

論文の内容の要旨

論文題名 ベンチャー企業の資金調達構造に関する日・韓比較

氏 名 金 炫 成

現在、日本と韓国の双方において、経済の情報化・サービス化の進展を背景に、経済活性化のために必要な柔軟かつ創造的な企業家精神を備えているベンチャー企業に注目がなされている。しかし、両国のベンチャー企業に関する既存研究では、それらの資金調達構造について、両国間の比較という視点からの解明が十分になされているとは言い難い。そこで、両国のベンチャー企業の資金調達構造の特徴を比較研究という視点から明らかにすることを本論文の研究目的として設定した。以下に分析の概要と特に留意した点を示す。

両国ともに間接金融中心型の資金調達構造が形成されていることに着目し、「韓国と日本のベンチャー企業の資金調達構造は、非ベンチャー型の中小企業と違って、間接金融中心型ではなく、直接金融中心型に変化している」という研究仮説をたてて、その整合性を実証した。その際に、ベンチャー企業の企業成長と資金調達構造の関係に注目しながら、日本と韓国の特徴を明らかにすることに特に留意した。

ここで、論文の構成を示す。本論文は、序章 はじめに、第1章 先行研究と分析枠組、第2章 中小企業政策の変遷とその転換、第3章 日本と韓国における中小企業の資金調達構造、第4章 韓国ベンチャー企業の資金調達構造、第5章 日本ベンチャー企業の

資金調達構造、第6章 日・韓の比較検討と間接金融の役割、終章 おわりに、の8章からなる。

序章では、研究背景および研究目的を紹介した。第1章では、先行研究の検討から重要な論点を浮き彫りにしつつ、それを踏まえた分析枠組みを設定した。以下では、第2章以降の概要について簡潔に整理する。

(1)第2章の中小企業政策の転換：日韓両国ともに、1990年代後半から中小企業政策を大きく転換した。この転換において注目すべき事柄は、政策対象の変更である。すなわち、従来の業種ベースの施策から、個別企業ベースに変わり、特定の産業から特定の企業形態を育成する方式へと変化した。産業構造が高度化し、知識集約財の重要性が高まるにつれ、フロントランナーとして飛躍するのに必要とされる新たな活力の主体に対する期待が、転換の背景に存在したと言える。その期待された主体こそ、企業家精神を十分に備えるとともに他の主体へもその精神を波及させる可能性のあるベンチャー企業であった。しかし、両国間におけるベンチャー企業の育成政策の展開については、いくつかの異なる側面がみられる。最も大きな違いは、政策介入の程度の差異である。具体的に言えば、どのような主体がベンチャー企業に対する企業評価を行うかにおいて、かなり明白な相違が現われている。韓国は、認定あるいは確認制度を用いて、主に政府からのシグナルによってベンチャー企業の情報を発信する仕組みをとっている。その反面、日本は、市場からの評価に頼る方法を主に採用している。

(2)第3章の中小企業の資金調達構造：両国における中小企業の資金調達構造は、多くの側面で類似している。その中で代表的なのは、高度成長期に間接金融中心型の資金調達構造が形成された点である。多くの資金を必要とする経済開発期には、常に企業資金が超過需要の状態であったため、銀行や政府系金融機関を媒介にし、育成産業で事業を営む企業に戦略的に資金を投下するように誘導した結果である。なお、金融自由化の影響で資本市場も拡大していたものの、大企業しかその恩恵を受けることはできなかった。その原因は、中小企業向けの資本市場の未発達という制度的な側面よりは、間接金融型が中心的であった時代に形成された企業評価に関するノウハウの偏在にこそ存在する。一方で、企業金融全般において両国の相違点として明らかなのは、企業間信用の比重、並びに長期借入金と短期借入金との割合の2点である。日本企業の間接金融比率は、韓国のそれより高く、そ

の中でも企業間信用の比重が特に高いのが特徴である。中小企業に限ってみると、日本では銀行からの貸付債権の長期化現象が広がりつつある。一方、韓国では長期貸出の割合が低く、短期借入で外部資金を調達する割合が高い傾向が明らかとなった。金融自由化が進展した1990年代以降も、その傾向は継続している。そのため韓国では高度成長期以降、長期かつ安定資金を企業に提供する貸し手の不在を、政府系の特殊銀行を設立することによって補ってきたのである。

(3)第4章の韓国ベンチャー企業の資金調達構造：韓国のベンチャーキャピタルは、独立系が多いが、その運用を担当するベンチャーキャピタリストは、銀行や証券会社からリストアップされた人の割合が高い。新規投資先の業種で、IT関連企業とエンターテインメント関連業への集中度が高い点が日本のベンチャーキャピタルとは大きく異なる。実際、ベンチャー企業向けの資本市場であるKOSDAQ市場でもIT関連企業の株式発行が45%を占めている。一方、日本と類似している点としては、Early stage期のベンチャー企業向けの投資比率が高いことが挙げられる。その理由として重要なのは、政府資金が、ベンチャーキャピタルに多く出資されていることである。また、韓国のベンチャー企業の育成政策は、ベンチャー企業の新たな創造に重点を置いているため、Early stage期の企業に対する投資集中度を高めることを意図している。KOSDAQ市場でも有償増資よりは新規公募による資金供給量が多い。一方、資金需要者である借り手側のベンチャー企業の資金調達実態を分析し、Early stage期において、銀行借入の利用頻度は高いものの、その1件当りの調達額は多くないことが明らかとなった。これは、高リスクの貸付先に対する貸し渋りに起因する結果である。その反面、既存の中小企業と違うのは、政策資金とベンチャーキャピタルからの調達比率の高さにあるが、それもかなりの程度で一部の高成長企業に偏っている。KOSDAQ上場企業を対象にしたLater stage期分析では、ストック分析とフロー分析を行い、企業歴が長くなるにつれ、間接金融中心型に回帰する現象が起きていることが明らかとなった。

(4)第5章の日本ベンチャーキャピタルの資金調達構造：日本のベンチャーキャピタルは、金融系が多く、既存の金融機関から多くの人が出向している。その結果、2001年以降は、リスクを避けるための保守的な傾向がみられている。ベンチャー企業向けの新興市場では、2000年以降、マザーズやヘラクレスのような競争市場が新たに開設されていて、新興市場の上場企業の若年化が進んでいる。韓国との違いは、新規上場時の公募よりは有償増資に

よる資本拡充がより活発である点である。Early stage期、とくに、開業段階では政策資金やベンチャーキャピタルからの調達が難しく、創業者の自己資金や知人などの創業者の個人的なネットワークによる調達比重が高い。新興市場の上場企業を対象にしたLater stage期の企業を分析した結果、企業歴が長くなるほど、間接金融比率が上昇し、売上高に対する研究開発費比率が低下していることが明らかとなった。

(5)第6章の日韓比較検討と間接金融の役割：第4章と第5章の分析結果を踏まえて、日韓比較の観点から検討した結果、両国のベンチャー育成政策の特徴として、ベンチャー企業を新たに創出する韓国のベンチャー企業の育成政策、既存の中小企業を研究開発型のベンチャー企業に転換させるために、研究開発事業に焦点を当てている日本のベンチャー企業育成政策という各々の特徴を明らかにした。また、両国のベンチャーキャピタルの特徴として、政府介入によってリスク志向型の投資パターンを維持している韓国のベンチャーキャピタル、2000年以降、保守化を進めている日本のベンチャーキャピタルといった各々の特徴を明らかにした。一方、両国の共通点として、資金調達構造の決定要因分析では、企業歴と間接金融比率は正の関係、研究開発費比率と間接金融比率は負の関係であることが判明し、この分析結果により両国のベンチャー企業の資金調達において、間接金融への回帰現象が起きていることが明らかとなった。

また、韓国ベンチャー企業の育成政策の特徴としては、ベンチャーキャピタルに対する政府系資金の莫大な投入をあげることができる。日本と同様に、ベンチャー企業向けの研究開発の支援事業も年々拡大させている。両国の育成政策の共通している点は、リスクマネーの供給という側面で、政策と間接金融の供給が重要な役割を果たしていることである。以上の各章の分析によって本論文は、Early stage期の両国のベンチャー企業ともに、直接金融比率が非ベンチャー型の中小企業に比べ高くが、Later stage期になると間接金融中心型に回帰することを実証したのである。

最後に本論文の残された課題について言及したい。□株式公開されている企業はベンチャー企業に分類すべきか否かといったベンチャー企業の定義の検討、□スタートアップ期のリスクマネーの供給者に関する分析、□企業の成長段階と企業歴の関連性の曖昧さ、□外部調達だけを分析対象にしており、内部留保と減価償却分の比重が解明されていないことの4点において、さらに深く掘り下げていかなければならないだろう。この4点に関する

る研究をさらに進展させるためには、Early stage期のベンチャー企業を対象にしたアンケート調査の設計と実施による分析が必要であろうと考えられる。今後の主要課題としては、そのようなアンケート調査を中心としてさらに研究を進めていきたい。