean	0.007	0.008	0.008	0.004	0.001	0.001	0.000	0.000	0.010	0.012	0.013	0.008
	Median	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	Std. Dev.	0.040	0.033	0.040	0.028	0.004	0.005	0.001	0.000	0.048	0.039	0.050	0.038

(出所) 植杉・鈴木 (2009)

参考文献

- ①植杉威一郎、鈴木健嗣(2009)「企業レベルデータ、ファンド動向調査データで把握するベンチャーファイナンスの現状」
- ②忽那憲治、山本一彦、長谷川博和(2006)『ベンチャーキャピタルハンドブック』、中央経済社
- ③神座保彦(2005)『概論 日本のベンチャーキャピタル』、ファーストプレス
- ④菊本虔、谷由紀子(2005)「日本のベンチャーの課題と将来像」、「筑波大学・横浜国立大学共同調査」
- ⑤小企業基盤整備機構 ファンド事業評価・検討委員会(2007)「中小企業基盤整備機構ベンチャーファンド事業に係る評価・検討・中間とりまとめ」
- ⑥小企業基盤整備機構ホームページ (<http://www.smrj.go.jp/>)
- ⑦日本政策投資銀行ホームページ (<http://www.dbj.jp/>)
- ⑧産業革新機構ホームページ (<http://www.incj.co.jp/>)
- ⑨日本経済新聞 2009年(平成21年)7月25日 「官民ファンド「産業革新機構」」
- ⑩日本経済新聞 2009年(平成21年)8月14日
- ⑪日本経済新聞 2009年(平成21年)8月15日