

台湾における中小・ベンチャー企業向け  
リスクマネー供給の実態に関する調査

2013年3月

---

独立行政法人 中小企業基盤整備機構

経営支援情報センター

---



## 目次

要約	1
調査概要	3
第1章 台湾経済の概況と日台関係	5
(1)台湾経済の概況	5
(2)台湾経済アウトルック	6
(3)経済政策	7
(4)政治	9
第2章 投資環境—ベンチャーキャピタルを取り巻く環境を中心に—	11
(1)台湾の新興市場	11
(2)外国企業が台湾で株式公開する方法	12
(3)IPOの状況—ファンド設立状況と投資金額から—	12
(4)投資動向	16
第3章 ベンチャーキャピタルにおける台湾の政府機関の役割	20
(1)台湾政府のファンド出資事業（ベンチャーキャピタルファンド）	20
(2)NDFのベンチャーキャピタルファンドへの主な出資要件	21
(3)NDFのファンド出資審査プロセス	23
第4章 台湾ベンチャーキャピタルの実態調査	25
(1)ヒアリング調査の概要	25
(2)ヒアリング回答	26
第5章 まとめ・考察	32
(1)投資環境と政府主導型のファンド出資事業	32
(2)創業期の企業への投資	32
(3)グローバルバリューチェーンと中華変換機能としての台湾	33
参考文献	35



## 要約

我が国の中小企業にとって、国内市場の縮小、新興国市場の著しい成長といった状況を受け、海外展開の重要性が高まってきている。特に台湾は世界の OEM 企業の集積地という環境から蓄積した技術・ノウハウをもとに IT 先進国として成長を遂げてきており、日本の重要なビジネスパートナーとして今後更なる経済取引が行われることが想定される。そうした中で本調査では、調査対象先を「台湾」とし、現地のリスクマネー供給の実態を中心に、投資環境、現地キャピタルとの連携の可能性について調査する。

第 1 章では、台湾経済全体について記載している。台湾経済は 2000 年以降、平均約 4%の安定した成長を続けており、今後のさらなる経済発展を目指し、六大新興産業や四大新興スマート産業という重点産業を定めて、知識集約型産業の育成や海外からの投資呼び込みを積極的に行っている。また、馬英九政権の誕生により、中国との関係強化や貿易の自由化も進めている。

第 2 章では、台湾の投資環境について記載している。台湾の株式市場には、ベンチャー企業の上場先として店頭市場である中華民国証券店頭売買センターがある。2008 年 3 月に外国企業の上場を解禁してから、資本市場の国際化を急速に推進している。台湾では、リーマンショック以降落ち込んでいたファンド組成数、投資金額、投資案件数が増加し、ベンチャーキャピタル回復の兆しが見られる。

第 3 章では、台湾の政府機関のベンチャーキャピタル投資への関与について記載している。台湾においては、政府機関である行政院国家発展基金によりベンチャーキャピタルファンドへの出資事業が行われており、ベンチャーキャピタルの発展、投資環境の改善による新興事業の促進が支援されている。調査では、行政院国家発展基金は、六大新興産業等の政策性が高い分野へ投資を行うファンドへ積極的に出資を行っていることがわかった。

第 4 章では、台湾で活動しているベンチャーキャピタルの実態について記載している。台湾で活動しているベンチャーキャピタルの実態を把握するために、台湾で投資を行っている日系ベンチャーキャピタルを含む 6 社と、台湾ベンチャーキャピタル業界の全体像を把握するために台湾政府関係機関 2 社に訪問し、ヒアリングを実施した。ヒアリングによって得た回答から各ベンチャーキャピタルの投資活動を整理することにより、台湾におけるリスクマネー供給者である台湾ベンチャーキャピタルの実態を把握することに努めている。

最後に第 5 章でまとめ・考察として、投資対象地域としての台湾の可能性、日本企業が海外展開を行う際のパートナーとしての台湾の可能性について、第 1 章から第 4 章までの内容を踏まえて見解を述べている。



## 調査概要

### 1. 調査の背景と目的

我が国のベンチャー企業の成長・発展に不可欠なベンチャーキャピタル等による投融資は近年減少傾向にある。他方、アジア各国間の投資は活発化しており、世界の成長エンジンとしてアジア地域のプレゼンスは向上している。そうした中、アジア各国のベンチャーキャピタル等との連携は今後の国内の中小・ベンチャー企業へのリスクマネー供給を支える重要なファクターとなることが想定される。

本調査は、調査対象国を「台湾」とし、現地のリスクマネー供給の実態を中心に、投資環境、現地キャピタルとの連携の可能性について調査する。

台湾は地理的に日本とも近接し、製造業を中心にビジネス上の重要なパートナーでもある。また近年は、台湾を経由した中国大陸への進出も行われているなど、日本企業にとっても海外戦略上の選択肢の一つとしても注目されている。今後の日本企業の海外展開戦略策定にも役立ち、我が国のファンド支援のあり方に関しても検討可能な情報として活用できるよう、調査報告書として取りまとめることを目的とする。

### 2. 調査手法

#### (1) 調査方法

##### ① 文献調査等

現地統計資料等による文献・データ分析、類似調査の報告書・論文、内外機関により公表されている文献・資料、外部セミナー等により、現状把握、課題抽出を行う。

##### ② ヒアリング調査

- ・ 国内関連機関への事前ヒアリング調査
- ・ 海外現地調査（政府関係機関、金融機関等）等

#### (2) 調査内容

##### ① 既存文献調査等により、台湾におけるリスクマネー供給の概要等について整理を行う。

- ・ 台湾のリスクマネー供給の仕組み
- ・ 台湾におけるベンチャー投資の状況
- ・ 現地での中小・ベンチャー企業支援策に関する情報（特にファンド関連）等

##### ② ヒアリング調査により、現状把握、課題等を抽出する。なお、ヒアリングについては、主に各地域の下記の機関等に対して実施する。

- ・ 現地政府関係機関（金融関連、中小・ベンチャー関連の施策等について）
- ・ ベンチャーキャピタル（特に現地進出海外企業への投資について）等

### 3. 調査体制

<担当>

独立行政法人中小企業基盤整備機構

矢口 雅哉 経営支援情報センター ディレクター (H24年11月末まで)

藤倉 孝行 ファンド事業部 ファンド審査第一課 主任

大川 祐樹 ファンド事業部 ファンド審査第二課 係員

片山 裕規 ファンド事業部 ファンド管理課 係員

<事務局>

堀田 恭子 経営支援情報センター 係員

### 4. 執筆体制

第1章 矢口 雅哉・藤倉 孝行・堀田 恭子

第2章 藤倉 孝行・片山 裕規

第3章 大川 祐樹

第4章 藤倉 孝行・片山 裕規

考察 藤倉 孝行・大川 祐樹・堀田 恭子・片山 裕規

### 5. 調査訪問先

(国内) 国内ベンチャーキャピタル3社

(台湾) 訪問期間：2012年10月2日～10月5日

◆ ベンチャーキャピタル 6社 (日系を含む)

◆ 政府関係機関 2機関



## 第1章 台湾経済の概況と日台関係

### (1) 台湾経済の概況

台湾は面積で日本の約10分の1（九州と同程度）、人口で日本の約5分の1とさほど大きくないが、近年はハイテク産業や対中投資などで世界的に競争力を増し、GDPが世界26位、アジア地域では6位と成長を続けている（図表1-1）。また、台湾の実質GDPは2001年から2010年の間平均約4%の成長を続けており、引き続き輸出、民間投資ともに好調であることから、経済成長率は同程度で推移することが予想される。

中小企業の企業数・雇用者数を見てみると（図表1-2）、企業数は日本の構造と似ており、ほとんどを中小企業が占めている。一方雇用者数は、87%が中小企業に雇用されており、日本と比較して高い状況になっている。

図表1-1 台湾の主要指標（日台比較）

	台湾 <sup>1</sup>	日本	(備考)
面積	36,191 km <sup>2</sup>	377,914 km <sup>2</sup>	日本の約10分の1
人口	2,316 万人	1 億 2,780 万人	日本の約5分の1
失業率	4.39%	4.55%	2011 年暫定値
GDP(名目)	4,668 億 USドル	5 兆 8,695 億 USドル	2011 年暫定値
一人当たり GDP(名目)	20,101 USドル	45,920 USドル	2011 年暫定値

※人口、失業率、GDPは2011年のIMFデータ（暫定値）を記載している。

（出所）IMF, World Economic Outlook Database, April 2012、(財)交流協会 2011年『2011台湾経済DATA BOOK』より作成

図表1-2 日台の中小企業比較（企業数・雇用者数）2009年実績

	中小企業		大企業	
	企業数	構成比(%)	企業数	構成比(%)
日本	4,201,264	99.72%	11,926	0.28%
台湾	1,232,025	97.91%	26,235	2.09%
	雇用者数		雇用者数	
	雇用者数	構成比(%)	雇用者数	構成比(%)
日本	28,343,220	65.96%	14,628,938	34.04%
台湾	8,066,000	87.30%	1,173,000	12.70%

（出所）中小企業庁 2012年『中小企業白書（2012年版）』、經濟部中小企業処ホームページより作成

<sup>1</sup> 台湾の中小企業の定義については、<http://www.moeasmea.gov.tw/ct.asp?xItem=70&CtNode=261&mp=2>を参照されたい。

## (2) 台湾経済アウトルック

台湾経済の発展について整理すると、80年代までは中小企業が牽引し、90年代以降は大企業が牽引している。90年代以降に大企業主導型になった背景としては、規制緩和と民営化、金融システム改革、積極的な海外展開、家族経営の後退などが理由に挙げられる。また90年代は、金融・保険・通信事業の自由化が進み、海外からのサービス業への投資が拡大したこともあって、第三次産業（サービス業）の時代であった。しかし、2000年代に入るとサービス業の自由化がほぼ完了したこともあり、成長が鈍化する一方で、政府の政策による後押しを受け、半導体・PC・液晶等のエレクトロニクス産業である第二次産業（製造業）が牽引するようになった（図表1-3）。エレクトロニクス産業の大企業化が進行した理由として、JETRO アジア経済研究所によれば、①受託事業の海外顧客の淘汰と集中、②技術の標準化による規模の経済の増大、③技術のデジタル化に伴う範囲の経済の拡大が挙げられる。成功事例としては、2012年3月にシャープ(株)と業務提携を発表した鴻海（ホンハイ）精密工業が台湾を代表する大企業であり、業界のトップに君臨している<sup>2</sup>。

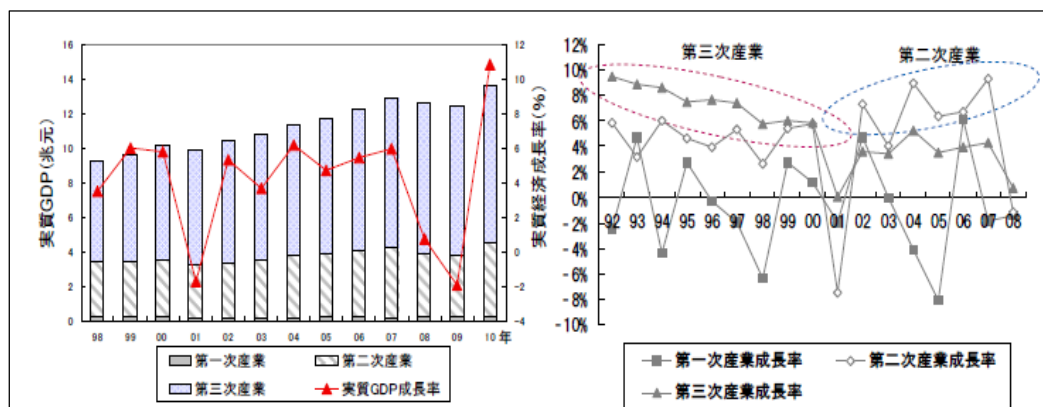
このように、受託ビジネスを主軸としていた台湾のエレクトロニクス産業は、組立は中国で行い、その部品を台湾から供給するというモデルであったが、中国における賃金の上昇や2008年のリーマンショックによる経済環境の変化によって、一部で限界を露呈するビジネスモデルも現れるようになった。そういった背景もあり、近年では鉄鋼や金属等の素材産業への関心が再び高まってきていると考えられる。これらの産業は雇用創出効果の高い部門が多く、台湾政府はエレクトロニクス産業に加え素材産業も今後の重点産業として位置づけ、バランスのとれた経済発展に向かうと考えられる。

一方で、日本と同様に高齢化の進行による労働力の減退や生産拠点の海外移転による台湾における産業の空洞化が、新たなイノベーションやベンチャー創出における懸念材料の一つになっている。しかし、台湾は日本に親和性を有し、華人経済圏の中で人的ネットワークと交渉力を持ち、中国という巨大市場と地理的に近いことから日本にとって重要なビジネスパートナーになり得る。台湾は、日本やその他アジア諸国がもつ資源やノウハウを、時には有効活用、また時にはそれらを結びつける役割を担うことで、今後の発展にさらなる効果をもたらすことができると考えられる。

---

<sup>2</sup> 売上高 34,527 億円（日本円で約 10 兆 3,242 億円）で民間製造業売上高ランキング 1 位。JETRO アジア経済研究所（2012 年）『JETRO アジア経済研究所夏期公開講座コース 11』資料より。

図表 1-3 台湾の実質 GDP の推移と産業別成長率の推移



(出所) 經濟部投資業務処 野村総合研究所台北支店 2011年『2011年度日台ビジネス・アライアンス報告書』より

### (3) 経済政策

台湾の注目すべき経済政策として、六大新興産業（2008年指定）と四大新興スマート産業（2010年指定）という2つの新産業育成支援政策が挙げられる（図表1-4）。六大新興産業とは、台湾で産業の基盤がある既存産業のICT<sup>3</sup>産業を活かしながら、新たな産業新興を目的に、グリーン・エネルギー産業やバイオ技術産業等を重点支援産業として、2015年までに6産業の総生産額を日本円で約8.97兆円<sup>4</sup>まで成長させることを目的としている。一方、四大新興スマート産業とは、台湾が世界で高い競争力を維持するために、ICT産業と既存の産業を結合させた産業、すなわち知識集約型産業を重点支援対象として定めた政策である。

これらの政策の背景としては、台湾はもともと天然資源に乏しいことから、ICT産業などの知識集約型の分野に力を入れてきたことが挙げられる。台湾經濟部<sup>5</sup>によれば、今後も知識集約型産業を発展させながら、更なる経済発展を遂げるためにこれらの政策を実施することで、海外から台湾への資金を呼び込むといった狙いもある。特に、これらの産業の中には日本企業が優れた技術を有している産業も含まれており、日本企業が台湾との協業・連携の可能性を考える上でも注目すべきであろう。

<sup>3</sup> ICT (Information and Communication Technology) とは、一般的に情報・通信に関連する技術一般の総称のことを指す。

<sup>4</sup> 本報告書では、為替レートは2012年12月31日時点の1NT\$=2.9902円を適用する。

<sup>5</sup> 日本の経済産業省にあたる組織。

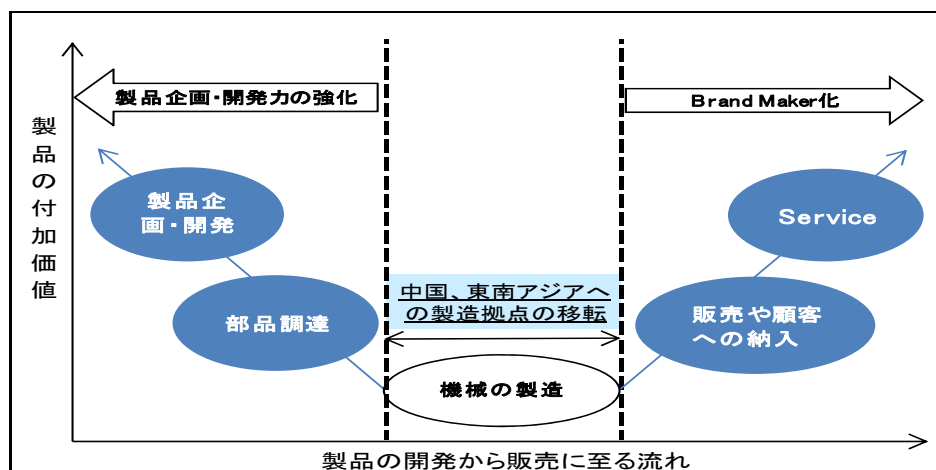
図表 1-4 台湾政府の重点支援産業

六大新興産業 (2008年指定)	既存の産業を活かしながら、持 続的に発展しうる新興産業	<ul style="list-style-type: none"> <li>・グリーン・エネルギー産業</li> <li>・観光・旅行産業</li> <li>・医療介護産業</li> <li>・ハイエンド農業</li> <li>・文化創造産業</li> <li>・バイオテクノロジー産業</li> </ul>
四大新興ス マート産業 (2010年指定)	高い競争力をもつIT産業とを組み 合わせたインテリジェンス型産業	<ul style="list-style-type: none"> <li>・クラウドコンピューティング</li> <li>・スマートEV</li> <li>・スマートグリーン建築</li> <li>・発明特許の産業化</li> </ul>

(出所) 台湾經濟部 2011年『台湾 アジアのビジネスパートナー』より作成

また、台湾の既存産業（ICT産業や製造業）は、これまでの下請け（川下）中心の産業構造から脱却することを目指し、長年の欧米メーカーからの受託業務で得た技術や情報をもとに、高付加価値産業（川上）への転換を進めている（図表 1-5）。すでに、パソコンの宏碁（Acer）やスマートフォンの宏達国際電子（HTC）など、企画力・開発力・マーケティング機能を備えた有力企業も生まれている。

図表 1-5 高付加価値産業への転換



(出所) 經濟部投資業務処 野村総合研究所台北支店 2011年『2011年度日台ビジネス・アライアンス報告書』より作成

台湾政府は今後の成長戦略として、輸出の促進や産業の高度化だけでなく、周辺各国とのヒト・モノ・カネの流れを活発化させるために積極的な投資の呼び込みや規制緩和、税制改革等、様々な政策を打ち出している。例えば、投資の呼び込みという点では、經濟部投資業務処より日本から台湾への投資誘致業務の委託を受けたジャパンデスク<sup>6</sup>が、經濟部主催の台湾投資セミナー支援や情報提供を行っている。規制緩和の点では、2009年から台湾—中国間の直行定期便の運航がスタートした。これにより、これまで訪中する場合に必要であった第3国・地域を経由する必要がなくなったため、台湾への中国人観光客が増加

<sup>6</sup> ジャパンデスクについては、<http://www.japandesk.com.tw/>を参照されたい。

し、さらには貨物輸送の際のコスト・時間の削減にもつながった。また、同年6月には中国企業の対台湾直接投資が解禁され、2010年3月には関連法令の修正が整い、実務面での整備が進んだことによって、今後、投融資の面で活発化していくと考えられる。

このように、競争優位性の高いICT産業以外の分野も育成し、国際競争力を高めるために新産業育成のための重点支援産業を定め、ヒト・モノ・カネの流れを活性化させるための規制緩和策等を取る中、ファンドを活用することでこのような流れを加速する狙いがある。

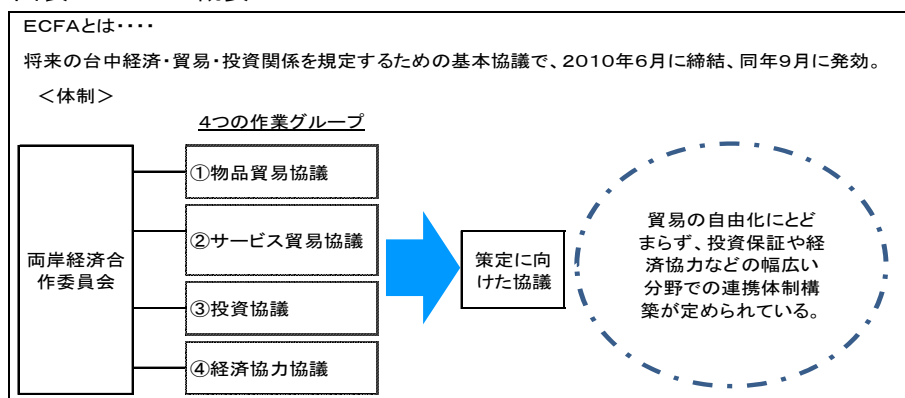
#### (4) 政治

台湾の政治を語るうえで欠かせないのが中国との関係である。2008年に馬英九政権が誕生し、①三通（通商、通航、郵便）の開放、②共同市場の推進、③ヒト、モノの交流促進という3つの公約のもと、中国との経済連携関係の緊密化が急速に進んでいる。中でも代表的なものが2010年6月に締結された中台間のFTA、自由貿易協定に相当するECFA（Economic Cooperation Framework Agreement：両岸経済協力枠組協議）である（図表1-6）。

ECFAが締結された背景には、ASEANと中国とのFTA締結がある。台湾にとって最大の貿易相手国<sup>7</sup>としての中国がASEANとFTAを結ぶことは脅威であった。そこで、対抗措置としてFTA締結に向けた動きが加速し、その結果ECFAの締結に至ったのである。

ECFAの目的は、台中間の関税を引き下げることによる台湾製品の輸出力向上や、台湾の農水産物の対中輸出の後押し等である。今後貿易の自由化が進み、最終的な形態としては、台中間のEPA（経済連携協定：Economic Partnership Agreement）に相当するものになると見られている。

図表 1-6 ECFA 概要



(出所) 經濟部投資業務処 野村総合研究所台北支店 2011年『2011年度日台ビジネス・アライアンス報告書』より作成

<sup>7</sup> JETROによれば、2011年の台湾の輸出統計では、中国が貿易額のうちの27.2%を占め、首位となっている。また、輸入統計においては、15.5%と日本に続いて第2位となっている。

輸出統計：[http://www.jetro.go.jp/world/asia/tw/stat\\_02/](http://www.jetro.go.jp/world/asia/tw/stat_02/)

輸入統計：[http://www.jetro.go.jp/world/asia/tw/stat\\_04/](http://www.jetro.go.jp/world/asia/tw/stat_04/)

ECFA では、石油化学原料、繊維、機械、農産品など、中国側の約 550 品目、台湾側の約 280 品目がアーリーハーベスト（早期実施項目）にリストアップされており、優遇関税での対中輸出が可能となっている。関税ゼロに向けて 2013 年までに段階的に引き下げが行われる予定である。

なお、馬英九氏は 2012 年に再選を果たしており、今後も台中間の関係強化はますます加速していくことが考えられる。

## 第2章 投資環境-ベンチャーキャピタルを取り巻く環境を中心に-

### (1) 台湾の新興市場

台湾の株式市場には、集中取引市場である台湾証券取引所（別名：Taiwan Stock Exchange Corporation。以下、TWSE とする）のほか、店頭市場である中華民国証券店頭売買センター（別名：Gre Tai Securities Market。以下、GTSM とする）、そして上場または店頭登録を行う前の市場として GTSM 市場が整備した興櫃市場<sup>8</sup>がある。台湾はハイテク・電子機器製造業の集積地として重要な拠点となっていることから、上場企業数に占めるハイテク産業の割合は TWSE で約半数<sup>9</sup>、GTSM で 5 割強<sup>10</sup>という特徴がある。また、2008 年 3 月に外国企業の上場を解禁してから、資本市場の国際化を急速に推進している。例えば、台湾の新興市場では 17 社の外国企業が上場している一方で、日本の新興市場（マザーズ、JASDAQ）では 3 社のみの上場となっている（図表 2-1）。

台湾市場における日本企業の上場は、2011 年 2 月に半導体製造大手のエルピーダメモリ（株）<sup>11</sup>が初めて TWSE に上場した。当時、同社は東京証券取引所第一部に上場していた企業のため、台湾預託証券発行（Taiwan Depository Receipts。以下、TDR とする）による第二上場であったことから、日本企業が第一上場した例はない。こういった状況緒を踏まえ、取引所では日本語による各種案内資料の作成をする等、日本企業の誘致活動を積極的に行っている。

図表 2-1 新興市場の概要

	日本		台湾
	マザーズ	JASDAQ	GTSM
1. 上場企業数 (内、外国企業数)	182 (2)	920 (1)	638 (17)
2. IPO 企業数 (内、外国企業数)	24 (0)	16 (0)	42 (5)
3. 時価総額	1 兆 1,268 億円	9 兆 2,215 億円	5 兆 1,969 億円
4. 売買代金	132 億円	205 億円	409 億円

※IPO 企業数は 2012 年の企業数、売買代金額は一日平均の売却代金を示す。

(出所) TWSE、GTSM 公表資料 (2012 年 12 月末時点) より作成

<sup>8</sup> 興櫃市場は、上場・店頭登録する前に、取引の透明性、決済の安全性、企業情報の公開制を高める目的で整備された市場である。

<sup>9</sup> TWSE(2012.3.7)「台湾資本市場の優位性」によれば、TWSE の上場企業の割合は時価総額ベースで、PC・液晶テレビ等のハイテク電子産業が半分近くを占めており、次いで金融業が 13%程度となっている。

<sup>10</sup> GTSM(2013.1.15)「ニュースレターNo.90」によれば、GTSM の上場企業の割合は時価総額ベースで、PC・液晶テレビ等のハイテク電子産業が半分近くを占めており、次いでライフサイエンス産業が 13%程度となっている。

<sup>11</sup> その後 2012 年に上場廃止となった。

## (2) 外国企業が台湾で株式公開する方法

外国企業が台湾で株式公開する方法としては、i) 本社所在国で未上場の場合、新規株式公開（第一上場）として TWSE 第一上場または GTSM 第一店頭登録（グレタイ上場）申請、又は、ii) 本社所在国で株式を公開している場合、TWSE または GTSM において TDR<sup>12</sup>による第二上場がある。一般的には、新興市場である GTSM で成長し、将来的に TWSE へステップアップする。なお、TWSE または GTSM に第一上場の申請をする場合、①興櫃市場にて 6 ヶ月以上の取引実績、又は②主幹事証券会社による上場指導（コンサルティング）のいずれかのプロセスが必要になるため、興櫃市場に登録した上で上位の市場に上場することが多い。

また、これまで上場要件として額面規制（額面 NT\$<sup>13</sup>10 の株式発行）があったため、日本の会社法で台湾ドルでの株式発行が認められない日本企業は、日本に所在する本社が台湾で上場主体になることはできなかった。そのため、回避方法としてケイマン諸島に台湾ドルの資本金を有する持株会社を設立し、当該持株会社を上場させることで対応していた。外国企業の誘致を推進したい台湾政府は、2012 年 1 月、行政院金融監督管理委員会にて当該規制を撤廃することを決定した。外国企業が上場する際の最大の障壁の一つが解消したことから、日本企業をはじめとする外国企業の上場促進が期待されている。

## (3) IPO の状況－ファンド設立状況と投資金額から－

日台の新興市場の IPO 状況を整理すると、日台ともに 2008 年のリーマンショック以降、世界的な金融危機に直面し、景気悪化による業績不振等により IPO 社数が大きく減少している（図表 2-2,3）。ただし、台湾についてはリーマンショック以前と比べると、低調ながらも IPO 数が 25 社前後で推移している（図表 2-3）。

IPO 数の減少の要因としては、日本では、リーマンショックの影響を受けて投資家から資金が集まらずファンド組成数・ファンド総額が減少し、その結果、リスクマネーの供給が減少したことが考えられる（図表 2-4）。また、2009 年には投資家保護を目的とした金融商品取引法の施行により企業の内部統制コストが増加し、世界的な金融危機による株価の低迷と相俟って上場メリットを低下させ、ベンチャー企業の上場意欲を削ぐことになったことも要因の一つと考えられる。その結果、2009 年の新興市場の上場企業数は 13 社と過去最低の IPO 数を記録した。なお、直近のデータによれば、2010<sup>14</sup>年度の実績はファンド組成数 13 本、総額 454 億円で前年度から横ばいの状況になっており、リーマンショック以前の 2005 年度と比較するとファンド総額が 80%も減少している状況である（図表 2-4）。

一方、台湾では、ファンド組成数は 2010 年度に 9 本設立、総額 80 億円と前年度に引き続き増加し、ベンチャーキャピタル（以下、VC とする）回復の兆しが見られる（図

<sup>12</sup> 認められる海外取引所は、ニューヨーク、ロンドン、東京など主管当局が認定した取引所に限られる。

<sup>13</sup> 台湾ドルのことを指す。

<sup>14</sup> 最新のデータとして入手できたのは 2010 年度実績。

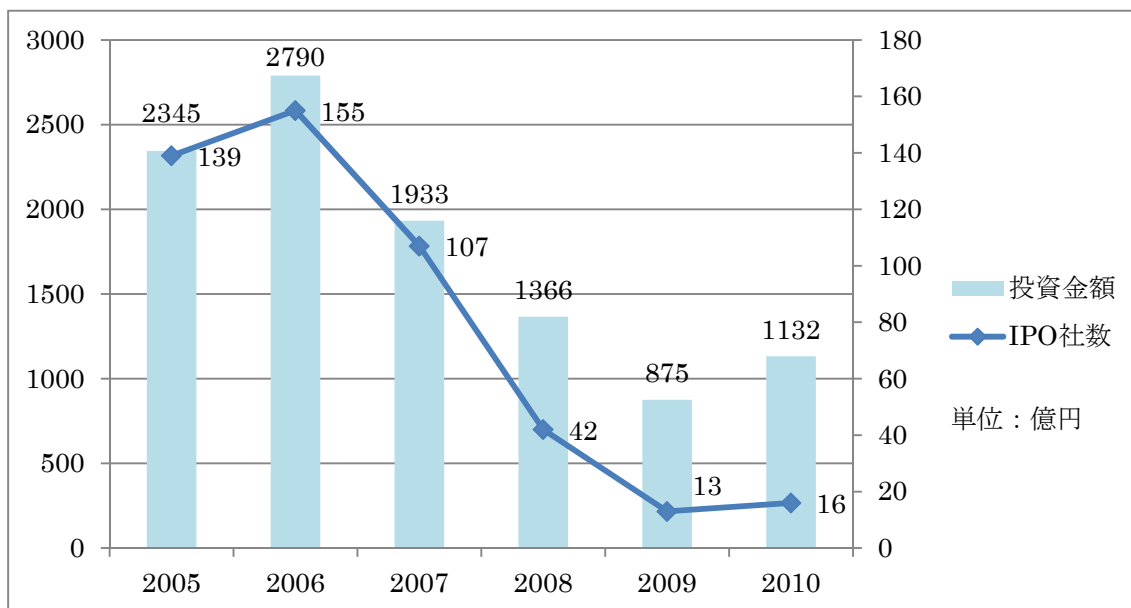


表 2-5)。一定の IPO 数を保つことができる要因としては、安定的なファンド組成によりリスクマネーの供給が継続的に行われていることが考えられる。ヒアリング先からは、台湾政府の重点支援産業を指定されたことにより、指定産業の育成支援のために行政院国家発展基金<sup>15</sup>によるこれらの分野へのファンド出資が積極的に行われているとの回答が得られた。

---

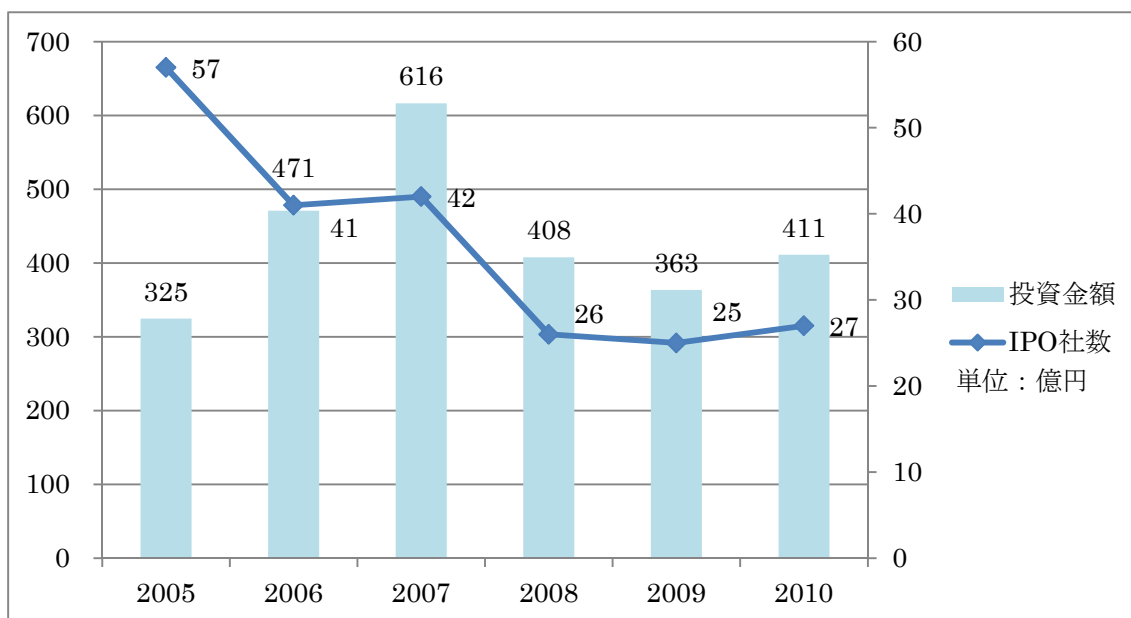
<sup>15</sup> 国家発展基金の詳細については第 3 章に後述。

図表 2-2 日本における IPO 数（新興市場）・投資金額の推移



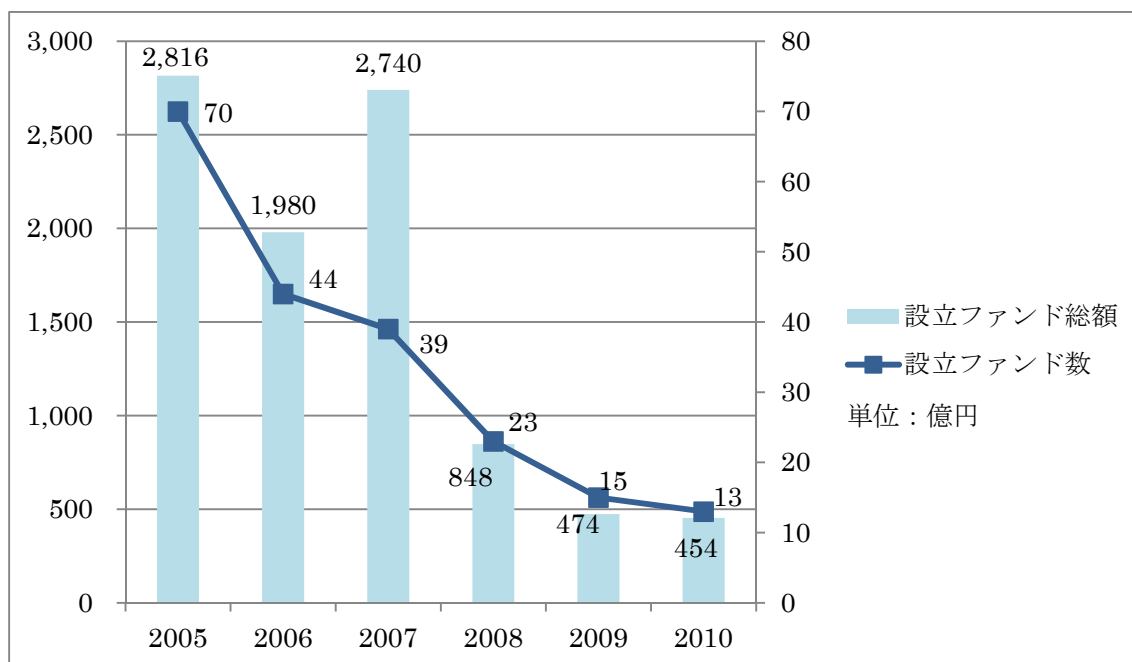
(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター 2012年『2011年度ベンチャービジネスに関する年次報告』より作成

図表 2-3 台湾における IPO 数（新興市場）・投資金額の推移



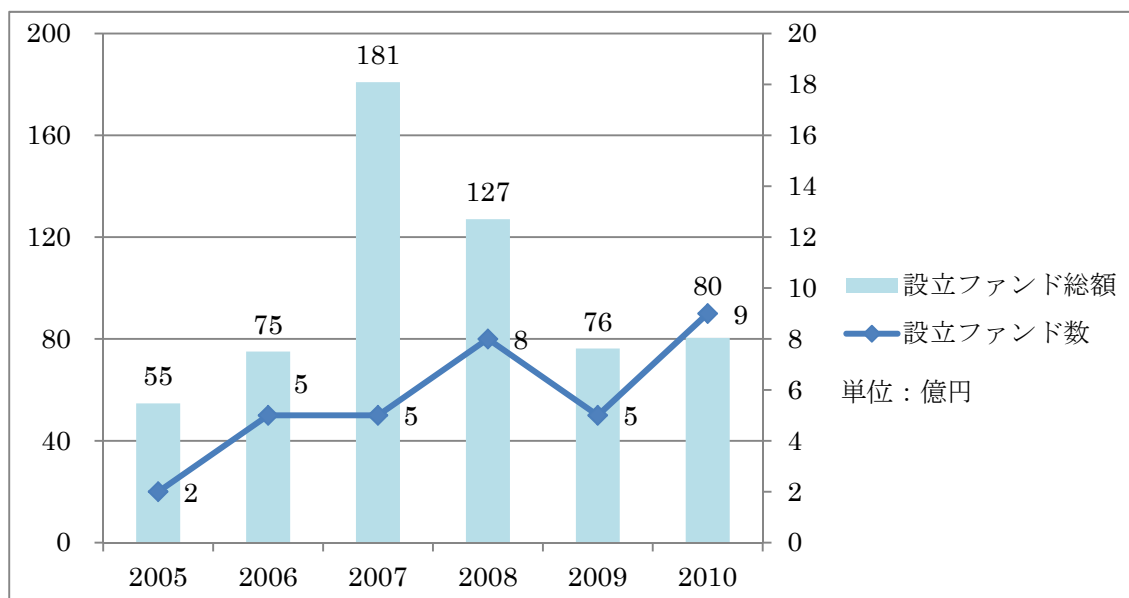
(出所) 台湾ベンチャーキャピタル協会 2012年『Taiwan Venture Capital Industry 2011 Yearbook』より作成

図表 2-4 日本におけるファンド組成数とファンド総額の推移



(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター 2012年『2011年度ベンチャービジネスに関する年次報告』より作成

図表 2-5 台湾におけるファンド組成数とファンド総額の推移



(出所) 台湾ベンチャーキャピタル協会 2012年『Taiwan Venture Capital Industry 2011 Yearbook』より作成

#### (4) 投資動向

日本では、リーマンショック以降、ファンド組成数の減少により、投資案件数、投資金額ともに減少していたが、2010年度の投資金額が1,132億円となり、前年比約29%増で3年連続の減少から増加に転じている(図表2-6)。要因としては、ネット関連ビジネスを手掛ける企業への投資をメインにしたファンドに資金が集まり、リスクマネーの供給が増加したと考えられる<sup>16</sup>。例えば、2011年度のファンド組成の状況をみると23ファンドが組成され、大半がネット関連ビジネスを手掛ける企業に投資を行う業種特化型ファンドである(図表2-8)。また、平均投資額が増えているのは、投資先企業の株式シェアを高め、経営に積極的に関与するハンズオン重視型の投資手法が増えていると考えられる<sup>17</sup>。

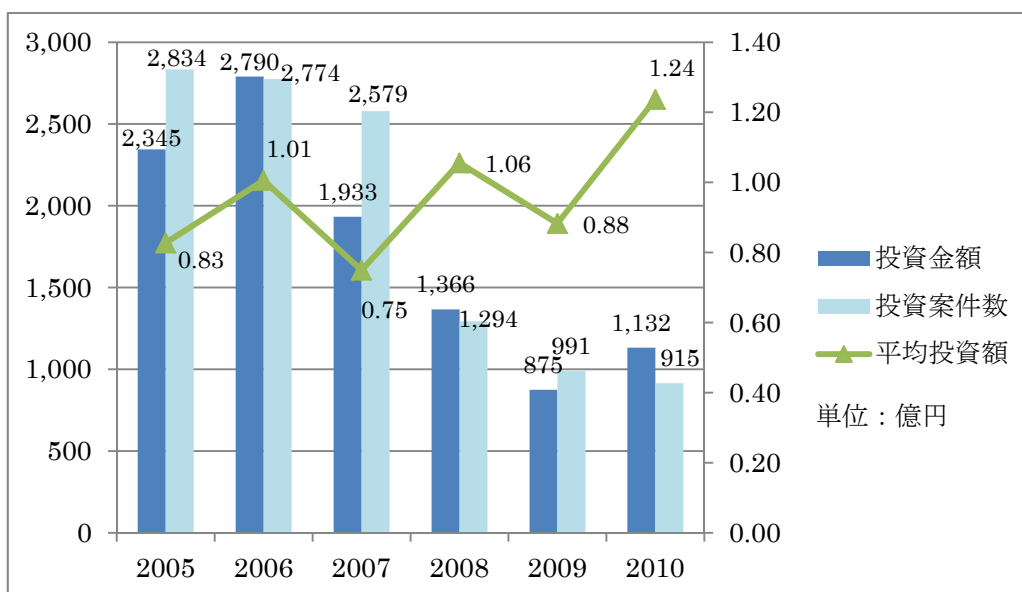
一方、台湾では2010年度の投資金額が411億円となり前年比約13%増、投資案件数は633件となり、前年比18.76%の増加で投資活動が回復していることがうかがえる(図表2-7)。また、平均投資金額は一定の金額で推移している。ヒアリングによれば、台湾のVCの投資手法は、レイターステージの企業への投資がメインであり、数社のVCで協調投資を行うことが一般的であることから、平均投資額は一定に推移するという回答が得られた。

---

<sup>16</sup> ネット関連ビジネスについては、エコシステムが形成されていると言われている。すなわち、ITインフラの整備により起業しやすくなり、EXITはIPOだけではなく、大手事業会社によりM&Aなど多種多様な方法が用いられていることから、投資しやすい分野の一つになっている。

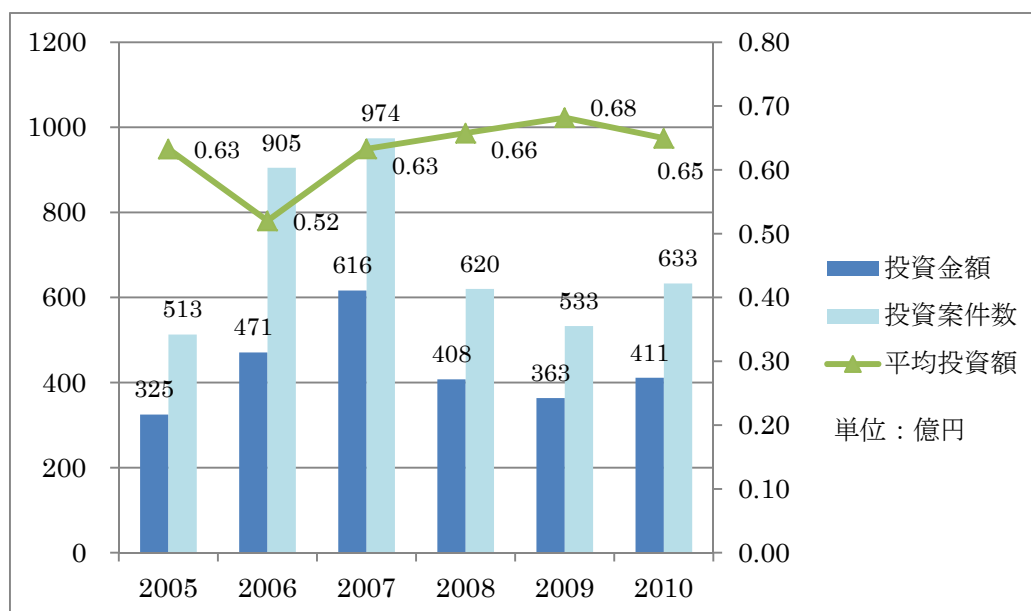
<sup>17</sup> 現地調査前に実施した国内VCへのヒアリングによる。

図表 2-6 日本における年間投資金額と投資社数



(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター 2012年『2011年度ベンチャービジネスに関する年次報告』より作成

図表 2-7 台湾における年間投資金額と投資社数



(出所) 台湾ベンチャーキャピタル協会 2012年『Taiwan Venture Capital Industry 2011 Yearbook』より作成

図表 2-8 日本における 2011 年・2012 年上半年（1-6 月）設立ファンド一覧

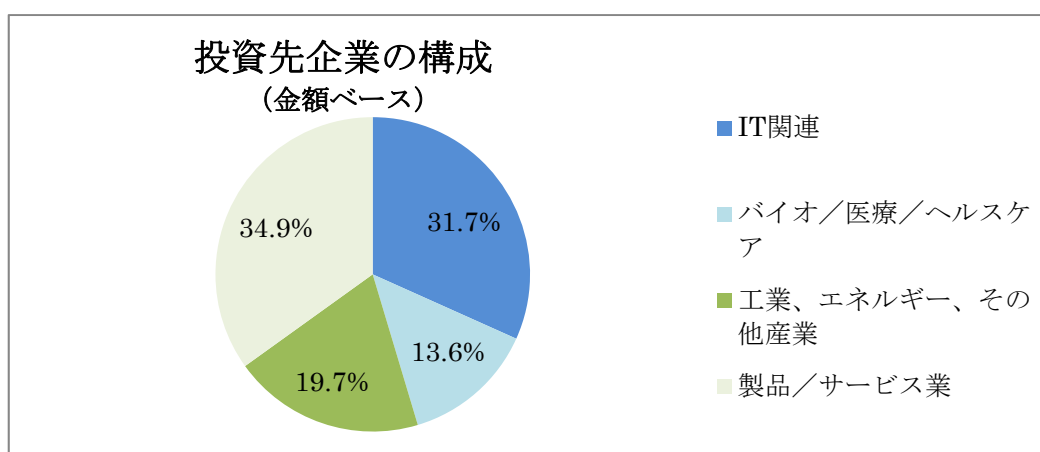
2011年設立ファンド一覧								
開始日	運営会社名	ファンド名	ファンド総額 (億円)	業種 特化型	地域 特化型	シード アーリー	重点業種	中小 機構
1 2011/1/31	株式会社サムラインキュベート	Samurai Incubate Fund2号投資事業有限責任組合	0.6			✓		
2 2011/2/10	テクノロジーシードインキュベーション株式会社	沖縄文化等コンテンツファンド	5.0	✓	✓			
3 2011/3/1	株式会社フィデアベンチャーキャピタル	フィデア中小企業成長応援ファンド1号投資事業組合	3.0		✓			
4 2011/3/31	OMO VenturePartners 株式会社	Social Ad&Commerce Technology Fund 投資事業組合	0.6	✓			IT関連	
5 2011/4/1	インフィニティベンチャーズLLP	IYP Fund III	32.0	✓		✓	IT関連	
6 2011/4/15	DFJ-JAIC Venture Partners,LLC	DFJ-JAIC TECHNOLOGY PARTNERSLP	21.0	✓			IT関連・クリーンテック	
7 2011/4/27	伊藤忠テクノロジーベンチャーズ株式会社	テクノロジーベンチャーズ3号投資事業有限責任組合	54.0	✓			IT関連・バイオ・医療・ヘルスケア・クリーンテック・エネルギー関連	✓
8 2011/5/31	ツネインパートナーズ株式会社	TVC1号投資事業有限責任組合	10.0	✓			クリーンテック・エネルギー関連	
9 2011/5/31	みなとキャピタル株式会社	みなとエクイティサポート投資事業有限責任組合	5.0					
10 2011/6/1	株式会社サンブリッジグローバルベンチャーズ	サンブリッジ・スタートアップスLLP	1.0	✓		✓	IT関連	
11 2011/6/17	株式会社ひろしまイノベーション推進機構	ひろしまイノベーション推進第1号投資事業有限責任組合	40.6		✓			
12 2011/7/1	株式会社サイバーエージェント・ベンチャーズ	CA Startups Internet Fund 1号投資事業有限責任組合	20.0	✓		✓	IT関連	✓
13 2011/7/22	SMBCベンチャーキャピタル株式会社	SMBCベンチャーキャピタル1号投資事業有限責任組合	80.0					
14 2011/7/22	SMBCベンチャーキャピタル株式会社	SMBC戦略出資1号投資事業有限責任組合	10.0					
15 2011/7/26	モバイル・インターネットキャピタル株式会社	MICイノベーション3号投資事業有限責任組合	52.0	✓			IT関連	✓
16 2011/7/29	株式会社北洋銀行	環境ビジネス支援ファンド	3.0	✓	✓		クリーンテック・エネルギー関連	
17 2011/8/29	日本ベンチャーキャピタル株式会社	ひょうご新産業創造ファンド投資事業有限責任組合	10.0		✓	✓		✓
18 2011/9/22	B Dash Ventures株式会社	B Dash Fund1号有限責任投資事業組合	20.0	✓		✓	IT関連	✓
19 2011/9/30	株式会社サムラインキュベート	Samurai Incubate Fund3号投資事業有限責任組合	2.1			✓		
20 2011/10/1	株式会社環境エネルギー投資	EETクリーンテック投資事業有限責任組合	60.7	✓			クリーンテック・エネルギー関連	✓
21 2011/12/1	Klab Ventures株式会社	SBI-KLab Startup 1号投資事業有限責任組合	30.0	✓		✓	IT関連	
22 2011/12/15	静岡キャピタル株式会社	静岡キャピタル5号投資事業有限責任組合	10.0		✓			
23 2011/12/31	グリーベンチャーズ株式会社	GV-1 投資事業組合	20.0	✓		✓	IT関連	
2012年上半年設立ファンド一覧								
開始日	運営会社名	ファンド名	ファンド総額 (億円)	業種 特化型	地域 特化型	シード アーリー	重点業種	中小 機構
1 2012/1/1	有限責任事業組合フェムト・スタートアップ	有限責任事業組合フェムト・スタートアップ	0.5	✓		✓	IT関連	
2 2012/1/1	株式会社ひろしまイノベーション推進機構	ひろしまイノベーション推進第2号投資事業有限責任組合	65.2		✓			✓
3 2012/1/31	大和企业投資株式会社	東日本大震災中小企業復興支援投資事業有限責任組合	70.0		✓			✓
4 2012/2/1	グローバル・ブレイン株式会社	KDDI新規事業育成投資事業有限責任組合	50.0	✓			IT関連	
5 2012/3/30	株式会社北洋銀行	北洋イノベーションファンド	5.0		✓			
6 2012/4/25	SMBCベンチャーキャピタル株式会社 NECキャピタルリノベーション株式会社	イノベティブ・ベンチャー投資事業有限責任組合	35.0	✓			IT関連・バイオ・医療・ヘルスケア・クリーンテック	✓

※ 「中小機構」欄は独立行政法人中小企業基盤整備機構出資ファンド

(出所) (株) ジャパンベンチャーリサーチ 2012 年『2012 年上半年ベンチャーファンド設立状況』レポートより作成

投資先企業の業種の内訳をみると、日本では IT 産業が約 32%、サービス業が約 35%、エネルギーが約 20%、バイオテクノロジーが約 14%となっているのに対して（図表 2-9）、台湾では IT 産業が約 75%、バイオテクノロジーが約 6%と偏っている。なお、台湾については入手できた資料が 1982 年からの総計ということから、最近の動向がわかりにくい部分もあるが、ヒアリング先からは投資対象企業は IT 産業が中心になっているという回答が多かった。

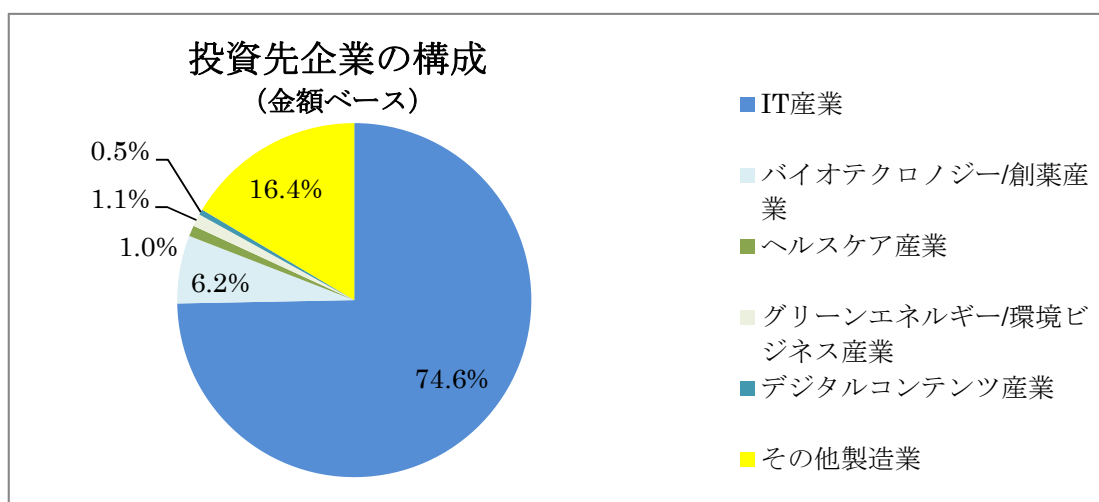
図表 2-9 日本における投資先企業の構成



※データは 2011 年度実績

(出所) 一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター 2012 年 『2011 年度ベンチャービジネスに関する年次報告』より作成

図表 2-10 台湾における投資先企業の構成



※データは 1982 年からの総計

(出所) 台湾ベンチャーキャピタル協会 2012 年 『Taiwan Venture Capital Industry 2011 Yearbook』より作成

## 第3章 ベンチャーキャピタルにおける台湾の政府機関の役割

### (1) 台湾政府のファンド出資事業（ベンチャーキャピタルファンド）

台湾の政府機関によるファンド出資事業は、行政院国家発展基金（National Development Fund、以下、NDF とする）によって行われている。NDF は、台湾における内閣府の位置づけである行政院傘下の政府機関であり、台湾の産業イノベーションの創造を支援する投資機関として 1973 年に設立されている。業務としては、企業への直接投資業務、VC ファンドへの出資業務、長期・低金利での融資業務（銀行を通じた制度融資）を主に行っている。直接投資業務では、台湾の基幹となる大企業等へ投資を中心に行っており、ベンチャー企業への投資に関しては、VC ファンドを通じての投資となっている。

NDF は、「行政院国家発展基金ベンチャーキャピタル投資強化事業計画」（以下、NDF 投資計画とする）に基づいて、VC ファンドへの出資事業を行っている。NDF 投資計画では、目的として「ベンチャーキャピタルを発展させ、知的経済産業の成長を助長し、現在の投資環境を改善するため、NDF が一部資金を提供してベンチャーキャピタルに投資することにより、ベンチャーキャピタルの発展を強化し、その技術、人材、市場および資金を活用して、新興事業の発展を一層促進すること。」と規定しており、VC の発展を強化することで、産業の発展促進を目的としている。

NDF は総資産で約 6,000 億円を運用しており、そのうち VC ファンドへの出資予算は約 900 億円を計上している。ファンドへの出資割合は、原則としてファンド総額の 30% を上限にしているため、民間から集めた資金と合わせて約 3,000 億円を超えるファンドの組成が可能となっている。台湾ベンチャーキャピタル協会（Taiwan Venture Capital Association）発刊の「TVCA2011 YearBook」によれば、台湾は 2000 年からアメリカ発のインターネット産業バブルに遭遇し、台湾の VC ファンドへの出資は減額やキャンセルに追われ、VC の資金源は激減した。2001～2007 年に新しく組成された VC ファンドからの投資企業数はわずか 1995～2000 年の 48% しかない状況となっている<sup>18</sup>。このように、ここ 10 年間で台湾の VC ファンドの資金募集は大変難しくなってきたことから、NDF の出資事業は台湾 VC において重要な位置づけとなってきた。また、台湾の VC はレイターステージの企業への投資が多い傾向が見られており<sup>19</sup>、シード・アーリーステージ<sup>20</sup>の企業への投資は少ない状況から、NDF は最も資金が集まりにくい、シード・アーリーステージのベンチャー企業への投資を行うファンドへ積極的に出資を行っている。NDF が VC ファンドへ出資する際の要件においてもレイターステージの企業への投資を制限しており、ベンチャー企業の創出に向けた施策に積極的に取り組んでいる。また、海外で設立された VC ファンドへの出資も行っており、その出資目的としては、海外ネットワークを持つ海外 VC が台湾の企業に投資することにより、企業の海外展開、海外企業との提携を促進することが増える等のメリットを最大限活かすというものである。

<sup>18</sup> 第2章(4)投資動向を参照。

<sup>19</sup> 第4章(2)ヒアリング回答を参照。

<sup>20</sup> 企業の成長段階については、p.26脚注を参照されたい。



NDF が出資するファンドの投資先企業の業種・分野は、バイオテクノロジー関連、電子関連等の新興重要産業に位置付けられた業種への投資が多くなっており、近年ベンチャー投資において、世界的に主流になりつつあるインターネット関連分野への投資が少ないことが特徴である。ここから、NDF が民間からの資金調達が難しい分野にリスクマネーを供給する目的の政策性を重視して、ファンド出資事業を行っていることが分かる。

また、NDF によれば、35名の従業員が所属し、このうち営業部の16名が投資担当者となっている。投資担当者の多くは財務・金融・法律等の大学院修士課程を修了した専門性の高い人材であるが、技術的な評価はNDF職員ですべて評価することは難しいため、別途に専門分野（電子分野、化学分野、バイオテクノロジー分野、機械システム分野、科学技術分野等）の審査委員会を設置することで技術的な評価の補完を行っている。

## （２）NDF のベンチャーキャピタルファンドへの主な出資要件

ここでは、NDF の VC ファンドへの出資目的、すなわち政策目的をより明確するために、出資要件について整理する。出資要件は、NDF 事業計画及び「行政院国家発展基金ベンチャーキャピタル投資事業の審査及び管理要綱」に規定されているので、これらを中心に整理する<sup>21</sup>。

### ①出資割合

NDF の出資については、ファンド総額の30%又は約30億円のうちいずれか小さい金額を上限としており、民間からの資金を集めるための呼び水としての機能を果たしている。ただし、六大新興産業や四大新興スマート産業で指定する新興産業を投資主体にするファンドや、台湾における投資先企業が海外企業と戦略的提携を行う又は具体的な技術移転計画を有するファンドについては上述の制限を受けていない。また、政策性の高い分野を主な投資対象にするファンドについてはNDFの出資比率を高める取り組みをしている。なお、NDF とその他の政府機関が同一のファンドへ出資する場合は、ファンド総額に占める両者の出資合計額は49%を上限にしており、政府の関与は最大でもファンド総額の49%に抑えている。

### ②投資対象

NDF がファンドへ出資する場合、そのファンドの投資先企業の対象要件として、投資総額の50%以上を台湾企業へ投資するものとして、投資促進が図られている。また、レイターステージの企業への投資は、20%以下としており、スタートアップ、ミドルステージの企業への投資促進が図られている。ただし、バイオテクノロジー—関連企業に投資するファンドについてはリスクマネーが集まりにくい分野であることから、この分野におけるレイターステージの企業への投資比率は40%以下と特例的な取り扱いをしており、六大新興産業を支援産業に掲げていることから政策的意義が高い分野と位置づけている。

---

<sup>21</sup> 出資要件については、中国語で記載された要件を日本語訳にしているため、ニュアンスの違いがある可能性があることをご了承いただきたい。

### ③ファンド資金の確保

NDF へ出資の申請をする場合、最終的に募集できる金額、すなわち想定されるファンド総額の 20%を集めていることが条件になっている。その後、NDF がファンドへの出資を決定した場合、ファンド運営者は決定後 1 年以内に資金募集を完了しなければならず、想定ファンド総額の 75%を確保できない場合は NDF からの出資が取り消される仕組みになっている。狙いとしては、民間の投資家からの出資を確保する前に NDF が出資を決定することで、民間からの資金の呼び水としての機能を果たすとともに、一方で想定するファンド総額が集まらなかった場合には出資を取り消すことでファンド運用のリスクを回避する仕組みとなっている。

### ④ファンドの期限前解散措置

NDF が出資するファンドの成績が好ましくない場合、またはファンド管理会社の経営陣の 2 分の 1 以上が NDF の出資決定時から変わっている場合、ファンドへの出資者の 3 分の 2 以上が出席の上、出席者の 2 分の 1 以上の同意を経て契約で定められた運営期間を前倒しして解散することができる。

### ⑤投資委員会の参加

NDF はファンドの投資決定のプロセスに参加するために、ファンドへ出資する際の契約において、ファンドへの出資比率に相当するファンドの取締役会<sup>22</sup>の議席を得ることを規定している。例えば、NDF がファンド総額の 30%を出資する場合は、取締役会の 10 分の 3 以上議席を確保して、投資の意思決定に関与していくということになる。

### ⑥その他の要件

その他の要件としては以下のようなものがある。

- ・出資者が約束した出資金の払込方法は、分割払込方式になる。具体的な払込方法は契約書に明記する。
- ・ファンド運営者（VC の経営者）は、ファンド運営や、企業の再建、合併、買収等の実務経験が必要
- ・ファンド運営者は、運営チームの構成員に異動がある場合、取締役会において提案・報告を行う必要がある。
- ・ファンド運営者は、ファンド総額の 1%以上を出資しなければならない。
- ・ファンド運営者は、各四半期の終了後 60 日以内に、投資運営業務報告書、投資先企業の財務資料等を NDF に提出する必要がある。

---

<sup>22</sup> 台湾でファンドを組成する場合、日本の LPS 法にあたる法律がないため、一般的に会社を設立し、投資家は株主という形で出資を行う。ファンド運営会社は別に設け、ファンド運営会社と投資家を株主とする出資会社の間で、委託業務契約を締結する。委託業務契約の中にはファンドの運営機関、意思決定方法等が明記されている。なお、投資の意思決定方法は、日本の場合であればファンドの中に投資委員会を設置するが、台湾では会社を設立するため、取締役会で投資の意思決定を行う。

### (3) NDF のファンド出資審査プロセス

NDF からファンド出資を受ける際の出資審査プロセスについて整理する（図表 3-1）。

#### ①NDF への VC の事前相談

NDF は、ファンドへの出資要請を行う VC と申請の前に、事前相談の機会を設け、ファンド運営計画の妥当性、出資要件の整合性について確認する。

#### ②調査委託先の銀行によるファンドの調査

NDF は、申請内容の調査を兆豊銀行<sup>23</sup>に委託している。手続きの流れとしては、VC は想定ファンド総額の 20%以上の資金が確保できた後、申請書、経営企画書、資金募集状況説明書等の申請書類を兆豊銀行に送付する。兆豊銀行は審査に必要な資料が整ったところで、申請者がプレゼンを行う投資説明会を開催する。説明会には、申請者、兆豊銀行、NDF が出席し、ファンド運営計画等について詳細なヒアリングを実施する。その後、兆豊銀行は必要に応じて更なる資料の要請、要請した資料に基づく申請内容の調査・分析を行い、投資評価報告書を作成し、NDF に提出する。

#### ③ベンチャーキャピタル審議会での審議

NDF は、兆豊銀行が作成した投資評価報告書の受領後、1 ヶ月後に、外部の有識者によるベンチャーキャピタル審議会を開催し、出資候補案件の審議を実施する。本審議会において各委員が記名で投票することで採択の可否を諮っている<sup>24</sup>。

#### ④NDF での最終審査

新議会で採択された案件は、NDF の管理委員会での最終審査にて認可されれば投資決定となる。管理委員会での最終審査では、国の産業政策に合致しているか等の政策面の審査に重点を置いている。

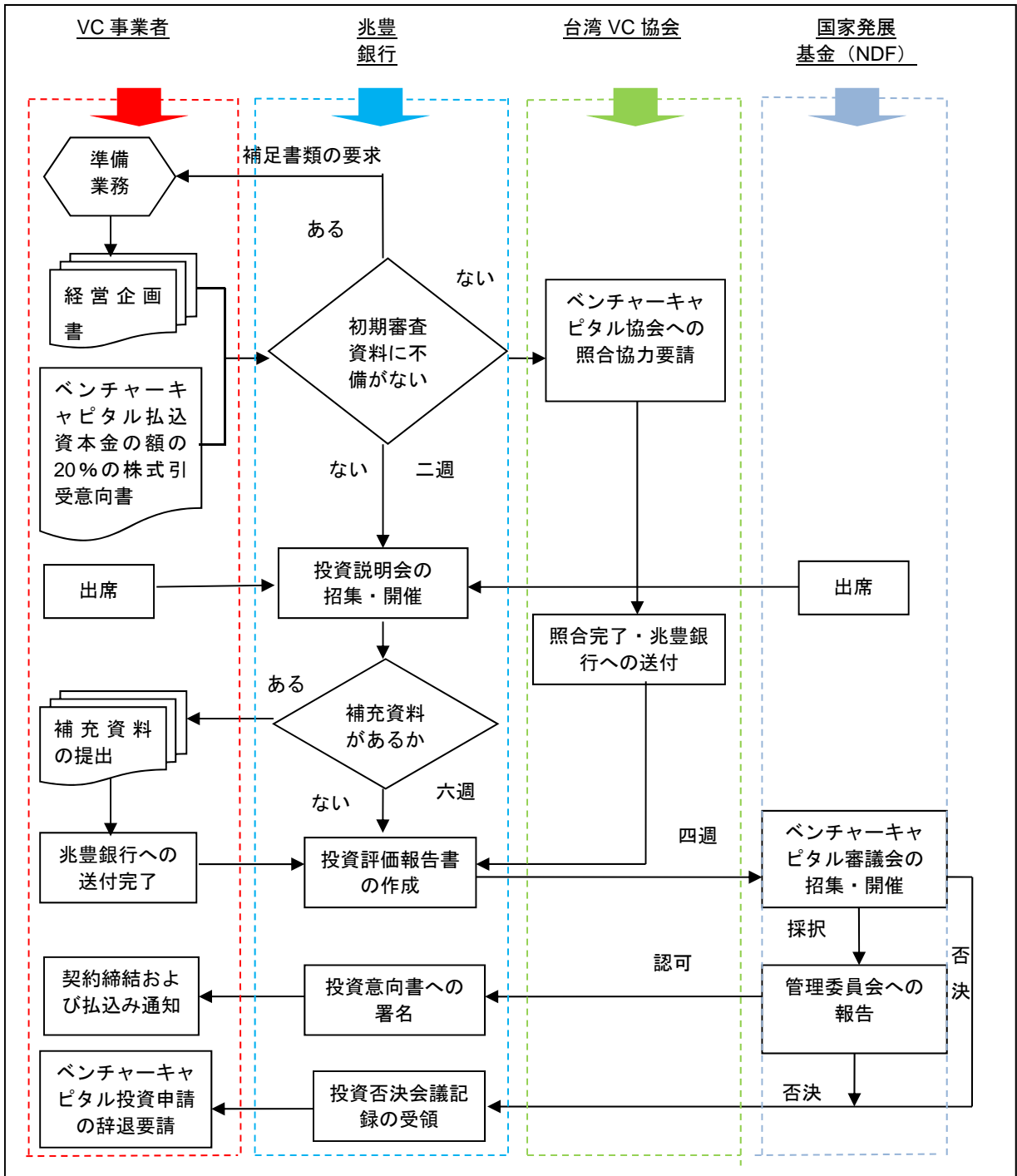
NDF の審査プロセスでは、外部専門機関による調査、第三者（政府関係者、大学教授、研究員、対象業界の企業関係者）による審議が、(独) 中小企業基盤整備機構が行うファンド出資事業の審査プロセスと共通している。審査プロセスの中で、第三者によるチェック機能を働かせることで客観性を持たせ、政府機関として公正・中立な立場でファンド出資が出来る仕組みを構築している。

なお、NDF によれば、出資後の運営者である VC の評価方法としては、台湾企業への投資進捗状況、投資先企業の特許取得数、海外企業が保有する技術の導入実績、IPO 数、雇用効果等を主な指標としているとのことである。

<sup>23</sup> 正式名は、兆豊国際商業銀行。2006 年に中国国際商業銀行と交通銀行が合併して誕生。交通銀行が政府系金融機関だったことから、調査委託先になっている。

<sup>24</sup> NDF によれば、審議委員は、政府関係者、大学教授等により構成されている。

図表 3-1 NDF 審査プロセス



(出所) 台湾ベンチャーキャピタル協会 2012 『Taiwan Venture Capital Industry 2011 Yearbook』より作成

## 第4章 台湾ベンチャーキャピタルの実態調査

### (1) ヒアリング調査の概要

今回の調査では、台湾で活動している VC の実態を把握するために、投資活動をしている日系 VC を含む 6 社と、台湾 VC 業界の全体像を把握するために政府関係機関 2 社に訪問し、事前に質問票を送付したうえで台湾 VC に関するヒアリングを実施した。なお、調査項目としては、図表 4-1 のとおり、①運営方法、②運営実態、③期待する投資分野の 3 項目から、活動状況を把握するためのヒアリングを行った。但し、政府関係機関については、実際に VC としての投資活動を行っているわけではないため、下記の項目に対する回答は得られていない。

本章では、得られた回答から、各 VC の投資活動を整理することにより、台湾におけるリスクマネー供給者である台湾 VC<sup>25</sup>の実態を把握することに努めた。

図表 4-1 ヒアリング項目

①運営方法	Q1. 投資検討先をどのようにして発掘しているか
	Q2. 投資前、検討先のどのような点に注目して審査 <sup>26</sup> しているか
	Q3. 投資後、どのようにして投資先企業の経営管理をしているか
	Q4. 投資後、どのようにして投資先企業を支援しているか
②運営実態	Q5. どのような成長段階の企業に投資をしているか
	Q6. 日本企業への投資実績はあるのか
③期待する投資分野	Q7. これまでどのような分野の企業に投資をしていたか
	Q8. 今後注目している投資分野は何か
	Q9. どのようにして投資先企業の株式等を売却しているか

<sup>25</sup> 台湾で活動する日系 VC (但し、台湾に拠点を持つ) も含む。

<sup>26</sup> 一般的に、ファンド運営者は企業に対して投資を実行する前に、投資対象となる資産の価値・収益力・リスクなどを、経営・財務・法務・市場環境などの観点から詳細に調査・分析する。

## (2) ヒアリング回答

### ①運営方法

ヒアリング項目 Q1.について下記の回答を得ている。

図表 4-2 ヒアリング項目 Q1. の回答結果<sup>27</sup>

Q1. 投資検討先をどのようにして発掘しているか	
VC1	他の VC や会計士からの紹介
VC2	他の VC や証券会社、銀行からの紹介
VC3	自己発掘
VC4	保有しているネットワークの活用
VC5	インキュベーション施設 <sup>28</sup> 等からシーズ <sup>29</sup> を発掘、連携先からの紹介
VC6	他の VC や証券会社、銀行からの紹介

台湾で投資検討先企業を発掘する場合、大きく 2 つの発掘方法があると言える。一つは、各 VC が保有しているネットワークを活用する。例えば、銀行傘下の VC であれば、銀行の融資先である企業が検討の対象になり得る。もう一つは、他の VC や証券会社からの紹介である。台湾 VC の投資対象企業になりうる企業の成長段階は、不確定要素が高いシード・アーリーステージの企業<sup>30</sup>ではなく、ある程度事業が成長している、もしくは成長の道のみが見え始めているエクспанション・レイターステージの企業への投資が主流になっている。いかにキャピタルゲインを確率的に高く獲得できるかで投資の可否を判断しており、そのためレイターステージ等の上場の可能性が高い企業への投資がメインになっている。よって、日本とは異なり、シード・アーリーステージの企業に投資を行い、ハンズオン支援を行うという VC は台湾では少数といえる。

<sup>27</sup> 当調査ではヒアリング先の名称を出さないという条件の下、調査を行ったことから VC1…6 としている。

<sup>28</sup> インキュベーション施設とは、一般的に、創業間もない個人や企業に対して低価格で賃貸スペースを提供するとともに、インキュベーション・マネージャ等を配置し、専門スタッフが経営・技術的課題を解決するための適切なアドバイス等を行うことにより、独立を支援する施設のことを指す。

<sup>29</sup> シーズとは、ビジネスの「種」のことを指す。例えば、企業がもつ「技術、ノウハウ、アイデア、人材、設備」など。

<sup>30</sup> 投資先企業の成長段階を表している。シードステージとは、ビジネスプランや製品のプロトタイプを作成し、事業コンセプトが出来上がった段階。アーリーステージとは、製品開発が終了し、商業的に製造販売を始める段階。エクспанションステージとは、企業が成長・拡大し生産能力の向上等のために資金を調達する段階。レイターステージとは、上場が近い段階。(忽那憲治著 2006 年「ベンチャーキャピタルハンドブック」を参照)

ヒアリング項目 Q2.について下記の回答を得ている。

図表 4-3 ヒアリング項目 Q2. の回答結果

Q2. 投資前、検討先のどのような点に注目して審査しているか	
VC1	信用度や財務状況チェック、事業内容
VC2	上場準備進捗状況
VC3	事業内容、経営者の資質、マーケット規模、類似企業の存在
VC4	経営者の資質、ビジネスモデル、対象市場の規模や成長性等
VC5	技術力の評価
VC6	財務状況チェック

投資検討先の検討方法としては、大きく 2 つの検討方法があると言える。一つは投資検討先の財務状況や上場準備進捗具合について調査する方法、もう一つは、事業内容や経営者の資質、マーケット規模などの企業の成長性について調査する方法である。これらはファンドがどのステージの企業を投資対象にするかによって違いが出てくるわけであるが、台湾 VC は前者が一般的である。後者の場合、企業の成長性を見極めるにあたって、投資検討先が置かれている業界の動向・市場性等の知見があるキャピタリストがいないと難しいという回答が得られた。実際、ヒアリング先でこのような投資を行っている VC は日系 VC であった。日本と台湾は、文化的に共通点が数多くあることから、日本で成功したビジネスモデルは、台湾においても成功する可能性が高いという仮説の下、台湾のシード・アーリーステージの企業に投資し、ハンズオン支援を行っているとのことであった。

ヒアリング項目 Q3.について下記の回答を得ている。

図表 4-4 ヒアリング項目 Q3. の回答結果

Q3. 投資後、どのようにして投資先企業の経営管理をしているか	
VC1	取締役会に参加
VC2	取締役会に参加、定期訪問、月次実績チェック
VC3	取締役会に参加
VC4	取締役会又は経営会議等に参加、定期訪問
VC5	取締役会に参加
VC6	取締役会に参加

一般的に台湾 VC は、投資先の取締役会などに参加し、投資先企業の経営状況の把握に留まることが多い。主に取締役会で、財務状況を確認し、IPO に向けて計画通り事業が進捗しているかどうかの確認が中心になるとのことであった。

ヒアリング項目 Q4.について下記の回答を得ている。

図表 4-5 ヒアリング項目 Q4. の回答結果

Q4. 投資後、どのようにして投資先企業を支援しているか	
VC1	上場に向けた各種専門家(弁護士等)の紹介、事業提携先の模索
VC2	投資先企業の財務管理支援、営業先の紹介
VC3	投資先企業毎に定めた KPI 管理
VC4	社内体制構築・工場管理・マーケティングに関するアドバイス等
VC5	インキュベーション施設等の紹介
VC6	上場に向けた各種専門家(弁護士等)の紹介、事業提携先の模索

上述のとおり、台湾 VC は積極的に投資先企業のハンズオン支援を行わないため、投資先企業の内部に入り、ビジネスモデルの構築、販路開拓支援等を行わない。実際に行う支援としては、提携先の紹介や財務・法務に関わる専門家の紹介が中心になる。なお、日系 VC は日本企業を紹介できる点を強みとして、投資活動を行っている。

## ②運営実態

ヒアリング項目 Q5.について下記の回答を得ている。

図表 4-6 ヒアリング項目 Q5. の回答結果

Q5. どのような成長段階の企業に投資をしているか	
VC1	エクспанション、レイターステージ
VC2	レイターステージ
VC3	シード、アーリーステージ
VC4	エクспанション、レイターステージ
VC5	全ステージ
VC6	エクспанション、レイターステージ

上述の通り、台湾 VC は、主にエクспанション、レイターステージの企業への投資を行っている。台湾では、投資先企業の情報の入手、投資先との提携を想定した戦略的出資を行う機関投資家は少なく、純投資を目的とする投資家が大半であり、確実に投資リターンを出すためにも IPO の可能性が高い企業への投資がメインとなる。また、台湾の新興市場は、日本の状況とは異なり、IPO の際に公募価格割れを起こすことが少なく、高い PER を実現できることから IPO による投資リターンの回収を行うことができるという回答が得られた。



ヒアリング項目 Q6.について下記の回答を得ている。

図表 4-7 ヒアリング項目 Q.6 の回答結果

Q6. 日本企業への投資実績はあるのか。	
VC1	実績なし
VC2	実績なし
VC3	実績なし
VC4	実績なし
VC5	実績あり
VC6	実績あり

一部の例外を除いて、日本企業への投資は興味があるものの投資実績はない。今後は日本企業との JV<sup>31</sup>案件への投資や日本企業と投資先企業との提携を増やしていきたいという回答が数多くあった。実際、台湾 VC と日系 VC との投資先企業のマッチングイベントが開催され、今後このような事例は増えていく可能性が高い。なお、日系 VC の場合、日本企業への投資は、日本本社で運営しているファンドで対応するため投資対象にはなっていないとのことであった。

### ③期待する投資分野

ヒアリング項目 Q7.について下記の回答を得ている。

図表 4-8 ヒアリング項目 Q.7 の回答結果

Q7. これまでどのような分野の企業に投資をしていたか。	
VC1	半導体関連、周辺機器/デバイス関連、IT 関連
VC2	特になし
VC3	インターネット関連
VC4	半導体関連、金融関連、電子工学関連
VC5	半導体関連、電子工学関連
VC6	IT 関連、バイオ関連

第 2 章においてもデータとして挙がっているが、台湾 VC の投資対象は半導体関連、電子工学関連等の IT 産業分野がメインとなっている。日本、欧米の OEM 企業の集積地ということを背景に、IT 分野のノウハウ、インフラ設備等が充実していることからメインの投資領域になっていることに加え、台湾政府が重点支援産業として六大新興産業、四大新興スマート産業を掲げたことも大きな要因の一つであるという回答が得られた。

<sup>31</sup> JV(ジョイントベンチャー)とは、一般的に特定の事業を実行するために、複数の企業が自社の得意分野である技術力や営業力、ブランドなどを持ち寄って作られる企業のことを指す。

ヒアリング項目 Q8.について下記の回答を得ている。

図表 4-9 ヒアリング項目 Q.8 の回答結果

Q8. 今後注目している投資分野は何か	
VC1	ICT 関連、医療関連、バイオ関連
VC2	消費者関連、バイオ関連、外食関連、コンテンツ関連、環境エネルギー関連
VC3	インターネット関連
VC4	消費者関連、ヘルスケア関連
VC5	環境エネルギー関連、バイオ関連、3S(サービス、ソフトウェア、システム)関連
VC6	海外市場を取り込める分野

今後の注目分野として、IT 関連を中心に医療・バイオ関連分野、サービス分野との回答が得られた。これは、台湾政府が重点支援産業として六大新興産業、四大新興スマート産業を掲げたことに加え、医療・バイオ関連分野は、台湾が少子高齢化問題に直面しておりこの分野における市場の広がりが見えること、サービス分野は、中国の巨大マーケットを獲得できる可能性が高いということから投資対象分野として注目を浴びている。

特に、台湾はグローバルバリューチェーンの構築力と人的ネットワークと交渉力に優れていることから、日本企業は台湾企業と組むことで中国の巨大マーケットを獲得する可能性が高まるという回答が得られた。

ヒアリング項目 Q9.について下記の回答を得ている。

図表 4-10 ヒアリング項目 Q.9 の回答結果

Q9. どのようにして投資先企業の株式等を売却しているか	
VC1	投資先企業が IPO し、市場にて売却する
VC2	
VC3	
VC4	
VC5	
VC6	

ファンドが保有している投資先企業の株式の回収方法としては、投資先企業の IPO による公開市場での株式売却が一般的となっている。台湾 VC が投資先企業の株式を市場で売却することが多い理由としては、ヒアリング項目 Q5 の回答の他に、台湾は台湾証券取引所や GTSM 市場だけでなく興櫃市場なども整備されていることから、日本に比べて IPO に対する敷居が低いと考えられ、株式公開後による投資先企業の株式を売却する機会が多い。また、M&A による株式売却が少ないのは、①台湾の経営者は経営者による企業の保有の意識が強く、経営者が交代させられる M&A を拒否する傾向にあること、②日本に比

べて台湾では大企業の M&A のニーズが少ない、との理由があるとの回答が得られた。

## 第5章 まとめ・考察

台湾は世界の OEM 企業の集積地という環境から蓄積した技術・ノウハウをもとに、IT 先進地域<sup>32</sup>として成長を遂げ、日本の重要なビジネスパートナーとして今後更なる経済取引が増えることが予想される。本調査では、投資対象地域としての台湾、海外展開する際のパートナー国としての台湾の可能性を探るべく、各種データによる投資環境調査、政府機関によるファンド出資事業の整理、ヒアリングによる投資実態調査から、台湾 VC の実態について調査を行った。この章では、これらの内容を踏まえ、投資対象地域としての可能性、台湾 VC との連携の可能性について3つの点から考察したい。

### (1) 投資環境と政府主導型のファンド出資事業

台湾は、基幹産業として成長した IT 産業以外にも、次世代の力になる産業の育成を目的に、重点支援産業の制定や資金供給等の政策を積極的に行っている。とりわけ、リーマンショックによる世界的な金融不安の煽りを受け、リスクマネーが民間から集まりにくい状況の中で産業の育成という政策目標を達成するために、政府がファンド出資を通じてリスクマネーを供給し、民間からの資金の呼び水効果の機能を果そうとしているのは日本と共通する部分である。たとえば、NDF はバイオテクノロジーを投資対象にするファンドやシード・アーリーステージの企業を投資対象にするファンド等、民間からの資金が集まりにくい分野に投資するファンドに積極的に出資を行っている。また、最近では、NDF がニュージーランドの政府系ファンドと投資協力をするといった協定書を締結する等海外 VC との連携を行っており、これらの連携を通じて台湾企業の海外展開を進めている。実際、一部の日系 VC は、台湾の政府機関や台湾 VC と業務提携を行い、投資先企業のマッチングイベントを開催する等の事例が増えてきている。

ただし、政府機関からファンド出資を受けると様々な要件が課せられることも事実であり、VC のファンド運営についての自由度との兼ね合いの中で政府機関が行うべきところの線引きの難しさは日本と同じ状況といえる。

### (2) 創業期の企業への投資

台湾ではシード・アーリーステージの企業に投資する VC が少ない。そのため、シード・アーリーステージの企業に対するハンズオン支援のノウハウが蓄積している VC であれば台湾における投資活動の成功の可能性が出てくる。ヒアリング先の中には、このような台湾 VC の実態を把握し、台湾におけるシード・アーリーステージの企業への投資を始めた日系 VC もいた。近年日本では新興市場が不況だったことから、仮に IPO し

<sup>32</sup> 世界経済フォーラムから毎年発表されている Networked Readiness Index(ネットワーク整備指数。国、企業、個人などに対してどれだけ IT が整備・活用しているかを点数化)ランキングで、台湾は世界 11 位となっている。日本は 18 位、アメリカは 8 位となっている。

ても投資資金が回収できないケースが増えている。そういった状況の中、日本では、投資先企業が計画どおりの成長戦略を描けないリスクは高いが、レイターステージの企業の投資よりも低い株価で投資ができ、大きな投資リターンの可能性が見込めるシード・アーリーステージの企業への投資を行う VC が増えてきている。まさにヒアリング先もその 1 社であり、シード・アーリーステージの企業のハンズオン支援のノウハウも蓄積していた日系 VC が台湾で投資活動を行い、成功する事例は増えていくことが十分想定できる。

また、投資分野としては、日本で成功したサービスが台湾で成功する可能性が高いという回答をヒアリングから伺えた。これは、台湾人の趣味・趣向は日本人と類似していることや日本文化に対して憧れを抱いていることから、日本で流行したサービスは台湾においても受け入れられやすいということである。すなわち、日本で成功したビジネスモデルを台湾で展開できる企業に投資できれば、投資の成功確率が高まる。日本で成功したビジネスモデルを持つ企業への投資経験がある日系 VC であれば、ビジネスモデルに対するデューディリジェンスができることから、台湾における VC 投資の成功の可能性は十分あると考えられる。ただし、成功したビジネスモデルを台湾企業が行うのか、それとも日本と台湾の合弁会社であるのか等、どのような形でサービスを展開するのかは試行錯誤を繰り返しながら検討する必要がある。

### (3) グローバルバリューチェーンと中華変換<sup>33</sup>機能としての台湾

野村総合研究所<sup>34</sup>によれば、ビジネスパートナーとしての台湾企業の優位性を、①グローバルバリューチェーンの構築力（日本、中国、欧米を結ぶグローバルバリューチェーンを構築し、自分達で足りない部分は他国で補うという考え方）、②日本との高い親和性（文化的・歴史的に日本に親和性を有し、親日度も非常に高い）というマクロ的な視点からの優位性と、③人的ネットワークと交渉力（華人経済圏の中での人脈を活かした中国や東南アジアの現地企業や政府との高い交渉力を有する）、④技術力とスピーディー且つ安価な大量生産体制（台湾国内における技術力を持った中小企業の集積と、迅速な意思決定と大規模投資を背景にした中国や東南アジア等における大量生産体制を確立している）、⑤現地ニーズに合わせた製品やサービスのカスタマイズ力（既存の技術シーズやサービス内容を用いて、それを現地で売れる形にカスタマイズして商品化し、高い市場シェアを取っていく能力を有する）というミクロ的な視点からの優位性を挙げている。中でもグローバルバリューチェーンの構築力と人的ネットワークと交渉力という点については、各ヒアリング先からもその重要性についての言及があったことは注目すべきである。図表 5-1 は、日本を含むグローバルバリューチェーンを構築している台湾・中国・

<sup>33</sup> 「2011 年度日台ビジネス・アライアンス報告書」台湾經濟部投資業務処、野村総合研究所著（2011 年 9 月）参考。また、ヒアリング先でも台湾の強みとして一般的に使用されていた。

<sup>34</sup> 「2011 年度日台ビジネス・アライアンス報告書」台湾經濟部投資業務処、野村総合研究所著（2011 年 9 月）参考。また、野村総合研究所は日本企業の台湾進出をサポートする窓口として、1995 年 7 月に台湾政府經濟部(経済産業省に相当)の委託事業として、ジャパンデスクを設立した。ジャパンデスクは台湾經濟部、政府関連機関、主要工業会及び野村総合研究所台北支店とが一体となり、台湾進出を検討している日本企業、及び既に台湾に進出している日系企業に、幅広いサポート活動を行っている。

米国の輸出入の相手国の上位3か国を並べた表である。台湾の貿易収支は対中国で大幅な貿易黒字になっている一方で、対日本は貿易赤字になっている。このように、日本、台湾、中国、米国間の貿易収支を整理すると、日本から製造設備や部材を輸入し、台湾においてそれらを一部加工、中国に輸出した後、最終製品に加工して欧米向けに出荷される流れになっている。特に台湾から中国への輸出は、「中華変換」と呼ばれ、中国市場のニーズに合わせた商品・サービスのカスタマイズ力、人的ネットワークと交渉力を活かした中国市場へのアプローチ力として、自信と実績があるという回答がヒアリング先からも数多くうかがえた。

投資先企業（日本企業）に置き換えてみれば、直接中国市場にアプローチするよりも台湾市場を経由することで、自社の商品・サービスを中国市場のニーズに合わせて提供し、商品・サービスを有利に販売することができるのである。ただし、どのような業種が中国市場を獲得しやすいのかという点については、今後更なる検討が必要である。なお、ヒアリング先からはネット系ビジネスやサービス業が中国市場を獲得できる可能性が高いという意見が多かったことは留意しておく必要がある。

図表 5-1 輸出・輸入統計ランキング

国名	輸出統計	輸入統計
台湾	①中国 83,960 (27.2%) ②米国 36,364 (11.8%) ③日本 18,228 (5.9%)	①日本 52,199 (18.5%) ②中国 43,596 (15.5%) ③米国 25,758 (9.2%)
中国	①米国 324,493 (17.1%) ②日本 148,298 (7.8%) ③韓国 82,924 (4.4%) ※台湾 35,112 (1.8%)	①日本 194,590 (11.2%) ②韓国 162,709 (9.3%) ③台湾 124,920 (7.2%)
米国	①カナダ 280,890 (19.0%) ②メキシコ 198,378 (13.4%) ③中国 103,939 (7.0%)	①中国 399,362 (18.1%) ②カナダ 315,347 (14.3%) ③メキシコ 262,864 (11.9%)

単位：100万ドル、括弧内は構成比

(出所) JETRO 輸出・輸入統計(国・地域別) より作成

## 【参考文献】

一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2012）「2011年度ベンチャービジネスに関する年次報告」

株式会社ジャパンベンチャーリサーチ（2012）「2012年上半期ベンチャーファンド設立状況」

忽那憲治（2006）「ベンチャーキャピタルハンドブック」中央経済社

経済部投資業務処（2010.10）「99年度日台ビジネス・アライアンス報告書—進化する台湾の投資環境と日台アライアンスの展望—」野村総合研究所台北支店

経済部投資業務処（2011.9）「2011年度日台ビジネス・アライアンス報告書—進化する台湾の投資環境と日台アライアンスによるアジア事業展開—」野村総合研究所台北支店

公益財団法人交流協会（2011）「2011台湾経済 DATA BOOK」

台湾經濟部（2011.5）「台湾 アジアのビジネスパートナー」經濟部投資業務処

台湾ベンチャーキャピタル協会（2012）「Taiwan Venture Capital Industry 2011 Yearbook」

中小企業庁（2012）「中小企業白書（2012年版）」

日本貿易振興機構 海外調査部（2010.7）「世界経済危機後のアジア生産ネットワーク～東アジア新興市場開拓に向けて～」

みずほ情報総研株式会社（2011.2.28）「平成22年度アジア各国のベンチャー企業投資事例調査～アジアからの持続的なイノベーション創出とベンチャーファイナンス～」

独立行政法人  
中小企業基盤整備機構  
経営支援情報センター

〒105 - 8453 東京都港区虎ノ門3 - 5 - 1 (虎ノ門37 森ビル)

電話 03 - 5470 - 1521 (直通)

URL <http://www.smrj.go.jp/keiei/chosa/>

本書の全体または一部を、無断で複写・複製することはできません。  
転載等をされる場合は、上記までお問い合わせ下さい。







**中小機構**