

博士学位申請論文

日本のベンチャー企業への  
公的支援策の効果に関する研究

～成長企業育成を目指すベンチャーファンド事業を中心として～

A Study on the Impact of Public Venture Support Programs in Japan  
～Analysis on the Venture Fund Program for Venture Business' Growth～

2011年9月

早稲田大学大学院 商学研究科

博士後期課程 学籍番号 35083004-9

石井芳明

指導教授： 松田修一教授



## 目次

第一章 本研究の目的と研究課題.....	7
1. 研究の目的.....	8
2. 研究課題.....	9
3. 論文の構成.....	11
第二章 ベンチャー企業の政策的意義と先行研究.....	15
1. ベンチャー企業とは.....	16
(1) 研究者による定義.....	16
(2) 政策的な定義.....	17
(3) 調査実務等の定義.....	18
(4) 本研究におけるベンチャー企業の考え方.....	19
2. ベンチャー企業の政策的意義.....	22
(1) イノベーションの創出.....	22
(2) 付加価値と雇用の創出.....	23
(3) エクイティギャップの存在と支援の必要性.....	28
3. ベンチャーキャピタル・ベンチャーファンドに関する先行研究.....	30
4. ベンチャー企業への公的支援の政策評価に関する先行研究.....	39
5. 本研究の位置づけ.....	44
第三章 政策評価の動向と本研究における評価フレームワーク.....	47
1. 行政における政策評価の動向.....	48
(1) 政策評価に係る概念の整理.....	48
(2) 行政における政策評価の動き.....	51
2. 中小企業・ベンチャー企業の支援策の政策評価.....	55
(1) 中小企業・ベンチャー企業政策の現状と政策評価.....	55
(2) 予算査定における政策評価.....	55
(3) 経済産業省の事後評価による政策評価.....	56
(4) 外部有識者の評価委員会による政策評価.....	58
(5) 事業仕分けによる政策評価.....	60

3. 中小企業・ベンチャー企業の公的支援策の政策評価のあり方.....	62
(1) 政策評価の比較.....	62
(2) 政策評価のあり方.....	64
4. 本研究における政策評価のフレームワーク.....	66
(1) ベンチャー企業政策の評価の問題点：評価手法の不在.....	66
(2) 時間軸・社会軸とアウトプット・アウトカムによる総合評価.....	66
第四章 時間軸：ベンチャー企業政策の歴史的変遷.....	69
1. ベンチャー企業とベンチャー企業政策の変遷.....	70
(1) 1970年代以前.....	70
(2) 1970年代.....	72
(3) 1980年代.....	75
(4) 1990年代.....	78
(5) 2000年代.....	81
2. 主要なベンチャー企業支援策の変遷.....	84
(1) 支援立法：予算・財投・税制・制度改正を通じた総合支援.....	84
(2) 地域振興政策における支援：テクノポリスからクラスターへ.....	86
(3) 投資事業有限責任組合法：組織法制の整備によるファンドの支援.....	88
(4) 中小企業投資育成株式会社：政府系VCとしてのベンチャー育成.....	91
(5) テレコム・ベンチャーファンド事業：官製ファンドの試み.....	94
3. 歴史的変遷から見たベンチャーファンド事業の位置づけ.....	95
(1) 米国と比較して遅れた民間の支援能力.....	95
(2) 民間支援促進の新たな試み.....	96
第五章 社会軸：ベンチャー企業政策の全体構成と社会の状況.....	99
1. 現在のベンチャー企業政策の概観.....	100
(1) ベンチャー企業支援策の実施主体.....	100
(2) ベンチャー企業支援策の形態と内容.....	103
2. 日本のベンチャーファイナンスの現状.....	112
(1) エクイティ・ファイナンスの概観.....	112
(2) 日本において未発達なベンチャーファイナンス.....	117
(3) 日本のベンチャーファイナンスの課題.....	122

3. 海外のベンチャーファンド支援.....	132
4. 現在におけるベンチャーファンド事業の位置づけ.....	134
(1) 支援策の谷間の存在.....	134
(2) エクイティ・ファイナンスの社会的信用の向上.....	134
第六章 アウトプット分析：事業の実施状況.....	137
1. 中小機構におけるファンド事業の概要.....	138
(1) 中小機構におけるファンド事業の目的.....	138
(2) 中小機構におけるファンド事業の種類.....	139
(3) ベンチャーファンド事業への政策的期待.....	142
(4) ベンチャーファンド事業のスキーム.....	143
(5) ベンチャーファンド事業の運営体制.....	145
(6) ベンチャーファンド事業のファンド支援機能.....	147
2. 中小機構出資ベンチャーファンドの概要.....	149
(1) 中小機構出資ベンチャーファンドの全体像.....	149
(2) 中小機構出資ベンチャーファンドの組成の特徴.....	150
3. 中小機構出資ベンチャーファンド投資先の概要.....	153
4. ベンチャーファンド事業の資金の流れ（インプットとの比較）.....	154
第七章 アウトカム分析①：投資先企業の成長.....	157
1. 投資先企業データベースの概要と分析方針.....	158
2. 投資先企業の資本金・売上高・従業員数の変化.....	159
3. ファンドの投資先企業の生産性に影響を与える要因の計測.....	161
(1) データセットと分析の枠組み.....	161
(2) 計測モデル.....	164
(3) 分析結果.....	165
4. マッチング分析によるファンド投資の効果.....	167
(1) データセットと分析の枠組み.....	167
(2) 分析結果.....	168
5. 投資先企業データベースからみたアウトカム.....	173
第八章 アウトカム分析②：VCに対する効果.....	175
1. アンケート調査の概要.....	176

2. ファンドの現況.....	178
(1) 回答ファンドの概要.....	178
(2) ファンドの各項目の相関.....	180
(3) ファンドの投資先企業.....	181
3. ファンドの収益の状況.....	183
(1) ファンドの収益状況.....	183
(2) ファンドの収益の相関分析.....	188
4. ファンドの収益の重回帰分析.....	191
(1) 分析の枠組み.....	191
(2) 分析結果.....	192
5. 中小機構出資ファンドの特徴.....	196
6. ファンドの運営方針、ハンズオン支援の状況.....	197
(1) ファンドの運営方針の状況.....	197
(2) ハンズオン支援の状況.....	200
7. ベンチャーファンド事業の効果.....	204
(1) 中小機構のファンド出資の効果.....	204
(2) 純民間ファンドの公的出資を受けない理由.....	207
8. ベンチャー企業への公的支援についての意見.....	209
(1) ベンチャー支援策の評価.....	209
(2) ベンチャー支援策に関する要望.....	212
第九章 アウトカム分析③：ケーススタディ.....	218
1. VCヒアリング調査の概要.....	219
2. 一般ファンドの運営VC.....	220
(1) 日本アジア投資株式会社.....	220
(2) ニュー・フロンティア・パートナーズ株式会社.....	222
3. 産学連携ファンド・バイオフンドの運営VC.....	224
(1) 先端科学技術エンタープライズ株式会社.....	224
(2) 株式会社東京大学エッジキャピタル.....	226
(3) 株式会社ジャフコ.....	228
4. 地域ファンドの運営VC.....	230

(1) フューチャーベンチャーキャピタル株式会社.....	230
5. 公的機関連携ファンドの運営VC.....	232
(1) 東京中小企業投資育成株式会社.....	232
6. 純民間ファンドの運営VC.....	233
(1) グローバルベンチャーキャピタル.....	233
(2) シードテクノロジーキャピタルパートナーズ.....	235
7. VCヒアリング調査から見えてくるもの.....	236
8. 投資先企業の満足度.....	239
9. 投資先の株式公開企業の概要.....	241
10. 投資先の株式公開企業の事例.....	243
(1) ケンコーコム株式会社.....	244
(2) 夢の街創造委員会株式会社.....	245
(3) 株式会社タイセイ.....	246
(4) 日本風力開発株式会社.....	247
(5) 成功企業の事例から見えてくるもの.....	248
第十章 本研究の結論と今後の課題.....	250
1. 本研究の結論.....	251
(1) 日本のベンチャー企業への公的支援策の効果の評価方法.....	251
(2) ベンチャーファンド事業の有効性.....	252
(3) 公的支援策の効果を増大するにはどうすればよいか.....	259
2. 本研究の意義.....	263
3. 本研究の限界と今後の研究課題.....	265
参考資料.....	268
1. ベンチャーファンド事業の中小機構出資ファンド一覧.....	269
2. ベンチャーファンド事業からの株式公開企業一覧.....	273
アンケート調査関連資料.....	277
参考文献.....	289



## 第一章 本研究の目的と研究課題

## 1. 研究の目的

ベンチャー企業は経済の発展やよりよい社会の形成において重要な役割を持つ。

ベンチャー企業の中から生まれる成長企業は、多くの雇用を創出し、その商品・サービスにより様々な経済効果をもたらす。研究開発型のベンチャー企業は、情報通信、環境、医療福祉をはじめとする次世代を支えるイノベーションの創出を担う。

我が国において、ベンチャー企業の創出と育成を図るベンチャー企業政策の必要性が強調され、様々な施策による支援がなされるようになって久しい。その発端として、通商産業省（現在、経済産業省）主導で官製のベンチャーキャピタルともいえる中小企業投資育成株式会社が設立されたのは1963年にさかのぼる。以来、産業政策、技術政策、地域振興政策、中小企業政策など多様な観点から、様々なベンチャー企業への公的支援策が立案・実施されてきている。また、政府全体の政策プランや民間経済団体の提言においても、ベンチャー企業によるイノベーション促進や、ベンチャー企業の成長による産業構造や社会体制の改革が訴えられている。

しかし、現在の我が国においては、ベンチャー企業が十分に育っていない。当初想定した米国のようなベンチャー・エコノミーは日本では実現おらず、ブームからバブル、バブル崩壊を経て、2006年からはベンチャー企業にとって氷河期とも言える様相を呈してきている。

よく知られているとおり、米国ではヒューレット・パッカート、アップル・コンピュータ、マイクロソフト、インテル、デル、グーグルをはじめとして、ベンチャー企業から世界的な大企業へと成長した企業群が経済を牽引している。例えばフォーチュン500の上位50社について1985年と2005年を比較してみると約7割の企業が入れ替わっており、経済をリードする企業群の新陳代謝が進んでいることを浮き彫りにしている。また、ビジネスウイークのイノベティブ企業のランキングにおいても、上位を占める米国企業は、社歴の浅い企業が大部分である。一方、日本においては、トヨタ、新日鐵、NTT等の旧来型の大企業が経済を牽引し、かつてのソニー、ホンダ、京セラのようなベンチャー企業からの成長企業は、近年あまり出ていない。ベンチャー企業からグローバルな成長企業が次々と生まれる米国と、成長するベンチャー企業の台頭が少ない日本との違いは何なのか。社会経済システム、産業構造、起業家の意識の違いなど諸々の要因があげられるが、その中で、ベンチャー企業への公的支援策も重要な要因であると考えられる。

公的支援策においては企業活動同様、効果を上げるために PDCA (Plan Do Check Action) サイクルをきちんとまわし、適切な立案と実施をすることが必要である。特に Check にあたる政策評価はその鍵を握る。筆者は、経済産業省において 15 年以上にわたりベンチャー企業政策の分野で行政実務に従事してきており、施策の創設・廃止・拡大・縮小などの幾多の事象に関与する中で、政策評価の不在による非効率な政策の立案・実施の事例を多く見てきた。合理的な政策評価手法の確立とその評価の施策への反映によってベンチャー企業への公的支援策の改善を図ることができると思う。

本研究は、ベンチャー企業への公的支援策の評価手法を検討した上で、客観的・総合的な新しい評価手法を用いて代表的な支援策の効果を分析し、ベンチャー企業政策の評価方法及び政策のあり方について考えることで、日本におけるベンチャー企業に対する政策アプローチの向上に貢献することを目的とする。本研究を通じて学術的な立場から、合理的な政策評価を試みて示唆を導き出し、ベンチャー企業政策の向上への貢献を図る。

## 2. 研究課題

公的支援策の評価の研究に当たっては、日本のベンチャー企業支援策の中心的な支援策である「ベンチャーファンド事業」（経済産業省）を中心に分析する。ベンチャーファンド事業は、アーリーステージのベンチャー企業の育成を目的として、1998 年度に創設され、独立行政法人中小企業基盤整備機構（以下、「中小機構」という）が実施している事業で、アーリーステージのベンチャー企業に投資する等の要件を満たす民間のファンドに対して、ファンド総額の二分の一を上限に公的資金を出資するマッチングファンドといわれる事業形態をとる。ベンチャーファンド事業の 2010 年 3 月末時点でのファンドの組成状況は、組成数 85、ファンド総額 1,440 億円、うち機構の出資額 569 億円となっており、各ベンチャーファンドからのベンチャー企業への投資は、投資先企業数 2,105 社、投資総額 952 億円と一定の規模となっている。

多様なベンチャー企業への公的支援策の中で、特にベンチャーファンド事業に着目する理由としては、同事業が、①ベンチャー企業政策の中で予算額の面で最大であること、②ベンチャー企業の成長に重要といわれるベンチャーキャピタル（以下、「VC」という）によるエクイティ・ファイナンスに関する支援策であること、③支援策の実施が始まってから比較

的期間が経過しており、一定のデータ及び成功例・失敗例といった事例が収集できることなどによる。

日本では欧米に比べてベンチャー企業政策の評価に関する研究の蓄積は十分ではなく、ベンチャーファンド事業については、学術的な研究や評価はほとんどなされていない。一方、行政による効果測定と評価は既に実施されており、2007年の中小機構の外部有識者委員会による「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」では、事業の実施状況は順調で、政策的に一定の成果を上げていると評価されている。しかし、2010年に内閣府の行政刷新会議が実施した「事業仕分け」においては、ベンチャーファンド事業を含む中小機構のファンド事業について、政策効果が不十分であり、事業規模縮減との指示が出されている。

ベンチャーファンド事業に限らず多くのベンチャー企業政策において行政による効果測定や政策評価にブレが生じていることは、その支援策の変遷の目まぐるしさから類推できる。この評価のブレの本質的な原因は、政策評価の「幅と深さ」の問題で、ベンチャーファンド事業に限らず、政策として歴史の浅いベンチャー企業政策全体に通ずる問題であると考えられる。

本研究においては、ベンチャー企業政策の評価にあたって、評価の「幅」を広げる観点から、「時間軸」として歴史的な変遷の中での事業の位置づけを確認するとともに、「社会軸」として現在の支援策の全体構成、経済環境や市場・業界の状況の中での事業の政策的な意義を考える。その上で、支援策のアウトプットとして定量的な効果を分析し、支援策のアウトカムとして定性的な効果を分析することにより評価の「深さ」を担保する。このような方法でベンチャーファンド事業の評価をすることで、ベンチャー企業政策の客観的・総合的な評価研究の先駆けとなることを目指す。

よって、本研究の研究課題を以下のように設定する。

- 日本のベンチャー企業への公的支援策の効果の評価はどのような方法をとるべきか。
- ベンチャーファンド事業は有効であるのか。
- 日本のベンチャー企業への公的支援策の効果向上にはどうすればよいか。

### 3. 論文の構成

本論文の構成は次のとおりである。第一章では、本研究の目的、研究課題及び論文の構成を述べる。第二章では、本研究の前提として、ベンチャー企業の定義と政策的意義を明らかにする。また、ベンチャーファンドを運営するVCやベンチャー企業への公的支援策に関する先行研究について整理する。

第三章では、政府を中心とする諸機関における政策評価の動向を概観して中小企業政策・ベンチャー企業政策の評価事例を示しつつ望ましい政策評価のあり方を考える。その上で本研究におけるベンチャー企業への公的支援策の効果の評価フレームワークを明らかにする。時間軸、社会軸により支援策の位置づけを明確にして、施策の実施結果である「アウトプット」、施策の経済的・社会的効果であるアウトカムを検討するという手法を示す。

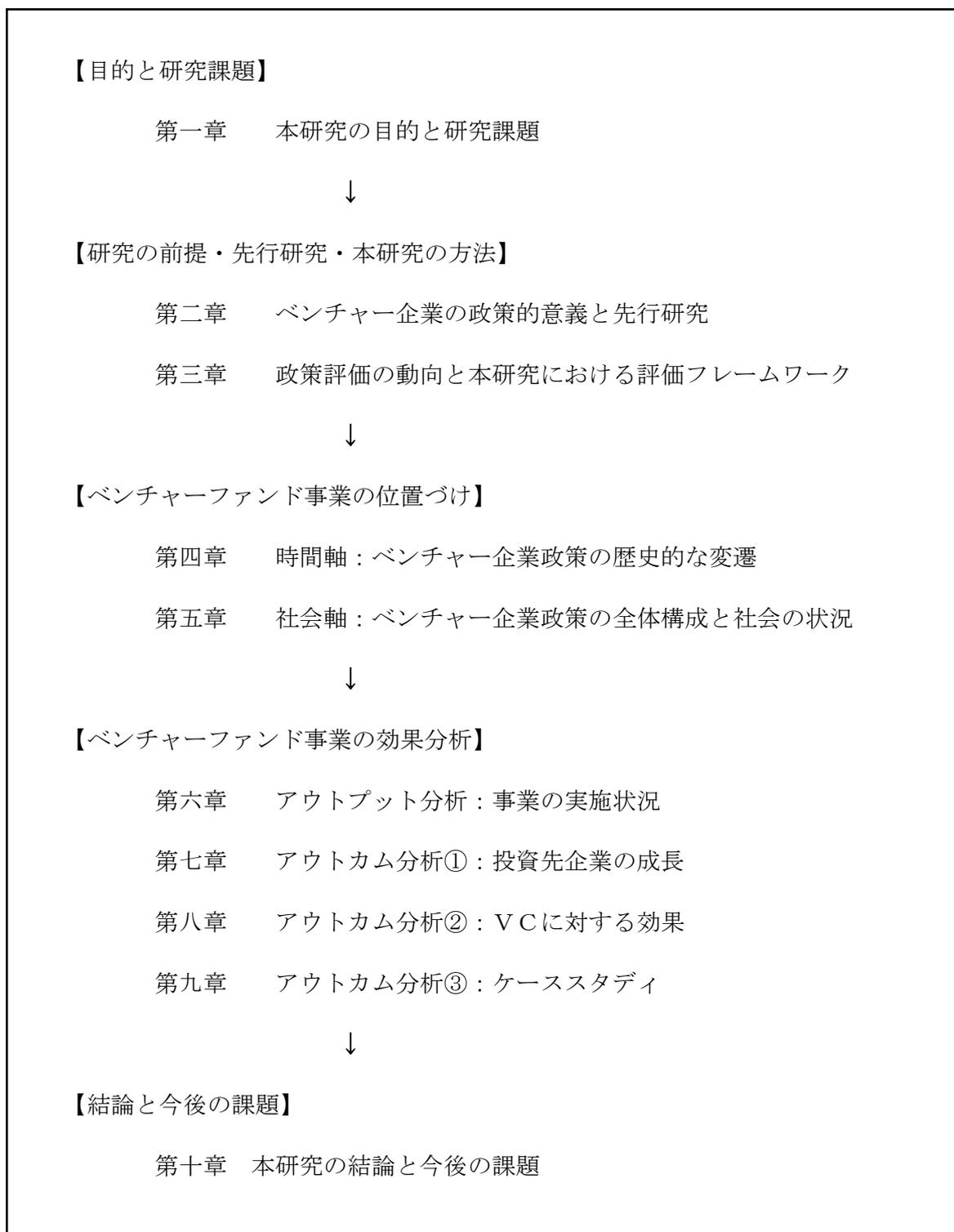
以下、第四章から第九章は評価フレームワークに基づく分析とする。第四章では、時間軸の観点からベンチャー企業とその支援の歴史的変遷を概観してベンチャーファンド事業の位置づけを考える。変遷の整理においては日本のベンチャー企業政策の形成に多大な影響を与えている米国の状況と比較しつつベンチャー企業とベンチャー企業政策の発展過程を追うとともに、特定の重要施策をより詳細に見る。第五章では、社会軸の観点から、現在のベンチャー企業政策を見るとともに、日本のベンチャー企業へのファイナンスの動向やファイナンスに関する公的支援策の状況を踏まえて、ベンチャーファンド事業の社会的な意義を考える。

第六章では、ベンチャーファンド事業のアウトプットとして、実施機関である中小機構でのファンド事業のスキーム、運営状況を示し。中小機構の投資先企業データベースにより資金の大きな流れを分析する。第七章では、投資先企業データベースにより投資先企業の成長などベンチャーファンド事業のアウトカムを定量的に分析する。また、帝国データバンクの企業データベースを使ってファンド投資を受けていない同種の企業群（マッチド企業）との売上高や雇用などの成長の比較をする。第八章では、公的出資を受けたファンドを運営するVCと純民間ファンドを運営するVCに対して独自に実施したアンケート調査の結果をもとに、ファンドの状況、ファンドの収益、ファンドの運営方針、ハンズオン支援、VCにおける公的支援の効果を明らかにして、VC業界に対する効果などのアウトカムを評価する。また、VCのベンチャーファイナンスに関する公的支援に対する評価と要望について示しつつベンチャー企業政策の今後について考える。第九章では、VCの幹部やファンドマネージャー等へのヒアリング調査とファンドの投資先企業の事例をもとにベンチャーファンド事業の

アウトカムの定性的な評価をする。ここでは、一般ファンド、産学連携・バイオフィェンド、地域ファンド、公的機関連携ファンド、純民間ファンドといったファンドの特徴ごとのヒアリング結果を吟味する。また、投資先企業の成功例といえる株式公開企業の概要と事例を示すことでアウトカム分析の補足とする。

第十章は、本研究の結論とする。前章までの整理、分析、検討をもとに、中小機構のベンチャーファンド事業の効果と課題を示し、第一章で掲げた研究課題に答える。あわせて、ベンチャーファンド事業の分析から導き出された考察をもとにベンチャー企業政策全体への示唆を探る。最後に、本研究の限界と今後の研究課題について明らかにする。各章の位置づけと構成を図表 1-1 に示す。

図表 1-1 論文の構成





## 第二章 ベンチャー企業の政策的意義と 先行研究

ベンチャー企業という言葉が日本で使われるようになって40年以上になる。しかし、ベンチャー企業という言葉は、人により受け取り方が大きく異なる。例えば、一攫千金を狙う「山師」のイメージを持つ人も多い。「なぜ、ベンチャー企業を公的機関が政策的に支援するのか」という質問も、ベンチャー企業政策に関する一般的な疑問として存在する。

本章においては、まず研究の前提を確認する意味で、ベンチャー企業の定義づけについて整理し、その政策的意義を考える。ベンチャー企業とは何か、なぜ公的支援が必要か、という点について見ていく。次に、本研究で取り上げるベンチャーファンド事業に関連するVCやベンチャーファンドに関する先行研究とベンチャー企業への公的支援策や中小企業支援策の評価についての先行研究を整理する。

## 1. ベンチャー企業とは

ベンチャー企業を示すベンチャー・ビジネスという言葉はいわゆる和製英語であり、その始まりは1970年5月に開催された第2回ボストンカレッジ・マネジメント・セミナーに参加した通商産業省（現経済産業省）の佃近雄氏による米国新興成長企業群の紹介といわれている（松田，2005）<sup>1</sup>。その後、ベンチャー企業という言葉は政策、ビジネス、研究、メディア等の各分野に広がり、一般的に使われる言葉となっている。一方、中小企業基本法において定義づけがなされている「中小企業」と異なり、「ベンチャー企業」については、法令上の正式な定義がない。このため、ベンチャー企業政策を論じる際にも、それぞれの支援策や支援者によって、ベンチャー企業の捉え方が異なり、論点がぶれることもある。研究者や実務家の間でも研究や実務に応じて様々な定義づけがなされている。以下では、ベンチャー企業の定義をめぐる論点を整理し、本研究における研究対象の範囲の考え方を示すこととする。

### （1）研究者による定義

研究者によるベンチャー企業の定義づけは、清成忠男教授、中村秀一郎教授、平尾光司教授によるベンチャー企業研究書の先駆である『ベンチャー・ビジネス 頭脳を売る小さな大企業』（清成・中村・平尾，1971）<sup>2</sup>で初めて示されている。ここでは、ベンチャー企業を、「研究開発集約的、またはデザイン開発集約的な能力発揮型の創造的新規開業企業」と定義している。また一般的な中小企業との差異に触れつつ、「小企業として出発するが、従来の新規開業小企業の場合と違うのは、独自の存在理由をもち、経営者自身が高度な専門能力と才能ある創造的な人々を引きつけるに足る魅力ある事業を組織する起業家精神を持っており、高収益企業であり、かつ、この中から急成長する企業が多く現れている。」としている。

中村教授は、ベンチャー企業の要素について次のように指摘している（中村，1971）<sup>3</sup>。

- 専門能力とくに研究開発能力のある人々のスピノフによって生まれ、これらの新企業の経営者は中堅企業よりも、いっそう能力発揮に生きがいを求める志向が強い、
- 独自の研究開発成果（デザイン開発を含む）としての新製品の企業化から出発、
- 専門的な製品に特化しており、生産上のスケール・メリットを追うものではない、

---

<sup>1</sup> 松田修一（2005）『ベンチャー企業』日本経済新聞社。

<sup>2</sup> 清成忠男・中村秀一郎・平尾光司（1971）『ベンチャー・ビジネス 頭脳を売る小さな大企業』日本経済新聞社。

<sup>3</sup> 中村秀一郎（1971）「小規模企業の存立条件」『国民金融公庫 調査月報』7月号。

- マーケティングは、新しいマーケットの開発と制度化に向けられている、
- 実際の生産を外部に大幅に依存するなど外部経済を積極的に活用する、
- 物的経営資源よりも人的経営資源の充実が決定的である、
- 経営者は利潤追求よりも技術そのものの展開を志向して企業を創業しているので、経営継承問題に関心がなく、またゴーイング・コンサーンとして大企業のような組織の重圧もない。

日本ベンチャー学会初代会長の清成忠男教授は、「我々は知的な、知識集約的な現代的イノベーターとしての中小企業、中小企業といってもスタートしたばかりの小さい企業という意味で使いだした。」とベンチャー・ビジネスという言葉が出たころのことを振り返っている（清成, 2003）<sup>4</sup>。

現在、ベンチャー企業研究の中心的な役割を果たす松田修一教授は、ベンチャー企業の政策的な意義を意識した広義の定義として、「成長意欲の強い起業家に率いられたリスクを恐れない若い企業で、製品や商品の独創性、事業の独立性、社会性、さらには国際性をもった、なんらかの新規性のある企業である。」としており、さらに「リスクを恐れず新しい領域に挑戦する若い企業」と裾野を広げてもよいとしている（松田, 2005）。

欧米の研究では、ベンチャー企業について、起業家“Entrepreneur”に着目して扱っていることが多く、欧米のビジネススクールでも、“Entrepreneurship”というカテゴリーの中で、ベンチャー企業の経営について論じている。Entrepreneurshipの定義としては、「本質的に人間の創造的プロセスである。（中略）人的エネルギーを結集し、事業を創造し、組織を作り上げる作業である。（中略）個人的、経済的にも計算されたリスクを負い、そのリスクを極小化すべく最大限の努力を惜しまない。」（Timmons, 1994）<sup>5</sup>などがある。

## （２）政策的な定義

ベンチャー企業への政策的なアプローチを見ると、1963年の中小企業投資育成株式会社の設立以降、ベンチャーを意識した様々な政策が立案・実施されているが、その定義が制度上形成されるのは研究や実務の動きと比してやや遅れる。

---

<sup>4</sup> 清成忠男 (2003) 「ベンチャー・ビジネスの創生ーその歴史的意義」パイオニア・ベンチャーグループ総会基調講演.

<sup>5</sup> Timmons, J.A.(1994) *New Venture Creation: Entrepreneurship*, 4<sup>th</sup> edition, Illinois: Richard D. Irwin (千本倭生・金井信次訳『ベンチャー創造の理論と戦略』ダイヤモンド社, 1997) .

法律でベンチャー企業の輪郭が明確になってくるのは、1989年の新規事業法（特定新規事業実施円滑化臨時措置法）からである。同法はベンチャー企業自体の定義をするのではなく、ベンチャー企業の活動について、「新事業分野開拓」として定義し、政策の支援対象を明らかにしている。ここで、新事業分野開拓とは「事業者がその事業の著しい成長発展を目指して行う事業活動であって、新商品の生産若しくは新役務の提供又は新技術を利用した商品の生産若しくは販売若しくは役務の提供の方式の改善により、新たな事業分野の開拓を図るものをいう。」としている。新規性の考え方としては、商品の場合、「新たな機能を有すること、新たな使用価値を有すること、性能の大幅な改善がなされていること、品質の大幅な改善がなされていること」であり、サービスの場合、「従来存在しなかった内容であること、従来存在した内容であるが、新たなコンセプトのもとにこれを組み合わせていること、大幅な質的改善がなされていること」、プロセスの場合、「商品・サービスには新規性がないものの、新技術を利用して、商品の生産・販売やサービスの提供の方法を改善するものであること」としている。

中小企業立法の中で最初にベンチャー企業支援を強く意識して作られた1995年の中小創造法（中小企業の創造的・事業活動の促進に関する臨時措置法）では、支援対象となる事業を「研究開発等事業」とし「生産、販売若しくは役務の提供の技術（著しい新規性を有するものに限る。）に関する研究開発、その成果の利用又は当該成果の利用のために必要な需要の開拓を行うことをいう。」としている。

中小企業政策の根幹を示す中小企業基本法は1963年の制定時は、大企業と中小企業からなる二重構造の格差是正を第一の目的としており、中小企業を指導・保護が必要ないわば社会的弱者ととらえていたため、ベンチャー企業を意識した条文を持っていなかった。しかし、1999年の改正で、「経営革新」を「新商品の開発又は生産、新役務の開発又は提供、商品の新たな生産又は販売の方式の導入、役務の新たな提供の方式の導入、新たな経営管理方法の導入その他の新たな事業活動を行うことにより、経営の相当程度の向上を図ること」と定義づけた上で、ベンチャー企業の事業活動を意識した「創造的な事業活動」を「経営の革新又は創業の対象となる事業活動のうち、著しい新規性を有する技術又は著しく創造的な経営管理方法を活用したもの」と定義して支援している。

### （3）調査実務等の定義

調査実務では、日本経済新聞・日経産業新聞の「ベンチャー企業調査」が、「研究開発型

企業、独自の技術・製品を持っている企業、新しいシステムやサービスなどを取り扱う企業、ディスカウンターなど独自の戦略を持つ流通企業、新事業創出促進法、中小企業創造活動促進法の認定企業、自治体のベンチャー財団や政府系投資育成会社の投資先企業、VECやUFJベンチャー育成基金の債務保証会社、業種を問わず高成長が見込まれる企業。」としており、帝国データバンクの「ベンチャー企業倒産実態調査」が、「他にはない独自の技術・ビジネスモデルを確立している企業、株式公開を計画している企業、経済産業省・地方公共団体などからベンチャーの認定を受けている企業、ベンチャー投資機関から出資を受けている企業。」としている。

なお、辞書の上でのベンチャー企業の定義では、「創造力、開発力をもとに、新製品・新技術や新しい業態などの新機軸を実施するために創設される中小企業。」（広辞苑第5版）、「新技術や高度な知識を軸に、大企業では実施しにくい創造的・革新的な経営を展開する小企業。」（三省堂デイリー新語辞典）、「新技術や高度な知識を軸に、大企業では実施しにくい創造的・革新的な経営を展開する中小企業を指す。」（Wikipedia）などがある。また、英語の辞書では“venture”という言葉“A business project or activity, especially one that involves taking risk.”（Oxford 英英辞典）、“A new business activity that involves taking risks.”（Longman 英英辞典）と表現している。

#### （４）本研究におけるベンチャー企業の考え方

本研究では、中小機構のベンチャーファンド事業を中心としつつ、幅広い観点でベンチャー企業を支援する公的な施策とその効果を見ていく。このために、以上に示した各種のベンチャー企業の定義を見つつ、できるだけ幅広い企業をベンチャー企業と考えることとする。

まず、ベンチャー企業が実施する事業の内容として、各定義に共通する要素は、「新規性」または「創造性」である。新しい製品・商品、新しいサービスの開発や提供、新しい生産・流通・販売・管理プロセスの導入、新しい業態の導入、新しい需要の開拓など、新たな事業活動を実施する「新規性」がベンチャー企業の定義の必須の要素のひとつと考えられる。

ベンチャー企業の性格として「独立性」、「リスクテイク」といった要素も大きい。元々英語の“venture”の本来の意味はリスクテイクと密接な関係にある。このリスクテイクをする人が「起業家」となる。独自に新規に事業を起こす場合には必ずリスクをとる必要があり、リスクテイクは「起業家=entrepreneur」とほぼ同義と考えられる。この起業家が中心となって事業を実施する企業がベンチャー企業といえる。よって「起業家に率いられる」という

点がベンチャー企業の定義の必須の要素のひとつと考えられる。起業家については、上昇志向、富に対する欲求（米国では **greed** という言葉をよく使う）など目的意識、企業の存在意義の面からもベンチャー企業を特徴づけている。

政策的な観点からは「成長性」も重要な要素である。企業の成長によって雇用の創出や付加価値の創出がなされるからである。しかし、企業が成長するかどうかは様々なリスク要因が関係するため、成長過程のベンチャー企業を論ずる際には明確には判断できない。このため、成長企業の必要条件である「成長意欲の高いこと」がベンチャー企業の定義の必須の要素のひとつと考えられる。

また、本研究では政策の効果を検討するため、研究の対象となるベンチャー企業には政策的な資源を投入する正当性の根拠となる「中小企業性」も重要な要素となる。大企業のように自社の経営資源が潤沢にあり、政策資源投入の必要のない企業には、当然にベンチャー企業政策は実施されないからである。ただし、中小企業基本法で定める中小企業に限定すると、資本金規定や従業員規定で縛られてやや限定的になりすぎるきらいもあるので、より幅広く、一般的な意味で規模が小さく経営資源に制限がある企業という意味での中小企業とする。これらをまとめると図表 2-1 となる。

図表 2-1 本研究におけるベンチャー企業の考え方

要件 1：「新規性」

新商品の開発や生産、新サービスの開発や提供、商品・サービスの新たな販売・提供方式（新プロセス）の導入、新たな経営管理方法の導入ほか新たな事業活動を行うこと。

要件 2：「起業家精神・起業家」

企業経営に対する一定の意欲と知見を有し、リスクをとって新しく事業を起こす起業家に率いられていること。

要件 3：「成長性」

事業活動の成果（売上、雇用、事業規模など）を拡大させる速さ、事業活動の段階を進展させる速さとこれらの成長の意欲と可能性を有すること。

要件 4：「中小企業性」

経営資源に制限があり、政策的支援の対象としての正当性があること。

以上の考察を踏まえ、本研究においては、ベンチャー企業を以下のように定義し、それに対する政策を研究の対象とする。また、ベンチャー企業をめぐる時間的、社会的な要因等を見る際にもこの定義をベースに調査・分析の範囲を設定する。

「ベンチャー企業とは、成長意欲の高い起業家に率いられた、  
新規性を有する中小企業である。」

## 2. ベンチャー企業の政策的意義

なぜ、ベンチャー企業を政策として公的に支援するのか。ベンチャー企業の政策的な意義については、様々な観点から論ずることができる。ここでは、「イノベーション」、「付加価値」、「雇用の創出」、及び「エクイティギャップの存在」という観点から整理する。

### (1) イノベーションの創出

ベンチャー企業の果たす大きな役割のひとつとしてイノベーションが挙げられる。イノベーションとは、Schumpeter(1926)<sup>6</sup>で「新結合：neue kombination」として、○新しい財貨の生産、○新しい生産方式の導入、○新しい販売先の開拓、○新しい仕入先の獲得、○新しい組織の実現、と類型化され、企業家・起業家（entrepreneur）によってもたらされるとされた。ここでは「アントレプレナーは自身の富を増やそうという野心をもって新商品の市場を開拓する。その市場が新商品に魅力を感じて増えることは、すなわち新しい所得が生まれることである。同時に、一方で新商品は既存の財・サービスの供給者の市場シェアあるいは販売を減少させることにもつながる。したがってアントレプレナーは従来の供給者の富の一部を奪取することにもなる。」と市場の創出の効果を指摘している。また、Schumpeter(1950)<sup>7</sup>では「創造的破壊」という言葉によりイノベーションの社会的、経済的なインパクトの大きさを示した。ここでは、起業家に率いられたベンチャー企業が既存の市場や価値を破壊しつつ、新たな市場や価値を創出するという効果が導き出されている。

清成・中村・平尾(1971)においては、「ベンチャー・ビジネスの登場は硬直的な大企業体制に新風を吹き込むものであり、活発な企業化精神の復活を促す」と経済の新陳代謝の原動力としての機能を指摘している。Timmons(1994)においては、米国の戦後のイノベーションの50%、画期的なイノベーションの95%は新規小企業で生まれているとし、その例として、パソコン、X線機器、ペースメーカー、宅急便などを挙げている。人々の生活を変える製品やサービスのイノベーションを生む主体がベンチャー企業であるとしている。

---

<sup>6</sup> Schumpeter, J. (1926) *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung: Eine Untersuchung über Unternehmerrgewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus*, 2<sup>nd</sup> revised edition, Leipzig: Duncker & Humblot (塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論』岩波書店, 1977) .

<sup>7</sup> Schumpeter, J. (1950) *Capitalism, Socialism and Democracy*, 3<sup>rd</sup> edition, Harper & Brothers (中山伊知郎・東畑精一訳『新装版 資本主義・社会主義・民主主義』東洋経済新報社, 1995) .

日本の大企業・中堅企業の連合組織である経済同友会においてもベンチャー企業による新産業創造、イノベーションの創出の重要性を認識している。『ベンチャー企業による市場の活性化と個人再生』（経済同友会, 2007）<sup>8</sup>では、「ベンチャー育成などによる「新産業創造」に関しては、その重要性は長らく認識されていながら実現されていない。従って、いまこそ国を挙げて「新産業創造」を目指し、抜本的な取り組みを行う時期である。」と政策と民間が協力してのベンチャー企業支援の意義を掲げている。

行政においては、経済産業省の中長期的な政策プランとして策定された『新経済成長戦略』（経済産業省, 2006）<sup>9</sup>で、「我が国産業のイノベーションは、ベンチャー企業や企業のリノベーション活動から生じるものであり、資金面からこうした企業の挑戦を支援していく必要がある。」とし、「我が国の経済を牽引するような革新的ベンチャー企業を育成するために、ベンチャー企業自体の実力を向上するための施策はもちろん、大企業やベンチャーキャピタル、大学等、ベンチャーを活用する側・生み出す側にも着目した施策体系を構築する。」とその支援の方向性を示している。『ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会最終報告書』（経済産業省, 2008）<sup>10</sup>では、「ベンチャー企業は、革新的な技術や独創的なビジネスモデルを生み出す原動力として、日本経済全体のイノベーションの重要な源泉の一つである。」としている。同報告書では米国経済のイノベーションをベンチャー企業が担っており、日本においてはそのような状況が生まれてきていないため経済活力が停滞しているとして、人材、市場、金融などさまざまな観点から日本におけるベンチャー企業支援の強化を強調している。

## （２）付加価値と雇用の創出

Timmons (1994)では、米国のベンチャー企業、起業家について、国家経済の燃料であり、エンジンであり、スロットルであるとし、その具体例として以下をあげている。

- 米国の新規事業の純増数は、事実上すべて新規企業と急成長企業によるもので、大企業によるものではない。1988年から1990年にかけて小企業が経済のすべての新規雇用を創出し、その成長の大部分は従業員20人未満の会社によるものである。
- 米国で過去20年間に創出された雇用は3600万人で、ベンチャーの活動が活発でない

---

<sup>8</sup> 社団法人経済同友会 (2007) 「ベンチャー企業による市場の活性化と個人再生」。

<sup>9</sup> 経済産業省 (2006) 『新経済成長戦略』。

<sup>10</sup> 経済産業省 (2008) 『ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会最終報告書 ～ベンチャー企業の創出・成長で日本経済のイノベーションを～』。

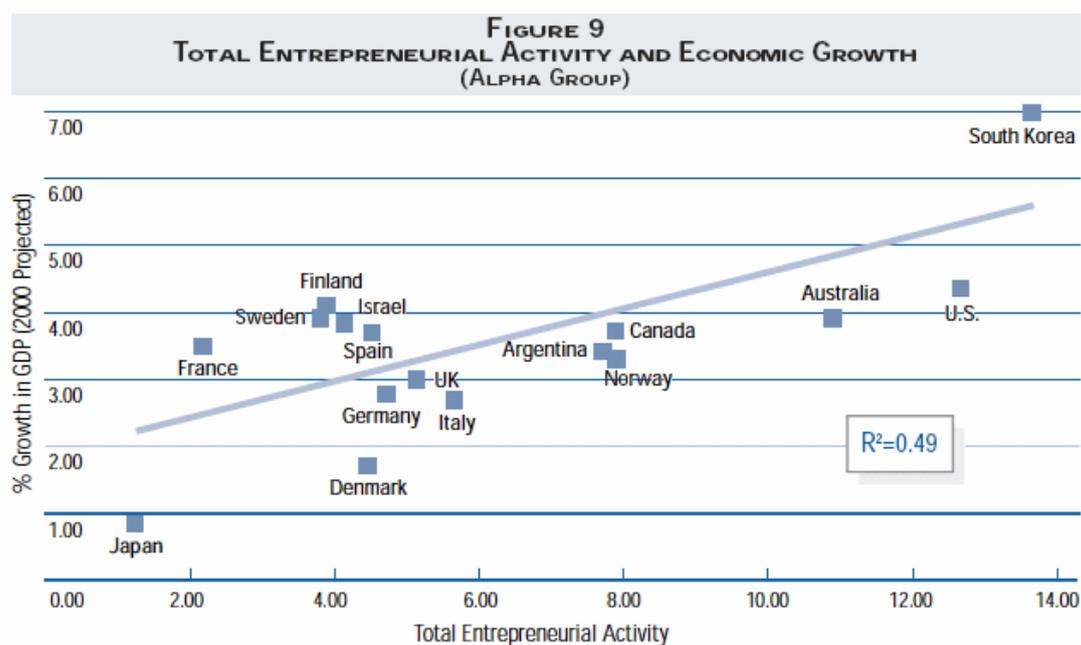
ヨーロッパでは、差し引きマイナスになっている。

- 1977年から1993年の間にバブソンカレッジの優秀起業家アカデミーに名を連ねた起業家53人の会社の合計売上高は、世界で16番目の大国のGNPと同額である。

Reynolds et al. (1994)<sup>11</sup>は、米国各地域の分析により高い開業率は高い経済成長に先行する傾向があるとしている。Gavron et al. (1998)<sup>12</sup>では、英国の経済環境や米国の状況を検討した上で、新規開業企業は、経済成長、雇用創出、技術革新に貢献するので、政府は質の高い新規開業の供給を増大させ「起業家社会」を実現すべきであると提唱している。

また、より包括的に起業活動と経済成長について各国の比較により分析しているのがGlobal Entrepreneurship Monitor (2000)<sup>13</sup>である。この調査では米国のバブソンカレッジと英国のロンドンビジネススクールを中心に毎年、世界各国での比較調査が実施されており、ベンチャーを含む起業家の活動と経済成長は正の相関にあることが示されている(図表2-2)。

図表 2-2 起業家活動と経済成長率



出典：Global Entrepreneurship Monitor 2000 Executive Report

<sup>11</sup> Reynolds, P. D., Storey, D. J., and Westhead, P. (1994) "Cross-national Comparisons of the Variation in New Firm Formation Rates," *Regional Studies*, 28, pp.443-456.

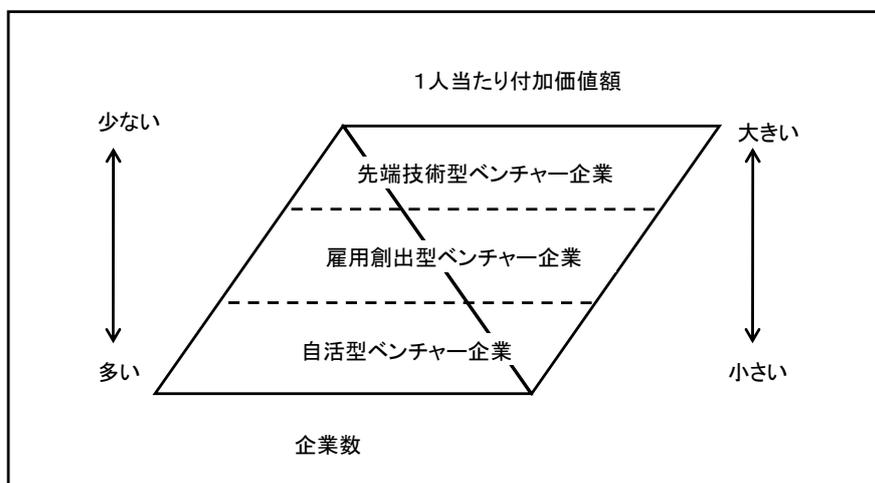
<sup>12</sup> Gavron, R., Cowling, M., Holtham, G. and Westall, G. A. (1998) *The Enterprise Society*, Institute for Public Policy Research (忽那憲治・前田啓二・高田亮二・篠原建一訳『起業家社会 イギリスの新規開業支援施策に学ぶ』同友館, 2000).

<sup>13</sup> Global Entrepreneurship Monitor (2000) *Global Entrepreneurship Monitor Executive Report*.

松田(2005)は、ベンチャー企業を「新産業の創出や産業の活性化の担い手」として位置づけ、国内外の市場に向けて高付加価値商品を生み出し、自主、独立、独創型の自活型人材を輩出するとしている。また、社会経済への貢献との関係では、ベンチャー企業の効果につき、「企業が創造する付加価値」（営業利益＋人件費＋減価償却）と「雇用」を掲げ、以下のよ  
うなベンチャー企業の分類とその経済的意義を示している（図表 2-3）。

- 先端技術型ベンチャー企業： 研究開発型あるいは技術企画型に多く、独創的技術を持ち、製品やサービスの市場シェアが高く、高収益かつグローバル化の可能性のある企業。新製品や新サービスで大きな付加価値を創出する。しかし、先端技術の開発に失敗する技術リスクや市場が未成熟であったりする市場リスクが高く、ハイリスク・ハイリターン型のベンチャー企業である。
- 雇用創出型ベンチャー企業： ソフト開発や小売業のように、商品やサービスを生み出すために多くの人力を必要とし、規模の拡大が多くの雇用を生み出す。事業自体は既存事業の変革領域に属していることが多く、その販売手法に先端技術を活用し、着実に成功することができる。成功するためにはビジネススピードと経営システムの革新性が不可欠だが、市場の動向や競合他社との競争優位性が明確に読み取れるので、リスクはその割合に少なく、ミドルリスク・ミドルリターン型の企業である。
- 自活型ベンチャー企業： 自主独立意欲の強い起業家（女性・男性、年齢を問わない）が家族や少人数の友人と事業を興し、規模拡大に主目的を置かない企業。数が多いので雇用の創出効果はあるが一人あたりの付加価値額は小さい。規模の拡大を追わないので、リスクが少なく、ローリスク・ローリターン型の企業である。

図表 2-3 松田(2005)によるベンチャー企業の付加価値創造区分



出典：松田(2005)

ベンチャー企業の特徴のひとつである企業の成長による雇用創出効果を政策的な意義とする研究も多い。Birch (1987)<sup>14</sup>は米国の1970代から1980年代初頭の雇用創出に新興成長企業の果たす役割が大きかったとしている。Phillips and Kirchoff (1989)<sup>15</sup>においても、企業の成長段階での雇用創出が確認されている。米国中小企業庁はBirchの調査を受けて雇用創出における中小企業の影響力を分析し、1970年代以降の中小企業の雇用創出効果を明らかにしている。米国内国歳入庁の調査では、1990年から1995年の間で、全米の新規雇用創出の約8割に当たる500万人の新規雇用が成長性の高い中小企業から生み出されたとしている(U.S. Small Business Administration, 1998)。<sup>16</sup>これらの調査結果は、米国の産業政策に大きな影響を及ぼすとともに、海外の研究や政策にも影響を及ぼしている。英国においては、Storey (1994)<sup>17</sup>が、新規開業企業による雇用創出の5割が、成長率で見た上位4%の成長企業によるものであることを明らかにしている。あわせて、中小企業の成長に影響を与える要因として、経営戦略、企業家能力、企業特性の3つを上げている。

日本では、中小企業庁(2002)<sup>18</sup>において、雇用の創出の多くの部分が大企業よりも中小企業、特に規模の小さい企業や新規開業企業によることが示されている(図表2-4 図表2-5)。ここでは、1990年代の雇用について着目し、1991年から1999年の間で創出された2,703万人の雇用のうち、1,700万人を新設事業所、268万人を既存の従業員1~5人の事業所、310万人を6~20人の事業所が担っていることを明らかにし、一方で、従業員101~300人の事業所では95万人、300人以上の事業所では61万人の雇用しか創出していないことを示した。また、雇用の創出と喪失の差を見ても、従業員1~5人の事業所では、13万人の雇用創出超過に対して、300人以上の事業所では110万人の雇用喪失超過となっている。この調査結果は、大企業より新規企業の雇用創出の効果が大きいことを明確し、以後の中小企業政策・ベンチャー企業政策による成長企業支援のひとつの論拠となっている。

---

<sup>14</sup> Birch, D. L. (1987) *Job Creation in America: How Our Smallest Companies Put the Most People to Work*, New York: Free Press.

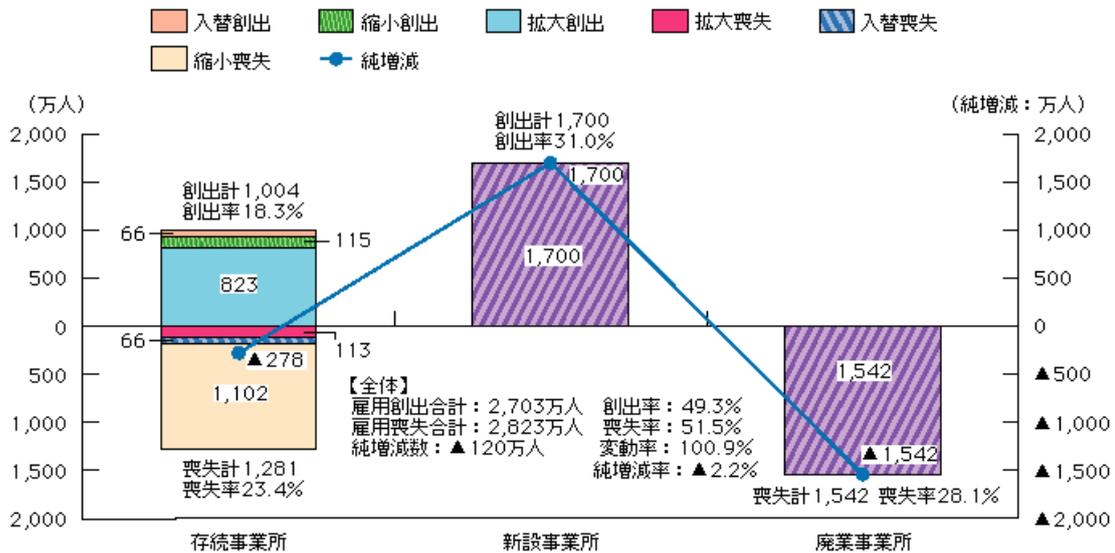
<sup>15</sup> Phillips, B. and Kirchoff, B. (1989) "Formation, Growth, and Survival: Small Firm Dynamics in the US Economy," *Small Business Economics*, 1, pp.65-74.

<sup>16</sup> U.S. Small Business Administration (1998) *The State of Small Business: A Report of the President*, U.S. Government Printing Office.

<sup>17</sup> Storey, D. J. (1994) *Understanding the small business sector*, Thomson Learning.

<sup>18</sup> 中小企業庁(2002)『中小企業白書2002年版』.

図表 2-4 1990年代の雇用の増減 (2002年中小企業白書から)

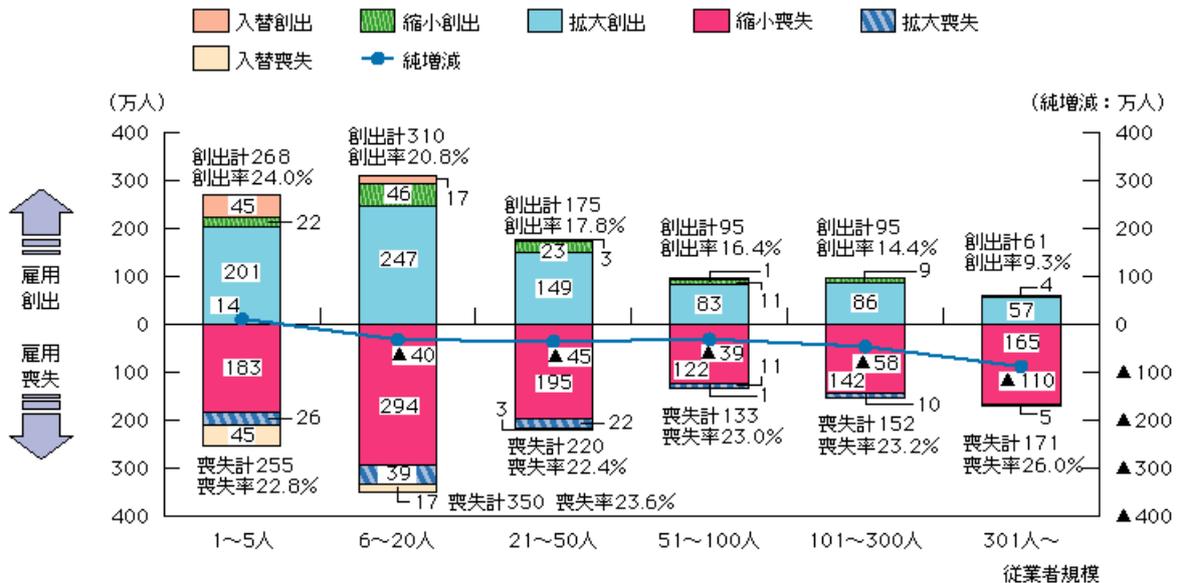


資料：総務省「事業所・企業統計調査」再編加工

- (注) 1. 1991年と1999年の調査時点で接続可能な事業所を存続事業所とする。  
 2. 1991年調査時点で存在せず、1999年調査時点で存在した事業所を新設事業所とする。  
 3. 1991年調査時点で存在し、1999年調査時点で存在しなかった事業所を廃業事業所とする。  
 4. 創出率(喪失率)は、各事業所の創出計(喪失計)/期首(1991年)の総従業者数で求める。

出典：中小企業白書 2002年版

図表 2-5 1990年代の雇用の増減 (既存事業所従業員規模別)



資料：総務省「事業所・企業統計調査」再編加工

- (注) 1. 1991年と1999年の調査で接続可能な事業所を存続事業所とする。  
 2. 従業員規模は、期首(1991年)とする。  
 3. 創出率(喪失率)は、創出計(喪失計)/その従業員規模の期首(1991年)の総従業者数で求める。

出典：中小企業白書 2002年版

### (3) エクイティギャップの存在と支援の必要性

ベンチャー企業は以上のようにイノベーションと付加価値と雇用の創出の担い手であるといわれているが、その成長促進のためには、経営資源を確保するための資金調達、すなわちファイナンスが重要である。しかし、創業間もないベンチャー企業は信用力もなく、新しい技術、ビジネスモデルを事業化したり新しい事業分野に進出したりする場合はリスクが大きいため、一般の金融機関での資金調達は難しい。いわゆる「エクイティギャップ」が存在するのである。これについて最初に指摘したのが「マクミラン報告」といわれる英国議会への金融制度報告である。ここでは中小企業の成長のための資金調達の過程で、銀行と資本市場の間でギャップがあることを示している(Committee on Finance and Industry, 1931)<sup>19</sup>。

Timmons (1994)では、さまざまなタイプの企業がその成長段階で利用できる資金調達手段を示している。企業がどの程度の金額を調達できるかについては、企業の成長段階、成長率、地域などにより異なるが、一般に個人的資金調達(創業者、家族、友人: Founder, Family, Friendsの頭文字をとって3Fsとも呼ばれる)、インフォーマルな投資家としてのビジネスエンジェルの投資は、その後企業が順調に成長した場合の資金需要には不十分であるとされている。ここでは、ベンチャー企業がその初期成長期を越えるまでのエクイティギャップの存在を示し、VC投資の重要性を述べている。Mason and Harrison (1997)<sup>20</sup>では、英国においてもこのエクイティギャップがあり、近年、VCの投資行動の変化により、ギャップが広がっていると述べている。また、ビジネスエンジェルをはじめとするインフォーマルなVCの市場への政府の政策的な関与が必要であると述べている。

秦・東出 (1994)<sup>21</sup>では、日本のベンチャー企業のファイナンスに関して、エクイティギャップの存在を示しつつ、日本の特徴としてベンチャー企業の成長に欠かせないリスクマネーの供給が、大きなリスクを嫌うはずの間接金融、すなわち銀行などの金融機関からの借り入れを中心に賄われてきたとしている。

石井 (2009)<sup>22</sup>では、米国のビジネスエンジェルの活動の調査をもとに、日本におけるエク

<sup>19</sup> Committee on Finance and Industry (1931), *Report.HMSO*. (西村閑也・加藤三郎訳『マクミラン委員会報告書』日本経済評論社, 1985) .

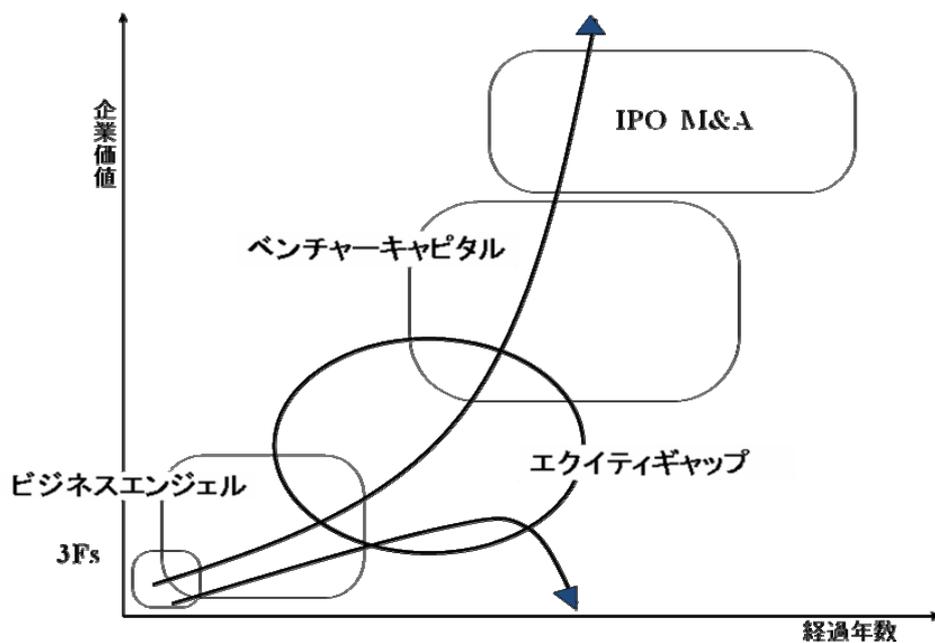
<sup>20</sup> Mason, C.M. and Harrison, R.T. (1997) "Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the U.K.: Is There Still a Role for the Public Sector?," *Small Business Economics*, 9. pp.111-123.

<sup>21</sup> 秦信行・東出浩教 (2000)「ベンチャーファイナンスの現状とVCの役割」松田修一(監修)・早稲田大学アントレプレヌール研究会(編)『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社 pp.136-168.

<sup>22</sup> 石井芳明 (2009)「ビジネスエンジェル再考」『日本ベンチャー学会誌 ベンチャーレビュー』No.13, pp.17-21.

イティギャップの状況を示し、それを埋めるためにビジネスエンジェルのネットワーク化やシードステージに投資するVCの育成が必要としている（図表 2-6）。

図表 2-6 企業成長とベンチャー企業のファイナンス



出典：石井(2009)に加筆

### 3. ベンチャーキャピタル・ベンチャーファンドに関する先行研究

ベンチャー企業はイノベーションの創出、付加価値と雇用の創出など大きな社会経済効果をもたらす企業であり、経済政策、産業政策、科学技術政策、雇用政策、地域振興政策、社会政策の観点から公的な支援を供給する意義が大きいと考えられる。しかし、ベンチャー企業が成長するためにはファイナンスギャップの存在が大きく、ベンチャー企業へのリスク資金の供給の担い手であるVCと資金供給のための「器」であるファンドの役割の重要性が注目されている。本研究で取り上げるベンチャーファンド事業はVCがファンドを通じて行うリスク資金の供給や投資後の経営支援に関する効果に着目して創設された制度である。以下、VCやファンドの役割、資金供給、投資後の経営支援に関する先行研究をまとめる。

Timmons and Bygrave (1986)<sup>23</sup>は、National Science Foundation, Babson College, Venture Economics の調査をもとに、イノベーションの創出のためのVCの役割を明確にした。ここでは、イノベーションを進めるべく技術レベルの高いベンチャー企業 (Highly Innovative Technological Ventures) を育成するためにVCが供給するものとしては、“Capital”は重要ではなく、むしろ付加価値創造活動 (Value Added Contribution) といわれる以下のマネジメントの支援が重要であるとしている。

<付加価値創造活動：Value Added Contribution>

- 鍵となるマネジメントチーム人材 (Key management team members)
- サプライヤー・顧客への信頼 (Credibility with suppliers and customers)
- 戦略立案の支援 (Helping to shape strategy)

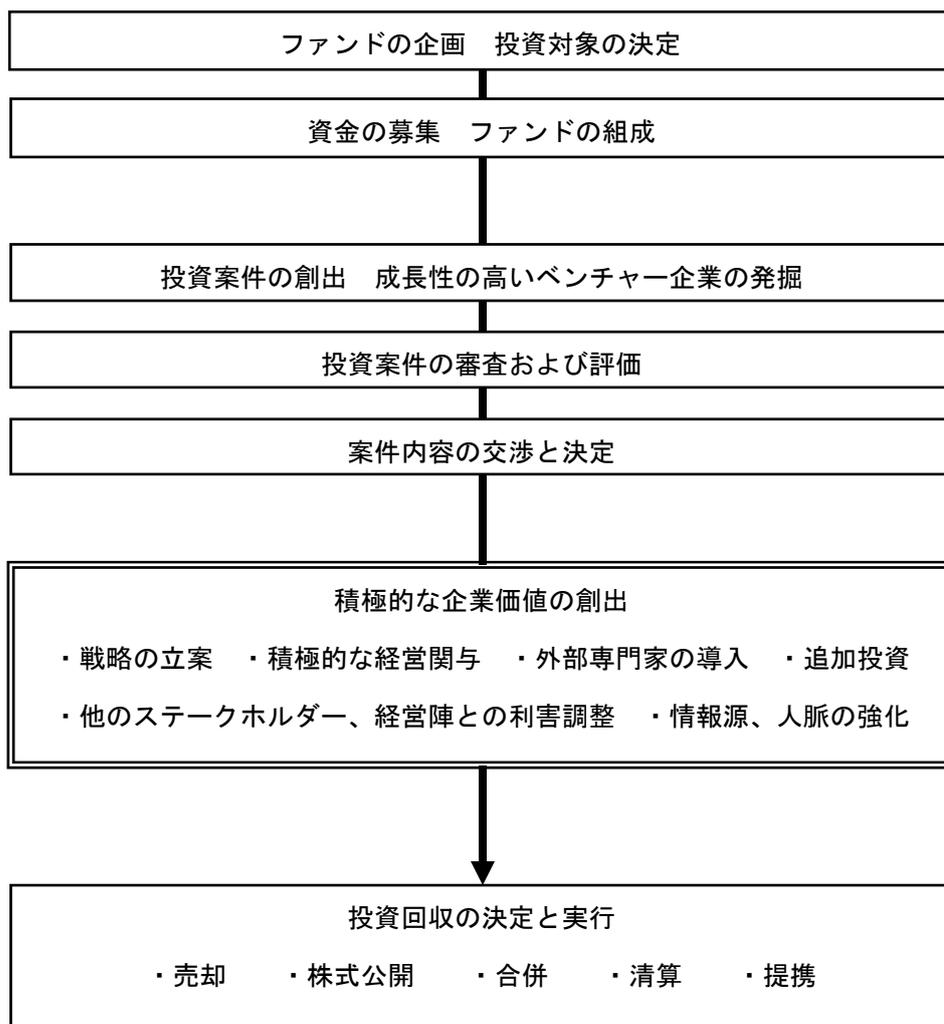
また、技術レベルの高いベンチャー企業への投資は高い専門性が求められ、業界の5%のVCが25%の投資を担っており、これらのVCはベンチャーキャピタリストが専門ノウハウと投資シンジケーションのネットワークを持つことが明らかになっている。さらに、1979年のキャピタルゲイン課税の減税後、VC業界が急激に大きくなり、起業家はVCをよく見極める必要があることを指摘している。

---

<sup>23</sup> Timmons, J. A. and Bygrave, W. D. (1986) “Venture Capital’s Role in Financing Innovation for Economic Growth,” *Journal of Business Venturing*, 1, pp161-176.

Bygrave and Timmons (1993)<sup>24</sup>では、VCの基本形とも言えるクラシックVCの活動について図表 2-7 のように標準的なモデルを示している。

図表 2-7 Bygrave and Timmons (1993)のクラシックVCの投資プロセス



出典：Bygrave and Timmons (1993)

その一方で、米国の 1980 年代のキャピタルゲイン減税や一連の制度改正とそれを受けた市場の動きにより、VCが巨大な資金を基に投資銀行的な投資を実施する「マーチャントキャ

<sup>24</sup> Bygrave, W. D. and Timmons, J. A. (1993) *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press (日本合同ファイナンス(株)訳『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』東洋経済新報社, 1995) .

ピタル」化していることも指摘している。ここでは、業界の内部要因として、投資戦略の差別化、パートナーシップファンドの出現と制度化、変化する投資回収の方法、機関投資家と投資先企業の訴訟などを挙げ、外部要因として、沈滞する投資機会、市場・ネットワークの国際化、ファンドに流入する資金の巨大化、強まる機関投資化現象を挙げている。この結果として、米国VC業界ではクラシックVCとマーチャントキャピタルの二極分化や業界再編が起こっているとしている。

日本においては、西沢 (1994)<sup>25</sup>がベンチャー企業へのリスク資金の供給であるベンチャーファイナンスの重要性を示し、日本、米国、欧州におけるVC業界の形成過程と、日本におけるインフラストラクチャー整備と大企業の子会社が中心のVC業界の体質改善を提言している。浅井 (1996)<sup>26</sup>は、日本のVCの状況を中小企業金融の全体像の中で位置づけるとともに、その形成過程を米国との比較や社会経済の状況とあわせて整理している。秦・上條 (1996)<sup>27</sup>は、日本のVCの設立母体と経営への影響やVC自体の企業としての収益構造や経営課題を明らかにしている。特に、投資後に株式公開も倒産もできずに停滞した状況となっている企業（リビングデッド）をめぐる業界、制度面での問題点を指摘している。上條・秦・松田 (1996)<sup>28</sup>では、VCを取り巻く環境を分析して、ベンチャーファイナンスの向上の提言を行っている。ここでは、VC業界における人材育成の必要性に加え、間接金融の新展開、日本型エンジェルの出現可能性、大企業による新産業・新事業支援、株式市場の改革、公的支援の拡大、ベンチャー企業の側の意識改革などの要請が取り上げられている。

忽邦 (1997)<sup>29</sup>は、中小企業とベンチャー企業の財務構造の分析、融資などの間接金融とファンド投資などの直接金融の比較、日本、米国、英国のVCの投資行動や市場の動向、税制などの支援策の状況を分析している。

Hata, Ando and Ishii (2007)<sup>30</sup>では、既存の研究と政府のデータをもとに2000年代以降の

---

<sup>25</sup> 西沢昭夫 (1994) 「ベンチャーファイナンスの再構築」松田修一 (監修) ・早稲田大学アントレプレヌール研究会 (編) 『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社, pp.123-155.

<sup>26</sup> 浅井武夫 (1996) 「日本の中小企業金融とベンチャーキャピタルの形成」秦信行・上條正夫 (編著) 『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社, pp.21-68.

<sup>27</sup> 秦信行・上條正夫 (1996) 「日本のベンチャーキャピタルの構造と課題」秦信行・上條正夫 (編著) 『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社, pp.111-159.

<sup>28</sup> 上條正夫・秦信行・松田修一 (1996) 「ベンチャーファイナンスの未来像」秦信行・上條正夫 (編著) 『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社, pp.161-203.

<sup>29</sup> 忽邦憲治 (1997) 『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス —日・米・英の国際比較—』東洋経済新報社.

<sup>30</sup> Hata, N., Ando, H. and Ishii, Y. (2007) "Venture Capital and its Governance: The Emergence of Equity Financing Conduits in Japan," Aoki, Jackson and Miyajima, *Corporate Governance in Japan*, Oxford Press.

日本のVCの状況と課題を整理している。ここでは、1980年代、1990年代に掲げられた課題が十分に解決されることなく構造的な問題として残っていることが明らかにされている。

VCによるベンチャー企業支援として、リスク資金の供給とともにベンチャーキャピタリストが実施する付加価値創造活動が注目されている。その効果等については以下のような先行研究がある。

Macmillan, Kulow and Khoylian (1988)<sup>31</sup> は、VCにアンケート調査を実施し、投資先企業への関与の内容や、関与とパフォーマンスとの関係について分析している。ここでは、ベンチャーキャピタリストの関与は、ファイナンスに関する内容が多く、Sounding Board（起業家の相談役）としての活動も高い割合となっている。また、キャピタリストは時間をあまりかけない関与（経営戦略、マーケティングプランの立案、ボードメンバーとしての関与など）を重視し、時間のかかる関与（製品やサービスの形成、ベンダーや設備の選択、流通システムの形成など）は重視しない傾向にあるとしている。また、キャピタリストの関与の仕方としては、以下の3つがあるとしている。

- Laissez Faire（レッセフェール：放任主義）
- Moderate（一定の関与）
- Close Tracker（密接な関与：主要な起業家活動への関与）

さらに、これらの関与の仕方と投資先企業のパフォーマンスについて相関関係を分析し、明らかな傾向は出ていないとしている。ただし、Laissez Faireの関与では、「専門家のサポートグループを探すこと」とパフォーマンスが正の相関にあり、Moderateの関与では「オペレーションのモニタリング」が正の相関、「戦略立案」が負の相関となり、Close Trackerでは、「雇用関係の調整」が正の相関となっている。また、「経営陣を探すこと」はすべてのグループにおいて負の相関となっている。

Gorman and Sahlman (1989)<sup>32</sup>は、ベンチャーキャピタリストと投資先との関係を米国の主要な49のVCに対して調査している。ここで示されたキャピタリストの標準的な姿は、キャピタリスト一人につき、投資先9社を担当し（そのうち5社の取締役となる）、仕事の時間の半分を投資先のモニタリングにあて、取締役になっている企業に対して年間80時間を現

---

<sup>31</sup> Macmillan, I. C., Kulow, D. M. and Khoylian, R. (1988) "Venture Capital's Involvement in Their Investments: Extent and Performance," *Journal of Business Venturing*, 4, pp27-47.

<sup>32</sup> Gorman, M. and Sahlman, W. (1989) "What Do Venture Capitalists Do?," *Journal of Business Venturing*, 4, pp231-248.

地で、30 時間を電話で支援しているといったものである。支援の内容としては、追加資金のアレンジが多く、戦略分析、人材確保も重要な役割となっている。マネジメントが弱ければ CEO を交代させる措置もとる。キャピタリストによる支援の順位づけは次のとおりとなっている。

< 支援の種類 >	< 重要度 >	< 積極関与企業での実施 >
○ Help obtaining additional financing	1.9 位	75.0% に実施
○ Strategic planning	2.4 位	67.5% に実施
○ Management recruitment	2.6 位	62.5% に実施
○ Operational planning	4.1 位	55.0% に実施
○ Introduction to potential customers	4.6 位	52.5% に実施
○ Resolve compensation issues	5.6 位	55.0% に実施

また、投資先の問題についても分析しており、キャピタリストが考える投資先企業の問題点は、マネジメント、製品、市場など以下の順としている。

○ Management	
• Ineffective senior management	1.6 位
• Ineffective functional management	2.5 位
○ Product	
• Development failure	2.4 位
• Manufacturing failure	2.9 位
○ Market	
• Market failed to develop as expected	2.7 位
○ Fail to capture share	
• Competition	3.0 位

なお、投資先企業の問題に関しては、Macmillan, Zemann and Subbanarasimha (1987)<sup>33</sup> は、ベンチャー企業への投資の選定プロセスとの関連で、成功する企業とそうでない企業を分ける要因を分析している。VC が投資を決定する際に「勘・相性 (gut feel)」が最終決定を左右するとされている中、投資の有効性を客観的に測れないかという試みである。ここで

<sup>33</sup> Macmillan, I. C., Zemann, L. and Subbanarasimha, P. N. (1987) "Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process," *Journal of Business Venturing* 2, pp123-137.

は成功する企業の特徴として、以下を挙げ、これらをもとに、VCが企業への投資パフォーマンスをある程度予測できるとしている。

- High-tech venture with a well-qualified venture team (人材の揃ったハイテク企業)
- Product has a very high level quality (製品が高い品質を持つ企業)
- A class of “market maker” (マーケットを創る企業)
- Low-tech with critical distribution skills (決定的な流通スキルを持つローテク企業)

Rosenstein, Bruno, Bygrave and Taylor (1993)<sup>34</sup>は、VCの付加価値創造活動の中で社外取締役としての役割に着目し、その活動を分析している。その結果、米国トップ20のVCがリードインベスターとなっている会社ではVCの株式持分比率が高く、経営陣がそのアドバイスを高く評価していることが明らかになっている。一方、トップ20でないVCは持分も低くアドバイスの評価も低い。VCにとっては、付加価値創造活動がVC業界における最も重要な競争力となり、業界上位のVCはその能力が高いことが示されている。

Sapienza, Manigart and Vermeir (1996)<sup>35</sup>は、米、英、独、仏の4カ国のVCの調査をもとに、VCと投資先との関係、VCの役割、VCによる付加価値活動について分析している。調査では、VCは戦略的関与（ファイナンスや事業のアドバイス）を最も重視し、人間的な関与（CEOのメンターや相談役の紹介）、ネットワークの提供（他企業や専門家の紹介）を続いて重視するとしている。また、本研究では、人間的関与はAgency Costの問題を軽減するとの従前の仮説に対して、人間的関与は投資先のパフォーマンスにインパクトを与えないとの分析結果を示している。また、VCは経営資源がなくリスクが大きい企業を支援し、経営者とともに価値を創造するとの仮説に対して、VCは主として既に一定の成果をあげている企業に多くの価値を提供するとの分析結果を示すなど付加価値創造活動に関する従前の仮説の検証がなされている。

これらは、不確実性の高いアーリーステージ企業への付加価値創造活動の成功確率が低いことや、経験を積んだキャピタリストは支援に要する時間が少ないことなど様々な要因が関連した結果であるとされている。また、VCの投資と付加価値創造活動については、地域や業種、タイミングにより大きな差が出ることを起業家は認識すべきであるとしている。

---

<sup>34</sup> Rosenstein, J., Bruno, A. V., Bygrave, W. D. and Taylor N. T. (1993) “The CEO, Venture Capitalists, and the Board,” *Journal of Business Venturing*, 8, pp99-113.

<sup>35</sup> Sapienza, H.J., Manigart, S. and Vermeir, W. (1996) “Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries,” *Journal of Business Venturing*, 11, pp439-469.

Higashide and Birley (2002)<sup>36</sup>は、英国のVCへの調査によりVCと投資先企業のマネジメントチームとの関係を分析している。ここでは、Sapienza (1992)とSapienza et al.(1996)の分析フレームをもとに投資先企業のパフォーマンスを測定し、VCと投資先企業との対立(conflict: goal conflict, policy conflict, cognitive conflict, affective conflict)と企業のパフォーマンスとの関係を測定した。この結果、VCとマネジメントチームの対立は、組織のゴールに関するものであれば投資先のパフォーマンスにプラスに働くこと、個人的なフリクションとなるときはマイナスに働く傾向にあることが示された。

Lerner, Shane, Tsai (2003)<sup>37</sup>は、エクイティ・ファイナンスのサイクルとベンチャー企業の価値創造についてバイオインダストリーの動向を基に分析している。ここでは、市場との関係でVCの投資が少ないときは、バイオベンチャーは大企業とのアライアンスにシフトしていることが明らかになっている。しかし、このアライアンスにおいては、大企業の持分が多くなり、結果としてベンチャー企業の価値創造や研究の成果の実現が十分でないため、大企業アライアンスよりもVC投資の方が企業の成長資金として重要であるとしている。

Gompers, Kovner, Lerner and Scharfstein (2008)<sup>38</sup>は、VC業界では、市場の状況に反応して好況時には過度な投資がなされ(1969~72, 1981~83, 1998~2000)、不況時には過度に投資が抑えられているとの問題意識から、新規株式公開の件数などの公開市場のシグナルがVCの投資にどのように影響するかを分析している。ここでは、業界経験の十分にあるキャピタリストは市場の状況が良くなるシグナルを機敏に受けて投資を増加させ、その増加量は経験の浅いキャピタリストより大きいとしている。またこのシグナルは経済のファンダメンタルの変化を受けて出てくるが、読み取れるかどうかはキャピタリストの資質によるとしている。すなわち、経験のあるキャピタリストはいち早く大きく投資することで収益を上げるが、そうでないキャピタリストは追随型でブームを形成する割に収益を上げることができないことが示されている。

---

<sup>36</sup> Higashide, H. and Birley, S. (2002) "The consequences of conflict between the venture capitalist and the entrepreneurial team in the United Kingdom from the perspective of the venture capitalist," *Journal of Business Venturing*, 17, pp59-81.

<sup>37</sup> Lerner, J., Shane, H. and Tsai, A. (2003) "Do equity financing cycles matter? Evidence from biotechnology alliances," *Journal of Financial Economics*, 67, pp.411-446.

<sup>38</sup> Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. and Scharfstein, D. (2008) "Venture capital investment cycles: The impact of public markets," *Journal of Financial Economics*, 87, pp1-23.

長谷川 (2006)<sup>39</sup>は、日本のVCの投資パフォーマンスを向上させるためにはどうしたらよいかという課題解決のために、内部収益率 (Internal Return Rate) に焦点をあてた分析や日本を代表するキャピタリスト5人のケーススタディを実施している。結果として、日本のVCは、付加価値創造活動の中でベンチャー企業との協創関係を構築すれば日本でも高い収益が達成できるとしている。また、ベンチャーキャピタリストの投資先への関与の日米比較を実施しており、日本のキャピタリストが本来経営者のやるべき会社の基本的オペレーションに重点をおいて支援する傾向があることを指摘している。これはベンチャー企業の経営者の社内体制構築・強化の能力が十分でないためであり、今後この点は改善されることが予想され、キャピタリストの役割は社外の関係構築・強化や利害関係者との調整に重点が移ると予想している。

<米国のキャピタリストが日本のキャピタリストより関与・貢献している活動>

- 社員の声を経営者に提言すること
- 既存株主との利害関係を調整すること
- 借入先と交渉し借入を実行すること

<日本のキャピタリストが米国のキャピタリストより関与・貢献している活動>

- 顧客や代理店の獲得
- 調達先や下請けを探し決定する
- 製品やサービスの開発完成度を上げる
- 製品やサービスの技術力を高める

また、日本のベンチャーキャピタリストが高い収益を達成するために必要な戦略行動として、以下の5点をあげている。

- 投資システム全体の戦略構想
- 革新的プラットフォームの提供
- 市場および顧客に対する付加価値創造支援活動
- 出資者およびベンチャー企業に対するイノベーション支援活動
- 組織間学習による知識創造の活性化

そして、VCが投資先企業や出資者と共創関係を築くためには、知り合ってから年数、

---

<sup>39</sup> 長谷川博和 (2006) 「日本におけるベンチャーキャピタルのIRR向上の研究 ―ベンチャー企業とベンチャーキャピタルとの共創関係の構築仮説の導出を中心として―」 早稲田大学大学院アジア太平洋研究科博士学位論文.

仲介者の信頼の付与、理念に対する共鳴、VCとしての中立性・客観性・専門性・頼りがい、過去の投資実績、ベンチャー企業での評判などの要素が重要であり、企業の成長とともに関係を維持・強化することが必要であるとしている。

濱田・桐畑・片川（2006）<sup>40</sup>では、日本のVCの投資実態を明らかにしている。VCの投資対象としてIT関連企業が38.9%、バイオ関連企業が17.4%、サービス関連企業が17.6%、エグジットの割合として新規株式公開（IPO）が29.4%、M&Aが9.4%、売却・経営者への売り戻しが18.6%、倒産・解散が15.5%という基本的な状況を確認している。また、ベンチャーキャピタリストの平均的な投資業務従事年数は3.95年であり、過去28.36社の企業を担当してきたとしている。投資の意思決定において重視する情報としては、①経営陣へのインタビュー、②経営陣の経歴、③事業計画（1年後の事業予測）、④事業計画（一貫性）の順となっている。投資先への関与としては、平均値では、直接面談が月1回から3ヶ月に1回程度、電話・メールが月2回から月1回程度、書面が3ヶ月に1回以上となっている。経営支援の内容としては、①ファイナンスに関するアドバイス、②資本金・借入金のアレンジ、③他の専門家の紹介・橋渡し、④外部人材の導入（リクルーター）、⑤企業戦略の調整、⑥経営者・社員のモチベーション付け、の順となっている。投資先の失敗要因として指摘があるのは、①取締役のマネジメント能力の不足、②期待していた顧客市場開拓の失敗、③経営幹部のマネジメント能力不足、④製品・サービスの開発の遅れ・失敗、の順となっている。

玉井（2007）<sup>41</sup>は東北地域の4つのファンドの出資者とVCにアンケートとインタビュー調査を実施し、地域密着型のVCがクラシックVCの機能を持ち地域の大学発ベンチャーの成長初期段階の支援にあたるための必要条件として以下の項目が重要であるとしている。

- 長期投資の容認、金銭収益以外の目的を持つなど一定の特徴を持つ出資者の存在
- 事前の周到なファンド設計
- 優秀なベンチャーキャピタリストの選択

また、VC市場に不慣れな出資者とVCが関係を構築する場合、エージェンシー問題の回避に向けて契約やモニタリングの方策を充実させるだけでなく、VCと出資者の間で情報開示や頻繁かつ自発的なコミュニケーションにより信頼関係を構築することが重要としている。

---

<sup>40</sup> 濱田康行・桐畑哲也・片川真実（2006）「我が国ベンチャーキャピタルの投資実態」京都大学大学院経済学研究科『Working Paper』No. J-55.

<sup>41</sup> 玉井由樹（2007）「地域ベンチャーキャピタルの形成と機能」『日本ベンチャー学会誌 ベンチャーレビュー』No. 10, pp. 21-30.

## 4. ベンチャー企業への公的支援の政策評価に関する先行研究

本研究で実施するベンチャーファンド事業の効果の測定に関連して、政府のベンチャー支援策や中小企業支援策の評価に関する先行研究を整理すると以下ようになる。

OECDの政策評価アドバイザーを務めるStorey教授は標準的な中小企業施策効果の評価フレームワークをStorey (1998)<sup>42</sup>で提唱している。このフレームワーク（以下、「Storeyフレーム」という）によると、施策の評価は大きく次の6つのステップに分かれ、より高度な評価にしていくべきとされている。

- 第一段階：法律・規則どおりの運営の確認、会計上の監査
- 第二段階：事業規模の把握、支援企業の満足度の把握
- 第三段階：支援企業の業績の変化の把握
- 第四段階：支援企業と類似する非支援企業との比較
- 第五段階：支援企業と属性等がマッチした非支援企業との比較
- 第六段階：支援企業とマッチした非支援企業のバイアス制御比較

このフレームでは第二段階までを「アウトプット」の分析、第三段階以降を「アウトカム」の分析と位置付け、より高度な分析をしていくべきとしている。分析手法として定量的分析と定性的分析を併用することを推奨している。

後半の三段階においては、支援企業群と同様の条件を備えた支援を受けていない企業群（コントロールグループ：マッチド企業）を設定することで分析し、マッチング精度の向上や公的支援を志向することに関するバイアスなどの制御をして、評価の精度を高めるとしている。

Lerner (1999)<sup>43</sup>は、米国の小規模なハイテクのベンチャー企業に対する支援制度が従来から客観的な評価なしに実施されていることに着目し、数多くのプログラムの背景や実施状況を整理したうえで、最も規模の大きいプログラムであるSBIR（Small Business Innovation Research）の評価研究を実施している。これはStoreyフレームの第五段階の評価で、SBIR制度の構造と補助事業の実施状況を整理した上でSBIR利用企業 933社を分析し、特に

---

<sup>42</sup> Storey, D. J. (1998) "Six Steps to Heavens: Evaluating the Impact of Public Policies to Support Small Businesses in Developed Economies," *Working Paper*, No. 59, Warwick Business School.

<sup>43</sup> Lerner, J. (1999) "The Government as Venture Capitalist: The Long-run Impact of the SBIR program," *Journal of Business*, vol.72 no.3.

Phase IIの補助金を受けた企業について、業種・地域・規模が同等の条件を有するマッチド企業を設定して成長率について比較している。その結果、プログラム利用企業が売上高と雇用の面で高い成長率を達成していることを確認している。同時に、多額の助成金を受けた企業は少額の助成金を受けた企業と比してパフォーマンスがマイナスとなっていること、ハイテク企業が少ない地域においては政治バイアス等でプログラム実施にゆがみが出ていることを指摘している。公的支援に係るガバナンスとモラルハザードの問題を提起している。

Lerner (2002)<sup>44</sup>では、米国におけるベンチャー企業へのファイナンス支援を“Public Venture Capital”として、Lerner (1999)のSBIRの研究結果と文献調査によりその意義とスキームについて分析している。ここでは、Public Venture Capitalを創業から間もないハイテク企業に対して、エクイティまたはエクイティに近い資金供給をする公的支援策とし、その重要性を示している。また、ハイテク企業の成長を促進する上でのVCの重要性をAmerican Research and DevelopmentのDECへの投資をはじめとするベンチャーファイナンスの変遷を見ながら整理している。一方そのようなVC投資は広範な技術の一部しかカバーできていないのでPublic Venture Capitalが必要であると指摘している。さらに、Public Venture Capitalの政策としての正当性についてベンチャー企業の大きな問題である情報の非対称性を克服するいわゆる「お墨付き効果」(Certification)と、ハイテク部門への政府のR&D投資が民間R&Dに波及するいわゆる「スピルオーバー効果」(R&D Spillovers)をあげている。一方、Public Venture Capitalプログラムをはじめとする政府の支援策には、特定の政治家や利害関係者の影響で資金の流れに偏りが生じる「抱き込みによる利益誘導」(Regulatory Capture)や、成功の道筋がすでにできていて政府資金の必要がないのに施策の有効性を示すために投資する「勝ち馬に乗る」(Picking Winners)、といった問題が内在するので、制度の設計が重要であることも指摘している。さらに、政府のPublic Venture Capitalプログラムの設計にあたっては、支援企業を選定する際にビジネス思考を有することが重要であるとしている。施策の担当者は、VC業界を理解すること、技術にフォーカスをして投資すること、投資プロセスに柔軟性を持たせること、投資先企業のトラックレコードをよく見る必要があるとしている。Lerner(2009)<sup>45</sup>では、世界のベンチャー企業政策の成功例、失敗

---

<sup>44</sup> Lerner, J. (2002) “When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective ‘Public Venture capital’ programmes,” *The Economic Journal*, 112 (February), pp73-84.

<sup>45</sup> Lerner, J. (2009) *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do about It*, Princeton University Press.

例の分析をして、単なる資金供給でベンチャー企業の成長がもたらされるのではなく、ベンチャー企業の活動に関する法制、税制、市場、技術アクセス、教育等の環境整備が重要で、その上で資金供給プログラムが正しい制度設計と正しい実施方法で実行されるべきとしている。ここでは、マッチングファンドの仕組みの有効性を認めた上で、適切な制度要件、事業規模、実施期間、評価システムなどの成功要件を示している。

Mason and Harrison (2003)<sup>46</sup>は、英国の公的なベンチャー支援策について分析している。1990年代後半の英国では、競争力のある知的産業により経済を活性化させるために、貿易産業省 (Department of Trade and Industry) の主導で、Regional Enterprise Fund (地域VCを支援し中小企業のファイナンスギャップ対応)、UK High-tech Fund (ハイテクスタートアップのファイナンスを国レベルで支援)、Early Growth Fund (成長潜在力のあるスタートアップのファイナンスを支援)、などのファンド制度を創設している。ここでは、特に中小企業を投資対象としたファンドへの共同出資プログラムであるRegional Enterprise Fund事業について、Storeyフレームの第三段階レベルで投資先企業の成長の効果を制度の利用企業をフォローアップすることで分析している。この事業は、ファンドの50%を民間で、残りの30%を貿易産業省、20%をEIF(European Investment Fund)が出資するマッチングファンドの形態であり、本研究でとりあげるベンチャーファンド事業と同様のスキームを有している。また、IRRが一定以下のときは、貿易産業省の出資分から損失が出て、IRRが一定以上のときは貿易産業省の利益配分に上限が設定され民間出資者への配分が増額されるなど、民間出資者へのインセンティブ制度も有している。

Regional Enterprise Fund 事業に関するアンケート調査等で得られた分析結果としては次の問題点が指摘されている。

- 対象のアーリーステージ企業に投資するVCのマネジメント能力が十分でない
- ファンドのサイズが小さいことで、ファイナンスの継続性が弱い
- ファンドのターゲットがファイナンシャルギャップとずれている  
(投資は£250,000を上限としているが、ファイナンスギャップは£1Mまで)
- 利用者サイドの経営の限定要件を十分に配慮していない  
(経営支援をはじめとするより総合的なアプローチが必要)

---

<sup>46</sup> Mason, C. M., and Harrison, R. T. (2003) "Closing the Regional Equity Gap? A Critique of the Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Funds Initiative," *Regional Studies*, 37-8, pp855-868.

Cumming (2007)<sup>47</sup>は、オーストラリアのベンチャーファンド支援策であるInnovation Investment Fund (IIF)制度の効果について分析している。IIFは、1997年に小規模なハイテク企業を支援する政府の制度として設立されている。IIF制度は、米国SBIC制度と同様に、一定の要件を満たすVCに資金を供給する仕組みとなっており、政府と民間の出資比率は2:1までとなっている。また、分配ルールに特徴があり、当初の出資価額までは政府と民間が1:1で分配を受け、それを超えると1:9と民間の分配が多くなる。調査の結果、同制度は設立されて期間が短いものの、スタートアップやアーリーステージ企業の投資を促進し、付加価値創造活動のアドバイスを増加させていること、また、オーストラリアのVC業界の育成に貢献していることが明らかになっている。

日本においては、山田・江島・忽那 (2001)<sup>48</sup>で、中小企業創造活動促進法についてその役割、政策的な意義を整理し、支援対象企業への支援の効果进行分析している。江島 (2002; 2003)<sup>49</sup>では、中小企業創造活動促進法の支援企業についてマッチドグループを設定して売上高や雇用の変化を比較して精度の高い政策評価 (Storeyフレームの第五段階) をしている。Motohashi (2001)<sup>50</sup>も、同法の認定を受けた企業の売上高、雇用者数、生産性の伸び率について、同様の企業規模、業種などの特徴を有するマッチド企業を設定して比較している。この一連の分析の結果として、中小企業創造活動促進法の認定企業は非認定企業より成長スピードが速い、同法による認定に伴う支援措置によって認定企業のパフォーマンスが高くなっていることが確認されている。

安田 (2004)<sup>51</sup>では、創業企業の規模の決定要因について分析するとともに、公的な金融支援 (国民生活金融公庫の新創業融資制度等) の効果を分析している。分析からは、年齢、高

---

<sup>47</sup> Cumming, D. (2007) "Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds," *Journal of Business Venturing* 22, pp193-235.

<sup>48</sup> 山田幸三・江島由裕・忽那憲治 (2001) 「創造的中小企業創出支援事業の役割と課題」『日本ベンチャー学会誌 ベンチャーレビュー』No.2, pp.17-27.

<sup>49</sup> 江島由裕 (2002) 「創造的中小企業支援政策の評価」『一橋ビジネスレビュー』2002年AUT. 50巻2号, pp.206-220.

江島由裕 (2003) 「ベンチャー支援政策の検証—95年創設の創造法の間評—」『UFJ Institute REPORT』Vol.8 No.4: pp.31-40.

<sup>50</sup> Motohashi, K. (2001) "Use of plant level micro-data for SME innovation policy evaluation in Japan," *RIETI Discussion Paper Series*, 01-E-006.

<sup>51</sup> 安田武彦 (2004) 「創業時の流動性制約と創業動機、政策金融の効果」*RIETI Discussion Paper Series*, 04-J-032.

学歴、親の職業（会社経営）、自己の事業経験、創業時の保有資産が創業資金の規模に正の影響を与えることが明らかになった。公的融資に関しては、民間金融機関からの融資を得ていない創業者について公的金融機関の融資により有意に創業資金規模が大きくなることから、一般の創業企業の資金面での制約の可能性が指摘されている。また、創業資金規模が大きいほど従業員成長率が高いことが分かり、雇用拡大の観点から公的融資による支援が効果をあげていることが示されている。渡辺・植杉（2008）<sup>52</sup>は、経済産業研究所の研究チームによる分析をもとに中小企業金融の特徴、政府系金融機関の役割、信用保証制度の効果の検証など、マッチド企業を設定してStoreyフレームの第四段階の評価を実施している。

江島・石井（2003）<sup>53</sup>では、ベンチャー企業や中小企業に対して経営支援を実施する施策の現状と評価の分析を米国、英国、日本の比較によって実施している。米国の中小企業開発センター（Small Business Development Center）、英国のビジネスリンク（Business Link）、日本の中小企業支援センターの制度の比較と運営状況などアウトプットの比較をしている。

さらに各国の施策の評価の実情についても調査しており、Storey フレームの基準をもとに支援企業と非支援企業の比較を精緻に実施している英国の研究レベルの高さを確認している。また、政策評価の研究においては、どのような支援スキーム（メニュー、支援規模、期間、実施形態、組織）がどういった支援企業（属性、経営資源、トップマネジメント、ガバナンス、経営戦略）にどのような条件下（経営環境）でどの程度の影響（業績変化）を与えるのかを明らかにすることが課題であるとしている。

---

<sup>52</sup> 渡辺努・植杉威一郎（2008）『検証 中小企業金融 「根拠なき通説」の実証分析』日本経済新聞社。

<sup>53</sup> 江島由裕・石井芳明（2003）「米・英・日の中小企業施策の現状と評価—中小企業開発センター（米国）・ビジネスリンク（英国）・中小企業支援センター（日本）—」『UFJ Institute Report』2003 Vol.8 No.3.

## 5. 本研究の位置づけ

本章では、ベンチャー企業の定義、政策的意義を明確にした上で、VC・ベンチャーファンドに関する先行研究とベンチャー企業への公的支援に関する先行研究について整理した。米国を中心とする海外においては、ベンチャー企業の意義が認められており、ベンチャー企業の成長とVCに関する研究が進んでいる。また、Lerner、Mason、Harrison、Cummingらにより、ベンチャー企業への公的支援について研究が進んでおり、ベンチャーファンド事業と同様のスキームを持つマッチングファンドによるエクイティ・ファイナンス支援の効果についても実証的な分析がなされている。

しかし、日本においては、ベンチャー企業やVCに関する研究や中小企業支援策の評価に関する研究は進められてきたものの、ベンチャー企業への公的支援、特にベンチャーファンド事業に関する客観的な研究はほとんどなされてこなかった。また、先行研究の中には、公的支援を受けた企業について同様の条件を有するコントロールグループを設定して政策効果の分析を試みたものもあるが、これはあくまでも中小企業政策に関するものであり、ベンチャー企業支援について制度の背景や歴史的変遷、実務上の問題点などを踏まえての分析とはなっていない。

これまで日本でベンチャー企業政策の評価に係る研究が進んでこなかった理由としては、支援策利用企業の経営データの不足をはじめ、政府の制度設計の背景が分かりにくいことや、制度自体の複雑さからデータのより深い分析ができないことがあった。また、日本においてはベンチャー企業一般の経営データも米国等と比べ著しく不足している。未公開のベンチャー企業のデータはほとんどなく、公開企業のベンチャー企業であっても創業当初から経営データを把握することは難しい。

本研究では、政策評価の手法を検討し、評価フレームワークを設定した上で、ベンチャー企業政策の中心的な事業であるベンチャーファンド事業を限定的ながらも使用可能なデータを用いて分析する。幅広い視点から制度の時間的、経済社会的な位置づけを確認し、アウトカムに関しては支援企業と非支援企業との比較など Storey フレームの第四段階の分析をするとともに、データの不足を補うべく多様な評価手法を採用し、実務上の問題点などを踏まえての客観的・総合的な分析をする。

筆者は経済産業省に勤務する中でベンチャー企業政策を担当し、実際にベンチャー支援制度の設計と実務にあたってきた。制度設計のプロセスに係わることで、外部からは分かりづ

らい公的支援の背景と制度化に際しての様々な影響力の作用を見てきている。また、実務に係わることで、ベンチャー企業支援制度の実施者の状況や課題、実際に支援を受ける企業の状況や課題を見てきている。本研究で取り上げるベンチャーファンド事業についても、2年間にわたり制度運営に係る企画やファンドの審査、モニタリングの実務を担当してきたところである。このように政策立案と実務を知る者が制度の背景や歴史的変遷、実務上の問題点などを踏まえて実施する客観的な政策分析は過去あまり例を見ない。

本研究は、日本のベンチャー企業への公的支援策について、新しい政策評価のフレームワークを設定した上で、その有効性を確認するべく、ベンチャー企業政策の中心的事業であるベンチャーファンド事業について、客観的・総合的な評価分析を加える国内ではじめての試みといえるものであり、日本のベンチャー企業への公的支援の効果に関する研究として独自の位置づけを有する。



## 第三章 政策評価の動向と本研究における 評価フレームワーク

本章では、ベンチャー企業政策の公的支援策の評価の方法について考える。ベンチャー企業の公的支援策の学術的な評価については、第二章において先行研究を整理しているため、本章では政府自体による政策評価の動向について概観し、特に中小企業政策・ベンチャー企業政策についての評価を整理する。あわせて、中小機構で実施しているベンチャーファンド事業の外部評価と行政刷新会議における評価の結果を踏まえつつ、次章以降におけるベンチャーファンド事業及びベンチャー企業政策の評価・分析の方法と評価フレームワークを明確にする。

## 1. 行政における政策評価の動向

行政による政策、施策、事業についてその効果を測定して評価する政策評価の動きは、1980年代の英国サッチャー政権におけるValue for Moneyを理念とする評価活動から発達し(児玉, 2001)<sup>54</sup>、米国のクリントン政権下でのNational Performance Reviewによる評価システムの確立などの展開を見せた(上山, 1998)<sup>55</sup>。日本においては、橋本龍太郎首相の行政改革の動きの中で本格化し、2001年には内閣府による「政策評価ガイドライン」の策定、「行政機関が行う政策の評価に関する法律」(以下、「政策評価法」という)の立法など、政策の意思決定プロセスの中に組み込まれはじめている。各省庁においては、この評価体系の中で、事前評価、事後評価を実施し、年次報告を国会に提出している。最近の新たな動きとしては2009年に行政刷新会議による「事業仕分け」が実施されている。政府の公的事業の費用と成果を問いただして、税金の無駄使いを指摘し、官僚を叱責する様子に拍手喝采を送った国民も多い。しかし、事業に詳しくない委員が短時間に施策の今後のあり方を決定してしまうことに疑問を持った人も少なからずいたのではないかと。

日本で政策評価の動きが本格化して10年近くなるが、その方法論は確立されていない。政策評価の多くは行政による自己評価であり、各省庁において評価対象に応じて異なった手法をとっている。また、事業仕分けのように政治的な評価が突如入ってくることもある。

筆者は中小企業・ベンチャー企業政策の分野において行政実務に従事してきており、制度の創設・廃止・拡大・縮小などの幾多の事象を見る中で、安定的な政策評価手法の確立の必要性を感じてきた。本章では、政策評価の動きを概観し、中小企業政策・ベンチャー企業政策の分野で具体的な評価事例を挙げてその内容を検討しつつ、より効果的な政策評価について考える。

### (1) 政策評価に係る概念の整理

「政策」とは行政目的を実現するための方策である。政策評価の基本的事項を定める政策評価法では政策を「行政機関が、その任務又は所掌事務の範囲内において、一定の行政目的を実現するために企画及び立案をする行政上の一連の行為についての方針、方策その他これ

---

<sup>54</sup> 児玉博昭(2001)「英国における政策評価システム—公共サービス合意及びサービス提供合意を中心として—」『白鷗法学』第18号 pp.173-210.

<sup>55</sup> 上山信一(1998)『行政評価の時代—経営と顧客の視点から—』NTT出版.

に類するもの」と定義している。

一般に、行政目的を実現するための「政策」(Policy)の下に、その方針に基づく具体的な制度である「施策」(Program)が作られ、そのもとで個別の行政の行為である「事業」(Project)が実施されるという政策体系が形成されている。

「政策評価」はこの政策体系の政策、施策、事業を評価するもので、政策や施策を評価する「政策評価」、施策や事業を評価する「行政評価」を合わせた概念とされていることが多い(佐々木,2003;黄,2004)<sup>56</sup>。政策評価法においてもその解釈を取り評価実務の実施について規定し、実際の行政における評価が実施されている。政策評価においては、政策、施策、事業のための予算や人員など資源の投入である「インプット(Input)」、インプットにより生み出された実施結果である「アウトプット(Output)」、アウトプットがもたらす経済的・社会的効果である「アウトカム(Outcome)」が測定・分析される。評価基準としては、効率性(Efficiency)、有効性(Effectiveness)、必要性(Necessity)、などが用いられることが多い(宮川,1994;2002)<sup>57</sup>。

内閣府に設置された政策評価各府省連絡会議では2001年に「政策評価ガイドライン」を策定し、評価の基本的な観点・一般基準を提言している。ガイドラインでは政策評価の際の一般則として、以下を示している(内閣府,2001)<sup>58</sup>。

- 必要性：目的の妥当性や行政が担う必然性があるかなど、
- 効率性：投入された資源量に見合った結果が得られるかなど、
- 有効性：期待される結果が得られるかなど、
- 公平性：政策の効果の受益や費用の負担が公平に配分されるかなど、
- 優先性：上記観点からの評価を踏まえ他の政策よりも優先的に実施すべきかなど

また、これらの概念と合わせて政策の効果を見る際には、その政策の実施の際の経済、政治、政策の方向性、規制・制度の状況など外部要因(Exogenous Factors)が政策のパフォーマンスに大きな影響を及ぼすことに配慮する必要がある。

これらをもとに最もシンプルに政策評価の基本概念を示すと図表3-1のようになる。

---

<sup>56</sup> 佐々木亮(2003)『政策評価トレーニング・ブック』龍慶昭監修 多賀出版。

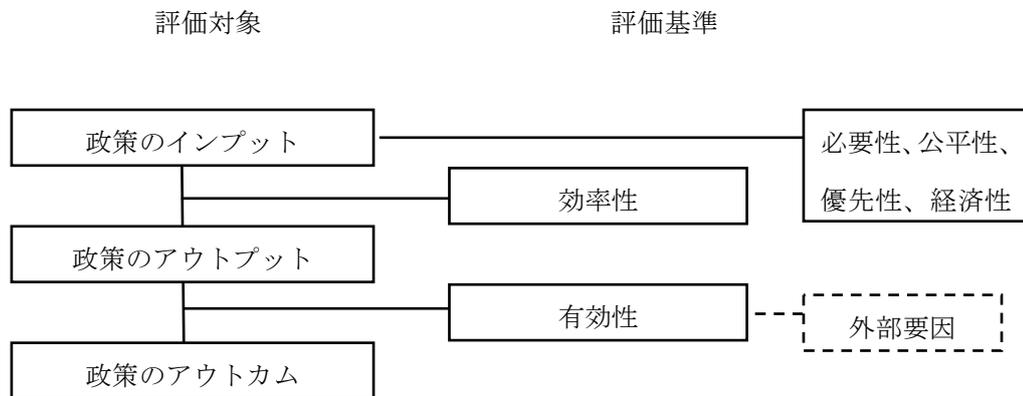
黄國光(2004)「政策評価の仕組みとその課題に関する考察」『創価大学 通信教育部論集』第7号 pp.151-165.

<sup>57</sup> 宮川公男(1994)『政策科学の基礎』東洋経済新報社。

宮川公男(1994)『政策科学入門 第2版』東洋経済新報社。

<sup>58</sup> 内閣府(2001).『政策評価ガイドライン』。

図表 3-1 政策評価の基本概念



ここで、インプットを  $I_p$ 、アウトプットを  $O_p$ 、アウトカムを  $O_c$ 、効率性を  $E_{fi}$ 、有効性を  $E_{fe}$ 、アウトカムの創出に関連する外部要因を  $Exo$  とおくと、インプットとアウトプットと効率性の関係は次のように表される。

$$O_p = f O_p (I_p, E_{fi})$$

よってアウトプットを大きくするためにはインプットを増やすか、効率性を高めるかによる。しかし、アウトプットとアウトカムと有効性の関係については、有効性が単なる比率の概念ではなく、何をアウトカムと考えるかといったことや、外部要因の影響についても考える必要があるため、単純な数式化はできない。あえてアウトカムを求める式を書くならば、

$$O_c = f O_c (O_p, E_{fe})$$

となり、前の2式をまとめて、外部要因を加えると、

$$O_c = f O_c (I_p, E_{fi}, E_{fe}; Exo)$$

のようになる。

インプット、効率性、有効性を高めて、外部要因がプラスに働けばアウトカムは大きくなる。また、必要性、公平性、優先性、経済性等については、政策のインプットの可否、資源の投入量の決定に影響を及ぼす。政策評価においては、これらの概念の関係を十分に認識しつつ検討を進める必要がある。

政策評価における効果の測定については、具体的なアウトプット、アウトカムを数値で現されるデータによって測定する「定量的評価」と、数値で現れない事象をインタビュー等による記述やケーススタディによって測定する「定性的評価」がある。客観性を持たせるために政策評価は定量的であるべきという説と、政策効果を数値で現すことの限界を指摘する説と双方あるが、現在では定量的評価と定性的評価を組み合わせることが望ましいという説が

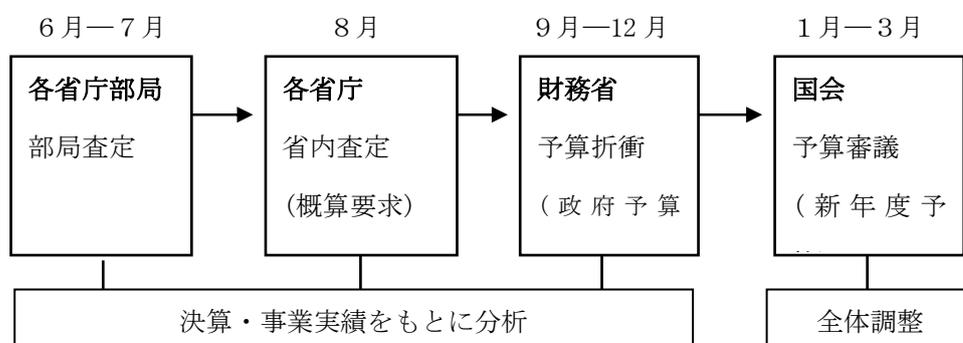
主流となっている（Weimer et al.,1989; Baker,2000）<sup>59</sup>。その重点の置き方に関しては、アウトプットについては、具体的な政策の実施状況等であるので、その多くの部分が定量的な分析が可能である一方、アウトカムについては、定量的分析に加えて、定性的な分析が一定の重みを持ってくると考えられる。

## （２）行政における政策評価の動き

行政がその政策、施策、事業の効果を評価し、公的資金や人員など政策資源の投入量（インプット）や政策の実施方法の改善を図る、施策等の創設や廃止を考えるという活動は、旧来から予算査定、決算審査、機構定員の決定のプロセスの中で行われていた。

特に、施策に投入する資金を決定する予算査定プロセスは、まず施策の基本的な必要性の検討がなされ、施策の実施結果や今後の結果予測が確認される。客観的な指標が用いられることも多く、実績と予測等を確認して予算の必要性が精査される。国から自治体に至るまで、このプロセスで実質的な政策評価がなされてきており、現在も重要な評価及び意思決定のプロセスであると言える。その主な流れは図表 3-2 のとおりである。

図表 3-2 行政における予算査定プロセス（国の場合）



国の場合は毎年7月頃に施策実施部局が過去のデータや今後の予測等により次年度の施策について内容や規模を検討して予算要求資料を作成し、部局査定、省内査定の上で各省庁の概算要求を決定する。この過程においては、既存施策であれば前年度の決算をもとに予算が

<sup>59</sup> Weimer, D. L., and Vining, A. R. (1989) *Policy Analysis: Concept and Practice*, Prentice Hall, New Jersey.

Baker, J. L. (2000) *Evaluating the Impact of Development Project on poverty: A Handbook for Practitioners*, The World Bank.

どれくらい執行され、どれだけの事業実施があったかなどアウトプットの確認と把握可能なアウトカムについての審査がなされ、かつ、その時の各省の政策の方向性との整合などが検討される。新規施策であれば施策の必要性、類似事業の状況、施策のアウトプット、アウトカムの見込みが判断基準となる。その後9月から12月にかけて財務省で各省庁の概算要求が審査され予算査定がなされる。ここでは、各省庁で検討された事業の内容や効果をさらに客観的に見るとともに、国全体の予算の大枠との関係での議論となる。これらを取りまとめて年末に予算案が決定される。その後、予算案は政府内で閣議決定され、政府予算案となり、国会に上程されて政治的な観点を含めて審議がなされ最終的に決定される。

予算査定プロセスは、施策を実施する部局から提示されたアウトプット、アウトカムの検討をするものの施策の既定路線の維持を前提とすることが多く、政策の大枠の見直しが図られにくい。また、省庁・部局のセクショナリズムによる省益優先や、特定の業界や地域に利益誘導を図る政治的配慮の影響も受け、必ずしも合理的でない評価がなされることも多い。

そこで、近年ではこの予算査定プロセスの中での評価に加えて、政策の効果測定に客観的評価指標を導入し、より客観性、透明性を持たせる本来の意味での政策評価の動きが出てきている。予算査定とは別に、政策評価をひとつの独立した意思決定プロセスとして確立する動きである。

日本における政策評価は、1990年代後半の橋本龍太郎内閣における行政改革のなかで提唱され、「国民本位の効率的で質の高い行政の実現」、「国民的視点に立った成果重視の行政への転換」、「国民に対する行政の説明責任の徹底の観点」<sup>60</sup>のスローガンのもと実施されている。まず1997年の行政改革会議で具体的な議論が始まり、その最終報告では、政府における評価機能の充実の必要性と、各省における評価機能の強化を以下のように謳っている（行政改革会議, 1997）<sup>61</sup>。

従来、わが国の行政においては、法律の制定や予算の獲得等に重点が置かれ、その効果やその後の社会経済情勢の変化に基づき政策を積極的に見直すといった評価機能は軽視されがちであった。しかしながら、政策は実施段階で常にその効果が点検され、不断の見直しや改善が加えられていくことが重要であり、そのためには、政策の効果について、事前、事後に、厳正かつ客観的な評価を行い、それを政策立案部門の企画立案作業

---

<sup>60</sup> 総務省行政評価局HP

([http://www.soumu.go.jp/main\\_sosiki/hyouka/seisaku\\_n/seido.html](http://www.soumu.go.jp/main_sosiki/hyouka/seisaku_n/seido.html))

<sup>61</sup> 行政改革会議（1997）『行政改革会議最終報告』。

に反映させる仕組みを充実強化することが必要である。

これを受けた具体的な動きとして、2001年6月には、政策評価法が制定され、2002年6月から施行されている。同法はその目的として「行政機関が行う政策の評価に関する基本的事項等を定めることにより、政策の評価の客観的かつ厳格な実施を推進しその結果の政策への適切な反映を図るとともに、政策の評価に関する情報を公表し、もって効果的かつ効率的な行政の推進に資するとともに、政府の有するその諸活動について国民に説明する責務が全うされるようにすること」（第1条）を掲げている。評価の体系としては、各省が政策効果を把握し、必要性、効率性、有効性等の観点から自ら評価すること（第3条）、評価結果は、予算の作成等に適切な活用を図ること（第4条）を定めている。各省庁ではこの動きに対応して政策評価を実施している。経済産業省では、「経済産業省政策評価基本計画」（経済産業省, 2001）<sup>62</sup>において以下のように評価の考え方と方法を示している。

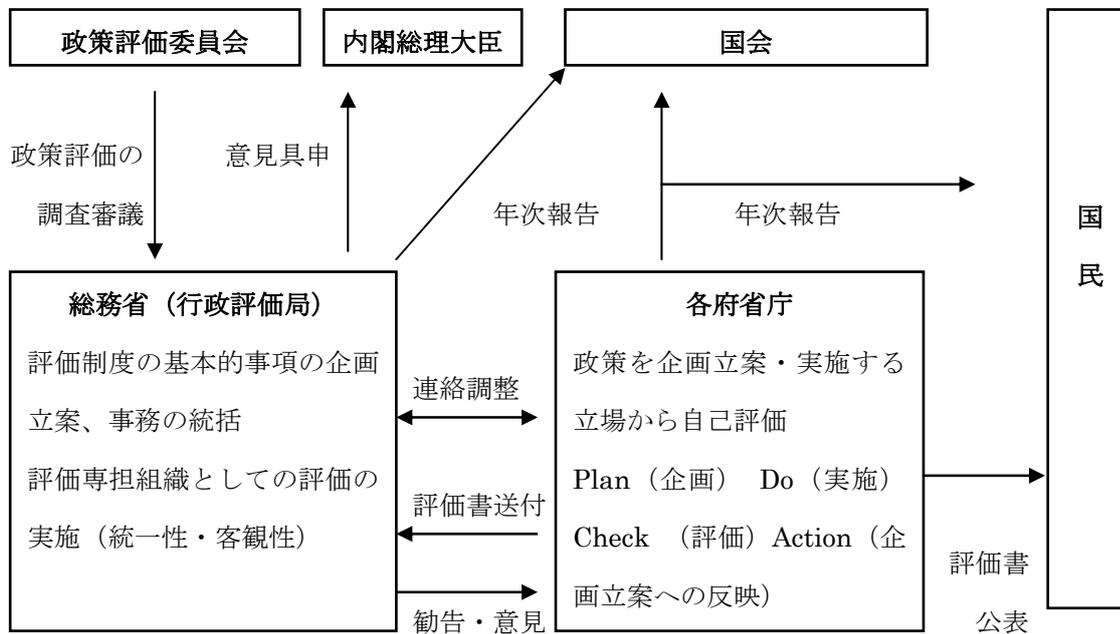
- 基本的な考え方： 政策評価は、「企画立案（Plan）実施（Do）評価（Check）実施（Action）（PDCA）」に基づく政策マネジメントの重要な要素のひとつである。その実施に当たっては、政策マネジメントの透明化を図りつつ、質の高い政策を企画立案し、それを確実に実施して最大限の成果が挙がるよう、的確に取り組むことが必要である。
- 政策評価の実施方法： 施策の成果（アウトカム）に着目して目標を設定し、その実現へ向けた具体的な取組や実施期間、最終的な実績・成果等を総合的に勘案して目標の達成度合いを評価する「実績評価」を行うことを基本とする。このような施策単位に基づく実績評価に加えて、必要に応じて個別事業レベルでの評価（事業評価）を行うこととする。

このような各省庁の政策評価の仕組みについて総務省の行政評価局において、事務の統括とともに、統一性、客観性の確保のための管理がなされている。また、総務省・各府省庁からは毎年度の政策評価の結果を年次報告として国会に報告し、国民に対しては年次報告と各府省庁の評価書が公表されることとなっている。一連の政策評価の枠組みの全体像を図に示すと図表 3-3 となる。また、これらに加えて、各省庁で外部有識者等を使った独自の政策評価や政策研究を実施することもある。これは、行政による自己評価を補完し、評価に客観性を持たせる動きとも言える。

---

<sup>62</sup> 経済産業省（2001）.『政策評価基本計画』.

図表 3-3 国の政策評価の全体像



出典：総務省行政評価局の資料をもとに筆者作成

このような評価の動きに加え、2009年からは行政刷新会議による「事業仕分け」が実施され、政策評価のあり方に大きな影響を及ぼしている。「事業仕分け」は2009年の民主党の鳩山由紀夫内閣において、政策評価の新しい動きとして実施された。実施主体は行政刷新会議である。行政刷新会議は「国民的な観点から、国の予算、制度その他国の行政全般の在り方を刷新するとともに、国、地方公共団体及び民間の役割の在り方の見直しを行うため」<sup>63</sup>に内閣府に設置された機関で、議長に内閣総理大臣、副議長に内閣府特命担当大臣（行政刷新）、構成員として内閣総理大臣が指名する者及び有識者が着任している。事業仕分けは行政刷新会議によって実施され「公開の場において、外部の視点も入れながら、それぞれの事業ごとに可否等を議論し判定するものであり、透明性を確保しながら、予算を見直すことができる有効な方法」<sup>64</sup>とされている。政策の効果について諮り、その結果をもって行政の意思決定に強い影響を及ぼしており、この事業仕分けも政策評価の新しい動きといえる。

<sup>63</sup> 内閣府行政刷新会議ホームページ (<http://www.cao.go.jp/sasshin/rules.html>)

<sup>64</sup> 内閣府行政刷新会議ホームページ (<http://www.cao.go.jp/sasshin/oshirase/shiryō.html>)

## 2. 中小企業・ベンチャー企業の支援策の政策評価

### (1) 中小企業・ベンチャー企業政策の現状と政策評価

政策評価の流れを踏まえつつ、以下、中小企業・ベンチャー企業を対象とする支援策の政策評価について考察する。

中小企業政策は、1963年に中小企業政策の理念、目的、手法などを定める「中小企業基本法」が制定されて以来、大企業と中小企業の二重構造、格差の是正を図るために、経営や設備の近代化、集団化によるスケール・メリット追求の支援、政府系金融機関等による資金調達の支援など、様々な施策が中小企業庁を中心に実施されてきている。1999年には、中小企業基本法が改正され、政策の目標として、多様な事業分野の多数の中小企業者が創意工夫を生かして経営の向上を図ることを支援することが示された。すなわち、旧来の弱者保護の政策に加え、多様な中小企業の支援を通じて、新たな産業を創出し、就業の機会を増大させる政策へと変革が図られている。このような変遷を経て、経営革新、新技術開発支援、企業間連携促進などの施策が講じられるようになってきている。

ベンチャー企業政策は、新規性・成長性を有する新興企業の支援政策として、1990年代の中盤から本格的に制度化が進んでいる。通商産業省（現経済産業省）では、1994年にベンチャー企業の支援を実施するために産業政策局にベンチャーを専門に所管する新規産業振興室を設立されており、ストックオプション制度やエンジェル税制などの制度基盤整備やベンチャー企業へのリスク資金供給のためのベンチャーファンド事業、大学の研究開発成果を産業に移転するためのTLO（技術移転機構）整備などの多様な施策が創設・実施されてきている。

これらの中小企業・ベンチャー企業政策に関しては、予算査定プロセスにおける評価や経済産業省の政策評価システムに基づく政策評価、個別施策に関する外部有識者の評価委員会による評価が実施されてきている。また、事業仕分けによってもいくつかの施策の評価がなされている。このほか、研究者による評価の研究も近年始まっている。

### (2) 予算査定における政策評価

中小企業政策・ベンチャー企業政策の大部分は経済産業省の中小企業庁と経済産業政策局において企画・立案され、多くの実施機関とともに実施されており、それぞれの部局において毎年度の予算要求にあわせて評価がなされる。

中小企業政策に関しては、中小企業基本法の法律体系のもと、中小企業対策費として独立

した枠組みで査定がなされてきており、規模は大きくないが比較的安定した予算額を前提として査定がなされている。このため、既存事業の改善を前提とした評価がなされることが多い。ただし、中小企業金融など政治的なアジェンダとして純粋な評価以外で政治的に予算の増減が決められることも多い。

ベンチャー企業政策に関しては、政策自体が新しく、基本法とその体系下の法律がないために、制度の改廃も多い。予算査定における評価もその年度毎の政策の動向に左右されて大きく変動する。あるときは重点項目となった施策が、年度が変わるとほとんど予算がつかず、フォローされないこともしばしば起こる。予算査定の中では特に安定性を欠く分野といえる。

### (3) 経済産業省の事後評価による政策評価

経済産業省では、政策評価システムの中で「中小企業事業環境整備、経営革新・創業促進、経営安定・取引の適正化、技術革新の促進・環境整備、経営イノベーション・事業化促進」というカテゴリーの中に中小企業・ベンチャー企業政策を位置づけて、各施策レベルで順次、事前評価、事後評価を実施し、各年度に実施した事後評価書と年次報告書を公表している。

この評価においては、施策のアウトカムに関して設定した目標に対して、達成度合いを評価する「実績評価」を基本に、目的や必要性の確認、目標の達成状況、有効性・効率性の確認などアウトプットの把握とアウトカムの分析をしている。

事後評価書における具体的な評価項目は、「施策目的、施策目標・指標、施策の必要性、施策実現に向けた取組の全体像、施策の実施状況、目標の達成状況、今後の課題、改善の方向性、施策の展開、施策の有効性・効率性、関連する閣議決定や施策方針演説等における位置づけ、施策に対するユーザーや有識者の意見」となっており、年度ごとに評価カテゴリーを決めて評価を実施している。ここでは、その具体的事例として、2008年度の中小企業事業環境の整備、2009年度の経営革新・創業促進の概要を図表3-4に示す。

図表 3-4 事後評価の事例（中小企業事業環境整備、経営革新・創業促進）

	FY2008 中小企業事業環境の整備	FY2009 経営革新・創業促進
施策 目的	中小企業の多様な資金調達手段の確保及び必要かつ十分な資金供給を行うとともに、我が国中小企業の国際展開に伴うリスク低減を図り、中小企業の事業活動の活性化を図る。	中小企業者が行う、新商品・新サービスの開発等による事業展開の取り組みを支援することにより中小企業の経営革新・創業等を促進し、中小企業の活性化・健全な発展を図る。
施策 目標・ 指標	中小企業の事業活動を拡大充実させるための資金供給の円滑化 【指標】セーフティネット保証、緊急保証、セーフティネット貸付の実績(件数・金額)、融資・保証制度の拡充等 中小企業の海外展開(輸出・投資)の円滑化 【指標】国際展開に関する入手情報や研修、専門家派遣に関する利用者の満足度、企業からの相談件数と障害事項の改善件数、商談件数 等	中小企業の事業環境整備を図り、経営基盤を強化すること 【指標】経営革新計画の承認件数 5,000 件、経営革新計画終了後に年 3%以上の付加価値額を達成した企業の割合 100% 高度な技術力を備えた中小企業の層に一層の厚みを持たせること 【指標】中小ものづくり高度化法における認定件数(累計)1,100 件、SBIR 特定補助金の実施件数 91 件、SBIR 特定補助金の目標額 400 億円 等
施策 実施 状況、 目標 達成 状況	セーフティネット保証 2007 年度: 75,555 件 15,929 億円 セーフティネット貸付 2007 年度: 103,065 件 12,146 億円 無担保特例・担保不足特例の拡充等の制度拡充 国際展開に関する入手情報等の満足度 2007 年度: 94% 企業からの相談件数 2007 年度: 534 件 障害事項の改善件数 2007 年度: 113 商談件数 2007 年度: 45,978 件 等	経営革新計画の承認件数 2008 年度: 4,261 件 経営革新計画終了後に年 3%以上の付加価値額を達成した企業の割合 2008 年度: 53.2% 中小ものづくり高度化法における累計認定 2008 年度: 653 件 SBIR 特定補助金の実施件数 2008 年度: 64 件 SBIR 特定補助金の目標額 2008 年度: 390 億円 等
今後 の 課題、 施策 展開	資金供給の円滑化: 個々の中小企業の事業実態や信用リスク等を適切に判断し、かつ、不動産担保や保証に過度に依存しない融資を引き続き推進する。また、資金繰りが厳しい中のセーフティネットとして、公的金融を着実に実施するとともに、金融庁と連携し、中小企業金融の8割を担う民間金融機関が中小企業に向けて必要な融資を行うよう促す。さらに、中小企業者の資金ニーズを早めに捉えられるよう体制を整備し関係機関と協力していく。 海外展開の支援: 中小企業の海外展開が進展する一方、海外からの撤退や現地事業の行き詰まりといった問題に直面する事業者も多い。中小企業が海外進出した後、現地で継続して円滑に事業活動を実施できる環境を整備していく。	(有効性) 中小企業の新事業活動や経営革新・創業を支援することは、経営革新・創業という活動が中小企業が行う事業活動の中でも特に新たな価値を生み出す蓋然性が高く、当該事業活動を積極的に支援することが経済全体を活性化することにつながる。一方、このような事業活動の取組は、通常の事業活動と比べ、より強く事業活動における不利に直面することが多いと考えられるため、特にこのような事業活動における阻害要因を取り除くための施策を国が講じることは有効性が高い。(施策の展開) 今後も引き続き、中小企業新事業活動促進法、農商工連携促進法等による新事業の取組を積極的に支援していくとともに、更なる事業展開の促進を図るため、事業計画遂行のサポートについて、事業者のフェーズに応じて課題解決を図れる専門家支援を実施する。

出典：経済産業省 平成 21 年度事業評価書、平成 20 年度事業評価書をもとに筆者作成

#### (4) 外部有識者の評価委員会による政策評価

政策評価システムによる評価とは別に、施策実施部局や実施機関において政策の改善や透明性向上のために個別施策について独自に外部有識者により評価委員会を組織して政策評価を実施することがある。中小機構のベンチャーファンド事業の政策評価もそのひとつである。

中小機構では、ベンチャー企業へのリスク資金と経営支援の供給により企業成長を促進するベンチャーファンド事業の評価のために、「ファンド事業評価・検討委員会」を外部有識者によって組織し(委員長:米澤 康博 早稲田大学大学院 ファイナンス研究科教授)、2007年に、「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」<sup>65</sup>を発表している。同委員会においては、ベンチャーファンド事業の評価について基本的な考え方を整理し、2007年時点での評価を実施している。委員会は4回開催され、ベンチャーファイナンスの現状と課題、ベンチャーファンド事業の評価の方法、ベンチャーファンド事業の評価等が議論されている。ここでの評価の基本的な考え方としては、政策評価の一般基準である「効率性」、「有効性」の観点を踏まえて、まず、政策的効果(直接的な実績としてのアウトプットとより幅広い効果としてのアウトカム)を測定することとし、あわせて、独立行政法人の事業として継続できるように資金の不当な毀損の防止の観点から収益性(リターン)のチェックを実施することとしている。政策的効果については、①投資先企業の成長に関する指標、②投資先企業の満足度等に関する指標、③投資分野などの政策的意義に関する指標(狭義の政策的意義)、④ファンド組成の業界への影響などより大きな観点からの政策的意義に関する指標(広義の政策的意義)で効果を把握し、効果測定に当たっては定量的なデータの精度の向上を図るとともに、アンケート調査や事例の抽出などによる定性的な評価も重視するとしている。資金の不当な毀損の防止のためのリターンのチェックにおいては、一般の民間ファンド同様、年利の概念に近い内部収益率(IRR:Internal Rate of Return)、投資倍率(Investment Multiple)、出資した金額に対する出資金回収額の累計を示す出資金額分配率(Distribution to Paid-In)等の指標によってファンドのリターンを測定することとしている。評価指標としては、客観的な指標を中心とし、総合的に評価を実施するとしている。一方で、ファンド事業は、もともと市場のみに委ねると達成できない公的目的を有し、民間のノウハウ等を活かすマッチングファンドとすることで市場を補完する企業応援ファンドと位置付けられるため、政策的な意義の高い分野への投資とリターンは基本的には二律背反となりやすいことには留

---

<sup>65</sup> 中小企業基盤整備機構(2007)「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」。

意が必要であるとしている。すなわち、アーリーステージ企業の支援、産学連携等イノベーションの促進、地域企業の振興など政策目的のために投資分野を絞り、投資対象企業を限定すると、その分リスクが高くなり、リターン低下を余儀なくされる可能性があり、それを十分認識しバランスのよい評価を実施すべきであるとしている。評価の概要は図表 3-5 のとおりである。

図表 3-5 外部有識者の評価委員会による評価の事例（ベンチャーファンド事業）

評価指標	<p>① 投資先企業の成長に関する指標：売上高成長率、経常利益成長率、ROA改善率、従業員増加率、IPO達成状況、その他のエグジットの状況 等 ② 投資先企業の満足度等に関する指標：満足度(出資金額、ハンズオン支援)、経営に及ぼす効果(企業の成長、ガバナンス向上への貢献) 等 ③ 投資の政策的意義に関する指標：アーリーステージ企業への投資の比率、産学官連携、次世代産業、地域企業等への投資の比率、取締役派遣等ハンズオン支援の状況 等 ④ ファンド組成の政策的意義に関する指標：民間資金のマッチングの状況、独立系・新進ベンチャーキャピタルへの出資の状況、中小機構の他の支援策との連携の状況、その他政策的意義に関する定性データ ⑤ ファンドの収益性に関する指標：内部収益率(IRR:Internal Rate of Return)、投資倍率、出資金額分配率(D/PI:Distribution to Paid-In ) 等</p>
評価結果	<p>2007年時点での評価としては、事業の実施状況は順調で、投資先企業の成長や満足度も十分であり、政策的効果として、民間エクイティ資金の呼び水効果や、独立系ベンチャーキャピタルの育成効果、アーリーステージ・地域企業・産学連携等への資金誘導効果も一定の成果を上げていることが確認された。また、収益性についても基本的な収益性の要件が満たされていると認められ、ベンチャーファンド出資事業は効果的に運営されていると考えられる。</p>
今後の課題	<p>ファンドの運営においては、① ファンド提案の審査プロセス・モニタリングプロセスの一層の改善(プロセスの標準化、ファンドの審査・管理体制の整備、管理能力の向上)、② ファンド契約の一層の改善(組合契約の横断的検証とモデル契約の検証)、③ ファンド事業制度要件の更なる検証、などが効果の向上に有効と考えられる。また、評価に関しては、① データの整備と分析(中小機構データの更なる整備、業界データとのベンチマーク、国際的なデータとのベンチマーク)、② 評価手法の向上(政策的意義とリターンのバランスの検証、評価精度の向上、評価指標の見直し、新たな評価手法の研究)、③ 評価結果の活用(事業運営の改善への活用、PRへの活用)、などを検討し、PDCAサイクルの向上を図るべきと考えられる。特にハンズオン支援などの定性評価については投資先ニーズやステージに応じて測定できるようにすべき。</p>

出典：「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」をもとに筆者作成

## (5) 事業仕分けによる政策評価

政策評価の新しい流れとして政治主導の「事業仕分け」がある。2009年から内閣府に設置された行政刷新会議がワーキンググループを組織し「事業仕分け」として各施策の評価を実施している。その評価者は、国会議員、内閣府・財務省の副大臣・政務官、大学教授、自治体職員、元自治体首長、エコノミスト、弁護士、コンサルタント等であり、第1回は2グループ、第2回は3グループに分かれ行政側から提出される概要説明書に基づく説明を聞いたうえで評価を決定している。概要説明書に記載される項目は、事業の目的、対象、スキーム、実施体制、コスト、事業費、事業実施状況、事業の必要性、類似事業、他の主体との役割分担、成果目標、成果実績、特記事項等である。第1回の実施は2009年11月、第2回は2010年の4～5月に実施されている。中小企業・ベンチャー企業政策に関する事業仕分けが実施された第2回の実施の考え方を図表3-6に、結果の事例を図表3-7に示す。

図表3-6 今回の事業仕分けについて（第6回行政刷新会議了承）

### 1. 独立行政法人及び政府系の公益法人が行う事業の徹底見直し

行政からの支出を受け、あるいは権限を付与される等によって独立行政法人及び政府系の公益法人が行う事業については、昨年11月に実施した事業仕分けにおいて様々な問題が指摘されたところである。これらについては、本来法人が有する専門性、機動性等のメリットを活かしきれずに、非効率・不要な事業の温存等の問題が発生しているおそれが大きい。こうした観点から、今回の事業仕分けでは、このような独立行政法人及び政府系の公益法人が行う事業を取り上げ、予算面にとどまらず、事業の必要性、有効性、効率性、緊要性や、誰が（国、地方公共団体、独立行政法人、公益法人、民間事業者等）事業を実施する主体として適切かといったことについて検証を行う。

### 2. 類似の事業の横断的な見直し

独立行政法人及び政府系の公益法人が行う事業であって、今回の事業仕分けの対象事業とならなかった類似の事業についても、事業仕分けにおける議論の結果を踏まえ、横断的に同様の見直しを行うことを各府省に求める。

### 3. 制度・規制等の見直し

今回の事業仕分けの議論を踏まえて、以下の見直しを進める。

- ①独立行政法人制度の抜本的な見直しを含めた制度の刷新
- ②主務大臣等による政府関連公益法人の業務運営に対する指導監督等の強化
- ③法律等により独立行政法人及び公益法人に委ねられている規制等のあり方

出典：第6回行政刷新会議了承

図表3-7 事業仕分けによる評価の事例（ものづくり補助金・ファンド事業）

	ものづくり中小企業製品開発等支援補助	中小機構 ファンド事業
結果	予算計上見送り	当該法人が実施し、事業規模は縮減
コメント	<p>○中小企業のものづくりにどのように効果があったのか明確となるまで、新たな予算化は避けるべきではないか。実質的に補正予算における景気対策として認められ、2,282件、約570億円のコストがどのような効果を生んだのか、その評価と査定が求められる。特にものづくりにどの程度役にたったのか精査すべき。○補正予算のときと同じスキームで実施するのは止めるべき。景気対策なのかものづくり支援なのか不明確。補正予算執行の実績を評価した上で、ものづくり中小企業を支援するためのスキームを考え直すべき。天下り団体に事業を委託すべきではない。○平成21年度の補正予算573億という多額な補助金事業が突然始まっている。内容もこれまでの補助事業のスタンダードである製品開発を大きく超えて、流通販売、自社内人件費まで入れることができる極めて使い勝手の良いものであったので、中小企業庁の予想をはるかに超える12,224件の申し込みとなった。そのことによる拙速な審査体制は、結果として事業者間に不公正な採択となったと思える。○典型的な旧政権のバラマキである。○平成21年度補正予算約570億円のうち32億円が事務費などで全国中小企業団体中央会に入っている点は改善すべき ○少数の対象に対する多額の補助はフェアネスの確保が最も重要。</p>	<p>○仕分けで不要になった資金(国庫のお金)を、別の事業を見出していたずらに浪費している様は、納税者には理解されるはずはない。○税金を使って、創業支援のリスクを極力とるべきではない。速やかに廃止すべき。○既に投資してあるものについては、早期に回収を目指す。○創業支援については、国による投資ではなく、税制その他別の仕組みで考える。○前提として日本におけるベンチャーファイナンスの不足は、資本の問題ではない。○リスク管理が甘い。これをもっと改善すべき。○民間のファンドに対してリスクの一部を肩代わりするという仕組みの方が優れていると思われる。ごく少数(2,600社)の中小企業を行政が選んで優遇投資をする必然が不明。○現状施策では創業促進効果が小さい。○一定の必要性はあるだろうが、事業スキームと税金の使われ方としての精査が必要。○ファンド出資の見通しの説明が不十分なので、他の支援方法を検討すべき。○ファンド出資の必要性はあると思うが、より効果的なスキームが求められる。○実態に応じた資金で行うべき。○毎年の予算措置に切り変えるべき。○日本のファンド出資は、極端にエンジェル性格を欠いている。国がエンジェル出資をすることは不可能なので、民間パートナーに可能な限りエンジェル的な出資をお願いするためのスタートマネーを国会の議論なしに認めることはできない。○ベンチャー出資などへの重点化を図るべき。</p>

出典：行政刷新会議 「事業仕分け」ホームページをもとに筆者作成

### 3. 中小企業・ベンチャー企業の公的支援策の政策評価のあり方

#### (1) 政策評価の比較

ここまで見てきたように中小企業・ベンチャー企業政策の政策評価は様々な形態で実施されており、政策、施策、事業の決定プロセスに組み込まれてきている。予算査定、経済産業省政策評価システムの事後評価、外部有識者の評価委員会による評価、事業仕分け、前章で整理した研究者による評価について、その特徴を前述した概念により比較すると図表 3-8 のようになる。ここでは、各評価で最も重点を置いて評価している項目を◎、評価している項目を○、少しは評価している項目を△、評価していない項目を一として示している。

図表3-8 中小企業・ベンチャー企業の政策評価の比較

	予算査定	事後評価	外部評価	事業仕分け	研究者の 評価
必要性等の検討	◎	○	○	—	—
インプット	○	○	○	○	—
アウトプット	○	◎	○	◎	○
アウトカム(定量)	○	○	○	△	◎
アウトカム(定性)	△	△	◎	—	○
外部要因	—	—	—	—	△

予算査定では施策の必要性を重点的に置きつつ、前年度の決算データをもとにインプット、アウトプット、アウトカムの一部を評価している。ここでは、予算が必要かどうか、その金額はどれくらいが適正かという判断のために、事業目標と効果予測が重視され、施策の効果

については、決算データから出てくる予算の執行状況と実施件数の数値をベースに評価がなされるため、現状を前提とするインクリメンタルな検討になりがちである。また、中小企業金融などの政治的なアジェンダとなりやすい施策においては査定プロセスの最終段階に近づくにつれて政治的な影響を受けやすくなる。

政策評価システムの事後評価では、施策の必要性を審査した上で、インプット、アウトプットを見て、目標の達成度合いを検討している。この目標の多くはアウトプットに関する指標が多いため、評価の重点もアウトプットの定量的な分析に置かれる。ここでは、実施件数、実施金額、満足度等の指標の分析がなされるが、その先のアウトカムの把握、有効性の分析までは至らないことが多い。また、行政の担当によって評価書が作成されるために、基本的には現状維持、事業の改善による拡大といった評価に傾斜しがちである。中小企業・ベンチャー企業政策の場合は支援策の対象となる企業の売上、収益、雇用などのパフォーマンスの把握が重要であるが、その分析が十分ではないことが多く、今後の課題となっている。

外部有識者の評価委員会による評価では、施策の必要性、インプット、アウトプットを見つつ専門家の知見を活用してアウトカムの分析に重点がおかれる。中小機構のベンチャーファンド事業の評価の場合は、投資先企業のパフォーマンスを含む多様な指標のデータとアンケート調査によってアウトカムの定量的評価と定性的評価を試みている。事務局側で十分な資料を作成した上で、中立的な外部有識者による評価を実施しつつ、有識者の専門性を活用できるので、アウトカムの幅広い分析まで可能となる。しかし、有識者の選定により評価が大きく左右されることや評価に費用や時間を要することなどの課題がある。

事業仕分けに関しては、行政側の作成する概要説明書で事業の目的、実施状況、必要性、成果目標、成果実績などの説明がなされた上で、評価者が評価しているが、実際の評価内容はアウトプットの一部を見ているのみのように見受けられる。また、図表6に示した事例の中で「天下り団体に事業を委託すべきではない」、「典型的な旧政権のバラマキである」といったコメントに代表されるように、事業自体ではなく政治的な意図によって評価していると見られる状況もある。さらに、「税金を使って、創業支援のリスクを極力とるべきではない」、「ごく少数の中小企業を行政が選んで優遇投資をする必然が不明」など、中小企業基本法改正による創業支援や成長企業育成支援の強化といった政策の流れと明らかに矛盾するコメントもある。事例で取り上げたものづくり中小企業製品開発等支援補助金については、12,224件の申込から2,282件を選定して事業実施をしており、事後評価の基準に照らせば、アウトプット効率の良い優良事業となる。同じく中小機構のファンド事業も、外部有識者の

評価委員会による評価では事業の実施規模、投資先企業の成長や満足度、政策的な資金誘導効果において一定の成果を上げ効果が上がっているとされている。ここで取り上げたものに限らず、事業仕分けにおける評価は他の評価との間で大きな乖離が生じている。

研究者による中小企業・ベンチャー企業の支援策の評価は、中小企業創造活動促進法や政策金融などの限られた分野では進んでいるが、全体的に見ると日本ではまだ分析が始まったばかりであり、今後の研究の進展が期待される。一方、行政から提供されるデータが不十分であり分析が制限されているなど行政側の情報公開に関する課題も指摘されている。また、評価内容が定量評価に重点が置かれがちであるため、今後定性的な評価を含めたアウトカムの把握の促進が必要と考えられる。研究者による評価では、コントロールグループを使った成果の比較などで外部要因をある程度考慮に入れているが、幅広い視点からの分析には至っていない。経済状況や、時間的な政策の流れなどの外部要因はアウトカムの実現に大きな影響を及ぼすと考えられ、この要因を加味した評価が今後の課題となると考えられる。

## （２）政策評価のあり方

本章では政策評価の概念を整理したうえで、中小企業・ベンチャー企業の公的支援策に分野を絞って、具体的な事例を挙げつつ政策評価の視点や内容を見てきた。この結果、多様な政策評価が存在し、中小企業・ベンチャー企業政策の分野においては、評価の視点や内容に大きな幅があることが分かった。特に、事業仕分けと他の評価との乖離は大きい。ただし、このような乖離は事業仕分けに限らず、政策評価の中で頻繁に起こっているとも考えられる。

複数の評価結果の内容の乖離や評価のブレは、政策の実施プロセスのみならず企画・立案に大きな影響を与えていることを考えると、政策のよりよい企画・立案と実施のためには、評価の方法を確立し、より安定的な評価の実施が必要であると考えられる。

そのための本質的な課題は、政策評価手法の「幅と深さ」であると考えられる。政策評価によって中小企業・ベンチャー企業への公的支援策の効果を検討する上では、より総合的・客観的な評価が必要ではないか。より効果的な政策運営や制度設計のためには、これまで実施されている行政における政策評価のアウトプット、アウトカムの分析の方法に加え、政策の歴史的な変遷や社会的な位置づけなどの視点を取り入れて、より総合的な評価を実施すべきである。

政策をサッカーのチームに例えてみよう。政策の中の各支援策をサッカー選手とする。チームが試合に勝つ（政策として効果を上げる）ためには、どの選手をどのように使うかとい

う監督の采配が重要である。監督の選手を見る目はゲームの鍵を握る。ここで監督が、個々のプレーの出来不出来やマスコミの評判で選手を判断するとチームはどうなるであろうか。めまぐるしい選手交替やちぐはぐなプレーでゲームの勝利は遠ざかるのではないか。一方、名将と呼ばれる監督は、選手を育て、チームを育てると言われている。各選手がどのような経歴なのか、今は上り調子なのか下り調子なのか、チームの中での位置づけはどうか、他の選手とのケミストリー（相性）はどうか、といった多面的な観点で選手を評価してチームを作り上げ、勝利を手中にしているのである。

現在の日本のベンチャー企業政策においては、名監督が選手を見るような「幅と深さ」を持った支援策の評価がなされていない。政策の向上のためには各支援策の総合的・客観的な評価手法の確立が必要である。

中小企業・ベンチャー企業政策は、密接に連携する複数の政策が存在するため中小企業基本法の改正やベンチャー企業支援の変遷などの時間的な政策の流れと方向性が事業の成果に一定の影響を及ぼす。また、多様な企業に多様な支援を実施するために景気の状態、政策の全体構成、業界構造など考慮すべき社会的な外部要因も多数ある。これらの要因を考慮しての評価が必要である。政策評価における効果の測定方法についても定量的評価、定性的評価のどちらかに限定するのではなく、評価の対象や必要な評価レベルを検討しつつ、双方を組み合わせ相互補完することが必要と考えられる。

中小企業・ベンチャー企業の公的支援策の政策評価は日本では発展途上であり、施策のインプット、アウトプット、アウトカムを定量的、定性的に分析し、社会的な要素や時間的な要素などの外部要因等を勘案した総合的な評価方法の確立と実績の蓄積が求められる。また、そのために既存の政策評価体制の見直しと改善も必要と考えられる。

## 4. 本研究における政策評価のフレームワーク

### (1) ベンチャー企業政策の評価の問題点：評価手法の不在

ベンチャー企業の公的支援策に関しては行政サイドで評価を実施しているが、その視点や内容に大きな幅がある。ベンチャーファンド事業の評価においても中小機構の外部評価委員会の評価と行政刷新会議の事業仕分けによる評価で全く逆の結論が出るなど評価のブレが生じている。ベンチャー企業政策においては行政内部での評価がその時々でなされ、評価手法が不在の状況となっている。通常は評価時点での限られたデータにより近視眼的な評価がなされている。ベンチャー企業政策においては、評価手法の不在の状況が続いており、総合的・客観的な評価手法の確立が必要と考えられる。

以上のような政策評価の状況を踏まえ、本研究においては、先行研究における対象企業の成長性の分析の方法と、行政における政策評価のアウトプット、アウトカムの分析の方法を勘案しつつ、既存の研究や評価では十分でなかった時間的な観点や政策全体における位置づけなどの観点を加味して、より幅広い視点からの政策評価を試みることにする。

### (2) 時間軸・社会軸とアウトプット・アウトカムによる総合評価

ベンチャー企業政策はベンチャー企業とその経営環境の時間的な変遷の中で、複数の支援策がパッチワーク的に形成されてきており、時代背景と支援策が相互に影響を及ぼしている。支援策の評価のための分析にはその時代背景の中での位置づけと実施状況を見る「時間軸」の観点が必要である。また、多様な企業へ多様な支援がなされるために、分析時点での支援策の全体構成や社会経済の中での位置づけと実施状況を見る「社会軸」の観点も重要である。これらの観点を加えることによって評価の「幅」が出てくる。これらの位置づけの確認が、評価の基盤である施策の必要性を決定付ける。すなわち、支援策の必要性は評価の基礎項目であり必要性の高い事業であれば、評価結果は高くなるという考え方である。また、評価の「深さ」については、支援策の実施状況を見るアウトプットの分析だけでなく、支援策利用者への影響を含めたアウトカムの分析が必要である。分析方法についても定量的分析、定性的分析のどちらかに限定するのではなく、双方を組み合わせることでより深い分析ができる。

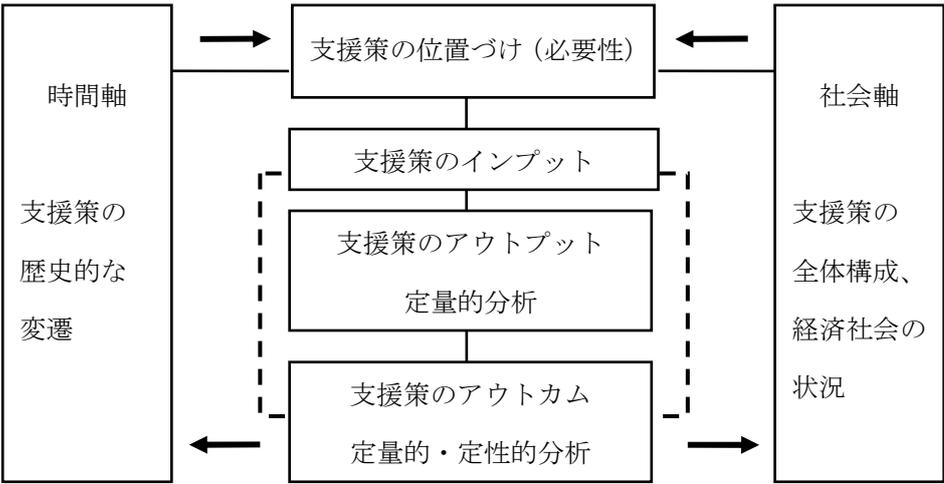
しかし、これまでのベンチャー企業政策の政策評価では時間的な観点や社会的な観点をとり入れたものはなく、分析もアウトプットの定量的分析が重視され、一部でアウトカムの定量的分析がなされる程度であった。本研究においては、既存の政策評価では十分でなかった

時間軸や社会軸の観点を加え、アウトカムの定量的分析・定性的分析を実施することで、総合的な評価を試みる。具体的には、時間軸としてベンチャー企業とその支援策の歴史的な変遷の中で事業の位置づけと実施状況を確認するとともに、社会軸として支援制度の全体構成や支援する企業の存在する経済社会の状況の中での政策的な位置づけと実施状況を見る。

これらから導き出される必要性を基礎としつつ、事業のアウトプットとしてファンドの組成状況や資金の流れなど定量的な効果を分析し、アウトカムの分析として投資先企業の成長分析、一般企業と比較しての分析（Storey フレームの第四段階）などの定量的な効果測定をする。あわせて、データが不十分な中での定量的分析を補完するべく、アンケート調査、ヒアリング調査などによる定性的な分析をする。以上をもとに、総合的にベンチャーファンド事業の評価をすることを本研究における政策評価のフレームワークとする（図表 3-9）。次章以降でこのフレームワークに基づいてベンチャーファンド事業の政策評価の分析を進める。

なお、政策評価においては、予算や人員など政策資源の投入量であるインプットとアウトプット、アウトカムを定量的に比較することも重要であるが、本研究においては、定量的に比較しうるインプットとアウトプットとの比較のみに留める。アウトカムについては、定量的分析、定性的分析の両面から見ることで客観性を担保して、政策的な示唆を導出する。

図表 3-9 本研究における政策評価のフレームワーク



(注) 点線は従前の政策評価の範囲



## 第四章 時間軸:ベンチャー企業政策の 歴史的変遷

本章においては、時間軸の分析として、歴史的な観点を踏まえベンチャー企業とベンチャー企業支援策の変遷を概観する。変遷の整理においては、日本のベンチャー企業政策の形成に多大な影響を与えている米国の状況と比較しつつ、ベンチャー企業と支援策の発展過程を追うとともに、特定の施策の状況をより詳細に見る。これにより、本研究で取り上げるベンチャーファンド事業の政策的な位置づけを明らかにする。

## 1. ベンチャー企業とベンチャー企業政策の変遷

成長意欲の高い起業家に率いられた新規性を有するベンチャー企業とベンチャー企業の支援策はどのように発展してきたのか。また、その発展の背景にはどのような社会的・経済的な事情があったのか。

日本のベンチャー企業とベンチャー企業政策の変遷を見る際には、米国のベンチャー企業と政策をあわせて見るのが妥当と考えられる。米国は世界の中で最も早くベンチャー企業の成長が確認され、次々と生まれるベンチャー企業がイノベーションと経済を牽引してきており、日本のベンチャー企業の発展に影響を及ぼしている。また、政策の面でも米国は世界に先駆けてベンチャー企業支援策を実施しており、日本のベンチャー企業の支援策は米国の政策の影響を受けて創設され、米国流から日本流へ変容しつつ定着したものが多いため、ここでは、1970年代以前、70年代、80年代、90年代、2000年以降と分けて、米国と日本を対比しつつ、ベンチャー企業とその政策の変遷を簡易な年表を示しつつ概観する。

### (1) 1970年代以前

図表 4-1 1970年代以前のベンチャー関連年表

年	日本	米国
1946		ARD(American Research and Development)設立
1957		ARDがDECに投資(1971年IPO)
1958		SBICの設立(Small Business Investment Act)
1961		最初のLPSファンド(アーサー・ロック)
1963	中小企業基本法制定	
1963	日本証券協会 店頭売買承認銘柄制度開始	
1963	中小企業投資育成会社設立	
		1967-1969 第一次ベンチャーブーム
1969		キャピタルゲイン増税「ベンチャーキャピタルの死」

ベンチャー企業とベンチャー企業政策の変遷を見る際には、1946年に米国のボストンで設立されたアメリカン・リサーチ・アンド・デベロップメント(American Research and Development:ARD)まで遡ることとなる。ARDはベンチャー企業に対して投資する最初のVCとして、1945年の全米証券業協会の会合でボストン連銀総裁が提唱し、それに賛同したハーバード・ビジネス・スクールのドリオ教授たちが協力して設立した。当時はリスクキャ

ピタルに対する十分な理解がない状況で、設立当初には資金が予定の7割しか集まらず、出資者や銀行からの借り入れによって第二次大戦中に開発された技術の商業化を目指した投資事業を行っていた。しかし、1957年に投資したDEC(Digital Equipment Corporation : MITの大学院生がボストン郊外の工場廃屋を回収してコンピュータービジネスをスタートし、驚異的な成長によりIBMと並ぶメーカーに成長)は1971年に株式公開し、当初7万ドルの投資資金が市場価格で3億5千万ドル(5000倍)の価値となった。ベンチャー投資の成功物語の先駆けとして米国社会のベンチャー企業への投資増加に貢献することとなった。

その後、連邦政府で中小企業のファイナンスギャップ改善のためのリスクキャピタルの提供と成長支援を公的部門が行うべきとの考えが広まり、1958年にSmall Business Investment Actが制定され、SBIC(Small Business Investment Company)を支援する形でベンチャー投資が進められていった。SBIC制度は、中小企業向けの投資をするVCをSBA(Small Business Agency : 中小企業庁)が認定し、社債を引き受けたり、低利融資を実施したりすることで投資資金を支援する制度である(1992年には、SBAが優先株出資をする制度拡充がなされている)。SBAの資金支援は各民間VCの自己資金の4倍まで可能であり、VCの投資額の拡大に貢献している。認定されたSBICは60年代半ばには全米で約700社まで増加し、当時の全米のVC投資の3割を超えるに至っている。アップル・コンピュータ、フェデラル・エクスプレス、インテルなどの大企業も創業まもない時期にSBICからの出資を受けている。また、1961年に投資家のアーサー・ロックがパートナーシップによるファンドの仕組みを作ったことも注目すべき事象である。これは、旧来からあったパートナーシップ制度を投資活動に活用するもので、VCがファンド運営者となり、リスクを許容する投資家にパートナーとなってもらうことで資金を集める仕組みである。従前の銀行借り入れ等による資金調達と異なり、よりリスク許容度の高い資金調達をVCが行うことが可能となった。また、パートナーシップに対しては、その組織体には課税されず、出資者に課税されるパス・スルー課税の仕組みが適用された点も資金の流れの増加に貢献している。1960年代以降は、ファンドを使ったベンチャー企業へのエクイティ・ファイナンスが増加し、投資スキームの主流となってきている。各州の政府では、この時期に従前のパートナーシップという組織制度に有限責任制を付与するリミテッド・パートナーシップ(Limited Partnerships)の制度整備をしており、この組織形態によりファンドのスキームの浸透がさらに加速していった。

このような基盤的制度が整備され、トランジスタや集積回路の需要が軍需や航空宇宙産業に牽引されて拡大する中、1960年代の米国のベンチャー企業への投資は増大してゆく。1967

年から 1969 年は第一次ベンチャーブームを迎え、1969 年の IPO の件数は 1928 件、調達額は 35.5 億ドルとなっている。

日本においては、1970 年代以前はベンチャー企業をめぐる動きやベンチャー企業の支援策をめぐる政策的な動きは活発ではなかった。しかし、一部で制度的な芽が出始めている。

まず、中小企業投資育成株式会社が 1963 年に設立されていることが注目に値する。これは、米国の SBIC の影響を受けたものであるが、制度化にあたっては民間企業を活用する米国 SBIC と異なり、「公」の投資機関であるという性格づけがなされている（実際に株式を政府が保有）。このため、投資先もリスクの高い創業初期のベンチャー企業ではなく経営の安定度の高い中堅規模の中小企業への投資が主流となり、配当による収入（インカムゲイン）を期待するものとなっている。1960 年代の初めからは株式市場が活況を呈し、1963 年には、日本証券協会において、中堅企業向けに店頭売買承認銘柄制度がスタートしている。なお、1963 年に中小企業政策の理念、目的、手法などを定める中小企業基本法が制定されているが、この法律では、中小企業の経営や設備の近代化、集団化によるスケール・メリットの追求の支援が主軸となっており、ベンチャー企業についての記載はなされていない。これは、当時の大企業と中小企業の二重構造の格差是正が政策的に大きな課題になっていたことによる。

## （2）1970 年代

図表 4-2 1970 年代のベンチャー関連年表

年	日本	米国
1970	「ベンチャー企業」という言葉の紹介 1970-1973 第一次ベンチャーブーム	Stanford 大学で Office of Technology Licencing 設立 1970-1977 ベンチャー投資の沈滞
1971	産業構造審議会「知識集約型産業構造」	
1971	日本ベンチャービジネス協会発足	
1972	京都エンタープライズデベロップメント(KED)設立	
1972	日本エンタープライズデベロップメント(NED)設立	
1973	日本合同ファイナンス(現ジャフコ:JAFCO)設立	
1973	第一次石油ショック	
1974	1974-1975 オイルショック不況	
1975	研究開発型企業育成センター(現VEC)設立	アーサー・ロックがアップル・コンピュータに投資(78年IPO) 1978-1987 第二次ベンチャーブーム
1978		キャピタルゲイン課税減税 株式公開基準の緩和
1979		退職者所得保障法(ERISA 法)の出資要件の緩和

1970年代、米国ではベンチャー投資は停滞する。1969年末の株価の下落、キャピタルゲイン税の増税が引き金となり、このころ比喩的に「ベンチャーキャピタルの死」が雑誌で報道された。ベンチャー企業への投資は減少を続け、IPOの件数も1974年55件（調達額1.1億ドル）、1975年25件（調達額2.4億ドル）と著しく落ち込む。SBICについても1960年代に600社を超えたSBICの数が、1970代初めには約300社に減少している。この減少は、SBICの認定が投資能力要件を問わずに実施されたため実力を伴わないSBICが増加し、市場の悪化とともに累積する不良債権の中で多くが撤退していったことによる。

しかし、そうした停滞期において1970年のスタンフォード大学でのOTL（Office of Technology Licensing）開設は、注目すべき動きである。この機関はスタンフォード大学の研究開発の成果を実用化するものであり、その後全米の大学で設置されるTLO（Technology Licensing Office：知的財産活用事務局）の先駆けである。もうひとつ、1971年のNASDAQの創設も注目すべきである。NASDAQは、その後ハイテクベンチャー企業のための株式市場として重要な位置づけを占めるようになる。

米国における1970年代のベンチャー企業の投資の停滞は78年から始まる一連の制度改正によって是正される。これは、当時のカーター政権がベンチャー企業の成長による経済の活性化を重視したためである。1978年の税制改正では、キャピタルゲインの税率を49.5%から28%に引き下げ、翌年のベンチャーファンドへの出資を激増させている。1979年のERISA法（従業員退職所得保障法）の改正では、年金基金の運用者を対象とした投資ガイドラインの緩和により、VCへの投資などのリスク投資を容認するようになった（プルーデントマン・ルールの緩和）。これらの制度改正は1980年代初頭まで続き、米国のベンチャー投資とベンチャー企業の活動は大きく拡大することとなる。

日本においては1970年に、通商産業省の佃氏により、「ベンチャー・ビジネス」という言葉が紹介され、ベンチャー企業が意識されるようになる。「第一次ベンチャーブーム」と呼ばれる期間がここから始まっている。1971年には通商産業省の産業構造審議会が「知識集約型産業構造」を新しい産業構造ビジョンとして示している。このビジョンでは、研究開発集約産業（コンピュータ、ロボット、集積回路など）、高度組立産業（通信機器、事務機器、NC工作機械など）、ファッション産業、知識産業（コンサルティング、ソフトウェア、システムエンジニアリングなど）が例示され、ベンチャー企業がこうした新しい分野を牽引する企業群として認識された。1971年には、ベンチャー企業の経営者、大企業の技術者、大学の教授などにより、日本ベンチャービジネス協会が設立され、経営情報の交換、異業種の連

携、資金の確保などベンチャー企業の地位向上が図られている。

1972年には、日本初の民間VCである京都エンタープライズデベロップメント（KED）が設立された。KEDは米国のARDの調査に基づき、立石電機（現オムロン）の立石社長を中心に、京都銀行、京都信用金庫、ワコール、京都証券取引所など京都経済同友会のメンバーにより設立された。この組織は「明日の新しい創造的事業をめざす企業と既存企業で新しい工夫により事業の明日への再展開をめざす企業を発見すること。これらの企業に資金を直接援助し、また助言など経営援助を行うこと」を目的としており、京都の企業・起業家への支援を始めた。当時、創業間もなかった日本電産もKEDの融資を受けて後の発展へのきっかけを作っている。時を同じくして、東京で日本エンタープライズ・デベロップメント（NED）が民間VCの2番手として設立された。日本長期信用銀行、富士銀行、第一勧業銀行、住友信託銀行、大和証券、伊藤忠商事、日本信販などが大株主となり、特定の企業グループに属さない中立性の高いVCとして活動を開始している。また、欧米のVCと業務提携を結ぶなど、国際化を先取りした取り組みもしている。1972年末には、日本ベンチャーキャピタルが住友銀行、住友信託銀行、住友海上火災、住友商事など住友グループにより設立されている。1973年になると、日本のVCをリードする日本合同ファイナンス（現ジャフコ：JAFCO）が設立された。JAFCOは、野村證券、日本生命保険、東洋信託銀行、三和銀行などが大株主となっており、先発3社とは異なり、出資業務と経営支援に加えて、融資保証、信用供与、合併・業務提携あっせんなど幅広い事業展開を視野に入れていた。その後1974年にかけて、ユニバーサルファイナンス（山一証券系）、セントラル・キャピタル（日興証券系）、東京キャピタル（第一勧業銀行系）、ダイヤモンドキャピタル（三菱銀行系）が相次いで設立されている。

しかし、これらの先発VCの多くはオイルショック後の景気低迷やVCの活動自体が市場構造・社会構造に適合していなかったため、厳しい経営環境下におかれ、投資は頭打ちとなる。KEDは1980年に解散し、日本ベンチャーキャピタルも1983年に投資業務を停止している。その理由としては、①当時の日本の中小企業の多くが、他人資本の導入や株式の公開に強い拒絶反応を示していたこと、②日本の上場・株式公開の審査基準が世界に類を見ないほど厳しいものであったこと、③VCの活動の場が少ないため、VC自身の資金繰りや収益確保が厳しく、その経営は極めて苦しい状況に置かれていたこと、などがあげられている。

1975年には、研究開発型企業育成センター（現在のVEC：ベンチャーエンタープライズセンター）が設立された。その目的は、「科学技術に係る新たな知識および思想の普及啓発

を基調として、研究開発型および知識融合型の中小企業の指導、育成を図る」というもので、初代の代表には本田技研の本田宗一郎氏が就任した。同センターの業務として、ベンチャー企業への債務保証がなされ、ベンチャー企業に関する調査、政策の検討も実施された。同センターの設立は、ベンチャー企業に対する新しい政策的アプローチとなっている。

### (3) 1980年代

図表 4-3 1980年代のベンチャー関連年表

年	日本	米国
1980		中小企業投資促進法(LPS 解禁、Accredited Investor)
1980		バイ・ドール法 ERISA 法のセーフハーバールール
1981	新株引受権付社債(ワラント債)制度創設	経済再建租税法 キャピタルゲイン課税減税
1981	日本アセアン投資(現日本アジア投資)設立	
1982		SBIR(Small Business Innovation Research)法
	1982-1986 第二次ベンチャーブーム	
1982	初の投資組合「ジャフコ1号」設立	
1982	神奈川サイエンスパーク(KSP)設立・テクノポリス法制定	
1983	店頭公開市場の改革	Capital Market Myopia(マーチャントキャピタル化)
1984		Venture Capital Network 設立
1985	ニュービジネス協議会・基盤技術研究促進センター設立	
1985	プラザ合意	
1986	1986-1987 円高不況	マイクロソフト、オラクル設立
1987		ブラックマンデー
1986	中小企業投資育成 完全民営化	
1987	ジャフコ(JAFCO)店頭公開	
1988	リクルート事件(未公開株への批判)	
1989	新規事業法制定	

米国では、1970年代末から引き続いて、カーター政権下で「誕生権経済(Birth Right Economy)」の概念のもと、中小企業政策・ベンチャー企業政策が強化され、政府が毎年「中小企業教書」を作成し、議会に提出するようになった。

1980年の中小企業投資促進法(Small Business Investment Incentive Act)はVCを企業育成のための会社と定義し直すことで証券取引委員会(SEC)に登録することを不要とした。また、純資産が100万ドル以上、年収が20万ドル以上等の基準によって自衛力のある投資

家を認定し、投資家保護規定を緩和する **Accredited Investor** 制度も導入された。さらに、この法律により、リミテッド・パートナーシップ (LPS) による投資ファンドの法律上、税制上の扱いが明確にされ、LPS の利用による投資が進む要因となる。

同年には ERISA 法が更に改正され、ファンドの運用者は年金基金資産の受託者とはみなされないことが明記された (セーフハーバールール)。これにより、VC の裁量権の拡大と年金基金を受け入れる際のリスクの軽減が図られた。さらに同年、政府の研究開発投資による研究成果等をベンチャー企業が利用する際のインセンティブを拡大するバイ・ドール法が制定され、研究開発型のベンチャー企業の活動を促進することとなる。

1981 年の経済再建租税法 (Economy Recovery Tax Act) においてはキャピタルゲインの税率を 28% から 20% に引き下げ、VC ファンドへの出資を倍増させている。

1982 年には SBIR (Small Business Innovation Research) 制度が創設されている。この制度は、防衛省 (DoD)、国立衛生局 (NIH)、国立航空宇宙開発局 (NASA) などの関係の省庁が連携し、研究開発型企業の発掘、育成を図るものでフェーズを分けて、フィージビリティスタディの補助、研究開発の支援、事業化の支援 (開発された政府調達を含む) を実施している。

以上のような 80 年代初頭の一連の制度改革により、米国のベンチャー企業への投資とベンチャー企業の活動は一気に活性化した。起業家の活動も、創業、LBO、MBO など多様化していった。ベンチャーキャピタルの投資活動は 1979 年には 375 社に対して 4 億 6 千万ドルが投資されていたものが、1987 年には 1729 社に 39 億 4 千万ドル投資するというレベルに拡大した。SBIC の活動も再度活発となり、1980 年代後半には 450 社となって VC 投資の重要な担い手となっている。

しかし、ベンチャー企業への投資の拡大の中で VC の経営は大きな転換を始める。Bygrave and Timmons (1993) が示すように、1983 年に発生した過剰投資 (いわゆる "Capital Market Myopia") とそれ以降の投資パフォーマンスの低下を受けて、VC がリターンを向上させるためにベンチャー企業への投資を成長ステージの後期に集中させ、さらに、LBO、M&A など投資の多様化を図る「マーチャントキャピタル化」が起こっている。

そのような中で、ベンチャー企業の創業期 (シードステージ・アーリーステージ) において、リスクマネーの供給と経営の支援をするビジネスエンジェルの動きが活発となってくる。1984 年に設立された Venture Capital Network (VCN) はニューハンプシャー大学のベンチャー研究センター付属の非営利団体として、起業家とビジネスエンジェルの出会いの機会をネットワークによって効率化し、ビジネスエンジェル投資の拡大を図っている。

一方、1980年代を通じて拡大を続けていた米国のベンチャー投資は、1987年の株式市場の暴落（ブラックマンデー）や経済全体の停滞により、減少期を迎える。1988年からはVCの投資額は減少を続け、1991年には10年前と同水準の10億ドル台まで戻っている。

日本においては、1980年代に第二次ベンチャーブームが到来する。その基盤として、1981年に商法が改正され、未公開企業に対する分離型新株引受権付社債（ワラント債）の発行が認められるようになった。ワラント債は、企業が成功した際の新株引受権を投資家が持つことを可能とする転換社債制度で、単純な社債の引受けよりも、ハイリターンが期待できるものである。この制度により、VCの投資手法の選択肢が広がり、以後日本のVCの投資手法として大いに活用されるようになる。1982年にはJAFCOが民法上の「任意組合」を使った日本型のパートナーシップによるファンド「ジヤフコ1号」を組成した。このファンドは米国のリミテッドパートナーシップのように出資者の有限責任制は確保できないものの、税務上は独立した組合員（出資者）による共同事業として、組織体に課税されないパス・スルー課税となり、日本のベンチャーファンドの先駆けとなった。1983年には店頭公開市場の基準の緩和がなされている。株式市場の公開基準については非常に厳しいレベルで維持されていたが、ここで店頭公開市場の基準が大幅に緩和され取引が拡大されている。

このような制度的な基盤と金融緩和や景気の上昇、米国 NASDAQ の活況などを受けて1982年からは第二次ベンチャーブームが訪れる。証券系、銀行系のVCの設立が増加し、1982年には新日本ファイナンスなど5社、1983年には日興キャピタルなど10社、1984年には横浜キャピタルなど地銀系を中心に22社、1985年には京都インベストメントファイナンスなど15社が設立されている。

また、1982年のテクノポリス法の制定、神奈川サイエンスパーク（KSP）の設立、1985年のニュービジネス協議会の設立、基盤技術研究促進センターの設立など、ベンチャー企業を意識した官民連携の動きも出てきている。しかし、1985年のプラザ合意以降の円高不況で第二次ベンチャーブームは沈静化する。1986年には、大日産業、勸業電気機器など急成長企業の大型倒産が相次ぎ、ベンチャー企業の投資を見直す動きが出ている。1988年には未公開株による贈収賄事件（リクルート事件）が発生し、未公開株式の取引への批判が出ている。

円高不況は2年足らずで収束し、続いていわゆるバブル経済が発生したが、ここでは不動産関連の投資・融資が多く、VCの中でも不動産関連融資に手を出して1990年のバブル崩壊以降に多額の損失や含み損を抱える企業が出てきた。また、1980年代には、1986年に中小企業投資育成の完全民営化やJAFCOの株式公開などVCのガバナンスの変化も起きている。

#### (4) 1990年代

図表 4-4 1990年代のベンチャー関連年表

年	日本	米国
1990	バブル崩壊	
1990	新規事業投資設立	
1991	1991-2000 失われた10年	
1991	JASDAQ設立	1993-1999 第三次ベンチャーブーム
1994	1994-1999 第三次ベンチャーブーム	Band of Angels (SVの Business Angel Network) 設立
1994	通商産業省 産業政策局に新規産業振興室設置	
1995	中小企業創造活動促進法制定・ベンチャー財団設置	
1995	新規事業法改正(ストックオプション制度導入)	
1996		ACE-net(官制の全国版 Business Angel Network)
1997	商法改正(全株式会社にストックオプション解禁)	
1997	エンジェル税制創設	
1998	中小企業投資事業有限責任組合法(LPS法)制定	
1998	大学等技術移転促進法(TLO法)制定	
1999	中小企業総合事業団 ベンチャーファンド事業開始	
1999	日本版バイドール制度導入(産業活力再生法)	

米国のベンチャー市場は1987年のブラックマンデー以降、沈滞を続け、当時のベンチャーキャピタルの投資の大きな部分を占めていた半導体業界が、日本の半導体メーカーとの競争により深刻な経営状況になったことを受けてベンチャー企業を巡る環境は停滞していた。

しかし、1991年を底にベンチャー市場は活況に向かう。コミュニケーション分野やエレクトロニクス分野の好況を背景に1993年から1999年にかけて第三次ベンチャーブームが到来する。94年に創業したネットスケープは、インターネット上のサイトを急速に拡大させ、当初軍事目的でスタートしたインターネットをビジネスをはじめとする情報通信のプラットフォームとした。1995年に創業したヤフーはインターネットのサイトの検索エンジンという新しいビジネスを創出した。1994年に創業したアマゾンウェブはウェブサイトで書籍の検索・注文による書籍の流通システムを確立し、インターネット販売という新しい産業の先駆けとなった。このような状況をうけて、NASDAQのIPOは1995年には476件(株式発行額167億ドル)、1996年には655件(株式発行額241億ドル)と過去最高額を記録した。しかし、この活況はやがてバブルを生み、2000年代初頭には再び調整局面を迎えることとなる。

このような中、1980年代から台頭し始めていた個人をベースとするベンチャー企業への投

資家であるビジネスエンジェルに新しい動きが生じる。成長性の高いベンチャー企業の資金需要に応えるための、ビジネスエンジェルのネットワーク化が加速している。1994年にはビジネスエンジェルネットワーク(BANs)の代表的な存在となる The Band of Angel がシリコン・バレーで創設された。1996年には、米国中小企業庁により ACE-Net と呼ばれる官製の BAN が設立された。ACE-Net は、地域の BANs を束ね、コンピュータ上で起業家とエンジェルのマッチングを図るものであった。また、ACE-Net を機に未公開株式の売買時の開示ルールと取引の規制緩和が実施されたことは留意すべきである。当時、Accredited Investor 制度（純資産が 100 万ドル以上、年収が 20 万ドル以上等の基準によって自衛力のある投資家を認定し、投資家保護規定を緩和する制度）によって未公開株式の売買についての法的な基盤が整備されていたが、州単位での膨大な開示ルールや州を超えた取引の原則禁止などの規制は残っていた。これに対して、米国中小企業庁は 1996 年に未公開株式の売買時の開示ルールの統合を図り、ACE-Net のサイト上に開示することを条件として、標準の様式 U-7 での取引ができるようになった。さらに、1997年には ACE-Net 上での開示に限らず U-7 の開示による取引が可能となっている。Accredited Investor 制度と U-7 による開示ルールの緩和が、その後の BANs の進化とエンジェル投資の拡大に一定の貢献をしている。このように 1990 年代には VC の動きと合わせてそれを補完するビジネスエンジェルの投資拡大の動きが起きてきており、米国のベンチャーファイナンスの厚みが増している。

日本においては、1990 年代はバブル崩壊以降、長期にわたる経済の低迷期を迎え「失われた 10 年」といわれる時期となる。しかし、ベンチャー企業をめぐる政策的な基盤整備の面では大きな進展が見られる。1991 年には、日本証券協会の株式店頭登録制度に大きな市場性を持たせるための JASDAQ システムが導入される。JASDAQ は、米国の NASDAQ と同様にベンチャー企業向けの株式市場として発展することとなる。

通商産業省（現経済産業省）では、1994 年にベンチャー企業の支援を実施するために産業政策局にベンチャーを専門に所管する新規産業振興室を設立している。1995 年には、中小企業政策の体系の中で初めて研究開発型ベンチャー企業等を支援する「中小企業の創造的事業活動の促進に関する法律（中小企業創造法）」が制定され、翌年には、各県でベンチャー企業への投資を実施する「ベンチャー財団」が設立されている。同じく、1995 年には、新規事業法の改正がなされ、ベンチャー企業の経営陣のインセンティブを高める「ストックオプション」が制度化されている。ストックオプションは、1997 年の商法改正によって全面的に解禁となっている。1997 年にはエンジェル税制が導入されて、エンジェル投資家によるベンチ

チャー企業への投資促進が図られている。

1998年には、ファンドの組成のための基本法制となる中小企業投資事業有限責任組合法が制定され、従前の民放組合によるファンドから、有限責任制を導入した米国のLPS (Limited Partnerships) と同等のファンドの組成が可能となる。これは、ベンチャー企業へのリスクマネー供給の法的基盤整備の中でも非常に大きな位置づけを占める。

1999年にはこの中小企業投資事業有限責任組合の制度を活用して、また、それまで整備されているベンチャー企業支援策による企業活動を活性化するべく、実際に政府の出資によりファンドの組成を促進する「ベンチャーファンド事業」が中小企業総合事業団（現中小機構）の事業として創設された。本研究で取り上げるこの事業によって、アーリーステージのベンチャー企業へのリスク資金の供給の増大が図られている。

1998年には、大学の研究開発成果を産業に移転するためのTLO（技術移転機構）を推進するための大学等技術移転促進法が制定され、1999年には政府系の研究開発の成果を民間で活用することを促進するために産業活力再生法によって、日本版バイ・ドール制度が導入されている。また、中小企業政策の根本法である中小企業基本法が1999年に改正され、従前の大企業と中小企業の二重構造の是正、社会的弱者の保護の色彩の強かった中小企業政策が、「多様な事業の分野において特色ある事業活動を行い、（略）多数の中小企業者が創意工夫を生かして経営の向上を図るための事業活動を行うことを通じて、新たな産業を創出し、就業の機会を増大させる存在としての中小企業を支援する政策へと変革されることとなった。

1990年代には、通商産業省以外でもベンチャー支援が始まっており、1998年には郵政省（現総務省）管轄の通信・放送衛星機構（現情報通信研究機構）により、テレコム・ベンチャー投資事業有限責任組合事業が創設され、情報通信ベンチャーへの出資が開始された。

「失われた10年」の1990年代において、経済の疲弊感と停滞感を打破するための誘い水としてベンチャー企業政策が検討され、数々の制度や事業が実施されているのである。

## (5) 2000年代

図表 4-5 2000年代のベンチャー関連年表

年	日本	米国
2000	ITバブル崩壊	ネットバブル崩壊
2001	大学発ベンチャー1000社計画(平沼プラン)	
2002	中小企業挑戦支援法	
2004	中小企業投資事業有限責任組合法改正	GoogleがNASDAQで株式公開
2005	有限責任事業組合法(LLP法)制定	
2006	会社法制定 金融商品取引法制定 ライブドアショック	クリーンテック市場の拡大
2008	エンジェル税制拡充	リーマンショック
2009	産業革新機構の設立	

米国では、1990年代から始まった第三次ベンチャーブームが2000年まで継続し、市場はインターネット企業への過剰投資で加熱し、2001年にはいわゆるネットバブルの崩壊が起こる。2002年にはVCの投資が大幅に冷え込み、市場においてもNASDAQのIPO企業が2000年の605社から2001年144社、2002年には121社にまで減少する。しかし、2003年以降、バイオベンチャー関連の投資が上向き、また、2006年以降は、環境関連のクリーンテック・グリーンテックベンチャーへの投資が拡大している。第三次ベンチャーブームで生まれた企業の代表であるGoogleは2004年にNASDAQで株式公開し、米国ベンチャーの成功物語を引き継いでいる。

しかし、2008年夏のリーマンブラザーズの破綻に端を発した金融危機は、ベンチャー企業の投資に対しても深刻な影響を及ぼしており、投資規模の劇的な縮小が起こっている。その後2009年以降は市場は回復に向かい、クリーンテック・グリーンテックを中心に投資が再度増加している。

日本における2000年代のベンチャー企業とその支援の動きは、一連の金融自由化と米国と連動してのITバブルとその崩壊から始まる。しかし、1990年代中盤から始まったベンチャー企業支援の政策的な基盤整備の動きは継続しており、2001年には大学発のベンチャー企業を5年間で1000社誕生させるという「大学発ベンチャー1000社計画」が経済産業省から打ち出された。また、ベンチャー起業の裾野を広げるために、「創業・ベンチャー国民フォーラム」が、各界の有識者を含む国民運動体として活動を開始している。

2002年には、新規事業法と中小企業創造法と経営革新支援法を統合する中小企業挑戦支援

法が制定され、成長する中小企業やベンチャー企業の支援が強化されている。

また、ベンチャー企業への投資ファンドやベンチャー企業自体の活動の「器」である組織法制の整備も進んでいる。2004年には中小企業投資事業有限責任組合法が改正され、中小企業を対象としないファンド（再生ファンド等）にも活用可能な投資事業有限責任組合法（LPS法）となった。2005年には、専門家の組織、企業間のジョイントベンチャーの受け皿、簡易な起業の組織のためのパートナーシップとしての有限責任事業組合（LLP）を創設する有限責任事業組合法が制定され、2006年には、会社法の制定の中で、会社形態のパートナーシップである合同会社（LLC）制度が創設された。LLCやLLPはベンチャー企業や専門家のスタートアップやアライアンスの組織としての活用がなされている。あわせて、商法の改正により、「会社法」の制定がなされ、この中で株式会社設立の際の最低資本金規制が撤廃され、ベンチャー企業をはじめとする起業の動きが容易になっている。これらの一連の措置により法制上のインフラ整備は米国と同等のものとなった。

一方で2006年に起こったベンチャー企業の一連の不祥事はベンチャー企業に対する社会的な認識を一変させた。特に、ITベンチャーの雄と言われたライブドアの不正事件はライブドアショックとして社会現象となり、ベンチャー企業の社会的なイメージを大幅に低下させる結果となった。このような状況を受けて、新興市場のベンチャー企業の株価は一気に落ち込む。また、新規上場しても資金が調達できず、規制の強化も加わり上場数も以後激減することとなった。ベンチャー企業への投資は一気に冷え込み、その後も継続的にベンチャー企業への投資とVCの活動は低迷し、ベンチャー企業にとって氷河期とも言える時代となっている。

2006年の金融商品取引法は、金融商品に関する投資家保護の規定を強化するもので、ベンチャー企業へのファイナンスの規制を強化するとともに、ベンチャー企業自体のガバナンスの規制も強化するもので、VCやベンチャー企業の活動を制限するものとなっている。また、ファンドの連結や時価会計制度の導入など会計ルールの変更もVCの活動に多大な影響を及ぼしている。これらのルールについては見直しを求める声も起きているところである。

このような中ベンチャー企業支援の新たな動きとして2008年にエンジェル税制の抜本的拡充がなされ、シードステージの企業へのリスク資金の供給のインセンティブが増している。この改正は、シードステージ企業に出資したエンジェルに対して所得税の税額控除がなされる画期的な税制となっている。2009年には政府系のファンドとして、産業革新機構が設立された。同機構は、日本のイノベーションを活性化するために、従前の支援策にない大規模な

金額での投資を想定している。

2008年の米国発の金融危機は、日本の経済活動にも深刻な影響をもたらし、景況の悪化、株式市場の冷え込み、デフレスパイラルなどの問題を惹起している。このような中で、2006年以降低迷していたベンチャー企業に対する投資は更に冷え込み、ベンチャー企業やVCの経営の状況は厳しいものとなっている。今後、日本においては、環境、医療福祉、ロボット、航空宇宙をはじめとする次世代産業の発展、中国を中心とする発展するアジア市場への対応など課題が山積しており、新しいベンチャー企業、グローバルなベンチャー企業の出現とその成長促進のための更なる支援体制の整備が求められている。

## 2. 主要なベンチャー企業支援策の変遷

本節では、前節で掲げたベンチャー企業政策の変遷の中で、特に重要な支援策をさらに掘り下げて整理する。

### (1) 支援立法：予算・財投・税制・制度改正を通じた総合支援

通商産業省（現経済産業省）では1989年の新規事業法以降、新規事業、創造的活動、新事業といったキーワードのもと、予算措置、財政投融资、税制、組織法制などの政策ツールをミックスしてベンチャー企業、成長企業を支援するための以下のような立法を講じている。

#### ① 新規事業法

特定新規事業実施円滑化臨時措置法（新規事業法）は、1989年に制定された法律で、「新規事業の円滑な発展の支援」を目的とし、画期的な技術やノウハウ・アイデアを持つ企業に対し、商業ベースでの商品の生産等を開始するスタートアップ段階を支援する。

同法は「事業者がその事業の著しい成長発展を目指して行う事業活動であって、新商品の生産若しくは新役務の提供又は新技術を利用した商品の生産若しくは販売若しくは役務の提供の方式の改善により、新たな事業分野の開拓を図るもの」を特定新規事業として認定し、政策的な支援の対象としている。従前の中小企業政策を超えてのベンチャー企業の定義づけと支援を法律上明記していることが注目すべき点である。同法による認定企業の支援は、産業基盤整備基金による債務保証と出資（実際には産業基盤整備基金の出資により設立された新規事業投資株式会社を經由）である。債務保証は認定された企業の社債発行や借入れに対し、無担保で実施され、保証限度額は1社あたり15億円以内、保証範囲は社債・借入金の元本の70%以内となっていた。また、1995年の同法の改正により、新たにストックオプション制度が導入されている。これは、役員や従業員に将来、企業が成長した場合においても一定の低い株価で自社株を買う権利を付与するもので、ベンチャー企業で働く人材のインセンティブを高める効果を有する。ストックオプションは、同法で商法の特例として制度化され、1997年の商法改正により新株予約権として一般化された。

#### ② 中小企業創造活動促進法

中小企業の創造的事業活動の促進に関する臨時措置法（中小企業創造的活動促進法）は、

1995年に制定され、創業や研究開発の事業化の促進を目指した。新製品・サービス等を生み出そうとする取り組みを創造的事業活動と定義し、これを行う中小企業を支援する施策を整備した。また、1996年に一部改正がなされ、各都道府県に設立された「ベンチャー財団」を通じた直接金融の一層の促進のために、再保険制度を創設する等の施策の充実が図られている。さらに、株式投資による創業期の企業への資金供給の一層の強化を図るため、エンジェル税制の創設が1997年の本法の改正により措置され、2000年の本法改正及び2003年の本法施行規則改正によりその対象が拡大されている。創造法はベンチャー企業の特徴のひとつである「研究開発」に着目し、事業者認定、支援のスキームを取る。すなわち、「生産、販売若しくは役務の提供の技術（著しい新規性を有するものに限る。）に関する研究開発、その成果の利用又は当該成果の利用のために必要な需要の開拓を行う」事業者を特定中小企業者として認定し、補助金、制度融資、税制の特例などの支援を供給する。また、条文上で支援の対象に、従前の支援策ではカバーされなかった「事業を営んでいない個人（これから創業する人）」を新たに規定していることも注目に値する。同法による認定企業の支援は、ベンチャー財団を通じた出資、技術改善費補助金、設備近代化資金、設備貸与・リースによる設備投資の支援、低利融資・債務保証制度、設備投資減税となっている。

特に、ベンチャー財団を通じた出資については、この法律に伴って中小企業総合事業団から地方のベンチャー財団に対する出資を実施する形で創設された「創造的中小企業支援事業」（間接VC制度）によってなされており、ベンチャー企業のファイナンスの観点から注目すべき制度といえる。創造的中小企業支援事業は、国（中小企業総合事業団）から都道府県のベンチャー財団を経由して民間のVCに投資資金を供給（預託）し、当該VCが創造法の認定企業への投資を実行する仕組みである。この制度は、ピーク時には40の都道府県が制度を実施した。しかし、1997年をピークに投資活動は激減し、実質的には休眠状態に入った。濱田・浅井（2000）<sup>66</sup>で、その理由を次のように分析している。

投資先は民間VCが発掘し、投資の決定は県の財団が決定するため投資が機動的にできなかった。投資先が創造法認定企業に限定された上に、投資の意思決定において、ベンチャー投資に素人の財団（事実上県の役人の天下り先）の意見を聞くので、対応を重ねているうちに嫌気が差した。預託金の利息（1～2%）が、公定歩合0.5%の金利水準下では安く受け取られなかった。投資先の倒産事例が目立った。

---

<sup>66</sup> 濱田康行・浅井武夫（2000）「ベンチャーへの支援制度」松田修一（監修）・早稲田大学アントレプレヌール研究会（編）『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社、pp.27-67.

ベンチャー財団は、ベンチャー企業へのエクイティ・ファイナンスの支援策として、米国の SBIC を意識して制度化されたものであるが、公的な資金供給の仕組みが預託（デット・ファイナンス）であり、金利水準も高い上、都道府県の担当部局やその OB が投資の意思決定に深く係わるなど、米国の制度のように民間の能力を活かす仕組みとは程遠い運営となっていた。そのため、投資における機動性・柔軟性が損なわれている。また、都道府県毎にベンチャー財団が設立されたため、投資先のベンチャー企業も各都道府県の圏域に限定されたものとなり、成長の潜在力を有する企業の発掘に苦勞する地域も多かった。

### ③ 新事業創出促進法

新事業創出促進法は、当時から大きな問題となっていた開業率の低下を背景として 1998 年に制定され、新事業の創出と創業者の支援を明確に打ち出ている。支援スキームについても従前の企業の認定を条件にして支援するスキームでなく、施策ごとの機動的な支援が打ち出された。この法律によって、創業助成金（新たなアイデアの事業化に挑む創業者やベンチャー予備軍の試作開発、販路開拓等に対し、中小企業総合事業団が助成）、創業者に対する信用保証、日本版 SBIR（中小企業・ベンチャー企業への技術開発補助の拡充）、及びベンチャーファンド事業といった重要施策が実施されることとなった。

### ④ 中小企業挑戦支援法

上述の新規事業法、中小企業創造的活動促進法、新事業創出促進法は、それぞれの法律の観点からそれぞれの所管部局において支援が実施されていたが、2005 年に総合的な成長企業支援、ベンチャー企業支援を目指して、中小企業挑戦支援法として 3 法の統合がなされた。現在はこの法律の規定に基づき、3 法の支援策が引き続き実施されているところである。

## （２）地域振興政策における支援：テクノポリスからクラスターへ

ベンチャー企業の支援は地域振興政策の観点からも実施されている。その源流として産業による地域振興が政策的に実施されるのは、1962 年の全国総合開発計画をうけた新産業都市建設促進法及び工業整備特別地域整備促進法による新産業都市、工業整備特別地域の整備からである。この政策は、工業発展のポテンシャルを有する地域を開発拠点として位置づけ、交通基盤、用地・用水の確保、労働力の確保のための基盤整備を行うことにより、産業都市を建設することを目標とし、地方に工場を誘致し、雇用の受け皿を確保することで、当時間

題となっていた大都市の過密問題の解決、地域格差の是正を図るものであった。当時の基幹産業は、鉄鋼、石油等のいわゆる重厚長大型産業であったが、これらの産業が立地することにより相互に関連を持つ大規模コンビナートが形成されている。1972年に工業再配置促進法が制定され、工業再配置政策が始まっている。この法律は、国が対象地域を定め「移転促進地域」（過度に工業が集積している地域）から「誘導地域」（工業の集積の程度が低い地域）への工業の再配置を促進することを目的としており、補助金や税制上の優遇措置で誘導地域への立地を促進し、地域振興を図っている。同法は、工場立地を規制する首都圏の既成市街地における工場等の制限に関する法律（1959年）、近畿圏の規制年区域における工場等の制限に関する法律（1964年）、工場立地法（1973年）と異なり、立地を支援する支援法として後の地域振興立法の先駆けとなっている。

その後、1973年の石油危機を経て、重厚長大型産業による地域振興から高度技術型産業による地域振興へと政策の舵が切られる。「80年代通産政策ビジョン」においては、先端技術産業、大学、研究所とともに、優れた居住空間を整備した新しいまちを作る「テクノポリス構想」が登場する。テクノポリス構想は、日本においてシリコンバレーの創出を目指すもので、当初は全国に1・2箇所の拠点を構築する構想であったといわれる。しかし、各自治体の関心の高まりと要望を受け、国土庁の「国土の均衡ある発展」という政策ニーズも加わり、対象地域が広がっている。1983年に制定された高度技術工業集積地域開発促進法（テクノポリス法）は、自治体が、既存産業の技術先端産業化、技術先端産業の導入促進のための計画を策定し、これに必要な工業団地や公設試験研究機関の整備、産学官の技術研究開発事業などソフト事業を促進するための法人の整備などを支援するもので、全国で26地域がテクノポリス地域として指定された。このテクノポリス法で振興する高度技術工業は、「技術革新の進展に即応した高度な工業技術の開発を行う企業」又は「高度技術を製品の開発又は生産に利用する企業」の集積であり、この法律以降、地域振興政策においてベンチャー企業支援が明確に位置づけられることとなった。各地域においては、エレクトロニクス、メカトロニクス、新素材、バイオテクノロジーなどを育成を目指す産業群とし、企業誘致や大学・研究機関との連携を図っている。また、このときにテクノポリス計画を推進する主体として、各地でテクノポリス開発機構が設立され、地域におけるベンチャー企業支援の中心的な役割を担うようになった。

一方で、テクノポリス政策においては、当初の構想どおり限定・集中型の開発を進めるのではなく、対象地域を絞りきれなかったことが、政策資源の投入の分散を招くこととなる。

実際に、テクノポリス計画の認定を受けた地域への支援は、税制上の優遇措置、財政投融资資金の活用、利子補給、補助金等であり、対象となる事業も、建設事業等に対する債務保証、研修・指導、調査・研究、研究開発助成など限定的であった。また、政策の設計と実施主体の自治体の考え方も従前の地域振興政策のハード整備を中心とした施策運営の考え方から脱却するものではなかった。そもそも、目標としていたシリコンバレーモデルの本質はソフトな人的なネットワークであるにもかかわらず、その支援のための措置が十分に講じられていなかったのである。このため、テクノポリス政策では、ベンチャー企業の創出と成長は十分に実現されず、また産業を中心とした地域活性化の効果も不十分であった。地域におけるベンチャー振興の先駆けとしてのテクノポリスの支援策はこれらの課題とともに、後々の地域産業振興政策に引き継がれることとなった。

テクノポリス法の後、1986年には、民間事業者の能力の活用による特定施設の整備の促進に関する臨時措置法（民活法）により、民間事業者の能力を活用して、研究開発・企業化基盤施設（リサーチコア）、産学連携施設（リサーチ・オン・キャンパス）、電気通信研究開発促進施設（テレコム・リサーチパーク）などの建設が図られている。また、1988年には、地域産業の高度化に寄与する特定事業の集積の促進に関する法律（頭脳立地法）が制定され、高度技術工業の振興とあわせて、研究所、ソフトウェア業及び情報処理サービス業などの産業支援サービス業の集積を図ることによる地域産業の高度化が図られる。1992年には、地方拠点都市地域の整備及び産業業務施設の再配置の促進に関する法律（地方拠点法）により産業業務施設の再配置を図るオフィスアルカディアの整備が進められた。しかし、これらの政策は基本的にはテクノポリス政策と同様の構造と限界を有していた。

その後、地域に根差した競争優位性を企業が活用することを支援する産業クラスター政策が打ち出される。この政策のもとでは、従前の政策に加えて、企業間ネットワークや産学連携の視点が強調されている。産業クラスター政策は、現在の地域振興政策におけるベンチャー支援の中心となる施策となり、全国で多数の地域がそれぞれの計画のもと支援事業を実施している。

### （3）投資事業有限責任組合法：組織法制的整備によるファンドの支援

企業の活動について規定する組織法制的は、産業政策のインフラとも呼べるものであるが、この組織法制的の中でもベンチャー企業の支援を目的としたものが出てきている。「投資事業有限責任組合契約に関する法律」（以下、「投資事業有限責任組合法」という）は、一連の

ベンチャー支援法制の整備の中で1998年に制定され（当時は、中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律）、日本のファンド法制として、ベンチャー企業の成長に不可欠なファンドによるエクイティ・ファイナンスの制度基盤を提供している。同法はベンチャーファンドのために有限責任制の組合制度を確立し開示ルールなどの規定を整備する民法の特則を設けている。

この法制度が検討された当時、民法組合（1982年のJAFCO1号以降の民法上の任意組合）によるファンドは累計約300組合程度あった。民法組合がファンド投資に使われてきた背景には、①法人格のない契約であり、組合自身に課税されないこと（組合の事業で得たキャピタルゲインは、そのまま組合員に分配され、組合員ベースで課税されるので二重課税とならない）、②人的結合を基本とした共同事業体であることから組合持分の処分が制限されており長期的視野が求められる未公開企業への投資に向いていること等が挙げられる。

しかし、民法組合は一般のベンチャーファンドとして活用するためには、法的な問題点があり、金融機関、事業法人、海外投資家などのファンドへの出資者が安心して利用しづらい状況にあった。その問題点の1つは組合員の責任の範囲である。民法組合は、法律上、組合員が組合の債務についてその損失負担割合（通常は持分の割合）に応じて「無限責任」を負うことになる（分割無限責任）。このため、実務上は、組合契約において組合の金銭の借入を禁ずることによって、実質的に組合員の責任の範囲を限定してきた。この結果、当初から組合員にその出資を全額履行させる資金調達方法が一般的となり、組合の投資効率を悪くする原因となっていた（現在では出資約束額のみを契約に明記し、資金が必要となった都度にキャピタルコールで払い込む方式が一般化）。また、このような組合の借入の禁止によるリスク制限措置も、業務執行組合員が業務の執行に際して不法行為を行った場合や、投資先企業が環境汚染・特許侵害などで訴えられた場合に、組合員が損害賠償請求権者等に対して無限責任で債務を負わなければならない可能性を残す不完全なものであった。もう一つの問題は、財務情報等をはじめとする組合員に対する情報開示である。民法組合では法律上、組合員は組合の業務・財産を検査する権限が確保されているが、この検査権は業務執行組合員が公正な会計帳簿を作成していることが前提である。一方この会計帳簿の公正さを担保する手段は受任者の善管注意義務など抽象的な規定しかない。

中小企業等投資事業有限責任組合法は、民法組合の以上のような問題点を克服し、かつ、税制上の扱いや共同事業性などの民法組合の特徴を活かすという目的で制定された。その特徴は以下のとおりである。

○ 基本的性格と税制上の扱い

投資事業有限責任事業組合の基本的性格として民法上の組合の規定に基礎をおいている。すなわち、①法人格がない、②契約による組織である、③組合の業務による権利義務は各組合員に帰属する、④組合財産は共有である、⑤組合員の持分処分や脱退が制限されている等、人的な結合に基づく共同事業体という特徴を有する。

○ 組合員の責任の範囲（有限責任）

投資事業有限責任事業組合は、組合員が組合業務を執行する無限責任組合員とそれ以外の有限責任組合員から構成される。無限責任組合員は、組合の債務について無限責任を負い、連帯責任として組合債務全額を請求されることになる。一方、有限責任組合員については、その責任の範囲は出資の価額（現に履行された出資金額）を限度とされている。

○ 組合と取引に入る第三者の保護

投資事業有限責任事業組合では、組合員の一部の責任を有限化したことに伴い、組合との取引関係に入る第三者の利益を保護する措置が講じられている。具体的には、①組合の名称の制限（「投資事業有限責任組合」という文字を必ず使用しなければならない。）、②組合契約の登記（組合の名称、所在地、無限責任組合員等）、③責任財産の充実（出資を金銭その他の財産に制限、債務超過時の組合財産の分配の禁止）等である。

○ 情報の開示

投資事業有限責任事業組合では組合員の情報開示が徹底されている。民法では情報開示の明確な規定がなく、リスクやガバナンスを重視する投資家は民法組合への出資を躊躇することが多かった。しかし、本組合の場合は、このような点に配慮して、無限責任組合員に対して組合の財務諸表等の作成と、当該財務諸表について外部監査を受ける義務が課されている。また、これらの情報については、定期的な有限責任組合員への報告と請求に応じた開示が義務付けられている。

○ 政策立法としての性格と組合事業の範囲

中小企業等投資事業有限責任事業組合法は、我が国のベンチャー企業・中小企業へのリスクマネー供給の円滑化という産業政策上の目的の達成を企図した政策立法である。したがって民法などの一般法とは異なり、組合の事業範囲が定義されている。具体的な事業範囲としては、組合が投資をする株式会社を「中小企業等」に限定してい

る。また、事業の種類も、①株式、転換社債、新株引受権付社債への投資、②工業所有権、著作権への投資、③経営・技術の指導、④一定の範囲での海外投資等に限定している。このような限定をかけることにより、効率的な目的達成を目指している一方、組織法としての使いやすさは制限されることとなった。

中小企業等投資事業有限責任組合の投資対象は、その後、順次拡充され、2002年に有限会社や匿名組合が、2003年には、産業活力再生特別措置法の認定企業など一定の要件を満たす事業再生企業が追加された。2004年には、中小企業等投資事業有限責任組合法の大改正があり、原則中小未公開企業に限られていた出資先の制限が緩和され、大企業や公開企業への出資が可能となった。また、金銭債権の取得や融資等を行うことも可能とされた。これに伴い、法律の名称も「投資事業有限責任組合契約に関する法律」へと変更され、ファンド全般をカバーする組織法制へと大きく舵が切られた。この結果、従前のベンチャーファンドのみならず、再生ファンドでも投資事業有限責任組合の活用ができるようになり、① 株式上場を維持しながら事業再生を行う上場維持型事業再生、② 経営再建を目指す企業の債権を銀行などから買い取り、デット・エクイティ・スワップ（債務の株式化）を行い経営権を取得して経営再建を主導する再生、③ 債権を取得し主要債権者として経営再建を主導する債権取得型中小企業再生、④ 出資先企業に対するメザニン融資やDIP 融資なども併せて行う再生、といった、ファンド主導の多様な事業再生パターンや上場企業支援のパターンが出現している。

2004年の大改正によってより一般化した投資事業有限責任組合は、一連の政策ニーズの中で創設された組織制度であり、ベンチャー企業・中小企業へのリスクマネーの供給や事業再生の支援など政策意図の実現を図る制度インフラとなっている。

#### （４）中小企業投資育成株式会社：政府系VCとしてのベンチャー育成

中小企業投資育成株式会社（以下「投資育成」という）は、1963年11月に「中小企業投資育成株式会社法」に基づき、東京、名古屋、大阪の3地域に特殊法人として設立された。その目的は、「中小企業の自己資本の充実を促進し、その健全な成長発展を図る」こととなっている。浅井（1996）は、「厳密な意味ではVCではないが、投資育成会社が日本のVCの草分け的存在であることだけは間違いない。」としている。これは、投資育成が純粋なVCとしてではなく「中小企業の自己資本の充実」という目的のもとに設立されたことによる。投資育成は、米国で1958年に創設されたSBIC(Small Business Investment Company)制度に影響されつつ、中小企業政策上の大きな課題である中小企業の財務基盤の強化、自己資本

の不足の是正に対応する施策として創設されている。このため実質的には米国 SBIC とはかなり異なる制度となっている。中小企業の自己資本の不足についての認識は、英国のマクミラン委員会で指摘された「マクミランギャップ」にさかのぼる。これは、中小企業一般の資金調達において、銀行の融資では調達できず、かといって資本市場で調達するレベルには達しない状況での資金ギャップが存在し、それが中小企業の成長の阻害要因となっていると指摘するもので、日本の中小企業政策に大きな影響を与えている。また、金融政策の観点からも、銀行の融資や政策的な制度融資に過度に依存するのではなく、自己資本充実による安定的な財務体質の構築が課題となっていた。

そのような中で、米国SBIC制度や 1950 年代末の店頭公開市場の活況が引き金となって、投資育成が創設されたのである。当時の中小企業庁金融課は、「将来性のある中堅企業を対象にしてその株式の市場公開の際に発生するキャピタルゲインと投資会社制度を結びつけると、かなり潤沢なキャピタルファンディングができ、これをテコに増殖的に中堅企業を育成していけば、当時の産業政策のキャッチフレーズ「わが国産業の重化学工業化」の担い手をつくり出せるのではないか」（東京中小企業投資育成そだとう会, 1989）<sup>67</sup>と投資育成の創設の意図を指摘している。

投資育成は、民間VCを活用する米国の SBIC と異なり（米国の場合は一定水準の条件をクリアしたキャピタリストに政府保証等により投資資金を確保させ、十分な資金量を持つVCを始めさせる形を取った）、政府関係の特殊法人として、公的な立場から直接、企業に対して投資をすることとなった。投資は年率約 6%の配当を安定的に保証できる中小企業（実際には中堅クラスの中小企業）に対して、発行済み株式の 20~30%を長期間保有するというスタイルをとった。ここでは当時の非常に厳しい上場基準とも相俟って、IPO は投資のゴールとはされず、投資回収は配当によるインカムゲインを中心とした。

その際の中小企業側のメリットは、自己資本の充実が図れると同時に公的な出資を得ることで優良中小企業であるとの「お墨付き効果」が得られることにある。これは、金融機関や取引先に対しての信用力の向上につながるものである。また、長期に中立的な株主がいることで、同族会社などでの恣意的な運営に対する牽制効果があり、オーナー経営者の機会主義的行動を事前に抑制する効果もあった（投資育成の参加により、過半が取れない、あるいは

---

<sup>67</sup> 東京中小企業投資育成そだとう会（1989）「投資育成会社誕生」『そだとう—会社創立二十五周年記念特別号—』。

は、特別決議ができない体制をあえて作り出す)。さらに、投資育成の投資先中小企業では、相続の際に、未公開株式の株価算定を投資育成の投資時の価額を基準にして良いということが通達で明示され、相続税の面で有利となった。未公開株式の株価算定は一般的に困難で、純資産方式、類似業種比較方式、最終取引価格方式のいずれかを基礎に算定されるが、この通達によって、中小企業のオーナーにとっては、他方式で計算した実勢価額よりも低い額で相続税算定が行い得るため、事業承継の際のツールとして「投資育成に入ってもらおう」という動機が働いた。

基本的には、投資育成は投資先の経営には不関与で、長期安定株主として入ることに双方メリットがある場合に投資が行われてきた。つまり、安定的なキャッシュフローが想定される投資先に長期資金を提供するという意味では、リスクのかなり少ない安定投資であり、系列型の業界構造における経営の安定した中堅企業の自己資本充実のツールとして有効であった。他方、業績悪化により、予想配当が得られない場合においては、ほとんどなす術がなく、オーナーへの買い取り請求を事実上行うとしても余裕資金のない場合には実効性を伴わなかった。その意味では、投資育成による投資先へのガバナンスは、非常に限定的なものに留まっていた。このような投資育成の運営は 1970 年代中盤から「特殊法人の整理合理化方針」の策定とあいまって見直しが始められ、1983 年の「第 2 次臨時行政調査会最終答申」において、投資育成 3 社の民間法人化案が示された。これを受けて、1986 年には設立当初政府がもっていた 10%の株式をすべて償還し、民間法人化が実現した。この過程で、投資育成の投資スタイルにも変化が生じている。1984 年には、10～15 億円程度の別枠限定であるが、ベンチャー企業に対する投資業務ができるよう運用改正がなされている。これによって投資先企業の選定基準も緩和されている。

また、1989 年には中小企業投資育成株式会社法の改正により、「設立新株投資」として設立に際して発行される株式の引き受けが可能となり、ベンチャー支援の傾向が加速する。1999 年には、ベンチャーファンド事業を使って、初めてのファンドである「投資育成 1 号投資事業有限責任組合」を組成し、以後ベンチャー企業へのファンド投資も一定のレベルで実施することとなった。一般中小企業の自己資本充実という当初の目的にベンチャー企業支援が加味される形で、投資育成の事業は拡大している。

## (5) テレコム・ベンチャーファンド事業：官製ファンドの試み

創造法によるベンチャー財団、投資育成のベンチャー企業支援の強化、本研究で取り上げるベンチャーファンド事業の創設といったエクイティ・ファイナンスによるベンチャー企業支援の動きの拡充の中で、情報通信分野でのベンチャー企業の育成のために、1998年に郵政省（現総務省）の制度として、テレコム・ベンチャーファンド事業（以下、「テレコムファンド」という）が創設されている。この制度は民間VCの組成するベンチャーファンドに対して、通信・放送衛星機構（現情報通信研究機構）が資金を出資する制度で、ベンチャーファンド事業と同じマッチングファンドの形態をとる。しかし、テレコムファンドにおいては、資金の財源を財政投融資に依存していたため、事業の実施に関して、大蔵省をはじめとする行政の強いコントロールを受けることとなった。事業を実施したVCへのヒアリングによると、ファンドからベンチャー企業への投資を決定するために大蔵省の同意が必要となり、3ヶ月程度の期間を要するとのことで、機動的・柔軟な運営が出来ない制度となっていた。このため、ファンドの組成件数やベンチャー企業への投資件数ともに限定的なものとなった。

テレコムファンドも米国の制度を真似て創られたものであったが、行政の過度のコントロールという官製ファンドの弊害を除去することができず、民間の能力を活用し、民間のベンチャー企業支援能力を育成する制度とはならなかったのである。

### 3. 歴史的変遷から見たベンチャーファンド事業の位置づけ

#### (1) 米国と比較して遅れた民間の支援能力

ベンチャー企業の発展とその支援策の進化は一定の周期によっている。

米国においては、1960年代末に第一次ベンチャーブーム、1970年代末から1980年代末に第二次ベンチャーブーム、1990年代中盤から90年代末に第三次ベンチャーブームが到来した。ベンチャー支援の政策的アプローチはこれらのブームの動きに起因したり、逆にブームが生まれるきっかけを作ったりしている。1958年のSBIC制度の創設、1978年以降のキャピタルゲイン減税、ERISA法のルール改正、1982年のSBIR制度の創設などは特に重要な施策として認識されている。

日本においては、米国の後を追う形でベンチャーブームが到来している。第一次ベンチャーブームが1970年～73年、第二次ベンチャーブームが1982年～86年、第三次ベンチャーブームが1994年～99年に到来し、ベンチャー企業が経済活動の表舞台に登場するようになり、政策の面でも米国のあとを追う形での制度化が進んでいった。その内容としては、中小企業政策の体系から出た支援立法や、地域振興政策からの支援、組織法制の整備を始め多岐にわたる。特に「失われた10年」といわれ、経済的に後退局面とされる1990年代の中盤以降のベンチャー支援制度の整備は特筆すべきもので、ベンチャーブームとは別の形で米国からの遅れを取り戻すべく一気に制度づくりが進んでいる。今日では支援メニューを見る限り米国の政策と何ら劣るものではない状況となっている。本章で詳しく見た数々の支援法、地域振興政策の支援、投資事業有限責任組合法などの組織法制、中小企業投資育成株式会社などはその柱となる施策である。

しかし、日本においては、米国と同様にベンチャー企業が成長発展し、経済を牽引しているわけではない。米国ではベンチャー企業から世界的な大企業へと成長した企業群が経済を牽引しているが、日本では旧来型の大企業が経済を牽引しベンチャー企業からの成長企業は近年あまり出ていない。このような米国と、新規成長のベンチャー企業の台頭が少ない日本との違いにいついて考える際に、時間軸の観点で見ると、米国ではベンチャー企業へのリスク資金の供給とハンズオン支援をする民間のエクイティ・ファイナンスが、時代や経済情勢による変動はあるものの着実に発展してきたことに注目すべきと考えられる。そして、政府支援の面でも、SBIC制度、キャピタルゲイン減税、ERISA法のルール改正などの、民間のVC業界の発達を促進する「民間支援促進型」のものが着実に実施され、民間のベンチャー

企業支援能力を育てている。

一方、日本では、時代の経過と共に支援制度の整備は進んできたが、ファイナンスの面では銀行を中心としたデットファイナンス（融資）による産業金融が主流で、ベンチャー企業の成長を促進するエクイティ・ファイナンスを十分に発達させるものとはなっていなかった。数々の支援法や地域振興政策による支援も補助金制度や制度融資など公的セクターが中心となるものが多く民間の支援能力を育てるものとはなっていない。中小企業投資育成株式会社は、米国の SBIC の影響を受けて創設されたが、公的 VC としての位置づけが強くベンチャー企業支援よりもむしろ中堅企業の安定株主としての役割を担っている。ベンチャー財団、テレコムファンドなども欧米のマッチングファンドを意識して創設されているが、実際の運営体制や投資プロセスで公的な関与が強く官製ファンドの様相を呈し、リスクをとってベンチャー企業に投資する民間のファンドを支援するには不十分となっている。これらの制度においては、行政主導で行政官が権限を握ることにより、むしろ民間の支援能力の発達を抑制するものとなっていた。すなわち、ベンチャー企業の経営実務に詳しくない行政官が事業をコントロールしようとしたために、意思決定に時間がかかる、成長可能性はあるがリスクを有する企業に投資ができないなどの弊害が生じていた。結果として、投資先企業の目利きや投資後の経営支援などが効果的に実施できず、投資先企業の成長に繋がらなかったのである。制度設計の問題で民間活力を活かしきれていない状況にあったといえる。他の政策の面でも、多くの支援策が公的機関主導で、民間の知恵やノウハウを十分に活用できていなかった。

## （２）民間支援促進の新たな試み

ベンチャーファンド事業は、そのような環境の中でベンチャー企業へのリスク資金供給の円滑化のために 1998 年度に中小企業総合事業団（現在の中小機構）の事業として創設された。この事業は、より直接的なエクイティ・ファイナンスのベンチャー企業支援策であり、民間 VC の組成するファンドに公的資金を出資するというマッチングファンドの形態で日本における民間支援促進型の支援策の先駆けといえる。ベンチャー企業へのリスク資金の供給や経営戦略の策定、マーケティング、組織管理、財務管理をはじめとするハンズオン支援による投資先企業の育成をファンドの運営者たる民間 VC にゆだねるという独自の方法をとっている。公的枠組みと民間の枠組みのハイブリッドを形成していると言える。従前の支援策と異なり米国の民間支援促進型の支援策に近い民間主導の構造となっている。ベンチャーファンド事業は 1990 年代中盤からのベンチャー支援制度の整備の後半に制度化されており、他の制

度を使って伸び始めたベンチャー企業の成長を促進する役割を担っている。また、1999年の中小企業基本法改正による民間能力を活用しての支援促進の動きや2000年代はじめの一連の金融自由化の動きとも連動している。

時間軸の観点から見るとベンチャーファンド事業はベンチャー企業政策の発展段階の節目にあって、新しい民間支援促進型という支援形態の先駆けとなる事業であり、政策上重要な位置づけを有して約10年間にわたって事業が実施されてきているのである。



## 第五章 社会軸：ベンチャー企業政策 の全体構成と社会の状況

本章では、現在のベンチャー企業政策の全体構成とベンチャー企業をめぐる社会的な状況を見て、ベンチャーファンド事業に係る社会軸を考える。

まず、多数のメニューがある現在のベンチャー企業支援策について、支援策の実施主体、補助金、融資、出資などの形態ごとの状況を整理する。次に、ベンチャー企業の創出・成長支援の重要な要素となる資金供給を担うファイナンス面を中心に社会的な状況を概観する。これにより、ベンチャーファンド事業の社会軸における位置づけを明確にする。

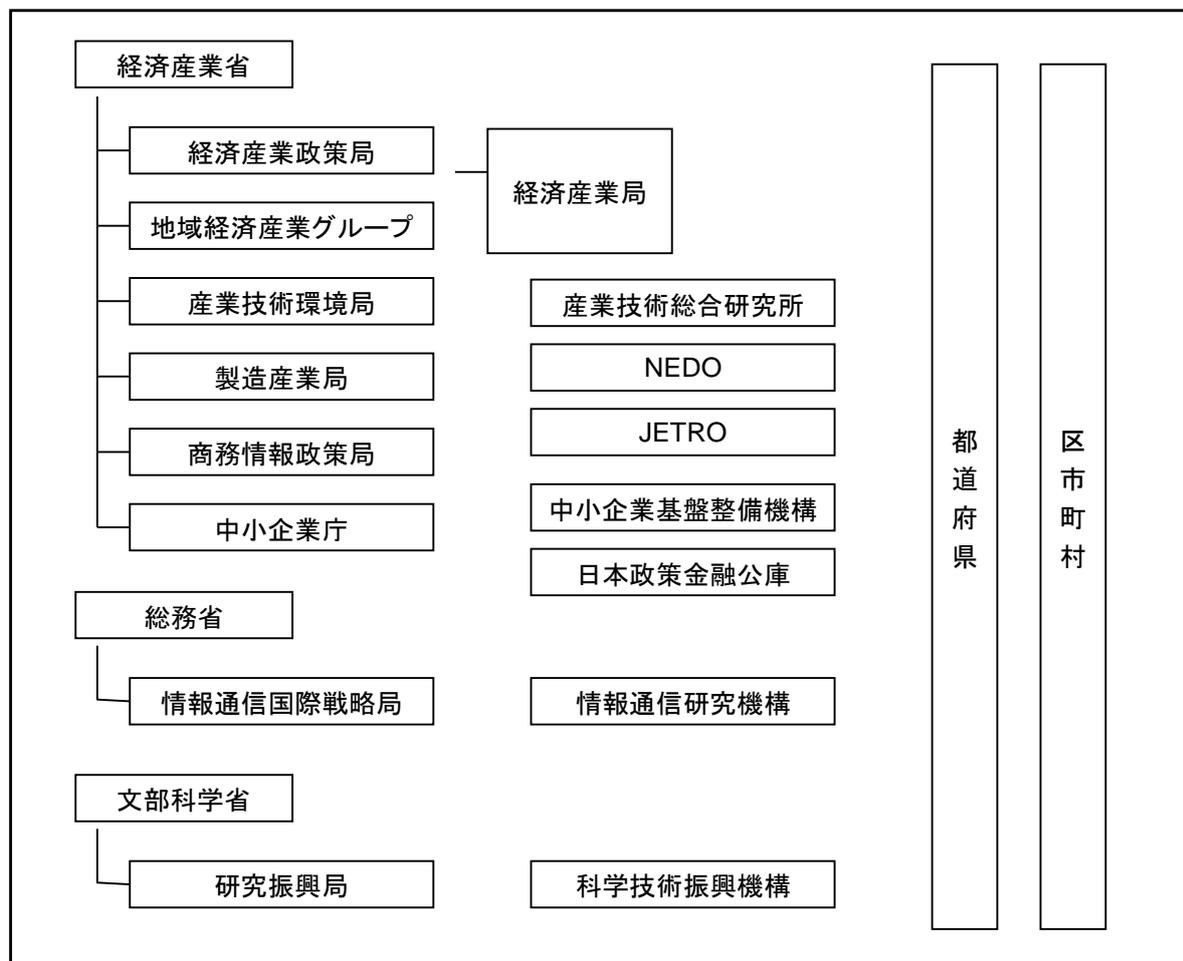
# 1. 現在のベンチャー企業政策の概観

## (1) ベンチャー企業支援策の実施主体

現在のベンチャー企業支援策は多種多様な事業やプログラムによって成り立っている。本項においては個々の事業・プログラムの内容を含めてベンチャー支援政策の現在の状況を取り上げる。

まず、ベンチャー企業支援策を展開する主体について見る。図表 5-1 に主な支援策の実施主体の体系をまとめる。

図表 5-1 日本のベンチャー支援体制



日本のベンチャー企業支援は経済産業省が中心的な役割を担っている。経済産業省の中でも、さまざまな部局がマクロの制度整備や個別の支援により多様な観点からベンチャー支援

を展開している。

経済産業省の本省にある経済産業政策局は、ストックオプションの導入、会社設立における最低資本金規制の撤廃をはじめとする一連の商法改正や、LLC（合同会社）、LLP（有限責任事業組合）などの新しい組織制度の創設を実施している。税制に関しては、エンジェル税制の創設と拡充により、創業間もないベンチャー企業へのリスク資金の供給を支援している。さらに、産業構造の高度化とイノベーション創出の観点から、2009年に産業革新機構を創設し、革新的な企業やプロジェクトに対して大規模な資金供給を試みている。

地域経済産業グループは、地域活性化の観点からベンチャー企業の支援を実施している。自治体と連携して施策の展開をすることが多く、産業クラスター政策により自治体のベンチャー施策を支援している。産業技術環境局は、技術政策・環境政策を担当する局であり、産業技術総合研究所や新エネルギー・産業技術総合開発研究機構（NEDO）を所管し、これらを通じた技術系のベンチャー企業への補助金制度や事業委託制度を有する。産学官連携のコンソーシアムなどによる共同研究や、大学発ベンチャー1000社計画をはじめとする大学からのベンチャー企業創出を支援している。あわせて研究開発促進のための税制なども整備している。製造産業局・商務情報政策局は、「原局」と呼ばれる部局で、バイオ産業や航空宇宙産業、IT産業、サービス産業、コンテンツ産業等の各業界の発展の観点から補助金や事業委託費によりベンチャー企業の振興を実施している。業界団体とも連携し、業界に特化したスタイルでのベンチャー支援となっている。

中小企業庁は、中小企業政策の展開の中で、ベンチャー企業支援策を実施している。技術開発や共同研究開発の補助金制度や事業委託制度、経営面での相談窓口や専門家派遣、政府系金融機関による融資などメニューが多彩で予算額も多い。また、所管する中小機構においては、本研究で取り上げるベンチャーファンド事業によりベンチャー企業に対するリスクマネーの供給のための施策を実施している。中小機構の中小企業・ベンチャー総合支援センターにおいては、コンサルタント等の専門家を派遣するなど、ベンチャー企業に対する経営面での支援を実施している。さらに、創業ベンチャー国民フォーラムによる啓発活動や表彰など、ベンチャーの裾野を拡大する施策も推進している。

以上の各局の支援策を地域レベルで実施したり地域独自の施策を企画したりする機関として、経済産業局がある。北海道、東北、関東、中部、近畿、中国、四国、九州、沖縄の各ブロックにおいて、本省の各局に対応する部署を持ち、地域における支援策の実施主体として活動している。

経済産業省以外では、総務省、文部科学省などがベンチャー企業支援を実施している。

総務省は通信系のベンチャー企業の支援の観点から施策を展開している。また、総務省所管の情報通信研究機構（NICT）では、情報通信ベンチャーの創業・成長促進のための情報提供事業や、助成金、出資、債務保証などの資金面での支援を実施している。

文部科学省は、科学技術の振興や大学発ベンチャー支援の観点を中心に施策を展開している。また科学技術振興機構（JST）による技術系のベンチャーの支援や、科学技術政策研究所（NISTEP）のイノベーション政策の研究などの支援策がある。

中小企業支援・ベンチャー企業支援については、自治体も重要な政策の実施主体となる。都道府県や区市町村では、国の委託や資金補助を受ける形や、独自の財源を持って地域ならではの支援を実施している。自治体ごとにばらつきはあるものの補助金や経営相談などの施策は、創業間もない企業や小規模な企業にとっては身近な支援となっている。都道府県の多くは産業振興財団・産業振興公社など関連団体を使って地域レベルの産業支援を行っている。

## (2) ベンチャー企業支援策の形態と内容

ベンチャー支援企業策は多様な形態をとる。技術、経営・人材、資金、制度面での支援として、補助金、委託事業、制度融資、信用保証、出資、経営支援、組織法制、税制など様々な形の施策がある（図表 5-2）。ベンチャー企業支援策の活用にあたっては、それぞれの企業が目的や成長フェーズにあわせて施策を使い分けることが必要となる。以下、ベンチャー企業支援策の内容を形態ごとに概観する。なお、この記載は 2010 年 3 月末現在の制度概要であり、その後も制度の変更があることは留意が必要である。

図表 5-2 日本の主要なベンチャー支援制度の概観

技術	<p>補助金： 中小企業・ベンチャー挑戦支援事業、地域新規産業創造技術開発費補助事業、イノベーション実用化助成事業、中小企業戦略的IT化促進事業、通信・放送新規事業助成金、先端技術型研究開発助成金、日本版SBIR制度等</p> <p>委託費： 地域新生コンソーシアム研究開発事業、独自のシーズ展開事業、戦略的情報通信研究開発推進制度等</p>	<p>経営支援事業： 中小企業・ベンチャー総合支援センター、都道府県等中小企業支援センター、新現役チャレンジ支援事業 等</p> <p>人材育成等： 中小企業大学校、支援センターのセミナー、創業ベンチャー国民フォーラム、ドリームゲート、ベンチャーフェア、中小企業総合展 等</p>
資金	<p>制度融資： 新事業育成資金、新事業育成資金 新株予約権付き融資、新規開業資金</p> <p>信用保証： 一般保証、創業関連保証、社債(私募債)保証</p> <p>出資事業： ベンチャーファンド出資事業、がんばれ！中小企業ファンド出資事業、中小企業投資育成株式会社による出資、テレコム・ベンチャー投資事業組合による出資</p>	
制度	<p>組織法制： 最低資本金規制の撤廃、LLC・LLP制度の創設、投資事業有限責任組合制度、ストックオプション制度 等</p> <p>税制： 中小企業技術基盤強化税制、人材投資促進税制、エンジェル税制 等</p>	

## ①補助金

補助金はもっとも一般的な支援策の形態である。支援の対象となる事業（補助事業）に対して政府や自治体などが直接資金を供給するものである。各補助制度によって、事業費に対する補助金の比率である補助率（通常は 1/2 か 2/3）、補助金の交付額の上限である補助限度額、補助対象となる事業経費の内訳が交付要綱に定められており、それに従って、補助が実施される。補助金は直接資金供給を受けるため、使う側にとっては使いやすいが、その一方で、補助金で購入した機械設備等については補助目的外での利用が制限される。

### <補助金の例>

#### ■ 中小企業・ベンチャー挑戦支援事業（経済産業省・中小機構）

中小企業者等の実用化研究、事業化活動の経費を補助。

実用化研究開発：補助金額 100 万円～4,500 万円 補助率 2/3 以内

事業化支援：補助金額 100 万円～500 万円 補助率 1/2 以内

#### ■ 地域新規産業創造技術開発費補助事業（経済産業省）

新分野進出、新規創業のための実用化研究開発を補助。

補助金額 3,000 万円～1 億円 補助率 2/3 以内

#### ■ イノベーション実用化助成事業（経済産業省・NEDO）

大学のシーズを民間企業が実用化する研究開発費、マネジメント経費を補助。

補助金額 1,000 万円～1 億円 補助率 2/3 以内

#### ■ 中小企業戦略的 IT 化促進事業（経済産業省）

中小企業者を含む組合、コンソーシアムの IT システム導入を補助。

補助金額 500 万円～1 億円 補助率 1/2 以内

#### ■ 通信・放送新規事業助成金（総務省・NICT）

通信・放送事業分野における新規事業に必要な経費を補助。

補助金額 2,000 万円 補助率 1/2 以内

#### ■ 先端技術型研究開発助成金（総務省・NICT）

情報・通信関連の研究開発経費を補助。

補助金額 3,000 万円（産学連携・重点技術は 4,000 万円） 補助率 1/2 以内

#### ■ 日本版 SBIR 制度

各省庁の補助金を中小企業の技術開発向けの特定補助金として指定し、支出拡大を図る。

## ②委託事業

政府、自治体、独立行政法人などが本来実施する研究開発や調査事業などを企業に委託する形で、資金を供給する事業。補助金同様に直接的に資金供給を企業が受けることができる。補助金に近い事業内容が対象となっていることもあり、事業費の全額が支給される場合が多い。その一方で、国などで本来実施する事業として内容が限定され、実施要件が絞られているのが通常となっている。

### <委託事業の例>

#### ■ 地域新生コンソーシアム研究開発事業（経済産業省）

新産業・新事業の創出を図るコンソーシアム（共同研究体）の事業を支援。

委託費 1年目 1億円以内、2年目 5,000万円以内

#### ■ 独創的シーズ展開事業（文部科学省・JST）

大学発ベンチャー創出推進：大学の研究者に委託。 1,000万円～5,000万円/年

独創モデル化：大学と共同開発する企業に委託。 2,000万円～3,000万円/年

革新的ベンチャー活用開発：大学のシーズを実用化するベンチャー企業に委託。

1.5億円程度（最長5年で年3,000万円程度）

#### ■ 戦略的情報通信研究開発推進制度（総務省・NICT）

情報通信関係の研究開発を支援。

国際技術開発型(3,000万円/年 3年以内)、若手ICT研究者育成型(1,000万円/年 3年以内)、

地域ICT振興型(1,000万円/年 2年以内)、ICTイノベーション創出型(2,000万円/年 3年

以内)、ICTイノベーション促進型(5,000万円/年 3年以内)

### ③制度融資

一定の支援対象事業に対して、政府系金融機関（日本政策金融公庫、商工中金等）や自治体、独立行政法人などから資金を融資する事業。資金は返済の義務があるが、金利は民間金融機関より低く、貸付期間が長期、返済据え置き期間があるなどの優遇がある。政府系金融機関やその代理店は数多くあり、基本的には要件を満たせば融資を受けられるため、最もアクセスが容易な支援策である。

#### <制度融資の例>

##### ■ 新事業育成資金（日本政策金融公庫 中小企業事業）

新規性と成長性のある事業を実施する際の低利融資

融資限度額： 6億円

貸付期間：設備資金15年以内、運転資金7年以内

利率： 特別利率□ 15年：1.85% 7年以内：1.15%（2009.12時点）

（成功払い型金利： 当初2年間 0.3% 3年以降は成功度合いによる金利）

##### ■ 新事業育成資金 新株予約権付き融資（日本政策金融公庫 中小企業事業）

新規性と成長性のある企業が発行する新株予約権を公庫が取得し必要な資金を無担保で融資

融資限度額： 1億2,000万円

貸付期間： 7年以内

利率： 基準利率 7年：2.05%（2009.12時点）

##### ■ 新規開業資金（新企業育成貸付）（日本政策金融公庫 国民生活事業）

新たに事業を始める起業家や事業開始後おおむね5年以内の企業

融資限度額： 7,200万円（運転資金4,800万円）

貸付期間：設備資金15年以内、運転資金7年以内

利率： 基準金利 15年：3.15% 7年以内：2.45%（2009.12時点）

#### ④信用保証

一定の対象事業にかかる融資に対して信用保証協会や自治体等が保証して企業が融資を受けやすくする制度。融資を受けた企業が返済できなくなったときに信用保証協会等が代わりに資金の返済をするため、企業の金融機関からの資金調達が容易になる。一定の信用保証料を支払う必要があるが、その金額は低めに設定されている。制度融資同様、要件を満たせば信用保証が受けられるため、アクセスが容易な支援策である。

##### <信用保証の例>

###### ■ 一般保証

各都道府県にある信用保証協会において資金調達に対する保証を実施。

普通保証（2億円以内）、無担保保証（8,000万円以内）、

無担保無保証人保証（1,250万円以内） 保証料率： 0.45%～2.2%

###### ■ 創業関連保証

各都道府県にある信用保証協会が新規に創業する起業家や創業5年未満の企業に対して無担保で保証をする制度。

保証限度額： 1,000万円（分社化などの創業等事業資金の場合プラス1,500万円）

###### ■ 社債（私募債）保証

純資産額1億円以上、自己資本比率20%以上など一定要件を満たす企業が発行する私募債について債務保証を行う制度。

保証限度額： 4億5,000万円以内（保証割合は発行総額の80%以内）

保証料率： 社債発行総額の0.45%～1.90% 担保条件は約定による

## ⑤出資事業

成長が期待できるベンチャー企業や一定の要件を満たす中小企業に対して、政府系の機関やファンドが資金を出資する制度。エクイティ・ファイナンスによる支援で、資金とあわせて、一定の経営への関与がなされる。本研究で取り上げる中小機構のベンチャーファンド事業や中小企業投資育成株式会社の出資、総務省のテレコムファンドなどがある。中小機構のベンチャーファンド事業は民間VCの組成するファンドで一定の要件を満たすものに機構が出資するマッチングファンド方式によるもので、当該ファンドから多くの企業に出資がなされている。この場合、出資を受けた企業は一定の期間内（通常、7年から10年）にIPO、M&A、経営者による株の買戻しなどのエグジットが要求される。テレコムファンドも同様のスキームである。一方、中小企業投資育成株式会社が実施する出資事業は中小企業の安定株主としての色彩が強く、エグジットの要請がなく、かわりに配当を供給するものとなっている。収益性や安定性などの要件がベンチャー企業に合わないことが多いが、一定の条件下で資金調達の選択肢となる場合もある。さらに、2009年に新たに設立された産業革新機構の出資事業は、イノベーション創出のために、戦略的に大きな金額の出資がなされることが期待されている。

しかし、日本においては、エクイティ・ファイナンスが十分に発達しておらず、これらの支援策の定着度合いは他の支援策と比べて低い状況にある。

### <出資事業の例>

#### ■ ベンチャーファンド事業（経済産業省・中小機構）

ベンチャー企業に対して出資するファンドに対して中小機構が出資。

アーリーステージの企業に対して機構が出資する民間ファンドから投資。

#### ■ がんばれ！中小企業ファンド事業（経済産業省・中小機構）

中小企業に対して出資するファンドに対して中小機構が出資。

中小企業で事業革新を図る企業に対して機構が出資する民間ファンドから投資。

#### ■ 中小企業投資育成株式会社による出資（経済産業省・中小企業投資育成株式会社）

東京・名古屋・大阪の中小企業投資育成株式会社から中小企業等に対して投資。

#### ■ テレコム・ベンチャー投資事業組合による出資（総務省・NICT）

通信・放送事業の新規事業者（認定事業者）に対してファンドから投資。

## ⑥経営支援事業（専門家派遣・窓口相談など）

企業の経営の支援として、民間の専門家等を活用してアドバイスをする制度。ソフト支援とも呼ばれる支援策で、経営戦略、マーケティング、生産管理、財務管理などのマネジメント面での、人的経営資源を補完するための事業である。中小機構の本部と各支部に設置されている中小企業・ベンチャー総合支援センターでは、専門家派遣事業として中小企業診断士、コンサルタント、弁護士、公認会計士、税理士、社会保険労務士、行政書士、企業 OB 人材などの専門家をベンチャー企業に低料金で派遣し、経営の支援をしている。また、専門家による無料窓口相談などで経営上のピンポイントアドバイスを受ける制度などもある。都道府県においても、中小企業振興公社や財団によって同様の支援が実施されている。

### <経営支援事業の例>

#### ■ 中小企業・ベンチャー総合支援センター（経済産業省・中小機構）

中小機構の各支部に経営に関するソフト支援を実施するセンターがありコンサルタントなど専門家による窓口相談・専門家派遣事業により支援を実施。

専門家：中小企業診断士、経営コンサルタント、公認会計士、税理士、弁護士、弁理士  
社会保険労務士、技術士、IT コーディネータ、企業実務経験者 など

窓口相談 無料 専門家派遣 16,700 円／人・日（専門家派遣費用の 1／3 相当額）

月 2～3 回程度派遣 1 年以内

#### ■ 都道府県等中小企業支援センター（各都道府県の中小企業振興公社・財団・機構等）

各都道府県レベルで経営に関するソフト支援（窓口相談、専門家派遣等）を実施。

また、各都道府県の機関独自の支援メニューやプログラムが実施されている。

#### ■ 新現役チャレンジ支援事業（中小機構 地域事務局）

社会貢献意欲の高い企業 OB 人材と中小企業・ベンチャー企業をマッチングして、人材面での支援を実施する事業。

## ⑦人材育成等

政府、自治体等ではベンチャー企業の経営ノウハウや技術動向、業界動向等に関するセミナーや研修事業を実施してベンチャー企業の経営の向上を図っている。中小機構では中小企業大学校を通じた経営管理や生産管理の研修を実施している。また、より幅広い運動として、創業ベンチャー国民フォーラムやドリームゲートなどの運動体を通じて、創業やベンチャーの気運を盛り上げる活動が実施されている。創業ベンチャー国民フォーラムではベンチャー企業の経営者や支援者の表彰をはじめとするさまざまなイベントを実施するとともに、ホームページで多様な情報を提供している。ドリームゲートでは登録者数 40 万人を超えるメールマガジンの発行やホームページ上での情報提供、大創業者祭などの様々なイベントで起業家の活動を盛り上げている。ベンチャーフェア、中小企業総合展などの政府主催の展示会においては、ベンチャー企業のマーケティング支援、販路拡大を図っている。

## ⑧組織法制

ベンチャー企業をはじめとする様々な事業体のための組織の法的な「器」として、法律上様々な組織形態が整備されている。近年は、ベンチャー企業の活動、ガバナンス、資金調達のために、組織法制の改正や整備が進んでいる。ベンチャー企業のスタートアップに関しては、最低資本金規制の撤廃による株式会社の設立要件の緩和やパートナーシップ型の組織形態である LLC・LLP 制度の創設がなされている。また、ベンチャー企業へのリスク資金供給の器としての投資事業有限責任組合やベンチャー企業の経営陣のインセンティブとしてのストックオプション制度の創設も組織法制の中で注目すべき制度である。

## ⑨税制支援

一定の要件を満たす企業や事業に対して国税や地方税の減免をすることで、企業の支援や政策的な誘導を図る制度として税制優遇措置がある。中小企業全体への減税など幅広いものや、研究開発・設備投資・人材育成の特定事業に係るものなどさまざまな税制優遇がある。また、エンジェル税制は、創業間もないベンチャー企業に出資する投資家に対して税額控除をする制度で、幅広い投資家からベンチャー企業へのリスクマネーの誘導を図っている。

### <税制支援の例>

#### ■ 中小企業技術基盤強化税制

試験研究費の12%が法人・所得税額から控除。試験研究費増加額の5%を法人税額から控除。

#### ■ 人材投資促進税制

従業員の教育訓練費の一定割合について、法人税額から控除。

#### ■ エンジェル税制

創業期のベンチャー企業に対して、個人投資家が投資を行った時点や当該株式を譲渡した時点において投資額を所得税から控除する制度。

## 2. 日本のベンチャーファイナンスの現状

ベンチャー企業の創出・成長支援には、そのリスクに対する許容性の高い資金、すなわちリスク資金の供給が不可欠である。以下、ベンチャーファンド事業を巡る社会的な状況として日本のベンチャーファイナンス、特にエクイティ・ファイナンスについて概観する。

### (1) エクイティ・ファイナンスの概観

エクイティ・ファイナンスとは、企業が出資を受ける代わりに株式（エクイティ）を提供する資金調達手段である。一般的なファイナンス手段として普及している融資による資金調達のように、利息を支払い、元本を返済する義務が生じない。しかし、企業の所有権の一部である株式を出資者が持つこととなる。すなわち、持分比率に応じて経営のための議決権と利益の分配（配当）を受ける権利を外部の出資者が有することとなり、企業の経営者にとってはオーナー企業から、よりパブリックな企業への転換を迫られることとなる。オーナー経営者による経営から株主によるガバナンスを受ける組織への転換が求められる。

エクイティ・ファイナンスの中心は、証券市場を通じての資金調達で、株式市場に上場した株式公開企業によってなされる。例えば、東京証券取引所においては2009年には4兆9,668億円が公募（新規株式公開224億円）で、7,146億円が第三者割当増資で調達されている。

エクイティ・ファイナンスは株式市場に上場していない中堅企業の事業拡大や、ベンチャー企業の成長資金に使われており、公開企業でない企業へのファイナンスは、プライベート・エクイティ・ファイナンスと呼ばれている。

ベンチャー企業に対するプライベート・エクイティ・ファイナンスにおいては、出資者の側は、配当を受けることよりも企業が成長した後に株式を売却することによって得られるキャピタルゲインに対して期待する場合が多い。

プライベート・エクイティ・ファイナンスの有力な手法の一つで、出資をするための資金のプールが「ファンド」である。ファンドは、VC等が投資と収益の枠組みの設計をして出資者を募り、VCと出資者が組合（投資事業有限責任組合か民法上の任意組合）を作る形で組成する。投資事業有限責任組合の場合、VCがファンドの運営権限と事業上のリスクに対する責任を有する無限責任組合員となる。他の出資者は、出資額を限度として責任を有する有限責任組合員となる。ベンチャー企業に対しては、無限責任組合員であるVCのベンチャ

ーキャピタリストが、複数の企業にエクイティ資金の投資をして、それぞれの企業経営者とともに企業の成長を図る。

ファンドの運営をするVCは投資先企業の経営に関与し、企業価値を高めて、新規株式公開（IPO）、M&Aなどの出口（エグジット）で大きなキャピタルゲインを得ることを目指す（実際はこれらの他に経営陣による株式の買い戻しによるエグジットも多い）。

経営への関与は、ビジネスプラン策定、資本政策（資金調達計画）策定、人材確保、生産管理、マーケティング、業務提携など様々なマネジメントにおける経営陣の支援であり、キャピタリストが経営者のよき相談役となることもある。関与の度合いは、取締役を派遣したり、経営会議において経営上の意思決定に積極的に参画したりする支援から、企業の財務状況のモニタリングなどの必要最小限の支援にとどまるものまで、VCの方針や持ち株比率、投資先企業の成長フェーズなどによって濃淡がある。このようなキャピタリストの経営への関与は、投資先のベンチャー企業に不足する人的経営資源を補完するものであり、企業の成長を促進する上で重要となる。一般にこのような投資後の支援は付加価値創造活動（Value Add Contribution）と呼ばれており、積極的に経営に参画するものをハンズオン支援（hands-on）、経営に関与しないものをハンズオフ（hands-off）といわれている（ハンズオン支援については、ベンチャーキャピタリストの活動に端を発して、中小企業支援一般における専門家等による人的な支援の場面でも使われるようになってきている）。ベンチャー企業出資者としてのVCの関与はベンチャー企業経営者へのガバナンス機能ともなっており、不祥事が散見される近年のベンチャー企業経営に関してモラルハザードの抑止力となる。このような役割をVCが十分認識し、しかるべきチェックを実施することの重要性が増大しているといえる。

資金を出す側の観点からベンチャー企業へのファイナンスを見ると、融資においては元本の返済が前提であり、利息のみが収益源となるため、融資先企業の倒産などは大きなダメージとなる。リスクを制限するために、慎重な審査をし、物的担保や人的保証を求める必要がある。一方、ファンドによるエクイティ・ファイナンスは複数の企業に対して投資して、そのキャピタルゲインが収益源となるため、一部の企業が倒産しても、一部の企業が大きなリターンを出せば十分な収益が上がる。従って、投資先の倒産などのリスクに対する許容度は高く、思い切った投資判断により、企業の将来性に対する投資が可能となる。エクイティ・ファイナンスにおいては、企業の成長、企業価値の増大という点において、資金の受け手である企業の経営陣と資金の出し手であるVCの目的が一致し、その達成に向けての共同作業



付加価値創造の観点から比較すると、図表 5-4 のようになる。補助金はリスク許容度の高い資金供給がなされるが、特定の技術開発などに要件が限定され、資金の用途に制限がある。出資の場合、リスク許容度の高い用途が柔軟な資金が機動的に供給されるが、成長性とエグジット（新規株式公開や M&A）の見込みが必要となる。融資の場合、資金用途が柔軟でアクセス容易かつ機動的な資金供給がなされるが、利息の支払いや元本の返済の義務がある。また、資金供給後の経営への関与は、補助金ではほとんどないが、融資では財務状況のモニタリングがなされ、出資では積極的な経営への参画がなされることが一般的である。

図表 5-4 エクイティ・ファイナンスと他のツールとの比較

	補助金	融資 (デット・ファイナンス)	出資 (エクイティ・ファイナンス)
資金提供者	国・自治体 独立行政法人等	銀行等	ファンド ベンチャーキャピタル
資金調達要件	政策目的との一致	事業の採算性、 担保、保証人等	事業の成長性
調達した資金の 位置づけ	一時収入	負債	資本
返済義務等	なし	元本の返済義務・ 利息の支払い義務	なし
企業の所有権・ 経営権の供出	なし	なし	出資者が企業の 経営権の一部を取得
資金へのアクセス	比較的容易	比較的容易	比較的困難
資金提供者の リスク許容度	高い	低い	高い
資金提供者の 経営への関与	なし	受動的 資金繰りのチェック・ 取引先の紹介等	能動的 事業計画策定への参画 取締役派遣 等

ベンチャー企業の創業前・創業期のフェーズにおいては、技術やサービスの事業化の見込みが立っておらず、収益モデルも見えない。このため、民間の事業者がビジネスとして介入するファンド出資や融資による資金調達には不向きである。この場合においては、補助金制度の活用によってまず技術の事業化の見込みを立てることとなる。

技術開発の後期フェーズ以降、ある程度事業化の見込みが立つアーリーステージの段階になると、研究開発や事業化に伴うリスクはファンド出資の許容度まで低減される。この場合、リスク資金と人的な経営資源の補完がなされるファンドによるエクイティ・ファイナンスが有効となる。アーリーステージの初期のリスクの高い状況では公的な資金の入った公的ファ

ンドが適する状況であり、ある程度ビジネスモデルが確立して収益予想がつくようになると民間VCの活用が有効となる。事業化フェーズ、成長フェーズではファンド出資による資金の供給とそれに伴う人的経営資源の補完が成長を加速する。

ベンチャー企業が成長して経営が安定し倒産等のリスクが低くなってくると、公的金融機関の制度融資や民間の融資により資金供給を受けることが出来るようになる。企業規模が一定以上になり、キャッシュフローの予測ができるようになると、融資による資金供給はきわめて容易となる。政府系金融機関をはじめ銀行は身近な支店が多数あり、アクセスが容易であるし、基本的に要件を満たせば融資が受けられるなど提供するサービスのばらつきも少ないため企業の資金調達の大きな柱となる。ただし、日本においては、融資による資金調達があまりに多くなりすぎており、銀行に過度に依存する財務体質となりやすいため、各企業において一定の自己資本比率の確保など、資金計画、資本政策の検討が必要といわれている。

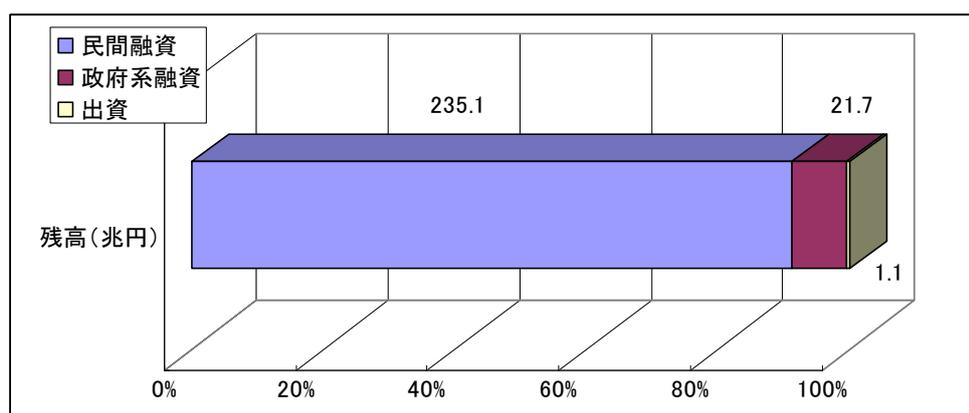
以上のように、企業の成長フェーズにあわせた資金調達手段があり、ファンドを通じたエクイティ・ファイナンスは、ベンチャー企業の成長期におけるリスク資金の供給のための支援策として位置づけられる。

なお、ここでは、成長性と新規性を有する企業としてのベンチャー企業のファイナンスを示したが、日本の中小企業の企業数の大半はむしろ成長性が低い生業的な企業や安定指向型の中小企業であることも認識しておく必要がある。このような企業の大部分はオーナー経営者によって経営されており、ファイナンスの手法としても外部の出資者を入れるエクイティ・ファイナンスよりも銀行、信用金庫、信用組合等の融資を志向する。また、技術力が高く、固定的な顧客を有する企業においては自己資金のみで事業をまわす「無借金経営」も多い。これらの企業へのファイナンスについては、近年のリレーションシップバンキング等の議論を含め中小企業政策の範疇で検討を進める必要がある。

## (2) 日本において未発達なベンチャーファイナンス

エクイティ・ファイナンスは成長性と新規性を有するベンチャー企業の成長資金の供給手段として重要な役割を果たし、政策ツールとしても重要であるが、日本においては未発達な状況である。日本の中小企業、ベンチャー企業に対する産業資金の供給は銀行などの融資によるデット・ファイナンスを中心に発達してきており、エクイティ・ファイナンスはその補完的な位置付けにすぎない。これは、メインバンク・システムを金融の中心とする日本の経済発展過程によるところが大きい。2008年3月末時点での規模を見るとベンチャー企業・中小企業のデット・ファイナンスによる資金調達の規模（貸出残高）は256.8兆円（民間235.1兆円、政府系21.7兆円）であるのに対して、エクイティ・ファイナンスによる資金調達規模は1.1兆円程度に留まっている（図表5-5）。

図表5-5 日本における中小企業・ベンチャー企業の資金調達



2008年3月末時点

この状況を受けて、政府の政策的な検討の中で創業支援、ベンチャー企業支援、新事業支援、事業再生の分野においてデットとエクイティの適切な役割分担、ファンドの一層の活用について求められているところである。政府の審議会等においては、以下のような議論がなされている。

○ 金融審議会「地域密着型金融の取り組みについての評価と今後の対応について」<sup>68</sup>

第二創業を含めた、創業・新事業支援についても、事業再生と同様、デットとエク

<sup>68</sup> 金融審議会金融分科会第二部会（2007）『地域密着型金融の取り組みについての評価と今後の対応について』。

イティとの適切な役割分担、特に、中小機構のファンドや、民間ファンドの一層の活用が重要である。

○ 新しい中小企業金融研究会 「新しい中小企業金融研究会報告書」<sup>69</sup>

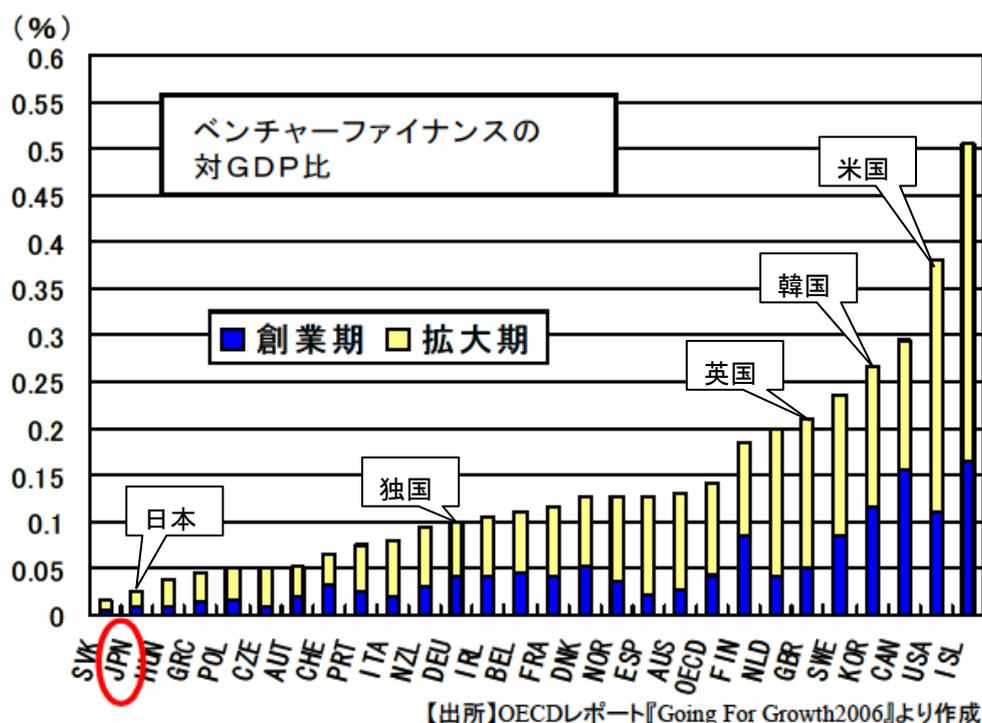
- ・ 経済・金融環境に左右されにくい資金調達 担い手の多様化  
創業や再生等リスクの高い局面等における新たな担い手として期待されるファンドに向けた一般事業法人の出資や活用の促進及びファンド運営に携わる人材の育成。
  - ・ 円滑な資金調達に向けた基盤強化や環境整備 中小企業の自己資本充実  
資本性資金の担い手として期待されるファンドの活用と、その前提となる民間出資の促進。
- 経済産業省「新経済成長戦略」
- ・ 我が国産業のイノベーションは、ベンチャー企業や企業のリノベーション活動から生じるものであり、資金面からこうした企業の挑戦を支援していく必要がある。

---

<sup>69</sup> 新しい中小企業金融研究会（2006）『新しい中小企業金融研究会報告書』。

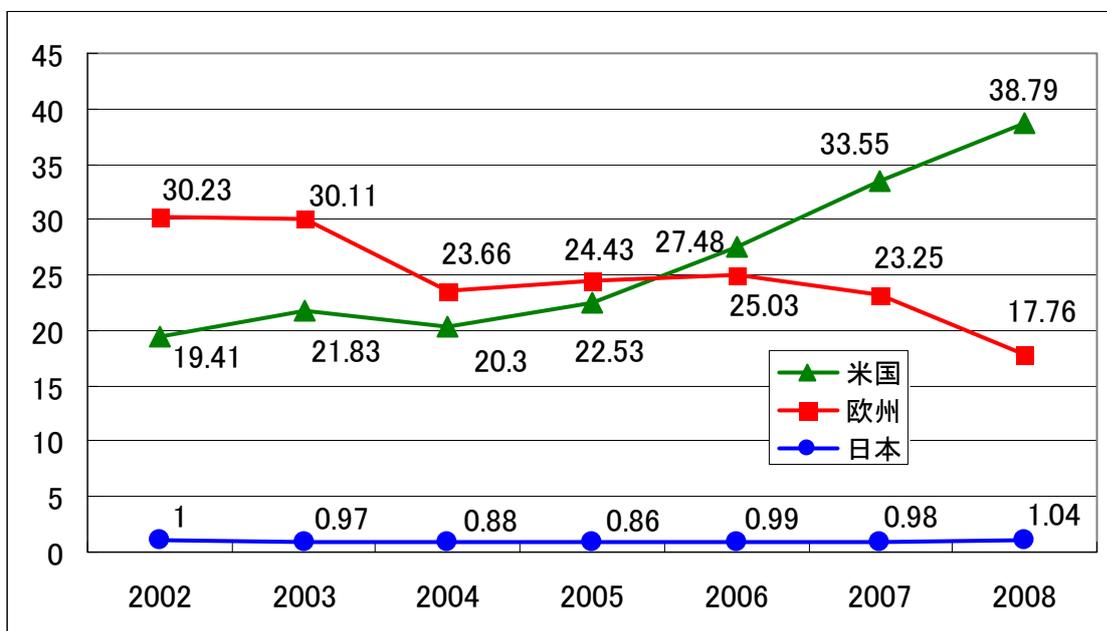
また、エクイティ・ファイナンス（プライベート・エクイティ・ファイナンス）の投資残高を国際的に比較しても、日本の未公開企業向けの投資は著しく小さい。OECDの調査によると年間投資額の対GDP比では、日本はOECD諸国中で最低の水準となっている。日本と同じく間接金融を中心として産業金融が発達したドイツと比較してもその率は5分の1程度である。アジアでは韓国の投資比率が大きく、全体で見ると米国やイスラエルが大きな比率となっている（図表5-6）。

図表 5-6 OECD諸国のベンチャー投資の対GDP比



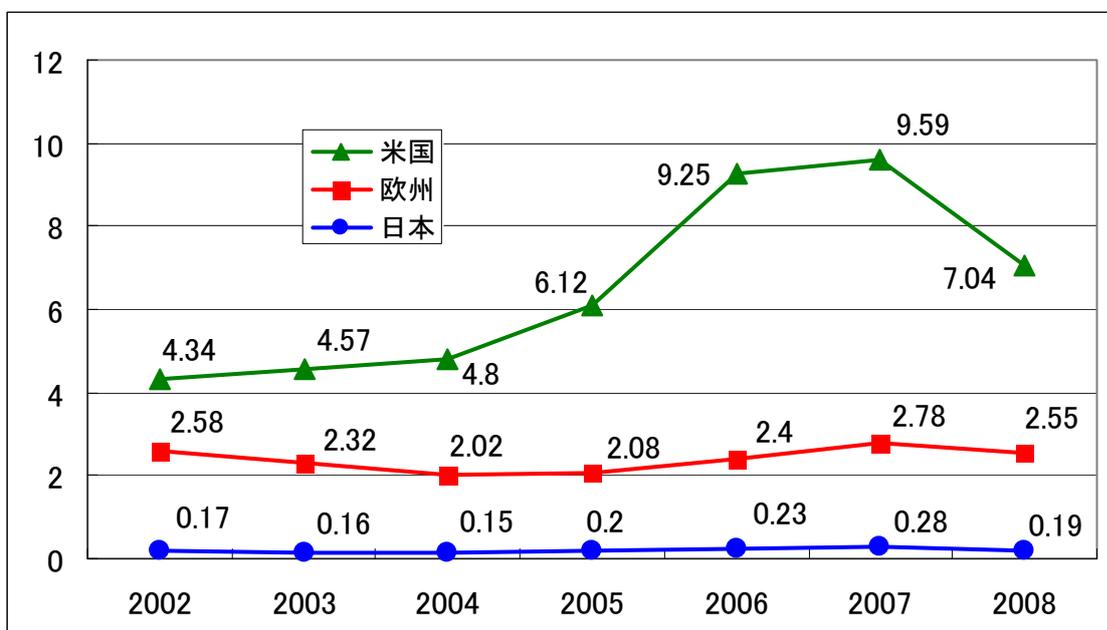
同様に、VCの投資残高や年間の投資額を比較しても欧米と日本の差は歴然としている。2008年の投資残高は米国 38.7 兆円、欧州 17.7 兆円と比べ日本は 1.1 兆円、年間投資額は、米国 7.0 兆円、欧州 2.5 兆円に対して、日本は 0.2 兆円となっている。投資残高で見ると米国の 1/35、欧州の 1/16 のレベルである。この量的な差を見ても、ベンチャー企業へのプライベート・エクイティ・ファイナンスについては、日本は明らかに後進国となっていることがわかる。投資残高、年間投資額の差を時系列で見ると図表 5-7、図表 5-8 となる。その差は近年むしろ拡大している。

図表 5-7 日米欧のVC投資残高の推移 (単位：兆円)



出典：VEC 資料をもとに筆者作成

図表 5-8 日米欧のVC年間投資額の推移 (単位：兆円)

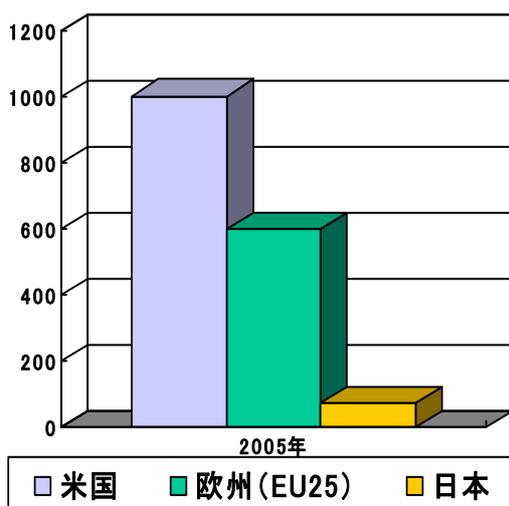


出典：VEC 資料をもとに筆者作成

(注) 米国はVC投資のみでかつ米国内への投資に限定、欧州はPE投資全体で海外投資を含む。日本はVC投資のみで海外投資を含む。

また、全体の投資額のみでなく、日本のVCのファンド規模、一投資案件当たりの投資規模についても欧米と比べて小さい。ファンドの規模は米国の1/4程度であり、出資者からの資金供給が限定されていることがその原因と言われている。ファンドの規模が小さければ、VCはその範囲で一定数の案件に投資しなければならないので、投資先ベンチャー企業一件あたりの投資額は小さくなる。近年は日本では一投資案件当たり欧米のファンドの1/10程度の規模の投資になっている。一案件当たりの投資額が小さくなると投資先ベンチャー企業の側では思い切った事業展開ができなくなり、経営者の資金調達にかかる労力も大きくなる。特に事業展開のために大きな投資が必要であるコンピュータ、半導体、バイオテクノロジー等の分野では、投資規模の差が競争力の差になってくることが懸念されている（図表5-9）。

図表 5-9 日米欧のVCの一案件あたり投資額



	日本	米国
コンピュータ・コミュニケーション	74百万円	605万ドル
半導体・電子製品	82百万円	560万ドル
バイオテクノロジー	76百万円	779万ドル

出典：VEC 濱田理事長講演資料を基に作成

VEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」、  
 NVCA Yearbook 2006、EVCA Yearbook 2006  
 (1ドル=116円、1ユーロ=139円にて換算)

### (3) 日本のベンチャーファイナンスの課題

ベンチャー企業へのプライベート・エクイティ・ファイナンスの担い手はVCであるが、産業としてのVC業界にも多くの課題がある。VCの草分けである中小企業投資育成株式会社が設立されてから50年弱、VC業界のリーディングカンパニーであるジャフコが設立されてから40年弱しか経っておらず、業界としてはまだ歴史が浅い。今後、VC業界発展のために各々のVCがどのような活動をしていくか、政府としてどのような支援をしていくかが重要な課題となっている。以下、業界の各課題について概観する。

#### ① 大企業系列VCの多さ クラシックVCの不足

日本のVCは、約200社程度といわれているが、銀行、証券会社、生損保会社、事業会社など大企業系列の企業が多い(図表5-10)。VECの調査によると投資規模では、ランキングの上位10社が投資残高全体の約8割を占める。

大企業系列のVCは、親会社の事業の影響を受けることが多く、投資に関しては短期的なリターンを重視せざるを得なくなると言われている。またファンドの規模が大きければ、投資先を丁寧に選んで、ハンズオン支援をするよりも、多数の企業に投資しポートフォリオを組んで結果のみを求めるといった投資手法となりがちである。このため、アーリーステージの企業やバイオインダストリーのような投資回収までに期間を要する産業に投資するよりも、リスクの比較的少ないレイターステージの企業への投資やITやサービス分野のような先の読みやすい産業への投資が多くなっている。先駆的なVCが投資した企業に後追いで数多くのVCが投資する便乗型投資や、リスク回避的な分散投資をするVCが多いことも指摘されている。

一般に大企業系列のVCは投資先企業の時価総額が概ね5億円以上の段階で投資をすることとなり、その前段階の企業への資金供給と経営の支援は不足している状況にある。

一方、これらの大企業の傘下でない、独立系VCは数こそ増加してきてはいるものの資金力ではまだ脆弱であり、ファンドを組成する際に出資が集まらずに苦勞している事例が多い。これは信用力の不足に加え、機関投資家等の資金供給がVCの規模や過去の投資実績を重視することに起因する。一般に独立系VCは、アーリーステージの企業の掘り起こしや企業の成長支援を重視すると言われている。特に、VC業界での豊富な経験と実績を有する個人によって設立されるパートナーシップ型のVCは、株式会社形態のVCと比べて、株主による経営への影響力を懸念する必要がなく、キャピタリスト個人が投資業務に深くコミットして

投資先企業の発掘からエグジットまで一貫して関与できる等のメリットを有する。実際、V C産業がベンチャー企業の創出と育成に大きく貢献している米国では、これら独立系、パートナーシップ型V Cが大部分を占める。このようなV Cを増大させ業界構造の厚みをつくることがエクイティ・ファイナンスのダイナミズムの拡大につながると考えられる。

図表 5-10 日本のV Cの系列

証券系	証券会社の関連会社として設立されたV C。投資先の株式公開引受幹事を親会社がとるための布石の役割もある。	ジャフコ、大和SMBCキャピタル、アント・キャピタル・パートナーズ、東洋キャピタル、新光インベストメント、ニュー・フロンティア・パートナーズ 等
銀行系	銀行の関連会社として設立されたV C。親会社の取引先拡大のための企業発掘の役割もある。	三菱UFJキャピタル、MUハンズオンキャピタル、みずほキャピタル、りそなキャピタル、あおぞらインベストメント、横浜キャピタル、ちばぎんキャピタル、静岡キャピタル、大分ベンチャーキャピタル、信金キャピタル、西武しんきんキャピタル 等
生損保系	生命保険会社・損害保険会社の関連会社として設立されたV C。	東京海上キャピタル、安田企業投資、三井住友海上キャピタル、ニッセイ・キャピタル、朝日生命キャピタル等
事業会社系	事業会社の関連会社として設立されたV C。事業会社の戦略的投資、新規事業分野開拓の役割もある。	SBIインベストメント、CSKベンチャーキャピタル、日本ベンチャーキャピタル、ティー・ハンズオン・インベストメント、ネクスト・ハンズオン・パートナーズ、伊藤忠テクノロジーベンチャーズ、双日プライベートエクイティ 等
独立系	経験豊富なベンチャーキャピタリストや経営者OBが独自の概念で設立したV C。	日本アジア投資、フューチャーベンチャーキャピタル、グロービス・キャピタル・パートナーズ、グローバルベンチャーキャピタル、日本テクノロジーベンチャーパートナーズ、サンブリッジ、エス・アイ・ピー、イノベーション・エンジン、TSUNAMIネットワークパートナーズ、日本エンジェルズインベストメント 等
公的機関・大学系	国、地方自治体、大学等関係者により設立されたV C。	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、新規事業投資、ウエルインベストメント、先端科学技術エンタープライズ、東京大学エッジキャピタル、ケイエスピー 等

出典：VEC ベンチャーキャピタル等要覧などの資料をもとに筆者作成

さらに、VC業界を担う人材の面でも課題が多いといわれている。業界自体の歴史が浅いため経験豊富なキャピタリストの絶対数が米国と比べ不足している。また、中小企業総合事業団のアンケート調査<sup>70</sup>では、投資先企業へのハンズオン支援を十分に行えない理由に人材不足を挙げるVCが多く、キャピタリスト人材の中途採用や育成が各社の課題となっていると指摘されている。大企業系列のVCにおいては、事業部門の分離による投資・企業育成業務の分業、人事異動等により、キャピタリストとして投資先企業を一貫して育てる経験を積みにくいという指摘もある。独立系のVCが産業の中で安定した地位を築き、人材を供給していくことが求められている。

---

<sup>70</sup> 「ベンチャー企業に関する国内外の直接投資環境状況調査」 中小企業基盤整備機構 2002

## ② 収益の低さ エグジットの問題

日本のVCのファンドは投資の収益性の面でも問題があるといわれている。欧米のファンドやヘッジ・ファンド等の金融商品と比べて、一般的な収益の指標である内部収益率（IRR）や投資倍率で見たリターンが高くない状況にある。長谷川(2006)によると10年間の収益で見た場合、米国12.7%、欧州10.4%に対して、日本は2.9%となっている（図表5-11）。このような収益性の低さは日本のVCのファンドへの資金流入が増加しない大きな要因のひとつとなっている。

図表 5-11 日米欧のプライベート・エクイティ・ファンドのパフォーマンス

	1年	3年	5年	10年	20年
日本 (2005.3)	-2.7	1.8	-1.1	2.9	9.3
米国 (2004.12)	16.4	3.7	1.5	12.7	13.8
欧州 (2004.12)	17.7	-1.0	2.8	10.4	-

出典：長谷川博和，「日本におけるベンチャーキャピタルのIRR向上の研究」，2006  
VEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」、NVCA Yearbook 2005、EVCA Yearbook 2005

しかし、収益性の低さをVCの能力のみに帰すべきかどうかには異論がある。長谷川(2006)では、株式市場に対する超過リターンで比較すると、欧州に対しては3年経過以降、米国に対しては10年経過以降で勝っているとしている。このことから、日本のファンドのパフォーマンスの低さの要因の一つは、ファンドの出口の一つである株式市場のパフォーマンスの低さと大きな関係があるといえる（図表5-12）。

図表 5-12 日米欧のファンドのパフォーマンス（株式市場に対する超過リターン）

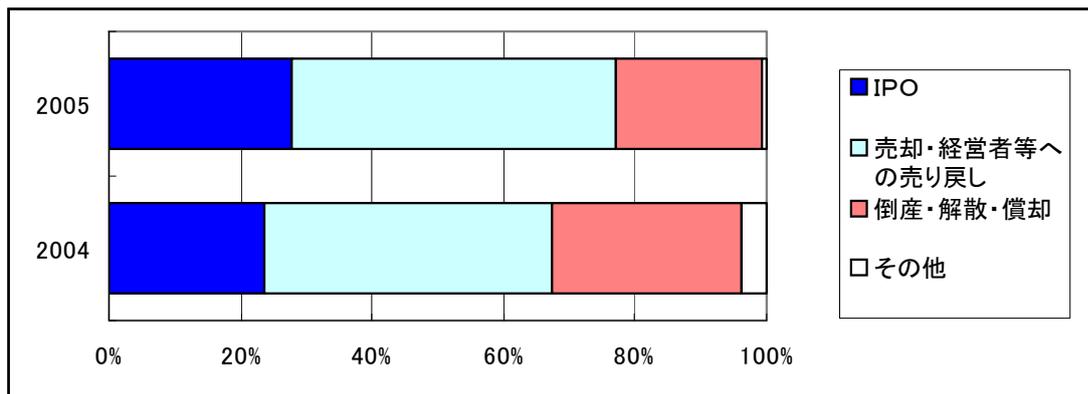
	1年	3年	5年	10年	20年
日本 JASDAQに対する超過	-12.4	-7.9	3.3	3.9	8.0
米国 NASDAQに対する超過	7.8	0.0	13.3	1.5	1.4
欧州 Small EQに対する超過	-8.9	-22.2	-3.0	1.8	-

出典：長谷川博和，「日本におけるベンチャーキャピタルのIRR向上の研究」，2006  
VEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」、NVCA Yearbook 2005、EVCA Yearbook 2005

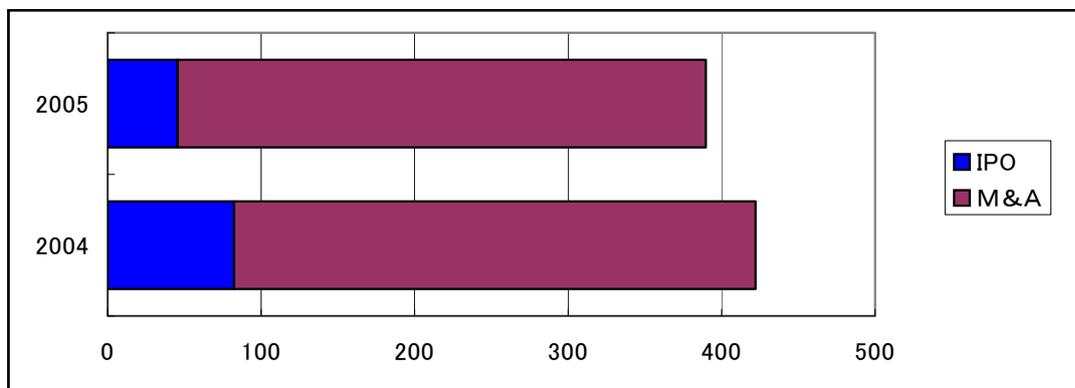
また、日本のファンドの資金回収は新規株式公開と経営者の株式買戻しに依存していることも収益性の低い要因と考えられる。欧州、米国では M&A、二次買取りファンドへの売却等ファンドの資金回収が容易であり、収益の向上につながっていると考えられる(図表 5-13)。

図表 5-13 日米欧のベンチャー企業のエグジットの状況

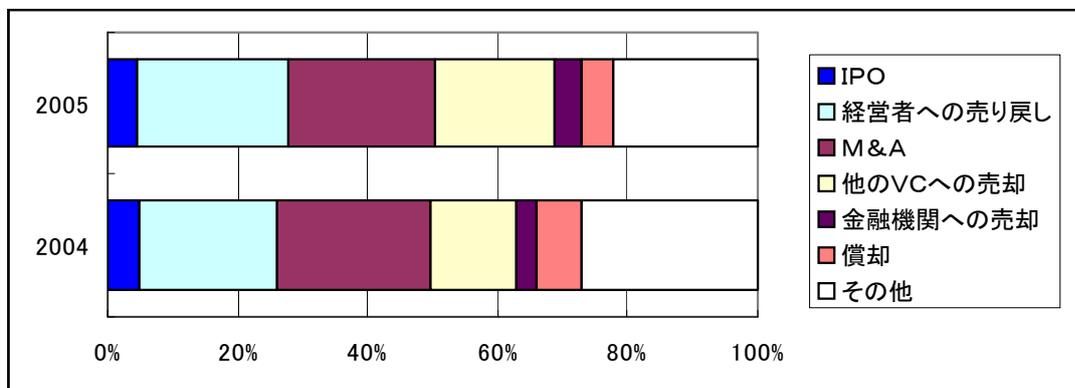
日本



米国



欧州



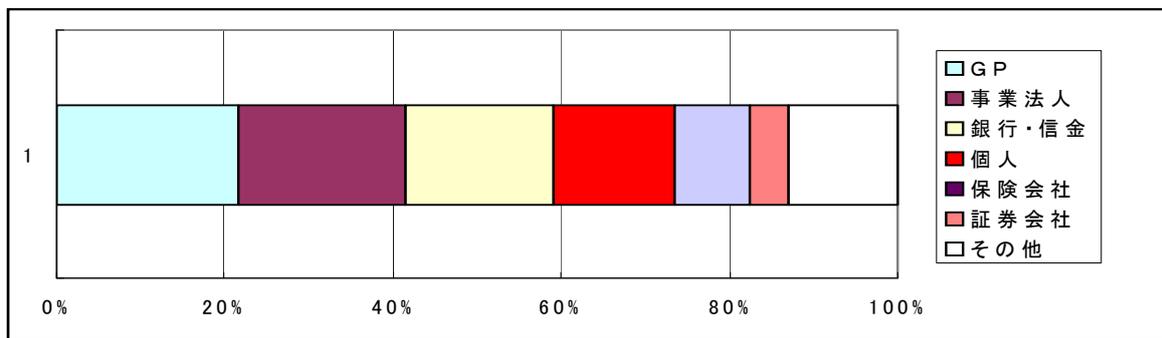
出典：VEC VC 等投資動向調査、NVCA Yearbook 2006、EVCA Yearbook 2006 から筆者作成

### ③ 資金の供給サイドの課題 資金流入の不足

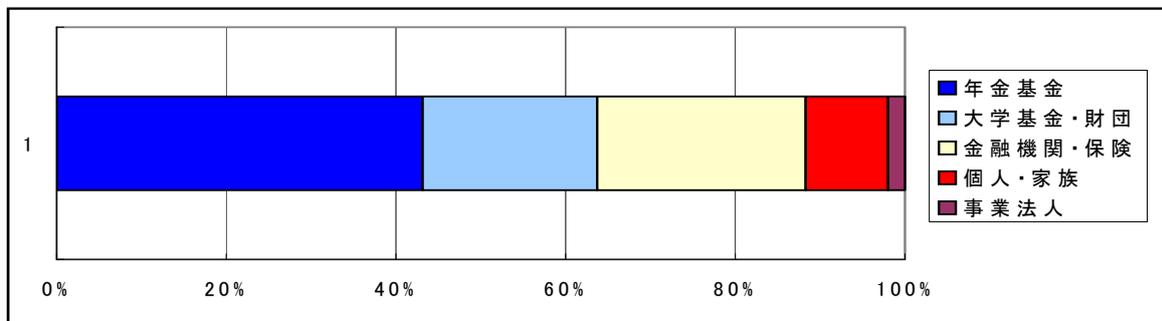
ベンチャーファンドの資金供給者の観点からも日本では課題が多い。欧米のプライベート・エクイティ・ファイナンス市場には公的年金等の資金が潤沢に流入しており、ファンドの資金規模の拡大に貢献している。プライベート・エクイティ・ファンドの出資者に占める公的年金の比率は米国で約4割、欧州で約2割となっている（図表5-14）。

図表5-14 日米欧のファンドへの資金流入

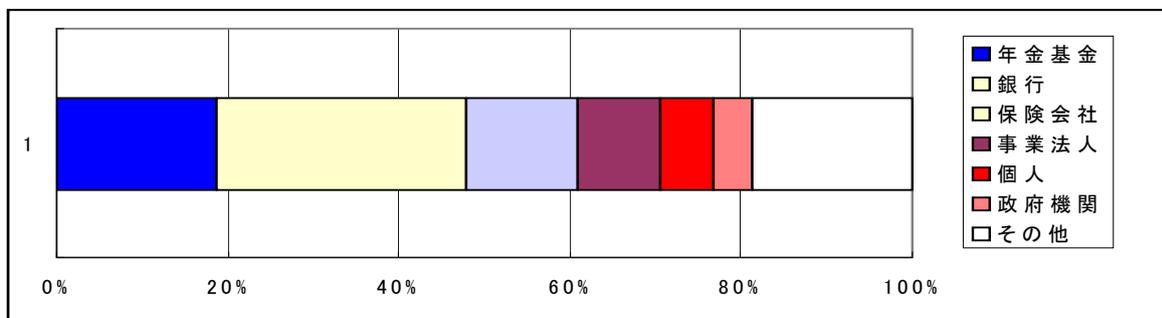
日本



米国



欧州



出典：VEC「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」、  
NVCA Yearbook 2004、EVCA Yearbook 2000 から筆者作成

米国最大の公的年金基金のカルパース（カリフォルニア州職員年金基金：2005年の保有資産の評価額は1898億ドル）はその代表で、投資資産の5%をプライベートエクイティに供給している<sup>71</sup>。公的年金等はその資金の性質上、リスクの大きい投資分野への投資はむしろが、そのわずかな比率をポートフォリオの一部として投資するだけでも資金供給の規模としては非常に大きな金額となる。一方、日本において公的年金の資金がプライベートエクイティ投資に向かうことはごくまれである。年金基金等へのアンケート調査<sup>72</sup>によると、むしろヘッジ・ファンド等への投資が進んでいる。日本の金融マーケットの資金量を考えると、年金基金等からイノベーション促進のためにももう少し大きな比率でプライベートエクイティへの資金供給がなされるべきであると考えられる。ただし、この状況を変えるには、前述のファンドの収益性の向上に加え、ファンドの収益実績の信頼できるデータの不在、投資の専門コンサルタントであるゲートキーパーの不在などの業界側の課題、公的年金側のリスクのとらえ方など多くの課題があるといわれている。

---

<sup>71</sup> CalPERS (2005) *Annual Investment Report*.

<sup>72</sup> リスク管理フォーラム (2006) 『リスク管理フォーラム報告書』.

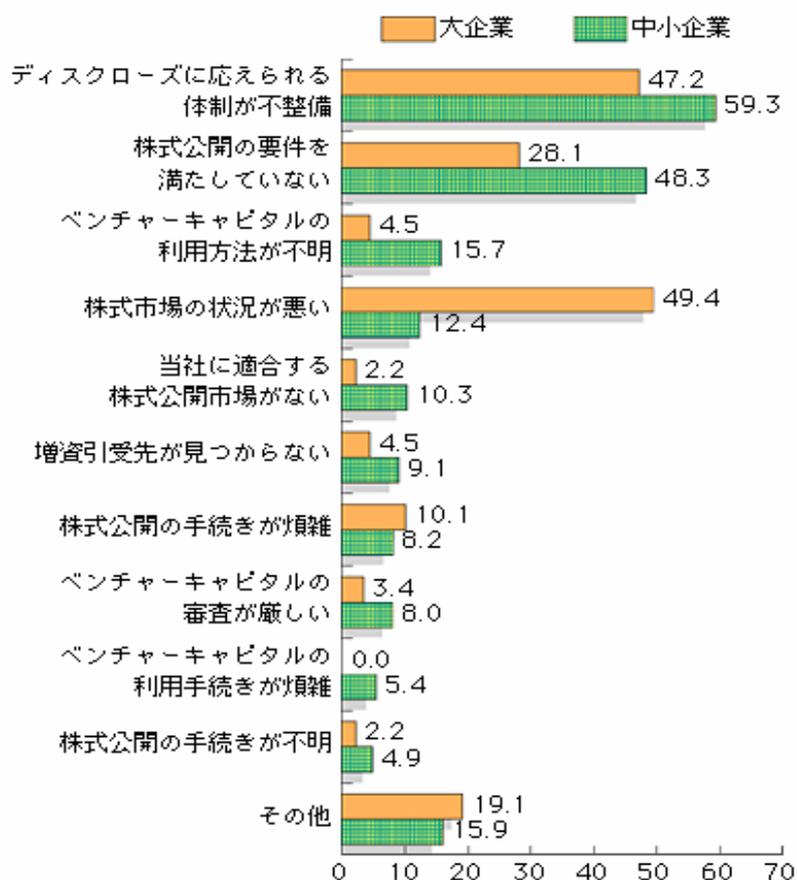
#### ④ 資金の受け手の課題 ベンチャー企業・中小企業経営者の認識

日本においては、エクイティ・ファイナンス資金の受け手であるベンチャー企業経営者や中小企業経営者についても課題がある。ベンチャー企業や中小企業の経営者の中には外部からの投資に対して抵抗感を持っている経営者も多い。特に、エクイティ・ファイナンスの供給手段であるファンドについては誤解されている場合が多く、ファンドの投資を受けると大企業に会社を売却されるとか、ファンドは不透明であるといった声も一部で聞かれる。現在「ファンド」という言葉は、海外のヘッジ・ファンド、不動産ファンド、商品ファンドなどの金融商品を含む幅広い概念で使われており、区別がないままに批判されているのが実態と考えられる。

また、ベンチャー企業の中には特定の会社の系列に入ることを嫌い、大手企業系列ファンドからの投資を避ける企業もある。これらの企業においては、本来エクイティ投資によって拓かれる事業機会を逃しているケースもあると考えられる。また、ベンチャー企業の経営者の一部には、企業成長と価値創造の手段であるエクイティ・ファイナンスの本来の目的を取り違え、新規株式公開をして大量の資金を手に入れることのみを目標としている者もいると言われている。このように、エクイティ・ファイナンスやファンドについての知見がベンチャー企業の中で希薄であることも、資金の受け手の裾野が広がらない原因の一つと考えられる。これらの傾向に対して、成長資金としてのエクイティ・ファイナンスとその手法のひとつであるファンドについての理解の浸透を進め、外部の出資を受けることで、オーナー企業からより開かれた「社会の公器」としてのベンチャー企業・中小企業に成長する過程をとる企業を増やす環境の整備が必要である。

エクイティ・ファイナンスに関する理解・認識の問題に加えて、企業の経営者、マネジメント人材のレベルアップも重要な課題となっている。成長に向けてのビジネスプランの策定と実施、組織体制の構築などを着実にできる経営者や、その右腕として経営者の能力を補完する人材、専門性の高いマネジメント人材を増加することが必要となっている。さらに、エクイティ・ファイナンスを受けた際のエグジットが新規株式公開（IPO）に依存しているという現状もベンチャー企業や中小企業のエクイティ・ファイナンス活用のための障壁となっている。中小企業へのアンケート調査では、「自社が株式公開の要件を満たしていない」との認識がエクイティ・ファイナンスを利用できない理由の上位にある（図表 5-15）。現在、ベンチャー企業の新規株式公開の受け皿である新興市場は厳しい状況にあり、マーケット自体の整備や、M&A など新規株式公開以外のエグジットの拡大も必要と考えられる。

図表 5-15 中小企業が直接金融を利用できない理由



資料：中小企業庁「企業資金調達環境実態調査」(2001年12月)

- (注) 1. 直接金融を利用したいけれど行っていない企業について集計した。  
 2. 複数回答のため合計は100を超える。  
 3. 中小企業・大企業の定義については、中小企業基本法に従っている。

出典：中小企業白書 2002 年度版

## ⑤ 外部環境の課題 規制等の動向、ビジネスエンジェル

日本においては、規制の動向等の外部環境に関しても多くの課題があると言われている。例えば、金融商品取引法の制定によって、業界の透明性の向上が図られる一方で、ベンチャー企業・中小企業にとっては厳しすぎると考えられる内部統制の基準が設けられたり<sup>73</sup>、企業会計基準でVC本体とファンドとの財務諸表の連結のルール等が導入されて実態と基準の乖離が問題となったり<sup>74</sup>、外国人投資家からの資金流入が税制上の課題により滞っているという指摘もある。これらの外部環境の整備も日本のエクイティ・ファイナンスの発展を考える上で重要な課題といえる。

あわせて、VCによる投資の前段階でのビジネスエンジェルによる創業時の企業の支援も欧米と比べ少ないと言われている。米国においてはVCの投資額と同程度かそれ以上の投資がビジネスエンジェルによって創業時の企業に対して実施され、あわせて経営のアドバイスもなされているとの分析もある。日本においてもこのようなビジネスエンジェルの活動が活発化し、創業時の支援が拡大することが、エクイティ・ファイナンスの裾野を広げるために必要と考えられる。

---

<sup>73</sup> 金融庁企業会計審議会内部統制部会（2007）『財務報告に係る内部統制の評価および監査の基準並びに財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準』。

<sup>74</sup> 日本ベンチャーキャピタル協会（2006）「投資事業組合に対する支配力及び影響力基準の適用に関する実務上の取扱いについての要望」。

### 3. 海外のベンチャーファンド支援

ベンチャー企業へのプライベート・エクイティ・ファイナンスの担い手たるVCの支援やVC業界の育成に関しては、欧米をはじめ各国において事業環境の整備や直接的な支援が実施されている。

その代表的なものが米国のSBIC (Small Business Investment Companies) 制度である。SBICは1958年に創設された制度で、一定の要件を満たすVCを中小企業庁 (Small Business Agency) が認定し、社債の引き受け等により資金供給を支援する制度である。米国におけるVCの黎明期においては、資金の量と政策性の両面において大きな役割を果たした。1970年代の終盤の年金基金等の民間の投資資金がVC業界に流入するようになってからは、その役割を政策性の面にシフトし、現在では、シード・アーリーステージのベンチャー企業への投資、VCが不足している地域におけるベンチャー企業への投資に重点を置いて実施されている。この制度は50年以上にわたって米国のファンドの組成を牽引してきており、SBICの支援を受けたVCから投資を受けたベンチャー企業は13万社以上に及ぶ。インテル、ホームデポ、Fedex、AOL、コンパック等、米国の経済活性化と雇用を担う多くの大企業が、創業・成長期にSBICのエクイティ資金を活用しており、ベンチャー企業の成長資金の供給源として大きな役割を果たしている。各国においてはSBICを参考としつつベンチャーファンドを支援する制度をそれぞれに創設している。SBICを含め海外のベンチャーファイナンスの支援事業を図表5-16に示す。

図表 5-16 海外のベンチャーファンドの支援事業

国	制度名	概要
米国	SBIC (Small Business Investment Company)	1958年創設。中小企業向けの投資をするベンチャーキャピタルを中小企業庁 (SBA) が認定し、社債を引き受けたりファンドの資金を出資したりして投資資金を支援する。制度創設時は、黎明期にあったVC業界の育成に貢献し、現在はシード・アーリーステージのベンチャー企業への投資、地域のベンチャー企業への投資を支援している。
EU	European Investment Fund	EU圏域のアーリーステージの中小企業、ハイテクベンチャー企業に対して投資するベンチャーファンドに対して出資するファンドオブファンズ (親ファンド)。出資者は European Investment Bank、European Union 等。

英国	Enterprise Capital Fund 等	<p><b>Early Growth Funds</b> スタートアップ、知識集約ビジネスの支援のためのファンド制度。投資先1件当たりの投資金額は10万ポンドを上限としている。</p> <p><b>Enterprise Capital Fund</b> 米国SBICをモデルとしたアーリーステージ企業支援のファンド制度。投資先1件当たりの投資金額は200万ポンドを上限としている。</p> <p><b>Regional Venture Capital Fund</b> イングランド地域の中小企業支援のためのファンド制度。投資先1件当たりの投資金額は50万ポンドを上限としている。</p> <p><b>UK High Technology Fund</b> ハイテク産業への投資資金を誘導するためのファンドオブファンズを民間機関投資家とともに設置し、そこからベンチャーファンドに出資する。</p>
独国	High-Tech Gruender Fund	<p>シードステージのベンチャー企業への投資や大企業からのスピノフ案件を支援する。2005年に創設。ベンチャー企業への出資とconvertible loanの供与をする。成長企業育成のために投資するものとして、ドイツ政府の委託を受けて欧州投資基金が運営を行うEIF Dachsfondsがあり、VCに出資している。</p>
イスラエル	YOZMA	<p>1993年創設。ハイテク企業向けの投資をするベンチャーファンドに政府が出資する制度。マッチングの民間資金には外国機関投資家を積極的に誘導している。政府の民間ノウハウを活かす姿勢と外国資金の誘導で世界的にも最も成功した制度と言われている。</p>
オーストラリア	Innovation Investment Fund	<p>1997年に小規模なハイテク企業を支援する制度として創設。一定の要件を満たすVCにマッチングファンドを供給する仕組みとなっており、政府と民間の出資比率は2:1までとなっている。また、分配ルールに特徴があり、当初の出資価額までは政府と民間が1:1で分配を受け、それを超えると1:9と民間の分配が多くなる。設立されて期間が短いものの、スタートアップやアーリーステージ企業の投資を促進し、VC業界の育成に貢献しているといわれている。</p>
ニュージーランド	Venture Investment Fund	<p>2001年創設。アーリーステージ企業への投資を促進するためのマッチングファンド。シンガポールとの提携など海外との連携にも積極的。</p>

## 4. 現在におけるベンチャーファンド事業の位置づけ

### (1) 支援策の谷間の存在

現在のベンチャー企業支援策は多種多様な形で推進されている。実施主体としては経済産業省、総務省、文部科学省、中小機構、地方自治体などの複数の機関が支援事業を推進している。分野は技術、経営、人材、資金、制度面をカバーし、形態として補助金、委託事業、制度融資、信用保証、出資、経営支援、組織法制、税制など様々な形をとる。これらの施策はそれぞれに適合する事業フェーズや業種を対象に実施されている。

ベンチャー企業の創業前・創業期のフェーズにおいては、収益モデルが見えないため、補助金制度の活用によってまず技術やサービスの事業化の見込みを立てることとなる。技術開発やサービスのビジネスモデルの検討が進展し、ある程度事業化の見込みが立つアーリーステージの段階になると、ファンド出資などエクイティ・ファイナンスによるリスク資金と人的経営資源の支援が有効となる。アーリーステージ初期のリスクの高い状況では公的な資金の入った公的ファンドが適する状況となり、ある程度のビジネスモデルが確立して収益が上がるようになると民間VCの活用が企業の成長を加速する。ベンチャー企業が成長して経営が安定し倒産等のリスクが低くなってくると、公的金融機関の制度融資や民間融資により資金供給が有効なファイナンス手段となる。

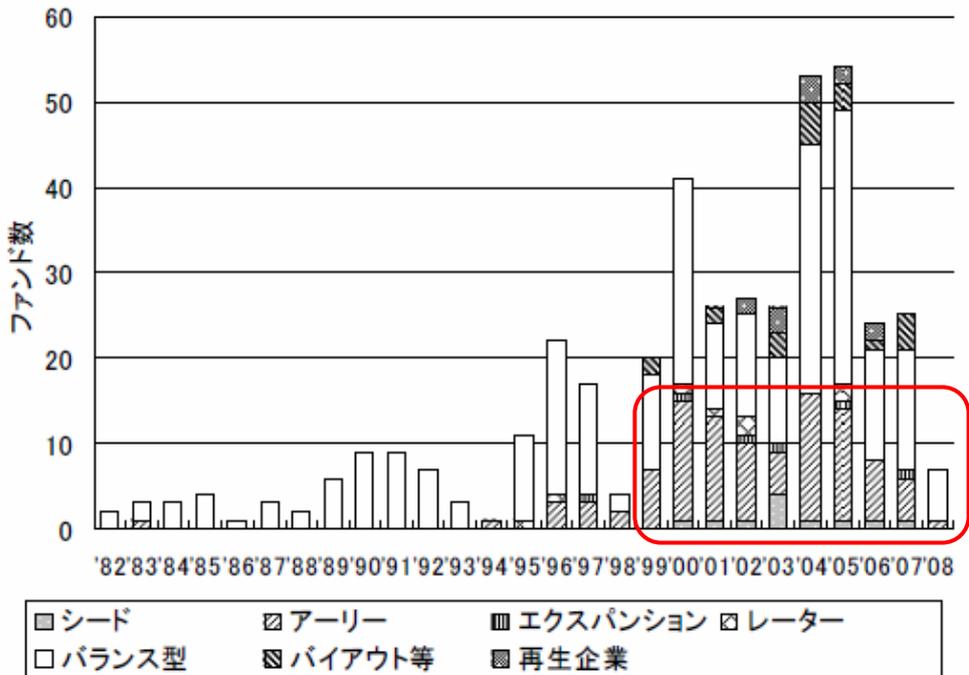
しかし、現在の日本のベンチャー企業政策の中では、補助金など初期フェーズの支援と制度融資など安定期の支援は定着しているが、成長期のリスクの高い状況での支援策は限定されている。行政機関にとってこのフェーズの支援はリスクが高く専門知識や経験を要するので制度設計と実施が難しく「支援策の谷間」となっているのが現状である。ベンチャーファンド事業は企業の成長発展を支援する施策の中で、補助金制度と制度融資との間の支援策の谷間といえるフェーズを支援する限られた施策のひとつと言える。

### (2) エクイティ・ファイナンスの社会的信用の向上

エクイティ・ファイナンスはベンチャー企業の成長資金の供給手段として重要な役割を果たすが、日本では未発達な状況である。ベンチャー企業・中小企業のデット・ファイナンスによる資金調達規模は約 250 兆円であるのに対して、エクイティ・ファイナンスによる資金調達規模は 1 兆円程度に留まり、年間投資額の対 GDP 比では、OECD 諸国中で最低の水準となっている。エクイティ・ファイナンスが発達しない理由としては、その担い手である

VC業界が発達していないことがあげられ、特に新進VCや大企業を親会社として持たない独立系VCがファンドを組成する際に信用力が不足して資金調達できないことが問題となっている。また、銀行による融資と比べ、企業経営者がエクイティ・ファイナンスについて慣れていないことも重要な要因である。外部の出資を受けるということが経営上の選択肢となっておらず、ファンドの役割も知られていない。エクイティ・ファイナンス自体の社会的信用の向上がベンチャー企業への資金供給上の課題となっている。このような中、ベンチャーファンド事業は、個別のベンチャー企業の成長支援のみでなく、新進VCや独立系VCの支援によるVC業界の育成や、公的機関がファンドに出資することでもたらされる「お墨付き効果」によって日本のエクイティ・ファイナンスの社会的信用の向上を図ることを期待する施策となっている。社会軸の観点から見ると創業期、アーリーステージのベンチャー企業に対してのエクイティ・ファイナンスを促進し、創業やベンチャー企業の成長と発展を支援するための必要性の高い事業としてベンチャーファンド事業は位置づけられる。ベンチャーファンド事業の創設以降、アーリーステージへのベンチャー企業に投資するファンド数が増加するなど（図表 5-15）、規模は小さいながらも、日本の産業金融におけるエクイティ・ファイナンスの拡大に一定の貢献を続ける事業となっている。

図表 5-17 日本のファンド数の推移



出典：ベンチャーエンタープライズセンター ベンチャービジネスの回顧と展望（平成 20 年度）



## 第六章 アウトプット分析：事業の実施状況

本章においては、中小機構におけるファンド事業の概要、ベンチャーファンド事業の位置づけと政策的期待、事業実施スキーム、運営状況を見ることで事業のアウトプットを確認する。あわせて中小機構の「投資先企業データベース」をもとに、ベンチャーファンドの組成と企業への投資動向などの資金の大きな流れで事業のインプットとアウトプットを比較する。

## 1. 中小機構におけるファンド事業の概要

ベンチャー企業の成長のためのリスク資金の供給手段としてファンドによるエクイティ・ファイナンスは重要であり、資金とともに提供される経営への関与など人的経営資源の支援もベンチャー企業の成長に欠かせないものであるといえる。一方で、前章で見たように、日本においてはベンチャー企業へのエクイティ・ファイナンスは未発達であり、VC業界、資金供給者、資金の受け手それぞれにおいて課題がある。これらの課題に対応しつつ、創業期、アーリーステージのベンチャー企業に対してのエクイティ・ファイナンスを促進し、創業の増加、ベンチャー企業の成長と発展を支援するための施策として、ベンチャーファンド事業が1998年度に創設された。事業の実施については中小企業政策の主たる実施機関のひとつである中小機構（制度創設時は中小企業総合事業団）が従事することとなった。

### （1）中小機構におけるファンド事業の目的

中小機構では現在、ベンチャーファンド事業を含めてファンドへの出資事業が5つの制度として実施されている。中小機構の中期目標、中期計画においては、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（図表6-1）。

図表6-1 ファンド事業の目的

#### 【中小企業基盤整備機構 中期目標(平成16年7月～平成21年3月)】

機構は、創業ベンチャー、既存中小企業等の新事業展開を促進するため、人材、施設、資金、技術等の経営資源の調達支援や、新事業展開の支援を行う民間機関等の活動促進等を行う。（前文抜粋）

#### 【中小企業基盤整備機構 中期計画】

##### （1）創業、既存企業の新事業展開の促進

##### ① 民間機関等による新事業支援の促進

創業、新事業展開に取り組む事業者への資金供給の円滑化のため、機構は、成長初期段階にある独自の強みを持つ中小企業に対して投資を行う特徴あるファンドや、投資事業によるリターンのみを目的とするのではなく既存中小企業など投資先の経営実態等に即した投資形態を取るファンドであって、投資先中小企業の新事業展開等に対し踏み込んだ経営支援を行うことを目的とするものに対して出資し、その組成を促進する。

出典 中小機構 「中期目標」「中期計画」

## (2) 中小機構におけるファンド事業の種類

中小機構においては 1998 年度に創設されたベンチャーファンド事業をはじめとして次の 5 つのファンド事業が実施されている。それぞれの政策目的に応じエクイティ・ファイナンスによるベンチャー企業・中小企業支援が展開されている。

- ベンチャーファンド事業：1998 年度創設 アーリーステージのベンチャー企業を支援
- 中小企業再生ファンド事業：2003 年度創設 事業再生に取り組む企業を支援
- がんばれ!中小企業ファンド事業：2004 年度創設 企業の新事業展開・第二創業を促進
- 中小企業事業継続ファンド事業：2006 年度創設 企業の事業承継等を支援
- 地域中小企業応援ファンド事業：2007 年度創設 地域に拠点を置く中小企業を支援

2010 年 3 月度末時点では、ファンド事業全体で、組成ファンド数 137 ファンド、ファンド総額 2,673 億円（うち中小機構出資 1,165 億円）となり、投資先企業数は 2,612 件となっている（図表 6-2）。

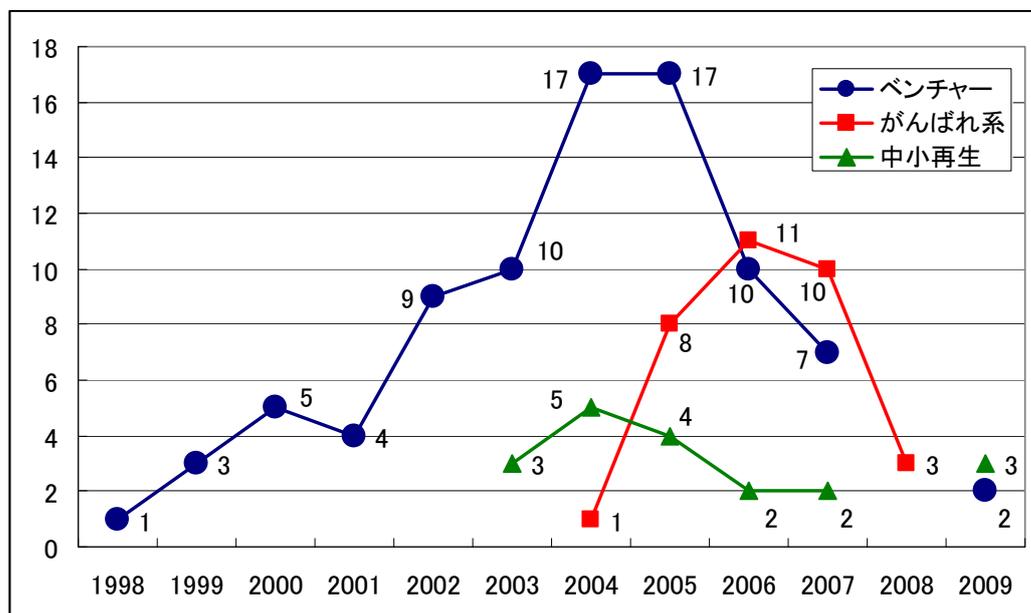
図表 6-2 中小機構のファンド出資事業の概要

(2010 年 3 月末 現在 金額単位：百万円)					
区 分	ファンド 数	ファンド 総額	機構出資	投 資 累計額	投資先 企業数
ベンチャーファンド	85	144,014	56,973	95,252	2,105
がんばれ! 中小企業 ファンド	25	44,945	22,065	22,431	326
中小企業事業継続 ファンド	5	18,310	9,055	9,054	14
中小企業再生 ファンド	19	56,072	26,541	28,215	144
地域中小企業応援 ファンド	3	3,965	1,950	1,089	23
合 計	137	267,306	116,584	156,041	2,612

出典：中小機構データに基づき筆者作成

中小機構で実施されるファンド事業におけるファンドの組成の件数を時系列で見えていくと図表 6-3 となる。

図表 6-3 中小機構のファンド事業の推移（件数）



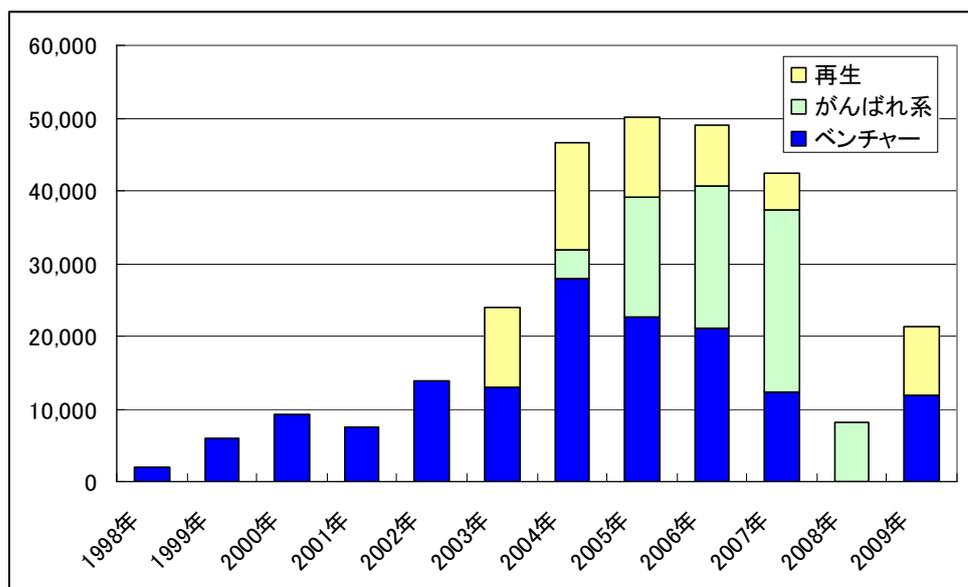
出典：中小機構データに基づき筆者作成

ベンチャーファンド事業は1998年度の制度創設以来2005年まで順調に組成件数を伸ばしていく。しかし、2006年の一連のベンチャー企業の不祥事を受けた新興市場の低迷やそれに伴う規制強化を受けて、ベンチャー企業の活動と市場全体が低迷したために2008年に向けて組成件数は激減する。ベンチャーファンド事業はマッチングファンドという形態をとっており、ファンドの2分の1を超える出資を民間から得なければならないが、2006年から2008年の期間においてはVCがファンドを組成しようとしても民間出資者から資金が集まらないために組成ができないという状況が相次いでいる。経済状況や市場の変動があったとしても、ベンチャー企業の資金需要自体は一定の規模であると想定され、それに対する公的支援は一定であるべきと考えられるが、マッチングファンドという形態をとるために民間の状況に応じて組成件数が変動することとなっている。

2004年からは、ベンチャーファンド事業の姉妹事業として、がんばれ！中小企業ファンド事業が創設されている（2006年度には派生事業として事業継続ファンドが創設）。この制度は、成長性は高くないが安定性のある中小企業へのミドルリスク・ミドルリターンエクイティ・ファイナンスを促進するために作られている。投資スタイルについても新規株式公開（IPO）を目指すものでなく、転換社債や匿名契約出資などの手法が模索されている。しかし、実際にはこのモデルでファンドの収益を確保することはむずかしく2006年をピークに組成件数は減少している。2003年からは中小企業再生ファンド制度が創設され、事業再生の需

要に応じてファンドの組成がなされている。この事業では地域金融機関等と共同して結成する中小企業再生協議会とともに企業を支援している。2007年度からはベンチャーファンド事業の派生事業として地域中小企業を支援する地域中小企業応援ファンドが制度化されている。ファンド事業の各事業の組成金額、民間の出資との割合を見ると図表 6-4、図表 6-5 となる。

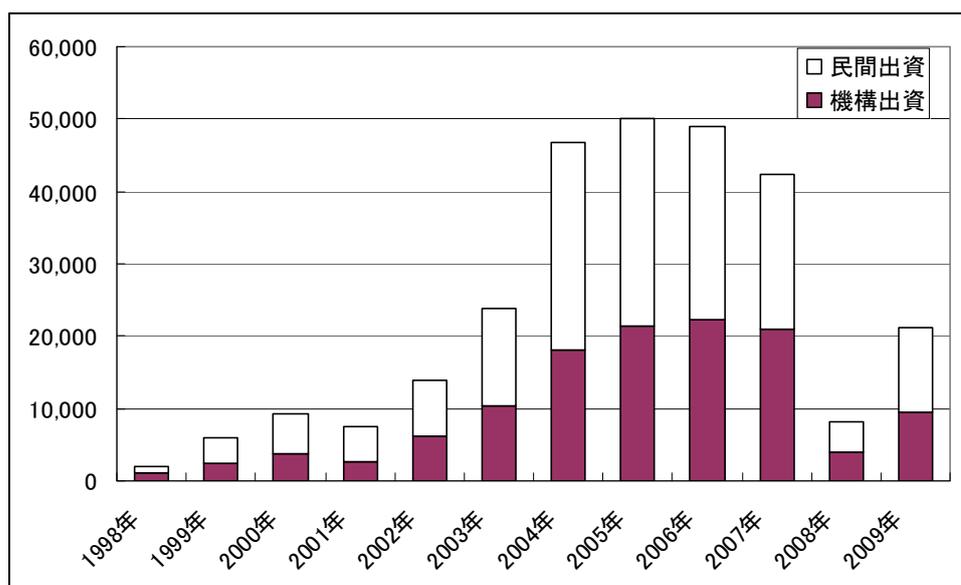
図表 6-4 中小機構のファンド出資事業の推移（金額）



(単位：百万円)

出典：中小機構データに基づき筆者作成

図表 6-5 中小機構のファンド出資事業の推移（機構出資と民間出資）



(単位：百万円)

出典：中小機構データに基づき筆者作成

### (3) ベンチャーファンド事業への政策的期待

中小機構のファンド事業の中で、ベンチャーファンド事業は、最初に制度化されて現在まで続いており、事業規模、事業の内容において中心的な位置づけにある。日本のベンチャーファイナンスに多くの課題がある中で、ベンチャーファンド事業には様々な期待がかけられている。中小機構のファンド事業評価・検討委員会では、経済環境やベンチャーファイナンスの状況を整理しつつ、多様な政策効果の期待を示している(図表 6-6)。

図表 6-6 ベンチャーファンド事業への期待

#### □ 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

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と連携し、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。

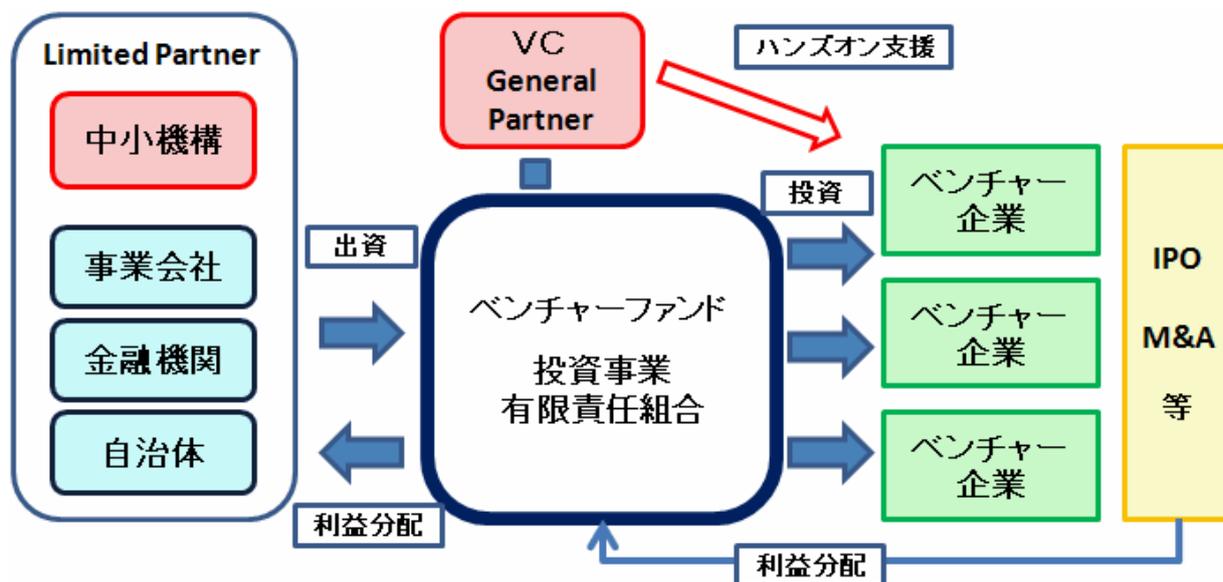
出典：中小機構「ベンチャーファンド事業に係る評価・検討中間とりまとめ」

#### (4) ベンチャーファンド事業のスキーム

ベンチャーファンド事業は、ベンチャー企業や中小企業に対してリスクマネーを供給する民間VCのファンド（投資事業有限責任組合）で、アーリーステージ（規定では創業から7年未満）の企業に投資する比率が高いなど一定の政策目的に沿ったのものに対して、ファンド総額の2分の1を限度に中小機構が出資し、資金供給の円滑化を図るというスキームをとる（図表6-7）。このスキームの特徴は、ベンチャー企業や中小企業に直接資金を供給するのではなく、民間ファンドに出資するいわゆる間接ベンチャーキャピタルという形をとり、民間の能力・資金と公的な支援を合わせた共同作業で支援を実施するためマッチングファンドと呼ばれている。

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監督権限を有する有限責任組合員（LP：Limited Partner）から構成される（無限責任組合員はファンドの事業上の責任を出資額を超えて負担し、有限責任組合員は出資額の範囲内で負担する）。中小機構は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。すなわち、VC、中小機構、民間LPの三者の共同事業という形でファンドを組成する。ファンドの規模は5億円程度の小さなものから80億円を超えるものまであり、中小機構の出資比率も小さなものから全体の2分の1になるものまでさまざまである。ファンド資金を使って、GPであるVCが、将来発展する可能性のあるベンチャー企業等に対して投資を実施する。

図表6-7 中小機構のベンチャーファンド事業のスキーム



ファンドの運営期間、投資方針、利益分配、GPのファンドの管理報酬、ファンドの構成員の権利義務、報告の方法などのルールは、ファンド組成の際にGPとLPの間で締結される組合契約で決められている（図表6-8）。

図表6-8 ベンチャーファンドの組合契約の概要

- 構成
    - ・「投資事業有限責任組合契約に関する法律」に基づき組成される組合に限定
    - ・業務執行を行う組合員（無限責任組合員）と業務執行を行わず、その出資額の範囲内の責任を負う組合員（有限責任組合員）により構成
    - ・業務執行を行わない組合員の有限責任性が法的に担保
  - 事業範囲
    - ・株式、新株予約権、新株予約権付社債、社債等の取得／有限会社、企業組合の持分取得／事業者に対する金銭債権の取得／融資／工業所有権、著作権の取得／匿名組合契約の出資持分、信託受益権の取得
  - 組合の存続期間、出資及び払い戻し
  - 組合の業務執行
    - ・無限責任組合員の権限・注意義務
    - ・有限責任組合員の権限
    - ・組合員集会
  - 利益相反行為の禁止
    - ・組合員が同種の事業を行うこと自己又は第三者との取引をすることなど組合の利益に反する行為の禁止
  - 投資先事業者の育成
    - ・無限責任組合員が投資先事業者に経営又は技術の指導を行う
  - 組合財産の運用及び管理
  - 組合財産の所有権の帰属・組合の損益の帰属
    - ・組合への出資額に応じて所有権・損益が帰属
    - ・ただし、損失は無限責任組合員に帰属
  - 無限責任組合員の報酬
  - 組合員の加入脱退、組合の解散・清算
  - 財務諸表、業務報告書の開示、財務諸表等の外部監査
  - 民法上の組合の規定の準用
    - ・組合財産の全組合員による共有（組合自体には法人格なし）
    - ・法人税非課税（パススルー）
    - ・委任の規定の準用
  - 組合員名簿
  - 投資ガイドライン
- 等

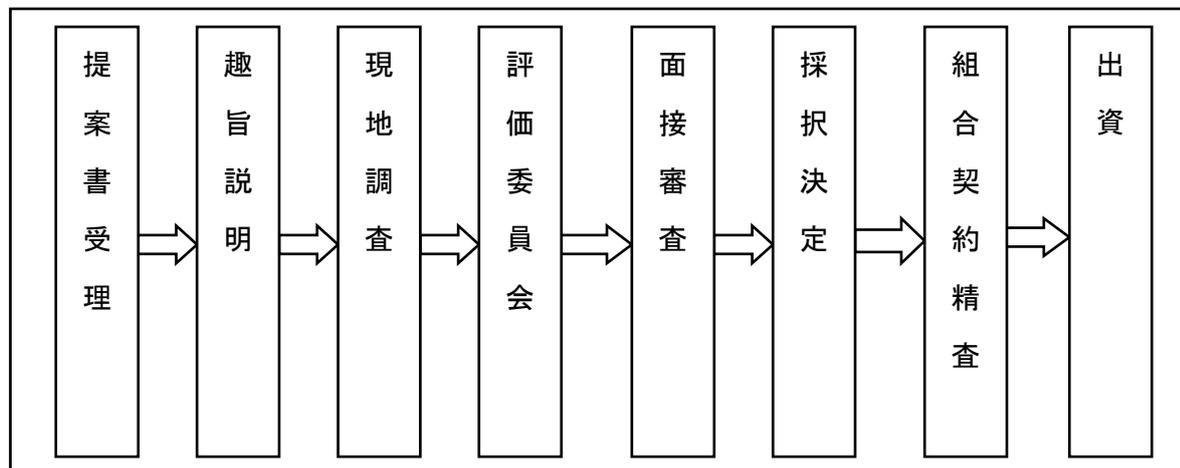
ファンドの運用期間は通常は10年から12年で、当初の3年間を目途に投資を実行、その後、投資先の育成のためのハンズオン支援を実施し、ファンド運営期間内でのIPOやM&Aなどのエグジットを目指す。投資先の件数はファンドの規模や投資方針によって異なり、10社程度から100社を超えるものまで多様である。ファンドの収益については、原則としてファンドへの出資割合に比例して分配されるが、一定以上のリターンが確保された場合において、GPへの成功報酬が支払われる取り決めがされているものも多い。ファンドの管理手数料は、ファンド総額の3%から5%であることが通常である。ファンドの業務執行はGPによって実施されることとなっており、運営期間の変更や解散などファンドの運営に係る重要事項はファンドの構成員全員によって決定される。GPからLPへの報告については、投資実行、投資先企業のエグジット（IPOやM&Aなど）、その他投資先の重要な変更（倒産や合併など）の報告や、四半期ごとの年次決算ごとの定期報告などが実施される。年に1回開催される組合員集会においては、GPとLPが集まり決算状況、投資先企業の状況、ファンドの運営方針の確認がなされる。LPには組合員集会での意見表明のほか、必要に応じてGPの業務及び財産に対する検査権限があり、ガバナンスを効かせることができる。また契約では、利益相反行為の禁止が規定されており、組合員がファンドと同種の事業を行うこと、自己又は第三者との取引をすることなど組合の利益に反する行為を禁止している。中小機構においては、契約の基本事項を審査した上で、法律事務所を交えてGPと契約の文言を調整し（基本的な契約内容は同じであるがファンドによって他の民間出資者との関係で個別条項を調整する場合がある）、組合契約を締結した上で、出資、組合業務の監督などを実施している。

#### （5）ベンチャーファンド事業の運営体制

中小機構においては、ファンド事業部でファンド事業を実施している。ファンド事業部は、ファンド企画課、ファンド事業課、ファンド管理課の3課を有し、総勢20人程度の職員で事業を運営している。ベンチャーファンド事業にはこのうちの4割程度の人員をあてている。職員は中小機構での多様な中小企業支援の経験を持つ者のほか、金融機関の実務経験を有する中途採用者等で構成されている。ファンドの組成や運営に関しては、ファンド業界での経験豊富な中小企業・ベンチャー総合支援センターの統括プロジェクトマネージャーが、民間で蓄積した知見を活かしアドバイスを実施している。ファンドへの出資決定にあたっては、中小機構内部に設置された有識者、専門家（弁護士、公認会計士等）、中小企業者の代表などからなる審査委員会で、出資の必要性や有効性について議論され、これを受けて中小機構

内での審査手続きがなされ出資が決定される（図表 6-9）。

図表 6-9 ベンチャーファンド事業の出資までのプロセス



出資の際の審査項目は概ね以下のとおりである。ファンドの組合契約締結に際しては、監査法人による利益相反の審査や法律事務所による契約内容の審査も実施している。

#### <出資審査の項目>

- ファンド運営会社の状況
  - ・ 経営基盤：財務状況、組織体制、経営者・役員の履歴
  - ・ 投資事業の実績：ファンドの設立状況、実績
- ファンドの設計
  - ・ 基本方針：目的、投資基準、投資分野、政策的意義
  - ・ ファンド組成計画：投資対象、ファンド規模、存続期間、投資形態、回収方法、管理・成功報酬、想定 IRR とその根拠、他の有限責任組合員、中立性の確保（利益相反の排除）、コンプライアンスの確保
- ファンドの運営
  - ・ ファンドの運営方法：運営体制、投資決定プロセス（発掘、投資先評価）、企業価値向上プロセス（支援内容・方法）、投資回収プロセス、投資先候補の状況

出資したファンドの中小機構によるモニタリングは、ファンドを運営する GP から以下の報告を受けつつ実施されている。

#### <出資後のモニタリング>

- 組合の半期ごとの業務執行状況
- 投資決定企業の概要、投資額、投資決定の理由、投資先の育成方針等
- 投資後における投資先企業に発生した重要な事情の内容等
- 投資先企業の1年ごとの経営状況
- 無限責任組合員及びその子会社若しくは関連会社が受けた投資先からの収入
- その他利益相反事項

ファンドの運営に関しては、毎年の中小機構の決算においてその適正さについての審査がなされ、内部監査、外部監査により適正さの担保が図られる。また、国の実施する会計検査の対象にもなっており、ほぼ毎年運営状況についてのチェックがなされる。これらの各審査においては、法令や規則の遵守、経理処理の適正さなどを含めて、これまで大きな問題点は指摘されていない。

出資の際の審査、モニタリングについては、一般の民間のファンドにおいても出資者である金融機関や事業会社等が基本的には実施しているところである。しかし、ベンチャーファンド事業においては中小機構が公的機関という立場で、単に出資者の利益を守るということよりも、政策目的であるベンチャー企業の成長やより幅広い公益性を意識して審査・モニタリングが実施されている。いわば公的なガバナンスが GP の利益相反やモラルハザードを抑制する仕組みとなっている。

#### (6) ベンチャーファンド事業のファンド支援機能

中小機構のベンチャーファンド事業の運営プロセスには、公的支援機関ならではのファンド支援機能がある。まず、出資審査に際しては、ファンドの設計や運営について、申請 VC に対して中小機構職員と専門家がヒアリングを繰り返す中で、内容のレベルアップが図られる。特に新進の VC については、この段階でファンドのコンセプトや利益相反の対策が明確になり、他の民間出資者の審査に耐えられるファンド設計になった事例も多い。一般の民間出資者であれば利益を出せる VC かどうかが出資審査の GP 選定基準であるが、ベンチャー

ファンド事業の場合、新進VC、独立系VCの育成も政策的に支援することとなっているため、このようなVC支援の審査プロセスとなっている。

出資後のモニタリングにおいては、半期毎の業務執行状況の報告とあわせて投資決定や投資先の重要事項の報告などを義務付けており、それを確認して必要に応じて意見を述べることでファンド運営に一定の規律をもたらしている。また、年に1回、各ファンドで開催される組合員集会にも中小機構職員が出席し出資者としての意見を述べている。

GPが投資先にハンズオン支援を実施する際には、自らの専門家ネットワークだけでなく、中小機構の専門家の活用が可能となる（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）。また、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、新規開業企業に支援を提供しており、これらとの連携を図ることもできる。さらに、ベンチャーフェア、ベンチャープラザなどの展示会やマッチングイベントも各地で開催しており、投資先企業の販路拡大のためのツールとして活用できる。

また、公的支援は活用のタイミングや手続きの面で一定の情報とノウハウが必要であるが、中小機構においては、年に1回、各ファンドのGPを集めてのGP連絡会で公的支援の情報提供をすることで支援策の利用促進を図っている。

以上のように中小機構は単にファンドの出資者となるだけでなく、ガバナンスや情報提供を通じて、ファンドを運営し投資先ベンチャー企業を支援するGP自体の経営資源を補完するファンド支援機能を有し、多様な政策資源を活用しつつGPの能力向上を図っている。

## 2. 中小機構出資ベンチャーファンドの概要

### (1) 中小機構出資ベンチャーファンドの全体像

ベンチャーファンド事業における 2010 年 3 月末時点でのファンドの組成状況は、組成数 85、ファンド総額 1,440.1 億円、うち機構の出資額 569.7 億円、投資先企業数は 2,105 社、投資累計額は 952.2 億円となっている。ファンド規模の平均は 16.9 億円であるが規模にはばらつきがあり、最小で 2.4 億円、最大で 83.0 億円となっている。ファンドへの中小機構出資比率の平均は 41.3%であり、残りを民間からの出資によりファンドが組成されている。

ファンドからベンチャー企業への投資を平均値で見ると投資累計額 11.2 億円、投資先企業数 24.8 社、投資先からの株式公開企業数 1.8 社であるが、ファンド規模やファンド運営年数のばらつきが大きいいためこれらの数値のばらつきも大きい。ベンチャーファンド事業のファンド組成及び投資の状況を図表 6-10、ベンチャーファンド事業で中小機構の出資により組成されたファンドの基本統計量を図表 6-11 に示す。

図表 6-10 ベンチャーファンド事業のファンド組成・投資の状況

ファンド数	85
ファンド総額 (億円)	1,440.1
うち中小機構出資額 (億円)	569.7
中小機構出資比率 (%)	41.3
投資累計額 (億円)	952.5
投資先延べ企業数 (社)	2,105
投資先実企業数 (重複を除く)	1,454
株式公開延べ企業数 (社)	154
株式公開企業数 (重複を除く)	98

出典：中小機構のデータをもとに筆者作成

図表 6-11 ベンチャーファンド事業で組成されたベンチャーファンドの基本統計量

	平均値	標準偏差	中央値	最小値	最大値
ファンド規模 (億円)	16.9	13.6	11.5	2.4	83.0
機構出資比率 (%)	41.3	10.1	45.0	12.0	51.8
投資累計額 (億円)	11.2	9.5	8.0	0.2	56.6
投資先企業数 (社)	24.8	19.3	18.0	1.0	112.0
公開企業数 (社)	1.8	2.7	1.0	0.0	15.0

出典：中小機構のデータをもとに筆者作成

年度ごとの組成状況は図表 6-3、図表 6-4 で示したとおりである。1998 年度からファンドの組成が始まり、組成件数、組成金額は 2004 年度まで増加している。途中 IT バブルの崩壊等の影響はあるものの、VC 業界のファンド組成の状況とベンチャーファンド投資のエグジットとなる新興市場の状況に応じて、中小機構出資ファンドの組成件数は増加する。2004 年度以降は、新興市場での新規公開数の減少などファンドの収益環境が悪化し、投資家からファンドへの出資が減少するなど、VC 業界全体でファンド組成が縮小する中、中小機構出資ファンドの組成件数も減少している。特に 2006 年度の一連のベンチャー企業の不祥事は、ベンチャー企業への社会的信用を失墜させるとともに、新興市場の株価の下落や新規株式公開の減少をもたらした。その結果、ベンチャーファンド事業にも深刻な影響を及ぼしている。2008 年度においては、厳しい業界状況とあわせて、国における独立行政法人の見直しの動きを受けて新規ファンドの組成はゼロとなる。しかし、2009 年度には、新興市場の低迷や民間出資者のベンチャー離れなど厳しい環境が継続する中で中小機構出資ファンドの組成再開がなされている。

## （２）中小機構出資ベンチャーファンドの組成の特徴

ベンチャーファンド事業におけるファンドの組成は 1998 年度から始まり業界の状況を反映して件数、金額の変化が起こっているが、組成されるファンドの特徴もそれぞれの時代の経済、政治、政策の状況を反映したものとなっている。事業創設当初は、ファンドがアーリーステージ企業に投資することのみを条件として制度運営がなされていた。ベンチャーファンド事業の目的はアーリーステージ企業の支援であり、ファンドの投資先の 70% 以上がこのような企業に投資されるという制度要件に則ってファンド組成がなされている。しかし、2001 年以降に中小機構における事業の運営に変化が訪れる。その時々政治、政策目的の重視による政策ファンドの組成である。

2001 年には、経済産業省で策定した産業構造ビジョンの目玉事業として大学発のベンチャー企業を 5 年間で 1,000 社誕生させるという「大学発ベンチャー1,000 社計画」が打ち出された。特に 1990 年代から台頭を始めたバイオインダストリーの関連企業に注目が集まった。このような動きを受けて、ベンチャーファンド事業においても大学発ベンチャーを中心とした産学連携ファンドやバイオインダストリー特化型ファンド（以下「バイオフンド」という）が積極的に組成されるようになった。また、2000 年代の初めから、地域経済の疲弊が社会問題となり、「中央」と「地方」の格差是正の必要性が政治的に強調さ

れ、政策的にも地域振興が重要課題としてクローズアップされるようになった。これを受けて、地域に拠点を置く中小企業の育成による地域振興を目的として、出資者に地方自治体や地方企業が入る形で地域振興ファンド（以下「地域ファンド」という）が組成されるようになった。

これらのファンドは、アーリーステージ企業の支援という制度本来の政策目的に他の政策目的を付加し、投資先企業を大学発ベンチャーやバイオ関連業種に限定したり、投資先企業の所在地を特定の県、地域エリアに限定したりすることをファンドの運営方針や組合契約で明記し、投資先企業を限定した運営がなされている。この間、ベンチャーファンド事業の制度要件は変更されていないが、ファンド出資の募集や審査プロセスにおいて明示的、暗示的に政治的・政策的な圧力がかかる形で当初の目的に更に政策目的を上乗せするファンドの組成が続いてきたのである。具体的には、中小機構が民間へのファンド組成の呼びかけの際にこういった政策ニーズを強調したことや、審査の際の判断基準として設けられていた「政策性」の評価項目において、このような産学連携支援・バイオ産業振興や地域振興が加点項目とされていたことがあげられる。また、中小機構の監督官庁である経済産業省の担当課からも地域ファンドに関しては組成を促進するようとの要請が出されていた。これらの政策目的を上乗せしたファンドについては、中小機構「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」において収益性の面で問題があると指摘されている<sup>75</sup>。

中小機構出資ベンチャーファンドを、当初のアーリーステージ支援のみで投資するファンド（以下「一般ファンド」という）、政策的目的を上乗せした産学連携・バイオファンド（投資先の特徴が重複する部分があるのでここでは1つの類型とする）、地域ファンドで区分してみると図表 6-12 となり、年度ごとの組成状況は図表 6-13 となる。

---

<sup>75</sup> 中小機構「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」でこの点について次のように指摘している。

「地域密着、産学連携などの政策性を更に加えて投資先を限定しているファンドについては、収益が低めの状況となっている。これは、政策性の高い分野に投資先を絞り込むファンドについては、収益減というトレードオフが生じやすいことを示している。民間ベンチャーキャピタルが収益性の問題で単独で入り込めない領域での政策効果とリターンのバランスを十分に検討してゆく必要がある。」

図表 6-12 中小機構出資ベンチャーファンドの類型

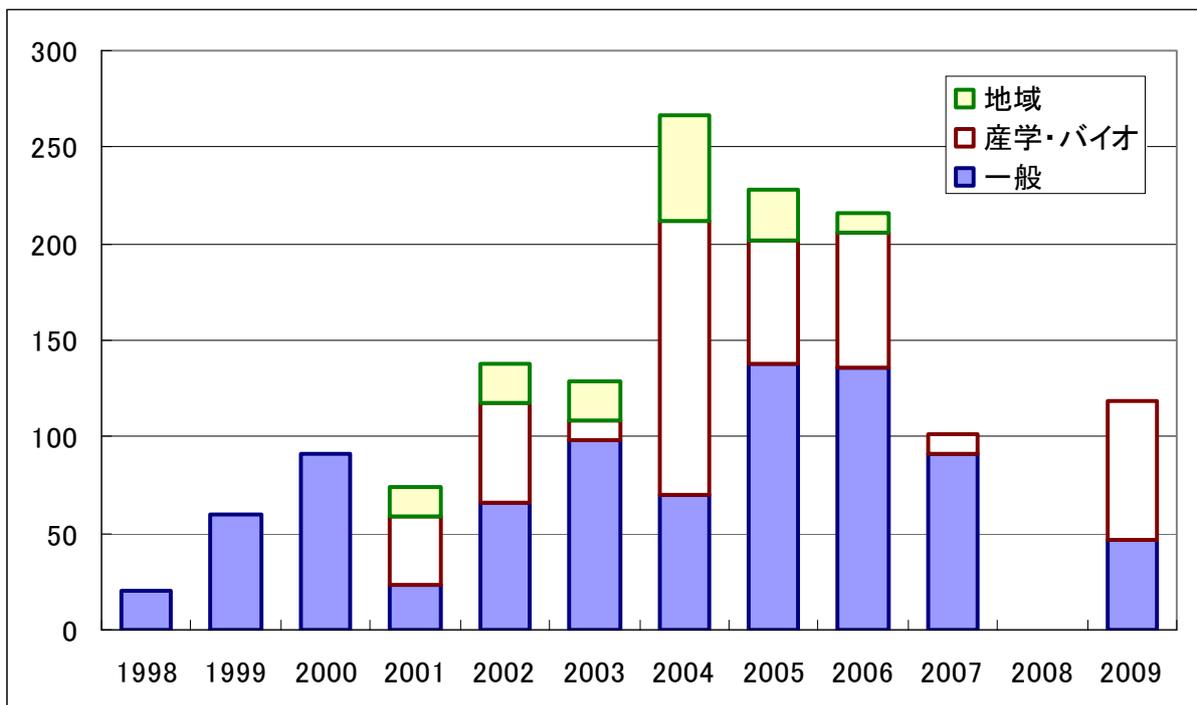
(単位：件、億円)

	ファンド数	(比率)	ファンド総額	(比率)	ファンド額 平均値	ファンド額 中央値
一般	48	56.5%	840.4	58.3%	17.5	19
産学連携・ バイオ	20	23.5%	455.5	31.6%	22.8	20
地域	17	20.0%	146.03	10.1%	8.6	8

出典：中小機構のデータをもとに筆者作成

図表 6-13 組成年別のファンド類型（金額ベース）

(単位：億円)



出典：中小機構のデータをもとに筆者作成

### 3. 中小機構出資ベンチャーファンド投資先の概要

ベンチャーファンド事業における 2010 年 3 月末時点での企業への投資状況は、投資総額 952.5 億円、投資先企業数 2,105 社である（複数ファンドの投資による重複を除くと 1,454 社）。投資先の業種別の状況は図表 6-14 のとおりである（業種別データは 2009 年 8 月時点）。件数では、サービス、バイオテクノロジー、コンピュータ、消費者関連、半導体・電子、インターネット、製造業の順になっている。金額ベースでは、バイオテクノロジー、サービス、コンピュータ、半導体、インターネット、消費者関連、製造業となっている。投資先企業のうち、98 社が新規株式公開をしている。

図表 6-14 業種別の投資状況 (2009 年 8 月末現在 単位：件、千円)

分類名	社数		投資累計額	
通信	33	1.6%	1,341,800	1.5%
インターネット関連	144	7.0%	6,974,510	7.6%
コンピュータ関連	237	11.5%	9,698,035	10.5%
半導体／その他電子製品	155	7.5%	7,127,745	7.7%
バイオテクノロジー	459	22.2%	23,958,233	26.0%
医療／ヘルスケア	78	3.8%	2,959,984	3.2%
農業／林業／漁業	4	0.2%	145,740	0.2%
産業／エネルギー関連	81	3.9%	4,265,190	4.6%
輸送	2	0.1%	40,900	0.0%
建設	10	0.5%	314,400	0.3%
製造	122	5.9%	5,688,311	6.2%
ビジネス・サービス	501	24.3%	20,449,209	22.2%
金融／保険／不動産	35	1.7%	1,550,845	1.7%
消費者関連	182	8.8%	6,688,973	7.3%
その他	20	1.0%	778,810	0.8%
合計	2,063	100.0%	91,982,685	100.0%

出典：中小機構のデータをもとに筆者作成

#### 4. ベンチャーファンド事業の資金の流れ（インプットとの比較）

政策的なインプットとアウトプットの状況を比較するために、中小機構の「投資先企業データベース」をもとに資金の流れと投資先企業の資本金の増加を見る。投資先企業データベースは、ベンチャーファンド事業の管理のために中小機構において作成・運営されているデータベースである。ベンチャーファンド事業では、中小機構出資先のファンドを運営するVCに対して、ファンド自体の半期毎の決算報告・業務執行状況報告を義務付けているが、これとあわせて、投資先企業の概要、投資額、1年ごとの売上、雇用その他の経営状況についての報告を求めている。この投資先企業の様々な情報をデータベースとしたものが投資先企業データベースである。分析するデータは2007年度に中小機構において、「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」を作成した際のもので、中小機構の了解を得て使用する。データベースには、1999年3月から2007年3月までに組成された中小機構出資ファンドの情報と投資先ベンチャー企業の情報が収録されており、集計時点は2007年8月である。対象となるファンドは74ファンド（金額ベースで全体の83%をカバー）、投資先企業データは1,086社である（資本金や売上高のデータが欠落しているものと資本金100億円以上の2社をサンプルから除外）。

事業に対するインプットである公的資金がどのくらいの民間資金を呼び寄せファンドの規模を拡大するのか、ファンドからはどのくらいの資金が投資され、投資先企業の資本金がどのくらい増加するのか、その際にどのくらいの民間の資金を「呼び水」として誘導できているのかを確認する。

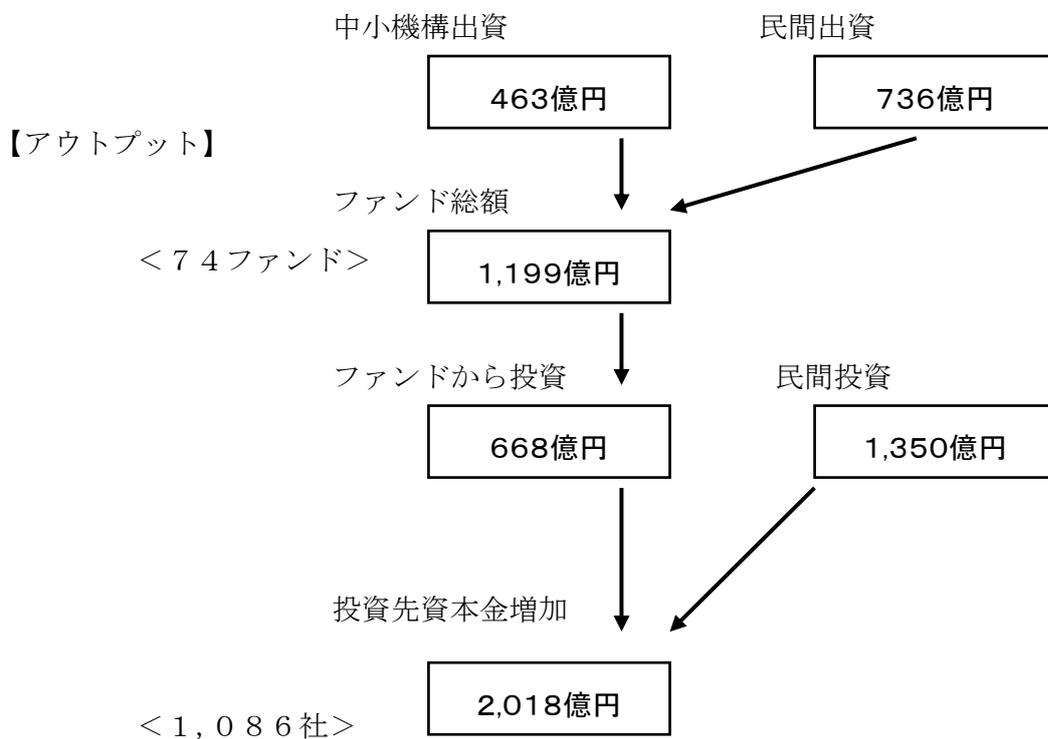
2007年8月時点の資金の流れの状況を図表6-15に示す。ここでは、インプットとしての中小機構からの出資463億円にファンドの組成段階で民間出資者の出資736億円が合流し、ファンド総額1,199億円となっている。アーリーステージのベンチャー企業に投資するファンドはリスクの高い分野なので本来資金が集まりにくいのが、公的機関の出資によりその1.6倍の民間資金がファンドに誘導されていると考えられる。ファンドからベンチャー企業に対しては、668億円の資金が投資され、その2.0倍の民間資金の追加投資1,350億円等により投資先企業全体で2,018億円の資本金の増加がもたらされている。これはファンドからの投資にあわせて、投資先企業に他の民間VC等から独自の投資がなされていることによる。

ファンドの多くはまだ運営の中間段階であるにも関わらず、資金の流れの観点からは当初インプットとして出資された公的資金の4.4倍の規模でアウトプットとしてのベンチャー企

業の資本金の増大がなされていることになる。民間資金の中には、本来は他の目的に使われるものが中小機構の出資をきっかけに出資されたと考えられるものもあり、一定の規模の「呼び水効果」の存在が推測できる。

図表 6-15 中小機構出資ファンドの資金の流れ

【インプット】





## 第七章 アウトカム分析①：

### 投資先企業の成長

本章においては、ベンチャーファンド事業における、中小機構出資ベンチャーファンドの投資先企業の成長（売上高と従業員数）などのアウトカムを見る。分析にあたっては、中小機構の投資先企業データベース等を使い、一般企業との比較では法人企業統計や帝国データバンクのデータベースを使う。重回帰分析やマッチング分析の手法を用いつつ、ファンドからの資金の投資が投資先企業にどのような効果をもたらしているのかを定量的に明らかにする。

## 1. 投資先企業データベースの概要と分析方針

本章では、ベンチャーファンド事業のアウトプットとアウトカムを分析するために、前章で取り上げた中小機構の「投資先企業データベース」を使って分析を実施する。投資先企業データベースは前述のとおり、ベンチャーファンド事業の管理のために作成・運営されているデータベースで、各ファンドから報告される投資先企業の概要、投資額、1年ごとの売上高、従業員数その他の経営状況等の情報をデータベースとしたものである。投資先企業について創業年、業種、投資前の資本金、売上高、従業員数、投資後各決算期の資本金、売上高、従業員数、中小機構出資ベンチャーファンドからの投資累積額等が記載されている。

ここでは、前章と同様に2007年度に「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」を中小機構が取りまとめた際に検討の基礎資料となったデータセットを中小機構ファンド事業部の了解を得て使用する。データは1999年3月から2007年3月までに組成された74ファンドの投資先の決算データで、投資先企業のデータは2007年8月時点での直近決算資料に基づいたものである。中小機構においては、ファンドの決算書データについては報告を必須とし、厳密な確認を行っているが、投資先企業データについては数が多いために十分な確認ができていないところもある。投資前の企業の各指標や投資後の従業員数などの記載漏れも多い。また、投資先企業の中には大企業に近い企業も含まれている。このため本研究では次の三段階の基準でデータを絞り込み、分析を実施する。

第一に各企業の投資前と投資後直近決算期の資本金、売上高データが取れるもので、投資前資本金が100億円以上の2社を除外した1086社のデータセットを準備した。これは、現状のベンチャーファンドからの投資先企業数の約半分にあたるものであり、このデータセットで、投資先企業の資本金、売上高の変化を見る。第二に上記の1086社のデータの中で、投資前と投資後直近の資本金、売上高、従業員数、業種、所在地、投資累計額、VCの種類のデータがすべて揃うもので、かつ、各データが0でない（よって創業時に投資されたものは除外される）447社のデータセットを準備し、生産関数の重回帰分析によりファンド投資が投資先企業の生産性に影響を与える要因を分析する。第三に上記の447社のデータの中で、2003年度と2006年度のデータが揃う161社のデータセットを準備し、帝国データバンクの企業データベースCOSMOS2の同期間のデータの中から操業年数、業種、従業員規模の近い企業グループ（マッチド企業グループ）を設定した上で、ファンド投資先企業と一般企業の売上高と従業員数の変化の比較を実施する。

## 2. 投資先企業の資本金・売上高・従業員数の変化

データベース投資先企業 1,086 社の投資前と投資後の資本金、売上高、従業員数の変化を図表 7-1 に示す。企業の状況を平均値で見ると資本金が 1.33 億円から 3.05 億円と 2.30 倍、売上高が 6.74 億円から 11.15 億円と 1.65 倍、従業員数が 23.7 人から 41.3 人と 1.74 倍に増加している。中央値で見ると資本金が 0.65 億円から 1.78 億円、売上高が 1.29 億円から 2.11 億円、従業員数が 8 人から 14 人に増加している。

図表 7-1 投資先企業の資本金・売上高・従業員数の変化

資本金(千円)				
	投資前	投資後	増減	倍率
平均値	132,853	305,336	172,483	2.30
標準偏差	221,899	425,923	394,840	
中央値	65,126	178,100	75,836	2.73
最小値	0	185	-2,490,000	
最大値	2,800,000	5,065,125	4,170,125	

売上高(千円)				
	投資前	投資後	増減	
平均値	674,279	1,115,070	440,791	1.65
標準偏差	1,970,153	3,742,168	2,581,822	
中央値	128,578	210,614	35,899	1.64
最小値	0	0	-5,296,070	
最大値	20,066,000	48,981,000	55,779,000	

従業員(人)				
	投資前	投資後	増減	
平均値	23.7	41.3	17.6	1.74
標準偏差	57.1	105.0	79.2	
中央値	8	14	2	1.75
最小値	1	1	-252	
最大値	700	1,750	1,370	

(注) 経過年数の平均値は 3.5 年、中央値は 3.2 年 N=1,086

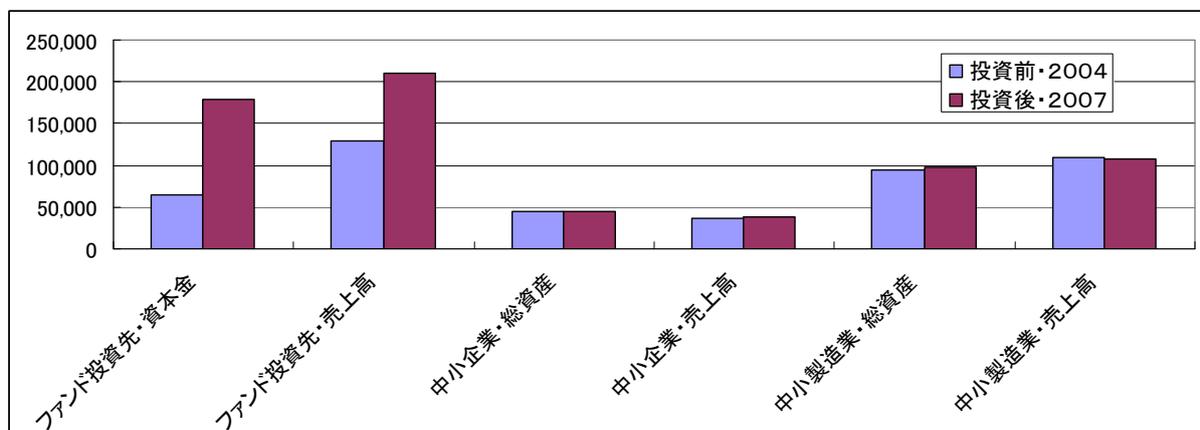
なお、鹿野（2006）<sup>76</sup>の考え方に従いつつ、中央値での一般の中小企業の動向（同時期の財務省「法人企業統計年報」のデータ）と比較すると図表 7-2、図表 7-3 となる。同統計年報は同一の企業群を毎年度比較しているものではないため、厳密な比較はできないが、一般的な中小企業と比較してファンドの投資先の資本金、売上高の増加は大きい。

図表 7-2 投資先企業と法人企業統計掲載企業の中央値との比較

	資本金・総資産(千円)		売上高(千円)	
	投資前	投資後	投資前	投資後
ファンド投資先	65,126	178,100	128,578	210,614
	2004年	2007年	2004年	2007年
法人企業統計 中小企業	44,000	43,900	36,900	37,600
法人企業統計 中小製造業	95,150	97,600	108,600	107,600

投資先：N=1,086

図表 7-3 投資先企業と法人企業統計掲載企業の中央値との比較グラフ



出典：財務省「法人企業統計年報」のデータを再編加工し筆者作成

<sup>76</sup> 鹿野（2006）では、中小企業金融の実態を見るために中小企業の信用保証データを管理する CRD 協会の中小企業信用リスクデータベースをもとに、日本の中小企業の財務状況を示している。従前の分析や政策検討では資本金、従業員数、売上高などの平均値を用いることが多かったのに対して、ここでは中央値を用いた分析をしている。

鹿野嘉昭（2006）「CRD データベースからみた日本の中小企業金融の姿」同志社大学経済学部 *Working Paper*, No.27.

### 3. ファンドの投資先企業の生産性に影響を与える要因の計測

#### (1) データセットと分析の枠組み

前項では投資先企業の資本金、売上高の変化を概観したが、ここではファンド投資先企業をさらに詳細に分析するガイドラインとするために個々のファンド投資先企業の生産性に影響を与える要因について重回帰分析によって分析する。このため、既述の1,086社のデータの中で、投資前と投資後直近の資本金、売上高、従業員数、投資の時期と経過年数、ファンドからの投資累計額、企業所在地、業種、ファンド運営VCの特徴、の各データがすべて揃い、かつ、数値データが0でないもの（創業時に投資されたものは経過年数が0になるので除外）に絞り込んで、447社のデータセットを準備した。データセットの基本統計量は図表7-4のとおりである。この基本統計量でも平均値や中央値で各指標上の効果が確認できる（中央値で資本金2.5倍、売上高1.7倍、従業員数1.3倍）。

図表 7-4 投資先企業データセットの447社の基本統計量

	資本金(千円)		売上高(千円)		従業員数(人)	
	投資前	投資後	投資前	投資後	投資前	投資後
平均値	147,586	292,635	728,512	1,279,175	36.2	47.4
標準偏差	242,684	390,446	1,981,511	3,653,443	71.1	89.9
変動係数	1.64	1.33	2.72	2.86	2.0	1.9
中央値	70,000	173,352	178,065	298,000	15	20
最小値	3,000	185	50	72	1	1
最大値	2,800,000	3,346,000	20,066,000	48,981,000	700	729

	創業から投資 までの年数	投資後の経過 年数	投資累計額 (千円)	ダミー変数1の比率	
平均値	6.6	3.3	52,124	東京・神奈川	61.5%
標準偏差	7.23	2.06	53,268	IT	24.2%
変動係数	1.10	0.63	1.02	バイオ	13.0%
中央値	4.3	2.7	35,000	サービス	42.5%
最小値	0.0	0.4	3,000		
最大値	63.7	8.2	426,100		

分析に当たっては投資先企業の売上高を中心となる指標とする。企業の売上高の増加は企業活動により生じる価値の増大を示すものであり、雇用の創出の基となる。先行研究においても売上高を評価指標としているものが多く、これにならうこととする。

分析の枠組みとしては、売上高、資本金、従業員数、および生産性からなる生産関数を考える。生産性には、創業から投資までの年数、投資後経過年数、ファンドからの投資累計額、投資先の所在地、投資先の業種、ファンドの運営VCの特徴が影響を与えると想定し、それら諸変数の効果を見ることとする。各説明変数の考え方は以下のとおりである。

- ① 資本金： 企業の物的資産を示す指標で、ファンドからの投資によって直接的に増加する。資本金による経営資源の獲得を通じて売上高の向上に貢献すると考えられる。
- ② 従業員数： 企業の人的資産を示す指標。業種や成長段階において従業員数の増減の率は異なるが売上高の向上に貢献すると考えられる。
- ③ 投資後経過年数： ファンドからの投資実行後、2007年8月時点までの経過年数。年数が経過するとともにファンドから投資された資金が経営資源獲得に使われて活用され、VCからの経営面での支援が提供され、売上高の向上に貢献すると考えられる。
- ④ 創業後経過年数： 投資先企業が創業してからファンドによる初回投資が実行されるまでの年数。一定の経過期間があったほうが企業経営が安定していると考えられる。
- ⑤ 投資累計額： ファンドからの初回投資金額と投資後にフォローアップ投資として追加投資がなされた金額の合計。通常の投資においてはVCが投資先企業の業績目標を設定し、達成状況に合わせて追加投資がなされるマイルストーン投資が実行されるため、投資累計額の増加は売上高の向上に貢献すると考えられる。
- ⑥ ITダミー（投資先の業種がIT関連＝1、その他＝0）： 投資先の業種がIT関連業種であるかどうかのダミー。ここでは、ベンチャーエンタープライズセンター（VEC）の「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」の分類にならい、通信、コンピュータ関連、インターネット関連、半導体・その他電子製品をIT関連業種とする。
- ⑦ バイオダミー（投資先の業種がバイオ関連＝1、その他＝0）： 投資先の業種がバイオ関連業種であるかどうかのダミー。VEC分類のバイオテクノロジー、医療・ヘルスケアをバイオ関連業種とする。
- ⑧ サービス業ダミー（投資先の業種がサービス業関連＝1、その他＝0）： 投資先の業種がサービス業関連業種であるかどうかのダミー。VEC分類のビジネス・サービス、消費者関連、金融・保険・不動産をサービス関連業種とする。

なお、製造業（V E C分類の製造業、エネルギー関連等）はベンチマークとする。

- ⑨ 東京・神奈川ダミー（投資先の所在地が東京又は神奈川＝1、その他＝0）：投資先企業の所在地が東京か神奈川の大都市圏域に属するかどうかのダミー。投資先企業データベースの公開企業82社中、49社（59.8%）が東京か神奈川に所在地を置いている。また、一般にベンチャー企業の生産性の向上に貢献すると考えられる資金調達先（VC、銀行等）、専門家（弁護士・会計士等）は大都市圏に偏在している。このため、企業の所在が東京・神奈川の方が売上高が向上すると考えられる。
- ⑩ 独立系VCダミー（VCが大企業の系列でない独立系＝1、その他＝0）：投資先企業に対して投資をしたファンドの運営VCが銀行、証券会社、保険会社などの大手企業の子会社でない独立系かどうかのダミー。

また、各変数の相関係数は図表7-5のとおりである。ここでは売上高と従業員数、従業員数と資本金に相関関係が見られる。

図表7-5 変数の単相関係数（r）

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 直近売上高	1									
2 直近資本金	0.313	1								
3 直近従業員数	0.487	0.161	1							
4 投資後経過年数	0.121	0.164	0.068	1						
5 創業後経過年数	0.157	0.096	0.213	-0.06	1					
6 IT	-0.08	0.036	-0.1	0.102	-0.06	1				
7 バイオ	-0.07	0.051	-0.06	0.024	-0.07	-0.22	1			
8 サービス	0.125	-0.07	0.127	-0.22	0.028	-0.49	-0.33	1		
9 東京・神奈川	-0.04	0.081	-0.11	-0.05	-0.11	0.113	-0.09	0.075	1	
10 独立系VC	0.015	-0.04	0.02	-0.05	0.046	-0.07	0.113	0.016	0.042	1

## (2) 計測モデル

ファンドの投資先企業の生産性に影響を与える要因の計測モデルとしては、生産関数

$$Y = AK^{\alpha}N^{\beta}$$

を前提とする。ここでは  $Y$  は付加価値額（売上高）、 $K$  は資本ストック（資本金）、 $N$  は労働力（従業員数）で、 $A$  が生産性を表す項であり、一般に全要素生産性(Total Factor Productivity: TFP)と呼ばれている。さらに  $A$  に関しては次式のように定式化する。

$$\text{売上高} = A * \text{資本金}^{a1} * \text{従業員}^{a2}$$

$$A = \exp \{ a0 + a3 * (\text{投資経過年数}) + a4 * (\text{創業後経過年数}) + a5 * (\text{投資累計額} / \text{直近資本金}) + a6 * (\text{東京・神奈川ダミー}) + a7 * (\text{ITダミー}) + a8 * (\text{バイオダミー}) + a9 * (\text{サービス業ダミー}) + a10 * (\text{独立系VCダミー}) \}$$

この両辺の自然対数をとることによって、

$$\begin{aligned} \ln(\text{投資後売上高}) = & a0 + a1 * \ln(\text{直近資本金}) + a2 * \ln(\text{直近従業員}) \\ & + a3 * (\text{投資後経過年数}) + a4 * (\text{創業後経過年数}) \\ & + a5 * (\text{投資累計額} / \text{直近資本金}) + a6 * (\text{東京・神奈川ダミー}) \\ & + a7 * (\text{ITダミー}) + a8 * (\text{バイオダミー}) + a9 * (\text{サービス業ダミー}) \\ & + a10 * (\text{独立系VCダミー}) \end{aligned}$$

となり、この式を推計する。

### (3) 分析結果

計測モデルの重回帰分析の結果を図表 7-6 に示す。

図表 7-6 投資先企業の生産関数に関する計測結果

	係数	標準 誤差	t 値	p 値	
a1 ln(直近資本金)	0.154	0.063	2.450	0.015	*
a2 ln(直近従業員)	0.939	0.061	15.415	0.000	*
a3 投資累積額/直近資本金	0.007	0.009	0.733	0.464	
a4 投資後経過年数	0.153	0.034	4.495	0.000	*
a5 創業後経過年数	0.028	0.010	2.903	0.004	*
a6 東京・神奈川 (ダミー)	0.031	0.139	0.220	0.826	
a7 IT (ダミー)	0.052	0.199	0.262	0.793	
a8 バイオ (ダミー)	-0.768	0.235	-3.273	0.001	*
a9 サービス (ダミー)	0.482	0.184	2.613	0.009	*
a10 独立系 VC (ダミー)	-0.052	0.132	-0.395	0.693	
a0 切片	12.849	1.109	11.584	0.000	

重相関 R : 0.726 重決定 R<sup>2</sup> : 0.527 補正 R<sup>2</sup> : 0.516 標準誤差 : 1.374

\*は5%有意

N=447

まず、 $a1 + a2 \approx 1$  (資本ストックと労働力の係数の和がほぼ1となる) であるため、この生産関数はコブダグラス型生産関数と見做して構わないであろう。ただし、通常のコブダグラス型生産関数の観測結果では、 $\beta$  の値は 0.6 から 0.7 程度であるが、ここでは  $\beta$  に相当する  $a2$  の推計値は 0.9 以上となっており大きく異なっている。この点についてはより詳細な分析が必要と考えられるが、ベンチャー企業の特徴である可能性もある。

投資先企業の生産性の変化に影響を与える要因をそれぞれの係数に従って見ていくと、投資後経過年数は有意にプラスであり ( $t=4.495$   $p=0.000$ )、投資後に生産性が高まり付加価値(売上高)が増大していることがわかる。また、中小機構出資ファンドからの投資の貢献度としての投資累積額/直近資本金についても有意性は高くはないものの係数はプラスであり、投資金額が大きいほど付加価値の増大に貢献している可能性がある。以上から中小機構出資ファンドの投資は投資先企業の生産性増大に貢献していると推測できる。

創業後経過年数（創業から投資までの年数）についても、係数は有意にプラスであり（ $t=2.903$   $p=0.004$ ）、投資先企業が創業から投資までに生産性が増大し、投資後も増大することで安定的に技術進歩をしていることがわかる。投資先の業種については、サービス業は有意にプラス（ $t=2.613$   $p=0.009$ ）、バイオインダストリーは有意にマイナス（ $t=-3.273$   $p=0.001$ ）となっている。サービス産業は売上を伸ばしやすい一方で、バイオ関連業種は成長に時間を要するか又は成長させることが難しい業種ではないかと考えられる。投資先が東京・神奈川であるかについては、有意ではないが係数がプラスとなっており、地方圏よりも大都市圏の方が投資先企業の生産性が向上しやすくなっている可能性がある。また、ファンドを運営するVCが独立系かどうかについては有意ではないが係数がマイナスとなっており、独立系VCが企業の投資先の成長支援の面では苦勞している可能性がある。計測モデルの決定係数（補正  $R^2$ ）は、0.51 でありモデルの説明力は十分であるといえる。

## 4. マッチング分析によるファンド投資の効果

中小機構の出資したファンドの投資先企業と一般企業とではパフォーマンスが異なるのか。ファンド投資先企業と創業年、規模、業種の類似したマッチド企業との比較をする。

### (1) データセットと分析の枠組み

この分析においては、中小機構のファンド投資先企業データベースと帝国データバンクの企業概要データベースCOSMOS2<sup>77</sup>のデータを使い、それぞれの企業群の2003年から2006年にかけての売上高と従業員数の変化を比較する(データは各企業の各年度内の決算による)。比較にあたってはCOSMOS2のデータから創業年、業種、2003年時点の売上高・従業員数の近い企業を選定しマッチド企業(コントロールグループ)を設定した。

中小機構のファンド投資先企業データベースについては1995年以降の創業、業種の限定なし(IT、バイオ、サービス、製造業等)で2003年から2006年の決算データのある企業161社を設定した<sup>78</sup>。COSMOS2については、

- 1995年以降の創業、
  - 中小機構出資ファンド投資先と同じ業種(IT、バイオ、サービス、製造業等)、
  - 各業種における売上高が中小機構投資先データの最大値の近似値以内のもの
- という条件で233社を設定した。図表7-7にデータセットの基本統計量を示す。

なお、中小機構のファンド投資先企業の中で規模の小さいものについては、COSMOS2のデータの中に売上高・従業員数の規模がマッチするものが存在しない。このため、売上高・従業員数はマッチド企業がやや大きい。また、創業年についてはベンチャーファンド事業で投資先の7割を創業7年以内の企業が占めることが条件となっているため、マッチド企業の設定条件を1999年以降にすることも考えられるが、データサンプルの数を確保するため1995年以降としている。このため創業年はマッチド企業がやや小さい。ファンド投資先企業とマッチド企業の規模の乖離については、現状で活用できるデータの制約を考慮するとやむを得ないと考える。また、マッチド企業については、定義上、ベンチャー企業でなく中堅・中小企業に位置づけられるものが多数あることも留意事項である。

<sup>77</sup> 全国135万社の企業概要情報を収録している。全業種をカバーしデータは毎年更新される。

<sup>78</sup> ベンチャーファンド事業では新しいファンドが多いことから3期以上の決算データが取れる企業が少ない。また、投資先データベースの中でデータの欠落も多く、必要なデータの確保できる161社を分析対象とした。

図表 7-7 マッチング分析のデータセット

A. 中小機構出資ファンド投資先企業

	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
創業年	1999	2000	2.06	1995	2003
2003 売上高 (百万円)	515	164	1,082	0	7,666
2003 従業員数 (人)	25	13	49	1	520

N=161

B. マッチド企業

	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
創業年	1997	1997	2.08	1995	2002
2003 売上高 (百万円)	737	490	977	10	7,980
2003 従業員数 (人)	81	55	70	9	530

N=233

(2) 分析結果

中小機構のファンド投資先企業と一般企業として設定したマッチド企業の 2003 年から 2006 年にかけての売上高と従業員数の変化を図表 7-8 に示す。

図表 7-8 ファンド投資先企業とマッチド企業の売上高・従業員数の変化

	投資先売上高 (百万円)		マッチド企業売上高 (百万円)	
	2003 年	2006 年	2003 年	2006 年
平均値	515.3	919.9	736.8	948.3
標準偏差	1,081.6	1,718.8	976.9	1,220.7
中央値	164.4	285.4	490.0	629.0
サンプル数	161	161	233	233

	投資先従業員数 (人)		マッチド企業従業員数 (人)	
	2003 年	2006 年	2003 年	2006 年
平均値	24.9	38.3	81.1	84.4
標準偏差	48.9	68.4	70.4	97.2
中央値	13	20	55	60
サンプル数	161	161	233	233

ファンド投資先企業と一般企業の比較分析にあたっては、それぞれの増加額、増加率の平均値と中央値を比較した。平均値の比較には t 検定、中央値の比較にはメディアン検定を使用し、統計的な有意性の検証を行った。結果を図表 7-9 に示す。

図表 7-9 中小機構出資ファンド投資先企業とマッチド企業との比較

A. 売上高の変化

売上高の増加額（百万円）

	ファンド投資先	マッチド企業	t 値 (Z 値)	p 値
平均値	404.6	211.6	2.00	0.046 *
標準偏差	1,053.5	735.8		
中央値	60.0	59.0	1.39	0.164
サンプル数	161	233		

売上高の増加率（倍）

	ファンド投資先	マッチド企業	t 値 (Z 値)	p 値
平均値	6.27	1.72	2.20	0.029 *
標準偏差	26.18	2.46		
中央値	1.67	1.13	4.53	0.000 *
サンプル数	159	233		

B. 従業員数の変化

従業員の増加人数（人）

	ファンド投資先	マッチド企業	t 値 (Z 値)	p 値
平均値	13.3	3.3	1.62	0.106
標準偏差	53.2	69.4		
中央値	5.0	1.0	1.92	0.055
サンプル数	161	233		

従業員数の増加率（倍）

	ファンド投資先	マッチド企業	t 値 (Z 値)	p 値
平均値	2.27	1.09	2.09	0.037 *
標準偏差	2.61	0.52		
中央値	1.45	1.02	2.38	0.017 *
サンプル数	161	233		

平均値の検定は t 値、中央値の検定は z 値を表示 \* は 5% 有意

ファンド投資先企業の売上高の増加額の平均値は 404.6 百万円 (6.27 倍) であるのに対して、マッチド企業の増加額の平均は 211.6 百万円 (1.72 倍) であった。従業員数については、ファンド投資先企業の増加人数の平均が 13.3 人 (2.27 倍) であるのに対して、マッチド企業の増加人数の平均は 3.3 人 (1.09 倍) であった。中央値で見るとファンド投資先企業の売上高の増加額は 60 百万円 (1.67 倍) であるのに対して、マッチド企業の増加額は 59 百万円 (1.13 倍) であった。従業員数については、ファンド投資先企業の増加人数の中央値が 5 人 (1.45 倍) であるのに対して、マッチド企業の増加人数は 1 人 (1.02 倍) であった。売上高と従業員数の増加率については平均値、中央値ともに有意な差となっており、売上高の増加額は平均値で有意な差となっている。このように、売上高、従業員ともにファンド投資先企業の成長がマッチド企業よりも大きいことが分かった。

業種ごとのパフォーマンスの比較を図表 7-10 と図表 7-11 に示す。業種ごと比較においては、V E C分類を使い、製造業、バイオインダストリー、IT 関連、サービス業をみた。

図表 7-10 ファンド投資先企業とマッチド企業との比較（業種別売上高）

	ファンド 投資先	マッチド 企業	t 値 (Z 値)	p 値	
製造業（増加額：百万円） サンプル数 43:49					
平均値	356.7	52.1	1.69	0.095	
中央値	56.4	18.0	1.41	0.157	
製造業（増加率：%） サンプル数 43:49					
平均値	9.88	1.27	1.20	0.235	
中央値	1.71	1.05	2.45	0.014	*
バイオ（増加額：百万円） サンプル数 23:8					
平均値	296.2	1,392.8	-1.55	0.160	
中央値	11.0	445.0	3.66	0.000	*
バイオ（増加率：%） サンプル数 21:8					
平均値	8.13	1.74	1.54	0.140	
中央値	1.39	1.31	0.02	0.981	
I T（増加額：百万円） サンプル数 44:63					
平均値	189.2	280.2	-0.64	0.525	
中央値	55.4	75.0	0.63	0.528	
I T（増加率：%） サンプル数 44:63					
平均値	3.74	1.56	1.28	0.207	
中央値	1.52	1.15	1.94	0.053	
サービス（増加額：百万円） サンプル数 51:113					
平均値	679.8	158.9	2.68	0.010	
中央値	315.0	49.0	3.15	0.002	*
サービス（増加率：%） サンプル数 51:113					
平均値	4.85	2.01	2.17	0.035	*
中央値	2.11	1.14	4.06	0.000	*

\*は5%有意

図表 7-11 ファンド投資先企業とマッチド企業との比較（業種別従業員数）

	ファンド 投資先	マッチド 企業	t 値 (Z 値)	p 値	
製造業（増加人数：人）	サンプル数 43:49				
平均値	18.0	-2.6	1.45	0.150	
中央値	2.0	0.0	1.30	0.195	
製造業（増加率：%）	サンプル数 43:49				
平均値	1.80	0.99	3.77	0.000	*
中央値	1.18	1.00	2.61	0.009	*
バイオ（増加人数：人）	サンプル数 23:8				
平均値	17.8	12.3	0.78	0.440	
中央値	10.0	9.0	0.29	0.774	
バイオ（増加率：%）	サンプル数 23:8				
平均値	4.34	1.12	3.29	0.003	*
中央値	1.97	1.12	2.78	0.005	*
I T（増加人数：人）	サンプル数 44:63				
平均値	3.1	6.2	-0.90	0.370	
中央値	2.0	5.0	0.94	0.348	
I T（増加率：%）	サンプル数 44:63				
平均値	1.84	1.11	2.21	0.032	*
中央値	1.12	1.13	0.66	0.507	
サービス（増加人数：人）	サンプル数 51:113				
平均値	16.2	3.6	1.05	0.294	
中央値	13.0	0.0	1.88	0.061	
サービス（増加率：%）	サンプル数 51:113				
平均値	2.09	1.13	3.25	0.002	*
中央値	1.55	1.00	3.49	0.000	*

\*は5%有意

## 5. 投資先企業データベースからみたアウトカム

本章においては中小機構の投資先企業データベースにより、ベンチャーファンド事業のアウトカムを分析した。投資先企業データベースの収録企業 1,086 社の資本金と売上高について投資前と投資後直近（経過年数の平均値は 3.5 年、中央値は 3.2 年）の中央値を比較すると、資本金で 2.7 倍、売上高で 1.7 倍の増加となっており、投資先企業グループの成長が確認できる（同時期の法人企業統計調査の中小企業の資本金・売上高の中央値はほとんど変化がない）。

投資先企業の成長の分析を更に深めるため、投資先企業データベースの中で詳細なデータが揃う 447 社のデータの生産関数による重回帰分析を実施した。その結果、中小機構出資ファンドからの投資の生産性向上への貢献が確認できた。ファンド投資先企業の生産関数はコブダグラス型生産関数であり、投資後経過年数と売上高の増加が有意に関係している。これにより投資後に生産性が向上して売上高が増大していることが推測できる。また、中小機構出資ファンドからの投資の貢献度としての投資累積額/直近資本金についても係数はプラスであり、投資金額が大きいほど売上高の増大に貢献している可能性があることが確認できた。また投資先企業の業種と売上高の増大との関係ではサービス業が有意にプラス、バイオインダストリーが有意にマイナスであることが分かった。

さらにファンド投資先企業と一般企業の比較をするために、創業年、業種、規模の近い企業群であるマッチド企業とのマッチング分析をした。ここでは売上高と従業員数の増加額及び増加率について比較したが、それぞれの指標で中小機構出資ファンドの投資先企業の成長性が高いことが確認できた。特に売上高の増加額の平均値、従業員数の増加人数の中央値、各指標の増加率では有意性の高い結果となった。投資先企業の業種については、重回帰分析の結果と同様にサービス業が成長させやすく、バイオインダストリーは成長促進が難しい可能性があることが示された。

以上から中小機構出資ファンドの投資は、一定のアウトプットと投資先企業の成長の促進などのアウトカムの創造に一定の貢献をしていると評価できる。

なお、中小機構出資ファンドの多くが分析データベースの時点（2007 年 8 月）では、経過年数が浅く、投資の実行、投資先の育成のための期間が不十分である点や、近年の新興市場の株式公開の困難さ、新興市場自体の低迷など、マイナスの外部要因も多く働いていることについて、これらの結果を評価する際に勘案すべきと考えられる。



## 第八章 アウトカム分析②： VCに対する効果

前章では、ベンチャーファンド事業のアウトカムを投資先企業の売上高、雇用の増加などの成長性に着目して分析した。本章ではその分析を更に深めるために 2009 年 7 月に、ベンチャーファンド事業の出資ファンドと純民間ファンドに対して実施したアンケート調査により、公的支援を受けるファンドとそうでないファンドの差異を明確にし、個々のVCのファンド運営やハンズオン支援について分析する。また、ベンチャーファンド事業の効果に関するVCの意見を整理し、ファンドへの公的支援の意義を明らかにする。あわせて、幅広い観点から多様なベンチャー支援策のVCによる評価について概観する。

## 1. アンケート調査の概要

本章では、本研究にあたり独自に実施したアンケート調査による分析をとりあげる。調査は「ベンチャーファンドの公的支援に関するアンケート調査」と題するもので、2009年7月に実施したものである。調査項目は、ベンチャーファンドの現況、VCの投資への取り組み方（ファンドの運営方針、ハンズオン支援の状況）、ベンチャーファンド事業の効果（ベンチャーファンド事業を利用しない理由）、ベンチャーファイナンスに関する公的支援に対する評価と要望等である。

調査対象は、中小機構のベンチャーファンド事業の出資先のVC及び財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（VEC）の「日本ベンチャーキャピタル等要覧」の掲載VCである。あて先は各VCの代表取締役等とし、差出人は早稲田大学大学院商学研究科松田修一研究室としている。送付先数は118で、中小機構の出資先VCが68、中小機構の出資を受けていないVCが50。有効回答数は47で、中小機構の出資先VCが33、中小機構の出資を受けていないVCが14。回収率は全体で39.8%、中小機構の出資先VCが48.5%、中小機構の出資を受けていないVCが28.0%であった（図表8-1）。

図表 8-1 アンケート調査概要

□ 調査期間：	2009年7月		
□ 調査項目：	- 日本におけるベンチャーファンドの現況		
	- VCの投資への取り組み方 (ファンドの運営方針・ハンズオン支援の状況)		
	- ベンチャーファンドの公的支援の効果（又は公的支援を利用しない理由）		
	- ベンチャーファイナンスに関する公的支援に対する評価と要望		
□ 送付先：	- 2008年 日本ベンチャーキャピタル等要覧（VEC）掲載VC		
	- ベンチャーファンド事業の中小機構出資ファンドを運営するVC		
□ 送付先数	118	（中小機構出資先 68	非出資先 50）
□ 有効回答数	47	（中小機構出資先 33	非出資先 14）
□ 回収率	39.8%	（中小機構出資先 48.5%	非出資先 28.0%）

アンケートでの調査項目は、①運営するファンドの現況、②ファンドの運営方針、③ハンズオン支援の状況（ファンドのキャピタリストと投資先との関係）、④ファンドへの公的支援についての意見（中小機構出資先VCの評価、非出資先VCの事業を利用しない理由）、⑤ベンチャー企業への資金面での支援についての意見（評価と今後の施策の要望）についてである。ハンズオン支援の状況についてのアンケート項目は、中小機構の「ファンド出資事業に係るフォローアップ調査」<sup>79</sup>の調査項目に合わせた。この調査はVCと投資先企業に対するアンケートでハンズオン支援についての認識等を調べており、調査項目は、Macmillan, Kulow and Khoylian (1988)や、Gorman and Sahlman (1989)における調査項目<sup>80</sup>と、長谷川(2006)の調査項目の中の主要なものを合わせる形で決定されている（この中小機構調査は、中小機構において筆者が調査票を設計して実施）。ただし、アンケート調査項目は全部で30項目にわたるので、今回の調査では中小機構調査結果の中で重要性の低い項目を統合又は削除し、20項目に絞った形で調査した。

調査票の記入に関しては、次の様式をとった。①ファンドの現況では該当する数値の記入と収益の5段階選択法による選択（1. 極めて厳しい、3. 普通、5. かなり好調）とした。現況の判断基準はファンドの投資乗数の状況により選択することを依頼した。②ファンドの運営方針、③ハンズオン支援の状況、④ファンドへの公的支援についての意見、⑤ベンチャー企業への資金面での支援についての意見、においては各設問の記載内容に該当するかどうかについて5段階選択法による選択（1. 該当しない、3. 中立、5. 該当する）とした。

分析は、①ファンドの現況では、記載されたファンド等の数値の平均値、中央値、構成比、数値間の相関を見た。また、ファンドの収益、IPO 比率を被説明変数とし、投資ステージ、業種、ハンズオン支援、中小機構の出資等を説明変数として重回帰分析により各説明変数の貢献度を見た。②ファンドの運営方針、③ハンズオン支援の状況、⑤ベンチャー企業への資金面での支援についての意見の分析は、各設問の回答についてt検定を用いて中小機構出資ファンドの運営GPと非出資ファンドの運営GPの差異を見た。さらに、②、③についての回答と収益との相関を見た。④ファンドへの公的支援についての意見は、回答の構成比を見るとともにt検定で中小機構出資ファンドGPと非出資ファンドGPの差異を分析した。

---

<sup>79</sup> 中小企業基盤整備機構（2007）「ファンド出資事業に係るフォローアップ調査」。

<sup>80</sup> これらの研究ではVCのハンズオン支援について Help obtaining additional financing, Strategic planning, Management recruitment, Operational planning, Introduction to potential customers and suppliers, Resolve compensation issues といった項目を分析している。

## 2. ファンドの現況

### (1) 回答ファンドの概要

アンケート調査において回答のあったVCの運営するファンドの総数は82である。なお、実際の回答ファンド数は95であったが、ファンド規模が100億円を超える4ファンドと1億円以下の9ファンドはいわゆるベンチャーファンドとは性格を異にするため集計の対象から除外した（前者は金融商品としてのポートフォリオ投資の性格が強く、後者はエンジェル投資の性格が強いと考えられる）。

82ファンドのうち、中小機構出資ファンドが55、中小機構の出資を受けていないファンド（以下、「純民間ファンド」という）が27であった。ファンド規模の総額は1,705億円（中小機構出資ファンド：957億円、純民間ファンド：748億円）である。

ファンドの組成された年の範囲は1996年から2007年で、中小機構出資ファンドについては制度創設が1998年度であるため、1998年度から2007年度の範囲となっている。ファンド規模の平均値は20.8億円（中小機構出資ファンド：17.4億円、純民間ファンド：27.7億円）、中央値は15億円（中小機構出資ファンド：12.2億円、純民間ファンド：17.1億円）であり、いずれにおいても純民間ファンドの方が大きい。回答ファンドの規模の面で純民間ファンドの方が大きいという特徴は、VCが独立系や新進のVCであったり、ファンドのリスクが高く民間からの資金調達を十分にできなかつたりする場合に中小機構の出資を求める傾向にあることを反映していると考えられる。ファンドの投資先企業数の平均値は25社（中小機構出資ファンド：22社、純民間ファンド：32社）、中央値は17社（中小機構出資ファンド：18社、純民間ファンド：16社）となっている。投資先企業で株式公開(IPO)した企業数は、161社（中小機構出資ファンド：80社、純民間ファンド：81社）となっている（図表8-2）。投資先企業数は、中小機構出資ファンドと純民間ファンドで大きな差異は見受けられない。投資先のエグジット（資金回収）の代表的指標であるIPOについても、それぞれに一定のIPO企業を輩出しており、中小機構出資ファンドと純民間ファンドで差異は見受けられない。

今回の調査の回答ファンドの総額が1,705億円であるということは、VEC調査による日本で運営されているベンチャーファンドの投資残高の6,757億円(2007年3月)と比較すると、日本全体のベンチャーファンドの一定の割合をカバーしていると言える。

図表 8-2 回答ファンドの概要

項目	(単位)	全体	機構出資	純民間
ファンド数	(件)	82	55	27
ファンド総額	(百万円)	170,590	95,771	74,819
ファンド平均値	(百万円)	2,080	1,741	2,771
ファンド中央値	(百万円)	1,500	1,220	1,719
ファンド最大値	(百万円)	8,300	8,300	8,000
ファンド最小値	(百万円)	300	500	300
組成年の範囲	(西暦)	1996-2007年	1999-2007年	1996-2007年
投資先企業総数	(件)	1,949	1,161	788
投資先企業数平均値	(件)	25	22	32
投資先企業数中央値	(件)	17	18	16
投資先企業数最大値	(件)	146	83	146
投資先企業数最小値	(件)	4	4	4
IPO 企業総数	(件)	161	80	81
IPO 企業数平均値	(件)	4	4	5
IPO 企業数中央値	(件)	3	3	3
IPO 企業数最大値	(件)	28	15	28
IPO 企業数最小値	(件)	1	1	1

## (2) ファンドの各項目の相関

ファンドについての各項目の関連性を単相関係数 (r) の値を図表 8-3 に示す。「投資先企業数」と「IPO 企業数」が強い正の相関 (r=0.789)、「ファンドの規模」と「投資先企業数」がやや強い正の相関 (r=0.584) にある。「ファンドの組成年」と「投資先企業数」、「ファンドの規模」と「IPO 企業数」はやや弱い正の相関にある (それぞれ、r=0.301 と r=0.374)。これはファンド組成から年数の経過とともに投資先が増える、ファンドの規模が大きければ投資先数が多い、投資先数が多ければ IPO の企業数も多い、という通常 of ファンド実務に従った形でファンドが運営されていることを示す。この相関関係について中小機構出資ファンドと純民間ファンドを分けて分析してみても、双方に大きく異なる点は見られない。

図表 8-3 各項目の単相関係数 (r)

	機構 出資	組成年	ファンド 規模	投資先 企業数	IPO 企業数
機構出資	1				
組成年	0.145	1			
ファンド規模	-0.265	-0.059	1		
投資先企業数	-0.168	-0.301	* 0.584	** 1	
IPO 企業数	-0.198	-0.486	* 0.374	* 0.789	*** 1

N=78

(注 1) \*やや弱い相関 \*\*やや強い相関 \*\*\*強い相関

(注 2) 相関強弱の判断は以下による。(菅民郎 (2006), 統計分析教室 pp.129)

r が 0.9 以上	非常に強い相関
r が 0.7 以上 0.9 未満	強い相関
r が 0.5 以上 0.7 未満	やや強い相関
r が 0.3 以上 0.5 未満	やや弱い相関
r が 0.3 未満	弱い相関

### (3) ファンドの投資先企業

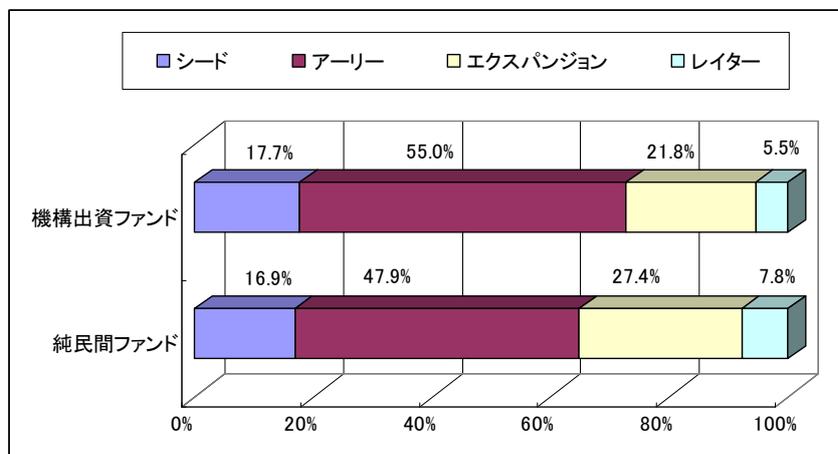
ファンドの投資先企業については成長ステージ、業種の比率について中小機構出資ファンドと純民間ファンドで比較する。ここでの成長ステージの分類は VEC や中小機構で実施する調査と同様に以下の基準で考える。

- シード： 事業がまだ完全に立ち上がっておらず、研究及び製品開発を継続
- アーリー： 製品開発及び初期のマーケティング、製造及び販売活動を始めた
- エクспанジョン： 生産及び出荷を始めており、その在庫又は販売量が増加
- レイター： 持続的な売上と事業規模があり、IPO 直前の企業等

回答ファンドの投資先企業の成長ステージの比率を図表 8-4 に示す。シードステージの投資比率は中小機構出資ファンド 17.7%、純民間ファンド 16.9%、アーリーステージの投資比率は中小機構出資ファンド 55.0%、純民間ファンド 47.9%といずれも中小機構出資ファンドの比率が高くなっている。一方、エクспанジョンステージの投資比率は中小機構出資ファンド 21.8%、純民間ファンド 27.4%、レイターステージの投資比率は中小機構出資ファンド 5.5%、純民間ファンド 7.8%と純民間ファンドが高くなっている。中小機構出資ファンドのシード、アーリーステージ企業への投資に対する積極性が現れており、「創業初期のベンチャー企業に対する資金供給の円滑化」という制度の趣旨が実行されていることが確認できる。

図表 8-4 ファンドの投資先の成長ステージ

		シード	アーリー	エクспанジョン	レイター
機構	件数	190	591	234	59
機構	比率	17.7%	55.0%	21.8%	5.5%
純民間	件数	37	105	60	17
純民間	比率	16.9%	47.9%	27.4%	7.8%



N=66

ファンドの投資先の業種については、VEC や中小機構で実施する調査と同様に以下の基準で考える。

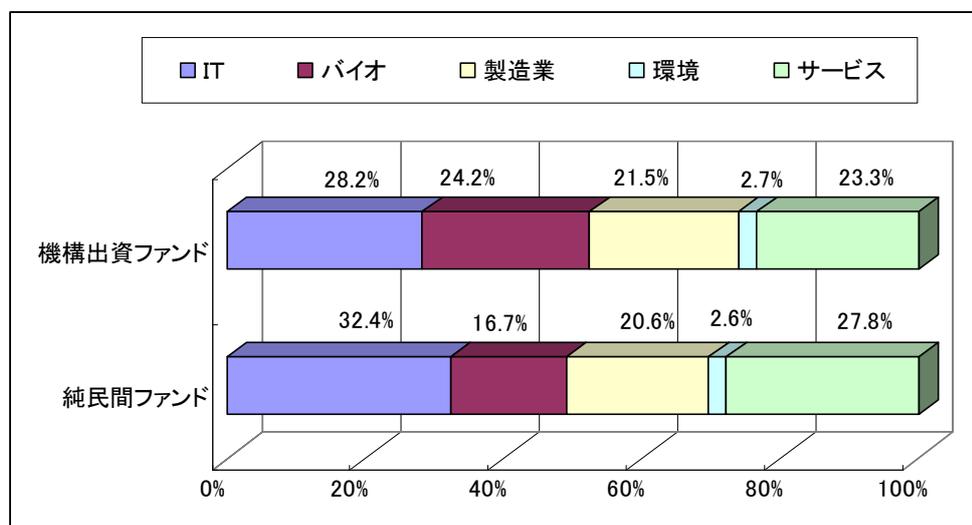
- IT：通信、コンピュータ関連、インターネット関連、半導体・その他電子製品
- バイオテクノロジー（バイオ）：バイオテクノロジー、医療・ヘルスケア
- 製造業：製造業一般
- 環境：環境関連業種
- サービス：ビジネス・サービス、消費者関連、金融・保険・不動産

回答ファンドの投資先企業の業種の比率を図表 8-5 に示す。IT の投資比率は中小機構出資ファンド 28.2%、純民間ファンド 32.4%、サービスの投資比率は中小機構出資ファンド 23.3%、純民間ファンド 27.8%と純民間ファンドが高くなっている。バイオの投資比率は中小機構出資ファンド 24.2%、純民間ファンド 16.7%、製造業の投資比率は中小機構出資ファンド 21.5%、純民間ファンド 20.6%と中小機構出資ファンドの比率が高くなっている。

中小機構出資ファンドでは、当初の政策目的にバイオ産業振興の目的を上乗せしたバイオファンドが組成されている関係でバイオの比率が突出して高い。一方、純民間ファンドが短期的に収益を上げやすいといわれる IT やサービスに積極的である状況にあると考えられる。

図表 8-5 ファンドの投資先の業種

	IT	バイオ	製造業	環境	サービス
機構 件数	303	260	231	29	250
機構 比率	28.20%	24.20%	21.50%	2.70%	23.30%
純民間件数	176	91	112	14	151
純民間比率	32.40%	16.70%	20.60%	2.60%	27.80%



N=66

### 3. ファンドの収益の状況

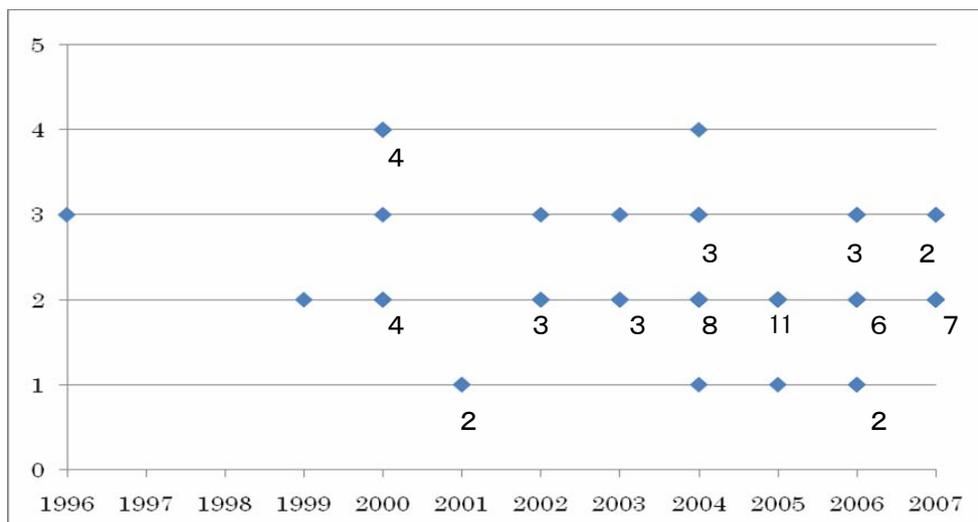
#### (1) ファンドの収益状況

ファンドの収益状況については、アンケート回答時点におけるファンドの「投資乗数」、すなわち「(累積分配額+残余資産現在価値) / 出資金総額」で確認している。回答の目安としては以下のとおり。

- 1 極めて厳しい： 出資金総額の半分以下
- 2 厳しい： 出資金総額の半分から同額程度
- 3 普通： 出資金総額+5%程度
- 4 好調： 出資金総額+50%程度
- 5 かなり好調： 出資金総額の2倍以上

まず、ファンドの収益状況と組成年の分布を見ると、図表 8-6 となる。ファンドの収益については、景況の影響を受けることから組成年によって大きな差がある。ワインの豊作・不作になぞらえてヴィンテージという言葉が使われることがあるが、回答ファンドでは 2000 年、2004 年の組成ファンドの収益が高い (VEC 調査のファンドの収益では、1997 年、1998 年、2003 年の組成のファンドが高い)。ファンドの経過年数と収益の関係については、通常は組成から数年は下降し、その後上昇する「Jカーブ」を描くといわれているが、本アンケートの回答ファンドではその傾向は明確に出ていない。これは、近年の景気減速下で新興市場をはじめとするベンチャー企業をめぐる市場環境が著しく悪いことと、中小機構出資ファンドに組成から年数の経過していないファンドが多いことによると考えられる。

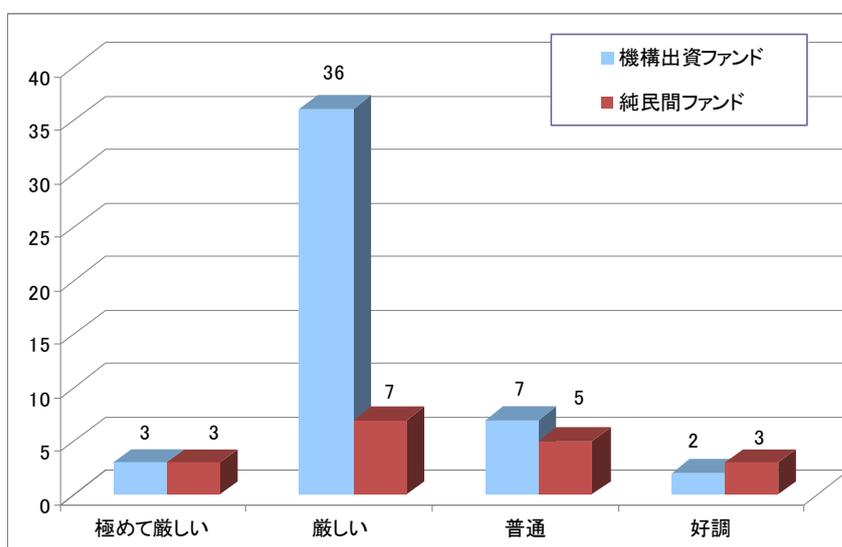
図表 8-6 ファンドの収益状況の組成年別の分布



◆は当該年の組成ファンドの収益状況。 ファンドが複数の時は横の数字で示す。N=66

ファンドの収益の状況について中小機構出資 48 ファンドと純民間 18 ファンドを分けて分布を見ると図表 8-7 となる。ここでは、「極めて厳しい」「厳しい」が中小機構出資ファンドで 39 ファンド(81.3%)、純民間ファンドで 10 ファンド(55.6%)である。一方、「普通」「好調」の割合が中小機構出資ファンドで 9 ファンド(18.8%)、純民間ファンド 6 ファンド(44.4%)となっている。回答の平均値は中小機構出資ファンド 2.16、純民間ファンド 2.44 と純民間ファンドの方が高い。総じて見ると中小機構出資ファンドが純民間ファンドよりも収益面で厳しい状況にある。

図表 8-7 ファンドの収益状況比較



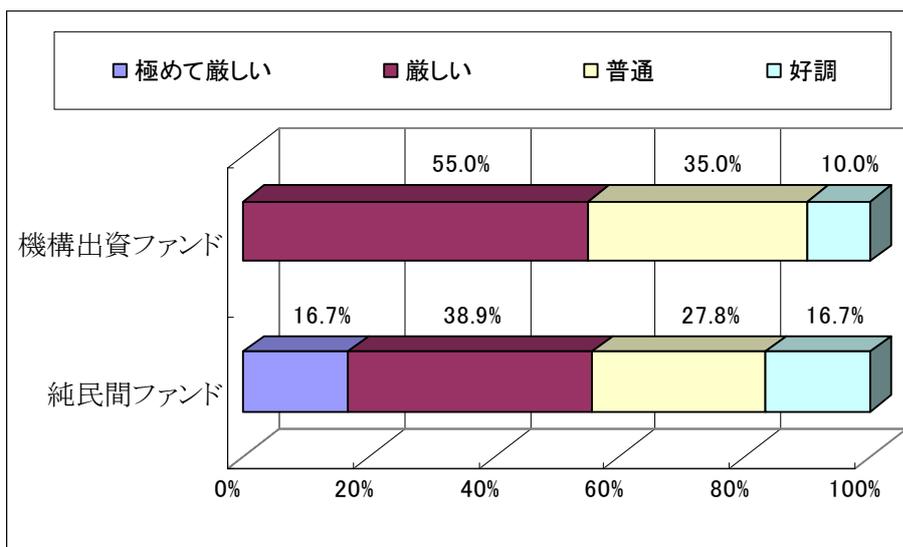
N=66

しかし、ベンチャーファンド事業では、中途から政治的な要因もあり地域振興の目的で特定の地域の企業に対して投資をする地域ファンドや、産学連携を推進するファンドやバイオインダストリーに集中して投資するバイオファンドが多く組成されており、収益性の面で大きな問題となっているといわれている。そこで中小機構出資ファンドを①制度本来の目的であるアーリーステージ企業に投資することのみを条件として組成されたファンド（一般ファンド）、②地域振興のために投資先を特定地域に限定する地域ファンド、③産学連携の推進等の目的で投資先をバイオインダストリー等に限定するバイオファンドに分けると図表 8-8 の収益状況となる。中小機構出資の一般ファンドと純民間ファンドの回答の内訳をみると図表 8-9 となる。

図表 8-8 ファンドの収益状況比較

	ファンド数	評点平均値	標準偏差	極めて厳しい・厳しい	普通・好調
機構出資ファンド	48	2.15	0.62	81.3%	18.8%
うち一般ファンド	20	2.55	0.69	55.0%	45.0%
うち地域ファンド	23	1.87	0.34	100.0%	0.0%
うちバイオファンド	5	1.80	0.45	100.0%	0.0%
純民間ファンド	18	2.44	0.98	55.6%	44.4%

図表 8-9 ファンドの収益状況比較（地域ファンド、バイオファンドを除く）



N=38

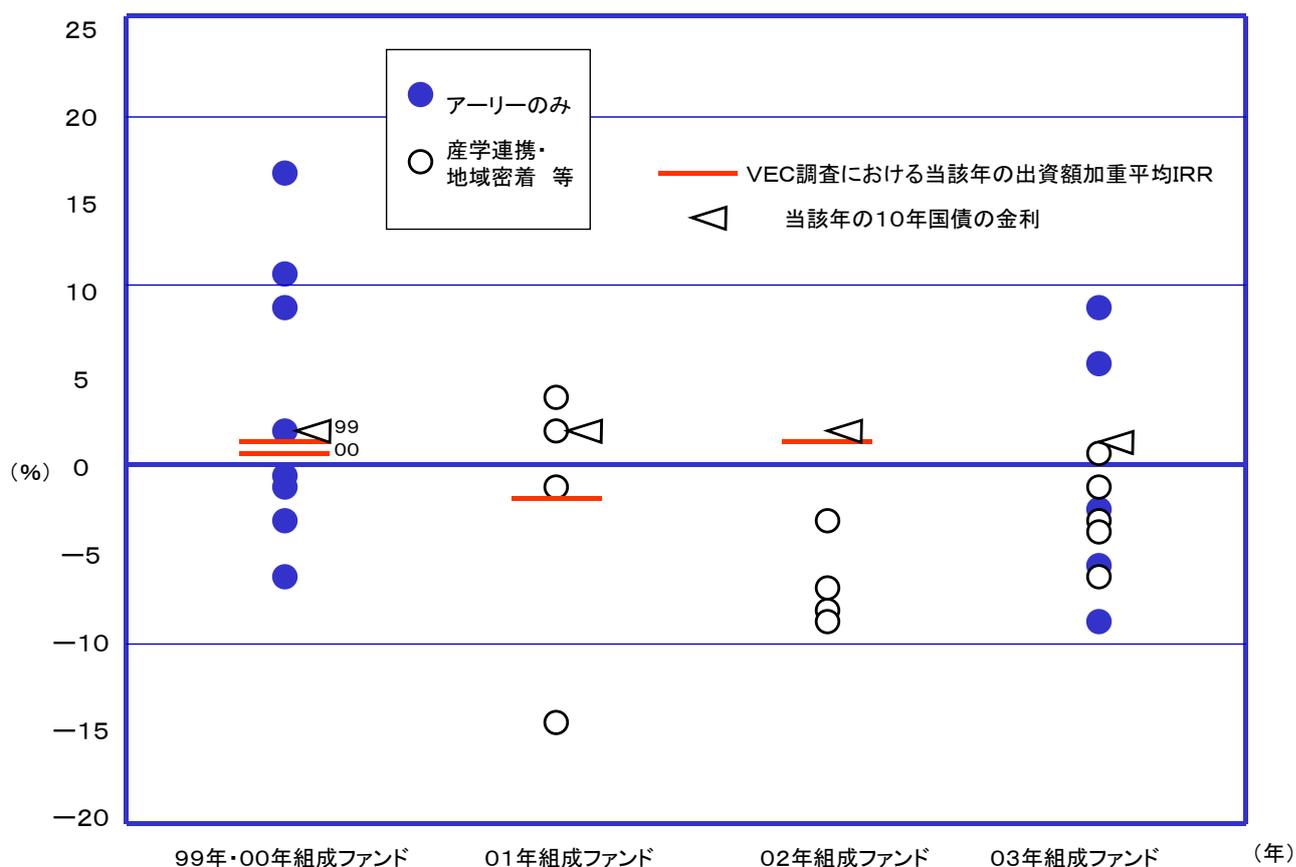
ベンチャーファンド事業本来の目的であるアーリーステージ企業への投資をする中小機構出資 20 ファンド（一般ファンド）の収益の状況を見ると、回答の平均は 2.55 で、「厳しい」の割合が 55.0%、「普通・好調」の割合が 45.0%となっている。回答の構成の比較で一般ファンドと純民間ファンドを比較すると「普通」「好調」が同等で、「きわめて厳しい」が少ない分、中小機構出資の一般ファンドの収益面での安定性が推測できる。一方、地域ファンドとバイオフィンドの回答の平均を見るとそれぞれ 1.87 と 1.80 であり「極めて厳しい・厳しい」が 100%となっている。一般ファンドと地域ファンド、バイオフィンドの収益の評点の平均値について t 検定で見ると有意な差となっており（一般と地域では p 値 0.000、一般とバイオでは p 値 0.016）、収益の面で性質の異なるファンドが組成されていると言える。これらについては、マッチングファンドとしては成り立ち得ないファンドの企画や純民間でファンドの組成が出来ない VC に公的資金の出資がなされている可能性がある。

収益性の面では、一般の中小機構出資ファンドは純民間ファンドと大きな差はないが、地域ファンドとバイオフィンドではパフォーマンスが著しく低いことがこのアンケート結果でも確認できた。地域ファンドとバイオフィンドは、2001 年度以降に経済産業省の政策方針として示された地域振興や産学連携・バイオ産業振興がファンド組成の提案審査の際に重視されるようになり、民間側がそれに応ずる形で組成数が増加したもので、ファンドの投資方針として投資先が地域企業やバイオ関連企業に限定されるため、収益性が見込みが十分でない企業にも投資がなされていると考えられる。モラルハザードという言葉を使うかどうかは議論のあるところであるが、制度運営上の問題といえる。民間との共同事業となるマッチングファンド制度においては、過度に政策性を追求すると、制度の前提である事業継続のための収益性が犠牲となることが推測できる。

なお、ファンドの収益については、当初はマイナスとなり、時間の経過とともにプラスに転じる J カーブ効果があるが、この分析の対象となったファンドの多くが組成後 3 年以内であり、マイナス局面からプラス局面に転じていないものも多いことから、今後、一定の上昇を示す可能性があることは考慮すべきである。

中小機構の「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」においても、図表 8-10 のように中小機構出資ファンドの収益を VEC 調査のファンドと比較し、当初目的に沿ったファンドは収益性の高いものも多く、産学連携、地域振興の目的のファンドは収益性の低いものが多いことを指摘している。

図表 8-10 ベンチャーファンドの組成年別 IRR 分布



出典：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

## (2) ファンドの収益の相関分析

ファンドの収益とファンドの特徴に関する各回答項目の単相関係数 (r) の値を見ると、図表 8-11 となる。「収益」に対しては「IPO 企業数」と「IT 関連」がやや弱い正の相関 (それぞれ  $r=0.367$  と  $r=0.473$ ) にある。IPO による収益の実現と、近年の IPO の主流を占める IT 企業への投資がファンドの収益増に結びついていると推測できる。また、「ファンド規模」「エクспанション」「レイター」も比較的係数が大きい状況であり、ファンドの規模が大きいこと、エクспанション、レイターの企業への投資が収益の増加につながる可能性がある。地域ファンド・バイオファンドを除いて相関をみても同様で、「収益」に対して、「IPO 企業数」と「投資先が IT 関連業種」であることがやや弱い正の相関関係 (それぞれ  $r=0.367$  と  $r=0.473$ ) にある。また、「ファンド組成年」がやや弱い負の相関関係 ( $r=-0.335$ ) になっている。

図表 8-11 収益と各項目の単相関係数 (r)

項目		全体	地域・バイオを除く
基礎データ	機構出資有(ダミー)	-0.172	0.064
	組成年(西暦)	-0.276	-0.335 *
	ファンド規模	0.279	0.248
	投資先企業数	0.184	0.160
	IPO企業数	0.367 *	0.369 *
ステージ	シード	0.188	0.232
	アーリー	-0.086	0.092
	エクспанション	0.249	0.227
	レイター	0.257	0.215
業種	IT	0.473 *	0.459 *
	バイオ	-0.023	-0.038
	製造業	-0.108	-0.089
	環境	0.110	0.150
	サービス	0.139	0.114
ハンズオン支援を積極的に行う		-0.068	0.084

(注1) \* やや弱い相関

(注2) 相関強弱の判断は図表 8-3 と同じ

全体：N=66 地域ファンド・バイオファンドを除く：N=38

ファンドの収益とファンドの運営方針、ハンズオン支援に関する各回答項目の関連性の単相関係数 ( $r$ ) の値を図表 8-12 に示す。ファンドの運営方針に関しては、「投資先が危機的な状況のときのみ経営に関与する」ことが収益とやや弱い負の相関関係 ( $r=-0.309$ ) にある。ハンズオン支援の具体的な内容と収益との相関については、「他のVCや銀行を紹介する」 ( $r=0.312$ ) 「経営者の率直な意見交換相手となる」 ( $r=0.314$ ) がやや弱い正の相関となった。一方、地域ファンド・バイオフンドを除いて相関を見ると、収益とハンズオン支援との相関係数は高くなり、「経営者幹部を紹介する」 ( $r=0.503$ ) 、「会社の売却・M&Aなどをアレンジする」 ( $r=0.537$ ) がやや強い相関となっていることをはじめ、多くの項目でより強い相関関係が確認できる。

ファンドの収益とハンズオン支援との関係を見る際には、収益性が一律に低い地域ファンドとバイオフンドを除いて見る方が妥当であり、この結果からはハンズオン支援がファンドの収益向上に結びつく可能性があると考えられる。これは、Higashide and Birley(2002)の、VCと投資先企業のマネジメントチームとの関係で組織的なゴールに関する対立は投資先企業のパフォーマンスにプラスに寄与するという見解や長谷川(2006)の示す投資先ベンチャー企業との協創関係が企業の成長のために重要であるといった見解などVCと投資先企業との関わりにより価値創造がなされ企業成長につながるという先行研究の結果と整合する。ハンズオン支援と収益性との関係については、より規模の大きいアンケート調査やインタビュー調査等においてさらに詳細に調べる必要があると考えられるが、ここではVCの投資先企業へのハンズオン支援が企業を成長させその結果としてファンドの収益に結びつく可能性があることを推測できる。

図表 8-12 収益とファンドの運営方針・ハンズオン支援の単相関係数（r）

ファンドの運営方針・ハンズオン支援	全体	地域・バイオを除く	
出資者に対するリターンを重視	0.037	-0.015	
投資先の成長を重視	0.191	0.067	
雇用・イノベーションなど社会的価値の創出を重視	0.082	0.200	
多くの投資先にポートフォリオ投資	0.025	-0.065	
慎重に選んだ少数の企業に投資	0.244	0.392	*
リスクは大きくとも成長可能性の高い企業に投資	0.227	0.233	
投資先へのハンズオン支援を積極的に行う	-0.057	0.069	
投資先が危機的な状況のときのみ経営に関与	-0.309	-0.276	*
基本的には投資先の経営には関与しない	0.059	-0.014	
業務目標の達成度のモニタリングをする	0.159	0.479	*
財務状況のモニタリングをする	0.116	0.346	*
経営戦略の策定・見直しに関与する	0.276	0.392	*
社外取締役として経営に関与する	0.252	0.389	*
資本政策の策定・見直しに関与する	0.269	0.369	*
新たな増資ラウンドをアレンジする	0.183	0.302	*
他のVCや銀行を紹介する	0.312	0.239	*
経営者幹部人材を紹介する	0.203	0.503	**
弁護士・会計士など専門家を紹介する	0.2	0.444	*
製品やサービスの開発に関与する	0.095	0.072	
製品やサービスのマーケティングに関与する	0.169	0.285	
他社との事業提携に関与する	0.026	-0.175	
大学・公的研究機関との連携に関与する	0.057	0.285	
会社の IPO に向けた準備をする	0.202	0.477	*
会社の売却・M&A などのアレンジをする	0.277	0.537	**
経営者の率直な意見交換相手となる	0.314	0.459	*
経営者への励まし・動機づけをする	0.195	0.302	*
会社の危機において経営者を支える	0.201	0.333	*
会社の株主の関係を調整する	0.206	0.349	*
ガバナンス・コンプライアンスの向上を図る	0.29	0.434	*

相関強弱の判断は図表 8-3 と同じ 全体：N=37 地域ファンド・バイオファンドを除く：N=21

## 4. ファンドの収益の重回帰分析

### (1) 分析の枠組み

ファンドの収益状況の分析をさらに深めるため、ファンドの収益、IPO 比率を被説明変数とし、投資ステージ、業種、ハンズオン支援、中小機構出資等を説明変数として重回帰分析により係数の状況を見る。対象ファンドは中小機構出資ファンドと純民間ファンドの両方とする。

被説明変数のファンドの「収益」はアンケート調査の回答（1 極めて厳しい～5 かなり好調）の回答値を用い「IPO 比率」はアンケート回答の投資先企業の中の IPO 企業数の投資先企業数に占める比率とする。説明変数としては次の変数を使う。

- ①ファンド規模：規模については、ばらつきが大きいので対数値を使う。
- ②投資先企業数：各ファンドの投資先企業数。
- ③投資先企業の成長ステージ：各ファンドの投資先企業の成長ステージごとの企業数の全体に占める比率として、アーリー比率、エクспанション比率、レイター比率を使う（シード比率がベンチマーク）。
- ④投資先企業の業種：各ファンドの投資先企業の業種ごとの企業数の全体に占める比率として、IT 関連企業比率、バイオ関連企業比率、環境関連企業比率、サービス関連企業比率を用いる（製造業関連企業比率がベンチマーク）。
- ⑤ハンズオン支援（ダミー）：ハンズオンを積極的に行う＝1、それ以外＝0。アンケートの「投資先企業へのハンズオン支援を積極的に行う」の項目で、「5 該当する」と「4 やや該当する」に回答したファンドを1 とするダミー変数を設定する。
- ⑥中小機構の出資（ダミー）：中小機構の出資を受けたファンド＝1、それ以外＝0。

重回帰分析の計測モデルとしては以下の3つの式を使う。

<第1式>

$$\text{収益} = a_0 + a_1 * (\text{ファンド規模の対数値}) + a_2 * (\text{アーリー比率}) + a_3 * (\text{エクспанション比率}) + a_4 * (\text{レイター比率}) + a_5 * (\text{IT比率}) + a_6 * (\text{バイオ比率}) + a_7 * (\text{環境比率}) + a_8 * (\text{サービス比率}) + a_9 * (\text{ハンズオンダミー}) + a_{10} * (\text{機構ダミー})$$

<第2式>

$$\text{収益} = a_0 + a_1 * (\text{企業数}) + a_2 * (\text{アーリー比率}) + a_3 * (\text{エクспанション比率}) + a_4 * (\text{レイター比率}) + a_5 * (\text{IT比率}) + a_6 * (\text{バイオ比率}) + a_7 * (\text{環境比率}) + a_8 * (\text{サービス比率}) + a_9 * (\text{ハンズオンダミー}) + a_{10} * (\text{機構ダミー})$$

<第3式>

$$\text{IPO比率} = a_0 + a_1 * (\text{規模の対数値}) + a_2 * (\text{アーリー比率}) + a_3 * (\text{エクспанション比率}) + a_4 * (\text{レイター比率}) + a_5 * (\text{IT比率}) + a_6 * (\text{バイオ比率}) + a_7 * (\text{環境比率}) + a_8 * (\text{サービス比率}) + a_9 * (\text{ハンズオンダミー}) + a_{10} * (\text{機構ダミー})$$

## (2) 分析結果

以上の3式の計測結果を図表 8-13、図表 8-14、図表 8-15 に示す。また、地域ファンド、バイオファンドを除いて計測した結果を図表 8-16、図表 8-17、図表 8-18 に示す。

ファンドの収益、投資先の IPO 比率に関しては、いずれのケースにおいても IT 比率の係数が有意にプラスであり、IPO 比率では IT に加えサービス比率が有意にプラスであった。また、ハンズオンダミーの係数については、収益との関係で若干有意性が低いもののプラスで、IPO 比率に関しては有意にプラスとなった。中小機構出資ダミーの係数は IPO 比率では有意にマイナスとなった。投資先の成長ステージの変数はどれも有意ではなかった。

中小機構の投資先企業データベースの分析では、IT 関連業種のファンド投資による生産性の向上は明確には確認できなかったところであるが、アンケート調査に回答したファンドの収益については貢献しており、また、IPO 比率も高いことがわかる。サービス業について IPO 比率が高いことは投資先企業データベースの分析結果と整合する。

ハンズオンについては、5段階選択法の間いで「投資先企業へのハンズオン支援を積極的

に行う」に対して、5か4の回答をするような積極的なハンズオンがなされている場合には、収益やIPOに対してプラスの効果があることがわかった。

中小機構出資ダミーが、IPO 比率に関し有意にマイナスであることは、中小機構出資ファンドが純民間ファンドと比べ組成からの経過年が少ないこと、規模が小さいことと関係すると考えられる。中小機構出資ダミーの収益に対する係数がマイナスであることについては、サンプリングバイアスとベンチャーファンド事業のそもそもの性格を考慮する必要がある。サンプリングバイアスに関しては、アンケート調査の回答率が中小機構出資ファンドは48%あるのに対し、民間ファンドは28%と低く、民間のファンドは収益状況の良いファンドが回答する傾向があったのではないかと考えられる。また、中小機構のベンチャーファンド事業自体の性格として、アーリーステージ企業への投資のようにリスクが高く民間単独では投資がなされない政策的分野へ投資するファンドを支援するがゆえの収益性の低さがあると考えられる。すなわち、政策性と収益性の二律背反で、民間の担えないところを公的ファンドが支援するので、収益性の面では純民間ファンドに対して優位性を持ちにくいという特徴があると考えられる。

図表 8-13 第 1 式に関する計測結果

	係数	標準誤差	t 値	p 値
a1 規模の対数	0.380	0.277	1.370	0.177
a2 アーリー比率	-0.245	0.587	-0.417	0.679
a3 エクспанション比率	0.642	0.639	1.005	0.320
a4 レイター比率	-0.209	1.099	-0.190	0.850
a5 IT比率	1.259	0.421	2.989	0.004 *
a6 バイオ比率	0.605	0.546	1.108	0.273
a7 環境比率	0.502	1.124	0.447	0.657
a8 サービス比率	0.511	0.551	0.927	0.358
a9 ハンズオン(ダミー)	0.508	0.329	1.541	0.129
a10 機構出資有(ダミー)	-0.403	0.253	-1.591	0.118
a0 切片	0.293	1.179	0.249	0.805

重相関 R : 0.585 重決定 R<sup>2</sup> : 0.342 補正 R<sup>2</sup> : 0.213 標準誤差 : 0.656 N=62

図表 8-14 第 2 式に関する計測結果

	係数	標準誤差	t 値	p 値
a1 投資先企業数	0.011	0.006	1.779	0.081
a2 アーリー比率	-0.319	0.562	-0.568	0.572
a3 エクспанション比率	0.717	0.634	1.131	0.263
a4 レイター比率	-0.273	1.063	-0.256	0.799
a5 IT比率	1.123	0.430	2.615	0.012 *
a6 バイオ比率	0.317	0.561	0.564	0.575
a7 環境比率	0.683	1.117	0.611	0.544
a8 サービス比率	0.121	0.554	0.218	0.829
a9 ハンズオン(ダミー)	0.486	0.326	1.491	0.142
a10 機構出資有(ダミー)	-0.397	0.248	-1.601	0.116
a0 切片	1.460	0.693	2.109	0.040

重相関 R : 0.598 重決定 R<sup>2</sup> : 0.358 補正 R<sup>2</sup> : 0.232 標準誤差 : 0.648 N=62

図表 8-15 第 3 式に関する計測結果

	係数	標準誤差	t 値	p 値
a1 規模の対数	-0.005	0.029	-0.177	0.860
a2 アーリー比率	0.001	0.062	0.020	0.984
a3 エクспанション比率	0.059	0.068	0.874	0.386
a4 レイター比率	-0.026	0.117	-0.219	0.827
a5 IT比率	0.147	0.045	3.296	0.002 *
a6 バイオ比率	0.115	0.058	1.985	0.052
a7 環境比率	-0.113	0.119	-0.950	0.347
a8 サービス比率	0.153	0.058	2.612	0.012 *
a9 ハンズオン(ダミー)	0.079	0.035	2.256	0.028 *
a10 機構出資有(ダミー)	-0.072	0.027	-2.687	0.010 *
a0 切片	-0.048	0.125	-0.383	0.703

重相関 R : 0.602 重決定 R<sup>2</sup> : 0.363 補正 R<sup>2</sup> : 0.238 標準誤差 : 0.070 N=62  
\*は 5 %有意

図表 8-16 第 1 式に関する計測結果 (地域ファンド、バイオファンドを除く)

	係数	標準誤差	t 値	p 値
a1 規模の対数	0.530	0.456	1.163	0.257
a2 アーリー比率	-0.672	1.108	-0.606	0.550
a3 エクспанション比率	0.703	0.997	0.705	0.488
a4 レイター比率	-0.821	1.873	-0.438	0.665
a5 IT比率	1.787	0.811	2.204	0.038 *
a6 バイオ比率	1.892	1.473	1.284	0.212
a7 環境比率	1.065	2.272	0.469	0.644
a8 サービス比率	1.637	0.958	1.708	0.101
a9 ハンズオン(ダミー)	0.883	0.544	1.625	0.118
a10 機構出資有(ダミー)	-0.459	0.431	-1.066	0.297
a0 切片	-0.777	2.106	-0.369	0.716

重相関 R : 0.640 重決定 R<sup>2</sup> : 0.409 補正 R<sup>2</sup> : 0.152 標準誤差 : 0.793 N=34

図表 8-17 第 2 式に関する計測結果 (地域ファンド、バイオファンドを除く)

	係数	標準誤差	t 値	p 値
a1 投資先企業数	0.011	0.009	1.203	0.241
a2 アーリー比率	-0.857	1.040	-0.824	0.419
a3 エクспанション比率	0.657	0.984	0.668	0.511
a4 レイター比率	-1.281	1.718	-0.746	0.463
a5 IT比率	1.735	0.817	2.124	0.045 *
a6 バイオ比率	1.525	1.492	1.022	0.317
a7 環境比率	1.803	2.214	0.814	0.424
a8 サービス比率	1.078	1.005	1.073	0.294
a9 ハンズオン(ダミー)	0.728	0.533	1.366	0.185
a10 機構出資有(ダミー)	-0.374	0.411	-0.909	0.373
a0 切片	1.021	1.158	0.882	0.387

重相関 R : 0.641 重決定 R<sup>2</sup> : 0.411 補正 R<sup>2</sup> : 0.156 標準誤差 : 0.791 N=34

図表 8-18 第 3 式に関する計測結果 (地域ファンド、バイオファンドを除く)

	係数	標準誤差	t 値	p 値
a1 規模の対数	0.011	0.045	0.248	0.807
a2 アーリー比率	-0.022	0.110	-0.203	0.841
a3 エクспанション比率	0.074	0.099	0.745	0.464
a4 レイター比率	-0.003	0.186	-0.014	0.989
a5 IT比率	0.119	0.080	1.479	0.153
a6 バイオ比率	0.023	0.146	0.159	0.875
a7 環境比率	-0.156	0.225	-0.692	0.496
a8 サービス比率	0.157	0.095	1.656	0.111
a9 ハンズオン(ダミー)	0.092	0.054	1.701	0.102
a10 機構出資有(ダミー)	-0.096	0.043	-2.243	0.035 *
a0 切片	-0.075	0.209	-0.358	0.723

R : 0.667 重決定 R<sup>2</sup> : 0.445 補正 R<sup>2</sup> : 0.204 標準誤差 : 0.079 N=34 \*は 5 %有意

## 5. 中小機構出資ファンドの特徴

中小機構の出資の有無をダミー変数（有=1、無=2）としてファンドの特徴の各項目との単相関係数(r)の値を見ると図表 8-19 となる。「ハンズオン支援を積極的に行う」が  $r=0.606$ （地域・バイオを除くで  $r=0.591$ ）とやや強い正の相関となっている。また、投資先ステージの「アーリー」、「シード」についても相関関係が認められる。

これらの結果は、中小機構出資ファンドが制度趣旨に則って、アーリーステージ企業、シードステージ企業の投資を重視し、投資先企業へのハンズオン支援を重視して運営されていることを反映しているものと考えられる。

図表 8-19 中小機構出資（ダミー係数）と各項目の単相関係数（r）

項目		機構出資全体	地域・バイオを除く		
基礎データ	組成年(西暦)	0.156	0.137		
	ファンド規模	-0.192	-0.090		
	投資先企業数	-0.118	-0.060		
	IPO企業数	-0.188	-0.145		
ステージ	シード	0.219	0.321	*	
	アーリー	0.369	*	0.414	
	エクспанション	0.123	0.234		
	レイター	0.094	0.272		
業種	IT	-0.128	0.028		
	バイオ	0.058	0.002		
	製造業	-0.096	-0.151		
	環境	-0.073	-0.097		
	サービス	-0.138	-0.071		
ハンズオン支援	積極的	0.606	**	0.591	**
収益		-0.172	0.064		

(注1) \* やや弱い相関 \*\* やや強い相関

(注2) 相関強弱の判断は図表 8-3 と同じ

全体：N=66 地域ファンド・バイオファンドを除く：n=38

## 6. ファンドの運営方針、ハンズオン支援の状況

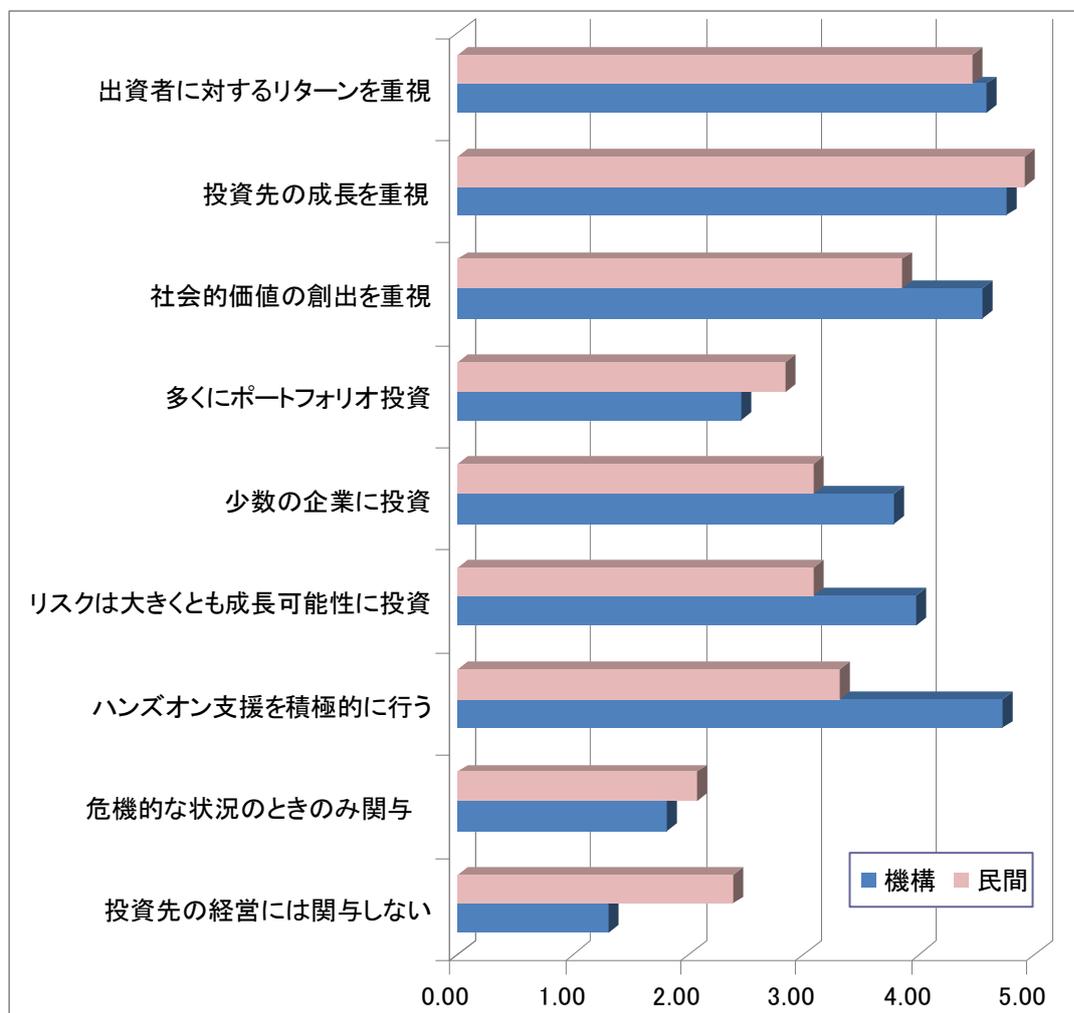
### (1) ファンドの運営方針の状況

ファンドの運営方針について、各設問の記載の項目への回答の平均値を図表 8-20 に示す。中小機構出資ファンドと純民間ファンドの回答の平均値、標準偏差と、平均についてウェルチの t 検定（分散を等しくないと仮定した標本による）で有意差の検定した結果を図表 8-2 に示す。

ここでは、「投資先へのハンズオン支援を積極的に行う」で、中小機構出資ファンドで該当する回答が多いという点について、有意水準 5%で差が認められる ( $p=0.008$ )。この質問の反対の「基本的には投資先の経営には関与しない」については、純民間ファンドで該当する回答が多いという点で、有意水準 5%で差が認められる ( $p=0.041$ )。中小機構出資ファンドを運営する VC の方が、純民間ファンドを運営する VC よりも投資先のベンチャー企業に対して積極的にハンズオン支援をしようとする姿勢があることが明確となっている。「雇用・イノベーションなど社会的価値の創出を重視する」については、中小機構出資ファンドで該当する回答が多いという点で、有意水準 10%で差が認められ ( $p=0.081$ )、中小機構の公的な出資を受けることによって、単なるリターンのみでなく社会的価値の実現について VC が意識している可能性がある。「リスクは大きくとも成長可能性の高い企業に投資する」では、中小機構出資ファンドで該当する回答が多いという点について、有意水準 10%で差が認められ ( $p=0.061$ )、中小機構の公的な出資を受けることによって、VC がリスクをとりやすくなっている可能性がある。

また、有意差は認められないが、「慎重に選んだ少数の企業に投資する」では中小機構出資ファンドの方が該当する旨の回答が多く、「多くの投資先にポートフォリオ投資する」では純民間ファンドの方が該当する旨の回答が多かった。ハンズオン支援を重視する中小機構出資ファンドが企業育成のために投資先企業数を絞り込み、一方で基本的に投資先の経営に関与しないと回答した純民間ファンドが多数の企業にポートフォリオ投資をしている可能性が考えられる。「出資者に対するリターンを重視する」の設問に対しては、中小機構出資ファンドと純民間ファンドで有意な差は認められず、公的かそうでないかにかかわらずファンドに共通する運営方針であることが確認できた。地域ファンド、バイオファンドを除いて t 検定で見た結果もほぼ同様の特徴を示している。

図表 8-20 ファンドの運営方針の比較



中小機構出資ファンド GP N=33 純民間ファンド GP N=13

図表 8-21 ファンドの運営方針の比較

	機構 ファンド		民間 ファンド		t値	p値 P(T<=t)	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差			
出資者に対するリターンを重視	4.58	0.79	4.46	0.66	0.498	0.622	
投資先の成長を重視	4.76	0.50	4.92	0.28	-1.422	0.163	
雇用・イノベーションなど社会的価値創出を重視	4.55	0.67	3.85	1.28	1.871	0.081	*
多くの投資先にポートフォリオ投資	2.45	1.12	2.85	1.46	-0.870	0.396	
慎重に選んだ少数の企業に投資	3.79	1.08	3.08	1.55	1.513	0.149	
リスクは大きくとも成長可能性の高い企業に投資	3.97	0.85	3.08	1.50	2.025	0.061	*
投資先へのハンズオン支援を積極的に行う	4.73	0.57	3.31	1.60	3.119	0.008	**
投資先が危機的な状況のときのみ経営に関与	1.82	1.01	2.08	1.26	-0.663	0.516	
基本的には投資先の経営には関与しない	1.3	0.85	2.38	1.66	-2.237	0.041	**
<b>地域ファンド・バイオファンドを除く</b>							
出資者に対するリターンを重視する	4.56	0.70	4.46	0.66	0.38	0.707	
投資先の成長を重視	4.78	0.43	4.92	0.28	-1.146	0.261	
雇用・イノベーションなど社会的価値創出を重視	4.50	0.71	3.85	1.28	1.666	0.114	
多くの投資先にポートフォリオ投資	2.39	1.20	2.85	1.46	-0.926	0.364	
慎重に選んだ少数の企業に投資	3.78	1.17	3.08	1.55	1.372	0.185	
リスクは大きくとも成長可能性の高い企業に投資	4.17	0.79	3.08	1.50	2.396	0.028	**
投資先へのハンズオン支援を積極的に行う	4.72	0.57	3.31	1.60	3.047	0.009	**
投資先が危機的な状況のときのみ経営に関与	1.50	0.86	2.08	1.26	-1.433	0.167	
基本的には投資先の経営には関与しない	1.22	0.55	2.38	1.66	-2.43	0.029	**

(注) \*\*は有意水準5%で差が認められる。\*は有意水準10%で差が認められる。

全体 中小機構出資ファンド: N=33 純民間ファンド: N=13

地域ファンド・バイオファンドを除く 中小機構出資ファンド: N=18 純民間ファンド: N=13

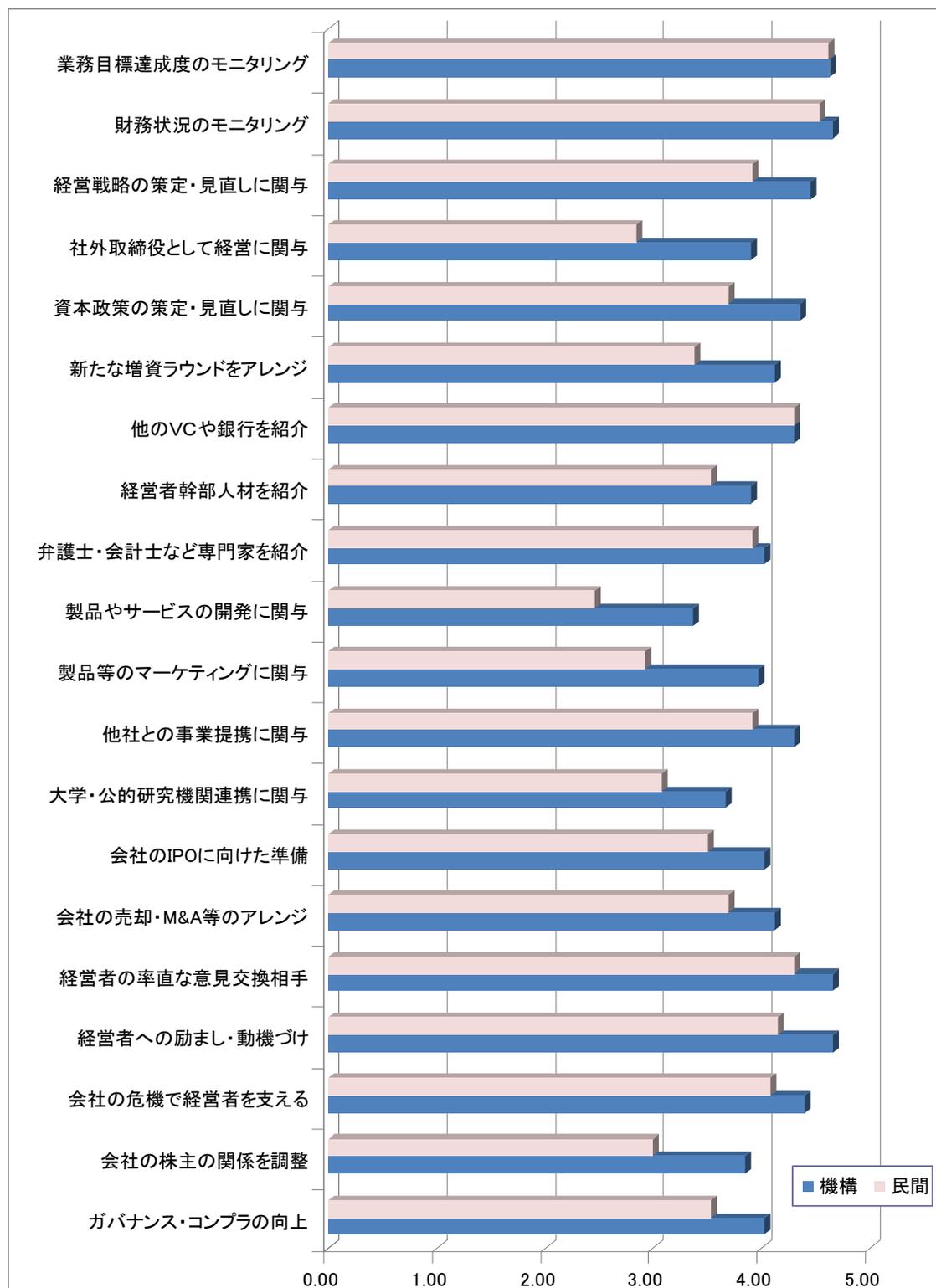
## (2) ハンズオン支援の状況

ファンドを運営するVCのハンズオン支援の具体的な内容について、各設問の記載の項目への回答の平均値を示すと、図表 8-22 のようになる。中小機構出資ファンドと純民間ファンドの回答の平均値、標準偏差を示し、その差についてウエルチの t 検定（分散を等しくないと仮定した標本による）で有意差の検定をすると図表 8-23 となる。また、地域ファンド・バイオファンドを除いた分析は図表 8-24 となる。

「業務目標達成度のモニタリング」、「財務状況のモニタリング」、「他のVCや銀行を紹介する」といった、モニタリングや経営者との関係性の浅い支援においては、差が認められず、中小機構出資ファンドも純民間ファンドも実施していることが分かった。

一方、「経営戦略の策定・見直しに関与」、「社外取締役として経営に関与」、「資本政策の策定・見直しに関与」、「製品やサービスの開発に関与」、「製品等のマーケティングに関与」、「会社の株主の関係を調整」など経営者との関係性の深い支援、経営に深く関与する支援に中小機構出資のファンドを運営するVCが積極的であることが確認できた。「経営戦略の策定・見直しに関与」、「社外取締役として経営に関与」、「製品やサービスの開発に関与」については、中小機構出資ファンドで該当する回答が多いという点について、有意水準 10%で差が認められる（それぞれ、 $p=0.089$ 、 $p=0.073$ 、 $p=0.082$ ）。特に、「製品等のマーケティングに関与」については、中小機構出資ファンドで該当する回答が多いという点について、有意水準 5%で差が認められる（ $p$  値=0.004）。Macmillan, Kulow and Khoylian (1988) では、VCは製品の形成やマーケティングなど時間のかかる関与には消極的であるとしているが、中小機構出資ファンドを運営するVCの場合、これらの時間のかかる支援について積極的であることが推測できる。ただし、先の収益とハンズオン支援の相関分析では、「製品やサービスの開発に関与」、「製品等のマーケティングに関与」と収益との単相関係数が低い（それぞれ  $r=0.095$ 、 $r=0.169$ ）ことも留意が必要で、時間のかかる支援への積極性が必ずしも収益に結びついていない可能性がある。この他の項目においても全般に中小機構出資ファンドを運営するVCの方がハンズオン支援に対して積極的であることが回答の平均値の差から確認できる。

図表 8-22 ハンズオン支援の比較



中小機構出資ファンド： N=33 純民間ファンド： N=13

図表 8-23 ハンズオン支援の比較

	機構出資ファンド		純民間ファンド		t値	p値 P(T<=t) 両側	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差			
業務目標達成度のモニタリング	4.64	0.55	4.62	0.51	0.124	0.903	
財務状況のモニタリング	4.67	0.54	4.54	0.78	0.546	0.592	
経営戦略の策定・見直しに関与	4.45	0.75	3.92	0.95	1.799	0.089	*
社外取締役として経営に関与	3.91	1.16	2.85	1.86	1.916	0.073	*
資本政策の策定・見直しに関与	4.36	0.90	3.69	1.44	1.569	0.136	
新たな増資ラウンドをアレンジ	4.12	0.99	3.38	1.80	1.391	0.185	
他のVCや銀行を紹介	4.30	0.92	4.31	0.95	-0.015	0.988	
経営者幹部人材を紹介	3.91	0.98	3.54	1.61	0.774	0.450	
弁護士・会計士など専門家を紹介	4.03	0.92	3.92	1.19	0.293	0.773	
製品やサービスの開発に関与	3.36	1.08	2.46	1.61	1.858	0.082	*
製品等のマーケティングに関与	3.97	0.81	2.92	1.55	2.310	0.036	**
他社との事業提携に関与	4.30	0.64	3.92	1.19	1.093	0.292	
大学・公的研究機関連携に関与	3.67	0.96	3.08	1.55	1.277	0.220	
会社のIPOに向けた準備	4.03	0.95	3.50	1.38	1.228	0.238	
会社の売却・M&A 等のアレンジ	4.12	0.65	3.69	0.95	1.499	0.152	
経営者の率直な意見交換相手	4.67	0.54	4.31	1.03	1.192	0.252	
経営者への励まし・動機づけ	4.67	0.60	4.15	1.07	1.634	0.123	
会社の危機で経営者を支える	4.39	0.83	4.08	1.04	0.985	0.338	
会社の株主の関係を調整	3.85	0.94	3.00	1.68	1.715	0.107	
ガバナンス・コンプラの向上	4.03	0.81	3.54	1.27	1.300	0.212	

(注) \*\*は有意水準5%で差が認められる。\*は有意水準10%で差が認められる。

中小機構出資ファンド: N=33 純民間ファンド: N=13

図表 8-24 ハンズオン支援の比較（地域ファンド・バイオフンドを除く）

	機構 平均	ファンド 標準偏差	民間 平均	ファンド 標準偏差	t値	p値 P(T<=t) 両側	
業務目標達成度のモニタリング	4.56	0.62	4.62	0.51	-0.296	0.769	
財務状況のモニタリング	4.61	0.61	4.54	0.78	0.281	0.781	
経営戦略の策定・見直しに関与	4.56	0.70	3.92	0.95	2.024	0.056	*
社外取締役として経営に関与	4.00	1.08	2.85	1.86	2.001	0.061	*
資本政策の策定・見直しに関与	4.56	0.62	3.69	1.44	2.036	0.060	*
新たな増資ラウンドをアレンジ	4.22	0.88	3.38	1.80	1.547	0.142	
他のVCや銀行を紹介	4.56	0.62	4.31	0.95	0.826	0.419	
経営者幹部人材を紹介	3.83	0.71	3.54	1.61	0.618	0.546	
弁護士・会計士など専門家を紹介	4.00	0.69	3.92	1.19	0.210	0.836	
製品やサービスの開発に関与	3.39	0.92	2.46	1.61	1.866	0.078	
製品等のマーケティングに関与	4.00	0.69	2.92	1.55	2.341	0.033	**
他社との事業提携に関与	4.33	0.69	3.92	1.19	1.118	0.278	
大学・公的研究機関連携に関与	3.28	0.96	3.08	1.55	0.413	0.684	
会社のIPOに向けた準備	3.94	0.80	3.50	1.38	1.007	0.329	
会社の売却・M&A等のアレンジ	4.11	0.58	3.69	0.95	1.412	0.175	
経営者の率直な意見交換相手	4.78	0.43	4.31	1.03	1.550	0.142	
経営者への励まし・動機づけ	4.83	0.38	4.15	1.07	2.194	0.046	**
会社の危機で経営者を支える	4.56	0.78	4.08	1.04	1.399	0.176	
会社の株主の関係を調整	4.00	0.69	3.00	1.68	2.024	0.061	*
ガバナンス・コンプラの向上	4.06	0.73	3.54	1.27	1.324	0.202	

(注) \*\*は有意水準5%で差が認められる。\*は有意水準10%で差が認められる。

中小機構出資ファンド GP N=18 純民間ファンド GP N=13

## 7. ベンチャーファンド事業の効果

### (1) 中小機構のファンド出資の効果

中小機構のファンド出資の効果について、実際に出資を受けた中小機構出資ファンドを運営するVCに聞いた結果が、図表 8-25 である。ここでは、アンケート回答の「該当する」、「中立」、「該当しない」の比率を見る（回答の平均と標準偏差については図表 8-26）。

ファンドの組成に関しては、「機構の出資がなければファンド組成が困難だった」と回答したVCが 72.7%と、ベンチャーファンドの組成において、中小機構の出資が重要であることが明確となっている。すなわち、仮に中小機構のファンドへの出資がなかったとするならば、本アンケートの回答ファンドの7割が組成されず、これらのファンドからのベンチャー企業へのリスク資金の供給とハンズオン支援がなされないこととなる。仮に、ベンチャーファンド事業がなかったとするならば、アーリーステージ、シードステージのベンチャー企業へのリスク資金の供給とハンズオン支援は大きく阻害される可能性がある。また、一般に規模が大きいVCや大企業系列のVCはファンドの資金調達が比較的容易であることから、この項目に該当するVCは、独立系のVCや新進VCであることが推測され、このアンケート結果は、ベンチャーファンド事業がその目標の一つである「独立系VCの育成」に貢献していることを示すものと考えられる。

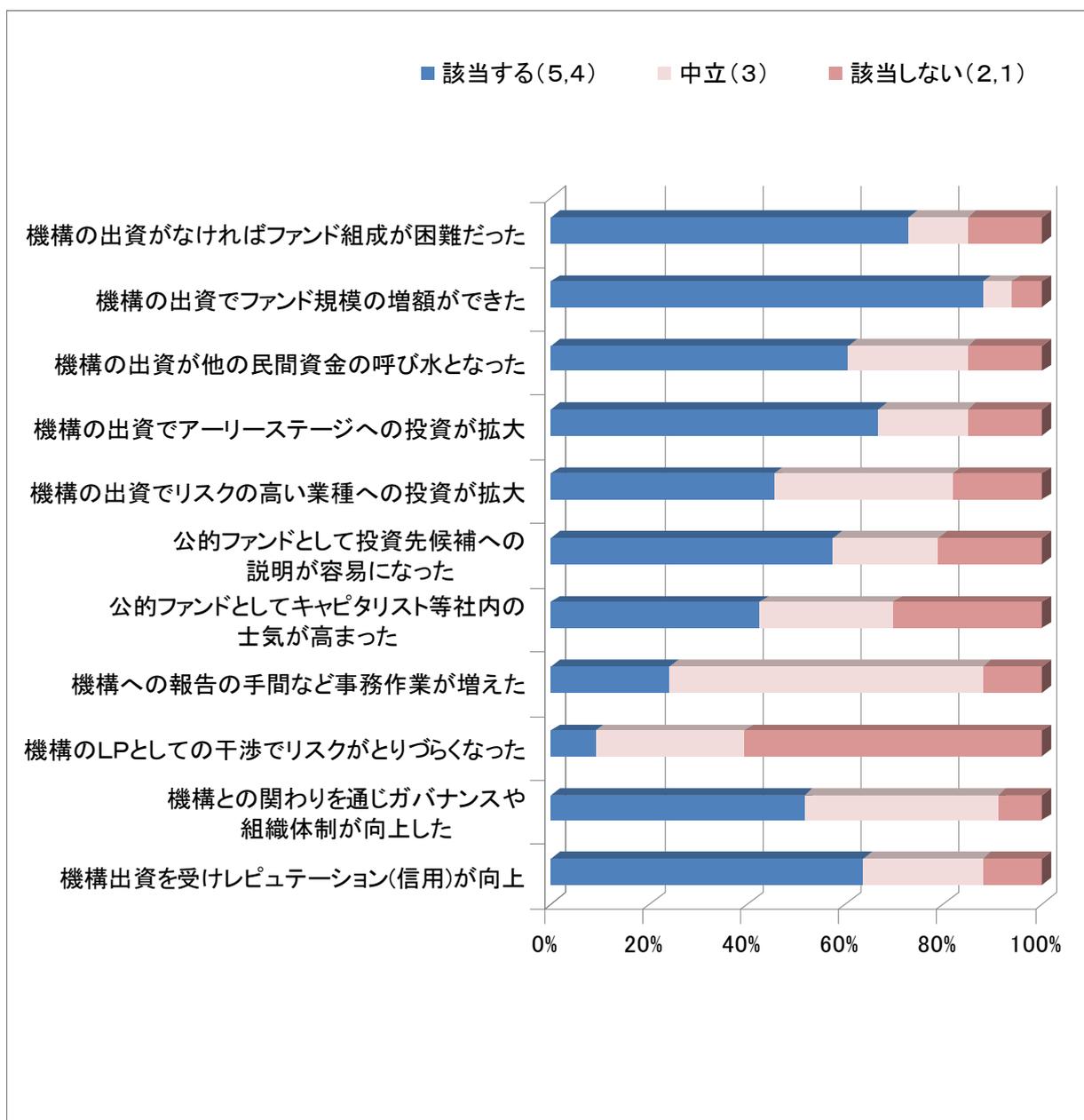
「機構の出資でファンド規模の増額ができた」が 87.9%、「機構の出資が他の民間資金の呼び水となった」が 60.6%であったことも、中小機構の出資によりファンドの規模が増大しその分ベンチャー企業への投資が増加したこと、「呼び水効果」が実際に存在していることが確認できた。

「中小機構出資を受けたことでレピュテーション（信用）が向上した」が 63.6%、「公的ファンドとして投資先候補への説明が容易になった」が 57.6%を占めたことは、中小機構という公的機関が審査を実施してファンドへの出資を行ったということの「お墨付き効果」が確認できる。中小機構のファンド事業の目標の一つである「ファンドの社会的信用の向上」にベンチャーファンド事業が一定の貢献をしているといえる。さらに、約半数の 51.5%が「機構との関わりを通じてガバナンスや組織体制が向上した」としており、中小機構の出資に関連する審査やモニタリングが出資先VCのガバナンスや組織に一定のポジティブな影響を及ぼしていると考えられる。2006年の一連のベンチャー企業の不祥事が社会問題となったようにベンチャー企業のガバナンスの向上は、ベンチャー企業政策の大きな課題であるが、ファ

ンドやVCのガバナンスの向上に事業が貢献していることは広い意味での政策効果のひとつとして注目に値する。

公的機関の関与に関するネガティブな項目である「機構への報告の手間など事務作業が増えた」、「機構のLPとしての干渉でリスクがとりづらくなった」については、「該当する」がそれぞれ24.2%、9.1%と比較的低い結果となっており、ネガティブなインパクトを低めに抑える運営がなされていることが推測できる。

図表 8-25 機構のファンド出資の効果（構成比）



N=33

図表 8-26 中小機構のファンド出資の効果（平均値）

	平均	標準偏差
機構の出資がなければファンド組成が困難だった	4.06	1.34
機構の出資でファンド規模の増額ができた	4.52	0.97
機構の出資が他の民間資金の呼び水となった	3.91	1.38
機構の出資でアーリーステージへの投資が拡大した	3.97	1.29
機構の出資でリスクの高い業種への投資が拡大した	3.55	1.33
公的ファンドとして投資先候補への説明が容易になった	3.55	1.35
公的ファンドとしてキャピタリスト等社内の士気が高まった	3.12	1.49
機構への報告の手間など事務作業が増えた	3.12	0.86
機構のLPとしての干渉でリスクがとりづらくなった	2.21	1.05
機構との関わりを通じガバナンスや組織体制が向上した	3.58	0.97
機構出資を受けたことでレピュテーション(信用)が向上した	3.79	1.17

N=33

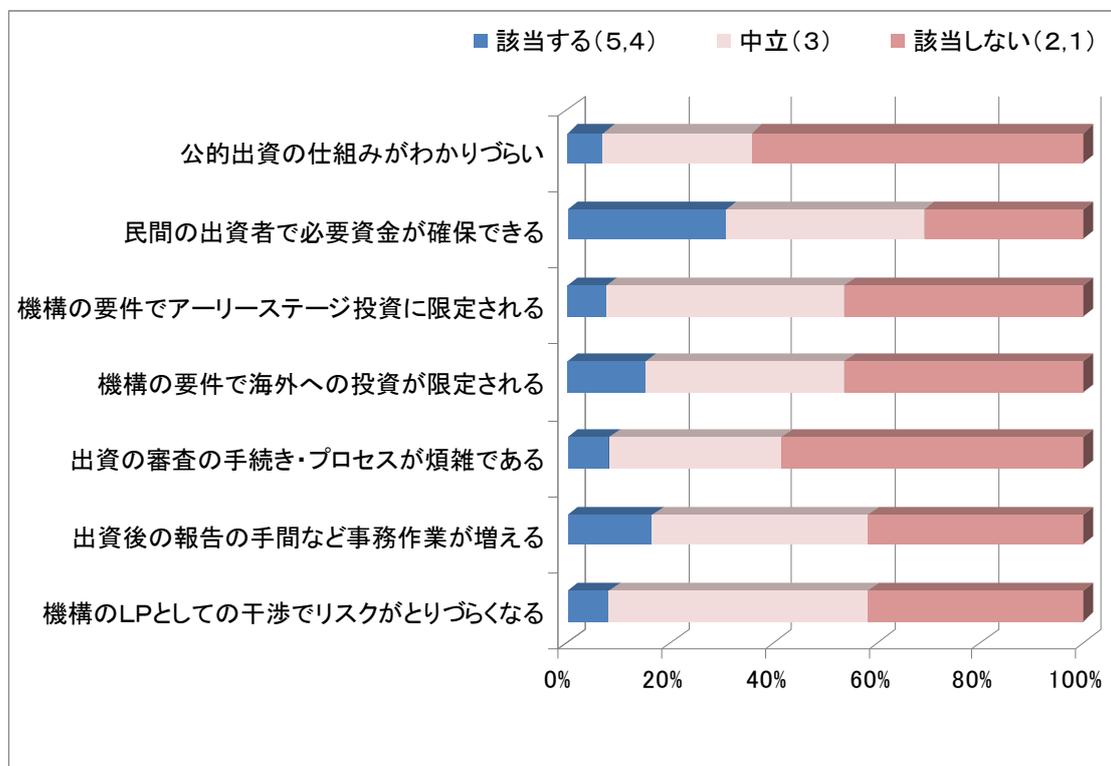
## （２）純民間ファンドの公的出資を受けない理由

中小機構のファンド出資の効果について、実際に出資を受けた中小機構出資ファンドを運営するVCは肯定的な評価をしているが、中小機構の出資を受けていない純民間ファンドを運営するVCはなぜ中小機構のファンド出資を受けないのか。その理由を純民間ファンドのVCに聞いた結果が、図表 8-27 である。ここでは、アンケート回答の「該当する」、「中立」、「該当しない」の比率を見る（回答の平均と標準偏差については図表 8-28）。

中小機構のファンド出資を受けない理由でもっとも高い比率を占めたものが、「民間の出資者で必要資金が確保できる」で 30.8%である。これは銀行や保険会社など大企業の系列のVCの場合、中小機構の出資によらずとも、親会社からの出資でファンドを組成できるということを反映していると考えられる。また、「出資後の報告の手間など事務作業が増える」が 16.7%と中小機構のファンド出資に係る事務量の指摘があるとともに、「機構の出資により海外への投資が限定される」が 15.4%と制度面での対象限定の問題、グローバル対応の必要性についての指摘もなされている（ファンド事業には、投資先企業の7割が国内中小企業でなければならないという要件がある）。

なお、これらの出資を受けない理由が全般的にやや低めの構成比となっていることは、アンケート回答VC企業の多くが中小機構のファンド事業に興味を有しているVCであるためバイアスがかかって可能性もある。しかし、民間VCのデータが不足する中でその公的制度に対する認識を見る上で参考にはなると考えられる。

図表 8-27 機構のファンド出資を受けない理由（構成比）



N=13

図表 8-28 機構のファンド出資を受けない理由

	平均	標準偏差
機構ファンド出資事業の認知度・申請	2.77	1.09
公的出資の仕組みがわかりづらい	2	1.08
民間の出資者で必要資金が確保できる	3.08	1.55
機構の要件によりアーリーステージの投資に限定される	2.15	1.14
機構の要件により海外への投資が限定される	2.38	1.5
出資の審査の手続き・プロセスが煩雑である	2	1.13
出資後の報告の手間など事務作業が増える	2.42	1.38
機構のLPとしての干渉でリスクがとりづらくなる	2.25	1.14

N=13

## 8. ベンチャー企業への公的支援についての意見

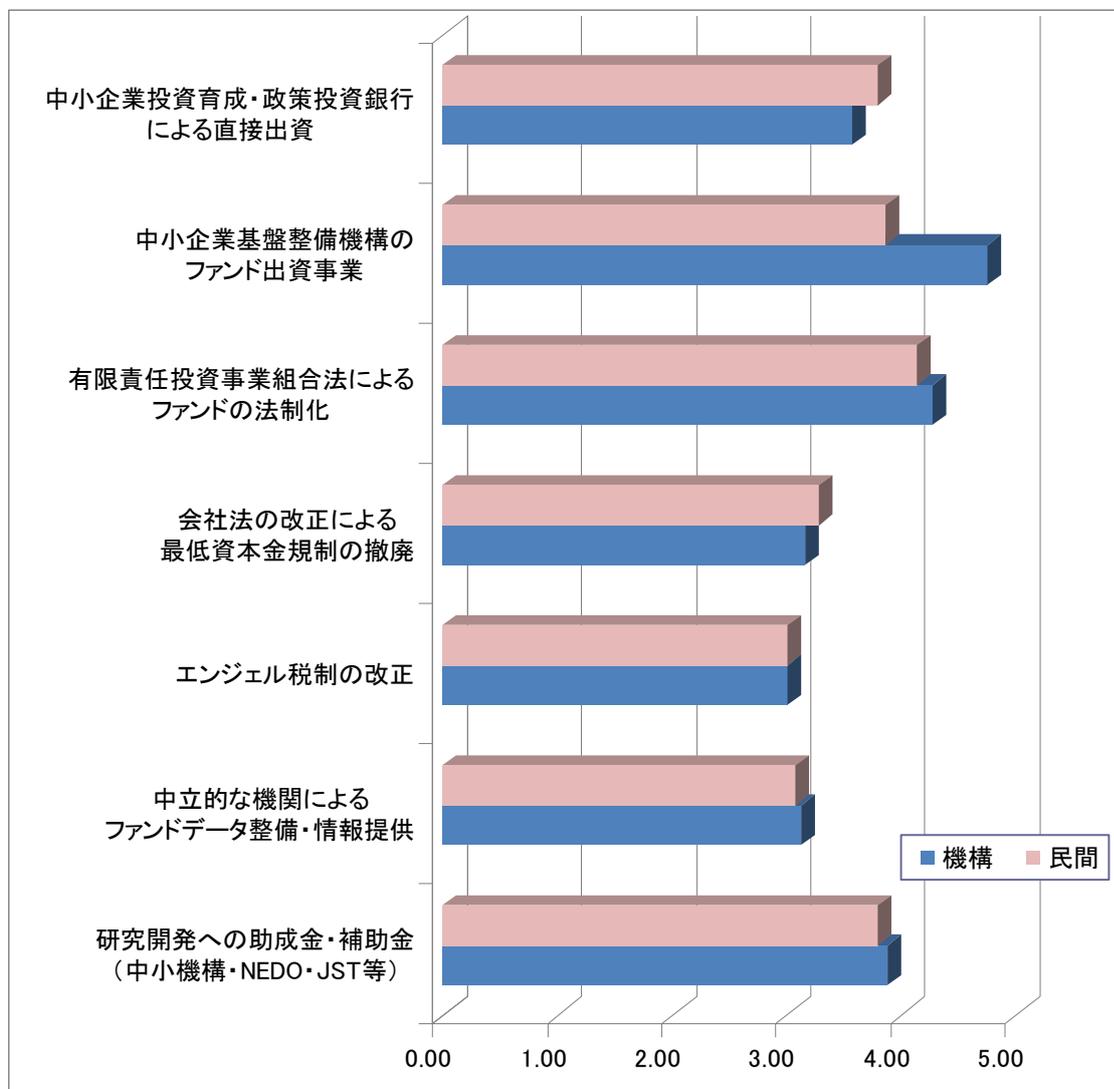
### (1) ベンチャー支援策の評価

ベンチャー企業への公的支援策について、ファイナンス支援を中心として主要なものを掲げてVCの評価を聞いた結果が図表 8-29 である。中小機構出資ファンド GP、純民間ファンド GP、全体の回答の平均値、標準偏差を示したものが図表 8-30 である。

全体の回答の平均を見ると、「中小機構のファンド事業」(4.46)が最も高く評価されており、「投資事業有限責任組合法によるファンドの法制化」(4.23)、「研究開発への助成金・補助金」(3.85)、「中小企業投資育成・政策投資銀行による直接出資」(3.64)がそれに続く。中小機構出資ファンドの GP と純民間ファンドの別で見ると、中小機構出資ファンド GP では「中小機構のファンド事業」(4.76、標準偏差：0.50)が圧倒的に高く、ファンド事業の満足度の高さが確認できる。また、純民間ファンドの GP では、「投資事業有限責任組合法によるファンドの法制化」(4.14)が最も高くなっている。「会社法の改正による最低資本金規制の撤廃」(3.19)、「中立的な機関によるファンドデータの整備・情報提供」(3.11)、「エンジェル税制の改正」(3.00)については、中立的な意見が大勢を占めている。

また、「5 該当する」の数で支援策の順位づけをしたものが図表 8-31 である。5 の数で順位付けした結果も平均値の分析と同様になっている。

図表 8-29 ベンチャー企業への公的支援についての意見（現状の評価）



中小機構出資ファンド： N=33 純民間ファンド： N=14

図表 8-30 ベンチャー企業への公的支援についての意見（現状の評価）

現状の評価	機構出資 GP		純民間 GP		全 体	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
中小企業投資育成・政策 投資銀行による直接出資	3.58	1.17	3.79	0.80	3.64	1.07
中小機構の ファンド出資事業	4.76	0.50	3.86	0.77	4.49	0.72
投資事業有限責任組合法 によるファンドの法制化	4.27	0.91	4.14	0.77	4.23	0.87
会社法の改正による最低 資本金規制の撤廃	3.15	1.23	3.29	1.07	3.19	1.17
エンジェル税制 の改正	3.00	0.97	3.00	1.30	3.00	1.06
中立的な機関によるファン ドデータ整備・情報提供	3.12	1.19	3.07	0.92	3.11	1.11
研究開発への助成金・ 補助金	3.88	0.99	3.79	0.89	3.85	0.96

中小機構出資ファンド： N=33 純民間ファンド： N=14

図表 8-31 ベンチャー企業への公的支援についての意見（評価の順位：「5」の回答数）

	該当(件)	比率
中小機構のファンド出資事業	29	61.7%
有限責任投資事業組合法によるファンドの法制化	23	48.9%
研究開発への助成金・補助金(中小機構・NEDO・JST 等)	15	31.9%
中小企業投資育成・政策投資銀行による直接出資	10	21.3%
会社法の改正による最低資本金規制の撤廃	8	17.0%
中立的な機関によるファンドデータ整備・情報提供	6	12.8%
エンジェル税制の改正	4	8.5%

N=47

## (2) ベンチャー支援策に関する要望

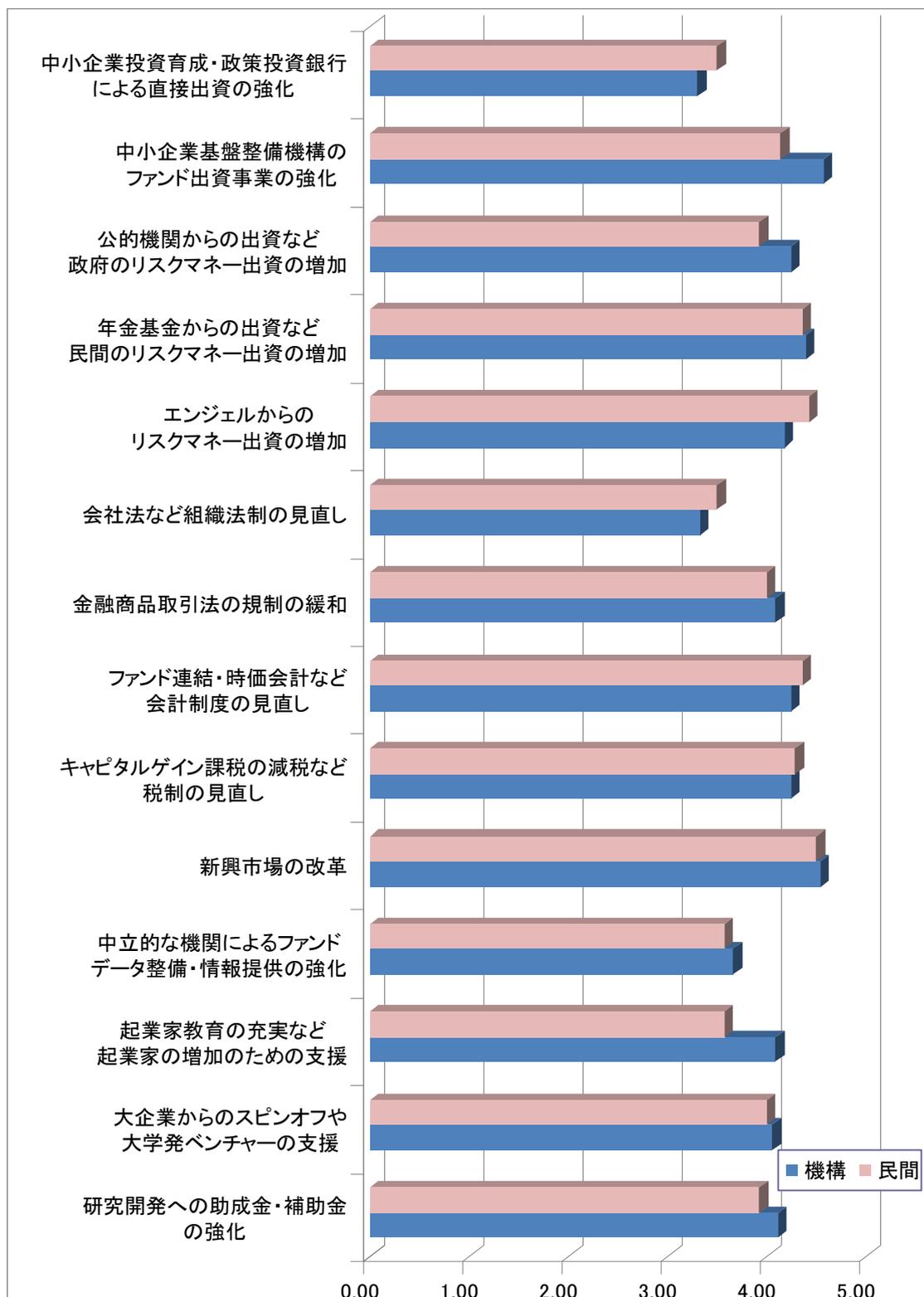
ベンチャー企業への公的支援策について、ファイナンス支援を中心として今後の政策要望をVCに聞いた結果が図表 8-32 である。中小機構出資ファンド GP、純民間ファンド GP、全体の回答の平均値、標準偏差を示したものが図表 8-33 となる。

全体の回答の平均を見ると、「新興市場の改革」(4.53)が最も高く、VCの多くが新興市場の状況を憂慮し、その改革を希望していることが分かる。新興市場は投資先企業のエグジットの可能性と密接に関わり、ファンドの収益と直結するためVCにとっての最大の関心事であると推測できる。次いで、「中小機構のファンド事業の強化」(4.45)が要望されている。続いて「年金基金からの出資など民間のリスクマネー出資の増加」(4.38)、「エンジェルからのリスクマネー出資の増加」(4.26)、「公的機関からの出資など政府のリスクマネー出資の増加」(4.15)といったリスクマネーの供給量の増加に関する要望が多い。

また、「ファンド連結・時価会計など会計制度の見直し」(4.28)、「キャピタルゲイン課税の減税など税制の見直し」(4.26)、「金融商品取引法の規制の緩和」(4.06)と会計や税制など制度面の環境整備の要望も出ている。「研究開発への助成金・補助金の強化」(4.06)、「大企業からのスピノフや大学発ベンチャーの支援」(4.06)、「起業家教育の充実など起業家の増加のための支援」(3.94)といったベンチャー企業の創出に関連する支援についての要望も強い。

中小機構出資ファンドの GP と純民間ファンドの別で見ると、中小機構出資ファンド GP では「中小機構のファンド事業の強化」(4.58)が高い。ベンチャーファンド事業の満足度の高さと継続的な活用の可能性を覗うことができる。純民間ファンドの GP では、「新興市場の改革」(4.50)が最も高くなっている。「会社法など組織法制の見直し」(3.38)、「中小企業投資育成・政策投資銀行による直接出資の強化」(3.36)については、中立的な意見が大勢を占めている。また、「5該当する」の数で支援策の順位づけをしたものが図表 8-34 である。5の数で順位付けした結果も平均値の分析と同様になっている。

図表 8-32 ベンチャー企業への公的支援についての意見（今後の政策要望）



中小機構出資ファンド N=33 純民間ファンド N=13

図表 8-33 ベンチャー企業への公的支援についての意見（今後の政策要望）

今後の政策要望	機構出資 GP		純民間 GP		全 体	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
投資育成・政策投資銀行による直接出資の強化	3.30	1.42	3.50	1.16	3.36	1.34
中小機構のファンド出資事業の強化	4.58	0.75	4.14	0.77	4.45	0.77
公的機関の出資など政府のリスクマネー出資の増加	4.24	1.09	3.93	1.21	4.15	1.12
年金基金の出資など民間のリスクマネー出資の増加	4.39	0.86	4.36	1.01	4.38	0.90
エンジェルからのリスクマネー出資の増加	4.18	0.92	4.43	0.85	4.26	0.90
会社法など組織法制の見直し	3.33	0.65	3.50	0.85	3.38	0.71
金融商品取引法の規制の緩和	4.09	0.98	4.00	1.04	4.06	0.99
ファンド連結・時価会計など会計制度の見直し	4.24	0.83	4.36	0.84	4.28	0.83
キャピタルゲイン課税の減税など税制の見直し	4.24	0.83	4.29	0.91	4.26	0.85
新興市場の改革	4.55	0.71	4.5	0.94	4.53	0.78
中立的機関のファンドデータ整備・情報提供の強化	3.67	1.11	3.57	1.09	3.64	1.09
起業家教育の充実など起業家の増加のための支援	4.09	0.98	3.57	1.22	3.94	1.07
大企業からのスピノフや大学発ベンチャーの支援	4.06	0.93	4.00	0.88	4.04	0.91
研究開発への助成金・補助金の強化	4.12	0.93	3.93	0.83	4.06	0.89

中小機構出資ファンド N=33 純民間ファンド N=14

図表 8-34 ベンチャー企業への公的支援についての意見（政策要望の順位：「5」の回答数）

	該当(件)	比率
新興市場の改革	32	68.1%
中小機構のファンド出資事業の強化	29	61.7%
年金基金からの出資など民間のリスクマネー出資の増加	29	61.7%
公的機関からの出資など政府のリスクマネー出資の増加	24	51.1%
エンジェルからのリスクマネー出資の増加	24	51.1%
ファンド連結・時価会計など会計制度の見直し	24	51.1%
キャピタルゲイン課税の減税など税制の見直し	23	48.9%
金融商品取引法の規制の緩和	22	46.8%
研究開発への助成金・補助金の強化	19	40.4%
起業家教育の充実など起業家の増加のための支援	17	36.2%
大企業からのスピノフや大学発ベンチャーの支援	17	36.2%
中立的な機関によるファンドデータ整備・情報提供の強化	13	27.7%
中小企業投資育成・政策投資銀行による直接出資の強化	12	25.5%
会社法など組織法制の見直し	4	8.5%

N=47

中小機構出資ファンドと純民間ファンドの回答の平均値、標準偏差を示し、その差についてウエルチの t テスト（分散を等しくないと仮定した標本による）で有意差の検定をして有意差が出た項目を示したものが図表 8-35 である。「中小機構のファンド事業」の評価では有意水準 1%で差が認められ、「中小機構のファンド事業の強化」では、有意水準 10%で差が認められる。また、「起業家教育の充実など起業家増加の支援」についても有意水準は低い  
が中小機構出資ファンドの GP の要望が強い。

図表 8-35 ベンチャー企業への公的支援についての意見（中小機構出資と純民間の差）

	機構出資ファンド		純民間ファンド		t 値	p 値 P(T<=t) 両側
	平均	標準偏差	平均	標準偏差		
中小機構のファンド出資事業	4.76	0.50	3.86	0.77	4.026	0.001
中小機構のファンド出資事業の強化	4.58	0.75	4.14	0.77	1.775	0.089
起業家教育の充実など起業家の増加の支援	4.09	0.98	3.57	1.22	1.409	0.174

中小機構出資ファンド N=33 純民間ファンド N=43

以上、ベンチャー支援の重要なプレーヤーである VC からのベンチャー企業への支援の評価や要望についてみてきた。過去の支援策の評価としてはファンド法制やベンチャーファンド事業が高く評価されており、これまでの支援策に一定の効果があったことが推測できる。一方、今後の要望については、新興市場の改革、ベンチャーファンド事業の強化、リスクマネーの増加など幅広い支援策が要求されている。起業家教育や研究開発助成などベンチャーが創出される基礎環境の整備から、ベンチャーファンド事業のような成長支援、新興市場改革、金融制度改革、税制改正などのような市場環境整備、制度の枠組み整備など、今後のベンチャー企業の支援については単独の支援策でなく、多面的かつ継続的な支援策の充実が求められていると考えられる。



## 第九章 アウトカム分析③： ケーススタディ

第七章、第八章では、ベンチャーファンド事業のアウトカムとしてファンド投資先企業の成長や、公的資金の出資のVCに及ぼす影響などについて、データベースの分析やアンケート調査結果の分析によって見てきた。一方、個々のVCやベンチャーキャピタリストはベンチャーファンド事業をどのように見ているのだろうか。本章では、ここまでの分析の内容を補完し、更に深めるためVCの経営者やファンドマネージャー等への個別ヒアリング調査の結果を示し、その内容を分析する。また、ファンド投資先企業についても、事業に対する満足度を確認するとともに、成功事例とされる株式公開企業について概観しつつ代表的な成功企業のケースを見ることでアウトカムの定性分析とする。

## 1. VCヒアリング調査の概要

前章までのデータ分析やアンケート調査結果分析を補完し更に内容を深めるため、VCへのヒアリング調査を実施した。ヒアリング調査はベンチャーファンド事業のアウトカムの更なる掘下げと、ベンチャーファンド事業やベンチャー企業支援策の課題等の把握を目的としており、ファンドのタイプに着目して、①一般ファンド、②産学連携ファンド・バイオフィェンド、③地域ファンド、④公的機関連携ファンドの各ファンドを運営するVCの代表取締役又は幹部に対して実施した。あわせて、中小機構の出資を受けていない純民間ファンドを運営するVCに対しても調査を実施した。調査時点は2010年で、ヒアリング項目は以下のとおりである。

- ベンチャーファンド事業の意義
- ベンチャーファンド事業の効果
- ハンズオン支援について
- ベンチャーファンド事業を効果的にするためには何が必要か
- ベンチャー企業へのファイナンス支援のために必要な施策は何か

ここでは、ヒアリング調査の結果とあわせてを中小機構出資ファンドの概要、VCの概要を示す。

## 2. 一般ファンドの運営VC

### (1) 日本アジア投資株式会社

相談役 立岡登與次氏

いつの時代もリスクマネーは少ない。

銀行系や証券系のVCは親会社から資金調達ができる。彼らの投資決定の多くは親会社の取引関係に影響を受けており、純粋なVCの活動をする上で、甘くなる部分や、やりにくい部分も出ると思う。一方、独立系の場合はファンドの出資者を見つけるのがむずかしい。リスクのあるファンドに安定して資金を供給する民間出資者は少ない。ファンドを運営しようとする資金調達にかかる労力が大きくならざるを得ない。そのような中であって、ベンチャーファンド事業による中小機構の出資は非常に大きな意味を持つ。独立系VCにとってなくてはならない制度である。

中小機構の出資を受けて組成したジャイク・インキュベーション1号は、我々としても挑戦的なファンドであった。従前の投資スタイルと異なり、シード・アーリーステージを中心とする投資をすることについて、ファンドとして成り立つのかどうか確信が持てなかった。中小機構の出資がなければ、ファンド組成はできなかったと思う。ファンドの設立総会において、「リターンをあげることができるかどうか自信がない。」と言ったことを覚えている。

しかし、実際にファンドを運営していくと、予想以上に良い結果となった。シード・アーリーステージから投資し積極的にハンズオン支援を実施することで良い企業が育ち、新規株式公開も多く出た。組織の面でも、中小機構から出資を受けて公的ファンドを組成するということで、若手を中心に専門チームを作った。その中から現在の日本アジア投資を支える良いキャピタリストが育ってきたと思う。「企業を育てる」という経験を積むことで、若手が成功体験を得ることができたことは当社にとって良い財産となった。また、シードステージで投資するということは、低価格で株式を取得し、企業価値を高めて高価格で売却できるためファンドの収益の面で有利である。

景気が悪化し、ベンチャー投資が冷え込んでいる今日だからこそ、中小機構のような公的機関の出資の重要性が増している。

【ファンド概要】 ジャイク・インキュベーション1号

組成：2000年 ファンド総額：25億円（うち中小機構出資10億円）

特徴：スタートアップ、アーリーステージを中心としたベンチャー企業に投資するファンド。企業が創業して早いステージからの投資ということで、インキュベーション（孵化）の名称がついている。全国信用金庫連合会（現：信金中央金庫）や地域の信用金庫も有限責任組合員として本組合に出資しており、投資先の発掘・育成に地域金融機関のネットワークを活用している。

【VC概要】 日本アジア投資株式会社

設立：1981年 資本金：27,166百万円 従業員：連結236名／単独135名

特徴：1981年に日本アセアン投資株式会社として経済同友会加盟102社を株主として発足（当時、資本金10億円）。設立当初は、日本からアセアン諸国への企業進出に対して投融資することを業務としていた（現地法人に投資）。1991年には、日本アジア投資株式会社に社名変更し、国内向けの投資を開始した。その後のアジア経済危機等を背景に1995年には国内企業専門のファンドを設立し、国内投資へシフトする。1996年にジャスダック上場。1998年には、立岡登與次氏が社長に就任し、「VCとして金融資本と産業資本の架け橋となり、ベンチャー企業、新産業の育成発展に貢献する」ことを企業理念に、ハンズオン型のベンチャー企業投資を強化した。立岡氏は、「ユニット（チーム）制」の組織形態を導入し、1チーム3人から5人の投資チーム（ユニット）が投資先企業の発掘、審査、投資、ハンズオン支援、エグジットまでを一貫して実施することとした。3000万円以下の投資には役員の決済を不要とするなど各ユニットに権限を委譲し、機動的な投資を目指した。

## (2) ニュー・フロンティア・パートナーズ株式会社

前社長 早野利人氏

ニュー・フロンティア・パートナーズは、証券会社の子会社としてスタートした。当時、証券子会社のVCのベンチャー企業への投資は、レイターステージで株式公開直前の企業への投資が主流であり、米国のクラシックVCのようなシードステージから企業を育てるといふ純粋なVC活動とは程遠いものであった。しかし、ベンチャーファンド事業ができたので中小機構の出資をうけて、KF-インキュベーションファンドのような本来のVC活動をするファンドの組成ができた。KF-インキュベーションファンドは、投資先を十分に選んで早い時期から投資し、リードインベスターとして会社の経営に積極的に関与するというスタイルをとった。投資先企業にキャピタリストを取締役として派遣し、経営会議に参加し経営戦略の策定の支援をした。ベンチャー企業の社長は常にオールマイティではなく、それを補佐する人材が重要である。しかし、ベンチャー企業単独ではそのような人材を獲得しづらいので、社長の相談相手となりつつ企業の組織づくりをしていくことがキャピタリストの重要な役割となる。また、投資先企業のアライアンス先など連携を拡大していくこともVCの重要な役割である。VCのリスクは時間リスクと流動性リスクであり、アーリーステージのベンチャー企業への投資をしようとする通常の民間出資者はそのリスクが過大であると考えて資金を出さない。日本は年金基金などからの資金流入やビジネスエンジェルの投資も少なく、ベンチャーファイナンスにとって厳しい環境である。公的な出資によるリスク軽減があつてこそ、インキュベーションファンドのような形態が可能となる。

また、時代の潮流を十分に見ていく必要がある。2000年前後を境にベンチャー企業への投資環境が一変した。新興市場が次々と開設され、投資事業有限責任組合法のようなファンド法制が整備され、ベンチャーファンド事業が創設された。これにより、ベンチャー企業への投資の気運が一気に高まり、IT系のベンチャー企業を中心に投資が進んだ。市場の環境もよく、新規株式公開も多く、公開時の株価も高くなっていたので多くのリターンが得られた。ベンチャーファンド事業で2000年前後のファンドのパフォーマンスが良いのは、市場の要因も大きい。ベンチャーファンド事業はこのようなベンチャー企業の活動の拡大のきっかけを作った制度として価値がある。しかし、2006年を期に、大きな変化が訪れる。ライブドアショックや一連の不祥事により、ベンチャー企業に対する市場の信頼が損なわれ、株価が一気に下落する。新規株式公開が減少し、公開時の株価も低いために、ファンドのリターンが上がらない状況が続く。その結果、出資者からファンドに資金が集まらず、ファンド組成がで

きないため、ベンチャー企業への投資が滞り、ベンチャー企業が成長しないという悪循環となっている。このようなときこそ、ベンチャーファンド事業のような公的なファンド出資が重要である。公的資金が民間のリスク資金を下支えするべきである。

一方、中小機構のベンチャーファンド事業の運営に課題がないかということそうではない。地域企業へ投資するファンドのような政策性を追求するファンドを作るのであれば、当該ファンドはリターンが低いことを前提として、その数や出資金額をコントロールするべきである。中小機構の中で、ファンド投資対象の性質、産業分野、ステージを整理し全体のポートフォリオを管理できる仕組みが必要ではないか。その時々々の流行や政治的な動きに合わせてファンドを組成していたのでは、政策性とリターンの両立はできない。また、政治的な要因によってベンチャー企業への政策が大きく変わることは良くない。政局に左右されない一貫性をもったベンチャー企業政策推進体制が必要である。また、企業の成長フェーズは業種によって様々であるので、創業7年未満の企業にファンド投資総額の7割を投資するという一律の基準は緩和すべきではないか。

#### 【ファンド概要】 KF-インキュベーションファンド

組成：2000年 ファンド総額：20億円（うち中小機構出資10億円）

特徴：情報、通信、サービス、環境、バイオ関連等に投資。特に、創業間もない企業に積極的に投資し担当者が一貫した企業育成を図る。大企業の傘下でありながら、独立性の強い小規模なVCがファンド運営をしていることを活かし、機動的な投資とハンズオン支援を実施。

#### 【VC概要】 ニュー・フロンティア・パートナーズ株式会社

設立：1985年 資本金：10百万円

特徴：成長性の高い中堅・ベンチャー企業への投資を実施することを目的に、1985年に国際証券の子会社として創設。1986年に第一号ファンドを組成し、その後2009年末までに21ファンドを組成。その出資金総額は500億円を超えている。開拓・投資・育成・回収の全プロセスに責任をもって支援することがVCの原点であり、本来の姿であると考え、中堅・ベンチャー企業に対して同じ投資担当者がビジネス・パートナーとして、投資時から株式公開まで一貫してサポートする「ホームドクター制」をとる。企業の成長とともに、ステージ毎に直面している問題解決をして、資金を提供するインベスター機能と、ホームドクターとしてのコンサルタント機能を併せ持つ「企業価値創造型のVC」を目指す。

### 3. 産学連携ファンド・バイオフンドの運営VC

#### (1) 先端科学技術エンタープライズ株式会社

代表取締役 若林拓朗氏

大学発ベンチャーの支援のために大学教授とともに先端科学技術エンタープライズ株式会社を立ち上げたが、当初は関係者の権利関係の調整と組織体制の整備に苦労した。大学の技術を活用する企業に投資する産学連携型ファンドの組成の際には、新しい会社であるため投資やファンド運営の実績がなく、キャピタリストとしてもトラックレコードがなかったため資金調達が難航した。そのような中で、中小機構の出資によりファンドの規模を確保することができたし、中小機構が審査を実施して出資するという事実が他の民間出資者が安心して出資するというきっかけを作る効果もあった。中小機構の出資がファンドのレピュテーションを高め「呼び水効果」を生んだといえる。また、ファンドの運営に当たっては、中小機構から出資者としての情報提供やアドバイスも受けており、他の民間出資者からのアドバイスと合わせて役立てている。

大学発ベンチャーへの投資に際しては、米国のブティック型のVCのスタイルで、少数の企業を厳選して、成長ステージの早い段階で投資し、取締役就任に就任しつつ丁寧に企業価値の増大を図ることが重要と考えている。ただし、成長ステージの後期の資金量を確保する時は、当社のファンドからの追加投資ではカバーできなくなるので、大手VCとの連携による一貫した企業育成の実現が課題となっている。

#### 【ファンド概要】 アステック・テクノロジー・インキュベーション・ファンド

設立：2002年 ファンド総額：10.4億円（うち中小機構出資5億円）

特徴：東京大学の先端科学技術インキュベーションセンターとの緊密な関係を活かし、主に東京大学発の技術を基に事業化するベンチャー企業に対してシード段階から投資を行う。

#### 【VC概要】 先端科学技術エンタープライズ株式会社

設立：2001年 資本金：12百万円 従業員：3名

特徴：東京大学の技術シーズの事業化支援を目的に同大学の教授やOBによって2001年に設立された。投資にあたっては、技術の潜在力の高さ、強力な事業推進者の有無を基準に企業を選定し、投資後は取締役就任を含めた積極的なハンズオン支援により企業の育成を図って

いる。代表者の若林拓朗氏は株式会社リクルートでの新規事業開発、ベンチャー投資の業務を経て、先端科学技術エンタープライズ株式会社を設立している。

投資の基本スタイルとして、

- グローバルな競争優位性を有するシードステージ・アーリーステージの企業に投資、
  - 株式市場のブームにとらわれずイノベティブな製品・サービスを提供する企業に投資、
  - ライフサイエンス・エレクトロニクス・ソフトウェア・通信・材料・環境など幅広い領域の企業に投資、
  - 投資先企業の成長に貢献する付加価値が高い支援と投資のリスクを軽減する方策を採用、
  - 技術とともに投資先企業のチームとしての能力（スキル・ビジョン・倫理観）を重視、
- を掲げ、起業家の真のパートナーとして、ベンチャー企業に対する投資を通じて社会にインパクトを与えるイノベーションを創り出すことを目指している。

## (2) 株式会社東京大学エッジキャピタル

取締役 辻秀樹氏

ベンチャーファンド事業の意義は大きい。中小機構の出資がなければ 2004 年の U-tech 1 号は十分なファンド規模が確保できなかったし、2009 年の U-tech 2 号は組成すらできなかったと思う。景気や市場の変動がある中で民間出資者の状況が大きく変わるので、公的セクターの安定した支援が必要である。

また、独立系のファンドや若手のキャピタリストのファンドでは、投資実績のトラックレコードが十分に示せないため、通常の民間出資者からの資金は得られにくい。公的機関がキーインベスターとなることによって、これらの新進 VC のレピュテーション向上につながる。ベンチャーファンド事業は新進・若手キャピタリストに大きなチャンスを提供している。大手の VC はヒエラルキー組織となっており、投資や企業育成のプロセスが分断されるため、真の意味でのハンズオン支援はできない。パートナーシップ型の VC による一貫した支援が重要となるが、そのような VC 育成のためのベンチャーファンド事業の意義は大きい。

VC の役割としては、

- ①投資先企業の成長戦略の実現のために必要なファイナンス（シード・アーリーのみでなくすべてのフェーズで）、
- ②成長戦略の策定・経営の方向付け、
- ③戦略の変更と調整（組織の変更を含む）

があり、この様な支援を実施してこそ成長するベンチャー企業が生まれる。

ファイナンスについては、投資案件の最初から最後のステージまで責任を持って持続的に支援できるかどうか重要となる。シードやアーリーステージのみを支援し、エクспанション以降は他のキャピタルというのでは成長支援は難しい。最近ではひとつのプロジェクトで 50 億円程度の案件もあるので、ファンドの規模は大きいほうが良い。国際競争に勝つためには 400 億円程度のファンド規模は必要となる。経営の方向付けについては、経営者との信頼を得ることと優先株の確保による強制力の保持が重要。出てきた課題に対応するのみでなく、潜在的な課題を見つけ対処する能力が求められる。戦略の変更と調整については、企業の成長の過程で生じるさまざまな要因を分析し、戦略の変更をすると共に、組織をあわせていくことが必要で、場合によってはトップマネジメントの交代もありうる。

大学の技術シーズをビジネスにする過程で、ファンド投資が早すぎるいわゆる「早食い」の問題があるが、これは出資者からの投資を急げというプレッシャーに耐えられるかどうか

がポイントである。出資者を十分に選んで、VCが十分に投資先を選べるようにすることが必要である。

#### 【ファンド概要】 U-tech 1号

設立：2004年 ファンド総額：83億円（うち中小機構出資10億円）

特徴：東京大学の技術移転支援組織である東京大学エッジキャピタルが東京大学TLOと連携し、東京大学発の技術シーズを活用するベンチャー企業に投資し、事業化の支援をする。

#### 【VC概要】 株式会社東京大学エッジキャピタル

設立：2004年 資本金：10百万円 従業員：4名

特徴：ベンチャー企業を通じた大学の「知」の社会還元に向けて、優れた知的財産・人材を活用するベンチャー企業に対して投資を行うVCとして、2004年に設立。東京大学が承認する「技術移転関連事業者」として位置づけられている。東京大学の技術や人材を利用したベンチャー企業への投資業務、各種ベンチャー支援（起業支援、人材紹介、株式公開支援、M&A支援、専門家紹介）を実施。代表取締役の郷治氏は、通商産業省（現経済産業省）にて投資事業有限責任組合法、中小企業技術革新制度（SBIR）等を創設し、文化庁にて著作権等管理事業法、金融庁にて信託業法の起草を手がけ、退官して同社の代表取締役となる。VC投資とは、社会を変革するようなイノベーションを起す新しい企業に投資をしていくことと考え、持続的によい技術に基づいたディール（案件）が入ってくるかどうか、ベンチャーキャピタリストが中長期のファンドの成功のためにしっかりとコミットできる体制があるかどうかという点に留意しファンドを運営している。

ファンド運営の方針としては、

- 早い段階からのリード投資に専念、
- ベンチャー企業の成功のために関連する複数の技術を投資先に積極的に導入、
- 投資メンバーが全力でVC活動に取り組めるような体制づくり、を掲げる。

### (3) 株式会社ジャフコ

第三投資本部長 福田伸生氏

ベンチャーファンド事業のおかげで、リスクがとれるファンドが組成できた。バイオインダストリー関連のベンチャー企業を中心に投資する産学共創ファンドは、中小機構とジャフコの二人組で設立したが、このような新しい分野、リスクの高い分野のファンドは単独では設立できない。出資者が集まらないし、単独組成での収益確保を株主に約束・説明できない。このファンドはジャフコとしてもバイオインダストリーや大学発ベンチャーの投資に踏み出すきっかけとなった。現在運営中のファンドについては、厳しい状況下にはあるが、利益が上がるよう企業支援の努力をする。

しかし、あまりにリスクの大きい分野は官民のマッチングファンドのみでは無理があるようにも思う、バイオインダストリーやシードステージの企業に対しては、政府の補助によって育成する仕組みを強化すべきではないか。特にバイオについては、治験などのプロセスを経ることが必要で成長に時間がかかるため、ファンドの運営期間内に投資先企業が成長してエグジットで収益を回収するというモデルが成り立たないケースも多い。ファンドが投資する前にある程度企業が成長していないとファンドの収益は確保できない。したがって、シード段階での補助金による支援をもっと手厚くした上で、ある程度成長した企業にファンドが投資できる仕組みにすべきではないか。公的出資があるとはいえファンドだけでは無理がある。バイオインダストリーについては、厳しい状況が続くが、辛抱しながら公的支援を続けてゆくべきだと思う。

規制・制度の面での改革が進むことも期待している。産学連携では、現在、新しい世代の起業家が出てきており、面白い展開になっている。当初の大学発ベンチャーのように大学教授が経営をするのでは厳しいが、そうでない企業が増えてきており、リスクマネーを投資し、成長を促進することで大きな社会的インパクトをもたらす企業となることが期待される。

【ファンド概要】 ジャフコ 産学共創投資事業有限責任組合

設立：2002年 ファンド総額：20億円（うち中小機構出資10億円）

特徴：大学、研究機関が保有する技術シーズの事業化を行う企業を投資対象とする産学連携・バイオインダストリー振興型のファンド。特にバイオインダストリー関連企業に積極的に投資を実施。バイオをはじめとする大学の技術シーズへの投資はリスクが高いためジャフコ単独では取り組めないファンドであり、中小機構の出資により組成が可能となっている。ジャ

フコ初のバイオインダストリー専門ファンド。

【VC概要】 株式会社ジャフコ

設立：1973年 資本金：33,251百万円 従業員：連結 255名

特徴：日本のVC業界の草分け的存在で、1973年に野村証券株式会社、日本生命保険相互会社、株式会社三和銀行の3社の合弁企業として日本合同ファイナンスという名称で設立された（1997年に株式会社ジャフコに名称変更）。1982年には、民法上の任意組合を使った日本で初めての投資事業組合「ジャフコ1号」を関係省庁との困難な折衝を経て設立し、日本におけるファンドを使った投資のルールを形成した。また、同年には分離型ワラント債（新株引受権付社債）による投資を実施しており、新しい投資手法として以後のベンチャー投資スタイルの流れを作っている。その後も量的、質的にVC業界のリーディングカンパニーとして業界を牽引する。1987年には日本証券業協会に店頭売買銘柄として登録し、2001年には東京証券取引市場第一部に上場。現在、ベンチャー企業に投資するファンドでは、ファンド総数 46、ファンド総額 5,375億円を運営している。2010年4月現在の投資先企業の上場先企業数は 867社（国内 695社）で業界最多である。同社では、1990年代後半から未上場企業のあらゆる成長ステージの投資を行うフルラインの総合ファイナンス企業として活動している。

## 4. 地域ファンドの運営VC

### (1) フューチャーベンチャーキャピタル株式会社

代表取締役社長 川分陽二氏

フューチャーベンチャーキャピタルは京都に本社を置き、地域に密着して企業を育成するという視点で投資活動を実施している。地方自治体や地域金融機関と連携し、地域ファンドを組成して、有望なベンチャー企業を発掘・育成することを心掛けている。しかし、地域においては金融機関をはじめ民間の出資者は限られており、このような地域ファンドを組成する際に中小機構の出資は不可欠である。

一方で、地域においてファンドを運営し収益を上げていくことは難しいことも事実。

第一に、投資先として大きく成長するベンチャー企業を見つけることが難しい。地域経済においては投資対象となる若い企業や成長を目指す企業数が限定されている。

第二に、地域密着型で支援する人材が確保しにくい。フューチャーベンチャーキャピタルでは、ベンチャーキャピタリストが投資先企業に密着して若い企業を育てていく方針をとっており、各地域の拠点において有能なベンチャーキャピタリストを確保しておくことが重要である。しかし、このような人材を地域に派遣したり地域で発掘したり育てたりすることは難しい。

第三に、地域ではベンチャー企業の成長を促進する支援機関が多くない。公認会計士、弁護士、弁理士などの専門家などの支援体制を組むことがむずかしい。

このような地域におけるベンチャー企業育成の障害に直面しつつ、収益を確保できるようにファンド運営を頑張っている。

#### 【ファンド概要】 フューチャー二号

設立：1999年 ファンド総額：10億円（うち中小機構出資5億円）

特徴：関西圏（京都・滋賀等）を中心として情報通信や医療福祉等の新しいサービス産業に投資を実施する。地域金融機関や地域企業との連携のアレンジにより投資先企業を支援する。

#### 【VC概要】 フューチャーベンチャーキャピタル株式会社

設立：1998年 資本金：1,977百万円 従業員：47名（2009.3）

特徴：関西を地盤に活動する独立系VCとして1998年に設立。社長の川分陽二氏は、住友銀

行、日本アセアン投資の取締役を経て独立し、フューチャーベンチャーキャピタル株式会社を設立した。2001年にナスダックジャパンに上場。京都を本拠としつつも石川、三重、岩手、青森にも拠点を構え地域ファンドを運営する。地方自治体や金融機関などの地域のプレーヤーと密なネットワークを形成し、有望なベンチャー企業を発掘・育成するための豊富な情報収集網を構築することを目指す。また、投資先企業へのフォローを的確に行うためには、経営者と頻繁に面談を重ね、支援ニーズを汲み取っていくことが重要とし、実際に地域に拠点を置いて、日ごろからコミュニケーションをとることで信頼関係を深めるよう努力している。アーリーステージの企業への資金提供は、ベンチャー企業、ファンド出資者のみならず社会的にも期待されていると考え、積極的に投資を行っている。

## 5. 公的機関連携ファンドの運営VC

### (1) 東京中小企業投資育成株式会社

投資第三部長 田中保行氏

東京中小企業投資育成株式会社はもともと安定した中堅・中小企業へのエクイティ・ファイナンスを中心に事業を実施してきたが、1990年代後半のベンチャー政策の強化の中で、ベンチャー投資を始めることとし、ベンチャーファンド事業をきっかけに投資育成1号ファンドを組成した。リスクを考えて単独ではなく、中小機構の出資スキームを確認してファンド組成が決定されている。公的な投資会社としての性格は有するが、民営化しているため、資金調達の面での制限もあり、中小機構の出資がなければこのような新しいタイプのファンドの組成はできなかった。投資育成ではファンドの組成に合わせて、ベンチャー投資のチームを30人規模で結成している。ベンチャーファンド事業の影響が組織編制にまで及んだといえる。投資育成としては、投資育成1号ファンドは、かつて経験のないベンチャー企業への投資をするきっかけとなったが、結果として多数の株式公開企業を輩出し良かったと思う。ベンチャー投資チームのメンバーのスキルを磨く効果もあり、現在社内で中堅どころとして活躍するベンチャーキャピタリストの経験を積む良い機会となった。

#### 【ファンド概要】 投資育成1号

設立：1999年 ファンド総額：20億円（うち中小機構出資10億円）

特徴：投資育成がベンチャー企業投資を本格化するきっかけとなったファンド。従来の安定性のある企業への投資と異なり、成長性を見込める企業に投資し、経営・技術の指導を行う。

#### 【VC概要】 東京中小企業投資育成株式会社

設立：1963年 資本金：6,673百万円 従業員：88名

特徴：中小企業投資育成株式会社は、1963年に「中小企業の自己資本の充実を促進し、その健全な成長発展を図る」という目的で、東京、名古屋、大阪の3地域に設立された。1986年に設立当初政府がもっていた株式をすべて償還し、民間法人化している。1989年には中小企業投資育成株式会社法の改正により、設立新株投資として設立に際して発行される株式の引き受けが可能となり、ベンチャー企業支援を開始。公的VCとして、一般の中小企業の自己資本充実という当初の目的にベンチャー企業支援が加味される形で、事業が実施されている。

## 6. 純民間ファンドの運営VC

### (1) グローバルベンチャーキャピタル

マネージングパートナー 長谷川博和氏

ベンチャーファンド事業は、リスク資金供給の少ない日本のベンチャーファイナンスの現状を考えると重要である。ベンチャー企業の経営環境が厳しい今日こそ事業を強化すべきである。

一方、ベンチャーファンド事業に課題がないかといえばそうではない。当社でもベンチャーファンド事業の活用を考えたことがあるが、日本企業に70%以上投資しなければならないという要件があるため使わないこととした。グローバル化の進んだ今日において、ベンチャー企業やファンドは国境をまたいで事業展開しており、ファンドの収益性を確保するためには、時として国境をまたいだ投資が必要となる。このような条件を緩和し、グローバル仕様の支援策を考えるべきではないか。また、市場の環境が厳しい現状においては、民間VCはリターンを確保しづらい状況になっている。純粋な営利目的に加えてアーリーステージ企業支援やイノベーション促進などの政策性を持たせるならば、その分、リターンを民間に有利にする等のインセンティブ強化が必要であると思う。

ハンズオン支援については、

- ①ビジネスプランの改善、企業の組織整備など本来経営者が実施する業務を代行するもの、
- ②銀行や他VCとの交渉、販路開拓、連携先の調整など企業と外部の繋がりを広げるもの、
- ③株主や会社の利害関係者の調整など権利関係や人間関係の調整をするもの、

の3つのレベルがある。一口にハンズオンといってもこれらの概念のどれを示しているのか明確ではない。①のみでハンズオン支援をしているというVCもいるが、①から③のすべてを実施するのが真のハンズオンであると考え。政策的にハンズオン支援を促進するのであれば、①から③を実施できるVCを増やすべきである。

どのような企業に対してハンズオン支援をするのかということも重要な論点。投資先企業の中には、

- a. マネジメントが完成されており、ハンズオン支援をする必要のない企業、
- b. ハンズオン支援によって、マネジメントが向上し、付加価値が高まる企業、
- c. ハンズオン支援をしても効果の見込みのない企業、

の3つの類型ができてくる。投資時点では、キャピタリストはaかbに投資するのだが、時

間の経過とともに、伸びる企業とそうでない企業の分化が起こる。当然、VCはbの企業にハンズオン支援をするべきであり、公的なファンドにおいてはこの見極めをきちんとすることを指導すべきと考える。

また、ファンドのみならず、幅広い観点からのベンチャー政策の立案と実施が必要である。まず、ベンチャー企業の定義を明確にして支援の機軸を作るべきと考える。現行の制度は中小企業政策や技術政策の中でベンチャー企業支援をしており、対象に適合した支援方策を提示できていない場合も多い。経営者の人材の面でも課題が多く、米国のように人材の流動性が高くないことがベンチャー企業のマネジメントレベルを向上する上での阻害要因となっている。このような中、大企業のキャリアプログラムの中でベンチャー企業の社長経験を積んだり、ベンチャー企業との連携をとったりするキャリアパス作りを促進しても良いのではないか。規制面では、ファンド連結、時価会計など支援の動きと逆行する動きもあり、政策の連動性を高める必要があると考える。

#### 【VC概要】 グローバルベンチャーキャピタル株式会社

設立：1996年 パートナー：5人

特徴：長谷川博和氏他4人のプロフェッショナルによって構成されるクラシックベンチャーキャピタル。日本のハンズオン型VCの草分けともいえる存在。過去に組成したファンドからは、スカイマークエアラインズ、インターネット総研、チップワンストップなど高成長企業が生まれている。結果としてファンド収益も欧米のトップクラスのVCと並ぶ高リターンを実現している。

## (2) シードテクノロジーキャピタルパートナーズ

代表 渡邊安弘氏

大手VCにおいて、VC業務の基礎を学んだが、同社ではひとつひとつの企業をシードステージから育てていくということができないため独立した。シードテクノロジーキャピタルはビジネスモデル形成の早い段階から経営に入っていくことで企業価値を創造していく。経営者とともに会社がどのように発展していくのか道筋をつけることこそがVCの主な役割で、根気と丁寧さが必要。取締役として会社を育てるので、企業への投資は5社が限界であり、投資企業数を拡大しようとは思わない。投資の際には第一に経営者が信頼できるかなどの人柄を重視し、次にマーケットを見る。マーケットについては、投資前と投資後の Value Added (付加価値創造活動) によって大きく変化することも含めて考える。

一人で全体のプロセスをきちんとかなすと投資の仕方も大きく異なったものになる。大手VC会社は、投資先発掘 (ファインディング)、交渉、審査 (デューディリジェンス)、Value Added、売却 (IPO、M&A) と部隊を分けるので、全体が分かる人が育たない。全体が分からないので、投資の姿勢も不十分であり、Value Add でコミットできない。それが大手VCの限界であり、独立系のシードキャピタルを増やさないと日本のベンチャー企業は育たないと思う。大手VCで経験を積んだ者で独立を希望するベンチャーキャピタリストは多いので、独立を促進し、投資方針やハンズオンでの育成方針の明確なパートナーシップ型のVCを増やすべきである。

一方で、独立してVCをやろうと思っても資金が集まりづらいことが最大の問題である。特に、金融商品取引法の関係で、出資者に必ず適格機関投資家を入れなければならないという点がやりにくい。このような中で、ベンチャーファンド事業の中小機構の出資は大きな意味を持つ。ベンチャーファンド事業がベンチャーキャピタリストの登竜門になればよいと思う。

### 【VC概要】シードテクノロジーキャピタルパートナーズ

設立：2006年 従業員：1人

特徴：大手VCでベンチャー企業投資に従事し、成長企業の支援を実施していた渡邊氏が独立して創業。現在、2億円のファンドを運用中で、シードステージのベンチャー企業に投資している。ファンドの出資者は個人投資家で、管理手数料は徴収せず、成功報酬のみを収益とする特徴的なファンドを運営する。

## 7. VCヒアリング調査から見えるもの

ヒアリング調査では、ベンチャーファンド事業で組成されたアーリーステージ型の一般ファンド、産学連携型ファンド・バイオフンド、地域ファンド、公的機関連携ファンドのVCの幹部と純民間ファンドのVCの幹部に幅広く意見を聞いた。VCの規模としては200名を超える人員でファンド規模5,000億円超の企業から、1人で2億円のファンドを運用する企業まで様々であり、成功したキャピタリスト、発展途上のキャピタリストなど経験も様々であった。しかし、共通したコメントも多くあり、アンケート調査の結果を補完するものとなった。以下、ヒアリング結果をまとめる。

まず、共通事項として現在の日本のベンチャー企業に対するファイナンス環境が非常に厳しいという認識が挙げられる。ヒアリングをしたVCはすべてアーリーステージのベンチャー企業に投資するファンドを運営する場合、民間の出資者を見つけることが難しいと考えている。ベンチャー企業に対する民間のリスク資金が不足しているため、ベンチャーファンド事業による中小機構からの公的資金の出資は意義があるとしている。特に、新進VCや独立系VCは自己資金が少ないうえ、信用や業績も十分ではないことから民間出資が得られず、ベンチャーファンド事業がなかったらファンドの組成ができなかったとのコメントも多い。また、中小機構の公的出資の決定がファンドに一定の信用力を付与し、民間の出資を呼び込むという「呼び水効果」も確認されている。

ベンチャーファンド事業がVCのファンドの組成・運営方針に影響を及ぼしている事実も確認された。アーリーステージの企業への投資は従前はVC業界からは敬遠されていたが、ベンチャーファンド事業をきっかけとしてシード、アーリーステージの投資を開始したVCが多い。日本アジア投資、ニュー・フロンティア・パートナーズなど現在アーリーステージの投資重視を標榜するVCもベンチャーファンド事業の支援があるという理由で当該投資を開始したとのことである。公的資金によってリスクが緩和されトライアルでファンドを組成した結果、好成績を出すことができ、以後のファンド組成に取り入れられている。公的なVCである東京中小企業投資育成もベンチャーファンド事業を機会にベンチャーへの投資を開始している。実際、このようなVCは他にも多く、VEC調査等においてもベンチャーファンド事業の創設以降にアーリーステージ投資が増加していることがデータ等で示されている。

産学連携・バイオインダストリー振興、地域振興の分野におけるファンドについてもベンチャーファンド事業の公的出資によってファンドの組成が可能になった事も確認された。日

本随一の資金量を誇るジャフコにおいてもバイオインダストリーへの投資は単独ではできず、中小機構の出資を条件にファンドを組成しこの分野の投資を開始している。地域ファンドについても、地域でファンドに必要な民間資金を集めることは極めて困難であることから、ベンチャーファンド事業の出資によって地域ファンドの組成が可能となっている。

また、ベンチャーファンド事業はVCの組織体制や人材にも影響を及ぼしている。ベンチャーファンドの組成に当たって特別チームを組織したVCも見られる。インキュベーションファンドにおいては、シード段階から投資して株式公開まで一貫して企業を支援するという経験でVCの中核となるベンチャーキャピタリストが育ったとの見解もある。このような組織構築、人材の育成も広義の政策効果といえる。

一方、ヒアリングの中ではベンチャーファンド事業の制度上の課題も数多く指摘されている。バイオインダストリーや地域企業に投資するファンドについては、その運営VCの自らの見解としてファンドの運営が難しく、他の支援ツールが必要との意見がある。このようなファンドではマッチングファンドのスキームで成り立ち得ない分野への公的資金の投入がなされているとも言える。データベースの分析やアンケート調査結果の分析で明確となったバイオファンド、地域ファンドの収益性の問題は当該ファンドを運営するVCにおいても十分に認識されている。モラルハザードという言葉を使うかどうかは議論のあるところであるが、VCの側も収益性の予測が十分でないままファンドの組成をしていることは事実である。事業の目的であるアールリーステージ企業の育成に、行政サイドで地域振興やバイオ産業育成など他の政策目的が加えられ、政策的投資の枠組みが設定された結果、民間の意思決定を限定し（一部ではモラルハザードに近い判断に誘導し）、投資先選定や運営が過度に制限されるファンドが多く組成されている。これらのファンドでは、制度として必要な収益をあげることができず、事業全体の持続可能性の面で大きな問題を惹起している。事業の運営面での判断の揺らぎが制度の深刻な歪みをもたらしているのである。この点においては、ベンチャーファンド事業は、事業の中途における運用変更で、ベンチャー財団やテレコムファンドで起きた過去の問題を繰り返していることになる。そのような状況を継続している制度運営については、今後、検討が必要と考えられる。

ヒアリングでは、収益性の悪いファンドを容認するのであれば、ベンチャーファンド事業全体のポートフォリオを管理する体制の整備によるリスクコントロールの必要性を指摘する声もある。また、創業7年未満の企業にファンド投資総額の7割を投資する、国内のベンチャー企業にファンド総額の7割を投資するといった一律の基準を緩和し、業種ごとに異なる

企業成長フェーズを勘案した、グローバル仕様の制度の実現を求める指摘もある。また種類株式の活用や、民間出資者のインセンティブ向上につながる柔軟な分配ルールの設定などを公的ファンドとして率先して実施するべきとの意見もあった。

ハンズオン支援については創業後の早い段階から社外取締役など責任のある立場から経営に参画するハンズオン支援の重要性を示すコメントが多かった。一言でハンズオン支援といってもVCによって認識が異なり、その認識の差を意識すべきこと、クラシック型VCのハンズオンの推奨などの意見も出された。

以上のようにヒアリング調査では、ベンチャーファンド事業について、アーリーステージ企業への投資をするファンドを組成する際にリスクが高いことから資金が集まりにくいという状況を是正する意義を持ち、かつ、VCの経営方針、組織、人材育成など幅広い影響や政策的効果を有すること、一方、バイオフィンド・地域ファンドや制度の枠組み等に改善すべき大きな課題があることが確認できた。また、ベンチャー企業政策全般については、ベンチャー企業の定義を明確にして支援の機軸を作るべきとの意見や、政策の一貫性を確保するべきとの意見など、多面的なベンチャー企業政策の強化の必要性が示されている。

## 8. 投資先企業の満足度

本章ではここまでベンチャーファンド事業のVCへの定性的な効果を確認してきたが、ベンチャーファンド事業の中小機構出資ファンドの投資先ベンチャー企業への定性的な効果はどのようになっているのか。投資を受けた企業はファンドからの資金やハンズオン支援についてどのような効果を感じ、満足度はどのようになっているのか。ここでは、中小機構が実施したファンドフォローアップ調査（平成20年度調査）でベンチャーファンド事業への投資先企業の満足度について概観する。

ファンド投資先企業が調査に回答したファンドの効果を図表9-1に、回答の内訳について図表9-2に示す。「新たな事業展開のきっかけとなった」、「資金繰りに煩わされなくなった」などの回答が7割を超え、高い満足度が示されている。支援利用者の満足度測定においては通常、好ましい方向にバイアスがかかることに配慮する必要があるが、ベンチャーファンド事業の一定の効果が確認できる。また、「会社の信用力・知名度が向上した」が68%となっており、投資先企業の側でも公的ファンドの投資を受けたことが社会的信用の向上につながっている。VCのファンド組成の際に見られた「お墨付き効果」が、ファンドの投資先企業においても確認できる。一方、ハンズオン支援については、「ハンズオン支援でマネジメントやガバナンスが向上した」が44%で、回答の内訳をみても「非常にそう思う」が少ないことから、投資先企業によって評価が分かれ、満足度が必ずしも高いとは言えない状況にあることが分かる。

満足度は客観的なデータではないものの、定性的に制度のアウトカムを確認できる資料である。ここでは、ファンドの投資先企業において、一定の効果を推測できる満足度が確認できた。

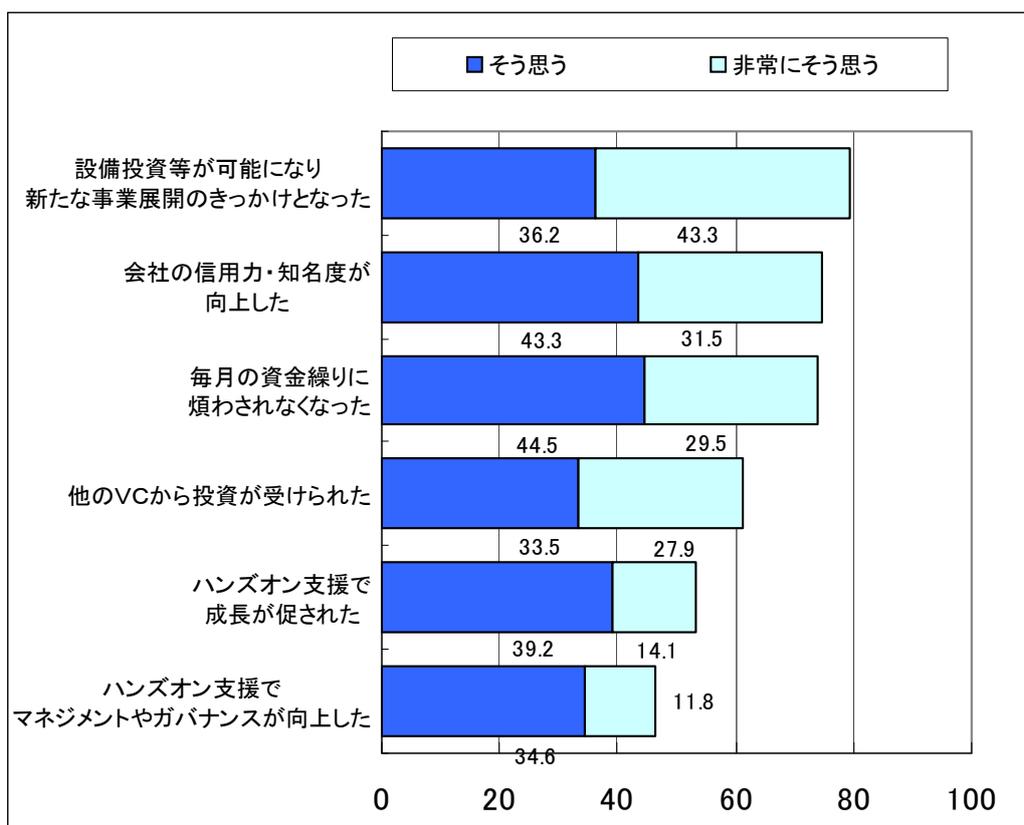
図表 9-1 ベンチャーファンド事業の満足度

ファンドからの投資先企業の満足度に関連する効果の測定 (N=306)

○ 新たな事業展開のきっかけとなった	76.4%
○ 資金繰りに煩わされなくなった	70.6%
○ ハンズオン支援で成長が促進された	44.5%
○ 会社の信用力・知名度が向上した	68.2%
○ 他のVCからの投資が受けられた	59.6%

出典：中小機構ファンドフォローアップ調査（平成 20 年度調査）

図表 9-2 ベンチャーファンド事業のファンド投資先企業の満足度（内訳）



(出典) 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

## 9. 投資先の株式公開企業の概要

ベンチャーファンド事業の投資先企業の中で成功事例とされる企業にはどのような企業があるのか。以下、成功企業の代表的な例と考えられる新規株式公開企業について見る。ベンチャーファンド事業の中小機構出資ファンドの投資先企業からの新規株式公開は2010年3月末時点で98社ある。1998年度の事業創設以降、制度の定着とともにファンド数、投資先企業数も増加し、一定の期間を経てファンドの投資先企業からの新規株式公開も増加している。近年では、新興市場の新規株式公開の1割程度を中小機構出資ファンドの投資先が占めるにいたっている。新興市場の上場企業数の推移とベンチャーファンド事業で中小機構が出資したファンドからの新規株式公開企業数、新興市場の上場数に占める中小機構出資ファンドからの上場比率は図表9-3のとおりである。市場としては、マザーズ40社、ジャスダック・ジャスダックネオ22社、ヘラクレス19社の順となる。2004年には13社と上場企業数がピークを迎えている。なお、2006年以降については、一連のベンチャー企業の不祥事等の影響を受けて、新興市場の上場企業数自体が著しく減少しており、中小機構出資ファンドからの上場企業の数も減少している。

図表9-3 機構出資ファンドの新規株式公開と新興市場に占める比率

	平成11年 (1999年)	平成12年 (2000年)	平成13年 (2001年)	平成14年 (2002年)	平成15年 (2003年)	平成16年 (2004年)	平成17年 (2005年)	平成18年 (2006年)	合計
ジャスダック	73	97	98	70	63	71	68	34	574
マザーズ	2	27	7	7	29	50	28	12	162
ヘラクレス	-	21	34	18	8	17	22	28	148
セントレックス	-	-	-	-	-	5	13	3	21
アンビシャス	-	-	-	-	-	1	1	3	5
Q-ボード	-	-	-	-	1	1	1	2	5
新興市場の IPO合計	75	145	139	95	101	145	133	82	915
機構出資ファンド からのIPO	0	1	6	6	10	13	12	12	60
新興市場IPOに 占める比率	-	0.7%	4.3%	6.3%	9.9%	9.0%	9.0%	14.6%	6.6%

出典：中小機構データをもとに筆者作成

中小機構出資ファンドの投資先企業の中で株式公開した企業の概要は参考資料のとおりである。新興市場全体の上場企業の傾向と同じく IT、サービスなどの業種が多数を占めている。また、産学連携ファンド・バイオファンドなどでリスクの大きい投資をした成果として、バイオテクノロジー関連、医療関連の上場企業も出ている。

これらの上場企業は、その後の新興市場の低迷や国際競争による業界の変化などの影響で厳しい経営環境にあるところも多いが、それぞれの企業において、新しい技術や新しいビジネスモデルをもとに事業の拡大がなされ、イノベーションと雇用の創出など付加価値の創造がなされている。

## 10. 投資先の株式公開企業の事例

ベンチャーファンド事業の中小機構出資ファンドの投資先企業の成功事例として、株式公開企業の具体的な事例を示す。それぞれの事例については、個別企業へのヒアリングと中小機構の成功事例集資料をもとに記載している。企業の創業の経緯、中小機構出資ファンドから投資された資金をどのように使ったか、VCのハンズオン支援としてはどのようなものがあったか、といったポイントに絞って概要を示す。また、各企業の売上高と経常利益の推移のグラフに中小機構出資ファンドの投資期間を表示し、企業の成長段階でファンドの投資がどのような位置づけにあるかを概観する。

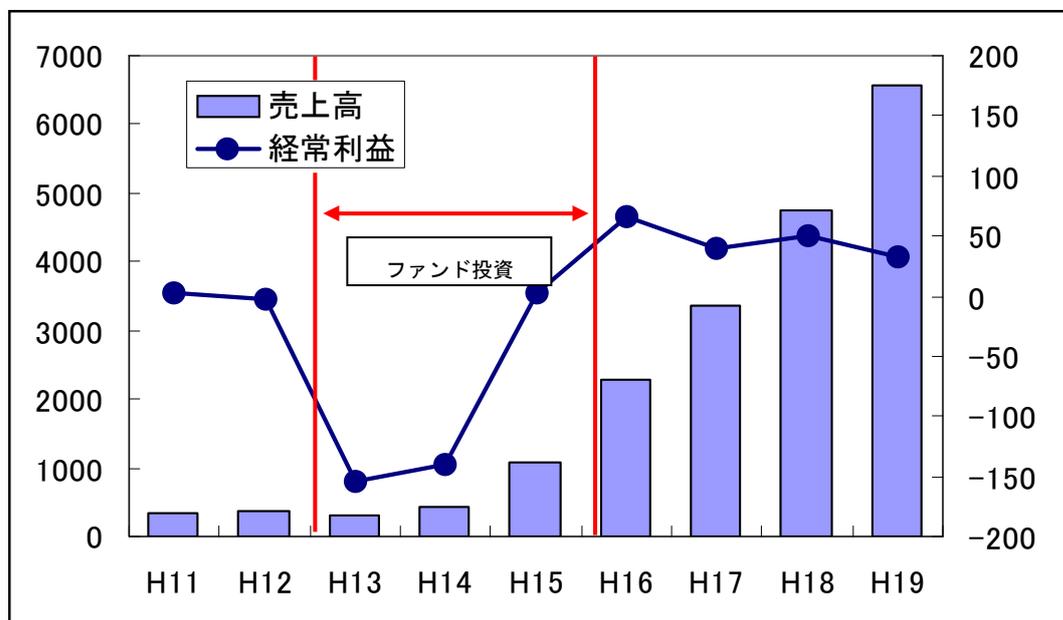
### (1) ケンコーコム株式会社

経営者の家業（薬局）の手伝いからインターネットを活用した日本最大級の健康メガショップへ発展し、健康食品中心に幅広い商品を消費者に提供している。ファンド資金はインターネット通販事業の倉庫建設やシステム開発に活用し、企業の成長促進につなげている。VCのハンズオン支援としては、資本政策の立案、経営戦略会議への参加、取引先の紹介、マーケティング人材、証券アナリストの紹介など多岐にわたる。特に、アナリストは経営状況をどのように判断するか客観的な視点や競合他社の情報などのアドバイス提供をして、上場後には会社の認知度の向上に貢献している。また、VCの社長がその人脈を活用して仲介した花粉症薬の販売は会社の売上高の飛躍的増加のきっかけとなっている。さらに、関東地方の事業展開の際には商品流通の鍵となる物流企業の紹介など、成長フェーズの重要な局面でVCの人的ネットワークが貢献している。

（売上高：131億円 従業員数：231人 2011.3）

図表 9-4 株式公開企業の事例 ケンコーコム

（左軸：売上高 右軸：経常利益 単位：百万円）



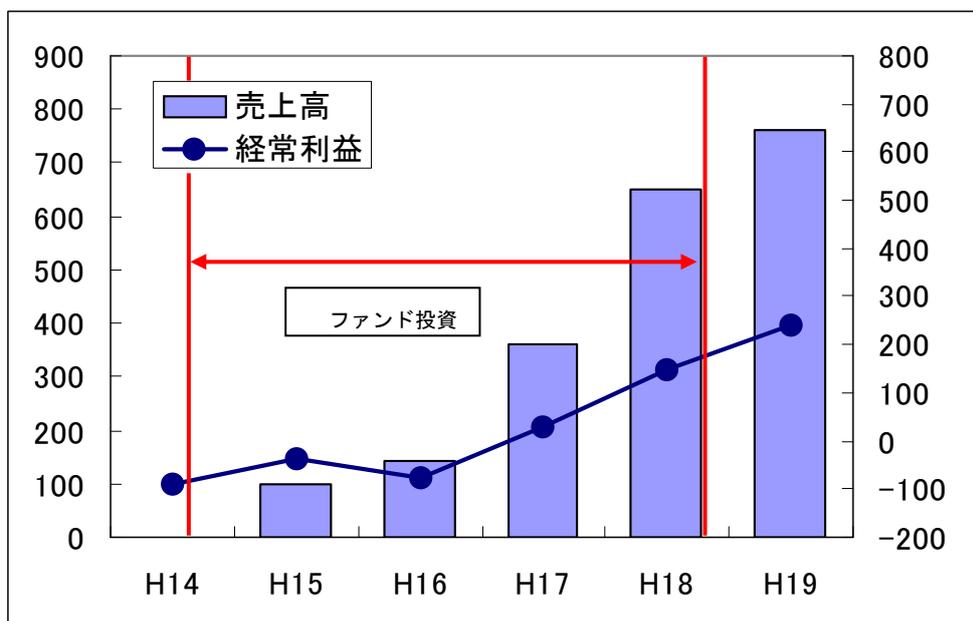
## (2) 夢の街創造委員会株式会社

Web サイト「出前館」、「駆けつけ館」など、出前、宅配、デリバリーサービスを提供するインターネットショップを運営している。ファンド資金はシステム開発・人員増強等に活用している。同社は事業拡大を続ける中で赤字額が拡大して、一時は危機的な経営状況にあったがファンドからの投資により成長のタイミングを逸せず事業継続ができています。ハンズオン支援としてVCから取引先企業や、社労士・司法書士等の専門家の紹介等を受けたことも円滑な企業成長に貢献している。インターネットサイト構築に約1年、その後黒字化まで約5年とIT企業の中では成長に時間がかかっているが、その間にVCが継続的に資金・経営両面での支援をしてより大きな成長につながっている。

(売上高：11億円 従業員数：53人 2010.8)

図表 9-5 株式公開企業の事例 夢の街創造委員会

(左軸：売上高 右軸：経常利益 単位：百万円)



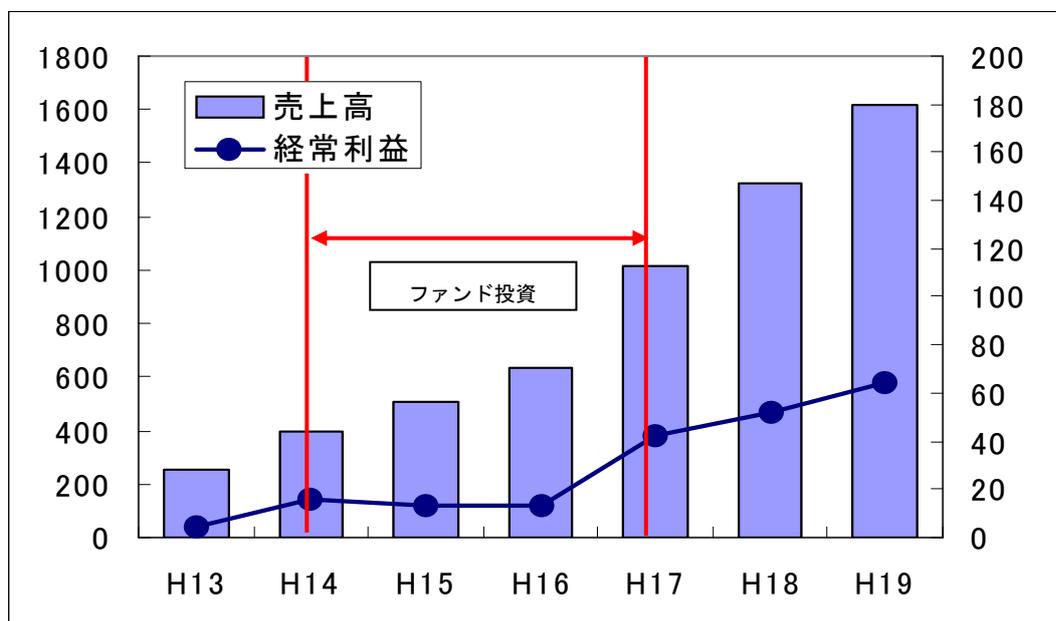
### (3) 株式会社タイセイ

人口2万人の大分県津久見市から福岡Qボード上場し、小さな町からも上場企業が出ることを証明して地域企業の公開意欲を大いに喚起した。全国の菓子店、パン製造販売店、飲食店に卸売りする包装資材・乾燥剤（シリカゲル）等で国内販売シェア40%を達成している。ファンドは会社設立初期段階からリードインベスターとして出資を行い、その資金はインターネット通販事業の倉庫建設やシステム開発に活用されている。VCのハンズオン支援として資本政策の立案、経営・財務アドバイス、内部統制組織の整備支援、上場審査対応など、創業から株式公開まで一貫した支援が実施されている。これらの支援によりユーザーニーズに応じた商品アイテムを小ロット、低価格かつ短納期で提供するビジネスモデルが実現している。

(売上高：22億円 従業員数：79人 2010.9)

図表 9-6 株式公開企業の事例 タイセイ

(左軸：売上高 右軸：経常利益 単位：百万円)



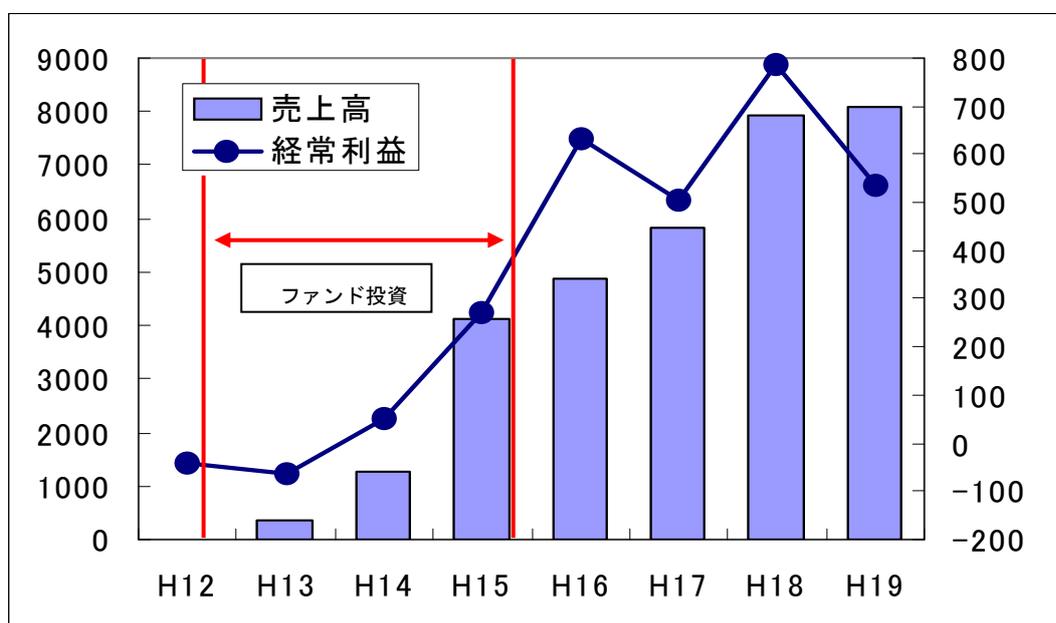
#### (4) 日本風力開発株式会社

風力発電デベロッパーとして関連機器の輸入・販売とウインドファーム（風力発電所）の設置・運営を手がける。風力発電業界で北海道に偏りがちだった発電所の立地に着目して、全国の可能性のある場所を選定し機動的に設置するというビジネスモデルで事業を展開。ファンドからの資金は風力発電所の設置費用（土地取得、機器輸送、発電所建設）としている。ハンズオン支援としては、VCが公認会計士の資格を有するキャピタリストを社外取締役として派遣し、当該キャピタリストが資本政策立案から資金調達のアレンジまで会社のCFOの役割を担っている。また、VCが政府系であるという特徴を活かして電力会社との調整に関与したり、政策情報の提供をしたりと経営を側面から支援している。信用力が重要な業界にあって公的ファンドの投資は企業の社会的信用の向上にも貢献している。

（売上高：52億円 従業員数：130人 2011.3）

図表 9-7 株式公開企業の事例 日本風力開発

（左軸：売上高 右軸：経常利益 単位：百万円）



## (5) 成功企業の事例から見えてくるもの

ここでは、IT、サービス、エネルギーの分野で投資先企業の成功事例を示した。いずれの企業においても、創業から期間の経っていないアーリーステージで、売上高が小さく、経常利益も赤字かゼロに近い段階において中小機構出資ファンドからの投資がなされている。ファンドからの資金は設備投資、システム開発、人員増強など、成長のカギとなる投資資金に使われている。

VCのハンズオン支援については、経営戦略や資本政策の立案、専門人材の紹介、取引先の紹介、組織構築の支援、上場審査の支援など様々な形で経営の向上に貢献している。いずれの事例もVCのヒアリングで強調された早い段階から経営にコミットするハンズオン支援がなされており、早い段階から経営に関与し継続して支援することで経営者との密接な関係を築いている。企業の成長のきっかけとなる取引先の紹介などの事例については、単に幸運に恵まれたということではなく、投資先企業と経営者を十分に理解しつつ継続的に支援した結果と考えられる。経営危機に際しての事業の立て直しや、上場準備などにおいても、経営者との密接な関係、信頼関係の裏付けによる適切なハンズオン支援の効果が確認できる。また、公的なファンドの出資を受けたことで企業の信用力の向上につながった事例も見られる。

ここで見た4つの成功企業事例の中においては、中小機構出資ファンドのアーリーステージ企業育成のさまざまな効果が確認できる。もちろんこれらは一部の成功事例であるが、他の投資先企業でも大なり小なり同様の事例があると考えられる。これらの事例の中には、ベンチャーファンド事業の当初の制度設計に込められた、アーリーステージのベンチャー企業への投資やハンズオン支援の望ましい方向性を見ることができる。



## 第十章 本研究の結論と今後の課題

## 1. 本研究の結論

本研究は、ベンチャー企業への公的支援策の効果を分析し、ベンチャー企業政策の評価方法及び政策のあり方について考えることで、日本におけるベンチャー企業に対する政策アプローチの向上に貢献することを目的として、政策評価のフレームワークを検討した上で、ベンチャー企業政策の中心的な支援策であるベンチャーファンド事業の多面的な分析と評価をした。以下、第一章で掲げた研究課題に答えるかたちで各章での研究をまとめ本研究の結論を示す。

### (1) 日本のベンチャー企業への公的支援策の効果の評価方法

本研究で評価する公的支援策の対象であるベンチャー企業については明確な定義がなく、その政策的意義もあいまいである。そこで、本研究においては第二章で、先行研究を参考としつつ、研究の前提として、ベンチャー企業を「成長意欲の高い起業家に率いられた、新規性を有する中小企業」と定義づけた。その上でベンチャー企業の役割として、イノベーションの創出、付加価値と雇用の創出を、政策的関与の必要性として、ベンチャー企業の成長発展の阻害要因となるエクイティギャップの存在を確認した。また、VCやベンチャーファンドに関する先行研究とベンチャー企業・中小企業への公的支援の政策評価に関する先行研究を整理した。特にここではOECDの政策評価アドバイザーを務めるStorey教授の6段階の標準的な評価フレームワークでアウトプット、アウトカムを定量的、定性的に分析する方法に着目した。

第三章においては、英国1980年代のValue for Moneyを理念とする評価活動に始まり、日本では橋本首相の行政改革のもと「政策評価ガイドライン」以降に本格化した行政における政策評価の動向を整理した上で、実際に実施されている政策評価を見た。一連の政策評価の動きの中で、本研究で対象とするベンチャーファンド事業については、2007年に中小機構が外部有識者によって実施した「ベンチャーファンド事業に係る評価・検討委員会」と2009年に行政刷新会議が実施した「事業仕分け」において評価がなされ、2007年の評価ではベンチャーファンド事業は適正な効果をあげていると評価され、2009年の事業仕分けでは効果が不十分であり規模縮小すべきとの指示が出ている。ベンチャーファンド事業に限らず、日本の政策評価においては様々な手法で評価がなされているが、安定性がなく、状況に応じて結果に大きな差が出てくることが多く見受けられるのが現状である。

このような評価の揺らぎの原因は、政策評価の「幅と深さ」の問題と考えられる。特にベンチャー企業への公的支援は他の政策と比較して歴史が浅く対象のベンチャー企業やそれを取り巻く経営環境も変化が大きいため効果測定が難しい。ベンチャー企業政策においては行政内部での評価がその時々でなされ、評価手法が不在の状況となっている。通常は評価時点での限られたデータにより近視眼的な評価がなされており、総合的・客観的な評価手法の確立が必要となっている。ベンチャー企業政策の政策評価においては、時間的、社会的に幅広い視点を持ち、かつ、支援策の効果について深みのある多角的な評価をすることが求められる。

そこで、このような状況や、第二章で整理した前提や先行研究に基づき、本研究では評価の「幅と深さ」の拡大を図るフレームワークを検討した。政策評価のための分析にはその支援策について時代背景の中での位置づけを見る「時間軸」の観点が必要であり、同時に分析時点での支援策の全体構成や社会の状況など「社会軸」の観点も重要で、これらの観点から支援策の位置づけと実施状況の確認をすることで、評価の「幅」を形成した。また、評価の「深さ」については、支援策の実施状況を見るアウトプットの分析だけでなく、支援策の利用者への影響を含めたアウトカムの分析を、定量的分析、定性的分析の双方を組み合わせ多角的に分析することで実現した。

具体的な方法としては、まず、時間軸としてベンチャー企業とその支援策の歴史的な変遷の中でベンチャーファンド事業の位置づけと実施状況を確認し、社会軸としてベンチャー企業支援策の全体構成、経済環境や市場・業界・制度の状況の中で同事業の政策的な意義と実施状況を確認した。その上で、同事業のアウトプットとアウトカムについて中小機構の投資先企業データベースやアンケート調査により定量的に効果を分析し、アウトカムについては更にヒアリング調査を含めて定性的に効果を分析した。

## （２）ベンチャーファンド事業の有効性

本研究では上述のフレームワークに基づきベンチャーファンド事業を評価した。その結果は以下のとおりである。

### ①時間軸

第四章では、時間軸による評価のために、日本のベンチャー企業への公的支援策の歴史的変遷を整理し評価対象事業の位置づけを見た。日本においては、ベンチャー・エコノミーの先駆けである米国の後を追う形で、ベンチャー企業とその公的支援が発展する。日本のベン

チャー企業の公的支援は、1970年代から徐々に始まり、「失われた10年」といわれた経済低迷期に、米国のベンチャーに牽引された経済発展を志向する形で、支援法制（補助金や税制優遇）や組織法制などの諸制度の整備がなされ、現在では制度面での支援メニューは米国とほぼ同様となっている。しかし、このような公的支援策の整備にもかかわらずベンチャー企業は十分に育っていない。米国ではベンチャー企業から世界的な大企業へと成長した企業群が経済を牽引しているが、日本においては、旧来型の大企業が経済を牽引し、ベンチャー企業からの成長企業は、あまり出ていない。この差は民間におけるベンチャー支援、特に民間のベンチャーファイナンスの発達の差に要因があると考えられる。ベンチャーファンド事業は、そのような環境の中でベンチャー企業へのリスク資金供給の円滑化のために1998年度に創設された。この事業は民間VCの組成するファンドに公的資金を出資するというマッチングファンドの形態で「民間支援促進型」の支援策の先駆けといえる。ベンチャーファンド事業では、企業へのリスク資金供給やハンズオン支援による投資先企業の育成をファンドの運営者たる民間VCにゆだね、公的枠組みと民間の枠組みのハイブリッドを形成している。1990年代中盤からのベンチャー支援制度の整備の後半にこの事業が登場し、他の制度を使って伸び始めたベンチャー企業の成長を促進する役割を担っていることや、2000年代はじめの一連の金融自由化の動きとも協調し、民間の支援能力を高める制度となっていることも注目に値する。時間軸の観点から見るとベンチャーファンド事業はベンチャー企業政策の発展段階の節目にあって、新しい民間支援促進型という支援のきっかけを作る事業であり、政策上重要な位置づけを占めるものである。制度創設から約10年間にわたって先導的に今後の日本のベンチャー企業支援に必要な事業を実施していると言える。

## ②社会軸

第五章では、日本のベンチャー企業の公的支援策の現状とエクイティ・ファイナンスの現状を「社会軸」として検証した。現在のベンチャー企業支援策は多種多様な形で推進されている。支援形態として補助金、委託事業、制度融資、信用保証、出資、経営支援、組織法制、税制など様々な形をとる。これらの施策は、それぞれ、企業の成長フェーズに応じて実施されている。しかし、現在の日本のベンチャー企業政策の中では、支援対象企業の初期フェーズの支援としての補助金と安定期の支援としての制度融資などは定着し、規模的にも大きいですが、成長期のリスクの高い状況での支援策は限定されている。行政機関にとってこのフェーズの支援はリスクが高く専門知識や経験を要するので制度設計と実施が難しく「支援策の谷間」となっているのが現状である。ベンチャーファンド事業は企業の

成長発展を支援する施策の中で、補助金制度と制度融資との間の支援策の谷間といえるフェーズを支援する限られた施策のひとつとして実施されている。

エクイティ・ファイナンスはベンチャー企業の成長資金の供給手段として重要な役割を果たすが、日本では未発達な状況である。エクイティ・ファイナンスが発達しない理由としては、その担い手であるVC業界が発達していないことがあげられ、特に新進VCや大企業を親会社として持たない独立系VCがファンドを組成する際に信用力が不足して資金調達できないことが問題となっている。また、銀行による融資と比べ、企業経営者がエクイティ・ファイナンスについて慣れていないことも重要な要因である。外部の出資を受けるということが経営上の選択肢となっておらず、ファンドの役割も知られていない。エクイティ・ファイナンス自体の社会的信用の向上がベンチャー企業の成長資金供給の課題となっている。このような中、ベンチャーファンド事業は、個別のベンチャー企業の成長支援のみでなく、新進VCや独立系VCの支援によるVC業界の育成や、公的機関がファンドに出資することで得られる「呼び水効果」や「お墨付き効果」によって日本のエクイティ・ファイナンスの社会的信用の向上をもたらすことを期待する支援策として実施されている。また、量的には小さいもののファンド数の増大など、エクイティ・ファイナンスの拡大に一定の貢献をしている。

### ③アウトプット

第六章では、アウトプットの分析として、ベンチャーファンド事業の目的と事業の実施体制、実施状況について見た。同事業はファンド組成数 85、ファンド総額 1,440.1 億円（うち機構の出資額 569.7 億円）と日本のベンチャーファイナンスに一定のインパクトを与える規模を確保している。投資先企業数は 2,105 社、投資総額は 952 億円（2010.3 月末現在）である。その内、アーリーステージ企業は約 8 割であり、創業期から成長期にかけてのベンチャー企業を支援するという政策目的に沿った運営となっている。事業のアウトプットを更に分析するために、中小機構の評価委員会が 2007 年度に「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」を取りまとめた際に基礎資料となった「投資先企業データベース」（当時組成済みの 74 ファンドの投資先の 2007 年 8 月時点までのデータ）でファンドをめぐる資金の流れを見ると、中小機構からの出資 463 億円にファンドの組成段階で民間出資者の出資 736 億円が合流し、ファンド総額 1,199 億円となっている。アーリーステージのベンチャー企業に投資するファンドはリスクの高い分野なので本来資金が集まりにくいだが、公的出資の 1.6 倍の民間資金がファンドへ誘導されている。ファンドから個々のベンチャー企業に対しては、668 億円の投資がなされ、その 2.0 倍の民間資金の投資 1,350 億円と合わせて 2,018 億

円の資本金の増加がもたらされている。ファンドの多くはまだ運営の中間段階であるにも関わらず、資金の流れの観点からは当初の公的資金の 4.4 倍の規模で、ベンチャー企業の資本金の増大がなされている。民間資金の中には本来は他の目的に使われるものが中小機構の出資をきっかけにベンチャー企業向けに出資されたと考えられるものもあり、一定規模の「呼び水効果」の存在が確認できる。

#### ④アウトカム

第七章では、ベンチャーファンド事業のアウトカムを明らかにするため、中小機構の「投資先企業データベース」のデータを使い、投資先企業の成長について分析した。まず、投資先企業の資本金・売上高・従業員数の増加を確認した。その上で、ファンドの投資先企業の売上高とファンド投資の各要素との関係を重回帰分析で計測し、投資後経過年数と売上高の増加が有意に関連しており、ファンドの投資がベンチャー企業の売上高の増加に貢献していることが確認できた。また投資先業種でサービス業は売上高に対して有意にプラス、バイオ関連は有意にマイナスなどの特徴も示された。

次に、ファンド投資先企業と創業年、業種、規模等の近い一般企業を帝国データバンクのデータベースから抽出してマッチド企業（コントロールグループ）を設定し、売上高と雇用の変化について平均値、中央値の比較分析をした（平均値は t 検定、中央値はメディアン検定を使用）。その結果、売上高、従業員数については増加率で平均値、中央値ともにファンド投資先企業が有意に大きいこと、売上高増加額の平均値でファンド投資先が有意に大きいということが確認できた。また、業種に関しては、サービス業、製造業などでファンド投資先企業が有意に成長率が高いことやバイオ関連の従業員数ではファンド投資先企業の増加率が有意に低いことなどが確認できた。以上から定量的にベンチャーファンド事業の投資による投資先企業の成長促進の効果が検証できた。

第八章では、中小機構の出資を受けたファンドを運営する VC と純民間ファンドを運営する VC に対して独自に実施したアンケート調査の結果をもとに、ベンチャーファンド事業のアウトカムを評価した。ファンドの運営方針やハンズオン支援を中小機構出資ファンドと純民間のファンドとで比較した場合、「投資先へのハンズオン支援を積極的に行う」という項目で、中小機構出資ファンドの VC が有意に積極的であるという差があった。「雇用・イノベーションなど社会的価値の創出を重視する」、「リスクは大きくとも成長可能性の高い企業に投資する」でも差が認められている。また、ハンズオン支援に関しては、「経営戦略の策定・見直しに関与」、「社外取締役として経営に関与」、「資本政策の策定・見直しに関

与」、「製品やサービスの開発に関与」、「製品等のマーケティングに関与」、「会社の株主の関係を調整」など経営者との関係性の深い支援、経営に深く関与する支援に中小機構出資ファンドを運営するVCが積極的であることが分かった。これらについては、中小機構出資ファンドの中の地域ファンドやバイオフンドなど特殊なファンドを除くとより鮮明に差が出る状況にある。ハンズオン支援については地域ファンドやバイオフンドを除くとファンドの収益と正の相関があることも確認できた。

一方、ファンドの収益性の面で課題があることも分かった。ベンチャーファンド事業本来の目的であるアーリーステージ企業に投資をする一般の20ファンドの収益の状況を見ると、「極めて厳しい・厳しい」の割合が55.0%、「普通・好調」の割合が45.0%となっているが、地域ファンドとバイオフンドの回答では「極めて厳しい・厳しい」が100%となっている。一般ファンドと地域ファンド、バイオフンドの収益の評点の平均値についてt検定で見ると有意な差となっており（一般と地域ではp値0.000、一般とバイオではp値0.016）、収益面で異質な性質のファンドが組成されていると言える。一般の中小機構出資ファンドは純民間ファンドと収益に大きな差はないが、地域ファンドとバイオフンドの収益性の低さの問題がこのアンケート結果でも明確に出ている。これらのファンドでは、制度として必要な収益をあげることができず、事業全体の持続可能性の面で大きな問題を惹起している。中途からの事業の運営面の判断の揺らぎが制度の深刻な歪みをもたらしているのである。ベンチャーファンド事業のようなマッチングファンド制度においては、過度に政策性を追求すると事業継続のための収益性が犠牲となることが推測できる。

アンケート調査では、ベンチャーファンド事業のVC業界への影響を分析した。結果として、回答VCの72.7%が「機構の出資がなければファンド組成が困難だった」、66.7%が「機構の出資でアーリーステージへの投資が拡大した」と回答している。「機構の出資でファンド規模の増額ができた」、「機構の出資が他の民間資金の呼び水となった」との回答も大きな比率を占めた。中小機構の出資により、独立系や新進のVCのファンド組成が容易になり、ファンドの規模が増大し、ベンチャー企業への投資が活発になったこととなる。また、「中小機構出資を受けたことでレピュテーション（信用）が向上した」、「公的ファンドとして投資先候補への説明が容易になった」という回答が6割あり、中小機構という公的機関のファンドへの出資が一定の「お墨付き効果」をもたらしていると推測できる。VCの経営に関しては、約半数が「機構との関わりを通じてガバナンスや組織体制が向上した」としており、機構の出資に関連する審査やモニタリングがファンドのガバナンスやVCの組織に一定のポ

ジティブな影響を及ぼしていると考えられる。2006年の一連のベンチャー企業の不祥事が社会問題となったようにベンチャー企業のガバナンスの向上は、ベンチャー企業政策の大きな課題であるが、ファンドやVCのガバナンスの向上に事業が貢献していることは広い意味での政策効果のひとつとして注目に値する。

第九章では、データ分析の内容を補完してアウトカムの分析を更に深めるためにVCの経営者やファンドマネージャー等に対して実施した個別ヒアリング調査の結果を示した。ベンチャーファンド事業がリスクの高いアーリーステージへの投資にVCが踏み込むきっかけを作ったことや新進VCの信用力の向上に貢献していることが確認でき、事業の意義や必要性について強い肯定的な意見があることが分かった。また、地域ファンドやバイオフンドなどについての問題点も再度確認され、リスクが更に大きく政策性の強い分野では補助金などの他の政策ツールの検討をすべきこと、グローバル化に対応する制度要件の緩和を検討すべきことなどの提言もあった。

以上から、ベンチャーファンド事業は支援策としての必要性が高い事業として実施されており、ファンドからの投資を通じてベンチャー企業の売上げや雇用の増大など企業成長に貢献していること、公的出資によるファンド組成を通じて、ファンド組成の量的な拡大と、独立系や新進VCをはじめとするVC業界の育成に貢献していることが分った。また、ハンズオン支援の拡大をはじめとするベンチャー支援の質的な面でも効果を発揮し、ベンチャーキャピタリストによる経営者との関係性の深い支援を増加させていることも確認できた。さらに、民間出資者や投資先企業に対するガバナンスの向上、信用力の向上など広義の政策効果も認められた。

一方、ベンチャーファンド事業の問題点は事業運営の揺らぎによる収益性の悪化である。ベンチャーファンド事業の前提のひとつは、政策性と収益性の両立であるが、地域ファンド、バイオフンドといった類型のファンドでは、収益の確保の面で大きな問題を抱えていることがアンケート調査やヒアリング調査で明らかになった。また、重回帰分析やマッチング分析でもバイオ関連の投資先企業の成長が難しいことが確認できた。これらの領域についてはむしろ補助金による支援が良いのではないかという指摘もヒアリング調査で出ている。地域ファンド、バイオフンドにおいては、マッチングファンドに適さない分野への公的資金の投入がなされていると言える。事業の目的であるアーリーステージ企業の育成に、行政サイドで地域振興やバイオ産業育成など他の政策目的が加えられ、一定の枠組みが設定された結果、民間の意思決定を限定し（一部ではモラルハザードに近い判断に誘導し）、ファンドの投資

先選定や運営が過度に制限されるファンドが多く組成されている。事業の運営面での判断の揺らぎが制度の深刻な歪みをもたらしているのである。この点においては、ベンチャーファンド事業は、事業の中途における運用変更で、ベンチャー財団やテレコムファンドで起きた過去の問題を繰り返していることになる。制度本来のアーリーステージ企業の育成という目的への再集中により、過度の政策性追求の問題の是正が必要となっている。

このような分析結果から、結論として言えることは、ベンチャーファンド事業は、支援策としての必要性が高く、ベンチャー企業の売上高や雇用などの成長促進に貢献し、VC業界の育成、ファンドの社会的信用の向上など様々な効果を上げているということである。一方、地域ファンドやバイオファンドなど、事業運営の揺らぎから出た過度の政策性の追求による収益性の悪化の問題の解決が必要であることも分かった。

ベンチャーファンド事業が有効である理由としては、民間VC、ベンチャーキャピタリストの能力を活用する民間支援促進型の制度であることによると考えられる。歴史的なベンチャー企業政策の変遷の中で、ベンチャーファイナンス支援については、ベンチャー財団、テレコムファンドなど公的機関主導型の支援が効果を発揮できない一方で、ベンチャーファンド事業はその初期の目的に関する部分においては、一定の成果を上げることができている。米国で民間のベンチャーファイナンスを支援する制度整備を進めた結果としてVCが育ってきたように、ベンチャーファンド事業は日本の民間VCの育成に一定の貢献をしている。アンケートやヒアリングの分析からは、この事業によって民間VCの経営方針やファンド運営方針に変更がなされ、それぞれの知見やノウハウを活かしつつ政策目的に沿った事業が実施されていることが確認できた。アーリーステージ企業への投資促進やハンズオン支援の強化など公的な目的と融合した民間ビジネスモデルを公的機関が「後押し」することで、公的機関主導で事業を実施するよりも大きな効果が生まれていると言える。ヒアリングで示された日本アジア投資のインキュベーションファンドの成功はその典型的な例である。今後、制度の更なる改善のためには、この民間支援促進の仕組みをより向上すべきである。日本においては、種類株式や優先株式の活用が進んでおらず、ファンドにおける柔軟な利益分配による民間のインセンティブの向上もなされていない。このような点を是正しつつ、世界を意識した先端的な投資手法の活用による民間能力活用の強化についてもベンチャーファンド事業の今後の課題といえる。

### (3) 公的支援策の効果を増大するにはどうすればよいか

民間事業、公的事业を問わず、いろいろな組織体の活動において、Plan（計画）、Do（実行）、Check（評価）、Action（修正）のPDCAサイクルを回しながら活動を向上していくことが重要とされている。その中でCheck（評価）はサイクルの要にあたる。適切な評価によって事業活動の状況把握ができ、その先の方針が決定される。それによって活動の効果の増大が実現する。政策の実施、ベンチャー企業の公的支援策の実施においても同様にPDCAサイクルを回してゆくことが支援策の効果の向上につながると考えられる。

公的支援策の多く、特に歴史の浅いベンチャー企業支援策は時代の流れに応じる形でパッチワーク的に補助金、ファンド出資、組織法制、税制などの支援策が形成されてきた。このような政策形成過程を経て複雑さを増した支援策の体系においては、安易な政策変更や制度の創設・廃止がなされることが多い。ベンチャー企業への公的支援策を向上するためには、PDCAサイクルのCheck（評価）を十分に実施し、どのような支援が有効でどのような支援が問題があるか、改善すべき項目は何かを把握することが公的支援策の効果を増大させる第一歩になると考えられる。

本研究では、評価フレームワークを設定し、従来の政策評価では十分でなかった時間軸や社会軸の観点を加え、アウトカムの定量的分析・定性的分析をすることで、客観的・総合的アプローチを通じての評価の合理性向上の試みを実施した。評価の幅を持たせるため、時間軸としてベンチャー企業とその支援策の歴史的な変遷の中で事業の位置づけを確認するとともに、社会軸として支援制度の全体構成や支援する企業の存在する経済状況の中での政策的な必要性を見た。

評価の深さを確保するために、事業のアウトプットとしてファンドの組成状況や資金の流れなど定量的な効果を分析し、アウトカムの分析として投資先企業の成長分析、一般企業と比較しての分析（Storey フレームの第四段階）などの定量的な効果測定をした。あわせて、データが不十分な中での定量分析を補完するべく、アンケート調査、ヒアリング調査などによる定性的な分析をした。

本研究で取り上げたベンチャーファンド事業は行政刷新会議の事業仕分けの評価で、効果が上がっていないとされ事業縮小指示が出ているが、時間軸と社会軸の視点をもって事業の位置づけを見るとベンチャー企業政策の発展の中で転機になる支援であり、かつ民間支援促進型という独自の位置づけを有することが確認できた。アウトプット・アウトカムの分析においても効率性や有効性が明らかになり、一般企業のマッチド企業グループに比べて売上高

や雇用の成長が有意に大きいことが示されている。一方で、ベンチャーファンド事業の問題として、事業運営の揺らぎによって組成が進んだ地域ファンド、バイオフィンドがクローズアップされた。地域振興のための企業支援や極めてフェーズの早い技術開発企業の支援といったものは政策性と収益性のバランスをとることが難しく、マッチングファンドという支援形態には馴染まない可能性があること、他の政策ツールを検討すべきことも分かった。

本研究の評価フレームワークを使い総合的にベンチャーファンド事業の評価をすることで、支援策の効果に係る客観的な事実が明確になった。このような総合的な評価手法は、幅広くベンチャー企業への公的支援策の評価に活用できると考えられる。政策の立案と実施における不具合を事前に防ぎ、また早急な是正措置を講ずるためにも適正な政策評価の実施が重要な役割を果たすこととなる。

本研究の社会軸の分析やアンケート・ヒアリング調査では、個別の支援策とともに制度や規制を含む幅広いベンチャー支援の必要があることも確認できた。日本のベンチャー企業政策は、1990年代の中盤から強化され、現在では補助金、委託、融資、出資、経営支援、組織法制、税制などの多様なメニューが揃いその種類からすると諸外国より多い状況になっている。しかし、個々の支援施策が各省庁の部局において独自に立案・実施されており、いわば「部分最適」を形成し、必ずしも「全体最適」を実現するインパクトの強いものとはなっていない。ベンチャー企業の公的支援の効果の向上には、支援策の全体の強弱を見極めつつ全体最適の実現を検討する必要があると考えられる。また、ヒアリング調査では、ベンチャーファンド事業がグローバル仕様でないことを指摘する向きもあった。ベンチャー企業やVCが国際的に競争している中、政策もグローバル展開を志向するべきかもしれない。

今後の政策展開の上では、本研究で実施した評価フレームワークのような客観的・総合的な評価を支援策ごとに実施して、支援策の制度設計、運営、評価における意思決定の機軸を明確にしつつ、より幅広い観点と深みのある分析によって支援策を検討し、強化していくことがベンチャー企業への公的支援策の効果の向上につながると考えられる。

本研究から得られた結論をまとめると以下のとおりである。

ベンチャー企業政策においては行政内部での評価がその時々でなされ、評価手法が不在の状況となっている。通常は評価時点での限られたデータにより近視眼的な評価がなされており、総合的・客観的な評価手法の確立が必要となっている。本研究では評価手法の幅と深さに着目し、「時間軸」、「社会軸」で支援策の位置づけを明確にして評価の「幅」を拡大し、施策実施状況を見る「アウトプット」の分析だけでなく、施策利用者への影響を含めた「アウトカム」の分析を、定量的分析、定性的分析の双方の手法を組み合わせ実施することで評価の「深さ」を実現するという評価フレームワークを設定し、ベンチャー企業政策の中心的施策であるベンチャーファンド事業を評価した。

ベンチャーファンド事業の政策的な位置づけは次のとおりである。

- 時間軸の観点から見るとこの事業はベンチャー企業政策の発展段階の節目にあつて、新しい民間支援促進型という支援形態のきっかけを作る施策として実施されている。
- 社会軸の観点からは、企業の成長発展を支援する施策群の中で、補助金制度と制度融資との間の支援策の谷間といえるフェーズを支援する限られた施策のひとつとなっている。また、社会的信用の向上によりVC産業を育成し、日本において未発達なエクイティ・ファイナンスを促進する施策として実施されている。

ベンチャーファンド事業のアウトプットとしては、

- 事業は目的に沿った事業運営を確保しており、ファンドの組成は、ベンチャー企業へのリスク資金供給に一定のインパクトをもたらす規模となっている。
- 多くのファンドが運営の途中であるにもかかわらず、2007年時点で463億円の公的出資の4.4倍の2,018億円のベンチャー企業の資本金増加が実現している。

アウトカムとしては、

- アウトカムの定量的分析として、ファンド投資の各要素との関係を重回帰分析で計測すると、投資後経過年数と売上高の増加が有意に関係しており、ファンドの投資がベンチャー企業の売上高向上に貢献しているといえる。
- ファンド投資先企業と創業年、業種、規模等の近い一般企業と比較分析をした結果では、比較するマッチド企業グループと比べて、売上高増加額が平均値でファンド投資先が有

意に大きい。また、売上高、雇用の増加率で平均値、中央値ともにファンド投資先企業が有意に大きく、ファンド投資先企業の成長が一般企業よりも促進されているといえる。

- 定量的分析を補完するためのアンケート調査やヒアリング調査では、「機構の出資がなければファンド組成が困難だった」、「機構の出資が他の民間資金の呼び水となった」との回答が多く、VCの育成効果や民間資金の呼び水効果が確認できた。
- 「中小機構出資を受けたことでレピュテーション（信用）が向上した」など、公的機関のファンドへの出資が、一定のお墨付き効果をもたらしていることも示された。
- アンケート調査における純民間ファンドとの比較においては、中小機構出資ファンドは、リスクは大きくとも成長性の高い企業に投資する、ハンズオン支援を積極的に行うなど、政策目的を意識した運営がなされていることが示された。また、事業がVCのガバナンス向上に貢献していることが示された。
- ヒアリング調査では、リスク資金供給への公的支援の要請が強いことやベンチャーファンド事業がVC業界各社の経営や人材育成に効果を及ぼしていることが確認できた。

一方、ベンチャーファンド事業に問題としては、

- 地域ファンド、バイオファンドといった類型のファンドでは、収益の確保の面で大きな問題を抱えていることがアンケート調査やヒアリング調査で明らかになった。制度本来のアーリーステージ企業の育成という目的に政治的な配慮で追加された条件によって、投資先企業の選択やファンド運営が限定的となり、制度としてのバランスを欠く状態になったと考えられる。事業運営における揺らぎと、過度の政策性追求の問題といえる。

本研究の分析の結果、ベンチャーファンド事業は、支援策としての必要性が高く、ベンチャー企業の売上高や雇用などの成長促進に貢献し、VC業界の育成、ファンドの社会的信用の向上など様々な効果を上げていると言える。一方、地域ファンドやバイオファンドなど、事業運営の揺らぎから出た過度の政策性の追求による制度の歪みの是正が必要である。

本研究で実施したフレームワークによる評価で、ベンチャーファンド事業について効果と課題が明確になった。このような客観的・総合的な評価を支援策ごとに実施して、制度設計、運用、評価における意思決定の機軸を明確にしつつ、より幅広い観点から支援を強化していくことが日本のベンチャー企業への公的支援策の効果の向上につながると考えられる。

## 2. 本研究の意義

本研究のベンチャーファンド事業の効果測定と評価の中で見えてきたことは、ベンチャー企業政策の効果増大を考える上での、客観的・総合的な観点から政策評価を実施することの重要性である。

従前のベンチャー企業政策の政策評価（予算査定、官庁の自己評価、事業仕分け等）では、事業の決算データ、アウトプットデータなどの限られたデータを基にした「粗い」評価となっていた。評価結果も事業についての可否を見るのみで内容の詳細を分析し改善点を特定することが出来なかった。

一般的に政策立案と実施の現場では、制度創設から時間が経てば自動的に制度廃止や変更の議論がなされる。ベンチャー企業政策全体の課題として政府の方針や担当が変わるたびに、近視眼的な検討による支援策の改廃が繰り返され、十分な政策効果を上げることが出来ない状態が続いていた。これは、客観的・総合的評価の不在により政策運営が不安定となっていたことに起因する。本研究で取り上げたベンチャーファンド事業で問題となっている地域ファンドやバイオフィンドが組成された原因には、制度面での歪みを是正できなかったことがある。また、事業では一定の効果を上げているのに制度全体の縮小廃止の議論がなされたりしている。このような問題は、客観的・総合的な評価システムが確立していたならば未然に防止できていたと考えられる。

本研究においては、このような問題に対して、政策評価の合理性を高めるべくその新しい手法として、時間軸、社会軸での制度の位置づけの確認、アウトプット分析、アウトカム分析という評価フレームワークを設定し、ベンチャーファンド事業について、文献調査、利用企業のデータ分析、VCへのアンケート調査、ヒアリング調査などの多角的な手法で評価を実施した。この結果、同事業について詳細な有効性の確認と改善点の特定ができた。「本来目的に沿っている部分は有効。運営変更の部分は問題あり。改善点は本来目的への再集中と民間能力の活用の重点化。」といった事業の内容に踏み込んだ政策的な判断材料が得られたことになる。支援策にとって何が重要で、何を改善すべきか、事業規模、事業継続をどのように考えるかということなどの方向性の判断材料が評価フレームワークによって得られた。

公的支援策の効果を増大するにはPDCAサイクルをきちんとまわし、適切な立案と実施を図ることが必要であるが、この中でCheckにあたる政策評価はその鍵を握る。特にベンチャー企業政策の場合は歴史が浅く政策評価の積み上げもない。日本におけるベンチャー企業に

対する政策アプローチの向上のためには、今後、客観的・総合的な政策評価を積極的に実施し、その結果を受けて各ベンチャー企業支援策の改善を進めるべきである。経済環境の変化の中で、柔軟な政策を講ずることは重要であるが、企業の成長には10年、20年の歳月を要することが通常であることを考えると政治変動等の要因に左右されない政策の機軸が必要であり、そのために合理的な評価システムの確立は必須である。本研究の意義はこの第一歩として国内で初めてのベンチャー企業政策の客観的・総合的評価をその方法論を考えつつ実施したということにある。

### 3. 本研究の限界と今後の研究課題

本研究の限界は、ベンチャーファンド事業の分析に係る調査対象、調査期間、経済全体へのインパクトの測定にある。

調査対象については、中小機構の投資先企業データベースやアンケート回答VCが全数でなく、あくまでも一部分の分析にとどまっているため、比較的業績の良い企業やVCが対象となっている可能性がある。投資先企業データについては、決算データの存在する企業ということでバイアスがかかっている可能性がある。分析に当たってはホームページ検索等で個別データを吟味はしているが、廃業企業などのデータは十分にフォローできておらず、投資先企業の中の上場企業もデータ欠如から分析対象になっていないものが多くある。マッチング分析で比較したCOSMOS2のデータについても、各業種の中で比較的業績の良い中堅・中小企業になっている可能性がある。また、このような比較分析では機構出資ファンドの投資先ベンチャー企業と純民間ファンドの投資先ベンチャー企業とファンド投資を受けていない企業の3つのタイプの比較もなされるべきであるが、純民間ファンドの投資先ベンチャー企業のデータ数が著しく制限されるため今回は実施できなかった（日本においては民間VCの投資先企業のデータはほとんど整備されていない）。さらに、アンケート調査の回答についても、機構出資ファンド、純民間ファンドともパフォーマンスの良いVCが回答するというバイアスがかかっている可能性を考慮する必要がある。分析データの整備とバイアスの排除をすることでより精緻な研究をすることが今後の課題となる。

調査期間については、ファンド投資先企業データが2007年時点、アンケート調査が2009年時点となっており、最新の状況までをカバーしたものではない。2006年以降のベンチャー企業の低迷やリーマンショック後の景気減速などの影響については追加の分析が必要である。また、いずれの分析もファンド運営期間の終了を待たず、中間時点の状況を見たものである。ファンド運営期間終了後にファンドの収益を中心として更なる分析を進める必要がある。

より大きな研究課題としては、ベンチャーファンド事業自体が、日本の雇用創出やイノベーションの創出にどのような効果をもたらしているのか、という視点での分析があげられる。本研究の分析では事業のある程度の有効性は確認できたが、投資先企業の成長やVC業界への影響については、全体の経済を動かすインパクトがあるかどうかは明確ではない。ベンチャー企業への個々の支援策と政策全体の関係及び経済全体へのインパクトの分析が今後の課題である。

高齢化による生産年齢人口の減少や国際的な競争環境の激動が続く中で、日本が豊かさを維持し発展していくためにはイノベーションによる質的な経済の改革が必要であり、ベンチャー企業はその担い手となる。ベンチャー企業政策の役割も大きい。本研究においては、ベンチャー企業への公的支援策の効果を向上するため、評価フレームワークを設定し、ベンチャーファンド事業を多角的に見てきたが、この研究をベースに同事業の分析を更に進めるとともに、他の支援策についても同様のフレームワークでの分析を実施し、ベンチャー企業政策の客観的、総合的かつ、合理的な評価研究を進め、学術的な観点から政策の向上に貢献してまいりたい。

最後に、指導教員として本研究にかけがえのない無尽蔵の御指導をくださり、また研究者としてのあるべき方向性を示していただいた松田修一先生に心からの御礼を申し上げます。

また、論文指導委員会において貴重な御指導をいただいた鶴飼信一先生、東出浩教先生、広田真一先生、米澤康博先生、ゼミ等において貴重な意見をいただいた先輩や学友の皆様、ご多用のなか丁寧に調査に協力いただいたVC、ベンチャー企業、行政関係者の皆様に感謝を申し上げます。

さらに、仕事と学問の両立を支えてくれた家族へのありがたい気持ちをここに記す。



## 參考資料

# 1. ベンチャーファンド事業の中小機構出資ファンド一覧

ベンチャーファンド事業において中小機構の出資がなされた中小機構出資ファンドは以下の表のとおりである。ここではファンドの名称、ファンドを運営するVC (GP: General Partner)、ファンドの出資総額であるファンド規模、組成年月、ファンドの概要 (組成目的・投資対象等) を示す。

ファンド名	GP	ファンド規模	組成年月	類型	概要
投資育成1号	東京中小企業投資育成(株)	20億円	1999.3	一般	成長性が見込める中小企業に投資するとともに経営・技術の指導を行う。
フューチャー二号	フューチャーベンチャーキャピタル	10億円	1999.12	一般	関西圏(京都・滋賀等)の情報通信、医療福祉ビジネス等ニューサービス産業。
ジャイク・インキュベーション一号	日本アジア投資(株)	25億円	2000.1	一般	スタートアップ、アーリーステージ企業を中心としたベンチャー企業を中心に投資。
シーエスケイブイシー三号	CSKベンチャーキャピタル(株)	25億円	2000.3	一般	CSKグループのノウハウ・スキルや関連ネットワークを活用した投資。
ヴィシー・クラブ・エス・エス・エム	エス・アイ・ピー(株)	9.15億円	2000.6	一般	「経営者の経営力」、「事業ポテンシャル」、「ディスクロージャーの徹底」を重視。
東京中小企業	東京中小企業投資育成(株)	37.5億円	2000.9	一般	静岡、長野、新潟以東の18都道府県が対象地域。成長性が見込める企業に投資。
大阪投資育成第2号	大阪中小企業投資育成(株)	16億円	2000.9	一般	主に福井、滋賀、奈良、和歌山以西の24府県。情報通信、バイオ、ソフトウェア等。
KF-インキュベーションファンド	ニュー・フロンティア・パートナーズ	20億円	2000.11	一般	情報、通信、サービス、環境、バイオ関連等に投資。担当者が一貫した企業育成。
ホワイトスノー第一号	北海道ベンチャーキャピタル	8.6億円	2000.12	一般	主に北海道内の企業や経営者が北海道出身者である企業に投資。
ジャイク・バイオ番号	日本アジア投資(株)	15億円	2001.5	バイオ	バイオテクノロジー関連分野の中小企業を投資対象。有望企業の支援を行う。
石川県ベンチャー育成	フューチャーベンチャーキャピタル	15億円	2001.6	地域	主に石川県に本社又は主な事業所を置く企業に投資。業種は特定しない。
THC・フェニックス・ジャパン	MUハンズオンキャピタル(株)	23.5億円	2001.6	一般	経営のイノベーションに注目し、新たな事業分野の開拓を図るアーリー企業に投資。
ジャフコ産学共創	(株)ジャフコ	20億円	2002.2	産学	大学、研究所等が保有する技術シーズの事業化を行う企業に投資。
大分ブイシーサクセスファンド二号	大分ベンチャーキャピタル(株)	5億円	2002.5	地域	大分県内のアーリーステージ企業、県内企業の活性化等に繋がる県外企業に投資。
アステック・テクノロジー・インキュベーションファンド	先端科学技術エンタープライズ(株)	10.4億円	2002.7	産学	アーリーステージの技術ベンチャー企業への投資に重点。東京大学等とも交流。
日興地域密着型産学官連携	日興アントファクトリー(株)	24億円	2002.7	一般	地方銀行のネットワークも活用し、地方大学発の技術シーズ等へ投資。
SRIベンチャー1号	日興アントファクトリー(株)	20億円	2002.10	一般	事業の収益性のみならず、社会貢献も加味し、経営理念のしっかりとした企業へ投資。
いわてベンチャー育成	フューチャーベンチャーキャピタル	10億円	2002.11	地域	主に岩手県に本社又は主な事業所を置く企業に投資。対象は全業種。
エヌアイエフ産学連携ファンド1号	NIF SMBCベンチャーズ(株)	20億円	2003.1	産学	大学発ベンチャー企業に投資。シーズ、アーリーステージの段階から積極的投資。
三井住友海上C2号	三井住友海上キャピタル(株)	21.6億円	2003.2	一般	医療・環境・バイオ・IT・エレクトロニクスの企業にスタートアップ・アーリーから投資。
ジャイク・大学発最先端産業育成番号	日本アジア投資(株)	22億円	2003.3	産学	日本全国の大学等の研究機関の技術シーズを実用化するベンチャーに投資。
オーブリー号	(株)香川銀キャピタル	5億円	2003.3	地域	香川、愛媛、岡山を中心とした地域のスタートアップ・アーリーステージ企業に投資。
サンブリッジ・テクノロジーファンド2002	(株)サンブリッジ	10億円	2003.6	一般	情報サービスやITを利用した斬新なビジネスモデルに投資。IT業界出身者が支援。

あおばサクセス壱号	日本アジア投資 (株)	5.4 億円	2003.6	地域	主に宮城県を中心とした東北 6 県へ投資。対象は 全業種。
ちばベンチャー	ちばぎん キャピタル(株)	5 億円	2003.6	地域	千葉県内及び県内関連のアーリーステージ企業を 中心に投資。
東京投資育成4号	東京中小企業 投資育成(株)	20 億円	2003.10	一般	静岡、長野、新潟以東の18都道県が対象地域。 成長性が見込める企業に投資。
アクアリムコ日本新生1号	(株)アクア RIMCO	10.1 億円	2003.12	一般	バイオ、サービスのベンチャー企業を中心に、第二 創業、大学発ベンチャーへも投資。
日本エンジェルズ第1号	日本エンジェルズイ ンベストメント	6.1 億円	2003.12	一般	日本エンジェルズフォーラムと連携し、シード、アー リーステージのベンチャーに投資。
投資育成近畿産学連携1号	大阪中小企業 投資育成(株)	10 億円	2004.1	産学	京都大学、大阪大学、神戸大学、産業技術総合研 究所等を中心にシーズを発掘。
ウィル	ウィルキャピタル マネジメント	24.3 億円	2004.1	一般	事業開発力と、大手商社の営業開発力により、生 活密着型の事業等を中心に投資。
ジャイク・ インキュベーション2号	日本アジア投資 (株)	27.8 億円	2004.2	一般	スタートアップ、アーリーステージ企業を中心とした 有力なベンチャー企業に投資。
西武しんきんキャピタル TAMA ファンド2号地域産業育成	西武しんきん キャピタル(株)	10 億円	2004.3	地域	西武信用金庫、TAMA 協会等と連携し、バイオ、ナ ノテク、IT 等のハイテク関連に投資。
あきたアカデミー ベンチャー育成	パシフィック・リム・ ベンチャーズ	6.2 億円	2004.4	地域	大学発等のライフサイエンスに関連するシーズをも とにした秋田県ベンチャーに投資。
いばらぎベンチャー企業 育成	スカイスターファイナン シャルマネジメント	10.1 億円	2004.4	地域	茨城県内で設立後7年以内の企業を中心に投資 し、経営・技術等総合的に支援。
東洋アンビシャス	東洋キャピタル (株)	6 億円	2004.6	一般	全国のアーリーステージの企業を対象。各々の社 員のネットワークを活用し、投資育成。
ジャフコ産学共創2号	(株)ジャフコ	20 億円	2004.6	バイオ	大学、研究所等が保有する技術シーズの事業化を 行う企業にインキュベーション投資。
KSP2号	(株)ケイエスピー	6.1 億円	2004.6	一般	神奈川県及び神奈川県近郊に所在する研究開発 型ベンチャー企業を中心に投資。
ウエル技術ベンチャー	ウエルインベストメ ント(株)	8 億円	2004.6	一般	大学発VBを含む技術力を持つ企業に投資。経験 豊かな取締役とアドバイザーが支援。
ライフサイエンス2号	MBLベンチャー キャピタル(株)	12.2 億円	2004.6	バイオ	バイオ・ライフサイエンス領域のシード・アーリス テージのベンチャーに投資。
神戸ライフサイエンスIP	野村リサーチ・アンド・ アドバイザー(株)	4.8 億円	2004.7	バイオ	研究シーズの特許化の前段階から支援。シーズを もとに会社設立し、ベンチャー育成。
九州ベンチャー	九州ベンチャー パートナーズ	19.8 億円	2004.7	地域	九州関連のアーリーステージのベンチャー企業。 全業種を対象としている。
SBI・リアル・ インキュベーション1号	ソフトバンク・ インベストメント	18 億円	2004.8	一般	外食を想定した店舗展開ビジネスに投資。業務サ ポート会社を組織し、投資先を育成。
トランスサイエンス貳ピー号	(株)トランス サイエンス	15.1 億円	2004.9	バイオ	ライフサイエンス・ヘルスケア分野に特化した投資 育成。専門家集団による支援。
NFP-ストラテジック パートナーズファンド	ニュー・フロンティ ア・パートナーズ	22.1 億円	2004.10	一般	IT、バイオ・ヘルスケア、流通・サービス等中心。ス トラテジックパートナーにより支援。
ユーテック一号	東京大学 エッジキャピタル	83 億円	2004.12	産学	東大産学連携本部、東京大学 TLO(前 CASTI)と 連携し、東大発のシーズに投資。
とくしま市場創造1号	日本テクノロジーベンチ ャーパートナーズ	8 億円	2004.12	地域	徳島県発のベンチャー企業の中からIT、バイオ等 の業種を中心に投資。
みえ新産業創造	フューチャーベンチ ャーキャピタル	10 億円	2004.12	地域	主に三重県の県内企業へ投資し、現地に事務所 を開設して支援。
三井住友海上C キャンパス1号	三井住友海上 キャピタル(株)	7 億円	2004.12	産学	京大、立命館大にあるインキュベーション施設の入 居者等、大学発ベンチャーを対象。
大阪投資育成第4号	大阪中小企業 投資育成(株)	10 億円	2005.2	一般	福井、滋賀、奈良、和歌山以西の24府県。IT、バ イオ、ソフトウェア等を中心に投資。
SIP知的創造	エス・アイ・ピー (株)	5 億円	2005.4	一般	ハンズオン支援の経験豊富なスタッフを揃え、ベン チャー企業への投資・育成を実施。
JAIC-バイオ2号	日本アジア投資 (株)	22.9 億円	2005.4	バイオ	バイオ等の Quality of Life 関連業種の、スタートア ップ・アーリーステージを中心に投資。

東京投資育成5号かながわ	東京中小企業投資育成(株)	10億円	2005.6	一般	神奈川県を中心とする静岡・長野・新潟以東の18都道府県を対象に投資。
ゆめファンド4号	横浜キャピタル(株)	10億円	2005.7	一般	主に神奈川県内に本社・事業所を置く、アーリーステージのベンチャー企業に投資。
名古屋投資育成第1号	名古屋中小企業投資育成	5億円	2005.7	一般	主に中部5県に所在する、IT、バイオ、ナノテク、ニューサービス等のベンチャーへ投資。
やまとベンチャー企業育成ファンド	フューチャーベンチャーキャピタル	5億円	2005.8	地域	主に奈良県のベンチャー企業に投資。公的機関や金融機関と協力し、投資先を発掘。
島根新産業創出	ごうぎんキャピタル(株)	5億円	2005.9	地域	主に島根県内及び県内関連のアーリーステージ企業に投資。地域活性化を目指す。
札幌元気テクノロジー	北海道ベンチャーキャピタル	5億円	2005.11	一般	主に札幌市に関連したIT、バイオ等の先端技術企業を投資対象とする。
バイオ・サイト・インキュベーション二号	バイオ・サイト・キャピタル(株)	20.9億円	2005.12	バイオ	バイオテクノロジー関連分野に特化したファンド。レンタルラボ事業と連携し支援。
滋賀ベンチャー育成ファンド	フューチャーベンチャーキャピタル	11.5億円	2005.12	地域	主に滋賀県に本社や事業所、研究所等を置くベンチャーに投資。
ネットエイジベンチャーコミュニティ・ファンド1号	ネットエイジキャピタルパートナーズ	10億円	2005.12	一般	インターネット関連の成長企業を投資対象とし、起業経験を有するスタッフが支援。
企業育成型ひろしま	ひろぎんキャピタル(株)	5億円	2005.12	地域	主に広島県内及び県内関係の企業を対象とする。新事業展開を支援。
ジャフコ・産学バイオインキュベーション	(株)ジャフコ	20億円	2005.12	バイオ	大学、研究所等が保有するバイオ関連の技術シーズの事業化を行う企業を対象。
先端技術産業創造	イノベーション・エンジン(株)	22.5億円	2006.1	一般	ナノテク・オプトエレクトロニクス等先端技術分野のシード・アーリーステージに投資。
TM Innovation 2005	東京海上キャピタル(株)	55.1億円	2006.1	一般	経営経験を有するチームが技術・ビジネスモデルのイノベーションの事業化を支援。
アイティーファーム・グロース	(株)アイティーファーム	10億円	2006.3	一般	国内、シリコンバレーのIT企業との広範なネットワークを活用し、投資先の成長を支援。
SIC1号	さがみはら産業創造センター	5億円	2006.3	一般	首都圏西南地域の研究開発型企業が主な投資対象。各種専門家・大学等と連携し支援。
りそなキャピタル成長支援	りそなキャピタル(株)	31億円	2006.5	一般	成長が見込める幅広い業種・ステージ企業を対象。グループのネットワークで成長支援。
IPI・知的財産事業化2号	(株)アイピー・インベストメント	20億円	2006.9	一般	創業間もないベンチャー企業の保有する有望な特許・技術の事業化し、成長を支援。
シーエスケイブイシー技術革新成長支援ファンド	シーエスケイベンチャーキャピタル	27億円	2006.9	一般	日本経済に活力を与える技術を有するベンチャー企業にフォーカスし、成長支援。
大阪投資育成第5号	大阪中小企業投資育成(株)	30億円	2006.10	一般	近畿以西24府県で、医療・福祉、生活文化、IT、バイオ、新エネ・省エネ等に投資。
早稲田1号	ウエルインベストメント(株)	20億円	2006.11	産学	広義の大学発VBを中心としたイノベーション企業を対象。研究者及び実務家が支援。
アントレピア3号ベンチャーキャピタルファンド	アントレピア(株)	21.3億円	2006.12	一般	IT関連のスタートアップ企業に投資。北米での投資経験と日米のネットワークで支援。
テクノロジーカーブアウト	(株)テックゲートインベストメント	40.7億円	2006.12	一般	大手事業会社の優れた先端技術シーズ、新規事業シーズをカーブアウトし新産業創造。
バイオコンテンツ	トランスサイエンス・PPSキャピタル	10億円	2007.2	バイオ	SNPs、遺伝子発現、感染症診断等の有用バイオコンテンツや、優れた解析技術に投資。
みえ新産業創造第2号	フューチャーベンチャーキャピタル	10億円	2007.3	地域	主に三重県内に所在するベンチャー企業に投資。地域活性化のため投資。
Social Entrepreneur	PE&HR(株)	6.1億円	2007.3	一般	若手起業家、女性起業家、社会性の高い事業を営む有望なベンチャーへ投資。
KSP3号	(株)ケイエスピー	24億円	2007.7	一般	神奈川県及び神奈川県近郊に所在する研究開発型ベンチャー企業を中心に投資。
Xseed High Growth	Xseed Partners LLP	10.1億円	2007.9	一般	シード・アーリー段階の技術ベンチャー企業に投資。主としてリード投資を行う。
デジタル・コンバージェンス	エス・アイ・ピー(株)	5.6億円	2007.10	一般	ユビキタス・ブロードバンド関連企業等、高い成長が見込まれる企業等に対して投資。

エンゼル「響」	エンゼル キャピタル(株)	10.5 億円	2007.10	一般	関西圏に事業所を置く、製造業に代表される「もの づくり」企業の育成支援を行う。
TICC大学連携	東北イノベーション キャピタル(株)	10.1 億円	2008.3	産学	東北大学を中心とした大学及び研究機関等の技 術シーズを幅広く発掘して投資。
インテック・アイティ2号	(株)インテック・ア イティキャピタル	20 億円	2008.3	一般	アールリーステージのIT関連の企業に対して重点投 資し、パートナー企業と連携して支援。
イノベーション・エンジン三号	イノベーション・ エンジン(株)	21.4 億円	2008.3	一般	日本優位の先端技術から生まれる成長産業にフォー カスした投資し、リードとして支援。
UTECC2号	(株)東京大学エ ッジキャピタル等	71.4 億円	2010.1	産学	東京大学の研究機関等の技術や人材を活用する 創業や新事業事業開始企業に投資。
JAIC-IF4号	日本アジア投資 株式会社	47 億円	2010.1	一般	ベンチャー企業へのエクイティ資金提供及び、育 成・支援を通じた企業価値向上を図る。

(注) ファンド名では「投資事業有限責任組合」を省略

(出典) 中小機構資料をもとに筆者作成。

## 2. ベンチャーファンド事業からの株式公開企業一覧

ベンチャーファンド事業において中小機構の出資がなされた中小機構出資ファンドの投資先企業で株式公開した企業は以下の表のとおりである。

会社名	業種・分野	所在地	公開年	株式公開市場
ネクストウェア(株)	サービス	大阪府	2000	ヘラクレス
日本エンタープライズ(株)	サービス	東京都	2001	ヘラクレス
(株)オープンループ	サービス	北海道	2001	ヘラクレス
(株)アズジェント	ソフトウェア	東京都	2001	ジャスダック
(株)日本エスコン	不動産	大阪府	2001	ジャスダック
(株)ソディックプラステック	製造業	神奈川県	2001	ジャスダック
パシフィックマネジメント(株)	不動産	東京都	2001	ジャスダック
(株)エルゴ・ブレインズ	サービス	大阪府	2002	ヘラクレス
(株)クインランド	サービス	兵庫県	2002	ヘラクレス
(株)ドーン	ソフトウェア	兵庫県	2002	ヘラクレス
(株)ソフトフロント	ソフトウェア	北海道	2002	ヘラクレス
(株)フォーサイド・ドット・コム	サービス	東京都	2002	ジャスダック
(株)トランスジェニック	医療	熊本県	2002	マザーズ
創建ホームズ(株)	建設	東京都	2003	ジャスダック
日本風力開発(株)	環境	東京都	2003	マザーズ
(株)モック	サービス	愛知県	2003	マザーズ
(株)情報企画	サービス	大阪府	2003	マザーズ
(株)アーティストハウス	サービス	東京都	2003	マザーズ
(株)マッグガーデン	サービス	東京都	2003	マザーズ
(株)メディネット	医療	神奈川県	2003	マザーズ
(株)ケア21	医療	大阪府	2003	ヘラクレス
スリープロ(株)	サービス	東京都	2003	マザーズ
オンコセラピーサイエンス(株)	医療	東京都	2003	マザーズ
シーズクリエイト(株)	不動産	東京都	2004	ジャスダック
(株)ジモス	サービス	福岡県	2004	ジャスダック
(株)ツクイ	福祉	神奈川県	2004	ジャスダック
ディップ(株)	サービス	東京都	2004	マザーズ
ケンコーコム(株)	サービス	東京都	2004	マザーズ
(株)そーせい	医療	東京都	2004	マザーズ
(株)シコー技研	製造業	神奈川県	2004	マザーズ

(株)ウェブクルー	サービス	東京都	2004	マザーズ
(株)ワイズマン	ソフトウェア	岩手県	2004	ジャスダック
(株)カワムラサイクル	医療	兵庫県	2004	マザーズ
21LADY(株)	サービス	東京都	2004	セントレックス
(株)トラスト	サービス	愛知県	2004	マザーズ
エルピーダメモリ(株)	半導体	東京都	2004	東証一部
(株)LTT バイオフィーマ	医療	東京都	2004	マザーズ
メディシノバ・インク	医療	米国	2005	ヘラクレス
(株)タイセイ	サービス	大分県	2005	福岡Qボード
(株)ファーストエスコ	環境	東京都	2005	マザーズ
(株)エフェクター細胞研究所	医療	東京都	2005	セントレックス
ドリームバイザー・ホールディングス(株)	サービス	東京都	2005	マザーズ
(株)アドバンスト・メディア	サービス	東京都	2005	マザーズ
(株)ガイアックス	サービス	東京都	2005	セントレックス
(株)富士バイオメディックス	医療	埼玉県	2005	セントレックス
メビックス(株)	医療	東京都	2005	マザーズ
(株)アプレシオ	サービス	東京都	2005	セントレックス
(株)ビジネス・ブレイクスルー	サービス	東京都	2005	マザーズ
(株)プロデュース	製造業	新潟県	2005	ジャスダック
エヌ・デーソフトウェア(株)	ソフトウェア	山形県	2006	ジャスダック
グラウンド・ファイナンシャル・アドバイザー	不動産	東京都	2006	ジャスダック
(株)エスプール	サービス	東京都	2006	ヘラクレス
(株)丸千代山岡家	サービス	北海道	2006	ジャスダック
(株)ジェイテック	サービス	大阪府	2006	ヘラクレス
(株)ラクーン	サービス	東京都	2006	ヘラクレス
クラスターテクノロジー(株)	製造業	大阪府	2006	ヘラクレス
夢の街創造委員会(株)	サービス	大阪府	2006	ヘラクレス
(株)ファーマフーズ	食品	京都府	2006	マザーズ
(株)オウケイウェイヴ	サービス	東京都	2006	セントレックス
インスペック(株)	半導体	秋田県	2006	マザーズ
(株)セキュアヴェイル	サービス	大阪府	2006	ヘラクレス
(株)ナノテックス	製造業	東京都	2006	アンビシャス
(株)ジェイアイエヌ	サービス	群馬県	2006	ヘラクレス
(株)アルク	サービス	東京都	2006	ジャスダック
(株)フラクタリスト	サービス	東京都	2006	セントレックス

(株)ゼットン	サービス	愛知県	2006	セントレックス
(株)ファンドクリエーション	不動産	東京都	2006	ジャスダック
(株)アイレップ	サービス	東京都	2006	ヘラクレス
KFE JAPAN(株)	製造業	神奈川県	2006	セントレックス
(株)リミックスポイント	ソフトウェア	東京都	2006	マザーズ
燦キャピタルマネジメント(株)	サービス	大阪府	2006	ヘラクレス
(株)ゲームオン	サービス	東京都	2006	マザーズ
トラストパーク(株)	不動産	福岡県	2006	福岡Qボード
(株)ギガプライズ	ソフトウェア	東京都	2006	セントレックス
(株)ウェブドゥジャパン	サービス	東京都	2007	ヘラクレス
(株)ストリーム	サービス	東京都	2007	マザーズ
(株)免疫生物研究所	医療	群馬県	2007	ヘラクレス
フリービット(株)	ソフトウェア	東京都	2007	マザーズ
(株)タケエイ	環境	東京都	2007	マザーズ
(株)フルスピード	サービス	東京都	2007	マザーズ
(株)ジーエヌアイ	医療	東京都	2007	マザーズ
(株)オストジャパングループ	医療	北海道	2007	アンビシャス
リアルコム(株)	サービス	東京都	2007	マザーズ
ミネルヴァ・ホールディングス(株)	サービス	大阪府	2007	ヘラクレス
(株)MIC メディカル	医療	東京都	2007	ジャスダック
(株)ジャパン・ティッシュ・エンジニアリング	医療	愛知県	2007	ジャスダックネオ
ナノキャリア(株)	医療	千葉県	2008	マザーズ
(株)エス・エム・エス	サービス	東京都	2008	マザーズ
ピリングシステム(株)	サービス	東京都	2008	マザーズ
カルナバイオサイエンス(株)	医療	兵庫県	2008	ジャスダックネオ
(株)データホライゾン	医療	広島県	2008	マザーズ
(株)リニカル	医療	大阪府	2008	マザーズ
テラ(株)	医療	東京都	2009	ジャスダックネオ
(株)キャンパス	医療	静岡県	2009	マザーズ
(株)デ・ウエスタン・セラピテクス研究所	医療	愛知県	2009	ジャスダックネオ
(株)エフオーアイ	半導体	神奈川県	2009	マザーズ
アニコム ホールディングス(株)	サービス	東京都	2010	マザーズ
(株)エスクリ	サービス	東京都	2010	マザーズ
(株)セルシード	医療	東京都	2010	ジャスダックネオ

出典：中小機構資料をもとに筆者作成



## アンケート調査関連資料

2009年7月7日

ベンチャーキャピタル経営者 各位

早稲田大学大学院商学研究科  
松田修一研究室

ベンチャーファンドの公的支援に関するアンケート調査へのご協力をお願い

初夏の候、ますますご清栄のこととお慶び申し上げます。

早稲田大学大学院商学研究科松田修一研究室は「ベンチャー企業の公的支援」をテーマに学術調査を行うこととなりました。

その一環として、ベンチャーキャピタルの経営者及びキャピタリストの皆様へベンチャーファンドの運営状況とファンドの公的支援についてのアンケート調査へのご協力をお願い申し上げます。

なお、本調査は純粋な学術調査であり、結果は統計的に処理します。企業情報・個人情報の管理と保管には十分配慮し、企業名・個人名が特定できる形又は推測できる形で公表することはありません。また、パフォーマンスや政府等への要望についての質問もありますが、個人のご意見として回答いただいても結構です。

#### 【本調査の目的】

本調査で明らかにしたいことは、以下の点です。

- 日本におけるベンチャーファンドの現況
- ベンチャーキャピタル経営者とキャピタリストの投資への取り組み方
- ベンチャーファンドの公的支援の効果
- ベンチャーファイナンスに関する公的支援に対する評価と要望

#### 【記入に当たってのお願い】

- ・ 調査票は、経営者ご自身かファンドの管理担当者の方がご記入ください。
- ・ 全質問に対する回答をお願い申し上げます。
- ・ 回答は7月31日(金)までに、FAX又は同封の封筒によりご返送ください。

あて先： 早稲田大学大学院商学研究科 松田修一研究室

FAX：03-5286-3922

〒169-8050 東京都新宿区西早稲田 1-6-1 11号館

- ・ 問い合わせはメールにて御連絡ください。yoshi-ishii@suou.waseda.jp (石井)

※ 本調査は、財団法人ベンチャーエンタープライズセンターの「日本ベンチャーキャピタル等要覧」掲載企業、独立行政法人中小企業基盤整備機構のホームページ(ファンド事業)掲載企業、その他Google検索などでベンチャーキャピタルと特定できた企業に送付させていただいております。

## ベンチャーファンドの公的支援に関するアンケート調査

中小機構出資 VC

## 【ファンドの現況と運営方針】

質問1. 貴社で現在運用しているファンドについてお答えください。(3ファンドまで)

ファンド名:											
組成年:			年		ファンド規模:			百万円			
投資先企業数:				社		IPO企業数:				社	
投資先内訳 (ステージと業種についてそれぞれお答えください。):											
シード		社		アーリー		社		エクспанション		社	
レイター		社		バイアウト		社		IT 関連		社	
バイオ・ヘルスケア		社		製造業		社		環境関連		社	
サービス		社		収益の状況(注):		1 極めて厳しい		2 厳しい		3 普通	
4 好調		5 かなり好調									

ファンド名:											
組成年:			年		ファンド規模:			百万円			
投資先企業数:				社		IPO企業数:				社	
投資先内訳 (ステージと業種についてそれぞれお答えください。):											
シード		社		アーリー		社		エクспанション		社	
レイター		社		バイアウト		社		IT 関連		社	
バイオ・ヘルスケア		社		製造業		社		環境関連		社	
サービス		社		収益の状況:		1 極めて厳しい		2 厳しい		3 普通	
4 好調		5 かなり好調									

ファンド名:											
組成年:			年		ファンド規模:			百万円			
投資先企業数:				社		IPO企業数:				社	
投資先内訳 (ステージと業種についてそれぞれお答えください。):											
シード		社		アーリー		社		エクспанション		社	
レイター		社		バイアウト		社		IT 関連		社	
バイオ・ヘルスケア		社		製造業		社		環境関連		社	
サービス		社		収益の状況:		1 極めて厳しい		2 厳しい		3 普通	
4 好調		5 かなり好調									

(注) 収益の状況については、現時点の投資乗数:(累積分配額+残余資産現在価値)/出資金総額について、以下のレベルを目安にご記入ください。

1 極めて厳しい:出資金総額の半分以下 2 厳しい:出資金総額の半分から同額程度

3 普通:出資金総額+5%程度 4 好調:出資金総額+50%程度 5 かなり好調:出資金総額の2倍以上

質問2. 貴社のファンドの運営方針についてお伺いします。

もっとも近いところに○をつけてください。

	該当しない	中立	該当する
	↓	↓	↓
Q1. 出資者に対するリターンを重視する	1	2	3 4 5
Q2. 投資先の成長を重視する	1	2	3 4 5
Q3. 雇用・イノベーションなど社会的価値の創出を重視する	1	2	3 4 5
Q4. 多くの投資先にポートフォリオ投資する	1	2	3 4 5
Q5. 慎重に選んだ少数の企業に投資する	1	2	3 4 5
Q6. リスクは大きくとも成長可能性の高い企業に投資する	1	2	3 4 5
Q7. 投資先へのハンズオン支援を積極的に行う	1	2	3 4 5
Q8. 投資先が危機的な状況のときのみ経営に関与する	1	2	3 4 5
Q9. 基本的には投資先の経営には関与しない	1	2	3 4 5

質問3. 貴社のファンドのキャピタリストと投資先との関係についてお伺いします。

もっとも近いところに○をつけてください。

	該当しない	中立	該当する
	↓	↓	↓
Q1. 業務目標の達成度のモニタリングをする	1	2	3 4 5
Q2. 財務状況のモニタリングをする	1	2	3 4 5
Q3. 経営戦略の策定・見直しに関与する	1	2	3 4 5
Q4. 社外取締役として経営に関与する	1	2	3 4 5
Q5. 資本政策の策定・見直しに関与する	1	2	3 4 5
Q6. 新たな増資ラウンドをアレンジする	1	2	3 4 5
Q7. 他のVCや銀行を紹介する	1	2	3 4 5
Q8. 経営者幹部人材を紹介する	1	2	3 4 5
Q9. 弁護士・会計士など専門家を紹介する	1	2	3 4 5
Q10. 製品やサービスの開発に関与する	1	2	3 4 5
Q11. 製品やサービスのマーケティングに関与する	1	2	3 4 5
Q12. 他社との事業提携に関与する	1	2	3 4 5
Q13. 大学・公的研究機関との連携に関与する	1	2	3 4 5

	該当しない	中立	該当する
	↓	↓	↓
Q14. 会社の IPO に向けた準備をする	1	2	3 4 5
Q15. 会社の売却・M&A などのアレンジをする	1	2	3 4 5
Q16. 経営者の率直な意見交換相手となる	1	2	3 4 5
Q17. 経営者への励まし・動機づけをする	1	2	3 4 5
Q18. 会社の危機において経営者を支える	1	2	3 4 5
Q19. 会社の株主の関係を調整する	1	2	3 4 5
Q20. ガバナンス・コンプライアンスの向上を図る	1	2	3 4 5

### 【ファンドへの公的支援について（中小機構出資VC向け設問）】

#### 質問 4. 中小企業基盤整備機構のファンド出資の効果についてお伺いします。

もっとも近いところに○をつけてください。

	該当しない	中立	該当する
	↓	↓	↓
Q1. 機構の出資がなければファンド組成が困難だった	1	2	3 4 5
Q2. 機構の出資でファンド規模の増額ができた	1	2	3 4 5
Q3. 機構の出資が他の民間資金の呼び水となった	1	2	3 4 5
Q4. 機構の出資でアーリーステージへの投資が拡大した	1	2	3 4 5
Q5. 機構の出資でリスクの高い業種への投資が拡大した	1	2	3 4 5
Q6. 公的ファンドとして投資先候補への説明が容易になった	1	2	3 4 5
Q7. 公的ファンドとしてキャピタリスト等社内の士気が高まった	1	2	3 4 5
Q8. 機構への報告の手間など事務作業が増えた	1	2	3 4 5
Q9. 機構のLPとしての干渉でリスクがとりづらくなった	1	2	3 4 5
Q10. 機構との関わりを通じガバナンスや組織体制が向上した	1	2	3 4 5
Q11. 機構出資を受けたことでレピュテーション(信用)が向上した	1	2	3 4 5

質問5. 今までのベンチャー企業への資金面での支援に対する評価についてお伺いします。

もっとも近いところに○をつけてください。

	効果なし	中立	効果あり
	↓	↓	↓
Q1. 中小企業投資育成・政策投資銀行による直接出資	1	2	3 4 5
Q2. 中小企業基盤整備機構のファンド出資事業	1	2	3 4 5
Q3. 投資事業有限責任組合法によるファンドの法制化	1	2	3 4 5
Q4. 会社法の改正による最低資本金規制の撤廃	1	2	3 4 5
Q5. エンジェル税制の改正	1	2	3 4 5
Q6. 中立的な機関によるファンドデータ整備・情報提供	1	2	3 4 5
Q7. 研究開発への助成金・補助金(中小機構・NEDO・JST 等)	1	2	3 4 5

質問6. 今後のベンチャー企業への資金面での支援として必要な施策についてお伺いします。

もっとも近いところに○をつけてください。

	必要なし	中立	必要あり
	↓	↓	↓
Q1. 中小企業投資育成・政策投資銀行による直接出資の強化	1	2	3 4 5
Q2. 中小企業基盤整備機構のファンド出資事業の強化	1	2	3 4 5
Q3. 公的機関からの出資など政府のリスクマネー出資の増加	1	2	3 4 5
Q4. 年金基金からの出資など民間のリスクマネー出資の増加	1	2	3 4 5
Q5. エンジェルからのリスクマネー出資の増加	1	2	3 4 5
Q6. 会社法など組織法制の見直し	1	2	3 4 5
Q7. 金融商品取引法の規制の緩和	1	2	3 4 5
Q8. ファンド連結・時価会計など会計制度の見直し	1	2	3 4 5
Q9. キャピタルゲイン課税の減税など税制の見直し	1	2	3 4 5
Q10. 新興市場の改革	1	2	3 4 5
Q11. 中立的な機関によるファンドデータ整備・情報提供の強化	1	2	3 4 5
Q12. 起業家教育の充実など起業家の増加のための支援	1	2	3 4 5
Q13. 大企業からのスピンオフや大学発ベンチャーの支援	1	2	3 4 5
Q14. 研究開発への助成金・補助金の強化	1	2	3 4 5

その他必要な施策等を具体的に ( )

# ベンチャーファンドの公的支援に関するアンケート調査

中小機構の出資のないVC

## 【ファンドの現況と運営方針】

質問1. 貴社で現在運用しているファンドについてお答えください。(3ファンドまで)

ファンド名:									
組成年:	年			ファンド規模:	百万円				
投資先企業数:	社			IPO企業数:	社				
投資先内訳 (ステージと業種についてそれぞれお答えください。):									
シード	社	アーリー	社	エクспанション	社	レイター	社	バイアウト	社
IT 関連	社	バイオ・ヘルスケア	社	製造業	社	環境関連	社	サービス	社
収益の状況:	1 極めて厳しい	2 厳しい	3 普通	4 好調	5 かなり好調				

ファンド名:									
組成年:	年			ファンド規模:	百万円				
投資先企業数:	社			IPO企業数:	社				
投資先内訳 (ステージと業種についてそれぞれお答えください。):									
シード	社	アーリー	社	エクспанション	社	レイター	社	バイアウト	社
IT 関連	社	バイオ・ヘルスケア	社	製造業	社	環境関連	社	サービス	社
収益の状況:	1 極めて厳しい	2 厳しい	3 普通	4 好調	5 かなり好調				

ファンド名:									
組成年:	年			ファンド規模:	百万円				
投資先企業数:	社			IPO企業数:	社				
投資先内訳 (ステージと業種についてそれぞれお答えください。):									
シード	社	アーリー	社	エクспанション	社	レイター	社	バイアウト	社
IT 関連	社	バイオ・ヘルスケア	社	製造業	社	環境関連	社	サービス	社
収益の状況(注):	1 極めて厳しい	2 厳しい	3 普通	4 好調	5 かなり好調				

(注) 収益の状況については、現時点の投資乗数:(累積分配額+残余資産現在価値)/出資金総額について、以下のレベルを目安にご記入ください。

- 1 極めて厳しい:出資金総額の半分以下    2 厳しい:出資金総額の半分から同額程度  
 3 普通:出資金総額+5%程度    4 好調:出資金総額+50%程度    5 かなり好調:出資金総額の2倍以上

質問2. 貴社のファンドの運営方針についてお伺いします。

もっとも近いところに○をつけてください。

	該当しない	中立	該当する
	↓	↓	↓
Q1. 出資者に対するリターンを重視する	1	2	3 4 5
Q2. 投資先の成長を重視する	1	2	3 4 5
Q3. 雇用・イノベーションなど社会的価値の創出を重視する	1	2	3 4 5
Q4. 多くの投資先にポートフォリオ投資する	1	2	3 4 5
Q5. 慎重に選んだ少数の企業に投資する	1	2	3 4 5
Q6. リスクは大きくとも成長可能性の高い企業に投資する	1	2	3 4 5
Q7. 投資先へのハンズオン支援を積極的に行う	1	2	3 4 5
Q8. 投資先が危機的な状況のときのみ経営に関与する	1	2	3 4 5
Q9. 基本的には投資先の経営には関与しない	1	2	3 4 5

質問3. 貴社のファンドのキャピタリストと投資先との関係についてお伺いします。

もっとも近いところに○をつけてください。

	該当しない	中立	該当する
	↓	↓	↓
Q1. 業務目標の達成度のモニタリングをする	1	2	3 4 5
Q2. 財務状況のモニタリングをする	1	2	3 4 5
Q3. 経営戦略の策定・見直しに関与する	1	2	3 4 5
Q4. 社外取締役として経営に関与する	1	2	3 4 5
Q5. 資本政策の策定・見直しに関与する	1	2	3 4 5
Q6. 新たな増資ラウンドをアレンジする	1	2	3 4 5
Q7. 他のVCや銀行を紹介する	1	2	3 4 5
Q8. 経営者幹部人材を紹介する	1	2	3 4 5
Q9. 弁護士・会計士など専門家を紹介する	1	2	3 4 5
Q10. 製品やサービスの開発に関与する	1	2	3 4 5
Q11. 製品やサービスのマーケティングに関与する	1	2	3 4 5
Q12. 他社との事業提携に関与する	1	2	3 4 5
Q13. 大学・公的研究機関との連携に関与する	1	2	3 4 5

	該当しない		中立		該当する
	↓		↓		↓
Q14. 会社の IPO に向けた準備をする	1	2	3	4	5
Q15. 会社の売却・M&A などのアレンジをする	1	2	3	4	5
Q16. 経営者の率直な意見交換相手となる	1	2	3	4	5
Q17. 経営者への励まし・動機づけをする	1	2	3	4	5
Q18. 会社の危機において経営者を支える	1	2	3	4	5
Q19. 会社の株主の関係を調整する	1	2	3	4	5
Q20. ガバナンス・コンプライアンスの向上を図る	1	2	3	4	5

### 【ファンドへの公的支援について（中小機構の出資のないVC向け設問）】

質問4-1. 中小企業基盤整備機構のファンド出資事業の認知度・申請についてお伺いします。

1. 全く知らない
2. ある程度知っている
3. 活用を検討している
4. 活用を検討したが機構出資の申請をしなかった
5. 機構出資の申請をしたが要件があわなかった

質問4-2. 中小機構のファンド出資事業を現時点で活用していない理由について伺います。

もっとも近いところに○をつけてください。

	該当しない		中立		該当する
	↓		↓		↓
Q1. 公的出資の仕組みがわかりづらい	1	2	3	4	5
Q2. 民間の出資者で必要資金が確保できる	1	2	3	4	5
Q3. 機構の要件によりアーリーステージの投資に限定される	1	2	3	4	5
Q4. 機構の要件により海外への投資が限定される	1	2	3	4	5
Q5. 出資の審査の手続き・プロセスが煩雑である	1	2	3	4	5
Q6. 出資後の報告の手間など事務作業が増える	1	2	3	4	5
Q7. 機構のLPとしての干渉でリスクがとりづらくなる	1	2	3	4	5

質問5. 今までのベンチャー企業への資金面での支援に対する評価についてお伺いします。

もっとも近いところに○をつけてください。

	効果なし	中立	効果あり
	↓	↓	↓
Q1. 中小企業投資育成・政策投資銀行による直接出資	1	2	3 4 5
Q2. 中小企業基盤整備機構のファンド出資事業	1	2	3 4 5
Q3. 有限責任投資事業組合法によるファンドの法制化	1	2	3 4 5
Q4. 会社法の改正による最低資本金規制の撤廃	1	2	3 4 5
Q5. エンジェル税制の改正	1	2	3 4 5
Q6. 中立的な機関によるファンドデータ整備・情報提供	1	2	3 4 5
Q7. 研究開発への助成金・補助金(中小機構・NEDO・JST 等)	1	2	3 4 5

質問6. 今後のベンチャー企業への資金面での支援として必要な施策についてお伺いします。

もっとも近いところに○をつけてください。

	必要なし	中立	必要あり
	↓	↓	↓
Q1. 中小企業投資育成・政策投資銀行による直接出資の強化	1	2	3 4 5
Q2. 中小企業基盤整備機構のファンド出資事業の強化	1	2	3 4 5
Q3. 公的機関からの出資など政府のリスクマネー出資の増加	1	2	3 4 5
Q4. 年金基金からの出資など民間のリスクマネー出資の増加	1	2	3 4 5
Q5. エンジェルからのリスクマネー出資の増加	1	2	3 4 5
Q6. 会社法など組織法制の見直し	1	2	3 4 5
Q7. 金融商品取引法の規制の緩和	1	2	3 4 5
Q8. ファンド連結・時価会計など会計制度の見直し	1	2	3 4 5
Q9. キャピタルゲイン課税の減税など税制の見直し	1	2	3 4 5
Q10. 新興市場の改革	1	2	3 4 5
Q11. 中立的な機関によるファンドデータ整備・情報提供の強化	1	2	3 4 5
Q12. 起業家教育の充実など起業家の増加のための支援	1	2	3 4 5
Q13. 大企業からのスピンオフや大学発ベンチャーの支援	1	2	3 4 5
Q14. 研究開発への助成金・補助金の強化	1	2	3 4 5

その他必要な施策等を具体的に ( )

**【回答者・ご連絡先】**

<u>氏名</u> :	
<u>所属・役職</u> :	
<u>電話</u> :	<u>e-mail</u> :

**【調査の集計・分析結果のフィードバックのご希望】**

1. フィードバックを希望する	2. フィードバックを希望しない
-----------------	------------------

**【回答者・ご連絡先】**

<u>氏名</u> :	
<u>所属・役職</u> :	
<u>電話</u> :	<u>e-mail</u> :

**【調査の集計・分析結果のフィードバックのご希望】**

1. フィードバックを希望する	2. フィードバックを希望しない
-----------------	------------------

--



## 参考文献

- 浅井武夫 (1996)「日本の中小企業金融とベンチャーキャピタルの形成」秦信行・上條正夫 (編著) 『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社, pp.21-68.
- 中小企業庁 (2002) 『中小企業白書 2002 年版』.
- 中小企業基盤整備機構 (2007)「ファンド出資事業に係るフォローアップ調査」.
- 中小企業基盤整備機構 (2007)「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」.
- 江島由裕 (2002)「創造的中小企業支援政策の評価」『一橋ビジネスレビュー』2002 年 AUT. 50 巻 2 号.pp.206-220.
- 江島由裕 (2003) 「ベンチャー支援政策の検証—95 年創設の創造法の間接評価—」『UFJ Institute REPORT』 Vol.8 No.4: 31-40.
- 江島由裕・石井芳明 (2003) 「米・英・日の中小企業施策の現状と評価—中小企業開発センター (米国) ・ビジネスリンク (英国) ・中小企業支援センター (日本) —」『UFJ Institute Report』 2003 Vol.8 No.3.
- 行政改革会議 (1997) 『行政改革会議最終報告』.
- 濱田康行・浅井武夫 (2000)「ベンチャーへの支援制度」松田修一 (監修) ・早稲田大学アントレプレヌール研究会 (編) 『ベンチャー企業の経営と支援』日本経済新聞社.
- 濱田康行・桐畑哲也・片川真実 (2006) 「我が国ベンチャーキャピタルの投資実態」京都大学大学院経済学研究科 『Working Paper』 No.J-55.
- 濱田康行・桐畑哲也・片川真実 (2006) 「我が国ベンチャーキャピタルの投資実態」京都大学大学院経済学研究科 『Working Paper』 No.J-55.
- 長谷川博和 (2006) 「日本におけるベンチャーキャピタルの IRR 向上の研究 —ベンチャー企業とベンチャーキャピタルとの共創関係の構築仮説の導出を中心として—」早稲田大学大学院アジア太平洋研究科博士学位論文.
- 長谷川博和 (2007) 『決定版 ベンチャーキャピタリストの実務』東洋経済新報社.

秦信行・上條正夫 (1996)「日本のベンチャーキャピタルの構造と課題」秦信行・上條正夫 (編著) 『ベンチャーファイナンスの多様化』 日本経済新聞社, pp.111-159.

秦信行・東出浩教 (2000)「ベンチャーファイナンスの現状とVCの役割」松田修一 (監修)・早稲田大学アントレプレヌール研究会 (編) 『ベンチャー企業の経営と支援』 日本経済新聞社 pp.136-168.

日下部聡・石井芳明 (2004) 『日本版 LLC 新しい会社のかたち』 金融財政事情研究会.

日下部聡・石井芳明 (2005) 『日本版 LLP パートナーシップの未来へ』 経済産業調査会.

日下部聡・石井芳明 (2006) 『よくわかる LLP 活用法』 東洋経済新報社.

石黒憲彦 (2005) 「日本におけるベンチャー政策の実態と展望」 『一橋ビジネスレビュー』 東洋経済新報社, 2005 SUM.pp.36-46.

石井芳明 (2009) 「ビジネスエンジェル再考」 『日本ベンチャー学会誌 ベンチャーレビュー』 No.13, pp.17-21.

石井芳明 (2010) 「ものづくり産業集積は維持できるのか」 『産業立地』 Vol.49 No.3,pp.34-40.

石井芳明 (2010) 「中小企業・ベンチャー企業の公的支援策の政策評価に関する考察」 『産業経営』 46・47合併号 pp.53-69.

石井芳明 (2011) 「英国と韓国政府の社会的企業支援」 服部篤子他 『ソーシャルイノベーション』 日本経済評論社, pp.95-119.

石井芳明 (2011) 「ベンチャー政策評価の事例研究」 経済産業研究所 『Policy Discussion Paper』 pp.1-19.

石井芳明 (2011) 「現在のベンチャー支援政策」 松田修一他 『日本のイノベーション2 ベンチャー支援ダイナミズム』 白桃書房, pp.25-47.

石井芳明 (2011) 「ビジネスエンジェル投資によるベンチャーキャピタル投資の補完」 忽邦憲治他 『ベンチャーキャピタルによる新産業創造』 中央経済社, pp.186-201.

- 石倉洋子・藤田昌久・前田昇・金井一頼・山崎朗（2003）『日本の産業クラスター戦略 地域における競争優位の確立』有斐閣.
- 上條正夫・秦信行・松田修一（1996）「ベンチャーファイナンスの未来像」秦信行・上條正夫（編著）『ベンチャーファイナンスの多様化』日本経済新聞社, pp.161-203.
- 上山信一（1998）『行政評価の時代—経営と顧客の視点から—』NTT出版.
- 社団法人経済同友会（2007）「ベンチャー企業による市場の活性化と個人再生」.
- 経済産業省（2004）『新産業創造戦略』.
- 経済産業省（2006）『新経済成長戦略』.
- 経済産業省（2001）『政策評価基本計画』.
- 経済産業省（2008）「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会最終報告書 ベンチャー企業の創出・成長で日本経済のイノベーションを」.
- 金融庁企業会計審議会内部統制部会（2007）『財務報告に係る内部統制の評価および監査の基準並びに財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準』.
- 清成忠男（2003）「ベンチャー・ビジネスの創生—その歴史的意義」パイオニア・ベンチャーグループ総会基調講演.
- 清成忠男・中村秀一郎・平尾光司（1971）『ベンチャー・ビジネス 頭脳を売る小さな大企業』日本経済新聞社.
- 清成忠男・田中利見・港徹雄（1996）『中小企業論』有斐閣.
- 児玉博昭（2001）「英国における政策評価システム—公共サービス合意及びサービス提供合意を中心として—」『白鷗法学』第 18 号, pp.173-210.
- 黄國光（2004）「政策評価の仕組みとその課題に関する考察」『創価大学 通信教育部論集』第 7 号, pp.151-165.

- 忽邦憲治 (1997) 『中小企業金融とベンチャー・ファイナンス ―日・米・英の国際比較―』  
東洋経済新報社.
- 忽邦憲治・長谷川博和・山本一彦 (2006) 『ベンチャーキャピタルハンドブック』中央経済  
社.
- 松田修一 (2005) 『ベンチャー企業』日本経済新聞社.
- 松田修一・早稲田大学アントレプレヌール研究会 (1994) 『ベンチャー企業の経営と支援』  
日本経済新聞社.
- 松田修一・早稲田大学アントレプレヌール研究会 (2000) 『ベンチャー企業の経営と支援 (新  
版)』日本経済新聞社.
- 松田修一・早稲田大学大学院商学研究科 松田修一研究室 (2011) 『日本のイノベーション1  
ベンチャーダイナミズム』白桃書房.
- 松田修一・早稲田大学大学院商学研究科 松田修一研究室 (2011) 『日本のイノベーション2  
ベンチャー支援ダイナミズム』白桃書房.
- 松田修一・早稲田大学大学院商学研究科 松田修一研究室 (2011) 『日本のイノベーション3  
経営資源活用ダイナミズム』白桃書房.
- 宮川公男 (1994) 『政策科学の基礎』東洋経済新報社.
- 宮川公男 (1994) 『政策科学入門 第2版』東洋経済新報社.
- 内閣府 (2001) 『政策評価ガイドライン』.
- 中村秀一郎 (1971) 「小規模企業の存立条件」『国民金融公庫 調査月報』7月号.
- 中村良平・江島由裕 (2004) 『地域産業創生と創造的中小企業』大学教育出版.
- 日本ベンチャーキャピタル協会 (2006) 「投資事業組合に対する支配力及び影響力基準の適用  
に関する実務上の取扱いについての要望」

- 西沢昭夫 (1994) 「ベンチャーファイナンスの再構築」 松田修一 (監修) ・早稲田大学アントレプレヌール研究会 (編) 『ベンチャー企業の経営と支援』 日本経済新聞社, pp.123-155.
- 小野正人 (1997) 『ベンチャー 起業と投資の実際知識』 東洋経済新報社.
- リスク管理フォーラム (2006) 『リスク管理フォーラム報告書』.
- 坂田一郎・藤末健三・延原誠市 (2001) 『大学からの新規ビジネス創出と地域経済再生 TLOとビジネスインキュベーターの役割』 経済産業調査会.
- 佐々木亮 (2003) 『政策評価トレーニング・ブック』 龍慶昭監修 多賀出版.
- 宍戸善一・石井芳明 (2005) 「新産業創造のための組織の創設」 『一橋ビジネスレビュー』 東洋経済新報社, 2005 SUM.pp.48-61.
- 鹿野嘉昭 (2006) 「CRD データベースからみた日本の中小企業金融の姿」 同志社大学経済学部 *Working Paper*, No.27.
- 橘木俊詔・安田武彦他 (2006) 『企業の一生の経済学 中小企業のライフサイクルと日本企業の活性化』 ナカニシヤ出版.
- 玉井由樹 (2007) 「地域ベンチャーキャピタルの形成と機能」 『日本ベンチャー学会誌 ベンチャーレビュー』 No.10, pp.21-30.
- 東京中小企業投資育成そだとう会 (1989) 「投資育成会社誕生」 『そだとう一会社創立二十五周年記念特別号一』.
- 通商産業省中小企業庁振興課 (1998) 『投資事業有限責任組合法 「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」 の解説』 通商産業調査会.
- ベンチャーエンタープライズセンター (2007) 『ベンチャーキャピタル等投資動向調査』.
- ベンチャーエンタープライズセンター (2007) 『日本ベンチャーキャピタル等要覧』.

渡辺努・植杉威一郎（2008）『検証 中小企業金融—「根拠なき通説」の実証分析—』日本経済新聞社.

山田幸三・江島由裕・忽那憲治（2001）「創造的中小企業創出支援事業の役割と課題」『日本ベンチャー学会誌 ベンチャーレビュー』No.2, pp.17-27.

安田武彦（2004）「創業時の流動性制約と創業動機、政策金融の効果」*RIETI Discussion Paper Series*, 04-J-032.

- Baker, J. L. (2000) *Evaluating the Impact of Development Project on poverty: A Handbook for Practitioners*, The World Bank.
- Birch, D. L. (1987) *Job Creation in America: How Our Smallest Companies Put the Most People to Work*, New York: Free Press.
- Bygrave, W. D. and Timmons, J. A. (1993) *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press (日本合同ファイナンス(株)訳『ベンチャーキャピタルの実態と戦略』東洋経済新報社, 1995) .
- Bygrave, W.D., Hay, M., Ng, E. and Reynolds, P. (2003) ‘Executive forum: a study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor,’ *Venture Capital*, 5:2, pp.101–116
- CalPERS (2005) *Annual Investment Report*.
- Committee on Finance and Industry (1931), *Report.HMSO*. (西村閑也・加藤三郎訳『マクミラン委員会報告書』日本経済評論社, 1985) .
- Cumming, D. (2007) “Government policy towards entrepreneurial finance: Innovation investment funds,” *Journal of Business Venturing* 22, pp193-235.
- EVCA (2006) *European Venture Capital Association Yearbook 2006*
- Freear, J., Sohl, J.E. and Wetzel Jr, W.E. (1994) ‘Angels and non-angels: Are there differences?’, *Journal of Business Venturing*, vol.9, issue 2, pp.109-123
- Freear, J., Sohl, J.E. and Wetzel Jr, W.E. (1995) ‘Angels: personal investors in the venture capital market’, *Entrepreneurship and Regional Development*, 7: pp.85-94
- Gavron, R., Cowling, M., Holtham, G. and Westall, G. A. (1998) *The Enterprise Society*, Institute for Public Policy Research (忽那憲治・前田啓二・高田亮二・篠原建一訳『起業家社会 イギリスの新規開業支援施策に学ぶ』同友館, 2000).

- Global Entrepreneurship Monitor (2000) *Global Entrepreneurship Monitor Executive Report*.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. and Scharfstein, D. (2008) "Venture capital investment cycles: The impact of public markets," *Journal of Financial Economics*, 87, pp1-23.
- Gorman, M. and Sahlman, W. (1989) "What Do Venture Capitalists Do?," *Journal of Business Venturing*, 4, pp231-248.
- Hata, N., Ando, H. and Ishii, Y. (2007) "Venture Capital and its Governance: The Emergence of Equity Financing Conduits in Japan," Aoki, Jackson and Miyajima, *Corporate Governance in Japan*, Oxford Press
- Harrison, R.T., Mason, C.M. (1996) "*Informal Venture Capital: Evaluating the Impact of Business Introduction Services*", (西沢昭夫監訳 通産省ビジネス・エンジェル研究会訳『ビジネスエンジェルの時代』東洋経済新報社、1997)
- Higashide, H. and Birley, S. (2002) "The consequences of conflict between the venture capitalist and the entrepreneurial team in the United Kingdom from the perspective of the venture capitalist," *Journal of Business Venturing*, 17, pp59-81.
- Kaufman Foundation and Preston, S. L., (2004) "*Angel Investment Groups, Networks, and Funds: A Guidebook to Developing the Right Angel Organization for Your Community*"
- Lerner, J. (1999) "The Government as Venture Capitalist: The Long-run Impact of the SBIR program," *Journal of Business*, vol.72 no.3.

- Lerner, J. (2002) "When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture capital' programmes," *The Economic Journal*, 112 (February), pp73-84.
- Lerner, J. (2009) *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do about It*, Princeton University Press.
- Lerner, J., Shane, H. and Tsai, A. (2003) "Do equity financing cycles matter? Evidence from biotechnology alliances," *Journal of Financial Economics*, 67, pp.411-446.
- Macmillan, I. C., Kulow, D. M. and Khoylean, R. (1988) "Venture Capital's Involvement in Their Investments: Extent and Performance," *Journal of Business Venturing*, 4, pp27-47.
- Macmillan, I. C., Zemann, L. and Subbanarasimha, P. N. (1987) "Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process," *Journal of Business Venturing* 2, pp123-137.
- Mason, C. M. and Harrison R. T., (1997) 'Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the UK: Is There Still a Role for the Public Sector?', *Small Business Economics* 9(2),pp.111–123.
- Mason, C.M. and Harrison R.T. (2002) 'Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments', *Journal of Business Venturing* 17, pp. 211–236
- Mason, C. M., and Harrison, R. T. (2003) "Closing the Regional Equity Gap? A Critique of the Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Funds Initiative," *Regional Studies*, 37-8, pp855-868.
- Motohashi, K. (2001) "Use of plant level micro-data for SME innovation policy evaluation in Japan," *RIETI Discussion Paper Series*, 01-E-006.

- NVCA (2006) *National Venture Capital Association Yearbook 2006*.
- OECD (2006) *Going for Growth*.
- Phillips, B. and Kirchoff, B. (1989) "Formation, Growth, and Survival: Small Firm Dynamics in the US Economy," *Small Business Economics*, 1, pp.65-74.
- Reynolds, P. D., Storey, D. J., and Westhead, P. (1994) "Cross-national Comparisons of the Variation in New Firm Formation Rates," *Regional Studies*, 28, pp.443-456.
- Rosenstein, J., Bruno, A. V., Bygrave, W. D. and Taylor N. T. (1993) "The CEO, Venture Capitalists, and the Board," *Journal of Business Venturing*, 8, pp99-113.
- Sapienza, H.J., Manigart, S. and Vermeir, W. (1996) "Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries," *Journal of Business Venturing*, 11, pp439-469.
- Schumpeter, J. (1926) *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung: Eine Untersuchung über Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus*, 2<sup>nd</sup> revised edition, Leipzig: Duncker & Humblot (塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論』岩波書店, 1977) .
- Schumpeter, J. (1950) *Capitalism, Socialism and Democracy*, 3<sup>rd</sup> edition, Harper & Brothers (中山伊知郎・東畑精一訳『新装版 資本主義・社会主義・民主主義』東洋経済新報社, 1995) .
- Storey, D. J. (1994) *Understanding the small business sector*, Thomson Learning.
- Storey, D. J. (1998) "Six Steps to Heavens: Evaluating the Impact of Public Policies to Support Small Businesses in Developed Economies, " *Working Paper*, No. 59, Warwick Business School.
- Timmons, J. A. and Bygrave, W. D. (1986) "Venture Capital's Role in Financing Innovation for Economic Growth," *Journal of Business Venturing*, 1, pp161-176.

Timmons, J.A.(1994) *New Venture Creation: Entrepreneurship*, 4<sup>th</sup> edition, Illinois:

Richard D. Irwin (千本倅生・金井信次訳『ベンチャー創造の理論と戦略』ダイヤモンド社, 1997) .

U.S. Small Business Administration (1998) *The State of Small Business: A Report of the President*, U.S. Government Printing Office.

Weimer, D. L., and Vining, A. R. (1989) *Policy Analysis: Concept and Practice*, Prentice Hall, New Jersey.