

# 平成21年度 ナレッジリサーチ事業 ベンチャーファイナンスに関する調査研究

(投資データの検証及び欧州におけるベンチャー振興政策の調査)

2010年7月27日

成城大学経済研究所 研究員

福島 章雄

# 報告概要

## 1. 平成21年度調査概要

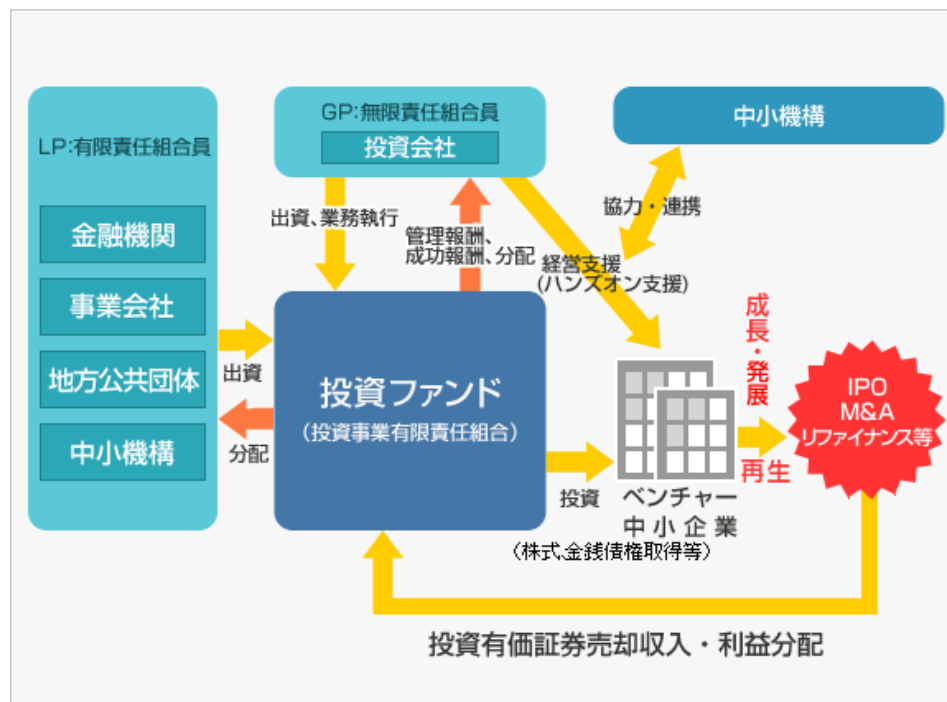
- I. ベンチャーファイナンスに関する調査研究について
- II. 中小企業基盤整備機構ベンチャーファンド投資データベースに基づく研究
  - ① ベンチャー投資先財務指標の準備的分析
  - ② ベンチャー企業の成長と雇用創造
  - ③ 中小企業基盤整備機構ファンドの大学発ベンチャー投資パフォーマンスと企業レベルデータを用いたVC投資先企業の動向分析
- III. ドイツ、フランスを中心とするベンチャー振興策の調査研究
  - ① ドイツにおけるプライベートエクイティと日本への教訓
  - ② ベンチャーファイナンス研究に係る欧州調査とヒアリング概要

## 2. 欧州現地調査の概要

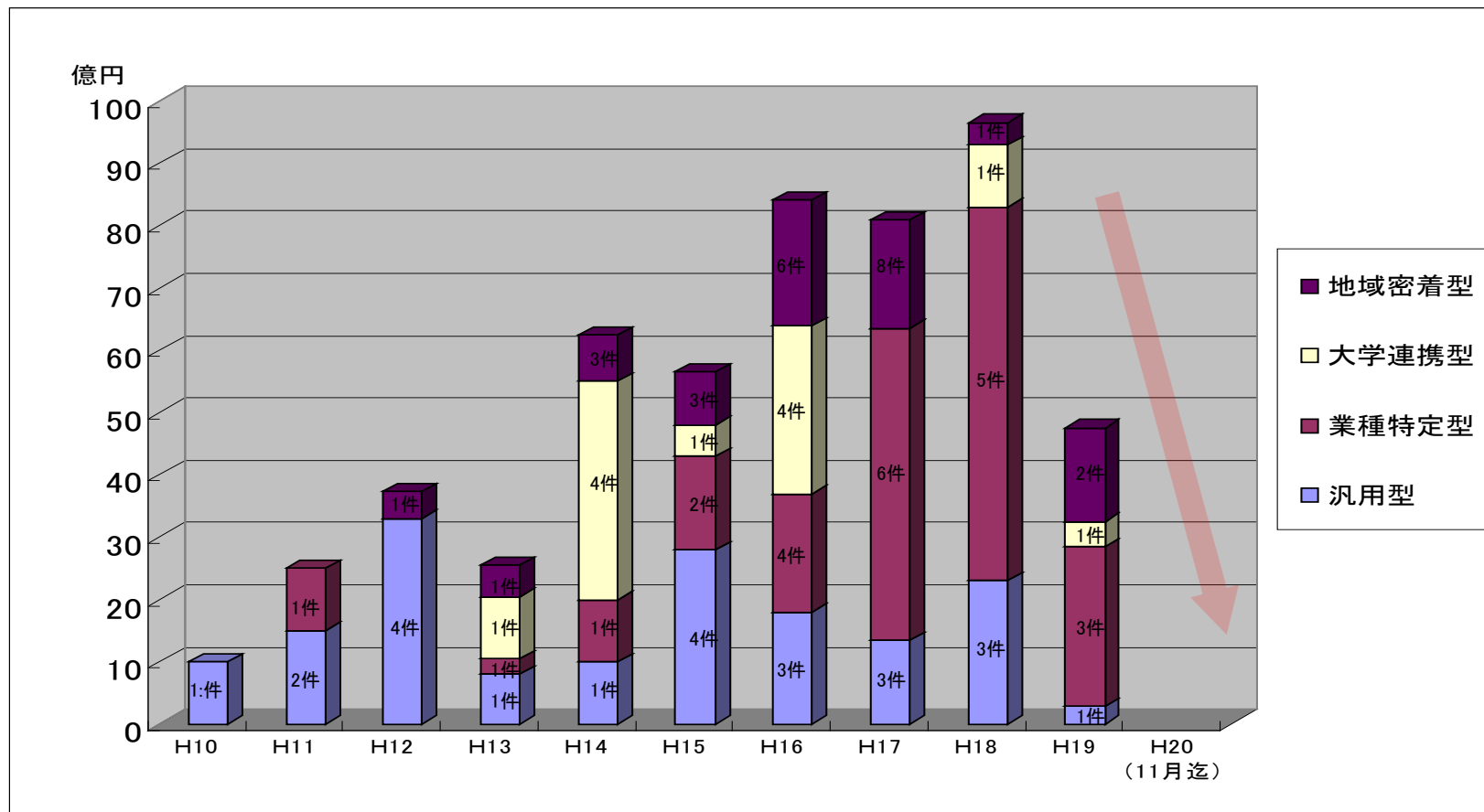
# 中小機構のベンチャーファイナンス投資

中小企業・ベンチャー企業に対しエクイティ投資をするファンドに  
中小機構は出資者(LP:リミテッドパートナー =有限責任組合員)  
として資金供給

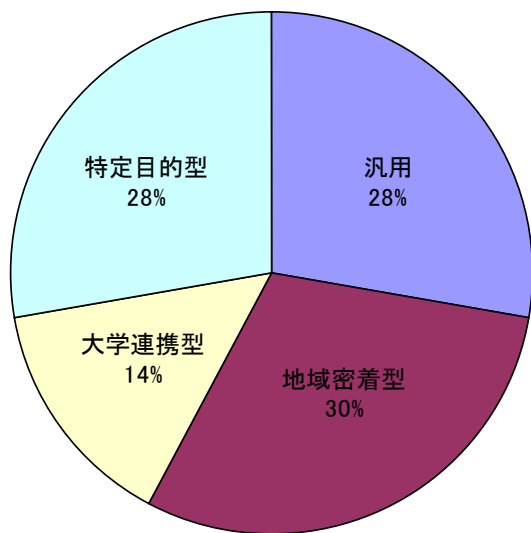
- アーリーステージのベンチャー企業への投資を促進  
+支援センター等の支援ツール
- VCの経営支援(ハンズオン支援)の補完



# 中小機構 ベンチャーファンド 年間出資件数・出資額の推移



# ファンドの組成目的・類型



汎用	23
地域密着型	25
大学連携型	12
特定目的型	23

## 中小機構ベンチャーファンドの新規公開株式実績

2000年12月、ネクストウエア（ヘラクレス上場）から2009年11月の(株)エフオーアイまで96社が上場

2008年以降上場企業12社のうち、8社が医療・バイオ関係

JASDAQ・NEO	12
JASDAQ・NEO	12
アンビシャス	2
東証一部	1
東証二部	1
東証マザーズ	44
ヘラクレス	24
セントレックス	10
福岡Qボード	2
新興市場合計	108

バイオ関連中心に株価回復の動き

特定目的VF組成の動きも

## 投資データベースの分析の意義

- 現時点で個別企業の決算データまでを網羅したベンチャーデータベース
- 様々なGP、類型のファンドが含まれている
- 民間ではリスクと判断される投資の検証が可能  
研究シーズ、新しいビジネスモデルなど、この部分に成長  
イノベーションの可能性

### ※ EVCAデータベース: PEREP

ベンチャーデータベースのさきがけ  
昨年度より経産省によるベンチャーデータベース構築の動き

18の協会のデータ（80%のVEを網羅）

2007年に6つあったものを統合

オンライン上で動作

3つのプラットフォームによる形成

利用者はEUにおけるPEのプレイヤー

日本 VEC調査データ JVRなど

# 中小企業基盤整備機構、ベンチャーファイナンス投資先データベース(2009年7月版)を用いた分析

## 1.ベンチャー投資先財務指標の準備的分析

統計分析ソフトウェアを用いた投資先DBの財務指標の準備的分析

4期以上データのある509社の

資本金、売上高、経常利益、純資産、ROAのデータを利用

1. 経常利益を中心とした、各期の経常利益の分布、変化と特徴
2. 各期の経常利益を同期の他の変数:資本金、従業員数、売上高、純資産、ROAの上に多重線形回帰、説明変数としての有効性の検証
3. 4変量(第1期から第4期の経常利益)の共通変動因子を取り出すための主成分分析



## 2. ベンチャー企業の成長と雇用創造

ベンチャー企業における急速な成長に伴う事業拡大

→ 雇用機会創造につながることが推測

投資直後(第一期)の従業員数と直近決算(2008年度)の従業員数について比較  
雇用創造について分析

### 主な結果

•投資先企業の現在の従業員規模での効果の相違

「30人以上企業」で指標値が高

一定の規模以上の企業ほど雇用創造効果が高い

- 売上高規模との関連性

雇用創造との間に明らかな正の相関

売上高が10億円未満、10億円以上と高くなるにつれて雇用も高くなる。

売上額でみる事業規模が大きいほど、投資期間での雇用創造効果が大きい。

※必ずしも**投資額の規模が大きいことが雇用創造効果を高めるものではない**

- 高い雇用創造効果がみられる業種(VEC分類)

「農業／林業／漁業」、「医療・ヘルスケア」「バイオテクノロジー」などが抽出  
一次産業型のベンチャー企業は地方の企業も多い  
＝格差の広がる地域経済での新たな雇用基盤としての可能性

- ビジネス特性による分類

最も高い雇用創造の指標値を示したのは「産学・大学」型、次いで「地域」「汎用」

「地域」や、「農業／林業／漁業」などの急成長型の企業での雇用創造効果が高い

**全体として投資対象となったベンチャー企業は**

- 既存の大企業層、中小企業層に比較し潜在的に高い雇用創造力をもつ
- 特に、新しい地方経済を担う存在としての今後の発展が期待される。

### 3. 中小企業基盤整備機構ファンドの大学発ベンチャー投資パフォーマンスと企業レベルデータを用いたVC投資先企業の動向分析

中小機構出資ファンドの大学発ベンチャーへの投資とパフォーマンス

- 他出資企業との相違
- 経済的にどのような影響を及ぼすか

日本国内における

大学発ベンチャーの動向

ベンチャー企業の動向と時系列的な変化

VC出資がベンチャー企業の成長にどのような影響を及ぼしているか

→ VC出資企業とその他資金調達手法を利用する企業を比較

- i. 大学発ベンチャーの投資は大学発以外と比べ、投資後のパフォーマンスが悪い。
- |        |                       |
|--------|-----------------------|
| 黒字化    | いずれもその傾向は統計的に強い影響を及ぼす |
| 売上高の成長 |                       |
| 従業員の増加 |                       |

- ii. **機構ファンドによる投資1億円に対する経済波及効果や雇用促進効果は大学発以外のベンチャーのほうが大学発ベンチャーより高い。**

**経済波及効果** サービス業や情報サービス・調査業において顕著な傾向

# VC出資企業とその他資金調達手法を利用する企業との比較

VC投資先企業 必ずしも規模が小さく信用リスクが高いというわけではない

売上高や利益率、評点などの指標

→ それ以外の企業を上回っている

投資育成株式会社の存在が大きく影響（社歴の長い企業に対する投資）  
利益率や評点で測る限り、投資育成株式会社のプレゼンスが大

VCが大株主になった後の企業パフォーマンスの変化

投資育成株式会社以外VCの投資先企業が改善幅が大  
成長性の高い企業に対する投資に一定程度の成功を収めている

## II. 欧州現地調査の概要



## 欧州調査の目的

日本の中小企業金融 金融機関借り入れが中心  
ドイツ、フランスも同様

2008年秋以降

ファンドからの資金獲得が世界的に困難

ドットコムバブル以降の情報が希薄

成長産業、新興中小企業に資金を流す仕組み

新興株式市場 施策

# 主な訪問先

調査2009年12月6日－13日

## フランス

Nomura France

Association Française des Investisseurs en Capital

Médiation du Crédit

## ベルギー

European Private Equity & Venture Capital Association

## ドイツ

Bio<sup>M</sup> Biotech Cluster Development GmbH

Industrie- und Handelskammer Frankfurt am Main

Nomura Bank (Deutschland) GmbH

# フランス調査

## ベンチャーを含む中小企業の資金調達において、多くの政府主導による独自の制度

- ベンチャーに資金を誘導するための税制の利用
- 投資信託等の市場型間接金融を通じての資金誘導
- Médiation du Créditなど、大統領のイニシアティブによる中小企業支援制度を実施

## フランス政府による中小企業の企業支援政策の2つのポイント

- ① 起業支援・イノベーション振興機構(OSEO)の設立
- ② 税制

## ①起業支援・イノベーション振興機構(OSEO)の設立

2005年にANVAR(技術革新支援のためのベンチャー支援公社)とBDPME(政府系中小企業開発銀行)を合併し設立。  
2007年にはAII(産業技術革新庁)も統合

中小企業支援のための強力な組織

## ②税制

- ・富裕税(ISF)の納税の代わりに中小企業を支援する政策
  - 中小企業に出資したり、特定の団体に対する寄付をした場合
  - 50,000ユーロを限度にその出資額の75%がISFから控除される
  - 財産税は法人にもかかる(税率1.8%)ので、中小企業に投資することによりISFのかなりの部分が控除される
  - 2008年前半の実績は14億1,000万ユーロ
  - 使途:ベンチャー企業(技術や環境関連でなおかつ中小企業)に60%  
資金の2/3はISFから

## フランス税制優遇付投資ファンド

略称	FCPI	FIP
正式名称	Fonds Communs de Placement dans l'Innovation	Fonds d'Investissement de Proximité
日本語訳	技術革新投資ファンド	近郊地域投資ファンド
投資対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>・60%:技術革新認定企業 （内、2/3 は非上場中小企業）</li> <li>・40%:内外の債券や株式等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・60%:一定地域内の中小企業 （内、10%は設立5年以内の企業）</li> <li>・40%内外の債券や株式等</li> </ul>
税制優遇	<ul style="list-style-type: none"> <li>・購入代金の25%を所得税額控除</li> <li>※上限は3,000ユーロ/年 （夫婦で6,000ユーロ）</li> <li>※5年以上の保有で運用益非課税</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>同左</li> <li>※両ファンドは併用可</li> </ul>

**FCPI(Fonds Communs de Placement dans l'innovation:技術革新投資ファンド)**

**1997年～ 技術革新をしている中小企業に投資**

**FIP(Fonds d'Investissement de Proximité:近郊地域への投資ファンド)**

**2003年～ 一定地域内の中小企業株式に投資**

**FIPとFCPI 同じ節税効果、併用可**

**普通の銀行で購入できる**

**資金規模は2兆円に達する(日本のベンチャーファイナンスは総額で約1兆円)。**

**300万円ファンドに投資すると72万円の税が減額される**

**昨年3月の段階ではパフォーマンスは良好**

**全てプラスのリターン+税金のメリット**

**(ただし5年以内に解約すると税額控除のメリットは失われる)**

**⇒ 魅力的なファンド組成の仕組み造りの必要性**

## Mediation de Credit (メディアシオン ド クレディ)

### 融資継続の停止を一方向的に告げられた中小企業の 駆け込み寺のような役割

金融安定化策の一環で設立された**貸出仲介制度**

企業と金融機関の間のコミュニケーションを支援

対象: 10人程度の中小企業

銀行に対する様々なdocの作成

政府の保障スキームの紹介、仲介

出資者(メディアムタームーメディアムリスク)紹介

実行: 実行は約100ある**フランス中央銀行の地方支店**

1. 中立的機関

2. 格付け制度: SME20万社の財務格付け

3. 銀行監督 両サイドの眼

仲介実績 8000件 仲介案件の6割が成立 0.6%失業率低下措置効果



## European Private Equity & Venture Capital Association – EVCA

ベンチャービジネスは欧州全体では日本やアジアほど活発ではないので、ドイツもフランスもその活性化が模索されている。

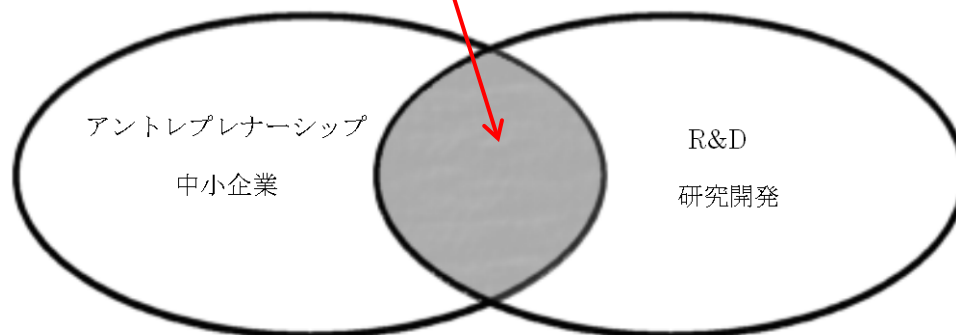
VCとは何であるか

アントレプレナーシップ(企業家精神)

R&D(研究開発)

が大切

これら二つが重なる領域のみが本源的なVCの領域  
全体の量・大きさではなく、この部分のクオリティが大切





# EVCAの投資データベースPEREP\_Analytics (PEREP)

EVCAのほか欧州の18のVC協会が参加した投資情報データベース

- サービスはオンラインで提供
- DBの管理はEVCA
- データ入力は各VC協会および参加団体が行う
  - 参加団体： 保有するファンドの情報、投資企業情報をこのDBに登録する義務  
EVCAからの各種調査への回答義務
  - { DB内のデータの一部
  - { EVCA集計の統計・レポートなどを利用できる

# PEREPのインターフェイス

Welcome, TEST\_SMRJ | Account Settings | How to Use   | Dow

## PEREP ANALYTICS

Your password will expire in password.

Welcome | Firm | Funds | Portfolio Companies | Deal by Deal | Global Data | Export | Logout

### AS 2009 SURVEY

Funds under Management | Fundraising

Funds under Management

How many direct private equity funds this firm has managed primarily for European investments since its formation?

*(please include current fundraised and any other fund under management, downsized, or liquidated)*




Please make sure all funds that you invest from during the reporting period are listed below:

**Current direct funds under management primarily focused on investments in Europe**

Name	Vintage	Country	Fund Focus	Capital (millions)	Funds Raised during Period (millions)	Currency	Actions
No data available at this time.							

[Add New](#)

**Current direct funds under management primarily focused on investments outside Europe**

Name	Vintage	Country	Fund Focus	Capital (millions)	Currency	Europe	Actions
TEST_Fund	2007	Japan	Generalist Fund		EUR	10%	  

[Add New](#)

**Terminated funds**

Name	Vintage	Country	Fund Focus	Capital (millions)	Currency
No data available at this time.					

6つのメインタブ

# ドイツの中小企業と金融環境について

約350万社の企業、約99%が中小企業

※ フランクフルトには約9万社の企業

1/3が株式会社(AG)・有限会社(GmbH)、  
2/3が小規模企業・家族経営企業－1人企業が多い。

- 企業形態はGmbH: 有限会社を取る場合が多く、AGは少ない
- 資本構成は家族が20%以下、残り80%が他人資本で、自己資本が少ないのが特徴

- 代々家族経営の企業が多い
- 他人資本の入らない家族資本の経営  
起業者も他人資本が入るのを嫌う傾向が強い  
上場を目指すことはあまり無い

# 商工会議所の主な役割

ドイツ 企業は設立と同時に商工会議所への入会が法的に義務付け

1. 職業訓練・・・マイスター育成
2. 各種経営支援
3. 金融機関への融資斡旋

3年間の徒弟制度 理論のみならず実務も学ぶ。

“Training on the JOB”の思想

徒弟を3年勤めると商工会議所が所管する最終試験を受験、マイスターに



# 金融事情

- 企業の経営面の問題が大きくなっている。

  - 銀行との関係が大きくなる(=借入依存)。

- 中小企業の資金繰りは悪化傾向

- 新しい企業は自己資金がなく、今後の融資に危惧。

- 独全域で、クレジットクランチ(貸し渋り)はないといわれている。

中小企業は資金調達に困っている(=銀行融資の際のチェックが厳しくなっている)。

※但し、中小企業向けの公的金融機関や公的支援が多い。

ドイツは分権国家で50万規模の地方都市がたくさんあり、各地域で経済構造が成立している。各州に核となる州立銀行があり、傘下に中小企業融資に大きなシェアをもつ貯蓄銀行があり、地域特化され、中小企業をよく見ている。信用金庫をメインにする企業もたくさんあり、企業と金融機関との関係はコンサバティブで長年変化せずにやっている。

## 新興市場についての現状と見通し

経済規模に比して上場社数が極めて少なく、日本と比しても1桁少ない印象

ドイツは上場にあまりメリットを感じていない

- 他人資本が入ってくることをあまり好まない
- 配当、情報公開の必要性等、コストがかかる割にメリットが少ないと考える
- ファミリービジネス志向: 何代も続けるのが理想とされる

旧東ドイツ地域や中央ヨーロッパへ進出する際の資金調達、中小企業金融

資金調達は金融機関融資が中心で、銀行が融資に積極的

# 市場セグメント

## 1. EU規制市場

Prime Standard

EU 規制市場の1セグメント

**グローバル業務展開を図る企業向け**

要求基準 ドイツ語、英語での四半期毎の報告書提出

国際会計基準の適用(IFRS/IASまたは米国GAAP会計基準)

financial calendarの公表

年間1回以上のアナリスト会議の実施

General Standard

**国内投資家中心**

要求基準 法律上義務付けられている最低限の情報開示

国際会計基準の利用

## 2.証券取引所による規制市場(オープンマーケット)

Entry Standard

新興ないし既存発行体

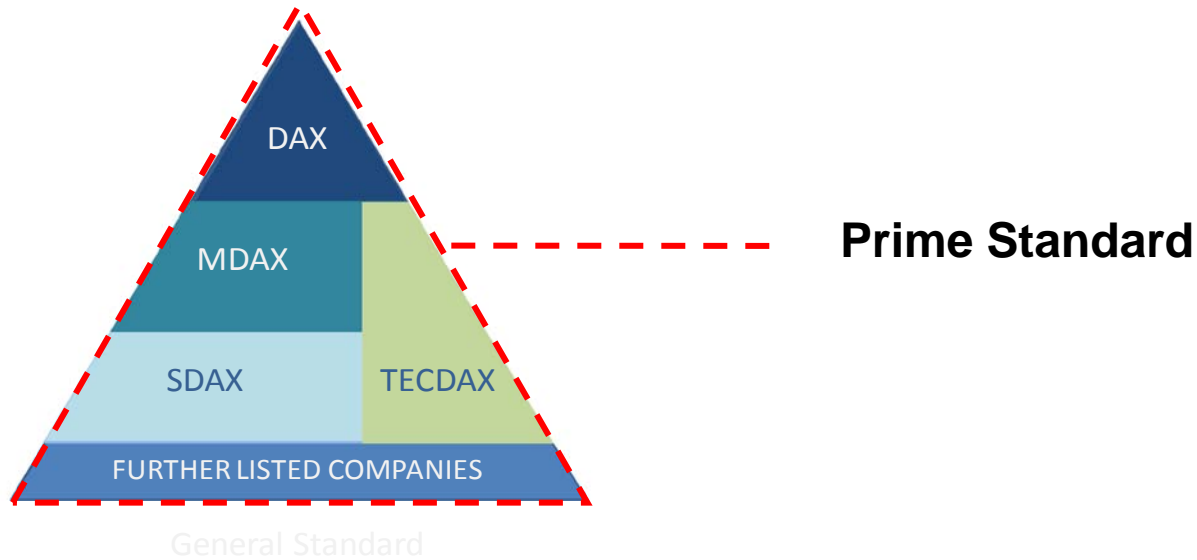
手続きが簡単で上場コストが安いセグメントを求めている場合のセグメント

First Quotation Board

オープンマーケットにおける最初の上場に伴うすべての企業がこのFirst Quotation Boardに包含



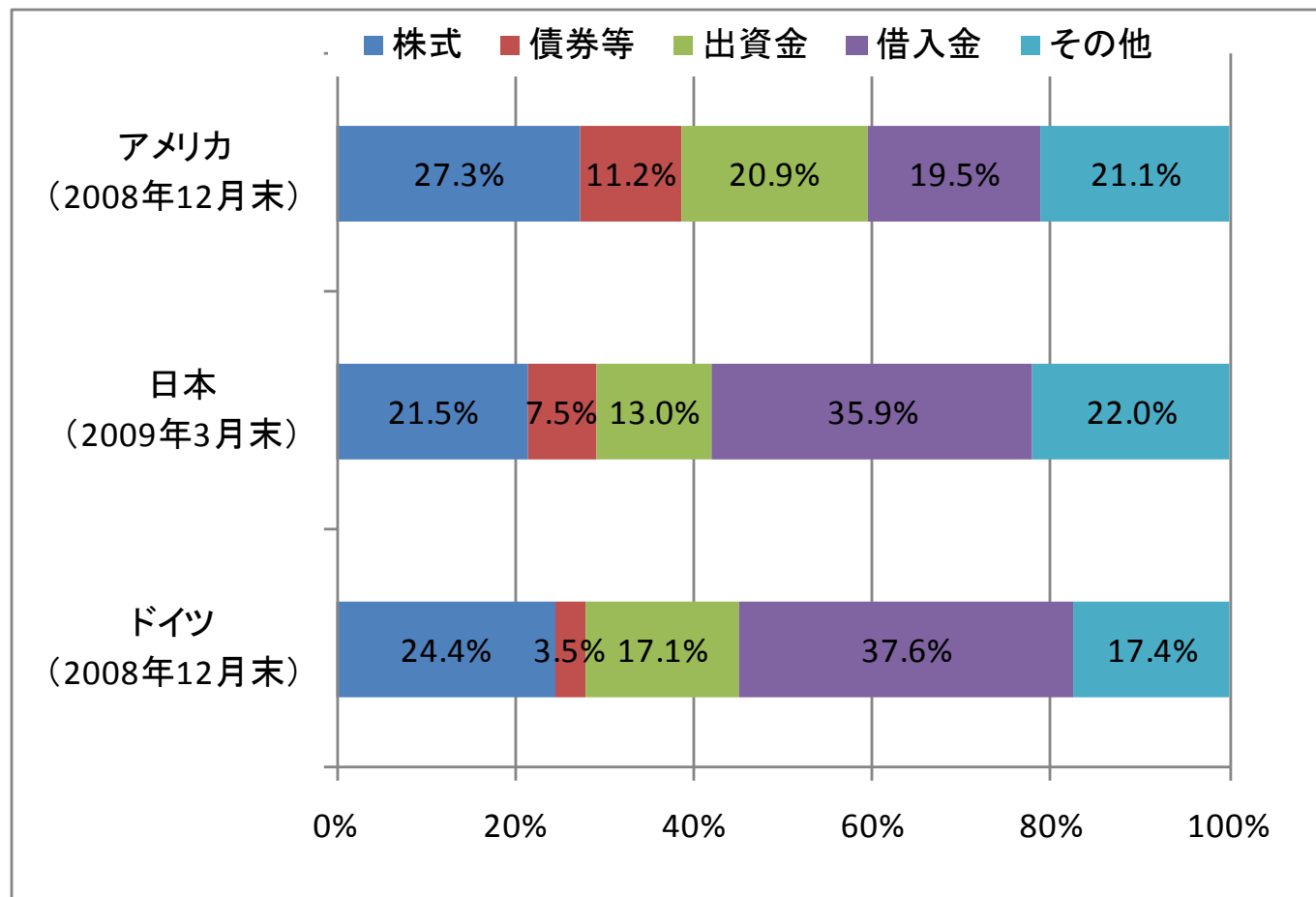
# ドイツ証券市場の構造



Two ways to access the capital market	→	<b>EU-Regulated Market</b>	<b>Regulated Unofficial Market</b> (Exchange Regulated Market)
Deutsche Börse Primary Market Segments	→	<b>Prime Standard</b>	<b>Entry Standard</b>
	→	<b>General Standard</b>	<b>First Quotation Board</b> (Open Market)

出所:ドイツ証券取引所HP: <http://deutsche-boerse.com/>

# ドイツ: 投資信託が非常に発達公募の投資信託 各国企業の資金調達構造の比較(日・米・独)



金融庁HP: [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/kondankai/siryou/20091001/04.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/kondankai/siryou/20091001/04.pdf)  
より筆者加工