

## 「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 — ベンチャーファイナンスに関する調査研究」 報告要旨

2009年度、ナレッジリサーチ事業「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 — ベンチャーファイナンスに関する調査研究」では中小企業基盤整備機構のベンチャーファイナンスに関して、そのデータベースを用いたパフォーマンスの分析と、公的なファンドとしての役割に関する海外比較という二つの観点からの研究を行った。本年の研究における成果は以下の通りである。

### I 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 JMP を用いて、投資先データベースの財務指標の準備的な分析を行った。第4期まで存続中の509社の資本金、売上高、経常利益、純資産、ROAのデータを用い、経常利益を中心として、各期の経常利益の分布、変化と特徴を統計的手法を用いて表した。また、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し、説明変数としての有効性を見た。さらに第1期から第4期の経常利益という4つの変量の共通変動（共通のばらつき）因子を取り出すために主成分分析を行った。

#### 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は必然的に従業員採用をもたらし、雇用機会創造につながる事が推測される。ここでは投資直後（第一期）での従業員数と直近決算（2008年度）での従業員数について様々な角度から比較し、雇用創造がなされている状況について分析した。

主な結果としては以下のようなものである。

- ・ 投資先企業の現在の従業員規模での効果の違いをみてみると、「30人以上企業」で指標値が高く、一定の規模に達している企業ほど雇用創造効果が高いといえる。
- ・ 売上高規模との関連性では、雇用創造との間に明らかな正の相関がある。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といえる。一方、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ことも同時に示された。

- ・ 高い雇用創造効果がみられる業種（VEC 分類）では「農業／林業／漁業」、「医療・ヘルスケア」「バイオテクノロジー」などが抽出された。農業／林業／漁業などの一次産業型のベンチャー企業は地方の企業も多く、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を示した結果といえる。ビジネス特性的の分類からも、最も高い雇用創造の指標値を示したのは「産学・大学」型で、次いで「地域」「汎用」と続き、ここでも「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ことがわかる。

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て潜在的に高い雇用創造力をもつものと考えられる。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

中小企業基盤整備機構の出資ファンドは、大学発ベンチャーにどの程度（企業数、投資額）投資されそのパフォーマンスは、大学発ベンチャー以外のベンチャー企業と比べてどのような相違が違いがみられるか、さらに、大学発ベンチャーによる投資は経済的にどのような影響を及ぼすか。また、中小企業基盤整備機構にとって、大学発ベンチャーの動向のみならず、日本国内のベンチャー企業の動向と時系列的な変化、ベンチャーキャピタル（以下 VC）の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 から出資を受けた企業とその他の資金調達手法を利用する企業と比較し、その特性を明らかにしようと試みた。

結果は以下のとおりである。

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。これは、黒字化、売上高の成長、従業員の増加のいずれにおいてもその傾向は統計的に強い影響を及ぼしている。第 2 に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。とくに、経済波及効果ではサービス業や情報サービス・調査業においてその傾向は顕著にみられた。一方、製造業ではさほど大きな違いはみられなかった大学発ベンチャーに対する投資は、大学発以外投資よりもパフォーマンスが悪く、経済に及ぼす影響が小さいことを意味する。

VC から出資を受けた企業とその他の資金調達手法を利用する企業との比較においては、VC の投資先企業は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く、売上高や利益率、評点などの指標において、それ以外の企業を上回っていることがわかった。これは、社歴の長い企業に対する投資も行う投資育成株式会社の存在が大きく影響しているが、利益率や評点で測る限り、同社が大株主になる場合の方がそれ以

外の VC が大株主になるよりもパフォーマンスの水準が高く、投資育成株式会社のプレゼンスが大きい。一方、VC が大株主になった後の企業パフォーマンスの変化を見る限りにおいては、投資育成株式会社以外 VC の投資先企業の方が改善幅において大きく、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といえる。

## II 公的なファンドとしての役割に関する海外比較

### 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

ドイツのプライベートエクイティ投資について、欧州との比較を踏まえつつ最近に至るまでの 20 年間の長期的な観点から分析するとともに、日本と金融・経済構造が似通ったドイツを分析することで、ドイツの特徴から日本のプライベートエクイティに関するインプリケーションを引き出すことを目的とした。

ドイツは中小企業が多く、スタートアップ起業数は 2001 年をピークに漸減傾向を辿っており、2008 年は 2001 年に比してほぼ半減している。

プライベートエクイティ投資に関しては、1997 年からベンチャー企業への投資が急速に増加、2000 年には 45 億ユーロに達した。こうした活況は 1997 年にハイテク・ベンチャー企業向けに創設されたノイアマルクト市場の活況も大きく影響したが、2000 年に生じた世界的な IT バブル崩壊、ナスダック市場暴落の影響を受け、2001 年にはベンチャー投資が減少に転じた。ドイツでプライベートエクイティ投資が減少したのは 2002 年以降で、インサイダー取引の発覚によってノイアマルクト市場は市場全体の不信感を招き、同年 9 月に廃止された。この悪影響でドイツのプライベートエクイティ投資は 2004 年以降に他の欧州諸国がバイアウト投資を中心に急回復するなかで、回復が緩慢であった。2000 年のピーク水準を超えるのは他国に 3 年遅れた 2007 年で、2009 年にはリーマンショックの影響で世界景気が不況に落ち込む中、再び大幅に減少している。

欧州全体のプライベートエクイティ投資額でみると欧州の平均よりもドイツは低い。一方、リーマンショック後の落ち込みに関しては、多くの国で前年を大きく下回っている中、ドイツは落ち込み幅が小さいのが特徴的である。

ベンチャーキャピタルの資金源では、ドイツは従来から銀行・保険といった金融機関が多い一方、年金基金やファンドオブファンドが少ない。また、海外からの資金調達の割合も欧州平均に比して低い。

投資回収の方法は、欧州諸国では同業他社等への売却と他ファンドへの転売の比率が高いが、ドイツでは同業他社等への売却が高い一方、他ファンドへの転売が比較的低い。また、欧州、ドイツとも償却・倒産の比率が極めて少ない。

ドイツは連邦政府制をとっており、地方政府が地元の強みを活かした政策を進め、

成長著しいクラスターを保有して、地域産業の発展を後押ししている地域がある。ミュンヘンのバイオクラスターはその代表例である。

日本とドイツは、両国とも保守的でリスク回避の傾向が強い国民性を持つ。この結果、ベンチャー企業が誕生しにくく、バイアウト投資が伸び難い環境にある点で共通している。金融面では、銀行中心の金融システムで資本市場の発達が遅れている。特にベンチャー企業向け新興市場はわが国のジャスダック、マザーズ、ヘラクレス、ドイツのノイアマルクト崩壊後のドイツ取引所の規模をみると、時価総額、上場企業数ともアメリカのナスダック、ロンドンの AIM、テックマークに比べて遥かに少ない。家計の金融資産については、預金、保険など安全資産を選好しており、株式・投資信託の保有が限られている。また、経済面についても、研究開発投資は盛んであるが、国際競争力のあるモノ作りを重視している一方で、IT を活用したサービス関連は他国に比べて盛り上がりを欠いている。なお、企業経営者は日本では IPO を目標にするケースが多いが、ドイツでは IPO による収益の急拡大を目指すより、着実な業務拡大を重要視する傾向が強い。

他方、日本とドイツはプライベートエクイティ投資が悩んでいるとはいえ、GDP 比率をみると、わが国は 0.07% とドイツ (0.33%) に比べてさらに水準が低い。この違いとしては、わが国のグローバル化の立ち遅れ、地方政府のイニシアティブの弱さが大きく影響していると思われる。

グローバル化については、ドイツは中東欧への投資をはじめ、海外への販路拡大などを積極的に行っているほか、海外投資家からの資金を受け入れている。一方で、日本のベンチャー企業は海外展開に消極的である。今後、わが国はアジア経済との連携強化を図るべく、ベンチャー企業レベル、ベンチャーキャピタルレベルなど全てのレベルでのグローバル化が求められよう。

地域ベンチャーについては、わが国では政府への資金援助に依存する傾向が強い。地域密着型ベンチャー企業は海外ネットワークが弱く、あっても親交程度でビジネス化が出来ていないケースが多い。地域での産業振興策にアジア中心のグローバル化を踏まえた工夫が求められている。ドイツのレギオ政策のように、地域政府がイニシアティブをとり、地域の強みを活かして特定の技術分野に集中し、大学・研究所、ベンチャーキャピタル、地方政府が協力し合う政策手法は、これまで日本でも検討されてきたが成果が出ているとは言いにくい。グローバル化を加味する点でのレギオ政策は再検討に値すると思われる。